

赛恩斯 (688480)

证券研究报告

2023年04月10日

技术/股东/订单三重赋能, 重金属污染防治小巨人蓄势待发

公司概况: 深耕重金属污染防治的“专精特新”小巨人

成立以来, 赛恩斯一直专注于重金属污染防治行业, 形成了完备的重金属污染综合治理能力。公司目前主要通过重金属污染防治综合解决方案(占22H1收入比重的28%, 下同)、药剂销售(占比23%)、第三方运营(占比46%)三大业务获取收入。公司治理方面, 公司核心管理团队多人在相关行业中从业多年, 在业务和管理工作上具有较强的协同互补优势。此外, 公司实施股权激励, 能够有效提振员工热情。

行业趋势: 环境治理政策脉络清晰, 创新治理方法需求旺盛

国家政策的积极引导对环境治理行业起到了良好推动作用。近年来, 环境治理行业相关政策整体的发展特点为: 方向更细更优、限值标准更严、更加支持第三方治理模式等。我们认为, 赛恩斯或将持续受益于上述政策变化。

市场方面, 传统重金属污染治理技术由于危废渣量大、容易造成二次污染等原因, 已逐渐无法满足市场要求。而公司重金属废水深度处理与回用系列技术不仅具有技术先进性, 而且在建设成本和运行成本方面均表现出经济优势, 或将成为有色行业重金属污酸、废水处理新建和扩建的增量市场及存量市场的技改项目的良好选择。

竞争优势: 技术领先同业, 股东赋能业绩, 增量订单可期

科研技术: 成立至今, 公司先后承担获得2018年国家技术发明奖二等、2021年国家级专精特新“小巨人”企业等多项奖励和荣誉。尤其值得注意的是, 公司相关技术在建设成本和运行成本方面均表现出一定经济优势。

股东资源: 截至22H1, 紫金矿业对公司持股比例21.22%, 为公司第二大股东, 创造良好的协同效应: 一方面, 紫金矿业业务对公司收入形成了良好的压舱石效果; 另一方面, 凭借紫金矿业标杆示范工程, 公司可有效推广转化最新技术。

业绩转化: 截至22H1, 公司重金属污染防治综合解决方案业务在手订单数量66个, 订单金额合计3.5亿元, 对公司21年解决方案业务收入的覆盖率达到223%。同时, 尽管受限于新技术应用时间较短、有色存量项目规模较大等因素, 公司在存量市场的市占率相对较低, 但在增量市场渗透能力较强。

盈利预测与公司估值

我们预计公司2022-2024年可实现营业收入5.51、8.03、11.54亿元, 同比分别增长43.36%、45.67%、43.69%; 可实现归母净利润0.68、1.06、1.60亿元, 同比分别增长53.13%、55.68%、50.49%(已考虑公司22年业绩快报)。综合考虑公司在科研技术和资源禀赋上的领先优势, 我们给予公司33倍PE估值, 对应目标市值为35.11亿元, 对应目标价37.02元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 1) 行业政策趋向温和, 新技术市场推广情况不佳; 2) 有色行业发生周期性下行或结构性变化, 增量订单增长不达预期; 3) 应收账款余额较大, 存在计提坏账风险; 4) 客户集中度较高; 5) 市场竞争加剧, 利润率下行; 6) 文中2022年业绩快报数据为公司初步核算结果, 实际数值请以公司正式发布的年报为准

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	356.37	384.63	551.41	803.23	1,154.18
增长率(%)	(23.69)	7.93	43.36	45.67	43.69
EBITDA(百万元)	90.74	88.12	99.34	139.28	201.60
归属母公司净利润(百万元)	45.99	44.63	68.34	106.39	160.11
增长率(%)	27.41	(2.95)	53.13	55.68	50.49
EPS(元/股)	0.48	0.47	0.72	1.12	1.69
市盈率(P/E)	57.84	59.60	38.92	25.00	16.61
市净率(P/B)	7.26	6.42	3.02	2.73	2.38
市销率(P/S)	7.46	6.92	4.82	3.31	2.30
EV/EBITDA	0.00	0.00	21.25	15.03	10.13

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资建议

行业	环保/环境治理
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	28.05元
目标价格	37.02元

基本数据

A股总股本(百万股)	94.83
流通A股股本(百万股)	19.30
A股总市值(百万元)	2,659.89
流通A股市值(百万元)	541.25
每股净资产(元)	6.52
资产负债率(%)	43.22
一年内最高/最低(元)	35.88/21.90

作者

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号: S1110520030001
guolili@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号: S1110519050003
lilujing@tfzq.com

胡冰清 联系人
hubingqing@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

内容目录

1. 公司概况：深耕重金属污染防治的“专精特新”小巨人	4
1.1. 历史沿革：起步自中南大学，逐渐成为重金属污染治理综合服务商.....	4
1.2. 盈利模式：围绕解决方案、药剂产品、运营服务的全流程经营模式.....	5
1.3. 公司治理：高管持股深度绑定公司利益，股权激励有效提振员工热情.....	7
1.4. 财务概况：营收业绩波动上涨，净利率提升趋势显著.....	8
2. 行业趋势：环境治理政策脉络清晰，创新治理方法需求旺盛	9
2.1. 政策：积极引导环境治理行业发展，第三方治理模式有望持续突破.....	9
2.2. 市场：重金属污染治理难题显现，传统治理方法难以满足市场需求.....	11
3. 竞争优势：技术领先同业，股东赋能业绩，增量订单可期	12
3.1. 科研技术：具备领先自研能力，解决方案技术先进性与经济性并存.....	12
3.2. 股东资源：紫金矿业持股比例 21.22%，具备良好协同效应.....	14
3.3. 业绩转化：解决方案在手订单充足，强势切入有色污酸废水治理市场.....	15
4. 盈利预测与公司估值	15
4.1. 盈利预测.....	15
4.2. 公司估值.....	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：赛恩斯发展历程.....	4
图 2：公司重金属废水深度处理与回用技术和生物制剂产品发展历程.....	5
图 3：公司盈利模式.....	5
图 4：公司股权架构图（截止 2022H2）.....	7
图 5：公司重金属污染防治综合解决方案订单情况.....	6
图 6：公司重金属污染防治综合解决方案业务收入拆分.....	6
图 7：公司药剂销售业务收入拆分.....	6
图 8：公司第三方运营业务收入拆分.....	6
图 9：公司营业收入及其同比增速.....	8
图 10：公司归母净利润及其同比增速.....	8
图 11：公司营业收入分业务占比.....	8
图 12：公司毛利率、净利率.....	8
图 13：公司销售、管理、财务、研发费用率.....	9
图 14：公司应收账款及应收票据.....	9
图 15：中国重金属污染事件图.....	12
图 16：公司与中南大学的产学研合作模式.....	13
图 17：紫金及非紫金客户销售收入及毛利情况.....	14
图 18：紫金及非紫金客户销售金额占比.....	14
表 1：赛恩斯（部分）高管履历.....	7

表 2: 公司所处行业的主要政策.....	9
表 3: 重金属污染防治工作重点.....	10
表 4: 重金属废渣（危废）主要重金属浓度限值变化.....	11
表 5: 重金属污染国家推行第三方治理相关政策.....	11
表 6: 公司核心技术.....	13
表 7: 传统污酸治理技术与污酸资源化治理技术经济性对比.....	14
表 8: 传统“石灰-铁盐工艺”与“生物制剂工艺”经济性对比.....	14
表 9: 赛恩斯市占率情况.....	15
表 10: 赛恩斯核心业务经营数据预测.....	16
表 11: 赛恩斯可比公司 PE（FY1）.....	17

