

泰坦科技(688133.SH)

# 全流程一体化科学服务商

——泰坦科技深度报告

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006  
☎️ : 孙建 021-80105933  
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

## 报告导读

泰坦科技作为国内综合型科学服务商，通过自有品牌和第三方代理共同运营的商业模式形成有效产品矩阵，覆盖科研实验室全流程、多品类产品。公司借助成熟国际品牌影响力，拓展渠道、了解客户有效痛点后加强自主研发不断补充及完善自有产品矩阵，逐渐实现从“渠道替代”到“产品替代”过程，达到收入体量及盈利能力的双提升。同时通过复盘试剂耗材国际龙头生产商 Avantor 并购生命科研产品代理商 VWR 的案例，我们发现从深度及广度多角度建立服务形式及产品矩阵，是科学服务商做大做强的必经之路，而泰坦科技正走在这条路上。

## 投资要点

### □ 从 Avantor 收购 VWR 看客户渠道的重要性

自泰坦科技上市以来，科研服务领域产品型及平台型代理的商业模式就一直在广泛讨论中，是“专注产品”还是“聚焦客户”在科研服务市场才能成为主流、拥有更大的市场空间？我们认为本质上这是上下游两个环节商业模式拓展空间的讨论，在科研服务市场，这种商业模式的讨论下哪种更优，各自路径拓展有什么差异？我们本篇报告复盘了知名试剂耗材生产商 Avantor 收购生命科研产品代理商 VWR 的前后，发现公司的盈利能力在收购后提升，并通过垂直整合在产品和服务双角度打造了客户粘性双面胶。代理产品的毛利率较自研产品偏低，但随着规模的扩大，代理商的议价权也在不断提升中，这点我们也在过去分析赛默飞世尔及丹纳赫的发展路线中得到了印证。从深度及广度多角度建立服务形式及产品矩阵，是科学服务商做大做强的必经之路。

### □ 泰坦科技：自研+代理共振的一站式服务平台

公司通过自主品牌和第三方品牌结合，打造完整产品矩阵。泰坦科技是一家围绕实验室为基础提供一站式科研服务的公司。截至2020年公司拥有SKU 85万+、产品品类超650种、属性分类1300+，且自主产品及第三方产品SKU分别以CAGR 10%与28%的速度持续扩张，通过广覆盖增强客户一站式购物体验。自2007年成立起，公司通过自研及代理的方式陆续覆盖特种化学、高端试剂、通用试剂、实验室设计建设、科研软件管理、实验耗材、通用仪器等多个领域，打造完整产品矩阵。

营业收入快速增长，盈利能力稳中有升。2013-2020年公司营业收入与归母净利润年均复合增速为34.17%及37.35%，2020年毛利率约21.27%，净利率7.36%，较2016年几近翻倍。公司主营业务板块分别为科研试剂、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。从商业模式来看，公司自主品牌自2016年始贡献超50%的收入及近70%利润，是公司产品端核心竞争力。我们发现公司自主品牌的通用试剂毛利率超40%，远高于可比公司（15-20%），拥有更多自主品牌的同时研发费用率偏低，显示出公司代理商业模式缩短成长曲线、提高议价能力的特点。

自主品牌业务拆分：特种化学品贡献54%收入，高端试剂盈利能力最强。公司自主品牌主要分为五部分：（1）特种化学品：自主品牌产品销售为主，竞争激

## 评级

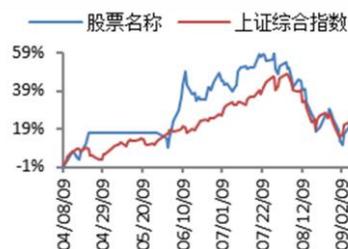
## 增持

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥165.00

## 单季度业绩

## 元/股

1Q/2021	0.48
4Q/2020	0.69
3Q/2020	0.53
4Q/2019	0.52



## 公司简介

公司是一家立足于中国的科研领域，聚焦于科研创新“实验室场景”，以科研试剂、科研仪器及耗材、实验室建设及科研信息化服务三大产品体系为基础，专注于为科研工作者、分析检测和质量控制人员提供一站式科研产品与集成配套服务的科学服务综合提供商，并逐步成为国内科学服务业的领先企业。公司通过自主研发、自创品牌、技术集成打包服务等方式结合自建科研信息系统等，为客户的创新研发、产品升级、生产质控提供科学服务一站式技术集成解决方案，努力为国内科学研究、科技创新、产业升级提供重要支撑和保障。

## 相关报告

励、毛利低，是公司最初起家的品种，占据自主品牌收入 54%；（2）**高端试剂**：盈利能力强，毛利率约 65%，品类丰富，进口替代的主力军，2021 年加码生物试剂；（3）**通用试剂**：国产品牌主要聚集地，竞争激烈，毛利率 40%，显著高于行业同类水平；（4）**仪器耗材**：代理为主，自主品牌集中于中低端产品，2021 受疫情明显推动；（5）**科学服务**：体量较小，战略意义显著，增强客户粘性。

#### □ 让客户回归科学本身，一站式服务是大势所趋

科学服务商本质上的作用是从根本上让客户从繁杂的实验室工作中解脱出来，专注于科学本身，提高科研效率，因此一站式服务是大势所趋。从众多案例中我们也发现作为科学服务商，为客户提供全方位的一站式服务，能有效提高客户粘性 & 公司对上下游的议价权。而成熟品牌能够帮助公司打开渠道，建立产品设计、优化与客户之前的无障碍沟通渠道，助推公司的进口替代。目前，部分国产企业或规模较小、技术传统或品种单一、产品低端、或多为代理自主，生产能力较差，因此尚未形成具有垄断地位的大型企业。我们认为占据产品、渠道、客户、资金优势的泰坦科技有望做大做强。

#### □ 盈利预测及估值

考虑到公司作为综合科研服务供应商，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，2021-2023 年归母净利润 CAGR 41.18%。我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.84、2.64 及 3.80 元/股，对应 2021 年 5 月 7 日收盘价 PE 分别为 95、66 及 46 倍。参照可比公司及公司在科研服务领域的龙头地位，首次覆盖给予“增持”。

#### □ 风险提示

下游产品研发、销售不达预期，原材料涨价，汇率波动，安全生产与环保，新业务拓展不达预期，核心技术人员流失，解禁风险，大客户依赖风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1384	2028	2837	3958
(+/-)	21.01%	46.51%	39.87%	39.51%
净利润	103	140	201	290
(+/-)	13.46%	36.65%	43.28%	43.73%
每股收益 (元)	1.35	1.84	2.64	3.80
P/E	122	95	66	46

## 正文目录

<b>1. 核心观点：从“渠道替代”到“产品替代”的全流程科学服务商</b>	<b>5</b>
<b>2. 从 Avantor 收购 VWR 看产品叠加渠道的重要性</b>	<b>5</b>
2.1. 百年老店的强强联合，打造全链条科研服务商	6
2.2. 盈利能力明显提升，“产品+服务”打造客户粘性双面胶	8
<b>3. 泰坦科技：自研+代理共振的一站式服务平台</b>	<b>9</b>
3.1. 全品类产品矩阵+一体化服务平台	9
3.2. 外延横向战略整合为公司带来了什么？	14
3.3. 让客户回归科学本身，一站式服务是大势所趋	18
<b>4. 盈利预测</b>	<b>20</b>
4.1. 公司盈利预测假设	20
<b>5. 投资建议</b>	<b>22</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 泰坦科技主要发展历程 .....	5
图 2: VWR 的并购发展史 .....	6
图 3: Avantor 发展历程 .....	7
图 4: 2019.05.17-2021.04.16 Avantor 股价走势 .....	7
图 5: 2011-2020 年合并前后营业收入(百万美元)及增速 .....	8
图 6: 2011-2020 年合并前后净利润(百万美元)及增速 .....	8
图 7: 2015-2020 Avantor 费用率 .....	8
图 8: 各业务板块收入占比稳定 .....	8
图 9: 公司产品矩阵 .....	9
图 10: 2017-2019 年下游客户收入占比拆分 .....	10
图 11: 2018-2020 年下游客户行业拆分 .....	10
图 12: 探索平台展示界面 .....	11
图 13: 2017-2019 销售方式占比 .....	12
图 14: 清华大学特色定制仓储 .....	12
图 15: 公司华东及华北全品类仓 .....	12
图 16: 公司自有的智慧物流管理体系 .....	12
图 17: 公司的仓储拓展计划 .....	13
图 18: 2016-2020 年收入区域占比 .....	13
图 19: 2020 收入区域增速 .....	13
图 20: 2013-2020 公司营业收入及增速 .....	14
图 21: 2013-2020 公司毛利率及净利润 .....	14
图 22: 2018-2020 年公司 SKU 数(万个) .....	15
图 23: 可比公司 2014-2020 收入同比增速(%) .....	15
图 24: 2017-2019 年自主品牌及代理收入端平均占比 .....	15
图 25: 2017-2019 年自主品牌及代理利润端平均占比 .....	15
图 26: 2020 年自主品牌收入端拆分 .....	16
图 27: 2020 年自主品牌利润端拆分 .....	16
图 28: 2017-2020 科研试剂分板块收入 .....	16
图 29: 可比公司通用试剂毛利率比较 .....	16
图 30: 2017-2020 科研试剂营业收入同比增速 .....	17
图 31: 可比公司科研试剂毛利率 .....	17
图 32: 实验室管理解决方案 .....	18
图 33: 国内化学试剂厂商地域分布 .....	19
表 1: 国内外主要科学服务商业业务范围 .....	19
表 2: 收入拆分及预测 .....	21
表 3: 可比公司估值 .....	23
表附录: 三大报表预测值 .....	24

