

泰坦科技 (688133)

产品与渠道并重，科研服务平台型领军企业 买入 (首次)

2023年03月20日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

研究助理 张坤

执业证书: S0600122050008

zhangk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,164	2,633	3,565	4,798
同比	56%	22%	35%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	144	126	233	326
同比	40%	-13%	86%	40%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.71	1.49	2.77	3.87
P/E (现价&最新股本摊薄)	70.82	81.20	43.76	31.30

关键词: #进口替代

投资要点

- 科研服务长坡厚雪，平台型企业更具优势:** 2015-2021年高校科研院所与企业端科研经费投入 CAGR 分别为 11%/12%，呈稳健增长态势，我们预计其中科研试剂耗材及设备国内总体市场规模超过 2000 亿。国内研发支出占 GDP 的比例不足 2.5%，与发达国家 3% 以上尚有较大差距，因此我们认为科研服务行业为长期景气度有保障的大赛道。而国内市场长期被国际巨头垄断，国产替代率处于较低水平，但随着国内企业逐步发力，外加疫情催化，国内企业迎来机遇。复盘国际龙头 Fisher Scientific 发展历程及与 Thermo 合并后的财务改善情况，我们认为综合服务平台型企业更具优势。
- 泰坦科技产品+渠道双轮驱动，持续并购整合打通全产业链:** ① 产品端来看，公司采取自主品牌与第三方品牌结合的销售方式，截至 2022 年 SKU 数量已超 500 万种，形成了完整的产品矩阵，综合服务能力持续领先。此外公司自主品牌 SKU 突破 20 万种，未来还将持续投入研发费用 (2018-2021 年 CAGR41%) 加码自研品牌，随着自主品牌占比提升，公司毛利率也有望逐步提升。② 渠道端来看，2021 年公司全国范围仓储配送体系已主体建设完毕，区域中心仓覆盖区域基本实现次日达。此外公司还建立电商“探索平台”，2019 年线上下单营收占比已提至 11.69%，未来有望进一步提升。从网站访问量数据来看尚未恢复到疫情前水平，我们认为有望于 Q2 修复。③ 产品+渠道齐发力下，公司业绩保持了高速增长，2013-2021 年营收与归母净利润 CAGR 分别为 42%/43%。公司上市后继续发力制造“重”与技术“深”，还收购安徽天地、战略投资瀚海新酶等优质标的，逐步打通全产业链，与公司现有产品与渠道进一步协同，我们认为未来的业绩高速增长亦有所保障。
- 盈利预测与投资评级:** 公司为国内平台型龙头企业，我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 26.3/35.6/48.0 亿元，归母净利润分别为 1.26/2.33/3.26 亿元，当前股价对应 PE 分别为 81/44/31 倍。考虑到泰坦科技经营持续向好，业绩有较大增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 国产替代不及预期；经营性现金流风险；市场竞争加剧；业务拓展不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	120.53
一年最低/最高价	113.80/189.98
市净率(倍)	3.78
流通 A 股市值(百万元)	7,149.26
总市值(百万元)	10,133.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	31.89
资产负债率(% ,LF)	32.27
总股本(百万股)	84.07
流通 A 股(百万股)	59.32

相关研究

内容目录

1. 国内综合型科研服务领军者，疫后将迎业绩修复	4
2. 科研服务长坡厚雪，平台型公司更具优势	9
2.1. 科研经费稳健增长，国内企业大有可为	9
2.2. 复盘 Fisher Scientific，渠道与平台价值凸显	12
3. 产品+渠道双轮驱动，并购整合逐步打通全产业链	14
3.1. 产品端：SKU 快速扩充，自主品牌占比持续提升	14
3.2. 渠道端：线下仓储物流+线上探索平台持续完善，疫后有望迎来修复	16
3.3. 未来方向：继续发力“重”与“深”，加快并购整合打通全产业链	18
4. 盈利预测与投资评级	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 泰坦科技发展历程.....	4
图 2: 泰坦科技股权结构.....	5
图 3: 泰坦科技营收与增速.....	5
图 4: 泰坦科技归母净利润与增速.....	5
图 5: 泰坦科技业务布局 (2021 年)	6
图 6: 泰坦科技各业务占比与增速.....	6
图 7: 泰坦科技收入区域分布.....	7
图 8: 按客户类型划分的收入结构.....	7
图 9: 按下游行业划分的收入结构.....	7
图 10: 公司毛利率与净利率.....	8
图 11: 公司分业务净利率.....	8
图 12: 公司费用率情况.....	8
图 13: 中国企业及高校科研院所研发投入 (亿元)	10
图 14: 各国研发支出占 GDP 的比例.....	10
图 15: 部分科研服务公司.....	10
图 16: 赛默飞中国区营收与增速.....	11
图 17: 德国默克亚太区营收与增速.....	11
图 18: Fisher Scientific 发展历程	12
图 19: Thermo 与 Fisher 及 Thermo Fisher 营收与增速 (亿美元)	13
图 20: Thermo、Fisher 与 Thermo Fisher 盈利能力	14
图 21: Thermo、Fisher 与 Thermo Fisher 存货周转率	14
图 22: 泰坦科技自主与代理品牌.....	15
图 23: 泰坦科技 SKU 数量.....	15
图 24: 泰坦科技研发投入 (百万元)	15
图 25: 公司自主品牌营收占比.....	16
图 26: 公司自主品牌与第三方品牌毛利率.....	16
图 27: 泰坦科技全国仓储配送系统.....	17
图 28: 探索平台搜索界面.....	17
图 29: 各公司电商平台月度访问量 (万人次)	17
图 30: 泰坦科技收入拆分.....	19
表 1: 泰坦科技 2021-2023 年限制性股票激励计划对比	9
表 2: 国内各类生命科学服务公司优劣势对比.....	11
表 3: 泰坦科技对外投资并购情况.....	18
表 4: 泰坦科技可比公司估值.....	20

1. 国内综合型科研服务领军者，疫后将迎业绩修复

对内“自主创新研发+行业基础设施”双核驱动，对外投资布局已开启。泰坦科技成立于 2007 年，致力于成为国内科学服务首席提供商，产品和服务包括科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材和实验室建设及科研信息化服务，覆盖了客户研发准备、研发过程、研发后期和生产质控等科学研究各个阶段。公司坚持“自主创新研发+行业基础设施”双核驱动发展战略：自主研发和自主品牌上，先后打造六大自主品牌、覆盖七大产品分类，与外购第三方品牌产品共同形成完整产品矩阵；基础设施及平台优化上，线上创立并升级“探索平台”，线下建设物流仓储网络，为客户提供更为便利稳定的供应保障。对外，泰坦科技开启投资并购布局，目前已成功投资多家标的，并于 2022 年初成立泰坦合源产业基金，撬动市场化资金协同投资。

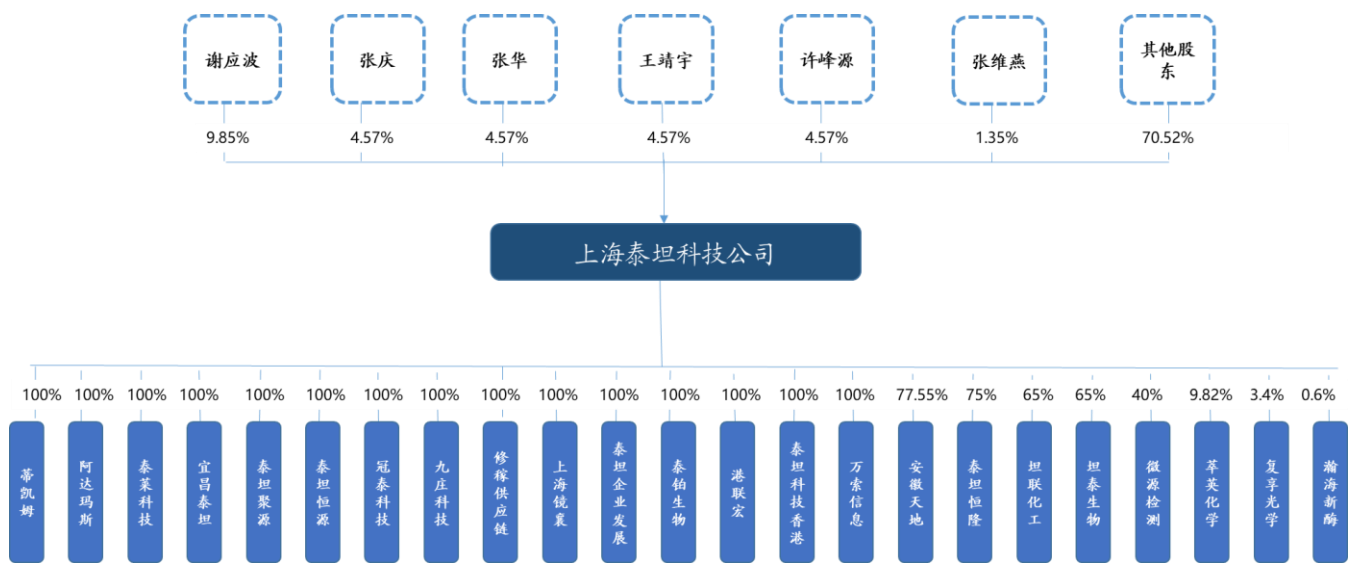
图1: 泰坦科技发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

