

泰坦科技(688133)

报告日期: 2024年11月08日

进入盈利能力提升蜕变期

——泰坦科技更新报告

投资要点

□ 对于科学服务板块公司，产品力、服务力、生产力在发展中均有重要意义。泰坦科技作为行业稀缺的全流程科学服务平台，已经逐渐度过战略性规模提升阶段，未来将进一步提升产品力+生产力，有望从2025年进入盈利能力提升新阶段。

□ 怎么看公司当前服务力的发展阶段？

公司在上市以来，始终加大自身服务力的完善。自上市以来逐步走出华东，于2021年建成23座重点城市仓，2022年完成了5个区域中心仓建设，28个城市服务仓布点。随着公司服务能力的完善，华东区域收入由2016年的81%下降至2023年的71%，华北区域收入从2016年的4.6%提升至2023年的9.5%，华南/华中/西北等区域均实现突破式增长。同时公司通过自主品牌+第三方补足的方式已实现销售产品SKU超过650万，是行业内产品最丰富、订单处理能力及发货能力最完善的公司之一。

从财务报表角度我们发现公司2024年Q1-Q3对经营活动现金流影响最大的应收账款绝对值连续下降，这与过去呈现的回款节奏完全相反，且存货增加边际明显减弱，2024年底有望正式进入现金流回正阶段。我们认为这一系列财务指标的变化显示了公司对于当前自身发展节奏的判断。当收入规模、产品覆盖量、客户服务力已达到一定水平，后续或进入服务力优化、产品力提升、生产力完善的新阶段。

□ 怎么看公司当前产品力的发展阶段？

由于公司过去在服务力上的集中投入与快速拓展，市场往往忽略了隐藏在近30亿收入规模下的产品力。我们发现公司的自主品牌收入占比已从上市之初（2021年）的50%提升到了58%（2023年），毛利占比从61%（2021年）提升到了79%（2023年）。尤其是起家的自主高端试剂品牌Adamas，作为盈利能力强、品牌粘性高的细分领域一直兑现了超越市场平均水平的高增长，2016-2023年收入CAGR 45%，且在2024H1行业需求疲软、市场竞争格局恶化的背景下仍然实现了同比增长30.26%。我们认为这和公司较强的板块产品力与客户心中的品牌认可度是有较强联系的。同时，公司逐渐完善的服务力也为自主品牌进一步提升市占率、实现高增长起到了较强的赋能作用。

此外，公司于2024H1并购了润度生物、迈皋仪器、勤翔仪器，加上此前投资成立的泰坦纯源，进一步构筑了泰坦自主品牌的产业生态链。通过这些投资并购的细分领域，公司不断提升产品能力、与自身服务力与生产力实现有效协同。且公司于2021年成立泰坦合源投资基金，有望不断引入优质产品，提升自主品牌力及盈利能力。

□ 怎么看公司当前生产力的发展阶段？

我们发现公司资产负债表自上市以来发生明显变化，固定资产及在建工程明显大幅提升，显示了公司将从过去受阶段所限自研产品OEM的生产模式逐步进入到自主可控的生产阶段。

公司自上市以来不断补足自身生产能力，于2021年末收购安徽天地，实现高纯溶剂的自主生产，将逐步投入宜昌通用试剂、高端试剂研发制造基地实现自主品牌的自主生产，于年底投入奉贤自贸区生命科学总部园，实现国内高端科学仪器及关键试剂耗材的“研-产-投”功能转化。我们认为对于部分试剂、耗材等易耗品来讲，产品种类多、客户基数大、应用领域广、复购率高，是科学服务行业龙头企业的基本盘，产品的供应能力、质量及成本控制能力尤为重要。公司产能投产后，有望大幅提升通用试剂等低毛产品的盈利能力及成长性，带动公司整体发展。

投资评级：买入(上调)

分析师：孙建
执业证书号：S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

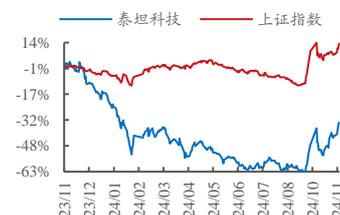
分析师：王帅
执业证书号：S1230523060003
wangshuai1@stocke.com.cn

分析师：胡隽扬
执业证书号：S1230524090005
hujunyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥26.10
总市值(百万元)	4,291.81
总股本(百万股)	164.44

股票走势图



相关报告

- 《结构改善，景气恢复》
2023.05.02
- 《疫情修复显著，盈利能力创新高——泰坦科技Q3点评报告》
2022.10.28
- 《Q3或环比改善，新区域新动能——2022中报点评报告》
2022.08.26

