

2021-05-12



技术驱动、厚积薄发

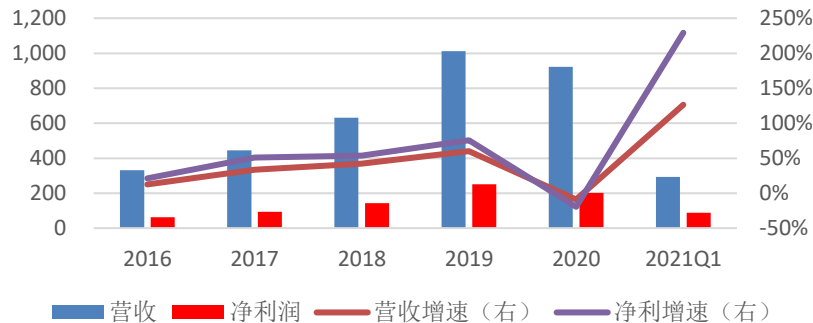
证券分析师：陶贻功
电话：010-88695226
执业证号：S1190520070001

证券研究报告：蓝晓科技（300487）投资价值分析

推荐逻辑:

- 技术优势是公司的核心竞争力，技术水平达到了国际先进水平。均粒技术仅有少数几家国际巨头掌握，公司实控人及多位高管也都是全球范围内在特种树脂领域极有影响力的行业专家；公司在环保化工、金属及新能源、超纯水、大健康等领域不断有新的高精尖产品进入产业化，持续增长动力强劲。
- 碳酸锂价格大幅上涨、下游需求旺盛，有望带动新一轮项目投资热潮。公司技术储备完善，盐湖提锂技术完全成本3~4万/吨，成本优势明显，公司和国内主要盐湖及矿石锂相关企业均有不同程度合作，认可度较高，有望斩继续获国内外盐湖提锂相关订单，且锦泰项目有利润分成，能享受价格弹性。
- 公司微载体用于疫苗原材料纯化，已通过厂商验证，形成产业化订单。公司依托全面的软、硬胶产品平台与丰富的工业纯化经验，为多肽、核酸、疫苗、抗体、重组蛋白药、生物小分子、体外检测试剂等生物医药研发、生产单位提供高品质纯化介质材料与介质筛选、纯化工艺开发、纯化技术支持等专业化服务。生物医药领域技术壁垒高、市场空间大，是公司重要业绩增长点。
- 盈利预测：预计公司2021~2023年净利分别为3.09亿元、3.92亿元、5.13亿元，对应PE35/27/21倍。公司在新能源、贵金属、超纯水、生物医药等多个领域市场拓展空间大，产能进入释放期，维持“买入”评级。

公司历年营收、净利及增速（百万元）



表：公司盈利预测及估值（百万元）

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	922.63	1208.17	1519.21	1945.70
增长率 (%)	-8.82%	30.95%	25.74%	28.07%
归母净利润	202.05	309.23	393.01	514.97
增长率 (%)	-19.59%	53.04%	27.09%	31.03%
EPS (元/股)	0.92	1.41	1.79	2.34
市盈率 (P/E)	48.40	34.68	27.29	20.83
市净率 (P/B)	5.93	5.40	4.47	3.65

资料来源：wind，公司公告，太平洋证券

公司概况：技术出众的特种吸附分离领域全产业链企业

行业分析：用途广泛、技术壁垒高

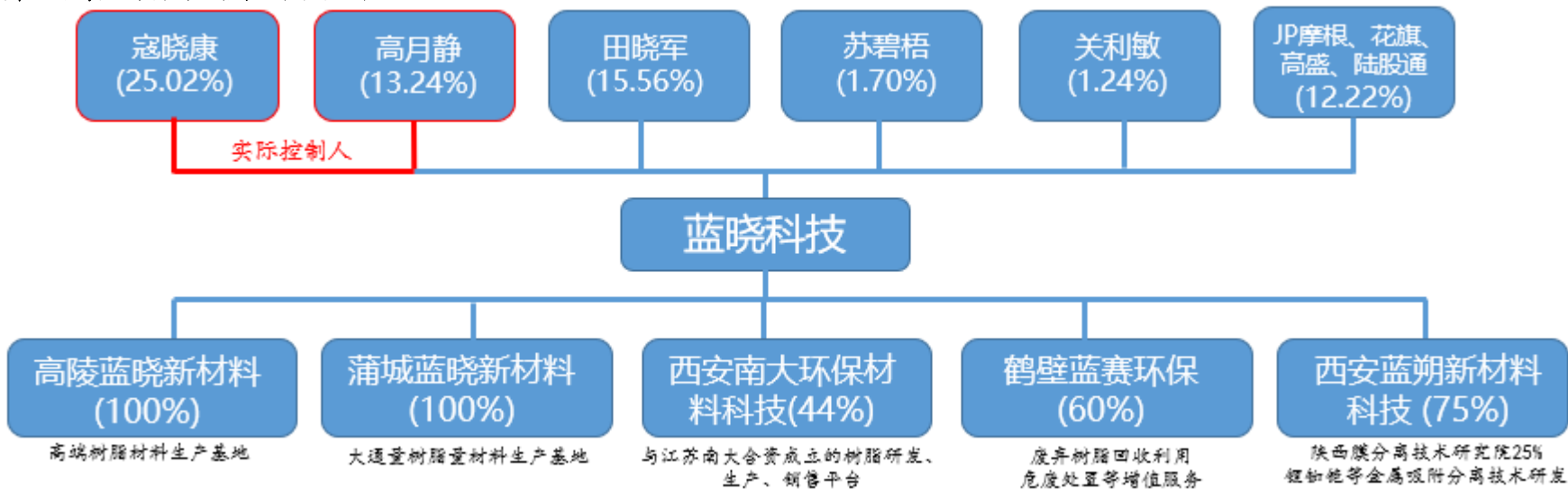
公司分析：技术厚积薄发迎产能释放期

估值分析、盈利预测及投资建议

公司实际控制人：

寇晓康、高月静夫妇，两人合计持股**38.98%**，为公司实际控制人。寇晓康是国务院政府特殊津贴专家，陕西省三秦人才，西北工业大学、西安建筑科技大学硕士生导师；高月静为海归博士，创立公司前曾在新加坡ESE公司从事研发工作，为国务院特殊津贴专家，西安市引进海外高层次人才、西安市委专家决策咨询委员会委员。

