

## 蓝晓科技 (300487.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月7日

## 基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	72.2
总市值	367.60 亿
PE-TTM	41.49
PB-MRQ	8.25

## 估值结果

价值	363.34 亿
DDM 估值	上行空间 -1.2%
状态	合理估值
价值	336.81 亿
动态估值	上行空间 -8.4%
状态	合理估值

## 四维评级

成长空间	★★★★★
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

## 核心评级结论

蓝晓科技是国内吸附分离材料领域的领军企业，专注于研发、生产和销售特种吸附分离材料，并提供“材料+设备+服务”一体化解决方案。公司产品广泛应用于生命科学、新能源(如盐湖提锂)、水处理及超纯水、金属资源提取等高端领域。公司创始人团队技术背景深厚，具备从实验室研发到产业化落地的完整能力，在多个细分赛道打破海外垄断，实现国产替代。

公司成长空间广阔，受益于生物医药、新能源、半导体等战略新兴产业对高精度分离技术的持续需求，尤其在生命科学层析介质、电子级超纯水树脂、盐湖提锂等高附加值领域，国产替代窗口期明确，市场空间巨大。盈利趋势向好，2025年营收与净利润双增，毛利率稳定在35%以上，产品结构持续优化，高端业务占比提升驱动盈利能力稳步增强。产业格局优良，作为行业龙头，公司在特种吸附树脂领域国内市占率超30%，客户粘性高，议价能力强，构建差异化壁垒。护城河较深厚，依托自主知识产权的核心材料配方、工艺技术及工程化能力，叠加多年积累的客户案例与运维经验，但可能面临替代技术颠覆的风险。

基于下游医药高端应用需求持续增长及产品结构优化的假设，根据DDM估值模型及动态估值模型测算，公司当前股价处于合理区间。

## 我们区别于市场的观点

我们计入了公司未来生命科学领域产品销售的放量。但同时，我们需要注意，市场上，生命树脂材料存在一定的替代产品，且海外竞争对手有扩产的可能。因此，我们认为，公司目前处于合理估值，跟市场上乐观的利润计算有一定的差距。

## 风险提示

若生命科学、盐湖提锂等高增长赛道吸引国内外竞争对手加速入局且公司技术迭代放缓，则可能面临市场份额被侵蚀及客户粘性下降的压力。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发强度	5
3.2 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	5
图2：预测2026年毛利占比 .....	5
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	7
表1：护城河详解表 .....	10
表2：公司整体业绩预测 .....	12
表3：公司分业务业绩预测 .....	13
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	13
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	14

## 1. 基本信息

蓝晓科技成立于2001年，2015年在深交所上市，是国内吸附分离材料龙头及国家级制造业单项冠军企业。公司首创“材料+设备”的综合解决方案模式，主营特种树脂、固相合成载体、色谱填料等产品。目前公司具备超6.5万吨吸附分离材料及7万升层析介质年产能，并在欧洲、美洲等多地设立子公司，实现全球化运营。

公司业务已从传统环保化工，深度拓展至生命科学、金属资源、水处理与超纯水等高附加值领域。其中，在GLP-1多肽固相合成载体领域占据国内70%以上市场份额，并在盐湖提锂、提钒等短流程工艺上具备显著技术壁垒。凭借全品类布局与中高端定位，公司已成长为综合发展的新材料企业。

## 2. 业务介绍

对于蓝晓科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

生命科学专用树脂吸附材料：

公司生命科学专用树脂吸附材料，主要涵盖用于多肽及寡核苷酸药物上游合成的固相合成载体（SPSC），以及用于生物药下游分离纯化的色谱填料/层析介质（CM）。多肽SPSC：全球仅有两家规模化供应商，公司占据先发优势。寡核苷酸SPSC：产品纯度已比肩甚至超越全球主导者NittoPhase，且具备核心专利壁垒。色谱填料：核心产品性能已全面对标国际龙头Cytiva。预计到2030年，国内CM与全球SPSC的潜在市场规模将分别达200亿元和60亿元，公司具备强劲的全球替代潜力。我们对产品的竞争市场范围定义为全球市场。

