

综合科学服务供应商助力“中国创造”

华泰研究

2021年2月19日 | 中国内地

首次覆盖

公用环保/环保

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

179.40

研究员	王玮嘉
SAC No. S0570517050002	wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090	+86-21-28972079
研究员	黄波
SAC No. S0570519090003	huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122	+86-755-82493570
联系人	惠普
SAC No. S0570120080110	huiyu@htsc.com

领先的综合科学服务供应商，首次覆盖给予“买入”评级

公司聚焦实验室场景，深耕科学服务行业十余年，17-19年收入/归母净利润CAGR分别为41/67%；产品矩阵完善，自主品牌和第三方品牌相结合，覆盖客户从研发准备到生产质控等各个阶段的需求；19年直销比例为93.8%，能够更好地把控和理解终端客户的需求；基础网络平台开发和仓储物流建设共助成长。我国R&D经费持续增加，行业有望维持高景气。公司正在进行业务领域和地域的双重扩张，预计20-22年公司EPS分别为1.31/1.85/2.87元，结合PE和PEG估值法，给予目标价179.40元，给予“买入”评级。

一站式科学服务供应商，预计2020-2022年归母净利润CAGR达43%

公司通过线上平台和线下销售人员组合直销，服务直达终端客户；自有品牌和第三方品牌产品同步销售，为下游生物医药/新材料/新能源等多行业及高校客户提供一站式科学解决方案；渠道替代+产品替代的递进替代法有效提升客户粘性。泰坦ERP系统与“探索平台”内外互通，大幅提升订单和供应链管理效率；仓储、物流同步发展，为公司业务全国扩张提供配套服务保障。我们认为公司作为科技研发的“卖水人”，有望与国内高增长产业相伴成长，复制海外巨头的成长路径，预计20-22年归母净利润CAGR达43%。

预计20-25年我国科学服务行业规模CAGR达15.9%，国内龙头后起直追

科学服务行业与R&D支出紧密相关，R&D支出持续增长有望驱动科学服务行业维持高景气，据我们测算，2019年我国科学服务行业规模超4000亿元(vs.全球近2万亿元)，2025年将达1.1万亿元，CAGR达15.9%。2006年以来科学服务行业并购盛行，行业集中度迅速提高，赛默飞、丹纳赫、德国默克等综合性国际巨头成为行业领导者，同时在我国市场中占据主导地位。随着国家对行业的大力扶持，国内厂商不断加大研发力度，内资品牌产品质量不断提高，叠加价格和服务优势，有望破局外资主导的竞争格局。

业务领域及地域扩张进行时，首次覆盖给予“买入”评级

公司产品矩阵完善，经营管理高效，借助上市契机强化核心竞争力并加速全国扩张。我们预计公司20-22年归母净利润分别为1.00/1.41/2.19亿元，对应EPS为1.31/1.85/2.87元，当前股价对应PE为98/70/45x。参考可比公司2021年Wind一致预期PE/PEG均值为72x/2.1，由于公司一站式服务优势突出，募投项目有望助力公司加快业务领域及地域扩张，给予公司2021年目标PE/PEG96x/2.3，参考PE和PEG估值法计算的目标价均值，给予公司目标价179.40元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新区域业务拓展不及预期、物流及仓储风险、供应链管理风险、募投项目实施不及预期。

经营预测指标与估值

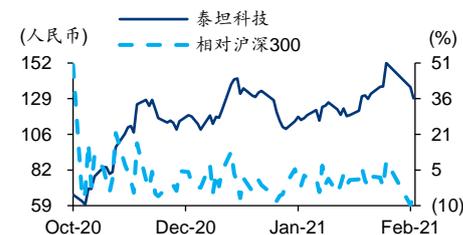
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	925.61	1,144	1,423	1,959	2,646
+/-%	39.36	23.60	24.36	37.66	35.09
归属母公司净利润(人民币百万)	59.93	74.12	99.90	140.69	218.69
+/-%	55.43	23.68	34.78	40.84	55.43
EPS(人民币,最新摊薄)	0.79	0.97	1.31	1.85	2.87
ROE(%)	17.79	15.61	10.05	9.46	13.27
PE(倍)	164.14	132.71	98.46	69.91	44.98
PB(倍)	25.47	17.45	6.90	6.35	5.63
EV EBITDA(倍)	93.50	72.16	56.11	40.63	27.36

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	179.40
收盘价(人民币 截至2月19日)	129.00
市值(人民币百万)	9,836
6个月平均日成交额(人民币百万)	174.72
52周价格范围(人民币)	59.59-152.00
BVPS(人民币)	8.05

股价走势图



资料来源：Wind

正文目录

核心推荐逻辑及投资概要.....	4
与市场不同之处.....	4
领先的科学服务企业，专注一站式解决方案.....	5
完善的产品矩阵助力一站式服务，创始人深度参与公司管理.....	5
营收利润快速增长，净利率处于上行通道.....	6
总体业绩分析：营收和净利润快速增长，自主品牌对毛利贡献最大.....	6
四大板块拆分：自主品牌毛利率仍有提升空间.....	7
期间费用比较：期间费用率低于可比公司，公司整体运作高效.....	8
服务直达终端，募投项目促进业务全国扩张.....	9
科学服务行业前景广阔，综合服务型企业应势成长.....	11
依托科研领域蓬勃发展，我国科学服务行业持续增长.....	11
国外科学服务巨头垄断优势明显，国内企业后起直追.....	12
赛默飞世尔科技：兼并收购铸就科学服务行业国际巨头.....	15
研发投入助力内生增长，并购打造科学服务航母.....	15
按产品类别拆分：耗品+仪器+服务三大类业务协同发展.....	17
按服务类别拆分：提供四大类服务，一站式满足客户需求.....	18
多元销售模式相结合，业务遍布全球.....	19
泰坦科技亮点分析：一站式科学服务供应商，双核驱动发展.....	20
产品：完善的产品矩阵满足下游客户多样需求.....	20
销售：直销为主以及时把控客户需求，递进替代法提升客户粘性.....	20
平台及物流：基础网络平台开发和仓储物流建设双核驱动.....	21
电商平台助力，提供更为稳定和高效的科学服务.....	21
泰坦 ERP 系统和“探索平台”互通，发挥“1+1>2”的作用.....	21
智能化、专业化仓储物流体系建设，完成“闪电”配送.....	21
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 179.40 元.....	22
收入预测：2020-2022 年收入增速为 24.4/37.7/35.1%.....	22
毛利率预测：2020-2022 年毛利率为 24.9/25.6/26.3%.....	23
四项费用率预测：2020-2022 年合计为 16.8/17.4/16.9%.....	24
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 179.40 元.....	25
风险提示.....	26

图表目录

图表 1：泰坦科技历史沿革.....	5
图表 2：公司主要产品和服务.....	5
图表 3：泰坦科技股权结构（截至 2020 年 10 月 30 日）.....	6
图表 4：2017-2020Q1-3 年公司营收和毛利润情况.....	6
图表 5：2017-2019 年公司营业收入拆分（按下游客户）.....	6
图表 6：2017-2019 年公司各板块分品牌营收拆分.....	6
图表 7：2017-2019 年公司自主品牌与第三方品牌毛利拆分.....	6
图表 8：2017-2019 年公司科研试剂营收及同比增速拆分.....	7
图表 9：2017-2019 年公司自有品牌和可比公司同类科研试剂毛利率.....	7
图表 10：2017-2019 年公司自有品牌和可比公司同类特种化学品经营数据对比.....	7
图表 11：2017-2019 年公司与可比公司科研仪器及耗材毛利率对比.....	8

图表 12: 2017-2019 年公司自有科学实验室建设和科研信息化业务营收及毛利率情况	8
图表 13: 2017-2019 年公司期间费用情况	9
图表 14: 2017-2019 年公司各项费用率同行业对比	9
图表 15: 2017-2019 年公司净利率处上行通道, 2019 年经营活动现金流转负	9
图表 16: 2017-2019 年公司存货周转率与可比公司对比	10
图表 17: 2017-2019 年公司应收账款周转率与可比公司对比	10
图表 18: 2017-2019 年公司营收按客户类型拆分	10
图表 19: 2017-2019 年公司营收按客户类型拆分	10
图表 20: 泰坦科技 IPO 募投项目概述	10
图表 21: 预计 2016-2020 年我国 R&D 经费年均复合增速达 12.4%	11
图表 22: 中国研究与试验发展经费支出结构图 (按活动主体分)	11
图表 23: 预计 2020-2025 年我国科学服务行业市场规模 CAGR 为 15.9%	12
图表 24: 国内科学服务主要上市公司主营业务、生产和销售模式概览 (2019 年)	13
图表 25: 国内科学服务主要上市公司财务和估值数据概览	13
图表 26: 全球科学服务企业巨头	14
图表 27: 国内外科研试剂技术水平差距	14
图表 28: 2016-2018 年中国一次性生物实验耗材进口品牌市场份额	15
图表 29: 1997-2005 年飞世尔科技 (Fisher Scientific) 经营数据	16
图表 30: 2011-2019 年赛默飞的代表性收购标的公司	16
图表 31: 2013-2020Q1-3 赛默飞 R&D 费用及费用率	17
图表 32: 2018-2020Q1-3 赛默飞世尔科技按产品拆分三大业务收入	17
图表 33: 赛默飞主营业务分类及下游客户	18
图表 34: 2013-2020 年赛默飞世尔科技按服务拆分四大业务收入	19
图表 35: 2013-2020Q1-3 赛默飞世尔科技毛利及毛利率	19
图表 36: 2018-2020Q1-3 赛默飞世尔科技全球分地区收入	19
图表 37: 一站式实验室产品与配套服务	20
图表 38: 公司不同产品销售方式	20
图表 39: 从上海向全国拓展的仓储布局	21
图表 40: 分部收入预测 (百万元)	23
图表 41: 分部毛利润预测 (百万元)	24
图表 42: 四费费用率预测 (百万元)	25
图表 43: 可比公司估值表	26
图表 44: 报告提及公司列表	26
图表 45: 泰坦科技 PE-Bands	27
图表 46: 泰坦科技 PB-Bands	27

核心推荐逻辑及投资概要

我们对报告的核心观点和推荐逻辑总结如下：

2017-2019 年公司业绩保持高速增长，自主品牌平均贡献 65% 的毛利。公司收入和归母净利润保持高速增长，2017-2019 年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 41%、67%。2019 年，公司科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材、实验室设计建设及科研信息化服务四大业务板块收入占比分别为 24.3%、39.0%、31.2%、5.5%，四类业务中均包括自主品牌和第三方品牌的产品或服务，自主品牌占比分别为 61.6%、73.4%、12.8%、99.5%。自主品牌是毛利贡献的主力军，2017-2019 年自主品牌贡献了平均 53% 的收入和 65% 的毛利。随着公司募投项目不断推进、持续加大研发投入，高毛利率的自主品牌产品占比有望提升，驱动毛利率进一步提高，我们预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 24.9/25.6/26.3%，同比提升 1.0/0.7/0.7pct；预计自主品牌毛利占比为 67/68/69%。

科研领域蓬勃发展驱动科学服务行业持续扩容，国内龙头企业有望破局外资主导地位。国家政策支持基础科学研究，我国研究与试验发展 (R&D) 经费支出不断增加，我们预计 2020 年我国 R&D 经费将达到 2.5 万亿元，2016-2020 年复合增速为 12.4%。R&D 支出增加带动下游创新研究企业、政府属研究机构、高等学校等对科学产品和服务的需求提升，行业持续扩容。据我们测算，2019 年我国科学服务行业市场规模超 4000 亿元，2025 年有望达到 1.1 万亿元，2020-2025 年 CAGR 达 15.9%。我国科学服务市场长期被外资主导，随着国家对行业的大力扶持，国内厂商不断加大研发力度，内资品牌产品质量不断提高，叠加价格和服务优势，有望破局外资的主导地位。

公司作为领先的综合科学服务企业，核心竞争力包括：1) 自有品牌和第三方品牌构建完善的产品矩阵，覆盖面广，为下游多个行业客户提供一站式科学解决方案，能够有效提升客户粘性。2) 线上平台和线下销售人员组合营销，2019 年直销比例达 93.8%，服务直达终端，有助于更好地把控和理解终端客户的需求。渠道替代和产品替代的递进替代法销售策略有望拓宽市场空间、增强客户粘性。3) 泰坦 ERP 系统和“探索平台”内外部互通，大幅提升订单管理效率。仓储、物流同步发展，为公司业务全国扩张提供配套服务保证。

公司首发上市募集资金用于销售和物流网络建设、“探索平台”及 ERP 系统平台建设、增强产品研发及工艺开发能力，有望加速业务领域和地域扩张。我们预测公司 2020-22 年归母净利润分别为 1.00/1.41/2.19 亿元，同比增长 34.8/40.8/55.4%，2020-2022 年归母净利润复合增长率达 43%；对应 EPS 分别为 1.31/1.85/2.87 元。结合 PE 和 PEG 估值法，给予公司目标价为 179.40 元/股。

与市场不同之处

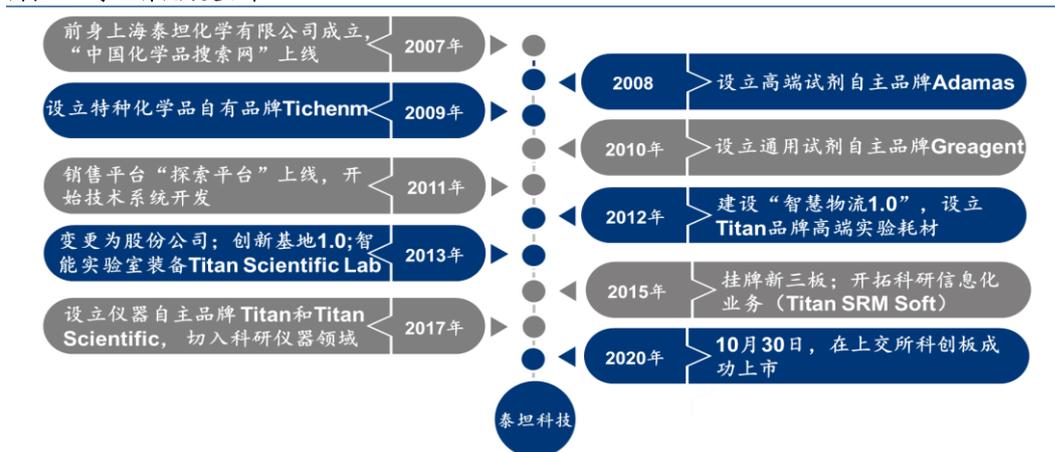
我们分析及测算我国科学服务行业的发展驱动力、规模及未来增速，预计 2020-2025 年市场规模年均复合增速达 15.9%，且进口替代空间大，验证公司高成长天花板。通过分析科学服务行业巨头赛默飞的发展历程和经营模式，我们认为泰坦科技作为科技研发的“卖水人”，有望与国内的生物医药、新材料、新能源等高增长产业相伴而成长，复制海外巨头的成长路径。盈利预测部分，我们将四大板块业务分别按照自有品牌和第三方品牌进行详细地收入、毛利拆分和预测。

