

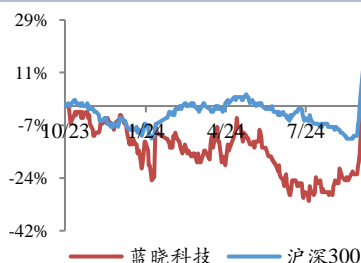
基本仓业务稳健发展，吸附材料板块高速增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-27

收盘价（元）	51.65
近12个月最高/最低（元）	68.02/36.48
总股本（百万股）	505
流通股本（百万股）	304
流通股比例（%）	60.22
总市值（亿元）	261
流通市值（亿元）	157

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1.Q2 业绩大幅增长，多业务领域前景广阔 2024-08-29

2.23 年业绩大幅增长，多领域发展打开空间 2024-04-27

3.Q3 业绩符合预期，平台化产品打开空间 2023-11-02

主要观点：

● 事件描述

2024 年 10 月 24 日，蓝晓科技发布 2024 年三季度报告。公司 24Q3 实现单季度营收 5.97 亿元，同比增长 4.92%，环比下降 10.00%；实现归母净利润 1.92 亿元，同比增长 11.71%，环比下降 18.13%；实现扣非归母净利润 1.85 亿元，同比增长 13.41%，环比下降 18.45%。

● 基本仓业务稳健发展，核心板块持续发力

公司 2024Q3 业绩符合预期，吸附分离材料板块保持良好成长态势、系统装置板块收入波动，综合毛利率稳中微升，盈利能力稳定。2024 年前三季度，公司吸附材料营收 14.60 亿元，占比为 77.19%，保持业绩核心动力地位；其中 Q3 单季度营收 4.86 亿元，同比+14.42%，公司盈利稳定性及业务韧性良好。前三季度系统装置营收 3.66 亿元，占比为 19.36%；其中 Q3 单季度营收 0.77 亿元，同比-36.52%，对业绩贡献下滑。系统装置业务以下游客户新增产能或工艺升级改造为主要需求，受下游行业周期及收入确认时点影响、短期内收入易产生波动；长期来看，该板块应用场景丰富，包括金属除杂、废水治理、废气回收、化工/食品纯化等，不依赖单独领域，将助力公司长期稳健发展。虽然业绩环比有所下滑，但公司前三季度综合毛利率 48.70%、较 23 年同期+0.24PCT。公司产品结构进一步优化，以生命科学、金属等为代表的高毛利产品增速明显，带动吸附材料板块毛利率提升。

● 超纯水领域国产替代加速商业化，产能布局铺垫下阶段成长

超纯水领域吸附树脂国产替代商业化取得新进展，高端材料产能扩充提升公司竞争力。据贝哲斯咨询，2024 年全球超纯水市场规模达 88 亿美元，2032 年预计达 254 亿美元，其中导体、电子制造及制药行业的增长将推动市场需求。超纯水均粒树脂生产技术长期为国外少数企业垄断，公司采用填补国内技术空白的“喷射造粒”技术，在电子级、核级超纯水制备领域实现工业化突破，解决了国内的“卡脖子”问题、保障了产业链供应链的自主可控。24 年前三季度，公司完成电子级均粒树脂在存储等芯片制造企业测试或上线运行，目前已与光伏、面板、半导体芯片企业达成树脂替换/意向，未来将持续加快均粒树脂在超纯水领域的认证，实现订单量稳步增加，推动关键材料国产替代。产能方面，继 7 月 30 日公司股东大会“蒲城蓝晓计划建设 2 万吨高端材料产能”议案后，9 月 20 日，蒲城蓝晓与渭南市经开区签订了 4 亿元的高端材料制造产业园项目，项目将进一步扩充产能、满足高端应用市场需求。

