

投资评级：推荐（首次）
报告日期：2020年06月15日
市场数据

目前股价	29.83
总市值（亿元）	42.81
流通市值（亿元）	42.00
总股本（万股）	14,352
流通股本（万股）	14,078
12个月最高/最低	39.25/24.47

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

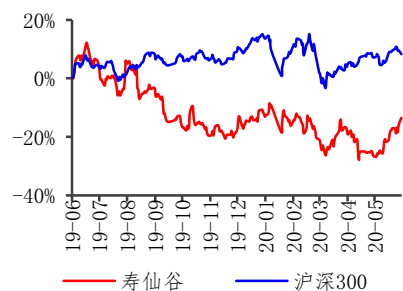
✉ liupeng@cgws.com

联系人（研究助理）：苏剑晓

S1070119060059

☎ 0755-83558425

✉ sujianxiao@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

中国灵芝、铁皮石斛行业上市第一股， 试点中药零食化开拓新市场

——寿仙谷（603896）公司深度报告
盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	511	547	547	616	713
(+/-%)	38.2%	6.9%	0.04%	12.6%	15.7%
净利润(百万)	108	124	127	156	187
(+/-%)	21.1%	15.1%	2.7%	22.7%	19.8%
摊薄 EPS	0.75	0.86	0.88	1.08	1.30
PE	39.4	33.9	33.7	27.5	23.0

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **公司核心竞争力：中国灵芝、铁皮石斛行业上市第一股，具备育种、破壁去壁工艺、标准制定等关键优势，品牌力逐步提升。**

寿仙谷创号已有百年，是中国灵芝、铁皮石斛行业上市第一股。公司具备“全产业链”发展优势+育种优势+种植栽培及原材料供给优势+标准制定优势+灵芝孢子粉破壁去壁工艺优势+品牌优势+人才优势。近年来公司营收利润稳定增长，费用率得到控制，营运能力增强。

- **行业分析：公司在灵芝孢子粉和铁皮石斛细分领域地位领先，未来老龄化加速、慢性病发病率上升、“治未病”成为趋势等使行业前景广阔。**

灵芝孢子粉（破壁）是灵芝及灵芝孢子粉市场的主流产品，行业集中度较低，掌握核心破壁与去壁技术并具有品牌知名度的生产企业优势将更加明显，比如寿仙谷。浙江企业在铁皮石斛深加工及销售环节具有领先优势，寿仙谷也是中坚力量之一。未来老龄化加速、居民慢性疾病发病率提高持续推动中医药市场扩容，通过重预防、治未病以降低卫生医疗费用是发展的大趋势，居民消费水平提高也奠定购买力基础。预计未来中药饮片市场保持 15% 左右增速，保健品行业保持 9% 左右增速。

- **公司增长看点：试点中药零食化商业新模式+持续开拓市场实现公司多区域发展。**

2020 年公司以灵芝和铁皮石斛药食同源试点中药零食化商业新模式，一能增加下游消费场景，二能吸引新的年轻顾客群体，三能以此为契机拓展更多新市场，从而为公司业绩带来新的增长点。公司经过多年努力，已在浙江地区形成了品牌优势。线上收入占比也在不断提高，已成为传统渠道重要补充。未来公司还将深度开拓包括长三角三省一市、珠三角地区、渤海湾地区等的营销网络，力争实现多区域发展。

- **投资建议：未来中医药和保健品行业发展能保持较稳定增速。公司具备行业核心竞争优势，产品毛利率水平较高，并且已积累了一批对寿仙谷品牌**

具有较高忠诚度的稳定客户群，2020 试点中药零食化商业新模式带来新的增长点，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.88、1.08、1.30 元，对应 PE 分别为 33.7 倍、27.5 倍、23.0 倍，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**自然灾害、毛利率大幅波动、种源流失、存货周转不畅、一季度市场受疫情影响较大、市场拓展不及预期

目录

1. 公司核心竞争力：具备育种、工艺、标准制定等关键优势，品牌力逐步提升	5
1.1 中国灵芝、铁皮石斛行业上市第一股，致力于打造“打造有机国药第一品牌”	5
1.2 公司具备“全产业链”发展、育种、破壁去壁及标准制定等核心优势	7
1.3 营收利润稳定增长，费用率得到控制，营运能力增强	11
2. 行业分析：公司行业地位较为领先，未来老龄化加速、慢性病发病率上升、“治未病”成为趋势等使行业前景广阔	13
2.1 行业概况：灵芝孢子粉行业集中度较低，浙江企业在铁皮石斛深加工及销售环节具有领先优势，公司品牌知名度较高	13
2.2 行业前景：中医药市场继续扩容，未来行业保持较快增速	14
3. 公司增长看点：试点中药零食化商业新模式+持续开拓市场实现公司多区域发展	18
3.1 2020 年试点中药零食化，市场前景广阔	18
3.2 继续巩固浙江销售区域优势地位，积极开拓线上渠道和扩大外省市场份额	18
4. 盈利预测与估值水平	19
4.1 盈利预测与估值	19
4.2 投资建议	20
5. 风险提示	21
5.1 附：盈利预测表	21

图表目录

图 1: 寿仙谷发展历程.....	5
图 2: 寿仙谷经营模式.....	6
图 3: 寿仙谷股权结构.....	7
图 4: 公司全产业链发展优势.....	8
图 5: 寿仙谷国药基地.....	9
图 6: 公司历年营业收入.....	11
图 7: 公司历年归母净利润.....	11
图 8: 公司历年毛利率和净利率.....	12
图 9: 公司历年费用率.....	12
图 10: 公司 2019 年营收构成.....	12
图 11: 公司 2019 年毛利构成.....	12
图 12: 公司营运能力.....	12
图 13: 公司经营活动现金流量净额.....	12
图 14: 市场上销售的灵芝及灵芝孢子粉产品发展阶段.....	13
图 15: 中国 65 岁及以上人口数量和占总人口比例.....	15
图 16: 中国卫生医疗费用.....	15
图 17: 全国居民人均可支配收入.....	16
图 18: 全国居民人均医疗保健消费支出.....	16
图 19: 我国中药饮片加工市场规模.....	16
图 20: 我国保健品行业市场规模.....	17
图 21: 寿仙谷各区域主营业务收入占比.....	18
图 22: 寿仙谷近 3 年估值水平.....	20
表 1: 公司主要产品及功能.....	5
表 2: 公司中药材品种.....	8
表 3: 寿仙谷可比公司估值.....	20

1. 公司核心竞争力：具备育种、工艺、标准制定等关键优势，品牌力逐步提升

1.1 中国灵芝、铁皮石斛行业上市第一股，致力于打造“打造有机国药第一品牌”

百年寿仙谷，致力于打造“打造有机国药第一品牌”。寿仙谷药号始建于清宣统元年（1909年），1997年成立浙江寿仙谷医药股份有限公司，地处中国温泉养生生态产业示范区的浙江省武义县。2017年5月，寿仙谷（603896）在上海证券交易所主板成功上市，成为中国灵芝、铁皮石斛行业第一股。公司是灵芝和铁皮石斛国际标准制定承担单位，恪守“为民众的健康美丽长寿服务，创百年寿仙谷”的企业宗旨，致力于“打造有机国药第一品牌”，2019年入选中国品牌影响力100强、中国经济十大匠心企业等。

图 1：寿仙谷发展历程



资料来源：公司官网，长城证券研究所

公司系一家专业从事灵芝、铁皮石斛、西红花等名贵中药材的品种选育、栽培、加工和销售的国家高新技术企业，核心产品主要包括寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）、寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉、寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒、寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒、寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏等。