## 1. 核心观点：从“渠道替代”到“产品替代”的全流程科学服务商

泰坦科技作为国内综合型科学服务企业，通过自有品牌和第三方品牌代理共同运营的商业模式形成有效产品矩阵，覆盖实验室全流程、多品类产品。借助成熟国际品牌影响力，加强客户粘性，拓展客户覆盖面实现渠道替代。在了解客户有效痛点后，通过自主研发不断补充及完善自有产品矩阵，逐渐实现产品替代。此外，公司的实验室建设及科研信息服务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为客户定制贴心、专业的实验室同时，也可以从内嵌公司系统对接客户需求及内部采购系统，对公司未来更好的服务客户及捕捉需求具有明显的战略意义。我们认为，泰坦科技从专业角度将实验室服务化繁为简，可以有效的提升科研效率，解决科研生活中的痛点。2021年随着公司在西南、华南、华北多地区仓储运营及销售人员的铺设，有望加速复制华东地区的成功经验，实现从“渠道替代”到“产品替代”过程中的收入体量及盈利能力的双提升。

图 1：泰坦科技主要发展历程



资料来源：招股书，浙商证券研究所

## 2. 从 Avantor 收购 VWR 看产品叠加渠道的重要性

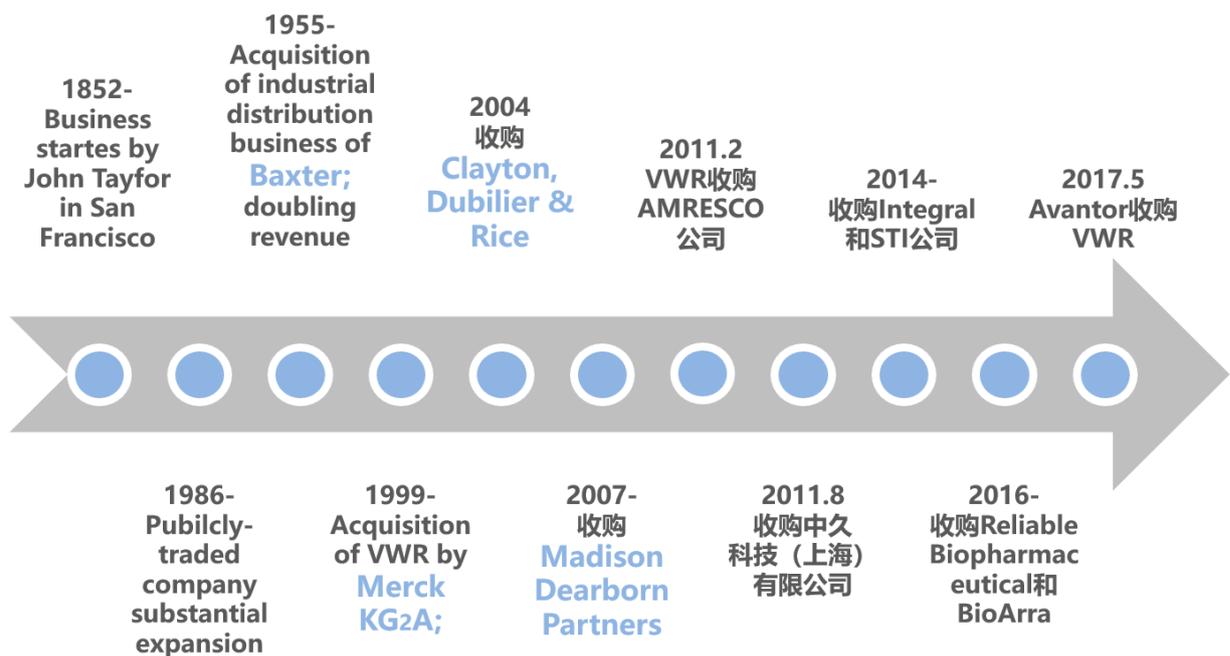
自泰坦科技上市以来，科研服务领域产品型及平台型代理的商业模式就一直在广泛讨论中，是“专注产品”还是“聚焦客户”在科研服务市场才能成为主流、拥有更大的市场空间？我们认为本质上这是上下游两个环节商业模式拓展空间的讨论，在科研服务市场，这种商业模式的讨论下哪种更优，各自路径拓展有什么差异？我们在本篇报告复盘了知名试剂耗材生产商 Avantor 收购生命科研产品代理商 VWR 的前后，以期揭开渠道及产品在科学服务中相辅相成、互相成就的重要协同作用。

## 2.1. 百年老店的强强联合，打造全链条科研服务商

2017年5月5日，知名试剂耗材生产商 Avantor 宣布以 64 亿美元（PE 43 倍）的现金收购生命科学产品代理商 VWR，是继生命科学行业赛默飞世尔合并后最大一宗生产商收购代理商的案例。

VWR 是世界上历史最悠久的生命科学代理商之一。公司成立于 1852 年，在过去的 20 年内，VWR 经历了数十次的收购和兼并，正如我们在 2020 年 11 月 13 日发布的深度报告《阿拉丁：国内高端科研试剂龙头企业的长牛路径展望》中对龙头公司的成长路径复盘，公司与其他科研服务巨头相似，通过不断并购各细分领域的龙头特色公司扩大体量，成为了代理商巨头，并于 2014 年在美国纳斯达克上市。VWR 业务范围广泛，包括：试管，仪器，抗体，蛋白，化学试剂，诊断试剂等等。2017 年，VWR 的目录产品超过 120 万，在全球拥有 25 万客户，每天处理全球近 10 万份订单。VWR 的经销渠道和销售体系能够通过 IT 系统直接连接各个学校和实验室的订货平台，直接把潜在客户从学校内部“截留”，也可以直接连接产品供应商-供应商能够通过在线平台接受订单，发货给 VWR，然后由 VWR 将产品转寄给客户。收购前，公司年（2016 年）营业收入达 6.91 亿美元。收购前（2016 年），公司营业收入 45.1 亿美元，市值达 43 亿美元。

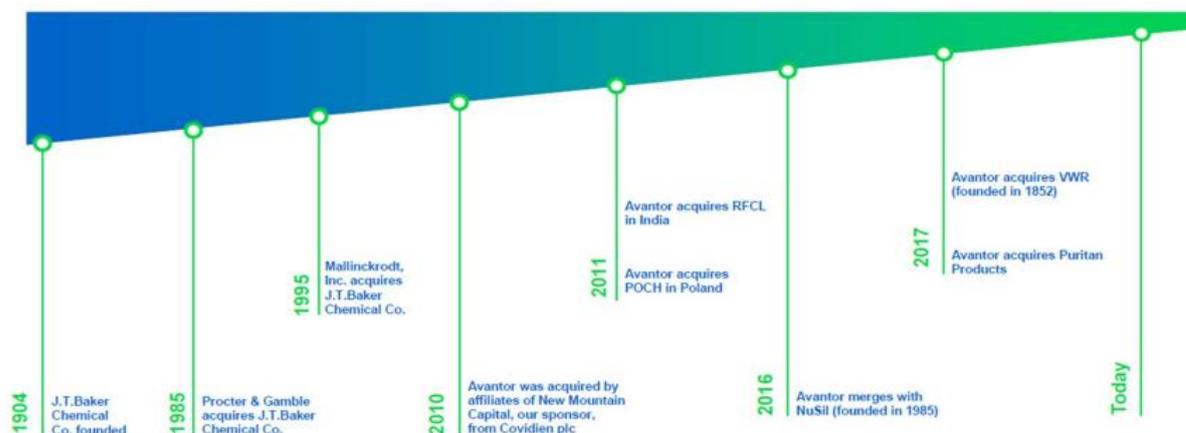
图 2：VWR 的并购发展史



资料来源：VWR 官网，浙商证券研究所

Avantor 是一家百年产品型试剂、仪器供应商。Avantor 成立于 1904 年是一家生产型企业，拥有生物技术，制药，医疗设备，诊断产品、航空航天与国防以及半导体行业客户，综合产品包括材料和消耗品，设备和仪器以及服务和专业采购。旗下 J.T.Baker 和 Macron 品牌的化学品有 140 多年的历史，其高品质产品，优化的应用方案和功能性检测可以满足客户的高端应用需求，并确保高精度和高重现性的结果。Avantor 产品数量有 30000 余个，包括氨基酸，分子试剂，HPLC 质谱设备，缓冲液以及诊断试剂等。