创始团队多为化学/材料科学出身，为自主品牌提供技术支持。公司脱胎于华东理工大学创业团队，多为材料化学、应用化学等相关专业，为试剂及特种化学品自主品牌提供扎实技术支持。截止 2022 年中报，公司创始团队谢应波、张庆、张华、许峰源、王靖宇、张维燕作为一致行动人，持股合计 28.13%，为公司实际控制人。核心创始人谢应波博士任董事长兼 CEO，持股 9.85%。

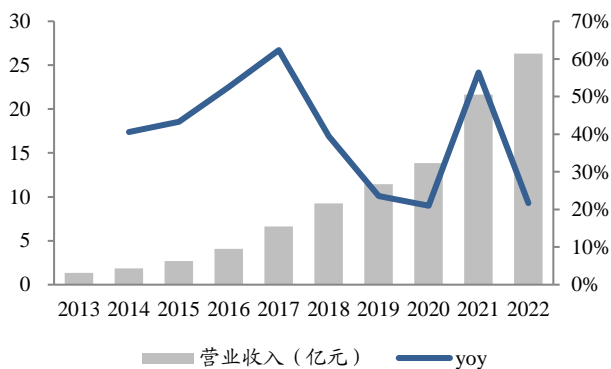
图2: 泰坦科技股权结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

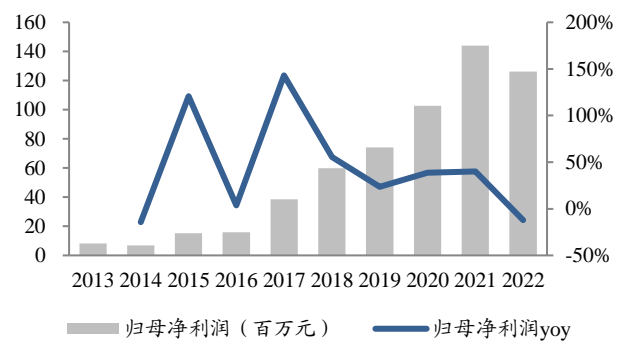
业绩迅速增长, 疫后有望修复。公司 2022 年营收 26.33 亿元, 同比增长 21.7%, 归母净利润 1.26 亿元, 同比下滑 12.3%。受益于行业迅速发展以及公司业务开拓, 2013-2021 年公司营收和归母净利润的复合增速分别为 41.7%/43.3%。自新冠疫情以来, 公司业绩增速有所放缓, 尤其 2022 年上海疫情封控以及 Q4 防疫政策的调整, 使得公司利润承压。我们认为随着科研活动恢复, 公司销售人员可入校活动, 投融资回暖等, 公司业绩有望迎来疫后修复。

图3: 泰坦科技营收与增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 泰坦科技归母净利润与增速

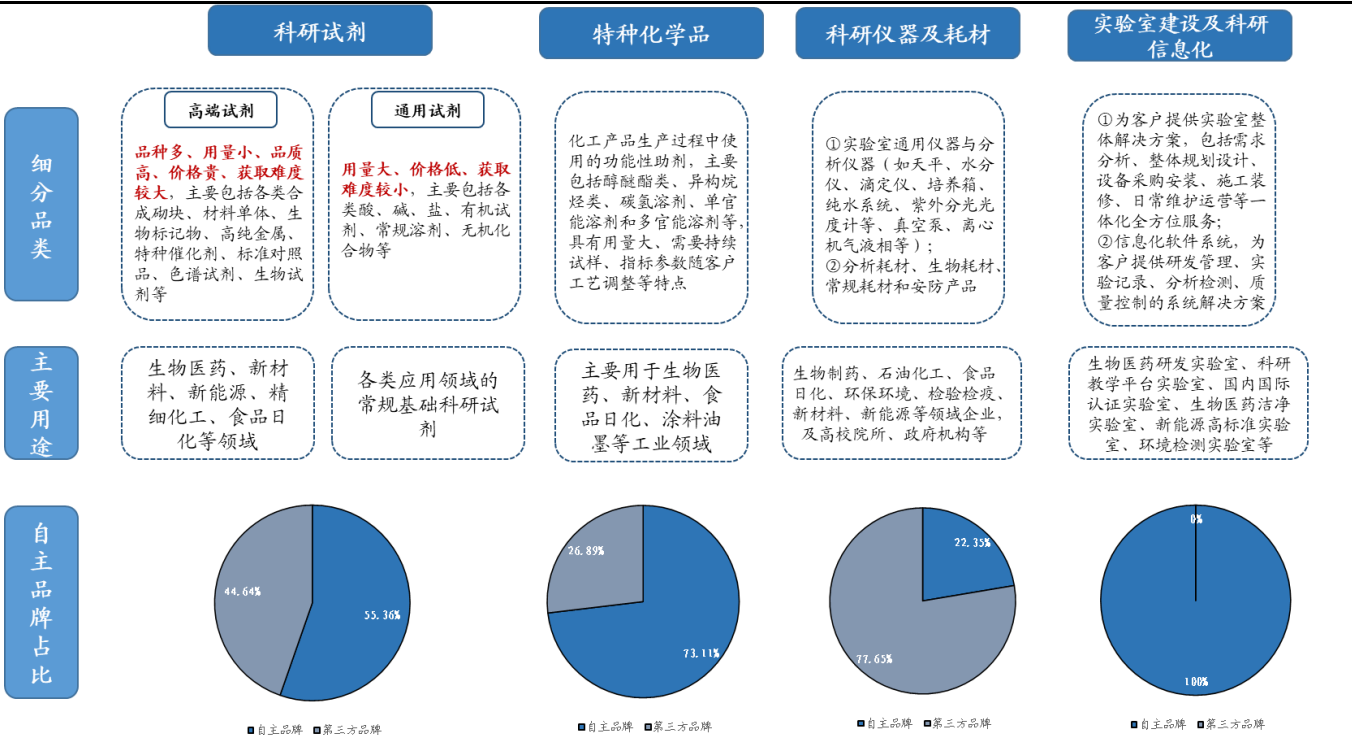


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分业务来看, 主要包括科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材、实验室建设及科研信息化四大版块。2021 年公司特种化学品营收 8.03 亿, 业务占比 37.1%, 同比增长 53.1%, 2017-2021 年 CAGR31.0%, 其中自主品牌占比 73.1%, 第三方品牌占比 26.9%, 仍为公司支柱业务; 科研仪器及耗材营收 6.88 亿, 业务占比 31.8%, 同比增长 60.9%, 2017-2021 年 CAGR38.0%, 其中自主品牌占比 22.4%, 第三方品牌占比 77.7%; 科研试剂营收 6.14 亿, 业务占比 28.4%, 同比增长 70.7%, 2017-2021 年 CAGR37.1%, 其中自

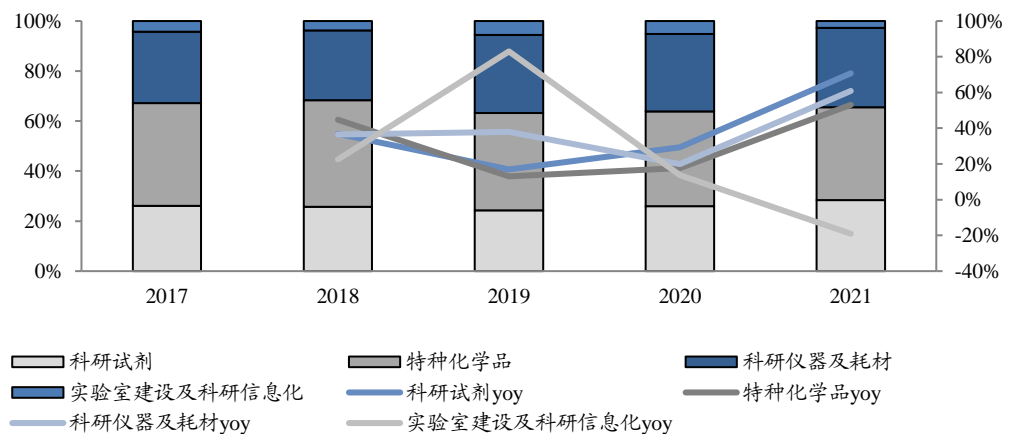
主品牌占比 55.4%，第三方品牌占比 44.6%，为公司增速较快业务；实验室建设及信息化营收 5841 万，业务占比 2.7%，均为自主品牌。综合来看，公司自主品牌占比由 2017 年的 51.2% 已提升至 2021 年的 52.7%，我们预计还将不断提升。

图5：泰坦科技业务布局（2021年）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：泰坦科技各业务占比与增速