1. 公司概况：深耕重金属污染防治的“专精特新”小巨人

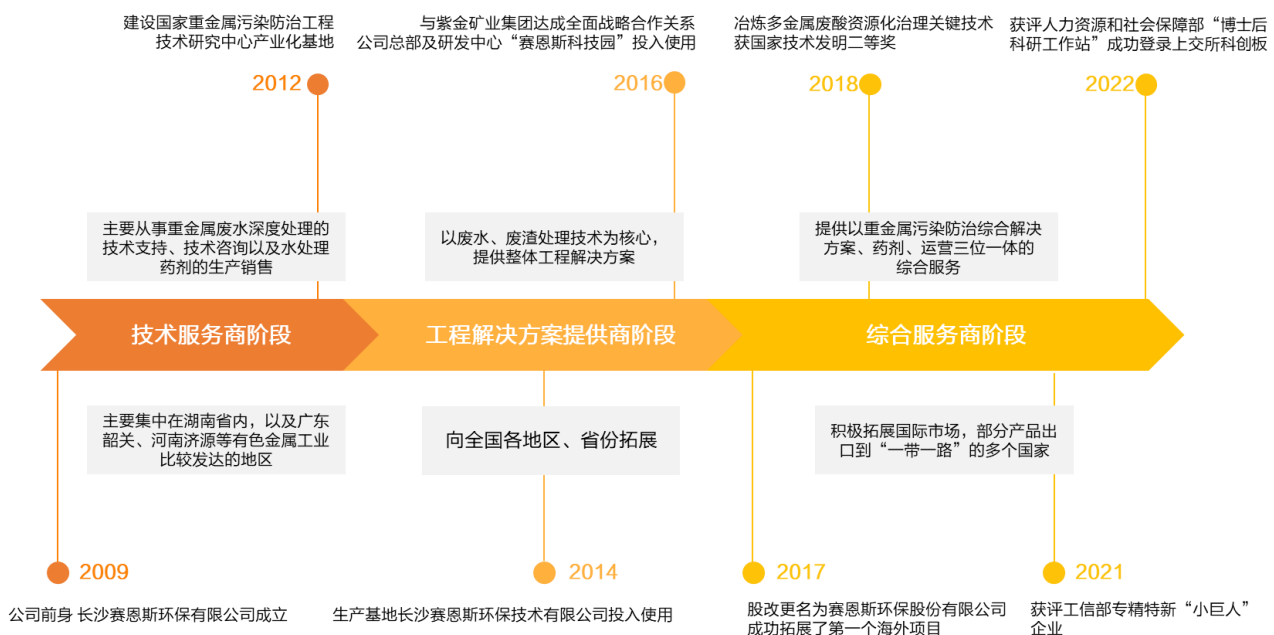
1.1. 历史沿革：起步自中南大学，逐渐成为重金属污染治理综合服务商

公司前身“长沙赛恩斯环保科技有限公司”成立于 2009 年 7 月，由柴立元（现任中南大学副校长，中国工程院院士，国家重金属污染防治工程技术研究中心主任，兼任中国有色金属学会有色冶金资源综合利用专业委员会主任）、闵小波（现任中南大学教授）、陈希平、陈四保 4 人共同出资设立，该阶段公司主要进行生物制剂生产的中试孵化及应用推广。2017 年 4 月 5 日，“长沙赛恩斯环保科技有限公司”召开股东会，正式改制为“赛恩斯环保股份有限公司”。

成立以来，赛恩斯一直专注于重金属污染防治行业，至今共经历了三个阶段：

- ◆ **第一阶段（2009 年至 2012 年）：技术服务商阶段。**该阶段公司主要从事重金属废水深度处理的技术支持、技术咨询以及水处理药剂的生产销售。业务布局主要集中在湖南省内，以及广东韶关、河南济源等有色金属工业比较发达的地区。
- ◆ **第二阶段（2012 年至 2016 年）：工程解决方案提供商阶段。**该阶段公司以废水、废渣处理技术为核心，完善生物制剂脱砷技术，将产品从单一的药剂拓展为药剂和装备两大系列，成为工程解决方案提供商。
- ◆ **第三阶段（2016 年至今）：公司成为以重金属污染防治综合解决方案、药剂、运营三位一体的综合服务商，**形成了完备的重金属污染综合治理能力。同时，公司也积极拓展国际市场，部分产品出口到“一带一路”的多个国家。

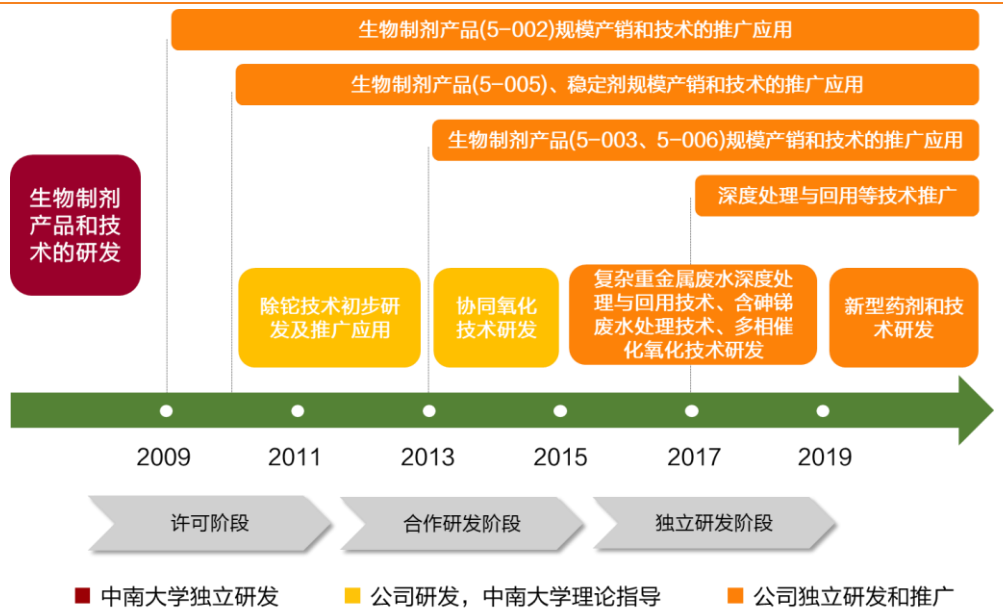
图 1：赛恩斯发展历程



资料来源：赛恩斯官网、赛恩斯招股说明书、天风证券研究所

技术发展视角，**公司成立初期**，公司通过运用中南大学授权许可技术，初步积累了研发人员、研发思路和一定的研发能力，具备了一定的研发基础。**2012 年以来**，公司与中南大学进入到合作研发阶段，本阶段中南大学主要进行理论阶段的论证工作，同时在成果鉴定、专利申请、奖励申请等方面给予支持，公司全面负责技术的小试、中试和工业化试验的开展，专用设备的设计制造，新技术的应用推广等，通过积累逐步具备了独立研发的实力。**2016 年至今**，凭借前期技术与人才积累，公司逐渐进入独立研发阶段，依托独立的研发团队开展核心技术的研发工作，形成了以独立研发为主、产学研合作为助力的研发模式。

图 2：公司重金属废水深度处理与回用技术和生物制剂产品发展历程



资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

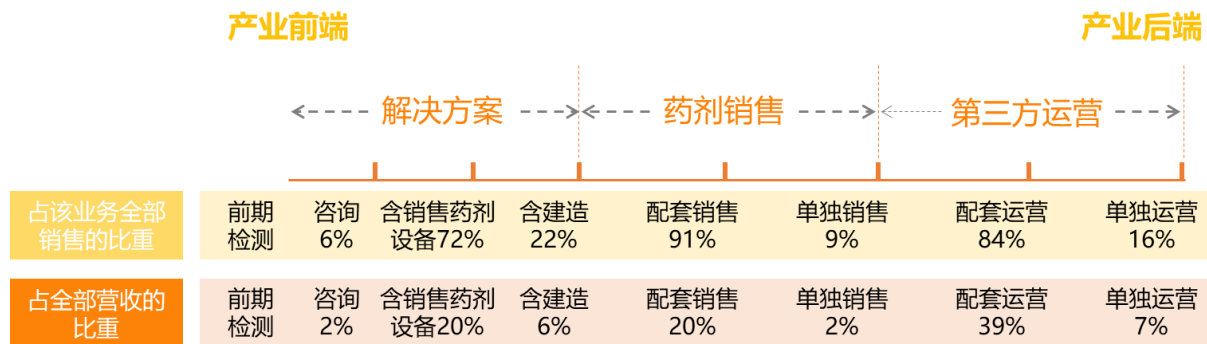
根据赛恩斯招股说明书，未来公司将聚焦重金属污染防治领域，在募资后进行：

- 1、扩建研发中心，配备实验室及相应的设备和设施，围绕有色金属冶炼行业产生的污酸、复杂重金属废水、含砷危废以及重金属污染环境修复等领域，加大研发力度，以资源的角度来治理环境，不断深化资源化技术方面的研究，强化公司的技术优势和核心竞争力。
- 2、拟新建环保成套设备生产线，解决核心技术配套成套装备生产问题，为公司核心技术应用推广和业务扩展提供生产保障，进一步提升在有色行业重金属污染防治细分领域的市场占有率，实现公司业务收入稳定增长。
- 3、加快业务结构调整，逐渐向“药剂产品+运营服务”转型，持续推动业务结构持续优化，业务板块协同发展，运营服务业务占比逐步上升,从而实现公司持续稳健发展。

1.2. 盈利模式：围绕解决方案、药剂产品、运营服务的全流程经营模式

公司以核心技术为支撑，不断整合技术、产品、生产与服务，构建起重金属污染防治综合解决方案、药剂产品、运营服务三位一体的经营体系，通过三大业务获取收入和利润。

图 3：公司盈利模式



注：占比数据使用了公司招股说明书披露的 22H1 的细分业务数据进行了计算

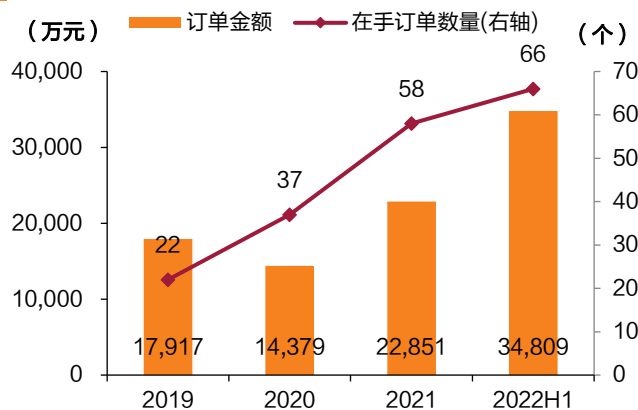
资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