● 投资建议

我们预计公司 2024 年-2026 年分别实现归母净利润 9.73、12.13、14.55 亿元（前值分别为 9.73、12.12、14.54 亿元），同比分别增长 35.6%、24.8%、19.9%，对应 PE 分别为 27、22、18 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 应收账款回收风险；
- (2) 下游应用领域变化风险；
- (3) 国际局势及汇率波动风险；
- (4) 行业政策变化风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2489	3243	4007	4812
收入同比 (%)	29.6%	30.3%	23.5%	20.1%
归属母公司净利润	717	973	1213	1455
净利润同比 (%)	33.4%	35.6%	24.8%	19.9%
毛利率 (%)	48.7%	50.4%	50.8%	51.0%
ROE (%)	20.9%	22.5%	22.0%	20.9%
每股收益 (元)	1.43	1.93	2.40	2.88
P/E	37.10	26.82	21.50	17.93
P/B	7.80	6.04	4.72	3.74
EV/EBITDA	25.95	19.30	15.11	11.97

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4231	5028	6460	7987	营业收入	2489	3243	4007	4812
现金	2249	2452	3092	4228	营业成本	1278	1610	1973	2357
应收账款	622	768	949	1113	营业税金及附加	24	40	49	59
其他应收款	11	24	19	32	销售费用	89	100	124	149
预付账款	47	84	103	123	管理费用	108	186	230	276
存货	1100	1134	1605	1667	财务费用	-20	22	26	43
其他流动资产	203	566	692	824	资产减值损失	-6	10	10	10
非流动资产	1464	1748	1898	2029	公允价值变动收益	-33	5	5	5
长期投资	10	11	11	12	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	697	1038	1213	1347	营业利润	818	1127	1406	1686
无形资产	216	231	236	241	营业外收入	0	1	2	2
其他非流动资产	540	468	438	429	营业外支出	1	1	1	2
资产总计	5695	6776	8358	10016	利润总额	817	1127	1406	1687
流动负债	1713	1898	2277	2496	所得税	96	169	211	253
短期借款	43	63	75	85	净利润	722	958	1195	1434
应付账款	322	491	506	685	少数股东损益	4	-14	-18	-22
其他流动负债	1348	1344	1696	1726	归属母公司净利润	717	973	1213	1455
非流动负债	526	555	572	588	EBITDA	963	1250	1555	1872
长期借款	0	20	30	40	EPS (元)	1.43	1.93	2.40	2.88
其他非流动负债	526	535	542	548					
负债合计	2239	2453	2849	3084					
少数股东权益	19	4	-14	-35					
股本	505	505	505	505					
资本公积	766	745	745	745					
留存收益	2167	3069	4272	5717					
归属母公司股东权益	3437	4319	5522	6967					
负债和股东权益	5695	6776	8358	10016					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	669	678	953	1453
净利润	722	958	1195	1434
折旧摊销	129	117	141	161
财务费用	10	45	48	50
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-258	-425	-414	-173
其他经营现金流	1047	1367	1593	1591
投资活动现金流	-140	-389	-284	-283
资本支出	-160	-371	-261	-261
长期投资	14	-35	-40	-40
其他投资现金流	6	17	17	17
筹资活动现金流	425	-77	-19	-24
短期借款	15	20	12	10
长期借款	0	20	10	10
普通股增加	170	0	0	0
资本公积增加	-75	-21	0	0
其他筹资现金流	315	-96	-41	-44
现金净增加额	973	203	640	1136

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	29.6%	30.3%	23.5%	20.1%
营业利润	33.7%	37.7%	24.8%	19.9%
归属于母公司净利	33.4%	35.6%	24.8%	19.9%
获利能力				
毛利率 (%)	48.7%	50.4%	50.8%	51.0%
净利率 (%)	28.8%	30.0%	30.3%	30.2%
ROE (%)	20.9%	22.5%	22.0%	20.9%
ROIC (%)	18.9%	20.0%	20.0%	19.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	39.3%	36.2%	34.1%	30.8%
净负债比率 (%)	64.8%	56.8%	51.7%	44.5%
流动比率	2.47	2.65	2.84	3.20
速动比率	1.77	1.95	2.03	2.42
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.52	0.53	0.52
应收账款周转率	4.65	4.67	4.67	4.67
应付账款周转率	4.18	3.96	3.96	3.96
每股指标 (元)				
每股收益	1.43	1.93	2.40	2.88
每股经营现金流	1.33	1.34	1.89	2.88
每股净资产	6.81	8.55	10.93	13.80
估值比率				
P/E	37.10	26.82	21.50	17.93
P/B	7.80	6.04	4.72	3.74
EV/EBITDA	25.95	19.30	15.11	11.97

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。