图：公司盈利预测及估值（百万元）



资料来源：wind，公司公告，太平洋证券

▶ **行业唯一特种吸附树脂全产业链企业：**公司专业从事吸附分离材料的研发、生产和销售，提供以特种吸附分离材料为核心的配套系统装置和整体解决方案。蓝晓科技是国家重点高新技术企业，国家级专精特新“小巨人”企业，中国离子交换树脂行业副理事长单位，国家科技进步二等奖获得者。公司总部位于西安高新区蓝晓科技园，在西安、渭南、鹤壁、比利时等地分别建有吸附分离材料生产基地、系统设备及集成装置生产区、危废资源化回收园区等。吸附分离材料年产能5万吨。

▶ **技术研发创新能力强：**承建陕西省功能高分子吸附分离工程技术研究中心，与南开大学共建分离材料联合实验室；蓝核心技术全部为自主知识产权；拥有中国专利以及国际专利42项，2次荣获国家科技进步二等奖，完成科技部创新基金2项，获得国家重点新产品3项。公司生产的吸附分离材料包括30多个系列100多个品种，广泛用于食品、制药、植物提取、离子膜烧碱、环保、化工催化、湿法冶金、水处理等工业领域。市场覆盖中国、美洲、欧洲、东南亚等区域。

图：公司核心技术、主要产品及主要应用领域



资料来源：太平洋证券

守正 出奇 宁静 致远

表：公司技术和产品应用领域及细分市场

大健康	合成药：抗生素、显影剂
	植物提取：甜菊糖、花青素、CBD
	多肽药物：DNA、RNA、多肽、多糖
	生命科学蛋：白纯化、氨基酸纯化、疫苗、血液/细胞组分分离
	高端饮用水：除杂（硝酸根、砷、硼、氟等）、除菌、软化
大宗消费：果汁、糖、植物色素、植物蛋白	
资源新能源	新能源：锂、镍、钴
	电子航空航天：镓、铟、铟
	高端材料：钒、钨
	放射金属：镭、铀
	稀土金属：镧、铈
超纯化	水：电子半导体级、核级、凝结水
	化学品：盐酸、氢氟酸、双氧水等
	色谱级分析
	微量负极及原位分析
环保	二氧化碳捕捉
	重金属废水资源化利用
	有机废气处理
	PFOS脱除全副辛烷磺酸盐、全氟辛酸
化工催化	重度污染有机物
	辐射污染水体
	离子膜烧碱二次盐水精制
	多晶硅
	醚化装置催化（MTBE/TAME/ETBE）
醚化装置萃取水脱酸	
己二酸装置铜钒吸附	

公司吸附树脂材料及成套技术在大健康、资源及新能源、超纯化、环保、化工等五大领域实现了规模化商业应用。短期资源及新能源、大健康、超纯化等领域有望迎来快速增长。

表：2020年公司树脂材料在各领域销售收入

	营业收入（亿元）	同比增长
水处理与超纯化	1.70	80.14%
生物医药	1.00	3.87%
资源与新能源	0.92	26.81%
食品与植物提取	0.85	-9.24%
节能环保	0.64	-8.52%

资料来源：公司公告，太平洋证券



蓝晓科技各领域主要客户



资料来源：公司官网，太平洋证券

表：公司技术团队实力雄厚、管理层稳定性好

姓名	职务	简介
高月静	董事长	1969年出生. 毕业于西北工业大学, 博士学位, 1998-2000年新加坡国立大学理学院留学从事改性功能高分子材料研究。2000-2001年, 在新加坡ESE公司从事研发工作. 为国务院特殊津贴专家, 西安市引进海外高层次创新人才、西安市委专家决策咨询委员会委员。
寇晓康	总经理	1967年出生. 毕业于西北工业大学, 硕士学历。1990年起进入西安电力树脂厂工作, 曾担任技术员, 研究所所长, 总工程师。是全国行业权威期刊《离子交换与吸附》编委、南京大学产业教授、西北工业大学、西安建筑科技大学校外硕士生导师, 国务院政府特殊津贴专家、陕西省三秦人才, 二次获得国家科学技术进步二等奖。
田晓军	副总经理	1969年出生. 毕业于天津大学, 本科学历。自1991年起进入西安电力树脂厂工作, 曾担任技术员, 研究所副所长。2005年加入本公司, 2011年起至今任本公司董事, 副总经理。
郭福民	副总经理	毕业于东北电力大学, 001年加入蓝晓科技负责功能高分子吸附分离材料的研发和产业化转化工作, 历任公司销售经理、应用技术总监, 现任公司副总经理。
关利敏	副总经理	1963年出生, 毕业于西北纺织学院, 本科学历。自1986年起先后就职于哈尔滨纺织职工大学, 西安市第二丝绸厂, 西安电力树脂厂, 2005年加入本公司, 历任本公司董事, 销售总监、副总经理, 现任本公司董事、副总经理。
韦卫军	副总经理	1967年出生。毕业于四川大学, 本科学历。韦卫军先生自1990年起先后就职于总后3513厂, 陕西康旺科技有限公司研发部, 2001年加入本公司, 历任销售经理, 副总经理。现任本公司董事, 副总经理。
李岁党	董事	1979年出生, 毕业于北京服装学院, 硕士学历, 曾任西安亨通光华制药有限公司技术总监、北京东方仿真化工有限公司软件工程师、山东沾化滨联精细化工有限公司技术总监、西安高科理化有限公司经理, 2009年7月加入本公司, 任研发部副经理、首席工程师,
安源	财务总监	1970年出生, 会计师, 毕业于西安财经学院会计系, 硕士学历。自1993年起就职于西安电力树脂厂财务科, 2004年加入本公司, 历任财务部副经理, 董事会秘书。现任财务总监。
范勇建	副总/董秘	2020年加入本公司担任投资经理职务, 现任公司副总经理、董事会秘书。
Mr. Jean-Marc Vesselle		曾担任朗盛LPT事业部前CEO
Dr. Joe Lin		曾在行业内多家国际知名企业担任生产总监、总经理等职务。

