

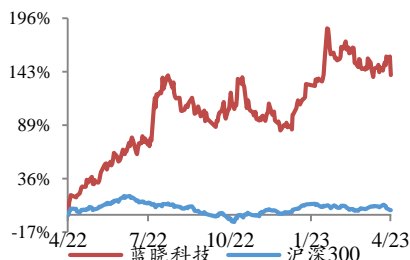
## 业绩维持高增长，生命科学板块持续发力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-27

收盘价(元)	89.00
近12个月最高/最低(元)	106.30/51.08
总股本(百万股)	335
流通股本(百万股)	201
流通股比例(%)	60.03
总市值(亿元)	298
流通市值(亿元)	179

### 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：刘天文

执业证书号：S0010523040001

电话：18811321533

邮箱：liutw@hazq.com

### 相关报告

1.Q4 业绩创单季度新高，生命科学板块快速增长 2023-01-20

2.蓝晓科技系列深度报告之二：层析介质，新增长极 2023-01-18

3.Q3 业绩高增长，盐湖提锂订单有望加速释放 2022-10-25

### 主要观点：

#### ● 事件描述

4月25日晚间，公司发布2022年度报告及2023年一季度报告，2022年公司实现归母净利润5.4亿元，同比增长72.91%；实现扣非归母净利润4.9亿元，同比增长65.27%。2023年一季度，公司实现归母净利润1.34亿元，同比增长66.28%；实现扣非归母净利润1.29亿元，同比增长66.11%。

#### ● 基本仓业务稳健发展，收入规模不断扩大

分业务板块来看，2022年，吸附材料依旧贡献了主要业绩，实现营收13.72亿元，同比52.23%，毛利率达43.97%，同比增长1.17pcts。吸附材料产量达4.85万吨，同比43.07%，销量达4.32万吨，同比33.75%。系统装置2022年实现营收4.67亿元，同比90.57%，毛利率达43.33%，同比略降5.84pcts。分板块看，金属资源、生命科学、水处理与超纯水、化工与催化领域吸附分离材料收入增速较快，同时，受益于盐湖提锂领域新增订单的顺利执行，系统装置收入出现了较大增幅。综合来看，公司年度大项目及基本仓业务均保持增长趋势，营业收入、归母净利润双创历史新高，近三年战略布局的高质量产能、海外市场、生命科学及金属资源等业务板块均开始对业绩形成正向贡献。2023年一季度，公司实现归母净利润1.34亿元，同比增长66.28%；实现扣非归母净利润1.29亿元，同比增长66.11%，Q1单季度盈利能力较去年同期上升，主要系公司基本盘业务稳健发展，吸附分离材料及系统装置销售快速增长所致。

#### ● 加码布局盐湖提锂，新产能持续释放巩固行业领先地位。

2022年，公司作为全球领先的盐湖提锂技术提供商，紧抓行业机遇，凭借丰富的技术积累，陆续签订产业规模项目10个，累积碳酸锂/氢氧化锂产能7.8万吨，合同总额约26亿元，已完成并投运项目5个。代表项目包括：藏格锂业、锦泰锂业I/II期、五矿盐湖I/II期改造、国能矿业、金海锂业、国投罗钾等。中试项目累计约90个。公司还与亿纬锂能、盛新锂能、天铁股份、智慧农业签订了战略合作协议，与PepinNini公司签署了《合作备忘录》，与多家盐湖资源企业建立了深度稳定合作关系，高效推动盐湖提锂项目产业化落地。此外，公司发布可转债公告，拟使用募集资金59000万元用于新能源金属吸附分离材料生产体系扩建项目，新能源金属吸附分离技术研发中心项目，新能源金属吸附分离技术营销及服务中心建设项目等。此次项目的投产预计将为公司新增锂吸附剂1.2万吨/年及4万吨/年碳酸锂盐湖提锂项目所需系统装置的生产能力，并扩大包装能力及库房储存能力，将有助于公司突破现有产能瓶颈，把握市场机遇，满足未来的市场增长需求。

● **战略布局生命科学板块，打造业务新增长极。**

2022 年，公司加大在生命科学领域的研发投入，新建产能如期投产，软胶、硬胶、固相合成载体等代表性产品销量实现大幅增长。目前，公司产品体系丰富，拥有近百个产品型号，涵盖层析介质、色谱填料、微载体等多个产品。其中，公司的色谱填料+层析介质已经打破国外技术垄断，并基本实现硬胶和软胶全覆盖。此外，2022 年公司新建年产 50000L 层析介质，总产能达 70000L。同时，硬胶 proteinA 亲和填料已成功推向市场，完成客户小试验证，性能较好；oligo dT 填料已完成广泛的客户验证，性能获得认可，正在持续根据客户项目进展使用。我们预计，未来随着我国生物药市场规模进一步扩大，公司业绩有望实现可持续性的高速发展。

● **投资建议**

公司基本仓业务扎实，生命科学板块持续发力，未来发展动力强劲，我们上调公司业绩预期。预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 26.35、33.67、41.71 亿元（2023、2024 年前值为 26.12、33.22 亿元），实现归母净利润 7.74、10.06、12.56 亿元（2023、2024 年前值为 7.05、9.02 亿元），对应 PE 分别为 41、32、26 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 产能释放进度不及预期；
- (2) 下游需求不及预期；
- (3) 国产替代不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1920	2635	3367	4171
收入同比 (%)	60.7%	37.2%	27.8%	23.9%
归属母公司净利润	538	774	1006	1256
净利润同比 (%)	72.9%	44.1%	29.9%	24.8%
毛利率 (%)	44.0%	51.0%	51.4%	51.8%
ROE (%)	19.7%	22.2%	22.4%	21.9%
每股收益 (元)	1.63	2.31	3.00	3.75
P/E	42.69	41.48	31.92	25.58
P/B	8.57	9.21	7.16	5.61
EV/EBITDA	35.39	30.33	23.36	18.20

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

1 全年业绩创新高，利润总额高速增长 .....	5
2 基本仓业务稳健发展，盐湖提锂拉动公司产能加快释放 .....	7
2.1 金属提取 .....	8
2.2 生命科学 .....	10
2.3 水处理与超纯水 .....	12
2.4 食品加工 .....	13
2.5 节能环保 .....	14
2.6 化工与催化 .....	15
2.7 盐湖提锂 .....	16
3 公司未来：阿洛酮糖、礼来减肥药、层析介质 .....	18
3.1 新项目募投，产能持续释放 .....	18
3.2 大力发展生命科学板块，打造公司新增长极 .....	19
3.3 礼来减肥药打开固相合成载体市场空间 .....	19
3.4 国内阿洛酮糖审批进度加速，公司材料+设备迎来新机遇 .....	20
4 公司注重研发,发挥服务模式优势 .....	20
4.1 研发创新优势 .....	20
4.2 服务模式优势 .....	22
5 投资建议 .....	22
风险提示: .....	22

## 图表目录

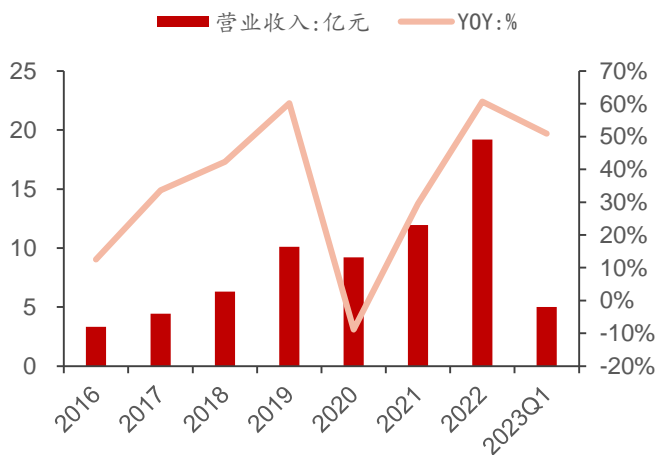
图表 1 公司营收变化情况	5
图表 2 公司归母净利润变化情况	5
图表 3 公司毛利率、净利率变化情况	6
图表 4 公司期间费用率变化情况	6
图表 5 公司现金流变化情况	6
图表 6 公司资产负债率变化情况	6
图表 7 公司毛利变化情况	6
图表 8 公司扣非归母净利润	6
图表 9 吸附分离行业营业收入情况	7
图表 10 专用树脂营业收入占比情况	7
图表 11 吸附材料生产量, 销售量, 库存量	8
图表 12 吸附材料毛利及毛利率	8
图表 13 2022 年公司吸附材料营收结构	8
图表 14 金属资源板块营业收入情况	9
图表 15 碳酸锂均价	9
图表 16 氢氧化锂均价	10
图表 17 镍、钴均价	10
图表 18 镓均价	10
图表 19 生命科学板块营业收入情况	11
图表 20 公司层析介质产能	11
图表 21 2017-2030 中国生物药市场规模统计	12
图表 22 水处理与超纯水板块营业收入情况	13
图表 23 全球半导体市场规模情况	13
图表 24 2020-2025 年中国瓶装饮用水市场规模统计	13
图表 25 食品加工板块营业收入情况	14
图表 26 全球果汁市场规模及预测	14
图表 27 节能环保板块营业收入情况	15
图表 28 2025-2050 年中国 CCUS 产值规模预测	15
图表 29 化工与催化板块营业收入情况	16
图表 30 2021-2025 年全球生物降解塑料产能规模	16
图表 31 系统集成装置营业收入情况	17
图表 32 系统集成装置生产量, 销售量, 库存量	17
图表 33 系统集成装置毛利及毛利率	17
图表 34 系统集成装置营业收入占比	17
图表 35 盐湖提锂订单进展	18
图表 36 2022 年新增大型盐湖提锂工业化项目	19
图表 37 公司研发费用	21
图表 38 公司新增专利	21

## 1 全年业绩创新高，利润总额高速增长

4月25日，蓝晓科技发布2022年度报告及2023年一季度报告。据公告，2022年公司共实现营收19.20亿元，同比增加60.69%；实现毛利8.45亿元，同比增加58.61%；实现归母净利润5.4亿元，同比增长73.0%；实现扣非归母净利润4.9亿元，同比增长65.27%；销售毛利率43.99%，同比下降0.58 pcts；销售净利率为27.84%，同比上升2.28 pcts，营收、利润均实现高速增长；销售费用率、管理费用率（含研发费用）、财务费用率分别为3.51%、12.03%、-2.61%。公司研发费用为1.21亿元，（同比上升57.94%），公司注重研发，持续创新，保持技术优势。经营活动现金流净额为7.24亿元，同比上升106.68%；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为-1.78亿元，同比增长3.45%，投资强度有所增强；存货周转天数为240.22天，同比增加21.49天，经营效率有所下降。