重金属污染防治综合解决方案。依托公司核心技术和产品，通过提供“专业定制化”综合解决方案获得收入和利润。主要业务模式有三类，第一，为客户提供重金属污染治理咨询服务，设计重金属污染治理方案（E），22H1 收入占解决方案业务收入的 6%；第二，提供咨询服务与设备药剂销售（EP），在治理方案的基础上，向客户出售所需的药剂和设备等，22H1 收入占解决方案业务收入的 72%；第三，咨询服务、设备药剂销售及工程建设（EPC 或 PC），在第二类的基础上开展环保工程的施工、调试及运行，22H1 收入占解决方案业务收入的 22%。

药剂销售。公司药剂产品主要分为三类：第一，重金属废水处理系列产品，主要用于行业废水中污染因子的脱除；第二，含砷危废治理系列产品，公司利用含砷危废矿化解毒技术开发出用于不同种类含砷危废处理的矿化剂系列产品；第三，土壤修复系列产品，对受铅、锌、镉、砷、铬等重金属污染的土壤均有显著的修复效果。药剂销售主要通过两种业务模式实现，一是在解决方案业务或运营服务业务中配套销售药剂产品，22H1 收入占药剂销售业务收入的 91%；二是独立销售药剂产品，占药剂销售业务收入的 9%。

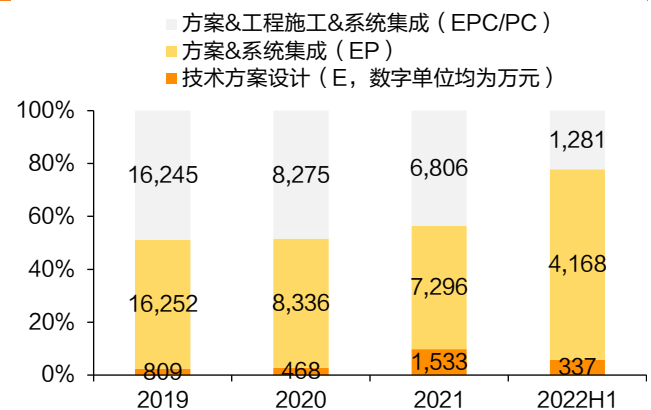
第三方运营。公司通过提供专业废酸、废水、废渣处理运营服务获得收入和利润。根据客户的不同需求，主要采用 BOT（建设-经营-移交）、O&M（委托运营）、BOO（建设-拥有-运营）等模式。其中：第一，承接解决方案配套的运营服务为主要收入来源，22H1 收入占运营业务收入的 84%，公司为客户提供解决方案，然后在此基础上进行整体污染治理，通过 BOT、O&M、BOO 三种模式都可以实现。第二，独立承接的运营服务，22H1 收入占运营业务收入的 16%，在客户已经具有较为完善的环境污染治理设施的情况下，公司进行技术改造后接管污染治理的运营，主要通过 O&M 模式实现。

图 4：公司重金属污染防治综合解决方案订单情况



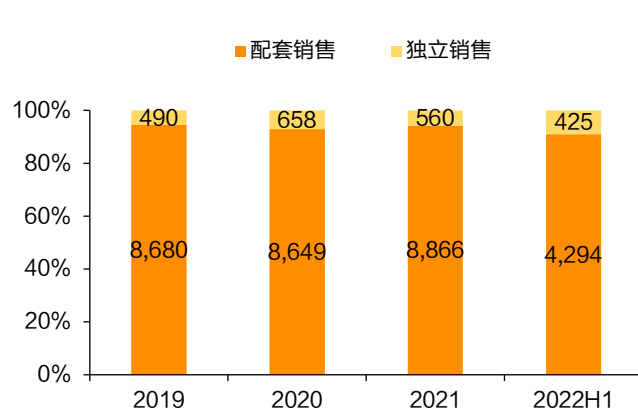
资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

图 5：公司重金属污染防治综合解决方案业务收入拆分（数字单位：亿元，左轴为对应占比）



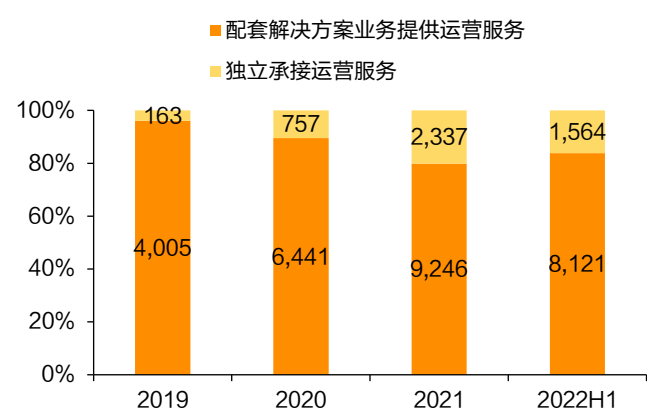
资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

图 6：公司药剂销售业务收入拆分（数字单位：亿元，左轴为对应占比）



资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

图 7：公司第三方运营业务收入拆分（数字单位：亿元，左轴为对应占比）



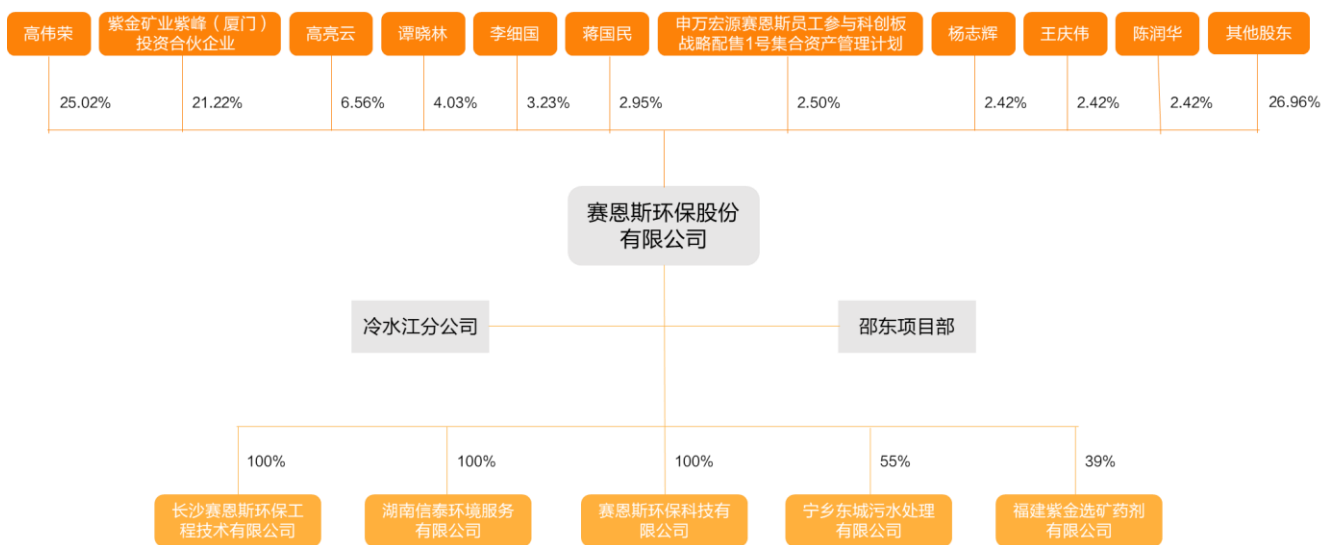
资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

1.3. 公司治理：高管持股深度绑定公司利益，股权激励有效提振员工热情

公司实际控制人高伟荣、高亮云和高时会合计持有公司 44.27% 股权，同为公司一致行动人，三人为兄弟姐妹关系。高伟荣现任公司董事长，并担任湖南环保产业协会副会长，历任赛恩斯执行董事、董事长兼总经理，是公司核心技术人员之一，作为发明人参与完成的公司发明专利成果有 40 项，发表论文 4 篇；高亮云和高时会分别任董事兼副总经理、项目管理部管理人员等重要职务。

公司第二大股东紫金矿业紫峰(厦门)投资合伙企业为紫金矿业子公司，持股比例 21.22%。紫金矿业主要从事以黄金、铜等有色金属为主导产业的矿产资源的勘探、采矿、选矿、冶炼及矿产品销售，2019 至 2022 年上半年始终为前两大客户，对营收贡献分别为 15.56%，20.09%，18.75%和 23.40%。

图 8：公司股权架构图（截止 2022H2）



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司核心管理团队成员多在相关行业中从业多年，在业务和管理工作上具有较强的协同互补优势。核心管理团队深刻理解行业问题和发展方向，经过长期合作，形成了良好的默契和效率。高管团队大额持股，深度绑定公司利益；且高管团队部分人员兼任公司董事，有利于公司更好地执行长期战略。

