

审慎推荐-A (首次)

寿仙谷 603896.SH

当前股价: 38.55 元  
2017年07月11日

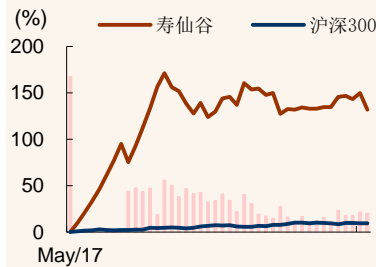
寿比南山需健康, 仙芝石斛来护航

基础数据

上证综指	3213
总股本(万股)	13980
已上市流通股(万股)	3495
总市值(亿元)	54
流通市值(亿元)	13
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	18.8
资产负债率	26.3%
主要股东	浙江寿仙谷投资管理
主要股东持股比例	41.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	234	234
相对表现	1	225	220



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

董瑞斌

021-68407847  
dongruibin@cmschina.com.cn  
S1090516030002

研究助理

陈曦

chenxi12@cmschina.com.cn

研究助理

杨珏

021-68407543  
yangjue@cmschina.com.cn

研究助理

周翔宇

zhouxiangyu@cmschina.com.cn

未来保健产品被更多人所接受是大势所趋, 公司目前产能空间充足, 随着全国百亿市场被逐渐开拓, 公司规模将有十倍以上成长空间。预估每股收益 17/18 年 0.65/0.77 元, 对应 17/18 年的 PE 分别为 59.7/50.4, 首次覆盖给予 “审慎推荐-A” 投资评级。

□ 灵芝孢子粉及铁皮枫斗颗粒产品拥有数百亿潜在市场空间。公司主打灵芝孢子粉、铁皮石斛等相关保健养生产品, 拥有较为完整的全产业链。丰富的产品业务线, 构成寿仙谷特有的生态有机循环产业链闭环。无论从肿瘤病患还是保健品使用渗透率角度测算, 公司产品将有数百亿需求市场。

□ 中药饮片行业成发展最快医药子行业, 细分行业规范, 优质企业迎来发展良机。居民收入水平持续提升拉动医疗卫生消费增长; 慢性疾病发病率提高带动中药饮片消费; 人口老龄化继续推动中药饮片市场扩容。纵观中药保健品行业, 国家监管部门强势介入, 引导行业逐步规范, 优质企业迎来发展良机。

□ 寿仙谷灵芝孢子破壁技术业内领先, 铁皮石斛质量高, 产品竞争力强。破壁技术可大幅提升产品有效成分, 二十年研究积累助力公司形成高壁垒。紧抓育种环节, 从产业链源头提升药材质量和药效, 种植过程高效、环保, 创新有机栽培新模式。同时立足于长三角地理优势, 供给和终端消费均无忧虑。

□ 公司布局全国销售网络, 积极打造公司品牌影响力。销售网络是中药饮片生产企业赢得市场的重要因素。募投项目拟投资近 1.7 亿元用于实施营销网络建设项目。随着大众对保健品消费心态日趋理性、成熟, 行业营销模式由广告营销转为技术、品牌营销。公司客户复购率情况良好, 如何吸引潜在客户 “第一次” 购买成为销售关键。

□ 首次覆盖给予 “审慎推荐-A” 投资评级。我们预测未来保健产品将被更多人所接受是大趋势, 公司目前产能空间充足, 随着全国市场逐渐被开拓, 公司规模将持续增长。预估每股收益 17/18 年 0.65/0.77 元, 对应 17/18 年的 PE 分别为 59.7/50.4, 首次覆盖给予 “审慎推荐-A” 投资评级;

□ 风险提示: 原料种植受自然灾害影响不确定性大、消费者习惯培育不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	302	315	371	466	570
同比增长	0%	4%	18%	26%	22%
营业利润(百万元)	57	71	80	97	121
同比增长	-13%	24%	13%	21%	25%
净利润(百万元)	63	81	90	107	131
同比增长	-10%	29%	12%	18%	23%
每股收益(元)	0.60	0.77	0.65	0.77	0.94
PE	64.5	49.9	59.7	50.4	41.1
PB	11.0	9.3	6.5	5.9	5.3

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、寿仙谷打造产业生态闭环，产品拥有数百亿市场 .....	4
1、公司主打灵芝孢子粉、铁皮石斛等相关保健养生产品 .....	4
2、公司掌握“全产业链”发展模式，专注挖掘核心环节优势 .....	5
3、不同产品业务看似分散，实则环环紧扣，形成生态闭环 .....	6
4、灵芝孢子粉及铁皮枫斗颗粒产品拥有数百亿需求市场 .....	7
二、中药饮片行业成为发展最为快速的医药子行业，市场前景广阔 .....	8
1、中药饮片行业已成为发展最为快速的医药子行业 .....	8
2、几大因素共同推动行业广阔前景 .....	9
3、监管趋严形势下，行业规范形成良好市场环境 .....	10
三、寿仙谷灵芝孢子破壁技术业内领先 .....	11
1、破壁技术可大幅提升产品有效成分 .....	11
2、二十余年研究积累攻克破壁技术重重难关 .....	11
3、公司破壁技术研发实力强、壁垒高 .....	12
4、优质原料培育已国际领先，公司赢在起跑线 .....	13
四、寿仙谷铁皮石斛质量高、相关产品竞争力强 .....	14
1、公司育种储备丰富，产品质量在同行业中处于前列 .....	14
2、鲜铁皮石斛市场竞争激烈，公司注重技术革新，走差异化路线 .....	15
五、立足江浙沪，辐射全国市场 .....	16
1、公司开始布局全国网点，突破发展地域限制 .....	16
2、保健品行业营销模式的转变 .....	17
3、如何让潜在客户迈出“第一步”成为关键 .....	18
六、风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1 公司主要业务模式 .....	6
图 2 寿仙谷生态有机循环产业链系统 .....	7
图 3 国内肿瘤患者情况 .....	7
图 4 肿瘤患者需求市场情况 .....	7
图 5 灵芝孢子粉及铁皮枫斗颗粒需求测算（行业角度） .....	8

图 6 保健品市场规模及细分产品渗透率 .....	8
图 7 2003-2014 年中国医药工业总产值（单位：亿元） .....	8
图 8 2004-2013 年中药饮片工业总产值及占医药工业总产值比重 .....	9
图 9 2003-2015 年我国城镇居民家庭人均可支配收入及人均医疗保健支出（单位：元） .....	9
图 10 2003-2015 年我国农村居民家庭人均可支配收入及人均医疗保健支出（单位：元） .....	9
图 11 2003-2016 年我国 65 岁以上老年人口及总人口占比 .....	10
图 12 破壁技术应用效果图 .....	11
图 13 破壁灵芝孢子粉颗粒有效成分高 .....	13
图 14 三代孢子粉技术划分 .....	13
图 15 寿仙谷灵芝培育已国际领先 .....	14
图 16 公司铁皮石斛育种储备丰富 .....	14
图 17 江省铁皮石斛产业种植面积及产值增长 .....	16
图 18 云南省铁皮石斛产业种植面积及产值增长 .....	16
表 1: 中药饮片类产品 .....	4
表 2: 保健食品类产品 .....	5
表 3: 无公害食品、绿色食品、有机食品对比 .....	6
表 4: 灵芝孢子破壁方法对比 .....	11
表 5: 公司创新的循环经济型、有机栽培新模式图 .....	15
表 6: 铁皮石斛产品主要分类 .....	15
表 7: 公司主要竞争对手情况 .....	15
表 8: 公司直营店及前三十大经销商收入情况 .....	17
表 9: 直营店规划情况 .....	17
表 10: 公司专柜配备规划情况 .....	17
附：财务预测表 .....	19