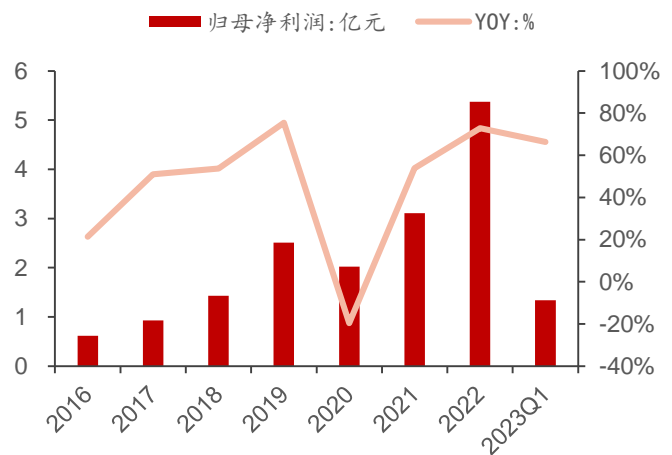
2023Q1公司经营状况相较去年同期进一步提升。据计算，2023Q1公司共实现营收5.01亿元，同比增加50.90%；实现毛利2.39亿元，同比上升65.76%；实现归母净利润1.34亿元，同比上升66.28%；销售毛利率为47.65%（同比上升4.27 pcts）；销售净利率为27.05%（同比上升3.34 pcts）；销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为3.44%、11.05%、0.7%，其中研发费用率为5.95%（同比增加0.53 pcts）；经营活动现金流净额为1.29亿元，同比上升15.46%；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为0.15亿元，投资强度有所减弱；存货周转天数为323.80天，同比增加66.27天，经营效率有所降低。

图表 1 公司营收变化情况



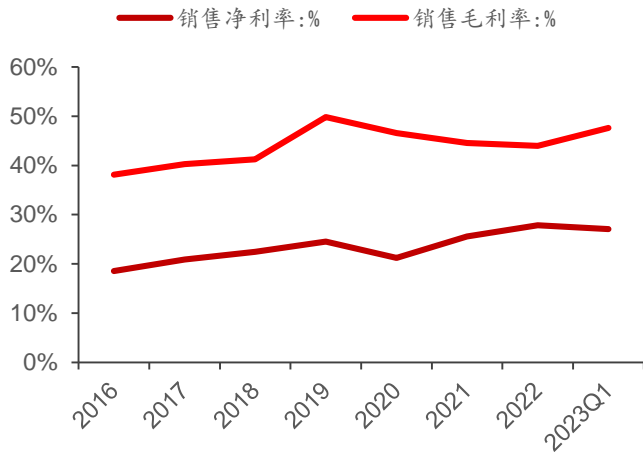
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 2 公司归母净利润变化情况



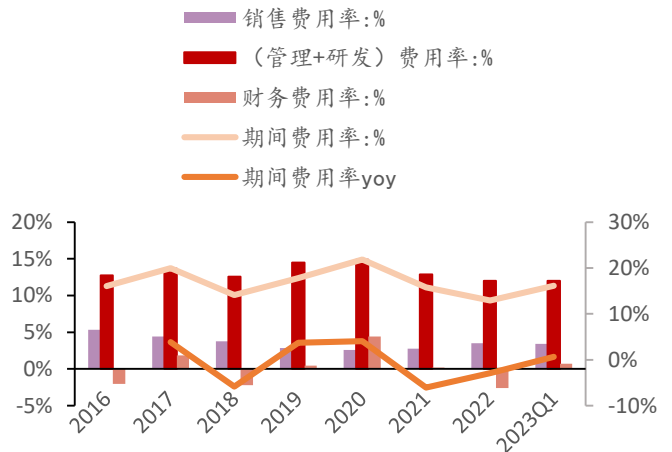
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 3 公司毛利率、净利率变化情况



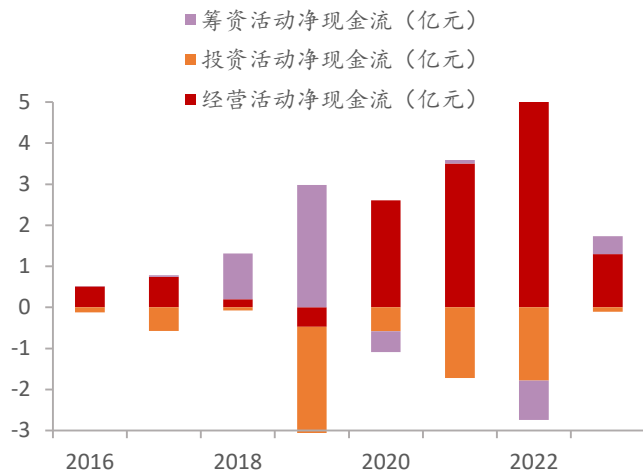
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 4 公司期间费用率变化情况



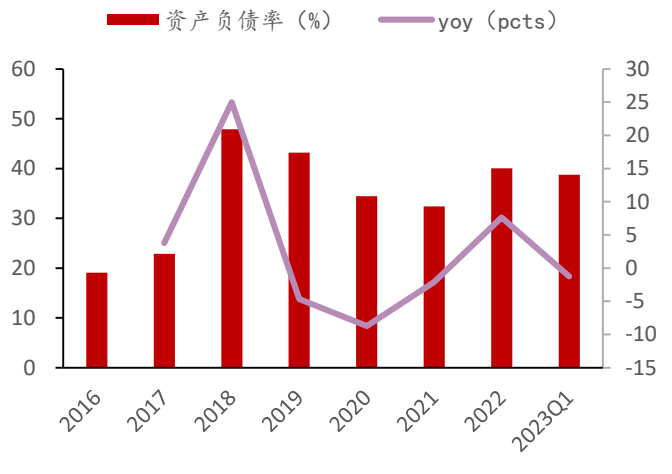
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 5 公司现金流变化情况



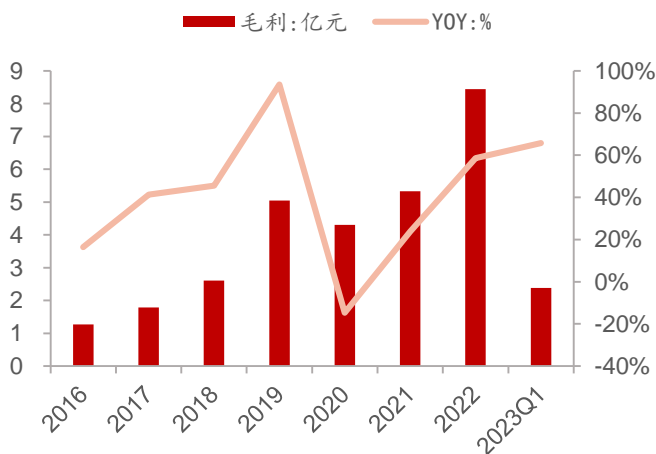
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 6 公司资产负债率变化情况



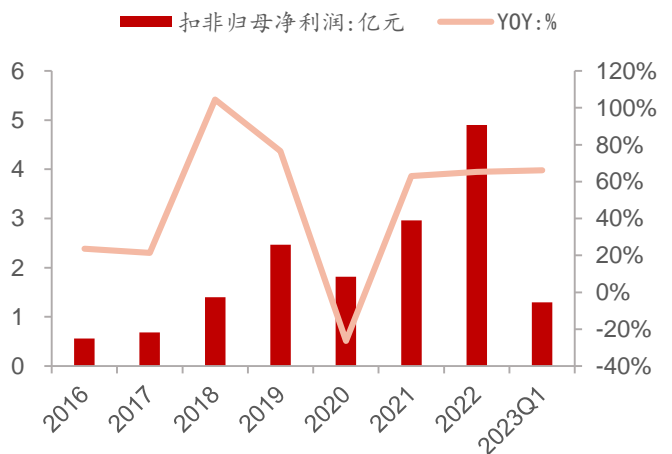
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利变化情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 8 公司扣非归母净利润

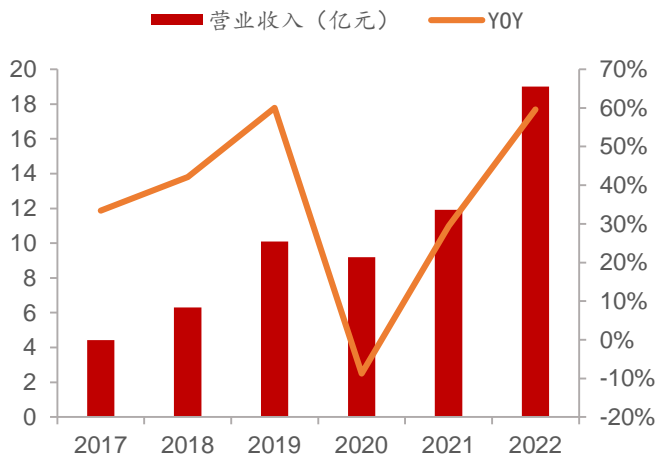


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

## 2 基本仓业务稳健发展，盐湖提锂拉动公司产能加快释放

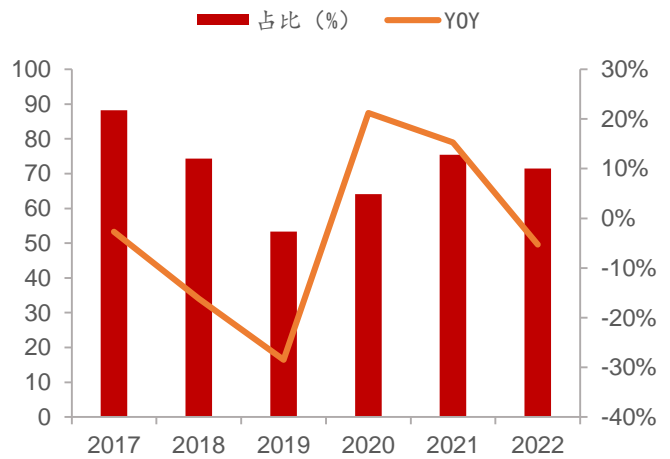
**吸附材料盈利能力保持高位，产销量持续增长。**公司主要产品分为吸附分离材料和系统集成装置两大类，目前已经形成以吸附材料为基础，系统装置为辅助，金属提取、化工催化、生物制药、水处理、环保和食品等领域共同发展的格局。吸附材料实现营收 13.7 亿元，毛利率达 43.97%，同比上升 1.17 pcts。公司基本仓业务稳健发展，吸附材料营收占比 83.5%。吸附材料产销方面，2022 年公司吸附材料产量为 4.85 万吨，同比 42.85%，销量达 4.32 万吨，同比 33.70%；库存量为 1.31 万吨，同比增加 67.46%。这是由于高价值吸附分离材料新品不断被开发，产销量相互拉动，持续增长。优质产能为业务发展提供良好支撑和保障，故未来产销量仍有较大提升空间。