表 1：赛恩斯（部分）高管履历

姓名	职位	履历
高伟荣	董事长	1969 年出生，中国人民大学 MBA 学历（结业），环保工程师（高级）。2012 年 6 月至 2020 年 3 月，先后任赛恩斯执行董事、董事长兼总经理；2020 年 3 月至今任赛恩斯董事长，任期三年。高伟荣先生分别于 2008 年 1 月、2013 年 1 月被选举为“湖南省第十一届人民代表”和“湖南省第十二届人民代表”，2013 年 2 月当选湖南环保产业协会副会长。
蒋国民	董事、总经理	1984 年出生，中南大学冶金环境工程博士学历，高级工程师。2009 年 9 月至 2020 年 3 月，先后任赛恩斯部门经理、总经理助理、副总经理，2010 年至 2017 年在赛恩斯工作期间同时在中南大学攻读博士；2020 年 3 月至今任公司总经理、董事，任期三年。2020 年 8 月，蒋国民被湖南省科学技术厅认定为科技创新类湖湘青年英才。
邱江传	董事、董秘、副总经理	1969 年出生，2015 年 6 月至 2016 年 5 月，任紫金矿业集团资本投资有限公司投资总监；2016 年 6 月至 2020 年 3 月，先后任赛恩斯董事、副总经理、董事会秘书；2020 年 3 月至今任赛恩斯董事、副总经理、董事会秘书。
高亮云	董事、副总经理	1973 年出生，曾任湖南五田医药有限公司副总经理等；2012 年 11 月至 2020 年 3 月，先后任赛恩斯副总经理、董事；2020 年 3 月至今任赛恩斯副总经理、董事。
王朝晖	财务总监、副	1969 年出生，曾任华润湖南医药有限公司党委书记兼副总经理等；2016 年 1 月至今任赛恩斯任副总经理、财

总经理	务总监。	
黄剑波	副总经理	1966 年出生，曾任西双版纳新世纪房地产开发有限公司副总经理等；2019 年 2 月至今赛恩斯副总经理。
高时会	项目管理部 副经理	1978 年生，曾任任湖南五田医药有限公司工程部经理等；2013 年 1 月至 2020 年 3 月任赛恩斯成本控制部副经理，2020 年 3 月至今任赛恩斯项目管理部副经理。
肖波	证券部经理	-

资料来源：赛恩斯招股说明书、天风证券研究所

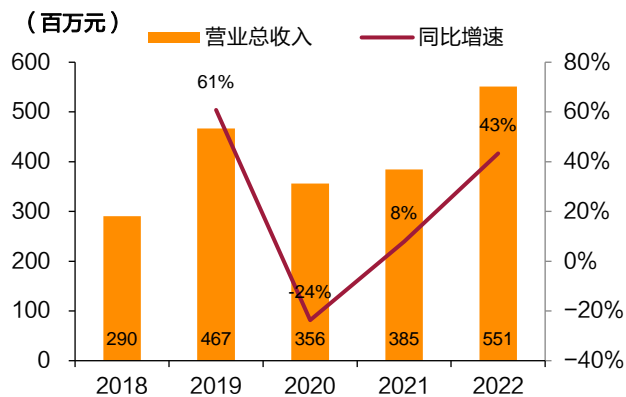
人才激励方面，公司拥有相对完备的激励制度，重点关注研发激励，把研发投入、研发预算、人员培养和创新成效等作为绩效评价的主要内容。2020 年至 2022 年 1-6 月各期，研发人员职工薪酬分别为 1,280.02 万元、1,343.60 万元和 812.46 万元，占公司同期全部费用的 18.09%、17.98%、14.85%。

股权激励方面，2016 年 6 月，公司设立员工持股平台长沙轩珑、长沙九珑，郭彩辉（公司财务部经理）、刘永丰（公司技术总监）等员工间接持有公司股权，增强骨干员工对公司的归属感和认同感，充分调动员工的工作积极性。

1.4. 财务概况：营收业绩波动上涨，净利率提升趋势显著

2022 年，公司预计可实现营业收入 5.51 亿元，同比增长 43%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 53%。2018-2022 年，公司营业收入复合增长率 17.4%，归母净利润复合增长率 59.6%。强有力的技术优势和市场渗透率优势之下，公司净利率呈现波动上涨趋势（由 2018 年的 4%增长至 2022H1 的 17%），带动归母净利润增速跑赢同期收入增速。波动方面，由于公司营收相对依赖订单放量，公司收入的按年波动率相对较大。

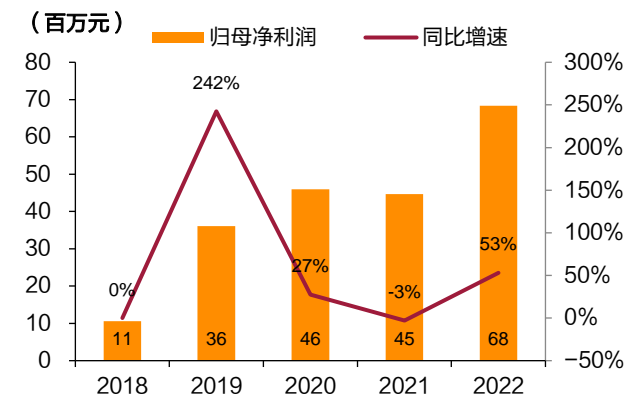
图 9：公司营业收入及其同比增速



注：2022 年数据出自公司业绩快报

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司归母净利润及其同比增速



注：2022 年数据出自公司业绩快报

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司营业收入分业务占比

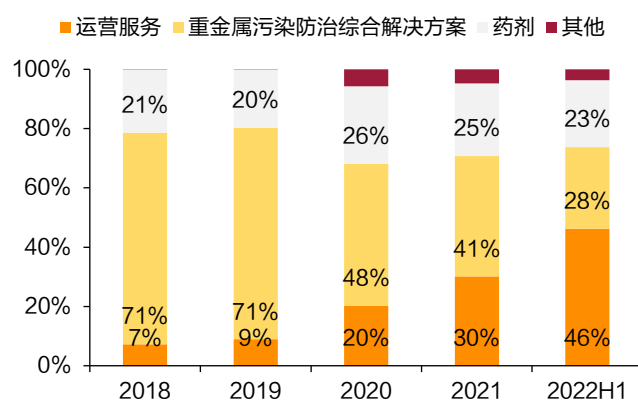
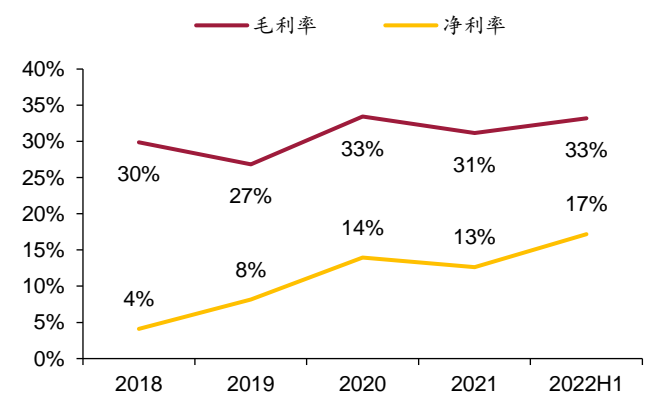


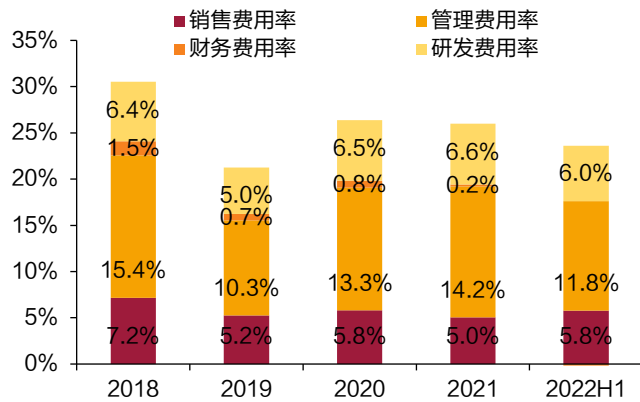
图 12：公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

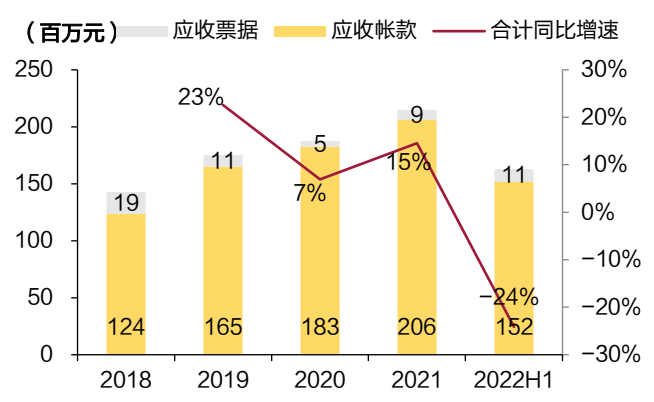
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：公司销售、管理、财务、研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司应收账款及应收票据



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 行业趋势：环境治理政策脉络清晰，创新治理方法需求旺盛

2.1. 政策：积极引导环境治理行业发展，第三方治理模式有望持续突破

环境治理行业是国家重点发展的战略新兴行业以及科创板企业上市指引优先推荐的高新技术产业，国家政策的积极引导对环境治理行业起到了良好推动作用。近年来，环境治理行业相关政策整体的发展特点为：方向更细更优、限值标准更严、更加支持第三方治理模式等。我们认为，赛恩斯或将持续受益于上述政策变化。

