

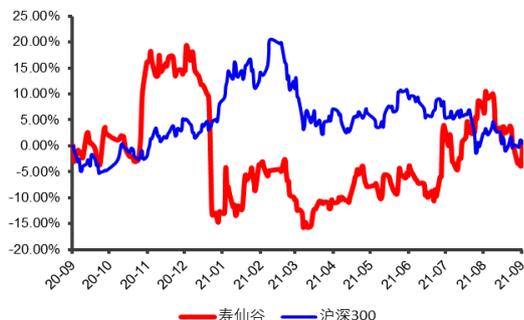
2021年9月6日

**寿仙谷 (603896): 产品名贵, 市场广阔**
**推荐(首次)**
**医药生物**
**当前股价: 39.99 元**
**主要财务指标 (单位: 百万元)**

	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	636	791	957	1,147
(+/-)	16.3%	24.3%	21.1%	19.8%
营业利润	159	198	238	284
(+/-)	24.4%	24.5%	20.5%	19.2%
归属母公司净利润	152	190	229	274
(+/-)	22.5%	25.0%	20.8%	19.5%
EPS (元)	1.03	1.25	1.51	1.81
市盈率	39.0	32.0	26.5	22.2

**公司基本情况 (最新)**

总股本/已流通股 (万股)	15162 / 15162
流通市值 (亿元)	61
每股净资产 (元)	9.28
资产负债率 (%)	20.9

**股价表现 (最近一年)**


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

分析师: 陈成

执业证书编号: S1050520080001

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>
**投资要点:**

- **珍贵中草药领域优质企业。**寿仙谷于 1997 年成立, 2017 年在主板上市, 主要从事名贵中药材的选育栽培和加工生产。公司在李明焱董事长带领下, 经过多年的研究深耕, 围绕灵芝和铁皮石斛两大核心产品, 构建了选育、栽培、加工和销售全产业链生产模式, 打造有机国药品牌。公司营收和利润维持稳定增长, 2016-2020 年间复合增速分别为 19.22% 和 16.99%。2021 上半年, 公司实现营业收入 3.17 亿元 (+34.40%)、归母净利润 0.55 亿元 (+29.86%)。

- **传统滋补类保健品前景广阔。**随着生活节奏的加快和工作压力的加大, 国内亚健康人群不断增加, 人们对于健康的关注和重视程度日益提升。传统滋补类保健品具有天然、毒副作用小等优点, 近三年在我国保健品市场所占份额呈现小幅上升趋势, 2019 年市场份额达到 33%。不同于其他国家, 我国传统滋补类保健品以中医理论为基础, 在我国具有广大的消费群体, 经过多年发展已逐步成为具有中国特色的保健品。随着国家对中医药发展重视程度的不断提高, 传统滋补类保健品具有良好发展前景。

- **选育、栽培、加工全产业链构筑品牌壁垒。**灵芝孢子粉类产品为公司核心产品, 营收占比在 70% 左右。2021 上半年, 灵芝孢子粉类产品实现收入 2.13 亿元 (+42.27%)。公司选育出的灵芝优良品种“仙芝 1 号”和“仙芝 2 号”中粗多糖和三萜酸含量显著高于同类品种, 加工过程中使用的独家破壁、去壁技术使得灵芝孢子粉内有效成分含量进一步提高。除灵芝孢子粉类产品之外, 公司还拥有铁皮石斛和西红花等其他中草药产品。2021 上半年, 铁皮石斛类产品实现收入 0.56 亿元

(+19.50%)，西红花等其他产品实现收入 0.46 亿元 (+22.86%)。近年来，公司陆续推出多类复方产品以满足各类人群需求。全产业链的生产模式能够从源头上把控产品质量，灵芝孢子粉类产品和铁皮石斛类产品获得多个国家有机产品认证。公司在中草药品种选育、新品开发、工艺改良等方面持续投入，加强产学研合作，不断挖掘产品的药用价值和保健功效。

● **浙江省内稳定增长，全国市场空间广阔。**目前公司产品线下销售区域主要集中在浙江省内，2017-2020 年间省内维持 20% 的复合增速稳定增长，2021 上半年省内收入达到 2.08 亿元(占比 66%)。寿仙谷在浙江省内市场培育良好，已具有较高的知名度。2021 上半年浙江省外地区收入为 0.38 亿元(占比 12%)，具有很大拓展空间。公司已布局以灵芝孢子粉片剂为主打产品的全国市场体系，有望逐步打开省外市场。线上互联网销售收入增速较高，2017-2020 年间维持 36% 的复合增速，2021 上半年收入为 0.69 亿元(占比 22%)，成为公司重要的直销渠道。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现归属于母公司净利润分别为 1.90 亿元、2.29 亿元、2.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.25 元、1.51 元、1.81 元，当前股价对应 PE 分别为 32.0/26.5/22.2 倍，首次推荐，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**自然灾害风险；核心技术失密风险；市场拓展不及预期风险。

## 目录

一、深耕珍贵中药品种，打造有机国药品牌.....	5
1.1 公司概况 .....	5
1.2 财务状况分析 .....	5
二、传统滋补类保健品发展前景良好.....	7
2.1 国内保健品行业快速发展 .....	7
2.2 中医药传承创新，滋补类保健品前景广阔 .....	9
三、产品壁垒深厚，市场空间广阔 .....	11
3.1 种源优势明显，加工技术先进 .....	12
3.2 全产业链模式把控产品质量 .....	14
3.3 产品价值持续挖掘，消费认知逐步提升 .....	15
3.4 浙江省内稳定增长，省外市场空间广阔 .....	16
四、盈利预测.....	19
五、风险提示.....	19

