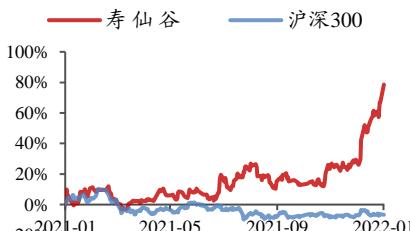


**寿仙谷 (603896.SH)**

2022 年 01 月 04 日

**名贵中药全产业链布局领先，省外拓展呼“芝”欲出**
**——公司首次覆盖报告**
**投资评级：买入（首次）**

日期	2022/1/4
当前股价(元)	62.03
一年最高最低(元)	63.33/33.55
总市值(亿元)	94.48
流通市值(亿元)	94.48
总股本(亿股)	1.52
流通股本(亿股)	1.52
近 3 个月换手率(%)	71.5

**股价走势图**


数据来源：聚源

**蔡明子（分析师）**

caimengzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

**龙永茂（联系人）**

longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790121070011

**古意涵（联系人）**

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790121020007

**● 百年中华老字号，打造有机国药第一品牌，首次覆盖，给予“买入”评级**

浙江寿仙谷医药股份有限公司成立于 1997 年，“寿仙谷”品牌历经百年传承发展至今，是一家专业从事灵芝、铁皮石斛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，核心产品为灵芝孢子粉系列和铁皮石斛系列产品。产品具备种源、培育、加工闭环核心优势：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。公司产品具备临床价值，未来拓展省外市场成长空间大，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.03、2.64、3.45 亿元，对应 EPS 分别为 1.33、1.74、2.26 元/股，当前股价对应 PE 分别为 46.5、35.7、27.4 倍，与同类中药公司相比估值具备性价比，给予“买入”评级。

**● 公司产品品类丰富、具备性价比，加大研发挖掘临床价值**

产品方面，公司的灵芝孢子粉系列产品剂型、规格丰富，且在考虑有效成分下具备性价比；同时，公司具备明显铁皮石斛种植区位优势。科研方面，公司通过建立院士专家站、产学研平台，巩固研发领跑地位，在此基础上制定了国内外多项行业标准。公司产品同时具备临床价值，通过一系列研究发现灵芝孢子粉在预防或延缓心血管疾病、亚健康失眠、增强细胞免疫功能等方面具备临床价值。

**● 片剂剂型提升客户体验，进行经销渠道改革，促进全国布局**

公司传统销售区域集中于浙江省内地区，省内收入占比保持在 60% 以上，省内市场仍有拓展空间。省外市场方面，公司于 2020 年开展省外营销改革：第一，公司针对省外市场进行片剂产品的推广，避免了粉剂不方便携带、使用的缺点，且提升了使用体验（苦味减少）；第二，公司将省外的自营模式逐渐转变为经销模式，通过经销商在当地拥有丰富营销经验，推广效果更为有效。营销改革有望解决省外发展痛点，赋予其增长动力。

**● 风险提示：省外推广不及预期等。**
**财务摘要和估值指标**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	547	636	800	1,043	1,383
YOY(%)	6.9	16.3	25.7	30.4	32.7
归母净利润(百万元)	124	152	203	264	345
YOY(%)	15.1	22.5	34.0	30.1	30.4
毛利率(%)	84.4	83.4	85.8	85.9	86.0
净利率(%)	22.7	23.9	25.4	25.4	24.9
ROE(%)	10.6	11.4	13.7	15.5	17.2
EPS(摊薄/元)	0.81	1.00	1.33	1.74	2.26
P/E(倍)	76.3	62.3	46.5	35.7	27.4
P/B(倍)	8.1	7.4	6.6	5.7	4.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、寿仙谷：百年中华老字号，打造有机国药第一品牌.....	4
1.1、历经百年传承至今，从区域性龙头企业向全国有机国药品牌企业崛起.....	4
1.2、股权结构稳定，管理团队科研、管理经验兼备.....	4
1.3、核心财务数据：收入、利润稳健增长，盈利能力突出.....	5
2、产品核心优势：独家种源、有机栽培、专利加工技术铸造护城河.....	8
2.1、种源优势：建立繁育技术平台实现可持续育种，选育九大自主知识产权优质种源铸造护城河.....	8
2.2、栽培优势：仿野生有机栽培确保药材高品质，智能化生产基地实现全程追溯.....	10
2.3、加工优势：专利精深加工技术提升产品安全性，显著提升产品有效成分含量.....	10
3、公司产品品类丰富、具备性价比，加大研发投入挖掘临床价值.....	12
3.1、公司主营产品为灵芝孢子粉系列与铁皮石斛系列，皆具备竞争优势.....	12
3.1.1、灵芝孢子粉行业快速增长，公司系列产品剂型、规格丰富，具备性价比.....	12
3.1.2、铁皮石斛集中于浙江地区，公司具备明显种植区位优势.....	15
3.2、院士专家站+产学研平台：巩固研发领跑地位，提升产品新优势.....	16
3.3、灵芝孢子粉在预防或延缓心血管疾病、亚健康失眠等方面具备临床价值.....	19
3.4、公司加大推进新产品研发，进展顺利.....	20
4、营销渠道：采用经销、推广片剂促进全国布局.....	20
4.1、省内：收入占比 60%以上，除杭州外的其他地区仍有较大拓展空间.....	20
4.2、省外：推广片剂贴近需求，改用经销开拓市场.....	20
4.3、互联网：快速发展为重要补充渠道，开展新媒体营销助力增长.....	21
5、盈利预测与投资建议 .....	22
5.1、收入利润模型拆分 .....	22
5.2、盈利预测与投资建议 .....	23
6、风险提示 .....	24
附：财务预测摘要 .....	25

## 图表目录

图 1：历经百年传承至今，从区域性龙头企业到全国有机国药品牌企业崛起.....	4
图 2：公司股权结构稳定 .....	5
图 3：2016-2020 年营业收入 CAGR 19.2% .....	5
图 4：2016-2020 年归母净利润 CAGR 17.0% .....	5
图 5：2017-2021H1 两大主营业务收入稳健增长 .....	6
图 6：2017-2021H1 主营业务毛利贡献超 87% .....	6
图 7：毛利率维持高水平，净利率自 2018 年起持续提升 .....	6
图 8：两大主营产品毛利率均维持在较高水平 .....	6
图 9：2019 年以后公司整体费用率逐年降低，成本管控能力持续提升 .....	7
图 10：自 2017 年起公司存货周转明显加快 .....	7
图 11：公司回款速度整体呈提升趋势 .....	7
图 12：2020 年公司发行可转债补充运营资金 .....	8
图 13：2016-2021Q3 经营现金净流量稳健增长 .....	8
图 14：公司选育出九大自主知识产权优质种源 .....	9
图 15：公司铁皮石斛育种石斛多糖含量远超过药典 25% 的标准 .....	9
图 16：公司利用物联网技术，通过传感器+智能化系统实现种植全程追溯 .....	10

图 17: 65%的壁壳难以被人体吸收, 须进行破壁或去壁处理 .....	11
图 18: 破壁技术解决灵芝孢子粉难吸收问题, 去壁技术提升人体吸收有效成分效率 .....	11
图 19: 公司独创去壁纯化技术提升有效成分含量 8 倍以上 .....	12
图 20: 灵芝孢子粉系列产品剂型、规格丰富 .....	14
图 21: 灵芝孢子粉收入持续增长 .....	15
图 22: 灵芝孢子粉毛利率近年维持在 90% 左右 .....	15
图 23: 铁皮枫斗系列规格丰富 .....	16
图 24: 浸膏系列产品丰富 .....	16
图 25: 铁皮石斛收入 2018 年起恢复增长 .....	16
图 26: 铁皮石斛毛利率呈现波动上升趋势 .....	16
图 27: 寿仙谷院士专家工作站设立较多研究中心 .....	17
图 28: 院士专家工作站拥有孙燕、 张伯礼、 李玉、 黄璐琦 4 位院士 .....	17
图 29: 公司推广片剂加大全国布局 .....	21
图 30: 互联网销售收入 (万元) 快速增长 .....	22