领先的科学服务企业，专注一站式解决方案

完善的产品矩阵助力一站式服务，创始人深度参与公司管理

聚焦实验室，打造科学服务综合平台。上海泰坦科技股份有限公司前身系上海泰坦化学有限公司，由上海市科技创业中心与自然人股东张庆、谢应波、许峰源、张华、张维燕在 2007 年共同出资设立。2013 年，有限公司整体变更设立股份公司，2015 年在新三板挂牌。2020 年 10 月 30 日，泰坦科技在上交所科创板上市。公司专注实验室场景，致力于创新研发、产品升级、质量控制、疾控健康提供一站式服务，下游客户包括新材料、生物医药、食品日化等企业类客户和高校及科研院所。

图表1： 泰坦科技历史沿革



资料来源：泰坦科技招股说明书，泰坦科技 IPO 路演 PPT，华泰研究

自主品牌和第三方品牌共同打造完善的产品矩阵，提供一站式科学服务。公司提供科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材、实验室建设及科研信息化服务四大类科研产品和服务。在这四大类产品和服务下，公司不仅设立了 Adamas、Greagent、Tichem 等自主品牌，还销售赛默飞、TCI、陶氏化学等第三方品牌产品。自主品牌和第三方品牌产品形成完整的产品矩阵，为客户提供全面的实验室产品和配套服务，一站式解决客户的科学服务需求。

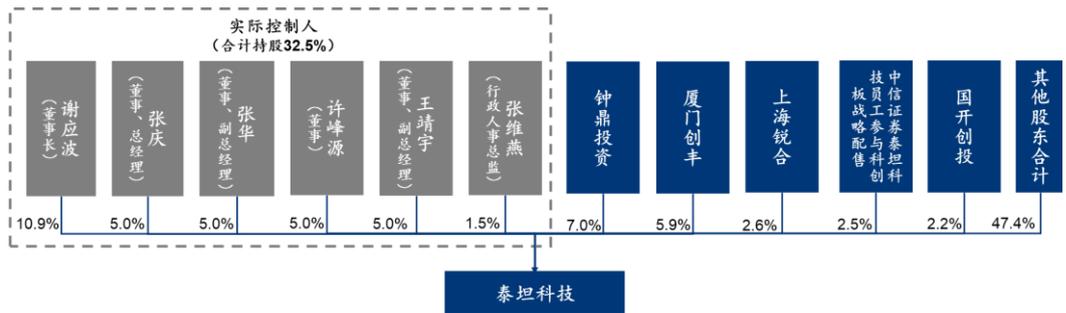
图表2： 公司主要产品和服务



资料来源：泰坦科技招股说明书，华泰研究

创始团队控股并深度参与公司经营管理。公司控股股东、实际控制人为谢应波、张庆、张华、许峰源、王靖宇及张维燕，上述股东为一致行动人，合计持股 32.5%。董事长谢应波为团队核心，担任董事长一职，持股 10.9%。其他创始人张庆（董事、总经理，持股 5.0%）、张华（董事、副总经理，持股 5.0%）、许峰源（董事、持股 5.0%）、王靖宇（董事、副总经理，持股 5.0%）及张维燕（行政人事总监，持股 1.5%）同样参与公司经营管理。

图表3： 泰坦科技股权结构（截至 2020 年 10 月 30 日）



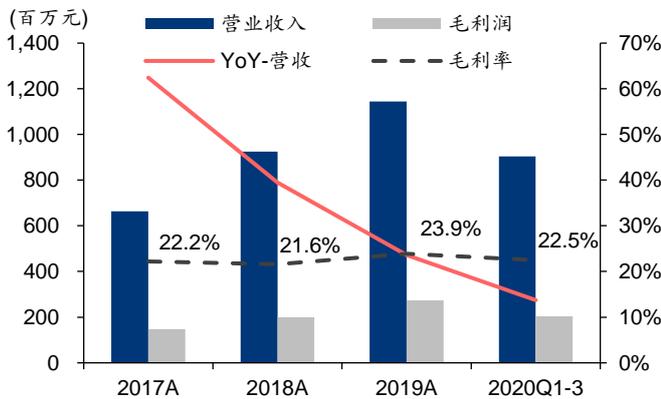
资料来源：泰坦科技上市公告书，华泰研究

营收利润快速增长，净利率处于上行通道

总体业绩分析：营收和净利润快速增长，自主品牌对毛利贡献最大

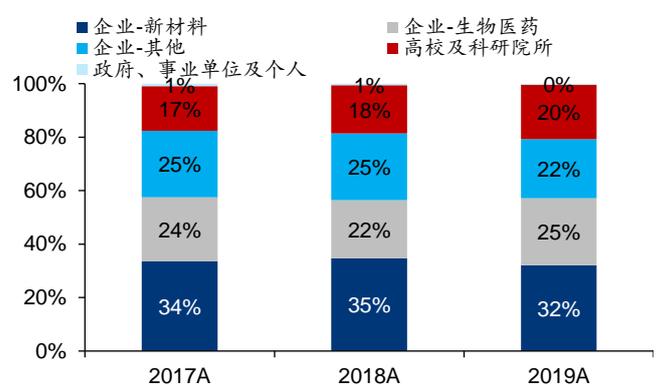
公司收入和净利润快速增长，自主品牌毛利贡献突出。2017-2019 年公司营业收入/归母净利润年均复合增速为 41%/67%；2019 年营业收入 11.4 亿元/yoy+23.6%；毛利率 23.9%/yoy+2.3pct。17-19 年公司科研试剂、特种化学品和科研仪器及耗材业务三大板块收入合计占总营收的比重稳定在 95%左右；实验室建设及科研信息化服务作为较新的业务领域，营收占比虽然较低，但处于快速增长阶段，18-19 年 CAGR 达 50%。17-19 年公司自主品牌营收占比稳定在 50%以上（平均为 53%），毛利占比平均为 65%，自主品牌是公司毛利的主要贡献力量。9M20 公司实现营收 9 亿元/yoy+13.7%，增速较 1H20 (-0.2%) 由负转正；实现归母净利润 0.5 亿元/yoy+14.4%，增速较 1H20 (-20.9%) 大幅回暖。

图表4： 2017-2020Q1-3 年公司营收和毛利润情况



资料来源：Wind，华泰研究

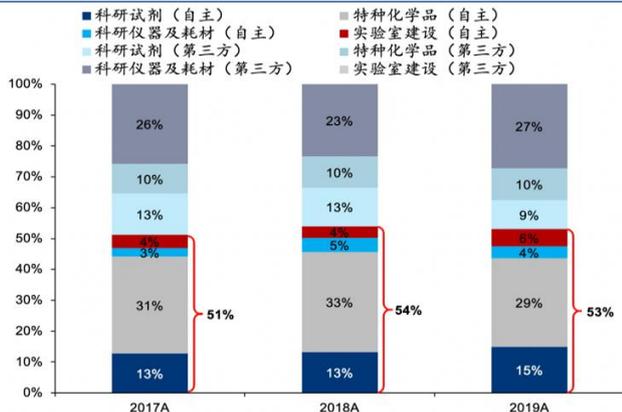
图表5： 2017-2019 年公司营业收入拆分（按下游客户）



注：其他行业的企业客户主要包括食品日化、智能制造、分析检测、新能源、节能环保等行业

资料来源：泰坦科技招股说明书，华泰研究

图表6： 2017-2019 年公司各板块分品牌营收拆分



注：括号框起来部分为公司自主品牌营收占比

资料来源：泰坦科技招股说明书，华泰研究

图表7： 2017-2019 年公司自主品牌与第三方品牌毛利拆分

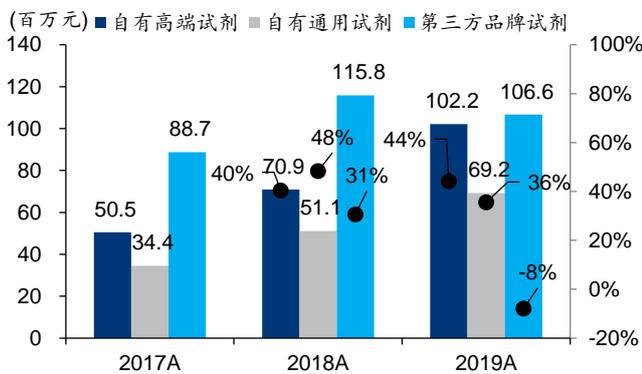


资料来源：泰坦科技招股说明书，华泰研究

四大板块拆分：自主品牌毛利率仍有提升空间

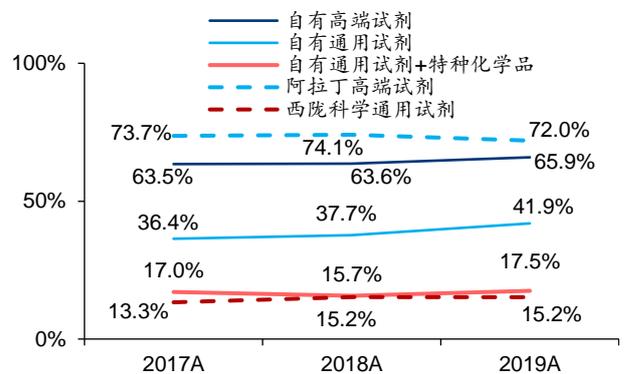
科研试剂：通用试剂业务自有品牌全覆盖，高端试剂毛利率仍有提升空间。公司的科研试剂包括通用试剂和高端试剂两种，1) 通用试剂：目前，公司向客户提供的通用试剂均为自主品牌 Greagent，拥有 2000 多种产品。2017-2019 年，该自主品牌销售额稳定提升，毛利率分别为 36.4%、37.7%和 41.9%。公司的自有品牌通用试剂、特种化学品业务与西陇科学的化学通用试剂业务可比，且公司的毛利率略高于西陇科学的同类产品，主要系产品种类及品牌差异所致。2) 高端试剂：公司销售了超过 8 万个品种，25 万种规格的高端试剂，包含自主品牌 Adamas 及第三方品牌 Sigma-Aldrich、Merck、Fisher、TCI 等。2017-2019 年公司自主品牌高端试剂毛利率分别为 63.5%、63.6%和 65.9%，可比公司阿拉丁聚焦高端科研试剂业务，其自主品牌高端试剂 2017-2019 年毛利率分别为 73.7%、74.1%和 72.0%，高于公司自主品牌高端试剂毛利率，主要系阿拉丁科研试剂产品为自行生产，而公司采用 OEM 代工生产模式所致。

图表8：2017-2019 年公司科研试剂营收及同比增速拆分



资料来源：泰坦科技招股说明书，华泰研究

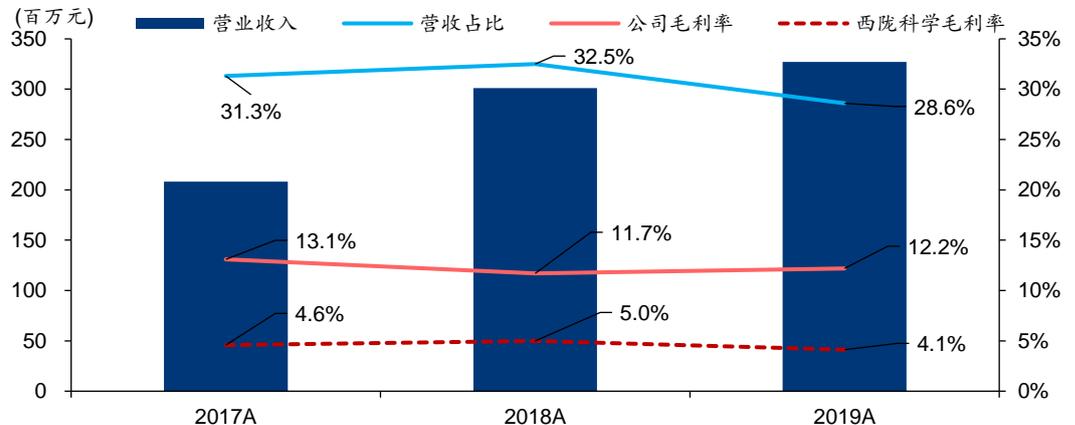
图表9：2017-2019 年公司自有品牌和可比公司同类科研试剂毛利率



资料来源：泰坦科技招股说明书，Wind，华泰研究

特种化学品：自主品牌产品销售为主，激烈竞争导致毛利率较低。公司销售的特种化学品以自有品牌 Tichem 为主，Tichem 拥有超过 1500 种产品，占公司销售的特种化学品种类的 75%。2017-2019 年，Tichem 营收占总营收的比重在 30%左右，毛利率分别为 13.1%、11.7%和 12.2%。公司自主品牌特种化学品业务与西陇科学化学原料业务可比，西陇科学化学原料业务 2017-2019 年毛利率分别为 4.6%、5.0%、4.1%。虽然公司自主品牌特种化学品毛利率高于同期西陇科学化学原料业务毛利率，但仍处于较低水平，主要系特种化学品市场供应端竞争激烈所致。

图表10：2017-2019 年公司自有品牌和可比公司同类特种化学品经营数据对比



资料来源：泰坦科技招股说明书，Wind，华泰研究

科研仪器及耗材:以销售第三方品牌为主,自有品牌毛利贡献有限。公司拥有 Titan Scientific 及 Titan 两个自主仪器和耗材品牌,公司销售的实验耗材以第三方品牌为主。2017-2019 年,公司科研仪器及耗材的毛利率分别为 17.5%、20.1%和 20.3%,其中自主品牌科研仪器及耗材的毛利率分别为 38.9%、39.5%和 40.7%。相较于阿拉丁、莱伯泰科、洁特生物和安谱实验等可比公司,公司自主品牌科研仪器及耗材的毛利率仍处于较低水平,主要系公司科研仪器及耗材的产品种类更多,同时采用 OEM 代工生产模式所致。