## 一、寿仙谷打造产业生态闭环，产品拥有数百亿市场

### 1、公司主打灵芝孢子粉、铁皮石斛等相关保健养生产品

公司是一家专业从事灵芝、铁皮石斛等名贵中药材的品种选育、栽培、加工和销售的高新技术企业。目前公司已形成“以中药饮片为主、保健食品为辅”，“中药饮片以灵芝孢子粉（破壁）、鲜铁皮石斛为主，其他中药饮片为辅”的产品格局。

表 1：中药饮片类产品

产品系列	产品类别	主要功效	产品示例
灵芝系列	灵芝孢子粉（破壁）	具有补气安神，健脾宜肺之功能。用于虚劳体弱，失眠多梦，咳嗽气喘	
	灵芝片	具有补气安神，止咳平喘之功效。用于心神不宁，失眠心悸，肺虚咳喘，虚劳短气，不思饮食	
铁皮石斛系列	鲜铁皮石斛	具有益胃生津，滋阴清热功效。用于热病津伤，口干烦渴，胃阴不足，食少干呕，病后虚热不退，阴虚火旺，骨蒸劳热，目暗不明，筋骨萎软	
	铁皮枫斗		
其他中药饮片	西红花	具有活血化瘀，凉血解毒，解郁安神之功效。用于经闭瘀瘦，产后瘀阻，温毒发斑，忧郁痞闷，惊悸发狂	
	南方红豆杉	消肿散结，通经利尿。用于肿瘤、肾病、类风湿性关节炎等症	

三叶青 清热解毒，消肿止痛，化痰，用于小儿高热惊风，百日咳，疔疮痈疽，淋巴结结核，毒蛇咬伤



资料来源：招股说明书，招商证券

表 2: 保健食品类产品

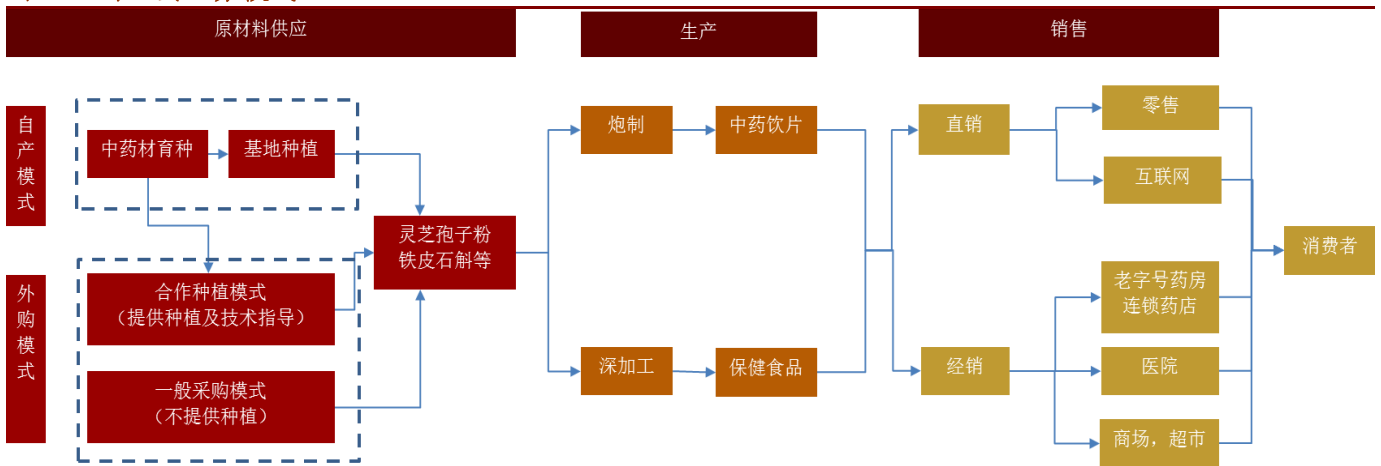
产品类别	保健功能	产品示例
铁皮枫斗灵芝浸膏	增强免疫力	
铁皮枫斗颗粒	免疫调节、抗疲劳	
灵芝破壁孢子粉胶囊	增强免疫力	

资料来源：招股说明书，招商证券

## 2、公司掌握“全产业链”发展模式，专注挖掘核心环节优势

公司已经形成了灵芝、铁皮石斛等系列产品的“全产业链”发展模式。公司通过科技创新和实践、突破了常规“企业+农户”的生产模式，实现了从“中医中药基础科学研究→优良品种选育→仿野生有机栽培→传统养生秘方研究与发展→现代中药炮制与有效成分提取工艺研究→中药临床应用”一整套完善的中药产业链。




图 1 公司主要业务模式



资料来源：招股说明书、招商证券

公司对产品实施身份证可追溯制度，建立健全质量控制体系。公司通过了中国有机和欧盟有机双认证、国家中药材 GAP 认证、保健食品 GMP 认证、中药饮片 GMP 认证，确保产品安全、有效、无污染。

表 3: 无公害食品、绿色食品、有机食品对比

类型	概念	安全等级
 无公害产品	无公害农产品是保证人们对食品质量安全最基本的需要，是最基本的市场准入条件，普通食品都应达到这一要求。产品生产过程中允许限量、限品种、限时间地使用人工合成的安全的化学农药、肥料、添加剂等，它符合国家食品卫生标准，但比绿色食品标准要宽。其标志的使用期为 3 年。	★
 绿色食品	产品或产品原料产地必须符合农业部制订的绿色食品生态环境质量标准；食品加工必须符合农业部制订的绿色食品的生产操作规程；产品必须符合绿色食品质量和卫生标准；产品外包装必须符合国家食品标签通用标准，符合绿色食品特定的包装、装潢和标签规定。我国的绿色食品生产 A 级允许限量使用化学合成生产资料、化学合成的肥料、农药、添加剂、食品添加剂和其他有害于环境和健康的物质。从本质上讲，绿色食品是从普通食品向有机食品发展的一种过渡性产品。绿色食品标志的使用期为 3 年。	★★★
 有机产品	有机食品与其他食品的区别主要有三方面：1、有机食品在生产加工过程中绝对禁止使用农药、化肥、激素等人工合成物质，并且不允许使用基因工程技术；其他食品则允许有限使用这些物质，并且不禁止使用基因工程技术。2、有机食品对于产品周围自然环境要求严格，考虑到某些物质在环境中会残留相当一段时间，因此包括环境中土壤、水、空气都要达到具体的安全标准。3、生产食品在数量上严格控制，要求定地块、定产量，其他食品没有如此严格的要求。有机产品标志使用为 1 年。	★★★★★

资料来源：公司资料、招商证券

### 3、不同产品业务看似分散，实则环环紧扣，形成生态闭环

公司拥有丰富的产品业务，形成寿仙谷特有的生态有机循环产业链闭环。公司拥有包括原木赤灵芝、铁皮石斛、西红花、杭白菊、茶叶、山茶、油菜、土猪、稻鸭等等自有产品，看似十分独立各自生长的各类物种，互相形成食物链上下游关系，完美打造了有机

循环产业链系统，为公司生产各类深加工产品和有机食品奠定了坚实的基础。

图 2 寿仙谷生态有机循环产业链系统



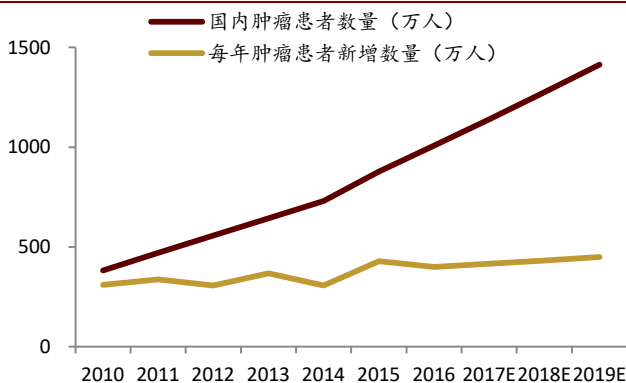
资料来源：公司资料、招商证券

#### 4、灵芝孢子粉及铁皮枫斗颗粒产品拥有数百亿需求市场

灵芝孢子粉对多种肿瘤细胞有明显抑制作用。用于配合恶性肿瘤患者的放疗、化疗，能增强病人的耐受性，减轻副作用，改善骨髓造血功能，增加白细胞的转移、复发，增强免疫能力，促进康复。晚期癌症患者服用后可增强体质和抗癌能力，缓解并发症的发生和发展，延长存活期，提高生活质量。

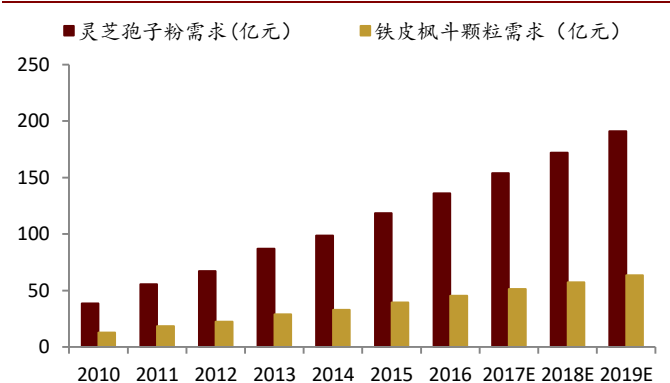
国内癌症患者存量快速增加，百亿市场浮出水面。近年来国内癌症患者数量显著增多，预计今年累计存活的癌症患者将突破千万。以寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒 2g\*90 包/盒 4950 元为例，患者日均使用量为 2-4 包/天，预计每 40 名患者中有 1 人使用公司产品，可估算得市场规模超过 130 亿。若以寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒 2g\*90 包/盒 1800 元为例，相应市场规模也将超过 45 亿。

图 3 国内肿瘤患者情况



资料来源：国家癌症中心、招商证券

图 4 肿瘤患者需求市场情况

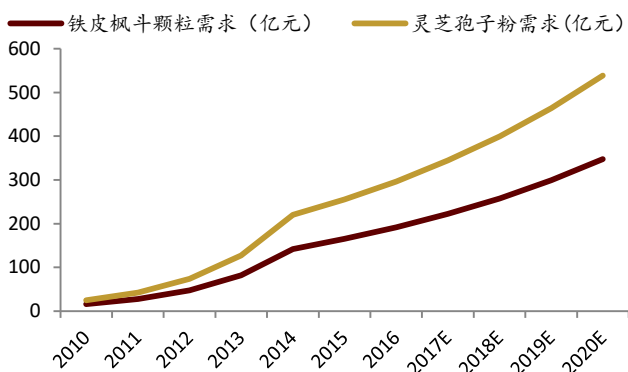


资料来源：公司官网、招商证券

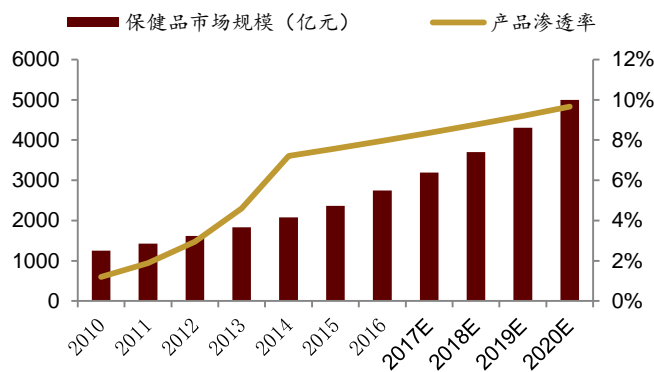
随着我国保健产品整体渗透率的提升以及公司产品占比的提升，保健需求提供的市场空间更加充足。我国的人均保健食品使用量远低于发达国家/地区，以人均保健食品消费额为标准，亚洲发达国家/地区平均相当于中国的 12.1 倍，北美和欧洲分别相当于中国的 8.8 倍和 3.4 倍。以寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒 2g\*90 包/盒 1800 元为例，居民日均使用量为 1-2 包/天，可估算得市场规模超过 200 亿。若以寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒

2g\*90包/盒 4950元为例,假设由于价格原因,单品渗透率为铁皮枫斗颗粒的十分之一,相应市场规模也将超过100亿。

图5 灵芝孢子粉及铁皮枫斗颗粒需求测算(行业角度) 图6 保健品市场规模及细分产品渗透率



资料来源: 产业信息网、招商证券



资料来源: 产业信息网、招商证券

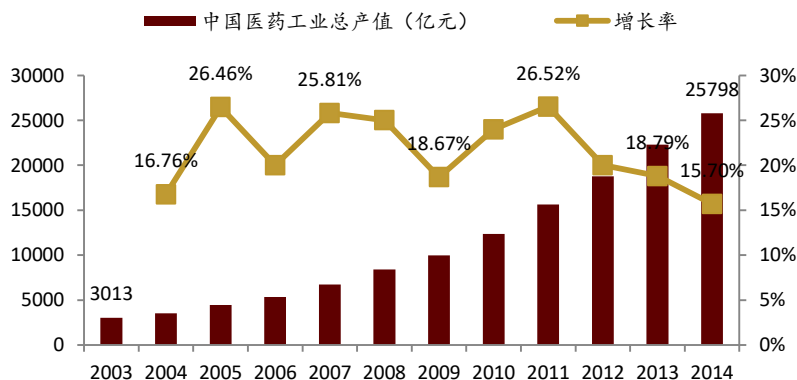
## 二、中药饮片行业成为发展最为快速的医药子行业,市场前景广阔

寿仙谷所处细分领域为中药饮片行业。中药饮片是指按中医药理论将中药材经过规范化的中药炮制方法炮制加工、减毒增效后可直接用于中医临床的中药。中药饮片可直接作为药剂配方服用或直接服用,或进一步加工为中成药。寿仙谷所生产的主要产品灵芝孢子粉和铁皮石斛因其效用属性,兼具保健品特性。

### 1、中药饮片行业已成为发展最为快速的医药子行业

中国医药行业近年来保持快速发展态势, CAGR 超过 21%。我国人口众多, 药品刚性消费需求巨大, 随着我国经济的持续发展, 人们对身体健康的重视程度不断提高, 对药品消费需求随之逐步扩大, 由此也带来了医药工业的快速发展。我国医药工业产值从2003年的3,013亿元增至2014年的25,798亿元, 年均复合增长率为21.56%。在我国人口数量保持较高增长及人口老龄化的背景下, 医药市场未来总体需求仍将呈现较快的增长趋势。

图7 2003-2014年中国医药工业总产值(单位: 亿元)

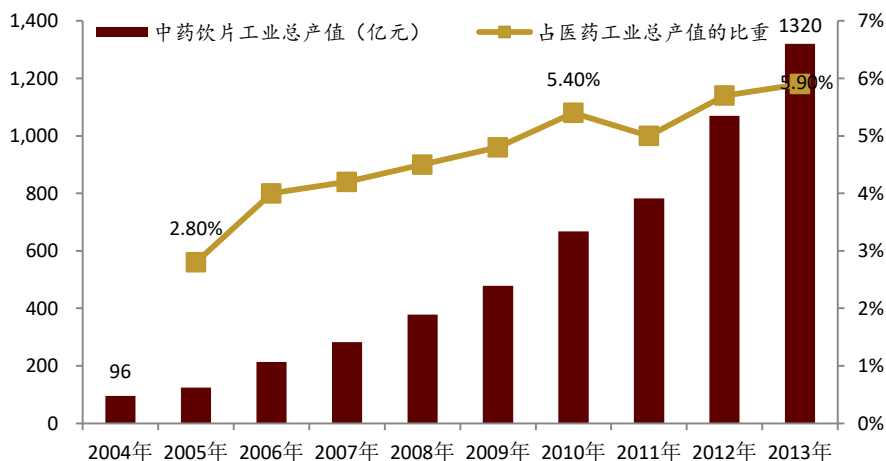


资料来源: 南方医药经济研究所、招商证券



中药饮片行业 CAGR 超过 33%，成为医药行业中最快速发展的子行业。自 2004 年以来，中药饮片行业一直保持强劲的增长势头。2009 年中药饮片被列入国家基本药物目录，进一步推动了中药饮片行业的发展，工业总产值从 2004 年的 96.43 亿元增至 2013 年的 1,319.76 亿元，年均复合增速达 33.74%，增长速度明显高于医药工业 21.56% 的整体增速。与此同时，中药饮片在医药行业中的占比也呈现逐年递增的趋势，从 2005 年的 2.8% 提升至 2013 年的 5.9%。

图 8 2004-2013 年中药饮片工业总产值及占医药工业总产值比重

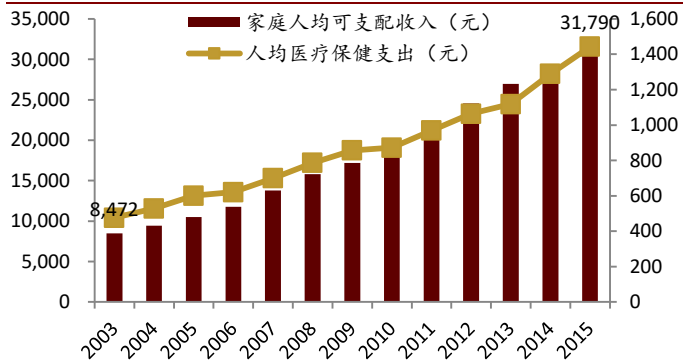


资料来源：《中国药学年鉴（2005-2013）》、南方医药经济研究所、招商证券

## 2、几大因素共同推动行业广阔前景

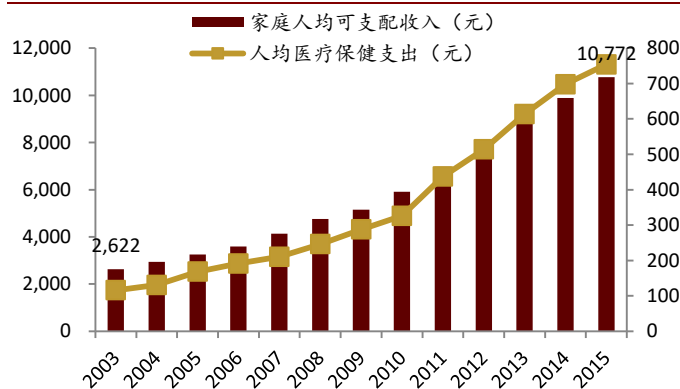
居民收入水平持续提升，医疗保健意识逐渐增强，拉动医疗卫生消费增长。近年来，随着我国经济持续快速发展，居民生活条件越来越好，使得居民卫生支付能力不断提升。城镇居民人均医疗保健支出从 2003 年的 476 元增至 2014 年的 1306 元，年均复合增长 9.61%，农村居民人均医疗保健支出从 2003 年的 116 元增至 2014 年的 754 元，年均复合增长率 18.57%。随着今后国民经济的进一步发展，我国居民可支配收入和保健支出的提高，中药饮片的消费亦将稳步增长。

图 9 2003-2015 年我国城镇居民家庭人均可支配收入及人均医疗保健支出（单位：元）



资料来源：Wind、招股说明书、招商证券

图 10 2003-2015 年我国农村居民家庭人均可支配收入及人均医疗保健支出（单位：元）

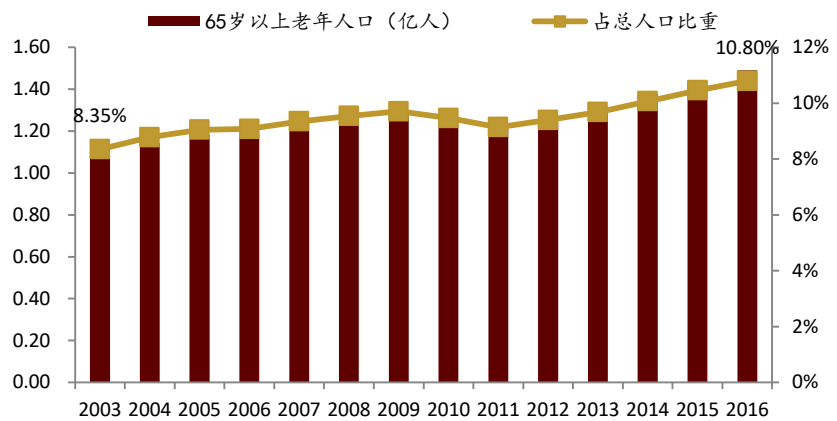


资料来源：Wind、招股说明书、招商证券

**居民慢性疾病发病率提高将带动中药饮片消费。**慢性病是中药饮片的主要治疗领域之一。近年来,伴随着工业化、城镇化、老龄化进程加快,我国慢性病发病人数快速上升。2012年,我国有慢性病的确诊患者已超过 2.6 亿人。慢性病导致的死亡已经占到我国每年总死亡人数的 85%, 导致的疾病负担已经占总疾病负担的 70%。慢性病最突出的特点是复杂性,而中药能够通过全面调理来改善病情,在长期的发展中已经在防治疾病、保健养生、临床运用等多方面展示了其重要的医疗及保健作用。因此,大力发展和推广中医药事业是整个医药行业的必然趋势。

**人口老龄化将继续推动中药饮片市场扩容。**人体步入老年后生理功能逐渐衰退,患病率大大高于青壮年,因而在医疗保健方面的支出相对较高。而老年人及其子女随着保健意识的增强也越来越多的开始为自己及父母购买中药类产品。据统计,老年人口药品消费占药品总消费的比例已超过 50%。截至 2016 年底,我国 65 岁以上的老年人口达 1.49 亿人,占总人口 10.8%,老龄化形势日益严峻。未来随着社会老龄化的推进,对医疗保健的需求将进一步提升,进而推动医药市场扩容,增加对中药饮片等药品的消费需求。

图 11 2003-2016 年我国 65 岁以上老年人口及总人口占比



资料来源: Wind、招股说明书、招商证券

### 3、监管趋严形势下，行业规范形成良好市场环境

**高利润、低壁垒环境下行业井喷，然而建立在砂石上的城堡再坚固终究会垮塌。**80 年代末期到 1995 年初,是保健品行业的第一个高速发展时期。在这一阶段,由于保健品的高额利润和相对较低的政策壁垒和技术壁垒,涌现出了大大小小 3000 多家保健品生产企业。但仅仅建立在广告宣传 and 庞大的营销攻势基础上的保健品行业难以支持长久的发展,1995 年到 1998 年保健品行业经历了一个低谷期,企业数量和销售额大面积萎缩。

**国家监管部门强势介入,引导行业逐步规范,优质企业迎来发展良机。**2005 年,国家工商总局、SFDA 等国家 12 部委联合整治医药保健品市场的违法广告和违规经营现象,保健品行业首当其冲,由于广告声音的受限,保健品市场进入一个低谷期。直接的结果是:保健品市场将得到一次有效的净化,行业面临重新洗牌局面。这给一批真正有实力、有远见、有志于在中国保健品市场一显身手的企业带来一个新的市场机遇。

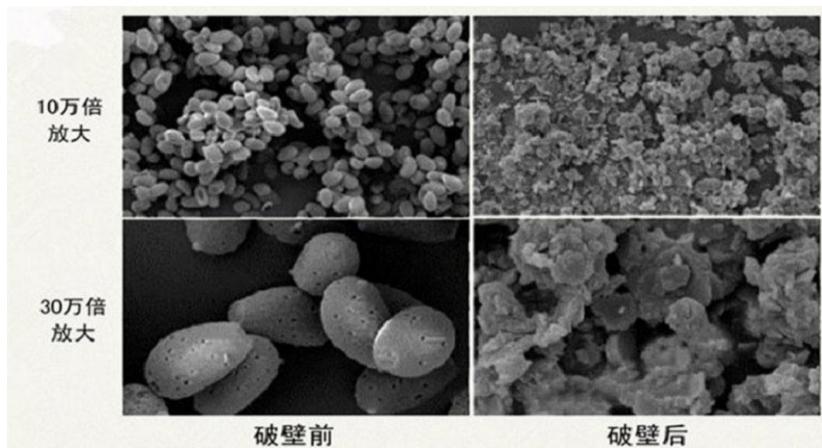
### 三、寿仙谷灵芝孢子破壁技术业内领先

#### 1、破壁技术可大幅提升产品有效成分

灵芝孢子破壁后才能真正提升人体对其有效成分的吸收。灵芝孢子内含有丰富的营养物质，包括灵芝多糖、灵芝多肽、三萜类、氨基酸和蛋白质等，其中多糖和三萜被认为是主要的药效成份。但是灵芝孢子有一层极难被人体胃酸消化的几丁质构成的外壁，质地坚韧、耐酸碱、极难氧化分解。只有打开这层外壁，由其紧裹的有效成份才能最大程度地被人体利用吸收。据研究表明，破壁后人体对灵芝孢子粉的吸收率可提高 75 倍之多。

灵芝孢子破壁后有效成份增加，药效更为显著。国内有研究表明，破壁后灵芝孢子粉的多糖量较未破壁的增加 69%，三萜类化合物增加 110%。此外，破壁后灵芝孢子粉的脂肪及水溶性多糖的含量分别比未破壁的提高 38.95% 和 21.83%。其他研究也表明，破壁孢子粉的还原糖和多肽较未破壁孢子粉易于提取，而得到的有效物质含量明显提高。更为重要的是，破壁孢子粉比不破壁孢子粉具有更强的体外毒杀癌细胞活性。总体来看，破壁孢子粉药效更为显著。

图 12 破壁技术应用效果图



资料来源：招股说明书、招商证券

#### 2、二十余年研究积累攻克破壁技术重重难关

灵芝孢子粉的破壁技术研究已有二十多年，虽然取得了一定进展，但是破壁效果仍不尽理想，大部分研究仅限于在实验室开展。此外，灵芝孢子粉富含不饱和脂肪酸及生物活性成份，不适宜的破壁方法或者破壁后未妥善保存、都会造成破壁的灵芝孢子粉氧化酸败，破坏生物活性成份。因此，寻找一种理想高效且适合工业化生产的破壁方法是人们亟待解决的问题。

目前，灵芝孢子粉破壁方法主要有物理破壁法、化学破壁法、生物酶破壁法和综合法，其主要特点如下：

表 4：灵芝孢子破壁方法对比

破壁方法	原理	特点
物理破壁法	利用机械作用力来破坏孢壁达到破壁效	优点在于处理简单，影响因素较少，破壁程度易控制。目

敬请阅读末页的重要说明

破壁方法	原理	特点
	果。根据机械力的不同又分为碾压法、挤压法和撞击法等。根据超微粉碎机的工作原理不同，又可以分为超音速气流法、振动磨法和球磨法等。	前，市场上绝大多数生产厂家采用物理破壁法。各地的中药炮制规范规定以中药饮片出售的灵芝孢子粉只能采用物理破壁法。 振动磨法主要缺点在于：因灵芝孢子的大小在4~6 $\mu\text{m}$ *8~10 $\mu\text{m}$ ，在破壁过程中会使工作仓温度升高引发氧化反应以及造成铬镍等重金属超标等问题。 超音速气流法无上述缺点。
生物酶破壁法	酶解法是生物破壁中比较普遍的方法，主要利用各种生物酶，包括纤维素酶、溶壁酶、和果胶酶等溶解灵芝孢子的孢壁达到破壁的目的。	优点在于耗能少，方法温和，不产生有毒物质。 缺点也较多，如后期分离回收酶或菌工艺复杂，作用时间长，并且在水介质中进行，烘干过程耗能，且灵芝孢子粉中的不饱和脂肪酸遇水会加速氧化酸败；此外，也不可避免菌或酶对有效成份的消耗分解。
化学破壁法	利用酸碱作用破坏细胞壁，达到破壁目的。化学法的工艺过程主要是溶剂浸泡、酸或碱降解。	优点与生物酶破壁法类似，但有害成份也难以去除，且酸碱作用可能污染产品，破坏产品有效成份；此外，作为药品及保健食品，消费者也难以接受化学试剂处理工艺。
综合法	将前述两种或两种以上方法联合使用即是综合法。	综合法效果较好，但是操作复杂，无法适应工业化生产模式。

资料来源：

目前市场上主要采用物理破壁法破壁，主要优点为处理简单，产品的破壁程度也易控制，但由于各厂家使用的设备及技术不同，灵芝孢子粉（破壁）产品质量也良莠不齐。

### 3、公司破壁技术研发实力强、壁垒高

**承担多项重点技术项目攻关任务及炮制规范制定任务。**公司先后承担了浙江省重大攻关重点项目“灵芝孢子破壁新工艺研究和开发”、国家星火计划项目“灵芝孢子粉精深加工技术研究”、国家食用菌工程技术研究中心项目“灵芝孢子粉精深加工技术研究”、省重点新产品试制计划项目“灵芝破壁孢子粉新产品试制项目”等多项国家及省级重大科技攻关项目。同时，公司承担了浙江省药监局对《浙江省中药炮制规范》（2015年版）收录的灵芝孢子粉（破壁）炮制规范的修订工作。

**独有技术超音速低温气流破壁法行业领先。**公司自主研发的气流破壁技术，具有破壁工作仓温度低、车间温度低、湿度低、原料含水量低、分级轮频率高的“四低一高”特点，确保加工环节不被污染，并防止氧化问题，显著提高了灵芝孢子粉（破壁）的有效成份。物理破壁法属行业通用技术，而公司的破壁技术属物理破壁法下的超音速低温气流破壁技术，具有水制法去瘪、去杂原料前处理新工艺及“四低一高”的技术特性，属于独有技术，且全行业领先。经检测，公司破壁灵芝孢子粉粗多糖含量超过 15.4%，总三萜含量超过 5.94%。

图 13 破壁灵芝孢子粉颗粒有效成分高



资料来源：公司网站、招商证券

第三代去壁技术实现产品效果数量级的跃升。公司产品经历了“第一代无破壁灵芝孢子粉——第二代破壁灵芝孢子粉——第三代去壁灵芝孢子粉”的不断升级。第三代去壁灵芝孢子粉是公司在技术上的又一重大突破，采用“破壁+去壁等分离技术”，以第二代破壁灵芝孢子粉为原料，进一步运用提取技术，分离孢子壁壳等无效成分，使得功效成份多糖提升 10 倍以上，三萜提升 6 倍以上。第三代去壁孢子粉苦味浓郁，应用效果实现了数量级跃升。

图 14 三代孢子粉技术划分



资料来源：公司网站、招商证券

#### 4、优质原料培育已国际领先，公司赢在起跑线

紧抓育种环节，从产业链源头提升药材质量和药效。优良品种是道地药材的关键，品种优劣直接关系到中药材的产量、质量和药效。公司建有珍稀中药材种质资源库，收集铁皮石斛、灵芝、西红花等珍稀中药材种质资源，熟练掌握了野生驯化、系统选育、诱变、杂交、航天搭载等育种方法和良种繁育技术手段，建有 15000 平方米铁皮石斛等珍稀药用植物组培繁育中心，掌握了配套的标准化组培快繁技术体系，建立了一套完善的中药材优良新品种繁育技术平台，为濒危名贵中药材优良品种选育、快繁及标准化、产业化生产开创了可持续开发利用的新模式。

自主选育的仙芝系列有效成份含量高，品种上佳。公司从产业链源头的育种开始做起，

先后选育了“仙芝 1 号”、“仙芝 2 号”，具有抗逆性强、产量高、活性成份高等优势。其中，“仙芝 1 号”灵芝是首个通过浙江省级审定的灵芝品种。经权威部门测定，“仙芝 1 号”的多糖、三萜类物质含量比日本红芝分别提高了 31.03%和 39.04%，比韩芝分别高 21.20%、20.48%。2014 年，公司培育出新品种“仙芝 2 号”，在子实体干品产量方面，比“仙芝 1 号”高 21.6%。

图 15 寿仙谷灵芝培育已国际领先

品 种	平均产量	多糖平均含量	三萜平均含量
仙芝1号	24.66kg	2.47%	0.83%
日本红芝	15.22kg	1.88%	0.60%
韩芝	15.77kg	2.04%	0.69%

浙江省医学科学院  
报告日期：2006年9月

资料来源：公司网站、招商证券

## 四、寿仙谷铁皮石斛质量高、相关产品竞争力强

### 1、公司育种储备丰富，产品质量在同行业中处于前列

二十年耕耘育种优中选优，公司技术国际领先。公司自 1997 年开始，先后收集了 77 个铁皮石斛种质资源并开展良种选育研究，运用现代分子生物学技术，自主选育出适合于浙江省栽培，具有“高成活率、强抗逆、高产量”特点的“仙斛 1 号”、“仙斛 2 号”、“仙斛 3 号”铁皮石斛，并通过了浙江省非主要农作物品种审定委员会审定。

图 16 公司铁皮石斛育种储备丰富



资料来源：招商证券

公司技术研究底蕴深厚，种植过程高效、环保，创新有机栽培新模式。公司研发团队通过长期研究铁皮石斛生长规律，模拟铁皮石斛的野生生长环境，按照国家有机产品标准及国家中药材 GAP 标准进行栽培和管理。在整个种植过程中，采用高效、可循环利用的种植基质，不使用化学合成的农药与激素，采用“预防为主，防治结合”的物理及生物综合方法防治病虫害，确保中药材无污染、高纯度和高品质。

表 5: 公司创新的循环经济型、有机栽培新模式图

对比项目	公司新模式	传统模式
铁皮石斛基质	“灵芝废料→加工配置→铁皮石斛基质”综合利用新技术，该技术以灵芝栽培后菌渣、树皮配方经堆置发酵处理而制成铁皮石斛种植基质	砂石
成本	成本低廉	相对昂贵
污染	免除食用菌栽培废渣对环境造成污染，体现了良好的生态效益	造成大田砂石化、复耕难的环境问题

资料来源：招股说明书、招商证券

积极参与制定行业标准，行业领头羊地位凸显。公司团队参与制定的《中国药用石斛标准》、《浙江省地方标准-无公害铁皮石斛》已在行业内推广多年，有效提高了浙江省铁皮石斛规范化栽培技术水平，为农民高产栽培和产品质量控制提供了技术保证。同时，公司还参与了《浙江省地方标准——铁皮石斛生产技术规程》的制订工作。

## 2、鲜铁皮石斛市场竞争激烈，公司注重技术革新，走差异化路线

铁皮石斛药用价值高，被浙江省列入医保用药。铁皮石斛在我国药用历史已有 2000 多年，在唐开元年间道家经典著作《道藏》中将其列为九大仙草之首，在《神农本草经》、《本草纲目》、《现代中药大辞典》中均有记载。铁皮石斛具有提高机体免疫力、抗氧化、降血糖等方面的作用。

表 6: 铁皮石斛产品主要分类

产品类型	产品性质	代表产品	主要销售场所
茎干制品	中药饮片	铁皮石斛、铁皮枫斗	药材市场、药店、医院
鲜品	中药材	铁皮石斛鲜条	药材市场、专卖店、会所
深加工品	保健食品	铁皮枫斗冲剂、铁皮枫斗胶囊、铁皮枫斗含片、铁皮枫斗浸膏等	商超、药店、专卖店

