

分析师: 李琳琳

登记编码: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50586983

## 珍贵中药材产品的细分龙头

### ——寿仙谷(603896)调研简报

## 证券研究报告-调研简报

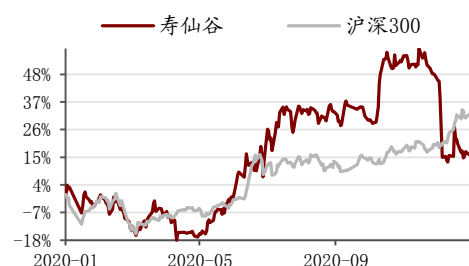
**增持(首次)**
**市场数据(2021-01-18)**

发布日期: 2021年01月20日

收盘价(元)	35.25
一年内最高/最低(元)	48.88/24.80
沪深300指数	5518.52
市净率(倍)	4.45
流通市值(亿元)	51.70

**基础数据(2020-9-30)**

每股净资产(元)	8.58
每股经营现金流(元)	1.10
毛利率(%)	82.54
净资产收益率_摊薄(%)	5.15
资产负债率(%)	26.38
总股本/流通股(万股)	14352.34/14217.41
B股/H股(万股)	0/0

**个股相对沪深300指数表现**


资料来源: 贝格数据, 中原证券

**相关报告**
**联系人: 朱宇澍**
**电话:** 021-50586328

**地址:** 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

**邮编:** 200122

**投资要点:**

- 公司主要从事珍贵中药材的育种、种植和加工业务, 包括灵芝、铁皮石斛、西红花等。生产的核心产品包括灵芝孢子粉、灵芝孢子粉颗粒、铁皮枫斗颗粒、灵芝浸膏等。
- 从公司历年来的营业收入和利润看, 公司的主营收入和利润主要来源于灵芝孢子粉类产品, 2015年之前公司主营产品为灵芝孢子粉中药饮片, 16年之后公司的灵芝孢子粉作为保健食品推出, 随着营销力度的加大以及公司三代(去壁)技术的进步以及产品的推出, 公司的营收实现了快速的增长, 净利润也保持了稳健的增长。财报显示, 灵芝孢子粉类产品2020年上半年的收入和毛利占比均超过60%。从地区分布看, 公司产品从种植到销售仍然主要集中在浙江省内, 2019年公司浙江省内的营收占比达到64%, 2020年上半年这一占比提升至65%。
- 通过与公司沟通, 我们了解到, 目前公司灵芝孢子粉业务方面的壁垒主要存在于以下三个方面: 1) 种源壁垒。仙芝1号, 仙芝2号为公司自主选育的品种, 董事长李总为深耕该领域多年的育种专家, 相比日本等进口产品, 公司的灵芝类产品有效成分灵芝多糖和林芝三萜含量高, 产量高, 其中“仙芝2号”以“仙芝1号”为亲本经航天诱变等方法培育而成。公司“灵芝新品种栽培及精深加工产业化研发项目”被列为“国家星火计划”项目; 2) 技术壁垒, 公司拥有国际领先的技术优势, 包括灵芝孢子粉除杂去瘪, 超音速低温气流破壁法, 去壁浓缩等发明专利技术, 其中超音速低温气流破壁法, 不同于市面上的金属棒破壁工艺, 解决了铬、镍重金属超标、易氧化油高变质等难题。此外, 公司采用萃取工艺来进行壁壳分离, 为国内唯一一家能够实现壁壳分离的企业。3) 栽培工艺壁垒。公司栽培工艺为仿野生栽培, 不加农药和化肥, 种植、加工的铁皮石斛、灵芝、灵芝孢子粉(破壁)已通过中国、日本、欧盟、美国四国有机认证。综上, 公司的灵芝孢子粉在国内同类产品具有较强的竞争优势。
- 为了提高灵芝类产品的消费者认同度, 公司与美国梅奥医学中心, 北京大学医学部等26家国内外机构在心血管、肿瘤免疫、老年痴呆等多个领域展开了灵芝的药理药效研究, 初步取得了一定的成果, 有利于灵芝孢子粉类产品的推广。
- 从上游原材料看, 目前公司灵芝种植产能充足, 绝大部分为公司集约化种植, 少数为公司提供种源, 从合作种植农户处采购, 不存在产能

瓶颈问题；从销售渠道看，目前公司主要以线下直营销售为主，且主要集中在浙江省内，2020年上半年受到疫情影响，公司下游渠道销售一般，收入和利润同比下滑，三季度后公司产品下游需求提升，第三季度，公司实现营业收入1.58亿元，同比增长76.90%，实现归母净利润2465万元，同比增长140.95%。公司产品销售具备一定的季节性特征，四季度为传统的销售旺季，预计2020年四季度公司业绩将继续改善。

