

## 领先技术芝斛养生 拓展渠道稳健增长

## 买入|首次推荐

### ——寿仙谷(603896.SH)首次覆盖报告

#### 报告要点:

#### ● 中国灵芝、铁皮石斛行业第一股，灵芝石斛是主要营收来源

1997年，浙江寿仙谷医药股份公司成立。2017年在上海证券交易所成功上市，成为灵芝、铁皮石斛行业第一股。公司主营业务是以生产和销售灵芝孢子粉类产品 and 铁皮石斛类产品为主，该两类产品分别占公司营收70%及16%左右，2022年上半年，两者合计共占公司主营业务收入的85%以上。其中，灵芝孢子粉类产品营业收入达到2.36亿元，同比增长10.91%，铁皮石斛类产品营业收入达到0.63亿元，同比增长13.67%。

#### ● 核心产品优势明显，公司长期发展动力充足

公司是灵芝孢子粉龙头企业，具有育种优势与技术优势。**在育种方面：**公司自主选育的“仙芝1号”、“仙芝2号”、“仙芝3号”“仙斛1号”“仙斛2号”“仙斛3号”品质优质，从源头为下游的标准化种植提供保障。**在技术方面：**公司目前采用独创的超音速低温气流破壁技术在灵芝孢子粉生产工艺中，该技术提高破壁率的同时，避免重金属污染和氧化等问题。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，主持并参与制定行业标准，有效提高了灵芝孢子粉和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技术保证。

#### ● 销售渠道逐步优化，覆盖市场不断扩大

公司自创立之初确定了省内精耕细作的策略，现已在浙江地区形成品牌优势。2021年公司成立济世健康发展有限公司试水全国市场代理商制度，为开创云端销售新天地，运行寿仙云等小程序，同时加强西医院线学术推广，致力开发销售新渠道。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司核心育种技术、生产技术在行业处于领先地位，产品竞争优势明显。2021年，公司开始积极布局省外市场，拓展销售市场。我们预计2022-2024年，公司归属母公司股东净利润分别为：2.79、3.44和4.32亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：1.41、1.74和2.18元/股，对应PE分别为35.52、28.85和22.99倍。综合考虑公司的产品竞争力与未来发展规划，首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。

#### ● 风险提示

销售渠道拓展不及预期，存货周转不畅风险，种源流失风险，自然灾害风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	636.05	767.14	829.10	1038.95	1303.99
收入同比(%)	16.33	20.61	8.08	25.31	25.51
归母净利润(百万元)	151.71	200.83	279.34	343.96	431.64
归母净利润同比(%)	22.45	32.37	39.09	23.14	25.49
ROE(%)	11.44	12.40	15.30	16.61	18.00
每股收益(元)	0.77	1.01	1.41	1.74	2.18
市盈率(P/E)	65.40	49.41	35.52	28.85	22.99

资料来源：Wind, 国元证券研究所

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 59.53 / 31.96

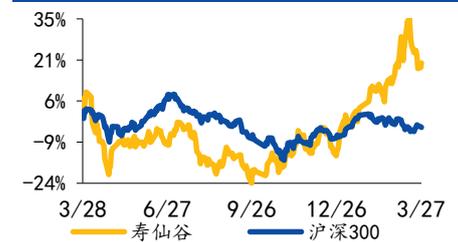
A股流通股(百万股): 197.20

A股总股本(百万股): 197.20

流通市值(百万元): 9870.01

总市值(百万元): 9870.01

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gzq.com.cn

## 目 录

1.百年传承老字号，名贵中药新发展.....	4
1.1 百年老字号，中国灵芝行业第一股 .....	4
1.2 公司业绩持续增长,灵芝孢子粉贡献主要收入.....	5
2.聚焦中医药大健康产业，公司长期发展动力充足.....	7
2.1 灵芝孢子粉领跑，去壁技术获广泛认可 .....	8
2.1.1 扶正固本功效显著，灵芝孢子粉提升免疫力 .....	8
2.1.2 生产技艺行业领先，核心去壁技术获专利 .....	9
2.1.3 日常保健需求日益增长，保健行业迅速发展 .....	11
2.2 铁皮石斛区位优势显著，生津益胃功效好.....	13
2.3 中式养生新机遇，西红花提升女性健康 .....	15
3.完善全产业链发展模式，销售渠道持续拓展 .....	16
3.1 省内市场精耕细作，省外市场试水代理制度.....	16
3.2 互联网销售收入不断提高，助力公司业绩持续增长.....	17
4.盈利预测和投资建议 .....	18
4.1 盈利预测 .....	18
4.2 投资建议 .....	19
5.风险提示.....	20

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 Q3） .....	5
图 3：公司营业收入及增速 .....	5
图 4：公司归母净利润及增速 .....	5
图 5：公司产品营收构成占比 .....	6
图 6：公司整体毛利率、净利率.....	6
图 7：公司产品毛利率 .....	6
图 8：公司管理/销售/财务费率 .....	6
图 9：公司研发费用率及增速 .....	7
图 10：公司业务构成（按地区） .....	7
图 11：公司主要经营模式.....	8
图 12：电子显微镜下破壁灵芝孢子粉（x5000） .....	10
图 13：电子显微镜下未破壁灵芝孢子粉（x5000） .....	10
图 14：去/破壁灵芝孢子粉成分指标.....	10
图 15：去/破壁灵芝孢子粉氨基酸含量( $\bar{x} \pm s$ , $n = 3$ ) .....	10
图 16：全国居民人均可支配收入及增速（元，%） .....	12
图 17：2022 年全国居民人均消费支出及构成（%） .....	12
图 18：近 10 年中国 65 岁及以上人口人数及占比 .....	12
图 19：我国 2022 年年末人口年龄组成结构 .....	12

图 20: 中国保健食品市场规模 (亿元) .....	13
图 21: 中国中药保健品行业市场规模 (亿元) .....	13
图 22: 铁皮石斛类产品营业收入及增速 .....	14
图 23: 中国女性健康食品市场规模 (按零售额计) .....	15
图 24: 中式养生方式渗透率 .....	15
图 25: 西红花品类主要销售产品 .....	15
图 26: 不同经销模式营销收入及增速 (亿元) .....	16
图 27: 中国保健品销售渠道占比 .....	18
表 1: 按细分行业主要产品基本情况 .....	8
表 2: 灵芝及灵芝孢子粉的五个阶段 .....	9
表 3: 有关灵芝孢子粉在肿瘤癌症治疗实验研究 .....	9
表 4: 公司灵芝孢子粉类产品 .....	11
表 5: 市场上主要灵芝孢子粉竞品 .....	11
表 6: 铁皮石斛主要营养成分 (以干重计算) % .....	13
表 7: 公司铁皮石斛类产品 .....	14
表 8: 公司未来市场规模预测 .....	17
表 9: 收入拆分 .....	19
表 10: 可比公司估值 .....	20

## 1. 百年传承老字号，名贵中药新发展

### 1.1 百年老字号，中国灵芝行业第一股

寿仙谷是一家百年传承的中华老字号企业，也是一家集名贵中药材和珍稀食药用品种选育、研究、栽培、生产、营销等为一体的综合性现代中药国家高新技术企业。寿仙谷药号始创于1909年。1997年，金星食用菌成立，后更名为浙江寿仙谷生物科技有限公司。2014年，“武义寿仙谷中药炮制技艺”被国务院列入“国家级非物质文化遗产代表性项目名录”。2017年，公司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。2018至2019年，由寿仙谷主导起草的《ISO21315 中医药—灵芝》和《ISO21370 中医药—铁皮石斛》两项国际标准正式发布，为中国灵芝、铁皮石斛的国际贸易提供统一标准。2021年，公司成立浙江寿仙谷济世健康发展有限公司，试水全国市场代理商制度，助力开拓省外销售市场。

图 1：公司发展历程

公司创立	改制重组	公司上市	行业标准		“名医、名药、名店”
1997年 金星食用菌成立后更名为浙江寿仙谷生物科技有限公司	2013年 寿仙谷有限公司完成整体变更成为股份有限公司	2017年 公司于上海证券交易所上市	2018年 公司承担制定《ISO21315 中医药—灵芝》国际标准发布	2019年 公司承担制定《ISO21370 中医药—铁皮石斛》国际标准发布	2021年 试水全国市场代理商制度，开发新销售渠道

资料来源：iFind，公司公告，公司官网，国元证券研究所

公司股权结构稳定。公司控股股东为浙江寿仙谷投资管理有限公司，持股比例为28.76%，实际控制人为李明焱家族（李明焱、朱惠照、李振皓、李振宇），直接或间接合计持有公司38.98%的股权，对公司有较强的控制权。其中，李明焱朱惠照夫妻通过寿仙谷投资对公司实现28.76%的间接控股。