## 图表目录

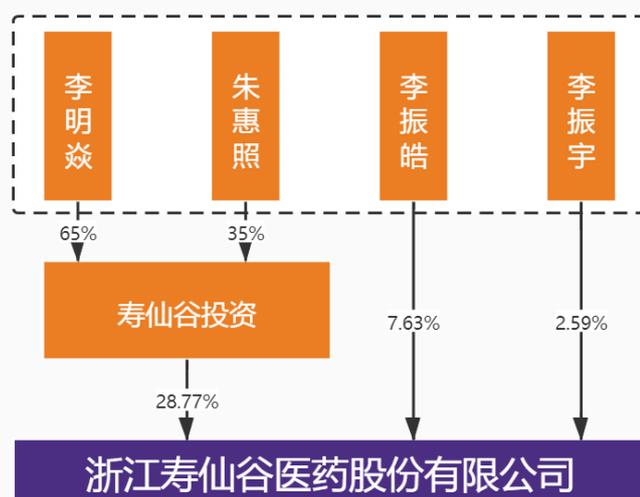
图表 1: 公司股权结构.....	5
图表 2: 近五年公司营业收入和归母净利润增长情况.....	6
图表 3: 近五年公司盈利情况.....	6
图表 4: 近五年公司四项费用支出情况.....	7
图表 5: 近五年公司资产负债情况.....	7
图表 6: 中国保健品市场规模.....	8
图表 7: 中国和美国保健品渗透率对比.....	8
图表 8: 2019 年中国保健品市场格局.....	9
图表 9: 保健品保健功能一览.....	9
图表 10: 国内保健品细分市场份额占比 (%) .....	10
图表 11: 2017-2018 年我国中药保健品行业销售价格区间占比统计情况 (%) .....	11
图表 12: 保健食品原料目录——破壁灵芝孢子粉.....	11
图表 13: 公司产品收入构成.....	12
图表 14: 寿仙谷灵芝孢子粉类产品有效成分含量.....	12
图表 15: 灵芝孢子粉加工工艺.....	13
图表 16: 寿仙谷灵芝孢子粉类产品有效成分含量.....	14
图表 17: 公司原料生产模式.....	15
图表 18: 公司产品生产流程.....	15
图表 19: 近年公司研发费用.....	16
图表 20: 2020 年公司部分产学研合作项目一览.....	16
图表 21: 公司产品销量和单价分析.....	17
图表 22: 公司各类渠道销售收入 (单位: 万元) .....	17
图表 23: 公司省内、省外和互联网收入贡献 (单位: 亿元) .....	18
图表 24: 城市拓展对于公司营收和利润贡献估算.....	19

## 一、深耕珍贵中药品种，打造有机国药品牌

### 1.1 公司概况

浙江寿仙谷医药股份有限公司成立于 1997 年，2017 年在上交所主板上市（寿仙谷，603896.SH），是国内灵芝、铁皮石斛第一股。公司主要从事灵芝、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，核心产品为灵芝孢子粉系列和铁皮石斛系列产品。李明焱为公司董事长和总经理，李明焱家族（李明焱、朱惠照、李振皓、李振宇）为公司实际控制人，截至 2021 年 6 月 30 日，四人直接或间接合计持有公司 38.99% 的股权，其中李明焱、朱惠照为夫妻关系，李振皓、李振宇为兄弟关系，李振皓、李振宇为李明焱、朱惠照之子，公司股权结构较为稳定。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

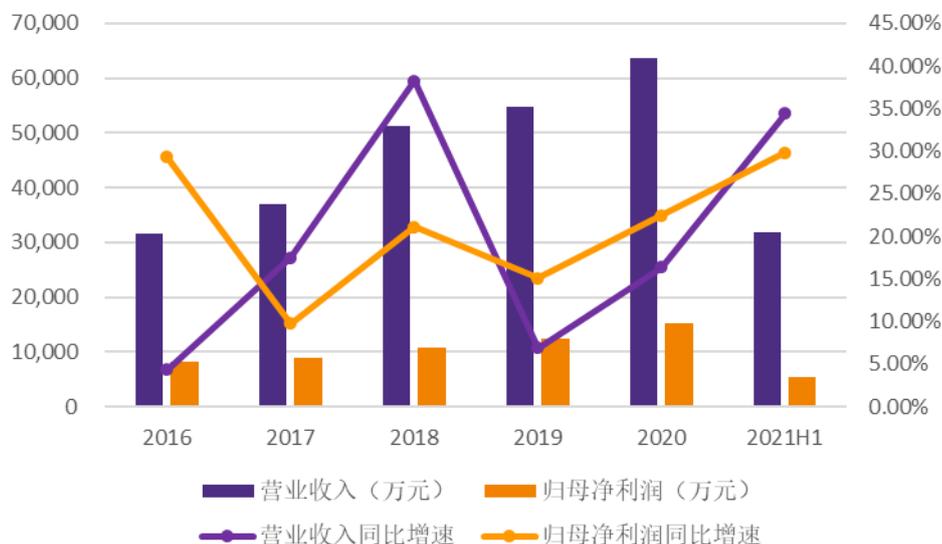
李明焱为科研出生，长期以来一直致力于珍稀食药菌和名贵中药材的品种选育、栽培以及新产品的研究开发，先后完成了“灵芝孢子破壁新工艺研究与开发”等四十多项国家、省市级重点科研项目，成功选育出“仙芝 1 号”、“仙芝 2 号”灵芝新品种和“仙斛 1 号”、“仙斛 2 号”、“仙斛 3 号”铁皮石斛新品种。自公司成立之初就明确提出“打造有机国药第一品牌”目标，以“为民众健康、美丽、长寿服务”的企业宗旨，为“中华老字号”企业。

### 1.2 财务状况分析

近五年，公司营业收入和归母净利润稳定增长，2020 年公司营业收入和归母净利润分别为 6.36 亿元（+16.33%）和 1.52 亿元（+22.45%），2016-2020 年间复合增长率

分别为 19.22%和 16.99%。2021H1，公司实现营业收入 3.17 亿（+34.40%）、归母净利润 0.55 亿元（+29.86%）。

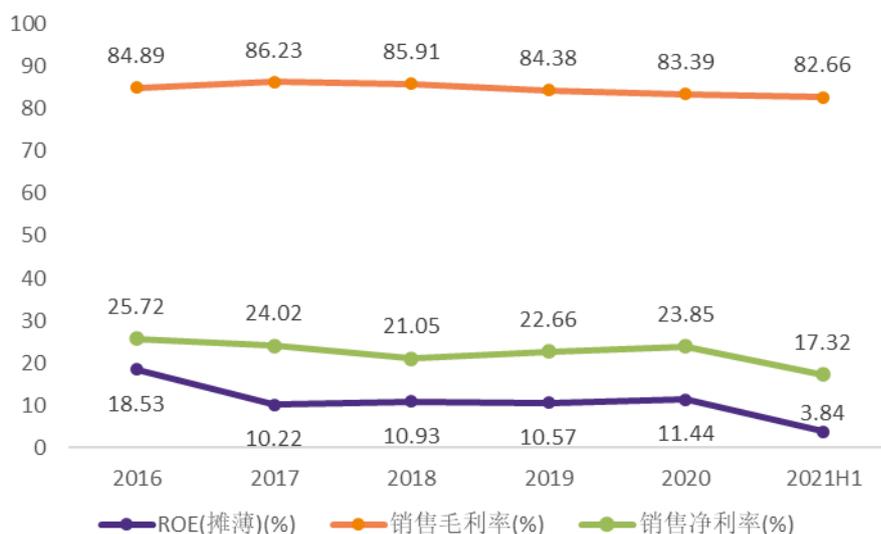
图表 2：近五年公司营业收入和归母净利润增长情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