资料来源：招股说明书、招商证券

铁皮石斛深加工及销售环节，浙江企业具有领先优势。截止 2016 年底，全国仅有 2 个中成药药品批文的铁皮枫斗产品均由浙江企业生产。浙江已形成产业集聚区，形成包括立钻牌、寿仙谷牌、森山牌、康恩贝济公缘牌、天目山牌等主导品牌。相比之下，云南企业多集中于种植环节，鲜有涉及终端消费环节。

表 7: 公司主要竞争对手情况

公司名称	对应品牌	业务简介
浙江天皇药业有限公司	“立钻”牌	国内从事铁皮石斛栽培、研发、生产与销售的高新技术企业。
森宇控股集团有限公司	“森山”牌	专业从事以铁皮石斛为主的保健品、高档食品、药品以及名贵珍稀药用植物的研究开发、种植、生产和销售。
浙江康恩贝制药股份有限公司	“高山”牌	一家集药材种植及药品研发、生产、销售为一体的医药上市企业。公司铁皮石斛类产品主要有铁皮枫斗晶、铁皮石斛浸膏、铁皮石斛软胶囊、铁皮石斛鲜品、铁皮干品（铁皮枫斗）、铁皮石斛花。
杭州天目山药业股份有限公司	“天目山”牌	全国第一家中药制剂上市公司。目前开发的铁皮石斛系列产品为铁皮石斛鲜品、铁皮石斛软胶囊、铁皮枫斗颗粒等。

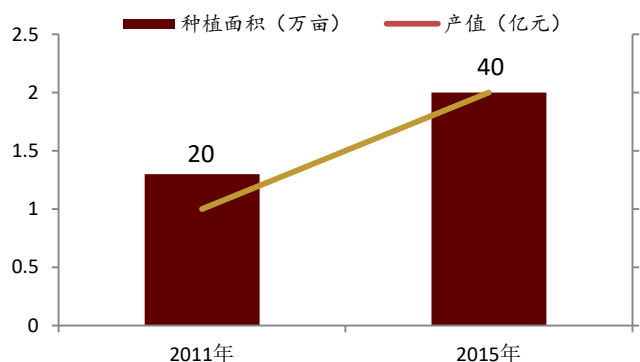
公司名称	对应品牌	业务简介
云南高山生物农业股份有限公司	“济公缘”牌 “康恩贝高山铁皮”牌“济公缘”牌	公司业务主要包括保健品、中药饮片产品。目前保健品产为济公缘牌铁皮枫斗晶、济公缘牌铁皮石斛洋参浸膏和康恩贝高山铁皮牌铁皮石斛西洋参颗粒。中药饮片包括铁皮石斛鲜品、铁皮石斛（直条）、铁皮枫斗。

资料来源：公司官网、招股说明书、招商证券

铁皮石斛市场竞争激烈，公司具备较强市场竞争力和品牌知名度。公司经过十多年的发展，通过选育优良品种，建立无污染种植基地，采用仿野生有机栽培模式，利用先进中药炮制技术及产品身份可追溯体系，形成了有效覆盖生产全过程的产品质量控制体系，在行业内拥有相当的地位。

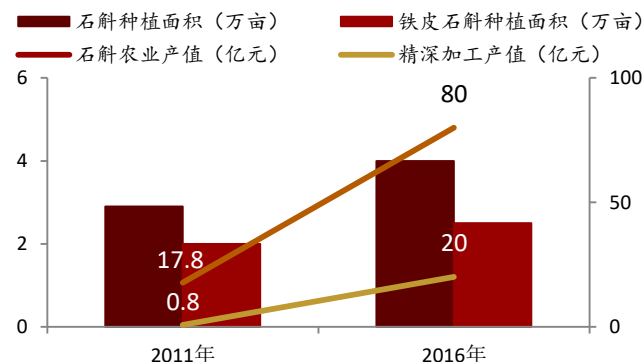
公司立足于长三角地理优势，原材料供给和终端消费能力均无后顾之忧。铁皮石斛种植及生产企业区域性分布明显，主要集中于浙江和云南两省。自 20 世纪 90 年代初成功实现铁皮石斛人工栽培和规模化种植，广西、广东等省区也实现了发展。从铁皮石斛的销售区域来看，主要集中在浙江，其次是上海、江苏、北京、广东等沿海发达城市，而包括云南在内的大部分区域还未形成铁皮石斛产品的消费市场。

图 17 江省铁皮石斛产业种植面积及产值增长



资料来源：《浙江省铁皮石斛产业发展指导意见》、招商证券

图 18 云南省铁皮石斛产业种植面积及产值增长



资料来源：《云南省石斛科技产业发展规划》、招商证券

## 五、立足江浙沪，辐射全国市场

### 1、公司开始布局全国网点，突破发展地域限制

销售网络是中药饮片生产企业赢得市场的重要因素。建立强大的营销网络有利于在产品组织、品牌维护、人员培养、成本控制、信息系统建设等方面形成优势，这些优势又有利于销售渠道的进一步扩张以及产品的推陈出新，并形成良性循环。由于我国地域广阔、药品医疗及零售终端众多，建立遍及全国的医药销售网络难度大，全国销售网络的成功建立将为企业构筑明显的竞争壁垒。

公司建立了“经销为主，直销为辅”的特色化销售网络。截止 2016 年 12 月末，公司与 400 余家经销商建立了良好的合作关系。公司前五大经销客户均为老字号药店、知名医药公司及大型商超集团。完善的销售渠道，为公司生产产品的推广和销售提供了坚实的保障。



表 8: 公司直营店及前三十大经销商收入情况

公司类别	2014 年度			2015 年度			2016 年度		
	门店家数	单店收入(万元)	销售收入(万元)	门店家数	单店收入(万元)	销售收入(万元)	门店家数	单店收入(万元)	销售收入(万元)
国药老字号药房	16	497.44	7959.00	14	475.42	6655.92	12	452.85	5434.19
药店及药材公司	15	334.57	5018.49	14	360.43	5046.07	14	340.05	4760.74
商场及超市	9	207.06	1863.54	14	199.91	2798.75	17	192.26	3268.36
直营门店	16	291.94	4671.01	17	250.00	4250.05	17	278.05	4726.80

资料来源: 招股说明书、招商证券

公司开始突破地域限制, 向全国网点开始布局。为完善原有的销售网络并拓展新的营销渠道, 扩大市场占有率, 公司募投项目中也拟投资近 1.7 亿元用于实施营销网络建设项目, 计划在浙江、江苏、北京、上海等地开设 11 家寿仙谷直营店, 以及在老字号药店以及高端商超新设 81 家寿仙谷品牌专柜。

表 9: 直营店规划情况

省份	城市	购置面积(平方米)	租赁面积(平方米)	总面积(平方米)
浙江省	杭州	1000	-	1000
	苏州	250	250	500
江苏省	南京	200	250	450
	无锡	250	-	250
北京市	北京	-	200	200
上海市	上海	250	-	250

资料来源: 招股说明书、招商证券

表 10: 公司专柜配备规划情况

省份	城市	专柜数量(个)	单柜费用(万元)
浙江省	杭州	12	12
	金华	5	6
	温州	5	10
	宁波	4	6
	苏州	4	10
江苏省	南京	5	10
	无锡	5	8
	常州	5	8
北京市	北京	8	15
天津市	天津	4	12
广东省	广州	12	12
上海市	上海	12	15
合计		81	

资料来源: 招股说明书、招商证券

## 2、保健品行业营销模式的转变

产品功能夸大方式的广告营销造就了销售传说, 也是企业与消费者之间产生隔阂。企业对产品功能的夸大宣传, 造就了某些保健品品牌的超级市场神话, 但随着消费者的信任危机出现, 迫使许多企业走向深层次的变革, 主要表现在对产品功能定位的准确把握、营销传播策略的变革、营销模式的创新和丰富等方面。

部分保健品企业改变营销手段，采用技术营销、品牌营销获取消费者青睐。自 2000 年以来，天年、珍奥、天曲等保健品企业在减少广告声音，或者不投入广告的情况下，通过数据库营销，与消费者建立互动性沟通，培养消费者对保健品的理性需求，获得了新的成功。此外，金日、康富来、万基等一批保健品企业在传统营销领域，依靠持续的品牌耕耘，建立了良好的品牌形象，赢得了持续的获利能力。

经过几年的保健教育，大众对保健品消费心态日趋理性、成熟。有 55% 的消费者能够对保健品有一个中肯的看法。只有不到 10% 的消费者将保健品看作是药品，有 38% 的消费者已经把保健品看作是一种营养或补品。在服用保健品目的方面，有 28% 的消费者将保健品看作是一种保持身体健康的产品，可见保健品“治疗/辅助治疗”的光环正在褪去，“预防/养生”的观念却在加强。

### 3、如何让潜在客户迈出“第一步”成为关键

公司对客户的复购率信心十分充足。公司现在已经在北京、上海、广东、天津、江苏、安徽、湖北、重庆、江西等稍微大一些的省份都有布局，区域性市场部都已经设立，在当地寻求龙头药店、商超作为突破。线上的渠道包括天猫与京东、客户回购率比较高。

销售难点在于如何让潜在客户迈出“第一步”。目前，中国营养保健食品消费市场存在着“三不”现象：不敢买、不会买、买不到，这三个现象阻碍了国内保健食品市场的健康发展。随着新《食品安全法》及新《广告法》的颁布，消费者的消费逐渐回归理性。如果在消费者戒备心较重的背景下，推销公司产品并获得客户的认可成为关键点。

## 六、风险提示

公司原料种植受自然灾害影响不确定性大。公司生产所需原料主要为灵芝、灵芝孢子粉（原料）和铁皮石斛等中药材，其产地分布具有明显的地域性，其生长受到气候、土壤、日照等自然因素影响，如在灵芝和铁皮石斛生长过程中出现干旱、洪灾、虫灾、异常气温等自然灾害，将引起灵芝、铁皮石斛减产或有效药用成分降低的风险。

消费者消费习惯培育不达预期。灵芝及铁皮石斛作为传统滋补保健类中药材，消费者以疾病预防及保健为目的的中老年人为主。随着现代制药技术发展，未来各类保健类滋补品、膳食补充剂等产品越来越多，如果公司相关产品的消费者逐渐转变消费倾向，或潜在消费者并未能成功转化为公司客户人群，将对公司的经营业绩产生不利影响。

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>	159	167	449	542	654
现金	18	5	289	348	422
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	38	38	29	37	45
其它应收款	1	2	2	3	3
存货	79	101	103	124	147
其他	23	21	25	30	37
<b>非流动资产</b>	447	445	436	427	420
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	184	187	189	191	193
无形资产	62	77	69	62	56
其他	200	181	176	173	170
<b>资产总计</b>	<b>606</b>	<b>612</b>	<b>884</b>	<b>969</b>	<b>1074</b>
<b>流动负债</b>	226	165	45	50	56
短期借款	168	123	0	0	0
应付账款	39	20	22	27	32
预收账款	3	3	3	4	5
其他	16	19	19	19	19
<b>长期负债</b>	12	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	<b>237</b>	<b>175</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	<b>65</b>
股本	105	105	140	140	140
资本公积金	140	140	460	460	460
留存收益	123	192	230	310	409
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	369	437	830	910	1009
<b>负债及权益合计</b>	<b>606</b>	<b>612</b>	<b>884</b>	<b>969</b>	<b>1074</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>	85	96	157	148	173
净利润	63	81	90	107	131
折旧摊销	42	47	48	47	46
财务费用	8	7	15	25	30
投资收益	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(25)	(37)	10	(35)	(39)
其它	(0)	(0)	(4)	6	6
<b>投资活动现金流</b>	(145)	(45)	(37)	(37)	(37)
资本支出	(131)	(40)	(39)	(39)	(39)
其他投资	(14)	(5)	2	2	2
<b>筹资活动现金流</b>	38	(64)	165	(52)	(62)
借款变动	95	(3)	(123)	0	0
普通股增加	0	0	35	0	0
资本公积增加	0	0	320	0	0
股利分配	(52)	(52)	(52)	(27)	(32)
其他	(5)	(9)	(15)	(25)	(30)
<b>现金净增加额</b>	<b>(23)</b>	<b>(14)</b>	<b>285</b>	<b>59</b>	<b>74</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>	302	315	371	466	570
营业成本	57	48	52	63	75
营业税金及附加	2	3	4	5	6
营业费用	128	139	164	205	251
管理费用	51	49	58	73	89
财务费用	8	7	15	25	30
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	57	71	80	97	121
营业外收入	6	11	11	11	11
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	63	81	90	107	131
所得税	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>净利润</b>	63	81	90	107	131
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	63	81	90	107	131
<b>EPS (元)</b>	0.60	0.77	0.65	0.77	0.94

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	0%	4%	18%	26%	22%
营业利润	-13%	24%	13%	21%	25%
净利润	-10%	29%	12%	18%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	81.0%	84.9%	85.9%	86.5%	86.9%
净利率	20.7%	25.7%	24.3%	23.0%	23.0%
ROE	17.0%	18.5%	10.9%	11.8%	13.0%
ROIC	12.2%	13.9%	11.5%	13.4%	15.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.2%	28.6%	6.2%	6.2%	6.1%
净负债比率	27.7%	20.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.7	1.0	10.0	10.9	11.8
速动比率	0.4	0.4	7.7	8.4	9.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
存货周转率	0.8	0.5	0.5	0.6	0.6
应收帐款周转率	8.0	8.3	11.0	14.0	13.9
应付帐款周转率	1.4	1.6	2.5	2.6	2.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.60	0.77	0.65	0.77	0.94
每股经营现金	0.81	0.91	1.12	1.06	1.23
每股净资产	3.51	4.17	5.94	6.51	7.22
每股股利	0.50	0.50	0.19	0.23	0.28
<b>估值比率</b>					
PE	64.5	49.9	59.7	50.4	41.1
PB	11.0	9.3	6.5	5.9	5.3
EV/EBITDA	51.5	45.1	35.9	30.5	26.1

## 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。

**董瑞斌**，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名。

**陈曦**，杜克大学经济学硕士。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

**杨珏**，上海交通大学数学系硕士，于 2015 年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

**周翔宇**，工学硕士。2016 年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

## 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。