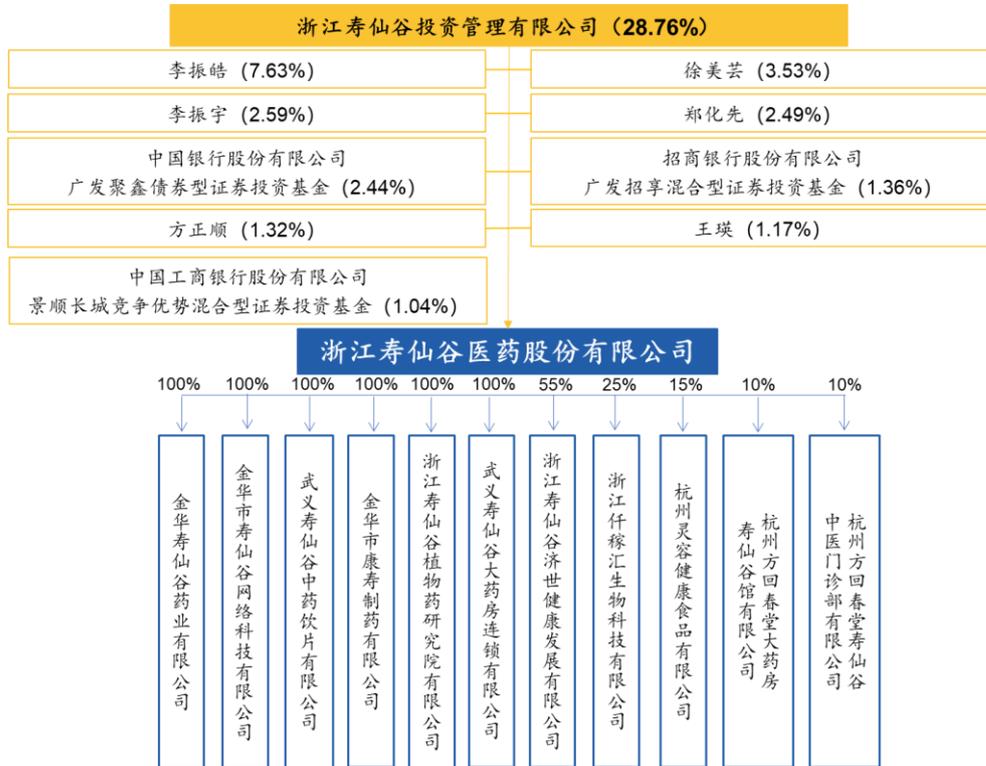
李明焱先生，1960年生，本科学历，研究员、高级农艺师、国务院特殊贡献津贴专家，现任寿仙谷董事长，先后获得全国劳动模范、全国五一劳动奖章、国家“万人计划”科技创业领军人才等荣誉奖项。李明焱先生拥有40多年珍稀食药用品种和道地名贵中药材的品种选育、栽培及新产品的研究开发的经验，主持实施了多项国家生物育种高新技术产业化项目，主持完成的十多项科技成果填补了国内外技术空白，达到了国际领先的水平。

朱惠照女士，1964年生，本科学历，研究员。原寿仙谷董事，先后获得全国食用菌先进生产者、全国三八红旗手等荣誉。

李振皓先生，1987年生，浙江大学药学博士，现任寿仙谷副董事长。

李振宇先生，1991年生，硕士研究生学历，现任寿仙谷董事兼总经理。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 Q3）

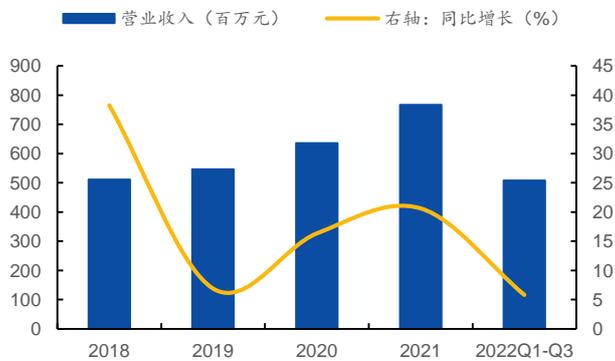


资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

### 1.2 公司业绩持续增长,灵芝孢子粉贡献主要收入

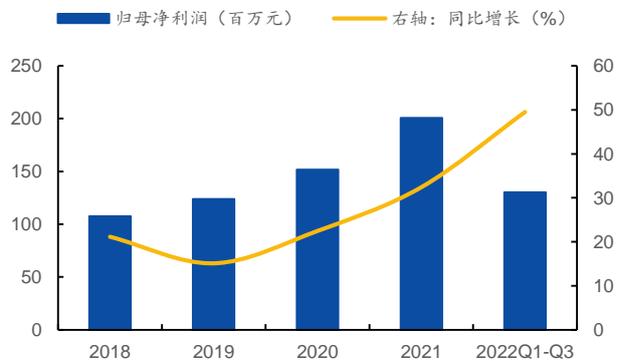
公司营业收入与归母净利润连续多年保持稳健增长，2018 至 2021 年，复合年均增长率分别达到 14.47%与 23.10%。根据公司 2022 年三季度报告，2022 年前三季度公司实现营业收入 5.08 亿元，同比增长 5.82%；归母净利润达到 1.30 亿元，同比增长 49.49%。

图 3：公司营业收入及增速



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 4：公司归母净利润及增速

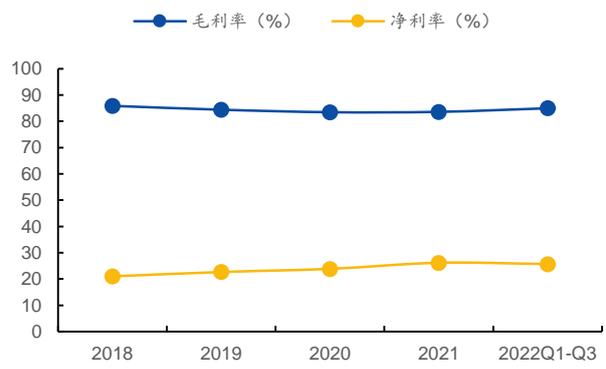
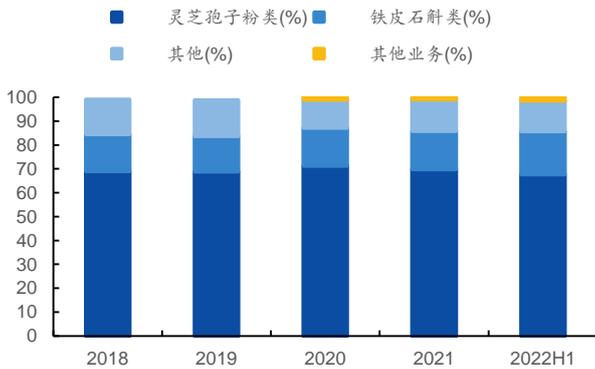


资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

灵芝孢子粉类产品和铁皮石斛类产品是公司两大主营业务，该两类产品分别占公司营收 70%及 16%左右，2022 年上半年，两者合计共占公司主营业务收入的 85%以上。2022 年上半年，灵芝孢子粉类产品营业收入达到 2.36 亿元，同比增长 10.91%，铁皮石斛类产品营业收入达到 0.63 亿元，同比增长 13.67%。公司整体毛利率、净利率保持稳定，分别在 85%、25%左右。

图 5：公司产品营收构成占比

图 6：公司整体毛利率、净利率



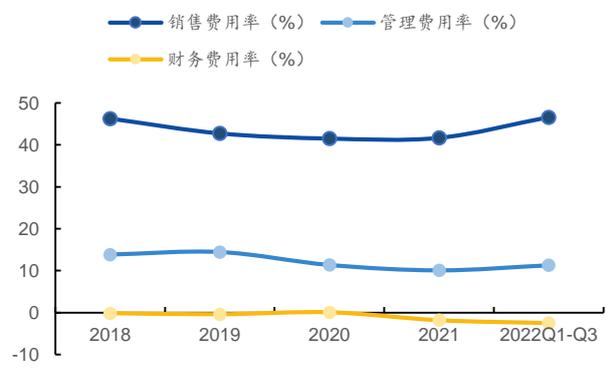
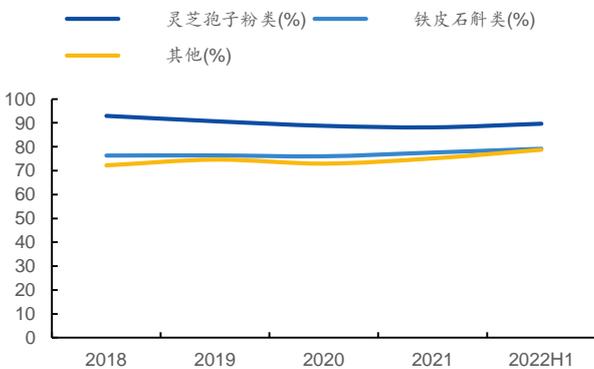
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

从产品来看，产品毛利率同样保持稳定。2018 至 2022 年上半年，灵芝孢子粉类产品与铁皮石斛类产品毛利率分别稳定在 90%与 80%左右，其他类主要包括杭白菊、西红花、三叶青等产品，毛利率稳定在 75%左右。