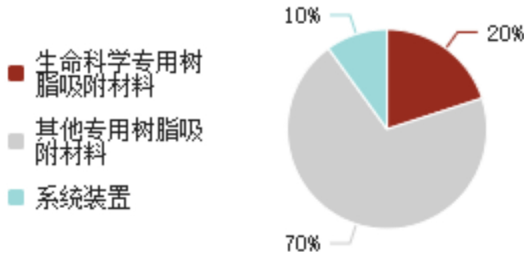
其他专用树脂吸附材料：

公司其他专用树脂吸附材料广泛覆盖金属资源（如盐湖提锂、提镓）、高端水处理与超纯化（如半导体及核电用水）、食品加工、节能环保及化工催化等高附加值领域。当前全球高端吸附分离材料市场主要由美国陶氏、德国朗盛、英国漂莱特及日本三菱化学等跨国巨头主导。我们对产品的竞争市场范围定义为全球市场。

系统装置：

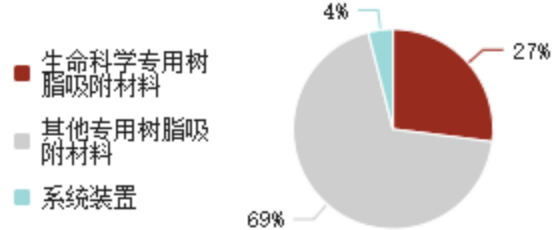
公司“系统装置”业务是将吸附分离材料、应用工艺与定制化设备相融合，为客户提供成套的整体解决方案。近年来，国内新能源产业爆发带动碳酸锂需求，公司凭借在涉锂产业链的专利优势，为国内盐湖提供定制化提锂装置，成为国内领先的“材料+设备”供应商。这种一体化模式有效满足了国内新兴领域龙头企业的技术创新需求。该业务的竞争范围主要集中在国内市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

### 3. 商业模式

公司属于吸附分离材料及配套系统装置领域的制造企业，具备显著的底层技术创新与多品类布局属性，研发高端度中等，营销强度低。公司向上游通过精细化供应链管理保障苯乙烯等大宗石化产品及白球等关键原材料的稳定供应，向下游以“材料+工艺+设备”的一体化整体解决方案深度绑定诺华、藏格矿业等全球知名客户，满足其在生命科学、盐湖提锂及超纯水等新兴领域的高端分离纯化需求。

#### 3.1 研发强度



公司研发模式更偏向应用落地与工艺改良，底层基础创新的“高端度”相对一般。2023至2025年，公司研发费用率从5.93%持续下滑至5.40%，整体研发高端度一般。

#### 3.2 营销强度



公司营销强度低，2023至2025年，公司销售费用率仅为3.57%、4.33%和4.20%。2025年，营收达27.86亿体量下，销售费用仅1.17亿元。2026年Q1销售费用率进一步回落至3.73%。极低的营销开支源于公司产品在下游客户的成本中占比低，客户粘性较强，且产品具有一定的转换成本。

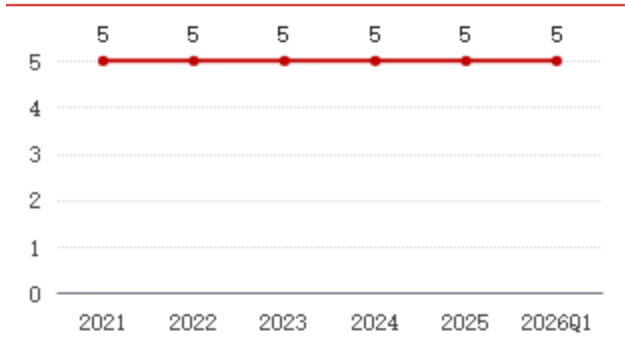
### 4. 历史经营绩效

公司盈利能力评级始终维持在高位，体现极强稳定性与持续性，得益于公司依托“材料+设备+服务”一体化模式、定制化产品与客户粘性。历史成长能力受益于半导体、生物医药等新兴领域快速放量及国产替代加速；2024-2025年从高速增长过渡到平稳阶段。业务控制力评级较高，反映技术壁垒与定制化服务能力强化客户议价权。股东回报星级回落，主因近期股价回落。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3: 近年公司盈利能力趋势图



