

## 寿仙谷 (603896.SH)

## 利润高速增长，多样化营销不断开拓渠道成长空间

2023年04月19日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

蔡明子（分析师）

龙永茂（联系人）

caimingzi@kysec.cn

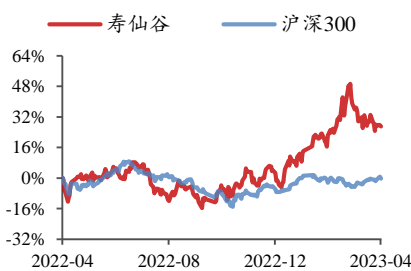
longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2023/4/19
当前股价(元)	48.18
一年最高最低(元)	58.66/31.82
总市值(亿元)	95.01
流通市值(亿元)	95.01
总股本(亿股)	1.97
流通股本(亿股)	1.97
近3个月换手率(%)	96.47

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《利润端高速增长，深化渠道拓展稳步走向拐点兑现期——公司信息更新报告》-2022.10.28

《下半年收入提速增长潜力大，继续向拐点兑现期迈进——公司信息更新报告》-2022.8.26

《业绩符合预期，全渠道发力助力公司进入拐点兑现期——公司信息更新报告》-2022.7.22

### ● 利润高速增长，提质增效盈利能力持续增强，维持“买入”评级

2023年4月18日，公司发布2022年报：公司实现营业收入8.29亿元，同比增长8.07%；归母净利润2.78亿元，同比增长38.32%；扣非净利润2.53亿元，同比增加27.39%。公司利润端实现高速增长。考虑到公司大力开拓渠道费用投入阶段性增加，我们下调2023-2024并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为3.35（原3.45）、4.04（原4.48）、4.87亿元，当前股价对应PE分别为28.4、23.5、19.5倍，公司产品具备临床价值，未来拓展省外市场成长空间大，维持“买入”评级。

### ● 各渠道增长稳步向前，多样化营销不断开拓渠道成长空间

**省内渠道：**2022年公司浙江省内地区实现营收5.23亿元（+8.38%），销售占比63.91%（+0.46pct，较2021年底数据），毛利率85.23%（+0.68pct），随着公司不断开拓省内空白市场，我们预计省内销售仍将保持稳健增长。**省外渠道：**浙江省外地区2022年实现营收0.98亿元（+5.84%），销售占比11.95%（-0.2pct，较2021年底数据），未来省外经销商模式的顺利推进，有望带动收入实现快速增长。**线上渠道：**互联网业务2022年实现营收1.97亿元（+6.42%），销售占比24.14%（-0.26pct，较2021年底数据），公司产品优势明显，线上消费者有望维持较高的复购率。**营销模式多样化，**截至2022年底公司累计已签约加盟城市代理商14家，公司持续在全国品牌推广以及线上营销等方面进行积极探索。

### ● 产品具备种源、培育、加工核心闭环优势，为公司走向全国奠定坚实基础

公司产品具备种源、培育、加工闭环核心优势，为产品的全国推广奠定良好基础。种源方面，公司自主选育九大自主知识产权优质种源，育种有效成分含量高，为公司铸造护城河。培育方面，公司通过仿野生有机栽培确保药材高品质，利用物联网技术实现种植全程追溯。加工方面，公司自主研发的超音速气流破壁技术显著提升产品安全性，独创去壁纯化技术提升有效成分含量8倍以上，专利保护期较长。

### ● 风险提示：省外推广不及预期，中药板块政策落地不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	767	829	998	1,202	1,449
YOY(%)	20.6	8.1	20.3	20.5	20.6
归母净利润(百万元)	201	278	335	404	487
YOY(%)	32.4	38.3	20.6	20.5	20.7
毛利率(%)	83.5	84.4	83.2	83.4	83.6
净利率(%)	26.2	33.5	33.6	33.6	33.6
ROE(%)	12.4	14.6	15.5	16.2	16.8
EPS(摊薄/元)	1.02	1.41	1.70	2.05	2.47
P/E(倍)	47.3	34.2	28.4	23.5	19.5
P/B(倍)	5.9	5.2	4.6	4.0	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 利润高速增长，提质增效盈利能力持续增强.....	3
2、 各渠道增长稳步向前，多样化营销不断开拓渠道成长空间.....	3
3、 产品具备种源、培育、加工核心闭环优势，为公司走向全国市场奠定坚实基础.....	4
4、 盈利预测与投资建议.....	4
5、 风险提示.....	4
附：财务预测摘要.....	5
表 1： 寿仙谷盈利预测.....	4