图表11: 2017-2019 年公司与可比公司科研仪器及耗材毛利率对比

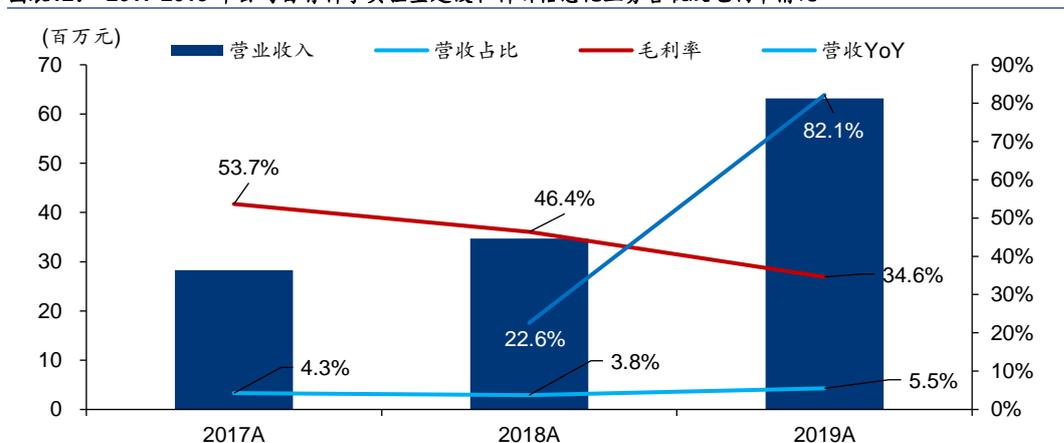
	泰坦科技 科研仪器及耗材	泰坦科技 自主品牌科研仪器及耗材	阿拉丁 实验耗材	莱伯泰科 实验室耗材与顾客服务	洁特生物 耗材	安谱实验
2017A	17.5%	38.9%	56.1%	60.6%	44.9%	41.8%
2018A	20.1%	39.3%	50.5%	60.2%	43.6%	44.8%
2019A	20.3%	40.7%	47.4%	57.0%	45.4%	45.8%

注:安谱实验未单独披露耗材的毛利率,故均使用其综合毛利率,2017-2019 年其耗材业务收入占营业收入的比例分别为 40.9%, 42.0%, 40.1%

资料来源:泰坦科技招股说明书, Wind, 华泰研究

实验室建设及科研信息化:相较公司其他三大主营业务体量较小,增长快。实验室建设自有品牌 Titan Scientific Lab 主要根据客户需求为实验室提供不同的解决方案,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。科研信息化自有品牌 Titan SRM 是公司的研发信息化系统品牌,主要销售软件产品,为客户提供电子实验记录、分析检测管理系统和数据挖掘分析工具等。这块业务营收占比最小,但是处于快速发展阶段,2019 年该业务营业收入为 0.6 亿元,同比增长 82.1%;同时单个项目需求差异化程度较高,导致业务毛利率波动较为明显,2019 年毛利率同比-11.8pct 至 34.6%。

图表12: 2017-2019 年公司自有科学实验室建设和科研信息化业务营收及毛利率情况

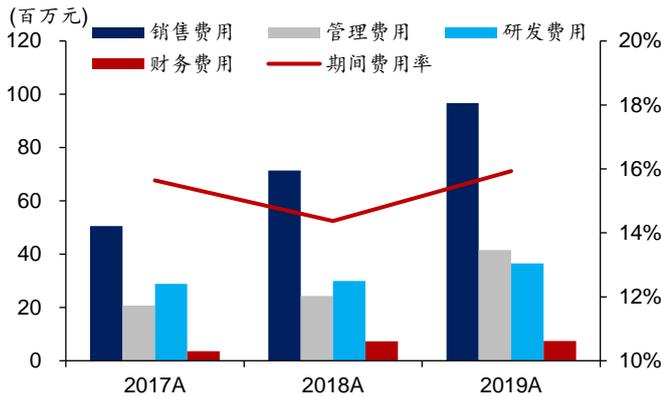


资料来源:泰坦科技招股说明书, 华泰研究

期间费用比较: 期间费用率低于可比公司, 公司整体运作高效

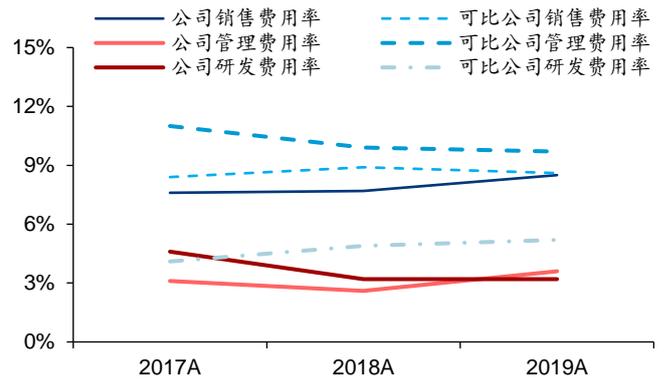
期间费用基本稳定,略低于可比公司平均水平。2017-2019 年,公司期间费用随营收扩大而增加,期间费用率基本稳定。与阿拉丁、西陇科学、安谱实验和洁特生物相比,公司整体费率低于可比公司均值。其中,公司研发费用率较低主要系自主品牌和第三方品牌相结合的经营理念所致,营业收入构成中包含近 50%的第三方品牌销售收入。

图表13: 2017-2019 年公司期间费用情况



资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 2017-2019 年公司各项费用率同行业对比

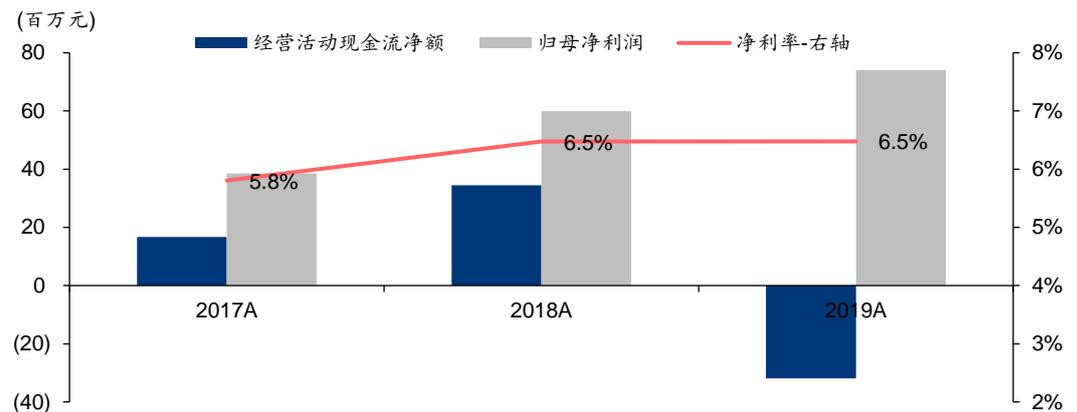


注: 可比公司费用率为阿拉丁、西院科学、安谱实验、洁特生物 4 家公司的费用率均值

资料来源: 泰坦科技招股说明书, 华泰研究

公司归母净利率处于上行通道, 库存+应收款增加影响 2019 年经营活动现金流。2017-2019 年公司归母净利润由 0.39 亿元增长至 0.74 亿元, 年均复合增速达 67%, 净利率由 5.8% 提高至 6.5%; 同期经营活动现金流量净额分别为 0.17/0.34/-0.32 亿元, 2017 年和 2018 年经营活动现金流净额与净利润变动趋势一致, 2019 年公司经营性现金流转负, 主要由公司库存储备增加以及 2019Q4 销售收入增加所导致的应收账款增加所致。

图表15: 2017-2019 年公司净利率处上行通道, 2019 年经营活动现金流转负

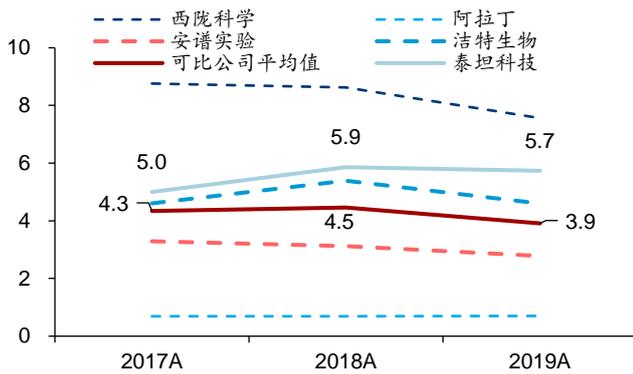


资料来源: 泰坦科技招股说明书, 华泰研究

服务直达终端, 募投项目促进业务全国扩张

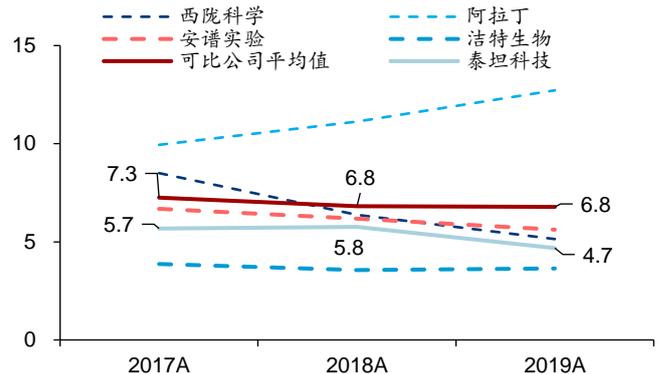
高存货周转率体现公司高效的库存管理能力, 低应收账款周转率印证公司直面终端客户。泰坦科技采取 OEM 生产为主、自主品牌和代理相结合的模式, 为客户提供一站式服务, 虽然毛利率不及自主生产型企业, 但库存管理高效, 存货周转率较高 (2017-2019 年泰坦科技存货周转率 5.0/5.9/5.7 vs. 可比公司均值 4.3/4.5/3.9)。泰坦科技以面向终端客户的直销模式为主 (2019 年直销比例为 93.8%), 应收账款周转率相对较低, 主要系其客户多为知名企业或高校, 信用等级较高, 公司提供的账期较长; 可比公司阿拉丁和莱伯泰科面对终端客户的销售比例为 51.6%、29.7%, 且主要采用先款后货的结算方式, 应收账款天数相对较低。

图表16: 2017-2019 年公司存货周转率与可比公司对比



资料来源: 泰坦科技招股说明书, 华泰研究

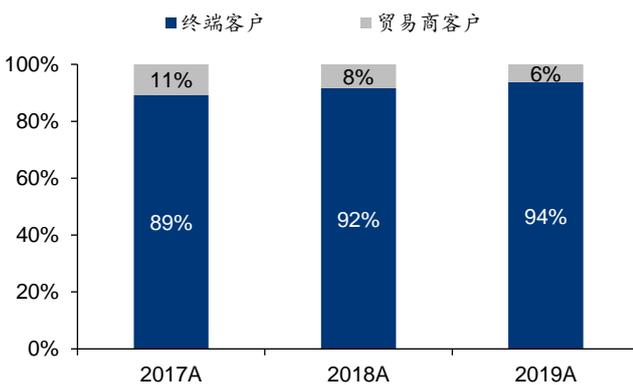
图表17: 2017-2019 年公司应收账款周转率与可比公司对比



资料来源: 泰坦科技招股说明书, 华泰研究

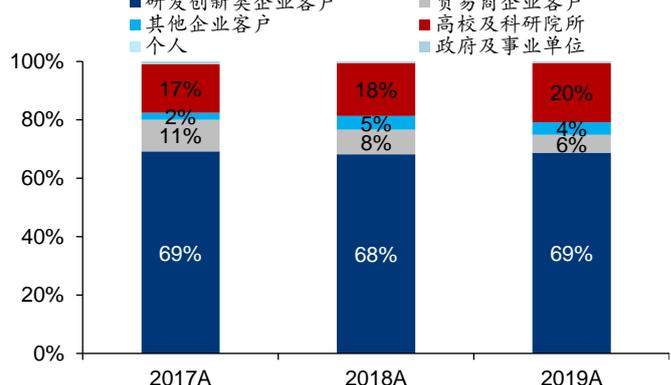
掌握终端客户, 支撑创新企业应用研究和高校院所基础研究。公司以直销为主要销售模式, 2017-2019 年, 公司 89.2%、91.6%和 93.8%的销售收入直接来自终端客户, 覆盖近千所高校及科研院所, 150 家世界 500 强企业, 累计服务客户超过 3 万家。其中, 研发创新型企业是公司主要客户群, 是公司业务收入主要来源。

图表18: 2017-2019 年公司营收按客户类型拆分



资料来源: 泰坦科技招股说明书, 华泰研究

图表19: 2017-2019 年公司营收按客户类型拆分



资料来源: 泰坦科技招股说明书, 华泰研究

募投项目增强公司核心竞争力, 促进业务全国扩张。募投项目专注企业产品开发、销售及物流能力提升, 将加大大客户技术服务体系建设、完善智能仓储物流体系, 并在新技术研究、新产品开发和云平台建设方面持续投入, 募集资金共 5.35 亿元, 旨在提高企业核心竞争力。公司成立初期的主要服务江浙沪地区, 近年来公司的业务范围正在向全国扩张, 华东地区业务收入占比呈下降趋势, 2017-2019 年华东地区业务收入占比分别为 80%、78%和 71%。募投项目中的销售网络及物流网络建设项目将在全国主要城市建立以技术服务为核心的销售服务网点和智能化、专业化的仓储物流体系, 为公司全国业务开展提供保障。

图表20: 泰坦科技 IPO 募投项目概述

子项目名称	主要内容	投资总额	募集资金使用金额
1、网络平台升级改造建设项目	升级改造“探索平台”及 ERP 系统平台, 优化客户采购体验、升级安全系统和网络部署	9,500.0	9,500.0
2、研发分析技术中心扩建项目	建设实验场地、配置试验设备和研发人员, 提升新产品研发能力和产品检测能力	8,000.0	8,000.0
3、工艺开发中心新建项目	建设实验场地、配置试验设备和研发人员, 进行新药研发用中间体、新材料中间体的合成实验	12,000.0	12,000.0
4、销售网络及物流网络建设项目	在全国主要城市建立以技术服务为核心的销售服务网点和智能化、专业化的仓储物流体系	24,000.0	24,000.0

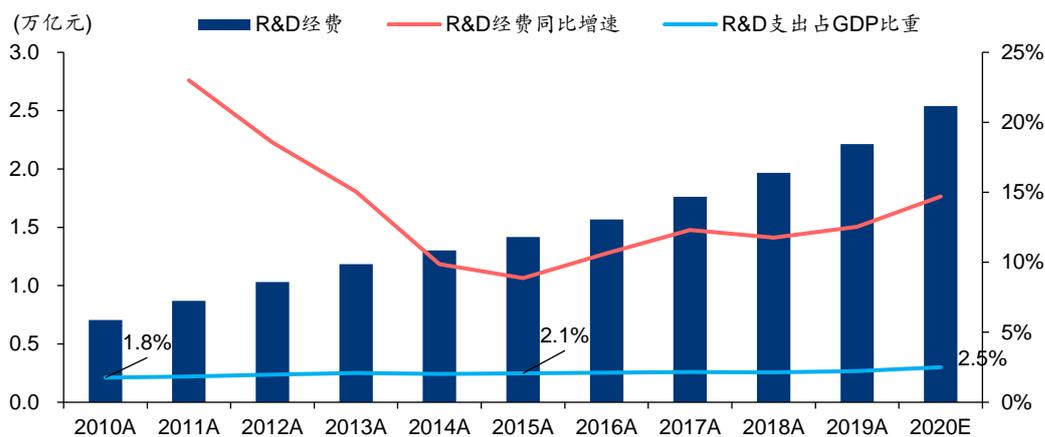
注: 投资总额、募集资金使用金额的单位为万元

资料来源: 泰坦科技招股说明书, 华泰研究

科学服务行业前景广阔，综合服务型企业应势成长 依托科研领域蓬勃发展，我国科学服务行业持续增长

国家政策扶持基础科学研究，我国研究与试验发展经费支出不断增加。2014年以来，国务院及有关政府部门先后颁布了一系列法规及产业政策，加强我国基础科学研究、提升原始创新能力。2016年5月国务院印发《国家创新型驱动发展战略纲要》，再次强调科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑，必须摆在国家发展全局的核心位置。《纲要》要求，2020年我国研究与试验发展（R&D）经费支出占国内生产总值比重达到2.5%。根据国家统计局的数据，2020年我国全年国内生产总值初步核算为101.6万亿元，据此计算，2020年我国R&D经费将达到2.5万亿元，2016-2020年复合增速为12.4%。

