

2022年01月13日

证券研究报告·公司研究报告

寿仙谷(603896)医药生物

当前价: 53.98元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

现代科技延续百年品牌，省外渠道打开成长空间

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司受益于中药饮片和保健品市场快速发展, 2020 年中药饮片市场规模突破 2000 亿元, 此外保健品行业市场规模预计到 2025 年将突破 2435 亿元。2) 产品具有疗效好、育种壁垒和加工技术优势, 第三代去壁技术获得独家专利, 其有效成分比其他破壁灵芝孢子粉的 10 倍; 3) 省外渠道快速扩张, 开辟外省加盟商模式, 推广高端新剂型孢子粉片剂, 预计 2022 年目标新增 30 家城市代理商。
- 产品品牌力逐渐增强, 新产品剂型提价明显。**公司产品拥有三大核心优势: 1) 产品适应症广, 抗癌效果显著, 灵芝孢子粉从临床数据上看能显著强化多种肿瘤治疗效果, 同时具有提高免疫力、预防心脑血管疾病和老年痴呆等保健效果; 2) **育种壁垒:** 公司通过育种技术培育产量高、有效成分含量高的灵芝优良品种, 3) **加工技术:** 公司第三代去壁技术获得独家专利, 无重金属污染, 有效避免氧化, 第三代去壁灵芝孢子粉的灵芝多糖与灵芝三萜等有效成分比其他普通破壁灵芝孢子粉的 10 倍。
- 大力开拓线上渠道, 省外扩张打开市场成长空间。**2020 年公司省内收入突破 4 亿元, 收入占比为 64%, 互联网销售收入 1.5 亿元, 占比为 22.9%, 省外收入 7933 万元, 占比为 12.5%。随着公司产品力增强, 线上渠道 2016-2020 年收入复合增速 45%, 线上渠道开辟实现收入快速增长。2021 年底公司大力开拓省外渠道, 通过开辟新的加盟商(城市代理商)的模式, 主要的开拓地区是北京、上海、广州和江苏。省外市场重点推广高端新剂型孢子粉片剂, 片剂一年的服用费用为 3.4-6.8 万元, 粉剂和颗粒剂根据服用情况分别为 1.9-3.9 万元, 经销商给与更大折扣优惠。预计 2022 年目标新增 30 家城市代理商, 省外市场收入将快速提升。
- 中药饮片政策利好, 保健行业快速发展。**1) 中药饮片: 我国中药饮片市场规模从 2009 年的 562 亿元, 增长至 2020 年的 2000 亿元。中药饮片行业利好政策不断, 国家提出专门设立中药饮片药事服务费, 实行中药饮片 80% 医保报销, 且允许保留 25% 零售价格加成。野生中药材价格持续上涨, 公司受益于产业一体化, 能极大抵御成本波动风险; 2) 2019 年我国保健品市场规模突破 1710 亿元, 市场渗透率低, 中国高净值人群增加和人口老龄化进程加快, 有望进一步带动保健品市场实现快速发展。
- 盈利预测:** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.23 元、1.55 元、1.97 元, 考虑到公司省外扩张带来业绩增量, 2021-2023 年的复合增速为 25.5%。
- 风险提示:** 原材料价格及产量大幅波动、省外扩张不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	636.05	765.29	943.78	1165.79
增长率	16.33%	20.32%	23.32%	23.52%
归属母公司净利润(百万元)	151.71	188.16	236.49	300.20
增长率	22.45%	24.02%	25.69%	26.94%
每股收益 EPS(元)	0.99	1.23	1.55	1.97
净资产收益率 ROE	11.44%	13.57%	15.28%	17.12%
PE	58	47	37	29
PB	6.63	6.35	5.68	5.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

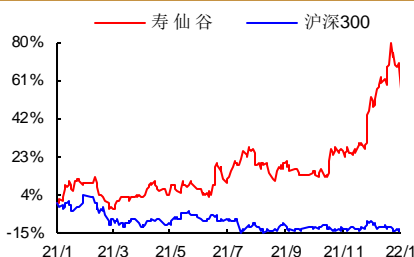
分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.52
流通 A 股(亿股)	1.52
52 周内股价区间(元)	33.89-62.03
总市值(亿元)	82.32
总资产(亿元)	18.24
每股净资产(元)	9.74

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况	1
1.1 百年历史品牌，现代科技延续生命	1
1.2 灵芝孢子粉贡献核心毛利，经营业绩持续向好	2
1.3 实际控制人具有深厚专业背景	3
2 产品与品牌筑底，产能与渠道助力	4
2.1 产品：三大核心优势凸显	4
2.2 渠道：省外渠道扩张，经销商给足动力	8
2.3 品牌：营销加码，品牌开启全国拓张	10
2.4 产能：扩建产能，打造核心优势	11
3 中药饮片政策利好，保健行业快速发展	13
3.1 中药饮片政策支持力度加大	13
3.2 保健品行业快速发展	15
3.3 消费群体基数大，市场规模递增	17
4 盈利预测	18
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 寿仙谷发展简史	1
图 2: 中药饮片类主要产品	1
图 3: 保健食品类主要产品	1
图 4: 2020 年公司营收构成	2
图 5: 2020 年公司毛利构成	2
图 6: 公司总收入增长情况 (万元)	2
图 7: 公司归母净利润增长情况 (万元)	2
图 8: 公司近年来毛利率和净利率	3
图 9: 公司近年四费率	3
图 10: 公司存货占总资产比重情况	3
图 11: 公司近年存货周转率	3
图 12: 公司控股股东及实际控制人	4
图 13: 灵芝孢子粉系列产品销售收入 (万元)	4
图 14: 铁皮石斛系列产品销售收入 (万元)	4
图 15: “产学研”合作	5
图 16: 科研平台	5
图 17: 灵芝不同原料功效成分对比	6
图 18: 铁皮石斛不同原料功效成分对比	6
图 19: 灵芝孢子显微镜示意图	7
图 20: 2018-2020 年公司渠道分析	8
图 21: 2018-2020 年省内外收入占比	8
图 22: 公司 2018-2020 年互联网销售收入	9
图 23: 寿仙谷获评中华老字号	10
图 24: 寿仙谷获评匠心品牌	10
图 25: 公司销售费用拆分情况 (单位: 万元)	11
图 26: 广告宣传费及占比 (单位: 万元)	11
图 27: 公司销售人员情况 (单位: 人)	11
图 28: 人均销售产出 (单位: 万元)	11
图 29: 核心产品销量 (kg)	12
图 30: 核心产品产销率	12
图 31: 核心产品产销率变化	12
图 32: 中药饮片市场规模 (亿元)	13
图 33: 野生中药材价格指数	15
图 34: 中国居民人均医疗保健消费	15
图 35: 中国保健品市场规模 (亿元)	16
图 36: 2019 年中国保健品市场的竞争格局	16
图 37: 中国各年龄段保健品渗透率	16
图 38: 保健品行业细分产品规模占比 (%)	17
图 39: 中青年保健品市场规模 (亿元)	18
图 40: 2021 年中国白领群体购买保健品应用场景	18