表 1：公司主要产品及功能

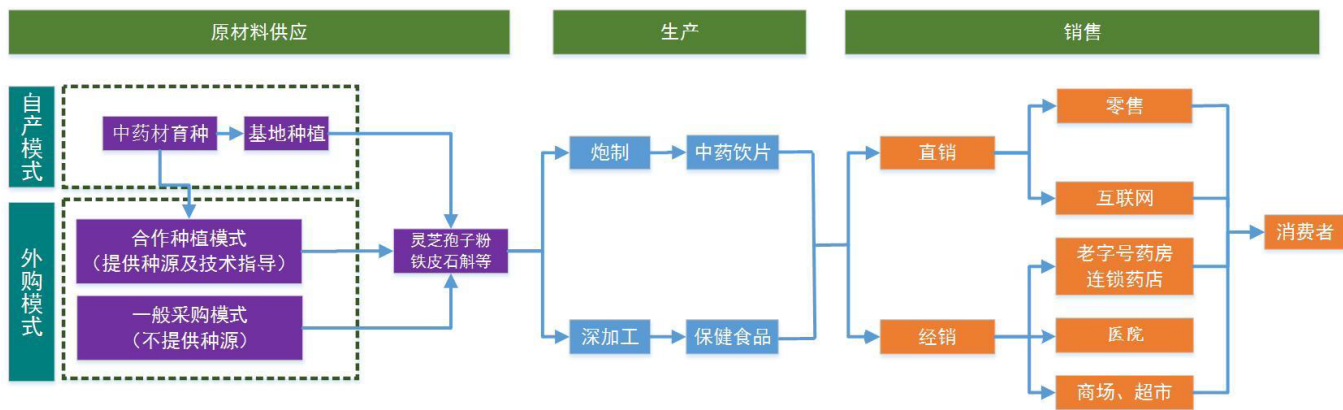
产品系列	产品	功能	产品示例
灵芝孢子粉类	灵芝孢子粉（破壁）	补气安神，健脾益肺。用于虚劳体弱，失眠多梦，咳嗽气喘	
	破壁灵芝孢子粉	增强免疫力	
	破壁灵芝孢子粉颗粒	对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力	

	破壁灵芝孢子粉片	对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力	
	灵芝破壁孢子粉胶囊	增强免疫力	
铁皮石斛类	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	
西红花类	西红花铁皮枫斗膏	增强免疫力	
	西红花	活血化瘀，凉血解毒，解郁安神。用于经闭癥瘕，产后淤阻，温毒发斑，忧郁痞闷，惊悸发狂。	
其他	胎菊	-	-
	白菊花	-	-
	铁皮石斛花	-	-
	绞股蓝	-	-
	香菇	-	-
	银耳	-	-
	黑木耳	-	-

资料来源：公司官网，长城证券研究所

公司的生产原料主要为灵芝孢子粉（原料）、鲜铁皮石斛、铁皮石斛干品等中药材，主要来源于**基地自产和对外采购**，另外，公司也对外采购由公司提供菌种的灵芝菌棒，用以自行栽培灵芝并产出灵芝孢子粉。实行以经销为主、直销为辅的销售模式。

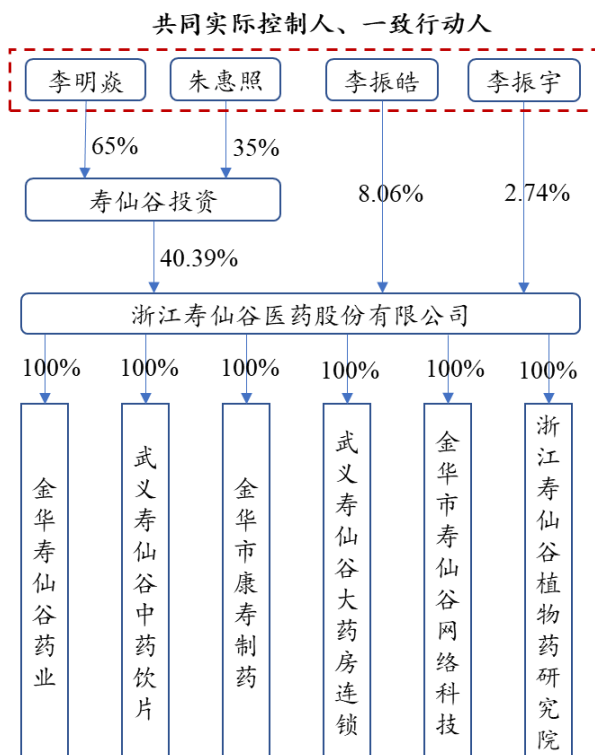
图 2：寿仙谷经营模式



资料来源：公司公告，长城证券研究所

李明焱家族（李明焱、朱惠照、李振皓、李振宇）为公司共同实际控制人，上述四人直接或间接合计持有公司 51.06%的股权。李明焱、朱惠照分别持有控股股东寿仙谷投资 65.00%、35.00%的股权，寿仙谷投资、李振皓、李振宇为一致行动人。

图 3：寿仙谷股权结构



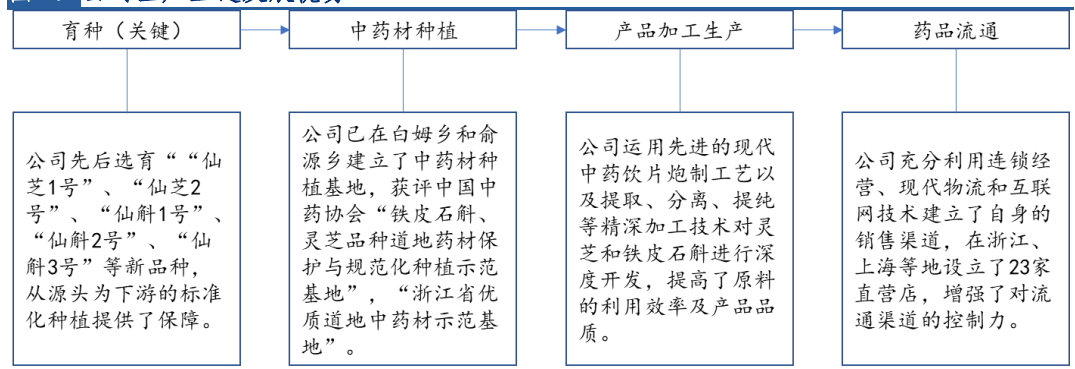
资料来源：公司公告，长城证券研究所

1.2 公司具备“全产业链”发展、育种、破壁去壁及标准制定等核心优势

■ “全产业链”发展优势

公司已形成灵芝和铁皮石斛等系列产品的“全产业链”发展模式，打通了育种、中药材种植、产品加工生产到渠道销售四个环节，建立了一定的优势。

图 4: 公司全产业链发展优势






资料来源: 公司公告, 长城证券研究所





■ 育种优势是最具核心竞争力的体现

优良品种是道地中药的关键，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。公司自产的灵芝孢子粉(原料)及铁皮石斛的种源均为公司自行育种，公司不对外出售种源。为防止种源外流，采取多种措施：1) 种源存放于固定场所由专人保管，员工如需接触均需严格的审批和登记手续；2) 在合作种植模式下，公司免费提供的是“生产种”，这是由“母种”扩繁成“原种”，再经“原种”进一步扩繁而来。用“生产种”扩繁的种源栽培的灵芝产量及质量都远低于公司同类产品，且会加大菌种退化的风险；3) 对合作种植户严格筛选及合同制约；4) 公司制定一系列有关品种选育技术的制度及措施，如《技术保密协议》，严格限制接触品种选育核心技术的员工人数及权限，如“仙芝1号”、“仙芝2号”的选育技术仅掌握在实际控制人李明焱等少数核心技术人员手中；5) 将自有灵芝菌种送到中科院微生物研究所进行品种鉴定，建立每个灵芝品种特定的DNA分子图谱，实现品种保护。

公司运用先进的航天育种等尖端育种技术，自主选育出武香1号、仙芝1号、仙芝2号、仙斛1号、仙斛2号、仙斛3号、番红1号、寿菊1号等香菇、灵芝、铁皮石斛、西红花等优质中药材新品种7个。

表 2: 公司中药材品种

序号	品种	简介	图示
1	仙芝1号	是我国第一个通过省级以上品种审定委员会审定的灵芝新品种；主要功效成分灵芝多糖和灵芝三萜的含量分别比国际通用日、match 韩灵芝品种高出30%以上。被中科院微生物研究所菌物标本馆收藏。	
2	仙芝2号	寿仙谷自主知识产权新品种“仙芝2号”，其多糖和三萜含量比“仙芝1号”分别提高了19.67%和21.26%，在子实体干品产量方面，比“仙芝1号”高21.6%。有效成分含量远高于韩芝和日本红芝，是目前国际上最优良的灵芝新品种之一。	
3	仙斛1号	该品种具有成活率好、抗逆性强、高产、多糖含量高特点，多糖含量高达47.1%（醇溶性浸出物10.78%、甘露糖含量21.3%、甘露糖与葡萄糖峰面积比值为3.6，多糖超药典标准88%）。	

序号	品种	简介	图示
4	仙斛 2 号	该品种产量高, 商品性好, 多糖含量高达 58.7% (醇溶性浸出物 11.38%、甘露糖含量 27.2%、甘露糖与葡萄糖峰面积比值为 2.7, 符合药典指标要求, 多糖超药典标准 134%)。	
5	仙斛 3 号	以“514”和“仙斛 1 号”杂交, 经航天诱变、系统选育而成, 该品种产量高, 商品性好, 浸出物含量高达 17.1%。	
6	番红 1 号	具有自主知识产权的西红花新品种“番红 1 号”, 具有品质优、抗病强、产量高、药用含量高等特点。	
7	武香 1 号	我国第一个高温香菇品种, 抗逆性强, 耐高温、出菇早、高产、稳产, 是我国目前高温香菇的主栽品种。	

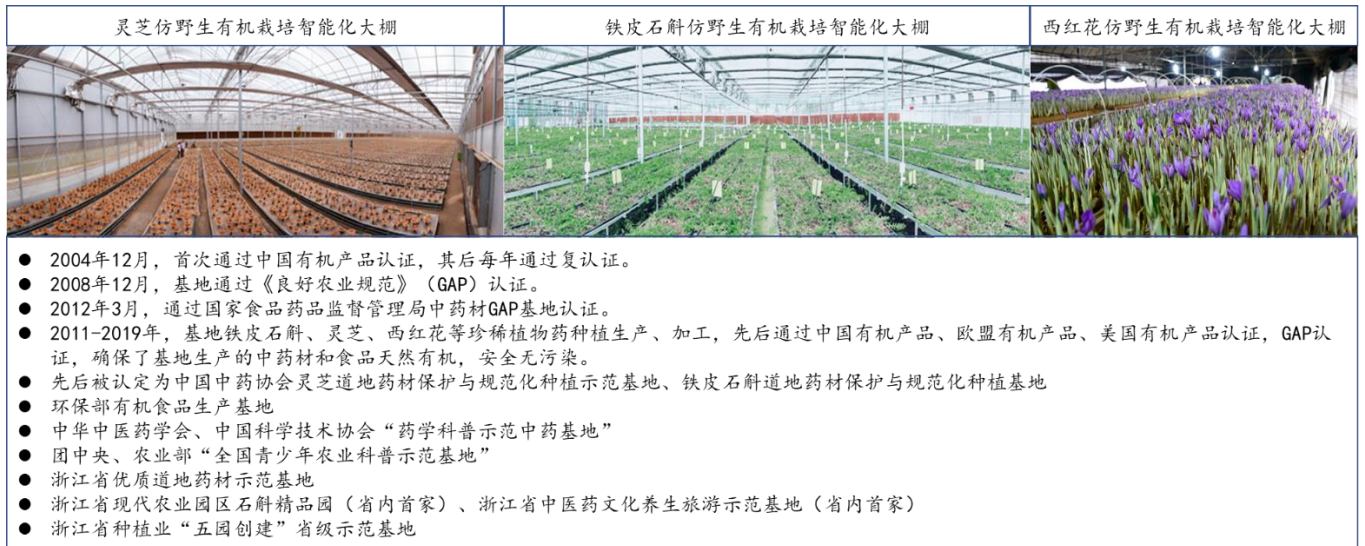
资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

■ 种植栽培及原材料供给优势

一方面, 公司通过研究灵芝和铁皮石斛的生长规律, 模拟灵芝和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。另一方面, 公司创新了循环经济型、有机栽培新模式, 研究开发“灵芝废料→加工配制→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, 不仅成本低廉, 免除食药菌栽培废渣对环境造成污染, 更重要的是解决了行业传统采用砂石为基质栽培铁皮石斛造成大田砂石化、复耕难的环境问题, 体现了良好的生态效益。

为确保产品质量和药材的道地性, 寿仙谷在当地政府部门的大力支持下, 选择在远离污染、风景秀丽的源口、刘秀垄等地建立了铁皮石斛、原木灵芝、西红花等名贵中药材及食药菌标准化栽培基地。采用“公司统一租地、直接种植管理”的生产方式, 实施产品身份证可追溯制度, 建立健全质量控制体系。

图 5: 寿仙谷国药基地



资料来源：公司官网，长城证券研究所

为保证优质、稳定、充足的原料供应，公司还在武义县的白姆乡和俞源乡建立了 1,400 多亩的种植基地，为公司生产灵芝孢子粉（破壁）、铁皮石斛等下游产品提供了大部分原料保证。同时，公司通过合作种植模式购买优质原料，充分发挥在种质资源方面的优势，以弥补自产原料供应不足，迅速扩大生产规模。

■ 标准制定优势

公司在灵芝及铁皮石斛的技术研发和行业标准制定方面处于领先地位。公司领衔制定的 ISO 国际标准《中医药-灵芝》、《中医药-铁皮石斛》分别在 2018 年 12 月、2019 年 2 月正式发布。公司同时承担了浙江省药监局对《浙江省中药炮制规范》（2015 年版）收录的灵芝孢子粉炮制规范的修订工作，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，为农户高产栽培和产品质量控制提供了技术保证。“以国内领先、国际先进、打造中国制造样板和引领者为目标，聚焦高质量、公信力、竞争力、现代化、生态化、国际化”的浙江制造标准《破壁灵芝孢子粉》、《铁皮枫斗颗粒》顺利颁布实施并通过“品”标认证。牵头制定的中华中医药学会团体标准《中药材商品规格等级-灵芝》、《中药材商品规格等级-铁皮石斛》颁布实施。完成《灵芝》国家标准文本的提交；以及《全国中药炮制规范》白芷、白芍、灵芝、红芪、杜仲、三七 6 个品种 10 个规格饮片标准的报批审核；主持完成“铁皮石斛（浙江）”“赤灵芝”道地药材认证标准的报批审核。

■ 灵芝孢子粉破壁去壁工艺优势

灵芝孢子继承了灵芝的全部遗传物质，具有很高的药用价值。但灵芝孢子具有双层壁结构，其主要由几丁质构成，在人体内难以分解，从而限制了人体对其营养物质和生物活性成分的吸收和利用。因此，破壁和去壁技术是灵芝孢子产品的关键工艺，对产品的安全性、有效性和质量有着极其重要的作用。

目前孢子粉的破壁技术有生物酶解法、化学法、物理法等，其中物理破壁法应用较多。物理破壁法中最为常用的方法为振动磨粉碎破壁，该方法破壁率高，但由于物料与振动磨直接接触，极易造成重金属污染和氧化。公司采用的是独创的“四低一高”超音速低湿气流破壁技术，通过物料的自身碰撞实现破壁，不仅提高了破壁率，也避免了重金属污染和物料氧化，显著提高了产品的安全性。

此外，在破壁的基础上，公司发明了孢子粉去壁技术，将破壁后残留的壁壳与有效成分分离，极大地提高了灵芝多糖和灵芝三萜等有效成分的含量，并提升了产品的活性和药效。

■ 品牌优势

“寿仙谷”品牌已被我国商务部评为“中华老字号”、被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”。公司在成立之初便确立了精耕细作浙江市场的发展战略，经过多年努力，公司已在浙江地区形成了品牌优势，积累了一批对寿仙谷品牌具有较高忠诚度的稳定客户群，而且浙江省经济发达，居民收入水平较高，对传统中医药文化关注程度高，健康及养生意识较强。