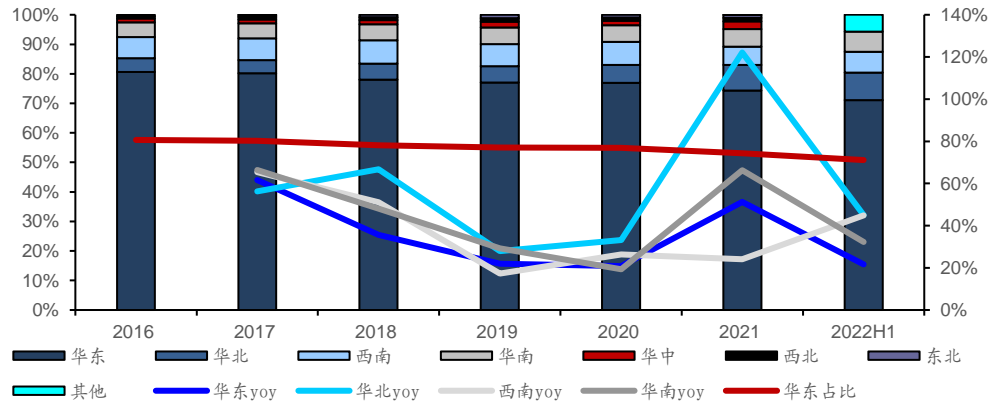


数据来源：Wind，东吴证券研究所

分区域来看，作为公司的起家市场，华东市场覆盖较为完善，营收占比均超 70%，2022H1 营收 8.39 亿元，同比增长 21.6%，在高基数下仍保持了 2016-2021 年 37.3% 的复合增速，优势地位持续巩固，同时我们也注意到公司华东区域销售占比逐年降低，已从 2016 年的 80.6% 降至 2022H1 的 71.1%，得益于公司业务逐步拓向全国，并在 IPO 及定

增中均投入资金完善全国仓储布局，华北、西南等其他区域营收预计能继续保持快速增长态势。

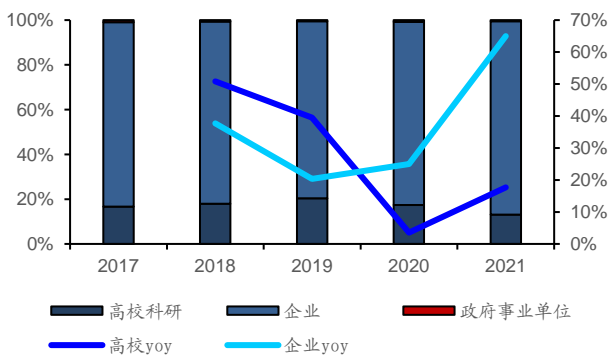
图7：泰坦科技收入区域分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

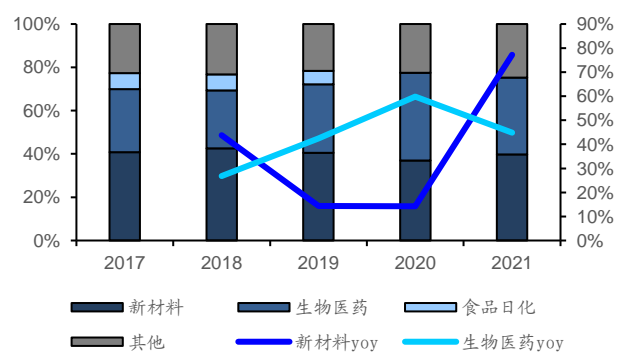
分客户类型看，高校科研院所 2021 年营收 2.84 亿元，同比增长 17.7%，2017-2021 年 CAGR26.5%，收新冠疫情影响，业务占比由 2019 年的 20.3%下降至 13.1%；企业客户 2021 年营收 18.7 亿，同比增长 65%，2017-2021 年 CAGR36%，业务占比由 2019 年的 79.2%提升至 86.4%。相较于科研客户，企业客户具备更稳定的客户关系，对于国产替代更具吸引力。分下游行业来看，新材料与生物医药为公司工业客户中最大的两个应用领域，新材料为占比最高的下游行业，2021 年营收 7.42 亿元，同比增长 77.2%，2017-2021 年 CAGR35%；生物医药 2021 年营收 6.64 亿元，同比增长 44.9%，2017-2021 年 CAGR43%，为公司下游增长最快的细分行业。

图8：按客户类型划分的收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：按下游行业划分的收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自主品牌拉高毛利率，盈利能力较为稳定。2022 年前三季度，公司毛利率为 21.56%，归母净利率为 5%，毛利率相对稳定，归母净利率主要受 Q2 上海疫情扰动有所下降，我

我们认为随着疫后需求端的逐步恢复,公司归母净利率有望回到疫情之前水平。2021 年公司自主品牌毛利率为 27.42%, 大幅高于第三方品牌产品, 保障了公司盈利能力, 我们认为随着自主品牌占比提升, 公司毛利率有望上行。分业务来看, 实验室建设与自动化作为整体解决方案毛利率较高, 2021 年为 58.47%; 科研试剂次之, 2021 年毛利率为 34.44%, 其中自主高端试剂毛利率为 54.15%, 第三方高端试剂毛利率为 16.67%, 自主通用试剂毛利率为 38.15%。期间费用端, 运输费用为公司销售费用重要组成部分, 2020 年起运输费用自销售费用调整至营业成本, 因此公司毛利率有所下滑、销售费用率有所降低; 公司研发费用率较低, 主要系采取“自主品牌+第三方品牌”产品矩阵所致, 剔除该因素后, 2019-2021 年公司研发费用率分别为 6.00%、6.61%、7.38%。

图10: 公司毛利率与净利率

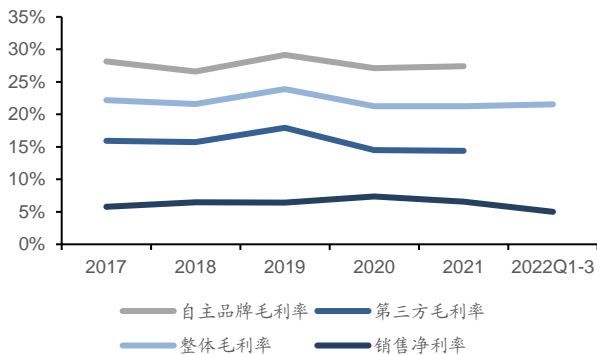
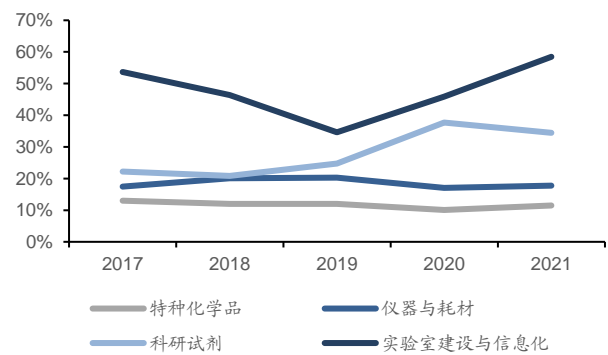


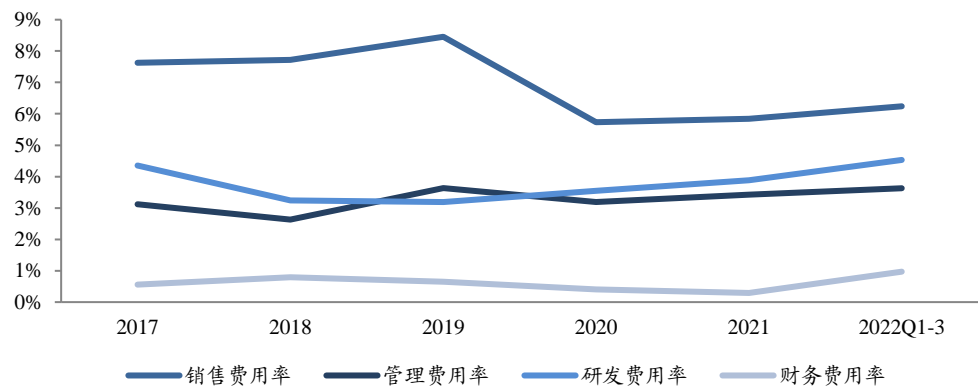
图11: 公司分业务净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 公司费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

多期股权激励彰显中长期业绩信心。2021 年 1 月公司出台上市后首个股权激励计划, 归属条件为以 2020 年营收为基数, 2021-2023 年收入增长率分别不低于 25%/56%/95% (即复合增速约为 25%)。2022 年 2 月公司进行了第二次股权激励, 归属条件为以 2020 年营收为基数, 2022-2024 年收入增长率分别不低于 82%/146%/232% (即复合增速约为

35%)。2023年3月公司进行了第三次股权激励,归属条件为以2022年营收为基数,公司层面归属比例80%的考核目标为2023-2025年营收增长率分别不低于25%/56%/95%(即复合增速约为25%)或净利润增长率不低于35%/69%/111%(即2024-2025年分别相较同期增长25%);公司层面归属比例100%的考核目标为2023-2025年营收增长率分别不低于35%/82%/146%(即复合增速约为35%),或净利润增长率不低于50%/102%/173%(即2024-2025年分别相较同期增长35%)。

