

国产科研服务商龙头已现，进口替代可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-11-20

收盘价（元）	125
近12个月最高/最低（元）	128/57.52
总股本（百万股）	76.25
流通股本（百万股）	15.57
流通股比例（%）	20.42
总市值（亿元）	95.31
流通市值（亿元）	19.46

分析师：李华云

执业证书号：S0010520110001

电话：021-60958381

邮箱：lihy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 为什么我们认为泰坦科技作为国产科研服务商龙头，在国内市场有替代国际巨头的潜力？

首先，国内科研服务市场足够广阔，为国产龙头成长提供了空间；其次，泰坦科技相比可比公司业务丰富得多，其业务涉及通用试剂、自主品牌高端试剂、科研仪器及耗材等多个领域；最后，公司拥有成熟的销售渠道和仓储物流系统，能够助力公司扩张。

● 与市场不同的观点：我们认为公司自主品牌产品采取 OEM 符合其目前发展模式

在科研服务行业中，Sigma-Aldrich、Thermo-Fisher 等国际巨头，也是以 OEM 的方式与国内外众多供应商开展实验室级别的 OEM 合作，开拓并不断丰富产品系列。比较 2019 年与 2017 年各可比公司毛利率水平，在部分可比公司毛利率略有下滑的情况下，泰坦科技各业务线毛利率呈上升态势。

● 与市场不同的观点：我们认为目前公司代理业务不是劣势，反而是优势

目前公司外购第三方品牌产品，可与自主品牌共同形成完整的产品矩阵，保证产品线的完整性，也可为客户提供购物便利。公司在自主品牌、第三方品牌产品库中挑选合适的产品，可为客户形成整合方案，随着公司服务客户数量的增长，积累的技术预计也能提升公司的技术实力。

● “买入评级”偏长期逻辑

我们预计 2020-2022 年公司实现主营业务收入 13.73 亿元、17.85 亿元、23.20 亿元，同比增长 20%、30%、30%，对应归母净利润 0.94 亿元、1.46 亿元、1.92 亿元，同比增长 26.4%、55.4%、32.2%，对应 EPS 1.23 元、1.91 元、2.52 元。公司是我国科研服务龙头企业，拥有研发实力和销售能力，我们战略性给予公司“买入（首次）”评级。

● 风险提示

政策风险；竞争风险；区域拓展风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1144	1373	1785	2320
收入同比（%）	23.6%	20.0%	30.0%	30.0%
归属母公司净利润	74	94	146	192
净利润同比（%）	23.7%	26.4%	55.4%	32.2%
毛利率（%）	23.9%	24.0%	24.9%	25.7%
ROE（%）	13.2%	6.2%	8.8%	10.5%
每股收益（元）	0.97	1.23	1.91	2.52
P/E	0.00	101.75	65.48	49.52
P/B	0.00	6.34	5.78	5.18
EV/EBITDA	-1.29	79.09	58.37	42.94

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 泰坦科技是国产科研服务龙头企业.....	5
1.1 公司深耕科研服务市场.....	5
1.2 公司股权结构清晰.....	7
2 国内科研服务市场足够广阔，为国产龙头成长提供了空间.....	9
3 公司业务布局丰富.....	12
3.1 科研试剂.....	13
3.2 特种化学品.....	14
3.3 科研仪器及耗材.....	15
3.4 实验室建设及科研信息化服务.....	16
3.5 公司不同业务线毛利率差异较大.....	18
4 在国产头部企业中，泰坦科技展现出了较强竞争力.....	21
4.1 泰坦科技在收入、净利润方面的表现超过行业平均水平.....	21
4.2 如何理解公司自主品牌产品采取 OEM 的生产模式？.....	23
4.3 如何理解公司的仓储物流模式？.....	25
4.4 如何理解公司的代理业务？.....	28
4.5 公司销售模式更丰富：采取线上线下结合的销售模式.....	31
5 展望：科研服务领域国产替代是否重要？国产龙头离国际巨头还有多远？.....	32
5.1 在科研服务领域，实现国产替代有重要的意义.....	32
5.2 市场应给予国产龙头足够长的时间成长.....	32
5.3 泰坦科技目前进口替代主要产品集中在科研试剂方面.....	33
5.4 拥有物流布局+线上线下+代理+自主品牌的业务模式，公司未来成长确定性预计较高.....	34
6 盈利预测、估值及投资评级.....	36
6.1 盈利预测.....	36
6.2 估值及投资建议.....	38
风险提示：.....	39
财务报表与盈利预测.....	40

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	5
图表 2 泰坦科技科创属性概览.....	6
图表 3 公司收入构成 (2019 年).....	6
图表 4 2017-2019 泰坦科技收入及增速.....	7
图表 5 2017-2019 泰坦科技归母净利及增速.....	7
图表 6 2017-2019 泰坦科技经营净现金流量.....	7
图表 7 2017-2019 泰坦科技应收账款及占比.....	7
图表 8 公司股权结构图 (发行前).....	8
图表 9 公司前十大股东 (上市日 10 月 30 日).....	8
图表 10 我国研究与试验发展经费支出活动主体 (2018 年结构).....	9
图表 11 全球研发经费持续增长, 增速较慢.....	10
图表 12 我国研究与试验发展 (R&D) 经费支出增长较快.....	10
图表 13 全球生命科学实验耗材市场规模约 387.4 亿美元 (2019 年).....	11
图表 14 公司经营服务流程概览.....	12
图表 15 公司科研服务产品板块概览.....	13
图表 16 公司高端试剂产品示例.....	14
图表 17 公司通用试剂产品示例.....	14
图表 18 公司特种化学品产品示例.....	15
图表 19 公司仪器设备产品示例.....	16
图表 20 公司试验耗材产品示例.....	16
图表 21 公司实验室建设案例.....	17
图表 22 公司科研信息化服务实验室管理解决方案.....	18
图表 23 公司不同业务毛利率整体差异比较 (包含代理业务).....	19
图表 24 相比代理业务, 公司自主品牌产品毛利率维持在较高水平.....	19
图表 25 公司自主细分业务毛利率比较 (不包含代理业务).....	20
图表 26 可比公司业务比较.....	21
图表 27 可比公司各年份收入比较 单位: 亿元.....	22
图表 28 可比公司各年份净利润比较 单位: 亿元.....	22
图表 29 可比公司各年份毛利率比较 单位: %.....	23
图表 30 公司 OEM 模式概览.....	24
图表 31 可比公司 细分业务 毛利率趋势比较.....	25
图表 32 科研服务业的行业特点.....	25
图表 33 如何理解公司的仓储物流模式.....	26
图表 34 公司目前主营业务收入主要来源于华东地区.....	27
图表 35 公司自有运输与第三方运输的运输订单及单价情况.....	27
图表 36 公司提供解决方案的案例.....	29
图表 37 公司第三方品牌与自主品牌收入占比相对均衡.....	30
图表 38 公司科研试剂方面的研发能力示例.....	30
图表 39 公司探索平台网页展示.....	31

图表 40 我国科研服务行业具有重要的战略意义	32
图表 41 行业内全球知名公司营收利润规模	33
图表 42 在高端化学试剂的产品种类方面,公司已与国际巨头达到同一数量级	34
图表 43 泰坦科技选择综合服务企业发展模式,预计有相应优势	35
图表 44 公司盈利预测	36
图表 45 基于盈利预测的业绩拆分(主要单位:万元)	37
图表 46 上市及挂牌科研服务企业估值对照表 1	38
图表 47 上市科研服务企业估值对照表 2	39

1 泰坦科技是国产科研服务龙头企业

1.1 公司深耕科研服务市场

泰坦科技(以下简称 公司)立足科研服务行业,以产品开发为主,为世界 500 强制药企业提供研发用新型化合物。公司设立于 2007 年 10 月 18 日,自 2008 年起,公司加大研发投入,打造自主高端科研试剂品牌 **Adamas**, 依靠产品质量,获得了多家重点高校院所和医药研发企业认可。目前,公司主要自主品牌有 **Adamas-beta** (高端试剂)、**General-Reagent** (通用试剂)、**Titan Scientific** (实验室仪器、科研耗材)、**Titan Scientific Lab**(实验家具)、**Titan SRM**(科研信息化)及 **Tichem** (特种化学品)。经过不断的发展,公司建立了完善的高端科研试剂的产品开发体系、质量检测体系,同时具备较强持续产品开发管理能力。目前公司 **SKU**(库存量单位,每种产品均对应有唯一的 **SKU** 号) **超过 60 万,是行业内 SKU 最为丰富的公司之一**,可以全方位的满足客户需求。

公司于 2013 年整体变更为股份公司,于 2015 年 12 月 25 日新三板挂牌,后主动申请终止挂牌;公司符合科创板属性要求,于 2020 年 10 月 30 日科创板上市。

图表 1 公司发展历程



资料来源:招股书,华安证券研究所

图表 2 泰坦科技科创属性概览

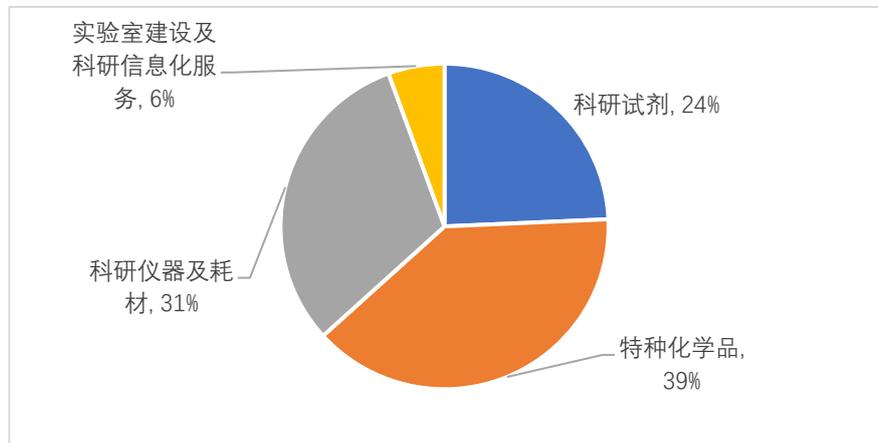
科创属性评价标准一	公司相应情况
最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入比例 $\geq 5\%$, 或最近三年累计研发投入金额 ≥ 6000 万元	2017年至2019年, 公司研发投入分别为2,888.46万元、2,998.44万元和3,648.33万元, 累计9,535.24万元, 满足最近三年研发投入金额累计6,000万元以上的要求
形成主营业务收入的发明专利(含国防专利) ≥ 5 项	公司已获得授权发明专利26项, 且均为主营业务相关的发明专利, 满足形成主营业务收入的发明专利5项以上的要求
最近三年营业收入复合增长率 $\geq 20\%$, 或最近一年营业收入金额 ≥ 3 亿	2019年度, 公司营业收入达到11.44亿元, 且2017~2019年营业收入复合增长率达到31.28%, 满足最近三年营业收入复合增长率达到20%, 或最近一年营业收入金额达到3亿元的要求

资料来源: 招股书, 华安证券研究所

公司下游客户涵盖高校、科研院所、政府机构和企业研发检测部门等, 客户所属领域涉及: 生物医药、新材料、新能源、节能环保、食品日化、分析检测、智能制造等。

2017~2019年, 公司主营业务各产品均保持快速成长, 公司整体收入规模持续增长。公司主营产品由科研试剂、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构成。2017~2019年, 公司**科研试剂**的收入分别为1.74亿元、2.38亿元和2.78亿元, **年均复合增长 26.55%**; **特种化学品**收入分别为2.72亿元、3.94亿元和4.46亿元, **年均复合增长 27.93%**; **科研仪器及耗材**的收入分别为1.89亿元、2.59亿元和3.57亿元, **年均复合增长 37.21%**。

图表 3 公司收入构成 (2019年)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司的主营业务收入持续快速增长, 年均复合增长率超过30%, 归母净利润复合增速超过30%。

2017年和2018年经营活动产生的现金流量净额与净利润的变动趋势一致, 2019年度经营活动产生的现金流量净额与净利润差异的主要原因为经营性应收款项增加较多, 同时存货影响较大。

2017年、2018年及2019年公司应收账款账面价值分别为1.29亿元、1.72亿元及2.88亿元, 占营业收入的比例分别为19.45%、18.62%和25.14%, 占比较高。公司主要客户均为高校、科研院所、政府机构和企业研发检测部门, 商业信誉良好。