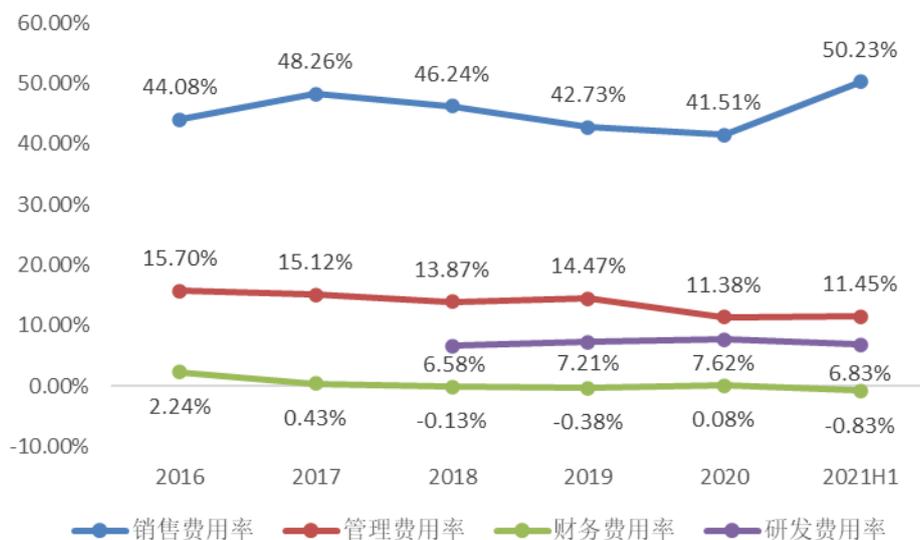
近年来，公司销售毛利率相对稳定。由于灵芝类产品毛利率在 90%左右，公司整体销售毛利率维持在较高水平，2021H1 毛利率为 82.66%。从四项费用支出情况上看，销售费用占比最大，2021H1 公司销售费用为 1.59 亿元，销售费用率达 50.23%，管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 11.45%、6.83%和-0.83%，销售净利率为 17.32%。2021 上半年由于销售费用的增加导致净利率有所下降。公司 2020 年 ROE 水平在 11.44%。

图表 3：近五年公司盈利情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4：近五年公司四项费用支出情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

公司现金状况良好，2020 年发行 3.6 亿可转债，截至 2021 年 6 月 30 日，公司货币资金和交易性金融资产总额为 7.56 亿元，资产负债率为 20.89%。公司有息负债较低，财务费用较低。总体来看，近五年来公司财务状况较为稳健，盈利能力尚可，处于稳定成长阶段。

图表 5：近五年公司资产负债情况

(单位：万元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
货币资金+交易性金融资产	468	8,919	16,602	40,412	71,925	75,643
资产总计	61,210	92,634	119,153	134,078	169,958	180,904
负债合计	17,517	5,660	20,679	16,831	37,328	37,787
资产负债率	28.62%	6.11%	17.35%	12.55%	21.96%	20.89%
财务费用	704	158	-65	-208	48	-263

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

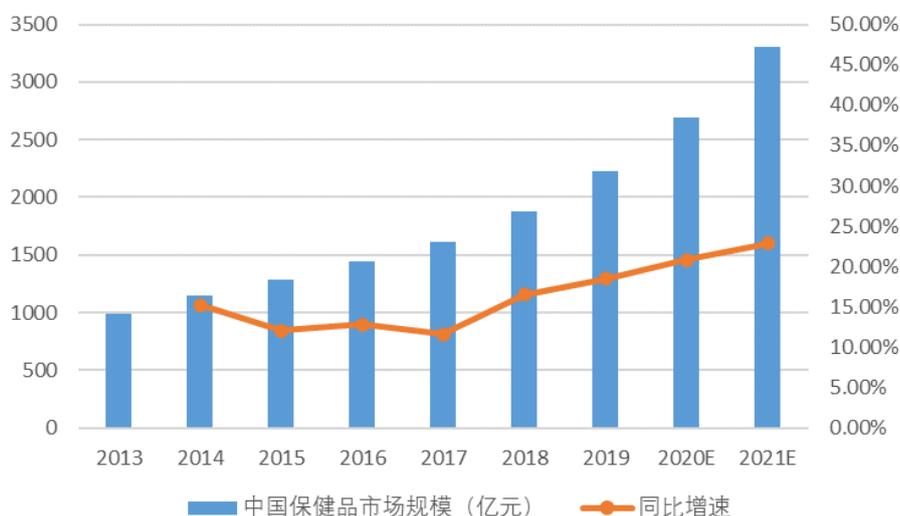
## 二、传统滋补类保健品发展前景良好

### 2.1 国内保健品行业快速发展

近年来，我国居民的可支配收入持续增长，消费升级趋势显现。同时随着生活节奏加快和工作压力的增大，国内亚健康群体呈现扩大趋势。人们对于健康的重视程度逐步提高，国内保健品市场快速发展。据艾媒咨询统计，2019 年我国保健品市场规模

