

医药 | 公司动态点评

2017年05月02日

投资评级：推荐（维持）
分析师

赵浩然 0755-83511405

Email:zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号:S1070515110002

联系人（研究助理）：

彭学龄 0755-83515471

Email:pengxueling@cgws.com

从业证书编号:S1070115090023

陈晨 010-88366060-8838

Email:chenchen@cgws.com

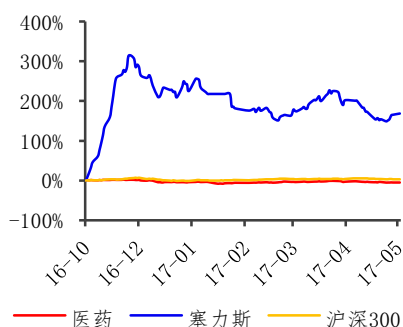
从业证书编号:S1070116100012

市场数据

目前股价	104.05
总市值（亿元）	52.40
流通市值（亿元）	13.11
总股本（万股）	5,094
流通股本（万股）	1,274
12个月最高/最低	167.78/38.72

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入 （百万元）	923	1234	1595
(+/-%)	+47.2%	+33.7%	+29.2%
净利润 （百万元）	96.28	122.36	149.20
(+/-%)	+39.7%	+27.1%	+21.9%
EPS（元）	1.89	2.40	2.93
PE	57.11	44.93	36.85

股价表现


数据来源：贝格数据

设立医学检验实验室，布局诊断服务有望拉动试剂销售

——塞力斯（603716）公司动态点评
事件

5月1日，公司发布公告，以自有资金出资1,000万元，在湖北省黄石市设立全资子公司黄石塞力斯医学检验实验室有限公司。

投资要点
■ 设立首家医学检验实验室，布局诊断服务

公司投资设立医学检验实验室，注册资本1000万元，经营范围包括医学检验检测服务、病理诊断、医学影像诊断等。鄂东医疗集团为项目甲方，以黄石市中心医院为核心，包括黄石市中医医院、黄石市妇幼保健院。塞力斯中标后，将负责医学检验实验室以及鄂东医疗集团及其下属医院提供检验试剂及耗材集中采购及供应。医学检验实验室负责集团外的集约化检测服务工作，塞力斯负责集约化检测用户三年不低于70家（第一、二、三年分别达30、50、70家）。

该医学检验试验室的设立，不仅增加了公司集约化销售的客户数目，也是公司在布局医学检验服务市场的迈出的一大步。通过布局全国连锁的区域医学检验中心，“诊断产品+诊断服务一体化”的核心竞争力得到增强，公司集约化销售的市场占有率有望不断得到扩大。

■ 募集资金到位，扩张提速

因为集约化销售模式要求企业先行提供仪器，再通过试剂销售回本并盈利，所以资金是集约化营销模式下企业的核心竞争力，可直接影响企业的扩张速度。公司自2016年10月上市以来，募集资金到位极大地缓解了快速扩张的资金瓶颈，公司相继于2016年11月、12月设立山东、江西分公司，2017年1月设立福建、重庆分公司，2月、3月分别设立广东、黑龙江分公司，4月通过增资取得信禾通10%的股权进入广西地区。截至目前，公司布局已从其优势的两湖地区扩展到东南沿海、西部和东北，利用合作方在当地具有医疗资源的优势，以较小的成本投入获得潜在的成熟项目。公司拟通过非公开发行募集10.52亿元，进一步增强资金实力，加大集约化销售在空白市场的开拓力度，未来有望推动公司业务稳定增长。

■ 分级诊疗带动市场扩容

在集约化销售模式下，因为仪器是免费投放给医院使用的，医院在不用投入资金的情况下，就可以完成检测科室的建设和改造升级，而且提高了采购效

率，对医疗机构、特别是基层医疗机构有很大的吸引力。目前，集约化销售在二级或以上医院的渗透率还不高，且随着分级诊疗的落地实施，基层医院为集约化销售模式提供了广阔的市场空间。集约化销售模式整合了利益渠道，市场潜力较大，目前已经进入跑马圈地期。

■ 投资建议

我们认为，黄石塞力斯医学检验实验室的设立将对公司 2017 年度的经营业绩产生积极影响，是公司布局诊断服务的重要举措，为建立全国连锁的区域医学检验中心迈出了重要一步，诊断服务布局有望拉动诊断产品的销售。在分级诊疗逐步落地的大背景下，体外诊断集约化销售在基层医疗机构具有较大的市场空间，受下游医院阻力小，具备大规模推广的可能。公司资金优势突出，上市以来相继设立了 6 家分公司和 1 家检验中心，整合当地优势资源，加快空白市场开拓。预计未来随着非公开发行募集资金到位，全国布局提速，市场占有率不断提高。我们预计其 2017 年集约化销售全年增速约 50%，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.89/2.40/2.93 元，对应市盈率分为 57X、45X、37X，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：**政策变动风险；市场竞争风险；管理风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	530	627	923	1234	1595	成长性					
营业成本	342	409	608	821	1068	营业收入增长	19.0%	18.4%	47.2%	33.7%	29.2%
销售费用	43	51	81	111	147	营业成本增长	21.7%	19.4%	48.8%	34.9%	30.2%
管理费用	45	50	79	107	139	营业利润增长	9.2%	14.1%	42.2%	27.5%	22.2%
财务费用	7	8	2	4	8	利润总额增长	11.3%	13.3%	41.3%	27.1%	21.9%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	11.7%	14.4%	39.7%	27.1%	21.9%
营业利润	83	95	135	172	210	盈利能力					
营业外收支	2	2	2	2	2	毛利率	35.4%	34.8%	34.1%	33.5%	33.0%
利润总额	86	97	137	174	212	销售净利率	12.1%	11.7%	11.1%	10.6%	10.0%
所得税	21	23	34	44	53	ROE	13.3%	8.2%	10.2%	11.5%	12.3%
少数股东损益	3	5	6	8	10	ROIC	14.4%	14.0%	12.8%	13.0%	13.0%
净利润	61	69	96	122	149	营运效率					
资产负债表 (百万)						销售费用/营业收入	8.2%	8.1%	8.8%	9.0%	9.2%
流动资产	489	870	962	1230	1615	管理费用/营业收入	8.4%	8.0%	8.6%	8.7%	8.7%
货币资金	80	334	185	247	319	财务费用/营业收入	1.4%	1.3%	0.2%	0.3%	0.5%
应收和预付款项	343	460	643	833	1074	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	66	76	135	150	221	所得税/利润总额	24.8%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%
其他流动资产	0	0	0	0	0	应收账款周转率	1.80	1.63	1.61	1.74	1.68
非流动资产	151	194	155	115	76	存货周转率	5.19	5.38	4.50	5.48	4.83
固定资产	123	161	123	85	47	流动资产周转率	1.02	0.68	1.05	1.04	1.01
资产总计	640	1064	1117	1345	1691	总资产周转率	0.83	0.59	0.83	0.92	0.94
流动负债	137	173	123	221	407	偿债能力					
短期借款	98	141	43	157	289	资产负债率	26.5%	19.2%	13.9%	18.8%	26.0%
应付和预收款项	39	31	80	63	118	流动比率	3.06	4.86	7.44	5.42	3.91
非流动负债	32	32	32	32	32	速动比率	2.65	4.44	6.40	4.76	3.37
长期借款	4	20	20	20	20	每股指标 (元)					
负债合计	170	205	155	253	439	EPS	1.21	1.35	1.89	2.40	2.93
股东权益	470	859	962	1093	1252	每股净资产	9.23	16.87	18.89	21.45	24.57
股本	38	51	51	51	51	每股经营现金流	0.59	5.04	-2.93	1.22	1.41
留存收益	233	302	398	520	670	每股经营现金/EPS	0.49	3.73	-1.55	0.51	0.48
少数股东权益	10	16	22	30	40	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	640	1064	1117	1345	1691	PE	89.46	79.78	57.11	44.93	36.85
现金流量表 (百万)						PEG	3.47	2.72	1.07	0.97	0.93
经营活动现金流	46	-16	-50	-51	-54	PB	11.93	6.52	5.85	5.18	4.54
其中营运资本减少	-331	346	142	170	198	EV/EBITDA	34.39	38.25	33.06	27.55	23.42
投资活动现金流	-40	-69	1	1	1	EV/SALES	7.96	8.69	6.03	4.61	3.66
其中资本支出	52	1	1	1	1	EV/IC	7.61	6.86	5.53	4.54	3.78
融资活动现金流	25	343	-100	112	125	ROIC/WACC	0.14	0.14	0.13	0.12	0.12
净现金总变化	30	258	-149	62	72	REP	52.76	48.99	44.01	36.80	31.22

研究员介绍及承诺

赵浩然: 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

彭学龄: 中山大学理学硕士, 2011-2015 年在深圳国家高技术产业创新中心工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

陈晨: 剑桥大学工学博士, 2015-2016 年在新加坡科技研究局 (A*STAR) 工作, 2016 年 8 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 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他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>