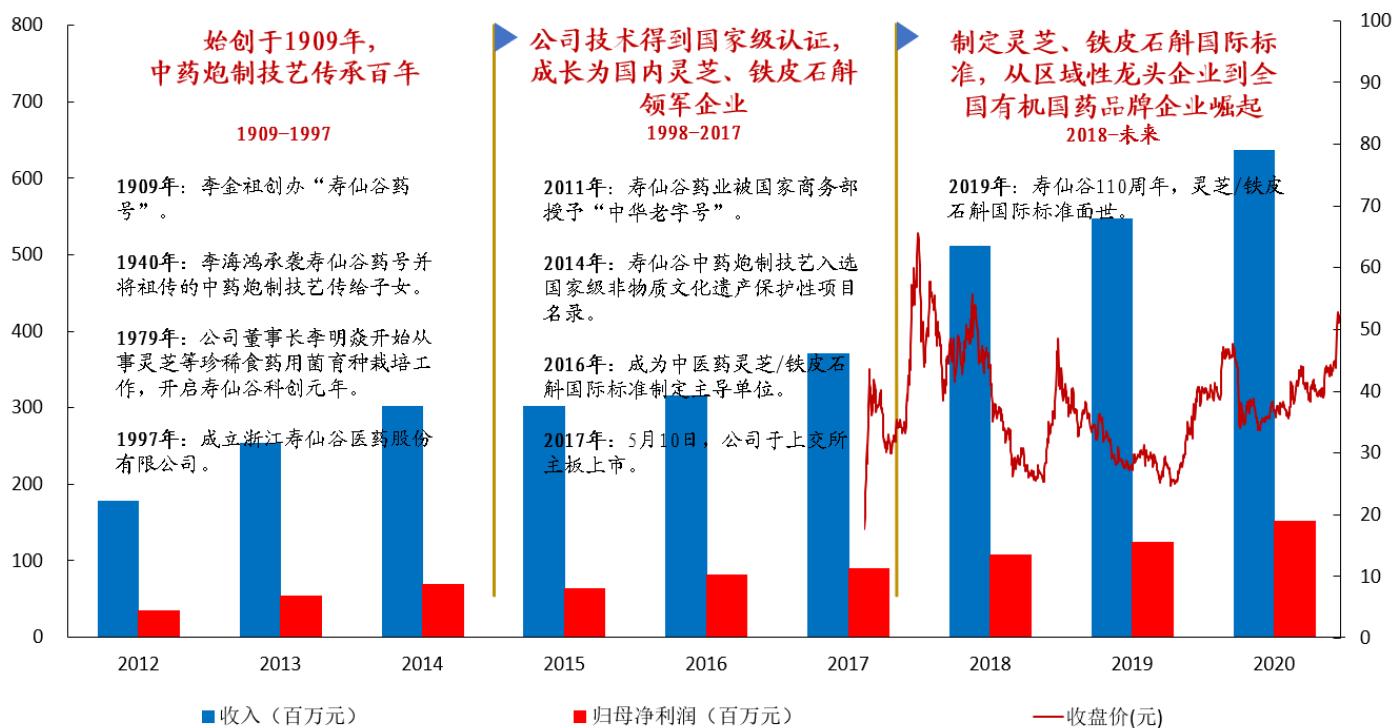
表 1: 公司自主研发的超音速气流破壁技术较物理破壁技术优势明显 .....	12
表 2: 市场上销售的灵芝及灵芝孢子粉主要以深加工产品为主 .....	13
表 3: 2021 年中国城市实体药店终端销售有望过亿且增速超过 10% 的中成药共 15 个 .....	13
表 4: 寿仙谷产品从有效成分单克价格来看具备性价比 .....	14
表 5: 市场上销售的铁皮石斛产品主要分为 3 类 .....	15
表 6: 公司 2020 年与较多高校、 医院开展产学研合作项目 .....	18
表 7: 2020 年公司共开展 38 项标准制定 .....	18
表 8: 公司持续挖掘灵芝孢子粉的药理、 药效及临床功效 .....	19
表 9: 2020 年公司共注册/备案了 9 个产品 .....	20
表 10: 寿仙谷模型拆分 .....	23
表 11: 与同类中药公司相比, 寿仙谷具备估值性价比 .....	24
表 12: 寿仙谷盈利预测 .....	24

## 1、寿仙谷：百年中华老字号，打造有机国药第一品牌

### 1.1、历经百年传承至今，从区域性龙头企业向全国有机国药品牌企业崛起

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，是一家专业从事灵芝、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，核心产品为灵芝孢子粉系列和铁皮石斛系列产品。“寿仙谷”品牌可追溯至 1909 年李金祖创办“寿仙谷药号”，历经百年传承发展至今，公司坚持“创新现代生物科技，培育道地珍稀药材，博采国医国药精华，服务民众健康长寿”的经营宗旨，围绕以灵芝及铁皮石斛等名贵中药饮片加工及保健食品的核心主业，不断完善“全产业链”经营模式，优化产业布局，拓展发展空间，依托寿仙谷品牌的核心竞争优势，全面提升综合实力，实现从区域性龙头企业到全国有机国药品牌企业的崛起。

图1：历经百年传承至今，从区域性龙头企业到全国有机国药品牌企业崛起



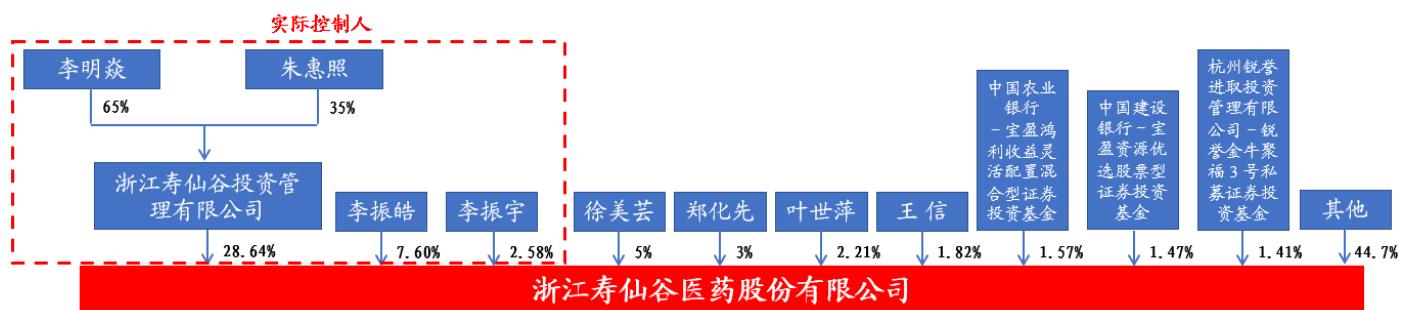
资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、股权结构稳定，管理团队科研、管理经验兼备

李明焱先生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）为公司共同实际控制人，截至 2021 年 9 月 30 日，四人直接或间接合计持有公司 38.82% 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，公司股权集中，结构较为稳定。

李明焱先生为科研出身，长期以来一直致力于珍稀食药用菌和名贵中药材的品种选育、栽培以及新产品的研究开发，先后带领研发团队完成了“灵芝孢子破壁新

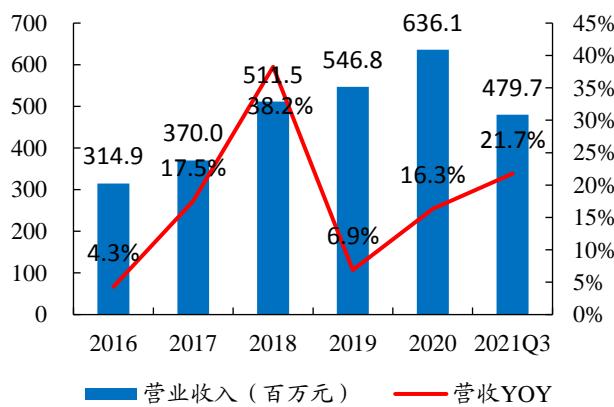
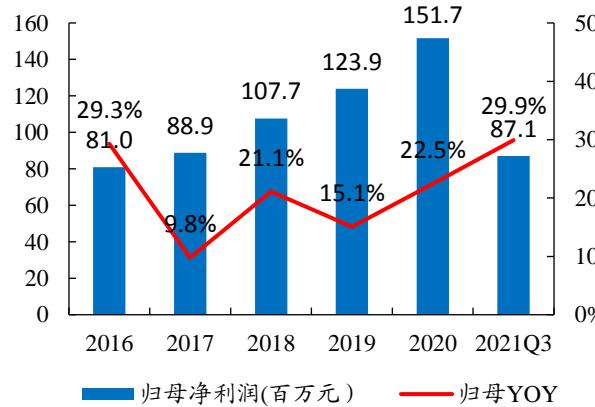
“工艺研究与开发”等四十多项国家、省市级重点科研项目，成功选育出“仙芝 1 号”、“仙芝 2 号”灵芝新品种和“仙斛 1 号”、“仙斛 2 号”、“仙斛 3 号”铁皮石斛新品种，2018 年被认定为国家非遗代表性项目中药炮制技艺代表性传承人。朱惠照女士现任寿仙谷副董事长，兼任寿仙谷药业监事、寿仙谷饮片总经理、寿仙谷投资监事、寿仙谷观光园监事、金华市政协委员。李振皓先生为浙江大学药学博士，现任公司董事、浙江寿仙谷植物药研究院执行董事兼总经理。郑化先现任公司董事兼副总经理，曾任金华寿仙谷药业副总经理，持有公司 3% 的股份。