表1: 泰坦科技 2021-2023 年限制性股票激励计划对比

	2021 年限制性股票激励计划	2022 年限制性股票激励计划	2023 年限制性股票激励计划
激励对象人数	160	213	227
激励对象占员工总数	28.17%	25.45%	16.99%
授予价格	50 元/股	136 元/股	70 元/股
考核年度	2021-2023 年	2022-2024 年	2023-2025 年
考核目标	以 2020 年营业收入为基数, 增长率不低于		以 2022 年营业收入(净利润)为基数, 增长率不低于
	2021 年	25%	
	2022 年	56%	82%
	2023 年	95%	146%
	2024 年		232%
	2025 年		25%-35% (35%-50%)
			56%-82% (69%-102%)
			95%-146% (111%-173%)

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 科研服务长坡厚雪, 平台型公司更具优势

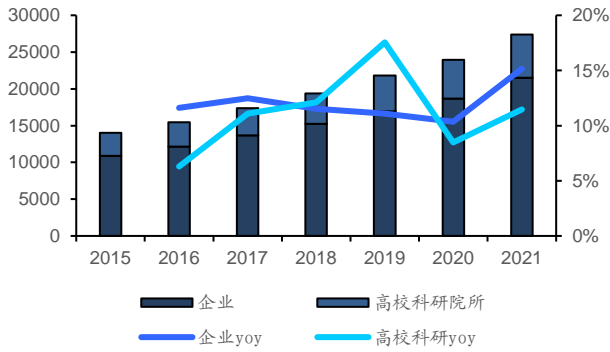
2.1. 科研经费稳健增长, 国内企业大有可为

科研经费稳健增长, 保障行业景气度。科研服务下游客户主要为高校科研院所与各行企业, 支付能力主要来源于科研经费与药企研发费用投入。根据全国科技经费投入统计公报, 2021 年企业端共投入研发经费 21504 亿元, 同比增长 15.2%, 2015-2021 年 CAGR12%; 2021 年高校科研院所共投入研发经费 5898 亿元, 同比增长 11.5%, 2015-2021 年 CAGR11%。根据《国内实验试剂供应链现状、问题与对策》论文课题组调研, 科研试剂及耗材约占国内科研机构(政府隶属研发机构、高等院校及其他事业单位)研发经费支出的 20%-25%, 考虑到企业端此比例会低一些, 粗略估计国内整体科研试剂耗材市场规模超过 2000 亿元, 同时根据 BCC Research《实验室通用设备全球市场研究报告》, 国内实验室通用设备规模约为百亿级以上。因此科研服务为具备较高景气度的大赛道。

虽然中国科研经费增速较快, 但研发支出占 GDP 的比例在 2018 年仅为 2.14%, 相较发达国家的 3%、4%还有较大差距。根据《国家创新驱动发展战略纲要》等国家文件,

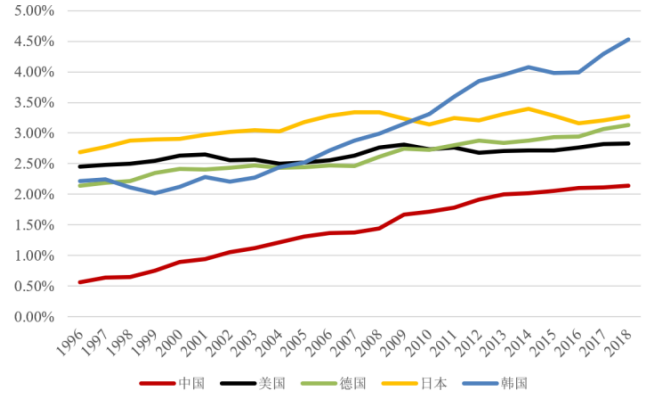
2020 年我国研究与实验发展经费支出要占到国内生产总值的 2.5%，2030 年要跻身创新性国家前列，占比要提升至 2.8%。我们认为科研经费在未来相当长的一段时间内不会出现大幅下滑，保障了行业景气度。

图13: 中国企业及高校科研院所研发投入 (亿元)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图14: 各国研发支出占 GDP 的比例



数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所

国际巨头长期垄断，内资品牌迎来机遇。 科研服务行业长期为赛默飞、丹纳赫、默克等外资品牌垄断，国际巨头经过数十年甚至百年以上发展，持续兼容并购，在市值、体量、产品丰富度与品牌知名度等方面遥遥领先国内品牌。但同时我们也看到，国内品牌自 21 世纪初成立以来保持快速发展势头，国际巨头在中国区营收增速逐步放缓，特别是新冠疫情期间，外资供应链不稳定，国内品牌获得了提升市占率的绝佳时机，我们认为当前背景下，国产替代为不可逆的趋势，国产替代率仍处于较低水平，国内科研服务公司至少在 3-5 年不会触及发展天花板，有望继续保持高速增长。

图15: 部分科研服务公司

公司	国家	成立时间	市值	营收 (2021)	2019-2021 营收 CAGR	销售毛利率 (2021)	销售净利率 (2021)	经营范围				
								仪器	试剂	耗材	信息化	服务
赛默飞	美国	1956	2132亿\$	392亿\$	24%	50.08%	19.71%					
丹纳赫	美国	1969	1775亿\$	295亿\$	28%	60.95%	21.84%					
默克	德国	1668	806亿\$	223亿\$	11%	62.66%	15.57%					
安捷伦	美国	1999	411亿\$	63亿\$	11%	53.92%	19.15%					
岛津	日本	1875	86亿\$	35亿\$	-0.9%	41.72%	11.04%					
梅特勒托利多	瑞士	1901	326亿\$	37亿\$	11%	58.41%	20.68%					
泰坦科技	中国	2007	115亿 Y	21.6亿 Y	38%	21.25%	6.57%					
阿拉丁	中国	2009	57亿 Y	2.8亿 Y	17%	62.26%	31.06%					
西陇科学	中国	1994	41亿 Y	68.4亿 Y	43%	8.15%	3.19%					
安谱实验	中国	1997	16亿 Y	5.3亿 Y	3.6%	41.81%	14.13%					
诺唯赞	中国	2012	203亿 Y	18.7亿 Y	64%	81.22%	36.3%					
优宁维	中国	2004	43亿 Y	11.1亿 Y	18.8%	23.19%	9.8%					

数据来源: Wind, 公司招股书, 东吴证券研究所 (诺唯赞 CAGR 为常规业务, 市值截至 2022.3.10)

图16: 赛默飞中国区营收与增速

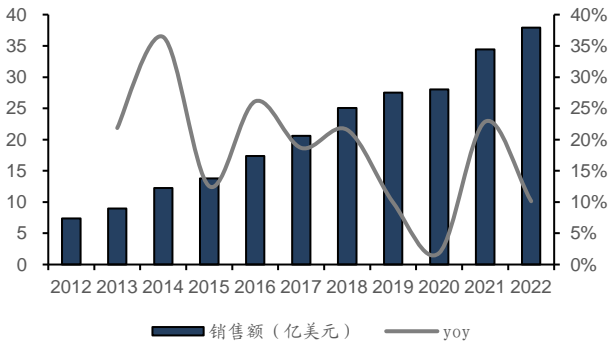
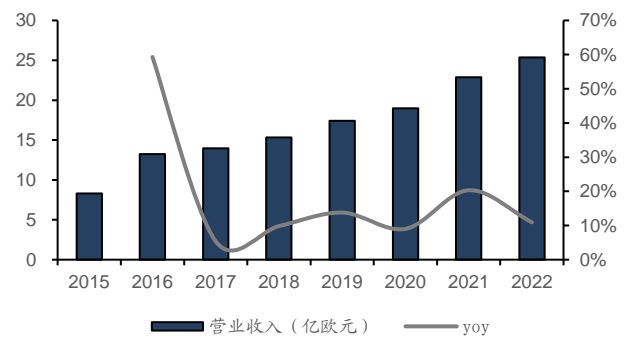


图17: 德国默克亚大区营收与增速



数据来源: Thermo Fisher 年报, 东吴证券研究所

数据来源: Merck KGaA 年报, 东吴证券研究所

多种模式并存, 综合服务企业更具优势。国内科学服务领域参与者根据经营模式等可初步分为试剂、特种化学品、耗材、仪器等生产制造企业、贸易企业和综合服务企业。其中生产制造企业主要侧重于产品的生产端, 其产品品类大多较为单一, 加之下游客户的单品用量相对较小, 故企业规模普遍较小, 也无法满足科研所需的综合产品需求。贸易企业主要侧重于产品的采购和销售, 其产品种类较多, 但大多没有自主品牌产品、存在专业技术普遍不强, 售后服务较弱等问题, 其产品备货较为被动, 且普遍具有一定的区域性。综合服务企业侧重于为下游客户提供全方位的服务, 通过结合自主品牌和第三方品牌, 丰富自身产品体系, 并拥有成熟的销售渠道和仓储物流系统, 为客户提供方便、快捷、稳定的科学服务。我们认为当前尚无法明晰是产品型企业通过业务横向拓展还是平台型企业通过持续兼容并蓄能够成长为中国的大型生命科学服务公司, 但产品力与业务拓展能力无疑是重要的考量因素。参考发达国家行业发展趋势和国际巨头起家之路, 我们认为综合服务型企业更具优势。