表 目 录

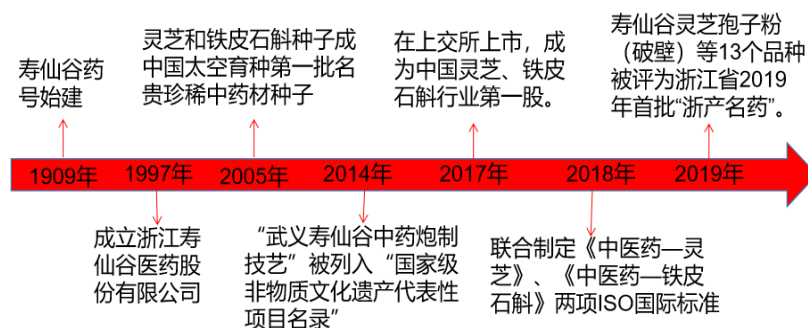
表 1: 灵芝孢子粉的临床研究	5
表 2: 灵芝孢子粉迭代情况	7
表 3: 不同破壁技术方法对比	7
表 4: 寿仙谷线上旗舰店情况	9
表 5: 省内和省外主推剂型差异	9
表 6: 不同剂型灵芝孢子粉的费用及销售收入	10
表 7: 募投产能和达产后主要财务指标测算	13
表 8: 近 10 年利好中药饮片重点政策整理	14
表 9: 分业务收入及毛利率	18
附表: 财务预测与估值	20

1 公司概况

1.1 百年历史品牌，现代科技延续生命

寿仙谷药号始建于清宣统元年（1909年），1997年成立浙江寿仙谷医药股份有限公司，公司致力于“打造有机国药第一品牌”，长期不懈坚持铁皮石斛、灵芝、西红花等珍稀名贵中药材的优良品种选育、生态有机栽培、中药炮制技艺和新产品的研发。2005年，寿仙谷的灵芝和铁皮石斛种子，搭乘第二十一颗返回式科学与技术试验卫星，成为中国太空育种的第一批名贵珍稀中药材种子。2014年11月，“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5月，寿仙谷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。

图 1：寿仙谷发展简史



数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

全产业链布局，产品类别丰富。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、加工和销售的国家高新技术企业，核心产品主要包括寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）、寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉、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、寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒、寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏等。公司的产品主要分为中药饮片类和保健食品类产品，具体按照原料细分，又分为灵芝孢子粉系列和铁皮石斛系列。2016年公司推出保健食品系列的灵芝孢子粉，保健食品系列产品是在中药饮片基础上的进一步深加工，有效成分含量更高，产品效果更佳，产品定位更加高端、价格更高的特点。

图 2：中药饮片类主要产品

产品系列	产品类别	主要功效	产品示例
灵芝孢子粉系列	灵芝孢子粉（破壁）	具有补气安神，健脾益肺之功能。用于虚劳体弱，失眠多梦，咳嗽气喘	
铁皮石斛系列	鲜铁皮石斛	具有益胃生津，滋阴清热功效。用于热病津伤，口干烦渴，胃阴不足，食少干呕，病后虚热不退，阴虚火旺，骨蒸劳热，目暗不明，筋骨痠软	
	铁皮枫斗		

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：保健食品类主要产品

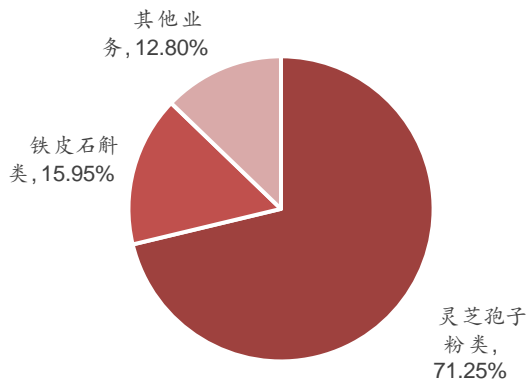
产品系列	产品类别	保健功能	产品示例
灵芝孢子粉系列	破壁灵芝孢子粉	对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力	
	破壁灵芝孢子粉颗粒		
铁皮石斛系列	破壁灵芝孢子粉片		
	铁皮枫斗灵芝浸膏	增强免疫力	
	铁皮枫斗颗粒	免疫调节、抗疲劳	

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 灵芝孢子粉贡献核心毛利，经营业绩持续向好

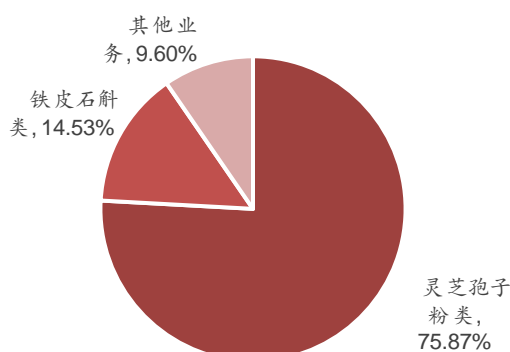
灵芝孢子粉类产品贡献核心毛利。公司的产品结构 70%左右是灵芝孢子粉类产品，15%左右是铁皮石斛类产品，其他业务包括一些中药材产品。2020 年公司的灵芝孢子类产品占总营收 71.25%，铁皮石斛类产品占总营收的 15.95%。从各个业务板块毛利率来看，2020 年灵芝孢子类产品毛利占比为 75.87%，铁皮石斛类产品占比为 14.53%，灵芝孢子粉类产品贡献核心毛利。