**图2：公司股权结构稳定**


资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

### 1.3、核心财务数据：收入、利润稳健增长，盈利能力突出

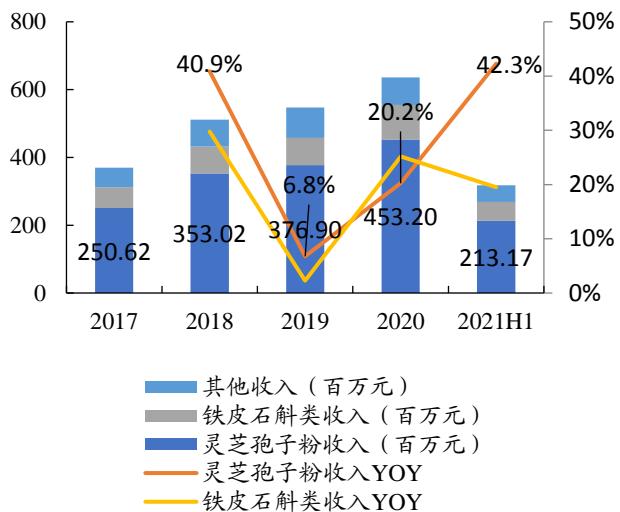
公司收入、利润增长稳健。收入端来看，2016-2020 年公司营业收入由 3.15 亿元增长至 6.36 亿元，CAGR 19.2%，2021Q3 实现营收 4.80 亿元，同比增长 21.7%。利润端来看，2016-2020 年公司归母净利润由 8100 万元增长至 1.52 亿元，CAGR 17.0%，2021Q3 实现归母净利润 0.87 亿元，同比增长 29.9%，增速略高于同期收入增速。

**图3：2016-2020 年营业收入 CAGR 19.2%**

**图4：2016-2020 年归母净利润 CAGR 17.0%**


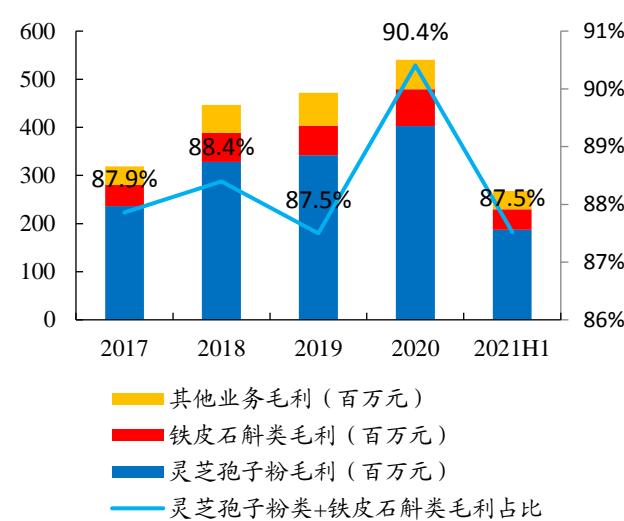
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

灵芝孢子粉类+铁皮石斛类两大主营业务收入稳健增长，毛利贡献维持在 87% 以上。公司两大主营产品为灵芝孢子粉类产品和铁皮石斛类产品，其他业务包含贸易和中医门诊等业务。2017-2021H1 两大主营业务收入持续增长，其中灵芝孢子粉类产品收入增速持续提升。从收入占比来看，两大主营产品收入合计占比维持在 84% 以上。从毛利来看，2017-2021H1 灵芝孢子粉类+铁皮石斛类两大主营业务毛利占比分别为 87.9%、88.4%、87.5%、90.4%、87.5%。

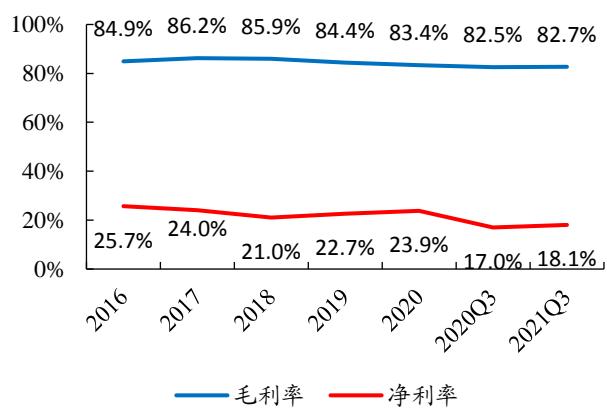
**图5：2017-2021H1 两大主营业务收入稳健增长**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

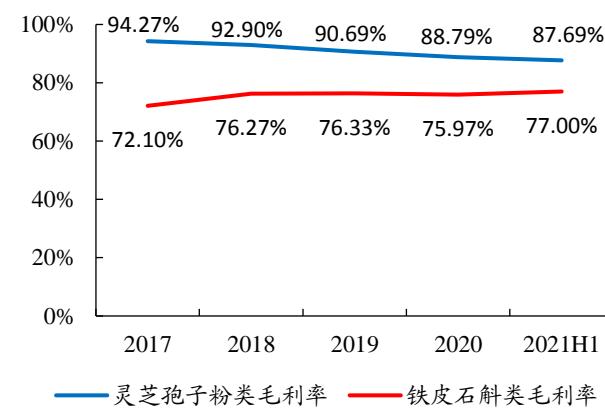
**图6：2017-2021H1 主营业务毛利贡献超 87%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司毛利率维持在较高水平，净利率呈提升趋势，盈利能力突出。2016-2020 年，公司毛利率略有下滑，但仍保持在较高水平；净利率自 2018 年起持续提升，由 21.0% 提升至 23.9%，2021Q3 净利率为 18.1%，同比提升 1.1pct，公司盈利能力突出。

**图7：毛利率维持高水平，净利率自 2018 年起持续提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

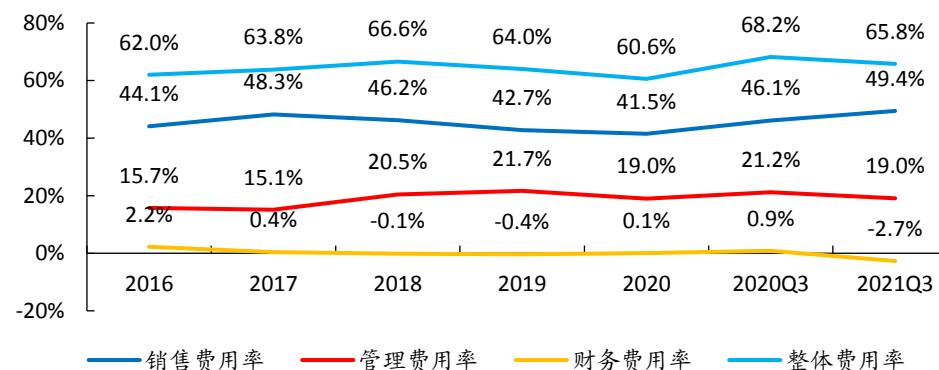
**图8：两大主营产品毛利率均维持在较高水平**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

从费用端来看，2016-2021Q3 费用率维持整体稳定。2017-2020 年销售费用率有所下降，主要是 2017 年上市后，公司成为国内灵芝、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，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。2018、2019 年管理费用率提升主要是公司实施了 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 3529.73 万元，2019 年度共确认股份支付费用 4273.59 万元。2019 年以后公司整体费用率逐年降低，成本管控能力持续提升。

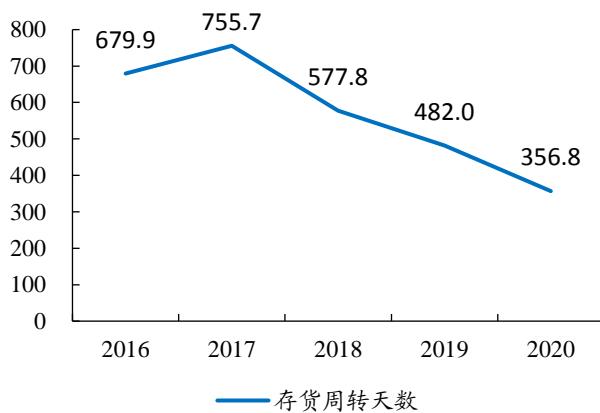
**图9：2019 年以后公司整体费用率逐年降低，成本管控能力持续提升**



数据来源：Wind、开源证券研究所

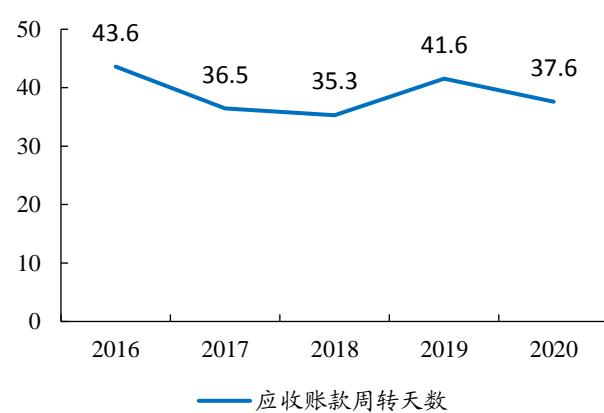
**公司运营能力持续提升。**公司存货周转天数自 2017 年起明显缩短，由 755.7 天缩短至 356.8 天，存货周转速度明显加快。公司以经销模式为主，重视加强应收账款管理，回款速度整体呈提升趋势，未来随着公司销售规模增长，与客户的议价能力提升，回款速度有望进一步提升。

