

泰坦科技(688133)

报告日期: 2023年05月02日

## 结构改善, 景气恢复

### ——2022年报及23Q1点评报告

#### 投资要点

□ **2022年是泰坦科技业务开展受到明显影响的一年。疫情的反复、政策的调整、高校科研活动强度的减弱及企业投融资景气的下滑都对公司收入及利润产生了明显影响。但我们同时也发现,公司第三方品牌收入占比明显下降、高盈利板块增长迅速、新区域扩张初见成效、收购公司协同显现。公司年报披露,自2023年3月行业景气明显恢复,叠加公司新仓储建设基本完备、新生产、运营基地的陆续投产,我们预测公司有望在2023-2025年收入恢复CAGR约35%的高增长。**

#### □ 财务表现: 业绩受疫情影响明显

**2022:** 实现收入 26.08 亿, YOY 20.50%, 扣非归母净利润 1.09 亿, YOY -12.19%; 毛利率 22.03%, YOY +0.78pct, 净利率 5.05%, YOY -1.52pct;

**2022Q4:** 实现收入 6.63 亿, YOY 0.22%, 扣非归母净利润 2295 万, YOY -48.08%, 毛利率 23.40%, YOY +0.63pct, 净利率 4.53%, YOY -4.11pct;

**2023Q1:** 实现收入 6.55 亿, YOY 12.68%, 扣非归母净利润 2252 万, YOY 39.49%, 毛利率 22.61%, YOY +2.47pct, 净利率 4.00%, YOY +0.47pct。

#### □ 成长能力: 收入结构改善, 新区域迅速扩张, 收购协同显现

分类看, 公司 2022 年自有产品收入 14.09 亿, YOY 23.69%, 收入占比 54.04%, YOY +1.38pct; 第三方代理收入 11.28 亿, YOY 10.11%, 收入占比 43.26%, YOY -4.08pct; 此外, 公司 2022 年由于收购安徽天地, 新增收入板块——为其他品牌提供 OEM 生产, 总收入 6957 万, 毛利率 32.92%, 占公司收入 3%。我们发现, 公司第三方代理收入占比明显降低, 收入结构改善。我们分析这与政策支持下国产替代趋势显现叠加公司自有产品能力增强有关, 未来第三方产品收入占比或逐渐降低至 40% 以下。

**分板块看,** 公司 2022 年收入增长最快的板块为自主品牌高端试剂, YOY 62.89%, 其次为自主品牌科研仪器及耗材, YOY 32.73%。除去项目制的实验室建设及科研信息化及无去年同期收入的为其他品牌提供 OEM 生产外, 公司收入增速最低的为第三方品牌科研仪器及耗材, YOY 6.61%、第三方品牌特种化学品 YOY 9.69% 及自主品牌特种化学品 YOY 10.15%。因为特种化学品主要应用于化工产品生产, 我们认为 2022 年生产端或不及科研端景气度。结合公司年报提到的企业投资新项目锐减, 我们预期单价较高的第三方仪器及特种化学品占比或在 2023 年持续降低, 高毛利率且具有较强品牌性的自主品牌高端试剂或持续高增长, 支撑公司 2023 年收入增长。

**分区域看,** 公司 2022 年收入主体仍然来自于华东地区, 总收入 18.55 亿元, 占总收入 71.12%。在中心仓的推动下, 华中、东北、华南地区增长较快, 分别同比增长 YOY 55.46%、48.57% 及 43.46%。我们认为, 公司随着收入规模的扩大及各区域服务能力的增强, 有望从区域性服务商逐渐成长为全国性公司, 在华北、华南、西南逐渐成为头部服务商, 华中、西北、东北迅速占领市场份额。

此外, 我们发现, 公司于 2021 年末并购的安徽天地在被并购后第二年实现净利润 YOY 55.19%。我们在分析海外龙头公司 Thermo Fisher 的成长之路时发现, 在科学服务公司的发展道路中, 并购整合是公司迅速成长、占领市场份额的重要方式, 我们认为这体现了泰坦已初步具备投资参股、并购整合的消化系统, 为未来的快速发展奠定较好基础。

**从总体来看,** 我们认为公司 2022 年及 2023Q1 收入增长不及预期, 这主要与 2022 年全年疫情反复及政策调整相关。公司年报披露, 2023 年 3 月开始行业景气逐渐恢复, 单月销售收入同比增长超过 45%, 高校市场同比增长高于 80%。我们认为 2023 年公司总收入或逐渐恢复约 35% 的高增长。

#### □ 盈利能力有望持续提升

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 129.65
总市值(百万元)	10,899.89
总股本(百万股)	84.07

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《疫情修复显著, 盈利能力创新高——泰坦科技 Q3 点评报告》 2022.10.28
- 2 《Q3 或环比改善, 新区域新动能——2022 中报点评报告》 2022.08.26
- 3 《【浙商医药】泰坦科技更新报告: 泰坦和 Fisher 比较, 看平台化拓展》 2022.01.19

公司 2022 年自有产品毛利率 29.47%，YOY +2.05pct，主要受高毛利率产品，自主品牌高端试剂的高增长的带动。从板块来看，自主品牌产品毛利率相对稳定，其中自主品牌高端试剂毛利率 62.89%，YOY +0.57pct；自主品牌特种化学品 YOY +1.07pct；第三方代理产品毛利率下降明显，其中特种化学品 YOY -3.14pct、高端试剂 YOY -2.45pct、科研仪器及耗材 YOY -2.07pct。

此外，我们认为公司控股子公司安徽天地的新厂建设、位于宜昌的通用试剂生产、运营一体化基地及位于松江的运营基地在建成后均有望将进一步提升公司在大产品品类的生产制造能力及盈利能力。我们认为，随着公司高毛利率品类的高增长及生产能力的增强，公司总毛利率有望持续提升。