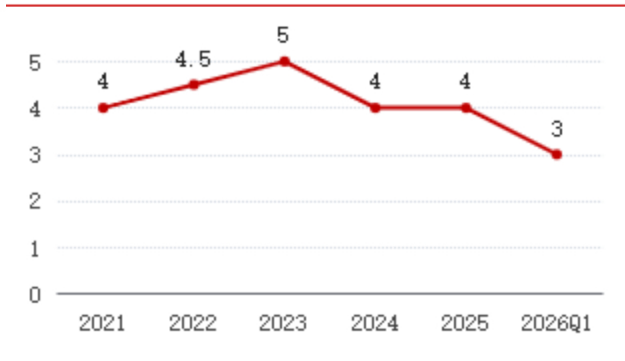
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史盈利能力展现出极强的稳定性与持续性。2021-2025年, 公司盈利能力星级始终稳定在高位, 得益于公司在吸附分离材料领域的深厚技术积淀, 以及“材料+设备+服务”的一体化商业模式, 通过高附加值的定制化产品和极高的客户粘性, 保障了业绩的稳健增长与高利润率。2026Q1 星级继续维持高位, 显示出公司核心业务造血能力依旧强劲, 并未受短期市场波动影响, 整体盈利质量处于高水平。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



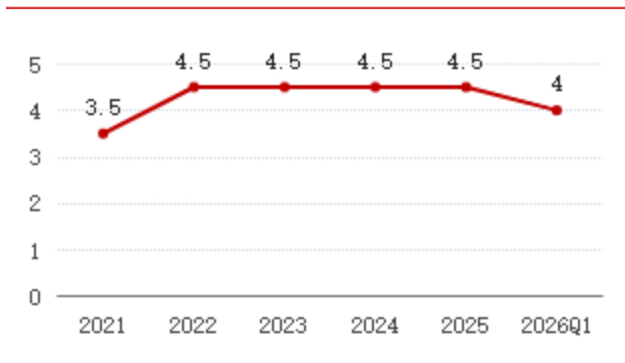
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史成长能力展现出明显的波动性特征。2021-2023年, 公司成长能力星级从4星攀升至5星高点, 这得益于公司在盐湖提锂、生物医药等新兴领域的快速突破, 以及国产替代进程加速带来的订单放量, 驱动业绩实现高速增长。2024-2025年星级回落, 主要受前期高基数效应及新产能爬坡期的影响, 增速边际放缓但依然保持稳健。2026Q1, 星级进一步下滑, 主因基数高, 整体成长性进入平稳增长。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆☆

图5: 近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



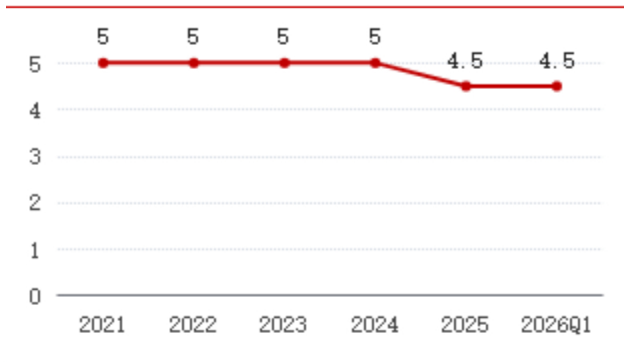
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史业务控制力与财务健康度展现出稳健向上的态势, 并维持在较高水平。2021-2025年, 该星级提升并保持稳定, 这得益于公司通过技术壁垒和定制化服务能力增强了对下游客户的议价权, 同时随着高附加值产品占比提升, 公司现金流状况与资产质量持续优化。2026Q1 评级小幅回落, 但仍处于良好区间, 主要受短期季节性因素影响。

