

## 塞力斯 (603716.SH) 医药流通行业

评级：增持 维持评级

公司点评

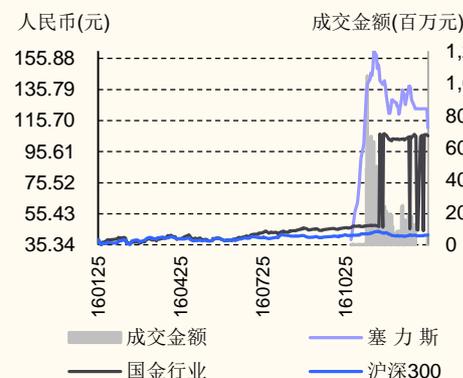
市场价格(人民币)：110.91元

## 2016年业绩成长稳健 资金补强有望继续提速

长期竞争力评级：

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	12.74
总市值(百万元)	5,649.76
年内股价最高最低(元)	160.62/38.75
沪深300指数	3364.45
上证指数	3142.55



相关报告

1. 《借 IVD 流通整合之势，打造区域集采领先企业-塞力斯新股研究报告...》，2016.11.29

袁维 联系人  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.609	1.353	1.856	2.377	3.008
每股净资产(元)	12.06	16.56	18.42	20.79	23.80
每股经营性现金流(元)	1.20	-0.36	1.28	-0.22	0.93
市盈率(倍)	0.00	93.15	59.75	46.66	36.87
行业优化市盈率(倍)	0.00	43.06	44.87	44.87	44.87
净利润增长率(%)	8.74%	12.14%	37.21%	28.04%	26.56%
净资产收益率(%)	13.34%	8.17%	10.08%	11.43%	12.64%
总股本(百万股)	38.20	50.94	50.94	50.94	50.94

来源：公司年报、国金证券研究所

事件：

- 塞力斯公布 2016 年年度报告，公司报告期实现营业收入 6.27 亿，同比增长 18.44%，归属扣非净利润 6734 万，同比增长 12.9%；经营净现金流-1702 万，同比减少 136.91%。业绩基本符合预期。利润分配方案为每 10 股派现 0.8 元(含税)。
- 公司公布非公开发行预案，公司拟以非公开发行方式向 10 名特定对象发行不超过 1000 万股，募集不超过 10.518 亿元资金。董事长、公司实际控制人温伟先生认购不低于 1 亿元，公司员工持股计划认购不超过 1.2 亿元。本次募集资金拟投资 7.5 亿元用于扩大医疗检验集约化营销及服务业务规模项目，1.87 亿元用于研发、信息化综合大楼及信息系统建设项目，1.1 亿元用于补充流动资金
- 公司与汤军、刘晖、张细梅于 2017 年 1 月 22 日签署了《投资合作协议》，合资设立重庆塞力斯医疗科技有限公司，将各自优势整合到现有业务中，并共同开展医疗检验集约化等业务，公司出资 1020 万元，持有新公司 51% 的股权。汤军和刘晖共同投资了重庆凯特医疗设备有限公司，分别持有其 50% 的股权。重庆凯特主要从事大型医疗设备销售业务。
- 公司与林金、林坚于 2017 年 1 月 22 日签署了《投资合作协议》，合资设立福建塞力斯医疗科技有限公司，将各自优势整合到现有业务中，并共同开展医疗检验集约化等业务，公司出资 1530 万元，持有新公司 51% 的股权。

点评

- 公司模式符合行业方向，17 年有望进一步提速：公司业务符合行业发展方向，国内 IVD 行业年复合增长率近年均保持在 15% 以上，在当前政策和市场环境下，体外诊断的集约化销售和服务是行业发展的大势所趋。目前国内 IVD 工业企业、流通企业、药品及耗材流通企业等诸多力量都纷纷向 IVD 渠道进行拓展，行业处于跑马圈地的关键时期。公司作为在这一领域起步早、技术能力较全面、信息化水平高、地域分布有特色的 IVD 集成供应企业，处于行业先进地位，具有较强的竞争优势。公司的集约化销售模式不仅优化了医疗机构采购效率，提高了检验装备水平和检验质量，降低了设备采购及运营成本，优化区域医疗资源配置

置，符合国家医改政策方向。

- 2016 年公司继续稳健发展，收入和利润增长维持相对稳定，集约化销售收入在公司销售总收入中占比进一步上升，由此也带来毛利率水平轻微下降（单纯销售业务 42%，集约化销售业务 34%）。我们预计，由于 2016 年公司面临 IPO 和非公开发行业务，业务方面可能相对稳妥保守，随着资金实力的补强，在当前景气的行业环境下公司 2017 年将进一步加快业务内生和外延的步伐，增长有望继续提速。
- **资金实力得到补强，助力业务扩张：**公司成功于 2016 年 10 月在 A 股上市，募集资金净额 3.14 亿元，主要用于扩大医疗检验集约化营销及服务业务规模项目（2.3 亿元）、仓储物流供应链建设项目（2000 万元）、凝血类体外诊断试剂生产技术改造建设项目（2000 万元）和补充流动资金（4000 万元）。至 2016 年底，募集资金已使用 72.5%，公司规模扩展能力和资金实力得到有力充实。此次公司拟募集 10.5 亿元资金，其中大部分用于继续扩大集约化营销规模，如能顺利获批完成，公司在跑马圈地时期的成长动力将得到较充分保证。
- **公司在巩固传统优势地区的同时积极扩大业务区域：**公司在巩固湖北省、湖南省、江苏省、河南省、上海市等区域的同时，继 2016 年设立控股子公司山东塞力斯医疗科技有限公司、南昌塞力斯医疗器械有限公司后，2017 年初又在重庆、福建与有当地资源的合作方合资设立子公司，将业务范围扩展到山东、江西、重庆、福建等省市，有利于公司拓展市场布局，扩大集约化销售的市场份额和规模。2017 年 1 月公司作为联合体参与者中标青岛市妇女儿童医院所需检验试剂、耗材集约化服务的公开招标项目就是公司地域扩张的重要成果之一。参考行业内类似企业（如润达医疗、迪安诊断、美康生物等）的发展轨迹，我们估计公司成功上市和资金进一步补强后，将继续不断推出内生和外延举措，实现业务放量，加速占领市场。

### 投资建议

- 我们预计 17-19 年公司 EPS 为 1.86、2.38、3.01 元，同比增长 37%、28%、27%。
- 由于新股上市等资金面因素影响，公司估值较高，但从市值空间考虑，我们认为公司代表了行业先进商业模式和发展方向，看好其长期成长价值，维持“增持”评级。