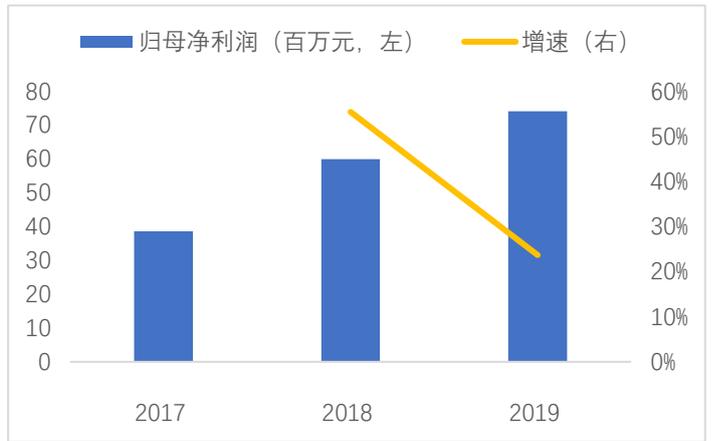
相比于 2017 年度和 2018 年度, 2019 年度公司经营活动产生的现金流净额显著下降, 主要原因: 1、公司主动进行存货管理, 提高了产品现货率, 因此备货增加。 2、公司四季度销售收入增加较多, 导致应收款项相应增加。

图表 4 2017-2019 泰坦科技收入及增速



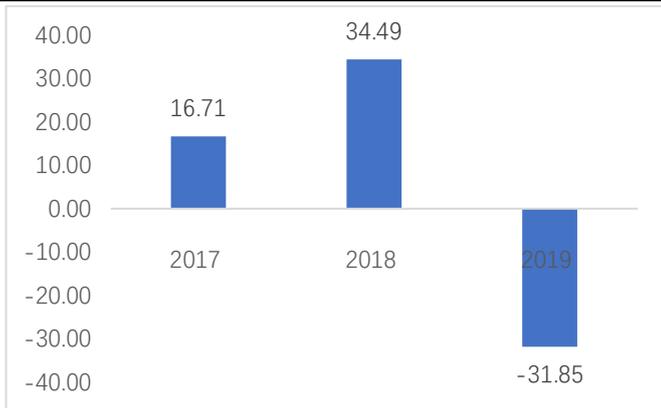
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 2017-2019 泰坦科技归母净利润及增速



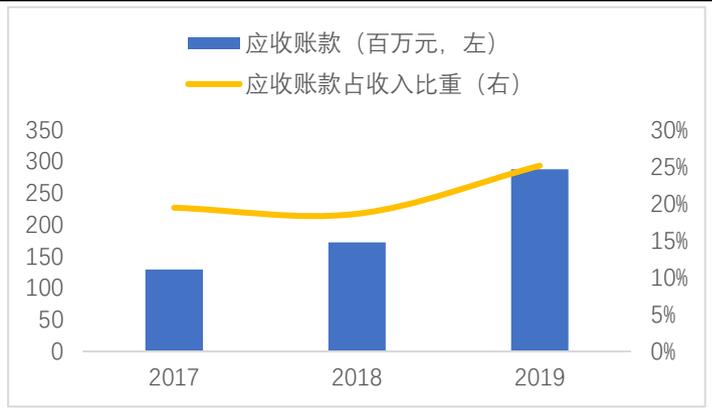
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 2017-2019 泰坦科技经营净现金流量



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 2017-2019 泰坦科技应收账款及占比

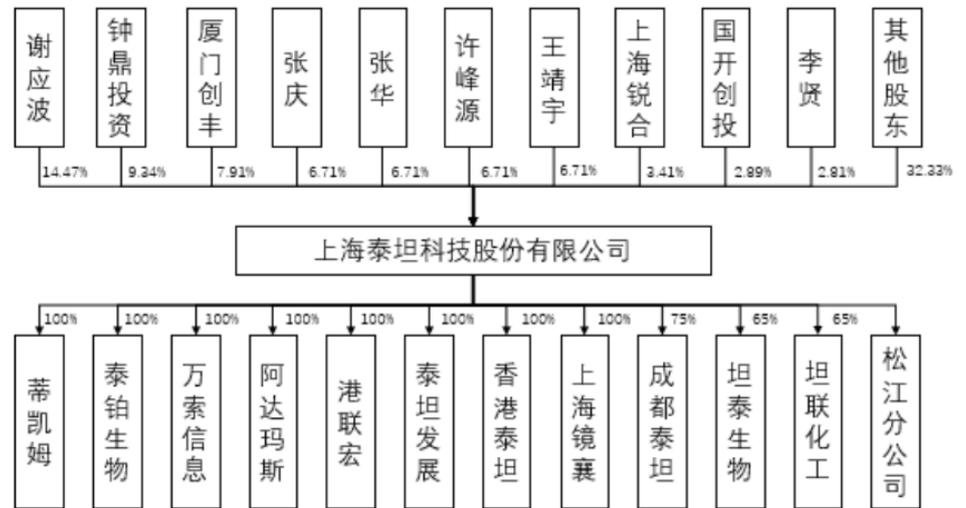


资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.2 公司股权结构清晰

公司实际控制人系谢应波、张庆、张华、许峰源、张维燕、王靖宇。谢应波持股比例为 14.47%, 并担任公司董事长; 张庆持股比例为 6.71%, 并担任公司董事兼总经理。谢应波、张庆、张华、许峰源、王靖宇、张维燕合计直接持有公司发行前 43.29% 的股份。

图表 8 公司股权结构图 (发行前)



资料来源：招股书，华安证券研究所

发行后公司前十大股东持股比例约 51.14%。

图表 9 公司前十大股东 (上市日 10 月 30 日)

排名	股东名称	占总股本比例 (%)
1	谢应波	10.85
2	苏州钟鼎五号股权投资基金合伙企业(有限合伙)	7.01
3	厦门创丰昕华创业投资合伙企业(有限合伙)	5.94
4	张庆	5.03
5	张华	5.03
6	许峰源	5.03
7	王靖宇	5.03
8	上海锐合新信创业投资中心(有限合伙)	2.56
9	中信证券-招商银行-中信证券泰坦科技员工参与科创板战略配售集合资产管理计划	2.50
10	国开科技创业投资有限责任公司	2.16
	合计	51.14

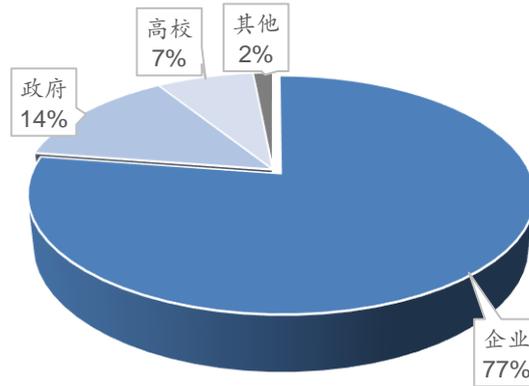
资料来源：Wind，华安证券研究所

2 国内科研服务市场足够广阔，为国产龙头成长提供了空间

研发经费的规模直接影响了科研服务市场的规模。科研服务行业为从事科学研究和生产质量控制的企业、高校和研究机构，提供设计、建设、运营、维护、升级、改造、信息化的科研服务技术解决方案。

随着政府、企业和科研机构研发经费的持续增长，科研服务行业市场规模亦有望持续扩大。根据国家统计局《2018 年全国科技经费投入统计公报》数据，2018 年全国科技经费投入分活动主体来看，各类企业经费支出 1.52 万亿元，比上年增长 11.5%；政府属研究机构经费支出 2691.7 亿元，增长 10.5%；高等学校经费支出 1457.9 亿元，增长 15.2%。企业、政府属研究机构、高等学校经费支出所占比重分别为 77.4%、13.7%和 7.4%。总体来看，我国科研经费投入近年保持增长，投入强度稳步提高。我国科研经费的持续增长，将带动了市场对研究与试验用品需求的增加，科研服务行业市场容量将进一步扩大。

图表 10 我国研究与试验发展经费支出活动主体（2018 年结构）

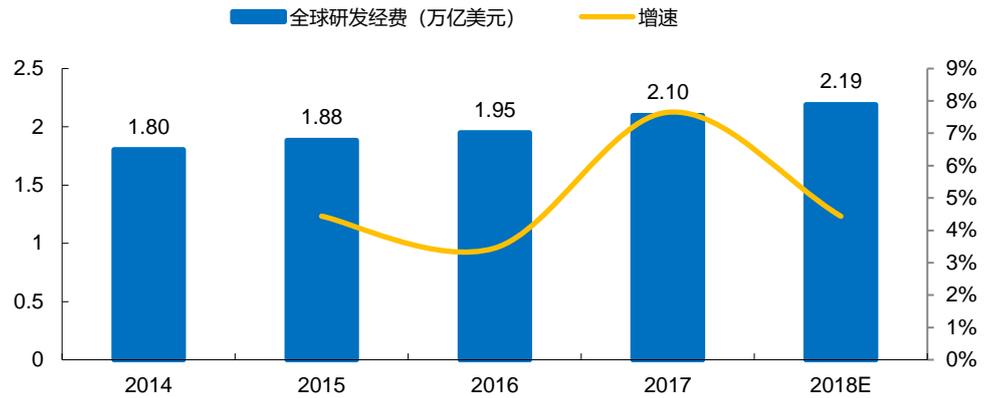


资料来源：招股书，华安证券研究所

国内科研服务行业发展保持良好势头，增速超过全球平均水平。

随着世界科技竞争的日趋激烈，全球正迅速进入知识密集型经济时代，科学和工程研究、商业化应用及智力成果转化的重要性愈发凸显。全球目前已形成科学发展热潮，各个国家均将资源集中到研发、教育等知识密集型领域，全球研发经费近年来始终保持了稳定增长。

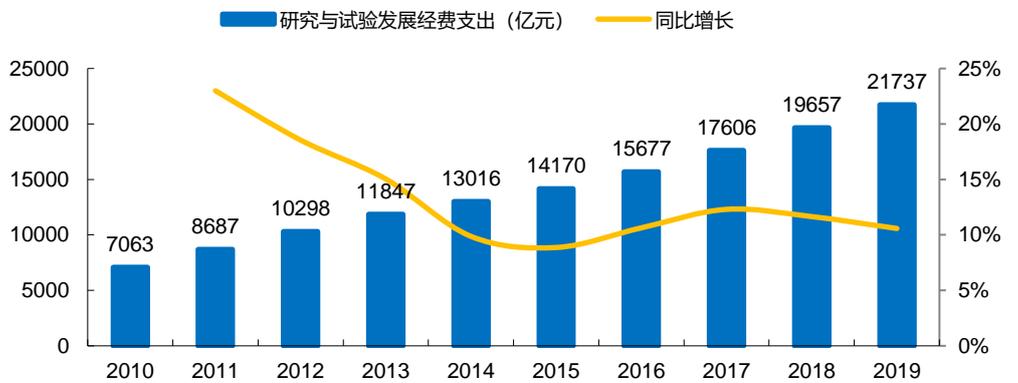
图表 11 全球研发经费持续增长，增速较慢



资料来源：招股书，华安证券研究所

我国作为发展中国家，整体科学研究领域起步较晚，在科学研究领域的积累层面相较国外发达国家仍存在差距，但在国家政策对科技型企业自主创新的扶持下，我国科学研究支出保持了高速增长，也带动了国内科研服务行业在近年来迎来了较快速的发展。根据国家统计局统计数据显示，2019 年全国共投入研究与试验发展 (R&D) 经费约 2.17 万亿元，比上年增加 2,080 亿元，增长 10.58%。