## 4.4 股东回报评级

★★★★★

图6: 近年股东回报能力趋势图



数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史股东回报能力展现出稳定性, 但近期呈现边际下滑趋势。2021-2024年, 公司股东回报评级始终维持在高位, 这得益于公司优异的盈利质量和上涨的股价, 为股东提供了丰厚的投资回报。2025年至2026Q1, 评级逐步回落至4星, 显示出随着公司进入新产能建设投入期(如蒲城生科产业园等项目), 资本开支增加可能对短期自由现金流造成一定压力, 同时受市场影响, 股价回落, 对股东投资回报有所下降。

## 5. 四维评级

公司各业务板块在成长空间、盈利趋势及产业格局上呈现显著分化。生命科学专用树脂吸附材料是核心增长引擎, 受GLP-1多肽与小核酸双轮驱动, 预计2026年营业收入具有20%+的高增长水平; 凭借高性价比打破海外垄断, 随着高毛利小核酸载体放量, 将显著拉升整体盈利中枢, 护城河深厚。其他专用树脂吸附材料作为稳健基本盘, 金属板块受益于提锂高景气, 水处理短期承压, 电子级超纯水导入头部企业, 竞争格局良好。系统装置业务通过“投资+运营”模式升级, 构建了“材料+工艺+装备”一体化壁垒, 深度绑定下游资源方, 转换成本极高, 产业格局优秀; 但受限于项目制属性及交付不确定性, 其毛利率较低且业绩波动大, 成长与盈利弹性相对较弱, 主要起辅助支撑作用。

### 5.1 成长空间

★★★★★

公司各业务成长空间分化显著。生命科学专用树脂吸附材料受GLP-1多肽与小核酸双轮驱动, 预计2026年营业收入具有20%+的高增长水平, 随着新产能释放, 下游生物医药的发展, 成长空间广阔。其他专用树脂吸附材料作为基本盘, 因下游需求分散且受宏观波动制约, 整体呈现中规中矩的稳健特征。系统装置作为定制化工程配套业务, 毛利率显著低于材料主业, 且重资产属性拖累ROE, 虽在手订单充裕, 但受限于国内盐湖开发方扩产节奏及项目审批进度, 交付不确定性较高, 成长天花板受限, 主要起辅助支撑作用。

#### 生命科学专用树脂吸附材料(5星):

该板块主要由GLP-1多肽与小核酸双轮驱动。其中多肽固相合成载体深度受益于GLP-1放量, 预计2026年将维持40%-50%的高增长; 同时小核酸载体迎来商业化拐点。随着20吨新产能预计在2026年底或2027年上半年投产, 其高毛利特性将拉升整体盈利, 成长空间广阔。

### 其他专用树脂吸附材料(3星):

该板块作为基本盘提供稳健现金流，增长依赖国产替代与资源周期共振。边际变化呈现分化，2026年一季度金属板块在提镓、提铀高毛利驱动下同比增长约20%，但水处理板块受制于海外去库及产能瓶颈同比下滑13%。由于涉及行业较多，下游需求具有分散性，主要成长空间驱动因素在于宏观经济波动，因此成长空间星级中规中矩。

### 系统装置(2.5星):

该板块属于定制化工程业务，高度依赖大型盐湖提锂等资本开支项目，其毛利率(约34%)显著低于吸附材料主业，且重资产属性拖累整体ROE。尽管目前在手订单充裕，西藏结则茶卡等大项目设备已准备就绪，但最终审批与交付进度难以准确预判。同时，公司主要客户来自于国内盐湖开发方，扩产速度有限，制约公司该业务的成长空间星级。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司各业务盈利趋势分化明显。生命科学专用树脂吸附材料作为核心引擎，2025年营收达6.36亿元，增长动力正从多肽向小核酸切换；随着高毛利的小核酸载体迎来商业化放量拐点，将中短期(3年左右)拉升整体盈利中枢。其他专用树脂吸附材料获得较高星级，虽水处理板块短期受海外去库影响下滑13%，但金属板块在提锂高景气下同比增长约20%，随着锂价回升及经济修复，盈利趋势预计向好。系统装置星级较低，因项目制属性导致业绩波动大且毛利率显著低于材料主业，尽管西藏结则茶卡等项目已就绪，但受审批与交付进度不确定性制约，整体盈利趋势一般。