从费用角度，公司 2022 年净利率创自 2017 年新低，主要由于利润率有较强的边际效应，在收入不及预期的情况下受到较大影响。公司 2022 年总员工 1,381 人，YOY 41.21%，尤其是在专业的销售团队和生物类产品团队人员增长较多，强化了专业化能力。我们预计，公司 2023 年或放慢新员工招聘节奏，费用的增长或低于收入增长，净利率有望逐步提升。

#### □ 经营活动现金流：流出收窄，或于 24 年转正

公司 2022 年经营活动现金流净流出 1.51 亿，较同期明显收窄。我们认为公司经营活动现金流主要受到存货及应收账款高增长的影响。公司 2022 年存货在新仓储的推动下增长 2.60 亿，叠加收入不及预期，存货周转率由 3.96 次下降至 2.80 次。应收账款增加 1.21 亿，应收账款周转率基本保持稳定。我们认为，随着收入规模的扩大、盈利能力的增强及公司持续对库存周转的优化等，公司经营活动现金流净流出或持续收窄，并有望于 2024 年转正。

#### □ 盈利预测与估值

公司 2022 年由于行业受到疫情的明显影响收入及利润不及预期，考虑到行业恢复节奏及公司利润率的边际效应，我们下调公司 2023-2024 年盈利预测。我们预测 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.27 亿、3.25 亿及 4.74 亿，EPS 分别为 2.70、3.86 及 5.63 元。对应 2023 年 4 月 28 日收盘价 2023 年 PE 约为 48 倍。参考可比公司估值及行业地位，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

新增固定资产折旧、股权激励、汇兑对表观业绩影响的波动性；新业务的盈利周期的波动性；创新药投融资景气度下滑。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2608	3531	4759	6467
(+/-) (%)	20.50%	35.40%	34.77%	35.90%
归母净利润	125	227	325	474
(+/-) (%)	-26.98%	86.75%	43.33%	45.77%
每股收益(元)	1.48	2.70	3.86	5.63
P/E	87	48	34	23

资料来源：浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

资产负债表					利润表				
(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3139	3715	4390	5332	<b>营业收入</b>	2608	3531	4759	6467
现金	1390	1529	1710	1835	营业成本	2033	2719	3578	4742
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	7	9	12	16
应收账款	688	1005	1062	1435	营业费用	162	205	286	414
其它应收款	19	25	34	46	管理费用	106	124	181	291
预付账款	163	218	286	379	研发费用	118	155	228	323
存货	850	904	1264	1609	财务费用	22	38	55	66
其他	28	34	34	27	资产减值损失	27	35	38	45
<b>非流动资产</b>	833	969	1048	1105	公允价值变动损益	14	9	6	5
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	13	15	15	15	其他经营收益	19	20	10	0
固定资产	92	270	403	500	<b>营业利润</b>	152	274	396	574
无形资产	193	182	171	161	营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	255	213	158	113	<b>利润总额</b>	151	274	396	574
其他	280	289	301	316	所得税	19	35	55	80
<b>资产总计</b>	3972	4684	5438	6437	<b>净利润</b>	132	239	340	493
<b>流动负债</b>	889	1310	1724	2230	少数股东损益	7	12	15	20
短期借款	509	834	1117	1254	<b>归属母公司净利润</b>	125	227	325	474
应付款项	154	245	365	721	EBITDA	207	341	489	684
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	1.48	2.70	3.86	5.63
其他	226	231	243	255					
<b>非流动负债</b>	316	368	369	368	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	270	320	320	320		<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	46	48	48	47	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	1205	1678	2093	2598	营业收入	20.50%	35.40%	34.77%	35.90%
少数股东权益	47	59	74	94	营业利润	-23.25%	80.96%	44.37%	44.94%
归属母公司股东权益	2720	2946	3271	3745	归属母公司净利润	-26.98%	81.60%	43.33%	45.77%
<b>负债和股东权益</b>	3972	4684	5438	6437	<b>获利能力</b>				
					毛利率	22.03%	22.99%	24.82%	26.68%
<b>现金流量表</b>					净利率	5.05%	6.76%	7.15%	7.63%
(百万元)					ROE	5.70%	7.85%	10.23%	13.18%
<b>经营活动现金流</b>	(151)	(62)	60	139	ROIC	4.23%	6.52%	8.12%	10.21%
净利润	132	239	340	493	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	34	30	38	44	资产负债率	30.34%	35.84%	38.48%	40.36%
财务费用	22	38	55	66	净负债比率	68.06%	71.21%	70.60%	62.16%
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)	流动比率	3.53	2.83	2.55	2.39
营运资金变动	(217)	(334)	(35)	(145)	速动比率	2.58	2.15	1.81	1.67
其它	(122)	(35)	(339)	(320)	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	(481)	(136)	(106)	(85)	总资产周转率	0.79	0.82	0.94	1.09
资本支出	(150)	(150)	(100)	(80)	应收账款周转率	4.74	4.60	5.00	5.50
长期投资	(0)	(2)	0	0	应付账款周转率	13.16	13.66	11.88	8.87
其他	(331)	15	(6)	(5)	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	1352	671	0	0	每股收益	1.48	2.70	3.86	5.63
短期借款	168	325	282	137	每股经营现金	(1.80)	(0.74)	0.71	1.65
长期借款	162	50	0	0	每股净资产	32.35	35.05	38.91	44.54
其他	1022	296	(282)	(137)	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	720	139	181	125	P/E	87	48	34	23
					P/B	4.01	3.70	3.33	2.91
					EV/EBITDA	53.81	31.20	22.02	15.79

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>