## 1、利润高速增长，提质增效盈利能力持续增强

2023年4月19日，公司发布2022年报：公司实现营业收入8.29亿元，同比增长8.07%；归母净利润2.78亿元，同比增长38.32%；扣非净利润2.53亿元，同比增加27.39%。公司利润端实现高速增长。

分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4营业收入分别为2.04亿元(+16.99%)、1.46亿元(+1.71%)、1.58亿元(-2.55%)、3.21亿元(+11.84%)；归母净利润分别为0.59亿元(+43.07%)、0.23亿元(+67.28%)、0.48亿元(+50.11%)、1.48亿元(+29.77%)；扣非净利润分别为0.53亿元(+48.89%)、0.13亿元(+47.89%)、0.44亿元(+45.42%)、1.43亿元(+15.26%)。

从产品品类来看，2022年灵芝孢子粉类产品实现营收5.79亿元(+8.14%)，铁皮石斛类产品实现营收1.29亿元(+5.36%)，主导产品均实现销售稳健增长。

从盈利能力来看，2022年公司毛利率为84.42%(+0.89pct)，净利率33.47%(+7.36pct)。盈利能力的提升主要得益于公司主导产品毛利率均实现提升，其中灵芝孢子粉类产品毛利率为88.68%(+0.51pct)，铁皮石斛产品毛利率为78.72%(+1.18pct)。

从费用率来看，2020-2022年公司期间费用占营业收入的比率分别为60.58%、56.61%和53.19%，保持逐年递减，公司对费用把控能力逐步增强。2022年公司整体费用率仍保持下降趋势，整体费用率较2021年降低3.42pct，其中销售费用率降低3.16pct至38.52%，主要是疫情影响公司部分促销、宣传活动，费用投入减少；管理费用率上升0.26pct至10.35%，主要是洋堇厂区折旧费增加所致；财务费用率提升0.34pct至-1.45%，主要是公司计提二期可转债利息费用所致。

## 2、各渠道增长稳步向前，多样化营销不断开拓渠道成长空间

**省内渠道：**2022年公司浙江省内地区实现营收5.23亿元(+8.38%)，销售占比63.91%(+0.46pct，较2021年底数据)，毛利率85.23%(+0.68pct)，随着公司不断开拓省内空白市场，我们预计省内销售仍将保持稳健增长。

**省外渠道：**浙江省外地区2022年实现营收0.98亿元(+5.84%)，销售占比11.95%(-0.2pct，较2021年底数据)，毛利率为87.63%(+2.71pct)，省外毛利率降低主要是公司省外大力推广片剂销售，片剂产品毛利率相较于其他剂型低，但在省外拓展中公司能够节省相关直营推广、人员费用，我们预计净利率仍能维持较高水平，未来省外经销商模式的顺利推进，有望带动收入实现快速增长。

**线上渠道：**互联网业务2022年实现营收1.97亿元(+6.42%)，销售占比24.14%(-0.26pct，较2021年底数据)，毛利率86.44%(+1.39pct)，随着寿仙谷品牌力的提升，线上销售增长有望提速，且公司产品优势明显，线上消费者有望维持较高的复购率。

**营销模式多样化。**截至2022年底公司累计已签约加盟城市代理商14家，公司销售代理网点实现昆明、贵阳、重庆、南昌、武汉、连云港及长三角多点散发。配套全国市场开拓，“寿仙谷”春运期间高铁整车广告打响。纵深挖掘战略合作资源，春节档、端午档等销售节点的市场策划与宣传成效明显；深耕天猫/京东平台，实现天猫618、双11灵芝类目销量连续5年蝉联第一；直播、小红书、抖音、百度渠

道传播、微信视频号、钉钉新闻等，进一步增加寿仙谷品牌品质曝光量。

### 3、产品具备种源、培育、加工核心闭环优势，为公司走向全国市场奠定坚实基础

公司产品具备种源、培育、加工闭环核心优势，为产品的全国推广奠定良好基础。种源方面，公司自主选育九大自主知识产权优质种源，育种有效成分含量高，为公司铸造护城河。培育方面，公司通过仿野生有机栽培确保药材高品质，利用物联网技术实现种植全程追溯。加工方面，公司自主研发的超音速气流破壁技术显著提升产品安全性，独创去壁纯化技术提升有效成分含量8倍以上，专利保护期较长。