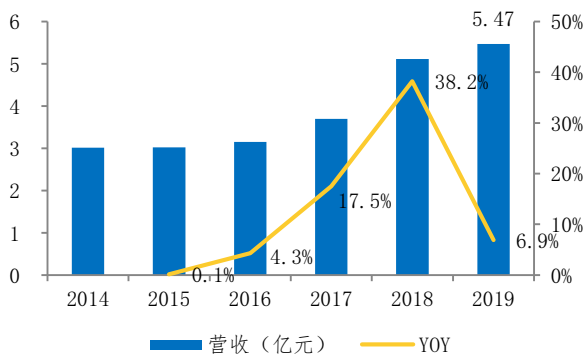
■ 人才优势

公司管理和研发团队保持稳定，凝聚力较强，具备丰富的灵芝及铁皮石斛行业的育种、种植、炮制、加工和销售管理的经验，确保了公司在技术、管理和营销上的优势地位。现有管理和研发团队中，公司董事长、总经理李明焱先生拥有 30 多年中药材品种选育和中药饮片研发的丰富行业经历，获国务院特殊贡献津贴专家、全国劳动模范、全国五一劳动奖章、国家“万人计划”科技创业领军人才、全国十佳优秀科技人才、全国杰出青年星火带头人、中国科技创新企业家、中国石斛行业“十大风云人物”、浙江省农业科技先进工作者、浙江省农业科技突出贡献者等荣誉。公司于 2011 年成立寿仙谷院士专家工作站，连续三年被评为市级优秀院士专家工作站，2015 年 3 月，寿仙谷院士专家工作站被中共浙江省委人才工作领导小组办公室评为“浙江省院士专家工作站”，连续五年周期性考核优秀，拥有一批国家级专业顶尖技术人才，专业涵盖药学、医学、农学、生物学等领域。另外，公司通过中高层管理人员和技术骨干持股，保证了企业经营目标与股东目标一致，有利于公司核心团队的稳定和保障公司的长远发展。

1.3 营收利润稳定增长，费用率得到控制，营运能力增强

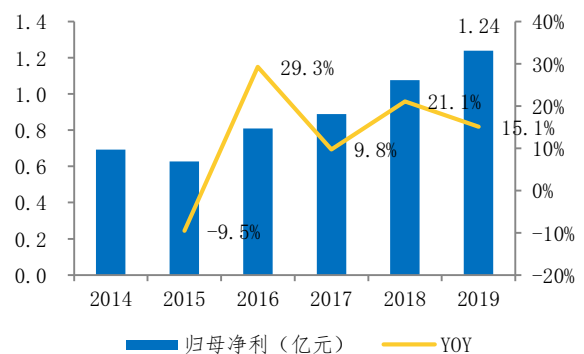
2019 年公司实现营业收入 5.47 亿元，同比增长 6.9%，主要原因系公司通过拓宽销售渠道、加强地面推广活动、激发员工的业务拓展积极性、增加天猫直通车网络推广等措施促进公司销售收入略微增长。2019 年实现归母净利润 1.24 亿元，同比增长 15.1%。

图 6：公司历年营业收入



资料来源：wind，长城证券研究所

图 7：公司历年归母净利润

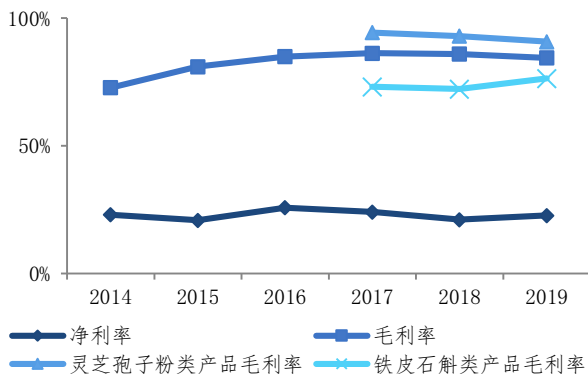


资料来源：wind，长城证券研究所

公司历年毛利率保持较稳定水平，目前在 84.4%，其中公司灵芝孢子粉类产品毛利率最高，各年均保持在 90% 以上，但呈逐年递减趋势；而铁皮石斛类产品毛利率则在 70% 以上。期间

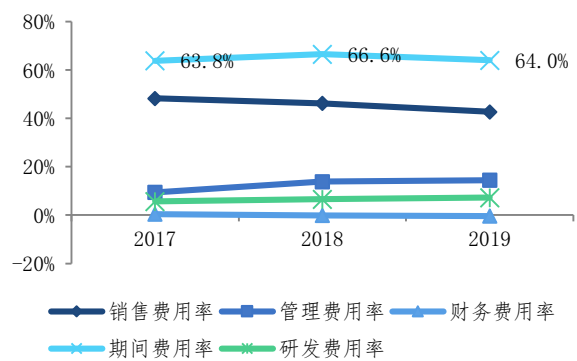
费用率较高，19年为64.03%，主要是销售费用和管理费用占比较高所致。销售费用率近三年逐年下降，主要是因为上市后成为国内灵芝、铁皮石斛行业上市公司第一股，整体实力有所增长，品牌知名度大幅提升。为进一步促进产品销售收入增长，巩固前期营销成果，在2019年适度加强了买赠营销推广和天猫直通车网络推广等活动力度，公司加强市场运营机制的改革创新，推行厉行节约措施发挥了充分的作用。近年来管理费用率有所增长，主要原因系公司实施了2018年限制性股票激励计划，限制性股票激励计划的成本在管理费用中列支，2018年度共确认股份支付费用3,529.73万元，2019年度共确认股份支付费用4,273.59万元。研发费用率近三年略有提高，主要系为增强公司持续发展能力，扩大行业内技术领先优势，加大了研发投入所致。

图 8: 公司历年毛利率和净利率



资料来源: wind, 长城证券研究所

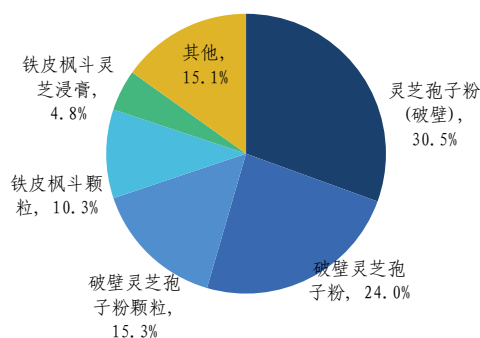
图 9: 公司历年费用率



资料来源: wind, 长城证券研究所

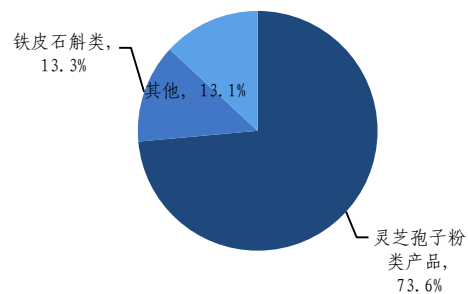
在公司产品系列中，灵芝孢子粉类产品是核心产品。2017年度、2018年度和2019年度，灵芝孢子粉类产品销售收入占公司主营业务收入的比重分别为68.26%、69.68%和69.85%，占比稳中有升。同时，作为公司核心产品，对公司的毛利贡献度也最大，灵芝孢子粉类产品毛利占主营业务毛利的比重一直保持在70%以上；铁皮石斛类产品（包含铁皮枫斗颗粒和铁皮枫斗灵芝浸膏）亦系公司主打产品，近年来，该等产品销售较为稳定，铁皮石斛类产品毛利占主营业务毛利的比重维持在13%左右。