表2: 国内各类生命科学服务公司优劣势对比

项目		产品生产企业	贸易商	单品类领域服务企业	综合服务企业	外资科学服务巨头
产 品 端	产品技术	单品类产品技术为主	相对较少	单品类产品技术为主	综合性产品核心技术矩阵	多领域全球领先的产品核心技术矩阵
	生产能力	自身产品生产技术较强		单品类特定产品生产能力	具有核心产品生产能力, 并能指导组织委托生产	具备核心产品生产能力, 并拥有完整产业链
	自主品牌产品-广度	部分厂商有自主品牌, 单品类产品为主		自主品牌覆盖特定行业客户, 产品系列应用单一	品牌体系较完善, 服务客户领域较广	品牌体系非常完善, 服务客户行业领域广
	自主品牌产品-深度	部分厂商有自主品牌, 各企业产品品种不一		针对特定客户提供整体解决方案能力	提供整体解决方案能力	针对客户提供整体解决方案能力
	技术整合及综合解决	较低或没有	无	单品类领域具有技	具备多领域专业	全球领先的技

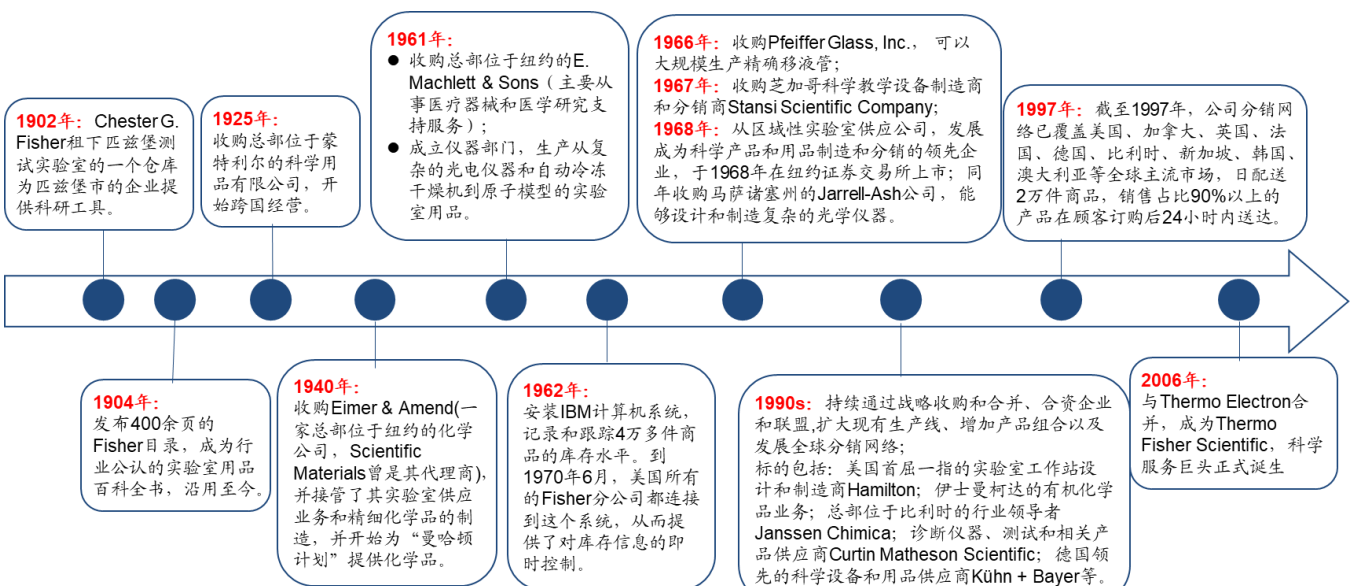
	能力			术整合能力	技术整合能力	术整合能力
服务端	信息管理与购物平台	大多没有,或产品展示为主,或借助第三方	大多无,或产品展示为主	产品展示为主,或简单功能信息平台	内部运营和客户服务全流程打通	内部运营和客户服务全流程打通
	仓储物流	基于自产产品为主,或依托于第三方	依托第三方	依托第三方	一般自建仓储物流体系	目前国内无自建仓储物流
	发明专利及自主知识产权	部分拥有特定产品知识产权	相对较少	细分领域的自主知识产权	自主品牌产品拥有发明专利及自主知识产权体系	拥有全球领先知识产权保护体系
	客户覆盖	以品牌厂商代工为主,覆盖少量直接客户	覆盖所在区域目标客户	部分能够覆盖相应单品类全国客户	覆盖全国客户,以直接客户为主	覆盖全球客户

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

2.2. 复盘 Fisher Scientific, 渠道与平台价值凸显

美国飞世尔科学世界公司 (Fisher Scientific International) 是全球知名的科学服务公司, 1902 年成立于美国匹兹堡。飞世尔不仅拥有大规模的生产和制造工厂, 还代理世界各地知名品牌的几十万种产品, 提供全球采购搜索。截至 2006 年, 飞世尔是全球最大的化学品生产和供应商之一, 在全球拥有四个化学品生产基地, 位于比利时、英国、美国和澳洲。产品涉及生物技术、环境测试、色谱试剂、制造工艺、临床分析、质量检验、精细化工等。此外 Fisher Scientific 也是实验室家具与通风柜的供应商, 在全球拥有一百万平方英尺的生产加工厂以及 1600 多名专业员工为世界各地的实验室工程服务。飞世尔的经营理念是提供“一站式”全方位服务包括实验室结构设计与设施配置咨询、实验室全钢制家具和国际标准通风系统、实验室供气、液系统、实验室常规和大型仪器的全套配备、实验室化学、分析、生物试剂的供应、实验室消耗品供应等。

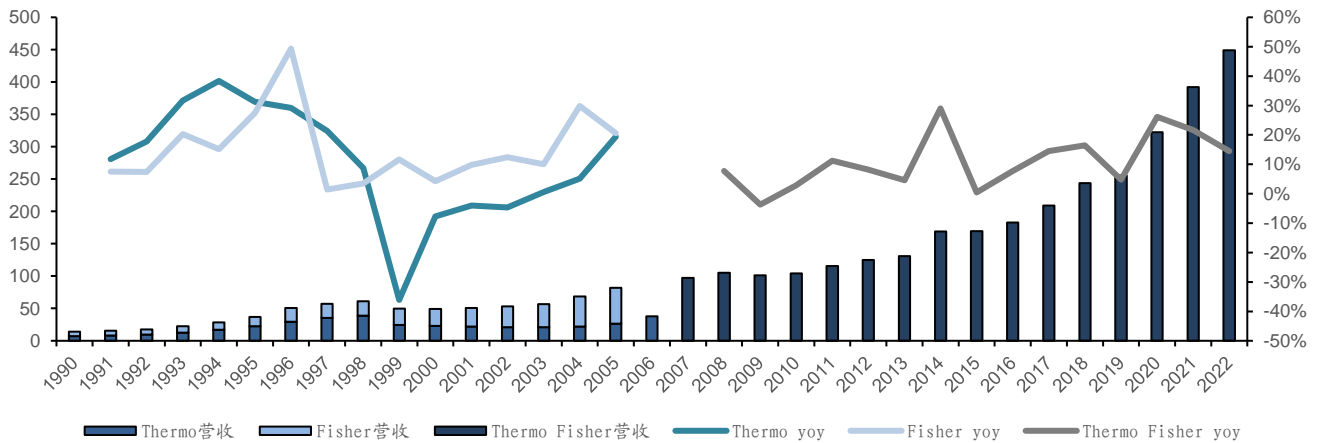
图18: Fisher Scientific 发展历程



数据来源: Fisher Scientific, 东吴证券研究所

产品+渠道加持，业绩稳健增长。Fisher Scientific 自成立以来一方面通过代理第三方品牌+持续并购整合增加产品种类，拓宽业务布局，不断提升“一站式”服务能力，并且自研产品从 2022 年的 40% 占比提升至 2005 年的 65%。另一方面，Fisher 注重渠道建设，早在 1997 年 Fisher 的分销网络已遍布全球，日均配送 2 万件产品，销售占比 90% 以上的产品在顾客订购后 24 小时内送达。在以上两方面能力加持下，Fisher 发展迅速，1990-2005 共 16 年保持了复合增速 14.8% 的稳健增长。

图19: Thermo 与 Fisher 及 Thermo Fisher 营收与增速 (亿美元)