图 4：2020 年公司营收构成



数据来源：Wind，西南证券整理

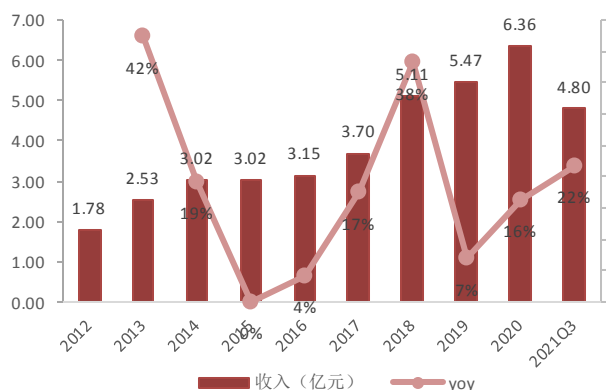
图 5：2020 年公司毛利构成



数据来源：Wind，西南证券整理

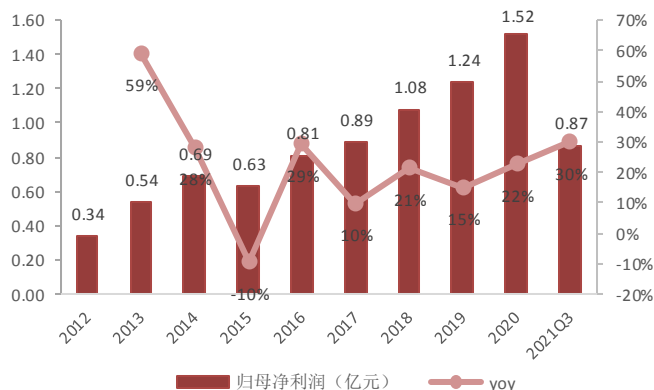
收入利润稳健增长。公司 2016-2020 年收入端复合增速为 19%，归母净利润 2016-2020 年复合增速为 16%，净利润的增长基本上跟营收的增长匹配。2020 年实现营业总收入 6.4 亿元，同比上升 16%，归母净利润 1.5 亿元。2020 年主要受益于公司制造业营收的增长，灵芝孢子粉系列产品收入达到 4.5 亿元，同比增长 20%，铁皮石斛类产品营收 1 亿元，同比增长 25%。

图 6：公司总收入增长情况（万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润增长情况（万元）

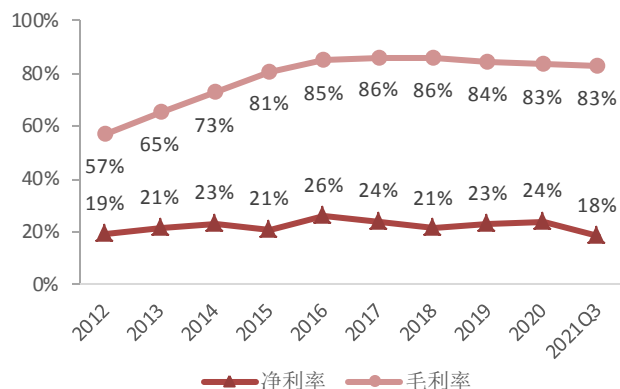


数据来源：Wind，西南证券整理

净利润和毛利率水平较高，持续稳健增长。公司收入结构稳定，核心产品灵芝孢子粉和铁皮石斛类产品销售稳定，使得毛利率常年维持在 80%以上，归母净利润率也持续保持在 20%以上，公司管理费用管控严格，管理费用率相对稳定，公司一直以研发为核心，自 2019

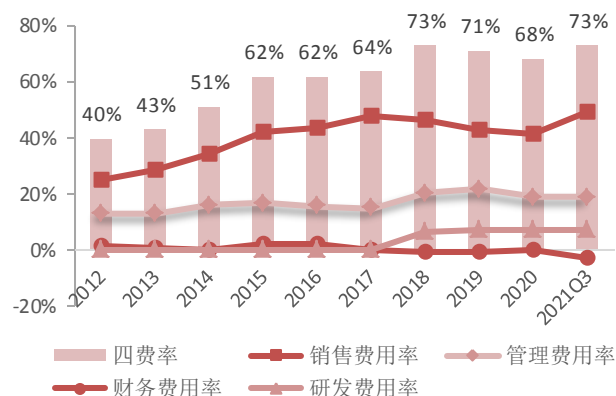
年起,研发费用的占比都高于7%。公司发展也以保持净利润率20%以上为核心目标,费用投放相对收入增长保持平稳增长。

图 8: 公司近年来毛利率和净利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

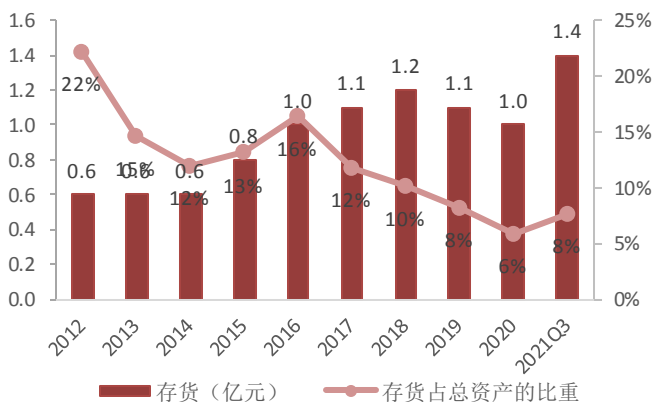
图 9: 公司近年四费率



数据来源: Wind, 西南证券整理

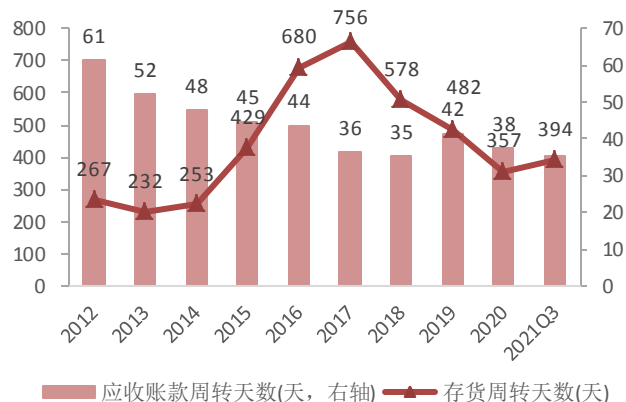
去库存效果显著,存货周转率快速提升。近年来,公司存货总数不断下降,存货占总资产的比重从2012年的22%下降到2020年的5.85%,存货下降的主要原因是原材料的大幅下降,而同时在产品、库存商品以及发出品在增加,尤其是库存商品从2016年的1498万元上涨到2020年的3016万元公司存货积压风险小,产品终端需求加速存货周转率提升。

图 10: 公司存货占总资产比重情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: 公司近年存货周转率