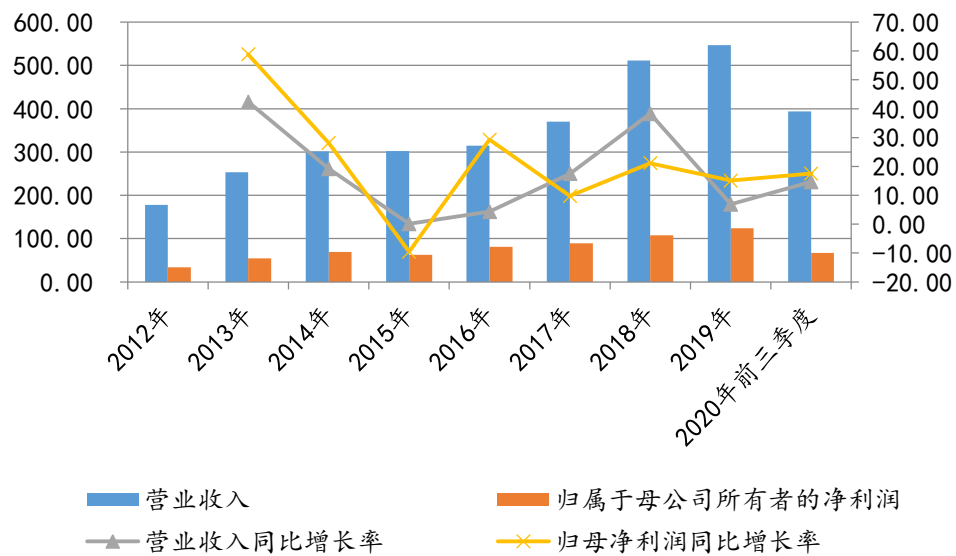
- 互联网和浙江省外的销售占比较低，未来将成为公司主要的发力点。2020年上半年互联网和浙江省外销售占比分别为21%和12%。其中互联网销售从2017年的647万增长到1341万，年均增长36%，增速较快。2020年7月份，公司组建进了新零售部门和招商部门，目前新引进的人才、新组建的销售团队已经基本到位，后续将采用加盟店的方式，在全国范围内主推孢子粉片剂。片剂相对粉剂来说，口感更好，价格更高，便于中高端人群实现零食化消费，适合于更加广泛的受众；另外公司未来也将发力线上营销。至于营销改革效果如何，后续仍需继续观察。
- 预计公司2020年每股收益为0.89元，2021年每股收益为1.05元，2022年每股收益为1.13元，对应1月19日收盘价35.85元，市盈率分别为40.28倍，34.14倍以及31.73倍，首次覆盖公司，给予公司“增持”的投资评级。

**风险提示：**疫情发展超出预期，自然灾害出现风险，公司营销推广进度低于预期的风险。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	511	547	640	768	998
增长比率(%)	38.2	6.9	17.0	20.0	30.0
净利润(百万元)	108	124	132	156	167
增长比率(%)	21.1	15.1	6.2	18.4	7.1
每股收益(元)	0.73	0.84	0.89	1.05	1.13
市盈率(倍)	49.11	42.68	40.28	34.14	31.73

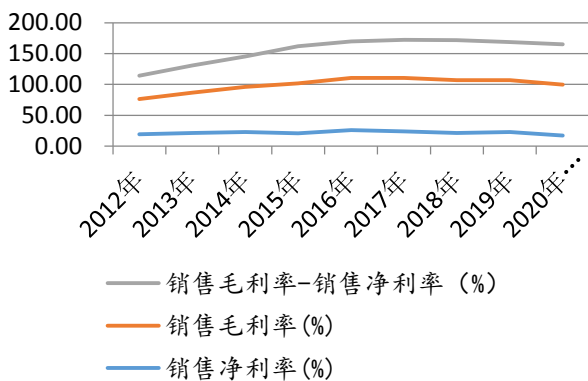
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 寿仙谷营业收入、归母净利润 (左轴) 以及同比增长率 (右轴) 单位: 百万元, %



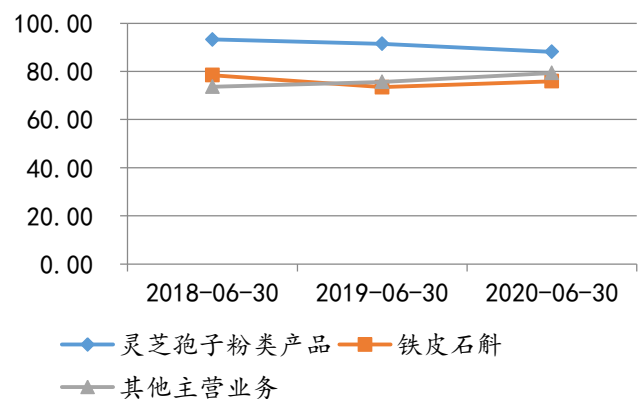
资料来源: wind, 中原证券

图 2: 公司毛利率、净利率等情况



资料来源: wind, 中原证券

图 3: 公司分产品毛利率情况 单位: %



资料来源: wind, 中原证券

图 4: 公司主营产品构成 (按种类)

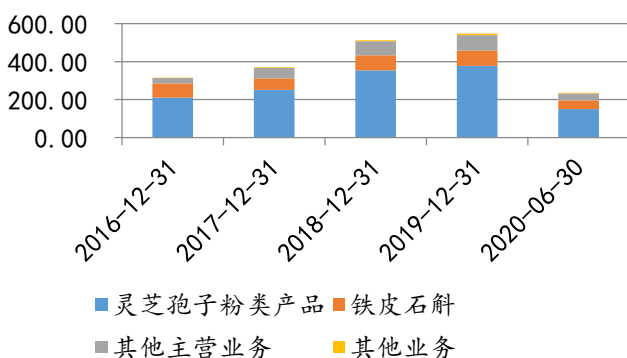
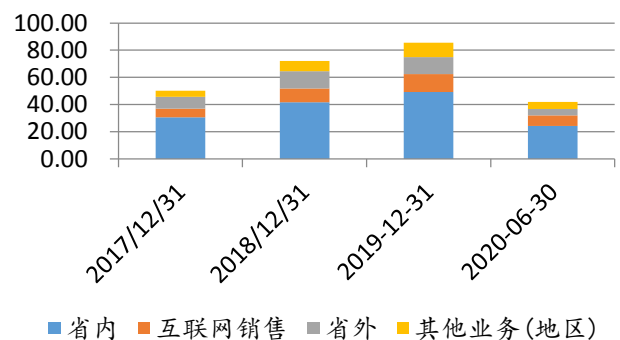