图表 12 我国研究与试验发展 (R&D) 经费支出增长较快



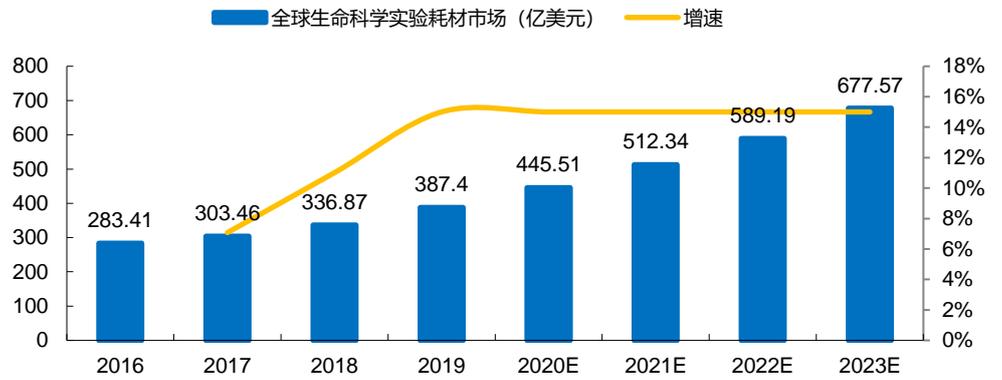
资料来源：招股书，华安证券研究所

若假设科研服务行业销售规模占国内科研经费支出的 2%，则 2019 年国内科研服务行业规模约 434 亿元；若假设科研服务行业销售规模占国内科研经费支出的 5%，则 2019 年国内科研服务行业规模超过 1000 亿元。

对于科研服务市场的具体占比，目前没有权威数据。我们参考另一数据——科研服务细分领域，生物实验室耗材规模——来做相应判断。根据丁香通网站数据显示，2019 年全球生物实验室耗材的市场规模为 387.4 亿美元，预计到 2023 年全球生物实验室耗材的市场规模将达 677.57 亿美元左右。我们参考全球科研经费与国内科研经费比值(2018 年全球科研经费约 2.19 万亿美元对应国内科研经费约 1.97

万亿人民币), 可以合理假设这一比值在 2019 年相对平稳, 那么, 参考全球生物实验室耗材的市场规模, **我们可以合理预计 2019 年国内生物实验室耗材的市场规模在 348 亿元人民币水平。**综合来看, 国内科研服务市场规模大, 且成长较快, 为相关国产企业的成长提供了发展空间。

图表 13 全球生命科学实验耗材市场规模约 387.4 亿美元 (2019 年)

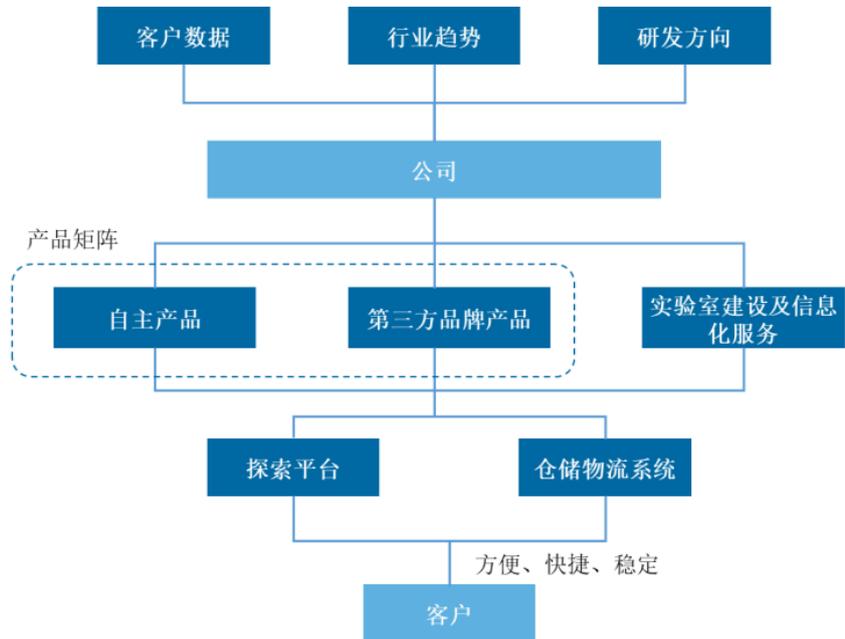


资料来源: 招股书, 华安证券研究所

3 公司业务布局丰富

公司通过提供科研试剂、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，满足科研工作者、分析检测和质量控制人员的科研相关需求。

图表 14 公司经营服务流程概览



资料来源：招股书，华安证券研究所

公司致力于为国内科学研究、科技创新及产业升级提供重要支撑和保障。首先，公司通过销售人员日常销售维护及服务，对客户研发方向、历史采购数据及行业趋势进行分析，掌握了客户需求。然后，公司为满足客户需求，研发建设了自主品牌，并以 OEM 的模式进行生产。同时，为保证产品的完整性，公司外购第三方品牌产品，并与自主品牌产品共同形成完整的产品矩阵，对外实现销售。最后，公司通过建设科研服务平台“探索平台”、建立仓储物流系统等，为客户提供稳定可靠、方便、快捷的产品和服务。

图表 15 公司科研服务产品板块概览

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		

资料来源：招股书，华安证券研究所

3.1 科研试剂

科研试剂是指在科学研究和分析检测过程中用到的**化学和生物试剂**。科研试剂在科技创新中具有重要地位，在实验中科研试剂质量的高低直接影响前沿创新的过程选择与结果体现。目前公司科研试剂根据产品特性、品类、品牌和应用等因素主要分为**高端试剂**和**通用试剂**两大类，拥有两个自主试剂品牌：Adamas 和 Greagent，同时对外销售 Sigma-Aldrich、Merck、Fisher、TCI 等国际知名品牌。2017~2019 年，公司销售的科研试剂以自主品牌为主，销售金额占主营业务收入比例为 12.80%、13.18%和 14.98%。

(1) 高端试剂

高端试剂是指用于分析检测、生命科学、化学合成、材料科学、电子化学等领域的科研试剂，具有品种多、用量小、品质高、价格贵、获取难度较大等特点，主要包括各类合成砌块、材料单体、生物标记物、高纯金属、特种催化剂、标准对照品、色谱试剂、生物试剂等，主要用于生物医药、新材料、新能源、精细化工、食品日化等领域。

2017~2019 年，公司销售的高端试剂以自主品牌 Adamas 为主，Adamas 销售金额占主营业务收入比例为 7.61%、7.66%和 8.93%。

图表 16 公司高端试剂产品示例



资料来源：招股书，华安证券研究所

(2) 通用试剂

通用试剂是指用于化学实验、分析化验、研究试验、教学实验和化学配方的常用化学品，具有用量大、价格低、获取难度较小等特点，主要包括各类酸、碱、盐、有机试剂、常规溶剂、无机化合物等，是各类应用领域的常规基础科研试剂。

2017~2019 年，公司销售的通用试剂 Greagent 销售金额占主营业务收入比例为 5.19%、5.52%和 6.05%。

图表 17 公司通用试剂产品示例



资料来源：招股书，华安证券研究所

3.2 特种化学品

特种化学品是指化工产品生产过程中使用的功能性助剂，主要包括醇醚酯类、异构烷烃类、碳氢溶剂、单官能溶剂和多官能溶剂等，具有用量大、需要持续试样、指标参数随客户工艺调整等特点，主要用于生物医药、新材料、食品日化、涂料油墨等工业领域。

2017~2019 年，公司销售的特种化学品以自主品牌 Tichem 为主，Tichem 销售金额占主营业务收入比例为 31.35%、32.51%和 28.59%。

图表 18 公司特种化学品产品示例



资料来源：招股书，华安证券研究所

3.3 科研仪器及耗材

科研仪器及耗材主要指在科学研究和分析检测过程中用到的研发设备及相关消耗材料。科研仪器及耗材在科技创新中亦具有重要地位，为科研人员的科技创新提供实验工具，是科技创新“工具库”。

目前公司科研仪器及耗材主要包括仪器设备和实验耗材，拥有两个自主仪器和耗材品牌：Titan Scientific 及 Titan，同时外购了梅特勒-托利多 (METTLER TOLEDO)、安捷伦 (Agilent)、珀金埃尔默 (PerkinElmer)、赛默飞 (Thermo-Fisher)、3M、康宁 (Corning) 等国际知名品牌产品。2017~2019 年，公司销售的科研仪器及耗材以第三方品牌为主，第三方品牌科研仪器及耗材销售金额占主营业务收入为 25.75%、23.41% 和 27.20%。

(1) 仪器设备

科研仪器设备是指科研实验中所需要的基础研发设备，主要面向客户包括生物制药、石油化工、食品日化、环保环境、检验检疫、新材料、新能源、生命科学等领域的企业，及高校院所、政府机构等，产品主要包括搅拌、分散乳化、天平、水分仪、滴定仪、温控设备、烘箱培养箱、纯水系统、紫外分光光度计、TOC、离心机、真空泵、平行反应仪、气体检测以及气液相等实验室通用仪器和分析仪器等。

公司目前销售的仪器设备，包括自主品牌 Titan Scientific，及梅特勒-托利多 (METTLER TOLEDO)、安捷伦 (Agilent)、珀金埃尔默、赛默飞等国际知名品牌产品。其中 2017~2019 年，公司销售的科研仪器以第三方品牌为主，第三方品牌科研仪器销售金额占主营业务收入比例为 19.53%、17.15% 和 20.39%。

图表 19 公司仪器设备产品示例



资料来源：招股书，华安证券研究所

(2) 实验耗材

实验耗材是指科研实验中所需要消耗的材料，主要服务生物医药、新材料、新能源、化工化学、食品日化、水资源保护、分析检测等工业领域客户，及高校、研究所、安监、质检等政府机构，产品主要包括分析耗材、生物耗材、常规耗材和安防产品等。

公司目前销售的实验耗材包括自主耗材品牌 Titan，及 3M、康宁 (Corning) 等国际知名品牌产品。2017~2019 年，公司销售的实验耗材以第三方品牌为主，第三方品牌实验耗材销售金额占主营业务收入为 6.22%、6.26%和 6.80%。

图表 20 公司试验耗材产品示例



资料来源：招股书，华安证券研究所

3.4 实验室建设及科研信息化服务

实验室建设及科研信息化服务主要是公司为客户提供与科研相关的配套实验室设计建设和科研管理信息化系统项目，具体包含：

(1) 实验室建设：

公司为客户提供实验室整体解决方案，提供从实验室的需求分析、整体规划设计、设备采购安装、施工装修到实验室的日常维护运营等一体化全方位服务，确保科研人员拥有安全环保的实验室环境。

“Titan Scientific Lab”是公司针对不同需求的实验室建设环节推出的品牌，包括：生物医药研发实验室、科研教学平台实验室、国内国际认证实验室、生物医药洁净实验室、新能源高标准实验室、环境检测实验室等。公司聚焦通风控制、高低温环境、耐腐蚀环境、超净环境，为各种不同实验室提供解决方案，全面提升实验室安全性、舒适性、环保性和节能性，并逐步拓展服务至实验室维保、产品更换与升级及搬迁等服务。

经过多年专业研究和发展的，公司已形成了针对实验室设计建设的整套成熟流程和设计建设方案，同时积累了设计建设经验和经典的成功案例，如复旦大学教学科研楼升级改造、上海化工研究院 20,000 平方米新研发中心等标志性项目建设。

图表 21 公司实验室建设案例



资料来源：招股书，华安证券研究所

实验室建设业务中所安装的设备系实验室建设平台的相关设备，属于实验室建设中的一环，不单独对外销售。设备主要包括实验台、实验桌、各种储存柜、通风柜及配套系统、废气处理装置等，均为公司自有品牌设备。公司根据实验室建设的整体设计方案进行产品设计，确认设备规格、功能、工艺和材质等方面的要求，并委托 OEM 厂商进行定制化生产。

(2) 科研信息化服务：

公司的科研信息化服务销售的是软件产品，以研制或外购的标准化模块为载体，为客户提供研发管理、实验记录、分析检测、质量控制的系统解决方案。

“Titan SRM”是公司的研发信息化系统品牌，是以研制或外购的标准化模块为载体的软件产品，能够将各类科研相关的数据信息整合，为研发的知识积累和决策支持提供保障，主要包含：研发综合管理系统、电子实验记录本、分析检测管理系统和数据分析挖掘工具等四大系统，形成完善的实验室管理解决方案。同时，“Titan SRM”还能直接对接“探索平台”，便于客户科研物资采购。“Titan SRM”已有效应用到国内多家生物医药领军企业。