### 4、盈利预测与投资建议

考虑到公司大力开拓渠道费用投入阶段性增加，我们下调2023-2024并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为3.35(原3.45)、4.04(原4.48)、4.87亿元，当前股价对应PE分别为28.4、23.5、19.5倍，公司产品具备临床价值，未来拓展省外市场成长空间大，维持“买入”评级。

表1：寿仙谷盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	767	829	998	1,202	1,449
YoY(%)	20.6	8.1	20.3	20.5	20.6
净利润(百万元)	201	278	335	404	487
YoY(%)	32.4	38.3	20.6	20.5	20.7
毛利率(%)	83.5	84.4	83.2	83.4	83.6
净利率(%)	26.2	33.5	33.6	33.6	33.6
ROE(%)	12.4	14.6	15.5	16.2	16.8
EPS(摊薄/元)	1.02	1.41	1.70	2.05	2.47
P/E(倍)	47.3	34.2	28.4	23.5	19.5
P/B(倍)	5.9	5.2	4.6	4.0	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 5、风险提示

省外推广不及预期，中药板块政策落地不及预期等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1045	1862	1787	2172	2408	<b>营业收入</b>	767	829	998	1202	1449
现金	678	1525	1375	1683	1878	营业成本	126	129	167	199	237
应收票据及应收账款	85	138	86	182	147	营业税金及附加	8	7	9	11	13
其他应收款	3	3	5	4	7	营业费用	320	319	394	470	565
预付账款	11	14	21	21	28	管理费用	77	86	91	119	145
存货	99	148	181	185	243	研发费用	51	48	50	60	72
其他流动资产	170	35	119	98	106	财务费用	-14	-12	-46	-59	-69
<b>非流动资产</b>	917	994	1028	1086	1137	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	5	6	6	6	6	其他收益	15	28	0	0	0
固定资产	380	407	467	527	592	公允价值变动收益	-12	-1	0	0	0
无形资产	83	78	74	71	66	投资净收益	7	5	8	7	7
其他非流动资产	450	503	482	482	473	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1962	2856	2815	3259	3545	<b>营业利润</b>	207	281	340	408	492
<b>流动负债</b>	199	478	293	472	416	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	0	273	71	86	107	营业外支出	6	3	3	3	4
应付票据及应付账款	141	144	58	233	145	<b>利润总额</b>	201	278	337	406	489
其他流动负债	58	61	165	153	164	所得税	1	0	2	3	2
<b>非流动负债</b>	143	473	369	304	236	<b>净利润</b>	200	278	335	403	486
长期借款	88	413	333	261	187	少数股东损益	-1	-0	-0	-0	-1
其他非流动负债	56	60	35	43	49	<b>归属母公司净利润</b>	201	278	335	404	487
<b>负债合计</b>	342	951	662	776	652	EBITDA	248	350	397	473	567
少数股东权益	0	0	-0	-1	-1	EPS(元)	1.02	1.41	1.70	2.05	2.47
股本	152	197	197	197	197						
资本公积	900	856	856	856	856	<b>主要财务比率</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
留存收益	691	908	1132	1409	1741	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	1620	1906	2154	2483	2895	营业收入(%)	20.6	8.1	20.3	20.5	20.6
<b>负债和股东权益</b>	1962	2856	2815	3259	3545	营业利润(%)	30.4	35.6	20.9	20.2	20.5
						归属于母公司净利润(%)	32.4	38.3	20.6	20.5	20.7
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	83.5	84.4	83.2	83.4	83.6
						净利率(%)	26.2	33.5	33.6	33.6	33.6
						ROE(%)	12.4	14.6	15.5	16.2	16.8
						ROIC(%)	10.5	10.4	11.8	12.6	13.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	17.4	33.3	23.5	23.8	18.4
						净负债比率(%)	-32.9	-40.8	-39.8	-48.8	-50.1
						流动比率	5.2	3.9	6.1	4.6	5.8
						速动比率	4.5	3.5	5.3	4.1	5.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	9.9	7.5	8.9	9.0	8.8
						应付账款周转率	1.1	0.9	1.7	1.4	1.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.02	1.41	1.70	2.05	2.47
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.73	1.51	2.51	2.10
						每股净资产(最新摊薄)	8.12	9.21	10.47	12.14	14.23
						<b>估值比率</b>					
						P/E	47.3	34.2	28.4	23.5	19.5
						P/B	5.9	5.2	4.6	4.0	3.4
						EV/EBITDA	35.7	24.8	21.5	17.4	14.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn