

塞力斯 (603716.SH)**医药流通行业****评级：增持 维持评级****公司点评**

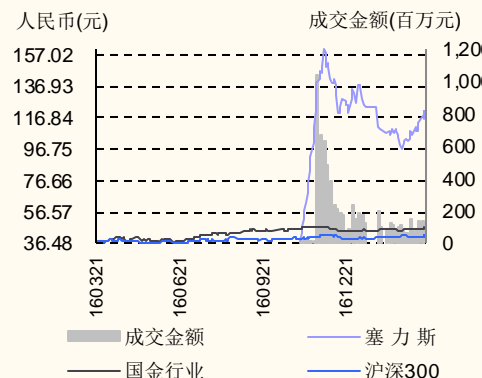
市场价格 (人民币): 116.26 元

高管调整+版图继续扩张 国内子公司接连落地

长期竞争力评级：高于行业均值

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)	5,922.28
年内股价最高最低(元)	160.62/38.75
沪深 300 指数	3445.81
上证指数	3237.45

**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	2.119	2.943	3.756
每股净资产(元)	12.06	16.56	18.68	21.62	25.38
每股经营性现金流(元)	1.20	-0.36	-0.34	-4.02	-3.83
市盈率(倍)	0.00	93.15	54.86	39.50	30.95
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%	56.63%	38.89%	27.61%
净资产收益率(%)	13.34%	8.17%	11.34%	13.61%	14.80%
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：

- 公司聘任黄咏喜先生、万里波先生为公司副总经理，其中黄咏喜先生曾任西门子武汉区销售总监，西门子（中国）有限公司医疗集团超声诊断系统南区销售总监。万里波现任公司销售总监。
- 公司与陶鹏辉、安金生、李智平于 2017 年 3 月 16 日签署了《投资合作协议》，拟合资设立黑龙江塞力斯医疗科技有限公司，将各自优势整合到市场业务中，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

相关报告

1. 《2016 年业绩成长稳健 资金补强有望继续提速-塞力斯公司点...》，2017.1.25
2. 《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...》，2016.11.29

点评：

- **行业大势所趋，检验流通新模式正在市场扩张的黄金时期：**当前体外诊断行业迎来变革时期，检验降价和医院成本控制压力上升，压缩流通环节的政策诉求不断明确，检验诊断领域推行两票制也在逐渐成为行业一致预期。在这一环境下，以往“散、乱、小”，集中度低下的体外诊断流通渠道正在被检验集采、区域检验中心等新模式快速整合，行业业态重构和价值的重新分配也在同步展开。我们看好这一替代的推进速度和市场前景，对 IVD 流通新模式企业的把握也将是 2017 年 IVD 领域投资的最重要主题之一。详细论述请参考我们前期行业深度报告《IVD 流通整合路径及机遇——耗材流通渠道变革专题之二》。
- **公司在黑龙江建立桥头堡，集约化供应业务有望取得战果：**黑龙江省在国内走在检验改革前列，2016 年底省卫生计生委和省中医药管理局联合下发《关于进一步推进同级医疗机构检验结果互认工作的通知》，要求在全省二、三级医疗机构和独立医学检验实验室加快推进同级医疗机构医学检验结果互认工作，进一步完善检验结果互认程序和机制，逐步扩大互认范围，增加互认项目，降低患者医疗费用，并明确了 44 个省医疗机构检验结果互认的检查项目，确定了 118 家同级检验结果互认医疗机构。我们认为黑龙江检验市场的集约化服务空间广阔，率先布局有望弥补公司区域业务空白，提升公司在黑龙江乃至东北地区的市场地位。
- **全国多地开花，公司检验集采业务模式有望得到广泛复制：**以往公司业务区域主要集中于湖北、湖南、河南、江苏、上海等省市，2016 年公司成功实现上市后，扩张步伐明显提速，目前已先后在山东、江西、福建、重庆、广东、黑龙江等省市与当地有实力的合作方设立合资子公

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

司。我们认为这是公司进行异地扩张的有效手段，有利于公司将各地集采业务由点扩展成面，成功复制自身业务模式。这一扩张模式相较直接并购对资金占用较低（直接并购传统经销商需支付高昂的对价），风险较小，是适合公司自身特点和当前发展阶段的选择。随着各地子公司的逐步落地，未来放量前景看好。

投资建议及盈利预测：

- 我们认为检验集约化供应和服务是体外诊断发展的大势所趋，顺应潮流的上市公司都面临行业性的机遇。公司在上市后与各地合作方设立了一批子公司，业务版图得到较大扩张，未来成长有望提速，我们看好其检验集约化能力和市场前景。
- 假设公司 2016 年底陆续新设子公司业务开展顺利，今年能够陆续收入并表带来的业绩增厚，同时未来三年能够延续扩张步伐，预计 2017-2019 年 EPS 为 2.12、2.94、3.76 元，同比增长 57%、39%、28%。如果渠道整合进度超预期，收入规模仍有空间。维持“增持”评级。

风险提示：

- 业务扩张不达预期，集约化服务推进带来公司利润水平下降，资金风险，市场竞争风险，政策风险

图表 1：公司上市后投资及设立合资公司情况

日期	标的	出资额	股权比例	形式
2017.3	黑龙江塞力斯	1020	51%	合资成立
2017.2	广东塞力斯	1530	51%	合资成立
2017.1	河南华裕正和	1020	51%	受让股权
2017.1	重庆塞力斯	1020	51%	合资成立
2017.1	福建塞力斯	1530	51%	合资成立
2016.12	南昌塞力斯	510	51%	合资成立
2016.11	山东塞力斯	255	51%	合资成立