图表 22 公司科研信息化服务实验室管理解决方案



资料来源：招股书，华安证券研究所

3.5 公司不同业务线毛利率差异较大

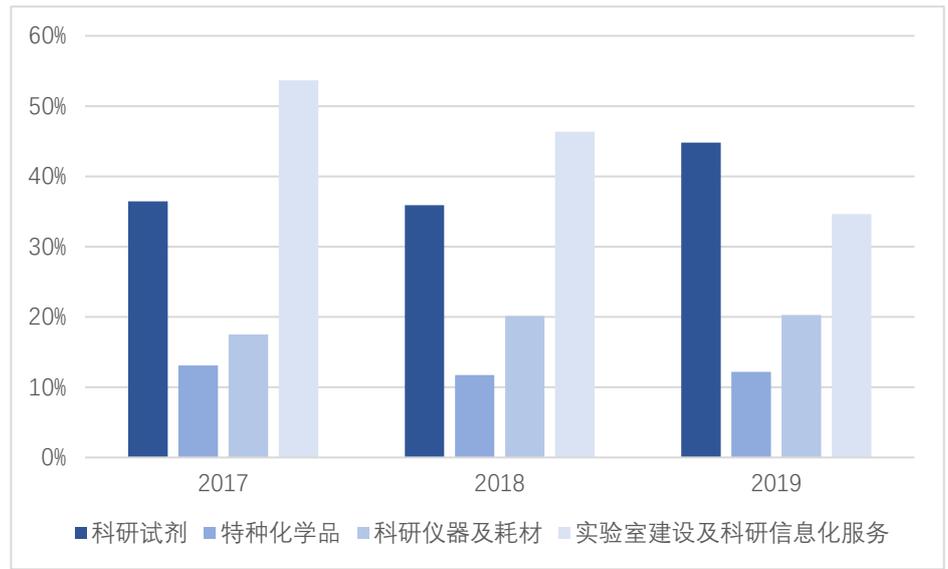
科研试剂方面：2017~2019年，毛利率分别为 36.47%、35.91%和 44.79%，存在一定的波动，主要原因系公司试剂种类众多，不同品牌及不同应用的试剂毛利率差异较大。2019年公司科研试剂毛利率上升，主要原因系公司毛利率较高的自主品牌高端试剂收入占比上升导致。

特种化学品方面：2017~2019年，毛利率分别为 13.09%、11.74%和 12.21%，基本保持稳定。由于特种化学品的市场供应竞争较为激烈，因此毛利率相对较低。

科研仪器及耗材方面：2017~2019年，毛利率分别为 17.50%、20.12%和 20.28%，保持相对稳定，主要原因系公司自主品牌科研仪器及耗材毛利率较高但收入占比较低，而第三方品牌科研仪器和耗材的收入占比相对较高，因此拉低了整体科研仪器及耗材的毛利率。

实验室建设及科研信息化服务方面：由于该业务专业性要求较高，报告期内公司该板块业务毛利率分别为 53.66%、46.37%和 34.61%，处于相对较高水平。由于该板块业务规模相对较小，且每个项目需求差异化程度高，单个项目的毛利率波动比较大。2018年度，该板块毛利率较上年下降 7.29%，主要系上海中翊日化有限公司的实验室建设项目金额较大，毛利率较低所致，剔除该客户的影响，2018年度实验室建设及科研信息化服务毛利率为 51.39%。2019年度，该板块毛利率较上年下降 11.76%，主要系新增客户的实验室建设项目毛利率相对较低所致。未来，随着该板块业务的不断增长，综合毛利率预计将趋于稳定。

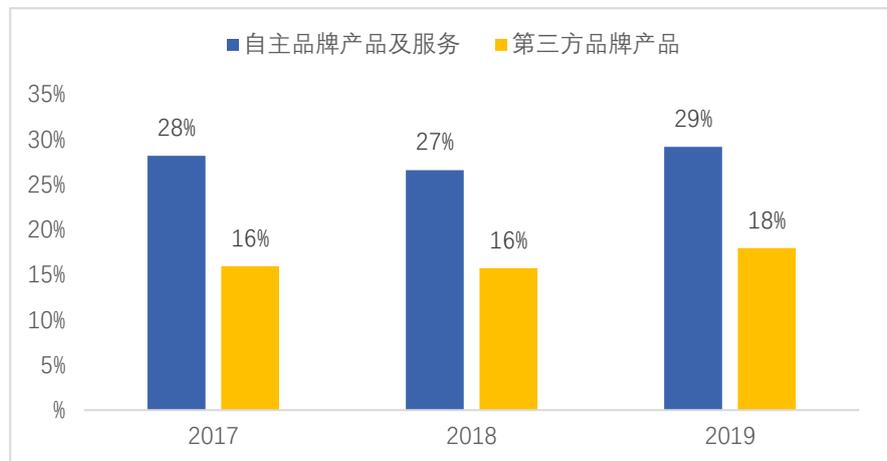
图表 23 公司不同业务毛利率整体差异比较 (包含代理业务)



资料来源：招股书，华安证券研究所

2017~2019 年，公司第三方品牌产品毛利率分别为 15.93%，15.71%和 17.94%，其中 2019 年上升较大，主要原因系公司 2019 年第三方高端试剂收入较高导致。

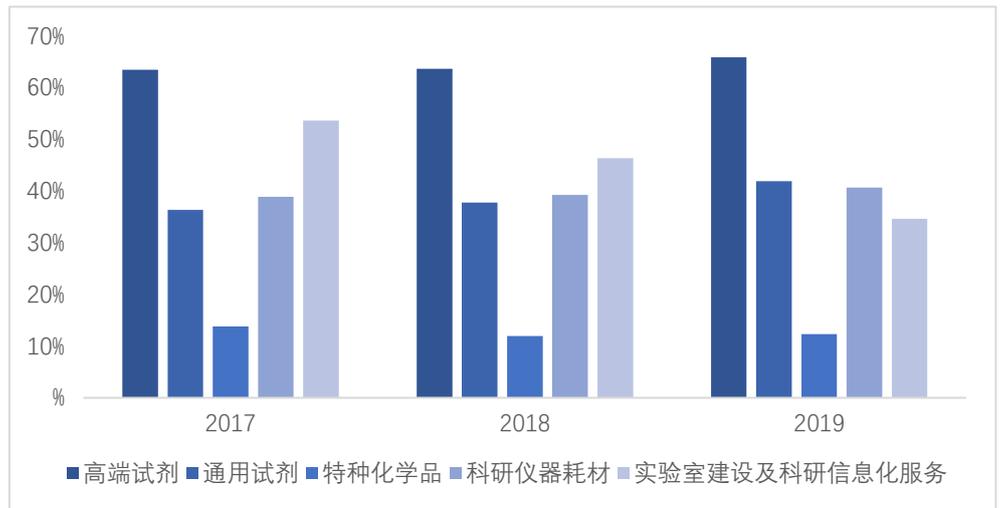
图表 24 相比代理业务，公司自主品牌产品毛利率维持在较高水平



资料来源：招股书，华安证券研究所

公司自主高端试剂毛利率分别为 63.45%，63.64%和 65.90%始终保持较高水平，自主通用试剂毛利率分别为 36.37%，37.75%和 41.94%呈稳步上升趋势，自主特种化学品和科研仪器耗材毛利率保持稳定，实验室建设和科研信息化服务产品毛利率下降主要受个别项目影响。

图表 25 公司自主细分业务毛利率比较 (不包含代理业务)



资料来源：招股书，华安证券研究所

4 在国产头部企业中，泰坦科技展现出了较强竞争力

4.1 泰坦科技在收入、净利润方面的表现超过行业平均水平

公司国内竞争对手中，西陇科学聚焦于化工原料和化学试剂等业务，对标公司自主品牌的通用试剂和特种化学品业务，整体收入规模虽然较大，但毛利率相对较低；阿拉丁聚焦于科研试剂业务，对标公司自主品牌的高端试剂业务，**整体收入规模相对较小，但毛利率相对较高**；安谱实验和洁特生物主要聚焦于科研仪器及耗材业务，对标公司自主品牌的科研仪器及耗材业务。

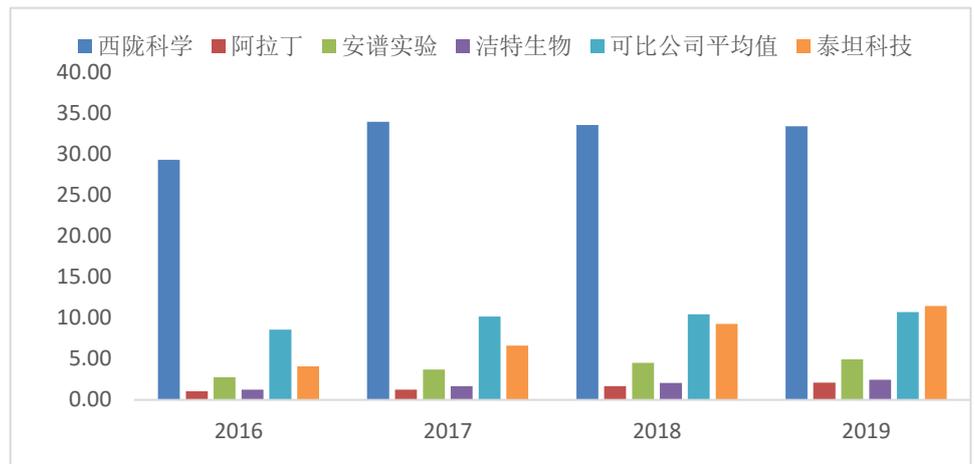
图表 26 可比公司业务比较

可比公司	产品业务	可比业务	可比业务收入占比	主要可比应用领域	可比业务选择依据
西陇科学	通用试剂	通用试剂 化工原料	约 70%	化学合成、分析检测、材料处理、 生物医药、新材料、食品日化、涂 料油墨	与公司自主品牌通用试剂 、特种化学品业务有一定 相似性
	化工原料				
	原料药及食品 添加剂				
	诊断试剂				
	电子化学品				
阿拉丁	科研试剂	科研试剂	超过 95%	生物医药、新材料、新能源、精细 化工、食品日化	与公司自主品牌高端试剂 业务有一定相似性
	实验耗材				
安谱实验	实验室耗材	实验室耗 材实验室 仪器	约 45%	生物制药、石油化工、食品日化、 环保环境、检验检疫、新材料、新 能源、生命科学、化工化学、水资 源保护、分析检测	与公司自主品牌科研仪器 及耗材业务有一定相似性
	实验室仪器				
	试剂和标准品				
洁特生物	实验室耗材	实验室耗 材仪器设 备	约 100%	生物制药、石油化工、食品日化、 环保环境、检验检疫、新材料、新 能源、生命科学、化工化学、水资 源保护、分析检测	与公司自主品牌科研仪器 及耗材业务有一定相似性
	仪器设备				

资料来源：招股书，华安证券研究所

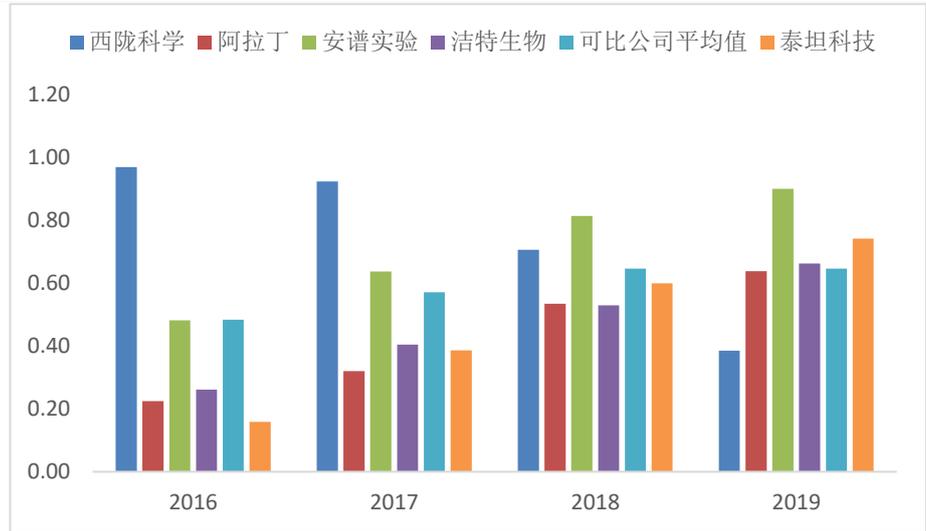
以收入、净利润规模视角，泰坦科技近年增长显著，超过可比公司平均水平。
泰坦科技在可比公司中展现出较强竞争力。

图表 27 可比公司各年份收入比较 单位：亿元



资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 28 可比公司各年份净利润比较 单位：亿元

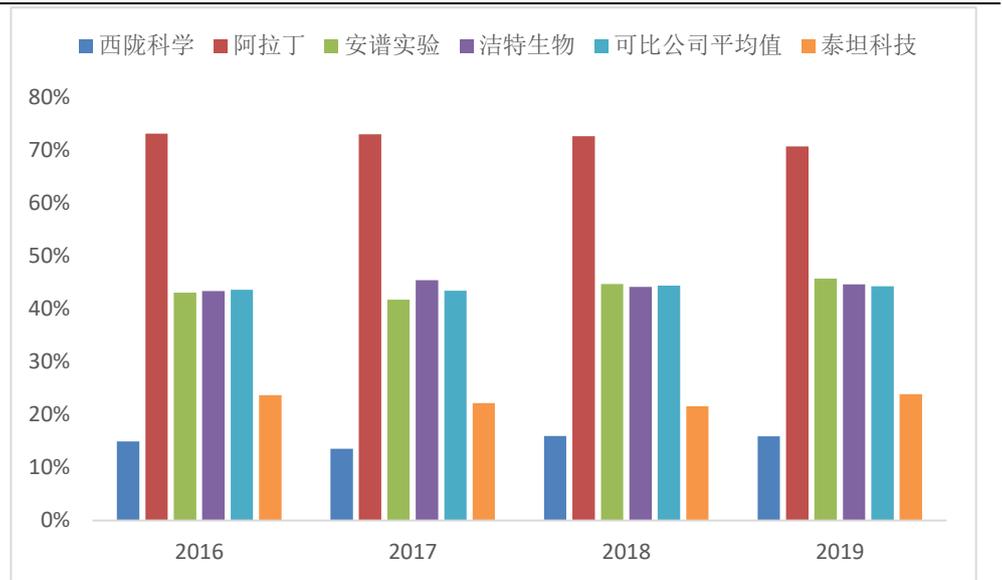


资料来源：招股书，华安证券研究所

以毛利率视角比较，泰坦科技整体毛利率水平相比同行公司处于较低水平。由于 泰坦科技代理业务、利润率相对较低的特种化学品业务占比较大，整体毛利率水平相比同行较低。在高端试剂、自主品牌科研仪器及耗材细分业务方面，公司的毛利率也低于可比公司，主要原因为公司采用 OEM 代工生产模式。

但是，如果我们深入分析毛利率，会发现泰坦科技展现出了良好的发展态势（详见下一小节）。

图表 29 可比公司各年份毛利率比较 单位：%



资料来源：招股书，华安证券研究所

4.2 如何理解公司自主品牌产品采取 OEM 的生产模式？

OEM 俗称代工（生产），基本含义为品牌生产者不直接生产产品，利用自己掌握的关键的核心技术负责设计和开发新产品，控制销售渠道，具体的加工任务通过合同订购的方式委托同类产品的其他厂家生产。

首先：在科研服务行业中，Sigma-Aldrich、Thermo-Fisher 等国际巨头，也是以 OEM 的方式与国内外众多供应商开展实验室级别的 OEM 合作，开拓并不断丰富产品系列。例如：药石科技（300725）主要产品包括芳香杂环类、饱和脂环类等分子砌块，Sigma-Aldrich、Thermo-Fisher 等国际巨头均系其重要客户——针对 Sigma-Aldrich 等客户产品需求量小、产品技术需求明确的特点，药石科技主要在其实验室进行小量合成，并在合成过程中不断与客户沟通，按照客户的技术要求完成产品开发工作；康龙化成（300759）CRO 生产服务就起源于实验室化学业务，其他知名 CXO 上市公司，如药明康德（603259）、凯莱英（002821）等都曾长期从事实验室开发服务。

其次：OEM 厂商也可以有效规避关键技术泄露风险，保证产品质量。

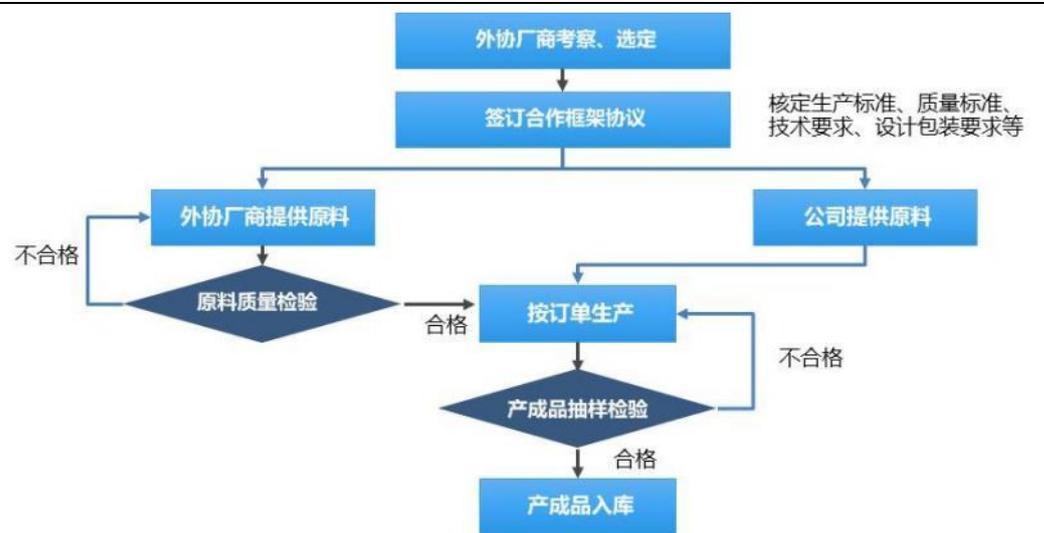
公司部分核心产品系列会分不同合作方实验室制备，同时在关键产品分步骤由不同合作方制备完成。在此过程中涉及公司核心技术，涉及 60 余个优质产品系列组合。其中，公司拥有常现货产品达 30,000 种，3,600 多种为独有产品。以 2018 年为例，公司 Adamas 产品销售前 100 个 SKU 的销售额占自主品牌高端试剂业务的 30.92%，单个 SKU 平均销售金额为 21.91 万元，而公司 2018 年 Adamas 产品共计销售 29,042 个 SKU，单个 SKU 的销售平均金额仅 0.24 万元，故 OEM 厂商生产单个产品或几个产品没有显著的商业价值。

公司 OEM 生产主要分为两种模式：一种是通过 OEM 厂商直接成品采购，即

由 OEM 厂商自主提供原材料生产模式；另一种是公司提供原材料，委托 OEM 厂商进行委托加工。公司对 OEM 生产流程有着严格的生产管理制度，针对高端试剂、通用试剂、特种化学品产品，公司主要提供产品技术指标、质量标准、检测手段及关键技术指标的处理方法等，OEM 厂商按照要求进行生产或选择符合要求的批次提供给公司，公司对每批次产品进行检测，确保符合要求。针对公司自主品牌的耗材、小型仪器，公司主要提供质量标准、产品外观设计等，OEM 厂商按照公司要求生产。公司所有 OEM 产品的工艺配方、生产流程、技术参数指标和质量控制方案均由公司制定，因此公司 OEM 生产过程中核心技术主要体现在工艺配方、生产流程、技术参数指标和质量控制方案的研发与制定。

公司对 OEM 厂商有持续的考核要求，若出现某个批次质量不合格或其他问题会扣分，分数低至合格线则重新评估合作或终止合作，以确保产品品质。

图表 30 公司 OEM 模式概览



资料来源：招股书，华安证券研究所

公司针对化学品产品的特性，建立了完善的复检质量体系，针对每种不同的产品特性建立相应的复检周期，成品入库后 ERP 系统会设置每个批次成品的复检周期，到达复检周期节点的产品，ERP 系统会提前 1 个月生成检测任务提醒分析部人员进行复检；复检合格可以继续销售，同时公司将相应的质量检测结果及报告上传至“探索平台”，客户可以随时查阅产品的质量信息和原始检测报告；检测不合格的产品将立即在 ERP 系统和“探索平台”上进行下架，并由科研试剂产品部人员与 OEM 厂商一起进行纯化或其他处置；无法进行纯化操作的，由产品人员安排专业废弃物处置公司进行回收销毁等。公司通过全生命周期的产品质量管理，能够确保公司的存货及交付客户的产品质量。

最后：我们可以通过 泰坦科技 毛利率的表现，来侧面验证公司的 OEM 模式是否可行：虽然由于 OEM 模式，在毛利率水平，泰坦科技略低于可比公司；但是，泰坦科技整体的发展趋势是向好的：比较 2019 年与 2017 年各可比公司毛利率水平，在部分可比公司毛利率略有下滑的情况下，泰坦科技各业务线毛利率呈上升态势。

图表 31 可比公司 细分业务 毛利率趋势比较

分产品毛利率对比		2017年	2018年	2019年	17~19年趋势
自主品牌高端试剂	阿拉丁	73.72%	74.09%	71.95%	→
	泰坦科技	63.45%	63.64%	65.90%	→
自主品牌通用试剂特种化学品	西陇科学	13.87%	15.67%	15.93%	→
	泰坦科技	17.01%	15.62%	17.48%	→
自主品牌科研仪器及耗材	安谱实验	41.79%	44.78%	45.76%	→
	洁特生物	45.46%	44.19%	44.70%	→
	泰坦科技	38.87%	39.26%	40.67%	→

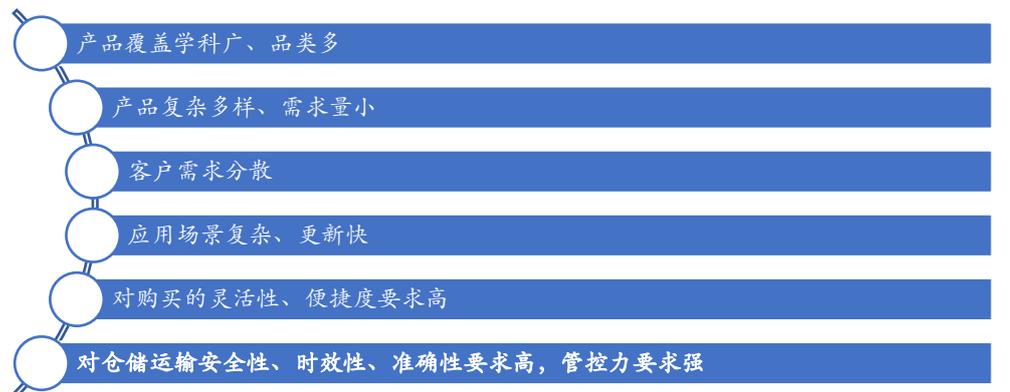
资料来源：招股书，华安证券研究所整理。说明：可比公司毛利率中，阿拉丁披露了科研试剂毛利率，西陇科学、安谱实验、洁特生物无对应的产品毛利率，因此披露了综合毛利率

4.3 如何理解公司的仓储物流模式？

首先：科研产品品类多、差异大，对仓储运输安全性、时效性、准确性要求高，管控要求强；部分产品交付环节还需在恒温、恒湿、无尘、无菌的特殊条件下完成，对服务的仓储物流专业性、准确性、效率有较高要求。虽然，国内快递企业较多、也有专业第三方物流公司，但实验室用品批次多、批量小、危化品管控、跨区域管理及冷藏、恒温等特殊要求，使得外包服务的效率较低、成本较高，故需要进一步打造线上线下融合的行业基础（服务）设施及能力。

为更好的满足客户差异化需求，公司通过自主创新研发和仓储物流体系建设双核驱动发展战略，推行产品服务的“平台化、专业化、个性化”，努力为国内科研工作者和质量控制人员提供优质的产品和专业的服务。公司自 2011 年起开始打造自身的基础设施，依托产品数据库建设、网络平台搭建、危化品运输公司收购等，提升公司的综合服务能力。