**图10：自 2017 年起公司存货周转明显加快**



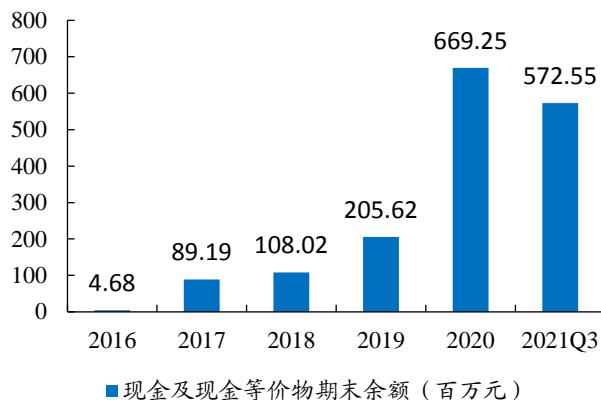
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：公司回款速度整体呈提升趋势**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司在手现金充足，经营性现金流净额表现良好。**2020 年公司发行可转债补充 3.6 亿元运营资金，可转债发行提升了公司债务水平，但公司整体负债率不高，截至 2021Q3，公司现金及现金等价物期末余额为 5.73 亿元，资产负债率为 17.52%，财务结构较为稳健。2016-2021Q3 公司经营活动现金流量净额与净利润比值均大于 1，表明公司的净利润质量较高。

**图12: 2020年公司发行可转债补充运营资金**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图13: 2016-2021Q3 经营现金净流量稳健增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、产品核心优势: 独家种源、有机栽培、专利加工技术铸造护城河

### 2.1、种源优势: 建立繁育技术平台实现可持续育种, 选育九大自主知识产权优质种源铸造护城河

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。公司从产业链源头的育种开始做起, 从源头为下游的标准化种植提供了保障。

繁育技术平台化助力中药材标准化、产业化生产。到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, 熟练掌握了野生驯化、系统选育、诱变、杂交、航天搭载等育种方法和良种繁育技术手段, 建有15,000平方米铁皮石斛等珍稀药用植物组培繁育中心, 掌握了配套的标准化组培快繁技术体系, 建立了一套完善的中药材优良新品种繁育技术平台, 为濒危名贵中药材优良品种选育、快繁及标准化、产业化生产开创了可持续开发利用的新模式。

公司自主选育九大自主知识产权优质种源铸造护城河。育种行业属于高科技行业, 一个新品种从选育到通过审定并推向市场需经历8-10年, 且新品种是否具有推广价值, 能否适应特定环境, 必须经过田间栽培和生产试验。公司自主选育出“仙芝1号”、“仙芝2号”、“仙芝3号”、“仙斛1号”、“仙斛2号”、“仙斛3号”等九大优质种源, 使得公司在行业竞争中处于有利地位。

图14: 公司选育出九大自主知识产权优质种源

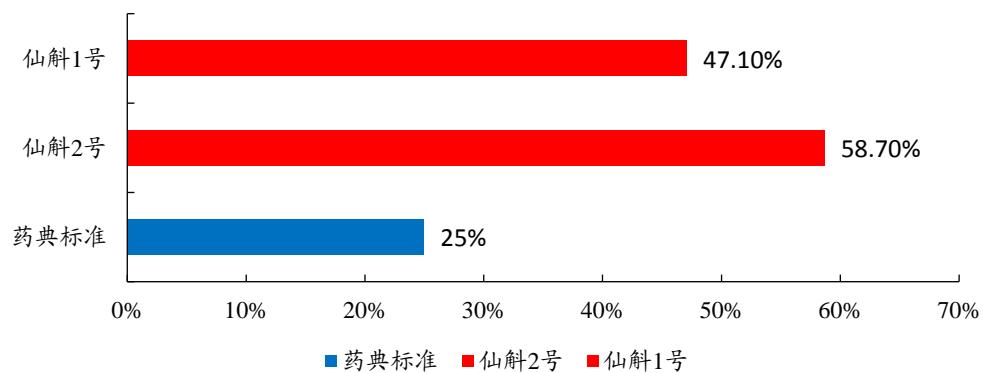


资料来源：公司宣传资料

公司灵芝育种有效成分含量高。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。“仙芝1号”灵芝是首个通过浙江省级审定的灵芝品种，该品种源于野生种质，经诱变选育而成。“仙芝2号”灵芝新品种以“仙芝1号”为亲本经航天诱变等方法育成，该品种经第三方检测机构检测，其有效成分比日本主要灵芝品种“日本红芝”提高了70%以上。

公司铁皮石斛育种石斛多糖含量远超过《中国药典》25%的标准。公司收集了117个铁皮石斛种质资源，运用现代分子生物学技术，自主选育出适合于浙江省栽培，具有“高成活率、强抗逆、高产量”特点的“仙斛1号”、“仙斛2号”、“仙斛3号”铁皮石斛。石斛多糖是铁皮石斛的主要成分，多糖含量的高低是目前判断铁皮石斛质量的主要依据，多糖含量越高，质越重、嚼之越有黏性、质量更优。《中国药典》规定铁皮石斛多糖含量不得少于25%，公司自主选育的“仙斛1号”、“仙斛2号”石斛多糖含量远超过《中国药典》25%的标准，种源质量突出。

图15: 公司铁皮石斛育种石斛多糖含量远超过药典25%的标准



数据来源：公司宣传资料、开源证券研究所

## 2.2、栽培优势：仿野生有机栽培确保药材高品质，智能化生产基地实现全程追溯

公司通过仿野生有机栽培确保药材高品质。“企业+农户”是目前中药材种植比较普遍的合作方式，这种方式对企业而言，更省事省心，但是难以监管，药材质量有隐患。为确保药材质量，公司建立起规模化的铁皮石斛、原木灵芝、藏红花等名贵中药材标准化栽培基地，完全掌控栽培中的每一个环节。公司已在武义白姆乡、俞源乡建立了中药材标准化种植基地，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。在整个种植过程中，采用高效、可循环利用的种植基质，不使用化学合成的农药与激素，采用“预防为主，防治结合”的物理及生物综合方法防治病虫害，确保中药材无污染、高纯度和高品质。武义“寿仙谷”灵芝、灵芝孢子粉及制品与武义“寿仙谷”铁皮石斛及制品被国家质检总局批准为生态原产地保护产品，并且同时通过中国、欧盟、美国、日本有机产品认证。

公司利用物联网技术，通过传感器+智能化系统实现种植全程追溯。公司利用现代物联网技术，通过温度、湿度、光照、土壤水分等多种传感器对铁皮石斛、灵芝的生长过程进行全程监控和数据化管理。建立了一套病虫害预测预报制度，采取生态防治、生物防治、物理防治等综合有机防治方法，不使用任何化学合成的农药、肥料，达到安全、稳定、高产、优质的目的。

图16：公司利用物联网技术，通过传感器+智能化系统实现种植全程追溯



资料来源：公司宣传资料

## 2.3、加工优势：专利精深加工技术提升产品安全性，显著提升产品有效成分含量

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。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，壁壳占灵芝孢子 65%，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。经动物