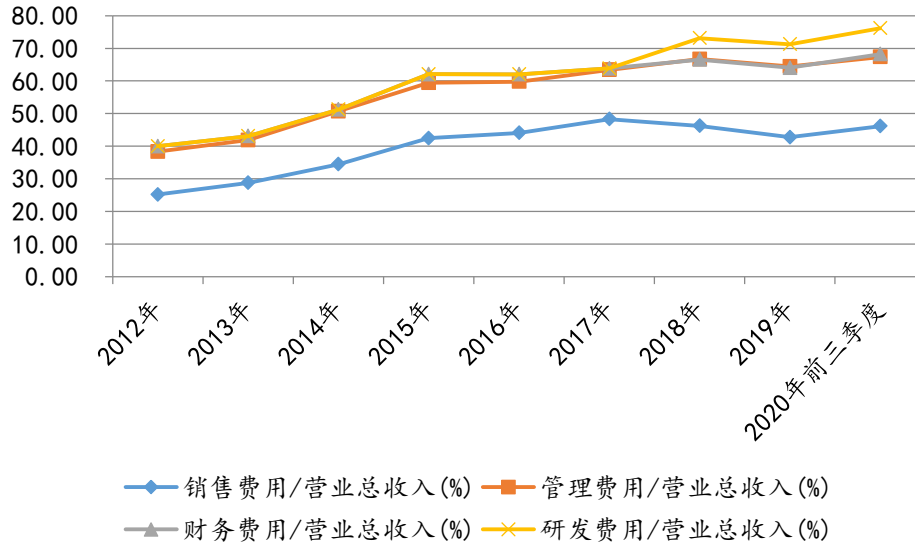
图 5: 公司主营产品构成 (按地区) 单位: 百万元



资料来源: wind, 中原证券

资料来源: wind, 中原证券

图 6: 公司三项费用率走势图



资料来源: wind, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>532</b>	<b>603</b>	<b>640</b>	<b>679</b>	<b>849</b>
现金	166	206	183	215	268
应收票据及应收账款	63	63	85	92	138
其他应收款	3	2	4	3	6
预付账款	8	12	12	16	20
存货	119	110	147	141	206
其他流动资产	173	211	211	211	211
<b>非流动资产</b>	<b>660</b>	<b>738</b>	<b>801</b>	<b>864</b>	<b>976</b>
长期投资	4	4	10	10	10
固定资产	231	224	290	368	488
无形资产	74	81	92	94	94
其他非流动资产	350	429	408	392	384
<b>资产总计</b>	<b>1192</b>	<b>1341</b>	<b>1441</b>	<b>1543</b>	<b>1825</b>
<b>流动负债</b>	<b>196</b>	<b>146</b>	<b>161</b>	<b>157</b>	<b>324</b>
短期借款	40	10	10	10	152
应付票据及应付账款	35	26	42	34	58
其他流动负债	121	110	109	113	114
<b>非流动负债</b>	<b>11</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	22	22	22	22
<b>负债合计</b>	<b>207</b>	<b>168</b>	<b>183</b>	<b>179</b>	<b>346</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	143	144	148	148	148
资本公积	583	634	634	634	634
留存收益	343	434	513	606	706
归属母公司股东权益	985	1172	1259	1363	1479
<b>负债和股东权益</b>	<b>1192</b>	<b>1341</b>	<b>1441</b>	<b>1543</b>	<b>1825</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>511</b>	<b>547</b>	<b>640</b>	<b>768</b>	<b>998</b>
营业成本	72	85	96	107	130
营业税金及附加	5	5	6	7	9
营业费用	236	234	294	353	499
管理费用	71	79	83	100	130
研发费用	34	39	46	46	60
财务费用	-1	-2	-3	-2	4
资产减值损失	2	0	0	0	0
其他收益	6	10	11	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	12	7	0	0
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>110</b>	<b>128</b>	<b>135</b>	<b>156</b>	<b>167</b>
营业外收入	3	0	0	0	0
营业外支出	3	3	4	0	0
<b>利润总额</b>	<b>110</b>	<b>125</b>	<b>132</b>	<b>156</b>	<b>167</b>
所得税	2	1	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>108</b>	<b>124</b>	<b>132</b>	<b>156</b>	<b>167</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>108</b>	<b>124</b>	<b>132</b>	<b>156</b>	<b>167</b>
EBITDA	155	168	144	170	186
EPS (元)	0.73	0.84	0.89	1.05	1.13

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	38.2	6.9	17.0	20.0	30.0

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>172</b>	<b>208</b>	<b>93</b>	<b>164</b>	<b>99</b>
净利润	108	124	132	156	167
折旧摊销	47	49	18	19	21
财务费用	-1	-2	-3	-2	4
投资损失	-12	-12	-7	0	0
营运资金变动	-10	3	-46	-9	-93
其他经营现金流	39	46	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-249</b>	<b>-54</b>	<b>-74</b>	<b>-82</b>	<b>-134</b>
资本支出	233	91	56	63	113
长期投资	-19	34	-7	0	0
其他投资现金流	-36	71	-24	-19	-21
<b>筹资活动现金流</b>	<b>96</b>	<b>-56</b>	<b>-42</b>	<b>-49</b>	<b>-55</b>
短期借款	40	-30	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	4	1	4	0	0
资本公积增加	117	50	0	0	0
其他筹资现金流	-64	-77	-46	-49	-55
<b>现金净增加额</b>	<b>19</b>	<b>98</b>	<b>-23</b>	<b>32</b>	<b>-89</b>

营业利润 (%)	21.4	15.8	5.8	15.5	7.1
归属母公司净利润 (%)	21.1	15.1	6.2	18.4	7.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	85.9	84.4	85.0	86.0	87.0
净利率 (%)	21.0	22.7	20.6	20.3	16.7
ROE (%)	<b>10.9</b>	<b>10.6</b>	<b>10.5</b>	<b>11.5</b>	<b>11.3</b>
ROIC	<b>10.2</b>	<b>9.9</b>	<b>9.9</b>	<b>10.9</b>	<b>10.0</b>
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	17.4	12.6	12.7	11.6	19.0
净负债比率 (%)	-11.7	-15.3	-12.5	-13.9	-6.7
流动比率	2.7	4.1	4.0	4.3	2.6
速动比率	1.2	3.2	2.9	3.2	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	10.2	8.7	8.7	8.7	8.7
应付账款周转率	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.73	0.84	0.89	1.05	1.13
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.16	1.40	0.63	1.11	0.67
每股净资产 (最新摊薄)	6.65	7.92	8.48	9.18	9.97
<b>估值比率</b>					
P/E	48.5	42.1	39.6	33.5	31.3
P/B	5.3	4.4	4.2	3.8	3.5
EV/EBITDA	33.0	28.7	33.7	28.4	26.4

资料来源：贝格数据，中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。