图表 9 吸附分离行业营业收入情况



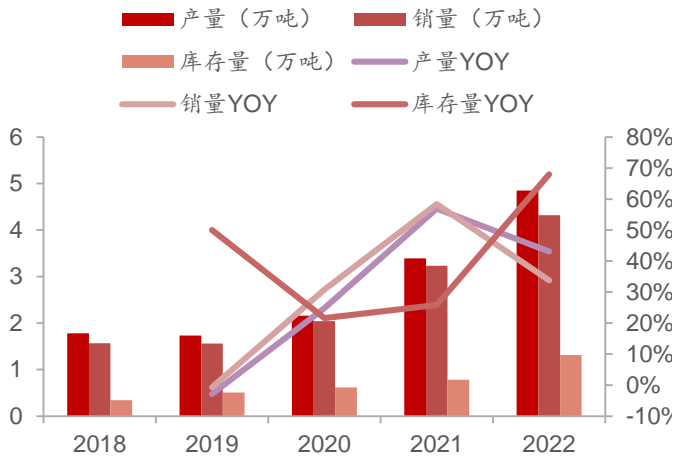
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 10 专用树脂营业收入占比情况



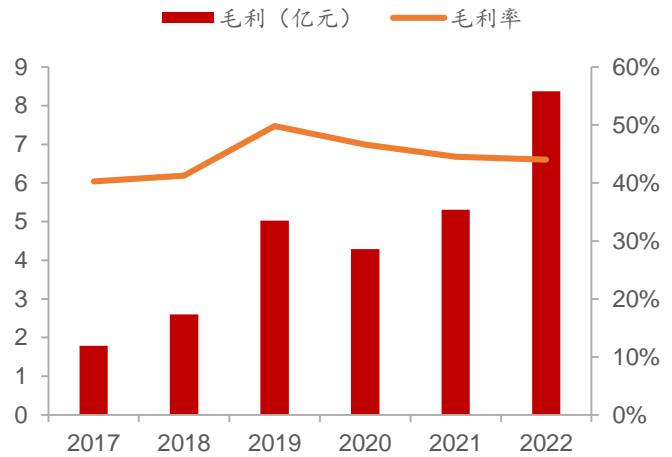
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 11 吸附材料生产量, 销售量, 库存量



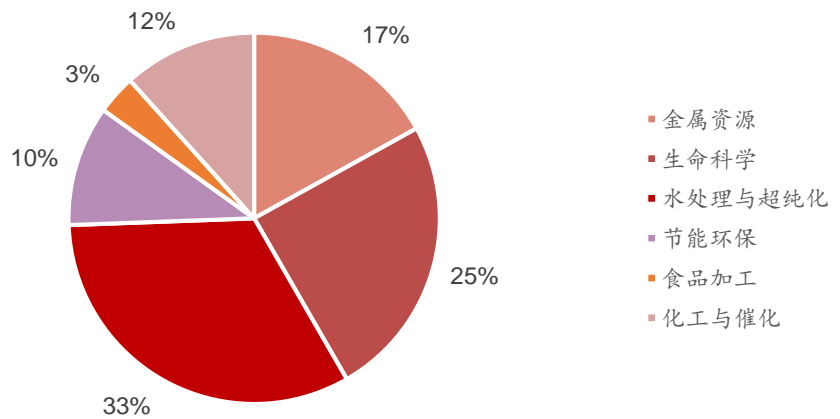
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 12 吸附材料毛利及毛利率



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 13 2022 年公司吸附材料营收结构



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 2.1 金属提取

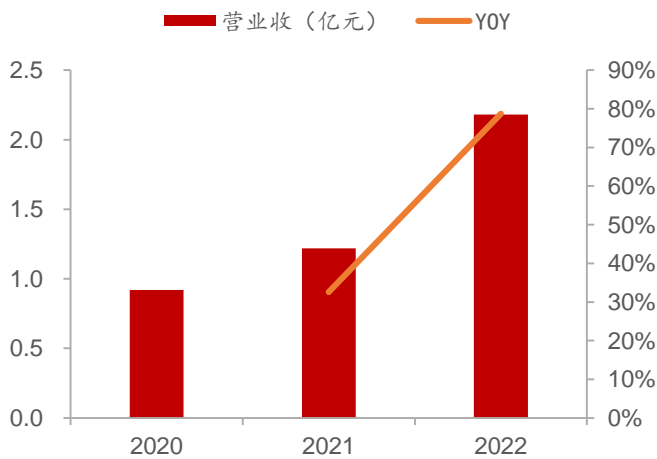
公司加码布局金属资源板块, 巩固盐湖提锂行业领先地位。2022 全年公司金属提取板块实现营收 2.18 亿元, 同比增长 78%, 增速领先同期其他领域吸附材料, 占比吸附材料营业收入 17%。这是由于 2022 年新能源产业蓬勃发展, 拉动新能源金属需求所致。根据 SNE Research, 2022 年全球动力电池装机量约 296.8GWh, 同比增长 174%; 中国动力电池装机量达到 21154.5GWh, 同比增长 91%。同时, 以锂、镍、钴为代表的新能源金属价格大幅上涨, 市场新增投资活跃, 拉动了吸附分离技术的应用需求。在此背景下, 公司作为国内吸附法盐湖提锂行业龙头, 能提供吸附材料、系统装置和技术服务的三位一体化服务, 紧抓行业机遇, 凭借藏格、锦泰、五矿等多个工业化项目成功的经验, 接连签订多个盐湖卤水提锂产业化订单。截至 2022 年底, 公司已完成及在执行盐湖提锂产业化项目共 10 个, 合计碳酸锂/氢氧化锂产能 7.8 万吨, 其中 5 个已经成功投产运营。与此同时, 以盐湖提锂为代



表，公司在锂产业链广泛布局，吸附分离材料及技术广泛服务于矿石锂精制、锂资源回收、地下水资源提锂、伴生矿等领域。

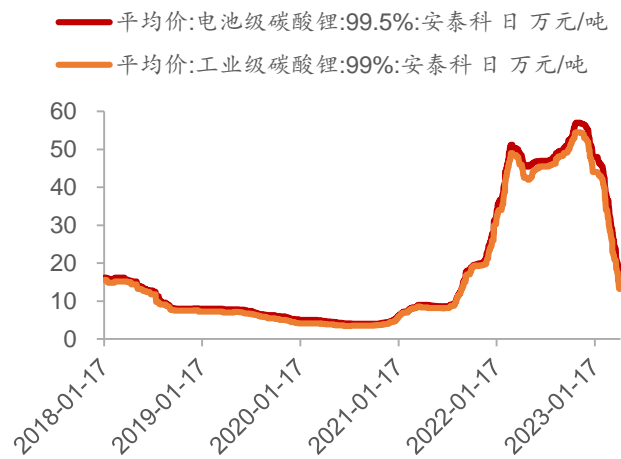
**公司以涉锂业务为主，在金属提取领域多点开花。**蓝晓科技的吸附分离法提锂技术能有效分离镁、锂离子，可组合模块式除杂、精制、回收单元，是解决中国盐湖高镁锂比、实现贫卤提锂、卤水直提的有效工业化方案。从青海盐湖开始，公司将吸附整线提锂技术推广至西藏盐湖、南美盐湖，以及欧洲、北美其他资源卤水。与此同时，在新能源、半导体等新兴产业快速发展拉动稀贵金属需求的大背景下，公司持续拓宽湿法冶金业务维度，形成了多点开花的局面。在红土镍矿提镍方面，公司开发的高效镍吸附剂性能突出，已签订数千万商业化订单；在钴回收方面，公司在刚果（金）的整线项目已经投产并产出钴产品，公司提供的钴提取吸附材料及整线技术具有良好应用前景；在氧化铝母液提镓方面，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；在石煤提钒领域，公司连续离交设备及钒提取吸附剂一体化系统装置，可以有效降低运行能耗，减少环境污染，已签订多个工业化项目，已形成千万级收入，未来存在广阔潜在市场空间；在提铀领域，公司铀提取吸附剂产品性能优异，交期稳定，持续进行国产化替代进程，产品销售加速放量。

图表 14 金属资源板块营业收入情况



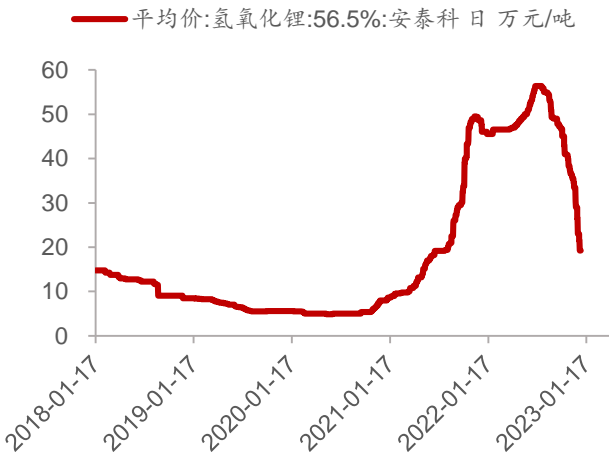
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 碳酸锂均价