图 10: 公司 2019 年营收构成



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 11: 公司 2019 年毛利构成

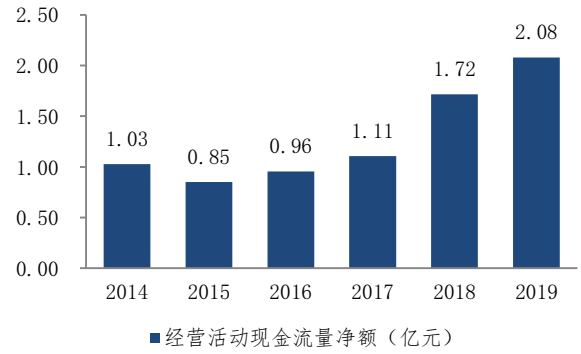
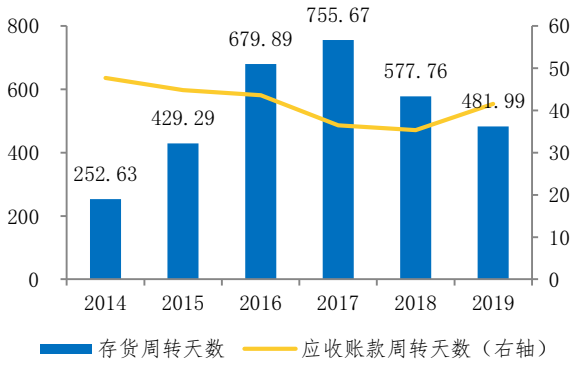


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

公司经营状况良好。上市以后公司存货周转能力增强，周转天数逐年降低。经营现金流量净额逐年上升，近三年分别为1.11亿元、1.72亿元和2.08亿元。

图 12: 公司营运能力

图 13: 公司经营活动现金流量净额



资料来源：公司公告，长城证券研究所

资料来源：公司公告，长城证券研究所

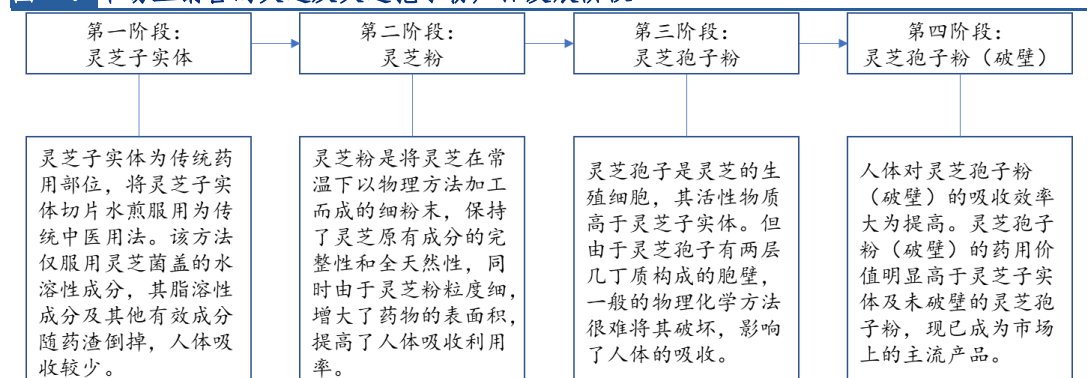
2. 行业分析：公司行业地位较为领先，未来老龄化加速、慢性病发病率上升、“治未病”成为趋势等使行业前景广阔

2.1 行业概况：灵芝孢子粉行业集中度较低，浙江企业在铁皮石斛深加工及销售环节具有领先优势，公司产品知名度较高

- 灵芝孢子粉（破壁）是市场主流产品，行业集中度较低，掌握核心破壁与去壁技术并具有品牌知名度的生产企业优势将更加明显，比如寿仙谷

灵芝在我国药用历史已达 2000 多年，现代药理学研究表明，灵芝具有免疫调节、抗机体衰老、抗辐射、抗肿瘤等作用。灵芝孢子是灵芝在生长成熟期，从菌管弹射出来的极微小的卵形生殖细胞，具有灵芝的全部遗传活性物质。随着消费者对灵芝孢子粉药用价值的深入了解，市场上的灵芝孢子粉主要为普通灵芝孢子粉和灵芝孢子粉（破壁）。而灵芝孢子粉（破壁）的市场价值明显高于灵芝子实体和未破壁灵芝孢子粉，现已成为市场上的主流产品。

图 14：市场上销售的灵芝及灵芝孢子粉产品发展阶段



资料来源：公司招股说明书，长城证券研究所

从灵芝销售区域看，主要集中于人均收入水平相对较高，保健意识较强的东部及沿海发达地区。从消费人群看，主要集中于年纪偏大、具有一定经济承受能力的群体，主要用于疾病预防及保健为目的。从销售渠道看，处于对品牌产品的信任，消费者多通过老字号药店、品牌直营店或连锁药店购买，也有部分消费者通过商超购买。

从行业集中度看，目前国内生产企业数量及灵芝产品种类繁多。根据国家市场监督管理总局网站披露信息，截至 2018 年 12 月底，有药品批文或保健食品批文的灵芝及灵芝孢子粉产品分别有 187 个和 1157 个。但目前尚未形成具有全国影响力的品牌，市场上多以区域性品牌为主，如寿仙谷、南京中科集团股份有限公司、福建仙芝楼生物科技有限公司等。未来，随着行业的有序化发展，掌握核心破壁与去壁技术并具有品牌知名度的生产企业的优势将更加明显，其市场竞争力也将进一步提升。

■ 浙江企业在铁皮石斛深加工及销售环节具有领先优势，寿仙谷是中坚力量之一

铁皮石斛为兰科石斛属多年生附生草本植物，我国药用历史已有 2000 多年，被 2010 年版《中国药典》作为单一品种记载，并被浙江省列入医保用药。现代临床和药理研究证明，铁皮石斛益胃生津，滋阴清热，能提高人体免疫力。

铁皮石斛种植及生产企业的区域性分布明显，主要集中于浙江和云南两省。从销售区域来看，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。目前市场上销售的铁皮石斛产品主要分三类，一类是将铁皮石斛茎制成干品，以铁皮石斛、铁皮枫斗为主；二是以保健食品为主的深加工产品，包括颗粒剂、胶囊、片剂、口服液、浸膏等多种剂型；三是鲜品，包括茎、花、叶，其中茎是最重要的销售品。从消费人群来看，与灵芝类似，主要集中于年纪偏大、具有一定经济承受能力的群体。

在铁皮石斛深加工及销售环节，浙江企业具有领先优势。根据国家市场监督管理总局网站披露信息，截至 2018 年 12 月底，全国仅有 2 个有中成药药品批文的铁皮枫斗产品，均由浙江企业生产，99 个铁皮石斛保健食品中有 62 个由浙江企业生产。浙江已形成以天台、乐清、金华、杭州等为产业集聚区，浙江天皇药业有限公司、康恩贝集团有限公司、金华寿仙谷药业有限公司、浙江森宇药业有限公司、杭州天目山药业股份有限公司等一批骨干企业已成为产业发展的中坚力量，初步形成了立钻牌、寿仙谷牌、森山牌、康恩贝济公缘牌、天目山牌等主导品牌。

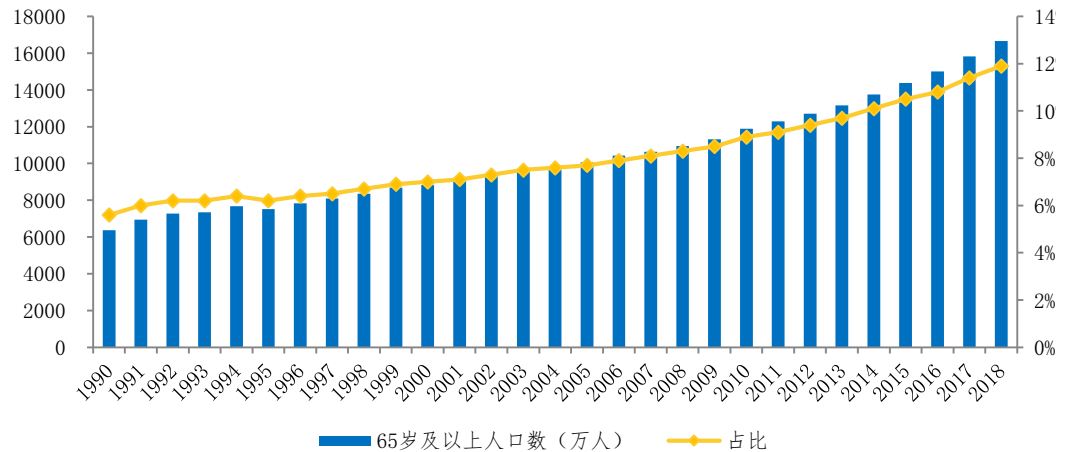
2.2 行业前景：中医药市场继续扩容，未来行业保持较快增速

老龄化加速、居民慢性疾病发病率提高将继续推动中医药医疗保健市场扩容。过去，由于身体机能随着年龄增长而下降，中老年人对保健品的需求更大，是其消费主力军。我国从 2000 年开始进入老龄化阶段，近几年老龄化速度进一步加快，截止 2018 年底，我国 65 岁以上的人口已经达到 1.67 亿人，占全国人口 11.9%。根据世界卫生组织发布的《中国老龄化与健康国家评估报告》，中国人口老龄化进程要明显快于其他中低收入国家。到 2040 年，60 岁及以上人口的比例将从 2010 年的 12.4% 上升至 28%。未来人口的加速老龄化与寿命的延长将是趋势，同时，养老、慢性病等健康问题也将受到广泛关注。

