

评级：增持 维持评级

公司点评

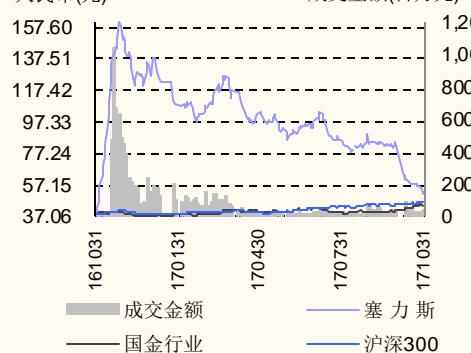
市场价格（人民币）：51.75元

并表增厚收入 利润端承压

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)	38.44
总市值(百万元)	3,690.60
年内股价最高最低(元)	160.62/38.75
沪深300指数	4006.72
上证指数	3393.34
人民币(元)	
成交金额(百万元)	

**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	1.071	1.309	1.614
每股净资产(元)	12.06	16.56	18.06	19.89	22.15
每股经营性现金流(元)	1.20	-0.36	0.03	-0.65	0.55
市盈率(倍)	0.00	93.15	48.31	39.55	32.06
行业优化市盈率(倍)	0.00	17.92	17.92	17.92	17.92
净利润增长率(%)	8.74%	12.14%	10.85%	22.16%	23.35%
净资产收益率(%)	13.34%	8.17%	8.30%	9.21%	10.20%
总股本(百万股)	38.20	50.94	71.32	71.32	71.32

来源：公司年报、国金证券研究所

事件：

- 塞力斯公布三季报，2017年1-9月公司实现营业收入6.17亿，同比增长34.8%；实现归母净利润0.55亿，同比增长11.2%；实现扣非归母净利润0.51亿，同比增长2.2%。
- 第三季度，公司实现营业收入2.57亿，同比增长56.77%；实现归母净利润0.183亿元，同比增长33.52%，实现扣非归母净利润0.175亿元，同比增长28.7%。

点评：

- 第三季度得益于外延并表与公司内生收入叠加，公司营业收入和利润实现较快增长。我们估计其中公司内生收入维持在20%左右，与之前季度基本持平，公司业务扩张节奏保持平稳。
- 相比往年同期，前三季度公司利润端增速承压，其中营业利润仅增长10.35%，其主要原因为营业成本（同比增长38.0%）、销售费用（同比增长46.5%）和管理费用（同比增长42.8%）的较快上升，公司前三季度营业利润率（13.1%）相比2016年Q3（16.0%）有明显下降。
- 由于公司所处检验流通服务行业的行业属性（利润水平较低），成本和费用比例轻微变化即会对利润增速产生较大影响。我们认为利润增速的压力主要来自于公司部分核心业务区域的终端降价压力。未来随着公司将降价压力逐步向上游分担，我们认为公司盈利能力存在改善可能。
- 检验渠道变化大趋势不可阻挡，公司仍具有稀缺性价值。我们在前期报告中多次论述，检验流通渠道的集约化和服务化是不可逆转的趋势，而具备集约化服务能力的IVD流通服务企业在A股具备稀缺性。公司是国内检验集约化服务区域领先企业，随着其全国布局的落地和外延合作效果在业绩端得到体现，我们认为公司有望受益于行业变化的大趋势，逐步提升其业务体量规模，公司市值具备向上空间。

投资建议及盈利预测：

- 我们考虑到各地新设子公司收入并表带来的业绩增厚，如果各子公司业务能正常开展，中性预计2017-2019年EPS为1.07、1.31、1.61元，同比增长11%、22%、23%。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