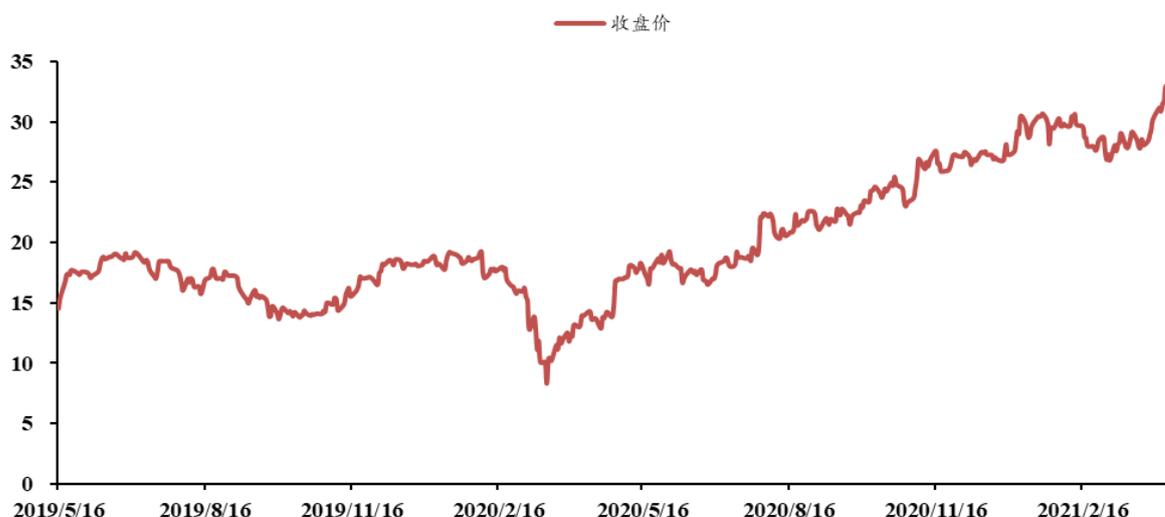
图 3: Avantor 发展历程



资料来源: Avantor 官网, 浙商证券研究所

**强强联合打造垂直整合服务商。**Avantor 收购 VWR 是科研服务界的一场生产商与代理商的强强联合, 为高增长的生命科学和先进技术行业以及全球教育, 政府和研究机构创建一个以耗材为主的解决方案和服务提供商。收购后两公司协同赋能, Avantor 的 cGMP 制造流程及百年老店的品牌效应随着收购 VWR 打通美洲和欧洲的重要渠道和深厚的客户关系, 规模和产品范围大大提升。合并后的公司成为了一个垂直整合的组织, 在研究到生产再到销售的所有领域从事全球客户群体的服务, 汇集在超高纯度材料和定制解决方案方面的专业能力。合并整合后, 公司于 2019 年 5 月 17 日在纽约证券交易所上市, 股票代码为 AVTR。截至 2021 年 4 月 16 日, 公司已成为年收入 63.94 亿美元, 市值 187 亿美元的一体化科学服务商。

图 4: 2019.05.17-2021.04.16 Avantor 股价走势

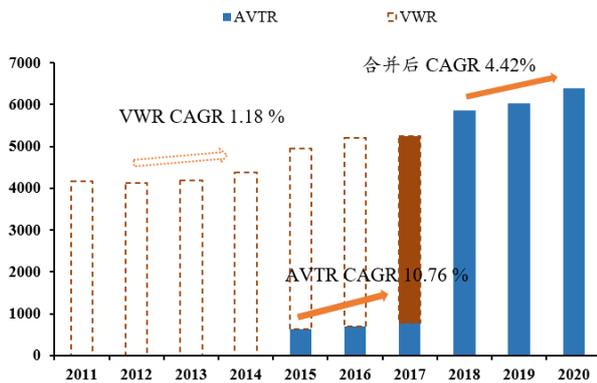


资料来源: Avantor 官网, 浙商证券研究所

## 2.2. 盈利能力明显提升, “产品+服务” 打造客户粘性双面胶

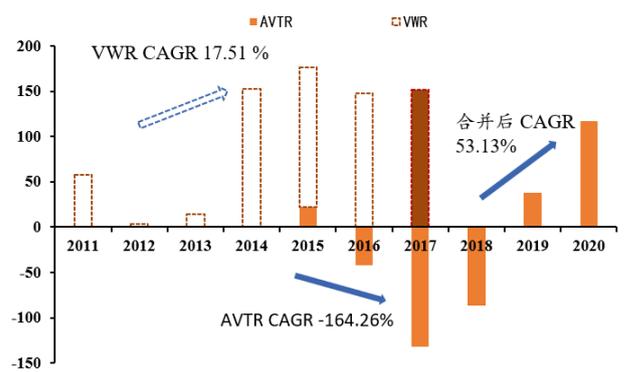
盈利能力明显提升, 规模效应下各项费率明显降低。在 2017 年 Q4 VWR 正式并表后, 公司的收入体量迅速扩大, 利润端增速明显加快。2011-2017 年 VWR 利润端复合增速 17.51%, Avantor 利润复合增速-164.26%。在两者整合后, 渠道+产品双优势的协同效应尽显。合并后的 Avantor 2017-2020 年利润端 CAGR 达 53.13%, 总体费用率明显降低, 且持续走低。我们推测这与公司协同并购后, 加强客户了解, 提高研发成功率、降低销售费用率有较大关系。

图 5: 2011-2020 年合并前后营业收入 (百万美元) 及增速



资料来源: 招股书, wind, 浙商证券研究所

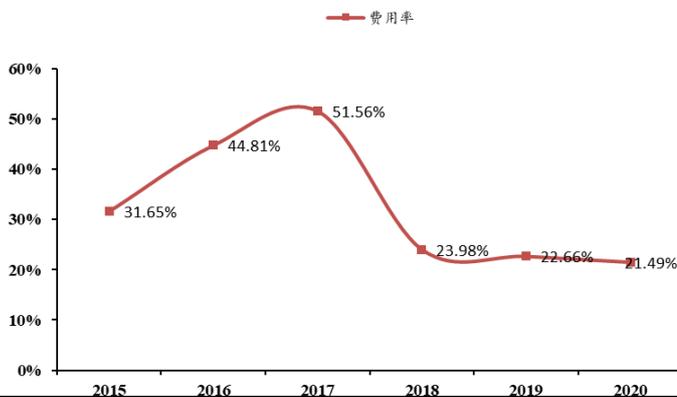
图 6: 2011-2020 年合并前后净利润 (百万美元) 及增速



资料来源: 招股书, wind, 浙商证券研究所

收购代理商, 产品深度、广度双提升, 让客户依赖产品和服务。了解客户需求是科研服务行业研发方向选择及战略制定中的最重要的部分之一, VWR 的并购为公司带来了许多客户的切实反馈, 并让客户更容易了解 Avantor 可以提供的其他产品和服务。并购后的 Avantor 公司与客户密切合作, 使他们能够开发新的创新产品, 降低开发和生产成本, 改善产品或工艺性能特征, 并提高他们生产的药品, 设备和其他产品的安全性和可靠性。Avantor 的本地业务与他们的全球基础设施相结合, 并促进与客户成功合作关系, 并将公司连接到 180 多个国家的 240,000 多个地点。同时, Avantor 利用可商购的第三方技术解决方案, 软件和软件系统, 将其与某些专有配置集成在一起, 从而为客户的工作流程增添价值。