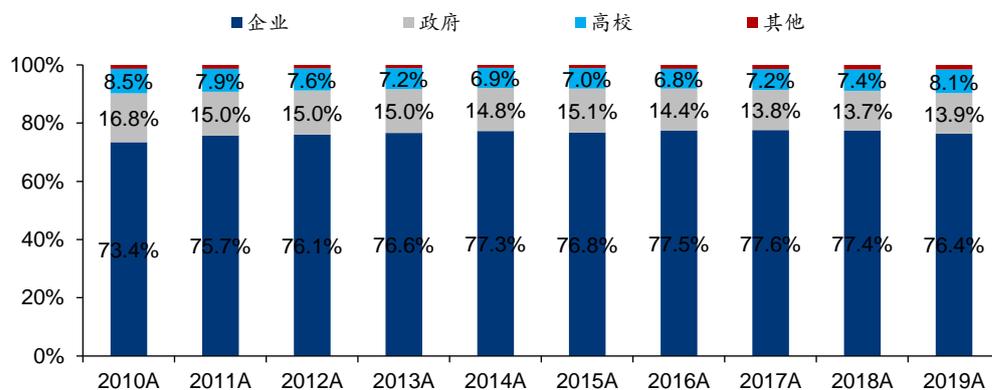
图表21： 预计2016-2020年我国R&D经费年均复合增速达12.4%



资料来源：国家统计局，华泰研究预测

科学服务行业下游客户需求增长，行业空间提升。科学服务行业的下游客户可分为各类科研机构部门、从属于高校院所的实验室和研发创新型企业。根据国家统计局数据，2019年全国共投入研究与试验发展（R&D）经费2.2万亿元，其中企业、政府属研究机构、高等学校经费支出所占比重分别为76.4%、13.9%和8.1%。具体来看，2019年各类企业研究与试验发展（R&D）经费支出1.7万亿元，同比增长11.1%；政府属研究机构经费支出3080.8亿元，同比增长14.5%；高等学校经费支出1796.6亿元，同比增长23.2%。

图表22： 中国研究与试验发展经费支出结构图（按活动主体分）



资料来源：国家统计局，华泰研究

我国科研经费投入持续增长，带动下游市场加大对研究与试验用品的需求，驱动科学服务行业市场规模从2019年的4,338亿元增加至2025年的10,517亿元，年均复合增速达15.9%。科学服务行业通常指服务于科学研究和生产质量控制的企业所处的行业，这类企业通常生产实验室仪器设备、科研试剂或实验室耗材，服务于科学家和研发工程师的科学研究。根据我们于2020年12月20日发布的报告《科学服务企业：科技研发的卖水人》测

算，2019年我国实验分析仪器市场规模为1,090亿元，生化试剂市场规模为1,396亿元，实验室耗材市场规模为1,852亿元，从而2019年我国科学服务行业市场规模为4,338亿元，占当年R&D支出的20%。参考Statista的预测，中国的GDP将从2019年的14.4万亿美元增长至2025年的23.0万亿美元，年均复合增速为8.1%；考虑到国家加大对基础科学研究的支持力度，我们假设R&D支出占GDP的比重有望从2020年的2.5%提升至2025年的2.8%，则R&D支出有望保持10.6%的年均复合增速增长至2025年的4.2万亿元。根据《国内实验试剂供应链现状、问题与对策》（作者：刘海龙、卢凡，2018年11月发表于《实验技术与管理》）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、高校及其他事业单位）研发经费支出的20%-25%，我们假设中国科学服务行业市场规模占R&D支出的比重从2019年的20%提高到2025年的25%，据此计算，我国科学服务行业市场规模将从2019年的4,338亿元增加至2025年的10,517亿元，年均复合增速达15.9%。

图表23： 预计2020-2025年我国科学服务行业市场规模CAGR为15.9%



资料来源：国家统计局，Statista，华泰研究预测

国外科学服务巨头垄断优势明显，国内企业后起直追

国内科学服务行业起步较晚、竞争较为激烈。我国科学服务行业整体参与者众多，可分为生产制造企业、贸易商、单品类领域服务企业、综合服务企业和外资科学服务巨头。其中，产品制造企业大多产品线单一，下游客户订单体量小，企业规模普遍较小；贸易商虽然产品种类较多，但大多没有自主品牌、专业技术普遍不强，存在一定区域性；单品类领域服务企业具备特定产品生产能力，仅针对特定客户提供整体解决方案。综合服务企业侧重于为下游客户提供方便、快捷、稳定的一站式服务。

综合来看，泰坦科技处于行业领先地位。国内主要上市企业中，公司主要为终端客户提供一站式实验室产品与配套服务，采取自主品牌OEM生产和第三方品牌代理结合的模式，收入和利润近年来呈现较快增长态势，2017-2019年营收/归母净利润CAGR为41%/67%。西陇科学是领先的化学试剂专业制造商和集成供应商，采用自产、OEM及集成供应相结合的生产模式，收入体量较大、增速平稳，ROE较低。阿拉丁坚持自主生产高端试剂产品，以直销为主、经销为辅。安谱实验专注于食品安全、环境检测和药品检验等领域，为政府、第三方检测机构、高校、企业提供实验室耗材、试剂和标准品、分析仪器配件等综合服务，产品包括代理产品和自主生产产品，销售模式以直销终端客户为主、经销和代理作为补充。洁特生物专攻生物实验室一次性塑料耗材领域，销售模式以面向为国际知名生物实验室综合服务商的ODM模式为主，配有少量试剂、小型实验仪器。莱伯泰科主营实验分析仪器，以自产产品为核心、以代理业务为补充，搭配少量实验室耗材。

图表24: 国内科学服务主要上市公司主营业务、生产和销售模式概览(2019年)

公司名称	主要产品及服务	生产模式	OEM 占比(%)	总资产周转率(次/年)	存货周转率(次/年)	自主生产/自有品牌毛利率(%)	销售模式	直销比例(%)	应收账款周转天数(天)
西陇科学	化学试剂、化工原料等	自产、OEM 及集成供应相结合	-	0.86	7.54	-	线上电子商务平台+ 线下销售联动	-	70
阿拉丁	科研试剂	科研试剂采取自主生产模式, 实验耗材采取 OEM 生产模式	5.5%	0.56	0.7	试剂 72.0% 耗材 47.4%	直销是主要的销售模式	51.6%	28
泰坦科技	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	自主品牌和第三方品牌代理相结合, 自主品牌主要采取 OEM 生产模式	49.4%	1.44	5.77	科研试剂 56.2% 特种化学品 12.3% 仪器耗材 40.7% 实验室建设及信息化 34.6%	主要采用直销的销售模式, 以终端客户为主	93.8%	72
安谱实验	实验室耗材、仪器、试剂和标准品	自主生产、OEM 和代理相结合	-	0.97	2.78	-	以直销终端客户为主	-	64
洁特生物	实验室耗材、仪器设备	自有品牌采取自主生产模式, 外销产品采取 ODM 模式	-	0.68	4.6	43.7%	境内为直销和经销模式, 境外为 ODM 销售为主、经销为辅的销售模式	ODM 模式营收占比 63.6%, 自主产品直销营收占比 7.41%	99
莱伯泰科	实验分析仪器	自主设计加工生产和外协加工生产相结合	-	0.87	2.2	47.7%	以直销为主、经销为辅	29.7%	44

注: 1) 直销指对终端客户的销售, 不包含对贸易商的销售; 2) 洁特生物的知晓比例为 2019 年 1-6 月数据; 3) 阿拉丁 OEM 占比为实验耗材成本占主营业务成本的比例; 4) 泰坦科技 OEM 占比为自主品牌科研试剂、特种化学品、科研仪器耗材、实验室建设及科研信息化服务业务的成本占主营业务成本的比例
资料来源: Wind, 西陇科学、安谱实验 2019 年年报, 洁特生物 2019 年年度报告, 阿拉丁、泰坦科技、洁特生物、莱伯泰科招股说明书, 华泰研究

图表25: 国内科学服务主要上市公司财务和估值数据概览

公司名称	股票代码	收入(亿元)			ROE(%)			PE(x)	收入同比增速(%)			归母净利润同比增速(%)		
		19A	19A	19A	19A	2021/2/19	TTM		17A	18A	19A	17A	18A	19A
泰坦科技	688133 CH	11.4	23.9%	6.5%	13.2%	98.4	122.2	63%	39%	24%	40%	55%	24%	
莱伯泰科	688056 CH	3.8	46.3%	16.3%	18.8%	21.2	36.5	11%	9%	9%	8%	22%	3%	
西陇科学	002584 CH	33.4	15.9%	1.0%	2.0%	32.8	55.8	16%	-1%	-1%	-5%	-24%	-45%	
阿拉丁	688179 CH	2.1	70.8%	30.5%	18.4%	115.1	174.2	20%	31%	26%	55%	67%	19%	
洁特生物	688026 CH	2.5	44.7%	26.7%	19.0%	75.6	49.8	35%	24%	19%	54%	31%	25%	
安谱实验	832021 CH	5	45.8%	17.8%	19.8%	24.3	23.5	34%	22%	9%	32%	28%	11%	

注: 1) ROE 为摊薄 ROE; 2) 西陇科学 2019 年化学试剂(包括电子化学品和通用试剂)收入 13.4 亿元/yoy-10%
资料来源: Wind, 华泰研究

发达国家市场中大型综合科学服务供应商形成寡头垄断, 具有显著优势。国外科学服务市场在规模化发展后, 形成了以赛默飞(Thermo-Fisher)、丹纳赫(Danaher)、默克(Merck KgaA)以及安捷伦(Agilent)为代表的行业巨头。其中, 德国默克于 2015 年成功收购全球生化试剂生产和销售巨头 Sigma-Aldrich, 2010-2014 年 Sigma-Aldrich 自主产品收入占总营收的比例稳定在 60%。使用 2019 年年报期末汇率 1 美元=6.98 元换算国内企业人民币收入为美元收入, 国内科学服务 6 家主要上市公司的总收入为 8.34 亿美元, 而 4 家国外科学服务企业巨头在中国区的总收入为 86.3 亿美元, 约为 6 家中国科学服务主要上市公司总收入的 10 倍。国外科学服务巨头在我国科学服务行业占主导地位, 下文将从三大细分市场进行具体分析。

图表26：全球科学服务企业巨头

公司名称	国家	主要产品及服务	2019 年收入 (亿美元)	中国区收入 (亿美元)	收入拆分 a (亿美元)	收入拆分 b (亿美元)	人均产值 (万美元/年)	净利润 (亿美元)	净利率 (%)	毛利率 (%)	市值 (亿美元)	2021E P/E
赛默飞 (Thermo-Fisher)	美国	仪器、试剂、耗材、 信息化、服务	255.4	27.5	生命科学解决方案： 68.6 / 分析仪器： 55.2/ 特殊诊断： 37.2/ 实验室产品和服务： 106.0	消耗品：131.1/ 仪器：63.9/ 服务： 60.5	34.1	37	14.5%	44.35%	1,937	22.6
丹纳赫 (Danaher)	美国	仪器、试剂、耗材	179.1	23.1	生命科学：69.5/ 诊断程序： 65.6/ 环境与应用解决方案： 44.0	分析和物理仪器： 24.6/ 研究和医疗产品： 135.1/ 产品识别： 19.3	29.9	30.1	16.8%	55.74%	1,688	31.6
德国默克 (Merck KGaA)	德国	仪器、试剂、耗材、 服务	189	25.5	健康医疗：75.2/ 生命科学： 76.9/ 性能材料： 28.8	-	33.6	14.8	7.8%	43.42%	734	20.5
安捷伦 (Agilent)	美国	仪器、耗材、信息化	51.6	10.2	生命科学与应用市场： 23.0/ 诊断和基因组学： 10.2/ 实验室产品和服务： 18.4	仪器仪表：21.5/ 其他：30.1	31.7	10.7	20.7%	54.33%	390	33.1

注：1) 美元金额=原始货币金额/年报期末汇率，其中 1 美元=0.89261 欧元；2) 如无特殊说明，以上财务数据均对应 2019 财年，其中安捷伦 2019 财年区间为 2018.10.31-2019.10.31，其余公司为 2019 年自然年；3) 收入拆分 a 列为各公司年报中主要披露的收入拆分口径，b 列为年报中以试剂/仪器/耗材/其他分类的收入拆分口径；4) 市值为 2021/2/18 收盘价数据

资料来源：Bloomberg，各公司年报，Wind，华泰研究

实验分析仪器：我国实验分析仪器高端产品基本依赖进口。根据仪器信息网的统计（2019 年），在我国政府测试机构、高校/科研院所、生产企业以及商业检测机构 4 类不同性质的实验室中，纯水器/离心机/微波消解仪/超低温冰箱 4 种实验室常用设备的平均国产化率为 48%-68%（按数量计）或 23%-45%（按金额计）。可以看出，国产实验室常用设备的价格较进口产品偏低，约为同类进口产品的 1/3~2/3，国产设备以低端产品为主。根据泰坦科技和莱伯泰科的招股说明书，目前我国大部分高端、大型实验室仪器仍然依赖于进口。考虑到前述实验室常用设备技术门槛相对较低，我们认为技术门槛相对更高的实验分析仪器的国产化率低于 23%-45%（按金额计）。

科研试剂：通用试剂实现国产化，高端试剂领域仍需技术突破，进口替代空间大。国内试剂厂商数量较多，据泰坦科技招股说明书（上会稿，2019/9/17 公告），目前有超过 400 家企业获得了相关生产许可，但大部分企业规模较小、技术传统、品种单一、产品低端。近年来，通用科研试剂原材料生产及试剂代工已经基本实现国产化，但部分高端试剂品牌的口碑和客户认可度与国外厂商品牌相比仍存在差距，高端试剂产品基本被国际巨头垄断。根据泰坦科技招股说明书（上会稿，2019/9/17 公告），2018 年我国试剂市场中国际巨头占据超过 80% 的市场份额，特别是涉及生命科学、分析色谱等高端试剂市场缺口较大。从生产工艺、色标含量和应用技术方面来看，国内试剂企业在生产工艺技术水平上较国际发达国家还存在比较明显的差距。随着国内中高端国产试剂公司加快研发，国家政策对国产替代进口的大力支持，未来国产试剂替代空间较大。

