

Shanghai Titan Scientific Co.,Ltd. (688133)

With equal emphasis on product and channel, Titan leads the platform-type research service Buy (Initiation)

30 May 2023

 Research Analyst
Ruibin Chen
 (852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	2,164	2,633	3,565	4,798
Growth (YoY %)	56%	22%	35%	35%
Net profit (RMB mn)	144	126	233	326
Growth (YoY %)	40%	-13%	86%	40%
EPS (RMB)	1.71	1.49	2.77	3.87
P/E (X)	70.82	81.20	43.76	31.30

Key words: # import substitution**Investment Thesis**

- In the large and promising market of scientific research services, platform-based enterprises have advantages:** from 2015 to 2021, the CAGR of research funding from universities & research institutes and enterprises was 11% and 12% respectively, showing a steady growth trend. We expect the domestic market size for research reagents, consumables, and equipment to exceed RMB200bn. The proportion of R&D expenditure to GDP in China is less than 2.5%, which is still significantly lower than 3%+ in developed countries. Therefore, we believe that the scientific research services industry is a large and promising market with long-term growth prospects. As the domestic market has long been monopolized by international giants, domestic substitution rate is still relatively low. However, with the ongoing efforts of domestic enterprises and the catalysis of Covid, domestic firms see the opportunity to grow. Reviewing the development of international leader Fisher Scientific and its financial improvement after merging with Thermo, we believe that comprehensive service platform-based enterprises have greater advantages.
- Driven by advantageous products and channels, Titan continues to acquire and integrate to connect the entire industry chain:** 1) Product: the company adopts a sales model that combines independent brands and third-party brands. By 2022, with number of SKUs exceeding 5 million, titan has formed a complete product matrix and enjoys leading capabilities of comprehensive service. In addition, Titan's independent brand SKU has exceeded 200,000, and it will continue to increase future R&D expenses (2018-2021 CAGR of 41%) to expand self-developed brands. With the increase in the proportion of independent brands, we expect Titan's GPM to gradually improve. 2) Channel: Titan's national warehousing and distribution system has been largely completed in 2021, and regional center warehouses have basically achieved next-day delivery coverage. In addition, the company has established an e-commerce "exploration platform", and the proportion of online orders in revenue has increased to 11.69% in 2019 and is expected to further increase in the future. As per traffic data of its website, its business has not yet returned to the level before Covid, but we believe it is likely to recover in Q2. 3) With the joint efforts of products and channels, the company's performance has maintained high-speed growth, with a CAGR of 42%/43% in revenue and net profit 2013 to 2021, respectively. After the company's listing, it continues to focus on "heavy" manufacturing and "deep" technology and has acquired high-quality targets such as Anhui Tiandi and strategically invested in companies like Hanhai New Enzyme, gradually connecting the entire industry chain and further synergizing with the company's existing products and channels. Therefore, we believe that the company's future performance growth is also highly guaranteed.
- Earnings Forecast & Rating:** We expect Titan to achieve revenue and net profit of RMB2.63/3.56/4.8bn and Rmb126/233/326mn in 2022-2024, with corresponding P/E at 81x/44x/31x. We initiate with the Buy rating.
- Risks:** Lower-than-expected domestic substitution; operational cash flow risk; intensified market competition; lower-than-expected business expansion.

Price Performance**Market Data**

Closing price (RMB)	120.53
52-week Range (RMB)	113.80/189.98
P/B (X)	3.78
Market Cap (RMB mn)	10,133.16

Basic Data

BVPS (RMB)	31.89
Liabilities/assets (%)	32.27
Total Issued Shares (mn)	84.07
Shares outstanding (mn)	59.32

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Guoguang Zhu (朱国广)**, **Xinming Zhang (周新明)** and **Kun Zhang (张坤)**.

产品与渠道并重，科研服务平台型领军企业 买入（首次）

2023年5月30日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,164	2,633	3,565	4,798
同比	56%	22%	35%	35%
归属母公司净利润（百万元）	144	126	233	326
同比	40%	-13%	86%	40%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.71	1.49	2.77	3.87
P/E（现价最新股本摊薄）	70.82	81.20	43.76	31.30

关键词：#进口替代

投资要点

■ **科研服务长坡厚雪，平台型企业更具优势：**2015-2021年高校科研院所与企业端科研经费投入CAGR分别为11%/12%，呈稳健增长态势，我们预计其中科研试剂耗材及设备国内总体市场规模超过2000亿。国内研发支出占GDP的比例不足2.5%，与发达国家3%以上尚有较大差距，因此我们认为科研服务行业为长期景气度有保障的大赛道。而国内市场长期被国际巨头垄断，国产替代率处于较低水平，但随着国内企业逐步发力，外加疫情催化，国内企业迎来机遇。复盘国际龙头Fisher Scientific发展历程及与Thermo合并后的财务改善情况，我们认为综合服务平台型企业更具优势。