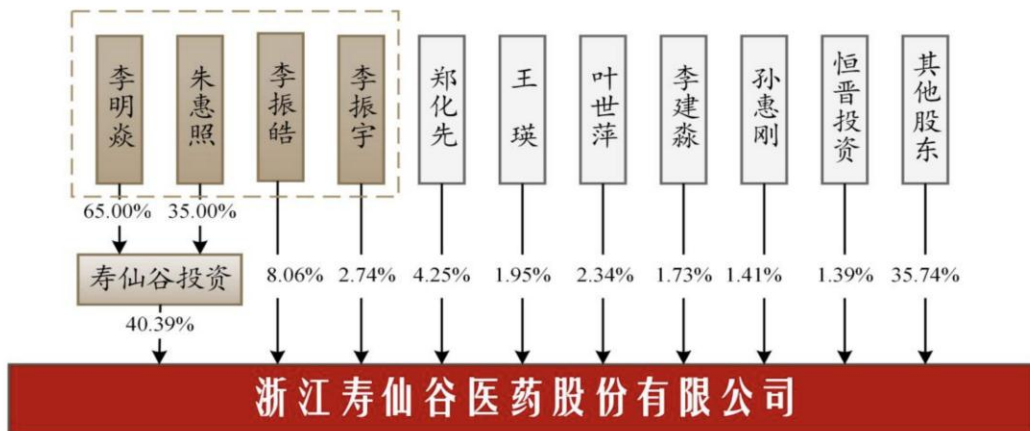


数据来源: Wind, 西南证券整理

1.3 实际控制人具有深厚专业背景

公司的控股股东为寿仙谷投资,实际控制人为李明焱家族。寿仙谷投资持有上市公司40.4%股权,李明焱家族(李明焱、朱惠照、李振皓、李振宇)合计控制公司51.2%的股份。李明焱先生是高级农艺师,是国务院特殊贡献津贴专家,现任寿仙谷董事长兼总经理。李明焱先生三十多年来潜心钻研珍稀食药菌和道地名贵中药材的品种选育、栽培及新产品的研究开发,主持实施了国家生物育种高新技术产业化项目完成的十多项科技成果填补了国内外空白,并曾获国家科技进步二等奖1项。

图 12：公司控股股东及实际控制人



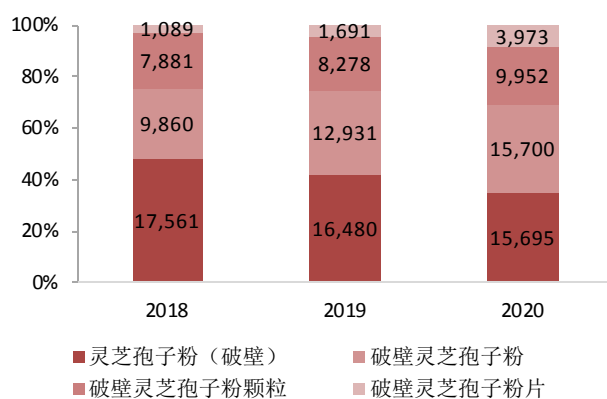
数据来源：公司公告，可转债债券募集说明书，西南证券整理

2 产品与品牌筑底，产能与渠道助力

2.1 产品：三大核心优势凸显

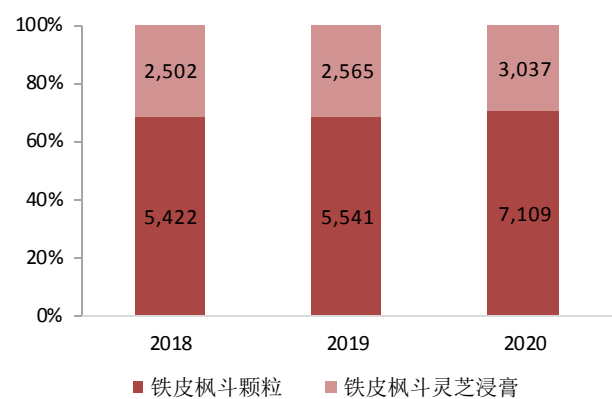
核心产品收入快速增长。公司营收围绕两大核心板块：灵芝孢子粉和铁皮石斛，近三年两大业务收入可观，收入占比 70% 以上的灵芝孢子粉 2020 年销售收入达到 4.5 亿元，近三年销售收入在 3.6 亿以上；铁皮石斛 2020 年销售收入破亿，实现销售收入快速增长。

图 13：灵芝孢子粉系列产品销售收入（万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：铁皮石斛系列产品销售收入（万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

2.1.1 灵芝孢子粉疗效好，适应症广

灵芝孢子粉具有广泛的适应症，并且具有临床疗效。寿仙谷灵芝孢子粉主要功效和临床研究主要在五方面：灵芝孢子粉第一个功效是补气安神，健脾益肺，促进睡眠，即做促进睡眠的临床研究。第二个功效是提高免疫力。第三个临床主要是辅助治疗肿瘤部分，主要针对肺癌、肝癌、乳腺癌等相关癌症。第四方面是做预防心脑血管疾病的临床研究。第五方面是预防老年痴呆症的临床研究。

表 1: 灵芝孢子粉的临床研究

灵芝孢子粉临床研究	适应症	结果
《灵芝孢子粉改善肺癌晚期生存质量的临床观察》	肺癌晚期	灵芝孢子粉改善肺癌晚期生存质量的效果较好, 值得临床广泛应用
《基于 CiteSpace 的灵芝孢子粉研究知识图谱分析》	肿瘤、免疫功能低下、癫痫	灵芝孢子粉在抗肿瘤、免疫调节、抗癫痫等方面的药理作用研究广泛, 具有良好的应用前景, 但物质基础和质量控制研究较为薄弱, 有待进一步深化
《破壁灵芝孢子粉对非小细胞肺癌患者化疗前后免疫功能影响的临床观察》	非小细胞肺癌	破壁灵芝孢子粉可改善非小细胞肺癌化疗患者的 T 细胞亚群指标, 提升患者的细胞免疫功能, 值得临床上进一步推广应用
《灵芝孢子粉在免疫调节中的作用及机制研究进展》	免疫功能低下	灵芝孢子粉具有显著的免疫调节活性, 能有效提高临床肿瘤患者和小鼠的免疫能力。
《不同制备工艺灵芝孢子粉抗血栓、改善心脏功能作用研究》	血栓、心衰	破壁灵芝孢子粉与去壁灵芝孢子粉均具有显著的抗血栓及抗心衰作用, 而 RGLSP 的药效作用更明显, 可能与其较高的有效成分含量有关
《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》	晚期结直肠癌	破壁灵芝孢子粉联合 XELOX 方案化疗治疗晚期结直肠癌可提高疾病控制率, 降低化疗不良反应, 改善患者生活质量

数据来源: CNKI, 西南证券整理

积极推进科研平台和“产学研”合作。肿瘤治疗方面，目前公司已经跟欧洲精准医疗平台联合开展灵芝孢子粉抗肿瘤分子机理研究，与美国加州大学洛杉矶分校、美国国家肿瘤中心合作开展灵芝孢子粉提高免疫抗肿瘤研究。心脑血管方面，公司与美国的梅奥医学中心从2018年开始合作，开展灵芝孢子粉对治疗脑血管功能障碍研究。国内建立创新实验室，2020年8月30日，张伯礼院士牵头，天津中医药大学组分中药国家重点实验室、浙江大学药物信息学研究所、寿仙谷合作共建张伯礼智慧健康创新实验室。