图表27：国内外科研试剂技术水平差距

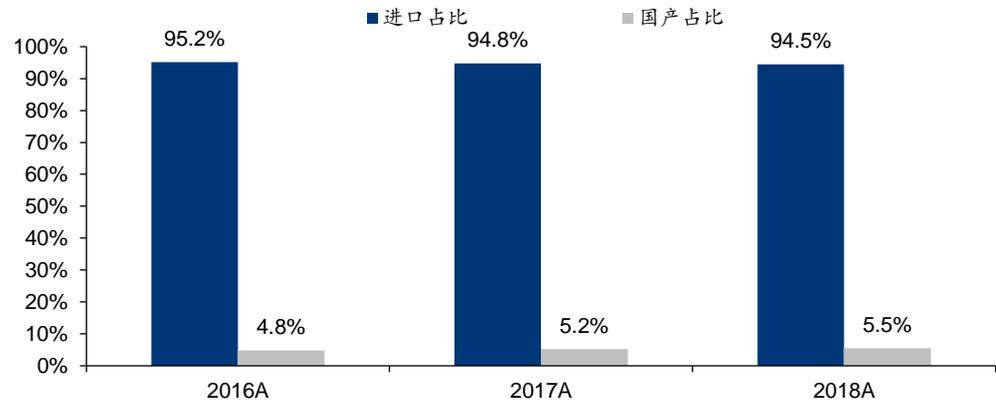
	国外	国内
杂质级别	ppt(ng/L)	ppm(mg/L)-ppb(ug/L)
色标含量	99.9%-99.95%	99%-99.5%
生产工艺	新技术（离子交换、膜分离等）	传统（结晶、蒸馏、萃取等）
应用技术	微米级别 完全规模化生产	初步规模化
	纳米级别 初步规模化生产	尚未规模化

注：ppm 是毫克级，百万分之一；ppb 是微克级，千万分之一；ppt 是纳克级，亿万分之一

资料来源：泰坦科技招股说明书，华泰研究

实验室耗材：高端耗材多被国际巨头垄断。细分领域中，我国一次性生物实验室耗材市场仍然由进口品牌主导，国产化率不足 6%、近三年呈现小幅提升态势。据弗若斯特沙利文的数据，2018 年我国生物实验室耗材中进口品牌市场份额占据整体市场的 94.5%，2016 年至 2018 年间国产化率从 4.8% 小幅提升至 5.5%，随着国产厂家研发和创新能力的不断提升，国产品牌有望破局外资的主导地位，市场份额有望提升。

图表 28：2016-2018 年中国一次性生物实验耗材进口品牌市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

赛默飞世尔科技：兼并收购铸就科学服务行业国际巨头

赛默飞世尔科技公司（Thermo Fisher Scientific，全文简称赛默飞）是全球科学服务行业巨头，产品覆盖科学实验所需的仪器、试剂、耗材、信息化服务等所有物资，截至 2021 年 2 月 18 日，其市值为 1937 亿美元。目前，赛默飞全球约 7.5 万名员工，为生化医疗，科学研究和环境等领域超 40 万名客户提供综合科学服务，旗下的主要品牌包括 Thermo Scientific、Applied Biosystems、Invitrogen、Fisher Scientific、Unity Lab Services 和 Patheon。

泰坦科技自成立之初便以美赛默飞为标杆，致力于成为中国科学服务业的开创者和变革者。纵观赛默飞的整个发展历程，可以看到赛默飞的科学服务业务伴随着美国产业的变迁而演进。20 世纪初，赛默飞主要服务于当时具有优势地位的钢铁行业；战后 20 世纪 50 年代，基础产业兴起，赛默飞重点服务于化学材料、精细化工等产业；进入 20 世纪 80 年代，伴随着美国医改推进，赛默飞重点关注新药研发以及医疗检验；21 世纪以来，赛默飞重点进入生命科学和医疗诊断领域。泰坦科技自成立以来持续对标赛默飞，提供一站式实验室产品与服务，有望复制科学服务业巨头赛默飞的发家之路，与国内的生物医药、新材料、新能源等高增长产业相伴而成长。

研发投入助力内生增长，并购打造科学服务航母

赛默飞的前身热电公司（Thermo Electron）兼并飞世尔科技公司（Fisher Scientific），向成为科学服务商巨头迈出一大步。赛默飞前身为成立于 1956 年的热电公司（Thermo Electron），1970 年热电公司新设了一个开发用于监测环境空气污染仪器的部门，跻身科学服务行业。2006 年，年收入仅 26.3 亿美元的热电公司以 106 亿美元收购了年收入高达 55.8 亿美元的飞世尔科技公司（Fisher Scientific），组成了赛默飞世尔科技公司（Thermo Fisher Scientific），在科学服务领域的发展实现了质的飞跃。合并前的飞世尔科技公司不仅综合实力强劲，还处于不断上升的阶段。2002-2005 年，飞世尔科技的毛利率从 26.4% 提升到 34.2%，净利率从 1.6% 提升到 7.0%，自主品牌收入占总收入比例从 40% 提升到 65%，年均收入增长率在 10% 以上，其中 2004 年收入同比增长率高达 29.8%。飞世尔科技收入和利润的增长离不开不断收购的发展战略，从 1991 年上市以来，就重点收购生产用于生命科学研究和免疫诊断应用的消耗品的公司，以及为制药和生物技术公司提供外包服务的业务，到 2005 年，飞世尔科技耗材收入稳定占总收入的 80%。

图表29： 1997-2005年飞世尔科技（Fisher Scientific）经营数据



资料来源：Bloomberg，华泰研究

坚持通过互补性收购增强现有业务的增长。十多年来，赛默飞始终坚持通过互补性业务收购增强现有业务增长的发展战略，先后收购了几十家北美乃至全球领先的生物、化学、医疗等领域的企业，不断扩展四大业务模块（实验室产品和服务、生命科学解决方案、分析仪器和专业诊断）的规模，其中，专业诊断业务是赛默飞在2011年收购全球免疫诊断巨头Phadia集团后从分析技术业务中剥离出来发展的；生命科学解决方案业务是赛默飞在2014年收购Life Technologies Corporation后开展的，该业务主要为进行科学研究和基因分析的客户，以及法医和食品安全检测等应用市场的客户提供创新产品和服务。

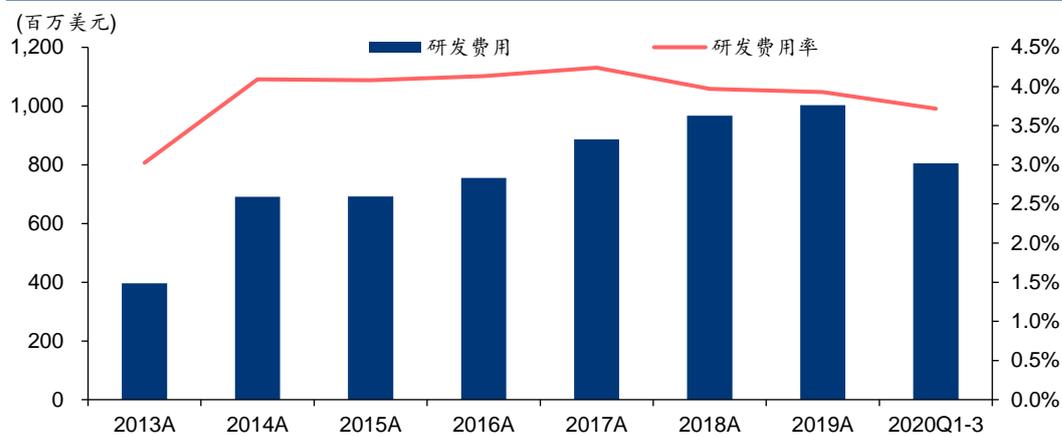
图表30： 2011-2019年赛默飞的代表性收购标的公司

时间	标的公司	标的公司所属业务模块	标的公司主营业务	给赛默飞带来的扩张	收购价格(百万美元)
2019年4月30日	Brammer Bio	实验室产品和服务	病毒载体合同开发和制造，用于基因和细胞疗法。	扩大了该部门的合同制造能力。	1670
2018年10月25日	Becton Dickinson and Company	生命科学解决方案	帮助客户提高生物药物生产过程中的产量。	增加了补充性的细胞培养产品，扩大了该板块的生物生产产品种类。	477
2017年8月29日	Patheon N.V.	实验室产品和服务	为制药和生物制药行业提供高质量药物开发和给药解决方案的全球领先供应。	提供了进入医药合同开发和生产组织市场的机会，并为赛默飞现有的医药服务组合增加了一项补充服务。	7360
2017年3月2日	Core Informatics	分析仪器	支持科学数据管理的云平台提供。	增强了赛默飞现有的信息化解决方案	94
2017年2月14日	Finesse Solutions, Inc.	生命科学解决方案	可扩展的控制自动化系统和生物生产软件的开发。	扩大了赛默飞的生物生产产品的范围。	221
2016年9月19日	FEI Company	分析仪器	高性能电子显微镜供应。	通过增加高端电子显微镜，加强了赛默飞的分析仪器组合。	4080
2016年3月31日	Affymetrix, Inc.	生命科学解决方案	细胞和基因分析产品的供应。	拓展了赛默飞现有的抗体和流式细胞仪及单细胞生物学应用的检测组合；通过增加微阵列扩大了基因分析组合。	1340
2015年9月30日	Alfa Aesar	实验室产品和服务	全球研究化学品制造。	扩大了赛默飞现有的化学品、溶剂和试剂组合。	393
2015年2月4日	Advanced Scientifics, Inc.	生命科学解决方案	生物工艺生产的一次性使用系统和工艺设备的全球供应。	扩大了赛默飞的生物处理产品规模。	289
2014年2月3日	Life Technologies Corporation	生命科学解决方案	为进行科学研究和基因分析的客户，以及法医和食品安全检测等客户提供创新产品和服务。	完善赛默飞的生命科学产业链，新增生命科学解决方案主营业务模块。	15300
2012年9月	One Lambda	专业诊断	移植诊断的供应商	加强赛默飞在专业体外诊断领域的地位，并增加进入移植诊断市场的机会。	274
2012年5月	Doe & Ingalls	实验室产品和服务	为生命科学和微电子行业提供特种生产化学品的渠道和定制化供应链服务的供应商。	拓展赛默飞针对生产市场的产品和服务。	178
2011年5月19日	Phadia	专业诊断	开发、制造和销售完整的验血系统，床诊断和监测。	将专业诊断业务从分析技术业务中分离出来，单列为公司主营业务之一。	3540

资料来源：赛默飞世尔科技公司年报，华泰研究

高研发投入，注重产品和服务创新，挖掘业务深度。赛默飞2019年的R&D费用为10亿美元，同比增长3.7%，占2019年收入的3.9%。2014年R&D费用率为4.1%，相较2013年同比增长1.1个百分点，主要系赛默飞2014年收购Life Technologies Corporation后，新增生命科学解决方案业务，研发投入大幅上升所致。2014-2020Q1-3的R&D费用率稳定在4%左右，处于较高水平，为高端产品及新产品研发提供了强有力的资金保证。

图表31：2013-2020Q1-3 赛默飞 R&D 费用及费用率

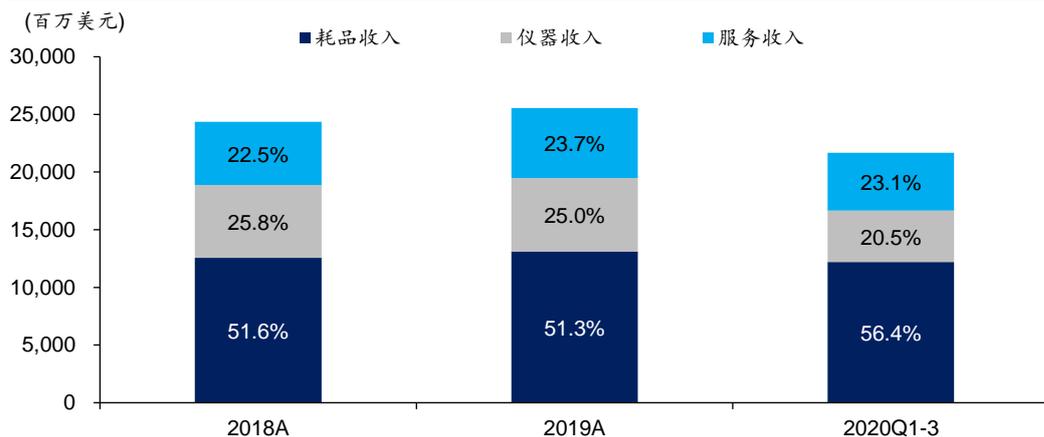


资料来源：赛默飞世尔科技年报，华泰研究

按产品类别拆分：耗品+仪器+服务三大类业务协同发展

2019年收入255.42亿美元，耗品占据半壁江山。赛默飞2019年实现收入255.4亿美元，同比增长4.9%。其中，2019年耗品、仪器和服务收入分别占同年总收入的51.3%，25%和23.7%，相较于2018年分别下降0.3个百分点，下降0.8个百分点和上升1.2个百分点。近两年，耗品销售收入基本稳定占据总收入的一半，说明其受众面广，即使单价不及仪器，但作为消耗品需求量更大；而仪器类产品虽然单价高，但作为耐用品使用年限长，相较消耗品需求量较小。科学服务提供所获收入呈上升趋势，是赛默飞在增强产品销售实力的基础上，不断完善全产业链，提供更专业化和优质科学服务的成果。