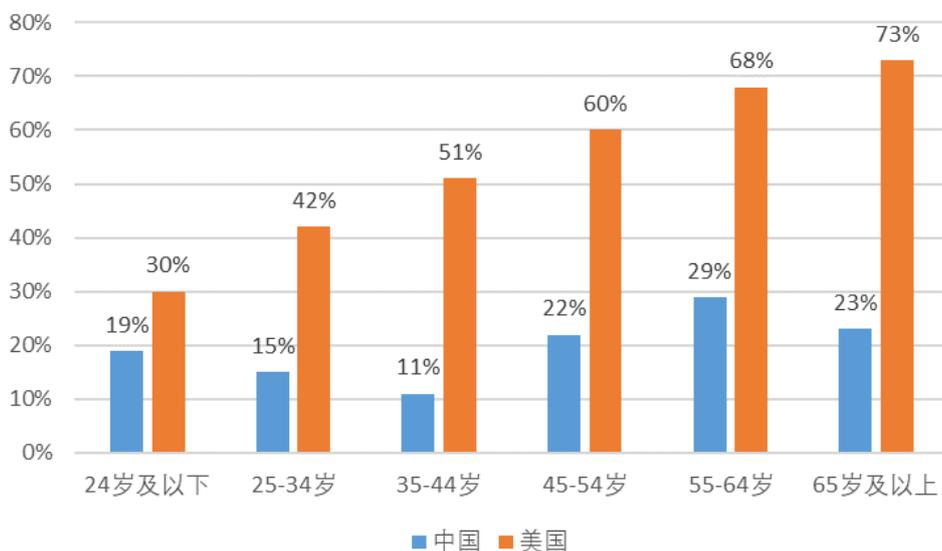
达到 2227 亿元，2013 至 2019 年间复合增速为 14.41%。根据 IQVIA 数据显示，我国保健品在 45 岁以上人群中渗透率相对较高，在 20% 以上，但是相较于美国各个年龄段人群而言渗透率相对较低，还有较大的提升空间。

图表 6：中国保健品市场规模



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研发部

图表 7：中国和美国保健品渗透率对比

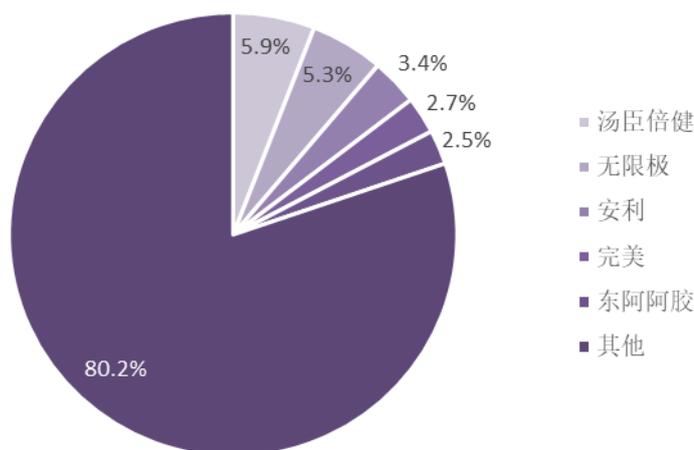


资料来源：IQVIA，华鑫证券研发部

从国内保健品行业的发展情况上看，在过去很长时间内，由于审批难度低、资质管理不严格等原因，行业进入门槛较低，市场进入者较多。经过一段时间的整顿和发展，目前行业监管法规已较为完善，逐步进入健康规范的良性发展阶段。但从整体上看，我国保健品行业市场格局仍较为分散，市场集中度较低，2019 年行业 CR10 仅为 28.90%，其中汤臣倍健市场份额为 5.3%，居于首位。

保健品属于食品范畴，具有机体调节功能。根据市场监管局规定，保健品允许声称的保健功能共有 27 种。在 2020 年 11 月发布的《允许保健食品声称的保健功能目录 非营养素补充剂（2020 年版）（征求意见稿）》中，取消了 3 项与保健功能定位不符的旧功能，同时对保留的 24 种保健功能声称用语也进行了修订，功能用语更加科学规范。

图表 8：2019 年中国保健品市场格局



资料来源：Euromonitor，华鑫证券研发部

图表 9：保健品保健功能一览

有助于增强免疫力功能	缓解体力疲劳功能	有助于改善黄褐斑功能	有助于维持血脂健康水平（胆固醇/甘油三酯）功能
有助于抗氧化功能	耐缺氧功能	有助于改善皮肤水份状况功能	有助于维持血糖健康水平功能
辅助改善记忆功能	有助于调节体内脂肪功能	有助于调节肠道菌群功能	有助于维持血压健康水平功能
缓解视觉疲劳功能	有助于改善骨密度功能	有助于消化功能	对化学性肝损伤有辅助保护功能
清咽润喉功能	改善缺铁性贫血功能	有助于润肠通便功能	对电离辐射危害有辅助保护功能
有助于改善睡眠功能	有助于改善痤疮功能	辅助保护胃粘膜功能	有助于排铅功能

资料来源：市场监督管理局，华鑫证券研发部

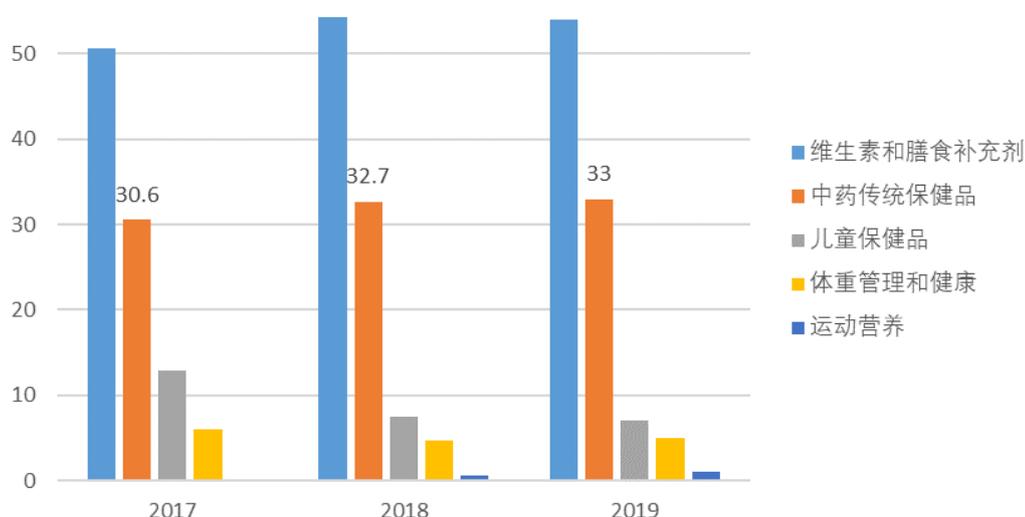
## 2.2 中医药传承创新，滋补类保健品前景广阔

参考 Euromonitor 的统计口径，我国保健品可大致分为四大类：膳食补充剂、传

统滋补类保健品、运动营养品和体重管理产品。公司产品可以归为传统滋补类保健品。传统滋补类保健品以草本和动植物提取物为主要原料，具有天然、无毒素、副作用小等优点。

根据 Euromonitor 统计数据显示，国内维生素和膳食补充类保健品市场规模最大，2019 年占比为 54%；其次为传统滋补类保健品，2019 年市场份额为 33%，且近三年呈现小幅上升趋势。且不同于其他国家市场，传统滋补类保健品以中医理论为基础，在我国具有广泛的消费群体，经过多年发展已逐步成为具有中国特色的保健品。

