



Research and
Development Center

打造科研服务一体化平台， 做“中国的 Fisher”

—泰坦科技(688133)公司深度报告

2021 年 08 月 27 日

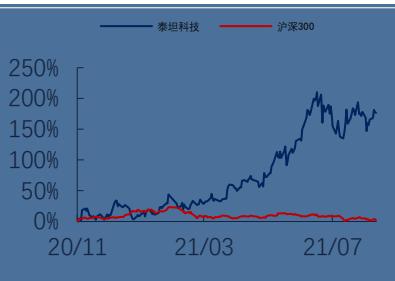
周平
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

泰坦科技(688133)



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	292.29
52周内股价波动区间(元)	328.00-105.68
最近一月涨跌幅(%)	192.29
总股本(亿股)	
流通A股比例(%)	
总市值(亿元)	

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

打造科研服务一体化平台，做“中国的 Fisher”

2021年08月27日

本期内容提要：

- 科研服务行业景气度高增速快，进口替代空间广阔。科研服务企业处于医药研发最上游，为科研院所和企业研发提供所需的实验设备、耗材、科研试剂等产品。我国科研服务产业的市场总规模超千亿元，保持 15-20%复合增速。赛默飞、丹纳赫等全球巨头占据科研服务市场领先地位，大部分细分赛道的外资市占率均超过 80%。政策支持国产企业研发创新，国内企业注重研发能力使得产品质量逐步接近进口水平，国内企业成本优势显著，综合服务能力强，配送时效性更高，逐步抢占进口产品市场份额。
- 泰坦科技打造科研服务一体化平台，具备龙头潜力。科研服务产品众多，国外龙头纷纷通过自研/并购+第三方代理扩充产品线建立一体化平台。公司自成立以来就通过自主品牌+第三方品牌构建完整产品矩阵，通过平台数据和销售紧跟客户需求，指导研发方向，代理+自主业务持续发力，产品线持续扩张，有望发展成为“中国的 Fisher”。
- 公司注重研发，自研产品销售带动毛利率不断提升。公司 2020 年研发费用占自主品牌收入比例为 6.6%，自主品牌产品收入占比由 2017 年的 51.2%提升到 2020 年的 53.64%，拉动公司毛利率持续由 2017 年的 22%提升至 2020 年的 24%（同 2019 口径）。公司在产品和平台方面形成了多项核心技术，部分产品在质量、技术水平等方面达到乃至优于进口品种。公司拟定增募资 10.5 亿元，其中 7.7 亿元用于生命科学总部园项目，重点研发、生产生物高端试剂、高端仪器，高附加值业务有望提升公司品牌力，带动公司毛利率进一步提升。
- 建设仓储物流基础，提升服务效率：公司在上海设有总仓，南京设有分仓库，自有物流团队可直接覆盖整个华东地区。随着业务体量的不断增大，公司的仓储物流网络布局开始从上海向全国范围内拓展。2021年底，公司将完成华东、华南、华北、华中、西南五大区域中心仓建设，建成 23 座城市前置服务仓，届时全部实现次日达自送上门服务，并率先提供全程恒温冷链配送。仓储和物流方面的提升为公司自主品牌和第三方品牌的扩大销售打下良好基础。
- 盈利预测与投资评级：预计公司 2021-2023 年营收分别为 19.7/27.1/36.9 亿元，净利润 1.5/2.1/3.1 亿元，当前股价对应 2021E-2023E 市盈率 153/106/73 倍。公司所处科研服务行业位于科研产业链最上游，进口替代空间广阔。公司同时具备自主研发能力和平台化销售能力，仓储物流系统国内一流，有望成为“中国的 Fisher”。
- 风险因素：产品销售不及预期、区域拓展不及预期、仓储物流运输事故、产品质量风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,144	1,384	1,968	2,708	3,694
增长率 YoY %	23.6%	21.0%	42.1%	37.6%	36.4%
归属母公司净利润 (百万元)	74	103	146	210	307
增长率 YoY%	23.7%	38.6%	41.9%	44.2%	45.9%
毛利率%	23.9%	21.3%	21.5%	22.0%	22.5%
净资产收益率 ROE%	13.2%	7.1%	9.0%	11.1%	13.5%
EPS(摊薄)(元)	0.97	1.35	1.91	2.76	4.03
市盈率 P/E(倍)	0.00	99.23	152.82	105.95	72.61
市净率 P/B(倍)	0.00	7.09	13.73	11.78	9.78

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年08月26日收盘价

目 录

投资聚焦	6
1. 科研服务行业：科研产业链最上游，进口替代空间广阔	7
1.1. 科研服务全球市场稳定增长，中国市场大有可为	7
1.2. 进口替代，驱动国内科研服务行业高速增长	10
2. 泰坦科技：打造科研服务一体化平台	12
3. 构建一体化平台，仓储和服务优势显著	14
3.1. 建立“探索平台”，打造一站式采购平台	15
3.2. 建设仓储物流基础，提升服务效率	17
4. 注重研发，自研与第三方代理齐头并进	18
4.1. 科研试剂	21
4.2. 特种化学品	24
4.3. 科研仪器及耗材	25
4.4. 实验室建设及科研信息化	26
5. 盈利预测与投资建议	28
6. 风险提示	30

表 目 录

表 1：科研服务巨头 2020 年生命科学业务收入和净利润	10
表 2：主要科研服务上市公司收入持续高增长	11
表 3：国内外科研服务企业龙头差距	15
表 4：公司研发高管介绍	19
表 5：泰坦科技部分自研科研试剂技术指标领先甚至超过同行	20
表 6：公司 2020 年业务按自主品牌和第三方品牌划分财务情况	21
表 7：公司收入简要拆分及预测（百万元）	29
表 8：可比公司估值	29

图 目 录

图 1：科学服务企业业务分类	7
图 2：全球医药研发投入规模预测	8
图 3：中国研究与试验发展(R&D)经费支出与增长率	8
图 4：全球生物药市场份额持续提升	9
图 5：2019 年全球十大畅销药品（亿美元）	9
图 6：各国研究与试验发展(R&D)经费占 GDP 的比重（%）	9
图 7：2018 年中国 R&D 经费支出分组	10
图 8：全国工业 R&D 经费支出与增长率	10
图 9：赛默飞世尔中国区收入及增速	11
图 10：德国默克生命科学部门亚太地区收入及增速	11
图 11：公司发展历程	12
图 12：公司前十大股东股权结构	12
图 13：泰坦科技收入（百万元）及增速变化	13
图 14：泰坦科技归母净利润（百万元）及增速变化	13
图 15：泰坦科技自主品牌和第三方品牌收入占比变化	13
图 16：泰坦科技自主、第三方品牌和整体毛利率	13
图 17：公司毛利率、净利率和期间费用率变化	14
图 18：公司三大费用率不断优化	14
图 19：公司主要产品分类	14
图 20：Sigma-Aldrich 自主和贴牌产品 SKU（万）	15
图 21：Sigma-Aldrich 自主和贴牌产品销售额比例	15
图 22：Thermo Fisher 生物科学业务收入业绩双增，利润率不断提升	16
图 23：泰坦科技主要产品及服务	16
图 24：公司服务流程	17
图 25：探索平台及 ERP 系统订单金额及收入占比	17
图 26：客户自主下单占比提升	17
图 27：泰坦科技全国仓储布局	18
图 28：公司研发费用及自主品牌收入占比	19
图 29：公司 2020 年研发人员占比达 27%	19

图 30: 公司科研试剂技术研发能力	20
图 31: 公司自研品种委外生产 OEM 模式	21
图 32: 公司自主和第三方品牌收入占比	21
图 33: 公司自主和第三方品牌毛利率变化	21
图 34: 公司科研试剂包含高端及通用两种	22
图 35: 公司科研试剂业务收入 (百万元)	22
图 36: 公司科研试剂中高端和通用占比	22
图 37: 科研试剂高端、通用和整体毛利率变化	23
图 38: 公司高端试剂业务收入 (百万元)	23
图 39: 公司高端试剂中自主品牌和第三方品牌占比	23
图 40: 高端试剂中自主品牌、第三方品牌和整体高端试剂毛利率	24
图 41: 公司特种化学品业务收入 (百万元)	24
图 42: 公司特种化学品中自主品牌和第三方品牌占比	24
图 43: 特种化学品中自主品牌、第三方品牌和整体特种化学品毛利率	25
图 44: 公司科研仪器及耗材分类	25
图 45: 公司科研仪器及耗材业务收入 (百万元)	26
图 46: 科研仪器及耗材自主品牌和第三方品牌占比	26
图 47: 科研仪器及耗材中自主品牌、第三方品牌和整体科研仪器及耗材毛利率	26
图 48: 公司实验室建设及科研信息化服务	27
图 49: 实验室建设及科研信息化业务收入 (百万元)	27
图 50: 实验室建设及科研信息化业务毛利率变化	27
图 51: 公司实验室管理解决方案	28

投资聚焦

泰坦科技成立于 2007 年，从“中国化学品搜索网”起家，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，再通过建立自主品牌和第三方代理形成完整的产品矩阵，构建科研服务一体化平台“探索平台”，公司重视仓储物流建设，2021 年底将完成五大区域中心仓建设，为客户提供稳定可靠、方便、快捷的产品和服务。

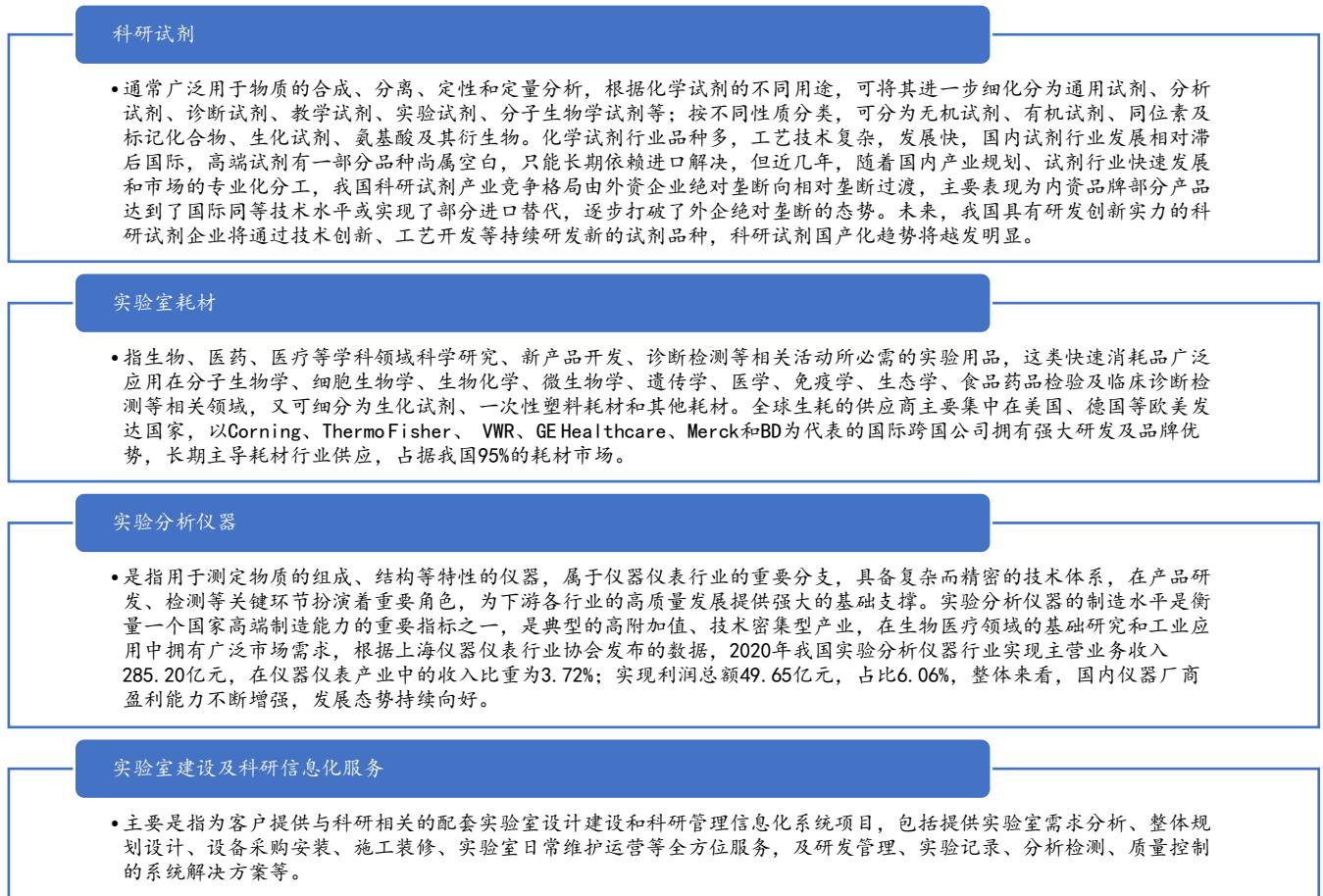
公司依靠自主品牌+第三方品牌模式快速提升产品种类和数量，又通过不断提升研发优化产品结构，进一步提升毛利率，仓储和物流上的建设提升公司的运营和服务效率，借助中国科研服务行业的东风，凭借优秀的产品力和效率有望成为中国的平台化科研服务龙头。

