

审慎推荐-A (首次)

塞力斯 603716.SH

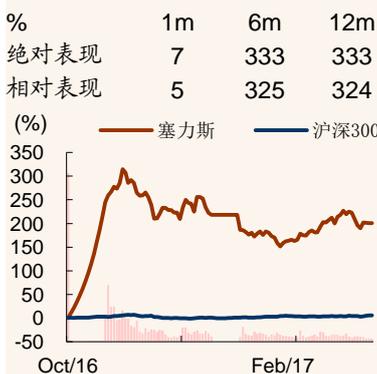
目标估值: NA  
 当前股价: 116.52 元  
 2017年04月10日

专注IVD集采业务, 先发优势突出

基础数据

上证综指	3287
总股本(万股)	5094
已上市流通股(万股)	1274
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	15
每股净资产(MRQ)	16.6
ROE(TTM)	8.2
资产负债率	21.3%
主要股东	天津市瑞美科学仪器
主要股东持股比例	46.1%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

李勇剑

0755-83271617  
 liyj10@cmschina.com.cn  
 S1090515080002

我们近日调研公司, 公司专注于 IVD 集采业务, 整合上游 IVD 产品资源, 为下游医疗机构提供综合服务。目前国内 IVD 渠道规模约 900 亿, 集中度较低, 公司所从事的 IVD 集采业务符合产业方向, 目前已积累众多知名医院客户, 先发优势明显。上市后可充分借助资本市场力量在现有优势省份基础上向其他地区扩张, 进一步扩大市场份额。我们看好公司未来成长空间, 首次覆盖, 给予审慎推荐评级。

- **专注 IVD 集采业务, 业务优势明显。** 公司 2016 年收入 6.3 亿, 其中集采业务收入 5.8 亿, 增长 24%, 单纯销售业务仅 5123 万且下滑 20%。公司集采业务整合上游 IVD 产品资源, 为下游医疗机构提供综合服务, 有助于提高医疗机构采购效率和设备配置水平, 降低医疗机构运营成本, 为其提供多种增值服务。与同行业其他公司相比, 公司集采业务使公司毛利率(2016 年 35%)、净利率(2016 年 12%)均显著优于行业水平。
- **获取下游医院客户资源能力突出。** 我们认为 IVD 渠道商的业务核心在于获取下游优质医院客户资源并形成长期稳定合作。公司业务运作能力突出, 综合多渠道资源开拓医院客户, 医院开发周期(从接触到正式供货)约 2-3 月, 前期公司会为医院检验科室进行设备投入(或收购整合原供货商设备), 一般三甲医院公司投入的账面价值约 2-3000 万。同时为每个医院客户配备项目小组(含技术人员、售后维修及销售人员等)支持医院检验业务。公司的介入可为医院每年节省 5-8% 的运营支出。目前公司集采模式合作的医院数量 40 多家, 合作成熟的医院平均每年为公司带来的销售收入约 1000 万, 部分大型医院或医院联合体甚至可以超过 5000 万。
- **上市后市场份额有望快速提升。** 目前国内 IVD 渠道规模约 900 亿, 行业增速约 15% 左右, 目前行业较分散, 未来集中度提升是趋势。公司 16 年收入 6.3 亿, 占比较低, 近年来 IVD 渠道整合大幕正在拉开, 公司成功上市后有望把握住行业整合机遇, 借助资本市场力量快速提升市场份额。目前公司业务集中在湖北、湖南、江苏、河南等省市, 短期计划快速扩至 14 个省市, 集采合作医院计划有望由现有 40 多家快速提升至过百家。
- **资金短板有望逐步解决。** 公司前期推出定增方案, 拟发行不超过 1000 万股募资 10.5 亿, 其中董事长认购不低于 1 亿, 员工持股计划认购不超过 1.2 亿, 充分显示管理层对公司发展信心。定增若顺利落地, 将解决公司短期资金短板。未来不排除采用并购基金等多种方式加快公司业务布局。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	530	627	905	1267	1749
同比增长	19%	18%	44%	40%	38%
营业利润(百万元)	83	95	134	179	237
同比增长	9%	14%	41%	34%	32%
净利润(百万元)	61	69	97	129	170
同比增长	9%	12%	40%	33%	32%
每股收益(元)	1.21	1.35	1.90	2.53	3.34
PE	96.6	86.1	61.4	46.0	34.9
PB	12.9	7.0	6.3	5.6	4.8