图表 10：国内保健品细分市场份额占比（%）



资料来源：Euromonitor，华鑫证券研发部

中医药学是中国文明的瑰宝，“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要中明确提出，要推动中医药传承创新，大力发展中医药事业。在疾病预防、治疗和康复等方面，中医药体现出很大优势，其整体和辩证的理念为人们提供了全方位、全周期的健康保障。随着国家对中医药传承发展的重视和推进，中医药治未病的理念有望得到更多人的认可和肯定。以中医理论为基础的中医药类保健品有望受益于中医药价值的提升，行业整体具备良好的发展前景。

在传统滋补类保健品中，按照主要活性成分分类，可以分为皂苷类、肽类、多糖类、激素与酶类、酚及醌类、生物碱类、黄酮类、萜类等。据 Ageclub 统计，以蜂胶、西洋参、灵芝、黄芪为主要成分的保健品多达上千种。中国传统滋补类保健品代表企业有同仁堂、无限极、东阿阿胶等。据前瞻产业研究院统计，2018 年我国中药保健品高端化趋势逐步显现，400 元以上产品比例增加，200 元以下产品比例减少。

图表 11：2017-2018 年我国中药保健品行业销售价格区间占比统计情况（%）



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

灵芝是一种多孔菌科真菌灵芝的子实体，素有“仙草”的美誉。中国是灵芝的发源地，灵芝自古以来就被当作中草药加以利用，被认为是滋补强壮、扶正培本的珍贵药品，具有很高的药用价值。灵芝孢子粉内含有丰富的营养物质，且含量大大超过灵芝子实体，成为灵芝类保健品的后起之秀。随着栽培和加工技术的推广应用，灵芝孢子粉的产业化日益完善。2020年12月，市场监管总局发布原料目录及功能目录等正式文件，其中包括《保健食品原料目录 破壁灵芝孢子粉》，破壁灵芝孢子粉正式纳入保健食品备案目录，于2021年3月1日起实施。

图表 12：保健食品原料目录——破壁灵芝孢子粉

《保健食品原料目录 破壁灵芝孢子粉》

原料名称	每日用量				功效	
	名称	用量范围	适宜人群	不适宜人群		注意事项
破壁灵芝孢子粉		1-4g	免疫力低下者	少年儿童、孕妇及乳母		增强免疫力

资料来源：市场监督管理总局，华鑫证券研发部

### 三、产品壁垒深厚，市场空间广阔

公司产品主要分为三大类，分别为灵芝孢子粉类产品、铁皮石斛类和其他类产品。其中核心产品灵芝孢子粉类营收占比最大，在70%左右；其次为铁皮石斛类产品，营收占比在15-20%。其他类产品包括西红花、杭白菊、三叶青等产品，营收占比

在 10-15%。2021 上半年，灵芝孢子粉类产品实现收入 2.13 亿元（+42.27%）、铁皮石斛类产品实现收入 0.56 亿元（+19.50%）、其他产品实现收入 0.46 亿元（+22.86%）。

图表 13：公司产品收入构成



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 3.1 种源优势明显，加工技术先进

公司核心产品为灵芝孢子粉类产品。经过多年的研究探索，在种源、栽培、工艺等方面形成了较高的技术壁垒，从而使得有效成分含量在同类产品中处于较高水平。

从种源角度，公司具备较强的育种优势。公司从 1993 年开始开展灵芝优良新品种的选育工作。经过多年的实验研究，自主选育出的“仙芝 1 号”和“仙芝 2 号”具有抗逆性强、高产和高活性等特点，且优良特性能够稳定遗传。其中“仙芝 1 号”源于野生种质，经过诱变选育而成；“仙芝 2 号”则是在“仙芝 1 号”基础上通过航天诱变而成。公司已为自有灵芝品种建立特定的 DNA 分子图谱，实现对品种的保护。

图表 14：寿仙谷灵芝孢子粉类产品有效成分含量

名称	仙芝 1 号	仙芝 2 号	日芝 (通用品种)	韩芝 (通用品种)
粗多糖	1.63	1.81	0.94	0.99
三萜酸	1.08	1.31	0.82	0.84