资料来源: wind, 公司公告, 太平洋证券

公司概况：技术出众的特种吸附分离领域全产业链企业

行业分析：用途广泛、技术壁垒高

公司分析：技术厚积薄发迎产能释放期

估值分析、盈利预测及投资建议

吸附分离树脂介绍：

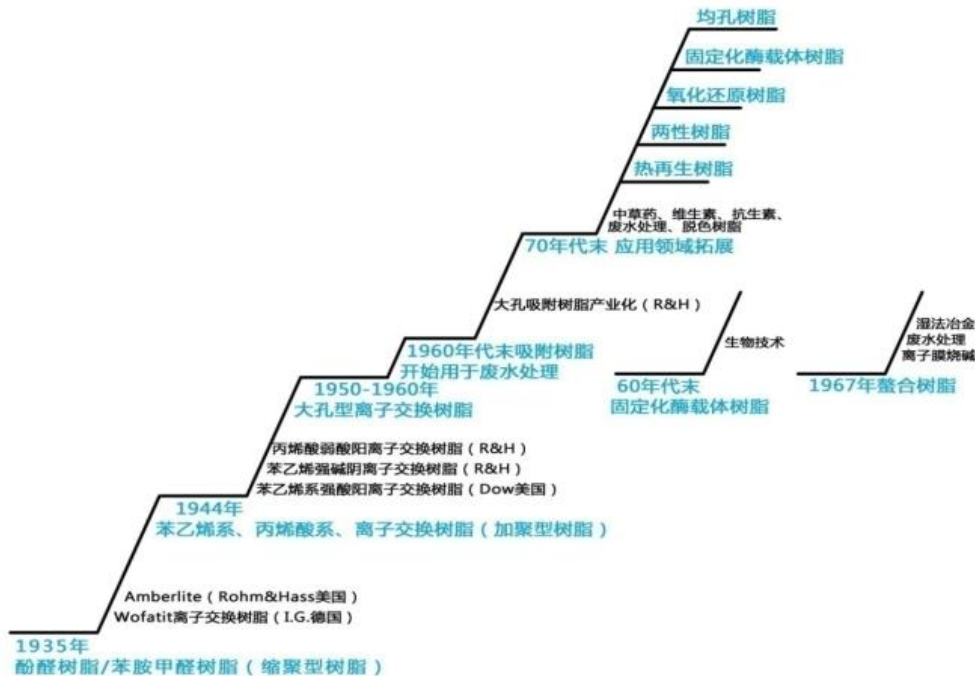
功能高分子材料的一种，由苯乙烯、二乙烯苯等油相原料和水、纤维素等水相原料经聚合、提取、煮球、筛分、水洗等多道工艺合成，因为其多孔立体结构而具备选择性吸附能力，能够在下游用户的生产工艺流程中发挥特殊的选择性吸附、分离和纯化等功能。吸附分离树脂具备以下鲜明特点

- **潜在应用领域极广：**理论上所有能够应用到几乎所有固液分离领域以及部分气液分离、气气分离等领域。
- **技术壁垒较高：**研发周期长、高精尖领域难度大、不同领域应用工艺差异极大。
- **属于典型耗材：**吸附树脂在使用过程中会逐渐消耗，需要不断添加（不同应用领域添、工艺添加周期不同）。
- **高度定制化：**在不同领域、不同需求下需要不同的结构及工艺，具有较强的定制化属性，客户粘性强。

吸附分离树脂起源于20世纪30年代的离子交换树脂，最早应用于工业水处理领域。随着应用领域的需求不断升级，在离子交换树脂基础上，逐步出现了大孔吸附树脂、螯合树脂催化、酶载体等树脂材料。

生物医药、新能源、电子半导体等领域对纯度要求的提高，也推动特种吸附分离树脂朝着高精尖方向发展，应用范围不断延伸。

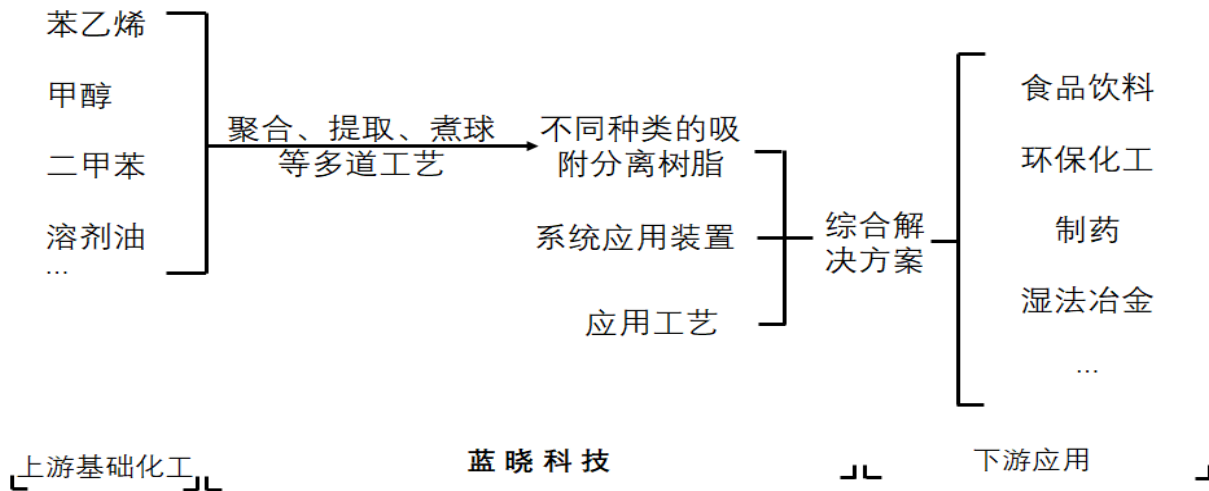
图：吸附分离树脂发展历程



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券

吸附分离树脂生产原料主要苯乙烯、甲醇、二甲苯等石化产品。苯乙烯、甲醇等大部分原料属于大宗石化产品，价格透明度高、市场供给充足。下游客户主要为生物制药、冶金、食品饮料、环保化工等需要进行固液分离的企业。

图：吸附分离树脂产业链概况



资料来源：太平洋证券

以蓝晓科技、鲁抗立科、浙江争光等为代表的国内树脂生产企业，通过技术研发投入与产能升级，在生物制药、环保、冶金、化工等新兴应用领域，已具备和陶氏、朗盛、住友、等国际巨头竞争的實力。

图：吸附分离树脂行业内竞争格局

序号	应用领域	主要企业	
		国际	国内
1	湿法冶金	住友化学	蓝晓科技、浙江争光
2	制药行业	罗门哈斯、日本三菱	鲁抗立科、南开和成、蓝晓科技
3	超纯水（电子半导体、核级）	罗门哈斯、三菱、朗盛	蓝晓科技
4	食品加工行业	罗门哈斯	蓝晓科技、浙江争光
5	工业水处理、环保	——	江苏苏青、浙江争光、淄博东大、蓝晓科技
6	化工	德国朗盛、漂莱特、日本三菱	蓝晓科技