表 2：公司所处行业的主要政策

发布时间	文件名称	颁布部门	主要相关内容
22年3月	《关于进一步加强重金属污染防治的意见》	生态环境部	深入开展重点行业重金属污染综合治理，有效管控重点区域重金属污染，切实维护生态安全 and 人民群众健康；到 2025 年，全国重点行业重点重金属污染物排放量比 2020 年下降 5%，重点行业绿色发展水平较快提升，重金属环境管理能力进一步增强，推进治理一批突出历史遗留重金属污染问题；到 2035 年，建立健全重金属污染防治制度和长效机制，重金属污染治理能力、环境风险防控能力和环境监管能力得到全面提升，重金属环境风险得到全面有效管控。
21年3月	《关于国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	国务院	深入打好污染防治攻坚战，建立健全环境治理体系，推进精准、科学、依法、系统治污，协同推进减污降碳，不断改善空气、水环境质量，有效管控土壤污染风险；严密防控环境风险，强化重点区域、重点行业重金属污染监控预警；大力发展绿色经济，推广环境污染第三方治理等服务模式；构建资源循环利用体系，深入推进园区循环化改造，补齐和延伸产业链，推进能源资源梯级利用、废物循环利用和污染物集中处置。
20年5月	《关于营造更好发展环境支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》	发改委、科技部等	进一步开放重点行业市场。在石油、化工、电力、天然气等重点行业和领域，进一步引入市场竞争机制，放开节能环保竞争性业务，积极推行合同能源管理和环境污染第三方治理。各地在推进污水垃圾等环境基础设施建设、园区环境污染第三方治理、医疗废物和危险废物收集处理处置、大宗固体废弃物综合利用基地建设时，要对民营节能环保企业全面开放、一视同仁，确保权利平等、机会平等、规则平等。
20年4月	《关于完善长江经济带污水处理收费机制有关政策的指导意见》	发改委、财政部、生态环境部等	严格开展污水处理成本监审调查。健全污水处理费调整机制。加大污水处理费征收力度。推行污水排放差别化收费。创新污水处理服务费形成机制。降低污水处理企业负担。探索促进污水收集效率提升新方式。
20年3月	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	健全价格收费机制。按照补偿处理成本并合理盈利原则，完善并落实污水垃圾处理收费政策。严格执行环境保护税法，促进企业降低大气污染物、水污染物排放浓度，提高固体废物综合利用率。
19年10月	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	发改委	公司属于“第一类鼓励类”之“四十三、环境保护与资源节约综合利用”之“8、危险废物（医疗废物）及含重金属废物安全处置技术设备开发制造及处置中心建设及运营”；15、“三废”综合利用与治理技术、装备和工程；18、废水零排放，重复用水技术应用；19、高效、

低能耗污水处理与再生技术开发；22、节能、节水、节材环保及资源综合利用等技术开发、应用及设备制造；为用户提供节能、环保、资源综合利用咨询、设计、评估、检测、审计、认证、诊断、融资、改造、运行管理等服务；25、尾矿、废渣等资源综合利用及配套装备制造；31、削减和控制重金属排放的技术开发与应用；40、环境污染第三方治理。

19年3月	《绿色产业指导目录(2019年版)》	发改委、工信部、生态环境部等	进一步厘清污染防治装备制造等绿色产业的界定，并要求各地方、各部门要以《目录》为基础壮大节能环保、清洁生产、清洁能源等绿色产业。
18年6月	《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	国务院	着力打好碧水保卫战。深入实施水污染防治行动计划，坚持“减排、扩容”两手发力，扎实推进水资源合理利用、水生态修复保护、水环境治理改善“三水并重”。
18年4月	《关于加强涉重金属行业污染防控的意见》	生态环境部	到2020年，全国重点行业的重点重金属污染物排放量比2013年下降10%；集中解决一批威胁群众健康和农产品质量安全的突出重金属污染问题，建立企事业单位重金属污染物排放总量控制制度。
17年10月	《关于加快推进环保装备制造业发展的指导意见》	工信部	到2020年，环保装备制造业产值达到10,000亿元。针对污染防治装备，重点推广低成本高标准、低能耗高效率污水处理装备，深度脱氮除磷与安全高效消毒技术装备，推进黑臭水体修复、农村污水治理、城镇及工业园区污水厂提标改造。
17年10月	《重点流域水污染防治规划(2016-2020年)》	生态环境部、发改委、水利部	到2020年，全国地表水环境质量得到阶段性改善，水质优良水体有所增加，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升。
16年12月	《“十三五”节能环保产业发展规划》	发改委、科技部、生态环境部等	加强高浓度难降解工业废水处理、水体富营养化控制、总磷达标排放等关键技术研发力度，着力突破藻毒素处理、饮用水消毒副产物去除等水安全保障技术。开展工业废水生物毒性、急性毒性等前瞻性技术研究，开发新型高效水处理材料及高效水处理生物菌剂。
16年11月	《“十三五”战略性新兴产业发展规划》	国务院	加快发展先进环保产业。促进环保装备产业发展，推动主要污染物监测防治技术装备能力提升，加强先进适用环保技术装备推广应用和集成创新，积极推广应用先进环保产品，促进环境服务业发展，全面提升环保产业发展水平。
16年11月	《国家环境保护“十三五”科技发展规划纲要》	生态环境部	针对我国水体污染控制与治理存在的关键科技瓶颈问题，进一步研发水环境治理的核心技术。深化印染、造纸、皮革、食品加工、钢铁、石化、制药和有色等重点工业行业和污泥处理行业的清洁生产、资源、能源回收利用与水污染控制的技术集成和应用，建立服务全行业、覆盖全链条的水污染控制和能源、资源回收利用技术体系。
16年5月	《土壤污染防治行动计划》	国务院	加强污染源监管，做好土壤污染预防工作。严控工矿污染，控制农业污染，减少生活污染。
15年12月	《砷污染防治技术政策》	生态环境部	对含砷物料污染防控，应遵循减量化、资源化、无害化的基本原则；对各类含砷废水（液）进行单独收集、分质处理或回用，实现循环利用或达标排放；对含砷污泥和含砷废渣应固化、稳定化处理，按国家相关要求运输、贮存和安全处置。积极鼓励含砷物料产生量较大的企业对含砷废渣和废料进行资源化处置；采用湿法冶金技术回收含砷污泥、砷烟尘等废渣和废料中有价金属。

资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

具体来看：**第一，政策针对重金属污染防控的要求趋向主次协调、细化优化。**例如，2022年3月，生态环境部印发《关于进一步加强重金属污染防控的意见》，文件强调，要加强对重点重金属污染物、重点行业及重点区域的污染排放管理；同时分类管理，完善重金属污染物排放管理制度；到2025年，全国重点行业重点重金属污染物排放量比2020年下降5%等。

表 3：重金属污染防控工作重点

防治重点	内容
重点重金属污染物	重点防控的重金属污染物是铅、汞、镉、铬、砷、铊和锑，并对铅、汞、镉、铬和砷五种重点重金属污染物排放量实施总量控制。
重点行业	包括重有色金属矿采选业（铜、铅锌、镍钴、锡、锑和汞矿采选），重有色金属冶炼业（铜、铅锌、镍钴、锡、锑和汞冶炼），铅蓄电池制造业，电镀行业，化学原料及化学制品制造业（电石法（聚）氯乙烯制造、铬盐制造、以工业固体废物为原料的锌无机化合物工业），皮革鞣制加工业等6个行业。

重点区域	依据重金属污染物排放状况、环境质量改善和环境风险防控需求，划定重金属污染防控重点区域。
------	---

资料来源：赛恩斯招股说明书，生态环境部，天风证券研究所

第二，政策针对重金属污染物的排放标准整体趋向提高。以危废为例，相关排放限值趋向严格，重金属监测种类趋向增加。

表 4：重金属废渣（危废）主要重金属浓度限值变化

重金属种类	控制限值（单位：mg/L）	
	GB18598-2001	GB18598-2019
有机（烷基）汞	0.001	不得检出
总汞	0.25	0.12
总铅	5	1.2
总镉	0.5	0.6
总铬	12	15
六价铬	2.5	6
总铍	0.2	0.2
总钡	150	85
总镍	15	2
总砷	2.5	1.2

注：黄底色表示在新版本污染限值执行标准值较前值要求趋向严格

资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

第三，政策大力推行工业污染第三方治理新模式。例如，2021 年 3 月《关于国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出：“大力发展绿色经济，推广环境污染第三方治理等服务模式”等。