### 风险提示：

- 集约化销售带来的资金占用；集约化销售的账期延长；毛利率下降

图表 1: 三张表预测

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	445	530	627	798	1,023	1,329
增长率		19.0%	18.4%	27.2%	28.2%	29.9%
主营业务成本	-281	-342	-409	-524	-678	-885
% 销售收入	63.2%	64.6%	65.2%	65.7%	66.2%	66.6%
毛利	164	187	218	274	345	444
% 销售收入	36.8%	35.4%	34.8%	34.3%	33.8%	33.4%
营业税金及附加	-4	-4	-4	-6	-7	-9
% 销售收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-36	-43	-51	-65	-84	-111
% 销售收入	8.0%	8.2%	8.1%	8.2%	8.3%	8.4%
管理费用	-39	-45	-50	-64	-82	-106
% 销售收入	8.8%	8.4%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	85	96	113	139	172	217
% 销售收入	19.0%	18.0%	18.0%	17.4%	16.8%	16.3%
财务费用	-4	-7	-8	-4	-1	-2
% 销售收入	0.9%	1.4%	1.3%	0.5%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-4	-5	-10	-8	-9	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	76	83	95	127	162	206
营业利润率	17.1%	15.7%	15.1%	15.9%	15.9%	15.5%
营业外收支	1	2	2	3	3	3
税前利润	77	86	97	130	165	209
利润率	17.3%	16.2%	15.5%	16.3%	16.2%	15.7%
所得税	-19	-21	-23	-31	-40	-51
所得税率	25.1%	24.8%	24.1%	24.2%	24.4%	24.6%
净利润	58	64	74	99	125	157
少数股东损益	1	3	5	4	4	4
归属于母公司的净利润	57	61	69	95	121	153
净利率	12.7%	11.6%	11.0%	11.8%	11.8%	11.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	58	64	74	99	125	157
非现金支出	30	34	47	22	28	35
非经营收益	4	7	6	1	-4	-3
营运资金变动	-62	-60	-145	-57	-161	-142
经营活动现金净流	30	46	-18	65	-11	47
资本开支	-32	-40	-69	-52	-80	-110
投资	-18	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-49	-40	-69	-53	-80	-110
股权募资	2	0	315	0	0	0
债权募资	34	35	36	-149	0	26
其他	-6	-11	-9	-6	-1	-2
筹资活动现金净流	31	25	343	-154	-1	24
现金净流量	11	30	256	-142	-93	-39

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	66	97	354	212	119	80
应收款项	260	310	404	463	599	785
存货	56	66	76	92	119	155
其他流动资产	24	33	56	80	109	151
流动资产	406	506	890	846	946	1,171
% 总资产	75.6%	76.2%	81.4%	78.1%	76.3%	75.8%
长期投资	18	18	18	19	18	18
固定资产	100	123	161	200	262	344
% 总资产	18.7%	18.6%	14.8%	18.5%	21.1%	22.3%
无形资产	8	10	15	8	2	-2
非流动资产	131	158	203	237	294	374
% 总资产	24.4%	23.8%	18.6%	21.9%	23.7%	24.2%
资产总计	538	663	1,092	1,083	1,240	1,545
短期借款	61	120	148	0	0	26
应付款项	32	39	31	58	74	97
其他流动负债	14	22	28	38	53	151
流动负债	108	182	207	96	127	274
长期贷款	23	4	20	20	20	20
其他长期负债	1	7	6	9	10	12
负债	132	193	233	125	157	305
普通股股东权益	399	461	844	938	1,059	1,212
少数股东权益	7	10	16	20	24	28
负债股东权益合计	538	663	1,092	1,083	1,240	1,545

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.480	1.609	1.353	1.856	2.377	3.008
每股净资产	10.451	12.060	16.561	18.417	20.794	23.802
每股经营现金净流	0.781	1.202	-0.357	1.281	-0.224	0.931
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.16%	13.34%	8.17%	10.08%	11.43%	12.64%
总资产收益率	10.51%	9.27%	6.31%	8.73%	9.77%	9.92%
投入资本收益率	12.94%	12.08%	8.35%	10.79%	11.79%	12.73%
增长率						
主营业务收入增长率	13.48%	19.01%	18.44%	27.21%	28.20%	29.86%
EBIT增长率	8.46%	12.92%	18.28%	23.20%	23.53%	26.28%
净利润增长率	15.19%	8.74%	12.14%	37.21%	28.04%	26.56%
总资产增长率	22.79%	23.38%	64.71%	-0.91%	14.52%	24.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	174.2	177.1	184.1	186.0	188.0	190.0
存货周转天数	75.7	64.9	63.4	64.0	64.0	64.0
应付账款周转天数	21.9	24.0	15.3	18.0	18.0	18.0
固定资产周转天数	82.3	85.0	93.2	90.2	91.0	91.1
偿债能力						
净负债/股东权益	4.28%	5.80%	-21.65%	-19.99%	-9.14%	-2.76%
EBIT利息保障倍数	20.5	12.9	13.7	33.0	307.2	130.6
资产负债率	24.48%	29.09%	21.35%	11.52%	12.66%	19.75%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD