

## 蓝晓科技 (300487.SZ)

强烈推荐 (维持)

## 基本仓业务稳健增长，盐湖提锂大项目有所拖累

事件：公司发布 2024 年年报以及 25 年一季报

1) 2024 年：实现营业收入 25.54 亿元，同比增长 2.62%；实现归母净利润 7.87 亿元，同比增长 9.79%；

2) 2025Q1：实现营业收入 5.77 亿元，同比下降 8.58%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 14.18%。

基本仓业务收入同比增长 24.7%，核心板块保持快速增长。公司扣除盐湖提锂系统装置业务后的基础业务收入 24.5 亿元，同比增长 24.7%，占全年总营收的 96.1%，处于稳健增长趋势中；在基础业务中，吸附材料营收 19.9 亿元，占比 80.9%；装置营收 3.7 亿元，占比 15.1%。吸附材料是公司业绩增长的主要动力之一，分板块来看，金属资源、生命科学、水处理与超纯化等板块占比较高且增速较快。

1) 金属资源：24 年全年实现收入 2.56 亿元，同比增长 30%。公司多维度布局涉锂产业链，已完成及在执行盐湖提锂产业化项目合计碳酸锂/氢氧化锂产能 10 万吨。当前锂价格较低，但是盐湖直接提锂技术路线成本优势明显，彰显出较高的竞争力，已投运项目保持较高生产负荷。同时围绕新能源金属领域持续进行业务拓展，其中红土镍矿提镍、钴提取及回收、石煤提钒领域已签订多个工业化项目；氧化铝母液提镓始终保持较高市场占有率，在提铀领域持续对国外品牌进行替代，产品销售加速放量。

2) 生命科学板块：24 年全年实现收入 5.68 亿元，同比增长 28%。公司受益于 GLP-1 多肽类药物良好的市场表现，固相合成载体业务销售快速增长。24 年公司 ProteinA 亲和填料新增多个客户临床项目，部分三期项目获得良好的进展。离子交换类产品成功导入胰岛素临床二期项目。复合模式填料完成 14 价 HPV 疫苗的中试放大验证。医美胶原蛋白领域，与国内多个知名头部企业建立合作并实现商业化供货。目前，公司的固相合成载体 seplife2-CTC 和 sieber 树脂已成为多肽企业主导品种的重要供应商。据公司统计并于 22 年年报披露的数据，GLP-1 类糖尿病及肥胖症治疗药物 2021 年全球市场规模约为 160 亿美金，2030 年有望增长至约 400 亿美金，这将给固相合成载体和 sieber 树脂提供广阔的潜在市场空间，持续为公司生命科学板块提供成长动力。公司投入资源进行生命科学业务产能的扩产和升级，陆续完成了固相载体车间、琼脂糖/葡聚糖车间的扩建，产能分别达到 120t 和 70000L；同时计划新建 GMP 高等级生产车间及独立的生命科学园区，为未来公司的发展储备充足产能。

3) 水处理与超纯化：24 年板块实现收入 6.88 亿元，同比增长 34%。水处理与超纯化是公司吸附材料业务中收入最高的业务，目前仍处于快速增长阶段。超纯水应用领域广泛，包括在核电、半导体以及高端饮用水等领域均有着重要作用。在高端饮用水方面，公司经过多年攻关和开拓，公司已经与头部客户形成长单合同；超纯水方面，公司业务

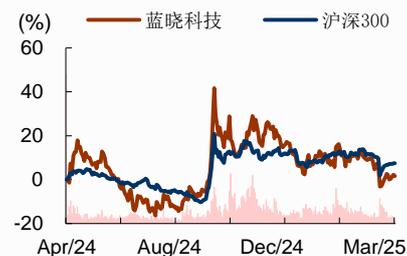
TMT 及中小盘/中小市值  
目标估值：NA  
当前股价：44.62 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	508
已上市流通股 (百万)	307
总市值 (十亿元)	22.7
流通市值 (十亿元)	13.7
每股净资产 (MRQ)	8.1
ROE (TTM)	19.7
资产负债率	34.1%
主要股东	寇晓康
主要股东持股比例	24.38%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-16	-6
相对表现	-4	-11	-14



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《蓝晓科技 (300487) 一吸附分离材料稳健增长，国际化布局效果持续显现》2024-10-28
- 《蓝晓科技 (300487) 一基本仓业务保持高速增长，国际化布局效果明显》2024-09-02
- 《蓝晓科技 (300487) 一盐湖提锂业务持续结果，生命科学板块快速发展》2024-04-25

董瑞斌 S1090516030002

dongruibin@cmschina.com.cn

郑晓刚 S1090517070008

zhengxiaogang@cmschina.com.cn

实现显著突破，整体呈现出爆发式增长态势，部分重点半导体企业已实现实质性订单落地。根据公司 23 年年报引用的 Global Information 数据，2022 年超纯水市场规模为 82 亿美元，到 2030 年市场规模预计达到 158.7 亿美元，复合年增长率为 8.6%，未来仍有较大的成长空间。