图表 32 科研服务业的行业特点



资料来源：招股书，华安证券研究所整理

其次：好的物流服务能提升客户体验。

公司所有存货做到二维码和 RFID 管理，所有信息永久追溯。公司物流配送分

为三种方式：自送、第三方物流、快递，公司根据客户订单商品的品类特性、公司备货的仓储地点及运输要求等，在 ERP 系统后台自动选择出库地点和配送方式。对于危险化学品等特殊商品，ERP 系统还会自动安排（分批次错开）物流配送，防止相关商品在出库、运输过程中发生意外，确保仓储物流安全。

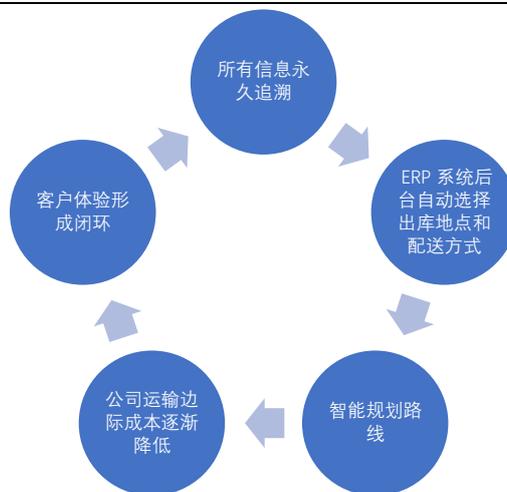
发货人员根据需运送货品品类和收货地址实施自送、第三方物流或快递，并打印相应的单据，交由对应的配送方完成货物的配送。取货人员在 ERP 系统中接收到配货任务，选择多个配货单可打印取货单，取货单会自动生成取货数量、取货位置、特殊要求等信息，取货人员按照取货单取货，取货完成后交给配货人员。配货人员在 ERP 系统中执行“二维码”验证取货商品与订单商品的一致性，确保配货准确，并完成打包，打包完成后交给发货人员。最后，发货人员在 ERP 系统中根据自送签收单据、快递物流接口查询签收情况确认客户收货完成。

自送产品由公司子公司港联宏负责，其具有危险化学品运输资质，拥有专业运输团队和专业运输车，并与上海交管部门管理体系联网，能够严格按照国家相关法律法规管理要求完成长三角区域当日达、次日达等快速配送。公司已建立严格的物流管理系统，根据客户订单选择合适的物流合作公司，物流公司接到发货通知后（电话、邮件等）办理相关手续，按照公司提供的发货要求配合仓库人员或指定发货人核对货品、数量、类型与发货单是否一致；同时，公司配备相应的跟单员，确保客户顺利签收。

公司接到相应订单，根据公司产品性质确定订单合适快递，由发货人员发起快递预约，告知快递的收发地点，发货人准备货品，打包或分装，与快递约定上门取件时间。同时，录入公司 ERP 系统，实时跟进，确保快递有效与准时。

公司自有配送团队可通过系统根据订单情况智能规划物流路线，提高配送效率。公司物流体系已经树立起同行业服务标杆，成为服务大型产业园区、大型企业、高等院校的必备要求，高度提升公司的行业竞争力。同时，**随着公司业务量不断增加，运输边际成本逐渐降低，能够支撑公司的长期安全、稳定发展。**物流布局有助于公司在客户整个科研服务购买体验上形成闭环。

图表 33 如何理解公司的仓储物流模式

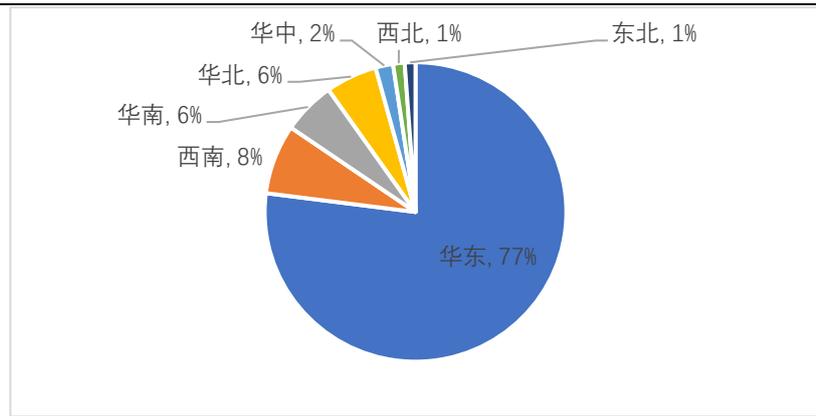


资料来源：招股书，华安证券研究所整理

最后：拥有成熟的配送体系，长期来看，预计可助力公司实现区域扩张。

公司主营业务收入主要来源于华东地区，占主营业务收入约 77%。公司客户集中在华东地区的主要原因系公司总部坐落于上海，华东区域的销售网络覆盖程度最高、售后服务体系最为完善；此外，子公司港联宏（专门承担危化品运输服务）的主要运输半径为江、浙、沪区域。公司已将全国其余区域的销售及物流网络建设作为 IPO 的募投项目之一，随着公司全国物流及销售服务网络的不断健全，其他区域的销售比重预计会不断上升。

图表 34 公司目前主营业务收入主要来源于华东地区



资料来源：招股书，华安证券研究所

公司自有运输主要覆盖上海及周边江浙区域，运送路途较短，成本相对较低，具有成本优势。目前第三方运输以中途、长途为主，同时除普通快递运输小件商品外，还运输部分物流费用较高的大件、重型商品，第三方运输的平均单价相对较高。

公司较多订单是自主配送，若利用信息技术，结合已有的 ERP 系统、网络购物平台信息处理技术，不仅可以完成产品从生产、采购、运输、存储到配送全过程相关信息的采集与处理，同时还能实现对货物流动的跟踪、控制，使产品能在供求方之间有效地进行协调，从而提高物流配送的效率与质量，实现高速、高效、低成本的物流配送。

图表 35 公司自有运输与第三方运输的运输订单及单价情况

年份	项目	第三方运输	自有运输	合计
2019 年度	运费 (万元)	2,651.42	476.82	3,128.24
	订单数 (万个)	51.2	47.58	98.78
	单价 (元/单)	51.78	10.02	31.67
2018 年度	运费 (万元)	2,109.79	425.44	2,535.23
	订单数 (万个)	32.86	41.37	74.23
	单价 (元/单)	64.21	10.28	34.15
2017 年度	运费 (万元)	1,608.72	339.3	1,948.02
	订单数 (万个)	28.36	30.33	58.69
	单价 (元/单)	56.72	11.19	33.19

资料来源：招股书，华安证券研究所

4.4 如何理解公司的代理业务？

由于代理业务毛利率较低，而公司目前代理业务占比又相对较大，拉低了公司整体的毛利率，给投资人一种盈利能力不强的错觉，仿佛代理业务是负面因素，是科研能力不强的表现。

但是，我们认为，公司用代理品牌拓展相关客户的同时，能提升自主品牌的可及性；泰坦科技代理其他公司的品牌并非是劣势，反而是优势。

首先：国内外同行业可比公司及公司在国内细分领域竞争对手均存在销售第三方品牌产品的业务模式。以行业龙头赛默飞（Thermo-Fisher）为例，一方面，根据其公司网站及业务宣传资料，其目前仍销售第三方品牌产品（但无法获取准确的占比数据）；另一方面，赛默飞（Thermo-Fisher）系 2006 年由热电公司（Thermo Electron）与飞世尔公司（Fisher Scientific）合并而来。其中热电公司拥有自主高端实验仪器设备，飞世尔公司主要销售实验试剂、耗材，拥有强大的美国销售网络。2005 年度，飞世尔公司有超过 35% 的收入来自于第三方品牌产品。由此可见，“技术集成第三方品牌”系科研服务行业惯例。

第二点：公司外购第三方品牌产品，与自主品牌产品共同形成完整的产品矩阵，可保证产品的完整性。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。公司对外销售赛默飞、陶氏化学、3M 等国际知名厂商产品，公司客户可以在公司探索平台上自主选择购买公司自主品牌产品和第三方品牌产品进行一站式采购。公司采购第三方品牌后，不再对第三方品牌产品进行再加工，但公司会基于对下游需求的分析和判断，**为客户提供基于专业应用的分类展示、产品推荐和解决方案开发，为客户提供购物便利。**

第三点：随着公司服务客户数量的增长，积累的技术也会提升公司的技术实力。公司会对科研实验所需产品的行业标准进行分析，在自主品牌产品和第三方品牌产品库中挑选合适的产品，形成整合方案，并根据客户实验进程中的需求，不断调整、完善方案细节。在形成整合方案后，公司会将方案进行通用化，用于日后相同需求的客户推荐。下表展示了公司为国内某新药研究小组在药物攻关项目中建设药物活性分子库提供综合服务的案例。

图表 36 公司提供解决方案的案例

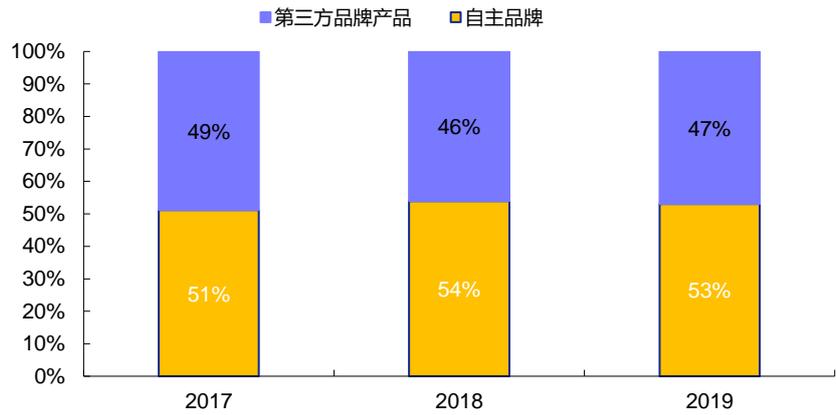
项目名称	药物攻关项目中药物活性分子库建设
客户需求分解	公司技术人员与客户一起确定需要药物活性分子的目标应用领域：抗病毒药、抗肿瘤药、抗生素药、心血管药、免疫系统药等。
产品属性梳理	公司技术人员确定每个药物方向下包含活性分子（API）及其杂质种类总计为 378 种，再依 API 骨架结构按照不同杂环结构、不同苯环结构、手性结构等重新分组为 21 个类别。
行业标准分析	公司技术人员整理完成产品列表，明确哪些产品种类需要满足 USP、EP、JP、CP 等何种标准，并建立标准数据库。
方案	1、按照已整理产品类别及属性、标准，从自主品牌 Adamas 产品库中进行筛选，找到目前已符合要求的产品 276 种。其中 21 种产品部分特殊指标不明确，由技术人员进一步检测分析确认。 2、自主品牌 Adamas 无法提供其他 102 种产品，根据上述确定的产品属性及标准，在第三方品牌 Sigma-Aldrich、ACROS、TCI 筛选出符合要求的产品 68 种。其中 9 种产品部分属性不明确，由技术人员进行检测分析确认。 3、自主品牌和第三方品牌都没有的 34 种产品，由发行人研发技术人员研究合成开发路线，进行产品研发合成。
最终提供产品	最终销售人员提供给客户的产品组合为：310 种 Adamas 自主品牌高端试剂，68 种 Sigma-Aldrich、ACROS、TCI 第三方品牌试剂的整体解决方案。

资料来源：招股书，华安证券研究所

最后，我们认为，拥有部分代理业务，为公司未来收入的增长提供了润滑剂：如果自主品牌增长相对乏力，第三方品牌可提供相应的增长动力。

从历史收入结构来看，自主品牌和代理品牌处于协同、良性增长状态。在公司的历史收入增长中，公司第三方品牌占比并未显著提升。且公司自主品牌已有丰富产品。**高端试剂方面：**目前，公司销售了超过 80,000 个品种、250,000 种规格的高端试剂产品，包括自主品牌 Adamas 及 Sigma-Aldrich、Merck、Fisher、TCI 等多个国际知名品牌。其中，公司自主品牌 Adamas 拥有 30,000 多个品种、超过 5 万种规格。**通用试剂方面：**目前，公司向客户提供的通用试剂均为自主品牌 Greagent，拥有 2,000 多种产品。**特种化学品方面：**目前，公司销售了超过 2,000 种特种化学品产品，包括自有品牌 Tichem 及陶氏、巴斯夫、伊斯曼等多个国际知名品牌。其中，公司自主品牌 Tichem 拥有超过 1,500 种产品。**仪器设备方面：**目前，公司销售 30,000 多种产品规格的仪器设备，其中公司自主品牌仪器设备 Titan Scientific 产品规格已超过 350 种。**实验耗材方面：**公司目前销售 45,000 种产品规格的实验耗材，自主品牌“Titan”产品质量较高，产品规格已突破 3,000 种。