资料来源：公司公告，太平洋证券

树脂法具有效率高、污染少、精度高的优势，尤其适用于高精尖领域。

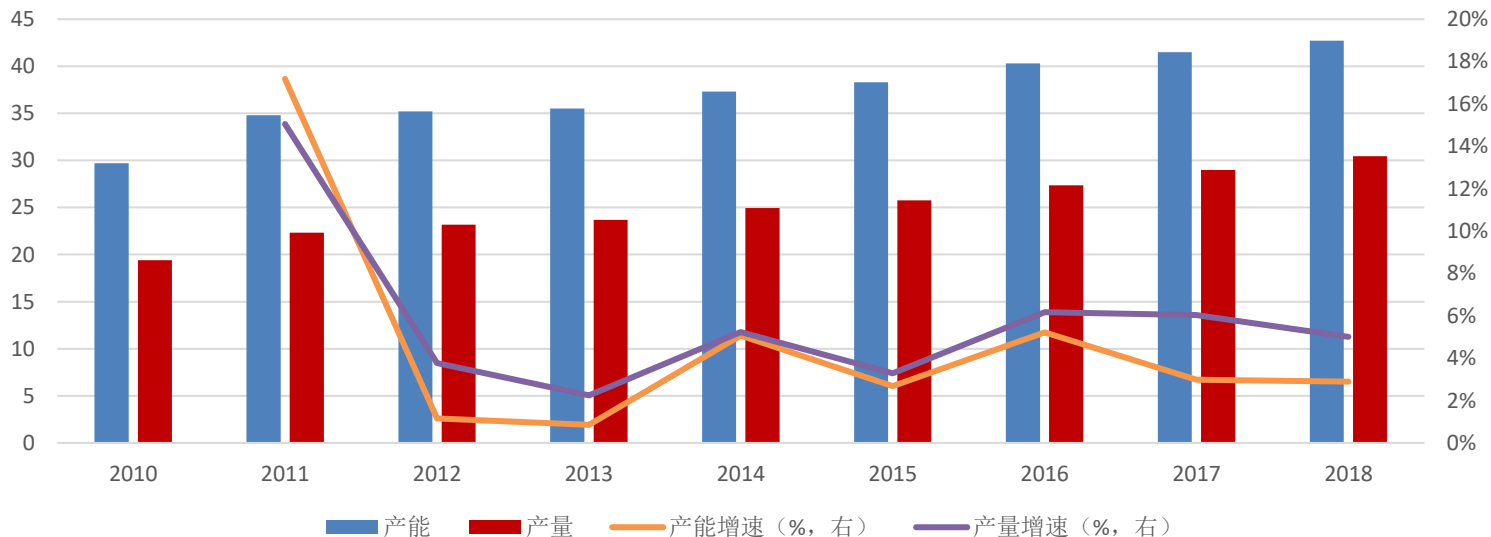
表：吸附树脂相对替代工艺的优势

应用领域	替代或共存工艺	吸附树脂法处理优势
食品专用树脂（浓缩果汁脱色、脱农残等）	活性炭工艺	树脂处理技术具有功能性强、高度选择性、使用成本低、操作简单、易于实现自动化等优点
生物制药专用树脂（多肽合成载体）	液相合成载体	避免了液相肽合成中冗长的重结晶或分柱步骤以及中间体分离纯化时大量的损失。固相合成方式步骤简单，易于纯化。
生物制药专用树脂（西药原料药纯化、酶载体解）	化学法酶解	化学法成本高，污染严重；酶解法大大降低成本，效率更高
植物提取专用树脂（植物有效成分提取）	超临界流体萃取法、膜分离技术、超微粉碎技术、中药絮凝分离技术、半仿生提取法、超声提取法、旋流提取法、加压逆流提取法、酶法、超滤法、分子蒸馏法等	专用树脂法选择性强，吸附容量大，再生简单，成本低
废水处理专用树脂（有机物、重金属处理）	生物法、物理法、化学法、混凝法、气浮法、吸附法、膜分离技术	树脂同时可回收有价值高的有机原料、高价值金属等，做到治理排放的同时资源化回收
湿法冶金专用树脂（镓、锂、镍等提取、除杂）	萃取法、沉淀法，汞齐电解法等	沉淀法、萃取法等工艺复杂，成本高，存在排放问题。吸附工艺具有工艺简单，效率高，大幅度减少萃取剂使用和排放。

资料来源：太平洋证券

近年来中国离子交换树脂产能、产量稳健增长，目前中国已成为世界最大的离子交换树脂生产国家。截至到2018年中国离子交换树脂产能为42.7万吨，同比增长2.9%；产量为30.44万吨，同比增长5%