图 7：公司产品毛利率

图 8：公司管理/销售/财务费率

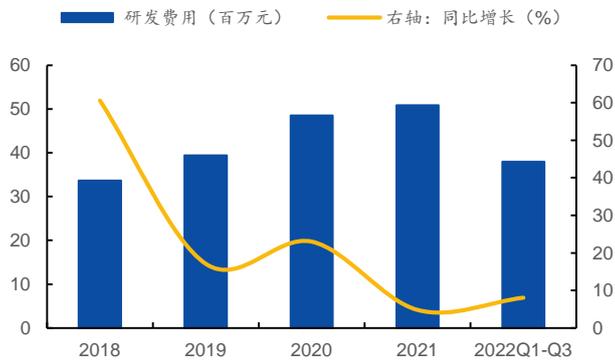


资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

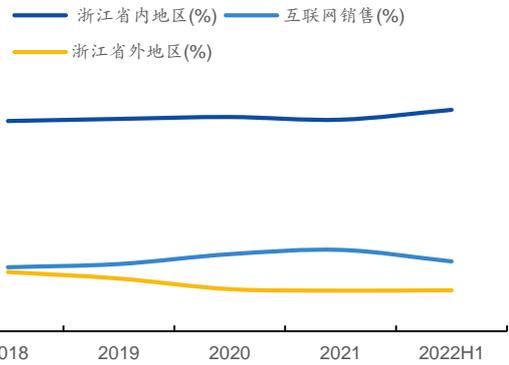
公司整体费用控制较好，销售、管理费率分别保持在 45%、11%左右。公司关注产品研发及创新，研发费用稳定增长，2021 年总研发费用超过 5000 万元，2018-2021 年研发费用年均复合增长率为 14.71%。公司还将继续加大研发投入，通过技术工艺进步、选育新菌种、开发新品种推动公司长期健康发展。

图 9：公司研发费用率及增速



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 10：公司业务构成（按地区）



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

从地区来看，公司营收主要由浙江省内市场贡献，其省内营收占比近 65%。近年，公司积极探寻新营销模式及渠道，拓展产品销售市场，2021 年公司尝试市场代理商制度，打造小程序等线上销售，旨在开发销售新渠道，增强全国市场销售渠道，2022 年上半年，互联网端/浙江省外营收占比分别占 20%/12%左右。

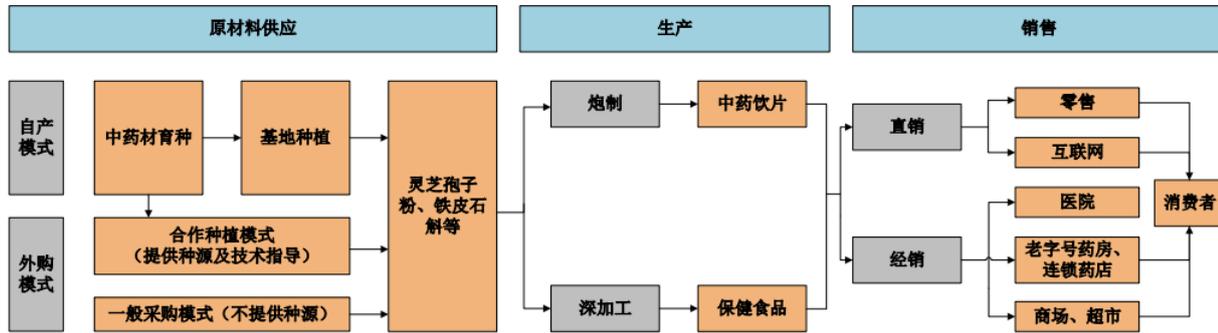
## 2. 聚焦中医药大健康产业，公司长期发展动力充足

公司围绕以灵芝、铁皮石斛等名贵中药饮片加工及保健食品为核心主业，形成全产业链发展模式，从原材料供应到生产和销售，从源头到销售渠道，公司形成完善的由上至下的业务发展模式。

公司生产原料为灵芝孢子粉（原料）、鲜铁皮石斛、铁皮石斛干品等中药材，其主要来源于基地自产与对外采购。基地自产是公司租赁土地形成自有的种植基地，根据生产计划进行采摘及后续生产使用，该模式能够使得公司从源头上控制原料品质安全。公司按照国家有机产品标准及国家中药材 GAP 标准进行栽培与管理，通过“预防为主，防治结合”的物理及生物综合方法防治病虫害，确保中药材的品质与质量。公司已在武义白姆乡、俞源乡建立标准化种植基地，主要用于种植灵芝、铁皮石斛、西红花等中药材，其中武义“寿仙谷”灵芝、灵芝孢子粉及制品以及武义“寿仙谷”铁皮石斛及制品通过中国、欧盟、美国、日本有机产品认证。

生产原料的外购模式则分为合作种植模式与一般采购模式，主要是公司向农民专业合作社或农户收购符合公司质量要求的干品及原材料。公司统一对原材料进行加工处理。

图 11：公司主要经营模式



资料来源：公司公告，国元证券研究所

每年末，公司制定下年度生产计划并进一步细化形成月生产计划进行生产，最后以经销与直销模式实现销售。公司主要产品是灵芝孢子粉（破壁）、破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒、破壁灵芝孢子粉片、铁皮枫斗颗粒和铁皮枫斗灵芝浸膏。

表 1：按细分行业主要产品基本情况

细分行业	主要治疗领域	产品名称	适应症或功能主治
中药饮片	用于虚劳体弱，失眠多梦，咳嗽气喘人群	灵芝孢子粉（破壁）	补气安神，健脾益肺。
保健食品	用于免疫力低下及有辐射危害人群保健	寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉	对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力
		寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒	
		寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉片	
	用于免疫力低下及易疲劳人群保健	寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒	免疫条件、抗疲劳

资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 2.1 灵芝孢子粉领跑，去壁技术获广泛认可

### 2.1.1 扶正固本功效显著，灵芝孢子粉提升免疫力

灵芝属担子菌纲多孔菌科灵芝属，是我国传统的扶正固本、滋补强壮的名贵药材，在我国已有 2000 多年的用药历史。对于灵芝的记载始见于公元前二世纪的《神农本草经》，该书将灵芝列为有效无毒的上品。《本草纲目》中详细记载了灵芝的药性与功效：赤芝主治胸中结、益心气、补中、增智慧；紫芝甘温无毒，治虚劳、治瘵。现代药理学则研究表明，灵芝具有调节免疫、机体抗衰老、抗辐射及抗肿瘤等作用。因其独特的药用价值，《中国药典》与《美国草药药典与治疗概要》中均有收录记载灵芝。

灵芝孢子是灵芝在生长成熟期，从灵芝菌褶中弹射出来的极其微小的卵形生殖细胞。灵芝孢子粉具有灵芝全部的遗传物质，且有效成分含量相较于灵芝母体更高，灵芝孢子粉含有的多糖、三萜、蛋白质、核酸等成分，在临床上可用于抗肿瘤、抗氧化、安神、增强机体免疫等，是一种极为重要的药食两用真菌。但灵芝孢子粉具有坚硬的孢子壁，孢子壁主要由纤维素、几丁质等组成，因此孢子内的有效物质很难通过孢子壁溶出而被人吸收利用。

近年来，我国灵芝孢子粉产业迅速发展，增速远高于灵芝子实体类产品，其中去壁灵芝孢子粉的药用价值远远高于灵芝子实体与未破壁灵芝孢子粉，其药用价值的大幅度提升不仅源于高品质原材料，还由于灵芝孢子粉相关生产工艺的提升，增加人体对产品药用价值的吸收。

**表 2：灵芝及灵芝孢子粉的五个阶段**

阶段	类别	特点
第一阶段	灵芝子实体	仅可服用灵芝菌盖的水溶性成分，脂溶性成分与其他有效成分随药渣倒掉，人体吸收较少
第二阶段	灵芝粉	保持了灵芝原有成分的完整性和全天然性，同时由于灵芝粉粒度细，增加了药物的表面积，提高了人体的吸收
第三阶段	灵芝孢子粉	灵芝孢子活性物质高于灵芝实体，但由于灵芝孢子有两层几丁质构成，一般的物理化学方法很难将其破坏，影响了人体吸收
第四阶段	破壁灵芝孢子粉	人体对破壁灵芝孢子粉的吸收率大幅提高，凭借极高的药用价值，灵芝孢子粉（破壁）成为了市场上的主流产品
第五阶段	去壁灵芝孢子粉	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

资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

灵芝孢子粉具有日常保健需求之外，众多学术研究结果表明，其在抑制肿瘤、癌症具有有效性，并在癌患者术后辅助提升细胞免疫功能，在术后康复方面具有积极作用。公司与国内知名科研院所合作开展去壁灵芝孢子粉相关课题研究及临床试验等，通过系列科学认证，公司产品有望获得更多国内院端信任，在产品推广上由院内走向院外，赢得更多消费者信赖。

**表 3：有关灵芝孢子粉在肿瘤癌症治疗实验研究**

研究标题	研究结论
灵芝孢子提取物对肺腺癌细胞顺铂化疗敏感性及 TAZ 表达的影响	灵芝孢子提取物对肺腺癌细胞顺铂化疗具有增敏作用
灵芝孢子粉破壁工艺优化及其抗肿瘤作用	破壁灵芝孢子粉具有良好的抗肿瘤作用
灵芝孢子对老年宫颈癌患者外周血 T 淋巴细胞亚群及 VEGF 的影响	灵芝孢子能明显改善老年宫颈癌患者术后细胞免疫功能，且减少 VEGF 的表达
灵芝孢子粉对人卵巢癌细胞侵袭和转移能力的影响	灵芝孢子在体外可抑制人卵巢癌细胞侵袭和转移
灵芝孢子粉辅助抑制肿瘤的实验研究	灵芝孢子粉含有丰富的灵芝多糖、灵芝多糖肽，这些生物活性成分已被证明具有调节免疫、抑制肿瘤、促进细胞凋亡等作用

