

塞力斯(603716.SH) 增持(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 60.11元

积极布局扩张 2018业绩成长有望持续**市场数据(人民币)****公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.353	1.316	1.917	2.634	3.363
每股净资产(元)	16.56	13.09	17.99	20.52	23.79
每股经营性现金流(元)	-0.36	-0.93	-0.91	-0.96	-0.61
市盈率(倍)	93.15	37.64	31.35	22.82	17.87
行业优化市盈率(倍)	17.92	17.92	17.92	17.92	17.92
净利润增长率(%)	12.14%	36.17%	45.70%	37.37%	27.69%
净资产收益率(%)	8.17%	10.05%	10.66%	12.83%	14.14%
总股本(百万股)	50.94	71.32	71.32	71.32	71.32

事件

- 2017年年报公司实现收入9.2亿元, 归母净利润0.94亿元, 扣非归母净利润0.86亿元, 分别同比增长47%、36%、28%。

分析

- **四季度表现出色:** 根据年报四季度公司实现收入3.03亿元, 归母净利润3847万元, 同比、环比增长均超过100%, 公司前期布局已经逐步发挥效果。同时这一扩张速度具有持续性, 根据2018年一季度业绩预告, 公司将继续保持优秀增长速度。
- **终端数量持续增长 地域布局不断扩张:** 医疗检验集约化营销及服务带来的收入占2017年营业收入的80.64%, 集约化业务覆盖终端60余家, 终端数量成长迅速。2017年新设控股子公司14家, 受让或增资控股及参股公司10家, 同时与华润医药、华润凤凰在山东、河南、湖北等地进行业务战略合作, 地域布局由以两湖为主迅速扩展到东南沿海、西部和东北, 且新区域合同落地预期清晰。
- **上游议价取得突破:** 2017年公司在供应链整合上通过深度合作、重新议价、渠道并购等手段争取供应链优势, 47家国际品牌、国内品牌的活跃供应商的供应价格进一步下降, 公司的平台价值逐步得到印证。
- **切入SPD供应链管理, 丰富收入来源:** 公司收购以大供应链股权, 切入SPD领域, 提供药品、耗材、诊断试剂、器械的供应、采购、管理、配送、集中结算等一体化综合性服务, 公司通过SPD深度参与医院管理, 增强服务属性, 提升客户粘性, 有利于供应、物流、维修、质控一体化服务的协同, 同时丰富和扩大收入。
- 公司2017年12月获得非公开发行批文, 融资额不超过10.52亿元, 如能成功落地, 将有力补充公司现金储备, 帮助公司实现持续扩张。

盈利调整

- 我们看好检验集约化行业发展趋势, 不考虑非公开发行影响, 考虑各地新设立/并购子公司有望落地新业务, 我们预测公司2018-2020年EPS为1.917、2.634、3.363元, 同比增长46%、37%、28%。维持“增持”评级。

风险提示

- 医院签约不达预期; 人才储备不足影响扩张; 规模扩张导致经营性净现金流缺口扩大; 政策面降价压力; 2017年10月股权解禁对股价压力

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

■ 内生成长能力可观

- 2017 年公司新设/并购子公司 21 家，报告期纳入合并销售收入 17,794.53 万元，占当年公司销售收入 19.33%；如除去这一影响，公司内生收入增速大约 18.4%；
- 根据公司公布的股权投资并表利润情况，我们估计公司去除并表因素后扣非归母利润在 7521 万元左右，同比增长 12%；
- 因此无论以收入还是利润衡量，公司都具备可观的内生成长能力。