■ **泰坦科技产品+渠道双轮驱动，持续并购整合打通全产业链：**①产品端来看，公司采取自主品牌与第三方品牌结合的销售方式，截至2022年SKU数量已超500万种，形成了完整的产品矩阵，综合服务能力持续领先。此外公司自主品牌SKU突破20万种，未来还将持续投入研发费用（2018-2021年CAGR41%）加码自研品牌，随着自主品牌占比提升，公司毛利率也有望逐步提升。②渠道端来看，2021年公司全国范围仓储配送体系已主体建设完毕，区域中心仓覆盖区域基本实现次日达。此外公司还建立电商“探索平台”，2019年线上下单营收占比已提至11.69%，未来有望进一步提升。从网站访问量数据来看尚未恢复到疫情前水平，我们认为有望于Q2修复。③产品+渠道齐发力下，公司业绩保持了高速增长，2013-2021年营收与归母净利润CAGR分别为42%/43%。公司上市后继续发力制造“重”与技术“深”，还收购安徽天地、战略投资瀚海新酶等优质标的，逐步打通全产业链，与公司现有产品与渠道进一步协同，我们认为未来的业绩高速增长亦有所保障。

■ **盈利预测与投资评级：**公司为国内平台型龙头企业，我们预计公司2022-2024年营收分别为26.3/35.6/48.0亿元，归母净利润分别为1.26/2.33/3.26亿元，当前股价对应PE分别为81/44/31倍。考虑到泰坦科技经营持续向好，业绩有较大增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**国产替代不及预期；经营性现金流风险；市场竞争加剧；业务拓展不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	120.53
一年最低/最高价	113.80/189.98
市净率(倍)	3.78
流通A股市值(百万元)	7,149.26
总市值(百万元)	10,133.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	31.89
资产负债率(% ,LF)	32.27
总股本(百万股)	84.07
流通A股(百万股)	59.32

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢朱国广、周新明、张坤的指导。

1. 国内综合型科研服务领军者，疫后将迎业绩修复

对内“自主创新研发+行业基础设施”双核驱动，对外投资布局已开启。泰坦科技成立于 2007 年，致力于成为国内科学服务首席提供商，产品和服务包括科研试剂、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，覆盖了客户研发准备、研发过程、研发后期和生产质控等科学研究各个阶段。

创始团队多为化学/材料科学出身，为自主品牌提供技术支持。公司脱胎于华东理工大学创业团队，多为材料化学、应用化学等相关专业，为试剂及特种化学品自主品牌提供扎实技术支持。截止 2022 年中报，公司创始团队谢应波、张庆、张华、许峰源、王靖宇、张维燕作为一致行动人，持股合计 28.13%，为公司实际控制人。核心创始人谢应波博士任董事长兼 CEO，持股 9.85%。

2. 科研服务长坡厚雪，平台型公司更具优势

科研经费稳健增长，保障行业景气度。科研服务下游客户主要为高校科研院所与各行业企业，支付能力主要来源于科研经费与药企研发费用投入。根据全国科技经费投入统计公报，2021 年企业端共投入研发经费 21504 亿元，同比增长 15.2%，2015-2021 年 CAGR12%；2021 年高校科研院所共投入研发经费 5898 亿元，同比增长 11.5%，2015-2021 年 CAGR11%。

美国飞世尔科学世界公司（Fisher Scientific International）是全球知名的科学服务公司，1902 年成立于美国匹兹堡。飞世尔不仅拥有大规模的生产和制造工厂，还代理世界各地知名品牌的几十万种产品，提供全球采购搜索。截至 2006 年，飞世尔是全球最大的化学品生产和供应商之一，在全球拥有四个化学品生产基地，位于比利时、英国、美国和澳洲。产品涉及生物技术、环境测试、色谱试剂、制造工艺、临床分析、质量检验、精细化工等。

3. 产品+渠道双轮驱动，并购整合逐步打通全产业链

3.1. 产品端：SKU 快速扩充，自主品牌占比持续提升

第三方品牌+自主品牌持续完善产品矩阵。由于客户实验繁杂、产品种类需求较多，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。除设立 Adamas（高端试剂）、General-Reagent（通用试剂）、Titan Scientific（实验室仪器、实验耗材）、Titan Scientific Lab（实验家具）、Titan SRM（科研信息化）、Tichem（特种化学品）六个自主品牌外，还对外销售赛默飞、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。自上市以来公司 SKU 数量提升迅速，从 2020.10 的 60 万+种已提升至 2022.6 的 420 万+种，我们估计截至 2022 年底公司 SKU 总数已突破 500 万种，自主品牌突破 20 万种，综合服务能力持续领先。

3.2. 渠道端：线下仓储物流+线上探索平台持续完善，疫后有望迎来修复

全国仓储配送服务体系持续完善。由于科研服务产品需要较强时效性和服务能力，因而渠道和服务体系也为企业竞争力的重要体现，Fisher 自成立后也是从区域分销网络逐步扩至全国、全球分销网络，逐步控制需求端与供给端，获得产品+渠道利润。泰坦科技作为平台型服务公司，IPO 与定增分别计划投入 3.35 亿/1.87 亿用于仓储物流建设，通过自建专业化、智能化仓储管理物流体系，合理规划仓储、配送，提高存货流转效率。公司现已建立全库存二维码数字化管理，实现仓管全流程系统管理，所有信息永久追溯，大幅提高存货管理的数字化程度和库存管理效率。此外公司组建专业危化品物流公司，拥有专业的运输团队和专业车辆，解决传统危化品物流企业主要是针对大批量的工业品，难以匹配科研用物资的小包装、快速服务要求的问题。