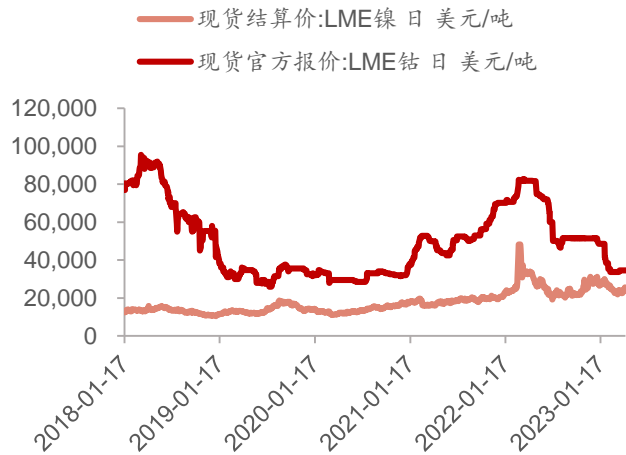
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 16 氢氧化锂均价



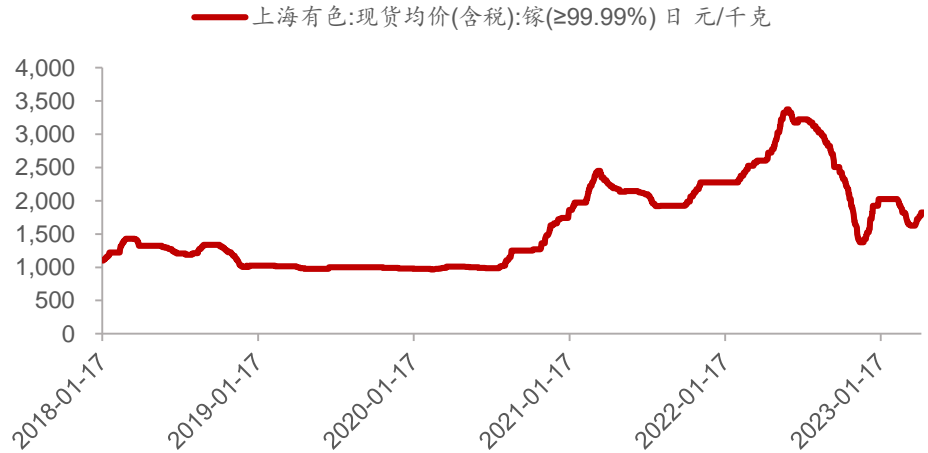
资料来源:公司公告, 华安证券研究所

图表 17 镍、钴均价



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 18 镓均价



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

## 2.2 生命科学

2022 年公司生物科学板块实现营业收入 3.18 亿元, 增速达 58%。从收入结构上来看, 2021 年该板块占吸附材料总收入 23%, 2022 年该比例提升至 25%, 增速稳定, 主要系公司加大在生命科学领域的研发投入, 新建产能如期投产, 软胶、硬胶、固相合成载体等代表性产品销量大幅增长所致。未来随着我国医药市场规模进一步扩大, 公司业绩有望实现可持续性的高速发展。

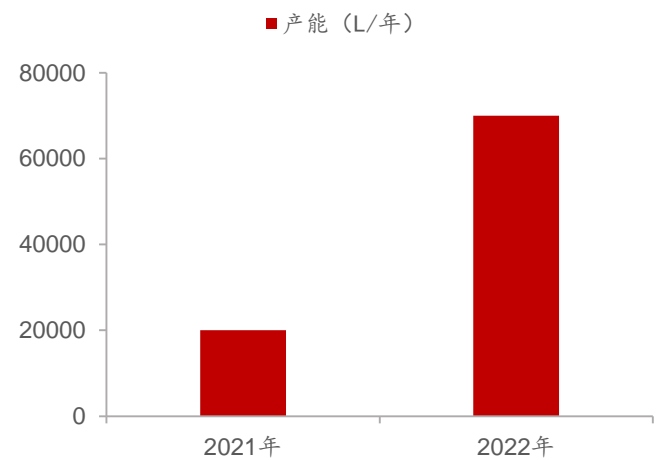
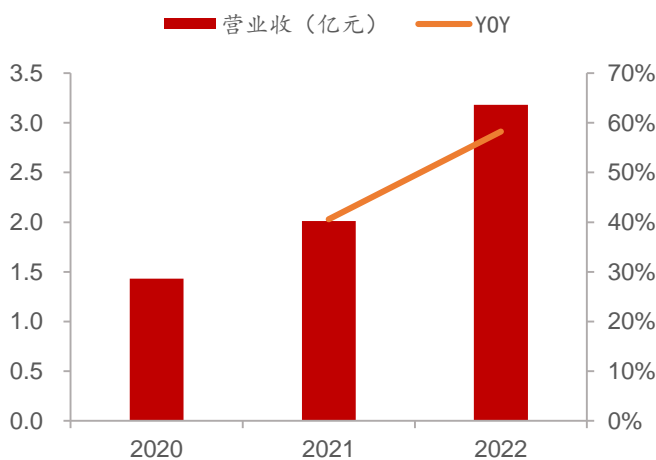
我国生物药行业发展增速快, 层析介质市场上升潜力大。中国生物药市场仍处于发展初期, 但具有强劲的增长潜力, 根据 Frost & Sullivan 的预测数据, 中国生物药市场规模将于 2030 年达到 13198 亿元, 中国生物药市场 2018 年至 2023 年的复合增长率预计将达到 6.3%。而层析介质作为生物药上游主要耗材之一, 占原材料成本的 21%, 将充分受益于生物药的快速发展。但目前, 我国层析介质等核心材料基

本依赖进口，市场被国外公司垄断，成本长期居高不下，给下游生物制药企业发展造成严重制约，同时也给予以公司为代表的国产材料厂商潜在市场机遇。近些年，伴随 GLP-1 类多肽药物应用范围的拓展，其产品销售规模快速增长，为公司的固相合成载体业务提供了广阔的发展空间。2022 年以来，公司固相合成载体产品已签订单总额数亿元，公司凭借 seplife 2-CTC 固相合成载体和 sieber 树脂已成为多肽领域的主要供应商。

**公司战略布局生命科学业务，层析介质新产能释放有望成为新增长极。**公司深耕生命科学材料行业多年，产品体系日益丰富，目前拥有近百个产品型号，涵盖层析介质、色谱填料、微载体等多个产品。其中，公司的色谱填料+层析介质已经打破国外技术垄断，并基本实现硬胶和软胶全覆盖。此外，2022 年公司新建年产 50000L 层析介质产能，总产能达 70000L。同时，硬胶 proteinA 亲和填料已成功推向市场，完成客户小试验证，性能较好；oligo dT 填料已完成广泛的客户验证，性能获得认可，正在持续根据客户项目进展使用；微载体产品进入工业化应用，打破国际品牌垄断；西药专用吸附材料用于西药原料药和中间体的提纯分离，其中头孢系列树脂打破国外垄断，提供稳定、性能优良的医药级专用吸附材料产品；固定化酶载体突破 7-ACA 酶法工艺产业化，实现里程碑式技术革新，解决了化学法生产带来的环境污染问题，降低了企业的生产成本，促进了产业升级。

图表 19 生命科学板块营业收入情况

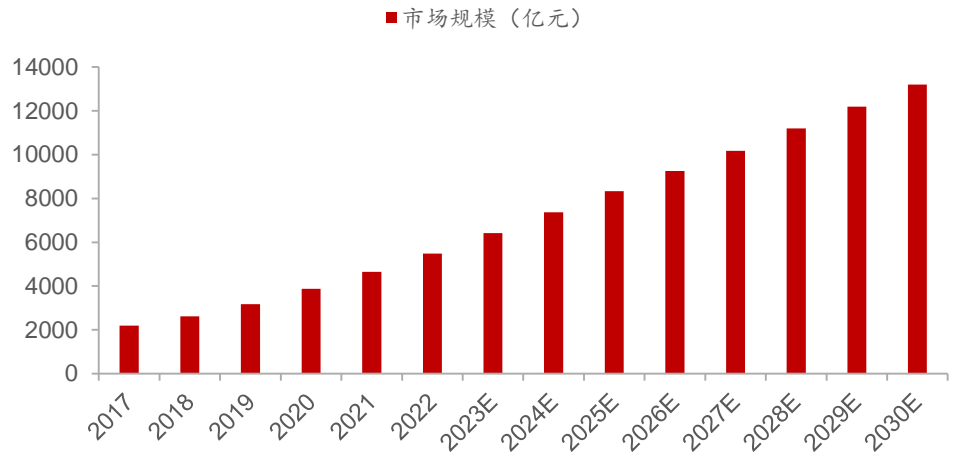
图表 20 公司层析介质产能



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 21 2017-2030 中国生物药市场规模统计



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

### 2.3 水处理与超纯水

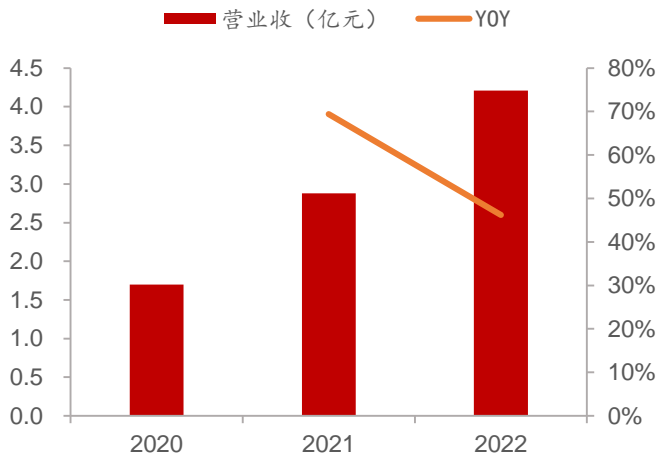
2022 年公司水处理与超纯水板块实现营业收入 4.21 亿元，同比增长 46%。从收入结构上来看，2022 年该板块继续保持领先地位，占比吸附材料总收入最高，为 33%，主要系喷射法均粒底层技术得到突破，实现了电子级超纯水系列产品商业化应用，同时高端饮用水系列产品销售继续保持良好增速，品牌和规模效应逐步显现，拉动了销售增长。

