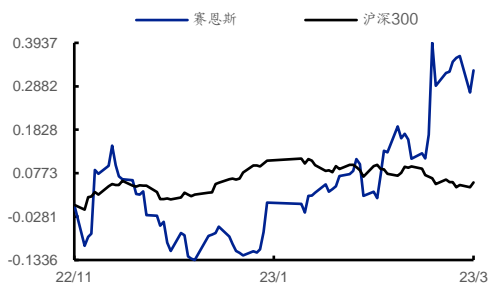


研究所
 证券分析师: 杨阳 S0350521120005
 yangy08@ghzq.com.cn
 证券分析师: 罗琨 S0350522110003
 luok@ghzq.com.cn

激励目标锚定收入高增速, 未来天花板逐步打开

——赛恩斯(688480)股权激励(草案)点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/03/21

表现	1M	3M	12M
赛恩斯	30.5%	38.4%	
沪深300	-3.9%	4.0%	

市场数据

2023/03/21

当前价格(元)	33.87
52周价格区间(元)	21.90-35.88
总市值(百万)	3,211.78
流通市值(百万)	653.56
总股本(万股)	9,482.67
流通股本(万股)	1,929.60
日均成交额(百万)	40.91
近一月换手(%)	178.23

事件:

赛恩斯2023年3月21日晚发布2023年限制性股票激励计划(草案), 现将要点梳理如下:

投资要点:

- 股票数量:** 本激励计划授予限制性股票合计185.35万股, 占本激励计划公告时公司股本总额的1.95%。其中, 首次授予168.50万股, 占本激励计划公告时公司股本总额的1.78%, 占本激励计划限制性股票授予总额的90.91%; 预留授予16.85万股, 占本激励计划公告时公司股本总额的0.18%, 占本激励计划限制性股票授予总额的9.09%。
- 激励对象:** 激励对象合计不超过122人, 包括董事、高管、核心技术力量高伟荣、蒋国民、邱江传等10人共计激励57.4万股; 名112人核心员工共计激励111.1万股, 核心员工人均激励数量约1万股。首次授予的限制性股票归属比例按照30%/30%/40%、自首次授予12个月后、每12个月进行一次归属安排。
- 授予价格:** 每股13.93元, 满足归属条件后, 激励对象可以每股13.93元价格购买公司定向增发的A股普通股。
- 业绩考核:** 2023年营业收入不低于8亿元, 2023-2024年累计营业收入不低于19亿元, 2023-2025年累计营业收入不低于34亿元。按照每年最低考核标准计算, 对应2023-2025年营业收入为8/11/15亿元。
- 激励成本:** 激励总成本为3474万元, 2023-2026年激励成本分别为: 1507/1246/602/118万元。
- 方案点评:** 此次激励方案(草案)对2025年营业收入规模形成了明确目标门槛。根据公司《2022年业绩快报公告》, 2022年预计营业收入为5.5亿, 按照2025年15亿收入计算, 则2022-2025年营业收入复合增速为40%。
- 2025年的收入增长预期开始逐步明朗。** 公司层面考核指标为营业收入, 营业收入是衡量公司经营状况和占有能力、预测公司经营业务拓展趋势的重要财务指标, 反映公司的成长能力和行业竞争力, 业绩考核的设置经过合理预测, 已充分考虑宏观经济环境、行业发展及市场竞争情况、公司经营状况及发展规划等相关因素。
- 推荐逻辑:** (1) 核心技术为企业降低危废处理成本。公司的核心技术之一“污酸资源化治理系列技术”相比传统方法工艺, 能为有色金属冶炼企业减少危废渣量排放90%以上, 综合处理成本降低40%-70%。环保支出作为有色冶金企业的刚性支出, 后端更加节约、环保的新技术路径或将更受企业关注。(2) 背靠紫金矿业、股东实

力强劲：紫金矿业旗下紫峰（厦门）投资持股比例 21.22%（截至 2022/11/25），2023 年赛恩斯与紫金矿业及控制的关联公司关联交易预计 3.5 亿，2022 年 1-11 月与紫金矿业关联方交易为 9603 万。背靠紫金矿业股东资源优势，紫金的环保支出为公司提供了收入增量，紫金的海外矿山环保项目也或将成为公司走出国门的业务展示平台。