伴随工业化、城镇化、老龄化进程加快，我国慢性病发病率呈逐年上升趋势，2018 年我国因慢性病导致的死亡人数已经占到全部死亡人数的 86%，导致的疾病负担已超过总疾

病负担的 70%。慢性病最突出特点是复杂性，其治疗需要通过全面调理来改善病情。中药以脏腑经络理论为核心，直接采用天然动植物资源，全面动态地把握人体的生理病理信息；注重人体阴阳平衡、脏腑协调，通过经络沟通，气血灌注，改善人体的内环境，以提高人体抵抗疾病的能力。国务院 2017 年发布的《中国防治慢性病中长期规划（2017-2025 年）》明确提出要发挥中医药在慢性病防治中的优势和作用，建立由国家、区域和基层中医专科专病诊疗中心构成的中医专科专病防治体系，中医药市场的发展空间巨大。老龄化加速、居民慢性疾病发病率提高将继续带动中医药消费的需求。

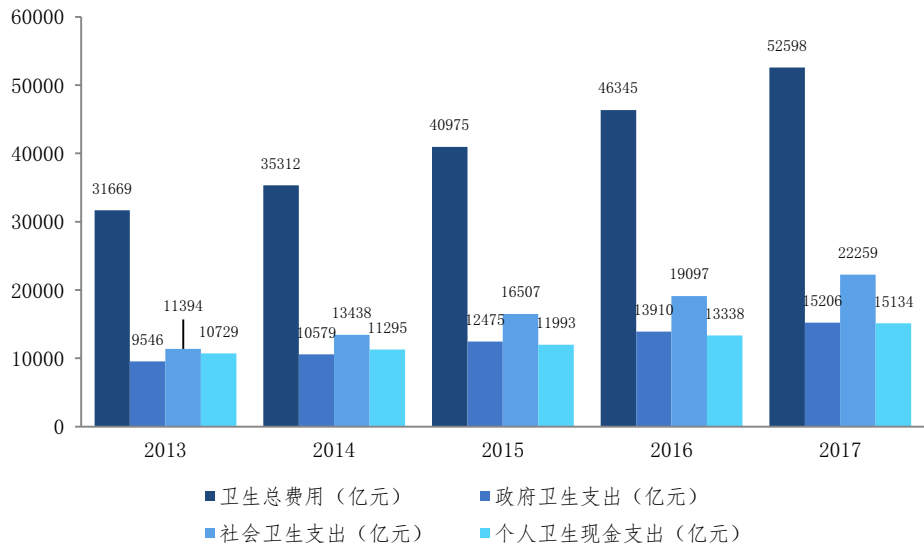
图 15: 中国 65 岁及以上人口数量和占总人口比例



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

通过重预防、治未病以降低卫生医疗费用是未来发展的大趋势。国家统计局发布的数据显示，2017 年我国卫生总费用已达 52,598.28 亿元，其中：政府卫生支出 15,205.87 亿元，社会卫生支出 22,258.81 亿元，个人现金卫生支出 15,133.60 亿元。国务院 2009 年公布的新医改方案在总体原则和总体目标中即提出“坚持以预防为主”，表明政府已经充分认识到了“治未病”的重要性。而无论是从医学的本质要求，还是从世界的健康趋势看，充分发挥中医药在防治疾病、保健养生、临床运用等方面的作用，大力发展和推广中医药事业都是医药行业的必然趋势。于 2016 年出台的《“健康中国 2030”规划纲要》，更是进一步指出将中医药优势与健康管理结合，实施中医治未病健康工程，加快养生保健服务发展的发展规划。

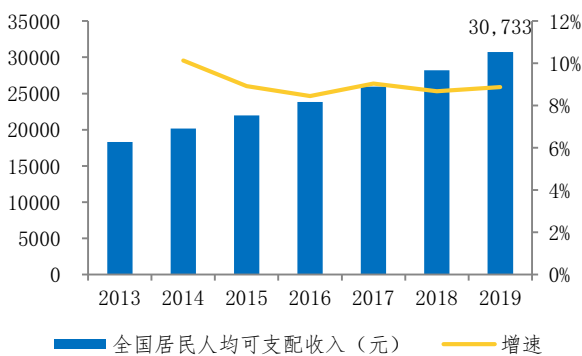
图 16: 中国卫生医疗费用



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

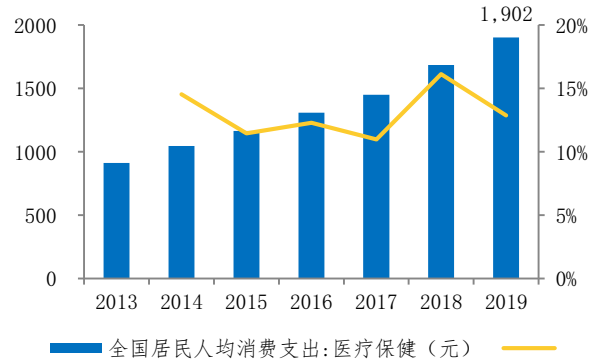
居民消费水平提高奠定购买力基础，医疗保健支出将持续提高。近年来，我国人民生活水平不断提高，国民购买力快速增长，人均医疗保健支出也随之增长。一方面，2013-2018 年，我国人均可支配收入逐年增长，2019 年达到 30733 元，年复合增长率为 9.01%；另一方面，我国人均医疗保健支出也快速增长，从 2013 年的 912 元增长到 2019 年的 1902 元，年复合增长率为 13.03%。医疗保健支出增速高于人均可支配收入增速，这说明人们的健康意识不断提高，在医疗保健上的支出越来越多。

图 17: 全国居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

图 18: 全国居民人均医疗保健消费支出

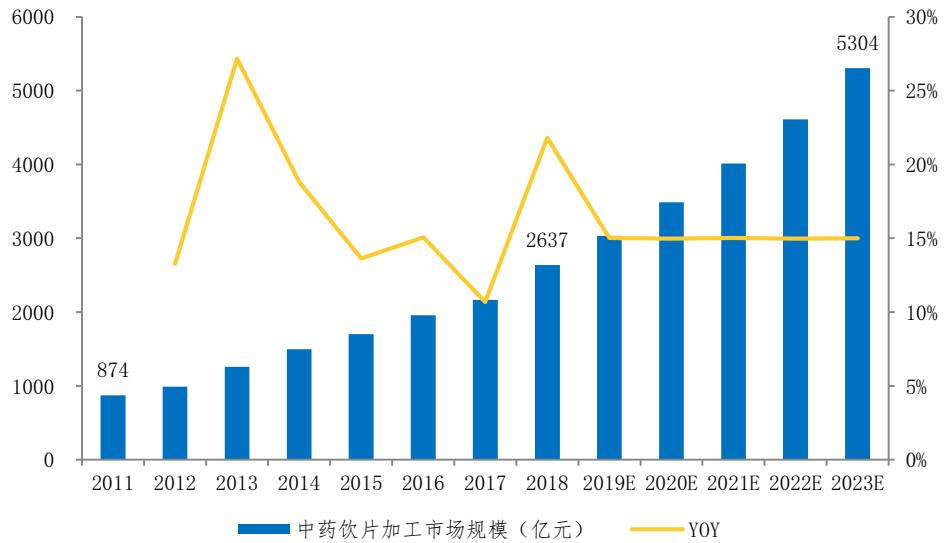


资料来源：国家统计局，长城证券研究所

■ 预计我国中药饮片市场规模未来保持 15%左右增速

据全国中药材资源普查，我国现有的中药材资源种类多达 12000 多种。中药饮片产业一直被纳入国家重点保护范围，国家高度重视中医药事业发展，《“健康中国 2030”规划纲要》明确提出要充分发挥中医药独特优势，提高中医药服务能力，2019 年 10 月习近平总书记也对中医药工作做出中药指示，要推动中医药事业和产业高质量发展，推动中医药走向世界。群众对中医药的需求也越来越高，近年来，我国中药饮片销售情况持续走高。2011-2018 我国中药饮片加工市场规模复合增长率为 17.1%，预计未来五年保持 15%左右的增速，预计到 2023 年将超过 5000 亿元。