图 7: 2015-2020 Avantor 费用率



资料来源: 招股书, wind, 浙商证券研究所

图 8: 各业务板块收入占比稳定



资料来源: 招股书, wind, 浙商证券研究所

从 Avantor 与 VWR 的收购事件中，我们发现作为科研试剂服务商，为客户提供全方位的一站式服务，能有效提高客户粘性及盈利能力。代理商品的毛利率较自研商品偏低，但随着规模的扩大，代理商的议价权也在不断提升中，这点我们也在过去分析赛默飞世尔及丹纳赫的发展路线中得到了印证。从深度及广度多角度建立服务形式及产品矩阵，是科研服务商做大做强的必经之路。

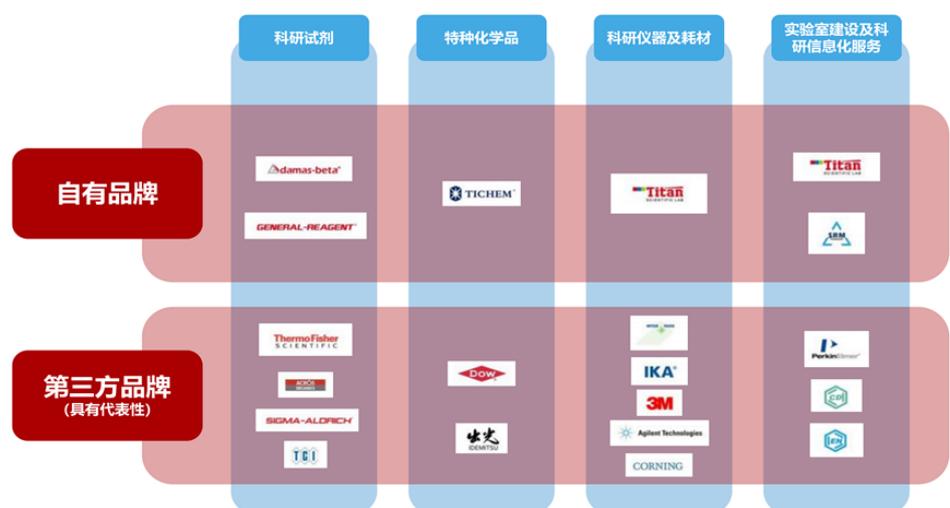
### 3. 泰坦科技：自研+代理共振的一站式服务平台

#### 3.1. 全品类产品矩阵+一体化服务平台

聚焦实验室，专注提供科学服务一站式技术集成解决方案。泰坦科技成立于 2007 年 10 月，公司围绕实验室为基础，提供一站式科学服务，其业务范围涵盖科研试剂、特殊化学品、科研仪器及耗材、实验室建设及科研信息化服务四大领域，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，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。公司打造自主创新研发和仓储物流体系建设双核驱动的发展战略，推行产品服务的“平台化、专业化、个性化”，经过 13 年的专注发展，已成功搭建具有国际化视野、供应链整合、专业化咨询的科学服务平台，成为国内领先的科学服务提供商之一。

自主品牌和第三方品牌结合，打造完整产品矩阵。公司采取自主品牌与第三方品牌相结合的销售模式，在建立 Adamas-beta、General-reagent、Tichem、Titan、Srm 自主品牌的同时，也销售赛默飞、陶氏化学 3M 等国际知名厂商产品，为客户提供完整的产品矩阵。作为科学综合服务商，公司以客户为主，不断丰富完善客户体验，针对科学试剂已建立 202 个产品类别，耗材仪器领域 447 个产品类别、1232 项属性参数分类项，将行业各厂家的产品按照类别进行属性参数的整理、归类，不断提升产品的数据化管理水平，通过专业化的数据分析、产品整理、参数分类等，将自主品牌产品、第三方品牌产品围绕客户需求进行整合，形成统一、标准的产品库。目前公司探索平台上按照产品品类（650+）、属性分类（1300+）、SKU（60 万+），产品覆盖面广，努力让客户在单一平台对接所有需求。

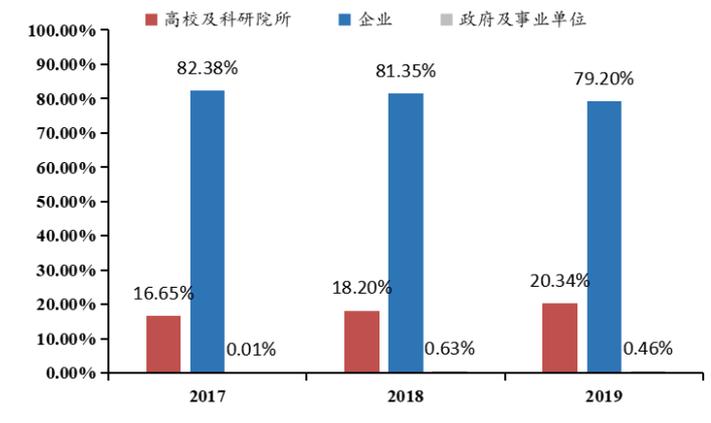
图 9：公司产品矩阵



资料来源：官网，浙商证券研究所

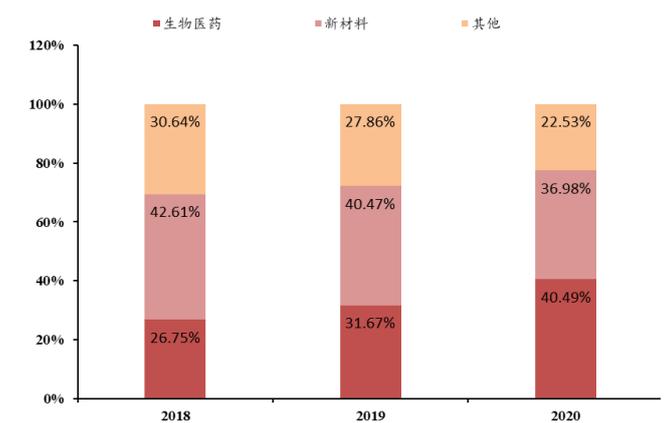
采用直销为主的模式，深入了解客户需求的同时优化服务。公司主要采用直销的销售模式，客户以终端客户为主，2018-2020年贸易商客户占公司主营业务比例分别为8.40%和6.22%及6.71%。为了更好的了解客户需求，公司分区域安排销售人员对客户进行覆盖和跟踪，通过客户需求挖掘、技术方案提供、产品选型等手段对公司产品进行销售，并实时分享公司的科学和工作流程专业知识，以帮助为现有客户产品和流程提供渐进和可持续的改进。

图 10：2017-2019 年下游客户收入占比拆分



资料来源：招股书，wind，浙商证券研究所

图 11：2018-2020 年下游客户行业拆分



资料来源：Wind，浙商证券研究所

企业客户为主，客单价高且或有更强的国产替代意愿。公司积累了坚实、优质的客户群体，2017-2019年公司客户数量快速增长，从约6900家增加至11000家，产品质量及服务常年受到客户的认可。公司客户群体主要为企业类客户，2020年收入占比81.82%，集中在生物医药、新材料、新能源、节能环保、高端装备制造等领域领先企业，其中生物医药客户占比持续上升，2020年占比40.49%，已经成为公司最主要客户群体。我们认为相比于高校及科研院所客户，企业类客户具有更稳定的客户关系、对产品质量的认可度可能高于品牌力，在国产替代角度具有更大的吸引力。

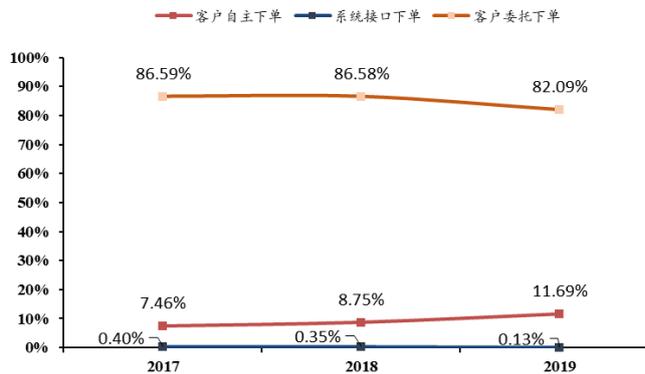
图 12：探索平台展示界面



资料来源：招股书，浙商证券研究所

通过网站“探索平台”展示管理订单，顺应时代趋势，填补销售盲区。探索平台的核心是产品展示和订单全流程跟踪管理，如何管理好品种繁杂的实验室用品，让客户在网站搜索需求时迅速定位，是科研服务网站成功的关键。公司超 60 万 SKU 展示在探索网站上，通过产品特性及用户需求进行产品分类，精准搜索。同时提供探索编号、原始编号、分子式、CAS 号、结构式搜索等多种搜索方式，帮助客户快速定位。同时，公司在线客服 24 小时在线等待，随时解决售前、售后问题。“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。招股书中披露，2017-2019 年客户委托下单是公司主要的订单获取方式，占比始终超 80%。但我们同时发现客户自主下单的占比明显增高，订单金额 2017-2019 年复合增速 28%。我们认为，公司短期内可能依赖线下销售人员的推广，但长期来看，随着规模效应及行业内平台品牌力的逐渐建立，线上客户自主下单，配合线下技术服务人员的售前、售后技术支持的方式可能成为未来的主要趋势，有望进一步降低费率，提高盈利能力。