资料来源：王伟，郭雯，董海北，许猛军，马高磊，吴小进《灵芝孢子提取物对肺腺癌细胞顺铂化疗敏感性及 TAZ 表达的影响》，刘春廷，张国财，程方志，张国珍，赵博，林连男《灵芝孢子粉破壁工艺优化及其抗肿瘤作用》，周吉华，张庆华《灵芝孢子对老年宫颈癌患者外周血 T 淋巴细胞亚群及 VEGF 的影响》，赵素芬，罗标，程建新《灵芝孢子粉对人卵巢癌细胞侵袭和转移能力的影响》，邱隽，王小雪，王舒然《灵芝孢子粉辅助抑制肿瘤的实验研究》，国元证券研究所

### 2.1.2 生产技艺行业领先，核心去壁技术获专利

灵芝孢子粉具有坚硬的孢子壁，使得孢子内的有效物质难以溶出被人体吸收。破壁技术能有效地打碎或去除灵芝孢子壁，释放出孢子粉中的活性物质。目前，国内外常见的破壁技术包括物理法、生物法、化学法、机械法及综合法等。

公司具有天然育种优势。公司自主选育的“仙芝 1 号”、“仙芝 2 号”、“仙芝 3 号”

灵芝具抗逆性强、高产、高活性成分等特点，从源头为下游的标准化种植提供保障。

图 12：电子显微镜下破壁灵芝孢子粉 (x5000)

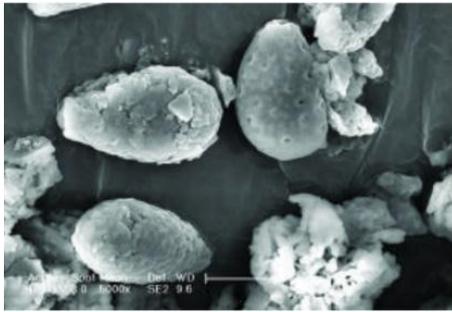
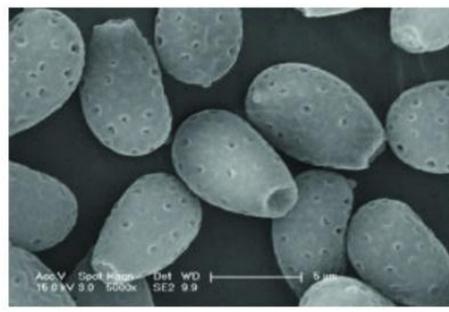


图 13：电子显微镜下未破壁灵芝孢子粉 (x5000)



资料来源：《灵芝孢子粉破壁前后质量对比研究》，特产研究 2020 年第一期，王方等，国元证券研究所

资料来源：《灵芝孢子粉破壁前后质量对比研究》，特产研究 2020 年第一期，王方等，国元证券研究所

灵芝孢子粉中的主要活性物质为多糖与总三萜，有着抗肿瘤、安神、增强机体免疫力等的作用。《灵芝孢子粉破壁前后质量对比》中的实验表明，破壁后的灵芝孢子粉多糖平均含量 (1.54%) 和总三萜平均含量 (4.22%) 均高于未破壁灵芝孢子粉多糖与总三萜平均含量 (0.99%、2.32%)。故破壁灵芝孢子粉相较于未破壁孢子粉能释放更多有效成分，且更利于人体吸收。

破壁后的灵芝孢子粉，孢子油会暴露出来，若长时间暴露在空气中，则极易氧化变质使孢子油酸价变高，影响口感与效果，且因存在孢子壁残留，活性成分含量占比未得到显著提升。因此，在破壁基础上，公司研发了孢子粉去壁技术。极大提升产品的活性与药效。去壁灵芝孢子粉将超音速低温气流破壁技术和去壁提纯技术相结合，同时解决传统破壁技术存在的加工中高温氧化问题与非药用部分孢子壁壳的有效分离问题。

图 14：去/破壁灵芝孢子粉成分指标

成分指标	破壁灵芝孢子粉	去壁灵芝孢子粉
水分 (%)	5.374 ± 0.113 <sup>a</sup>	4.710 ± 0.141 <sup>b</sup>
灰分 (%)	0.647 ± 0.017 <sup>b</sup>	2.227 ± 0.026 <sup>a</sup>
蛋白质 (%)	13.140 ± 0.061 <sup>b</sup>	15.922 ± 0.046 <sup>a</sup>
非水溶性膳食纤维 (%)	79.030 ± 3.084 <sup>a</sup>	40.917 ± 1.809 <sup>b</sup>
水溶性膳食纤维 (%)	1.593 ± 0.046 <sup>b</sup>	8.810 ± 0.095 <sup>a</sup>
总膳食纤维 (%)	80.623 ± 4.117 <sup>a</sup>	49.727 ± 1.847 <sup>b</sup>
总三萜 (以熊果酸计) (%)	1.682 ± 0.026 <sup>b</sup>	2.556 ± 0.036 <sup>a</sup>
总多糖 (%)	1.150 ± 0.017 <sup>b</sup>	12.129 ± 0.197 <sup>a</sup>
Pb (mg/kg)	0.197 ± 0.012 <sup>a</sup>	0.179 ± 0.004 <sup>a</sup>
Cd (mg/kg)	0.152 ± 0.003 <sup>a</sup>	0.154 ± 0.039 <sup>a</sup>
Hg (mg/kg)	0.031 ± 0.003 <sup>a</sup>	0.035 ± 0.005 <sup>a</sup>
Cu (mg/kg)	16.166 ± 0.288 <sup>a</sup>	8.246 ± 0.139 <sup>b</sup>
Cr (mg/kg)	0.856 ± 0.033 <sup>b</sup>	1.021 ± 0.095 <sup>a</sup>
Ni (mg/kg)	0.640 ± 0.048 <sup>b</sup>	0.757 ± 0.028 <sup>a</sup>
As (mg/kg)	0.199 ± 0.011 <sup>a</sup>	0.215 ± 0.011 <sup>a</sup>
Se (mg/kg)	0.050 ± 0.003 <sup>b</sup>	0.068 ± 0.006 <sup>a</sup>

注：同一行中不同字母表示显著性差异，P < 0.05；表 2 同。

图 15：去/破壁灵芝孢子粉氨基酸含量 (x̄ ± s, n = 3)

样品	破壁灵芝孢子粉 (g/100 g)	去壁灵芝孢子粉 (g/100 g)
天门冬氨酸 (ASP)	0.822 ± 0.038 <sup>a</sup>	0.913 ± 0.054 <sup>a</sup>
苏氨酸 (THR)	0.391 ± 0.034 <sup>a</sup>	0.452 ± 0.066 <sup>a</sup>
丝氨酸 (SER)	0.359 ± 0.051 <sup>b</sup>	0.354 ± 0.046 <sup>a</sup>
谷氨酸 (GLU)	0.742 ± 0.045 <sup>a</sup>	0.846 ± 0.072 <sup>a</sup>
脯氨酸 (PRO)	0.311 ± 0.024 <sup>a</sup>	0.365 ± 0.028 <sup>a</sup>
甘氨酸 (GLY)	0.297 ± 0.021 <sup>a</sup>	0.346 ± 0.039 <sup>a</sup>
丙氨酸 (ALA)	0.416 ± 0.025 <sup>a</sup>	0.426 ± 0.010 <sup>a</sup>
胱氨酸 (CYS)	0.011 ± 0.002 <sup>a</sup>	0.013 ± 0.002 <sup>a</sup>
缬氨酸 (VAL)	0.424 ± 0.029 <sup>b</sup>	0.513 ± 0.023 <sup>a</sup>
蛋氨酸 (MET)	0.044 ± 0.004 <sup>a</sup>	0.056 ± 0.009 <sup>a</sup>
异亮氨酸 (ILE)	0.294 ± 0.017 <sup>b</sup>	0.361 ± 0.016 <sup>a</sup>
亮氨酸 (LEU)	0.549 ± 0.019 <sup>b</sup>	0.646 ± 0.031 <sup>a</sup>
酪氨酸 (TYR)	0.187 ± 0.005 <sup>b</sup>	0.211 ± 0.014 <sup>a</sup>
苯丙氨酸 (PHE)	0.267 ± 0.032 <sup>a</sup>	0.276 ± 0.011 <sup>a</sup>
赖氨酸 (LYS)	0.371 ± 0.012 <sup>a</sup>	0.389 ± 0.026 <sup>a</sup>
组氨酸 (HIS)	0.154 ± 0.007 <sup>a</sup>	0.165 ± 0.008 <sup>a</sup>
精氨酸 (ARG)	0.356 ± 0.012 <sup>b</sup>	0.412 ± 0.010 <sup>a</sup>
水解 AA Σ	5.995 ± 0.377 <sup>b</sup>	6.744 ± 0.447 <sup>a</sup>

资料来源：《破壁与去壁灵芝孢子粉的化学成分与抗氧化活性比较》，食品工业科技 2020 年第十期，沐华等，国元证券研究所

资料来源：《破壁与去壁灵芝孢子粉的化学成分与抗氧化活性比较》，食品工业科技 2020 年第十期，沐华等，国元证券研究所

公司目前采用独创的超音速低温气流破壁技术，该技术既提高破壁率，同时避免重金属污染和氧化等问题。根据《破壁与去壁灵芝孢子粉的化学成分与抗氧化活性比较》，去壁灵芝孢子粉中总多糖的含量明显高于破壁灵芝孢子粉，结合 HPLC 分析，去壁灵芝孢子粉中的三萜种类更为丰富，萃取得率更高。同时，去壁灵芝孢子粉中酪氨酸、精氨酸、亮氨酸、异亮氨酸、缬氨酸均高于破壁灵芝孢子粉。

公司在灵芝及铁皮石斛的技术研发和行业标准制定方面同样处于领先地位。2018年，由寿仙谷主导起草的《ISO21315 中医药—灵芝》国际标准正式发布，为中国灵芝国际贸易提供统一标准。公司先后主持和参与制定国际、国家、地方、行业、团体标准合计达 87 项，覆盖灵芝、铁皮石斛产品全产业链。

公司的灵芝孢子粉系列产品种类丰富，针对不同顾客的不同需求，生产研发出了不同规格、剂型与价位的产品。“寿仙谷”是公司灵芝孢子粉主品牌，定位中高端市场，主要采用了第三代破壁技术，主要包括破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒、破壁灵芝孢子粉胶囊及破壁灵芝孢子粉片等。此外，公司还设立了“武香”、“寿仙草堂”等面对中端、大众市场的子品牌，满足了不同消费群体的需求。

表 4：公司灵芝孢子粉类产品

	破壁灵芝孢子粉	灵芝孢子粉（破壁）	破壁灵芝孢子粉颗粒	破壁灵芝孢子粉胶囊	破壁灵芝孢子粉片
功效	具有对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力的保健功能	补气安神，健脾益肺。用于虚劳体弱，失眠多梦，咳嗽气喘	对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力	增强免疫力	对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力
剂型	粉剂	粉剂	颗粒	胶囊	片剂
破壁技术	去壁	气流破壁	去壁	去壁	去壁
价格	54 元/天	47 元/天	56.67 元/天	48.3 元/天	119 元/天

资料来源：公司官网，京东大药房，国元证券研究所 注：数据提取时间 3 月 26 日，价格为无折扣原价

当前市面上灵芝孢子粉生产公司众多，品质不一，在京东搜索关键字“破壁”“灵芝孢子粉”，销量前三的产品分别来自同仁堂、寿仙谷、雷允上。从克均价来看，寿仙谷以 26.39 元/克略低于同仁堂的 29.27 元/克的单价。根据官方食用建议，寿仙谷日均费用在 52.78 元/天。在食用建议中，寿仙谷仅需一天服用一次，相较其他产品，食用频次低，较方便。

表 5：市场上主要灵芝孢子粉竞品

品牌	品规	零售价（元）	克均价（元/克）	日均费用	食用建议
寿仙谷	2g/包，90 包/盒	4750	26.39	52.78	每日 1 次，每次 1 包
同仁堂	0.35g/粒，90 粒/罐	922	29.27	40.98	每日 2 次，每次 2 粒
雷允上	1g/袋，100 袋/盒	1110	11.10	22.20	每日 2 次，每次 1 袋

资料来源：京东，国元证券研究所 注：价格为截至 3 月 26 日无折扣零售价

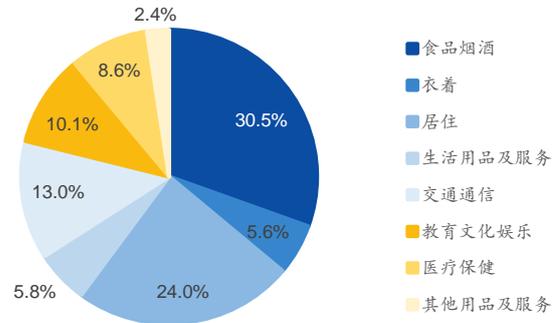
### 2.1.3 日常保健需求日益增长，保健行业迅速发展

中国保健品行业自 20 世纪 80 年代便开始快速发展，主要有三个原因。一是人民生活水平的提高，人均可支配收入持续上升，人们的消费观念也产生巨大改变，2016-2022 年人均居民人均医疗保健支出复合增长率为 7%。2022 年，医疗保健占居民人

均消费支出的 8.6%。其二，我国历史悠久，自古以来便有“药食同源”之说，使用保健品进行养生健体之道更是源远流长，而多层次的社会生活需要也为保健品行业发展提供重要契机与广阔空间。最后，是我国老龄人口的增加，年龄增长带来的人体各机能的衰退使其对保健品的需求增加。

图 16：全国居民人均可支配收入及增速（元，%）

图 17：2022 年全国居民人均消费支出及构成（%）



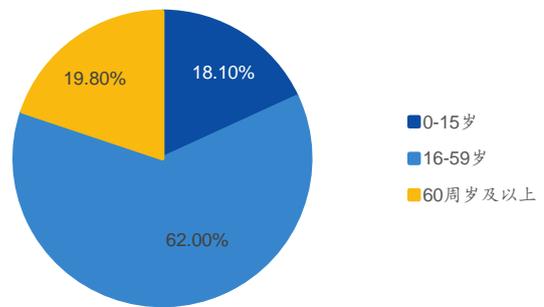
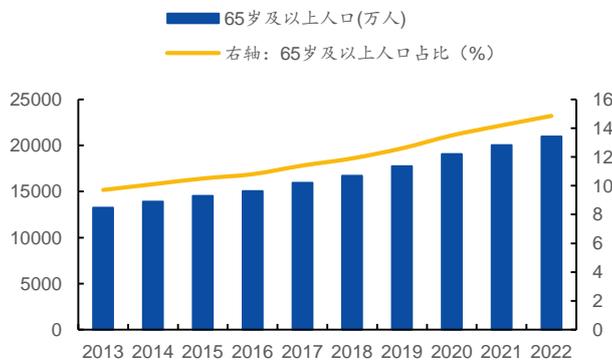
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

资料来源：国家统计局，国元证券研究所

2013 至 2022 年，我国 65 岁及以上人口占比由 9.70% 增长至 14.86%，根据国家统计局统计数据，2013-2022 年，65 岁及以上人口年复合增长率 4.70%，2022 年 65 岁及以上人口数量近 2.10 亿人，老龄化程度持续加深。

图 18：近 10 年中国 65 岁及以上人口人数及占比

图 19：我国 2022 年年末人口年龄组成结构

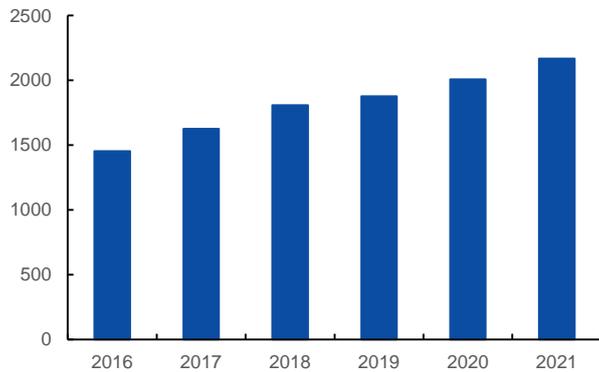


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

资料来源：国家统计局，国元证券研究所

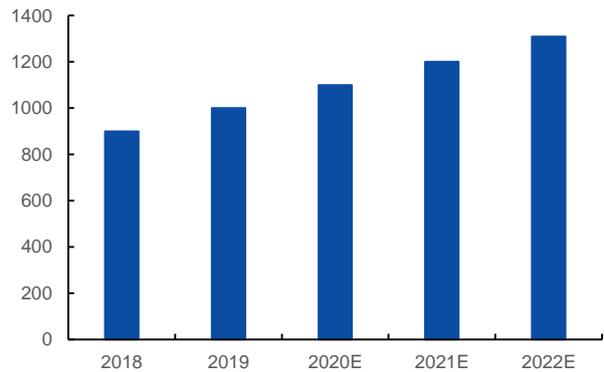
根据 Euromonitor 数据显示，2016 年至 2021 年，我国保健食品市场规模呈现逐年上升趋势，2021 年市场规模达到 2167.65 亿元，同比增长 7.39%，预计 2027 年中国保健品市场规模可达 3158.2 亿元。保健品市场行业技术标准已形成，市场竞争激烈但有序，目前已进入成熟期，行业体系较为完善和成熟。随着老龄化人口的不断增加，居民健康意识的逐步提高，保健食品市场规模预计将会保持增长趋势。

图 20：中国保健食品市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 21：中国中药保健品行业市场规模（亿元）



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

我国中药保健品食品行业市场同样保持稳健增长，根据头豹研究院研究数据显示，2019 年中药保健品市场规模约 1000 亿元，2022 年有望超过 1310 亿元市场规模，增长趋势明显。

## 2.2 铁皮石斛区位优势显著，生津益胃功效好

铁皮石斛是一种传统名贵中药，俗称铁皮枫斗，又称黑节草，具有生津益胃、滋阴清热、润肺止咳、润喉明目的功效。现代医学表明，铁皮石斛中具有氨基酸、多糖、生物碱等成分，具有提高免疫功能、抑制血栓形成、抑制肿瘤和延缓衰老的作用。但由于铁皮石斛自然繁殖率低，加之人们无节制的采掘，野生自然资源日趋枯竭。1987 年，铁皮石斛被《中国珍稀濒危保护植物名录》和《野生药材资源保护管理条例》收录。

公司总部位于浙江省武义县，其气候、空气及水质等环境条件均适合铁皮石斛的生长，使公司拥有独特的区位优势。由于浙江省冬季气温较低，对铁皮石斛中的有效成分的代谢积累十分有利，因此浙江省种植的铁皮石斛中的多糖含量较高，药用价值显著。在《海南与浙江产铁皮石斛主要营养成分分析比较》的实验研究中，浙江产铁皮石斛的总多糖和水分显著高于海南产铁皮石斛 ( $p < 0.05$ )，粗脂肪和粗蛋白质则略高于海南产铁皮石斛 ( $p > 0.05$ )。2012 年，“武义铁皮石斛”成为首个农业部批准的铁皮石斛国家地理保护标志农产品。

表 6：铁皮石斛主要营养成分（以干重计算）%

材料	粗蛋白	粗脂肪	水分	粗纤维	灰分	总多糖
海南产铁皮石斛	(4.11±1.21)a	(0.68±0.19)a	(7.85±1.79)b	(14.38±3.46)a	(5.55±1.31)a	(35.63±3.46)b
浙江产铁皮石斛	(4.68±1.01)a	(0.51±0.12)a	(10.54±2.01)a	(13.46±2.52)b	(3.93±1.17)b	(43.76±4.19)a

资料来源：《海南与浙江产铁皮石斛主要营养成分分析比较》，热带作物学报 2015,36 (6)，魏静等，国元证券研究所

说明：相同列内数据后不同的小写字母表示在 0.05 水平上差异显著（数据为平均值±标准误，重复数 n=3）

公司从产业链源头的育种开始做起，先后选育了“仙斛 1 号”“仙斛 2 号”“仙斛 3 号”等新品种，从源头为下游的标准化种植提供了保障。铁皮石斛类产品主要有铁皮

枫斗颗粒与铁皮枫斗灵芝浸膏，主要适用于免疫力低下者与易疲劳者等。铁皮枫斗颗粒主要面对中端、大众市场，铁皮枫斗灵芝浸膏则主要面对高端市场。

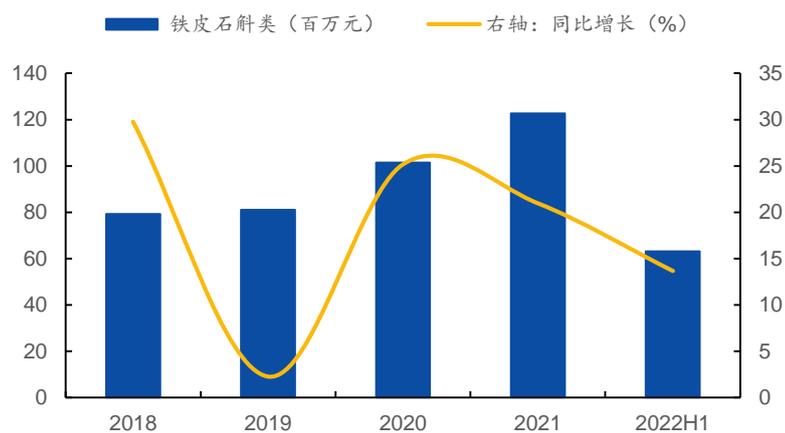
表 7：公司铁皮石斛类产品

	铁皮枫斗颗粒	铁皮枫斗灵芝浸膏
产品包装		
功效	免疫调节、抗疲劳	增强免疫力
主要原料	铁皮石斛、灵芝、西洋参	铁皮石斛、破壁灵芝孢子粉、西洋参、水
剂型	颗粒	膏剂
食用方法	每日一次，每次一包	每日两次，每次 3g，开水冲饮
功效成分	每 100g 含：总皂甙 3.05g，粗多糖 14.22g	每 100g 含：总皂苷 1.55g，粗多糖 6.05g
单日服用价格	24 元/天	170 元/天

资料来源：天猫寿仙谷旗舰店，国元证券研究所 注：数据提取时间 3 月 28 日，价格为无折扣原价

作为公司的主打品类之一，铁皮石斛类产品营业收入占公司营业收入的 15%以上。2022 年上半年，铁皮石斛类产品营业收入达到 0.63 亿元，同比增加 13.67%，2016-2021 年年均复合增长率达到 17.61%。其中，铁皮枫斗颗粒占公司总营业收入的比例稳定在 10%以上，2021 年，铁皮枫斗颗粒营业收入达到 0.83 亿元，同比增长 17.28%。铁皮枫斗灵芝浸膏的营业收入占比稳定在 5%左右，2021 年其营业收入达到 0.39 亿元，同比增长 29.59%

图 22：铁皮石斛类产品营业收入及增速

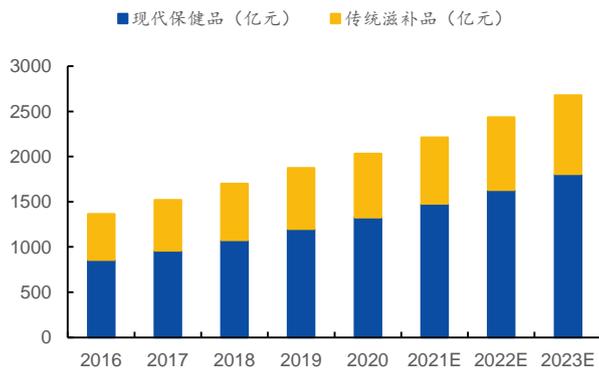


资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

### 2.3 中式养生新机遇，西红花提升女性健康

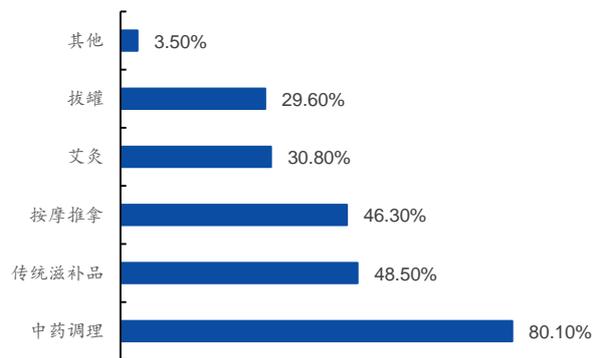
她经济，又称女性经济，近年逐渐发展，且伴随疫情之后，消费者对中医药信任度加深，中式养生的迅速发展为女性中式养生带来新的机遇。根据头豹研究数据显示，中国女性健康食品市场规模由 2016 年的 1365.7 亿元增长至 2020 年的 2031.5 亿元，年复合增长率 10.4%，其中传统滋补品市场规模由 2016 年 509.4 亿元增长至 2020 年 704.9 亿元，年复合增长率 8.46%。预计 2025 年传统滋补品市场可超 1000 亿元，尤其在疫情之后，人们对中医药的信任度进一步提升，消费者开始更多的考虑通过中式养生方式提升自身健康免疫力，该市场有望快速发展。

图 23：中国女性健康食品市场规模（按零售额计）



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

图 24：中式养生方式渗透率



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

在女性中式养生的发展背景下，公司的西红花产品品类能够满足女性消费者部分养生需求。西红花，又名番红花、藏红花，为鸢尾科植物番红花属多年生无茎草本植物，其原产地为希腊、西班牙及伊朗等国家，后在 20 世纪 60 年代引入中国，经过选育与栽培等研究，中国已成功大规模繁育栽培西红花，尤其浙江西红花产业和技术在全国领先。西红花已是浙江省“新浙八味”品种之一。

图 25：西红花品类主要销售产品

	<b>产品名称：西红花铁皮枫斗膏</b>
	<b>主要功能：增强免疫力</b>
	<b>主要原料：</b> 西红花、铁皮枫斗、益母草、西洋参、茯苓、水
	天猫旗舰店零售价：2200元/瓶（100g/瓶）
	<b>产品名称：西红花</b>
<b>主要功能：活血化淤，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。</b>	
<b>主要原料：西红花</b>	
天猫旗舰店零售价：68元/盒（1g/盒）	