图 19: 我国中药饮片加工市场规模

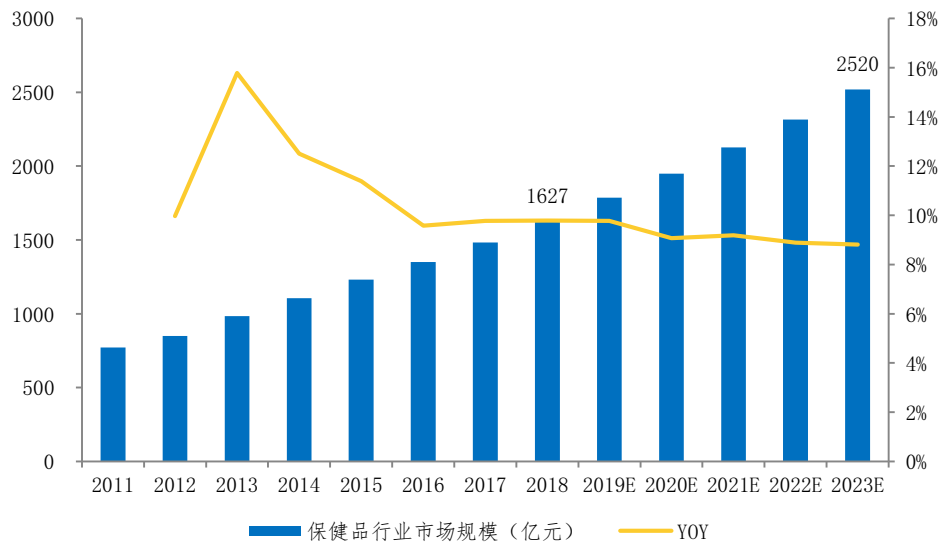


资料来源：国家统计局，中国中药高质量发展研讨会，长城证券研究所

■ 预计未来我国保健品行业市场规模保持9%左右增速

根据 Euromonitor 的统计数据，2018 年我国保健品行业市场规模达 1627 亿元，同比 2017 年增长 9.8%。2011-2018 年我国保健品行业市场规模从 772 亿元增长至 1627 亿元，期间市场规模年均复合增长率为 11.2%。随着国内人均可支配收入的提升、消费结构升级、人口老龄化加剧以及消费群体更加注重健康的生活方式，我国保健品消费市场在未来几年仍将保持快速稳定增长趋势。预计 2018-2023 年年均复合增长率为 9.1%，2023 年保健品行业市场规模预计达 2520 亿元。

图 20：我国保健品行业市场规模



资料来源：Euromonitor，长城证券研究所

3. 公司增长看点：试点中药零食化商业新模式+持续开拓市场实现公司多区域发展

3.1 2020 年试点中药零食化，市场前景广阔

2020 年公司以灵芝和铁皮石斛药食同源试点**中药零食化**商业新模式，大力推进**新零售食品**的研发，开发以灵芝、铁皮石斛、西红花等为原料的系列保健食品。这些保健食品均有增强免疫力、强身健体的功效。

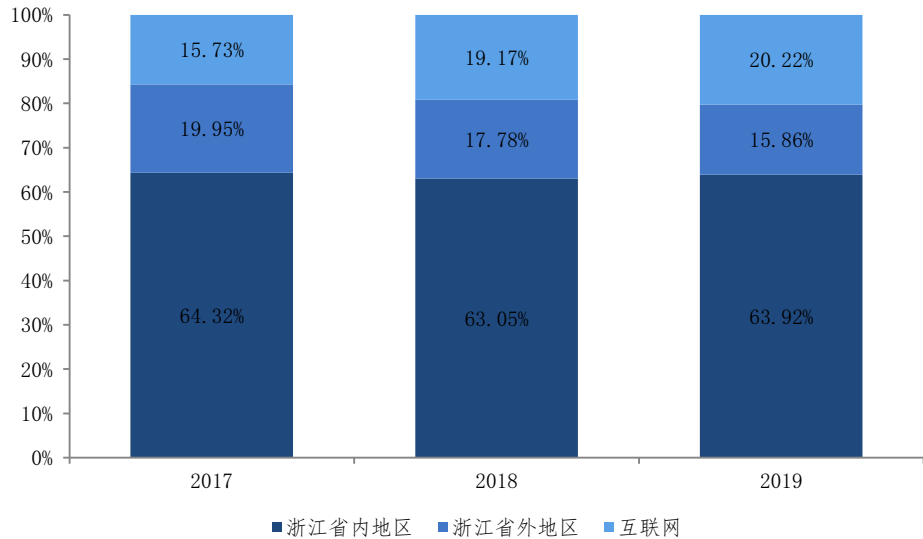
中药零食化的市场前景广阔。我国药食同源食品起源较早、种类多，据文献《药食同源产品产业发展现状与思考》中数据显示，我国以国家规定的药食同源中药为原料的食品达到 400 多种。当前，随着国家有关部门对中医“治未病”知识的普及以及对药食同源目录所涉产品的大力宣传推广、研发、深加工等，药食同源文化被越来越多人认同。近年来人们生活水平提高，同时生活节奏在加快，生活压力在加大，越来越多人处于“亚健康”状态，人们越来越注重在平时通过食疗、保健品等方法治未病。“回归天然”成为大的趋势，中药、植物药愈受欢迎。以往中药主要以中成药、中药饮片、保健食品等方式销售，中药零食化较少尝试。目前公司的灵芝、铁皮石斛等产品的消费人群集中在年纪偏大、具有一定经济能力的群体，公司将中药制成零食，一能增加下游消费场景，二能吸引新的年轻顾客群体，三能以此为契机拓展更多新市场。年轻人的支持才能更好地发扬光大中医药文化，并为公司业绩带来新的增长点。

3.2 继续巩固浙江销售区域优势地位，积极开拓线上渠道和扩大外省市场份额

公司传统销售区域集中于浙江省地区，区域销售收入占总收入比例 6 成以上。公司成立之初便确立了精耕细作浙江市场的发展战略，经过多年努力，公司已在浙江地区形成了品牌优势，积累了一批对寿仙谷品牌具有较高忠诚度的稳定客户群，而且浙江省经济发达，居民收入水平较高，对传统中医药文化关注程度高，健康及养生意识较强。因此，公司产品在省内接受程度高，**浙江地区一直是公司最重要的销售区域。**

互联网收入占比在逐年递增，2019 年占比 20.22%，已成为传统销售渠道的重要补充。公司互联网销售主要通过天猫官方旗舰店、京东官方旗舰店等网络渠道，随着公司以登陆资本市场为契机，在持续提高产品品质的基础上，逐步加大了营销宣传力度，“寿仙谷”品牌的知名度和影响力不断扩大，产品功效及质量逐渐获得消费者的认可，且公司产品具有规格较少、价格透明、便于运输、不易损坏变质等特点，公司互联网销售收入快速增长，已成为传统销售渠道的重要补充。