功能性试验表明，灵芝孢子壁壳对增强免疫及改善睡眠没有效果。而去壁后的灵芝孢子粉，纯度更高，效果更明显。

图17：65%的壁壳难以被人体吸收，须进行破壁或去壁处理



资料来源：公司宣传资料

图18：破壁技术解决灵芝孢子粉难吸收问题，去壁技术提升人体吸收有效成分效率



资料来源：公司官方天猫商城

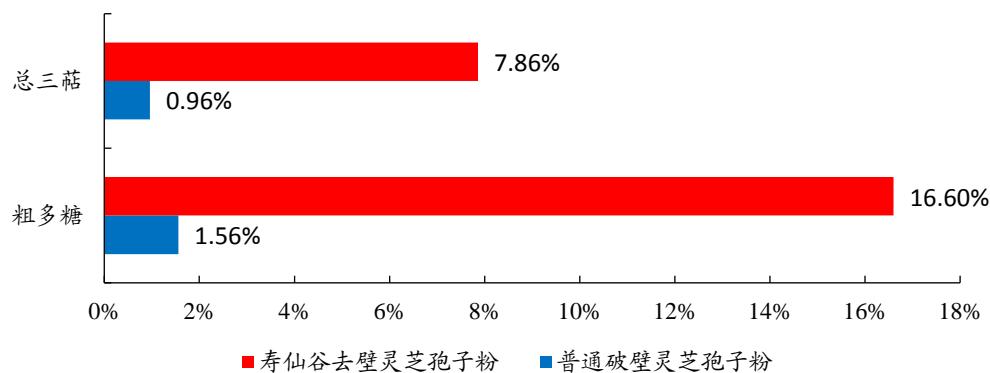
公司自主研发的超音速气流破壁技术较物理破壁技术，无重金属污染，避免有效成分氧化，显著提升产品安全性。目前孢子粉的破壁技术有生物酶解法、化学法、物理法等，其中物理破壁法应用较多。物理破壁法中最为常用的方法为振动磨粉碎破壁，该方法破壁率高，但由于物料与振动磨直接接触，极易造成重金属污染和氧化。公司采用的是独创的“四低一高”超音速低温气流破壁技术，通过物料的自身碰撞实现破壁，不仅提高了破壁率，也避免了重金属污染和物料氧化，显著提高了产品的安全性。

**表1：公司自主研发的超音速气流破壁技术较物理破壁技术优势明显**

项目	寿仙谷超音速气流破壁	振动磨破壁
破壁原理	利用高速气流，推动饱满且硬度相当的孢子互相对撞	金属棒敲打粉碎
破壁率	高	高
温度	低温破壁 不易氧化	温度高 易氧化变质
重金属污染	无重金属污染	金属棒磨损 易造成重金属超标
重金属镍的含量 (mg/kg)	0.48	27.3
重金属铬的含量 (mg/kg)	0.39	48.9
特点总结	无油蒿变质、无重金属污染 含量更高、更易吸收，更安全	易损肠胃、易变质、重金属污染 有效含量低、吸收差

资料来源：公司宣传资料、开源证券研究所

公司独创去壁纯化技术提升有效成分含量 8 倍以上，获得国家发明专利。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。通过整合破壁、去壁技术，以及物料前处理（去瘪去杂）、壁壳综合利用等技术，公司于 2017 年获得了灵芝孢子粉去壁技术的发明专利。

**图19：公司独创去壁纯化技术提升有效成分含量 8 倍以上**


数据来源：公司宣传资料、开源证券研究所

### 3、公司产品品类丰富、具备性价比，加大研发挖掘临床价值

#### 3.1、公司主营产品为灵芝孢子粉系列与铁皮石斛系列，皆具备竞争优势

##### 3.1.1、灵芝孢子粉行业快速增长，公司系列产品剂型、规格丰富，具备性价比

从供给情况来看，灵芝多以区域性品牌为主。由于灵芝属一年生中药材，在全国分布较广，国内生产企业数量及灵芝产品种类繁多，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 1,157 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。

从销售情况来看，灵芝孢子粉产业增速远高于灵芝子实体类产品，灵芝孢子粉（破壁）为市场主流产品。出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。市场上销售的灵芝及灵芝孢子粉绝大多数为人工栽培，主要以深加工产品为主，我国灵芝孢子粉产业快速发展，增速远高于灵芝子实体类产品。根据米内网数据，灵芝孢子粉在2021年中国城市实体药店终端销售有望过亿且增速超过10%的中成药中，位列销售额增速第一，预计增速高达83.86%。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），研究表明，灵芝孢子粉（破壁）的药用价值明显高于灵芝子实体及未破壁灵芝孢子粉，现已成为市场上的主流产品。

**表2：市场上销售的灵芝及灵芝孢子粉主要以深加工产品为主**

产品类型	产品性质	代表产品	主要销售场所
灵芝子实体	中成药	灵芝胶囊、灵芝片、复方灵芝颗粒、灵芝糖浆等	医院、药店、药材市场
	中药饮片	灵芝片、灵芝粉	药店、专卖店、医院、商超
灵芝孢子粉	中成药	灵芝孢子粉胶囊	医院、药店
	中药饮片	灵芝孢子粉、灵芝孢子粉（破壁）	药店、专卖店、医院、商超
灵芝孢子油	保健食品	破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒、破壁灵芝孢子粉片、破壁灵芝孢子粉胶囊	商超、药店、专卖店
	保健食品	灵芝孢子油软胶囊	商超、药店、专卖店

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**表3：2021年中国城市实体药店终端销售有望过亿且增速超过10%的中成药共15个**

药品名称	销售额	增长率（由高到低）
灵芝孢子粉胶囊	>1亿	83.86%
腰肾膏	>1亿	65.96%
滋肾育胎丸	>1亿	45.60%
开喉剑喷雾剂（儿童型）	>1亿	44.82%
小儿消积止咳口服液	>1亿	43.62%
龙母壮骨颗粒	>6亿	40.49%
参苓健脾胃颗粒	>1亿	37.90%
小儿豉热清热颗粒	>4亿	36.18%
小儿肺热咳喘口服液	>1亿	34.28%
小儿肺热咳喘颗粒	>3亿	33.73%
血脂康胶囊	>1亿	32.26%
安宫牛黄丸	>30亿	29.73%
黄芪精	>4亿	28.84%
小儿感冒颗粒	>4亿	26.41%
铁皮枫斗颗粒	>7亿	26.20%

数据来源：米内网、开源证券研究所

公司的灵芝孢子粉系列产品剂型、规格丰富，且在考虑有效成分下，具备性价比。公司基于其灵芝种源优势、破壁去壁工艺优势，生产优质灵芝孢子粉系列产品，并不断拓展剂型，目前已有粉剂、胶囊剂、片剂、颗粒剂、浸膏，覆盖不同使用需

求。通过对比灵芝孢子粉不同厂家销售情况，我们发现从有效成分单位价格来看，寿仙谷产品具备性价比（下表单 g 有效成分价格最低的产品其有效成分为化合物，预计有效成分单位价格高于表格中的计算价格）。基于丰富品类、优质质量、性价比，公司灵芝孢子粉系列产品收入持续增长，2018 年收入增速高达 40.86%，2021H1 保持快速增长趋势，实现销售收入提升 42.27%。

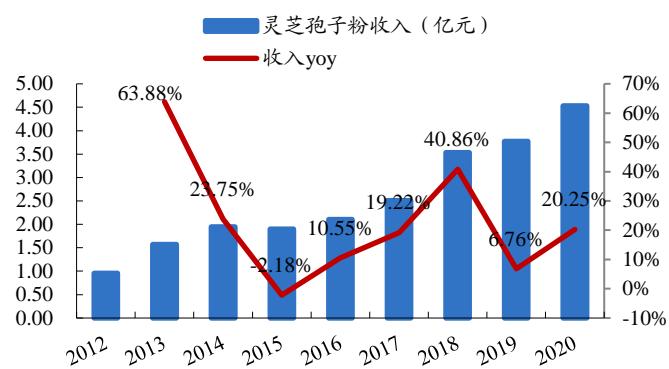
**图20：灵芝孢子粉系列产品剂型、规格丰富**


资料来源：公司产品资料

**表4：寿仙谷产品从有效成分单克价格来看具备性价比**

厂家	产品名称	含量情况	技术	规格	有效成分(g)	价格(元)	单 g 有效成分价格(元)
厂家 1	破壁灵芝孢子粉	符合 GMP 标准	低温破壁	30g(1g*30 袋)	-	599	
	破壁灵芝孢子粉胶囊	灵芝三萜 2g/100g	低温破壁	31.5g(0.35g/粒*90 粒/盒)	0.63	980	1556
厂家 2	破壁灵芝孢子粉	粗多糖 0.45g/100g	破壁	59.4g(0.99g*60 袋/盒)	0.27	138	516
厂家 3	破壁灵芝孢子粉胶囊	粗多糖 0.6g/100g	破壁	9.72g(0.27g/粒*36 粒)	0.06	280	4801
	灵芝孢子油软胶囊	总三萜化合物 24.9g/100g	破壁	12g(0.4g/粒*30 粒)	2.99	1180	395
寿仙谷	灵芝孢子粉 (破壁，仙芝 1 号)	粗多糖 1.63g/100g; 三萜酸 1.08g/100g	破壁	2g/包	0.05	47	867
	灵芝孢子粉 (破壁，仙芝 2 号)	粗多糖 1.81g/100g; 三萜酸 1.31g/100g	低温破壁+去壁	2g/包	0.06	54	865