图表 1：公司内生利润成长估计

被投资公司名称	主要业务	投资金额（万元）	持股比例	资金来源	合作方	投资期限	产品类型	合并日至期末净利润（元）
重庆塞力斯	医疗器械经营	1020	51%	自有	汤军、刘晖、张细梅	长期	体外诊断产品	-430,809
广东塞力斯	医疗器械经营	1530	51%	自有	陶鹏辉、谢严	长期	体外诊断产品	0
福建塞力斯	医疗器械经营	1530	51%	自有	林金、林间	长期	体外诊断产品	-779,603
黑龙江塞力斯	医疗器械经营	1020	51%	自有	陶鹏辉、安金生、李智平	长期	体外诊断产品	-673,770
黄石塞力斯	医疗器械经营、独立检验实验室	1000	100%	自有	/	长期	体外诊断产品	-391,616
北京塞力斯	医疗器械经营	1020	51%	自有	北京龙宝、王恩涛	长期	体外诊断产品	-602,173
成都塞力斯	医疗器械经营	1020	51%	自有	陈咏虹	长期	体外诊断产品	0
河北塞力斯	医疗器械经营	1020	51%	自有	贵少波、孙丽、王伟胜、陈鹏	长期	体外诊断产品	0
华裕正和	医疗器械经营	1020	51%	自有	崔文卓、王玉喜、王俊、王克贞	长期	体外诊断产品	-415,630
京阳腾微	医疗器械经营	6732	51%	自有或者贷款	耿智焱、邵新杰、霍菲、赵长钧、赵嵘	长期	体外诊断产品	10,492,047
武汉汇信	医疗器械经营	6732	51%	自有	胡海林、罗晓红、闻明	长期	体外诊断产品	6,768,792
奥申博	医疗器械经营	1200	80%	自有	曲春国、王少甫、杨宇威	长期	体外诊断产品	502,316
湖南捷盈	医疗器械经营	1918.8	92%	自有	彭维云、钱昌、雷星	长期	体外诊断产品	2,912,622
广西信禾通	医疗器械经营	4000	10%	自有	刘贞、姜寿林、李柏雄	长期	体外诊断产品	6,000,410
以大供应链	软件销售	900	18%	自有	广州以大计算机、广州瑞云、广州以诚	长期	软件	2,636,921
总计		31662.8					考虑股权后并表利润	11,087,551
							2017年扣非归母利润	8,630
							2017年扣非归母利润 (去除并表)	7,521
							2016年扣非归母利润	6,734
							去除并表后同比	12%

来源：公司年报，国金证券研究所

■ 核心区域盈利能力稳定 毛利率下降更多由其他区域扩张导致

- 随着公司规模积极扩张，公司毛利率水平有所下滑，2017 年公司检验集约化业务毛利率为 32%，同比减少 2.07%。
- 但从地域看，核心省份湖北、河南毛利率上升，湖南、江苏盈利水平有所下降，但上述省份整体毛利水平并没有出现明显下滑，公司原有核心业务盈利能力稳定。
- 而其他区域业务 2017 年收入有了 100%以上增长，其中有外延因素影响和业务构成变化，毛利率变化不具备太大参考价值。

图表 2：公司业务分区域比较

	2017			2016		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
湖北省	328,099,499.13	229,714,737.94	30%	232,768,007.25	165,793,556.22	29%
湖南省	176,085,193.53	130,485,182.79	26%	137,936,183.19	100,562,485.44	27%
河南省	88,249,263.19	55,274,602.81	37%	55,653,951.46	35,238,817.20	37%
江苏省	84,226,842.21	52,307,018.51	38%	99,762,166.89	59,325,436.25	41%
核心区域总计	676,660,798.06	467,781,542.05	31%	526,120,308.79	360,920,295.11	31%
其他区域	243,855,746.05	142,659,921.56	41%	101,207,748.10	47,926,740.86	53%

来源：公司年报，国金证券研究所

- **公司费用比例控制得当，2017年全年销售费用率8.8%同比上升0.7%，管理费用率7.9%，同比下降0.1%；为财务费用率1.1%，同比下降0.2%。**
- **经营周转有所趋紧在高速扩张和子公司并表环境下是正常现象**
 - 经营性净现金流-6325万，缺口扩大272%；
 - 公司应收账款5.77亿元，同比增长60%，占总资产比例37%，上升4%。；公司存货2.02亿元，同比增长165%，在总资产中占比13%；
 - 公司长期待摊费用0.31亿元，同比增长317%，主要是集约化客户实验室建造支出所致，表明公司前期合同已经开始有效执行，预计未来将驱动收入不断增长；
 - 公司应收账款和存货情况与2017年三季报接近，相比2016年同期上升较为明显。我们认为随着公司在规模和地域扩张方面加快步伐，同时子公司设立和外延并购也在不断落地，业务高速增长期经营周转能力有所下降是正常现象，也是行业普遍发展规律。
 - 如公司在2018年顺利完成公开发行，将有效补充运营资本，帮助公司实现更快速扩张，争夺市场主动权。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	530	627	921	1,500	2,105	2,800
增长率	18.4%	46.7%	63.0%	40.3%	33.0%	
主营业务成本	-342	-409	-610	-1,010	-1,430	-1,920
%销售收入	64.6%	65.2%	66.3%	67.3%	67.9%	68.6%
毛利	187	218	310	490	675	880
%销售收入	35.4%	34.8%	33.7%	32.7%	32.1%	31.4%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-10	-14	-18
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-43	-51	-81	-135	-189	-246
%销售收入	8.2%	8.1%	8.8%	9.0%	9.0%	8.8%
管理费用	-45	-50	-72	-119	-162	-210
%销售收入	8.4%	8.0%	7.9%	7.9%	7.7%	7.5%
息税前利润(EBIT)	96	113	152	227	310	405
%销售收入	18.0%	18.0%	16.5%	15.1%	14.7%	14.5%
财务费用	-7	-8	-10	-15	-21	-36
%销售收入	1.4%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.3%
资产减值损失	-5	-10	-12	-13	-15	-16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	83	95	139	198	275	353
营业利润率	15.7%	15.1%	15.1%	13.2%	13.0%	12.6%
营业外收支	2	2	0	1	1	1
税前利润	86	97	139	199	275	354
利润率	16.2%	15.5%	15.1%	13.3%	13.1%	12.6%
所得税	-21	-23	-33	-47	-65	-84
所得税率	24.8%	24.1%	23.4%	23.7%	23.7%	23.7%
净利润	64	74	107	152	210	270
少数股东损益	3	5	13	15	22	30
经营活动现金净流	34	47	61	74	96	121
非经营收益	7	6	6	16	22	37
营运资金变动	-60	-145	-240	-307	-396	-471
经营活动现金净流	46	-18	-66	-65	-69	-44
资本开支	-40	-69	-115	-99	-118	-133
投资	0	0	-133	-21	-15	-15
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-40	-69	-249	-120	-133	-148
股权筹资	0	315	11	0	0	0
债权筹资	35	36	165	-117	231	237
其他	-11	-9	-22	186	-29	-45
筹资活动现金净流	25	343	155	69	202	192
现金净流量	30	256	-160	-116	0	0