表 5：重金属污染国家推行第三方治理相关政策

颁布时间	文件名称	颁布部门	第三方治理政策发展趋势
20 年 5 月	《关于营造更好发展环境支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》	国家发改委、科技部、工业和信息化部和信息化部、生态环境部等六部门	进一步开放重点行业市场。在石油、化工、电力、天然气等重点行业和领域，进一步引入市场竞争机制，放开节能环保竞争性业务，积极推行合同能源管理和环境污染第三方治理。
20 年 3 月	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	明确要求积极推行环境污染第三方治理。
17 年 8 月	《关于推进环境污染第三方治理的实施意见》（环规财函〔2017〕172 号）	环境保护部	推动建立排污者付费、第三方治理与排污许可证制度有机结合的污染治理新机制。
15 年 2 月	《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》（环发〔2015〕20 号）	环境保护部	鼓励社会环境监测机构参与排污单位污染源自行监测、环境损害评估监测、清洁生产审核等环境监测活动。
15 年 1 月	《关于推行环境污染第三方治理的意见》（国办发〔2014〕69 号）	国务院办公厅	确立“污染者付费、专业化治理”新思路。

资料来源：赛恩斯招股说明书，国家发改委，天风证券股份有限公司

2.2. 市场：重金属污染治理难题显现，传统治理方法难以满足市场需求

重金属废水、废酸、废渣含有铜、铅、镉、镍、汞、锌、砷、铊等生物毒性显著的重金属元素，对人体健康具有一定的致癌、致突变和致畸作用，且重金属污染具有长期性、累积性、潜伏性和不可逆性等特点。2009 年以来，我国发生 30 余起重特大重金属污染事件。

图 15：中国重金属污染事件图



资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

由于历史原因，有色行业重金属污酸、废水处理存量市场整体以传统治理方法为主，如石灰中和法、硫化法、铁盐-石灰法、硫化-石灰法等工艺，占比达到 90%以上。伴随国家对生态环境问题的日益重视、环境保护标准日益严格，以石灰中和法等为代表的传统重金属污染治理技术，由于产生的危废渣量大、容易造成二次污染、危废渣处理会增加企业成本等原因，已逐渐无法满足国家对重金属污染治理的要求。

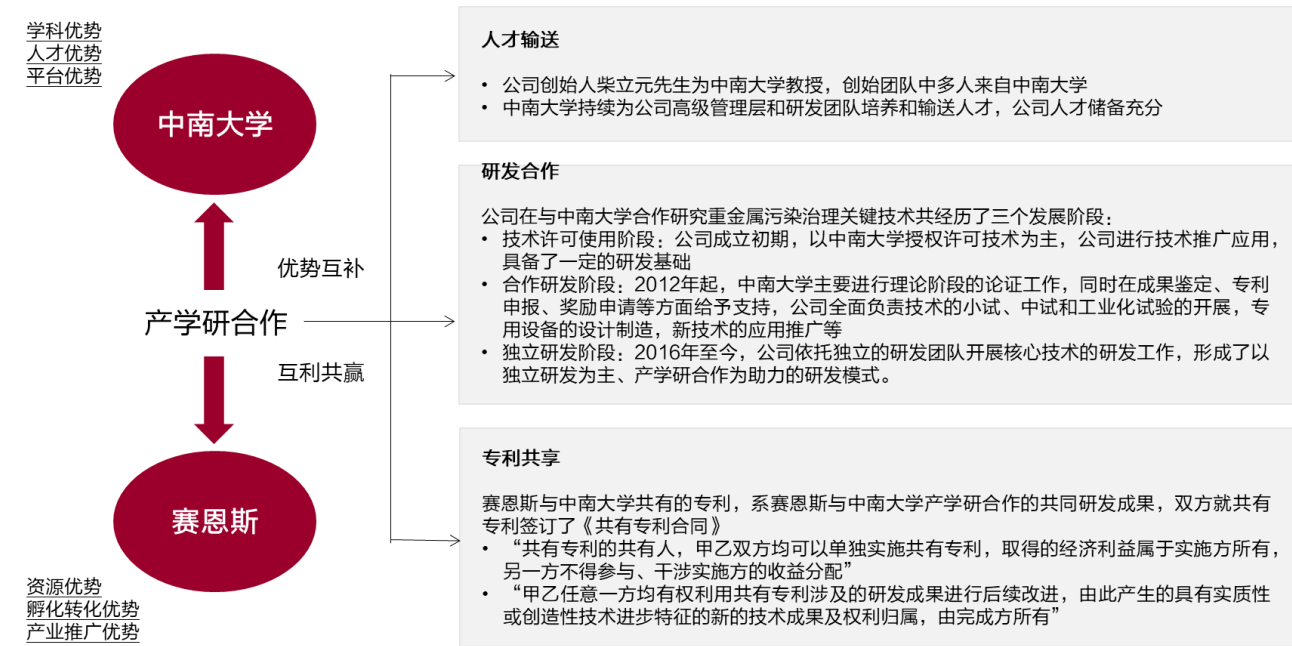
我们认为，与重金属废水传统处理方法相比，公司重金属废水深度处理与回用系列技术不仅具有技术先进性，而且在建设成本和运行成本方面均表现出经济优势，或将成为有色行业重金属污酸、废水处理新建和扩建的增量市场及存量市场的技改项目的良好选择。

3. 竞争优势：技术领先同业，股东赋能业绩，增量订单可期

3.1. 科研技术：具备领先自研能力，解决方案技术先进性与经济性并存

作为国内领先的重金属污染防治综合解决方案提供商，在中南大学“产学研”合作模式与公司强大自研能力的支持下，公司先后攻克有色金属行业污酸资源化治理、重金属废水深度处理与回用、含砷危废无害化处置等多项技术难题，现已具备较为成熟和先进的独立研发能力。成立至今，公司先后承担或参与了 15 项国家和省部级科技项目，获得了 2018 年国家技术发明奖二等、2021 年国家级专精特新“小巨人”企业、2016 年中国有色金属工业科学技术奖一等、2015 年环境保护科学技术奖二等等多项奖励和荣誉。

图 16：公司与中南大学的产学研合作模式



资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

表 6：公司核心技术

技术名称	主要原理	核心优势与先进性	主要奖励荣誉
污酸资源化治理系列技术	揭示了低溶度积多组分气液硫化反应规律、发明了硫化氢分压调控实现多金属分离方法、稀散金属的高选择性吸附材料制备技术等核心技术，实现废酸中有价金属、硫酸等梯级回收。	与传统的以达标排放为目标的污酸处理工艺相比， 危废渣量减少约 90%，实现污酸资源化回收利用和“零排放” ，化害为利，变废为宝。	2018 年国家技术发明二等奖；中国有色金属工业科学技术一等奖；中国专利优秀奖
重金属废水深度处理与回用系列技术	以基于“复合配位体”的系列生物制剂产品为支撑，其有效功能基团与重金属等污染物形成复合配位体，配位体水解絮凝后沉淀分离以实现污染物去除的目的。协同氧化技术中生物制剂和氧化剂相互促进激发，释放出大量的活性氧和高价无机化合物促使氧化还原反应高效进行，从而彻底降解废水中有机类污染物。在重金属、COD、总硬度等因子深度脱除保障下，通过膜工艺科学组合，确保膜系统高效稳定运行，并有效提升膜系统产水率。	克服了传统技术单一配位体难以实现多种重金属同步达标的瓶颈， 可深度脱除多种重金属；可实现重金属和 COD、总磷等有机污染物同步脱除 ；在保证脱除效果的同时，有效降低成本；高效预处理确保膜系统高效稳定运行，提升产水率， 可将废水回用率提升至 90%以上	国家先进污染防治示范技术名录；环境保护科学技术二等奖；中国有色金属工业科学技术一等奖；环保部环保技术国际智汇平台百强环保技术
含砷危废矿化解毒系列技术	在外加机械力场的协同作用下，通过物理化学吸附、形态诱导转变等物理化学作用，使废渣中不稳定形态的砷转变为具有天然矿物化学稳定性的化合物，从而降低废渣中砷的浸出毒性，达到含砷危废“解毒”的目的。	原渣中高达 10000mg/L 以上 浸出毒性的神经过处理后能稳定低于 1.2mg/L ，满足《危险废物填埋污染控制标准》(GB18598-2019)，具有安全高效、砷固化率高、长期稳定性好等优点。相关处理物可作为未来砷资源储存。	国家先进污染防治示范技术名录；湖南省环境保护实用技术名录；湖南省环境保护产业协会评为“先进技术”
重金属污染治理修复系列技术	通过添加微生物或修复剂与土壤中的重金属发生氧化还原、吸附、共沉淀等作用改变重金属存在形态，从而降低其活性及迁移性能；再利用生态修复技术阻隔人群与重金属污染土壤的接触，降低土壤污染对人体的健康风险。	可实现 多种重金属离子同步稳定化 ，处理后土壤重金属浸出浓度 可稳定达到《地表水环境质量标准》(GB3838-2002)III 类水标准 ，大大降低场地的环境风险；采用的生物修复技术环境友好， 二次污染风险小 。	国家先进污染防治示范技术名录；中国有色金属工业科学技术一等奖；湖南省环境保护实用技术名录

资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

公司基于自身核心技术提供的重金属污染防治综合解决方案具有工艺稳定且效果好、运行成本低、资源化效果显著、集成度高、工艺简单等优势，建成多项有代表性的重点环境保护应用项目，市场反馈良好。尤其值得注意的是，公司“污酸资源化治理系列技术”适用于高浓度强腐蚀性复杂多金属废酸资源化处理，可为项目方节约大量运行成本；“重金属废水深度处理与回用系列技术”则在建设成本和运行成本方面均表现出经济优势。