### 生命科学专用树脂吸附材料(4.5星):

该板块高增长，成为支撑公司利润增长的核心引擎。从财务表现看，2025年该板块营收达6.36亿元，增长动力正从多肽向小核酸切换：在多肽载体维持40%-50%高增的同时，小核酸载体迎来商业化放量拐点，由于部分核心产品毛利率超过80%，其放量将中短期(3年左右)拉升整体盈利中枢，盈利趋势向好，星级高。

### 其他专用树脂吸附材料(3.5星):

该板块作为基本盘提供稳健现金流，近期业务呈现结构性分化：2026年一季度金属板块在提镓、提铀高景气下同比增长约20%；而水处理板块受海外去库及单一客户影响短期下滑13%。随着锂价抬升和经济从底部的修复，该板块盈利趋势向好。

### 系统装置(2.5星):

该板块项目制属性导致业绩波动极大，且相对较低的毛利率导致盈利趋势分数较低。2025年，该板块毛利率显著低于吸附材料主业。虽然目前西藏结则茶卡项目首条3300吨产线已处于试运行阶段，且国能项目6700吨设备已准备就绪，但最终审批与交付进度难以准确预判。综合来看，盈利趋势星级一般。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司各业务产业格局各有亮点。生命科学专用树脂吸附材料星级较高，在双寡头格局下凭借高性价比抢占全球份额，其固相合成载体价格仅为日东电工的一半以下且性能更优，随着海外客户占比提升，竞争格局良好。其他专用树脂吸附材料竞争格局较好，公司正加速打破海外巨头在高端领域的垄断，突破喷射法均粒技术后，电子级超纯水成功导入头部面板企业。系统装置星级较高，商业模式从“单次卖设备”向“投资+运营”升级，在盐湖提锂领域具备一体化壁垒，通过全新合作模式深度绑定下游资源方，转换成本高，产业格局优秀。

#### 生命科学专用树脂吸附材料(4星):

双寡头格局下，公司凭借极高性价比持续抢占全球份额。随着寡核苷酸药物适应症向慢性病拓展，固相合成载体(SPSC)需求迎来爆发。当前全球SPSC市场由日东电工与蓝晓主导，但蓝晓产品价格仅为日东的一半以下，且纯度与合成效率媲美甚至更优，海外客户占比提升，导致占款能力提升，竞争格局较好。

#### 其他专用树脂吸附材料(4星):

凭借底层技术突破，公司正加速打破海外巨头在高端领域的长期垄断。高端水处理市场此前长期被陶氏、朗盛等跨国企业占据。公司突破喷射法均粒技术后，电子级超纯水已成功导入国内头部存储芯片及京东方等面板企业，竞争激烈程度不高，产业格局较好。

#### 系统装置(5星):

商业模式从“单次卖设备”向“投资+运营”升级，公司在盐湖提锂领域具备“材料+工艺+装置”一体化壁垒。西藏结则茶卡项目采用全新合作模式，公司不仅收取固定加工费，还享有产品销售分成，深度绑定了下游资源方，转换成本高，产业格局优秀。

### 5.4 护城河

★★★★☆

公司各业务板块均构建了深厚的护城河，但护城河持续性有弱化可能。生命科学专用树脂吸附材料凭借底层技术优势与极致性价比，在双寡头格局中成功抢占份额，随着多肽药物爆发及国产替代加速，其技术壁垒与极致性价比当前可获得明显的超额利润，护城河宽阔度高。其他专用树脂吸附材料在全球产能分布上占据主导，虽在电子级超纯水等高端领域面临国际巨头竞争，但依托吸附材料核心技术与下游应用经验，已在金属资源、水处理等领域打破垄断，形成较深厚的护城河。生命科学专用树脂与其他专用树脂吸附材料业务虽然拥有底层技术突破和专利优势，但在全球竞争格局中仍面临技术被模仿或替代的风险，两者的护城河持续性评级相对较弱。