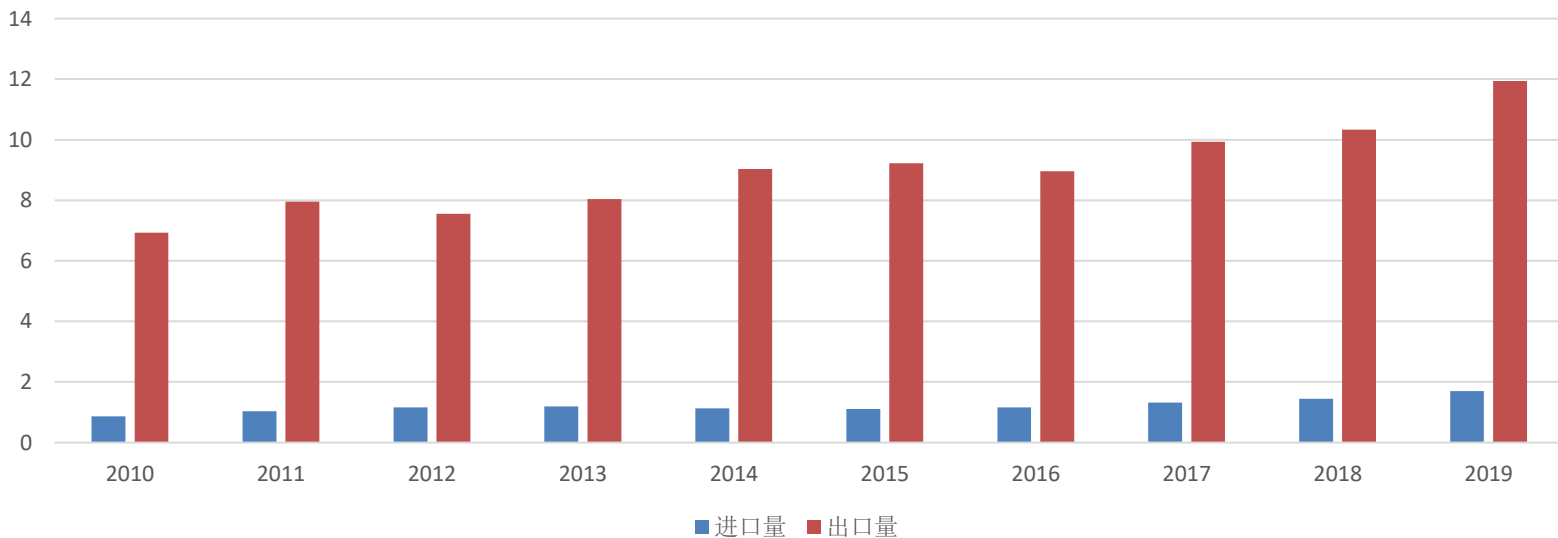
图：我国历年离子交换树脂产能、产量及对应增速（万吨）



资料来源：太平洋证券

随着国内企业技术水平的提升，我国离子交换树脂出口量不断增长。2019年出口量近12万吨；而进口量仅为1.7万吨。但从价格来看，进口平均单价达到1万美元/吨，出口均价仅为2300美元/吨，国内企业在高端产品领域，进出口均具有较大替代空间。

图：我国历年离子交换树脂进出口情况（万吨）



资料来源：太平洋证券

公司概况：技术出众的特种吸附分离领域全产业链企业

行业分析：用途广泛、技术壁垒高

公司分析：技术厚积薄发迎产能释放期

估值分析、盈利预测及投资建议

公司新建的高陵、蒲城两基地在2020投产后，公司吸附树脂产能在4万吨以上，产能瓶颈消除。两新建基地在大品类、高精尖细分品类上各有侧重，且有柔性生产、扩展的空间，保障了未来3-5年的产能需求，也充分保障了公司高端产品的个性化量产能力。

鹤壁蓝赛已取得树脂资源化经营许可资质，成为国内行业唯一的树脂研发、生产、成套技术和资源回收再利用的全产业链服务商。

2020年公司吸附材料产量21612.14吨，同比增长26.11%，销量20373.8吨，同比增长30.81%，产销均实现较大增长。

表：公司各园区产能情况表

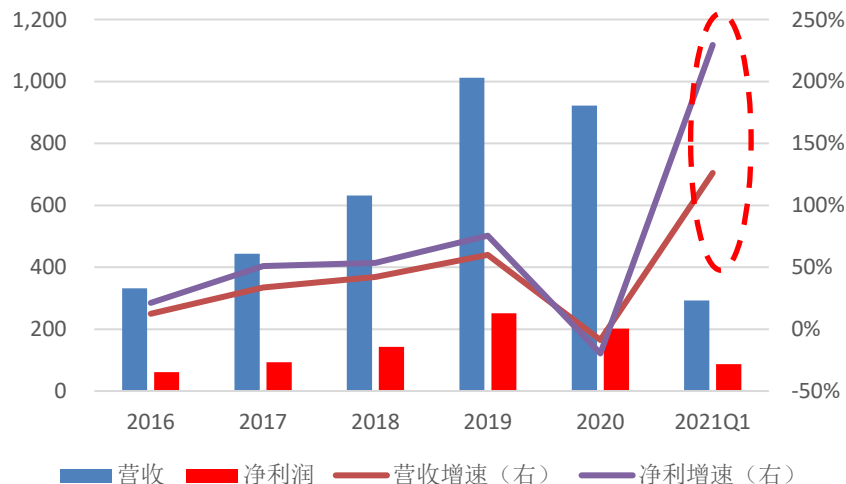
产业园区	产能（吨/年）	概况
本部	6000	原有产能，2019年通过外协实际产量17137.73吨；新建产能投放前，公司产能利用率已连续多年超过100%，产能瓶颈成为制约公司发展的重要障碍。
高陵	25000	新建产能，定位高端产品
蒲城	15000	新建产能，定位大通量产能
鹤壁	170000	定位综合服务，新建废气树脂回收利用的危废项目，包括6万吨焚烧、2万吨物化、9万吨综合利用。

资料来源：公司公告，太平洋证券

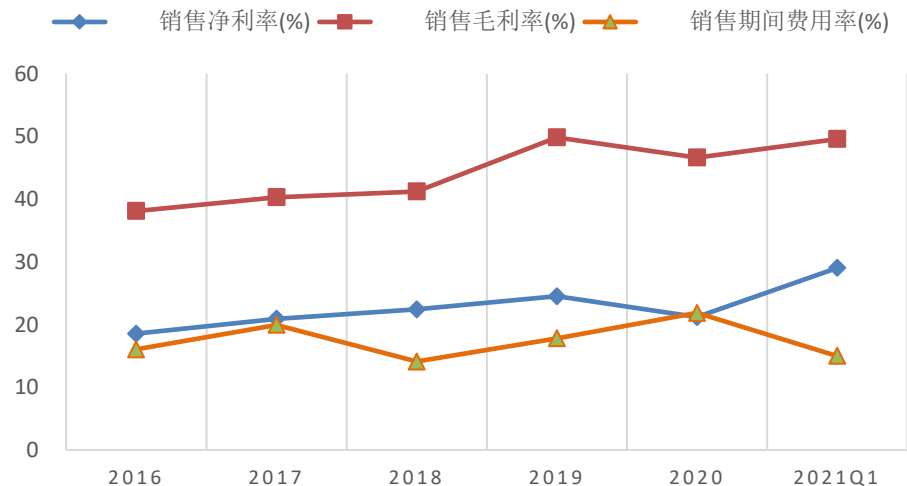
2020年，受疫情及藏格、锦泰等大项目进入结算后期，公司业绩略有下滑。但2021Q1，公司营收2.93亿同比增长126.25%，净利0.87亿，同比增长229.46%，即使刨除锦泰项目，2021Q1大约6000万左右的净利润，亦是历史最好水平，业绩拐点明确。