图 15: “产学研”合作



数据来源：公司宣传资料，西南证券整理

图 16: 科研平台



数据来源：公司官网，西南证券整理

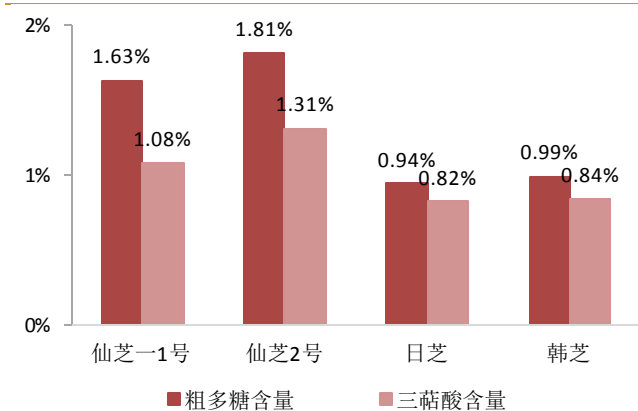
2.1.2 原料好：育种壁垒与有机栽培

独有的选育品种，形成种源壁垒。优良的品种可以提高产品质量和单位面积产量，增强抗逆性，目前人工栽培的灵芝均从分离野生灵芝子实体驯化而来。由于菌种分离和繁殖技术的差异，菌种混杂和菌种退化的情况导致市场上高品质的灵芝菌种较少。公司以“有效成分”

目标进行定向品种选育，通过选择高多糖含量和高三萜含量的品种作为母种，选育菌丝生长旺盛、产量高、有效成分含量高的灵芝优良品种作为发展方向。

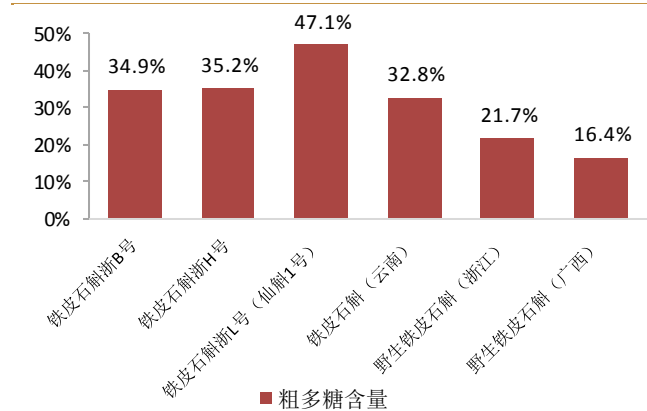
有效成分含量更高，产量更高。目前已经选育成功三个品种：仙芝一号、仙芝二号和仙芝三号，铁皮石斛也选育成功三个品种：仙斛一号、仙斛二号和仙斛三号。选育成功的灵芝主要成分灵芝三萜和灵芝多糖含量更高，效果更明显。仙芝1号是国内首个获得审定证书的灵芝优良品种。灵芝子实体多糖、三萜含量分别比日本红芝高 31.03%、39.04%，比韩芝高 21.20%、20.48%。仙芝2号是国内首个灵芝孢子粉产量、多糖、三萜含量“三高”的灵芝优良品种。灵芝多糖、三萜含量分别比日本红芝高 97.85%和 70.98%，比韩芝高 75.24%和 56.97%。同时选育成功的灵芝产量更高，带来更高毛利润。选用的仿野生有机栽培方式使产品灵芝、铁皮石斛等通过欧盟美国等地的有机认证，产品质量得到保障。

图 17：灵芝不同原料功效成分对比



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 18：铁皮石斛不同原料功效成分对比

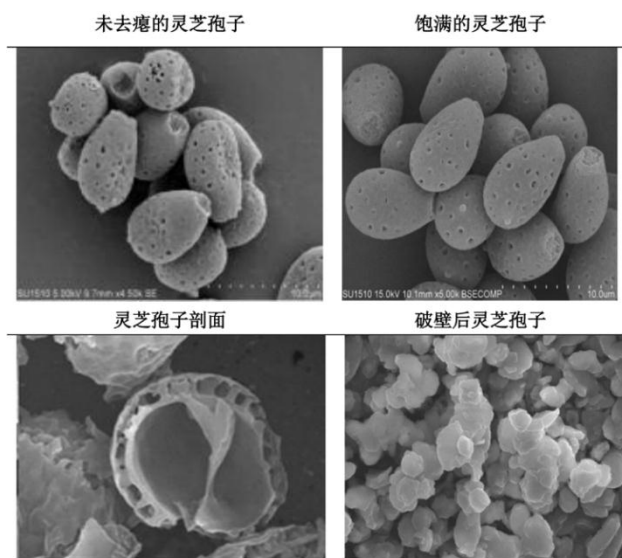


数据来源：公司官网，西南证券整理

2.1.3 加工技术：第三代去壁技术，有效成份含量高

破壁技术的好坏影响产品质量。灵芝孢子是灵芝在生长成熟期，从菌盖下方弹射出来的极其微小的卵形生殖细胞。灵芝孢子继承了灵芝的全部遗传物质，其药用价值高于灵芝子实体。灵芝孢子内含有丰富的营养物质，包括灵芝多糖、灵芝多肽、三萜类、氨基酸和蛋白质等，其中多糖和三萜被认为是主要药效成份。但灵芝孢子的两层孢壁主要是由几丁质构成，质地坚韧，耐酸碱，极难氧化分解，从而限制了人体对其营养物质及生物活性成份的吸收。国内有研究表明，破壁后灵芝孢子粉的多糖量较未破壁的灵芝孢子粉增加 69%，三萜类化合物增加 110%。因此，破壁方法及破壁率将直接影响产品质量的好坏。

图 19：灵芝孢子显微镜示意图



数据来源：公司债券募集说明书，西南证券整理

独家去壁技术获得独家专利，无重金属污染，有效避免氧化。第一代灵芝孢子粉没有对灵芝孢子进行破壁，成品很难被人体吸收，第二代破壁灵芝孢子粉采用破壁工艺，较第一代易于吸收，但是壁壳与活性成分混杂，活性成分含量较低，会加重肠道负担，第三代去壁灵芝孢子粉在第二代破壁的基础上采用去壁技术，活性成分含量更高更易于吸收。破壁后残留的壁壳与主要成分难以分离，去壁技术有较高的技术壁垒，属于尖端技术。寿仙谷在破壁技术上不同于传统振动磨破壁方法，而是使用超音速气流粉碎进行破壁，实现安全无污染破壁，解决重金属超标和易氧化的问题，同时去壁技术获得国家发明专利，第三代去壁灵芝孢子粉的灵芝多糖与灵芝三萜等有效成分比其他普通破壁灵芝孢子粉的 10 倍。灵芝孢子粉片剂解决去壁带来的口感较苦的问题满足了高端保健人群的需求。