**公司依托喷射法均粒技术，超纯水树脂实现产业突破。**据 IBS 预测,2019 年全球半导体市场规模为 3880 亿美元，且未来几年将持续增长，拉动电子级超纯水需求进而带动吸附材料市场的发展。同时，随着中国核电事业的发展，核电厂对高品质核级超纯水树脂的需求将进一步提升，要想达到我国核电、电子产业对超纯水的高要求，树脂吸附法是必要的技术环节，而此前该领域核心材料均由国际厂商垄断。伴随着公司喷射法均粒技术得到工业化突破，超纯水制备树脂材料实现产业化，打破了国际垄断，保障了产业链供应链自主可控，成为该领域的少数核心竞争者。目前公司已形成量产均粒核级树脂、电子级阴阳树脂、抛光混床等数十个品种，产品性能达到国际标准，为相关产业供应链安全提供保障。此外，公司超纯水及高性能水试验已建成投运，模拟设计和建造的纯国产中试 UPW 水线已实现出水指标稳定，出水电阻率达到 18.20MΩ·cm，TOC 达到 ppb 水平。应用方面，公司的均粒超纯水系列树脂，主要应用在核电、芯片、面板、光伏等领域。在面板领域，公司与京东方、华星光电等厂商实现商业化订单，订单规模千万级别；在芯片领域，已进行数月多周期的验证，性能对标进口产品，能够满足生产要求，正在逐步进入商业化阶段，订单规模达到百万级别。

**高端饮用水供货稳定，市场仍有上升空间。**高端饮用水市场随着家用净水设备装机量提高，拉升高端水处理树脂需求量明显上升。在该领域高端饮用水领域，公司为下游客户如碧然德等提供吸附分离材料，下游客户将吸附分离材料生产成滤芯

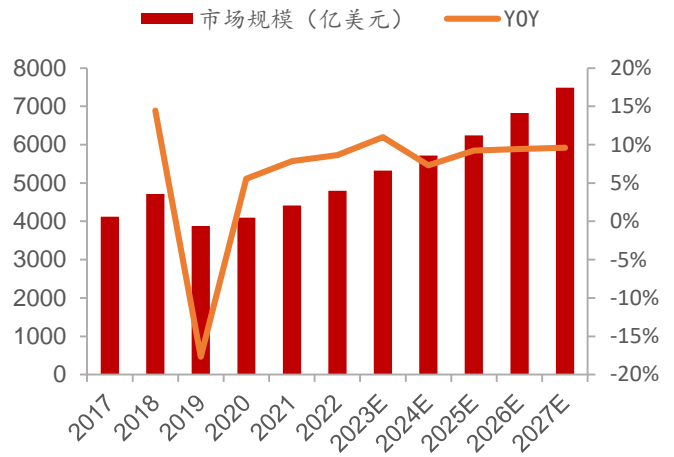
等产品，再销售给终端消费者，从而降低饮用水的硬度、保留水中的有益矿物质、祛除水中重金属离子、PFOs 等。高端饮用水领域对树脂产品的性能要求高，认证较为苛刻，且长时间被国外少数厂商所占据。近年来，公司在高质量产能平台上实现了高端饮用水树脂产品技术突破，并获得了专业认证，签订下游龙头企业订单，可为高端饮用水市场稳定供货。高端饮用水市场需求稳定，空间巨大，可为公司业务增长提供稳定来源。

图表 22 水处理与超纯水板块营业收入情况



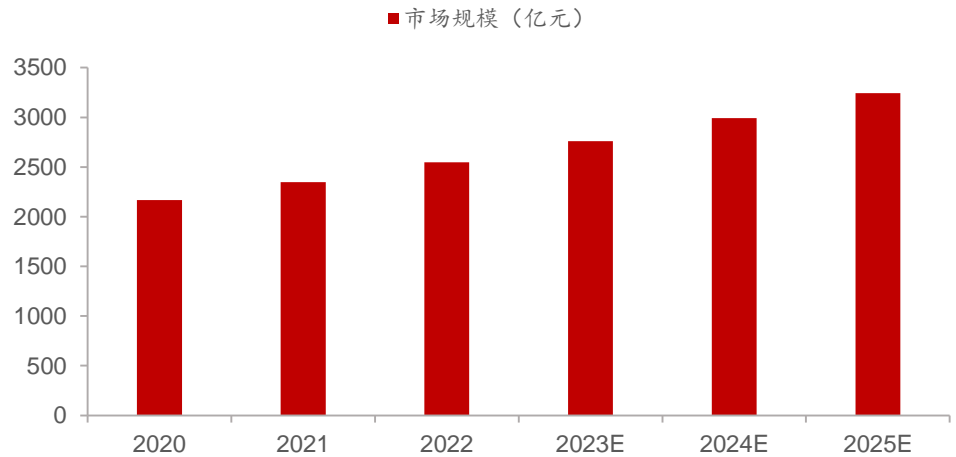
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 全球半导体市场规模情况



资料来源：IBS，华安证券研究所

图表 24 2020-2025 年中国瓶装饮用水市场规模统计



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

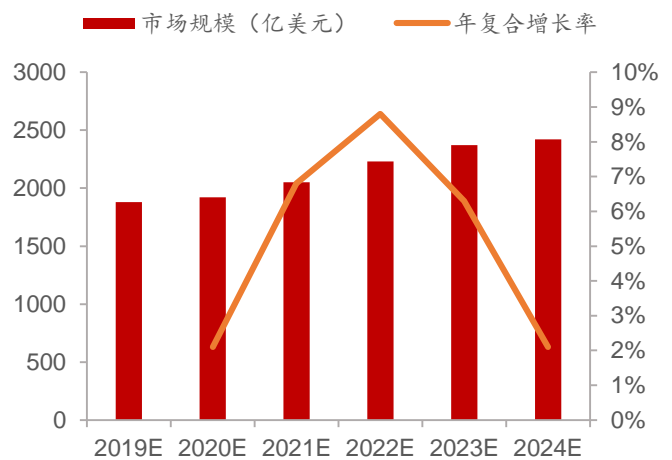
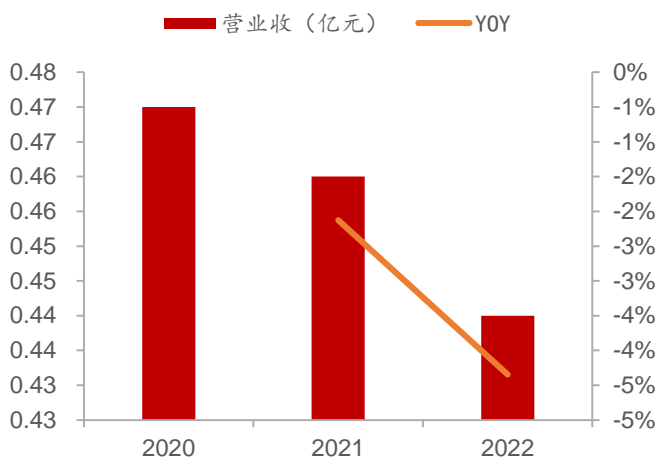
## 2.4 食品加工

2022 年公司食品加工板块实现营业收入 0.44 亿元，同比下降 5%，从收入结构上来看，2021 年该板块占比吸附材料达到 5%，2022 年该比例为 3%。

果汁市场规模稳定增长，公司是行业主流树脂处理工艺供应商。全球果汁行业产销格局已经形成，行业规模趋于稳定，欧美、日本、俄罗斯等地区为全球主要的果汁消费国，中国、南美、欧洲为主要的果汁出口区域。长远来看，由于果汁具有天然、健康的特性，未来需求将保持稳中有升的趋势。公司作为果汁质量控制行业主要技术供应商，为下游果汁生产厂商提供树脂处理工艺，技术覆盖脱色、去除棒曲霉素、去除农残、去除重金属、果糖生产等工艺。其中，浓缩果汁质量控制系列吸附材料是公司最早研发和产业化的产品品系，推动了国内浓缩果汁深加工的产业升级。由于果汁的天然健康特性，预计未来需求将保持稳步上升的趋势。

图表 25 食品加工板块营业收入情况

图表 26 全球果汁市场规模及预测



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：饮品风云，Mordor Intelligence，华安证券研究所

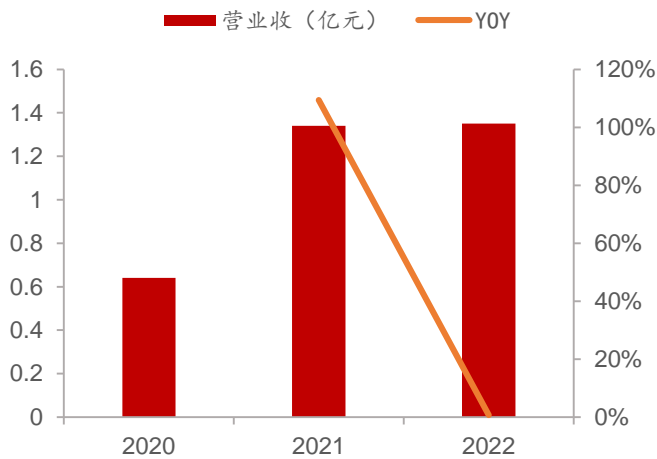
## 2.5 节能环保

2022 年公司节能环保板块实现营业收入 1.35 亿元，同比增长 1%，从收入结构上来看，2021 年该板块占比吸附材料达到 15%，2022 年该比例下降，为 10%。

**VOCs 治理政策趋严，相关材料及技术需求旺盛。**近年来，大气污染治理受到越来越多的关注和重视，随着 VOCs 治理政策的收紧，相关材料及技术需求呈现旺盛趋势。政府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。已开展 VOCs 监测的城市，要进一步规范采样和监测方法，加强设备运维和数据质控，确保数据真实、准确、可靠。尚未开展 VOCs 监测的城市，要抓紧加强能力建设，开展相关监测工作。根据头豹研究院数据，2023 年 VOCs 治理市场空间将达到 667 亿元。公司抓住机会，以 VOCs 作为“十四五”大气监测重要指标为契机，前瞻性的研发并推出“VOCs 高效治理树脂吸附技术”，该技术于 2021 年纳入国家生态环境科技成果转化综合服务平台技术成果库。