资产负债表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	97	354	196	80	80	80
应收账款	310	404	612	804	1,108	1,467
存货	66	76	202	230	325	437
其他流动资产	33	56	99	153	230	337
流动资产	506	890	1,109	1,266	1,743	2,320
%总资产	76.2%	81.4%	70.7%	70.9%	75.3%	79.0%
长期投资	18	18	75	95	110	125
固定资产	123	161	211	240	249	254
%总资产	18.6%	14.8%	13.4%	13.4%	10.7%	8.6%
无形资产	10	15	151	170	199	222
非流动资产	158	203	460	521	573	617
%总资产	23.8%	18.6%	29.3%	29.1%	24.7%	21.0%
资产总计	663	1,092	1,569	1,787	2,315	2,937
短期借款	120	148	310	195	426	662
应付款项	39	31	164	118	181	267
其他流动负债	22	28	59	72	102	137
流动负债	182	207	532	386	710	1,065
长期贷款	4	20	28	28	29	
其他长期负债	7	6	5	5	6	8
负债	193	233	566	419	744	1,103
普通股股东权益	461	844	933	1,283	1,464	1,696
少数股东权益	10	16	70	85	107	137
负债股东权益合计	663	1,092	1,569	1,787	2,315	2,937

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.609	1.353	1.316	1.917	2.634	3.363
每股净资产	12.060	16.561	13.088	17.990	20.524	23.787
每股经营现金流	1.202	-0.357	-0.931	-0.911	-0.962	-0.610
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	13.34%	8.17%	10.05%	10.66%	12.83%	14.14%
总资产收益率	9.27%	6.31%	5.98%	7.65%	8.11%	8.17%
投入资本收益率	12.08%	8.35%	8.65%	10.87%	11.67%	12.25%
增长率						
主营业务收入增长率	19.01%	18.44%	46.74%	62.95%	40.33%	33.02%
EBIT增长率	12.92%	18.28%	34.13%	49.58%	36.62%	30.87%
净利润增长率	8.74%	12.14%	36.17%	45.70%	37.37%	27.69%
总资产增长率	23.38%	64.71%	43.65%	13.86%	29.57%	26.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	177.1	184.1	185.7	182.0	180.0	180.0
存货周转天数	64.9	63.4	83.0	83.0	83.0	83.0
应付账款周转天数	24.0	15.3	19.3	21.0	22.0	24.0
固定资产周转天数	85.0	93.2	80.7	54.2	39.2	28.9
偿债能力						
净负债/股东权益	5.80%	-21.65%	14.15%	10.47%	23.83%	33.32%
EBIT利息保障倍数	12.9	13.7	15.5	15.2	15.0	11.2
资产负债率	29.09%	21.35%	36.04%	23.43%	32.15%	37.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
0	1	2	3	3	
0	0	1	1	4	
0	0	1	1	1	
0	0	0	0	0	
0.00	1.00	1.75	1.60	1.75	

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
5	2017-10-31	增持	51.75	N/A
6	2017-12-22	增持	48.48	N/A
7	2018-02-01	增持	48.07	N/A
8	2018-02-07	增持	44.38	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



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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