系统装置业务则通过“材料+设备”综合解决方案与一站式技术服务，构建了极高的转换成本壁垒，尤其在国内外盐湖提锂市场实现近乎垄断，客户粘性极强，护城河宽度与可持续性均表现优异。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
生命科学专用树脂吸附材料	<p>(4.5星) 公司生命科学专用树脂吸附材料业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后, 该业务ROIC为46.1%, 公司市占率约为16%, 业务控制力为4.0星。凭借仅为海外竞品一半以下的价格与媲美甚至更优的性能, 随着寡核苷酸适应症向慢性病拓展带动固相合成载体需求爆发, 短期内, 产业格局良好, 专利优势突出。</p>	<p>(3星) 该业务拥有专利和技术优势护城河。1) 公司在生命科学领域布局了层析介质、色谱填料、固相合成载体等丰富的产品线, 并掌握了底层材料合成核心技术。凭借这些技术优势, 公司的多肽合成载体等产品已处于国内领先地位, 并成功受益于下游GLP-1多肽类药物的爆发式增长, 实现了实质性的业绩转化与市场份额的初步抢占; 2) 在国内市场, 专注于生物医药分离提纯的同行(如纳微科技), 路线不同但客户群体一致, 公司在该细分领域的绝对技术优势有被颠覆的可能。</p>
其他专用树脂吸附材料	<p>(4.5星) 公司其他专用树脂吸附材料业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后, 该业务ROIC为41.7%, 公司市占率约为5%, 业务控制力为4.0星。在金属资源(盐湖提锂、提铯)、水处理与超纯化、化工催化及环保等领域的专用树脂业务, 凭借技术和专利在头部客户打破海外垄断的边际突破, 当下具有较为深厚的护城河。</p>	<p>(3星) 该业务拥有专利和技术优势护城河。1) 从全球产能分布来看, 海外产能占比约53%, 其中美国陶氏化学、德国朗盛、日本三菱化学等跨国企业合计占据了46%的份额。虽然公司在电子级超纯水等领域实现了国产突破, 产品性能指标(如均一系数、TOC控制)与国外品牌相当, 但在全球范围内的绝对技术壁垒尚未完全建立; 2) 吸附分离材料的核心在于腔体结构构造和官能团修饰, 虽然公司在特定应用(如提铯、除硼)拥有多项配方及制备工艺专利, 但高分子材料的合成路线具有一定的可模仿性。竞争对手完全可能通过微调整反应条件或改变后处理工艺来绕过现有专利壁垒。</p>
系统装置	<p>(4.5星) 公司系统装置业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后, 该业务ROIC为23%, 公司市占率约为50%以上(国内盐湖细分市场), 业务控制力为4.0星。凭借“材料加工工艺加装置”一体化解决方案构筑的极高技术壁垒, 公司在国内盐湖提锂市场实现了近乎垄断的份额占有, 一体化解决方案也为业务构筑了转换成本高的护城河。</p>	<p>(4.5星) 该业务拥有转换成本和技术优势护城河。1) 公司是行业内首家创新实施“材料+设备”综合解决方案的供应商。一旦客户采用了公司的整套系统, 后续的产线维护、技术升级以及树脂耗材的更换将高度依赖蓝晓科技, 从而大幅提升了客户的信任度和粘性, 形成了极高的转换成本; 2) 公司提供从设计、调试到日常运营的一站式技术服务。这种“软件(工艺)+硬件(设备)+耗材(材料)”的闭环, 使得竞争对手很难仅通过逆向工程破解单一树脂配方来抢占市场, 护城河的深度和广度远超单一材料供应商。</p>