预计公司 2021-2023 年营收分别为 19.7/27.1/36.9 亿元，净利润 1.5/2.1/3.1 亿元，当前股价对应 2021E-2023E 市盈率 153/106/73 倍。公司所处科研服务行业位于科研产业链最上游，进口替代空间广阔。公司同时具备自主研发能力和平台化销售能力，仓储物流系统国内一流，有望成为“中国的 Fisher”。

1. 科研服务行业：科研产业链最上游，进口替代空间广阔

科研服务企业服务于高校、科研机构以及研发型企业，位处研发链最上游，主要产品包括科研试剂、实验耗材或仪器设备、实验室建设服务等。

图 1：科学服务企业业务分类

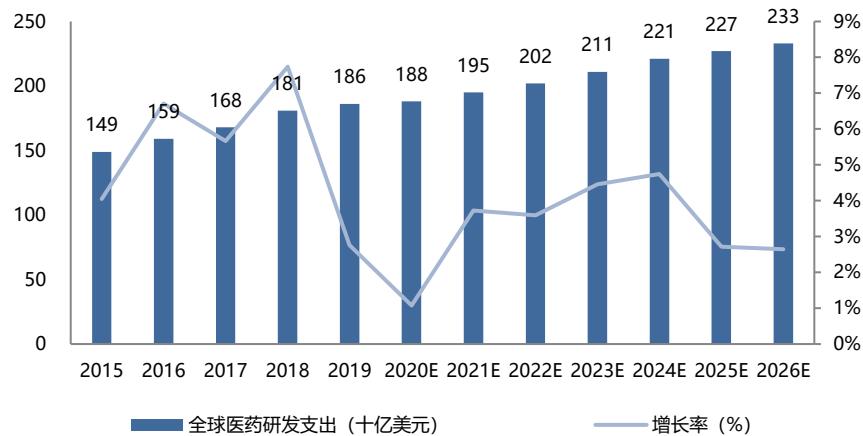


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.1. 科研服务全球市场稳定增长，中国市场大有可为

全球持续加大科研投入，每年研发总投入已超过两万亿美元。科研相关仪器设备、试剂耗材、配套服务等均为科研服务产品。自人类进入工业革命以来，科学研究投入对于生产力提升的效果日益显著，各国每年也在持续加大科研投入。国家统计局数据显示，2005年以来世界强国每年研发支出占GDP的比例稳中有升，接近GDP总量的3%。

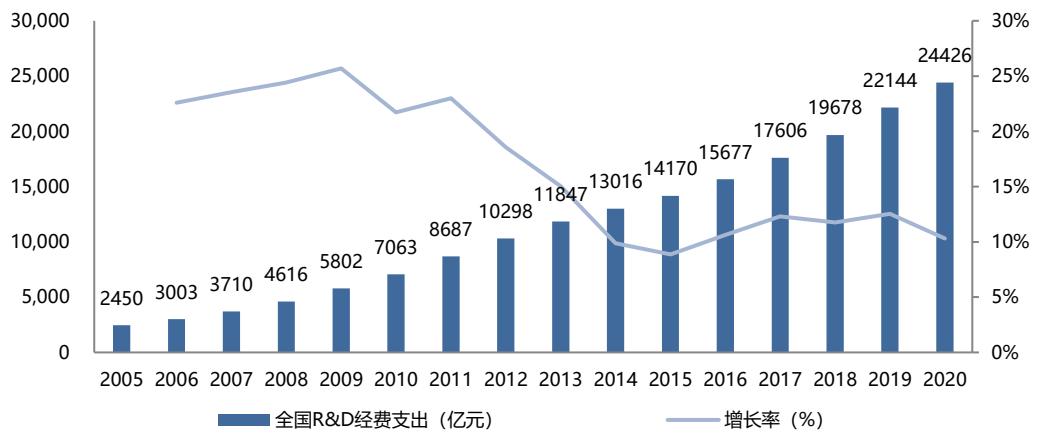
图 2：全球医药研发投入规模预测



资料来源：Evaluate pharma, 信达证券研发中心

中国科研投入全球排名第二，保持 15%的复合增速。我国科研投入持续加大，总研发经费从 2005 年的 2450 亿元增长至 2020 年的 24426 亿元，年均复合增速达 15%，过去 5 年复合增速仍然在 13%左右。

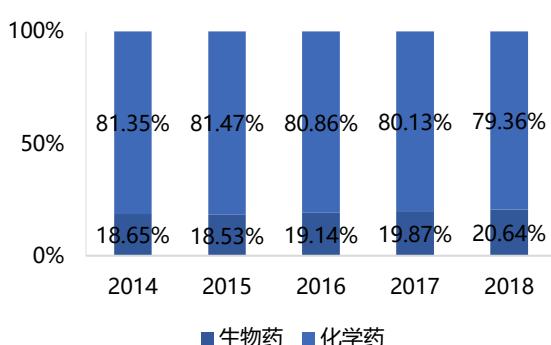
图 3：中国研究与试验发展(R&D)经费支出与增长率



资料来源：国家统计局, 信达证券研发中心

新技术新疗法推动医药研发投入持续增长。以医药行业为例，新技术突破带来科研投入持续增加，推动上游科研服务市场增长，全球医药研发投入保持 5%左右的复合增速。生物药问世以来虽然只有短短数十年时间，但打开了药物研发的新大门，全球科研机构持续投入，2019 年全球前 10 大畅销药品中，生物药已经占据了 6 个席位，生物药销售额占比持续提升。近年来细胞治疗、基因治疗等创新疗法飞速发展，全球融资热情高涨，激发了相关产业的研发热情。

图 4：全球生物药市场份额持续提升



资料来源: Frost & Sullivan, 信达证券研发中心

图 5：2019 年全球十大畅销药品（亿美元）

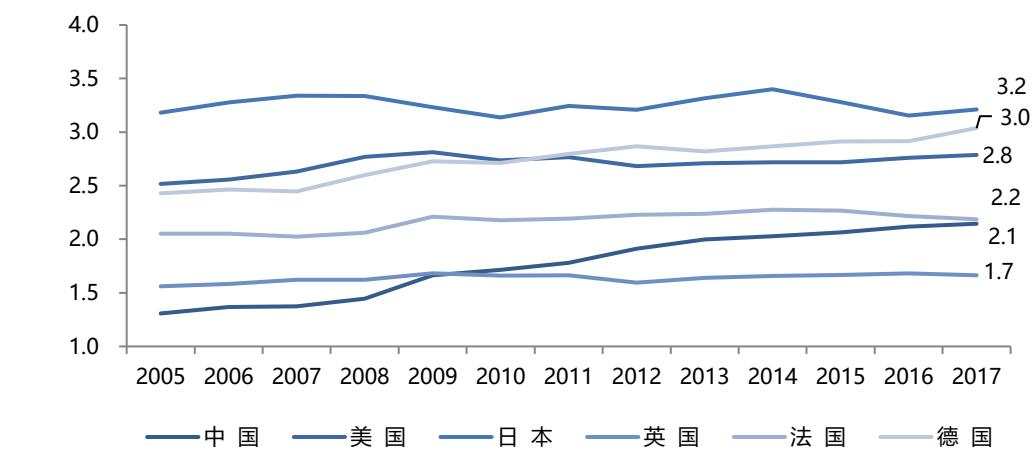


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

产业转型升级对科研提出更高要求，科研投入也将持续增长。近年来国家政策强调制造业产业升级转型，加大高科技产业投入，强调关键技术自主研发，先后发布了《国家创新驱动发展战略纲要》、《关于全面加强基础科学的研究的若干意见》、《国家经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》等文件，强调科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑，必须持续加大科研投入。

科研支出占 GDP 比例有望从 2.4% 提升至 3% 左右。《国家创新驱动发展战略纲要》提出目标在 2020 年进入创新型国家，研究与试验发展(R&D)经费支出占 GDP 比重达 2.5%，到 2030 年达到 2.8%。从实施情况来看，2020 年我国研发支出 24426 亿，占 GDP 的比重为 2.4%，预计十四五期间科研投入比例会继续稳步提高，未来有望达到发达国家水平，即科研投入占 GDP 的比重达到 3%。

图 6：各国研究与试验发展(R&D)经费占 GDP 的比重 (%)

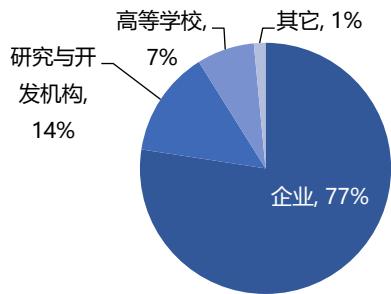


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

全国科研支出超过 2 万亿，企业是科研支出主力。从科研经费支出结构来看，我国科研投入主体为企业。参考 2019 年科技统计年鉴数据，企业研发支出总量超过 1.5 万亿元，占整体费用支出的 77%，研究与开发机构总支出为 2691 亿元，占比 14%，高等学校支出为 1458 亿元，占比约 7%。2011-2018 年期间，企业研发经费支出由 5994 亿元增长到 12955 亿元。

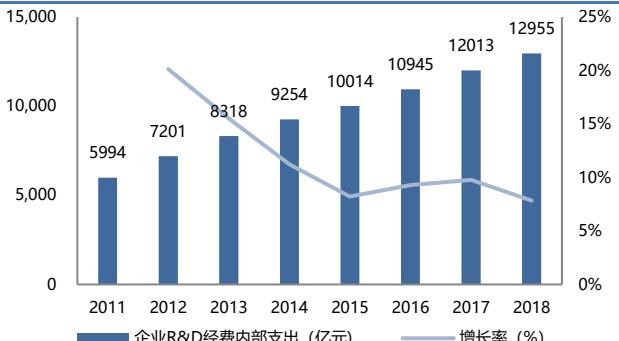


图 7: 2018 年中国 R&D 经费支出分组



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 8: 全国工业 R&D 经费支出与增长率



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

全国科研服务行业市场规模 1500 亿元，随科研经费保持 15-20% 增速。2020 年全国研发投入为 24426 亿元，科研院校的科研投入为 5618 亿元，占比 23%。《国内实验试剂供应链现状、问题与对策》指出科研试验试剂耗材约占整体研发支出的 20-25%。据此估计全国科研试剂耗材总费用约 1124-1405 亿元。考虑到企业研发投入中也需要配套的科研服务支持，保守估计市场规模在 1500 亿以上。考虑到我国产业升级过程中需要突破的问题难度提升，对相关科研服务产品的需求力度更大，我们估计科研服务行业的增速超过我国科研支出增速，预计未来有望保持 15-20% 的复合增速。

1.2. 进口替代，驱动国内科研服务行业高速增长

我国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。近年来，药监局和医保局不断推出政策鼓励创新药物研发，一致性评价、带量采购等倒逼企业进行新药研发，加上科创板、港股等融资渠道的推出，企业和科研机构研发热情高涨，国内生物制药行业蓬勃发展，上游的科研服务企业也迎来了前所未有的发展契机。

三大全球巨头收入之和超 320 亿美元，科研服务市场空间广阔。国际巨头默克、赛默飞世尔、丹纳赫在科研服务广泛布局，在品种数量、丰富度、客户覆盖数量上具有先发优势，建立了良好的品牌力。2020 年，三家企业的生命科学业务收入分别达到了 103 亿、122 亿美元、106 亿美元，增速分别为 9%、77%、52%。三大巨头的生命科学业务收入合计达到 328 亿美元，全球科研服务市场具有广阔的市场空间。