图表32：2018-2020Q1-3 赛默飞世尔科技按产品拆分三大业务收入



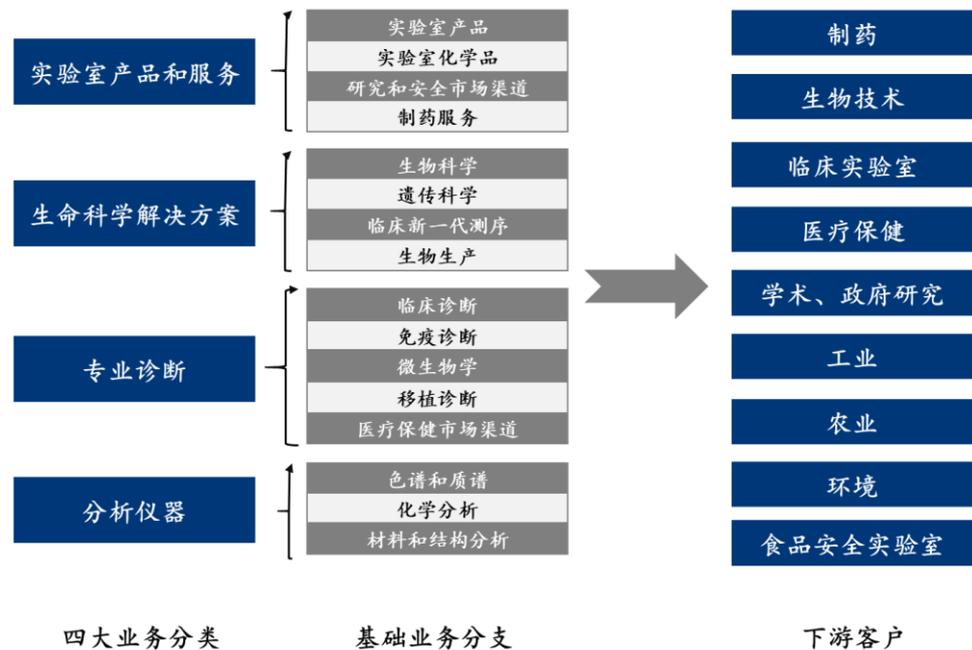
资料来源：赛默飞世尔科技年报、2020年3季报，华泰研究

按服务类别拆分：提供四大类服务，一站式满足客户需求

四大业务模块精细划分，各有千秋。四大模块各有所长，但主要都是为下游的制药、生物技术、临床实验室、医疗保健、学术和政府研究、工业、农业、环境和食品安全实验室提供试剂、耗材、仪器等产品和科学解决方案等综合科学服务。

- 1) **实验室产品和服务：**拥有实验室产品、实验室化学品、研究和安全市场渠道以及制药服务四条分线，为下游客户提供的产品和服务主要被用于药物开发、临床试验和商业药物生产。在 2017 年和 2019 年收购 Patheon 和 Brammer Bio 后，进一步提升了对生物医药制造和医疗客户的服务能力。
- 2) **生命科学解决方案：**该模块在赛默飞 2014 年收购 Life Technologies Corporation 后新增，包含生物科学、遗传科学、临床新一代测序和生物生产四条基础业务，为下游客户提供的试剂、仪器和耗材组合主要被用于生物和医学研究、新药和疫苗的发现和生产以及疾病诊断。
- 3) **专业诊断：**主要靠收购 Phadia 和 One Lambda 完成业务扩张。2011 年赛默飞收购过敏和自身免疫诊断的全球领导者 Phadia 集团，将专业诊断业务从分析技术模块独立出来，自成主营业务之一；一鼓作气，2012 年赛默飞收购了 One Lambda，为专业诊断模块新增移植诊断业务。现在该部门的业务主要包含临床诊断、免疫诊断、微生物学、移植诊断和医疗保健市场渠道，为下游客户提供广泛的诊断测试套件、试剂、培养基、仪器和相关产品，其中，医疗保健产品用于提高诊断的速度和准确度，从而以更具成本效益的方式改善患者护理。
- 4) **分析仪器：**2016 年收购 FEI 公司，通过增加高端电子显微镜，加强了赛默飞的分析仪器组合。该业务模块目前包含色谱和质谱、化学分析、材料和结构分析三项基础业务，为下游客户提供的仪器、耗材、软件和服务被用于实验室、生产线和现场的各种应用。

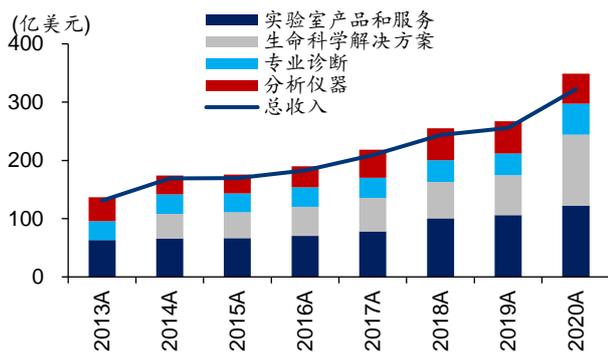
图表33： 赛默飞主营业务分类及下游客户



资料来源：赛默飞世尔科技 2019 年年报，华泰研究

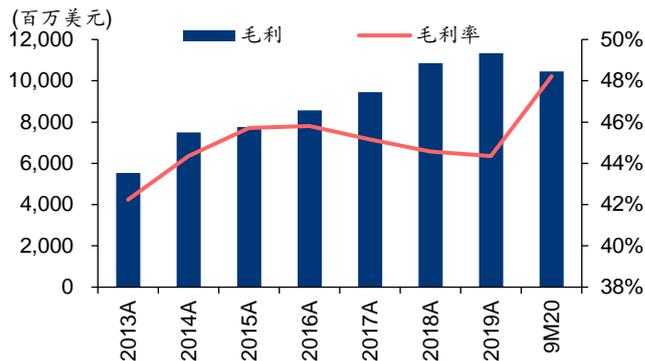
四大类业务收入占比基本保持稳定状态。赛默飞在 2013-2019 年期间收入连续增长，其中，实验室产品和服务、生命科学解决方案、专业诊断和分析仪器收入占总收比例基本稳定在 40%，25%，15%和 20%左右。2013 年到 2014 年四大业务收入占比变化较大主要系赛默飞 2014 年收购 Life Technologies Corporation，新增生命科学解决方案业务模块所致。毛利率方面，2013-2019 年，赛默飞的毛利率基本稳定在 45%左右；2020 年前三季度毛利率高达 48.2%。2020Q4 赛默飞实现收入 105.5 亿美元（包括 32 亿美元的 COVID-19 响应收入），同比增长 54%，驱动 2020 年收入同比增长 26%。

图表34： 2013-2020 年赛默飞世尔科技按服务拆分四大业务收入



注：四大类业务存在交叉重复统计，故四大业务收入之和大于总收入
资料来源：Wind，华泰研究

图表35： 2013-2020Q1-3 赛默飞世尔科技毛利及毛利率



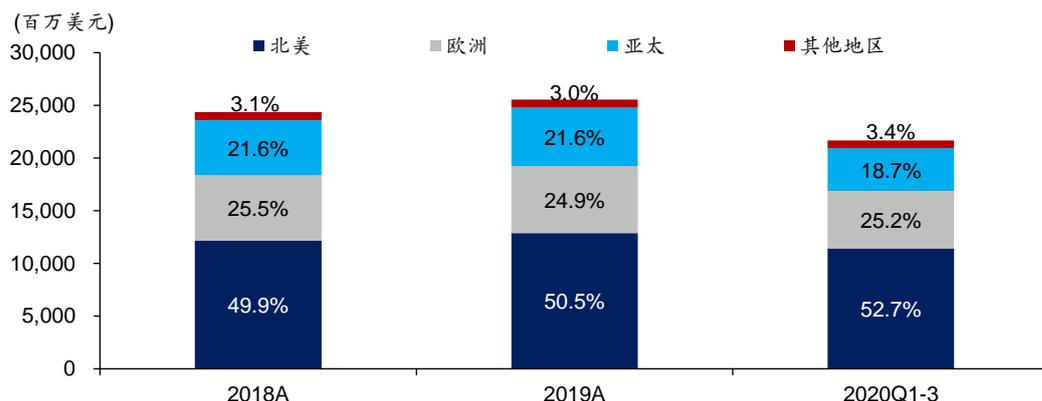
资料来源：Wind，华泰研究

多元销售模式相结合，业务遍布全球

销售网络发达，仓储物流覆盖极广。赛默飞采用直销、专业客户服务人员、电商平台销售及第三方经销等多种销售方式，针对不同品类的产品和科学服务需求，侧重不同的销售方式。我们认为，由于试剂和耗材的需求频率高、单次需求量小、客户较为分散，故其在中国区的销售超 50% 通过经销商完成；而在仪器的销售上，客户需要对仪器有更多的了解以判断是否符合自己的需求，所以其直销和专业客户服务人员精准销售的比例会比耗材和试剂更高。赛默飞的仓储物流在全球的覆盖面都十分广阔，试剂、特殊化学品等实验室用品具有运输特殊性，拥有自己的仓储物流体系能够增强客户购买体验，提升物流和售后效率。

扎根北美，业务发散全球科学服务市场。2019 年，赛默飞在北美、欧洲、亚洲和其他地区分别实现收入 129.0/63.6/55.2/7.6 亿美元，占总收入的比例为 50.5%、24.9%、21.6%和 3.0%。赛默飞虽立足于北美市场，其他地区也为其贡献了近一半的业务收入，说明赛默飞业务体量庞大，海外市场扩张十分成功。在作为亚太区科学发展最为迅速国家之一的中国，赛默飞 2019 年实现收入 27.52 亿美元，占其总收入的 10.8%，单价/利润率远高于欧美，可看出赛默飞擅于瞄准新兴市场，大力投资创收。

图表36： 2018-2020Q1-3 赛默飞世尔科技全球分地区收入



资料来源：赛默飞世尔科技公告，华泰研究

赛默飞计划五年内大幅提升中国区产能，大量投资聚焦生物制药行业。疫情之后，赛默飞更加倚重中国市场，其计划五年内大幅提升中国区产能，发力点是打造更加稳健的供应链体系。2020 年 9 月 25 日赛默飞完成了中国制造中心苏州工厂扩建，耗资超 1000 万美元，苏州工厂是赛默飞在亚太的第一个一次性技术生产基地。现在越来越多的生物制药企业通过一次性技术 (Single Use Technology, 简称 SUT) 将商品迅速推向规模化生产，中国市场上崛起了一批新兴的生物制药企业，这次苏州一次性技术生产基地的扩建能够提升 SUT 产能以满足中国对 SUT 产品需求的快速增长。未来，赛默飞仍将在中国市场加大对生物制药、大健康等领域的投资力度，以扩大产能。

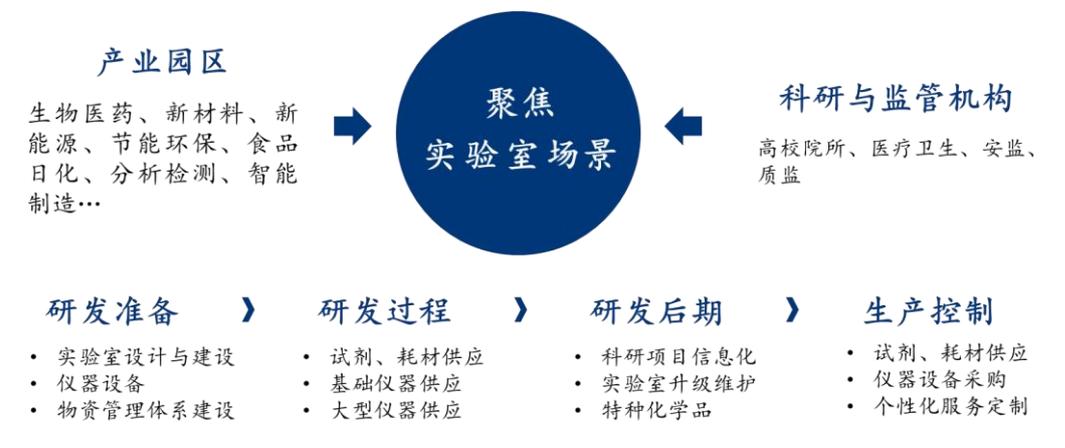
泰坦科技亮点分析：一站式科学服务供应商，双核驱动发展

产品：完善的产品矩阵满足下游客户多样需求

自有品牌+第三方品牌，构建完善产品矩阵，为客户提供一站式购齐服务。公司在销售自主研发的自有品牌的基础上，同步销售第三方品牌的产品，以一站式服务满足不同客户的需求、减少客户的隐性成本（如邮寄成本和时间成本等）。

产品和服务覆盖面广，下游客户遍布多个行业。公司的四大类产品和服务能够完整覆盖客户研发准备、研发过程、研发后期和生产质控等科学研发各个阶段。下游客户涵盖高校、科研院所、政府机构和创新研发型企业等，企业类客户分布在生物医药、新材料、新能源、节能环保、食品日化、分析检测、智能制造等各领域。据公司招股说明书，公司对于全国以研发创新为核心的生物医药企业的覆盖率达到 80% 以上。

图表37： 一站式实验室产品与配套服务



资料来源：泰坦科技 IPO 路演 PPT，华泰研究

销售：直销为主以及及时把控客户需求，递进替代法提升客户粘性

线上平台和线下销售人员组合直销，服务直达终端。公司主要采用直接面向终端客户的销售方式，根据公司招股说明书，公司 2019 年直销收入占总收入的 93.8%，经销收入仅占总收入的 6.2%。公司主要采用“探索平台”电商销售和专业销售人员推销的方式进行线上线下组合销售，客户既可以通过“探索平台”自主下单，也可以通过向专业销售人员提出产品需求，委托销售人员通过内部 ERP 系统下单。公司的四大主营业务中，科研试剂、科研仪器及耗材既可通过“探索平台”自主下单，也可通过销售人员下单；特种化学品只能通过销售人员推销，再由销售人员在 ERP 系统下单的方式购买；实验室建设及科研信息化产品为项目型业务，需要通过招标获取项目，所以主要采取合同形式。

图表38： 公司不同产品销售方式

销售方式	对应产品
“探索平台”、客户自主下单	产品类：高端试剂、通用试剂、仪器耗材
内部 ERP 系统 系统接口自动下单	产品类：高端试剂、通用试剂、仪器耗材
统一管理平台 客户委托下单	产品类：特种化学试剂、高端试剂、通用试剂、仪器耗材
非平台统一管理订单	项目类：实验室建设及科研信息化
	公司子公司阿达玛斯业务（业务体量较小、尚未纳入系统管理）

资料来源：泰坦科技招股说明书，华泰研究

渠道替代+品牌替代的双替代策略，提升客户粘性的法宝。1) 渠道替代：公司凭借一站式服务平台优势，有望吸引客户通过泰坦的平台购买其代理的第三方品牌的产品，从而提升第三方品牌的销售收入；2) 品牌替代：由于公司的销售模式以直接服务终端客户为主，可以及时把控客户的需求，加之其优秀的供应链管理能力和产品与服务优势，将客户对第三方品牌产品的需求逐渐转换为对公司自主品牌产品的需求。

平台及物流：基础网络平台开发和仓储物流建设双核驱动

电商平台助力，提供更为稳定和高效的科学服务

“探索平台”的核心是产品展示和订单全流程跟踪管理。实验室用品种类繁多，公司根据产品特性及用户需求进行产品分类，根据公司招股说明书，公司将试剂分为 202 个产品类别，针对耗材仪器领域，公司已建立 447 个产品类别、1232 项属性参数分类项。所有产品通过公司自主研发的科学服务电商平台“探索平台”按类别进行展示，平台产品 SKU 超过 60 万，能够为客户的自主购物提供全面的服务。“探索平台”能够为客户提供准确、全面的产品信息数据以及协助公司完成销售的全流程管理，其目的并非仅供客户自主下单，还可以使客户在通过“探索平台”对产品进行了解后，再委托销售人员在 ERP 系统下单。根据公司招股说明书，17-19 年客户委托下单是公司主要的订单获取方式（此外还有客户自主下单、系统接口下单等方式）。