从毛利率和净利率看，公司盈利水平稳中持续向好，2021Q1毛利率49.59%、净利率29.02%。

图：公司历年营收、净利及增速（百万元）



图：公司历年毛、净利率及期间费用率



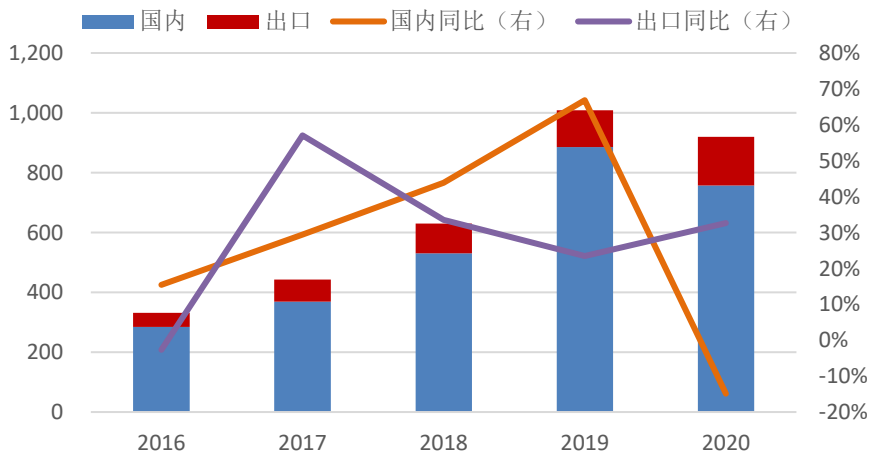
资料来源：wind，公司公告，太平洋证券

分业务看，代表公司核心竞争力的吸附树脂材料近年持续稳健增长，2020年销售收入5.91亿，同比增长12.33%。

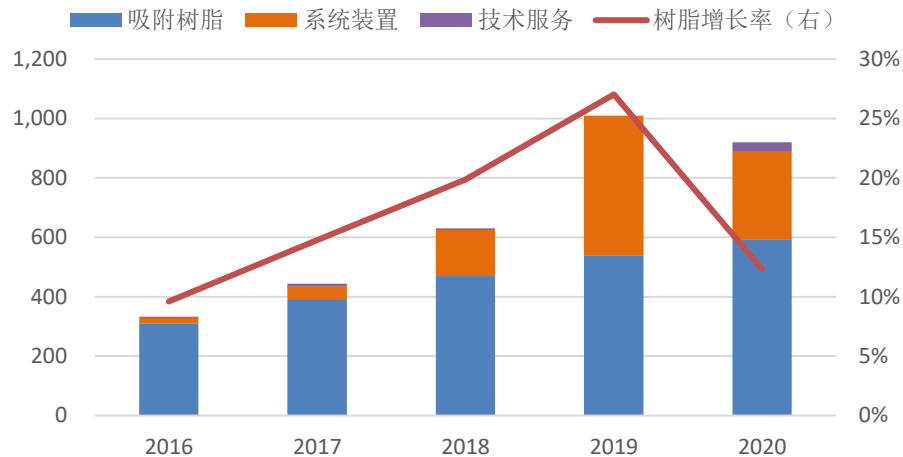
公司出口近年亦持续增长，2020年公司海外业务新签订单额2.6亿元，同比增长92%，收入1.63亿元，同比增长32.69%。

材料销售和海外业务的稳健增长彰显公司技术实力认可度高，业务持续增长确定性强。

图：公司国内外历年营业收入及增速（百万元）



图：公司分业务历年营业收入（百万元）



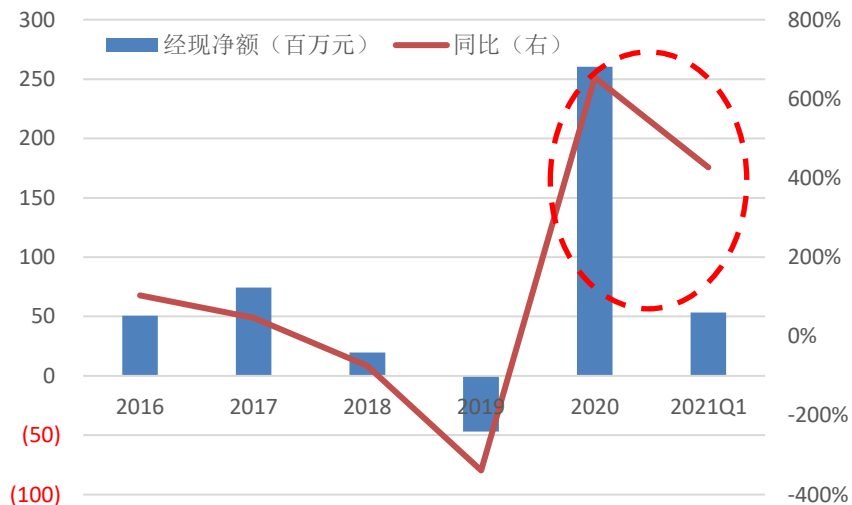
资料来源：wind，公司公告，太平洋证券

从现金流量表来看，2017在承接藏格和锦泰两个大项目后，公司经现净额不断走低，但公司从2020起经现净额持续好转，2021Q1更是扭转了多年的一季度净流出局面，实现了大幅增长。