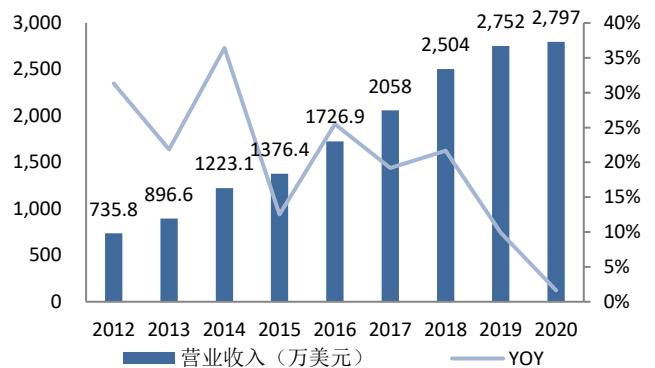
表 1: 科研服务巨头 2020 年生命科学业务收入和净利润

生命科学业务 (百万美元)						
	成立时间	市值 (亿美元)	收入	收入 YOY	营业利润	营业利润率
默克	1668 年	320	10273	9%	3288	32.0%
赛默飞世尔	1902 年	2127	12168	77%	6108	50.2%
丹纳赫	1984 年	2205	10576	52%	2054	19.4%

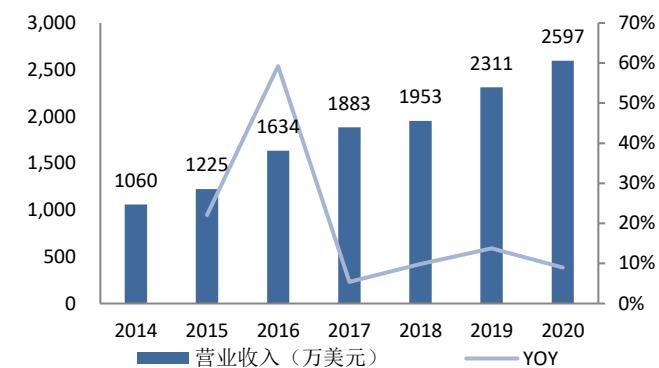
资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：1. 市值截至 20210810；2. 默克未披露分部利润，以 EBITDA 代替利润。

全球巨头的中国区收入增速有所下滑。赛默飞世尔的中国区业务收入增速在 2019-2020 年持续下滑，默克生命科学部门亚太区收入增速从 2017 年开始就明显下滑。一方面是因为全球巨头收入体量大增速放缓，另一方面也与国产品牌逐步替代进口品牌有关。国产的部分试剂逐步具备了和进口一致甚至超越进口的品质，在政策鼓励、技术发展、销售模式创新、成本和效率优势下，国产科研服务企业迎来了新的发展机遇。

图 9：赛默飞世尔中国区收入及增速


资料来源：赛默飞世尔年报，信达证券研发中心

图 10：德国默克生命科学部门亚太地区收入及增速


资料来源：德国默克年报，信达证券研发中心

国产科研服务上市公司业绩持续高速增长。科研服务具有广阔的市场空间，且保持15-20%的复合增速，国内企业在技术质量、产品数量、服务配送方面的能力持续提升，逐步实现进口替代。国内科研服务上市公司享受了行业高成长的红利，2017-2020年期间10家上市或即将上市公司的收入增速平均值均超过40%，业绩持续高增长。

表 2：主要科研服务上市公司收入持续高增长

代码	公司	主营业务板块	营业收入（百万元）				收入 YOY			
			2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
688179.SH	阿拉丁	科研试剂、科研服务	126	166	210	234	20%	31%	26%	12%
688133.SH	泰坦科技	科研试剂、代理销售、科研服务	664	926	1144	1384	63%	39%	24%	21%
301047.SZ	义翘神州	重组蛋白等生命科学服务	101	139	181	254		37%	30%	41%
A20554.SZ	百普赛斯	重组蛋白等生命科学服务	47	70	103	167		48%	48%	62%
A20694.SH	诺唯赞	基因、蛋白等生命科学服务	112	171	268	375		52%	57%	40%
A20704.SZ	菲鹏生物	重组蛋白等生命科学服务	221	221	289	368	44%	0%	31%	27%
A20669.SH	南模生物	模式动物科研服务	76	121	155	196	26%	59%	27%	27%
A21278.SH	集萃药康	模式动物科研服务		53	193	262			262%	36%
688131.SH	皓元医药	工具化合物等科研服务	174	300	409	635	49%	73%	36%	55%
688315.SH	诺禾致源	基因测序等科研服务	739	1054	1535	1490	61%	42%	46%	-3%
增速平均值							44%	42%	59%	32%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：义翘神州、百普赛斯、诺唯赞、菲鹏生物的2020年收入已剔除新冠业务。如不考虑2020年受疫情影响大增增速明显下滑的阿拉丁、泰坦科技、诺禾致源，其他7家公司2020年收入增速平均值为41%。

2. 泰坦科技：打造科研服务一体化平台

泰坦科技成立于 2007 年，公司从“中国化学品搜索网”起家，立足科学服务行业，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，先后创立了自主试剂品牌 Adamas 和 General-Reagent，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，公司通过建设科学一站式服务平台“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 11：公司发展历程



资料来源：泰坦科技招股书，信达证券研发中心

公司管理层持股集中，控股股东及实际控制人谢应波、张庆、张华、许峰源、王靖宇及张维燕，上述股东为一致行动人。截至 2021 年半年报，谢应波持股比例为 10.85% 并担任公司董事长，张庆、张华、许峰源、王靖宇均持股 5.03%。根据 2009 年 12 月和 2017 年 12 月签署的《一致行动协议》，协议约定在发生意见分歧或纠纷时以谢应波先生的意见为准，各方应配合谢应波先生并按照谢应波先生的意见进行投票。公司前十大股东总计持股比例约为 51.14%，其中机构股东共持股 20.2%。

图 12：公司前十大股东股权结构

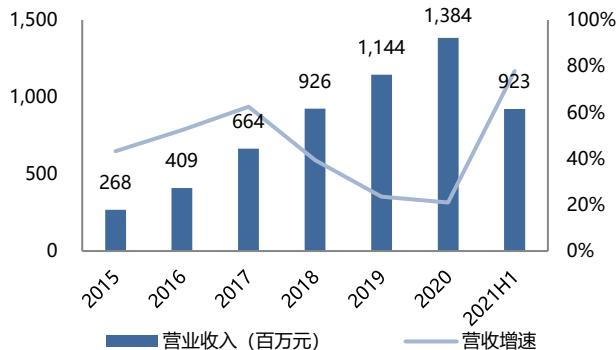


资料来源：泰坦科技 2021 年半年报，信达证券研发中心

公司近年营业收入与利润高速增长。2014-2020 年，公司营业收入从 1.87 亿元增至 13.84 亿元，年均复合增速达到 40%；归母净利润从 694 万元增至 1.03 亿元，年均复合增速达 57%。受新冠疫情影响，2020 年公司实现营业收入 13.84 亿元，同比增速 21%，随着国内

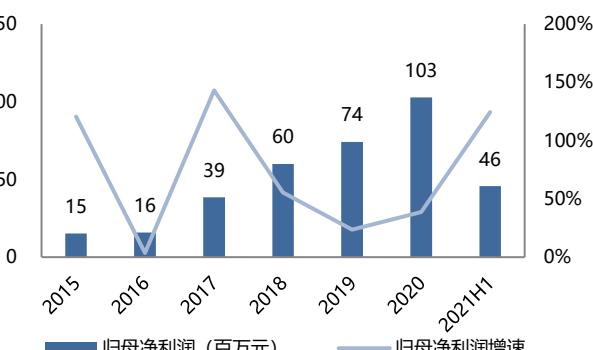
疫情的逐渐稳定，公司业绩重回高增长，2021H1 收入同比+78%，归母净利润同比+124%。

图 13：泰坦科技收入（百万元）及增速变化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：泰坦科技归母净利润（百万元）及增速变化

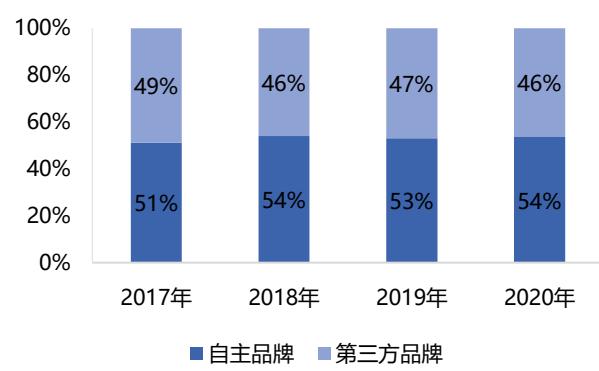


资料来源：Wind，信达证券研发中心

打造自主品牌，且销售占比不断提升，拉动整体业务毛利率提升：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，建立了 Adamas、Greagent、Tichem 等六个自主品牌。2017-2020 年公司自主品牌营业收入占公司当年总收入的比例分别为 51%、54%、53%、54%，自主收入在总收入中的贡献均过半。

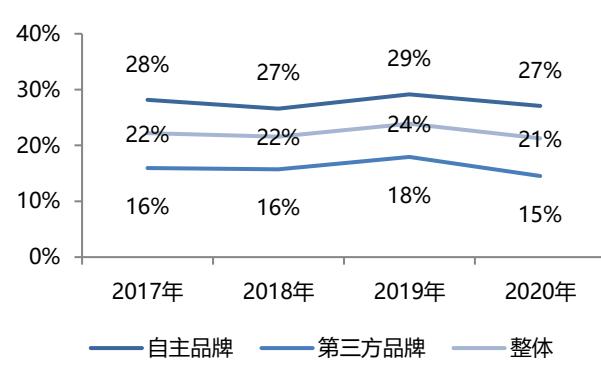
公司毛利率稳中有升，2019 年为 23.89%，2020 年由于运输费用由销售费用调整计入成本，故毛利率有所降低，若将 2020 年成本中的 3,612.25 万元运输费用从毛利中剔除，同 2019 口径的毛利率为 23.88%，同比保持稳定。随着后续自主品牌业务的扩大，公司整体毛利率有望进一步提升。

图 15：泰坦科技自主品牌和第三方品牌收入占比变化



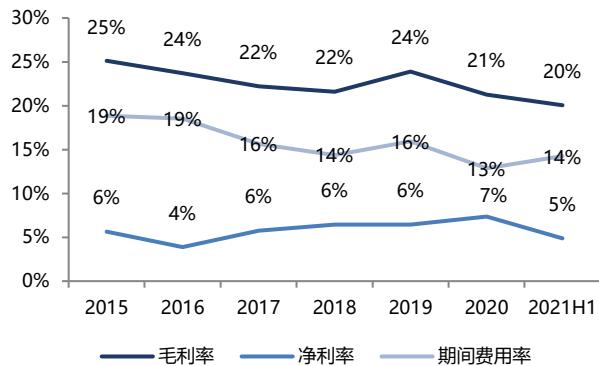
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：泰坦科技自主、第三方品牌和整体毛利率

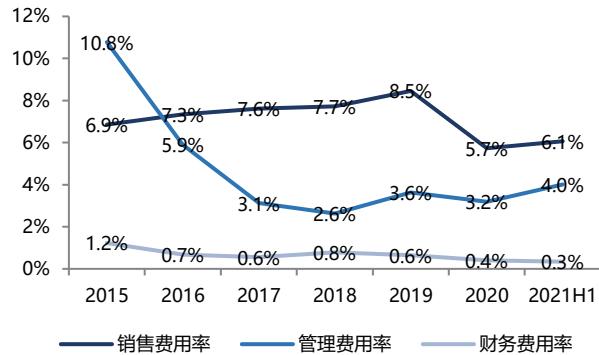


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司净利率不断提升，由 2016 年的 4% 提升至 2020 年的 7%，2021H1 净利率为 4.9%（去年同期为 3.9%）。销售费用率保持相对稳定，管理和财务费用率不断优化：公司 2020 年销售费用 7936 万元，同比减少 17.96%，主要因为 2020 年运输费用从原销售费用中调整至成本，若将运输费用 3,612.25 万元加回销售费用，销售费用率为 8.34%，保持相对稳定。公司管理费用率逐年优化，2021H1 为 3.64%，财务费用率保持较低水平，2021H1 为 0.3%。

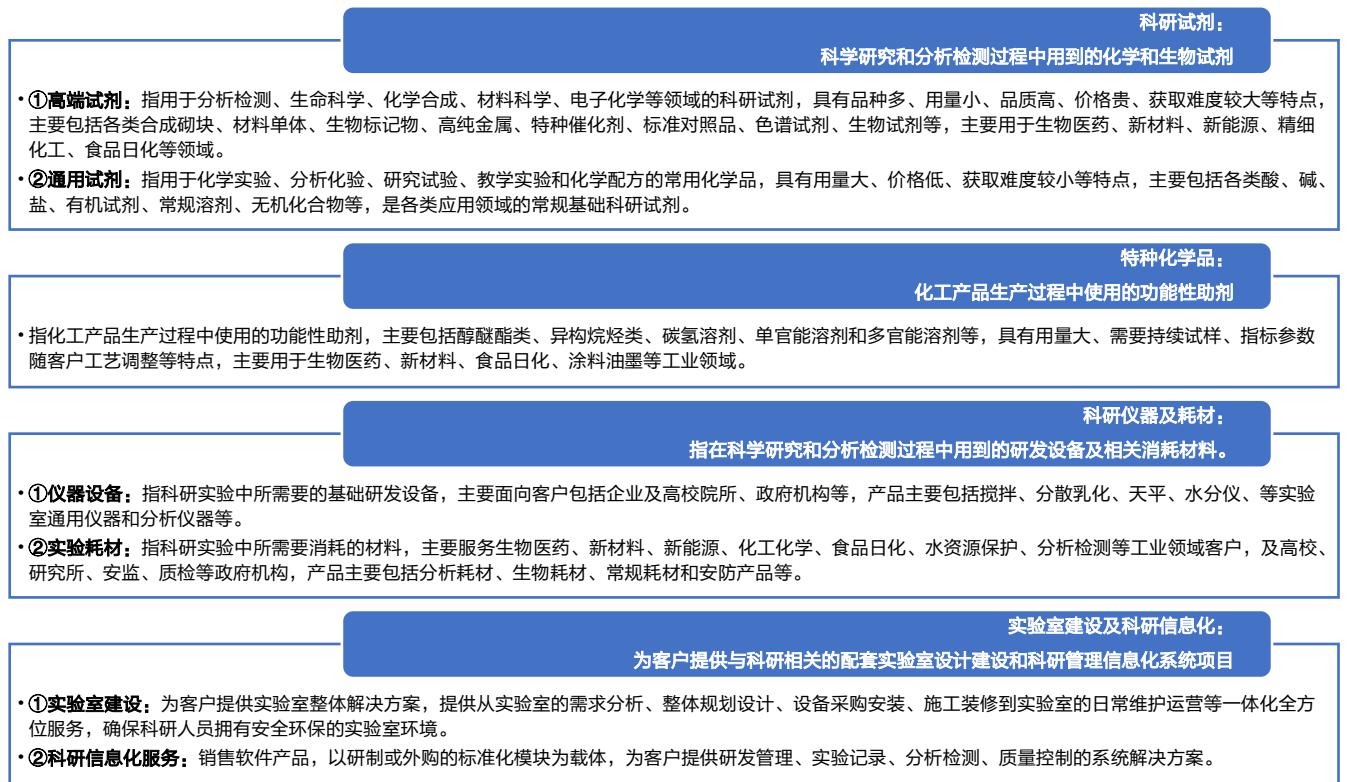
图 17：公司毛利率、净利率和期间费用率变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18：公司三大费率不断优化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要产品按类型可划分为四类。

图 19：公司主要产品分类


资料来源: 泰坦科技招股书, 信达证券研发中心

3. 构建一体化平台，仓储和服务优势显著

科研试剂和实验耗材是科研活动经常性消耗品，购买频率高，呈现出多批次、小批量的特点，下游客户分散，主要使用者为具有研发需求的各领域企业、高等院校、科研院所的科研人员，专业知识丰富，属于理性购买群体，对产品的技术条件、规格、用途等要求严格，重复订货率高。各科研服务企业在产品数量上下功夫，泰坦作为自主品牌+第三方代理的一体化平台，2020年底SKU超85万，在国内处于前列，但与全球龙头企业相比还存在明显差距。

表 3：国内外科研服务企业龙头差距

公司	市值 (亿元)	主营业务	2020年科研服务业务		
			收入 (百万元)	利润 (百万元)	利润率 (百万元)
赛默飞世尔 (Thermo Fisher)	15204	仪器、试剂、耗材、信息化、服务	205672	57056	27.7%
丹纳赫 (Danaher)	15984	仪器、试剂、耗材	73643	14302	19.4%
默克 (Merck KGaA)	2550	仪器、试剂、耗材、服务	71533	22892	32.0%
泰坦科技	216	自主品牌销售+第三方代理	1384	113	8.1%
优宁维	未上市	第三方代理销售平台	849	96	11.3%
阿拉丁	112	自主品牌销售	234	86	36.9%

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

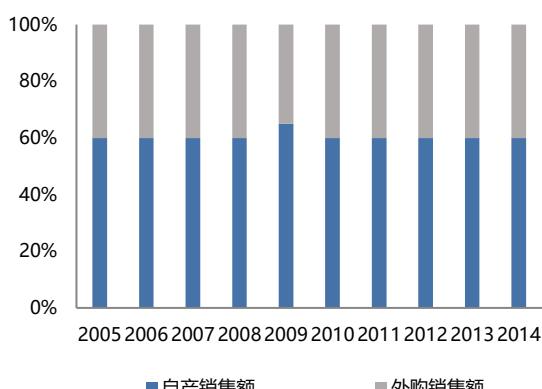
注：单位统一换算为人民币，赛默飞世尔科研服务业务包括生命科学解决方案、分析仪器、实验室产品和服务，丹纳赫为生命科学业务，市值日期 2021/8/22

3.1. 建立“探索平台”，打造一站式采购平台

为建立一体化平台，国外龙头纷纷通过自研/并购+第三方代理扩充产品线：Sigma-Aldrich 的生物化学产品整体 SKU 数量从 2005 年的 10 万件增长到 2014 年的 25 万件，贴牌产品数量占比逐年增加，公司自产和外购产品销售额均保持逐年提升，销售额比例也保持在 6:4 左右，公司主要收入来自自主研发、技术质量更高的自主产品，但借助贴牌产品，能够更快速地扩充产品品类，从而为客户提供更全面的一站式服务。

图 20：Sigma-Aldrich 自主和贴牌产品 SKU (万)

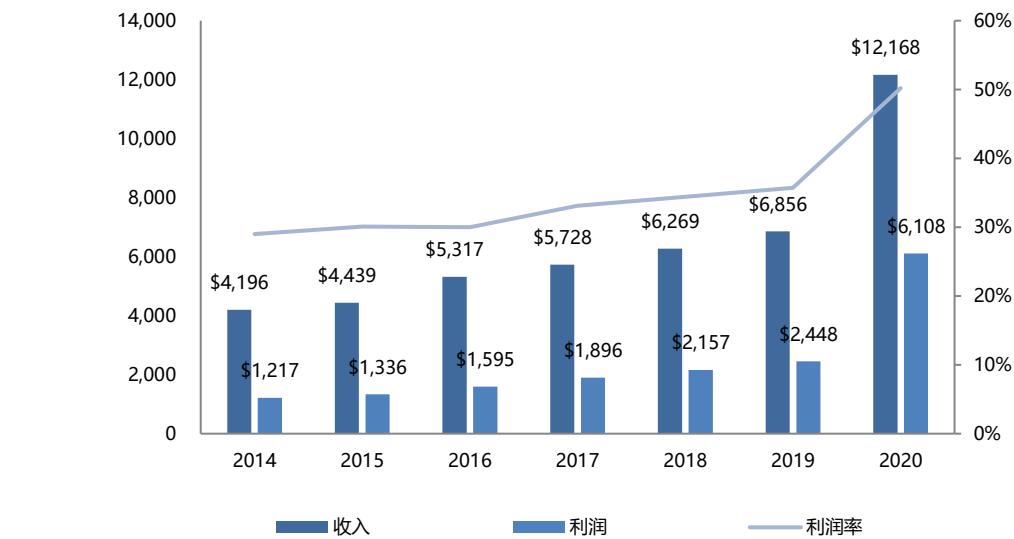

资料来源：Sigma-Aldrich 年报，信达证券研发中心

图 21：Sigma-Aldrich 自主和贴牌产品销售额比例


资料来源：Sigma-Aldrich 年报，信达证券研发中心

Thermo Fisher 通过收购 Life Technologies 扩充产品线，收入业绩双增长：公司的生物科学业务在 2014 年前主要包括抗体、蛋白、核酸 (DNA&RNA)、化学品以及细胞培养基、血清、疫苗等生物制品和其他耗材，针对的市场较为分散，不成体系。2014 年 Thermo 收购了 Life Technologies，组建生命科学解决方案部门，将产品扩充至筛选与转化研究、分子药物、干细胞治疗、食品安全和动物保健以及法医鉴定等，形成了完整的生命科学产品线。成立生命科学部门后，收入业绩双增长，2020 年该部门收入 122 亿美元，同比增长 50%，利润 61 亿元，同比+150%，利润率提升至 50%。

图 22: Thermo Fisher 生物科学业务收入业绩双增, 利润率不断提升



资料来源: Thermo Fisher 公司公告, 信达证券研发中心

泰坦科技自主品牌+第三方品牌构建完整产品矩阵: 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, 在建立 Adamas、Greagent、Tichem 等自主品牌的同时, 对外销售赛默飞、陶氏化学、3M 等国际知名厂商产品。由于公司客户实验繁杂、产品种类需求较多, 无法独立提供所有种类的产品, 公司采取自主品牌与第三方品牌相结合的模式, 为客户提供完整的产品矩阵。

图 23: 泰坦科技主要产品及服务

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	Adamas-beta®	ThermoFisher SCIENTIFIC ACROS ORGANICS
	通用试剂	GENERAL-REAGENT®	SIGMA-ALDRICH TCI
特种化学品	特种化学品	TICHEM®	Dow IDEMITSU
	仪器设备	Titan SCIENTIFIC LAB	WITTE TECH IKA® 3M
科研仪器及耗材	仪器耗材		Agilent Technologies CORNING
	实验室设计建设	Titan SCIENTIFIC LAB	PerkinElmer CDP IEN
实验室设计建设及科研信息化服务		SRM	

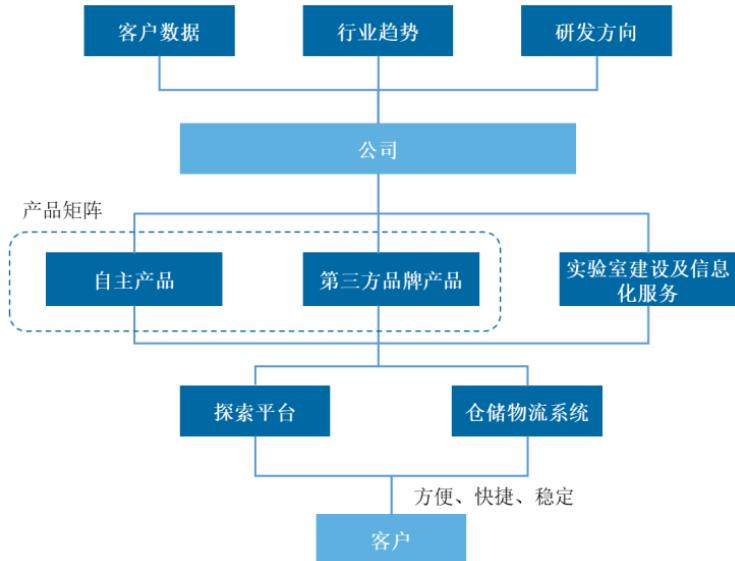
资料来源: 泰坦科技招股书, 信达证券研发中心

2011 年起, 泰坦科技通过对国际发达国家行业巨头经营模式的深入学习和研究, 在强化自主品牌建设同时, 公司意识到需要通过“科学服务+互联网”的模式, 以提升行业运行效率, 为客户提供方便、快捷、稳定的科学服务。公司通过引进和自建信息技术团队, 开发完成“探索平台”, 并通过数据分析、科研学习, 打造仓储物流系统等形式打造科学服务应用平台。随着公司品类不断扩充, 和客户保持持续深度的沟通, 获得客户数据, 跟踪开发一线需求的产品, 对于了解行业趋势和指导公司研发方向有着重要作用。