（3）后端药剂运营服务占比提升、回收业务打开未来增长空间：未来公司将聚焦重金属污染防治领域，持续发力开展技术研发创新，优化技术工艺设计，扩大应用范围，持续满足客户需求；加快业务结构调整，提高运营服务业务占比；积极布局资源回收，实现高质量可持续发展。随着公司工艺技术的提升，公司业务规模的稳步增长，发展方向从单纯的污染防治转型到兼顾污染治理与资源回收利用。

- **盈利预测和投资评级：**我们预计 2023-2024 年营业收入为 8.5 亿、12.2 亿、16.5 亿，归母净利润为 1.08 亿、1.81 亿、2.46 亿（鉴于本次股权激励董事会、监事会均已通过，股东大会将大概率通过，因此本次股权激励事项费用纳入盈利预测），对 3 月 21 日市值 PE 为 29.8/17.8/13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**环保政策、监管放松，激励方案未获得通过，宏观环境下行导致下游客户资本开支放缓，应收账款回账较慢，出现新技术路径替代公司技术路径，关联交易降低整体公司毛利率，二级市场流动性风险

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	385	550	850	1220
增长率（%）	8	43	55	44
归母净利润（百万元）	45	68	108	181
增长率（%）	-3	54	57	67
摊薄每股收益（元）	0.47	0.72	1.14	1.90
ROE（%）	11	8	11	15
P/E	-	46.84	29.75	17.79
P/B	-	3.64	3.24	2.74
P/S	-	5.84	3.78	2.63
EV/EBITDA	-2.59	41.58	26.26	15.67

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：赛恩斯盈利预测表

证券代码:	688480				股价:	33.87				投资评级:	买入				日期:	2023/03/21			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
盈利能力					每股指标														
ROE	11%	8%	11%	15%	EPS	0.63	0.72	1.14	1.90										
毛利率	31%	32%	32%	34%	BVPS	5.82	9.30	10.44	12.34										
期间费率	13%	14%	14%	14%	估值														
销售净利率	12%	12%	13%	15%	P/E	-	46.84	29.75	17.79										
成长能力					P/B	-	3.64	3.24	2.74										
收入增长率	8%	43%	55%	44%	P/S	-	5.84	3.78	2.63										
利润增长率	-3%	54%	57%	67%															
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	0.46	0.39	0.49	0.58	营业收入	385	550	850	1220										
应收账款周转率	1.87	1.47	1.49	1.43	营业成本	265	372	577	810										
存货周转率	9.15	10.78	9.12	11.15	营业税金及附加	3	7	9	12										
偿债能力					销售费用	19	36	54	76										
资产负债率	45%	34%	41%	43%	管理费用	29	47	80	110										
流动比	1.86	2.97	2.23	2.09	财务费用	1	-4	-13	-12										
速动比	1.54	2.69	1.96	1.83	其他费用/(-收入)	25	37	57	81										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	53	69	108	181										
现金及现金等价物	187	546	541	513	营业外净收支	-	-	-	-										
应收款项	215	384	589	875	利润总额	53	69	108	181										
存货净额	42	51	93	109	所得税费用	5	-	-	-										
其他流动资产	51	79	96	146	净利润	49	69	108	181										
流动资产合计	494	1060	1318	1644	少数股东损益	4	-	-	-										
固定资产	90	83	167	219	归属于母公司净利润	45	69	108	181										
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
无形资产及其他	204	204	204	204	经营活动现金流	84	-46	87	32										
长期股权投资	48	48	48	48	净利润	45	69	108	181										
资产总计	835	1394	1737	2114	少数股东权益	4	-	-	-										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	15	6	16	18										
应付款项	160	233	408	537	公允价值变动	-	-	-	-										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	21	-115	-29	-156										
其他流动负债	105	124	183	251	投资活动现金流	13	7	-92	-58										
流动负债合计	265	357	591	788	资本支出	12	0	-100	-70										
长期借款及应付债券	21	21	21	21	长期投资	-	-	-	-										
其他长期负债	93	93	93	93	其他	1	7	9	12										
长期负债合计	114	114	114	114	筹资活动现金流	-47	398	-1	-1										
负债合计	379	471	705	902	债务融资	-45	-	-	-										
股本	71	95	95	95	权益融资	0	399	-	-										
股东权益	456	924	1031	1212	其它	-2	-1	-1	-1										
负债和股东权益总计	835	1394	1737	2114	现金净增加额	49	359	-5	-27										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【公共事业小组介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2,2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

罗琨，香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

许紫荆，对外经济贸易大学金融学硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员。

【分析师承诺】

杨阳，罗琨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。