来源：上市公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	445	530	627	948	1,543	2,355
增长率		19.0%	18.4%	51.1%	62.8%	52.6%
主营业务成本	-281	-342	-409	-625	-1,031	-1,593
%销售收入	63.2%	64.6%	65.2%	65.9%	66.8%	67.6%
毛利	164	187	218	323	512	762
%销售收入	36.8%	35.4%	34.8%	34.1%	33.2%	32.4%
营业税金及附加	-4	-4	-4	-7	-11	-16
%销售收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-36	-43	-51	-77	-127	-197
%销售收入	8.0%	8.2%	8.1%	8.2%	8.3%	8.4%
管理费用	-39	-45	-50	-76	-123	-188
%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	163	250	360
%销售收入	19.0%	18.0%	18.0%	17.2%	16.2%	15.3%
财务费用	-4	-7	-8	-4	-8	-25
%销售收入	0.9%	1.4%	1.3%	0.5%	0.5%	1.1%
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	151	233	325
营业利润率	17.1%	15.7%	15.1%	15.9%	15.1%	13.8%
营业外收支	1	2	2	3	5	7
税前利润	77	86	97	154	238	332
利润率	17.3%	16.2%	15.5%	16.2%	15.4%	14.1%
所得税	-19	-21	-23	-37	-58	-80
所得税率	25.1%	24.8%	24.1%	24.2%	24.2%	24.2%
净利润	58	64	74	117	181	252
少数股东损益	1	3	5	9	31	60
归属于母公司的净利润	57	61	69	108	150	191
净利率	12.7%	11.6%	11.0%	11.4%	9.7%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	58	64	74	117	181	252
非现金支出	30	34	47	22	28	35
非经营收益	4	7	6	1	2	17
营运资金变动	-62	-60	-145	-158	-415	-498
经营活动现金净流	30	46	-18	-17	-205	-195
资本开支	-32	-40	-69	-52	-78	-106
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	-78	-106
股权筹资	2	0	315	0	0	0
债权筹资	34	35	36	-149	242	327
其他	-6	-11	-9	-6	-9	-26
筹资活动现金净流	31	25	343	-154	233	301
现金净流量	11	30	256	-225	-49	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	66	97	354	129	80	80
应收款项	260	310	404	550	903	1,391
存货	56	66	76	110	181	279
其他流动资产	24	33	56	95	166	272
流动资产	406	506	890	883	1,330	2,022
%总资产	75.6%	76.2%	81.4%	78.8%	81.9%	84.4%
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%	17.9%	16.1%	14.4%
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%	21.2%	18.1%	15.6%
资产总计	538	663	1,092	1,120	1,624	2,396
短期借款	61	120	148	0	242	569
应付款项	32	39	31	69	113	173
其他流动负债	14	22	28	45	80	209
流动负债	108	182	207	114	434	951
长期贷款	23	4	20	20	20	20
其他长期负债	1	7	6	10	13	17
负债	132	193	233	144	467	988
普通股股东权益	399	461	844	952	1,101	1,293
少数股东权益	7	10	16	24	55	115
负债股东权益合计	538	663	1,092	1,120	1,624	2,396

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.480	1.609	1.353	2.119	2.943	3.756
每股净资产	10.451	12.060	16.561	18.680	21.623	25.379
每股经营现金净流	0.781	1.202	-0.357	-0.338	-4.019	-3.830
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%	11.34%	13.61%	14.80%
总资产收益率	10.51%	9.27%	6.31%	9.64%	9.23%	7.99%
投入资本收益率	12.94%	12.08%	8.35%	12.44%	13.37%	13.68%
增长率						
主营业务收入增长率	13.48%	19.01%	18.44%	51.12%	62.76%	52.59%
EBIT增长率	8.46%	12.92%	18.28%	44.63%	53.10%	43.98%
净利润增长率	15.19%	8.74%	12.14%	56.63%	38.89%	27.61%
总资产增长率	22.79%	23.38%	64.71%	2.50%	45.01%	47.55%
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	76.0	60.3	51.4
偿债能力						
净负债/股东权益	4.28%	5.80%	-21.65%	-11.17%	15.75%	36.14%
EBIT利息保障倍数	20.5	12.9	13.7	37.0	30.8	14.2
资产负债率	24.48%	29.09%	21.35%	12.83%	28.77%	41.22%

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	5	7	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-01-25	增持	110.88	N/A

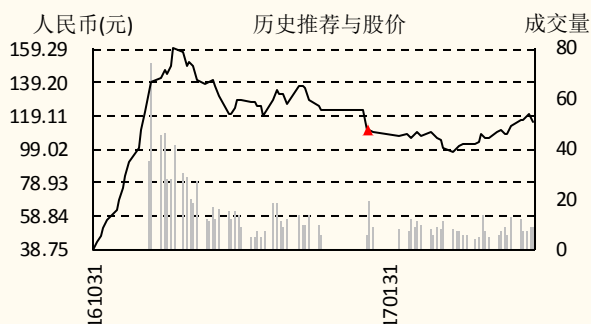
来源：国金证券研究所

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为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