2021 年初公司已启动“探索平台”2.0 版升级计划, 通过升级改造更好衔接供应链前端和

客户后端数据。伴随全国布局完成，公司将更好打通产品流、信息流、资金流和仓储物流，提升终端直接客户体验，提高行业运行效率，降低行业运营成本。

图 24：公司服务流程



资料来源：泰坦科技招股书，信达证券研发中心

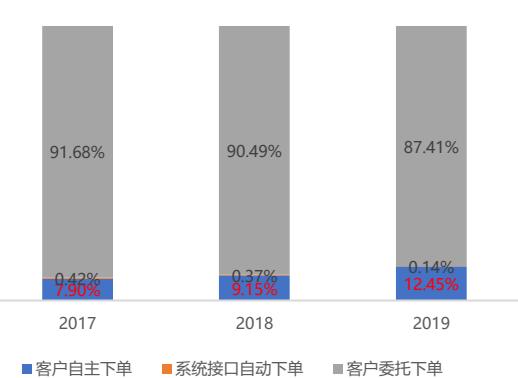
公司“探索平台”访问量 2014 年到 2018 年年均增长率为 62%，高于公司业务的整体增长率，用户使用“探索平台”下单的比例也从 2017 年的 7.46% 增长至 2019 年的 11.69%，“探索平台”的下单数量从 2017 年约 59 万单增长至 2019 年约 99 万单，客户对探索平台的认同度逐年提升，自主下单的占比呈上升趋势。

图 25：探索平台及 ERP 系统订单金额及收入占比



资料来源：泰坦科技招股书，信达证券研发中心

图 26：客户自主下单占比提升



资料来源：泰坦科技招股书，信达证券研发中心

3.2. 建设仓储物流基础，提升服务效率

科研试剂及实验耗材种类繁多，具有多品种、小批量等特点，制造过程涉及计划、采购、生产、检测、仓储及包装物流等流程，需多个部门的协调、配合，要求企业具备精细化管理及数字化管理能力，建立并完善高效的生产、质量、安全及应急管理体系。管理水平和运营效率是科研试剂生产企业的重要进入门槛和发展瓶颈之一。

公司重视仓储物流建设，2021年底将完成五大区域中心仓建设。公司在上海设有总仓，南京设有分仓库，自有物流团队可直接覆盖整个华东地区，2020年华东地区收入占比约76.89%。随着业务体量的不断增大，华北、华南、西南等地区的业务需求量大幅增长，

公司的仓储物流网络布局开始从上海向全国范围内拓展。

根据上市募投计划，公司正在有序布局全国基础设施，加快扩建危化品、恒温除湿、低温冷链、洁净无尘、无水无氧等特殊专用仓。截至 2021 年 5 月，西南、华南、华北区域仓，南京、杭州、福州、青岛、西安、南昌、合肥、昆明等城市仓已投入运营。2021 年底，公司将完成华东、华南、华北、华中、西南五大区域中心仓建设，建成 23 座城市前置服务仓，届时全部实现次日达自送上门服务，并率先提供全程恒温冷链配送。

图 27：泰坦科技全国仓储布局



资料来源：泰坦科技微信公众号，信达证券研发中心

公司实施“111”计划，逐步让一个主要城市的每一个核心产业园区或每一所重要高校院所，都有一个自建的技术集成服务功能型平台。同时，公司会根据客户分布情况和市场推进速度，将逐步落实新建西南、华南、华北、华中一级服务中心。未来 2-3 年，全国主要城市将建成以技术集成服务为核心的销售服务网点，以及先进的智能化、专业化的仓储物流体系。

4. 注重研发，自研与第三方代理齐头并进

公司高管均出自材料化学/化学等专业，具备化学专业素养：公司是典型的学生创业公司，由谢应波博士带领 5 名大学同学共同创立。谢应波博士作为公司产品开发和技术研究的带头人，负责公司的研发战略规划，带领大家突破关键核心技术，并通过建立长期有效的激励分享机制，确保核心人员稳定，保障公司持续创新能力。张庆作为公司研发项目

的负责人，根据公司的研发战略，负责具体的项目组织，带领团队完成公司的研发项目，为公司积累了大量的核心技术，入选徐汇区科技拔尖人才培养计划。许峰源、王靖宇、张华等高管均出自科研制造相关专业。

表 4：公司研发高管介绍

核心高管	职位	经历
谢应波	董事长	公司产品开发和技术研究的带头人。2009 年博士毕业于华东理工大学材料化学工程专业。2007 年 10 月至 2010 年 10 月就职于泰坦有限，担任技术总监；2010 年 10 月至 2013 年 4 月，就职于泰坦有限，担任董事长；2013 年 4 月至今，就职于泰坦科技，担任董事长。
张庆	董事、总经理	公司研发项目的负责人。2007 年硕士毕业于华东理工大学材料科学专业。2007 年 3 月至 2007 年 10 月就职于上海电缆研究所，担任研究员；2007 年 10 月至 2010 年 10 月，就职于泰坦有限，担任执行董事、总经理；2010 年 10 月至 2013 年 4 月，就职于泰坦有限，任董事、总经理；2013 年 4 月至今，就职于泰坦科技，任董事、总经理。

资料来源：泰坦科技招股书，信达证券研发中心

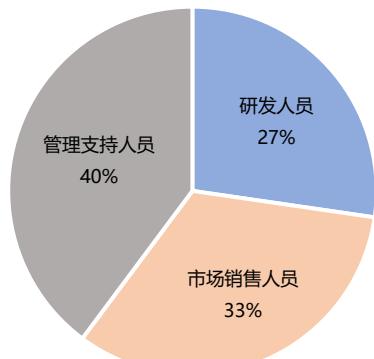
公司注重研发，研发费用不断提升，2020 年研发费用 4905 万元，占自主品牌收入比例为 6.6%。截至 2020 年底，公司及下属子公司共有研发技术人员 190 名，占员工总数的 27.3%，本科及以上学历人数占比约 50%，充足的研发人员和高等学历人才储备是公司深入研发的基础。

图 28：公司研发费用及自主品牌收入占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

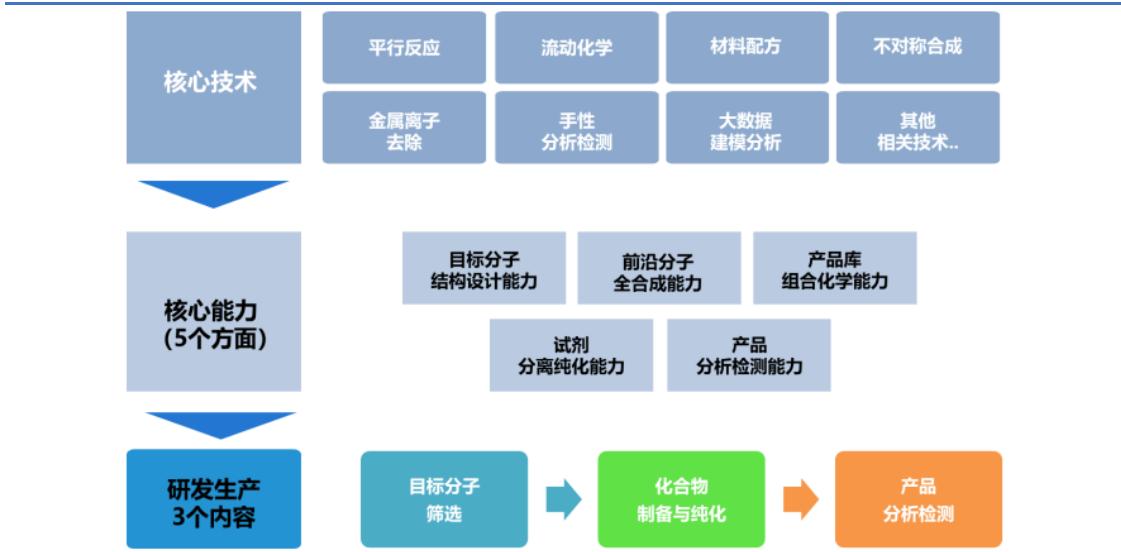
图 29：公司 2020 年研发人员占比达 27%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司在产品和平台方面形成了多项核心技术，截止 2020 年 12 月 31 日，公司累计获得专利及软件著作权 86 项，其中发明专利 31 项。针对国内外行业发展趋势及产品技术革新方向，公司科研试剂产品形成了 5 个方面的技术研发能力。

图 30：公司科研试剂技术研发能力



通过核心技术的应用，公司部分产品逐步开始在质量、技术水平等方面达到乃至优于进口品种。例如，通过分离纯化技术的应用，Adamas 中形成了一批在产品纯度、杂质控制等技术规格方面优于国外试剂品牌的产品。

表 5：泰坦科技部分自研科研试剂技术指标领先甚至超过同行

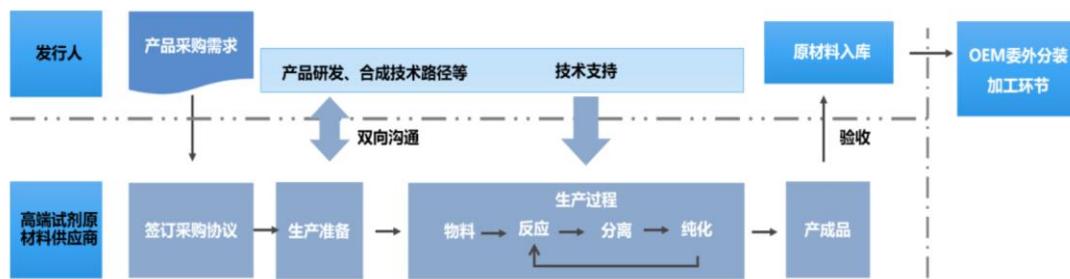
中文名	技术水平	泰坦科技 Adamas 纯度	国外厂商产 品纯度	中文名	技术水平	泰坦科技 Adamas 纯度	国外厂商产品纯度
3-叔丁基己二酸	国际先进	98%+	Aldrich 95%	1-氯甲酰基-2-咪唑烷酮	国际先进	98%+	Sigma 96%
肉桂异丁酸酯	国际先进	98%+	Aldrich 97%	3-氨基-5-苯基噻吩-2-羧酸甲酯	国际先进	98%+	Alfa 97%； Maybridge 97%
3-(2,4-二氟苯基)丙酸	国际先进	98%+	Aldrich 97%	2-(4-(三氟甲基)苯基硫代)乙酸	国际先进	98%+	Alfa 97%
2-氟-4-碘苯腈	进口替代	98%+	Alfa 98%	4'-氯-2',6'-二氟苯乙酮	国际先进	98%+	Alfa 97%
4-氟-3-甲氧基苯醇	国际先进	97%+	Alfa 95%	5-氟-2-甲氧基肉桂酸	国际先进	98%+	Alfa 97%
2-甲基丙硫酰胺	国际先进	97%+	Alfa 95%	4-氟-3-甲基苯乙酸	国际先进	98%+	Alfa 97%
三氟（吡咯烷-1-鎓-1-基甲基）硼酸盐	进口替代	95%+	Alfa 95%	2,4-二氯-5-氟苯乙酸	国际先进	98%+	Alfa 97%
4-氟-3-(三氟甲基)苯甲醚	国际先进	98%+	Alfa 97%	季戊四醇三烯丙基醚	国际先进	75%+	Sigma-Aldrich 70%
4-溴苯硼酸-N-甲基二乙醇胺酯	国际先进	98%+	Alfa 98%	2-甲基丁酸正丁酯	国际先进	98%+	Sigma-aldrich 97%
3-氯-2-氟-5-(三氟甲基)苯甲酸	国际先进	98%+	Alfa 97%	芬戈莫德	国际先进	99%	Sigma-aldrich 98%
4-氯苯基脲	国际先进	98%+	Alfa 98%	正（叔丁氯基羰基）邻苯二甲酰亚胺	国际先进	98%+	TCI 95%； Sigma-aldrich 97%
4-氯苄基氯苯	国际先进	98%+	TCI 96%	氟乙酸异丁酯	国际先进	98%+	Key organics 95%

资料来源：泰坦科技招股书，信达证券研发中心

公司自研产品均通过 OEM 模式生产，核心技术体现在工艺配方、生产流程、技术参数指标和质量控制方案的研发与制定：公司根据下游行业前沿研究方向、市场竞争情况及历史客户采购数据的分析，进行系列化产品设计，明确产品系列中自主品牌和第三方品牌的产品构成。针对产品系列中的自主品牌，公司对该类型产品的合成路径、合成方案、生产工艺、产品参数等进行研究，并选择合适的 OEM 厂商进行生产。