数据来源：天猫、各厂家微信公众号、开源证券研究所

**图21：灵芝孢子粉收入持续增长**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图22：灵芝孢子粉毛利率近年维持在90%左右**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.1.2、铁皮石斛集中于浙江地区，公司具备明显种植区位优势

从供给情况来看，铁皮石斛主要分布在云南和浙江两省。铁皮石斛是附生植物，对生长环境和气候条件要求十分苛刻，适合生长于海拔 200-1000 米、相对湿度 60%-75%、透光率 60% 左右的常绿阔叶林中高大乔木的树干及山地半阴湿石灰岩上，生长季最适宜温度为 20-25 摄氏度。因此，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。云南因石斛种类丰富，气候环境适宜，以及土地、人工等成本优势，已成为种植栽培的主要区域，主要采用公司+农户的生产模式；而浙江为历史上道地药材主产地，自 20 世纪 90 年代初成功实现铁皮石斛人工栽培和规模化种植，在国内率先实现了产业化。

**表5：市场上销售的铁皮石斛产品主要分为3类**

产品类型	产品性质	代表产品	主要销售场所
茎干制品	中药饮片	铁皮石斛、铁皮枫斗	药材市场、药店、医院
鲜品	中药材	铁皮石斛鲜条	药材市场、专卖店、会所
深加工品	保健食品	铁皮枫斗冲剂、铁皮枫斗胶囊、铁皮枫斗含片、铁皮枫斗浸膏等	商超、药店、专卖店

资料来源：公司公告、开源证券研究所

从销售情况来看，铁皮石斛主要集中在浙江，其次是上海、江苏、北京、广东等沿海发达城市。根据国家药监局网站披露信息，截至 2021 年底，全国仅有 2 个有中成药品批文的铁皮枫斗产品均由浙江天皇药业生产，157 个铁皮石斛保健食品中近一半由浙江企业生产。浙江已形成以天台、乐清、金华、杭州等为产业集聚区，初步形成了立钻牌（浙江天皇药业有限公司）、寿仙谷牌、森山牌（浙江森宇药业有限公司）、康恩贝济公缘牌、天目山牌（杭州天目山药业股份有限公司）等主导品牌。

**公司具备铁皮石斛种植区位优势。**公司总部所在地武义县的气候、水质、空气等环境条件非常适合铁皮石斛的生长，是铁皮石斛的道地产区，“武义铁皮石斛”于 2012 年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。

**改变重点品类优化产品结构，增强业绩增长动力。**2014 年前，公司铁皮石斛主要产品为铁皮枫斗灵芝浸膏和鲜铁皮石斛，由于鲜铁皮石斛市场价格降幅较大，公司产品定位高端，价格相对稳定。公司大力发展铁皮枫斗颗粒产品，由于其定位明确，主打“无糖型”产品市场，且产品本身既可作为日常保健食品自用，也可作普

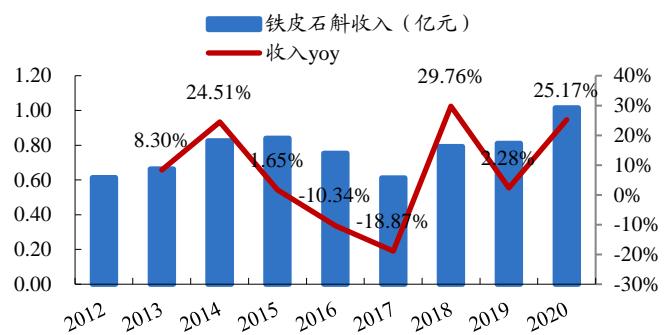
通礼品馈赠使用，价格也适中，实现快速增长，2014年成为铁皮石斛系列主力产品，其销售收入从2014年的2754万增长至2019年的5541万，CAGR为15%。在铁皮枫斗颗粒的快速发展下，铁皮石斛系列收入增速自2018年开始改善，恢复增长。

**图23：铁皮枫斗系列规格丰富**


资料来源：公司产品资料

**图24：浸膏系列产品丰富**


资料来源：公司产品资料

**图25：铁皮石斛收入2018年起恢复增长**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图26：铁皮石斛毛利率呈现波动上升趋势**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、院士专家站+产学研平台：巩固研发领跑地位，提升产品新优势

公司于2011年成立寿仙谷院士专家工作站，连续3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5年周期性考核优秀。院士专家工作站拥有孙燕、张伯礼、李玉、黄璐琦4位院士，国家万人计划人才1人，省千人计划人才1人，创新研发团队百余人，占企业总人数的9.65%，专业涵盖药学、医学、农学、生物学等领域，专注于珍稀药用植物的种质收集及优良品种选育、仿野生生态高效栽培与标准化研究、新产品研发与精深加工产业化、相关药材及产品标准研究制定（省标、行标、国标、国际标准）、药理研究及临床应用等多个领域。

公司通过中高层管理人员和技术骨干持股，绑定员工及企业利益，有利于公司核心团队的稳定和保障公司的长远发展。

图27：寿仙谷院士专家工作站设立较多研究中心



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图28：院士专家工作站拥有孙燕、 张伯礼、 李玉、 黄璐琦 4 位院士

中国工程院院士

孙燕

中国肿瘤内科学创始人  
临床肿瘤学家



中国工程院院士

李玉

食药用菌权威专家  
国际药用菌学会主席



中国工程院院士

黄璐琦

中国中医科学院院长  
国家中医药管理局副局长



中国工程院院士

张伯礼

国家重点学科中医内科学科带头人  
被授予“人民英雄”荣誉



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司与较多高校、医院开展产学研合作项目。公司自成立以来，坚持与高校联合构建产、学、研联合的交流平台，目前已与中科院、浙江省药检所、上海农科院、浙江农科院、浙江大学、浙江中医药大学、华东师范大学、第二军医大学、上海中医药大学等建立长期合作关系。公司还建立了浙江省星火计划培训基地、清华大学博士生实践基地、浙江大学农业与生物技术实验基地等科研实践基地，先后启动并实施了多个国家及省级科研项目。

**表6：公司 2020 年与较多高校、医院开展产学研合作项目**

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
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	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
心	
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 细胞淋巴癌、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、开源证券研究所

**公司拥有国际标准制定优势。**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，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)收载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。

**表7：2020 年公司共开展 38 项标准制定**

中医药标准	2020 年开展数量（项）
国际标准	1
国家标准	11
地方标准	5
行业标准	4
团体标准	17
合计	38

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、灵芝孢子粉在预防或延缓心血管疾病、亚健康失眠等方面具备临床价值

在产学研平台下，公司致力于挖掘灵芝孢子粉的药理、药效及临床功效，通过一系列研究发现，灵芝孢子粉在预防或延缓心血管疾病、亚健康失眠、增强细胞免疫功能等方面具备临床价值。

2017年，梅奥医学中心与寿仙谷合作开展《去壁灵芝孢子粉预防和延缓心血管功能障碍及其机理》项目研究。2019年的寿仙谷A股上市两周年发布会上，梅奥医学中心外科卓越中心主任Jordan D. Miller教授向寿仙谷药业的科研人汇报了研究进展情况。研究发现，去壁灵芝孢子粉可明显减轻高胆固醇血症小鼠心室功能障碍、改善主动脉瓣功能以及血管功能，是预防、减轻或延缓多种心血管病病症的可行干预方法。

2019年5月5日，寿仙谷与湖南中医药大学开展临床科研合作，充分利用该校在治未病领域的临床优势，共同开展“寿仙谷牌破壁孢子粉干预亚健康失眠的有效性及安全性的随机、双盲、安慰剂平行对照临床研究”，进一步挖掘灵芝孢子粉改善睡眠的疗效，从经验层面向高级别循证医学证据层面转变，进一步明确灵芝孢子粉的临床价值、科学价值，以获得更广泛的认可与应用。