3.3. 未来方向：继续发力“重”与“深”，加快并购整合打通全产业链

上市后继续发力制造“重”与技术“深”。泰坦科技上市之前重心更多在于打造服务“长”（即具备全生命周期一站式服务能力，使得客户成交成本降低、支付效率提升和供应链稳定），产品“厚”（即支持“长”的产品和服务，包括售前、中、后支持以及超一流的供应链管理），应用“宽”（产品应用领域的行业宽度），上市后公司将把绝大部分重心转向制造“重”（即产品制造和流通设施投入资金重）和技术“深”（即产品前端研发和终端应用技术深）。

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 26.3/35.6/48.0 亿元，归母净利润分别为 1.26/2.33/3.26 亿元，当前股价对应 PE 分别为 81/44/31 倍。我们选取 A 股同行业的毕得医药、阿拉丁作为可比公司，参考可比公司估值，考虑到泰坦科技经营持续向好，作为平台型公司有较大发展潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

（1）国产替代不及预期：科研服务行业整体处于国产替代率低，内资企业加速发展的阶段，但国际巨头仍处于主导地位，若加大在华投入甚至降价挤压，可能存在国产替代不及预期的风险；

（2）经营性现金流风险：由于公司 SKU 数量较多，因经营需要，公司需提前备货，对流动资金需求量大，若后续经营性现金流无法有效改善，可能导致经营风险。

（3）市场竞争加剧：内资科研服务企业虽然当前规模较小，但是数量较多，有可能存在价格战等市场竞争加剧风险；

（4）业务拓展不及预期：泰坦科技作为平台型科研服务企业当前正加快并购整合打通全产业链阶段，可能存在业务拓展不顺利的风险。

泰坦科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,089	3,108	3,483	3,983	营业总收入	2,164	2,633	3,565	4,798
货币资金及交易性金融资产	687	2,058	1,294	1,864	营业成本(含金融类)	1,704	2,093	2,789	3,723
经营性应收款项	772	737	1,265	1,421	税金及附加	6	7	9	13
存货	591	281	865	645	销售费用	127	171	221	303
合同资产	6	5	8	10	管理费用	74	101	132	178
其他流动资产	34	27	51	44	研发费用	84	129	161	226
非流动资产	504	643	799	938	财务费用	6	0	0	0
长期股权投资	13	20	28	36	加:其他收益	6	11	15	19
固定资产及使用权资产	99	146	173	182	投资净收益	3	2	3	4
在建工程	113	130	149	165	公允价值变动	12	0	0	0
无形资产	87	124	165	206	减值损失	-13	0	0	0
商誉	101	151	210	273	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	29	29	29	29	营业利润	171	144	270	378
其他非流动资产	62	43	46	48	营业外净收支	-1	1	1	1
资产总计	2,593	3,752	4,282	4,922	利润总额	170	145	271	379
流动负债	848	918	1,217	1,533	减:所得税	27	21	40	57
短期借款及一年内到期的非流动负债	348	430	530	636	净利润	142	124	231	322
经营性应付款项	156	196	277	342	减:少数股东损益	-2	-1	-2	-3
合同负债	77	67	100	134	归属母公司净利润	144	126	233	326
其他流动负债	268	225	311	420	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.71	1.49	2.77	3.87
非流动负债	129	123	124	125	EBIT	162	143	267	375
长期借款	108	108	108	108	EBITDA	188	194	345	478
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.25	20.52	21.77	22.40
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	6.65	4.77	6.54	6.79
其他非流动负债	12	7	8	8	收入增长率(%)	56.32	21.66	35.39	34.59
负债合计	977	1,041	1,341	1,658	归母净利润增长率(%)	40.09	-12.78	85.57	39.80
归属母公司股东权益	1,576	2,672	2,905	3,230					
少数股东权益	40	39	37	33					
所有者权益合计	1,616	2,710	2,941	3,263					
负债和股东权益	2,593	3,752	4,282	4,922					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-242	513	-635	701	每股净资产(元)	20.67	31.78	34.55	38.42
投资活动现金流	-170	-190	-229	-238	最新发行在外股份(百万股)	84	84	84	84
筹资活动现金流	206	1,048	100	107	ROIC(%)	7.30	4.57	6.65	8.38
现金净增加额	-206	1,371	-764	570	ROE-摊薄(%)	9.13	4.70	8.02	10.08
折旧和摊销	26	51	77	103	资产负债率(%)	37.68	27.75	31.32	33.69
资本开支	-135	-200	-221	-232	P/E (现价&最新股本摊薄)	70.82	81.20	43.76	31.30
营运资本变动	-416	340	-939	279	P/B (现价)	5.87	3.82	3.51	3.16

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