资料来源: 公司数据、招商证券

- **首次覆盖给予“审慎推荐”评级：**我们认为公司所专注的 IVD 集采业务符合当前政策趋势，当前 IVD 渠道整合大幕正在拉开，公司有望把握行业机遇快速做大做强，当前公司体量对应 900 亿 IVD 渠道市场来说尚小，未来成长空间广阔。我们预测 2017 年公司净利增 40%，首次覆盖给予审慎推荐评级。
- **风险提示：**快速扩张中的管理风险，产品价格下降风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	506	890	832	965	1151
现金	97	354	324	370	417
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	21	25	37	51	71
应收款项	273	360	262	246	249
其它应收款	17	18	27	37	51
存货	66	76	100	143	199
其他	33	56	82	117	164
<b>非流动资产</b>	158	203	226	245	258
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	123	160	186	206	222
无形资产	8	8	7	6	6
其他	26	35	33	32	31
<b>资产总计</b>	<b>663</b>	<b>1092</b>	<b>1058</b>	<b>1209</b>	<b>1409</b>
<b>流动负债</b>	182	207	69	83	101
短期借款	98	141	0	0	0
应付账款	26	8	12	18	25
预收账款	6	14	20	28	39
其他	52	43	37	37	37
<b>长期负债</b>	11	26	26	26	26
长期借款	4	20	20	20	20
其他	7	6	6	6	6
<b>负债合计</b>	<b>193</b>	<b>233</b>	<b>95</b>	<b>109</b>	<b>127</b>
股本	38	51	51	51	51
资本公积金	190	491	491	491	491
留存收益	233	302	398	527	698
少数股东权益	10	16	22	31	42
归属于母公司所有者权益	461	844	940	1069	1239
<b>负债及权益合计</b>	<b>663</b>	<b>1092</b>	<b>1058</b>	<b>1209</b>	<b>1409</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	46	(17)	191	113	115
净利润	61	69	97	129	170
折旧摊销	30	38	43	49	54
财务费用	8	8	3	(2)	(2)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(54)	(135)	42	(78)	(127)
其它	1	2	6	14	19
<b>投资活动现金流</b>	(40)	(69)	(70)	(70)	(70)
资本支出	(40)	(69)	(70)	(70)	(70)
其他投资	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	25	343	(151)	2	2
借款变动	26	38	(148)	0	0
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	0	301	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(1)	(9)	(3)	2	2
<b>现金净增加额</b>	<b>30</b>	<b>257</b>	<b>(29)</b>	<b>45</b>	<b>47</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	530	627	905	1267	1749
营业成本	342	409	596	850	1186
营业税金及附加	4	4	6	9	12
营业费用	43	51	73	103	142
管理费用	45	50	83	118	164
财务费用	7	8	3	(2)	(2)
资产减值损失	5	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	83	95	134	179	237
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	86	97	136	181	239
所得税	21	23	33	44	58
<b>净利润</b>	64	74	103	138	181
少数股东损益	3	5	6	9	11
<b>归属于母公司净利润</b>	61	69	97	129	170
<b>EPS (元)</b>	1.21	1.35	1.90	2.53	3.34

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	19%	18%	44%	40%	38%
营业利润	9%	14%	41%	34%	32%
净利润	9%	12%	40%	33%	32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.4%	34.8%	34.2%	32.9%	32.2%
净利率	11.6%	11.0%	10.7%	10.2%	9.7%
ROE	13.3%	8.2%	10.3%	12.1%	13.7%
ROIC	11.5%	7.6%	10.6%	12.0%	13.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.1%	21.3%	9.0%	9.0%	9.0%
净负债比率	18.7%	15.4%	1.9%	1.7%	1.4%
流动比率	2.8	4.3	12.0	11.6	11.4
速动比率	2.4	3.9	10.6	9.9	9.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.6	0.9	1.0	1.2
存货周转率	5.6	5.8	6.8	7.0	6.9
应收帐款周转率	2.1	2.0	2.9	5.0	7.1
应付帐款周转率	15.2	23.9	57.3	56.8	56.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.21	1.35	1.90	2.53	3.34
每股经营现金	0.91	-0.33	3.75	2.23	2.25
每股净资产	9.04	16.56	18.46	20.99	24.33
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	96.6	86.1	61.4	46.0	34.9
PB	12.9	7.0	6.3	5.6	4.8
EV/EBITDA	28.2	24.1	18.7	14.8	11.7

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。