

审慎推荐-A (维持)

寿仙谷 603896.SH

当前股价: 59.05 元
2017年10月26日

三季度报增长稳健, 看好保健养生产品市场大空间

基础数据

上证综指	3397
总股本(万股)	13980
已上市流通股(万股)	3495
总市值(亿元)	83
流通市值(亿元)	21
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	10.4
资产负债率	7.5%
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



董瑞斌

021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

陈曦

chenxi12@cmschina.com.cn
S1090517070009

杨珏

yangjue@cmschina.com.cn
S1090517070003

事件:

寿仙谷发布 2017 年前三季度业绩快报, 报告期内公司实现营业总收入 23,354.69 万元, 比上年同期增长 13.15%; 公司实现归属于上市公司股东净利润 5,079.55 万元, 比上年同期增长 18.18%。

点评:

1、公司营收及归母净利润均实现平稳增长, 品牌影响力逐步扩散

上市以来公司品牌影响力持续提升, 产品收入持续增长。报告期内, 公司实现营业总收入 23,354.69 万元, 比上年同期增长 13.15%; 公司实现归属于上市公司股东净利润 5,079.55 万元, 比上年同期增长 18.18%。公司营业收入及归属于上市公司股东净利润较上年同期平稳增长, 主要系公司上市提高品牌影响力所致。

表 1: 2017 年度前三季度主要财务数据和指标

项目	本报告期	上年同期	增减变动幅度
营业总收入(亿)	2.34	2.06	13.15
营业利润(亿)	0.50	0.35	45.56
利润总额(亿)	0.51	0.43	18.24
归属于上市公司股东的净利润(亿)	0.51	0.43	18.18
基本每股收益	0.42	0.41	2.44
加权平均净资产收益率	8.32	11.26	-2.94
总资产(亿)	8.84	6.12	44.36
归属于上市公司股东的所有者权益	8.32	4.37	90.34
股本	1.398	1.0485	33.33
归属于上市公司股东的每股净资产	5.95	4.17	42.76

资料来源: 公司公告、招商证券

公司三季度业绩同样实现稳定增长, 全年业绩有保障。三季度公司实现营业总收入 6651.86 万元, 比上年同期增长 15.55%; 公司实现归属于上市公司股东净利润 983.79 万元, 比上年同期增长 59.62%。

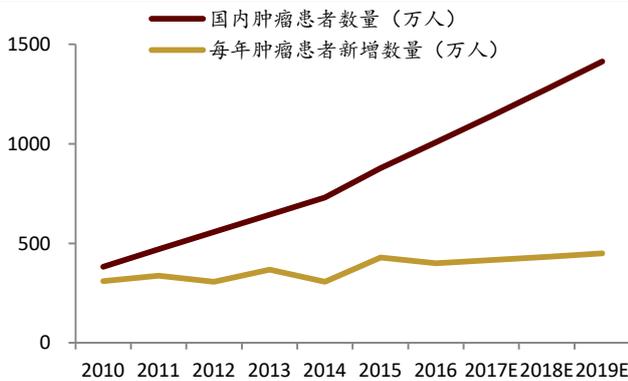
2、寿仙谷打造产业生态闭环，产品拥有数百亿市场。

公司主打灵芝孢子粉、铁皮石斛等相关保健养生产品。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。

公司掌握“全产业链”发展模式，专注挖掘核心环节优势。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。

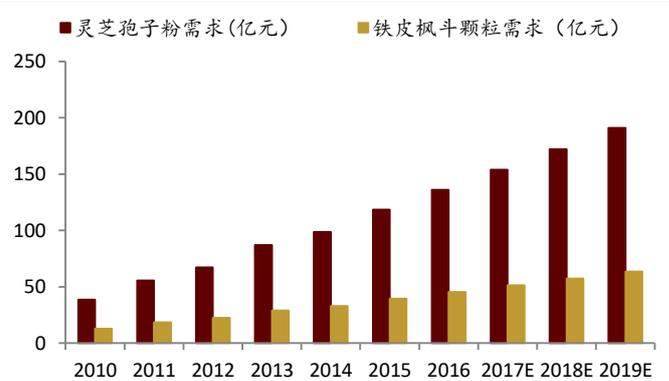
灵芝孢子粉及铁皮枫斗颗粒产品拥有数百亿需求市场。灵芝孢子粉对多种肿瘤细胞有明显抑制作用。国内癌症患者存量快速增加，百亿市场浮出水面。近年来国内癌症患者数量显著增多，预计今年累计存活的癌症患者将突破千万。随着我国保健产品整体渗透率的提升以及公司产品占比的提升，保健需求提供的市场空间更加充足。

图 1 国内肿瘤患者情况



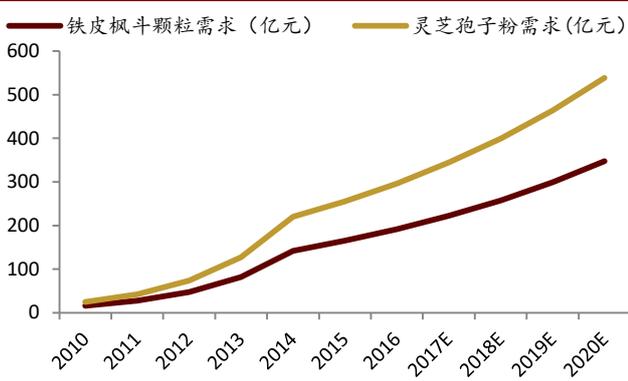
资料来源：国家癌症中心、招商证券

图 2 肿瘤患者需求市场情况



资料来源：公司官网、招商证券

图 3 灵芝孢子粉及铁皮枫斗颗粒需求测算（行业角度）



资料来源：产业信息网、招商证券

图 4 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

3、公司开始布局全国网点，打造自身品牌影响力。

公司建立了“经销为主，直销为辅”的特色化销售网络。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。

表 2: 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 3: 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 4: 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

公司对客户的复购率信心十分充足，如何让潜在客户迈出“第一步”成为关键。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。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。

投资评级：

维持“审慎推荐-A”投资评级。随着公司品牌影响力持续提升，渠道铺设更加完善，人们对于保健品的认识更为充分，公司产品销售将更为顺畅，整体盈利能力将再上一个台阶。我们预计公司预估每股收益 17/18 年 0.65/0.77 元，对应 17/18 年的 PE 分别为 91.4/77.2。

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	606	612	884	969	1074
流动负债	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
长期负债	12	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	10	10	10	10
负债合计	237	175	55	60	65
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
负债及权益合计	606	612	884	969	1074

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	(145)	(45)	(37)	(37)	(37)
资本支出	(131)	(40)	(39)	(39)	(39)
其他投资	(14)	(5)	2	2	2
筹资活动现金流	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)
现金净增加额	(23)	(14)	285	59	74

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
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	63	81	90	107	131
所得税	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	63	81	90	107	131
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	63	81	90	107	131
EPS (元)	0.60	0.77	0.65	0.77	0.94

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料 (元)					
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
估值比率					
PE	98.8	76.5	91.4	77.2	63.0
PB	16.8	14.2	9.9	9.1	8.2
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。

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。

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。