图表 37 公司第三方品牌与自主品牌收入占比相对均衡



资料来源：招股书，华安证券研究所

虽然公司有代理业务，不应忽视其自主研发的能力。自主品牌方面：泰坦科技募投项目中，涉及研发分析技术中心的扩建。公司现有的科学技术水平，以及丰富的科技研发经验，为研发技术中心的扩建提供了技术的可行性保障。公司共拥有各项授权专利 53 项，其中，发明专利 26 项，实用新型专利 13 项，外观设计专利 14 项。此外，公司还取得了 24 项软件著作权证书。

公司研发费用 3 年合计金额达 9535 万元，其占营业收入的比例偏低，主要原因是：为满足客户一站式采购需求，公司必须采购第三方品牌产品转售给下游客户。剔除该因素影响，2017~2019 年，公司研发费用占自主品牌产品及服务收入的比例分别为：8.50%、6.00%、5.93%。

图表 38 公司科研试剂方面的研发能力示例



资料来源：招股书，华安证券研究所

4.5 公司销售模式更丰富：采取线上线下结合的销售模式

线上线下互动，在提升线上线下客户购物体验的同时，也能提升线下品牌知名度。部分行业公司仅采用线上，或仅采用线下的销售模式，泰坦科技采取线上线下结合的销售模式，目前已形成一套成熟的市场宣传体系。公司的市场宣传主要围绕着提升自主品牌市场知名度、扩大“探索平台”影响力、突出公司综合服务优势，综合利用互联网宣传和线下展会与活动进行宣传。同时，公司将线下与线上的推广形成充分互动，已经在行业内形成较强的品牌知名度和影响力。

例如，针对高校院所、科技园区客户，公司在高校或园区内设立有专门的服务拓展人员或与经销商渠道进行合作，既推广“探索平台”又强化线下的宣传和服务，从而形成线上线下互动局面。

公司几乎所有产品均在“探索平台”展示。“探索平台”产品涵盖高端试剂、通用试剂、分析试剂、通用仪器、分析仪器、实验耗材、安全防护等，品类极其丰富，并提供免费在线科研管理功能。除 PC 端之外，公司还开发了移动端 APP 与微信公众平台服务号，为一线科研工作者、科研管理人员提供全方位的产品与服务支持。“探索平台”也是公司最主要的线上展示平台，可进行产品信息、库存情况、质检数据的展示，提供包含结构式检索在内的多种精准检索方式。公司持续加强软硬件投入，提高了“探索平台”使用的便捷度，优化了提升客户的购物体验。

公司线上业务增长情况良好。2017~2019 年，公司“探索平台”的下单数量从每年约 59 万单增长至每年约 99 万单。

图表 39 公司探索平台网页展示



资料来源：公司网站，华安证券研究所 说明：网址为 www.tansoole.com

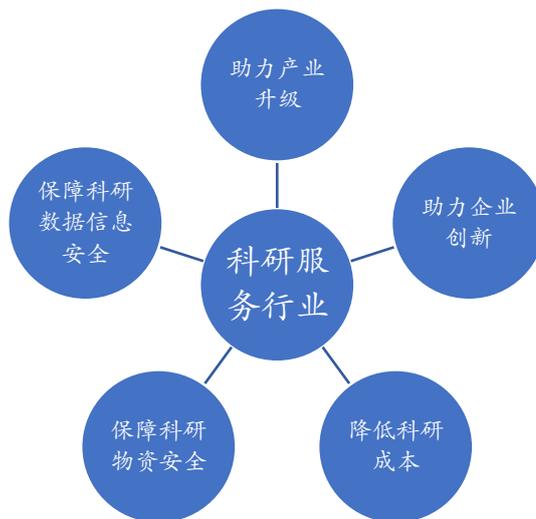
5 展望：科研服务领域国产替代是否重要？国产龙头离国际巨头还有多远？

5.1 在科研服务领域，实现国产替代有重要的意义

科研服务行业具有重要战略意义，目前行业内优势品牌仍为进口品牌，在科研服务领域，实现国产替代有重要的意义。科研服务行业是为从事科学研究和生产质量控制的企业、高校和研究机构，提供设计、建设、运营、维护、升级、改造、信息化的科研服务技术解决方案的服务性行业。行业内公司主要销售产品包括科研试剂、高端耗材、实验仪器、智能设备、科研信息化、特种化学品，同时通过相关专业技术服务，帮助客户解决从常规的测试到复杂的研发项目中所遇到的各种挑战。科研服务行业行业公司通过为客户提供创新技术、采购便利性和综合服务的组合，促进客户科研的顺利进行，通过不断改进工艺技术，提高实验室生产力，提升客户价值，行业下游客户主要分布在生物医药、新材料、新能源、节能环保、食品日化、分析检测、智能制造、化工化学和科研机构等领域。

科研服务行业作为服务国家创新驱动、转型升级战略，为产业升级和企业创新提供助力和保障的关键行业，其发展受到了各国的广泛重视，欧美日等科技强国均有强大的本土科研服务公司作为本国创新服务支撑，这些公司经过多年的积累已形成一定规模，通过其高效的经营不仅能够提升本国协同创新速度和成果转化效率，降低科研物资的采购成本，还能保障科研物资安全和科研数据信息的安全有效，形成在行业标准制定时的话语权。

图表 40 我国科研服务行业具有重要的战略意义



资料来源：招股书，华安证券研究所整理

5.2 市场应给予国产龙头足够长的时间成长

目前美国、欧洲等发达国家或地区相关行业发展已基本成熟，市场竞争较为平稳。行业内公司，通过行业兼并收购，规模化发展，行业集中度呈上升趋势，也诞生了一批具有世界影响力的公司。在排名靠前的公司中，除去美国、德国龙头企业在营收规模上遥遥领先之外，相对较小的日本巨头岛津、瑞士巨头梅特勒-托利多，其营收规模也达到了 200 亿人民币水平。

图表 41 行业内全球知名公司营收利润规模

序号	公司名称	国家	2018年收入 (亿美元)	2018年利润 (亿美元)	主要产品及服务
1	赛默飞 (Thermo-Fisher)	美国	243.58	29.38	仪器、试剂、耗材、信息化、服务
2	丹纳赫 (Danaher)	美国	198.93	26.51	仪器、试剂、耗材
3	默克 (Merck KGaA)	德国	168.52	38.32	仪器、试剂、耗材、服务
4	安捷伦 (Agilent)	美国	49.14	3.16	仪器、耗材、信息化
5	岛津 (SHIMADZU)	日本	34.26	3.89	仪器、耗材
6	梅特勒-托利多 (METTLER TOLEDO)	瑞士	29.36	5.13	仪器、耗材、试剂
7	珀金埃尔默 (Perkin Elmer)	美国	27.78	2.38	仪器、信息化
8	沃特世 (Waters)	美国	24.2	5.94	仪器、耗材
9	堀场 (HORIBA)	日本	19.16	2.03	仪器、耗材
10	亚速旺 (AS ONE)	日本	5.73	0.44	耗材、试剂

资料来源：招股书，华安证券研究所

泰坦科技 2019 年营收已达 11.44 亿元，在国内科研服务公司中，已属于领先企业。**国产科研服务公司还没有巨头出现。若不考虑外延并购发展，若以 30%左右的年均复合增速预计，从 11.44 亿（泰坦科技 2019 年营收）达到 200 亿营收（国际排名相对靠后的日本巨头岛津、瑞士巨头梅特勒-托利多的营收规模），大约需要 10 年时间。**

5.3 泰坦科技目前进口替代主要产品集中在科研试剂方面

公司累计服务超过 3 万家客户，超过 100 万科研人员。公司支持众多生物医药、新材料、新能源、节能环保、高端装备制造等领域企业的前沿研发，已经建立起高粘性、高增长、全方位合作的客户合作体系。其中世界 500 强客户超过 150 家；国内 985、211 工科高校全覆盖；基本覆盖了中国科学院、中国农业科学院、中国医药工业研究院等下属的各个研究所；全国以研发创新为核心的生物医药企业覆盖率达到 80%以上；开拓了国内以新材料为核心的行业领先客户。

目前公司实现进口替代的主要产品集中在科研试剂方面。科学服务行业所涉及的产品品类多、用量小，故科研试剂等产品更多是从产品本身、产品系列、市场认可度等维度替代进口品牌，而非仅指单个试剂产品的替代。

公司目前拥有超过 3 万种高端化学试剂，与进口产品对比情况。公司 Adamas 产品与科学服务巨头赛默飞和德国默克旗下的高端试剂品牌，在产品种类上已达到同一数量级（即产品系列的丰富程度），产品种类的重合度超过 70%（即产品本身

的规格和品质基本一致的情况下), 公司此类产品市场销售情况逐年提升。

图表 42 在高端化学试剂的产品种类方面, 公司已与国际巨头达到同一数量级

项目	泰坦科技	德国默克 (Merck KGaA)	赛默飞 (Thermo-Fisher)		合计
旗下高端试剂品牌	Adamas	Aldrich	Alfa	Acros	-
产品数量 (种)	30,105	32,537	44,935	8,044	-
与 Adamas 重合产品数 (种)	-	15,499	18,110	6,990	22,301 (已剔除重复值)
重合产品占 Adamas 产品数比例	-	51.48%	60.16%	23.22%	74.08% (已剔除重复值)

资料来源: 招股书, 华安证券研究所

5.4 拥有物流布局+线上线下+代理+自主品牌的业务模式, 公司未来成长确定性预计较高

综合之前介绍, 物流布局可助力公司扩张。线上线下互动业务模式, 在提升线上线下客户购物体验的同时, 也能提升线下品牌知名度。代理业务, 为公司未来收入的增长提供了润滑剂。而自主品牌业务在长期视角能提升公司的整体利润率水平, 公司未来成长确定性预计较高。

国内科研服务行业由于起步较晚, 与国外成熟稳定的市场相比仍存在一定的差距, 整体行业参与者众多, 仍处于较为激烈的市场竞争状态。国内科研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。在生产技术方面, 国外控制科研试剂中杂质的指标已达到 ppt 水平, 而我国尚处于 ppm~ppb 的水平: 色标含量国外已达到 99.9%~99.95%的水平, 而我国仅为 99%~99.5%的水平。虽然国内外技术仍有明显差距, 但我们认为应该认识到一个大趋势: 技术的差距在缩小。

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、稳定的科研服务, 其发展也符合国外发达国家行业和企业发展的趋势。公司与产品型科研服务提供商相比, 在细分领域产品深度方面有一定劣势, 但不影响公司科研服务行业领先地位。以赛默飞 (Thermo-Fisher) 和珀金埃尔默为例 (PerkinElmer), 虽然珀金埃尔默是实验室仪器领域的先行者, 发明了较多的领先的实验室仪器, 但赛默飞 (Thermo-Fisher) 仍然是全球科研服务行业首席服务商。

综上所述，我们认为泰坦科技选择综合服务企业发展模式，成长空间广阔，进口替代可期。

图表 43 泰坦科技选择综合服务企业发展模式，预计有相应优势

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	相对较少	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，并拥有完整的产业链
	自主品牌产品—广度	部分厂商有自主品牌，单品类产品为主	相对较少	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	相对较少	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能力	较低或没有	无	单品类领域具有技术整合能力	具备多领域专业技术整合能力	全球领先的技术整合能力
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	大多没有，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
	政府项目资金支持	基于自产产品为主	相对较少	选择性支持	重点支持	无
	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

资料来源：招股书，华安证券研究所

6 盈利预测、估值及投资评级

6.1 盈利预测

泰坦科技是一家立足于中国科研领域，提供一站式科研产品与集成配套服务的科研服务综合提供商。2020 一季度疫情对公司业务冲击显著，二季度已有所恢复。受疫情影响，2020 年第一季度高端试剂、通用试剂和特种化学品销售金额较往年同期下降了 2.58%、28.93%和 7.13%，其中通用试剂下降比例较多主要系该类型产品下游客户主要为高校及科研院所，开学复工较晚所致，高端试剂和特种化学品下降比例相对较少主要系企业客户复工后，采购量回升所致。仪器耗材销售金额变化不大主要系防疫相关产品（手套、口罩、防护服等）销售金额上升。招股书显示：2020 年 7 月，公司销售收入 1.2 亿（未经会计师事务所审计或审阅），同比增长 59%，毛利增长 58%，已体现出良好的增长趋势。前三季度公司业务数据预示着公司经营情况已有明显恢复。