表 7：传统污酸治理技术与污酸资源化治理技术经济性对比

技术名称	处理工艺	建设成本 (万元)	运行成本 (元/m ³)	运行成本分解 (元/m ³)				
				药剂费	电费	蒸汽费	渣处理费	资源回收
传统污酸治理技术	硫化+石膏中和+深度处理及脱钙+膜系统+MVR 蒸发	4,400	176.4	31.4	5.2	1.2	138.6	0
污酸资源化治理新技术	硫化+电渗析+蒸发浓缩+氟氯分盐	6,000	81.2	13.5	18	53.2	11.7	-15.2

注：本表以株洲冶炼集团股份有限公司水口山 30 万吨电锌搬迁项目为例。该项目实施后，项目方年减少危险固废处置费为 2287.4 万元，年减少硫酸回收所用石灰费用约 240 万元，同时，回收资源如硫酸、回用水、氯化钙和氟化钙等资源价值约 250 万元。综合来看，扣除运行费用后，新工艺可为项目方带来效益约 1642 万元/年
资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

表 8：传统“石灰-铁盐工艺”与“生物制剂工艺”经济性对比

废水种类	处理工艺	建设成本 (元/t/d)	运行成本 (元/t)	动力及原材料消耗 (元/t)				
				药剂费	电耗	人工费	折旧费	维修
云南某铅冶炼厂酸性废水	石灰+铁盐+硅藻	5,800	5.3	4.1	0.3	0.3	0.4	0.2
湖南某铅冶炼厂酸性废水	生物制剂+中和	5,000	3.7	3.2	0.1	0.1	0.2	0.1

注：本表以国内典型铅冶炼企业项目为例

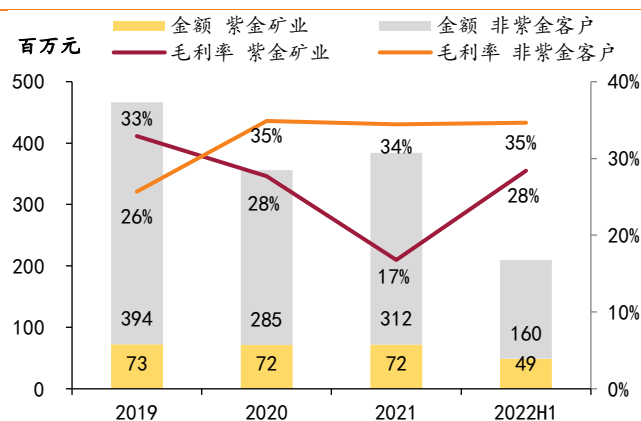
资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

3.2. 股东资源：紫金矿业持股比例 21.22%，具备良好协同效应

2015 年，公司污酸资源化新技术研发接近成功，公司顺利与紫金矿业子公司紫金铜业开展首台套示范工程合作。2016 年后，伴随一系列环保政策法规出台，我国环保监管趋向严格，紫金矿业存量、增量项目对环保技术需求持续增强。基于前期良好的业务合作关系以及对公司多项重金属污染处理核心技术的认可，紫金矿业与公司就增资事项达成了一致，紫金矿业子公司紫金资本于 2016 年 4 月完成对公司的增资入股。2019 年，公司以换股方式参股紫金药剂，从而合作进入选矿药剂、金属萃取药剂行业。截至 22H1，紫金矿业对公司持股比例 21.22%，为公司第二大股东。

公司与紫金矿业具有良好的协同效应。一方面，公司持续为紫金矿业提供重金属污染防治服务，2019-2022 年 H1，公司对紫金矿业销售金额占比维持在 20%左右；20-21 年，受项目建设周期等因素影响，公司非紫金矿业业务出现一定波动，而紫金矿业业务始终稳定在 0.72 亿元左右，对公司收入形成了良好的压舱石效果。另一方面，作为公司第二大股东，紫金矿业具备率先应用公司科研技术建立示范工程的先决优势，凭借标杆示范工程，公司可有效推广转化最新技术。

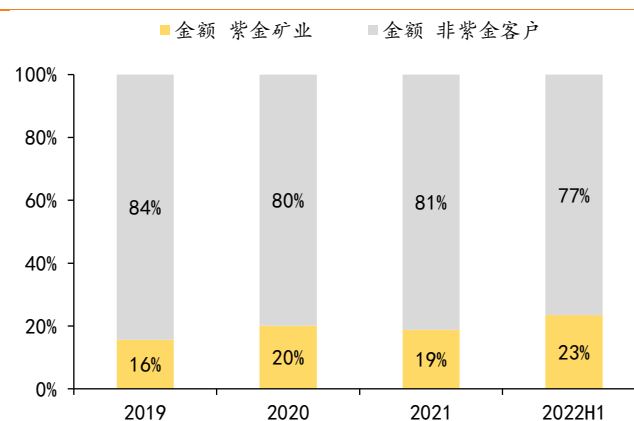
图 17：紫金及非紫金客户销售收入及毛利情况



注：公司重金属污染治理业务为高度定制化服务，因此发行人各年度销售毛利率受当年确认收入的具体项目影响较大

资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

图 18：紫金及非紫金客户销售金额占比



资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

3.3. 业绩转化：解决方案在手订单充足，强势切入有色污酸废水治理市场

凭借领先的研究和应用水平、股东的示范效应与订单支持，中短期内公司业绩释放相对可期。微观方面，截至 22H1，公司重金属污染防治综合解决方案业务在手订单数量 66 个，订单金额合计 3.5 亿元，对公司 21 年解决方案业务收入的覆盖率达到 223%，达到公司 21 年营收的 90%。充足的储备订单不止意味着可持续释放的中短期营收，也为后续长效销售药剂、提供运营服务业务奠定良好基础。同时，截至 22H1，公司正在运营中项目合计 21 个，较 21 期末增长 2 个，有望贡献持续稳健现金流收入。

行业方面，公司采用新技术处理含重金属污酸、重金属废水和含砷危废，已在有色金属等行业的增量市场中取得了一定市场占有率。受限于新技术应用时间较短、有色存量项目规模较大等因素，公司在存量市场的市占率相对较低。具体来看：1) 有色行业重金属污酸治理市场，公司存量占有率约 5%，但在铜、锌、铅有色金属行业增量市场中，公司占有率 62.3%。2) 重金属废水深度处理与回用业务，公司存量市场占有率约 0.83%；21 年铜铅锌行业废水处理增量市场中，公司占有率约 9.6%。3) 含砷危废治理业务，考虑历史存量条件下，公司占有率约 1.6%；仅考虑每年产生量不考虑存量，占有率约 8%。综合来看，我们认为，公司在有色行业重金属污酸、废水处理新建和扩建的增量市场及存量市场的技改项目中具备显著优势。

表 9：赛恩斯市占率情况

市占率情况	公司处理量	年产生量	综合占有率
污酸资源化治理新技术			
存量市场	60 (m³/年)	1200 (m³/年)	5.0%
20 年-22 年新增产能	90.7 (万吨)	145.7 (万吨)	62.3%
其中：铜粗炼	40 (万吨)	69 (万吨)	58.0%
锌冶炼	39.5 (万吨)	49.5 (万吨)	79.8%
铅冶炼	11.2 (万吨)	27.2 (万吨)	41.2%
重金属废水深度处理与回用			
存量市场	1.5 (亿 m³/年)	180 (亿 m³/年)	0.83%
21 年铜铅锌行业	1.5 (亿 m)	15.75 (亿 m)	9.6%
含砷危废治理			1.60%
存量市场	4 (万吨/年)	200 (万吨)	1.60%
21 年产生量	4 (万吨/年)	50 (万吨/年)	8.0%

资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测与公司估值

4.1. 盈利预测

我们将公司业务分为重金属污染防治综合解决方案、运营服务、药剂销售、其他业务四部分，具体来看：

1) 重金属污染防治综合解决方案：①截至 2021 年，公司在手订单 58 个，对应不含税合同金额 228.51 百万元，同比+59%；截至 22H1，公司拥有在手订单 66 个，对应不含税合同金额 348.09 百万元。鉴于公司在有色污染防治增量市场的高渗透率，我们假设 22-24 年公司订单不含税合同金额增速分别为 63%、71%、50%。②据公司 IPO 相关材料，2018 年至 2021 年公司解决方案项目一般施工周期为 3-12 个月。因此我们假设公司订单收入在当年的转化率为 30%、在次年为 60%。③综上，我们预计 22-24 年公司重金属污染防治综合解决方案业务可实现收入 258.30、414.63、652.95 百万元。

2) 运营服务：鉴于公司在有色污染防治增量市场的高渗透率，及公司过往年份运营服务业务的高增长表现，我们假设 22-24 年公司运营服务业务收入按年增长+50%、+45%、36%，对应可实现收入 173.77、252.00、342.76 百万元。

3) 药剂销售：公司 20-21 年药剂收入增长相对平稳，但考虑综合解决方案对药剂销售有一定协同效应，我们假设 22-24 年公司药剂销售业务收入按年增长 10%、16%、18%，对应可实现收入 103.69、120.16、141.21 百万元。