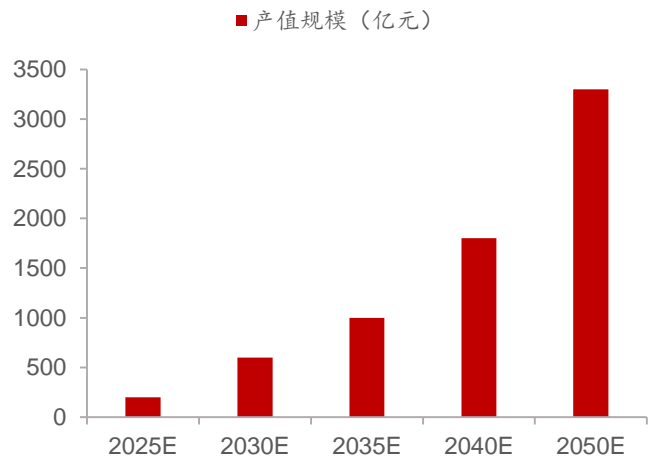
双碳政策背景下，碳捕捉吸附材料应用空间广阔。“碳中和”政策积极推进，CO<sub>2</sub>捕捉技术具备发展潜力。近年来，中国、欧盟、日本、韩国等全球主要经济体相继提出碳中和目标，碳捕捉与利用作为实现碳中和的重要技术路径目前是全球范围内的研究和产业化热点。根据研究机构预测，CCUS（碳捕获、利用与封存）技术在2025年产值规模超过200亿元/年，到2050年超过3300亿元/年，2025-2050年平均年增长率为11.87%。在此背景下，公司开发的LXQ系列废气VOCs（挥发性有机物）吸附分离材料可用于中低浓度VOCs的分离回收，包括烷烃、卤代烃、芳烃及低碳醇、酮类、酯类等有机物。二氧化碳专用吸附材料用于二氧化碳捕捉，对于“碳中和”尤其具有意义。在CO<sub>2</sub>捕捉方面，公司自2018年提出“未来环保”概念，与欧洲化学品公司合作，投入资源快速推进CO<sub>2</sub>捕捉材料的研发和产业化，目前已经实现了向欧洲市场供货，建成了商业化应用案例。未来这一技术在火力发电、天然气处理、钢铁生产、煤化工、化工生产、水泥生产以及直接大气捕捉等场景具有广阔应用空间。

图表 27 节能环保板块营业收入情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 28 2025-2050 年中国 CCUS 产值规模预测



资料来源：中国生态环境部环境规划院，华安证券研究所

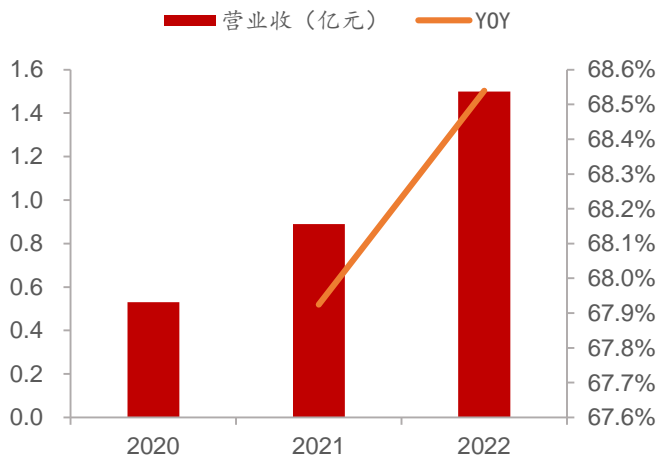
## 2.6 化工与催化

在化工应用领域，公司主要提供离子膜烧碱用螯合系列树脂、双氧水、多晶硅等原料纯化树脂、MTBE 等系列催化树脂。经过不断改进工艺，产品质量得到广泛认可，在国内三十余家氯碱企业得到良好应用。其中，BDO、MTBE、离子膜烧碱、双氧水、多晶硅等领域形成规模供货。2022 年公司化工与催化板块实现营业收入 1.5 亿元，同比增长 68%，保持较快增速。主要系下游领域的快速发展以及行业国产关键耗材国产替代加速趋势，公司产品销售呈现出良好增长趋势所致。从收入结构上来看，2021 年该板块占比吸附材料达到 10%，2022 年该比例为 12%。公司凭借优良的树脂性能和专业的技术服务，在离子膜烧碱行业保持较高市场占有率。

树脂材料在化工领域需求突出，公司产品销量呈增长态势。21 世纪以来，中国化工行业实现了高速发展，化工行业具有行业规模大、性能要求高、树脂用量多的

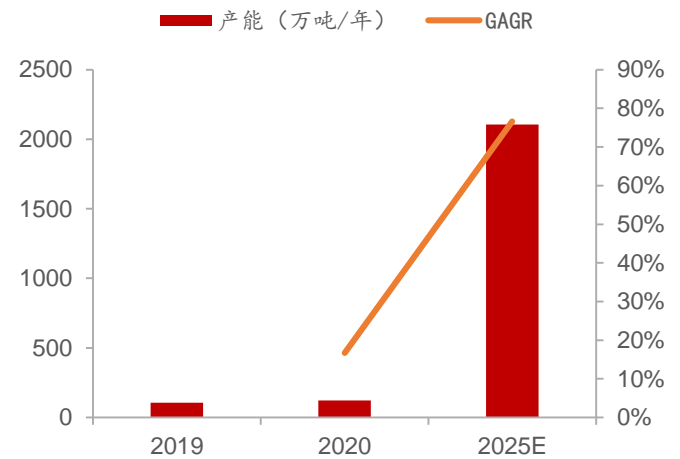
特点，是吸附分离技术应用的重点行业。2022年，中国石油和化工行业实现营收16.56万亿元，同比增长14%，中国化工产业的健康发展为公司树脂产品的化工领域应用提供了广阔市场空间。此外，全球范围内“禁塑令”逐渐推广将带动可降解塑料聚乳酸（PLA）的需求增长，据Report Linker数据，PLA市场在2021-2026年期间将保持7.5%的年均复合增速增长，到2026年，全球PLA市场规模将达11亿美元。作为PLA原材料的乳酸产量也大幅提升，公司所生产的吸附材料和系统装置广泛应用于乳酸纯化，产销量呈现出快速增长趋势。

图表 29 化工与催化板块营业收入情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 2021-2025 年全球生物降解塑料产能规模



资料来源：生物可降解塑料论坛，华安证券研究所

## 2.7 盐湖提锂

2022年受益于盐湖提锂领域新增订单的顺利执行，系统装置收入出现较大增幅。全年公司系统装置实现营收4.67亿元，同比增长91%；实现毛利润2.03亿元，毛利同比上升43.33%。系统装置在收入结构中的占比达到24.35%。2022年公司系统装置产销量均为101万吨，均同比增加21.69%。

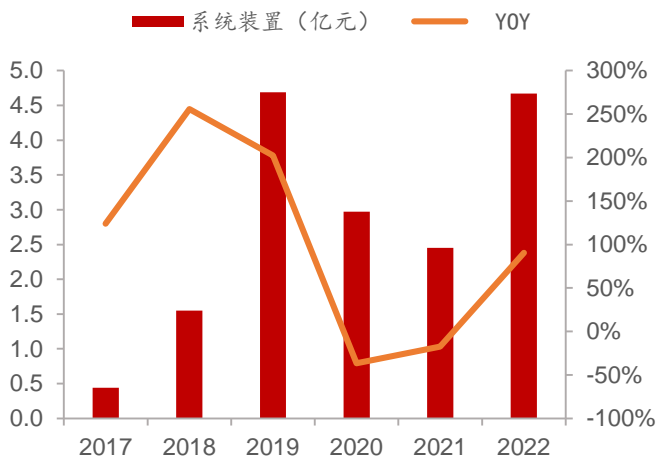
**公司提供吸附分离技术的系统装置服务，业务规模快速增长成为利润增长点。**公司自主知识产权的阀阵式连续离子交换装置、多路阀装置、模拟移动床连续色谱系统、高通量工业制备色谱等系统与材料协同，可以获取更优的吸附分离效果，显著降低运行费用，符合节能减排的国家政策，是吸附分离技术较为先进的系统装置技术服务模式。近年来，公司加大系统集成装置业务的推广力度，与一批强调技术创新的标志性客户展开合作，业务规模快速增长，成为重要的利润增长点。

**公司签订多项大型盐湖提锂工业化项目，持续巩固行业领先地位。**公司系统装置板块分为盐湖提锂方向和其他方向。盐湖提锂方向，公司总计签订产业规模项目10个，累积碳酸锂/氢氧化锂产能7.8万吨，合同总额约26亿元，已完成并投运项目5个。代表项目包括：藏格锂业、锦泰锂业 I/II 期、五矿盐湖 I/II 期改造、国



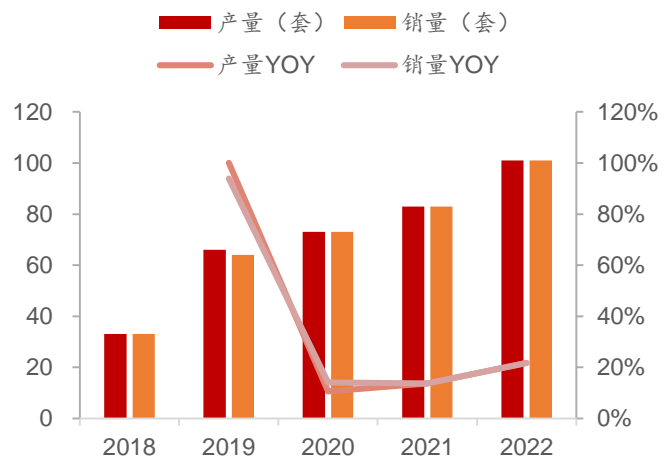
能矿业、金海锂业、国投罗钾等。中试项目累计约 90 个，其中包括：盐湖股份沉锂母液回收、比亚迪 600 吨碳酸锂中试和配套除硼、五矿盐湖 ED 浓水深度除镁、西藏中鑫班戈错氯化锂中试、紫金拉过果措氯化锂中试等。此外，还与国内外规模较大的矿企签订战略合作协议或备忘录，持续保持技术交流，协助客户项目工业化落地，代表客户包括：亿纬锂能、盛新锂能、天铁股份、智慧农业、PNN、Anson 等。公司多维度布局涉锂产业链，打造提锂“技术极”，不仅不断革新卤水提锂技术，而且不断提高吸附技术在矿石锂精制、锂电池回收、伴生矿等应用水平，标志性客户涵盖新能源产业知名企业。

图表 31 系统集成装置营业收入情况



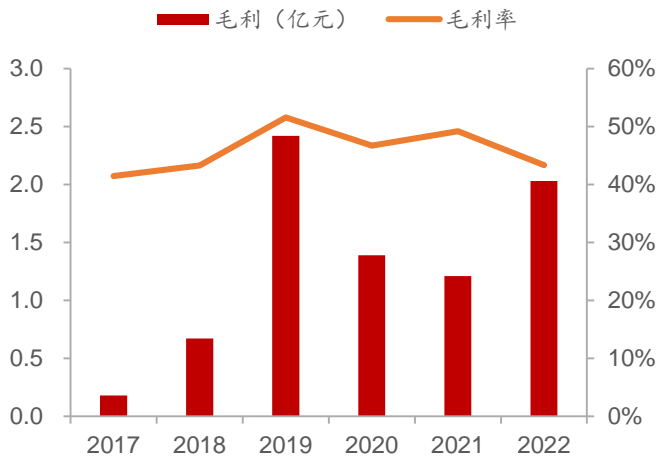
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 32 系统集成装置生产量，销售量，库存量



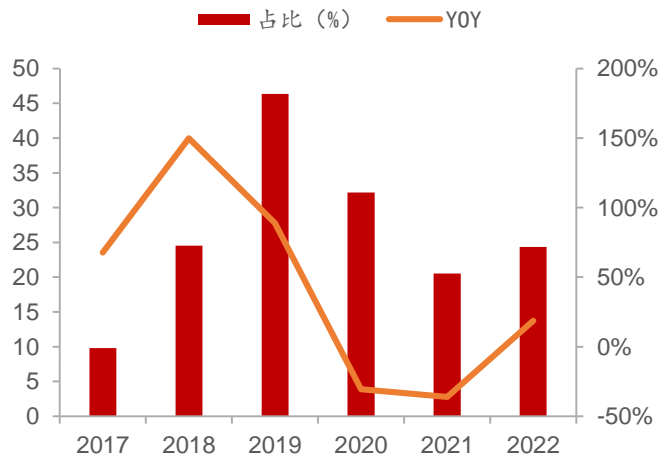
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 33 系统集成装置毛利及毛利率



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 34 系统集成装置营业收入占比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

**图表 35 盐湖提锂订单进展**

项目名称	进展
锦泰二期 4000t/a 碳酸锂整线项目	启动试生产
西藏珠峰 25000t/a	吸附段第一批设备已发货
亿纬锂能金海锂业 10000t/a 碳酸锂项目	主要设备已发送至客户现场，目前正在安装
金昆仑 5000t/a 碳酸锂项目	已开展调试运行
国能矿业万吨级氢氧化锂项目	已完成技术方案，正在配合业主完成环评等审批程序

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 3 公司未来：阿洛酮糖、礼来减肥药、层析介质

### 3.1 新项目募投，产能持续释放

公司西藏地区盐湖提锂布局进一步推进。2021 年下半年以来，公司作为全球领先的盐湖提锂技术提供商，紧抓住行业机遇，凭借丰富的技术积累，以及藏格、锦泰、五矿等多个成功工业化项目经验，陆续签订多个盐湖卤水提锂产业化订单，布局的多个盐湖提锂项目已成功运行，已投产和在建碳酸锂/氢氧化锂产能达到近 8 万吨。据公司公告报告，截至目前，公司已完成藏格锂业 10000t/a 碳酸锂的吸附段设备、锦泰锂业 3000t/a 碳酸锂从卤水到碳酸锂的整套生产线、五矿盐湖 6000t/a 碳酸锂的吸附段改扩建项目，多个盐湖提锂项目成功运行，公司推动了盐湖提锂产业化进程。此外，锦泰二期 4000t/a 碳酸锂整线项目已投产；西藏珠峰 25000ta 吸附段第一批设备已发货；亿纬锂能金海锂业 10000t/a 碳酸锂项目主要设备已发送至客户现场，目前正在安装；金昆仑 5,000t/a 碳酸锂项目已开展调试运行；国能矿业万吨级氢氧化锂项目已完成技术方案，正在配合业主完成环评等审批程序。

公司注重重视产能扩张和技术研发。据公司可转债公告，公司还拟使用募集资金 59000 万元用于新能源金属吸附分离材料生产体系扩建项目，新能源金属吸附分离技术研发中心项目，新能源金属吸附分离技术营销及服务中心建设项目等。此次项目的投产预计将为公司新增锂吸附剂 1.2 万吨/年及 4 万吨/年碳酸锂盐湖提锂项目所需系统装置的生产能力，并扩大包装能力及库房储存能力，将有助于公司突破现有产能瓶颈，把握市场机遇，满足未来的市场增长需求。

**图表 36 2022 年新增大型盐湖提锂工业化项目**

项目名称	项目内容	签订时间	备注
金海锂业	1 万吨碳酸锂 EPC 采购项目	2022.1	预计于 2022H2 确认收入
国能矿业 (一期)	10000t/a 氢氧化锂生产线	2022.1	采取委托加工方式, 于 2023 年 12 月前完成
国能矿业 (二期)	20000t/a 氢氧化锂生产线	尚未确定	尚未确定
国能矿业 (三期)	20000t/a 氢氧化锂生产线	尚未确定	尚未确定
三达膜 (金昆仑)	金昆仑锂业有限公司 5000 吨电池级碳酸锂吸附设备供货及安装	2022.3	预计于 2022H2 确认收入
盛新锂能	战略合作协议	2022.5	以盛新锂能锂资源开发利用项目为起点
天铁股份	战略合作协议	2022.7	以西藏班戈错盐湖资源开发利用项目为起点
智慧农业	战略合作协议	2022.7	暂未披露
国投罗钾	罗布泊盐湖老卤提锂 (5000 吨/年) 综合利用工程吸附系统采购	尚未确定	本次项目中标尚未签订合同并完成交货

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 3.2 大力发展生命科学板块, 打造公司新增长极

持续加大生命科学板块的研发创新投入, 市场开发加速。2022 年内, 公司部分产品取得关键性进展, 硬胶 proteinA 亲和填料已成功推向市场, 完成客户小试验证, 性能较好; oligo dT 填料已完成广泛的客户验证, 性能获得认可, 正在持续根据客户项目进展使用; 连续流层析系统完成客户项目现场实验验证, 各项指标达到工艺设计要求。

公司新建年产 50000L 的层析介质生产车间, 新产能即将释放。得益于前期的研发投入, 公司目前已实现软胶和硬胶生产的全覆盖。此外, 公司 2022 年新建 50000 升/年的层析介质生产线, 总产能达到了 70000 升/年。新产能的建成, 一方面将有效缓解现有产能不足, 缩短供货周期, 提升供应能力; 另一方面, 新生产车间参照 GMP 规范设计和建设, 确保产品质量稳定。此外, 新产能建成后, 可实现单批次产量 2000L, 满足部分客户对填料单批次使用量的需求, 提高客户自身产品的批次稳定性。

### 3.3 礼来减肥药打开固相合成载体市场空间

礼来减肥药迅速发展, 拉动公司固相合成载体需求上涨。随着 GLP-1 受体激动剂类药物成为降糖药物开发的一个热点方向, 加之 GLP-1 的潜在减重效果催生旺盛的市场需求, 根据医药经济报, 预计到 2025 年, 全球减肥药市场将达到 63 亿美元。

此外，中国市场尚无正式获批用于治疗肥胖症或超重的 GLP-1 类药物，加上中国目前的 GLP-1 市场仍在增长，礼来的减肥药 Tirzepatide 在中国将存在巨大市场空间。近两年来，礼来减肥产品发展迅速，2023 年 2 月，礼来宣布其在研的减肥药物 GIP 和 GLP-1 双受体激动剂 Tirzepatide (商品名: Mounjaro) 用于肥胖或超重成人患者的中国 3 期临床试验，取得积极结果。这意味着 Tirzepatide 未来在中国的注册申报将进入新阶段。礼来减肥药的生产采用的是固相合成法，而公司布局多肽药物的固相合成载体很早，市场占有率全球第一，公司作为礼来固相合成载体的独供，预计未来业绩增速较快。

### 3.4 国内阿洛酮糖审批进度加速，公司材料+设备迎来新机遇

**国内阿洛酮糖审批有望加速，阿洛酮糖有望成为公司新业绩增长点。**阿洛酮糖是一种天然单糖，果糖的差向异构体，是新型的低热量功能性稀少糖，目前已经在美国通过了 GRAS 认证，并已在墨西哥获得 GMP(良好生产规范)水平的批准，但阿洛酮糖在欧盟和中国还未获批。2020 年 11 月 8 日，国家卫健委第一次受理 D-阿洛酮糖作为新食品原料的申报，此后，又 4 次受理了 D-阿洛酮糖作为新食品原料的申报，预计今年将会有突破性进展，在此背景下，相关企业纷纷把握机会，积极建设阿洛酮糖产能。在业务方面，蓝晓科技可为阿洛酮糖生产提供定制化服务和一站式分离纯化解决方案，其阿洛酮糖提取工艺从玉米原料到最终的阿洛酮糖产品的加工过程中，公司可提供包括:离子交换脱灰、活性炭脱色、色谱分离等完整的纯化工艺，实现高品质结晶阿洛酮糖，液体阿洛酮糖的生产。阿洛酮糖生产目前最为核心的工艺单元，一个是果糖差异化异构，一个就是纯化工艺。其中公司自主知识产权的 SSMB 顺序式统，可用于阿洛酮糖/果糖的分离，得到高纯度的阿洛酮糖产品，纯度达到 98%以上，并已经实现产业化订单生产。阿洛酮糖的放量带动了公司材料+设备的需求。