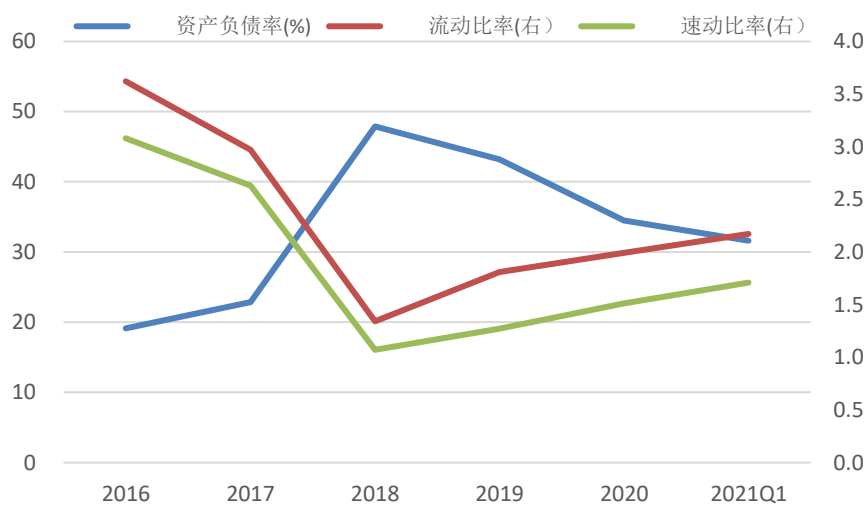
2021Q1经现净额5334.44万元，同比增长426.75%。

2021Q1公司资产负债率31.58%，维持相对低位；短期财务压力较小。

图：公司历年经现净额及增速



图：公司历年毛、净利率及期间费用率



资料来源：wind，公司公告，太平洋证券

新能源汽车行业蓬勃发展，拉动锂、镍、钴等金属需求：

- 全球锂行业市场规模将从2020年的33万吨LCE（碳酸锂当量）增长至2025年的108.4万吨LCE，25%年复合增长率。中国82%的锂资源赋存于盐湖中。公司吸附分离法提锂技术在高、中、低镁锂比的不同项目均实现产业化应用实践，且能够提供全工艺流程的整体解决方案，未来项目继续落地可期。公司锂钠分离的专利技术在盐湖原卤直接提取碳酸锂、电池回收、矿法提锂领域均有空间，也已实现产业化。原卤直接提碳酸锂对于提高青海盐湖产率、回收率、南美高品位盐湖具有极大潜力。
- 新能源汽车动力电池的高镍化推动金属镍需求的增长；红土镍矿在全球镍矿供给中占比超过65%，在红土镍矿提镍领域，蓝晓科技已经完成了材料与设备一体化方案的中试及技术储备，技术方案已得到成功验证和产线测试（高效镍吸附剂在东亚镍矿已测得性能达到国际最好水平），处于市场开发阶段，未来有望成为公司新的盈利增长极。
- 钴回收已在刚果金项目获得整线合同，现已完成设备生产，对刚果其他钴矿起到示范拉动作用。

电子半导体领域贵金属及其它贵金属：

- 半导体产业的旺盛需求，带动了砷化镓、氮化镓等电子元器件需求的释放，推动上游原生镓的用量增加。2019年，中国原生镓产量357吨，消费量262吨，原生镓产量和消费量分别占全球的95%和49%。2020年镓全年均价达到1130元/kg以上，同比增长13%。市场新增投资动力明显，拉动了吸附分离技术的应用需求，给公司带来较好的市场机会。公司实现氧化铝生产拜耳母液提镓材料和技术的产业化，市场占有率在70%以上。
- 提铀已在非洲矿实现年度稳定供货。提金在欧洲和非洲形成数百方级稳定供货。
- 提钒在国内已形成稳定客户群并贡献千万级营收。
- 其他金属如：铼、钨、钒等也有小批量销售，梯度培育，形成资源板块的纵深发展。

在生物医药领域，公司已完成新车间建设投产。药用粉末树脂获得市场认可并形成销售。固相载体用于提高免疫力的多肽类药物生产中，原材料的纯化在防疫中发挥了重要作用。微载体用于疫苗原材料纯化，已通过厂商验证，形成产业化订单。层析介质、琼脂糖等用于核酸载体已获客户认可，陆续形成国内外客户群。多肽合成、核酸检测、蛋白分离与纯化、DNA载体获得研发突破。

生物药是制药行业近年来发展最快的子行业之一，根据Frost&Sullivan的预测数据，生物药市场规模将于2030年达到1.3万亿元，中国生物药市场2014年至2018年、2018年至2023年的复合增长率分别达到或预计将达到22.4%和19.6%。公司依托全面的软、硬胶产品平台与丰富的工业纯化经验，为多肽、核酸，疫苗、抗体、重组蛋白药、生物小分子、体外检测试剂等生物医药研发、生产单位提供高品质纯化介质材料与介质筛选、纯化工艺开发、纯化技术支持等专业化服务。

- ▶ 公司超纯水树脂应用已实现产业化。公司为面板、核电等下游领域送样测试，验证结果表明：公司的吸附材料性能和出水指标，均达到国际供应商的水平。核电领域产生实质业务，战略合作已开展。半导体产业的兴起为电子级超纯水市场创造巨大空间。根据美国半导体协会数据，2018年全球半导体市场销售总额为4688亿美元，同比增长13.7%。Technavio预计全球半导体用电子级超纯水市场预计将在2018~2022年间复合年增长率达8%，预计2022年将增长至41.7亿美元。随着公司在喷射法均粒技术工业化取得重大突破，公司将打破国际垄断，成为该领域的少数核心竞争者，为产业链供应链自主可控奠定了坚实的基础。
- ▶ 中国净水器普及率仍然较低，与欧美及日本发达国家相比存在较大差距。随着消费升级趋势显现，人们饮用水安全意识逐渐增强，我国净水器市场前景广阔，市场潜力巨大。

- 在食品行业，伴随经济不断发展、人们生活水平进一步提高、以及国家对食品安全标准日趋严格化的管理，吸附分离材料的传统应用市场随之稳步扩大。
- 植物提取物是纯天然成分，符合消费者对天然、健康产品的追求，作为重要的中间体产品深受食品、保健品、医药、饲料、日化等多领域的青睐。根据MarketsandMarkets数据，2019年植物提取物市场价值约237亿美元，预计到2025年将达到594亿美元，2019年到2025年的复合年增长率为16.5%。目前，在全球甜味配料市场结构中，蔗糖依然是主流，但蔗糖热量高，易引发龋齿、肥胖、高血糖等疾病，未来天然甜味剂潜在的替代空间巨大，以甜菊糖、赤藓糖醇为代表的天然甜味剂受到追捧，将拉动对相关提取材料、技术的需求。

- “十三五”末，我国工业废水市场规模突破1500亿元，2024年有望突破3500亿元。伴随吸附分离材料的不断改进，新型应用技术的不断出现，吸附分离技术已经成为工业废水处理的主流方法之一。下游治理废水投入的增加将促使吸附分离材料和技术保持良好的发展趋势。
- 生态环境部印发的《2020年挥发性有机物治理攻坚方案》文件要求加快完善环境空气VOCs监测网。加强大气VOCs组分观测，完善光化学监测网建设，提高数据质量，建立数据共享机制。“十四五”期间，中国将VOCs作为空气质量监测的主要指标。根据头豹研究院数据，预计2023年VOCs治理市场空间有望达到667亿元。这将有力地催生市场对公司VOCs成套设备及材料的旺盛需求。
- 公司提出“未来环保概念”，创新研发CO2捕捉材料，通过与欧洲大型化学品公司合作，现已开始向欧洲市场提供二氧化碳捕捉的吸附材料。随着碳达峰、碳中和已成为国策，全球各大行业龙头、科技巨头对绿色、控碳技术的开发投入，公司也将在提供材料的基础上，进行工艺设备的积极探索。

- ▶ 化工行业具有行业规模大、性能要求高、树脂用量多的特点，是吸附分离技术应用的重点行业。公司深耕氯碱行业，凭借优良的树脂性能和专业的技术服务，在离子膜烧碱行业市场占有率不断提高；另外，陆续在多个化工催化领域实现突破及产业化，目前可以提供MTBE、TAME、甲乙酮、叠合等工艺生产中所使用的多种类型的树脂。中国化工产业的高速、健康发展为公司树脂产品的化工领域应用提供了广阔市场空间。