公司主要高端试剂、特种化学品等类型的自主品牌产品主要采用委外加工分装模式，由公司负责提供原材料，并提供产品标准、技术指标、工艺流程、验收标准等，之后 OEM 厂商负责加工分装。

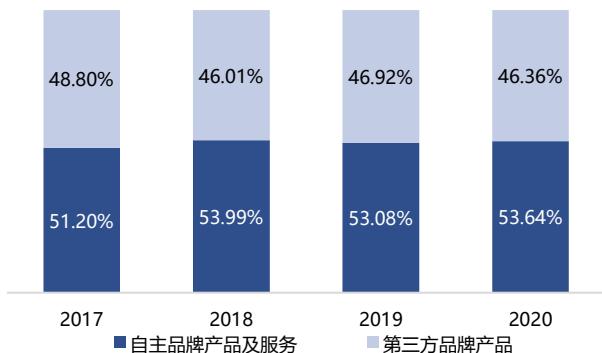
图 31：公司自研品种委外生产 OEM 模式



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

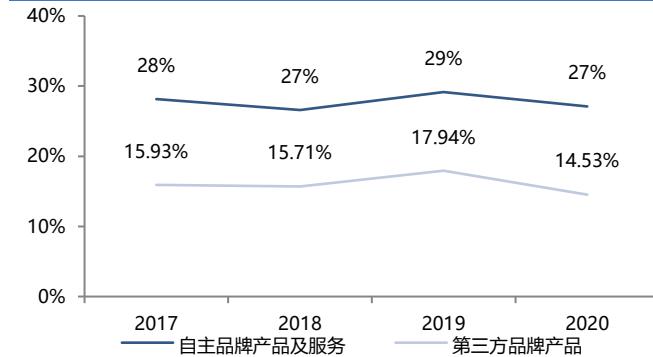
通过自主研发积累，目前公司 SKU 超过 85 万，是行业内 SKU 最为丰富的公司之一。公司自主品牌产品收入占比不断提升，由 2017 年的 51.2% 提升到 2020 年的 53.64%，公司不断加大研发投入，提升自主品牌的附加值和质量标准，整体毛利率有望随自主品牌收入占比提高进一步提升。

图 32：公司自主和第三方品牌收入占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 33：公司自主和第三方品牌毛利率变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 6：公司 2020 年业务按自主品牌和第三方品牌划分财务情况

	收入 (万元)	收入占比	毛利 (万元)	毛利率	毛利占比
自主品牌产品及服务	74,258	53.64%	20124	27.10%	68.34%
高端试剂	13,486	9.74%	7556	56.03%	25.66%
通用试剂	8,266	5.97%	3079	37.25%	10.46%
特种化学品	38,868	28.07%	4054	10.43%	13.77%
科研仪器耗材	6,421	4.64%	2126	33.11%	7.22%
实验室建设及科研信息化服务	7,217	5.21%	3309	45.85%	11.24%
第三方品牌产品	64,190	46.36%	9324	14.53%	31.66%
合计	138,448	100.00%	29448	21.27%	100.00%

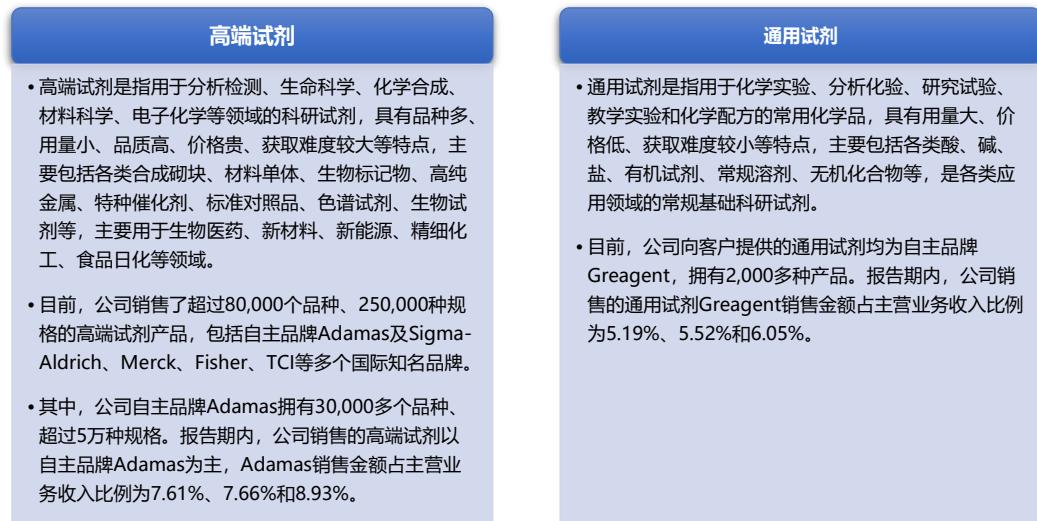
资料来源：泰坦科技公告，信达证券研发中心

4.1. 科研试剂

科研试剂主要指在科学的研究和分析检测过程中用到的化学和生物试剂。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，提供了超过数十万种不同试剂、形成较完善的科研试剂产品线。

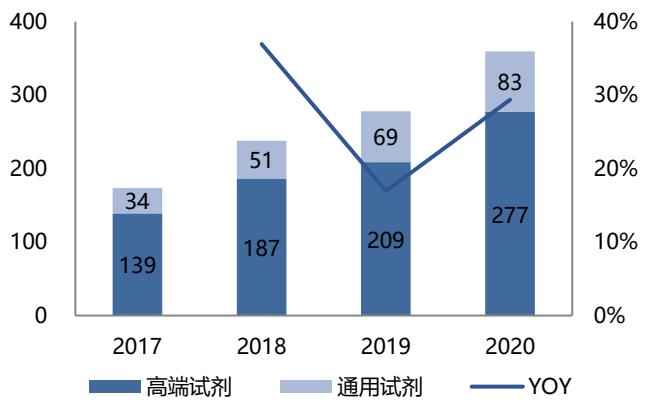
图 34：公司科研试剂包含高端及通用两种



资料来源：泰坦科技招股书，信达证券研发中心

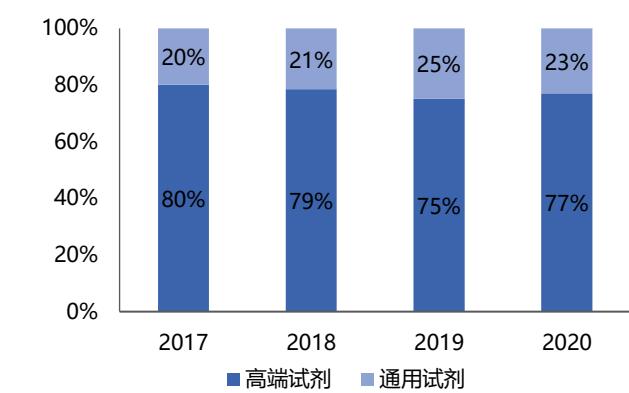
公司科研试剂业务收入逐年提升，2020 年收入 3.6 亿，增速约 30%。销售中以高端试剂为主，近年来销售占比在 75%以上。由于高端试剂中包含自主品牌和第三方品牌，通用试剂完全是自主品牌，二者毛利率差距不大。2019 年公司毛利率较高的自主品牌高端试剂收入占比上升，整体试剂毛利率上升。高端和通用试剂 2020 年毛利率分别为 37.82% 和 37.25%，将运输费用加回毛利中，算得二者 2020 年毛利率分别为 40.10% 和 40.92%，与 2019 年相比略微下滑，预计未来随着自主品牌收入占比的提升，科研试剂毛利率会进一步提升。

图 35：公司科研试剂业务收入（百万元）

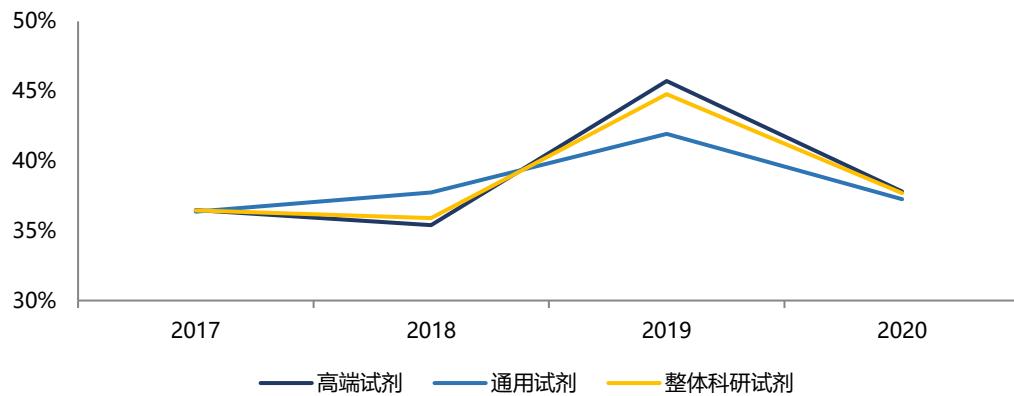


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 36：公司科研试剂中高端和通用占比



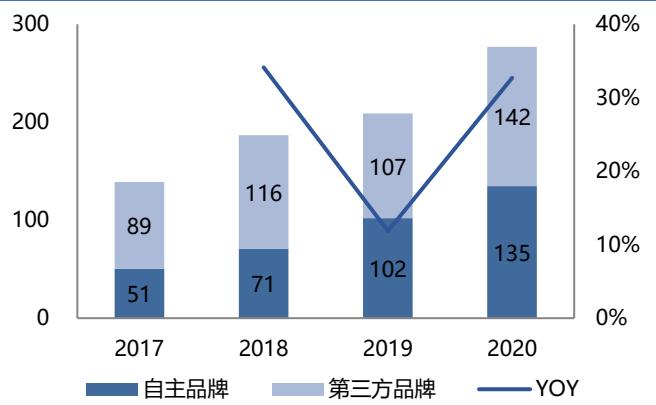
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37：科研试剂高端、通用和整体毛利率变化


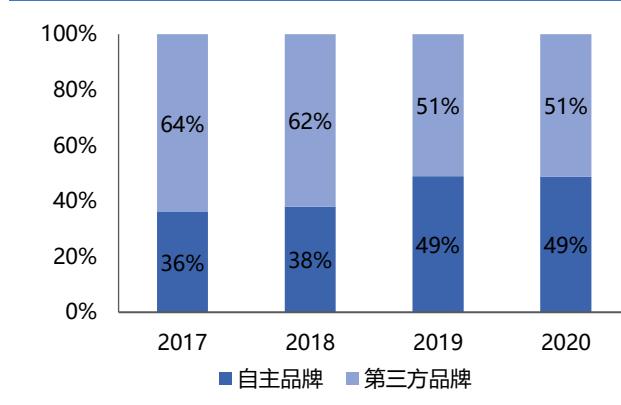
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

科研试剂中，高端试剂是公司的重要增长点，尤其是自主研发产品。公司高端试剂收入由2017年的1.4亿元提升到2020年的2.8亿元，CAGR为19%，其中自主研发产品收入由2017年的5050万提升到2020年的1.4亿元，占比由26%提升至49%。

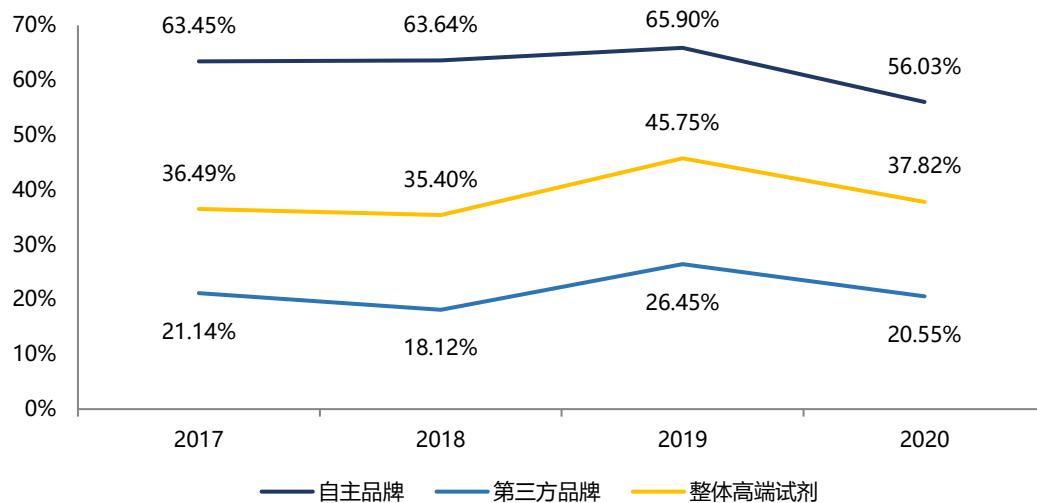
2021年7月6日，公司发布《2021年度向特定对象发行A股股票预案》，拟向不超过35名特定投资者发行不超过762万股（发行前总股本10%），募集资金10.5亿元用于生命科学总部园项目（7.7亿元）和补充流动资金（2.8亿元）。其中，生命科学总部园项目重点进行生物高端试剂、高端仪器的研发、生产、检测、储备以及进出口一体化业务的开展。随着公司不断加大研发投入，自主品牌产品服务的附加值以及市场认可度不断提升，科研试剂毛利率有望不断提升。

图 38：公司高端试剂业务收入（百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 39：公司高端试剂中自主品牌和第三方品牌占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

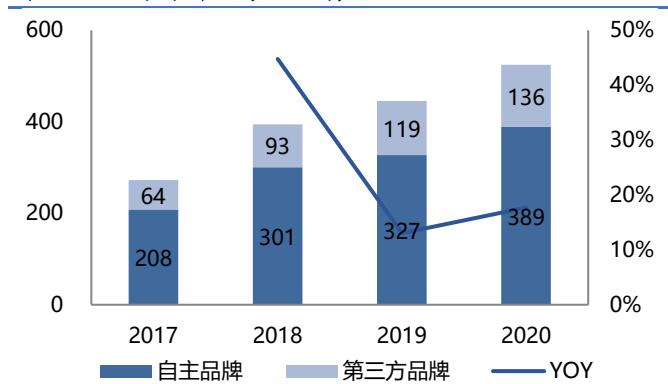
图 40：高端试剂中自主品牌、第三方品牌和整体高端试剂毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

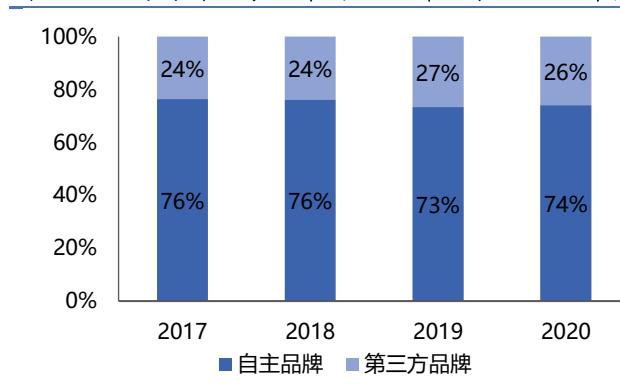
4.2. 特种化学品

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。

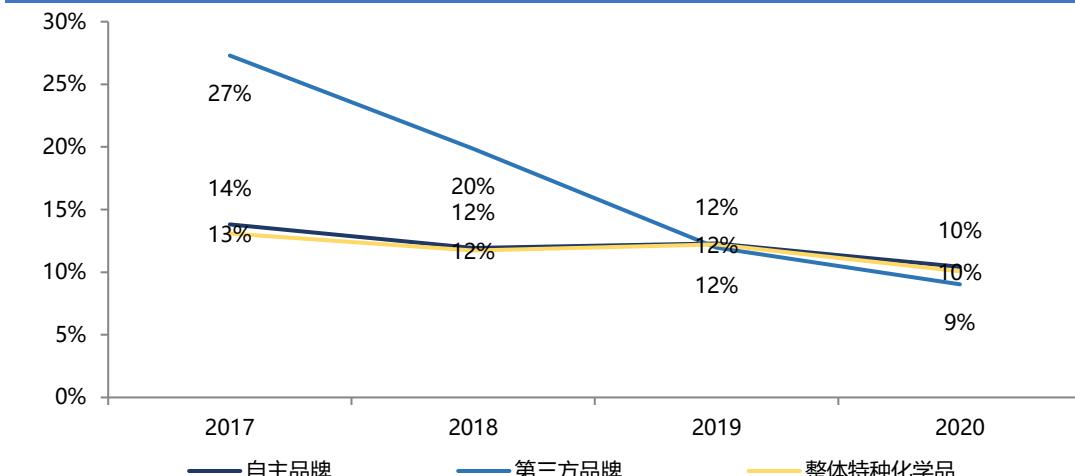
目前，公司销售了超过 2,000 种特种化学品产品，包括自有品牌 Tichem 及陶氏、巴斯夫、伊斯曼等多个国际知名品牌。其中，公司自主品牌 Tichem 拥有超过 1,500 种产品。公司销售的特种化学品以自主品牌为主，2017-2020 年自主品牌占比分别 76%、76%、73%、74%。与科研试剂相比，特种化学品的市场供应竞争较为激烈，因此毛利率相对较低，自主品牌与第三方品牌差距不大，预计未来特种化学品整体毛利率保持稳定。

图 41：公司特种化学品业务收入（百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 42：公司特种化学品中自主品牌和第三方品牌占比


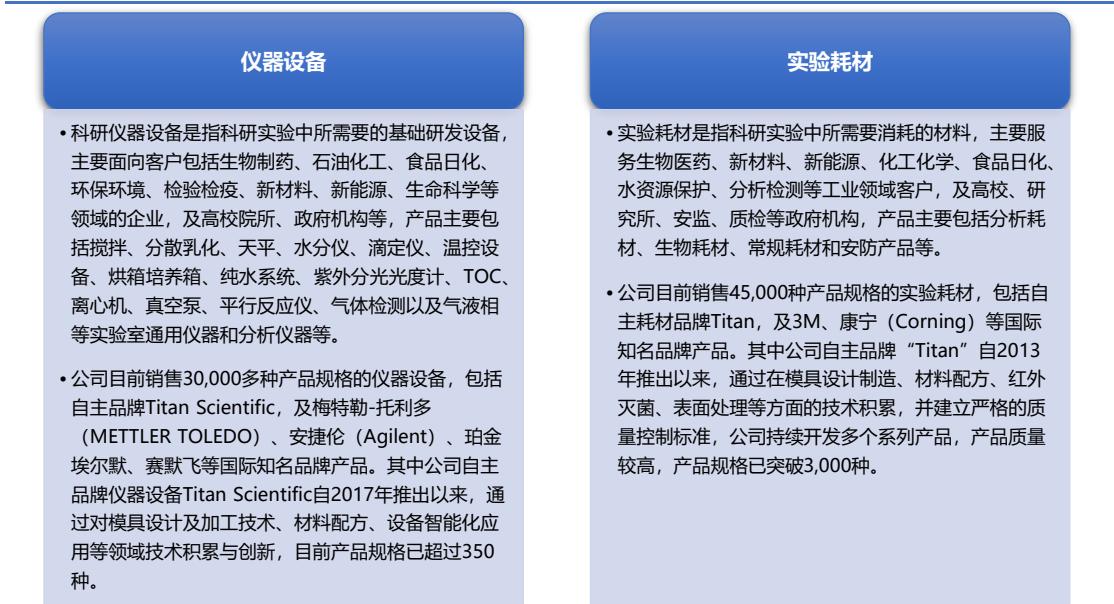
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 43：特种化学品中自主品牌、第三方品牌和整体特种化学品毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

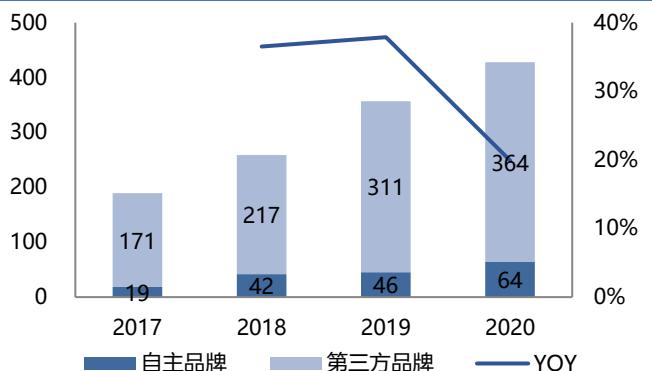
4.3. 科研仪器及耗材

科研仪器及耗材主要指在科学实验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，同时并外购了梅特勒-托利多（METTLER TOLEDO）、安捷伦（Agilent）、珀金埃尔默（Perkin Elmer）、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。

图 44：公司科研仪器及耗材分类


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

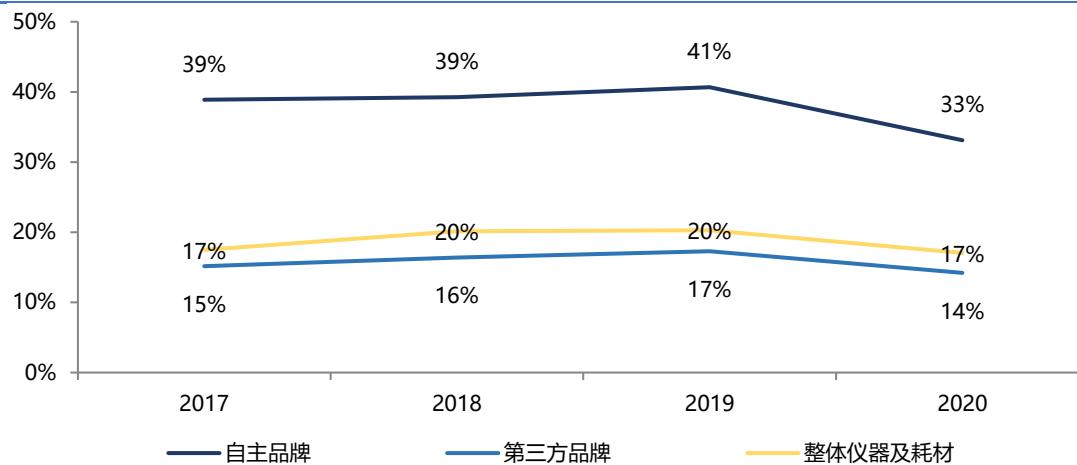
公司销售的科研仪器及耗材收入增长较快，以第三方品牌为主，2020 年整体收入 4.3 亿元，同比+20%，其中第三方品牌占比 85%，预计随着高毛利的自主品牌收入占比提升，科研试剂及耗材整体毛利率有望进一步提升。

图 45：公司科研仪器及耗材业务收入（百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 46：科研仪器及耗材自主品牌和第三方品牌占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 47：科研仪器及耗材中自主品牌、第三方品牌和整体科研仪器及耗材毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.4. 实验室建设及科研信息化

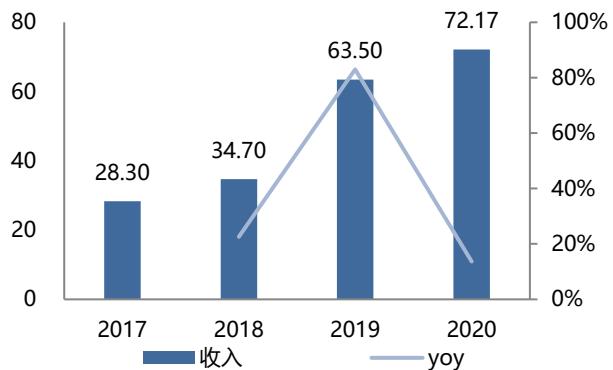
实验室建设及科研信息化服务主要是公司为客户提供与科研相关的配套实验室设计建设和科研管理信息化系统项目，具体包含实验室建设及科研信息化服务。经过多年专业研究和发展，公司已形成了针对实验室设计建设的整套成熟流程和设计方案，同时积累了设计建设经验和经典的成功案例，如复旦大学教学科研楼升级改造、上海化工研究院 20,000 平方米新研发中心等标志性项目建设。公司自主研发的科研服务软件“Titan SRM”已有效应用到国内多家生物医药领军企业。