盈利预测核心假设：

1、公司销售产品品类较多（超过 60 万个 SKU）、单个订单金额差异较大，单笔订单价格从几元到几百万元之间不等。公司多品类业务布局，我们假设 2020~2022 年，订单平均单价金额保持不变。

2、公司 2017~2019 年订单数量增速在 30%水平，假设 2020 年疫情影响订单增速下滑，后续年份订单数量增速回升，具体假设为：2020~2022 年订单数量增速分别为 20%、30%、30%。

3、基于规模效应，假设 2020~2022 年，公司单份订单平均成本略有下滑，分别为：880 元、870 元、860 元，订单平均成本增速为：-0.18%、-1.14%、-1.15%。

图表 44 公司盈利预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(万元)	66,419	92,561	114,410	137,292	178,479	232,023
主营收入(万元)	66,381	92,557	114,410	137,292	178,479	232,023
YoY		39.4%	23.6%	20.0%	30.0%	30.0%
订单数量(万份)	59.06	75.33	98.78	118.54	154.10	200.33
YoY		28%	31%	20%	30%	30%
订单平均单价(元)	1123.89	1228.75	1158.23	1158.23	1158.23	1158.23
YoY		9.3%	-5.7%			
主营成本(万元)	51,650	72,577	87,081	104,312	134,064	172,280
订单平均成本(元)	874.49	963.50	881.56	880.00	870.00	860.00
YoY		10%	-9%	-0.18%	-1.14%	-1.15%
主营毛利(万元)	14,731	19,980	27,329	32,980	44,415	59,743
毛利率	22.2%	21.6%	23.9%	24.0%	24.9%	25.7%
YoY		35.6%	36.8%	20.7%	34.7%	34.5%

资料来源：招股书，华安证券研究所。说明：2019 年订单数量参考公司运输订单数量

此外，为相对详细地展现公司各业务未来可能的分布情况，在上述假设的基础上，我们对公司各细分业务进行了拆分。下表仅作为细分业务的展示。

图表 45 基于盈利预测的业绩拆分 (主要单位:万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	66,419	92,561	114,410	137,292	178,479	232,023
主营成本	51,650	72,577	87,081	104,312	134,064	172,280
第三方品牌收入	32,392	42,589	53,680	67,256	88,843	116,055
占比	48.8%	46.0%	46.9%	49.0%	49.8%	50.0%
YoY (收入)		31.5%	26.0%	25.3%	32.1%	30.6%
第三方品牌成本	27,233	35,897	44,052	58,062	78,045	103,346
第三方品牌毛利	5,160	6,692	9,628	9,194	10,798	12,709
毛利率	15.9%	15.7%	17.9%	13.7%	12.2%	11.0%
YoY (毛利)		29.7%	43.9%	-4.5%	17.5%	17.7%
自主品牌收入拆分	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
自主品牌收入合计	33,988	49,968	60,730	70,036	89,636	115,968
占比	51.2%	54.0%	53.1%	51.0%	50.2%	50.0%
YoY (收入)		47.0%	21.5%	15.3%	28.0%	29.4%
自主品牌成本合计	24,418	36,680	43,029	46,249	56,020	68,934
毛利合计	9,571	13,288	17,701	23,786	33,617	47,034
毛利率	28.2%	26.6%	29.1%	34.0%	37.5%	40.6%
YoY (毛利)		38.8%	33.2%	34.4%	41.3%	39.9%
科研试剂 (自主品牌)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其中: 高端试剂 (收入)	5,050	7,088	10,218	14,734	21,246	30,637
占比	7.6%	7.7%	8.9%	10.7%	11.9%	13.2%
YoY (收入)		40.3%	44.2%	44.2%	44.2%	44.2%
通用试剂 (收入)	3,443	5,106	6,921	9,378	12,707	17,218
占比	5.2%	5.5%	6.0%	6.8%	7.1%	7.4%
YoY (收入)		48.3%	35.5%	35.5%	35.5%	35.5%
高端试剂 (成本)	1,846	2,577	3,484	5,393	7,245	10,263
通用试剂 (成本)	2,191	3,179	4,018	3,199	3,797	4,369
高端试剂 (毛利)	3,204	4,510	6,734	9,341	14,001	20,373
毛利率	63.4%	63.6%	65.9%	63.4%	65.9%	66.5%
YoY (毛利)		40.8%	49.3%	38.7%	49.9%	45.5%
通用试剂 (毛利)	1,252	1,928	2,903	6,179	8,910	12,849
毛利率	36.4%	37.7%	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%
YoY (毛利)		53.9%	50.6%	112.9%	44.2%	44.2%
特种化学品 (自主品牌)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	20,809	30,095	32,714	33,368	38,373	44,129
占比	22.5%	32.5%	28.6%	24.3%	21.5%	19.0%
YoY (收入)		44.6%	8.7%	2.0%	15.0%	15.0%

成本	17,935	26,506	28,691	29,397	33,653	38,701
毛利	2,874	3,589	4,023	3,971	4,720	5,428
毛利率	13.8%	11.9%	12.3%	11.9%	12.3%	12.3%
YoY (毛利)		24.9%	12.1%	-1.3%	18.9%	15.0%
科研仪器及耗材 (自主品牌)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,856	4,210	4,558	4,936	7,405	11,107
占比	2.0%	4.5%	4.0%	3.6%	4.1%	4.8%
YoY (收入)		126.8%	8.3%	8.3%	50.0%	50.0%
成本	1,135	2,557	2,704	2,927	4,391	6,586
毛利	721	1,653	1,854	2,009	3,014	4,521
毛利率	38.9%	39.3%	40.7%	40.7%	40.7%	40.7%
YoY (毛利)		129.1%	12.2%	8.4%	50.0%	50.0%
实验室建设及科研信息化 (自主品牌)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	2,830	3,470	6,350	7,619	9,905	12,877
占比	3.1%	3.7%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
YoY (收入)		22.6%	83.0%	20.0%	30.0%	30.0%
成本	1,312	1,861	4,131	5,334	6,934	9,014
毛利	1,519	1,609	2,218	2,286	2,972	3,863
毛利率	53.7%	46.4%	34.9%	30.0%	30.0%	30.0%
YoY (毛利)		5.9%	37.9%	3.0%	30.0%	30.0%

资料来源：招股书，华安证券研究所

6.2 估值及投资建议

泰坦科技是国内领先的科研服务商，与全球巨头相比有明显差距，但是已具备相应雏形。近几年，行业巨头赛默飞 (Thermo-Fisher)、丹纳赫 (Danaher)、默克 (Merck KgaA) 等加大在中国的投资力度，其在品牌声誉、产品质量等方面均具有较强竞争优势。而国内行业集中度较低且较为分散，行业竞争较为激烈；在科研服务领域，国产品牌市场尚未出现类似国外的巨头，而参考国内其他细分领域的国产替代情况，未来国内成长出科研服务巨头是相对合理的预判。

我们看好泰坦科技长期发展，但以可比公司视角，公司溢价较明显；短期需注意新股回调风险。

图表 46 上市及挂牌科研服务企业估值对照表 1

证券代码	证券简称	收入 (TTM) 亿元	利润 (TTM) 亿元	市值 (亿元)	PE (TTM)	PS (TTM)
688179.SH	阿拉丁	2.06	0.59	73.68	115.69	35.75
832021.OC	安谱实验	5.21	1.03	18.43	20.50	3.54
688026.SH	洁特生物	4.22	1.52	60.57	91.56	14.36
002584.SZ	西陇科学	49.93	0.49	39.56	102.68	0.79
	可比公司平均	15.36	0.91	48.06	82.61	13.61

	值					
688133.SH	泰坦科技	11.43	0.69	95.31	138.65	8.34

资料来源: Wind, 华安证券研究所。说明: 由于三板公司安谱实验不发布三季报, 本表 TTM 统一为半年报数据

图表 47 上市科研服务企业估值对照表 2

证券代码	证券简称	收入 (TTM) 亿元	利润(TTM)亿元	市值(亿元)	PE (TTM)	PS (TTM)
688179.SH	阿拉丁	2.22	0.66	73.68	111.49	33.19
688026.SH	浩特生物	4.63	1.52	60.57	39.94	13.08
002584.SZ	西陇科学	55.09	0.59	39.56	67.24	0.72
	可比公司平均值	20.65	0.92	57.94	72.89	15.67
688133.SH	泰坦科技	12.53	0.81	95.31	118.39	7.60

资料来源: Wind, 华安证券研究所。说明: 本表已剔除安谱实验, TTM 更新至 Q3 数据

我们预计 2020-2022 年公司实现主营业务收入 13.73 亿元、17.85 亿元、23.20 亿元, 同比增长 20%、30%、30%, 对应归母净利润 0.94 亿元、1.46 亿元、1.92 亿元, 同比增长 26.4%、55.4%、32.2%, 对应 EPS 1.23 元、1.91 元、2.52 元。公司是我国科研服务龙头企业, 拥有研发实力和销售能力, 我们战略性给予公司“买入(首次)”评级。

风险提示:

政策风险; 竞争风险; 区域拓展风险。

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	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	844	1654	1868	2147	营业收入	1144	1373	1785	2320
现金	308	1064	1116	1186	营业成本	871	1043	1341	1723
应收账款	288	289	376	489	营业税金及附加	4	5	6	8
其他应收款	12	9	12	15	销售费用	97	126	173	237
预付账款	34	56	71	92	管理费用	42	50	65	84
存货	167	200	257	331	财务费用	7	-5	-14	-15
其他流动资产	35	35	35	35	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	87	82	77	72	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	50	45	40	35	营业利润	84	106	165	218
无形资产	4	4	4	4	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	33	33	33	33	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	931	1736	1945	2220	利润总额	84	106	165	218
流动负债	366	230	295	378	所得税	10	13	20	26
短期借款	173	0	0	0	净利润	74	93	145	191
应付账款	118	141	181	233	少数股东损益	0	-1	-1	-1
其他流动负债	76	90	114	145	归属母公司净利润	74	94	146	192
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	105	107	144	194
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.97	1.23	1.91	2.52
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	368	232	296	379					
少数股东权益	0	0	1	1					
股本	57	76	76	76					
资本公积	359	1188	1188	1188					
留存收益	147	240	384	576					
归属母公司股东权益	564	1504	1649	1840					
负债和股东权益	931	1736	1945	2220					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2022E
经营活动现金流	-32	85	52	69	成长能力				
净利润	74	94	146	192	营业收入	23.6%	20.0%	30.0%	30.0%
折旧摊销	10	5	5	5	营业利润	24.8%	26.0%	55.5%	32.2%
财务费用	7	4	0	0	归属于母公司净利	23.7%	26.4%	55.4%	32.2%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-130	-17	-98	-127	毛利率 (%)	23.9%	24.0%	24.9%	25.7%
其他经营现金流	210	110	243	318	净利率 (%)	6.5%	6.8%	8.2%	8.3%
投资活动现金流	-29	0	0	0	ROE (%)	13.2%	6.2%	8.8%	10.5%
资本支出	-29	0	0	0	ROIC (%)	11.3%	6.0%	7.4%	9.1%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率 (%)	39.5%	13.3%	15.2%	17.1%
筹资活动现金流	156	671	0	0	净负债比率 (%)	65.2%	15.4%	17.9%	20.6%
短期借款	51	-173	0	0	流动比率	2.30	7.18	6.34	5.68
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.75	6.07	5.22	4.57
普通股增加	4	19	0	0	营运能力				
资本公积增加	125	829	0	0	总资产周转率	1.23	0.79	0.92	1.05
其他筹资现金流	-24	-4	0	0	应收账款周转率	3.98	4.75	4.75	4.75
现金净增加额	95	756	52	69	应付账款周转率	7.41	7.41	7.41	7.41

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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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；
- 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。市场基准指数为沪深 300 指数。