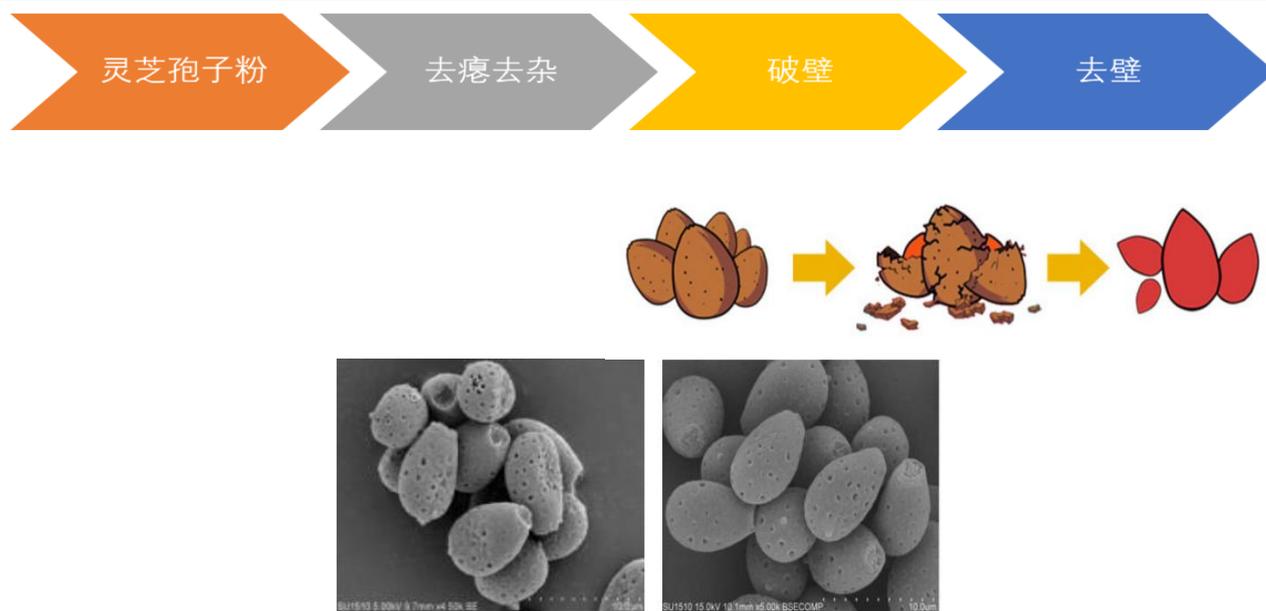
资料来源：公司产品宣传图，华鑫证券研发部

灵芝孢子内含有灵芝中绝大部分营养成分，包括灵芝多糖、灵芝多肽、三萜类、氨基酸等，其中灵芝多糖和三萜被认为是最重要的有效成分。灵芝孢子具有两层孢壁，孢壁由几丁质构成，很难氧化分解，影响人体对活性成分的吸收。公司在灵芝孢子粉的深加工领域形成了独有工艺技术，经过去瘪去杂、破壁、去壁等多步加工之后，得到的灵芝孢子粉/颗粒中有效成分显著高于市场上同类品种。

从具体加工工艺上看，首先是对收采的灵芝孢子进行去瘪去杂前处理，经过去瘪去杂之后的灵芝孢子均为高质量的饱满颗粒。接下来，对灵芝孢子进行破壁处理，公司采用独创的“四低一高”超音速低温气流破壁技术，该方法属于物理破壁，通过自身碰撞实现破壁，在提高破壁率的同时避免了重金属污染和物料的氧化，具有较高的安全性。最后，公司在破壁基础上又发明了去壁技术，该项技术能够将破壁后残留的壁壳和有效成分分离，从而进一步提高了有效成分含量。

基于以上工艺技术，公司开发了灵芝孢子粉系列产品。其中，中药饮片——寿仙谷灵芝孢子粉（破壁）是“仙芝1号”经过破壁技术加工后得到的产品；保健品——寿仙谷破壁灵芝孢子粉/颗粒是“仙芝2号”经过去壁技术加工后得到的产品。另外还有灵芝孢子片剂和芝孢子油软胶囊等多种剂型产品。

图表 15：灵芝孢子粉加工工艺



资料来源：公司公告，公司产品宣传图，华鑫证券研发部

除了灵芝，公司的在武义县的中药材种植基地还种植铁皮石斛、西红花、杭白菊、三叶青等多种中药材。铁皮石斛类是公司第二大类产品，我国铁皮石斛的产地主要位于浙江和云南。市场上销售的铁皮石斛产品主要分为干品（如铁皮枫斗）、鲜品（如茎、叶、花）和深加工产品（如颗粒剂、浸膏、片剂）。

公司自主选育出“仙斛1号”、“仙斛2号”和“仙斛3号”，具有抗逆性强、有效成分高的特点。铁皮石斛的主要功效成分为粗多糖，经过太空选育的“仙斛1号”粗多糖含量高达47.1%，为药典标准的1.88倍。

图表 16: 寿仙谷灵芝孢子粉类产品有效成分含量

各石斛品种多糖含量			
铁皮石斛浙B号	34.9%	铁皮石斛（云南）	32.8%
铁皮石斛浙H号	35.2%	野生铁皮石斛（浙江）	21.7%
<b>铁皮石斛浙L号（仙斛1号）</b>	<b>47.1%</b>	野生铁皮石斛（广西）	16.4%

注：国家标准25%

资料来源：公司产品宣传图，华鑫证券研发部

铁皮石斛性微寒，有黏湿性，长期服用对身体可能产生不良影响。从产品上看，公司石斛类产品多采用复方制剂。铁皮枫斗颗粒中加入灵芝和西洋参进行科学配比；铁皮枫斗灵芝浸膏加入破壁灵芝孢子粉和西洋参进行科学配比，同时采用浸膏这种浓缩剂型。

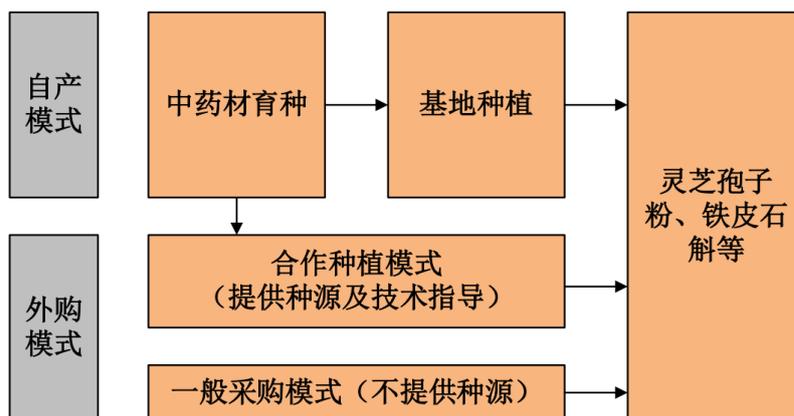
在灵芝孢子粉和铁皮石斛之外，还有西红花、西红花铁皮枫斗浸膏等其他产品。公司围绕“一芝一斛一花”等名贵中草药，不断丰富产品种类，推出多种配方和不同剂型产品，以满足各类人群需求，致力于将寿仙谷品牌推向全国。

### 3.2 全产业链模式把控产品质量

公司通过研究灵芝的生长规律，模拟灵芝的野生生长环境，在浙江省武义县白姆乡和俞源乡建立了中药材种植基地，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。整个种植栽培过程采用独有种植基质，不使用人工合成的激素和农药，保证中药材的优良品质。公司种植和加工的灵芝系列产品和铁皮石斛类产品获得了中国、欧盟、美国、日本的有机产品认证。