袁维

联系人
yuan_wei@gjzq.com.cn

李敬雷

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

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	445	530	627	872	1,120	1,450							
增长率		19.0%	18.4%	39.0%	28.4%	29.5%							
主营业务成本	-281	-342	-409	-599	-768	-993							
%销售收入	63.2%	64.6%	65.2%	68.7%	68.6%	68.5%							
毛利	164	187	218	273	352	457							
%销售收入	36.8%	35.4%	34.8%	31.3%	31.4%	31.5%							
营业税金及附加	-4	-4	-4	-6	-8	-10							
%销售收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%							
营业费用	-36	-43	-51	-71	-92	-121							
%销售收入	8.0%	8.2%	8.1%	8.2%	8.3%	8.4%							
管理费用	-39	-45	-50	-70	-90	-116							
%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	126	162	210							
%销售收入	19.0%	18.0%	18.0%	14.5%	14.5%	14.5%							
财务费用	-4	-7	-8	-6	-7	-13							
%销售收入	0.9%	1.4%	1.3%	0.7%	0.6%	0.9%							
资产减值损失	-4	-5	-10	-12	-15	-18							
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%							
息税前利润 (EBIT)	85	96	113	126	162	210							
%销售收入	19.0%	18.0%	18.0%	14.5%	14.5%	14.5%							
营业费用	-4	-7	-8	-6	-7	-13							
%销售收入	0.9%	1.4%	1.3%	0.7%	0.6%	0.9%							
资产减值损失	-4	-5	-10	-12	-15	-18							
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	108	141	179							
营业利润率	17.1%	15.7%	15.1%	12.4%	12.5%	12.4%							
营业外收支	1	2	2	3	5	7							
税前利润	77	86	97	111	146	186							
利润率	17.3%	16.2%	15.5%	12.8%	13.0%	12.8%							
所得税	-19	-21	-23	-27	-35	-45							
所得税率	25.1%	24.8%	24.1%	24.2%	24.2%	24.2%							
净利润	58	64	74	84	110	141							
少数股东损益	1	3	5	8	17	26							
归属于母公司的净利润	57	61	69	76	93	115							
净利率	12.7%	11.6%	11.0%	8.8%	8.3%	7.9%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	58	64	74	84	110	141							
非现金支出	30	34	47	26	34	43							
非经营收益	4	7	6	3	0	4							
营运资金变动	-62	-60	-145	-112	-177	-160							
经营活动现金净流	30	46	-18	1	-33	28							
资本开支	-32	-40	-69	-149	-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	-150	-78	-106							
股权募资	2	0	315	0	0	0							
债权募资	34	35	36	-108	108	91							
其他	-6	-11	-9	-7	-7	-13							
筹资活动现金净流	31	25	343	-115	101	78							
现金净流量	11	30	256	-264	-10	0							
资产负债表 (人民币百万元)							每股指标						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	66	97	354	90	80	80							
应收账款	260	310	404	506	655	856							
存货	56	66	76	105	135	174							
其他流动资产	24	33	56	91	124	170							
流动资产	406	506	890	791	994	1,280							
%总资产	75.6%	76.2%	81.4%	70.6%	72.3%	73.9%							
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%	19.0%	19.9%							
无形资产	8	10	15	101	89	77							
非流动资产	131	158	203	330	381	453							
%总资产	24.4%	23.8%	18.6%	29.4%	27.7%	26.1%							
资产总计	538	663	1,092	1,121	1,375	1,733							
普通股股东权益	399	461	844	920	1,013	1,128							
少数股东权益	7	10	16	24	41	67							
负债股东权益合计	538	663	1,092	1,121	1,375	1,733							
比率分析							每股指标						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	1.480	1.609	1.353	1.071	1.309	1.614							
每股净资产	10.451	12.060	16.561	18.061	19.893	22.152							
每股经营现金流	0.781	1.202	-0.357	0.028	-0.647	0.549							
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%	8.30%	9.21%	10.20%							
总资产收益率	10.51%	9.27%	6.31%	6.81%	6.79%	6.64%							
投入资本收益率	12.94%	12.08%	8.35%	9.52%	10.06%	10.93%							
增长率													
主营业务收入增长率	13.48%	19.01%	18.44%	39.00%	28.44%	29.46%							
EBIT增长率	8.46%	12.92%	18.28%	11.54%	28.63%	29.36%							
净利润增长率	15.19%	8.74%	12.14%	10.85%	22.16%	23.35%							
总资产增长率	22.79%	23.38%	64.71%	2.63%	22.63%	26.07%							
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	82.6	83.1	83.4							
偿债能力													
净负债/股东权益	4.28%	5.80%	-21.65%	-3.13%	8.37%	<b							

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	1	1
增持	0	0	0	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.67	1.67

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
2	2017-03-21	增持	116.26	N/A
3	2017-06-19	增持	93.92	N/A
4	2017-08-30	增持	89.01	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 7GH