- **海外收入大幅增长，国际化布局持续兑现。**公司 24 年实现海外销售收入 6.55 亿元，同比增长 45.1%，公司布局海外市场多年，近年来在关键海外市场逐步突破，海外市场渗透率逐步提升。公司的海外市场从大客户、重点区域系统性拓展，稳步推进，已拓展覆盖到包括北美、欧洲、亚洲、南美、非洲等地区。24 年公司在美国设立全资子公司，进一步加强了海外布局，提高了对重要客户的响应效率。
- **维持公司“强烈推荐”投资评级。**考虑到海外经济衰退的可能性，以及锂价处于低位，我们预计公司 25-27 年收入为 30.60/36.97/45.17 亿元，yoy 分别为 20%/21%/22%，归母利润分别为 9.25/11.07/13.44 亿元，yoy 分别为 18%/20%/21%。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：汇率波动风险、海外需求疲软、经济衰退等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2489	2554	3060	3697	4517
同比增长	30%	3%	20%	21%	22%
营业利润(百万元)	818	907	1067	1277	1550
同比增长	34%	11%	18%	20%	21%
归母净利润(百万元)	717	787	925	1107	1344
同比增长	33%	10%	18%	20%	21%
每股收益(元)	1.41	1.55	1.82	2.18	2.65
PE	31.6	28.8	24.5	20.5	16.8
PB	6.6	5.8	5.1	4.3	3.6

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 蓝晓科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 蓝晓科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	4231	4500	5325	6537	8027
现金	2249	2262	2673	3352	4156
交易性投资	89	91	91	91	91
应收票据	2	8	9	11	14
应收款项	622	746	894	1080	1319
其它应收款	11	11	13	16	20
存货	1100	1155	1373	1659	2027
其他	158	226	271	327	400
<b>非流动资产</b>	1464	1585	1551	1521	1495
长期股权投资	10	14	14	14	14
固定资产	697	685	675	667	660
无形资产商誉	242	239	215	194	175
其他	514	646	646	646	646
<b>资产总计</b>	<b>5695</b>	<b>6085</b>	<b>6876</b>	<b>8058</b>	<b>9522</b>
<b>流动负债</b>	1713	1582	1805	2146	2586
短期借款	43	37	0	0	0
应付账款	546	443	527	636	777
预收账款	839	865	1029	1243	1518
其他	286	237	249	267	291
<b>长期负债</b>	526	576	576	576	576
长期借款	0	9	9	9	9
其他	526	567	567	567	567
<b>负债合计</b>	<b>2239</b>	<b>2158</b>	<b>2380</b>	<b>2722</b>	<b>3162</b>
股本	505	507	507	507	507
资本公积金	919	955	955	955	955
留存收益	2013	2452	3013	3843	4855
少数股东权益	19	12	21	31	43
归属于母公司所有者	3437	3915	4475	5305	6317
<b>负债及权益合计</b>	<b>5695</b>	<b>6085</b>	<b>6876</b>	<b>8058</b>	<b>9522</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	669	732	880	1031	1222
净利润	722	794	934	1118	1357
折旧摊销	128	130	146	142	138
财务费用	10	27	(9)	(9)	(9)
投资收益	(2)	(6)	(38)	(28)	(18)
营运资金变动	(191)	(219)	(153)	(191)	(246)
其它	1	4	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(140)	(247)	(75)	(85)	(95)
资本支出	(160)	(179)	(112)	(112)	(112)
其他投资	20	(68)	38	28	18
<b>筹资活动现金流</b>	425	(392)	(394)	(268)	(323)
借款变动	(22)	(141)	(39)	0	0
普通股增加	170	2	0	0	0
资本公积增加	78	36	0	0	0
股利分配	(215)	(347)	(365)	(278)	(332)
其他	415	58	9	9	9
<b>现金净增加额</b>	<b>955</b>	<b>93</b>	<b>411</b>	<b>678</b>	<b>804</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	2489	2554	3060	3697	4517
营业成本	1278	1290	1534	1853	2265
营业税金及附加	24	26	31	37	45
营业费用	89	111	135	163	199
管理费用	108	98	129	155	190
研发费用	147	146	175	211	258
财务费用	(20)	(9)	(9)	(9)	(9)
资产减值损失	(33)	(37)	(37)	(37)	(37)
公允价值变动收	(33)	2	2	2	2
其他收益	20	45	30	20	10
投资收益	2	6	6	6	6
<b>营业利润</b>	818	907	1067	1277	1550
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	817	907	1066	1276	1550
所得税	96	113	133	159	193
少数股东损益	4	7	8	10	12
<b>归属于母公司净利</b>	<b>717</b>	<b>787</b>	<b>925</b>	<b>1107</b>	<b>1344</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	30%	3%	20%	21%	22%
营业利润	34%	11%	18%	20%	21%
归母净利润	33%	10%	18%	20%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.7%	49.5%	49.9%	49.9%	49.9%
净利率	28.8%	30.8%	30.2%	30.0%	29.8%
ROE	23.3%	21.4%	22.1%	22.6%	23.1%
ROIC	22.5%	21.0%	21.8%	22.5%	23.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.3%	35.5%	34.6%	33.8%	33.2%
净负债比率	0.8%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	2.5	2.8	3.0	3.0	3.1
速动比率	1.8	2.1	2.2	2.3	2.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	4.6	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	2.4	2.6	3.2	3.2	3.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.41	1.55	1.82	2.18	2.65
每股经营净现	1.32	1.44	1.73	2.03	2.41
每股净资产	6.77	7.71	8.82	10.45	12.44
每股股利	0.57	0.72	0.55	0.65	0.79
<b>估值比率</b>					
PE	31.6	28.8	24.5	20.5	16.8
PB	6.6	5.8	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA	24.3	21.9	18.6	15.9	13.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。