白姆乡和俞源乡的中药材种植基地面积接近 1500 亩，为公司生产灵芝孢子粉、铁皮石斛等下游产品提供充足的原料保证。公司采取以销定产方式，原材料以基地自产模式为主。除了基地自产模式之外，还有小部分原材料通过外购模式获得。外购模式分为两种，一种为合作种植模式，即公司与特定农户签订合同，向其免费提供菌种、种苗和技术指导，种植所得产品经验收合格后全数回购；另一种为一般采购模式，即以市场价格收购符合公司质量标准的原材料。外购模式中以合作种植为主。

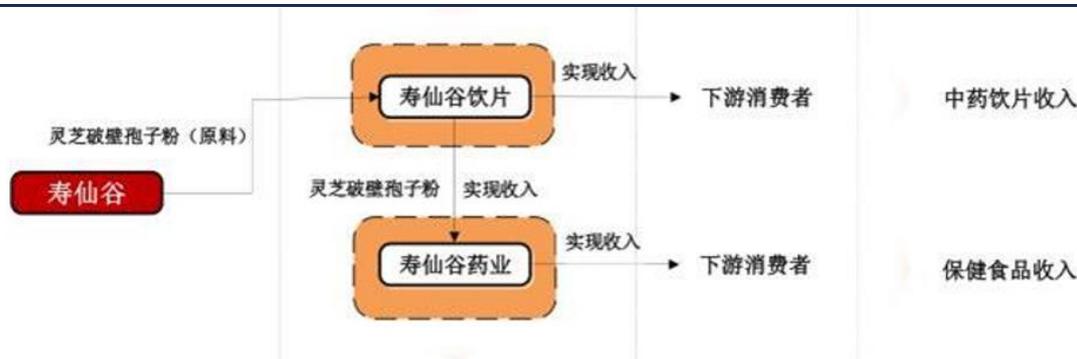
图表 17：公司原料生产模式



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

目前，公司两大子公司——寿仙谷饮片和寿仙谷药业分别从事中药饮片的加工和保健品的制造。寿仙谷饮片从寿仙谷采购原料，经过加工处理后得到产品，其中一部分作为中药饮片对外销售，一部分销售给寿仙谷药业，作为保健品深加工的原料。寿仙谷药业再将原料进一步深加工制成保健品对外销售。公司具备栽培、生产、销售全产业链优势，能够从源头上保证产品质量以及控制成本。

图表 18：公司产品生产流程



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

### 3.3 产品价值持续挖掘，消费认知逐步提升

公司在灵芝和铁皮石斛的行业标准制定方面处于领先地位，领衔制定的 ISO 国际标准《中医药——灵芝》和《中医药——铁皮石斛》分别于 2018、2019 年发布，为灵芝和铁皮石斛的各项指标提供了统一的质量标准，进而为灵芝和铁皮石斛走向世界奠定基础。标准的制定同时彰显了公司在该领域具有深厚的科研积累。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 85 项，覆盖灵芝、铁皮石斛产品全产业链。公司持续加大研发投入，主要用于技术工艺的改良优化、菌种的选育、新品种的开发和生产设备的改进。2020 年研发费用为 4848.50 万元，占营业收入的 7.62%。

图表 19: 近年公司研发费用

	2018	2019	2020	2021H1
营业收入（万元）	51,145	54,676	63,605	31,749
研发费用（万元）	3,367	3,942	4,849	2,169
占比	6.58%	7.21%	7.62%	6.83%

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

在品种选育领域和工艺研究方面，公司多年来持续进行中药材新品种的选育研究，建立了一套完善的中药材优良新品种繁育技术平台。2020 年公司成功选育中药新品种 2 个，2021 上半年公司成功突破灵芝酸组分群制备的得率和含量两大瓶颈，破壁灵芝孢子粉备案制品类得到拓展。

2021 上半年，公司新签订产学研合作开发合同 14 项，目前在产学研合作开发项目共计 45 项。通过与高校、研究所等科研机构的合作，不断探索灵芝等多种产品的药用价值和保健功效。

图表 20: 2020 年公司部分产学研合作项目一览

合作单位	研究内容
美国梅奥医学中心	去壁灵芝孢子粉改善年龄相关心血管功能不足的药效和作用机制研究
美国韦恩州立大学	PD-1 蛋白在去壁灵芝孢子粉介导的免疫调节和肿瘤治疗中的作用研究
“人民英雄”国家荣誉称号获得者张伯礼院士	共建“张伯礼智慧健康创新实验室”，开展新概念智能诊疗、健康证据智慧云平台、中医药知识图谱等前沿研究
天津中医药大学第一附属医院	灵芝孢子粉抗衰老的分子机制研究
吉林农业大学李玉院士团队	灵芝育种技术研究
中华中医药学会	以灵芝和石斛为切入点，开展重大科学问题“调节人体免疫机制的中医药机制是什么？”的研究
北京中医药大学	灵芝孢子中药药性及扶正固本抗肿瘤实验研究
浙江大学教育基金会、浙江大学医学院康复医学研究中心	设立“寿仙谷中医药生命健康基金”，开展去壁灵芝孢子粉在良性甲状腺结节中的有效性和安全性临床研究
湖南中医药大学及其第一附属医院、第二附属医院	灵芝孢子粉干预亚健康健康失眠临床研究
天津南开医院	去壁灵芝孢子粉改善结肠癌术后患者化疗耐受性及防术后复发转移的临床研究
浙江省抗癌协会、浙江省肿瘤医院、浙江大学附属第一医院、浙江大学附属第二医院、浙江省中医院	去壁灵芝孢子粉在非小细胞肺癌、乳腺癌、大 B 细胞淋巴瘤、卵巢癌、胃癌的治疗中，与抗肿瘤药物联用，达到增效减毒、扶正固本、增强免疫力，抑制肿瘤生长转移、改善症状、提高生活质量、延长生存期、延缓耐药等作用的临床研究
浙江省医学科学院安全评价中心	去壁灵芝孢子粉非临床安全性评价研究（亚慢性、慢性安全性评价研究）