图 21：寿仙谷各区域主营业务收入占比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

未来，公司将深度开拓包括长三角三省一市、珠三角地区、渤海湾地区等的营销网络，增强公司对全国重点市场的影响力，通过区域中心城市辐射周边地区，从而深入挖掘市场潜力，力争进一步扩大外省市场的份额，实现公司多区域发展。

4. 盈利预测与估值水平

4.1 盈利预测与估值

盈利预测重要假设：

■ **主要产品销量假设：**公司主要产品分为灵芝孢子粉类和铁皮石斛类两类。灵芝孢子粉类产品自上市以来销量 CAGR 为 19.1%，铁皮石斛类产品自上市以来销量 CAGR 为 9.7%。假设今年受疫情影响，产品销量增速变缓较多，灵芝孢子粉类产品销量较去年基本持平，铁皮石斛类产品销量增速仍与去年一样为负增长；2021 年产品销量增速开始恢复为上市以来 CAGR 的 1/2 水平，2022 年相比 21 年略为提升。

■ **毛利率假设：**往年毛利率水平在 85% 左右，假设今年由于疫情影响，毛利率微降，但从明年开始毛利率开始逐年微增。

■ **费用率假设：**管理费用率由于今年可能实施 2018 年限制性股票激励计划最后一期，成本在管理费用中列支，因此今年管理费用率比去年增长，明年开始管理费用率开始下降。由于公司品牌力增强，营销推广更顺利，销售费用率维持逐年下降趋势。公司现金流状况良好，财务费用一直很少。研发费用率保持 7% 左右水平。

估值水平：

我们采用历史估值法和横向估值法对寿仙谷进行合理估值分析。

首先采用历史估值法分析，近 3 年寿仙谷的 PE(TTM) 均值在 54 倍左右，目前 PE(TTM) 在 37.75 倍左右，处于历史较低水平。

图 22: 寿仙谷近 3 年估值水平



选取同行业可比公司同仁堂、片仔癀、广誉远和东阿阿胶进行估值分析。比较可知，寿仙谷目前的估值相比同行业公司来说处于较低水平。

表 3: 寿仙谷可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PE(TTM)	EPS(TTM)	PE(20)	PE(21)	PE(22)
603896	寿仙谷	42.81	37.75	0.79	33.31	27.16	22.66
600436	片仔癀	917.16	63.79	2.38	52.24	42.20	35.23
600085	同仁堂	358.64	40.97	0.64	33.05	30.95	28.81
600771	广誉远	65.93	65.71	0.20	39.74	31.18	25.43
000423	东阿阿胶	206.02	-22.37	-1.41	34.89	26.69	16.18

资料来源: wind, 长城证券研究所

4.2 投资建议

投资建议: 未来中医药和保健品行业发展能保持较稳定增速。公司具备行业核心竞争优势，产品毛利率水平较高，并且已积累了一批对寿仙谷品牌具有较高忠诚度的稳定客户群，2020 试点中药零食化商业新模式带来新的增长点，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.88、1.08、1.30 元，对应 PE 分别为 33.7 倍、27.5 倍、23.0 倍，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

自然灾害、毛利率大幅波动、种源流失、存货周转不畅、一季度市场受疫情影响较大、市场拓展不及预期

5.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	511.45	546.76	546.95	616.08	712.60	成长性					
营业成本	72.06	85.41	85.92	89.63	99.77	营业收入增长	38.24%	6.90%	0.04%	12.64%	15.67%
销售费用	236.50	233.65	229.72	255.67	292.17	营业成本增长	41.50%	18.52%	0.61%	4.32%	11.31%
管理费用	70.95	79.11	80.40	86.25	98.34	营业利润增长	21.43%	15.84%	1.61%	22.67%	19.82%
研发费用	33.67	39.42	38.29	43.13	49.88	利润总额增长	23.99%	13.54%	3.87%	22.67%	19.82%
财务费用	-0.65	-2.08	-2.19	-2.46	-2.85	净利润增长	21.12%	15.09%	2.69%	22.67%	19.82%
其他收益	5.81	9.79	8.00	8.00	8.00	盈利能力					
投资净收益	11.96	12.27	12.00	13.00	14.00	毛利率	85.91%	84.38%	84.29%	85.45%	86.00%
营业利润	110.30	127.77	129.83	159.26	190.81	销售净利率	21.57%	23.37%	23.74%	25.85%	26.78%
营业外收支	-0.22	-2.78	0.00	0.00	0.00	ROE	6.91%	7.95%	9.79%	10.88%	11.82%
利润总额	110.09	124.99	129.83	159.26	190.81	ROIC	95.47%	22.84%	28.86%	23.55%	21.50%
所得税	2.44	1.10	2.60	3.19	3.82	营运效率					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	46.24%	42.73%	42.00%	41.50%	41.00%
净利润	107.65	123.90	127.23	156.07	187.00	管理费用/营业收入	13.87%	14.47%	14.70%	14.00%	13.80%
						研发费用/营业收入	6.58%	7.21%	7.00%	7.00%	7.00%
资产负债表					(百万)	财务费用/营业收入	-0.13%	-0.38%	-0.40%	-0.40%	-0.40%
流动资产	532.02	602.97	581.39	582.29	624.80	投资收益/营业利润	10.84%	9.60%	9.24%	8.16%	7.34%
货币资金	166.02	205.62	147.39	141.70	156.77	所得税/利润总额	2.21%	0.88%	2.00%	2.00%	2.00%
应收票据及应收账款合计	66.37	65.09	65.57	78.18	84.13	应收账款周转率	9.71	8.32	8.37	8.57	8.78
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	4.42	4.78	4.17	4.67	5.14
存货	118.62	110.09	152.45	111.47	165.66	流动资产周转率	1.01	0.96	0.92	1.06	1.18
非流动资产	659.51	737.82	873.74	1,034.24	1,184.85	总资产周转率	0.48	0.43	0.39	0.40	0.42
固定资产	231.15	224.29	312.58	403.20	493.89	偿债能力					
资产总计	1,191.53	1,340.78	1,455.13	1,616.53	1,809.65	资产负债率	17.35%	12.55%	10.65%	11.26%	12.59%
流动负债	195.77	146.45	139.93	167.10	212.84	流动比率	2.72	4.12	4.16	3.48	2.94
短期借款	40.00	10.00	0.00	54.95	115.32	速动比率	2.11	3.37	3.07	2.82	2.16
应付款项	36.48	32.10	33.42	34.86	39.08	每股指标 (元)					
非流动负债	11.02	21.86	15.00	15.00	15.00	EPS	0.75	0.86	0.88	1.08	1.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	6.84	8.15	9.04	9.97	10.99
负债合计	206.79	168.31	154.93	182.10	227.84	每股经营现金流	1.19	1.45	1.17	1.22	1.45
股东权益	984.74	1,172.47	1,300.20	1,434.43	1,581.81	每股经营现金/EPS	1.57	1.64	1.32	1.13	1.11
股本	143.33	143.87	143.87	143.87	143.87						
留存收益	926.02	1,067.27	1,156.33	1,290.56	1,437.94	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	39.40	33.90	33.73	27.50	22.95
负债和权益总计	1,191.53	1,340.78	1,455.13	1,616.53	1,809.65	PEG	2.99	2.30	2.66	2.09	1.56
现金流量表					(百万)	PB	4.36	3.66	3.30	2.99	2.71
经营活动现金流	171.51	207.92	167.30	175.63	207.53	EV/EBITDA	22.60	21.57	20.42	17.11	14.60
其中营运资本减少	140.46	73.47	3.44	-25.30	-32.85	EV/SALES	6.56	6.60	6.66	6.03	5.29
投资活动现金流	-249.03	-53.90	-218.00	-217.00	-216.00	EV/IC	6.15	8.33	5.58	4.34	3.56
其中资本支出	29.21	60.77	310.00	310.00	310.00	ROIC/WACC	39.40	33.90	33.73	27.50	22.95
融资活动现金流	96.35	-56.42	-7.53	35.68	23.55	REP	2.99	2.30	2.66	2.09	1.56
净现金总变化	18.83	97.60	-58.24	-5.69	15.07						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>