4) 其他业务：我们假设公司 22 年全年其他业务收入约为 22H1 的 2 倍，此后 23-24 年该部分收入按年增长 5%，即 22-24 年其他部分业务可实现收入 15.65、16.43、17.25 百万元。

表 10：赛恩斯核心业务经营数据预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
重金属污染防治综合解决方案					
营业收入 (百万元)	170.79	156.35	258.30	414.63	652.95
同比变化	-49%	-8%	65%	61%	57%
在手订单 (个)	37	58	0	0	0
不含税合同金额 (百万元)	143.79	228.51	372.72	636.52	951.89
同比变化	-20%	59%	63%	71%	50%
订单当年转化率			30%	30%	30%
订单次年转化率			60%	60%	60%
订单含税收入结转			258.30	414.63	652.95
营业成本	124.11	111.42	172.97	276.28	432.90
毛利率	27%	29%	33%	33%	34%
运营服务					
营业收入	71.98	115.83	173.77	252.00	342.76
同比变化	73%	61%	50%	45%	36%
营业成本	43.99	83.25	122.12	176.40	239.93
毛利率	39%	28%	30%	30%	30%
药剂销售					
营业收入	93.07	94.26	103.69	120.16	141.21
同比变化	1.5%	1.3%	10.0%	15.9%	17.5%
营业成本	50.73	54.59	60.52	69.54	81.01
毛利率	45%	42%	42%	42%	43%
其他					
营业收入	20.53	18.20	15.65	16.43	17.25
同比变化	3463%	-11%	-14%	5%	5%
营业成本	18.36	15.54	12.55	13.17	13.83
毛利率	11%	15%	20%	20%	20%

注：2022 年业绩预测根据公司业绩快报数据进行了调整

资料来源：赛恩斯招股说明书，天风证券研究所

结合以上核心经营数据假设，我们预计公司 2022-2024 年可实现营业收入 5.51、8.03、11.54 亿元，同比分别增长 43.36%、45.67%、43.69%；可实现归母净利润 0.68、1.06、1.60 亿元，同比分别增长 53.13%、55.68%、50.49%（已考虑公司 22 年业绩快报）。

4.2. 公司估值

我们基于可比公司的 PE 估值法对公司进行估值。截至 4 月 10 日，公司可比公司倍杰特、上海洗霸、久吾高科 PE (FY2023) 平均为 29.96 倍。综合考虑公司在科研技术和资源禀赋上的领先优势，我们给予公司 33 倍 PE 估值，对应目标市值为 35.11 亿元，对应目标价 37.02 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 11: 赛恩斯可比公司 PE (FY1)

可比公司	代码	PE (TTM)	总市值(百万 元)	一致预期净利润(百 万元, FY2023)	PE (FY2023)
倍杰特	300774.SZ	27.82	5,240.35	280.0	18.71
上海洗霸	603200.SH	92.81	3,923.33	115.4	33.99
久吾高科	300631.SZ	56.75	3,891.43	104.7	37.18
平均值					29.96

注：数据截至 2023 年 4 月 10 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) 重金属污染防治行业政策趋向温和，上游企业需求减弱，新技术市场推广情况不佳；
- 2) 有色行业发生周期性下行或结构性变化，公司获取订单难度加大，订单增长不达预期；
- 3) 应收账款余额较大，存在计提坏账风险；
- 4) 客户集中度较高，一旦客户关系发生变化，或可对公司营收带来不利影响；
- 5) 市场竞争加剧，利润率下行；
- 6) 文中 2022 年业绩快报数据为公司初步核算结果，实际数值请以公司正式发布的 2022 年年报为准。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	132.05	186.75	609.56	602.15	660.97	营业收入	356.37	384.63	551.41	803.23	1,154.18
应收票据及应收账款	187.52	214.77	309.39	431.03	557.62	营业成本	237.19	264.80	368.15	535.39	767.68
预付账款	4.11	20.88	29.42	34.61	40.00	营业税金及附加	3.26	3.37	4.95	7.13	10.14
存货	31.62	42.04	55.10	74.84	97.26	销售费用	20.66	19.36	29.67	42.97	60.04
其他	34.60	21.71	31.33	33.54	35.58	管理费用	24.09	29.26	36.45	52.24	74.15
流动资产合计	389.90	486.15	1,034.80	1,176.17	1,391.43	研发费用	23.27	25.22	33.96	48.95	68.74
长期股权投资	43.41	47.60	50.96	53.98	56.70	财务费用	2.72	0.89	0.54	0.88	0.65
固定资产	94.76	89.68	80.61	72.60	64.83	资产/信用减值损失	(7.81)	(2.71)	(4.53)	(1.51)	(1.25)
在建工程	0.00	0.09	0.09	0.09	0.09	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	189.35	185.53	181.80	176.07	169.34	投资净收益	3.56	6.38	5.56	9.30	14.17
其他	20.25	18.08	15.82	12.79	9.71	其他	(6.10)	(15.29)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	347.77	340.98	329.28	315.54	300.67	营业利润	55.54	53.33	78.72	123.48	185.71
资产总计	760.51	835.09	1,364.08	1,491.71	1,692.09	营业外收入	0.03	1.03	2.60	1.22	1.78
短期借款	31.03	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.01	0.88	0.91	0.60	0.80
应付票据及应付账款	130.83	160.08	167.64	173.29	182.08	利润总额	55.56	53.47	80.41	124.09	186.69
其他	46.90	42.49	145.89	196.58	236.85	所得税	5.84	4.91	7.47	11.87	17.62
流动负债合计	208.76	202.57	313.53	369.87	418.92	净利润	49.72	48.57	72.94	112.23	169.07
长期借款	27.00	21.00	30.28	0.00	0.00	少数股东损益	3.74	3.94	4.59	5.84	8.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	45.99	44.63	68.34	106.39	160.11
其他	97.40	93.00	94.34	94.91	94.08	每股收益(元)	0.48	0.47	0.72	1.12	1.69
非流动负债合计	124.40	114.00	124.62	94.91	94.08						
负债合计	356.63	379.39	438.15	464.78	513.01	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	37.61	41.54	46.05	51.30	59.36	成长能力					
股本	71.12	71.12	94.83	94.83	94.83	营业收入	-23.69%	7.93%	43.36%	45.67%	43.69%
资本公积	180.30	183.07	558.61	558.61	558.61	营业利润	31.33%	-3.99%	47.61%	56.86%	50.40%
留存收益	114.84	159.47	226.44	322.19	466.29	归属于母公司净利润	27.41%	-2.95%	53.13%	55.68%	50.49%
其他	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	403.87	455.70	925.92	1,026.93	1,179.09	毛利率	33.44%	31.15%	33.23%	33.35%	33.49%
负债和股东权益总计	760.51	835.09	1,364.08	1,491.71	1,692.09	净利率	12.90%	11.60%	12.39%	13.25%	13.87%
						ROE	12.56%	10.78%	7.77%	10.90%	14.30%
						ROIC	17.81%	15.50%	26.46%	33.97%	41.21%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债率	46.89%	45.43%	32.12%	31.16%	30.32%
净利润	49.72	48.57	68.34	106.39	160.11	净负债率	-14.84%	-35.05%	-61.52%	-57.67%	-55.33%
折旧摊销	14.80	14.56	14.37	14.57	14.62	流动比率	1.78	1.86	3.30	3.18	3.32
财务费用	3.95	2.02	0.54	0.88	0.65	速动比率	1.64	1.70	3.12	2.98	3.09
投资损失	(3.56)	(6.38)	(5.56)	(9.30)	(14.17)	营运能力					
营运资金变动	(16.37)	18.31	(73.20)	(92.16)	(106.42)	应收账款周转率	1.96	1.91	2.10	2.17	2.33
其它	(7.32)	6.58	4.59	5.84	8.96	存货周转率	6.80	10.44	11.35	12.36	13.41
经营活动现金流	41.22	83.65	9.09	26.21	63.75	总资产周转率	0.47	0.48	0.50	0.56	0.73
资本支出	3.86	14.35	0.22	0.27	0.94	每股指标(元)					
长期投资	3.14	4.19	3.36	3.02	2.72	每股收益	0.48	0.47	0.72	1.12	1.69
其他	(11.03)	(5.81)	0.52	5.20	10.34	每股经营现金流	0.43	0.88	0.10	0.28	0.67
投资活动现金流	(4.04)	12.73	4.10	8.49	14.00	每股净资产	3.86	4.37	9.28	10.29	11.81
债权融资	(0.73)	(45.95)	12.34	(30.88)	(2.03)	估值比率					
股权融资	0.00	3.27	397.28	(11.22)	(16.91)	市盈率	57.84	59.60	38.92	25.00	16.61
其他	6.85	(4.59)	0.00	0.00	0.00	市净率	7.26	6.42	3.02	2.73	2.38
筹资活动现金流	6.12	(47.27)	409.63	(42.11)	(18.93)	EV/EBITDA	0.00	0.00	21.25	15.03	10.13
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	24.84	16.79	10.92
现金净增加额	43.30	49.11	422.81	(7.41)	58.82						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com