数据来源: 壹评级

## 6. 公司估值

基于生命科学专用树脂吸附材料高速增长, 以及其他专用树脂吸附材料保持稳健的假设, 根据壹评级的DDM估值模型及动态估值模型测算, 公司当前股价处于合理区间。

### 6.1 核心假设及逻辑

## 生命科学专用树脂吸附材料

### 收入假设

量:2025年生命科学树脂收入约6.36亿元,主要来自多肽药物(替尔泊肽、司美格鲁肽等GLP-1类药物)固相合成载体及层析介质放量,以及核酸药物(寡核苷酸)固相合成载体的起步导入;2026年预计收入7.70亿元(yoy+21%),增量依赖多肽药物持续放量(礼来、诺和诺德等大客户订单增长)及核酸药物高速渗透(GaINAc递送技术进步推动小核酸药从罕见病向慢病领域拓展)。远期看,公司目标2031年市占率达10%、2041年达17%,跻身全球色谱介质/固相合成载体市场前五(国产替代+海外突破双重逻辑)。实际放量节奏受全球生物制药资本开支周期、新药审批进度及国际地缘政治影响,存在阶段性需求波动风险

价:2025年生命科学树脂均价约7.06万元/吨(随层析介质及高附加值固相合成载体占比提升);长期看,在全球生物制药产业链向中国转移、国产替代加速的大趋势下,随着国产替代的竞争激烈,价格中枢或逐步下移,有望维持在5-5.5万元/吨区间。

### 盈利能力假设

短期:2026年毛利率约65%,显著高于公司综合毛利率。受益于生命科学领域高技术壁垒、长认证周期带来的客户粘性,以及多肽/核酸药物耗材属性强、重复采购率高的特点,盈利水平保持行业领先。

长期:通过持续的产品迭代(新型层析介质、固相合成载体)、高陵基地及新工厂产能释放(新增20吨产能)带来的规模化效应,单位成本有望进一步下降;若全球生物制药研发投入维持高位且公司市占率稳步提升至17%目标,该板块ROIC可稳定在30%+,成为公司最高盈利、最具成长性的核心业务。

## 其他专用树脂吸附材料

### 收入假设

量:2025年其他专用树脂收入合计约16.5亿元,各细分板块中金属资源增速领先,主要来自锂提取树脂伴随盐湖提锂产能扩张而放量,镓提取树脂已占据70%+份额接近垄断;水处理与超纯水稳健增长,核心驱动力为电子级/核级超纯水高端国产替代;节能环保、食品加工、化工与催化等板块保持个位数平稳增长。2026年预计收入17.67亿元,增量仍以金属资源(锂/镓/钒提取)和水处理超纯水为主。远期各细分行业整体增速趋于放缓(CAGR 26-31约3-5%,31-41约2-3%),增长以结构优化和市占率缓慢提升为主。

价:2025年其他专用树脂综合均价约2.74万元/吨;长期看,水处理、节能环保、食品加工、化工与催化等领域竞争越发充分,整体价格中枢有望维持在1.5-2万元/吨区间。

### 盈利能力假设

短期:2026年综合毛利率约51%,较2025年的49%微涨,主要来自于纯水处理和金属资源放量。其中水处理与超纯水毛利率约52-54%(高端产品占比提升),金属资源约51-53%(合同兑现),其他细分在40-50%区间。凭借各细分领域的技术壁垒及部分领域的垄断性地位(镓提取70%+份额),盈利水平保持稳定。

长期:通过高端产品占比提升(电子级超纯水、核电水处理)、工艺优化及规模化效应,成本优势持续强化;若各细分领域市占率稳步提升(水处理目标14%、金属资源17%、节能环保12%等),整体ROIC有望稳定在25%-30%。

## 系统装置

### 收入假设

量:2025年系统装置收入约5.00亿元,销量约212套,主要来自吸附分离系统集成装置的订单交付;2026年预计收入5.15亿元(+3%),销量稳步增长。行业总规模2024年约9.38亿元,预计26-31年CAGR约3%、31-41年CAGR约2%,受制于环保政策,国内盐湖资源开发进度有限,整体呈低速稳健增长态势。

价:2025年系统装置均价约236万元/套;长期看,系统装置属定制化程度较高的集成设备,价格随项目复杂度及技术含量有所波动,中枢有望维持在200-250万元/套区间。