**表8：公司持续挖掘灵芝孢子粉的药理、药效及临床功效**

研究项目	作者	期刊
灵芝孢子粉的药理研究--3.对免疫系统的作用	顾欣，王芷源，刘耕陶	中葯药理与临床 1995年第四章第3节
灵芝孢子多糖抗移植性肿瘤实验研究	高凌，亢寿海，张能芳，顾奎兴，张琴芳，钱新华	江苏药学与临床研究 2005年第13卷第6期
灵芝孢子粉保护 CCI 4 引起的小鼠肝纤维化损伤的实验研究	胡宗苗，周园理，邓颖颖，刘继平	中南药学 2016年7月第14卷第7期
灵芝孢子粉破壁工艺优化及其抗肿瘤作用	刘春延，张国财，程方志，张国珍，赵博，林连男	食品科学 2016年第37卷第14期
破壁灵芝孢子粉联合希罗达联合奥沙利铂方案化疗治疗晚期结直肠癌的临床观察	王跃辉，曲卓慧，秦英	中国实用医药 2014年7月第9卷第21期
灵芝孢子和抗性淀粉对糖尿病大鼠糖脂代谢及氧化应激的协同干预	姜余梅，杨艳，陈晓姗，周中凯	食品科学杂志 2014年第35卷第23卷
灵芝孢子粉及灵芝孢子蜂胶对急性胃溃疡形成的影响	郭家松，沈志勇，詹朝双，李艳，李振林	第一军医大学分校学报 2004年6月第27卷第1期
灵芝孢子粉对帕金森病大鼠氧化应激反应和神经炎反应的影响	鲍琛	实用药物与临床 2014年第17卷第4期
灵芝孢子粉的免疫调节及辐射防护作用研究	全国辉，马玲，王红梅	中国食品卫生杂志 2004年第16卷第2期
赤灵芝孢子粉对环孢素A免疫抑制模型小鼠免疫功能的影响	蒋催蓉，左丽，钟志强	贵阳医学院学报第34卷第5期
破壁灵芝孢子粉对人肝癌 SMMC-7721 细裸鼠皮下瘤体增殖及血管生成的研究	柴秀丽，宛蕾，李龙宽，金海	辽宁中医杂志 2018年第45卷第1期
赤灵芝孢子粉对老年小鼠的免疫调节作用	任玮，左丽，钟志强	细胞与分子免疫学杂志 2009年第25期第8卷 754-756页

资料来源：寿仙谷药业官网、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

### 3.4、公司加大推进新产品研发，进展顺利

**加大推进新产品研发。**2020年，公司保健食品取得寿仙谷牌灵芝孢子油软胶囊等2款注册批件、维生素AD软胶囊等7款备案证书。寿仙谷牌铁皮石斛含片等6款产品通过绿色通道申报完成现场核查。围绕“一芝一斛一花”等名贵珍稀中药原料，开发新零售系列产品，其中13款已经正式上市、8款完成中试规模生产。特色药食同源及其功能健康食品开发、特殊人群营养健康食品研发等顺利推进。经典名方开发已取得10个品种物质基准研究资料，完成物质基准的制备工艺实验室复核。灵芝、铁皮石斛药食同源申请被国家食品药品监督管理局受理并批复补充申报资料。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。寿仙谷牌铁皮石斛西洋参茶延续注册审批取得证书。寿仙谷牌清可宁颗粒、寿仙谷牌葡萄籽灵芝胶囊2个新保健食品注册申报并成功受理。新零售食品黄精奶茶等9款产品完成中试生产。

表9：2020年公司共注册/备案了9个产品

产品名称	产品类别	备案人/注册人	备案号/注册号
寿仙谷牌灵芝孢子油软胶囊	保健产品	寿仙谷药业	国食健注 G20200107
武香牌破壁灵芝孢子粉	保健产品	寿仙谷药业	国食健注 G20200383
寿仙谷牌维生素A 维生素D 软胶囊	保健产品	寿仙谷药业	食健备 G202033000195
寿仙谷牌维生素K软胶囊	保健产品	寿仙谷药业	食健备 G202033000193
寿仙谷牌钙镁片（草莓味）	保健产品	寿仙谷药业	食健备 G202033000827
寿仙谷牌维生素C 维生素E咀嚼片（柠檬味）	保健产品	寿仙谷药业	食健备 G202033000875
寿仙谷牌维生素C 泡腾片（蓝莓味）	保健产品	寿仙谷药业	食健备 G202033000876
寿仙谷牌维生素C 泡腾片（甜橙味）	保健产品	寿仙谷药业	食健备 G202033001874
寿仙谷牌钙维生素D 维生素K片	保健产品	寿仙谷药业	食健备 G202033001934

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、营销渠道：采用经销、推广片剂促进全国布局

### 4.1、省内：收入占比60%以上，除杭州外的其他地区仍有较大拓展空间

公司传统销售区域集中于浙江省内地区，经过多年发展，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，浙江省内收入占比保持在60%以上。但同时，省内市场仍有拓展空间，鉴于公司买断式经销商主要为杭州胡庆余堂、杭州方回春堂、杭州张同泰等国药老字号，代销式经销商主要包括杭州联华华商集团、杭州大厦等商场超市，皆位于杭州，且2016年杭州地区收入占省内收入比为67%，预计省内市场以杭州为主，其他地区例如宁波、温州等仍有较大拓展空间。

### 4.2、省外：推广片剂贴近需求，改用经销开拓市场

2012年至2017年，公司加大拓展省外市场，主要采取自营，2016年进入湖北、四川、重庆，2017年进入湖南、山东、陕西，且先后在北京、上海、南京、苏州新开了4家直营店，截至2017年底，公司区域市场和省级办事处总数已达17个省

市，覆盖长三角、珠三角和北京周边地区，总体销售网络基本完成布局，公司省外市场收入占比也从 2014 年的 15.34% 上升至 2017 年的 19.96%。但从 2018 年，省外收入增速放缓，我们认为主要有 2 个原因：

(1) 从消费者角度，省内、省外消费需求及消费习惯有所不同。浙江省居民收入水平较高，对传统中医药文化关注程度高，且健康及养生意识较强，消费者以疾病预防及保健为目的的中老年人为主。省外则更偏向消费及商务需求。

(2) 从渠道角度，省外采取自营方式，但省外并未拥有省内的较大品牌影响力，推广更为困难，且自营方式下没有给予价格折扣，降低渠道推广动力（公司产品在全国市场执行统一零售价，但对经销商的销售价格一般会在产品零售价基础上给予 7-8.5 折的折扣）。

基于以上原因，公司于 2020 年开展省外营销改革，针对第一个原因，公司针对省外市场进行片剂产品的推广，避免了粉剂不方便携带、使用的缺点，且提升了使用体验(苦味减少)；针对第二个原因，公司将省外的自营模式逐渐转变为经销模式，通过价格折扣吸引经销商，经销商在当地拥有丰富营销经验，推广效果更为有效。整体来看，此次营销改革有望解决省外发展痛点，赋予其增长动力。

图29：公司推广片剂加大全国布局



资料来源：寿仙谷微信公众号

### 4.3. 互联网：快速发展为重要补充渠道，开展新媒体营销助力增长

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，随着公司近年逐步加大营销宣传力度，“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，收入占比从 2015 年的 9.62% 提升至 2020 年的 23.12%，已成为传统销售渠道的重要补充。

公司在互联网渠道还持续探索新型销售模式。2020 年正式启动寿仙谷优选小程序，开展铁皮枫斗颗粒、灵芝孢子粉等特殊时期线上关爱客户活动，举办老客户才艺秀、基地游及端午、中秋、双 11 等大型促销活动的线上同步直播，组织全省临床专家代表和中药房药师代表进行精准科普，开展线上线下客户宣导和内部培训，进一步提升公司企业形象和产品知名度。2021 年公司在撬动商超系统全员营销的同

时，依托数据运营工具，建立更为精准化的数据评估运营方式，探索今日头条、小红书、抖音等平台，以及互联网医生、专家、大V、明星主播直播推荐等形式的口碑传播模式，提升品牌知名度。

图30：互联网销售收入（万元）快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、收入利润模型拆分

模型拆分假设：

(1) 灵芝孢子粉类产品：

灵芝孢子粉（破壁）——中药饮片：以往主要在省内推广，预计未来继续以省内推广为主，随着公司大力拓展省外市场，假设增速略低于其他剂型产品；

破壁灵芝孢子粉——保健品：流通渠道主要是线上渠道以及线下直营店、药店、商场专柜等渠道，保健食品较药品流通渠道更加广泛，预计将保持快速增长；

破壁灵芝孢子粉颗粒：主要在线上流通，预计随着公司品牌知名度提升、线上业务快速增长，产品销售增长迅速。

破壁灵芝孢子粉片：省外拓展的主力产品，预计在经销商的大力推广下，能够迅速放量，实现高速增长。

(2) 铁皮石斛类产品：

公司大力发展战略性产品，由于其定位明确，主打“无糖型”产品市场，且产品本身既可作为日常保健食品自用，也可作普通礼品馈赠使用，价格也适中，预计将保持快速增长。

**表10：寿仙谷模型拆分**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>一、灵芝孢子粉类产品</b>								
收入	210	251	364	394	453	561	747	1026
YOY	10.55%	19.22%	45.20%	8.22%	15.08%	23.79%	33.23%	37.25%
毛利	197	236	338	357	402	494	654	893
毛利率	93.51%	94.27%	92.90%	90.69%	88.79%	88.00%	87.50%	87.00%
<b>二、铁皮石斛类产品</b>								
收入	65	61	79	81	101	137	178	223
YOY	-9.12%	-6.53%	29.76%	2.28%	25.17%	35.00%	30.00%	25.00%
毛利	46	44	60	62	77	104	135	169
毛利率	70.86%	72.10%	76.27%	76.33%	75.97%	76.00%	76.00%	76.00%
<b>三、其他业务</b>								
收入	39	58	68	72	81	102	117	135
YOY	-1.35%	48.20%	17.22%	5.27%	13.21%	25%	15%	15%
毛利	24	39	41	42	51	64	74	85
毛利率	62.12%	66.48%	59.85%	58.89%	62.54%	63%	63%	63%
<b>合计:</b>								
<b>营业收入</b>	<b>315</b>	<b>370</b>	<b>511</b>	<b>547</b>	<b>636</b>	<b>800</b>	<b>1043</b>	<b>1383</b>
YOY	4.30%	17.49%	38.24%	6.90%	16.33%	25.73%	30.36%	32.66%
毛利	267	319	439	461	530	662	863	1146
毛利率	84.89%	86.23%	85.91%	84.38%	83.39%	82.76%	82.79%	82.89%
销售费用	138.79	178.56	236.50	233.65	264.02	335.96	430.66	568.56
%	44.08%	48.27%	46.24%	42.73%	41.51%	42.01%	41.31%	41.11%
管理费用	49.44	55.93	70.95	79.11	72.36	119.96	161.59	221.29
%	15.70%	15.12%	13.87%	14.47%	11.38%	15.00%	15.50%	16.00%
财务费用	7.04	1.58	-0.65	-2.08	0.48	9.40	13.30	17.64
%	2.24%	0.43%	-0.13%	-0.38%	0.08%	1.18%	1.28%	1.28%
利润总额	81	89	110	125	154	205	267	353
所得税率	-0.06%	-0.10%	2.21%	0.88%	1.29%	0.84%	1.03%	1.25%
所得税	-0.05	-0.09	2.44	1.10	1.99	1.73	2.74	4.42
<b>归母净利润</b>	<b>80.98</b>	<b>88.88</b>	<b>107.65</b>	<b>123.90</b>	<b>151.71</b>	<b>203</b>	<b>264</b>	<b>345</b>
YOY	29.27%	9.76%	21.12%	15.09%	22.45%	33.98%	30.10%	30.39%
<b>净利润率</b>	<b>25.7%</b>	<b>24.0%</b>	<b>21.0%</b>	<b>22.7%</b>	<b>23.9%</b>	<b>25.4%</b>	<b>25.4%</b>	<b>24.9%</b>

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

## 5.2、盈利预测与投资建议

公司独家种源、有机栽培、专利加工技术铸造护城河。产品方面，公司的灵芝孢子粉系列产品剂型、规格丰富，且在考虑有效成分下具备性价比具备较高临床价值。渠道拓展方面，省内市场仍有拓展空间，未来拓展省外市场成长空间大。预计

2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.03、2.64、3.45 亿元，对应 EPS 分别为 1.33、1.74、2.26 元/股，当前股价对应 PE 分别为 46.5、35.7、27.4 倍，与同类中药公司相比估值具备性价比，给予“买入”评级。

**表11：与同类中药公司相比，寿仙谷具备估值性价比**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				P/E (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600436.SH	片仔癀	432.30	21.62	41.03	27.26	23.85	156.0	111.0	87.2	70.4
600085.SH	同仁堂	44.98	4.67	19.69	17.29	17.09	65.8	55.0	46.9	40.0
000538.SZ	云南白药	104.65	31.85	-24.88	32.05	13.46	24.3	32.4	24.5	21.6
000423.SZ	东阿阿胶	48.75	109.52	973.60	134.36	38.31	716.9	66.8	28.5	20.6
可比公司平均			41.91	252.36	52.74	23.18	240.8	66.3	46.8	38.2
603896.SH	寿仙谷	58.00	22.50	34.00	30.10	30.40	62.3	46.5	35.7	27.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘日期为 2022/1/4；片仔癀、同仁堂、云南白药、东阿阿胶数据来源为 Wind 一致预期。

**表12：寿仙谷盈利预测**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	547	636	800	1,043	1,383
YOY(%)	6.9	16.3	25.7	30.4	32.7
归母净利润(百万元)	124	152	203	264	345
YOY(%)	15.1	22.5	34.0	30.1	30.4
毛利率(%)	84.4	83.4	85.8	85.9	86.0
净利率(%)	22.7	23.9	25.4	25.4	24.9
ROE(%)	10.6	11.4	13.7	15.5	17.2
EPS(摊薄/元)	0.81	1.00	1.33	1.74	2.26
P/E(倍)	76.3	62.3	46.5	35.7	27.4
P/B(倍)	8.1	7.4	6.6	5.7	4.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 6、风险提示

省外推广不及预期等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	603	923	986	1198	1322	<b>营业收入</b>	547	636	800	1043	1383
现金	206	669	675	814	831	营业成本	85	106	113	147	194
应收票据及应收账款	63	70	97	121	168	营业税金及附加	5	5	8	9	13
其他应收款	2	3	3	4	6	营业费用	234	264	336	431	569
预付账款	12	16	19	26	33	管理费用	79	72	92	125	169
存货	110	99	126	166	218	研发费用	39	48	58	75	101
其他流动资产	211	66	66	66	66	财务费用	-2	0	-5	-5	-4
<b>非流动资产</b>	738	777	830	900	1015	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	4	6	8	10	12	其他收益	10	16	0	0	0
固定资产	224	218	292	374	476	公允价值变动收益	0	-5	0	0	0
无形资产	81	79	78	76	73	投资净收益	12	9	10	11	10
其他非流动资产	429	475	452	441	454	资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1341	1700	1816	2098	2338	<b>营业利润</b>	128	159	208	271	352
<b>流动负债</b>	146	165	154	247	217	营业外收入	0	0	1	1	1
短期借款	10	0	0	0	0	营业外支出	3	5	4	4	4
应付票据及应付账款	26	90	35	127	86	<b>利润总额</b>	125	154	205	268	349
其他流动负债	110	75	120	120	131	所得税	1	2	2	4	4
<b>非流动负债</b>	22	209	174	140	109	<b>净利润</b>	124	152	203	264	345
长期借款	0	188	153	119	89	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	20	20	20	20	<b>归母净利润</b>	124	152	203	264	345
<b>负债合计</b>	168	373	328	387	326	EBITDA	168	201	244	321	412
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.81	1.00	1.33	1.74	2.26
股本	144	148	152	152	152						
资本公积	634	769	769	769	769	<b>主要财务比率</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	434	536	672	848	1074	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	1172	1326	1488	1711	2011	营业收入(%)	6.9	16.3	25.7	30.4	32.7
负债和股东权益	1341	1700	1816	2098	2338	营业利润(%)	15.8	24.4	30.9	30.2	30.0
						归属于母公司净利润(%)	15.1	22.5	34.0	30.1	30.4
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	84.4	83.4	85.8	85.9	86.0
						净利率(%)	22.7	23.9	25.4	25.4	24.9
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	10.6	11.4	13.7	15.5	17.2
<b>经营活动现金流</b>	208	256	135	339	275	ROIC(%)	9.9	9.4	11.2	13.1	15.0
净利润	124	152	203	264	345	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	49	55	53	71	84	资产负债率(%)	12.6	22.0	18.1	18.4	14.0
财务费用	-2	0	-5	-5	-4	净负债比率(%)	-15.3	-35.1	-31.5	-37.5	-34.1
投资损失	-12	-9	-10	-11	-10	流动比率	4.1	5.6	6.4	4.8	6.1
营运资金变动	3	23	-106	19	-140	速动比率	3.2	4.8	5.3	4.0	4.9
其他经营现金流	46	35	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-54	90	-96	-130	-189	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
资本支出	91	65	51	68	113	应收账款周转率	8.7	9.6	9.6	9.6	9.6
长期投资	34	152	-2	-2	-2	应付账款周转率	2.8	1.8	1.8	1.8	1.8
其他投资现金流	71	307	-47	-64	-77	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-56	118	-33	-70	-69	每股收益(最新摊薄)	0.81	1.00	1.33	1.74	2.26
短期借款	-30	-10	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	1.68	0.89	2.22	1.81
长期借款	0	188	-35	-34	-31	每股净资产(最新摊薄)	7.70	8.42	9.45	10.92	12.89
普通股增加	1	4	4	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	50	135	0	0	0	P/E	76.3	62.3	46.5	35.7	27.4
其他筹资现金流	-77	-200	-3	-36	-38	P/B	8.1	7.4	6.6	5.7	4.8
<b>现金净增加额</b>	98	464	6	139	17	EV/EBITDA	53.8	44.5	36.7	27.3	21.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 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，属于机密材料，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，开源证券不对其实内容负责。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16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