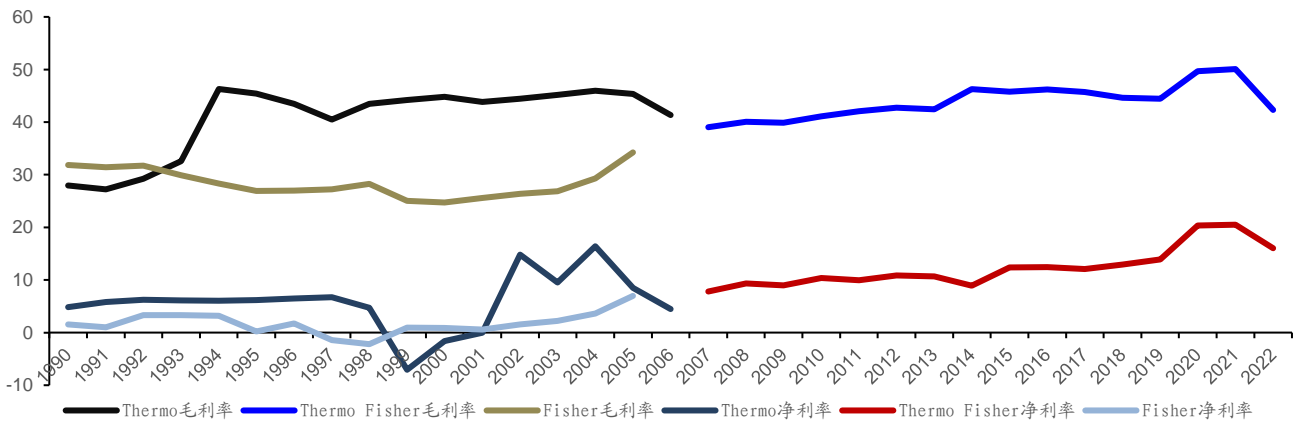
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

Thermo 与 Fisher 合并，科学服务巨头诞生。2006 年 11 月 10 日，Thermo Electron 成立五十周年之际以 106 亿美元成功整合 Fisher，诞生了有史以来全球最大的科学仪器和服务供应商 Thermo Fisher Scientific。合并后 Thermo Scientific 代表了赛默飞为客户提供提供的包括高端分析仪器、实验室装备、软件、服务、耗材和试剂在内的完整的综合解决方案，原 Fisher 旗下的一些相关的仪器和试剂也并入了 Thermo Scientific 品牌下。Fisher Scientific 则为赛默飞著名的渠道品牌，它代表着最广泛的产品种类和最便捷的销售和服务。二者合并实现产品+渠道的有机整合，1990-2005 年 Thermo 和 Fisher 营收的 CAGR 分别为 9.0% 与 14.8%，合并之后 2007-2022 年营收 CAGR 为 10.7%，若剔除掉 2008 年经济危机影响，2010-2022 年 CAGR 更高达 13%，赛默飞在体量不断做大的情况下业绩仍然能保持稳健增长，特别对原 Thermo 的增速提振更为明显，实现“1+1>2”的表现。

平台效应明显，盈利能力与运营效率显著提升。除营收在较大体量与较长时间维度下保持稳健增长外，Thermo 与 Fisher 合并后盈利能力亦取得较大提升。2006 年 Thermo 毛利率与净利率分别为 41.4%/4.5%，2005 年 Fisher 的毛利率与净利率分别为 34.2%/7.0%，而 Thermo Fisher 2007 年毛利率与净利率分别为 39%/7.8%，实现共赢。此外在 Thermo 与 Fisher 产品互补、渠道共享、有机整合下，公司运营效率也大幅提升，2007 年 Thermo Fisher 存货周转率相较合并前的两家公司均有提升。我们认为渠道加持与运营效率的提升也是公司 2007 年毛利率下降但是净利率提升的重要因素。

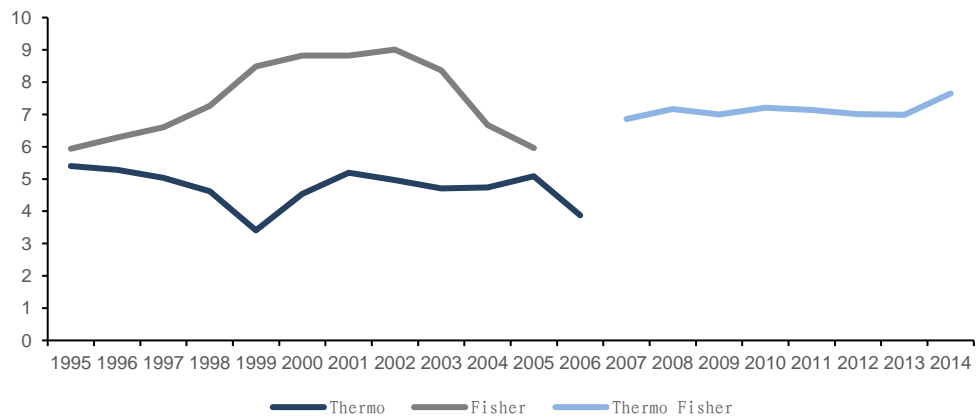
因此我们认为综合服务平台型企业相较单品种公司在当前的中国环境下，更具优势。

图20: Thermo、Fisher 与 Thermo Fisher 盈利能力



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图21: Thermo、Fisher 与 Thermo Fisher 存货周转率



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

3. 产品+渠道双轮驱动，并购整合逐步打通全产业链

3.1. 产品端：SKU 快速扩充，自主品牌占比持续提升

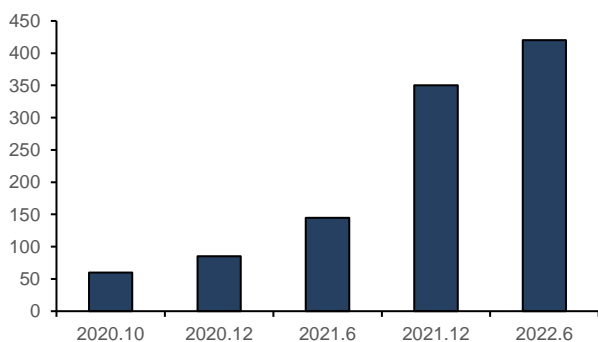
第三方品牌+自主品牌持续完善产品矩阵。由于客户实验繁杂、产品种类需求较多，自设立以来，公司就采取自主品牌与第三方品牌相结合的销售方式。除设立 Adamas (高端试剂)、General-Reagent (通用试剂)、Titan Scientific (实验室仪器、实验耗材)、Titan Scientific Lab (实验家具)、Titan SRM (科研信息化)、Tichem (特种化学品) 六个自主品牌外，还对外销售赛默飞、陶氏化学、3M 等国际知名厂商产品，为客户提供完整的产品矩阵。自上市以来公司 SKU 数量提升迅速，从 2020.10 的 60 万+种已提升至 2022.6 的 420 万+种，我们估计截至 2022 年底公司 SKU 总数已突破 500 万种，自主品牌突破 20 万种，综合服务能力持续领先。

图22: 泰坦科技自主与代理品牌

实验室整体解决方案		自有品牌	第三方品牌 (具有代表性)
科研试剂	高端试剂		
	通用试剂		
特种化学品	特种化学品		
科研仪器及耗材	仪器设备		
	仪器耗材		
实验室设计建设及科研信息化服务	实验室设计建设		
	科研信息化服务		

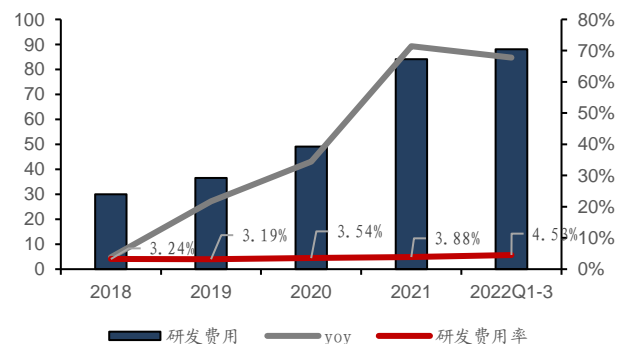
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图23: 泰坦科技 SKU 数量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

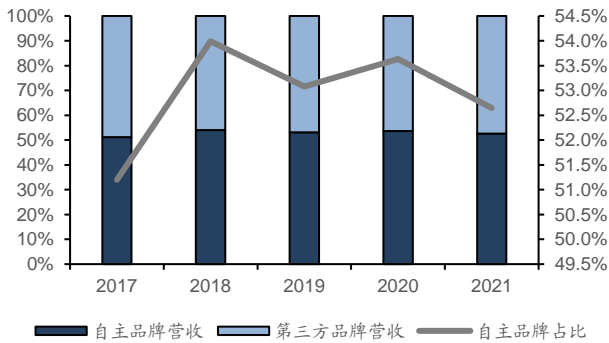
图24: 泰坦科技研发投入 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

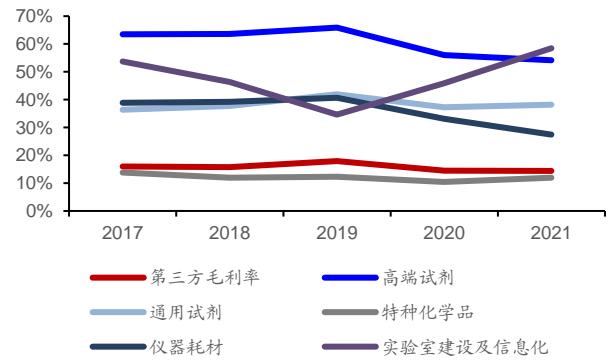
研发投入发力自主品牌, 毛利率仍有提升空间。在持续完善产品布局的同时, 公司持续加大研发投入, 发力自主品牌与平台建设。2022 年前三季度公司研发投入 8810 万元, 同比增长 67.78%, 2018-2021 年 CAGR 达 41%, 高于公司收入增速, 研发费用率从 2019 年的 3.19% 提升至 2022 年前三季度的 4.53%。2021 年公司自主品牌收入占比 52.6%, 由于公司在增加自主品牌 SKU 的同时仍在继续整合第三方品牌产品, 所以自主品牌收入占比较为稳定, 但是我们认为随着公司研发的持续投入, 自主品牌 SKU 数量的进一步增多, 自主品牌营收占比将逐步提升。此外自主品牌毛利率大幅高于第三方品牌, 以科研试剂中的高端试剂为例, 2021 年公司自主品牌毛利率 54.15%, 第三方品牌毛利率仅为 16.67%, 因此我们认为公司未来的毛利率仍有进一步的提升空间。

图25: 公司自主品牌营收占比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图26: 公司自主品牌与第三方品牌毛利率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.2. 渠道端: 线下仓储物流+线上探索平台持续完善, 疫后有望迎来修复

全国仓储配送服务体系持续完善。由于科研服务产品需要较强时效性和服务能力, 因而渠道和服务体系也为企业竞争力的重要体现, Fisher 自成立后也是从区域分销网络逐步扩至全国、全球分销网络, 逐步控制需求端与供给端, 获得产品+渠道利润。泰坦科技作为平台型服务公司, IPO 与定增分别计划投入 3.35 亿/1.87 亿用于仓储物流建设, 通过自建专业化、智能化仓储管理物流体系, 合理规划仓储、配送, 提高存货流转效率。公司现已建立全库存二维码数字化管理, 实现仓管全流程系统管理, 所有信息永久追溯, 大幅提高存货管理的数字化程度和库存管理效率。此外公司组建专业危化品物流公司, 拥有专业的运输团队和专业车辆, 解决传统危化品物流企业主要是针对大批量的工业品, 难以匹配科研用物资的小包装、快速服务要求的问题。截至 2021 年底, 公司全国范围的仓储配送体系已主体建设完毕, 形成上海总仓, 华北、华南、西南、华中区域中心仓及核心城市服务仓的仓储配送服务体系, 在全国 23 个城市实现自送, 区域中心仓覆盖区域基本实现次日达。此外公司还为清华大学、上海交通大学等高等学府提供特色定制化仓储服务。

公司还将继续以“建立全国性的技术服务、营销配送网络”为目标, 持续投入销售及物流网络建设, 逐步让一个主要城市的每一个核心产业园区或每一所重要高校院所, 都有一个自建的技术集成服务功能型平台, 确保重要城市核心区域“每日必达”服务。增加自主品牌的市场占有率和专业集成服务的客户覆盖率, 为公司未来 3-5 年销售收入保持平稳高速增长提供有力保障。

图27: 泰坦科技全国仓储配送系统



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

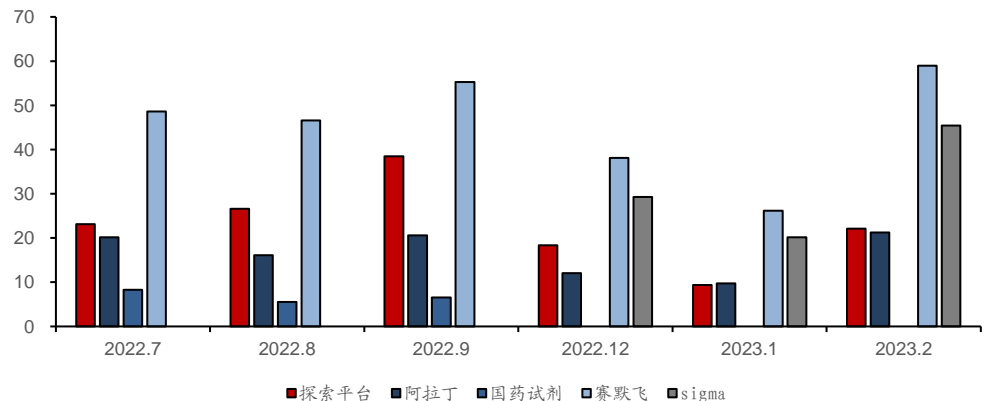
图28: 探索平台搜索界面



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

“探索平台”成效初显, 疫后有望迎来业绩修复。当前传统制造业和零售业都必须借助互联网力量来实现自身转型, 并挖掘新的赢利点, 科学服务行业同样需要电商平台支持。与传统的线下经营模式相比, 网络平台可直接完成整个销售流程的订单审核、合同规范、验货程序、结算报销等环节, 高效率的为客户提供海量产品信息以供筛选, 同时与客户实时互动, 及时满足分散客户的个性化需求。相较传统的线下销售模式, 以“线上订单-线下生产-线上销售-线下物流”的“互联网+”闭环商业模式, 具有显著优势, 业内龙头赛默飞、德国默克等均有相关平台。泰坦科技的“探索平台”推出后, 进一步增强了公司品牌影响力, 提高了客户使用便利度与客户粘性, 2017-2019年通过“探索平台”直接下单的销售额占比分别为7.46%、8.75%和11.69%, 呈逐年上升态势。同时我们也注意到公司“探索平台”月度访问量与国际巨头的差距也在逐步缩小。此外, 从月度访问量来看, 受2022年12月-1月疫情防控政策变化以及春节影响, 公司“探索平台”访问量尚未完全恢复至正常水平, 我们认为随着高校科研的疫后复苏以及药企研发活动的逐步回暖, 公司业绩有望于2023年Q2起逐步修复。

图29: 各公司电商平台月度访问量(万人次)



数据来源: 各公司网站, 东吴证券研究所

3.3. 未来方向：继续发力“重”与“深”，加快并购整合打通全产业链

上市后继续发力制造“重”与技术“深”。泰坦科技上市之前重心更多在于打造服务“长”（即具备全生命周期一站式服务能力，使得客户成交成本降低、支付效率提升和供应链稳定），产品“厚”（即支持“长”的产品和服务，包括售前、中、后支持以及超一流的供应链管理），应用“宽”（产品应用领域的行业宽度），上市后公司将把绝大部分重心转向制造“重”（即产品制造和流通设施投入资金重）和技术“深”（即产品前端研发和终端应用技术深）。泰坦上市后的研发投入、仓储物流建设与并购整合思路，更是显示了公司继续引领与变革科学服务行业的决心。

并购整合加快，逐步打通全产业链。科学服务单品类市场空间较小，业务横向拓展为企业做大的必然，泰坦科技上市之后亦加快并购整合步伐。2021年12月公司成功收购美国天地控股中国公司安徽天地，主要生产液相色谱级、农残级、无水级、生物级、制备级、医药级高纯溶剂，中国大陆地区高纯溶剂行业的市场容量在10-20亿之间，其中乙腈产量、用量及产值占50%以上。安徽天地核心产品包括为提供仪器分析和制药工业所用的高纯乙腈、甲醇、丙酮等数百个品种，技术水平达到国际一流，现有产能3800吨/年，生产的高纯溶剂占有亚洲市场的30%，高纯乙腈产量2500吨，在全球TOP5行列。今年Q1公司新建1万吨的高纯溶剂及配套添加剂项目即将投产，安徽天地将成为全亚洲最大的高纯溶剂制造基地。我们认为此次收购实现双赢，泰坦科技摆脱完全OEM的现状，实现高纯溶剂生产自主可控；而安徽天地之前只享有生产的利润，并入泰坦之后可以取得销售与渠道的利润，增强与泰坦品牌力、渠道力的协同。此外，泰坦科技还在2021-2022年间持续对外合资成立、战略投资微源检测、萃英化学、复享光学、瀚海新酶、威格科技、英泽生物等标的，在技术、生产、销售方面与公司产品矩阵形成有效协同。

表3：泰坦科技对外投资并购情况

标的	业务范围	时间	金额
微源检测	第三方生物医药研发测试服务,提供各种相关法规要求下的杂质研究	2021年2月	出资0.12亿元合资成立
萃英化学	研发、生产、销售稳定同位素产品和光致变色材料	2021年3月	出资0.12亿元投资
复享光学	光谱设备制造商,提供光谱检测产品与解决方案	2021年5月	出资0.12亿元投资
瀚海新酶	特种酶研发生产,从事体外诊断原料、绿色生物催化用酶、分子生物学用酶等产品的研发	2021年7月	出资0.10亿元投资
安徽天地	高纯溶剂生产制造,包含成熟工艺技术包、两大生产基地和美国天地品牌亚太使用权	2021年12月	出资1.77亿元收购77.55%股权
威格科技	惰性气氛保护及大型空间气体纯化解决方案	2022年3月	未披露
英泽生物	精准医疗领域IVD分子诊断用核心酶原料、核酸磁珠及解决方案,以及抗体偶联磁珠等药物研发生产相关原料的研究和开发	2022年4月	泰坦合源出资数千万元投资

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

我们对公司盈利预测的核心假设如下：

(1) 自主品牌：回顾 Fisher 发展历史，在持续并购整合的同时自研产品占比也在持续提升，泰坦自 2019 年起研发投入进一步提速，加码自主品牌，尤其在自主品牌高端试剂持续发力。考虑到国内试剂行业仍处于进口占据主导，国产替代率较低的阶段，泰坦科技产品矩阵+物流渠道不断完善，平台型的协同作用使得自主品牌能够保持高速增长。我们预计公司 2022-2024 年自主特种化学品增速分别为 14%/32%/32%；考虑到自主科研仪器耗材基数较低，预计增速分别为 15%/40%/40%；自主高端试剂为公司重要发力点，预计增速分别为 52%/45%/42%，自主通用试剂增速分别为 48%/45%/42%；综合以上公司 2022-2024 年自主品牌增速分别为 23.1%/37.4%/37.1%，占公司整体业务比例分别为 53.3%/54.0%/55.1%。

(2) 第三方品牌：公司持续整合第三方品牌，完善产品矩阵，随着总体 SKU 数量的增多与渠道的进一步完善，我们认为自主品牌也能保持较高增速，但在公司整体营收中的占比将稳步下降，我们预计公司 2022-2024 年第三方品牌增速分别为 20.1%/33.1%/31.6%，占公司整体业务比例分别为 46.7%/46.0%/44.9%。

(3) 综合自主品牌与第三方品牌增速，我们预计公司 2022-2024 年营收增速分别为 21.7%/35.4%/34.6%。此外由于自主品牌占比提高，而且产品结构略有改变，科研试剂等毛利率较高的业务占比提升，因此我们认为公司整体毛利率未来有望处于稳步提升的状态。

图30：泰坦科技收入拆分

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	1144.10	1384.48	2164.24	2633.09	3564.92	4798.08
yoy	23.6%	21.0%	56.3%	21.7%	35.4%	34.6%
毛利率	23.9%	21.3%	21.3%	20.5%	21.8%	22.4%
特种化学品	445.84	524.73	803.23	917.99	1206.78	1586.50
yoy		17.7%	53.1%	14.3%	31.5%	31.5%
毛利率	12.2%	10.1%	11.5%	10.6%	11.0%	11.5%
自主品牌	327.14	388.68	587.23	669.70	884.00	1166.89
yoy		18.8%	51.1%	14.0%	32.0%	32.0%
毛利率	12.3%	10.4%	12.0%	11.0%	11.5%	12.0%
第三方品牌	118.70	136.05	216.00	248.29	322.78	419.61
yoy		14.6%	58.8%	15.0%	30.0%	30.0%
毛利率	12.0%	9.0%	10.1%	9.5%	9.6%	10.0%
科研仪器及耗材	356.76	427.79	688.19	775.31	1025.59	1358.02
yoy		19.9%	60.9%	12.7%	32.3%	32.4%
毛利率	20.3%	17.1%	17.7%	16.4%	17.1%	17.3%
自主品牌	45.58	64.21	153.82	176.82	247.54	346.56

yoy		40.9%	139.6%	15.0%	40.0%	40.0%
毛利率	40.7%	33.1%	27.4%	26.0%	27.0%	27.0%
第三方品牌	311.18	363.58	534.37	598.49	778.04	1011.46
yoy		16.8%	47.0%	12.0%	30.0%	30.0%
毛利率	17.3%	14.2%	14.9%	13.5%	14.0%	14.0%
科研试剂	278.01	359.70	614.11	895.98	1279.99	1779.97
yoy		29.4%	70.7%	45.9%	42.9%	39.1%
毛利率	44.8%	37.7%	34.4%	32.8%	34.3%	34.7%
自主高端试剂	102.17	134.86	225.78	343.19	497.62	706.62
yoy		32.0%	67.4%	52.0%	45.0%	42.0%
毛利率	65.9%	56.0%	54.2%	51.0%	53.5%	53.5%
第三方高端试剂	106.62	142.18	274.14	383.80	537.31	725.37
yoy		33.4%	92.8%	40.0%	40.0%	35.0%
毛利率	26.4%	20.6%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%
自主通用试剂	69.21	82.66	114.19	169.00	245.05	347.97
yoy		19.4%	38.1%	48.0%	45.0%	42.0%
毛利率	41.9%	37.3%	38.2%	36.5%	37.5%	37.5%
实验室建设及科研信息化	63.50	72.17	58.41	43.81	52.57	73.60
yoy		13.7%	-19.1%	-25.0%	20.0%	40.0%
毛利率	34.6%	45.9%	58.5%	50.0%	55.0%	55.0%
其他	-	0.09	0.30	-	-	-

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 26.3/35.6/48.0 亿元，归母净利润分别为 1.26/2.33/3.26 亿元，当前股价对应 PE 分别为 81/44/31 倍。我们选取 A 股同行业的毕得医药、阿拉丁作为可比公司，参考可比公司估值，考虑到泰坦科技经营持续向好，作为平台型公司有较大发展潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：泰坦科技可比公司估值

代码	简称	股价(元)	每股收益(元)				市盈率(x)		
		2023/3/19	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688179.SH	阿拉丁	39.90	0.89	0.78	1.08	1.45	51.15	37.00	27.45
688073.SH	毕得医药	124.10	2.00	2.24	2.98	4.01	55.40	41.61	30.95
	均值						53.28	39.31	29.20
688133.SH	泰坦科技	121.27	1.71	1.49	2.77	3.87	81.20	43.76	31.30

数据来源：Wind，每股收益为 wind 一致预期，东吴证券研究所

5. 风险提示

(1) **国产替代不及预期**: 科研服务行业整体处于国产替代率低, 内资企业加速发展的阶段, 但国际巨头仍处于主导地位, 若加大在华投入甚至降价挤压, 可能存在国产替代不及预期的风险;

(2) **经营性现金流风险**: 由于公司 SKU 数量较多, 因经营需要, 公司需提前备货, 对流动资金需求量大, 若后续经营性现金流无法有效改善, 可能导致经营风险。

(3) **市场竞争加剧**: 内资科研服务企业虽然当前规模较小, 但是数量较多, 有可能存在价格战等市场竞争加剧风险;

(4) **业务拓展不及预期**: 泰坦科技作为平台型科研服务企业当前正加快并购整合打通全产业链阶段, 可能存在业务拓展不顺利的风险;

泰坦科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,089	3,108	3,483	3,983	营业总收入	2,164	2,633	3,565	4,798
货币资金及交易性金融资产	687	2,058	1,294	1,864	营业成本(含金融类)	1,704	2,093	2,789	3,723
经营性应收款项	772	737	1,265	1,421	税金及附加	6	7	9	13
存货	591	281	865	645	销售费用	127	171	221	303
合同资产	6	5	8	10	管理费用	74	101	132	178
其他流动资产	34	27	51	44	研发费用	84	129	161	226
非流动资产	504	643	799	938	财务费用	6	0	0	0
长期股权投资	13	20	28	36	加:其他收益	6	11	15	19
固定资产及使用权资产	99	146	173	182	投资净收益	3	2	3	4
在建工程	113	130	149	165	公允价值变动	12	0	0	0
无形资产	87	124	165	206	减值损失	-13	0	0	0
商誉	101	151	210	273	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	29	29	29	29	营业利润	171	144	270	378
其他非流动资产	62	43	46	48	营业外净收支	-1	1	1	1
资产总计	2,593	3,752	4,282	4,922	利润总额	170	145	271	379
流动负债	848	918	1,217	1,533	减:所得税	27	21	40	57
短期借款及一年内到期的非流动负债	348	430	530	636	净利润	142	124	231	322
经营性应付款项	156	196	277	342	减:少数股东损益	-2	-1	-2	-3
合同负债	77	67	100	134	归属母公司净利润	144	126	233	326
其他流动负债	268	225	311	420	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.71	1.49	2.77	3.87
非流动负债	129	123	124	125	EBIT	162	143	267	375
长期借款	108	108	108	108	EBITDA	188	194	345	478
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.25	20.52	21.77	22.40
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	6.65	4.77	6.54	6.79
其他非流动负债	12	7	8	8	收入增长率(%)	56.32	21.66	35.39	34.59
负债合计	977	1,041	1,341	1,658	归母净利润增长率(%)	40.09	-12.78	85.57	39.80
归属母公司股东权益	1,576	2,672	2,905	3,230					
少数股东权益	40	39	37	33					
所有者权益合计	1,616	2,710	2,941	3,263					
负债和股东权益	2,593	3,752	4,282	4,922					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-242	513	-635	701	每股净资产(元)	20.67	31.78	34.55	38.42
投资活动现金流	-170	-190	-229	-238	最新发行在外股份(百万股)	84	84	84	84
筹资活动现金流	206	1,048	100	107	ROIC(%)	7.30	4.57	6.65	8.38
现金净增加额	-206	1,371	-764	570	ROE-摊薄(%)	9.13	4.70	8.02	10.08
折旧和摊销	26	51	77	103	资产负债率(%)	37.68	27.75	31.32	33.69
资本开支	-135	-200	-221	-232	P/E(现价&最新股本摊薄)	70.82	81.20	43.76	31.30
营运资本变动	-416	340	-939	279	P/B(现价)	5.87	3.82	3.51	3.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