图 48：公司实验室建设及科研信息化服务

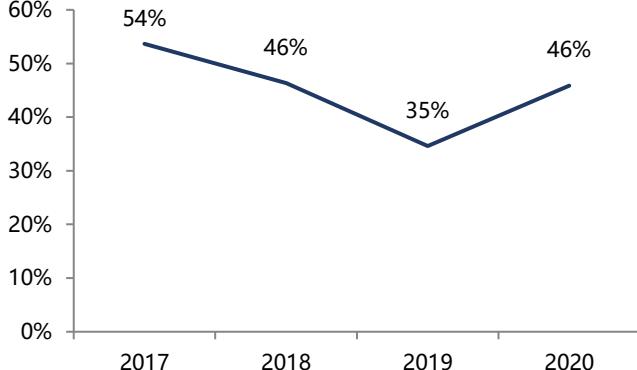
实验室建设	科研信息化服务
<ul style="list-style-type: none"> • 公司为客户提供实验室整体解决方案，提供从实验室的需求分析、整体规划设计、设备采购安装、施工装修到实验室的日常维护运营等一体化全方位服务，确保科研人员拥有安全环保的实验室环境。 • “Titan Scientific Lab” 是公司针对不同需求的实验室建设环节推出的品牌，包括：生物医药研发实验室、科研教学平台实验室、国内国际认证实验室、生物医药洁净实验室、新能源高标准实验室、环境检测实验室等。公司聚焦通风控制、高低温环境、耐腐蚀环境、超净环境，为各种不同实验室提供解决方案，全面提升实验室安全性、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。 	<ul style="list-style-type: none"> • 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，主要包括：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。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前公司实验室建设及科研信息化业务收入较小，2020 年收入 7217 万元，增速 14%，随着国家重视基础科研的建设，更多高校和企业可能重视实验室基础建设，预计公司该业务有望保持稳健增长。

图 49：实验室建设及科研信息化业务收入（百万元）


资料来源：泰坦科技招股书，信达证券研发中心

图 50：实验室建设及科研信息化业务毛利率变化


资料来源：泰坦科技招股书，信达证券研发中心

图 51：公司实验室管理解决方案



资料来源：泰坦科技招股书，信达证券研发中心

5. 盈利预测与投资建议

我们对公司科研试剂（分为高端和通用）、特种化学品、仪器及耗材、实验室建设及科研信息化服务，以及其中自主品牌和第三方品牌收入以及毛利率进行预测，预计 2021-2023 年公司营业收入将达到 19.7/27.1/36.9 亿元，分别同比+42%、38%、36%，毛利率分别为 21.50%、21.97%、22.47%。

具体拆分如下：

- 1) **高端试剂：**根据公司科创板募投资资金规划，高端试剂尤其是自主品牌生物试剂是公司的重点发展方向。考虑到科研领域的研发热情，预计公司高端试剂未来 3 年收入增速分别为 50%、44%、43%，随着规模化效应和产品结构的优化，毛利率有望不断提升。随着公司加大研发、提升仓储和配送能力，自研品牌和第三方均有望保持高速增长。
- 2) **通用试剂：**相比于高端试剂，通用试剂壁垒较低，规模效应显著。考虑到 2020 年疫情影响基数较低，预计未来 3 年公司通用试剂收入增速分别为 25%、23%、21%；随着公司通用试剂收入提升，毛利率获益于规模效应有所提升，预计未来三年毛利率分别为 37.3%、37.5% 及 37.6%。
- 3) **特种化学品：**与科研试剂相比，特种化学品的市场供应竞争较为激烈，在 2020 年疫情低基数下，预计公司特种化学品未来三年收入增速分别为 40.0%、31.5%、29.5%，自主和第三方品牌毛利率保持相对稳定，随着自主品牌提升，整体特种化学品毛利率未来三年保持 10.17%。
- 4) **仪器及耗材：**考虑到仪器及耗材研发需要一定的周期和积累，公司短期内仍以第三方品牌为主，新冠疫情对于公司产品进口替代有一定推动，考虑到自主品牌的低基数，预计自主品牌未来三年收入增速分别为 40%、35%、30%，公司加大仓储建设，预计第三方品牌增速为 40%、42%、43%，整体毛利率保持稳定。
- 5) **实验室管理及科研信息化：**公司该业务目前占比较小，预计未来三年收入增速同比

+60%、+50%、+40%，毛利率保持40%。

6) 费用率：随着公司进行仓储和物流建设，预计公司销售费用率、管理费用率保持稳定，研发费用率保持稳定提升。

表7：公司收入简要拆分及预测（百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	664	926	1,144	1,384	1,968	2,708	3,694
YOY	0.00%	39.36%	23.60%	21.01%	42.12%	37.65%	36.38%
毛利率	22.21%	21.59%	23.89%	21.27%	21.50%	21.97%	22.47%
1、高端试剂							
收入	139.17	186.67	208.80	277.04	415.19	597.91	855.17
yoy	0.00%	34.13%	11.86%	32.68%	49.87%	44.01%	43.03%
毛利率(%)	36.49%	35.40%	45.75%	37.82%	38.77%	39.25%	40.11%
2、通用试剂							
收入	34.43	51.06	69.21	82.66	103.32	127.09	153.78
yoy	0.00%	48.31%	35.54%	19.43%	25.00%	23.00%	21.00%
毛利率(%)	36.37%	37.75%	41.94%	37.25%	37.30%	37.45%	37.60%
3、特种化学品							
收入	272.42	394.40	445.83	524.73	734.62	965.89	1,250.71
yoy	0.00%	44.78%	13.04%	17.70%	40.00%	31.48%	29.49%
毛利率(%)	13.09%	11.74%	12.21%	10.07%	10.17%	10.17%	10.17%
4、仪器及耗材							
收入	189.49	258.74	356.76	427.79	598.90	844.15	1,191.35
yoy	0.00%	36.55%	37.88%	19.91%	40.00%	40.95%	41.13%
毛利率(%)	17.50%	20.12%	20.28%	17.05%	17.14%	17.21%	17.19%
5、实验室建设及科研信息化							
收入	28.30	34.70	63.50	72.17	115.48	173.22	242.51
yoy	0.00%	22.60%	83.00%	13.67%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利率(%)	53.66%	46.37%	34.61%	45.85%	40.00%	40.00%	40.00%
6、其他非主营业务							
收入	0.38	0.04	0.00	0.09	0.10	0.10	0.10
yoy	0.00%	-88.55%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	54.02%	10.44%	-16.67%	97%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

预计公司2021-2023年营收分别为19.7/27.1/36.9亿元，净利润1.5/2.1/3.1亿元，当前股价对应2021E-2023E市盈率153/106/73倍。公司所处科研服务行业位于科研产业链最上游，进口替代空间广阔。公司同时具备自主研发能力和平台化销售能力，仓储物流系统国内一流，有望成为“中国的Fisher”。

表8：可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	2021EPS	2022EPS	2023EPS	2021PE	2022PE	2023PE
688179.SH	阿拉丁	95	1.18	1.58	2.13	80	60	44
688131.SH	皓元医药	247	2.66	3.85	5.49	125	86	60
300725.SZ	药石科技	335	2.21	2.16	2.96	76	78	57
	均值					94	75	54
688133.SH	泰坦科技	223	1.91	2.76	4.03	153	106	73

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：1. 市值截至20210826；2. 阿拉丁、皓元医药、药石科技盈利预测数据采自Wind一致预期，泰坦科技为信达证券预测数值

6. 风险提示

1、产品销售不及预期

科研服务行业产品销售竞争较为激烈，企业必须与主要客户保持长期关系，并通过与新客户建立关系、不断开发新产品和服务来保持和扩大公司在各种产品和服务类别中的品牌知名度和领导地位。公司的竞争对手和客户不时推出并可能在未来推出以较低价格与公司产品竞争的自有品牌，因此公司存在产品销售不及预期的风险。

2、区域拓展不及预期

公司成立于上海，成立初期主要服务于江浙沪地区，华东地区业务收入占比较高。由于科学服务行业特点，公司向新区域拓展业务不仅需要产品技术支持，亦需要物流和仓储的配套跟进，因此存在一定的风险和挑战。

3、仓储物流运输事故

公司主要销售产品包括各类化学品，其中部分产品属于危险品范畴，该类产品运输及仓储需要严格的管理和内控制度。公司若未来在生产经营中公司或公司仓储物流伙伴出现发生安全事故，并导致相关资质证书被取消，将对公司物流配送造成一定不利影响，进而将会对公司经营业绩造成一定的不利影响。

公司的仓库及各子公司的办公场所均为租赁物业，公司可能无法按照商业合理条款在有关租约到期后成功延期或续租，公司租赁物业存在到期后搬迁的可能性，从而影响到公司的业务稳定性。同时，搬迁过程中存在的营运中断和高额的搬迁开支，将对公司经营业绩造成一定的风险。此外，公司业务涉及危险化学品，因此公司租赁的危险化学品仓库需要有危险化学品经营许可证。由于拥有危险化学品经营许可证的仓库供给较为有限，因此公司未来延期租金存在上涨或无法及时租赁的可能，从而对公司经营业绩造成一定的不利影响。

4、产品质量风险

公司对外销售的科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材具有种类及数量繁多的特点，目前公司主要通过OEM厂商生产和向第三方品牌进行采购，但随着采购量逐步增大，公司采购产品的质量将存在一定的风险。如公司后续无法保证相关产品质量，将对公司的经营和声誉造成一定的不利影响。

资产负债表					利润表						
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	844	1,687	1,679	1,920	2,476	营业收入	1,144	1,384	1,968	2,708	3,694
货币资金	308	874	569	422	465	营业成本	871	1,090	1,545	2,113	2,864
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	4	3	6	8	11
应收账款	288	379	528	720	971	销售费用	97	79	106	146	196
预付账款	34	98	124	180	258	管理费用	42	44	69	98	129
存货	167	262	381	515	690	研发费用	36	49	75	103	137
其他	47	75	77	83	91	财务费用	7	6	-13	-11	-6
非流动资产	87	163	251	371	489	减值损失合计	0	-2	-20	-25	-30
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	4	5
固定资产(合计)	50	53	91	161	239	其他	-3	1	8	14	18
无形资产	4	35	45	55	55	营业利润	84	113	168	244	357
其他	33	75	115	155	195	营业外收支	0	5	2	2	2
资产总计	931	1,850	1,930	2,291	2,965	利润总额	84	117	170	246	359
流动负债	366	377	273	365	656	所得税	10	16	26	37	54
短期借款	173	169	0	0	168	净利润	74	102	145	209	305
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	-1	-1	-1	-2
应付账款	118	106	148	203	275	归属母公司净利润	74	103	146	210	307
其他	76	101	124	163	214	EBITDA	105	134	177	250	367
非流动负债	1	20	20	20	20	EPS(当年)(元)	0.97	1.35	1.91	2.76	4.03
长期借款	0	17	17	17	17						
其他	1	3	3	3	3						
负债合计	368	396	292	385	676						
少数股东权益	0	16	15	14	12						
归属母公司股东权益	564	1,438	1,623	1,892	2,278						
负债和股东权益	931	1,850	1,930	2,291	2,965						
重要财务指标					单位:百万元	现金流量表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,144	1,384	1,968	2,708	3,694	经营活动现金流	-32	-138	-74	-81	-77
同比 (%)	23.6%	21.0%	42.1%	37.6%	36.4%	净利润	74	102	145	209	305
归属母公司净利润	74	103	146	210	307	折旧摊销	10	15	10	10	10
同比 (%)	23.7%	38.6%	41.9%	44.2%	45.9%	财务费用	7	9	5	1	5
毛利率 (%)	23.9%	21.3%	21.5%	22.0%	22.5%	投资损失	0	0	0	-4	-5
ROE%	13.2%	7.1%	9.0%	11.1%	13.5%	营运资金变动	-130	-272	-252	-320	-420
EPS(摊薄)(元)	0.97	1.35	1.91	2.76	4.03	其它	7	8	18	23	28
P/E	0.00	99.23	152.82	105.95	72.61	投资活动现金流	-29	-96	-57	-65	-42
P/B	0.00	7.09	13.73	11.78	9.78	资本支出	-29	-96	-57	-69	-47
EV/EBITDA	-1.29	71.07	122.59	87.42	59.94	长期投资	0	0	0	0	0
						其他	0	0	0	4	5
						筹资活动现金流	156	797	-174	-1	163
						吸收投资	129	806	0	0	0
						借款	50	15	-169	0	168
						支付利息或股息	-32	-8	-5	-1	-5
						现金流净增加额	95	562	-305	-147	44

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

赵雅韵，团队成员，西安交通大学化学硕士，2021年加入信达证券，曾就职天风证券，负责CDMO、医药消费研究。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	rirulin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；	买入：股价相对强于基准 20% 以上； 增持：股价相对强于基准 5%~20%； 持有：股价相对基准波动在 ±5% 之间； 卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	看高：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。
时间段：报告发布之日起 6 个月内。		

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。