图 13：2017-2019 销售方式占比



资料来源：招股书，wind，浙商证券研究所

图 14：清华大学特色定制仓储



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**智能仓储管理+专业化物流团队，严格把关供应链最后环节。**从库存角度，为了高效管理库存，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。从物流角度，为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。

图 15：公司华东及华北全品类仓



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 16：公司自有的智慧物流管理体系



资料来源：招股书，浙商证券研究所

**“粮草先行”，新仓储助力新市场。**公司目前收入主要集中于华东地区，为了打开新市场空间，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

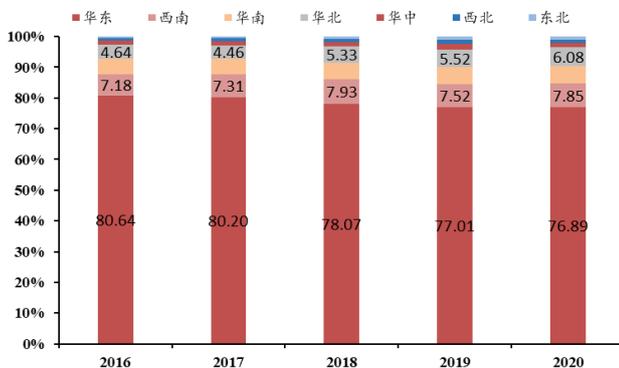
要以区域分公司所在地为核心,承担本区域产品的支线配送,并与上海的总仓库进行干线物流调配,实现总仓库-区域分仓-区域周转点的运营模式。2020年,泰坦科技本地化科学服务全国布局进程加快,西南区域仓、华北区域初步建设了公司的仓储配送体系,,先后投入运营使用。在基础设施的配备下,2020年公司华北、西南两个区域分别实现销售收入增长33.17%及26.32%,均高于公司整体增速,行业基础设施的建设对公司业绩增长的效应体现明显。华北全品类仓储面积超3000m<sup>2</sup>,配有甲类危险品仓、恒温与-20℃冻库,产品涵盖化学/分析/生物。高效完整支撑北京、天津、河北、内蒙古及东三省等7个省、直辖市的科研用户,在“探索平台”购买科研用品的发货时效,由原来的3-5个工作日大幅缩短至1-2个工作日,为科研提供了高效保障。华南区域在2020Q4完成了仓储配送体系建设,实现销售收入增长19.31%,也有望在2021年起逐渐崛起,支撑公司增量客户覆盖。

图 17: 公司的仓储拓展计划



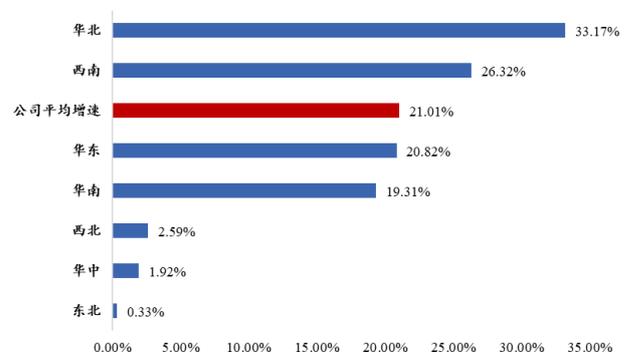
资料来源: 官网, 浙商证券研究所

图 18: 2016-2020 年收入区域占比



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 19: 2020 收入区域增速



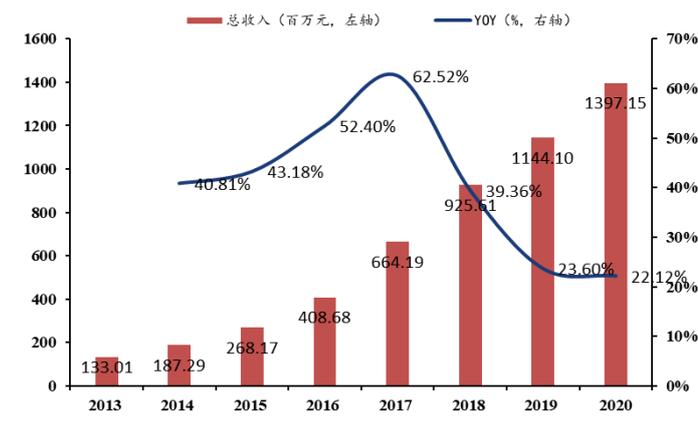
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

### 3.2. 外延横向战略整合为公司带来了什么？

与众多专注某类产品或专注产业链中某一环节的公司不同，泰坦科技自成立以来横向拓展业务单元，利用代理成熟国际品牌的方式加速覆盖，纵向从产品研发到渠道拓展再到客户服务，涉足实验室科研服务各个角落。这种商业模式的本质是在有形关联、无形关联、竞争对手之间关联中享受共享某项价值活动带来的竞争优势。公司从自研到涉足代理，业务板块间享受了共同的买方、渠道及地域市场缩短了公司的成长曲线，这在公司高于行业的复合增速、较低的研发费率及同板块较强的盈利能力中可见一般。

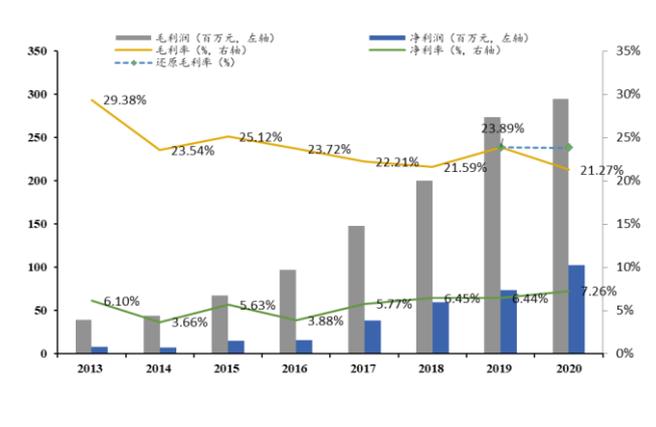
**营业收入快速增长，盈利能力稳中有升。**2013-2020 年公司营业收入与归母净利润年均复合增速为 34.17% 及 37.35%，毛利率约 22.5%，公司 2020 年毛利率由于调整会计准则，将运输费用计入成本导致毛利率降低，还原后与 2019 年持平为 23.88%。分板块来看，公司主营业务板块分别为科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材和实验室建设及科研信息化服务。2017-2020 年公司前三大板块收入合计占总营收比重稳定在 95% 左右；实验室建设及科研信息化服务作为公司较新的业务领域，营收占比虽然较低，但具有一定的战略意义。尤其是科研信息化服务，“Titan SRM”能直接对接“探索平台”，便于客户科研物资采购，目前已有效应用到国内多家生物医药领军企业。

图 20：2013-2020 公司营业收入及增速



资料来源：招股书，浙商证券研究所

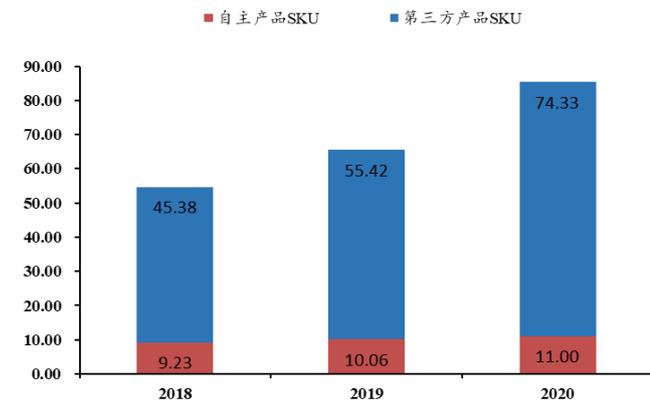
图 21：2013-2020 公司毛利率及净利润



资料来源：招股书，浙商证券研究所

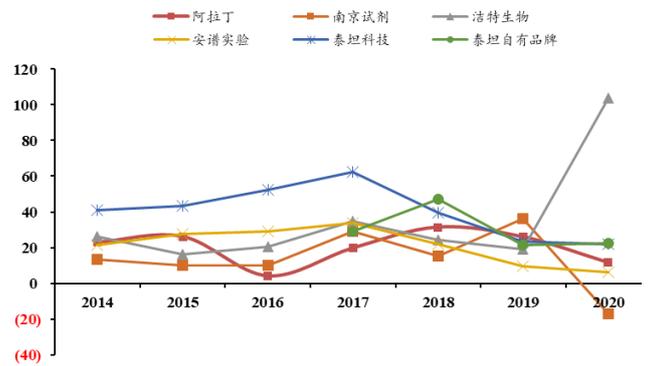
对标可比公司，我们发现泰坦科技自 2013 年加大代理品牌力度后，公司 SKU 数迅速扩大，收入增速始终高于可比公司，自研品牌 2017-2020 CAGR 29.57%，远高于行业平均。我们认为自研+代理的商业模式迅速覆盖了大量的终端客户，缩短了公司自研产品研发、缩短的成长路径，借助成熟品牌“东风”，助推自研发展及品牌力的打造。