表 2：灵芝孢子粉迭代情况

	第一代灵芝孢子粉	第二代破壁灵芝孢子粉	第三代去壁灵芝孢子粉
技术	无破壁技术	破壁技术	破壁+去壁等分离技术
特点	有效成分含量低，吸收率低	有效成分含量低，吸收率较高	有效成分含量高，吸收率高
口感	无一丝苦味	苦味不明显	苦味浓郁
品牌	无	寿仙谷灵芝孢子粉（低温气流破壁） 同仁堂、芝素堂、汤臣倍健、敖东破壁灵芝孢子粉（低温物理碾压破壁）	寿仙谷第三代灵芝孢子粉（去壁专利技术）

数据来源：公司官网，西南证券整理

表 3：不同破壁技术方法对比

破壁技术	震荡破壁	低温气流破壁	生物酶解	低温物理碾压破壁
方法	主要是利用金属的高速撞击使灵芝孢子粉去掉外壁	有一个物料桶里是高速运转的气体，把温度控制在-20度到0度之间，使孢子相互碰撞	利用生物体内活细胞产生的酶来对灵芝孢子进行催化作用，可以让灵芝孢子的壁壳自行分解	在低温的环境下进行物理碾压破壁

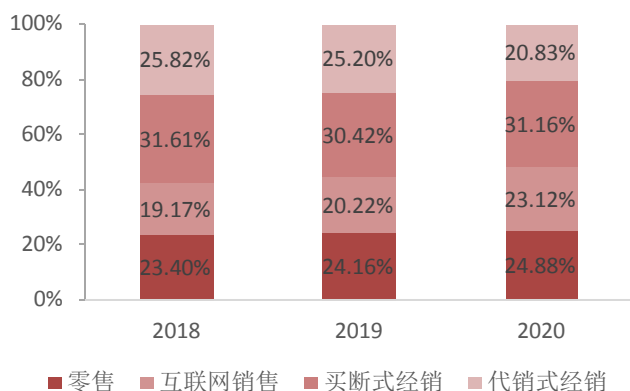
破壁技术	震荡破壁	低温气流破壁	生物酶解	低温物理碾压破壁
效果	破壁率很低，效果不好，而且重金属含量也会有超标的风险，还因为高速撞击极易产生高温，容易使灵芝孢子粉氧化变质	安全无污染破壁，解决重金属超标和易氧化的问题	造成灵芝孢子粉中灵芝多糖等有效成分的流失	低端破壁设备会造成重金属残留

数据来源：中国市场监督管理局，西南证券整理

2.2 渠道：省外渠道扩张，经销商给足动力

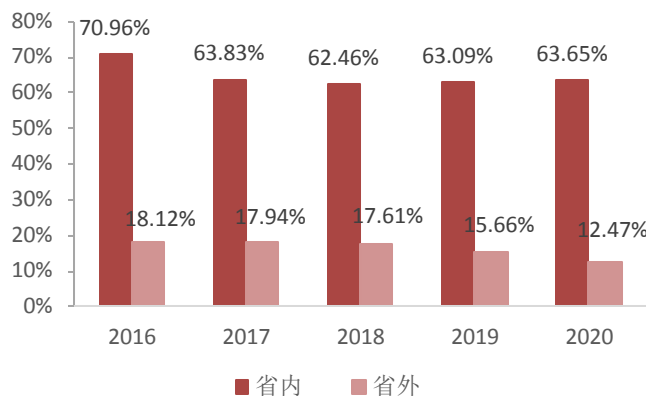
经销商模式为主，省内收入占比高。公司销售模式：48%左右是直接销售，52%左右是经销商的模式，即实行以经销为主、直销为辅的销售模式。公司的主要经销客户包括老字号药店、知名医药公司及大型商超集团，如胡庆余堂、方回春堂、同仁堂、雷允上等，此外公司还与东方商厦、杭州大厦、虹桥友谊等高端商超建立了长期稳定的合作关系；公司的直销模式分为零售和互联网销售，并以零售为主。但近年来直销模式特别是互联网销售模式上升较快，占比达到 20% 左右。线下专卖店则集中于浙江。而经销模式分为买断式销售和代销式销售。买断式经销占比达到 30% 以上，以浙江省划分省内外，省内收入占比 60% 以上，公司目前业务仍以省内为主，未来有向省外扩张的计划。

图 20：2018-2020 年公司渠道分析



数据来源：Wind，西南证券整理

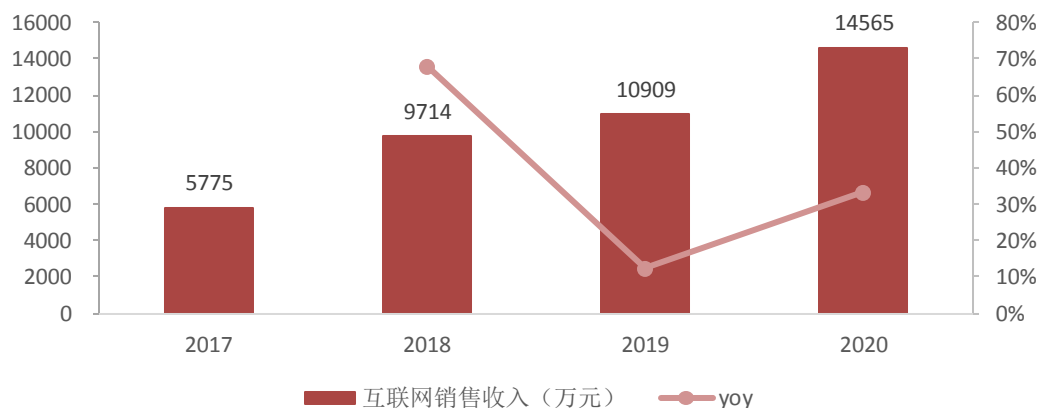
图 21：2018-2020 年省内外收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

快速拓展线上渠道。2018 年度、2019 年度和 2020 年度，公司互联网销售收入占主营业务收入的比重分别为 19.17%、20.22% 和 23.12%。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，公司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。2019 年公司主营业务收入 53961.26 万，同比增长 6.5%，主要原因系公司通过拓宽销售渠道、加强地面推广活动、激发员工的业务拓展积极性、增加天猫直通车网络推广等措施促进公司销售收入略微增长。2020 年加快拓展线上渠道，收入同比增长 16.33%。

图 12：公司 2018-2020 年互联网销售收入



数据来源：IQVIA 前瞻产业研究院，西南证券整理

表 4：寿仙谷线上旗舰店情况

序号	旗舰店名称	备注
1	寿仙谷旗舰店	金华寿仙谷药业有限公司直营管理
2	寿仙谷自营旗舰店	京东自营店
3	寿仙谷品牌旗舰店	京东旗舰店
4	寿仙谷营养保健专营店	京东特许店
5	寿仙谷考拉旗舰店	-