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

### 3.4 浙江省内稳定增长，省外市场空间广阔

从公司近几年产品销售情况上看，公司产品价格波动不大，销售额的增加主要依靠销量的提升。公司采取经销为主、直销为辅的销售模式。经销模式分为买断式经销

和代销式经销，买断式经销商主要为药店和医药流通企业，代销式经销商主要包括大型商超。直销模式通过零售渠道和互联网渠道进行，其中零售通过直营店展开，目前公司在浙江和上海开设了 20 家直营店，互联网销售通过天猫官方旗舰店和京东官方旗舰店等渠道展开。从近三年的销售情况上看，直销比例从 2018 年的 42.57% 上升至 48.01%，其中零售渠道稳定增长，互联网渠道快速增长。

**图表 21：公司产品销量和单价分析**

灵芝孢子粉类	2018	2019	2020	铁皮石斛类	2018	2019	2020
销售收入（万元）	35,302	37,690	45,320	销售收入（万元）	7,925	8,105	10,146
YOY	40.86%	6.76%	20.25%	YOY	29.76%	2.28%	25.17%
销售量（千克）	20,681	21,554	26,145	销售量（千克）	8,423	8,292	10,628
YOY	36.17%	4.22%	21.30%	YOY	22.32%	-1.55%	28.17%
单价（万/千克）	1.71	1.75	1.73	单价（万/千克）	0.94	0.98	0.95
YOY	3.44%	2.44%	-0.87%	YOY	6.08%	3.89%	-2.34%

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

**图表 22：公司各类渠道销售收入（单位：万元）**

	2020		2019		2018	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
零售	15,672.97	24.88%	13,037.17	24.16%	11,855.86	23.40%
互联网销售	14,564.82	23.12%	10,908.73	20.22%	9,714.15	19.17%
直销模式小计	<b>30,237.79</b>	<b>48.01%</b>	<b>23,945.90</b>	<b>44.38%</b>	<b>21,570.01</b>	<b>42.57%</b>
买断式经销	19,624.90	31.16%	16,416.28	30.42%	16,013.66	31.61%
代销式经销	13,121.12	20.83%	13,599.08	25.20%	13,082.47	25.82%
经销模式小计	<b>32,746.02</b>	<b>51.99%</b>	<b>30,015.36</b>	<b>55.62%</b>	<b>29,096.13</b>	<b>57.43%</b>
合计	<b>62,983.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>53,961.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>50,666.14</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

近年来，公司互联网渠道销售收入快速增长，2017-2020 年间复合增长率 36%，2021 上半年收入达 0.69 亿元(+37.14%)，营收占比为 22%。公司产品具有运输方便、不易变质损坏等特点，线上销售已成为传统销售渠道之外的重要补充。随着网络宣传力度的加大和自媒体的蓬勃发展，线上销售有望维持良好增长，成为重要的销售渠道。

从地域上看，除去互联网渠道，公司产品销售地主要集中在浙江省内。2021 上半年公司浙江省内销售收入为 2.08 亿元(+34.68%)，占比达到 66%，2017-2020 年复合增长率为 20%，维持良好增长态势。公司产品在浙江省内进入较早，经过多年的市场培育和宣传，已具有较高的知名度和认可度。2021 上半年，浙江省外地区销售收入为 0.38 亿元(+37.14%)，占比为 12%，寿仙谷在省外地区的认知度较低，尚有很大的提升空间。

图表 23：公司省内、省外和互联网收入贡献（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

公司今年完成营销中心组织架构调整，积极探索自媒体、直播等新型营销方式。同时，公司也布局了以灵芝孢子粉片剂为主打产品的全国市场体系，正在各个区域招募代理商。灵芝孢子粉片的服用方式和感官体验更优，有望成为继灵芝孢子粉粉剂、颗粒剂之后的又一主打产品。

另外，公司通过举办灵芝文化节、开创康养旅游模式等多种方式进行产品宣传和学术推广，让更多人了解灵芝的保健功效的同时也认识了寿仙谷这一品牌。2021 年上半年，公司全国研学旅行基地通过专家组现场评审，共计完成工旅、农旅接待 1620 批次。随着品牌影响力的不断扩大，公司产品销量有望持续增长。

据公司历史数据披露，2012-2016 年间杭州单城占省内地区收入比重在 60-80%，按照 60%估算，2020 年杭州单城营收预计超过 2.4 亿元。省外地区中，营收贡献最大城市为上海，2012-2017 年间上海单城占省外地区收入比重在 50%-65%，按照 50%估算，2020 年上海单城营收预计接近 4000 万元，但较杭州而言还有 6 倍的差距。由于

公司产品定价相对较高，因此我们认为在经济和消费水平较高的一线城市的拓展空间相对较大。按照上海单城目前预估的营收规模 4000 万进行复制，如果城市数量拓展到 5 个、10 个和 15 个，则分别能够为公司贡献 2 亿、4 亿和 6 亿的收入增量，按照 20% 的净利润计算，分别能够贡献 0.4 亿、0.8 亿和 1.2 亿元利润。由此可见，如果公司品牌成功打入全国市场，省外市场将为公司贡献可观的业绩增量。

图表 24：城市拓展对于公司营收和利润贡献估算

单城收入（万元）	2,000	2,000	2,000	4000	4000	4000
城市数量	5	10	15	5	10	15
收入（亿元）	1.0	2.0	3.0	2.0	4.0	6.0
利润（亿元）	0.2	0.4	0.6	0.4	0.8	1.2
单城收入（万元）	6,000	6,000	6,000	8,000	8,000	8,000
城市数量	5	10	15	5	10	15
收入（亿元）	3.0	6.0	9.0	4.0	8.0	12.0
利润（亿元）	0.6	1.2	1.8	0.8	1.6	2.4

资料来源：华鑫证券研发部

## 四、盈利预测

我们预测公司 2021-2023 年实现归属于母公司净利润分别为 1.90 亿元、2.29 亿元、2.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.25 元、1.51 元、1.81 元，当前股价对应 PE 分别为 32.0/26.5/22.2 倍，首次推荐，给予“推荐”评级。

## 五、风险提示

- 1) 自然灾害风险：公司产品原料为名贵中药材，种植过程受到气候、土壤等多方面自然因素影响，自然灾害等不可控因素可能影响中药材的产量和质量；
- 2) 核心技术失密风险：公司产品在种源、种植和加工等方面拥有核心技术，掌握核心技术的人员流失可能造成技术失密；
- 3) 市场拓展不及预期风险：公司目前销售区域主要集中浙江省内，全国市场拓展不及预期可能影响公司业绩。





## 分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

陈成：华鑫证券分析师，2018年7月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

## 华鑫证券有限责任公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>