图 22：2018-2020 年公司 SKU 数 (万个)



资料来源：招股书，浙商证券研究所

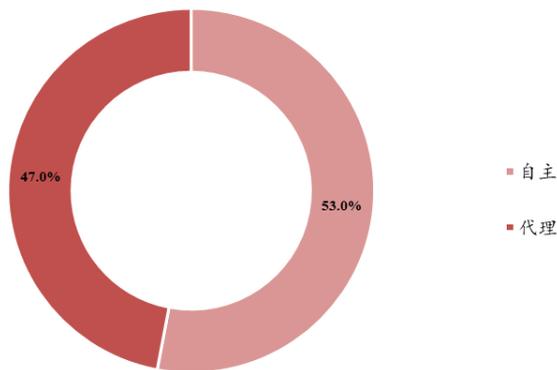
图 23：可比公司 2014-2020 收入同比增速 (%)



资料来源：招股书，浙商证券研究所

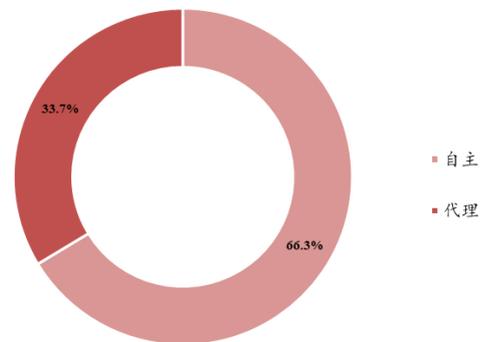
**业务拆分：自主品牌贡献主要收入及利润，是公司产品端核心竞争力。**2017-2020 年公司自主品牌营收占比稳定，平均为 52.98%；毛利率平均占比 66.34%，是公司收入及利润端毛利的主要贡献板块。第三方品牌毛利率 2017-2019 年从 15.71% 逐渐增长到 17.94%（2020 年第三方代理品牌毛利率 14.52%，主要受到疫情影响高值板块大型仪器占比下降及会计准则调整影响），我们认为随着公司规模的增长，公司对上下游的议价权有望增高，代理品牌的盈利能力或稳中有升，最终呈现逐渐稳定的趋势。

图 24：2017-2019 年自主品牌及代理收入端平均占比



资料来源：招股书，wind，浙商证券研究所

图 25：2017-2019 年自主品牌及代理利润端平均占比



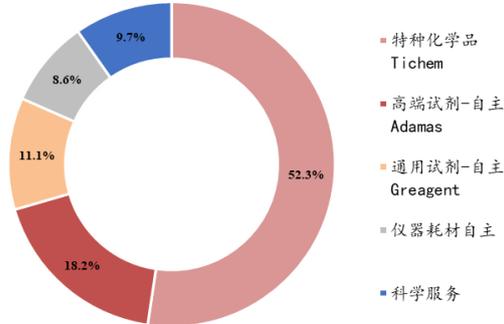
资料来源：招股书，wind，浙商证券研究所

**自主品牌业务拆分：特种化学品贡献最多收入，高端试剂盈利能力最强。**公司自主品牌主要分为五部分：（1）特种化学品；（2）高端试剂；（3）通用试剂；（4）仪器耗材；（5）科学服务。

**特种化学品：自主品牌产品销售为主，竞争激励、毛利低。**特种化学品是指化工生产过程中使用的功能性助剂，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。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，占公司销售的特种化学品种类的 75%。2017-2020 年，Tichem 营业收入占比分别为 31.35%、32.51%、28.59% 及 28.07%，毛利率稳定在 12% 左右，因行业竞争激烈，导致收入比例

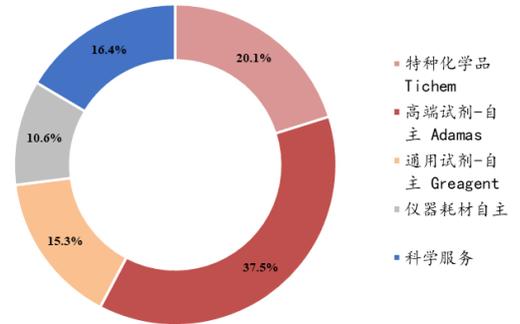
持续下滑，我们预计特种化学品行业格局已经较为稳定，未来盈利能力可能持续保持在12%（会计准则调整后为10.5%）。

图 26：2020 年自主品牌收入端拆分



资料来源：招股书，wind，浙商证券研究所

图 27：2020 年自主品牌利润端拆分



资料来源：招股书，wind，浙商证券研究所

**科研试剂：高端试剂盈利能力强，品类丰富；通用试剂毛利显著高于行业同类水平。**公司的科研试剂包括通用试剂和高端试剂两种。

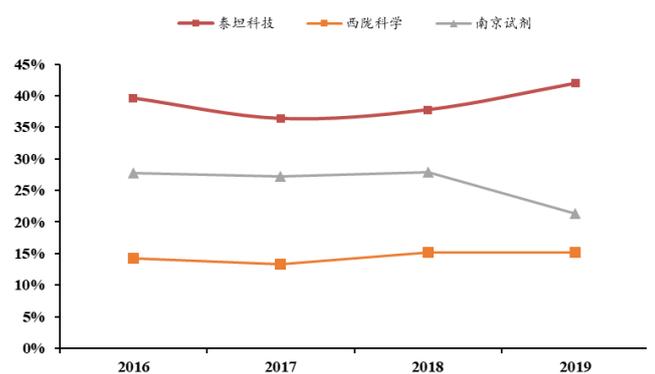
**通用试剂：**通用试剂是指用于化学实验、分析化验、研究试验、教学实验和化学配方的常用化学品，具有用量大、价格低、获取难度较小等特点。公司销售的均为自主品牌 Greagent，拥有 2,000 多种产品。2018-2020 年占主营业务收入比例为 5.52%、6.05% 及 5.97%。毛利率约 40%。由于通用试剂壁垒较低，目前主要被国内品牌垄断，行业内竞争较为激烈，价格敏感度较高。我们发现公司毛利率明显高于行业内可比公司，这可能来源于公司较好的渠道拓展增强了通用试剂的定价权及溢价性，产品+渠道的协同作用初现。

图 28：2017-2020 科研试剂分板块收入



资料来源：招股书，wind，浙商证券研究所

图 29：可比公司通用试剂毛利率比较

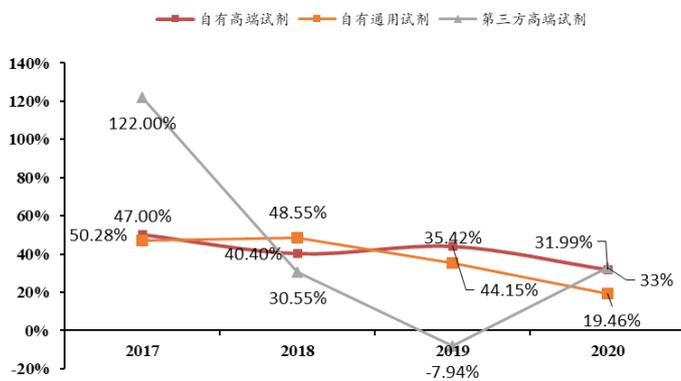


资料来源：招股书，wind，浙商证券研究所

**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，主要用于生物医药、新材料、新能源、精细化工、食品日化等领域。公司销售的高端试剂自主品牌为 Adamas 销售金额占主营业务收入比例由 2017 年的 7.61% 已逐步提升至 2020 年的 9.74%。拥有自主品牌 Adamas 及第三方品牌 Sigma-Aldrich、Merck、Fisher、