数据来源：买购网，西南证券整理

新模式开拓省外市场。省外拓展的新模式采取加盟商的模式，即城市代理商的模式，以卖孢子粉片（公司最高端的孢子粉）为主，进行全国的推广，招募全国的城市经销商，小城市招一名经销商独家代理，大城市招多家经销商的模式。给与省外城市代理商灵芝孢子粉片较低的供货折扣率，让有能力、有资源的人一起把市场做大。公司最主要的开拓地区是北京、上海、广州和江苏，云南昆明首家经销商已签约开业。截止 2021 年 12 月末，已经签约的经销商有 10 家，公司对于城市代理商，还有广告费和装修费的支持，但要求半年之内客户必须要开 1~2 家专卖店，给与一定的业绩考核。未来，公司将深度开拓包括长三角三省一市、珠三角地区、渤海湾地区等的营销网络，增强公司对全国重点市场的影响力，通过区域中心城市辐射周边地区，从而深入挖掘市场潜力，力争扩大外省市场的份额，实现公司多区域发展。省外也主推片剂类型，片剂品种价格更高，具有口感优势。从费用上来看，片剂一年的服用费用为 3.4-6.8 万元，粉剂和颗粒剂根据服用情况分别为 1.9-3.9 万元。从月均费用上来看，片剂的月均使用服用费用 2820 元，是中药饮片剂型的 2 倍价格。

表 5：省内和省外主推剂型差异

	省内主推剂型	省外主推剂型
剂型	粉剂/颗粒剂	片剂
产品价格（盒）	4860	3760
一盒使用时间	1.5-3 个月	20-40 天
人均年消费量（盒）	4-8	9-18
年均使用费用（万元）	1.9-3.9	3.4-6.8

数据来源：西南证券整理

表 6：不同剂型灵芝孢子粉的费用及销售收入

	产品类别	月均使用费用（元）	年均使用费用（元）	2020 销售收入（万元）
灵芝孢子粉（破壁）	中药饮片	1400	16800	15695
破壁灵芝孢子粉	保健食品	1620	19440	15700
破壁灵芝孢子粉颗粒	保健食品	1700	20400	9952
破壁灵芝孢子粉片	保健食品	2820	33840	3973

数据来源：西南证券整理

2.3 品牌：营销加码，品牌开启全国拓张

老字号品牌价值明显。公司主要产品具有较高品牌知名度，已形成灵芝、铁皮石斛产品“全产业链”发展模式，综合实力较强。且公司在行业内具有较高的知名度和品牌影响力，先后获得“全国食用菌行业十大龙头企业”、“中华老字号”、“中国驰名商标”、“国家及非物质文化遗产代表性项目”等荣誉，综合实力较强。2018 年，寿仙谷入选“医药健康类品牌价值评价前 50 名”，品牌价值为 6.26 亿元。2020 年，寿仙谷以 8.6 亿元的品牌价值，再次誉登中国品牌价值评价榜单。2021 寿仙谷又入选胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜。寿仙谷自创立以来，斩获众多品牌荣誉，颇具品牌价值。

图 23：寿仙谷获评中华老字号



数据来源：公司官网，西南证券整理

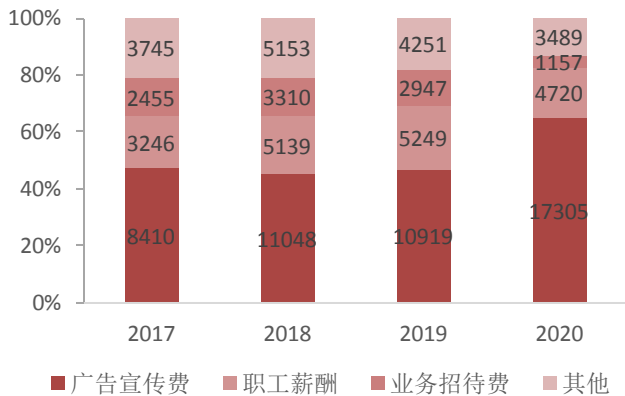
图 24：寿仙谷获评匠心品牌



数据来源：Wind，西南证券整理

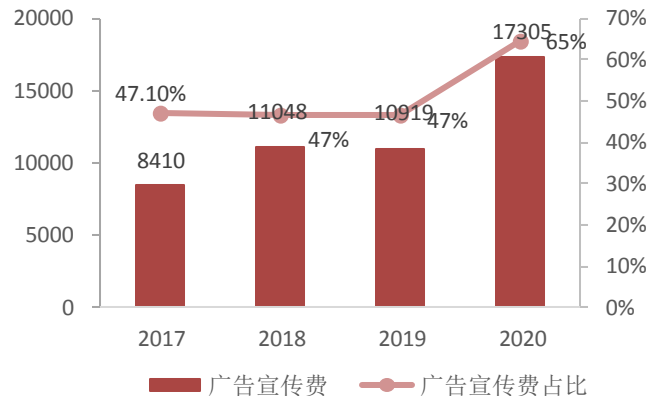
广告宣传费大幅投入，品牌实力增强。2018 年度、2019 年度和 2020 年度，销售费用率分别为 46%、43%和 42%，其中公司广告宣传费分别为 1.1 亿元、1.1 亿元和 1.7 亿元，主要系为了应对市场形势和产品结构的变化，提升企业和产品知名度，公司以登陆资本市场为契机，在保持平面、电视、广播、网络等渠道进行广告宣传的基础上，逐步加大了地面推广、客户体验等精准营销宣传力度所致。公司近期也签订了高铁站整列的冠名广告以及座位广告，同时也在考虑做央广的宣传，进行品牌性宣传。

图 25：公司销售费用拆分情况（单位：万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

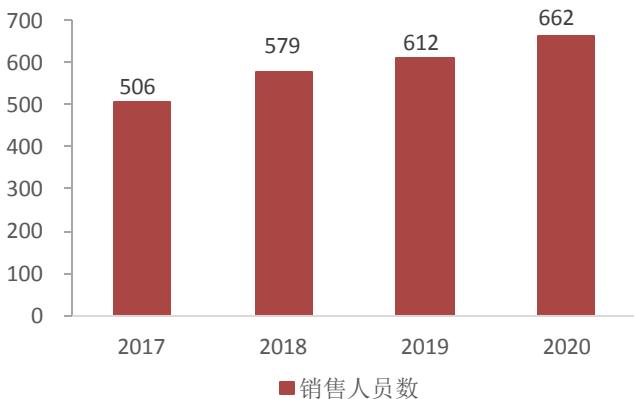
图 26：广告宣传费及占比（单位：万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