## 4 公司注重研发,发挥服务模式优势

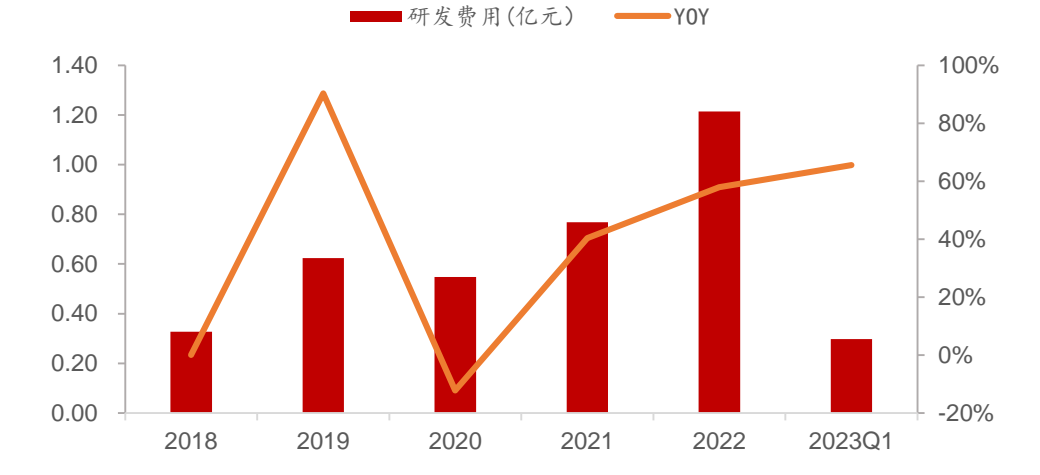
### 4.1 研发创新优势

**公司注重研发创新，和研究院、学校加强合作，研发投入持续增加。**2022 年，研发费用支出 1.21 亿元，占营收 6.3%。截止 2022 年末，公司获得国内授权专利 53 项、PCT 授权专利 5 项，处于申请阶段国内专利 42 项，国外专利 17 项。“吸附分离聚合材料结构调控与产业化应用关键技术”项目获得国家科技进步二等奖。报告期内，公司还新建了多个试验室、试验线，包括生命科学细胞实验室、基因工程实验室、金属资源提取试验线等，为研发创造出良好的硬件条件。另外，公司注重研发人才的培养和招聘，不断充实研发人才队伍，招募国内外顶级名校人才，为战略目标实现提供人才保障。

**公司产品及技术创新方面成果显著。**公司软胶及硬胶的产品布局进一步完善，ProteinA (抗体纯化)、Plasmid (质粒纯化)、Core400、Core700 (动物疫苗纯化)、LargeScale 系列 (高刚性高流速产品) 等形成了批量销售; ProteinA 抗体纯化产品

通过 FDADMF 备案，客户应用便利性进一步增强；均粒 UPW 系列树脂持续放量，加速芯片级超纯水应用树脂国产化。

图表 37 公司研发费用



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 38 公司新增专利

名称	专利类型	日期	具体应用
一种大麻二酚的纯化方法	发明专利	2022.09.27	主要系公司吸附分离技术在工业大麻的分离纯化，使得产品纯度高，收率高，杂质去除完全，该发明专利已实现产业化，并在多个大麻二酚提取的项目中得以应用。
一种滤网及其树脂柱	实用新型	2022.09.27	属于吸附技术工艺及装置领域，可以增强滤网强度；保证连接密封性，且精度稳定，该实用新型专利已在 VOCs 治理等领域大规模应用。
一种树脂柱装置	实用新型	2022.09.02	该装置无需单独前置换热器，后端也无需设置专门的冷凝换热器；实现了设备整体化、降低成本的作用。
一种高纯度盐酸林可霉素的纯化方法	发明专利	2022.7.29	此方法能快速有效去除杂质，符合法规、市场对盐酸林可霉素原料药的要求。本发明方法操作简单、成本低，获得产品纯度高、收率高、杂质去除完全，适于工业化推广应用。
一种三七总皂苷的提纯工艺	发明专利	2022.6.10	本发明公开了一种三七总皂苷的提纯工艺：将三七根茎经过乙醇提取、大孔树脂吸附及脱色工艺后，浓缩干燥得到的 78-84% 含量的三七粉；
一种吡咯并喹啉酮二钠盐的纯化方法	发明专利	2022.3.11	该纯化方法纯化得到的吡咯并喹啉酮二钠盐纯度高，单杂 $\leq 0.1\%$ ，收率高；纯化用的树脂吸附量大，寿命长，可以重复利用，适用于规模化生产。

一种多路阀装置	实用新型	2022.3.08	该装置在输送液体过程中,无论是进液口还是出液口,均为固定设置的固定件,在输出过程中仅需要直接各个通路相互连通,从而将原有装置的侧面旋转配合更改为轴向旋转配合,改变了液体流通方向,大大降低发生液体渗漏的可能性。
一种沙漏用彩色塑料球形填料的制备及装填	发明专利	2022.3.01	本发明公开了一种沙漏用彩色塑料球形填料的制备及装填方法,该方法简单,易操作,可大批量生产,用来制备的彩色沙漏美观环保,可作为工艺观赏品,满足人们多样化的需求,也可以用于儿童教学观赏品。
一种用于制备电池级硫酸镍的方法	发明专利	2022.2.15	这种提纯方法,能有效的利用大孔离子交换树脂,减少提纯过程中的操作步骤,降低提纯的成本。能有效的除去镍中的大部分杂质离子,使成品达到电池级硫酸镍的纯度要求。

资料来源:公司官网,国家专利局,华安证券研究所

## 4.2 服务模式优势

公司率先提出成套吸附分离技术整体解决方案的业务模式,可满足不同客户的柔性需求。多年来,该业务模式得到越来越多客户的认可,成为行业发展的新趋势。公司开发出了阀阵式连续离子交换装置、多路阀装置、模拟移动床连续色谱系统、高通量工业制备色谱等系统设备,并已承担上百项系统集成整体解决方案项目,客户区域涵盖国内、亚洲、欧洲、非洲、南美洲等,覆盖食品加工、植物提取、盐湖提锂、生物医药等诸多下游领域。为支持项目高效执行,公司还建成了远程调试中心,可以在公司总部对异地项目进行安装、调试指导,这些都将对整线项目的实施起到良好的支撑和保障,促进业务的平稳健康发展。

## 5 投资建议

公司基本业务扎实,生命科学板块持续发力,未来发展动力强劲,我们上调公司业绩预期。预计公司2023年-2025年分别实现营业收入26.35、33.67、41.71亿元(2023、2024年前值为26.12、33.22亿元),实现归母净利润7.74、10.06、12.56亿元(2023、2024年前值为7.05、9.02亿元),对应PE分别为41、32、26倍。维持公司“买入”评级。

## 风险提示:

- (1) 产能释放进度不及预期;
- (2) 下游需求不及预期;
- (3) 国产替代不及预期。

**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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3190	3577	4851	6170	<b>营业收入</b>	1920	2635	3367	4171
现金	1345	1378	1787	2762	营业成本	1075	1290	1636	2011
应收账款	448	797	794	1177	营业税金及附加	23	42	53	66
其他应收款	10	29	21	41	销售费用	67	66	84	104
预付账款	76	64	81	100	管理费用	110	184	235	292
存货	963	699	1409	1182	财务费用	-50	36	33	44
其他流动资产	348	610	759	909	资产减值损失	0	10	10	10
<b>非流动资产</b>	1372	1665	1826	1970	公允价值变动收益	3	5	5	5
长期投资	4	5	5	6	投资净收益	42	1	2	2
固定资产	751	1036	1189	1319	<b>营业利润</b>	612	897	1166	1455
无形资产	196	219	232	245	营业外收入	0	1	2	2
其他非流动资产	420	405	400	401	营业外支出	1	1	1	2
<b>资产总计</b>	4563	5242	6678	8140	<b>利润总额</b>	612	898	1166	1456
<b>流动负债</b>	1709	1605	2043	2262	所得税	77	135	175	218
短期借款	28	48	60	70	<b>净利润</b>	535	763	991	1237
应付账款	289	596	527	852	少数股东损益	-3	-11	-15	-19
其他流动负债	1392	962	1456	1340	<b>归属母公司净利润</b>	538	774	1006	1256
<b>非流动负债</b>	118	147	164	180	EBITDA	622	1016	1303	1620
长期借款	0	20	30	40	EPS (元)	1.63	2.31	3.00	3.75
其他非流动负债	118	127	134	140					
<b>负债合计</b>	1826	1752	2207	2443					
少数股东权益	14	3	-12	-31					
股本	335	335	335	335					
资本公积	841	841	841	841					
留存收益	1546	2311	3307	4553					
归属母公司股东权	2722	3487	4483	5729					
<b>负债和股东权益</b>	4563	5242	6678	8140					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	724	378	673	1244	<b>成长能力</b>				
净利润	535	763	991	1237	营业收入	60.7%	37.2%	27.8%	23.9%
折旧摊销	105	100	121	139	营业利润	76.4%	46.6%	30.0%	24.8%
财务费用	-32	5	8	10	归属于母公司净利	72.9%	44.1%	29.9%	24.8%
投资损失	-42	-1	-2	-2	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	149	-473	-430	-124	毛利率 (%)	44.0%	51.0%	51.4%	51.8%
其他经营现金流	395	1220	1405	1346	净利率 (%)	28.0%	29.4%	29.9%	30.1%
<b>投资活动现金流</b>	-178	-381	-275	-275	ROE (%)	19.7%	22.2%	22.4%	21.9%
资本支出	-81	-371	-261	-261	ROIC (%)	16.3%	21.8%	21.9%	21.6%
长期投资	-100	-26	-31	-31	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	3	16	17	17	资产负债率 (%)	40.0%	33.4%	33.1%	30.0%
<b>筹资活动现金流</b>	-96	45	21	16	净负债比率 (%)	66.7%	50.2%	49.4%	42.9%
短期借款	25	20	12	10	流动比率	1.87	2.23	2.37	2.73
长期借款	0	20	10	10	速动比率	1.23	1.70	1.59	2.10
普通股增加	115	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	87	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.54	0.56	0.56
其他筹资现金流	-323	5	-1	-4	应收账款周转率	5.26	4.23	4.23	4.23
<b>现金净增加额</b>	488	32	409	975	应付账款周转率	4.48	2.92	2.92	2.92
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.63	2.31	3.00	3.75
					每股经营现金流薄)	2.16	1.13	2.01	3.71
					每股净资产	8.12	10.40	13.38	17.10
					<b>估值比率</b>				
					P/E	42.69	41.48	31.92	25.58
					P/B	8.57	9.21	7.16	5.61
					EV/EBITDA	35.39	30.33	23.36	18.20

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。