### 盈利能力假设

短期:2026年毛利率假设约35%。系统装置项目制特征明显,单项目盈利波动较大,但中长期看35%左右为合理盈利水平。

长期:通过项目经验积累、标准化模块设计及供应链优化,项目执行效率提升有望带动成本下降;若维持50%以上市占率及行业稳健增长,ROIC可稳定在15%-20%。

表2: 公司整体业绩预测

蓝晓科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	24.9	25.5	27.9	30.7	34.6	39.6	46.2	54.4
归母净利润(亿)	7.2	7.9	9.0	9.6	10.9	12.7	14.7	17.5
归母净利润增速(%)	33.4	9.8	13.9	7.4	13.4	15.9	16.3	19.1
经营性净利润(亿)	7.3	7.6	8.6	9.7	11.0	12.7	14.8	17.6
经营性净利润增速(%)	46.0	4.7	12.4	13.2	13.4	15.9	16.3	19.1
经营性归母净利润(亿)	7.2	7.5	8.5	9.6	10.9	12.7	14.7	17.5
经营性归母净利润增速(%)	44.3	4.4	12.8	13.3	13.4	15.9	16.3	19.1

数据来源: 壹评级

表3：公司分业务业绩预测

生命科学专用树脂吸附材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	4.4	5.7	6.4	7.9	9.6	12.2	16.2	21.5
收入增速(%)	39.7	27.8	11.9	23.6	21.8	27.2	32.6	33.0
经营性净利润(亿)	1.9	2.5	3.0	3.4	4.2	5.3	6.8	9.1
经营性净利率(%)	43.6	43.4	46.7	43.7	43.8	43.8	42.2	42.2
经营性净利润增速(%)	37.5	27.3	20.4	15.8	21.9	27.4	27.6	33.1
其他专用树脂吸附材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	12.2	15.2	16.5	17.7	19.7	22.0	24.4	27.1
收入增速(%)	7.5	24.4	8.7	7.1	11.7	11.4	11.1	10.9
经营性净利润(亿)	3.2	4.5	4.8	5.4	5.9	6.5	7.0	7.6
经营性净利率(%)	26.2	29.7	29.0	30.5	29.9	29.5	28.8	28.0
经营性净利润增速(%)	34.0	40.9	6.0	12.9	9.5	9.6	8.8	7.6
系统装置	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	8.2	4.7	5.0	5.2	5.3	5.5	5.6	5.8
收入增速(%)	76.4	-43.1	6.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	2.1	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
经营性净利率(%)	25.9	13.7	16.3	16.7	16.8	16.9	16.9	17.0
经营性净利润增速(%)	80.1	-69.9	27.0	5.8	3.4	3.4	3.4	3.3

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
生命科学专用树脂吸附材料	9.7%	中等+	较好	较强	8.5%	15.77	21.2
其他专用树脂吸附材料	5.1%	中等	较好	较强	8.5%	15	9.3
系统装置	2.0%	中低	非常好	强	8.3%	15.97	1.1
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
生命科学专用树脂吸附材料(亿)	31.8	160.5	192.3	5.7	-	-	198.0
其他专用树脂吸附材料(亿)	37.9	67.3	105.2	14.8	-	-	120.0
系统装置(亿)	5.7	8.6	14.3	4.5	-	-	18.8
公司整体测算(亿)	75.4	236.4	311.8	25.0	-	-	336.8

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
生命科学专用树脂吸附材料(亿)	69.9	149.0	218.9	5.7	-	-	224.6
其他专用树脂吸附材料(亿)	53.7	52.6	106.3	14.8	-	-	121.2
系统装置(亿)	7.5	5.5	13.0	4.5	-	-	17.5
公司整体测算(亿)	131.2	207.1	338.3	25.0	-	-	363.3

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司作为国内吸附分离材料龙头，在生命科学、超纯水及盐湖提锂等高端领域拥有极高的技术壁垒和国际大客户认证壁垒(如诺华、GSK)。生命科学板块依托海外大客户持续放量，叠加其他吸附材料稳健发展，西藏盐湖提锂项目有合同负债，公司具有较高弹性。然而，公司的技术和产品有技术替代方案，下游医药行业的技术路线可能发生变更，增大了估值的不确定性。综合来看，公司整体估值确定性一般。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的可持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。