泰坦 ERP 系统和“探索平台”互通，发挥“1+1>2”的作用

系统整合优势明显，不断整合优化成必然趋势。ERP 内部系统——泰坦 ERP 系统作为公司内部信息平台，将员工的工作安排在 ERP 系统中形成全流程跟踪管理，从原材料的采购和分析检测，到售前咨询、订单管理，再到物流跟进、售后处理。同时，ERP 系统和“探索平台”完全打通，数据同步共享，实现客户从产品浏览到下单的完整销售流程管控。利用内外部双平台数据同步共享的便利性，ERP 系统可以对客户在“探索平台”上搜索的关键词、浏览的数据及订单情况进行分析和挖掘，了解客户的潜在需求，为产品的改进和研发以及营销策略提供依据。

智能化、专业化仓储物流体系建设，完成“闪电”配送

智能化仓储管理，有效提升库存管理效率。公司对所有库存产品进行二维码数字化管理，便于收发货和产品追踪，大幅提升了存货管理效率。仓库管理员根据信息系统下达的拣货指令扫码拣货，系统自动校验，提高了拣货效率。基于数字化的仓储技术可以让公司实时了解库存情况，为采购和销售计划调整提供依据。同时，公司还采用 RFID(Radio Frequency Identification, 射频识别)电子标签对产品进行质量跟踪，保证客户收到稳定质量的产品。未来公司计划采用“中心仓+区域仓+服务仓”的仓储布局模式：以围绕区域分公司为核心来建设区域仓库，在南京、成都、北京、广州、武汉、沈阳、杭州、青岛、西安、厦门等 10 个地区建设区域仓库，基本覆盖全国绝大部分地区。物流网络主要以区域分公司所在地为核心，承担本区域产品的支线配送，并与上海的总仓库进行干线物流调配，实现总仓库-区域分仓-区域周转点的运营模式。

图表39：从上海向全国拓展的仓储布局



资料来源：泰坦科技 IPO 路演 PPT，华泰研究

专业化物流团队，把好产品销售的最后一关。公司销售的很多耗品和试剂都属于易燃易爆危险品，有些还需要低温、无菌的储存条件，因此传统的危险品运输物流难以满足公司的物流需求。为了保障客户快速收到完好的产品，公司全资子公司上海港联宏危险品运输有限公司负责上海区域及周边部分长三角地区的产品配送，其拥有危险化学品运输资质，利用信息技术合理规划配送路线，目前已做到上海及长三角地区配送的当日达和次日达。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 179.40 元

收入预测：2020-2022 年收入增速为 24.4/37.7/35.1%

公司营业收入主要来自销售和提供科研试剂、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，各期占营业收入的比重均超过 99%。2017-2019 年公司营业收入同比增速分别为 62.5/39.4/23.6%，9M20 营业收入同比增长 13.7%（主要系疫情影响下游客户需求延期等，1H20 收入同比-0.2%），结合行业发展及公司布局，我们预计 2020-22 年公司营业收入同比增速分别为 24.4/37.7/35.1%，主要基于以下细分业务分析：

1) 科研试剂：公司销售的科研试剂包括自主品牌 Adamas（高端试剂）、Greagent（通用试剂）和第三方品牌的产品。2018/2019 年自主品牌试剂收入同比增速分别为 43.6/40.5%，自主品牌试剂收入占试剂总收入的比重由 2017 年的 48.9% 提升至 2019 年的 61.6%。2017-2019 年，第三方品牌的试剂收入分别为 0.89/1.16/1.07 亿元，我们认为 2019 年第三方品牌试剂收入同比有所下滑的原因主要为自主品牌试剂销售规模快速提升，替代了部分第三方品牌的产品。公司首发上市申请于 2020 年 6 月获得科创板上市委审议通过，并于 10 月发行上市，我们认为公司登陆资本市场后有望加快发展步伐，自主品牌试剂的收入有望保持高速增长态势，但考虑到 1H20 疫情影响，复工、复产、开学的进度，企业及高校实验室的实验需求有所减少，预计 2020-2022 年自主品牌试剂收入分别同比增长 35/45/45% 至 2.31/3.35/4.86 亿元；假设 2020 年自主品牌试剂收入占试剂总收入的比重同比小幅提升至 61.8%，考虑到公司上市后加大生物领域的拓展力度，或将首先通过第三方品牌打开市场，因此我们假设 2021 年自主品牌收入占比同比下降 2pct 至 59.8%，2022 年有望小幅回升至 60.3%。综合公司自主品牌试剂收入及占比情况，我们预计 2020-2022 年公司科研试剂有望实现收入 3.74/5.61/8.06 亿元，分别同比增长 34.6/49.8/43.8%。

2) 特种化学品：公司销售的特种化学品超过 2000 种，其中公司自主品牌 Tichem 拥有超过 1500 种产品，2017-2019 年公司特种化学品营收主要来源于自主品牌（收入占比在 73% 以上），2018/2019 年自主品牌特种化学品营收同比增速为 44.6/8.7%。公司持续的研发投入有望增加自主品牌特种化学品产品种类，进而带动收入保持较高速增长，我们预测 2020-2022 年公司自主品牌特种化学品营收分别同比增长 23/30/30% 至 4.02/5.23/6.80 亿元；自主品牌产品收入占比有望保持小幅抬升，分别同比增加 1.0/0.5/0.5pct 至 74.4/74.9/75.4%。综合公司自主品牌特种化学品收入及占比情况，我们预计 2020-2022 年公司特种化学品有望实现收入 5.41/6.99/9.02 亿元，分别同比增长 21.3/29.1/29.1%。

3) 科研仪器及耗材：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的收入占科研仪器及耗材总收入的比重由 90.2% 下降到 87.2%，但仍处于较高水平。公司自主品牌仪器及耗材的收入体量较小、增速较高，2017-2019 年实现收入 0.19/0.42/0.46 亿元，2018/2019 年分别同比增长 126.8/8.3%。公司 2020 年 10 月完成首发上市，计划投资 8000 万元用于建设研发分析技术中心扩建项目，其主要目标之一为设计与开发 2000 多种高端耗材产品（vs. 现有耗材自主品牌“Titan”产品规格超过 3000 种），因此，我们预计 2020-2022 年公司自主品牌仪器及耗材收入分别同比增长 20/40/40%，自主品牌收入占比年均提升 0.5pct，至 2022 年达到 14.3%。综合公司自主品牌仪器及耗材收入及占比情况，我们预计 2020-2022 年公司仪器及耗材有望实现收入 4.12/5.56/7.51 亿元，分别同比增长 15.5/34.9/35.1%。

4) 实验室建设及科研信息化服务：2017-2018 年公司实验室建设及科研信息化服务均为自主品牌所覆盖，2019 年第三方品牌贡献 30.3 万元的收入，占实验室建设及科研信息化服务总收入的 0.5%。公司凭借良好的服务和产品的便利性得到客户的青睐，2019 年此业务收入同比增长 83%，处于高速增长状态，我们预测 2020-2022 年公司该业务将继续保持自有品牌的高渗透率并快速成长，预计实验室建设及科研信息化服务实现收入 0.96/1.44/1.87 亿元，同比增速分别为 50.8/50.0/30.0%。

图表40：分部收入预测（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	664	926	1,144	1,423	1,959	2,646
同比增速		39.4%	23.6%	24.4%	37.7%	35.1%
科研试剂	174	238	278	374	561	806
同比增速		36.9%	16.9%	34.6%	49.8%	43.8%
自主品牌	85	122	171	231	335	486
同比增速		43.6%	40.5%	35.0%	45.0%	45.0%
第三方品牌	89	116	107	143	225	320
同比增速		30.6%	-7.9%	33.9%	57.7%	42.0%
特种化学品	272	394	446	541	699	902
同比增速		44.8%	13.0%	21.3%	29.1%	29.1%
自主品牌	208	301	327	402	523	680
同比增速		44.6%	8.7%	23.0%	30.0%	30.0%
第三方品牌	64	93	119	139	176	222
同比增速		45.3%	27.0%	16.8%	26.6%	26.6%
科研仪器及耗材	189	259	357	412	556	751
同比增速		36.5%	37.9%	15.5%	34.9%	35.1%
自主品牌	19	42	46	55	77	107
同比增速		126.8%	8.3%	20.0%	40.0%	40.0%
第三方品牌	171	217	311	357	479	644
同比增速		26.7%	43.6%	14.8%	34.1%	34.3%
实验室建设及科研信息化服务	28	35	63	96	144	187
同比增速		22.6%	83.0%	50.8%	50.0%	30.0%
自主品牌	28	35	63	95	142	185
同比增速		22.6%	82.1%	50.0%	50.0%	30.0%
第三方品牌	-	-	0.3	1	1.4	1.9
同比增速		-	-	216.0%	50.0%	30.0%

资料来源：Wind，华泰研究预测

毛利率预测：2020-2022 年毛利率为 24.9/25.6/26.3%

2017-2019 年公司毛利为 1.48/2.00/3.73 亿元，自主品牌产品及服务为公司毛利的主要来源；同期毛利率分别为 22.2/21.6/23.9%，毛利率较为稳定。我们预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 24.9/25.6/26.3%，主要基于对各个细分业务板块的分析：

1) 科研试剂：2017-2019 年公司科研试剂毛利率分别为 36.5/35.9/44.8%，其中自主品牌试剂的毛利率分别为 52.5/52.8/56.2%，持续提升；第三方品牌的毛利率分别为 21.1/18.1/26.4%，存在一定的波动，主要系公司试剂产品种类众多，不同品牌及种类的试剂毛利率存在较大的差异。2019 年公司科研试剂毛利率明显提升，主要由公司毛利率较高的自主品牌高端试剂收入占比上升所致（2019 年自主品牌高端试剂的收入占科研试剂总收入的 36.8%，同比提高 6.9pct；毛利率为 65.9%）。随着公司加大自主品牌产品的研发力度，我们认为自主品牌试剂的毛利率有望继续保持稳步提升，预计 2020-2022 年分别为 56.7/57.0/57.3%；第三方品牌方面，我们认为公司作为代理商，产品的毛利率难以保持在 2019 年 26.4% 的较高水平，且公司上市后加速拓展生物领域的产品，开拓初期产品量小或将拉低毛利率水平，因此预计 2020-2021 年毛利率为 25.9/24.9%，分别同比下降 0.5/1.0pct，2022 年小幅回升至 25.2%，主要系公司第三方品牌产品收入体量较大，具有一定的规模效应。综合来看，我们预测 2020-2022 年公司科研试剂毛利率分别为 45.0/44.1/44.6%。

2) 特种化学品：特种化学品的技术门槛相对较低、市场竞争程度较为激烈，产品的毛利率处于较低的水平，2017-2019 年公司特种化学品毛利率分别为 13.1/11.7/12.2%。我们认为短期内行业激烈竞争的情况难以改善，但公司持续的产品研发能使自主品牌产品在市场上存在一定的竞争力，我们预测 2020-2022 年公司特种化学品毛利率分别为 12.6/12.8/12.9%，其中自主品牌毛利率分别为 12.8/13.1/13.3%（同比+0.5/0.3/0.2pct），第三方品牌的毛利率分别为 11.9/11.8/11.7%（同比-0.1/0.1/0.1pct）。

3) 科研仪器及耗材: 2017-2019 年公司科研仪器及耗材毛利率分别为 17.5%/20.1%/20.3%，其中自主品牌的毛利率分别为 38.9%/39.3%/40.7%，第三方品牌的毛利率分别为 15.2%/16.4%/17.3%，均保持稳定提升的态势，但自主品牌科研仪器及耗材毛利率较高、收入占比较低，第三方品牌产品毛利率较低、收入占比较高，拉低了科研仪器及耗材的整体毛利率。我们预测 2020-2022 年公司科研仪器及耗材毛利率分别为 20.5%/20.6%/20.8%，继续保持小幅提升。

4) 实验室建设及科研信息化服务: 2017-2019 年公司实验室建设及科研信息化服务毛利率分别为 53.7%/46.4%/34.6%，波动较大但处于相对较高水平，主要由于该业务的单个项目需求差异化明显，且业务规模较小，单个项目的毛利率波动对业务整体毛利率的影响较大。2018 年，该业务毛利率同比下降 7.3pct，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，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 51.4%。2019 年，该业务毛利率同比下降 11.8pct，主要系新增客户实验室建设项目毛利率相对较低所致。我们预计，未来随着业务体量的不断增大，毛利率将会趋于稳定，预计 2020-2022 年公司实验室建设及科研信息化服务毛利率将稳定在 34.6%。

图表41： 分部毛利润预测（百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润	148	200	273	354	501	696
毛利率	22.2%	21.6%	23.9%	24.9%	25.6%	26.3%
科研试剂	63	85	125	168	247	359
毛利率	36.5%	35.9%	44.8%	45.0%	44.1%	44.6%
自主品牌	45	64	96	131	191	279
毛利率	52.5%	52.8%	56.2%	56.7%	57.0%	57.3%
第三方品牌	19	21	28	37	56	81
毛利率	21.1%	18.1%	26.4%	25.9%	24.9%	25.2%
特种化学品	36	46	54	68	89	116
毛利率	13.1%	11.7%	12.2%	12.6%	12.8%	12.9%
自主品牌	29	36	40	51	69	90
毛利率	13.8%	11.9%	12.3%	12.8%	13.1%	13.3%
第三方品牌	7	10	14	16	21	26
毛利率	10.8%	11.1%	12.0%	11.9%	11.8%	11.7%
科研仪器及耗材	33	52	72	84	115	156
毛利率	17.5%	20.1%	20.3%	20.5%	20.6%	20.8%
自主品牌	7	17	19	23	32	45
毛利率	38.9%	39.3%	40.7%	41.2%	41.5%	41.7%
第三方品牌	26	36	54	62	83	111
毛利率	15.2%	16.4%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%
实验室建设及科研信息化服务	15	16	22	33	50	65
毛利率	53.7%	46.4%	34.6%	34.6%	34.6%	34.6%
自主品牌	15	16	22	33	49	64
毛利率	53.7%	46.4%	34.6%	34.6%	34.6%	34.6%
第三方品牌	-	-	0.1	0.3	0.5	0.6
毛利率	-	-	32.1%	32.1%	32.1%	32.1%