资料来源：寿仙谷天猫旗舰店，国元证券研究所 注：数据提取时间 3 月 28 日，价格为无折扣原价

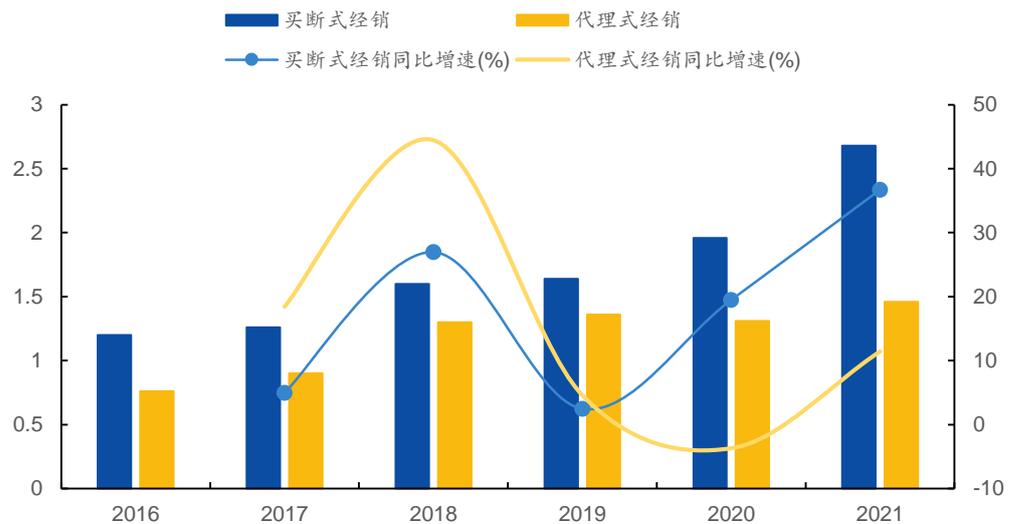
根据《西红柿的资源分布及抗肿瘤研究进展》一文，西红柿不仅具有抗惊厥、抗抑郁、抗炎和抗氧化等药理活性，其含有的活性成分对多种恶性肿瘤皆有抑制作用，未来消费者有望更多受益于西红柿的保健等功效，提升个人健康。

### 3.完善全产业链发展模式，销售渠道持续拓展

#### 3.1 省内市场精耕细作，省外市场试水代理制度

公司实行以经销为主、直销为辅的销售模式。直销模式主要针对购买公司产品用于直接消费的企事业单位及个人，而经销模式主要针对医药连锁店、药品经销商、超市及商场。经销模式分为买断式经销和代理式经销，买断式经销商主要为杭州胡庆余堂、杭州方回春堂及浙江九欣医药等大型医药流通企业；代理式经销则包括杭州联华华商集团、杭州大厦等商场超市。双方互惠互利，保持着良好的合作关系。2016至2021年间，买断式经销收入由1.2亿元增长至2.68亿元，复合年增长率达到17.43%，代理式经销收入由0.76亿增长至1.46亿，复合年增长率为13.95%。

图 26：不同经销模式营销收入及增速（亿元）



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

公司发源于浙江省武义县，因此自成立之初便确立了在浙江省内市场精耕细作的发展战略，且浙江省经济发达，居民可支配收入较高，对中医药文化关注度以及健康养生的意识较高，经过多年积累，公司已在浙江省内地区形成了品牌优势，拥有了较为稳定的客户群。浙江省是公司最重要的销售市场，销售收入占主营业务收入的比重稳定在63%以上，并于2021年实现4.8亿营收，省内营收同比增加19.01%。其中，杭州与金华贡献省内大部分营业收入。公司计划未来持续发力省内市场，尤其是挖掘宁波与温州的潜在市场，两地有望继杭州与金华之后，为公司持续发展提供充足动力。此外，公司在继续坚持“名医、名药、名店”营销模式和“老字号、医院、商超”三位一体营销策略的基础上，通过加大社群推广力度与孢子粉片剂招商力度，努力拓展

省外市场,尤其是经济与文化上和浙江相近的江苏上海两地,统筹上海、江苏一体化,实现公司多区域协同发展。

2021年,公司在浙江省外营业收入达到0.92亿元,同比增长16.43%,占公司总营业收入的12.15%。同年,公司成立济世公司试水全国市场代理商制度,省外由直销模式转变为经销模式。同时,为谋求省外市场新局面,加强现代医学与传统中药相结合的学术推广模式,公司针对北京市场进行人才调整。若省外扩张模式成功实现,将为公司持续发展提供充足动力,助力公司成为进一步发展。

根据公司浙江省内市场近九年发展情况,我们估算省内市场(含互联网渠道)渗透率由0.97%上升至2.01%。在2021年公司未完全开拓省外市场时,整体市场渗透率约为0.16%,其中主要来自浙江省内贡献,贡献比约87%。

$$\text{市场渗透率} = \frac{\text{营业收入} / \text{平均每人消费费用}}{\text{65岁及以上城镇人口数量}}$$

公司近年致力于开拓省外市场,积极布局,我们预计经过市场推广与销售布局,公司全国市场规模2031年近50亿元。

我们假设基于:

1.公司产品为保健品,且其价格定位主要面向中高端消费群体。根据公司在省内发展城市分布,我们人口测算基础为65岁及以上城镇居民,且主要渗透人均可支配收入高于40000元的省市,人口数量保持稳定;2.全国市场渗透率按十年增长1%为目标,预计2031年市场渗透率为1%;3.消费者平均以三个月为一个保健周期,因此选择2g\*90袋包装价格(4750元/盒,假设计算中向上取整)为参考。

市场规模=部分65岁及以上城镇人口×市场渗透率×平均人次消费费用

**表8: 公司未来市场规模预测**

	2021	2031
人均可支配收入4万元及以上 且65岁及以上城镇人口(万人)		9869
渗透率	0.16%	1.00%
人次消费价格(元)		5000
市场规模(万元)	76731	493450

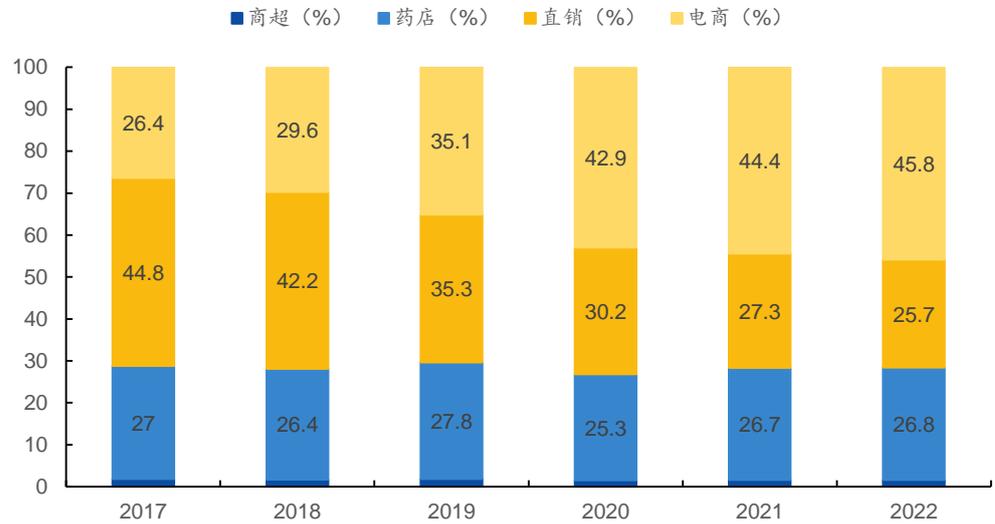
资料来源:国家统计局, iFind, 国元证券研究所

### 3.2 互联网销售收入不断提高, 助力公司业绩持续增长

公司直销模式以零售为主,分为零售和互联网销售。公司主要通过天猫官方旗舰店、京东官方旗舰店等网络渠道进行互联网销售。通过线上平台的销售,逐步加大营销宣传力度,使“寿仙谷”的品牌知名度和影响力不断扩大。同时,因为公司产品具有规格较少、价格透明、便于运输、不易损坏变质的特点,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方式。2016至2021年间,零售收入由0.85亿元增长

至 1.58 亿元，互联网销售收入则由 0.33 亿元增长至 1.86 亿元，于 2021 年超过零售收入。预计线上渠道将得到持续优化，为公司发展提供充足动力。

图 27：中国保健品销售渠道占比



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

根据 Euromonitor 数据显示，中国保健品销售渠道以电商、直销、药店渠道为主。从 2017 年至 2022 年，电商渠道占比由 26.4% 上升至 45.8%，成长快速。因此发展电商渠道为公司铺开全国市场具有重要推动作用。2021 年公司成立济世健康发展有限公司试水全国市场代理商制度，为开创云端销售新天地，运行寿仙云等小程序，同时加强西医院线学术推广，致力开发销售新渠道。

## 4. 盈利预测和投资建议

### 4.1 盈利预测

关键假设：

1. 公司聚焦生产与销售灵芝孢子粉类与铁皮石斛类产品，同时积极开拓省外渠道，预计 2022-2024 年公司灵芝孢子系列产品以 15%、25%、25% 增速增长，铁皮石斛类产品以 10%、20%、20% 增速成长。

2. 公司关注提升产品多样化，持续研发新产品以满足不同消费者需求，预计 2022-2023 年公司以西红花等其他产品业务以 30%、40%、40% 增速成长。

疫情之后，消费者保健需求增长，对中式养生关注度提升，加之公司积极拓展省外市场、开拓线上云端市场，我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 8.29/10.39/13.04 亿元，增速分别为 8.08%/25.31%/25.51%；归母净利润为 2.79/3.44/4.32 亿元，增速分别为 39.09%/23.14%/25.49%。

**表 9：收入拆分**

单位：亿元		2020	2021	2022E	2023E	2024E
汇总	营业总收入	6.36	7.67	8.29	10.39	13.04
	增速	17.87%	20.61%	8.08%	25.31%	25.51%
	营业成本	2.09	2.77	1.35	1.67	2.08
	毛利	4.21	6.62	7.05	8.82	11.06
	毛利率	66.84%	70.50%	85.09%	84.93%	84.78%
灵芝孢子粉类	收入	4.53	5.36	6.16	7.70	9.63
	增速	20.24%	18.24%	15.00%	25.00%	25.00%
	成本	0.51	0.63	0.74	0.92	1.16
	毛利	4.02	4.72	5.42	6.78	8.47
	毛利率	88.79%	88.17%	88.00%	88.00%	88.00%
铁皮石斛类	收入	1.01	1.23	1.35	1.62	1.94
	增速	25.18%	20.96%	10.00%	20.00%	20.00%
	成本	0.24	0.28	0.34	0.41	0.49
	毛利	0.77	0.95	1.01	1.22	1.46
	毛利率	75.97%	77.54%	75.00%	75.00%	75.00%
其他	收入	0.75	1.01	0.70	0.98	1.37
	增速	-7.94%	34.88%	30.00%	40.00%	40.00%
	成本	0.20	0.25	0.18	0.25	0.34
	毛利	0.55	0.76	0.53	0.74	1.03
	毛利率	72.93%	75.15%	75.00%	75.00%	75.00%
其他业务	收入	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10
	增速		15.14%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.10	0.10	0.09	0.10	0.10
	毛利	-0.04	-0.03	-0.02	-0.01	0.00
	毛利率	-63.61%	-42.94%	-20.00%	-10.00%	0.00%

资料来源：iFind，国元证券研究所

## 4.2 投资建议

我们选取了行业中与公司业务相近的三家可比公司，同仁堂、东阿阿胶、片仔癀三家公司 2023 年平均 PE 为 41 倍。我们预测公司 2022-2024 年 EPS 为 1.41、1.74、2.18 元/股，对应 PE 为 35.52、28.85、22.99 倍。首次推荐，给予“买入”评级。

**表 10: 可比公司估值**

证券代码	股票简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600085.SH	同仁堂	51.87	711.38	0.90	1.02	1.23	1.43	55.39	48.46	40.23	34.55
000423.SZ	东阿阿胶	48.87	319.62	0.68	1.19	1.52	1.88	68.51	39.06	30.65	24.85
600436.SH	片仔癀	278.80	1682.05	4.03	4.53	5.49	6.61	69.18	61.52	50.81	42.18
			平均值						49.68	40.56	33.86
603896.SH	寿仙谷	50.05	98.70	1.32	1.41	1.74	2.18	49.41	35.52	28.85	22.99

资料来源: iFind, 国元证券研究所

可比公司数据来自 iFind 报告期一致预测, 收盘价时间为 2023 年 3 月 28 日

## 5. 风险提示

- 1. 销售渠道拓展不及预期:** 公司积极拓展销售渠道, 尤其是全国浙江省外渠道。新渠道及市场开拓进度不及预期则会影响公司营收;
- 2. 存货周转不畅风险:** 公司主要产品为灵芝孢子粉等单位价值较高的中高端产品, 若存货周转不及预期可能增加公司成本;
- 3. 种源流失风险:** 公司目前拥有“仙芝 1 号”“仙芝 2 号”“仙芝 3 号”“仙斛 1 号”“仙斛 2 号”“仙斛 3 号”优质育种, 若相关技术被泄露或者超越, 可能对公司发展造成不利影响;
- 4. 自然灾害风险:** 分公司产品所需原料灵芝、灵芝孢子粉(原料)和铁皮石斛等容易受气候等自然因素影响, 若有不利自然因素出现, 可能会导致公司无法获得充足优质原材料, 从而影响最终产品质量。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	922.80	1045.30	1187.47	1567.02	2018.43
现金	669.25	677.98	810.58	1144.21	1519.20
应收账款	70.07	84.52	92.00	114.88	144.27
其他应收款	2.53	2.92	3.44	4.16	5.25
预付账款	15.92	10.57	15.44	18.42	22.33
存货	99.38	99.06	123.90	146.61	182.28
其他流动资产	65.65	170.24	142.10	138.74	145.11
<b>非流动资产</b>	776.78	917.16	842.25	751.10	666.66
长期投资	5.85	4.82	6.00	6.00	6.00
固定资产	198.85	357.45	348.19	302.60	238.85
无形资产	78.58	82.98	80.82	78.38	76.33
其他非流动资产	493.51	471.91	407.23	364.12	345.48
<b>资产总计</b>	1699.58	1962.46	2029.72	2318.12	2685.09
<b>流动负债</b>	164.69	199.28	166.35	207.66	247.94
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	90.18	140.81	120.14	160.24	200.28
其他流动负债	74.51	58.47	46.21	47.42	47.67
<b>非流动负债</b>	208.58	143.13	38.23	41.04	42.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	208.58	143.13	38.23	41.04	42.52
<b>负债合计</b>	373.28	342.41	204.58	248.70	290.46
少数股东权益	0.00	0.38	-0.46	-1.49	-2.79
股本	148.01	152.50	197.20	197.20	197.20
资本公积	768.82	900.22	854.48	854.48	854.48
留存收益	536.05	690.99	908.56	1162.58	1486.13
归属母公司股东权益	1326.31	1619.66	1825.59	2070.91	2397.42
<b>负债和股东权益</b>	1699.58	1962.46	2029.72	2318.12	2685.09

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	256.36	296.70	251.90	380.59	434.59
净利润	151.71	200.31	278.49	342.93	430.34
折旧摊销	54.70	61.11	82.72	90.65	94.38
财务费用	0.48	-13.71	-30.37	-40.02	-54.69
投资损失	-8.78	-6.84	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	22.76	8.82	-58.85	-6.08	-28.30
其他经营现金流	35.49	47.01	-10.09	3.12	2.86
<b>投资活动现金流</b>	89.65	-233.72	4.97	14.00	-8.33
资本支出	64.98	161.63	5.59	-8.00	0.00
长期投资	-151.93	74.60	15.11	-2.95	-0.66
其他投资现金流	2.70	2.50	25.67	3.05	-8.99
<b>筹资活动现金流</b>	117.62	-54.24	-124.27	-60.97	-51.27
短期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	4.14	4.49	44.70	0.00	0.00
资本公积增加	135.26	131.41	-45.75	0.00	0.00
其他筹资现金流	-11.78	-190.14	-123.22	-60.97	-51.27
<b>现金净增加额</b>	463.62	8.74	132.60	333.63	375.00

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	636.05	767.14	829.10	1038.95	1303.99
营业成本	105.67	126.37	134.64	166.95	207.96
营业税金及附加	5.42	7.81	7.83	9.91	12.54
营业费用	264.02	319.76	331.64	415.58	521.60
管理费用	72.36	77.43	82.91	114.28	156.48
研发费用	48.49	50.82	45.00	50.00	50.00
财务费用	0.48	-13.71	-30.37	-40.02	-54.69
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-4.91	-12.33	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.78	6.84	10.00	10.00	10.00
<b>营业利润</b>	158.90	207.15	283.47	348.26	436.12
营业外收入	0.19	0.13	0.17	0.16	0.16
营业外支出	5.39	6.22	3.00	3.00	3.00
<b>利润总额</b>	153.70	201.06	280.64	345.42	433.28
所得税	1.99	0.75	2.15	2.49	2.94
<b>净利润</b>	151.71	200.31	278.49	342.93	430.34
少数股东损益	0.00	-0.52	-0.84	-1.04	-1.30
<b>归属母公司净利润</b>	151.71	200.83	279.34	343.96	431.64
EBITDA	214.08	254.55	335.81	398.88	475.81
EPS (元)	1.03	1.32	1.41	1.74	2.18

**主要财务比率**

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	16.33	20.61	8.08	25.31	25.51
营业利润 (%)	24.36	30.36	36.84	22.86	25.23
归属母公司净利润 (%)	22.45	32.37	39.09	23.14	25.49
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	83.39	83.53	83.76	83.93	84.05
净利率 (%)	23.85	26.18	33.69	33.11	33.10
ROE (%)	11.44	12.40	15.30	16.61	18.00
ROIC (%)	28.95	28.45	37.58	52.38	71.86
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	21.96	17.45	10.08	10.73	10.82
净负债比率 (%)	0.00	1.64	0.00	0.00	0.00
流动比率	5.60	5.25	7.14	7.55	8.14
速动比率	5.00	4.75	6.39	6.84	7.41
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.42	0.42	0.42	0.48	0.52
应收账款周转率	9.02	9.36	8.86	9.47	9.49
应付账款周转率	1.82	1.09	1.03	1.19	1.15
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	1.01	1.41	1.74	2.18
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.29	1.50	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	6.69	8.17	9.21	10.45	12.09
<b>估值比率</b>					
P/E	65.40	49.41	35.52	28.85	22.99
P/B	7.48	6.13	5.44	4.79	4.14
EV/EBITDA	41.47	34.88	26.44	22.26	18.66

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188