□ 市值空间估算

按 PS: 对于平台型公司发展初期, 规模体现价值, 市场惯常采用 PS 估值法。参考科学服务龙头公司 Thermo Fisher PS 估值水平, TMO 对应 2024 年 11 月 7 日约为 PS 5.06 倍。鉴于泰坦科技仍处于发展初期, 我们给予公司 2025 年 2 倍 PS 估值, 对应市值 65 亿, 仍有 62.5% 市值空间。

分部估值法: 分部来看, 公司品牌性强且持续高增长的板块 Adamas, 始终维持 20% 以上的同比增速。参考公司 24 年中报, 自主品牌高端试剂 2024H1 同比增长 30.26%。假设 2025 年维持 30% 增长, 参考板块毛利率、公司总体销售费用率、管理费用率及研发费用占比, 我们估算 Adamas 2025 年或可实现约 1.57 亿利润, 按照可比产品型试剂公司 PE 水平, 给予 Adamas 30 倍 PE, 对应 47 亿市值。其余 25 亿收入我们依然参考科学服务平台型公司的 PS 估值法, 给予 0.8-1 倍 PS 估值, 对应总市值 67-72 亿, 仍有 67%-80% 的空间。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年实现收入 29.02、32.73、37.31 亿元, 同比增长 4.77%、12.79%、14.01%; 实现归母净利润 1659 万、6908 万、1.71 亿, 同比增长 -77.14%、316.33% 及 147.23%。参考市值空间估算部分, 我们将公司上调为“买入”评级。

□ 风险提示

产品结构调整不及预期; 产能爬坡不及预期; 区域拓展不及预期; 行业竞争格局恶化; 国产替代进程不及预期; 环保及安全生产风险

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2770	2902	3273	3731
(+/-) (%)	6.20%	4.77%	12.79%	14.01%
归母净利润	73	17	69	171
(+/-) (%)	-59.43%	-77.14%	316.33%	147.23%
每股收益(元)	0.44	0.10	0.42	1.04
P/E	53	231	55	22

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3104	3201	3318	3566	营业收入	2770	2902	3273	3731
现金	1051	1156	1292	1387	营业成本	2184	2323	2558	2805
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	8	9	10	11
应收账款	823	765	893	817	营业费用	211	197	216	239
其它应收款	16	17	19	22	管理费用	125	145	164	187
预付账款	135	186	205	224	研发费用	141	154	173	205
存货	990	1030	865	1069	财务费用	21	46	53	52
其他	89	48	44	47	资产减值损失	21	29	26	26
非流动资产	1284	1473	1489	1498	公允价值变动损益	11	9	6	5
金融资产类	0	0	0	0	投资净收益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期投资	16	15	15	15	其他经营收益	16	15	10	0
固定资产	374	475	634	733	营业利润	86	22	87	210
无形资产	192	179	166	153	营业外收支	(0)	(1)	(1)	(1)
在建工程	330	438	311	235	利润总额	85	21	86	209
其他	372	366	363	363	所得税	10	2	12	29
资产总计	4388	4674	4807	5065	净利润	75	18	74	180
流动负债	1144	1313	1373	1451	少数股东损益	3	1	3	7
短期借款	705	827	833	742	归属母公司净利润	73	17	71	172
应付款项	165	209	261	426	EBITDA	172	128	208	339
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.44	0.11	0.43	1.05
其他	274	276	279	282					
非流动负债	394	446	445	445	主要财务比率				
长期借款	322	372	372	372		2023	2024E	2025E	2026E
其他	72	74	72	73	成长能力				
负债合计	1538	1759	1818	1896	营业收入	6.20%	4.77%	12.79%	14.01%
少数股东权益	60	60	64	71	营业利润	-58.42%	-74.73%	302.67%	140.85%
归属母公司股东权益	2791	2855	2925	3098	归属母公司净利润	-59.43%	-75.95%	305.22%	143.68%
负债和股东权益	4388	4674	4807	5065	获利能力				
					毛利率	21.16%	19.96%	21.84%	24.83%
					净利率	2.72%	0.63%	2.26%	4.81%
					ROE	2.58%	0.61%	2.40%	5.60%
					ROIC	2.75%	1.42%	2.83%	5.20%
					偿债能力				
					资产负债率	35.05%	37.63%	37.81%	37.43%
					净负债比率	71.41%	72.25%	70.21%	62.53%
					流动比率	2.71	2.44	2.42	2.46
					速动比率	1.85	1.65	1.79	1.72
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.64	0.69	0.76
					应收账款周转率	4.14	4.10	4.30	4.60
					应付账款周转率	13.71	12.42	11.01	8.29
					每股指标(元)				
					每股收益	0.44	0.11	0.43	1.05
					每股经营现金	(0.76)	1.01	1.65	1.99
					每股净资产	23.66	17.36	17.79	18.84
					估值比率				
					P/E	59	246	61	25
					P/B	1.10	1.50	1.47	1.39
					EV/EBITDA	32.69	35.29	20.99	12.40

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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>