资料来源：Wind，华泰研究预测

四项费用率预测：2020-2022 年合计为 16.8/17.4/16.9%

1) 销售费用: 2017-2019 年公司的销售费用率分别为 7.6/7.7/8.5%。公司的销售费用主要包括运输费用、职工薪酬和租赁费用等，其中运输费用主要为第三方物流和快递费用（占比 84.8%），主要系公司自有物流覆盖江浙沪地区，距离较短加上是自有运输团队，成本相对较低，而第三方物流主要以中长途为主，成本相对较高。9M20 公司销售费用率为 9.3%，同比提高 1.2pct，我们认为 2021-2022 年随着非江浙沪地区的业务扩张带来的规模效应，销售费用率有望进入下行通道，预计 2020-2022 年公司销售费用率分别为 9.3/9.2/9.2%。

2) 管理费用: 2017-2019 年公司管理费用率分别为 3.1%/2.6%/3.6%。公司的管理费用主要包括职工薪酬、咨询服务费和办公费用等。职工薪酬主要是后台管理部门的工资及奖金, 2017-2019 年分别为 858.3/1199.9/1885.2 万元, 随公司员工规模和经营业绩增长而稳定上升; 2019 年咨询服务费为 723.4 万元, 金额较大主要系公司拟上市支付给各中介机构的费用。9M20 公司管理费用率为 3.6%, 我们预计 2020 年有望维持在 3.6%。公司于 2021 年 1 月推出 2021 年限制性股票激励计划并已通过股东大会审议(公告编号: 2021-010), 此次激励计划授予的限制性股票在激励对象满足相应归属条件后, 自授予日起 12 个月后每年归属 1/3 的权益。参考《2021 年限制性股票激励计划(草案)》, 假设 2021 年 3 月授予, 则 2021 年和 2022 年限制性股票激励费用分别为 0.18 亿元和 0.14 亿元, 因此, 我们预测 2020-2022 年公司管理费用分别为 0.52/0.88/1.08 亿元, 管理费用率分别为 3.6%/4.5%/4.1%。

3) 研发费用: 2017-2019 年公司研发费用率为 4.3%/3.2%/3.2%。公司自成立以来, 一直注重研发创新, IPO 募投项目中包含 0.8 亿元的研发分析技术中心扩建项目和 1.2 亿元的工艺开发中心新建项目, 项目周期均为三年, 因此, 我们认为未来三年公司研发费用将保持较高增速, 我们预测 2020-2022 年研发费用分别为 0.48/0.68/0.95 亿元, 分别同比增长 32.2%/41.7%/39.0%, 研发费用率分别为 3.4%/3.5%/3.6%。

4) 财务费用: 2017-2019 年公司财务费用率为 0.6%/0.8%/0.6%, 财务费用占当期营业收入比例小且基本稳定。由于公司 2020 年 10 月完成首发上市, 货币资金充裕, 因此, 我们认为有望显著增加 2021 年利息收入, 我们预测 2020-2022 年财务费用率分别为 0.6%/0.2%/0.1%。

图表42: 四费费用率预测(百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
四项费用	104	133	182	240	340	448
费用率	11.3%	14.4%	15.9%	16.8%	17.4%	16.9%
增长率	37.2%	28.1%	36.9%	31.5%	42.1%	31.5%
销售费用	51	71	97	132	180	242
占主营业务收入	7.6%	7.7%	8.5%	9.3%	9.2%	9.2%
管理费用	21	24	42	52	88	108
占主营业务收入	3.1%	2.6%	3.6%	3.6%	4.5%	4.1%
研发费用	29	30	36	48	68	95
占主营业务收入	4.3%	3.2%	3.2%	3.4%	3.5%	3.6%
财务费用	4	7	7	8	4	2
占主营业务收入	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.2%	0.1%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 179.40 元

结合 PE 和 PEG 估值法, 给予目标价 179.40 元, 给予“买入”评级。公司深耕科学服务行业, 提供一站式科学解决方案, 不断加强研发投入和基础平台及物流仓储体系建设力度, 业务逐步覆盖全国。我们预测公司 20-22 年收入分别为 14.23/19.59/26.46 亿元, 归母净利润分别为 1.00/1.41/2.19 亿元, 对应 EPS 分别为 1.31/1.85/2.87 元。当前股价对应 20-22 年 P/E 为 98/70/45x, 21 年 PEG 为 1.6。参考可比公司 21 年 Wind 一致预期 P/E 均值为 72x、PEG 均值为 2.1, 考虑到公司作为综合科学服务供应商, 一站式服务优势突出, 募投项目有望助力公司新产品研发、加快全国布局, 且 20-22 年归母净利润 CAGR (43%) 高于行业均值 (33%), 应享受一定的估值溢价, 给予公司 21 年目标 PE96x、PEG2.3, 对应目标价分别为 177.60、181.19 元。结合 PE 和 PEG 估值法, 取二者目标价均值, 给予泰坦科技目标价 179.40 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表43: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元/股)		市值(mn)			市盈率(x)			市净率(x)			ROE(%)		归母净利 CAGR	PEG
		2021/2/19	2021/2/19	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20-22E	21E		
阿拉丁	688179 CH	114.06	11,512	146	94	69	15.0	13.0	11.0	13.9	17.5	19.2	38%	2.5		
药石科技	300725 CH	182.97	28,107	141	99	70	28.6	22.5	17.3	20.8	23.4	25.2	38%	2.6		
莱伯泰科	688056 CH	31.70	2,124	31	24	19	2.6	2.4	2.1	8.3	10.0	10.9	22%	1.1		
平均值			13,914	106	72	53	15.4	12.6	10.1	14.3	17.0	18.5	33%	2.1		
泰坦科技	688133 CH	129.00	9,836	98	70	45	6.9	6.3	5.6	10.0	9.5	13.3	43%	1.6		

注: 阿拉丁、药石科技、莱伯泰科盈利预测数据来自 Wind 一致预期, 泰坦科技为华泰预测数值
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表44: 报告提及公司列表

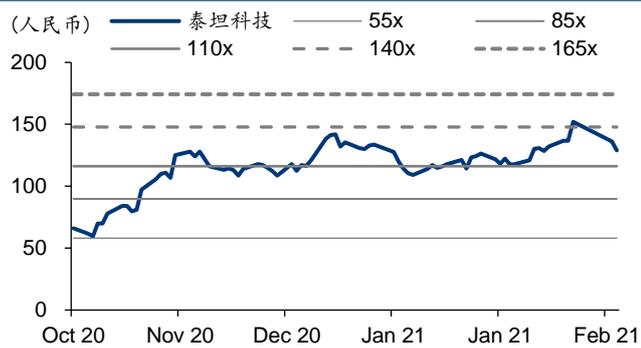
公司	代码	公司	代码
莱伯泰科	688056 CH	Brammer Bio	未上市
洁特生物	688026 CH	Becton Dickinson and Company	未上市
西陇科学	002584 CH	Patheon N.V.	未上市
阿拉丁	688179 CH	Core Informatics	未上市
安谱实验	1309259D CH	Finesse Solutions, Inc.	未上市
药石科技	300725 CH	FEI Company	未上市
赛默飞 (Thermo-Fisher)	TMO US	Affymetrix, Inc.	未上市
德国默克 (Merck KGaA)	MRK GR	Alfa Aesar	未上市
丹纳赫 (Danaher)	DHR US	Advanced Scientifics, Inc.	未上市
安捷伦 (Agilent)	A US	Life Technologies Corporation	未上市
热电 (Thermo Electron)	未上市	One Lambda	未上市
飞世尔科技 (Fisher Scientific)	未上市	Doe & Ingalls	未上市
Sigma-Aldrich	未上市	Phadia	未上市

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

风险提示

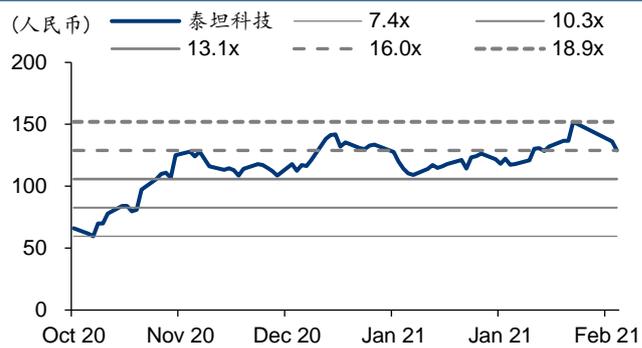
- 1) 新区域业务拓展不及预期。**公司向新区域拓展业务不仅需要产品技术支持, 还需要物流和仓储配套跟进。公司在新区域经营中, 可能存在不完全了解客户需求以及当地仓储物流情况的风险, 此外还可能遇到本土的有力竞争者。这些因素都会阻碍公司新区域业务拓展。
- 2) 物流及仓储风险。**公司销售的部分化学品产品属于危险品范畴, 在运输过程有发生安全事故的风险, 如果发生安全事故, 会导致公司危险品运输资质被取消, 对公司产品物流配送产生一定不利影响, 从而对公司经营业绩产生一定负面影响。公司仓库采用租赁方式, 如果租约到期无法续租或者租金上涨, 会影响公司业务稳定性, 从而对公司经营业绩产生一定不利影响。
- 3) 供应链管理风险。**公司产品种类极多, 自主品牌产品大都采用 OEM 模式生产, 第三方品牌产品从代理商采购, 如果不能及时向 OEM 厂商及第三方品牌代理商采购产品, 将会影响公司产品供给, 从而影响客户体验, 影响公司声誉, 对公司经营业绩产生一定不利影响。
- 4) 募投项目实施不及预期。**公司首发上市募集资金将主要用于网络平台升级改造建设、研发分析技术中心扩建、工艺开发中心新建和销售网络及物流网络建设, 虽然公司已对本次募集资金投资项目相关政策、技术可行性、市场前景等进行了充分的分析和论证, 但项目在实施过程中可能受到产业政策、市场竞争情况、仓储运输安全隐患等不可预见因素的影响, 出现募投项目不能如期完成的情况, 从而影响公司正常管理运作流程及产品研发速度、运输效率, 导致公司全国业务扩展不及预期, 对公司经营业绩产生一定不利影响。

图表45: 泰坦科技 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表46: 泰坦科技 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	590.81	843.79	1,646	1,652	1,895
现金	214.90	307.95	909.43	612.25	472.71
应收账款	172.37	287.57	377.12	545.97	773.79
其他应收账款	2.38	12.18	15.15	20.86	28.18
预付账款	36.11	33.72	70.69	96.38	128.90
存货	134.57	167.19	234.58	319.82	427.70
其他流动资产	30.48	35.19	39.08	56.65	64.18
非流动资产	64.10	87.42	159.31	241.68	301.08
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	47.02	50.49	108.37	177.24	232.60
无形资产	4.43	4.33	5.53	6.23	6.78
其他非流动资产	12.65	32.60	45.41	58.22	61.70
资产总计	654.91	931.21	1,805	1,894	2,197
流动负债	267.08	366.45	380.14	344.06	451.49
短期借款	122.30	172.84	152.84	52.84	52.84
应付账款	76.98	117.58	115.07	156.89	209.81
其他流动负债	67.80	76.03	112.22	134.33	188.84
非流动负债	1.23	1.14	1.14	1.14	1.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.23	1.14	1.14	1.14	1.14
负债合计	268.32	367.58	381.27	345.20	452.63
少数股东权益	0.43	0.01	(0.56)	(1.36)	(2.60)
股本	52.80	57.19	76.25	76.25	76.25
资本公积	234.14	359.22	1,113	1,113	1,113
留存公积	99.07	146.89	235.54	360.66	557.40
归属母公司股东权益	386.16	563.61	1,425	1,550	1,747
负债和股东权益	654.91	931.21	1,805	1,894	2,197

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	34.49	(31.85)	(46.68)	(76.00)	(29.65)
净利润	59.93	74.12	99.90	140.69	218.69
折旧摊销	6.09	10.01	13.08	19.59	26.48
财务费用	7.30	7.42	8.01	3.63	2.07
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(40.52)	(130.53)	(167.09)	(239.12)	(275.64)
其他经营现金	1.68	7.14	(0.57)	(0.80)	(1.25)
投资活动现金	(21.82)	(28.80)	(84.97)	(101.97)	(85.88)
资本支出	21.82	28.86	71.14	88.14	79.38
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(0.00)	(0.06)	13.83	13.83	6.50
筹资活动现金	91.04	156.06	733.13	(119.22)	(24.01)
短期借款	57.63	50.54	(20.00)	(100.00)	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	3.30	4.39	19.06	0.00	0.00
资本公积增加	55.04	125.08	753.64	0.00	0.00
其他筹资现金	(24.93)	(23.95)	(19.57)	(19.22)	(24.01)
现金净增加额	103.71	95.42	601.49	(297.18)	(139.54)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	925.61	1,144	1,423	1,959	2,646
营业成本	725.80	870.81	1,069	1,458	1,950
营业税金及附加	3.25	3.98	2.82	3.88	5.24
营业费用	71.43	96.74	131.69	180.30	242.24
管理费用	24.34	41.57	51.70	88.18	108.42
财务费用	7.30	7.42	8.01	3.63	2.07
资产减值损失	(3.29)	(0.12)	(0.16)	(0.21)	(0.29)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	67.29	84.01	111.91	157.56	244.83
营业外收入	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.11	0.14	0.14	0.15	0.16
利润总额	67.23	83.87	111.77	157.41	244.67
所得税	7.57	10.17	12.44	17.52	27.23
净利润	59.67	73.70	99.33	139.89	217.44
少数股东损益	(0.26)	(0.42)	(0.57)	(0.80)	(1.25)
归属母公司净利润	59.93	74.12	99.90	140.69	218.69
EBITDA	106.49	137.99	177.46	245.09	363.94
EPS (人民币, 基本)	0.79	0.97	1.31	1.85	2.87

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	39.36	23.60	24.36	37.66	35.09
营业利润	57.59	24.83	33.22	40.79	55.38
归属母公司净利润	55.43	23.68	34.78	40.84	55.43
获利能力 (%)					
毛利率	21.59	23.89	24.85	25.57	26.32
净利率	6.47	6.48	7.02	7.18	8.27
ROE	17.79	15.61	10.05	9.46	13.27
ROIC	34.53	33.44	28.28	25.47	27.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.97	39.47	21.12	18.23	20.61
净负债比率 (%)	45.58	47.02	40.09	15.31	11.67
流动比率	2.21	2.30	4.33	4.80	4.20
流动比率	1.71	1.85	3.71	3.87	3.25
营运能力					
总资产周转率	1.67	1.44	1.04	1.06	1.29
应收账款周转率	6.14	4.97	4.28	4.24	4.01
应付账款周转率	11.07	8.95	9.19	10.72	10.63
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.97	1.31	1.85	2.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	(0.42)	(0.61)	(1.00)	(0.39)
每股净资产(最新摊薄)	5.06	7.39	18.68	20.33	22.91
估值比率					
PE (倍)	164.14	132.71	98.46	69.91	44.98
PB (倍)	25.47	17.45	6.90	6.35	5.63
EV EBITDA (倍)	93.50	72.16	56.11	40.63	27.36

免责声明

分析师声明

本人,王玮嘉、黄波,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰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。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司