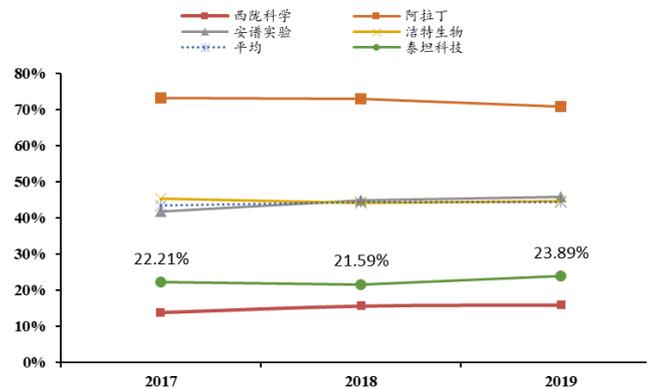
TCI 等，销售超过 80,000 个品种、250,000 种规格。其中自有品牌拥有 30000 个品种，超过 5 万种规格，2017-2020 年 Adamas 营业收入复合同比增速为 41.51%，毛利率约为 64%。2021 年公司推出生物类产品线子品牌 Adamas-life 自主品牌高端试剂，并新增产品品类 2500 种，包括培养基、血清等生物试剂产品实现突破。我们认为高端试剂自主品牌是公司盈利的主要支撑点，也是未来自有产品替代进口品牌的主要突破口，2017-2020 年的数据我们已经看出，高端试剂中自有及代理的差距正在逐渐缩小。公司在通过已经有一定品牌知名度的国际大牌打开客户市场后，逐渐渗透自有产品的战略效果逐步显现。我们认为，相比于高校及科研院所客户，企业客户对品牌的依赖度低，更看重产品质量、稳定性及性价比，因此我们认为公司自有高端试剂品牌正在逐步得到认可，未来有望借助渠道进一步打开市场及强化盈利能力。

图 30：2017-2020 科研试剂营业收入同比增速



资料来源：招股书，wind，浙商证券研究所

图 31：可比公司科研试剂毛利率



资料来源：招股书，wind，浙商证券研究所

**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。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，同时并外购了梅特勒-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，提供超过 2 万种不同科研仪器及耗材，形成较完善的产品线。公司销售的科研仪器及耗材以第三方品牌为主，2017-2019 年科研仪器及耗材营业收入占比分别为 28.53%、27.95% 及 31.18%，毛利率约为 20%，自有品牌毛利率仍处于较低水平，因公司正在扩大仓储网络设施建设投入以及采用 OEM 代工生产模式导致。

**实验室建设及科研信息化：**体量较小，战略意义显著。实验室建设自有品牌 Titan Scientific Lab，为客户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，并逐步拓展服务至实验室维保、产品更换与升级及搬迁服务等一切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。Titan SRM 是公司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，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。目前收入占比最小，但战略意义显著，是科学服务行业标识解析的二级节点，目前已承接包括山东第一医科大学、温州大学、上海交通大学等多个实验室建设项目。2020 年收入 0.72 亿元，2016-2020 CAGR

33.42%。我们认为此业务有望与客户建立较强粘性，从内部“截留”客户订单，具有收入端增长及客户需求把握的长期意义。

图 32：实验室管理解决方案



资料来源：公司官网，招股书，浙商证券研究所

### 3.3. 让客户回归科学本身，一站式服务是大势所趋

科学服务商本质上的作用是从根本上让客户从繁杂的实验室工作中解脱出来，专注于科学本身，提高科研效率，因此一站式服务是大势所趋。从众多案例中我们也发现作为科研试剂服务商，为客户提供全方位的一站式服务，能有效提高客户粘性及议价权。而成熟品牌能够帮助公司打开渠道，建立产品设计、优化与客户之前的无障碍沟通渠道，助推公司的进口替代。

高端试剂进口替代空间极大，国内厂商群雄逐鹿。在 2020 年 11 月 13 日，我们曾发布的深度报告《阿拉丁：国内高端科研试剂龙头企业的长牛路径展望》中对科研试剂行业及目前的市场格局做过深入分析。我们发现，由于起步较晚，国内的技术研发落后，目前国内化学试剂市场上，高端科研试剂产品基本被国际巨头垄断，占比近 90% 的市场份额，国产企业则集中在中低端产品市场，竞争激烈，利润率较低。近年来，随着国家政策对进口替代的大力支持，越来越多的公司进入试剂市场，并且增加中高端试剂产品，不断寻求产品结构升级，涌现出一批优质品牌，包括泰坦科技、阿拉丁、南京试剂、安谱实验等，也逐渐通过资本市场加速成长。

图 33：国内化学试剂厂商地域分布



资料来源：Wind，浙商证券研究所

目前，大部分国产企业或规模较小、技术传统或品种单一、产品低端、或多为代理自主生产能力交较差，因此尚未形成具有垄断地位的大型企业。我们认为占据产品、渠道、客户、资金优势的泰坦科技有望做大做强。目前泰坦科技已经成为华东地区最大的科学服务企业，我们认为随着西南、华中、华南等地仓储的逐步运营，公司在华东的成功经验有望复制到全国，规模化效应将进一步显现。

表 1：国内外主要科学服务商业业务范围

企业	通用试剂	高端试剂	科研仪器及耗材	特种化学品	化工原料	实验室建设服务
Thermo Fisher(TMO.N)	√	√	√	√	√	√
Merck(MRK.N)	√	√	√	√	√	
Avantor (AVTR.N)	√	√	√	√	√	√
WAKO	√	√		√	√	
TCI	√	√		√		
泰坦科技 (688133.SH)	√	√	√	√	√	√
西院科学 (002584.SZ)	√	√	√	√	√	
阿拉丁 (688179.SH)	√	√	√			
光华科技 (002741.SZ)	√	√	√	√	√	
南京试剂 (833179.OC)	√	√		√	√	
月旭科技 (832463.OC)			√			
安谱实验 (832021.OC)	√	√	√			
百灵威科技	√	√	√		√	
广州化学试剂	√				√	
上海麦克林	√				√	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1. 公司盈利预测假设

我们考虑到快速发展的科研服务产业及公司上市后募集资金的全国性扩张并参考公司 2020 年年报，我们认为公司 2021-2023 年收入有望迎来较快增长。我们预计 2021-2023 年收入增速 46.51%、39.87%及 39.51%。

具体拆分如下：

- 1) **特种化学品**：考虑到目前特种化学品的市场格局及历史数据，我们认为公司随着市场的拓展，市占率将逐渐提高，毛利率保持在代理品种 9.50%、自有品种 10.50%。2020 年受疫情影响，自主及代理品牌增速均有一定程度下滑，2021 年公司自主及第三方代理品牌均有望实现低基数下的较高增长。但随着公司发展战略逐渐倾斜于高端生物试剂及分析检测领域，收入占比可能逐步降低。
- 2) **高端试剂**：考虑到公司上市后的区域扩张及公司的战略倾斜，2021 年起高端试剂，尤其是自主品牌生物试剂将成为公司迅速扩张的方向，顺应生命科学的热烈需求。我们认为 2020 年受疫情影响增速较慢，未来 3 年科研试剂毛利率有望在规模化效应下持续提升，毛利率保持稳定。2021-2023 年公司有望加快品类拓展速度、加大研发力度，自主品牌有望保持 60%、50%及 50%的同比增速，业务收入比例稳中有升。代理品牌随着品类数及仓储的扩张，有望实现 2021-2023 CAGR 33%的收入增速。
- 3) **通用试剂**：考虑到通用试剂的竞争格局及盈利能力对规模性的依赖，我们参考历史数据，预计通用试剂毛利率及增速将随着规模的扩大而上涨。2020 年受疫情影响，基数较低。我们推测 2021-2023 年公司通用试剂增速为 50%、40%、40%；毛利率 37.5%、38%及 38.5%。
- 4) **仪器及耗材**：公司短期内仍以第三方仪器耗材为主，2020 年公司受疫情影响，自主品牌低值耗材推动明显，但第三方大型仪器采购受到一定阻碍。我们推测，自主业务有望 2021-2023 年实现收入同比增长 35%、40%及 40%，毛利率 33%；代理业务有望实现收入同比增长 55%、40%及 40%，毛利率 15%。
- 5) **实验室服务**：实验室业务目前占比较小，考虑到公司目前的在手项目，我们预计 2021-2023 年公司收入端将实现同比增长 40%，50%及 50%，毛利率保持 50%。
- 6) **费率**：随着公司全国业务的扩张，2021-2023 年公司销售及管理费用将明显上涨，尤其是管理费用受到股权激励的影响（2021-2024 将分摊 2333.53 万元、1527.4 万元、636.42 万元及 84.86 万元），我们预计公司 2021-2023 年营业费用率 5.85%、6.00%及 6.20%，管理费用率 4.50%、4.50%及 4.00%，研发费用率保持 4.00%。