- ▶ 公司为客户提供集材料、设备和工艺的一体化解决方案。随着吸附分离材料向技术含量高、创新要求明显的下游领域渗透，与吸附分离产量材料匹配更优、专业化更强、自动化控制程度更高的系统装置更加符合新兴应用领域的龙头企业的需求，公司系统装置和解决方案模式得到较快发展。
- ▶ 由于产品和技术在创新和综合技术服务方面对终端客户的灵活性和适应性，公司建立了较好的国际竞争力和品牌知名度。国际市场客户，尤其是新兴国家和地区的客户对这一模式接受程度高。新的吸附分离技术通过在国内市场的成熟应用，快速向国外拓展，实现了国内与国际联动，系统装置在国外市场的推广将成为公司业绩的重要增长点。

公司概况：技术出众的特种吸附分离领域全产业链企业

行业分析：用途广泛、技术壁垒高

公司分析：技术厚积薄发迎产能释放期

估值分析、盈利预测及投资建议

公司上市以来历史平均PE(TTM)为56倍，目前PE(TTM)为41倍，相对历史平均水平，股价有较大修复空间。

图：公司上市以来PE(TTM)走势



资料来源：wind，太平洋证券

我们选取市场上主业为新材料、业务模式有一定相似性的国瓷材料、雅克科技、天奈科技、德方纳米、阿拉丁等公司与蓝晓科技进行对比，上述几家公司2021年业绩（均为wind一致预期）对应平均PE为58倍，蓝晓科技估值优势明显。

图：公司上市以来PE (TTM) 走势

代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率PE			市净率 PB(MRQ)	市销率 PS(TTM)
				TTM	21E	22E		
300487.SZ	蓝晓科技	107	62	41	36	28	6	10
平均值		201	125	198	58	40	8	18
300285.SZ	国瓷材料	469	354	73	61	49	9	18
002409.SZ	雅克科技	251	132	60	40	30	5	9
688116.SH	天奈科技	157	120	106	68	39	9	25
300769.SZ	德方纳米	126	60	800	61	38	6	10
688179.SH	阿拉丁	94	22	109	80	59	11	36

资料来源：wind，太平洋证券

表：公司主营业务核心假设及盈利预测

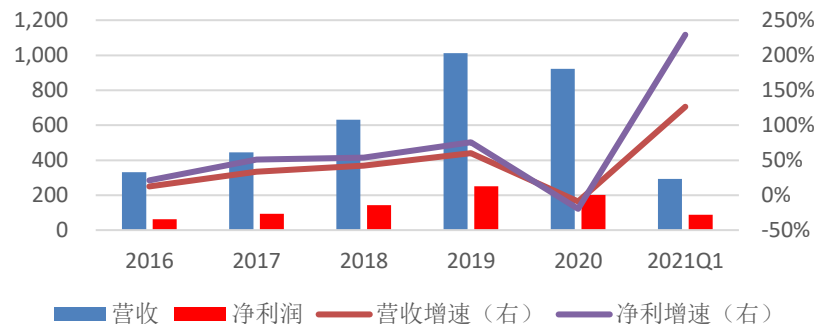
项目	2020A	2021E	2022E	2023E	
专用树脂	销量（吨）	20374.25	26486.52	31783.82	38140.59
	增长率	30.81%	30.00%	20.00%	20.00%
	均价(元/吨)	29008.76	30459.20	32286.75	34869.69
	增长率	-16.21%	5.00%	6.00%	8.00%
	营业收入	591.03	806.76	1026.20	1329.95
	增长率	9.60%	36.50%	27.20%	29.60%
	营业成本	320.75	427.58	543.88	704.87
	毛利率	45.73%	47.00%	47.00%	47.00%
系统装置	销量（套）	73.00	87.60	100.74	115.85
	增长率	14.06%	20.00%	15.00%	15.00%
	均价(百元/套)	40630.35	40630.35	43068.18	46513.63
	增长率	-44.54%	0.00%	6.00%	8.00%
	营业收入	296.60	355.91	433.86	538.85
	增长率	-36.74%	20.00%	21.90%	24.20%
	营业成本	158.06	185.08	225.61	280.20
	毛利率	46.71%	48.00%	48.00%	48.00%
营业收入总计	922.63	1208.17	1519.21	1945.70	
主营增速	-8.82%	30.95%	25.74%	28.07%	
营业成本总计	492.53	630.49	792.68	1015.22	

资料来源：太平洋证券

推荐逻辑:

- ▶ 技术优势是公司的核心竞争力，技术水平达到了国际先进水平。均粒技术仅有少数几家国际巨头掌握，公司实控人及多位高管也都是全球范围内在特种树脂领域极有影响力的行业专家；公司在环保化工、金属及新能源、超纯水、大健康等领域不断有新的高精尖产品进入产业化，持续增长动力强劲。
- ▶ 碳酸锂价格大幅上涨、下游需求旺盛，有望带动新一轮项目投资热潮。公司技术储备完善，盐湖提锂技术完全成本3~4万/吨，成本优势明显，公司和国内主要盐湖及矿石锂相关企业均有不同程度合作，认可度较高，有望斩继续获国内外盐湖提锂相关订单，且锦泰项目有利润分成，能享受价格弹性。
- ▶ 公司微载体用于疫苗原材料纯化，已通过厂商验证，形成产业化订单。公司依托全面的软、硬胶产品平台与丰富的工业纯化经验，为多肽、核酸、疫苗、抗体、重组蛋白药、生物小分子、体外检测试剂等生物医药研发、生产单位提供高品质纯化介质材料与介质筛选、纯化工艺开发、纯化技术支持等专业化服务。生物医药领域技术壁垒高、市场空间大，是公司重要业绩增长点。
- ▶ 盈利预测：预计公司2021~2023年净利分别为3.09亿元、3.92亿元、5.13亿元，对应PE35/27/21倍。公司在新能源、贵金属、超纯水、生物医药等多个领域市场拓展空间大，产能进入释放期，维持“买入”评级。

公司历年营收、净利及增速（百万元）



表：公司盈利预测及估值（百万元）

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	922.63	1208.17	1519.21	1945.70
增长率 (%)	-8.82%	30.95%	25.74%	28.07%
归母净利润	202.05	309.23	393.01	514.97
增长率 (%)	-19.59%	53.04%	27.09%	31.03%
EPS (元/股)	0.92	1.41	1.79	2.34
市盈率 (P/E)	48.40	34.68	27.29	20.83
市净率 (P/B)	5.93	5.40	4.47	3.65

资料来源：wind，公司公告，太平洋证券

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。