**表 2：收入拆分及预测**

总体	2020	2021E	2022E	2023E
收入	1384.48	2028.35	2837.04	3957.97
YOY	21%	47%	40%	40%
毛利率(%)	21.27%	22.38%	22.85%	23.38%
<b>第三方</b>				
收入	641.85	956.72	1315.97	1810.98
YOY	20%	49%	38%	38%
毛利率(%)	14.52%	15.21%	15.19%	15.16%
收入占比	46.36%	47.17%	46.39%	45.76%
<b>自主品牌</b>				
收入	742.64	1071.63	1521.08	2146.99
YOY	22%	44%	42%	41%
毛利率(%)	27.10%	28.79%	29.48%	30.32%
收入占比	53.64%	52.83%	53.61%	54.24%
<b>科研试剂+特种化学品</b>				
收入	884.43	1277.08	1775.17	2456.19
YOY	22%	44%	39%	38%
毛利率(%)	21.30%	22.74%	23.32%	24.02%
业务收入比例(%)	63.88%	62.96%	62.57%	62.06%
<b>特种化学品-第三方</b>				
收入	13605%	20407%	27550%	37192%
YOY	15%	50%	35%	35%
毛利率(%)	9.03%	9.50%	9.50%	9.50%
业务收入比例(%)	9.83%	10.06%	9.71%	9.40%
<b>自主特种化学品</b>				
<b>Tichem</b>				
收入	388.68	544.15	750.93	1021.26
YOY	19%	40%	38%	36%
毛利率(%)	10.43%	10.50%	10.50%	10.50%
业务收入比例(%)	28.07%	39.30%	26.47%	25.80%
<b>高端试剂-第三方</b>				
收入	142.18	189.10	251.50	334.50
YOY	33%	33%	33%	33%
毛利率(%)	21%	22%	22%	22%
业务收入比例(%)	10.27%	9.32%	8.86%	8.45%
<b>高端试剂-自主</b>				
<b>(Adamas)</b>				
收入	134.86	215.77	323.66	485.48
YOY	32%	60%	50%	50%
毛利率(%)	56%	58%	58%	58%
业务收入比例(%)	9.74%	10.64%	11.41%	12.27%
<b>通用试剂-自主</b>				
<b>Greagent</b>				

收入	82.66	123.99	173.59	243.02
YOY	19%	50%	40%	40%
毛利率(%)	37.00%	37.50%	38.00%	38.50%
业务收入比例(%)	5.97%	6.11%	6.12%	6.14%
<b>科研仪器及耗材</b>				
收入	427.78	650.22	910.31	1274.43
YOY	20%	52%	40%	40%
毛利率(%)	17%	17%	18%	18%
业务收入比例(%)	30.90%	32.06%	32.09%	32.20%
<b>仪器耗材第三方</b>				
收入	363.58	563.55	788.97	1104.56
YOY	2%	55%	40%	40%
毛利率(%)	14%	15%	15%	15%
业务收入比例(%)	26.26%	27.78%	27.81%	27.91%
<b>仪器耗材自主</b>				
收入	64.20	86.67	121.34	169.87
YOY	41%	35%	40%	40%
毛利率(%)	33%	33%	33%	33%
业务收入比例(%)	4.64%	4.27%	4.28%	4.29%
<b>实验室建设及科研信</b>				
<b>息化服务</b>				
收入	72.17	101.04	151.57	227.35
YOY	14%	40%	50%	50%
毛利率(%)	46%	50%	50%	50%
业务收入比例(%)	5.21%	4.98%	5.34%	5.74%
<b>其他业务</b>				
收入	0.09	0.09	0.09	0.09
毛利率(%)	32%	33%	33%	33%
业务收入比例(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 5. 投资建议

考虑到公司作为综合科研服务供应商，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，2021-2023 年归母净利润 CAGR 41.18%。我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.84、2.64 及 3.80 元/股，对应 2021 年 5 月 7 日收盘价 PE 分别为 95、66 及 46 倍。参照可比公司及公司在科研服务领域的龙头地位，首次覆盖给予“增持”。

表 3：可比公司估值

公司名称	股票代码	收盘价			EPS			PE		
		(05.07)	2020	2021	2022	2020	2021	2022		
阿拉丁	688179.SH	96.85	0.74	1.12	1.47	131	86	66		
药石科技	300725.SZ	140.6	1.20	2.02	2.83	117	70	50		
洁特生物	688026.SH	77.1	1.19	2.49	2.95	65	31	26		
<b>平均值</b>						<b>104</b>	<b>62</b>	<b>47</b>		
泰坦科技	688133.SH	174.2	1.35	1.84	2.64	129	95	66		

资料来源：公司官网，浙商证券研究所；除洁特生物外，其余均为浙商证券预测值。

## 6. 风险提示

下游产品研发、销售不达预期，原材料涨价，汇率波动，安全生产与环保，新业务拓展不达预期，核心技术人员流失，解禁风险，大客户依赖风险。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1687	1813	2071	2444
现金	874	857	761	632
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	379	509	697	940
其它应收款	12	18	25	35
预付账款	98	93	137	214
存货	262	315	438	606
其他	63	21	14	17
<b>非流动资产</b>	163	196	231	271
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	53	77	101	124
无形资产	35	33	31	29
在建工程	38	41	42	43
其他	37	45	57	74
<b>资产总计</b>	1850	2065	2358	2771
<b>流动负债</b>	377	451	543	666
短期借款	169	173	173	173
应付款项	106	154	218	302
预收账款	0	0	0	0
其他	101	124	152	191
<b>非流动负债</b>	20	20	20	20
长期借款	17	17	17	17
其他	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	396	470	562	686
少数股东权益	16	16	16	16
归属母公司股东权益	1438	1578	1780	2069
<b>负债和股东权益</b>	1850	2065	2358	2771
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	(138)	94	52	(87)
净利润	102	140	201	290
折旧摊销	15	8	10	11
财务费用	6	4	4	8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(112)	(74)	(139)	(222)
其它	(149)	15	(24)	(174)
<b>投资活动现金流</b>	(96)	(33)	(33)	(33)
资本支出	(36)	(33)	(33)	(33)
长期投资	0	0	0	0
其他	(61)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	797	671	0	0
短期借款	(4)	4	0	0
长期借款	17	0	0	0
其他	784	667	0	0
<b>现金净增加额</b>	562	(17)	(96)	(128)

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1384	2028	2837	3958
<b>营业成本</b>	1090	1574	2189	3032
营业税金及附加	3	5	6	9
营业费用	79	119	170	245
管理费用	44	91	128	158
研发费用	49	81	113	158
财务费用	6	4	4	8
资产减值损失	9	3	5	12
公允价值变动损益	0	5	5	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	8	6	6	0
<b>营业利润</b>	113	162	232	334
营业外收支	5	(0)	(0)	(0)
<b>利润总额</b>	117	162	232	334
所得税	16	21	31	44
<b>净利润</b>	102	140	201	290
少数股东损益	(1)	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	103	140	201	290
EBITDA	132	174	245	353
EPS (最新摊薄)	1.35	1.84	2.64	3.80
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.01%	46.51%	39.87%	39.51%
营业利润	12.11%	43.85%	43.25%	43.96%
归属母公司净利润	13.46%	36.65%	43.28%	44.01%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.27%	22.38%	22.85%	23.38%
净利率	7.36%	6.92%	7.09%	7.32%
ROE	10.18%	9.21%	11.87%	14.93%
ROIC	6.25%	8.10%	10.37%	13.15%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.41%	23.41%	24.43%	25.25%
净负债比率	47.17%	40.55%	33.92%	27.82%
流动比率	4.48	4.02	3.82	3.67
速动比率	3.79	3.32	3.01	2.76
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.00	1.05	1.32	1.58
应收帐款周转率	4.15	4.58	4.72	4.81
应付帐款周转率	9.73	12.10	11.91	11.89
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.35	1.84	2.64	3.80
每股经营现金	(1.81)	0.22	(0.77)	(1.14)
每股净资产	18.86	20.70	23.34	27.14
<b>估值比率</b>				
P/E	129	95	66	46
P/B	9.24	8.42	7.46	6.42
EV/EBITDA	72.13	72.80	51.95	36.38

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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>