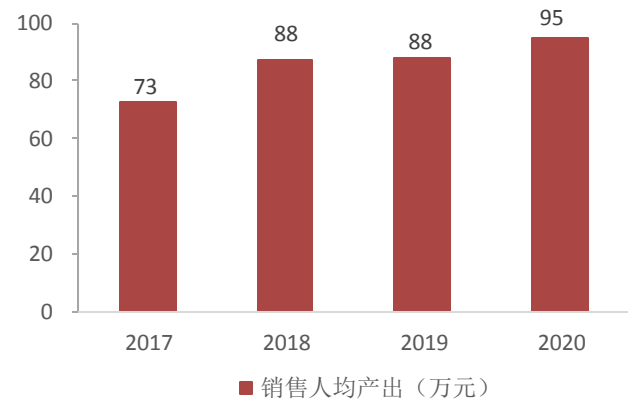
销售人员数量增长，人均销售产出提高。公司积极引进优秀市场营销团队，负责线下加盟店和区域总代理开发，预计 2022 年内发力。在 2017 到 2021H1 业绩实现快速增长，从销售人员数和销售人均贡工业收入来看，总体上呈上升趋势，2020 年销售人员数达到 662 人，人均贡献销售收入 95 万元，销售人员人均产出不断提高。

图 27：公司销售人员情况（单位：人）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 28：人均销售产出（单位：万元）



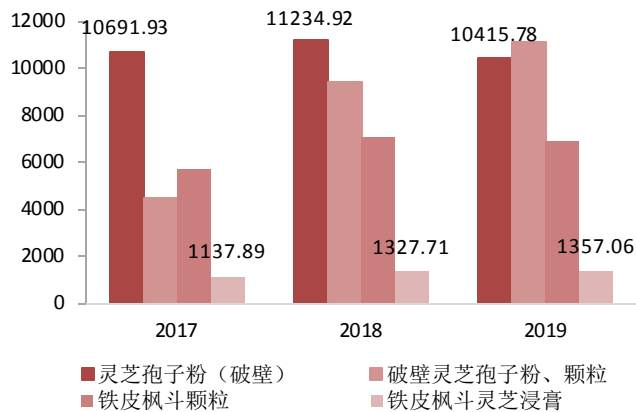
数据来源：Wind，西南证券整理

2.4 产能：扩建产能，打造核心优势

核心产品产销量飞升。从产品销量来，寿仙谷牌灵芝孢子粉(破壁)是中药饮片，系公司的成熟产品，产量和销量有所波动，但整体保持平稳。寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉、颗粒系保健食品，相对于作为中药饮片的灵芝孢子粉（破壁）而言，保健食品广告宣传受政府主管部门的管制较少，且破壁灵芝孢子粉颗粒服用更加方便，更受消费者青睐，该等产品面市后销售情况良好，产销量均大幅增长，产量从 2017 年的 5329.37kg 增长到 11376.71kg，销量也从 4496.03kg 飞速增加到 11138.5kg。公司寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒和铁皮枫斗灵芝浸膏的产量和销量大幅增长。

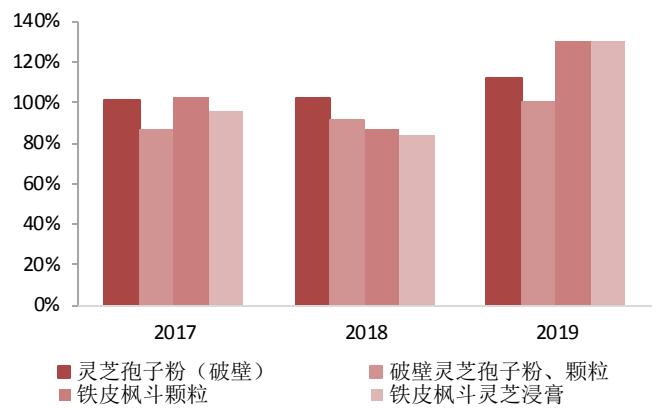
从销量和产销率来看，破壁灵芝孢子粉、颗粒的销量增长较快，从 2017 年的 4496kg 迅速增长到 2019 年的 11139kg，总体而言，核心产品销量稳定与高水平，灵芝孢子类产品销量更高，产销率而言，核心产品产销率都接近 100%，铁皮石斛类产品 2019 年更是达到了 130% 以上。

图 29：核心产品销量 (kg)



数据来源：Wind，西南证券整理

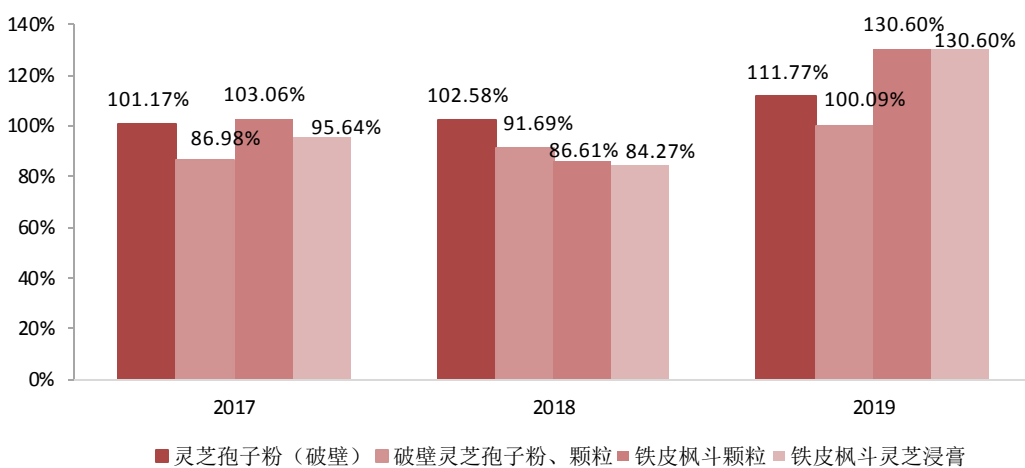
图 30：核心产品产销率



数据来源：Wind，西南证券整理

核心产品产能旺盛，产销率居高。公司四种核心产品一直是公司的营收利器，而其产能也非常旺盛，寿仙谷牌灵芝孢子粉(破壁)和破壁灵芝孢子粉、颗粒产能 2017-2019 保持在 12 吨，铁皮枫斗颗粒产能为 10 吨，铁皮枫斗灵芝浸膏产能为 2 吨，其产销率基本处于 80% 以上，甚至超过 100%。

图 31：核心产品产销率变化



数据来源：国家统计局，西南证券整理

发行可转债扩建基地，提高产能。寿仙谷精耕细作，增强原料保障能力，扩充基地新产能，发行可转债拟募集资金总额为 3.6 亿元，拟用于寿仙谷健康产业园保健食品建设项目。包括基本建设和生产线建设两个子项目，募投项目投产以后将新增保健食品产能 31 吨。预计建设完工并顺利达产后可实现营业收入 5.9 亿元，实现营业利润 4464 万元。

表 7：募投产能和达产后主要财务指标测算

新增产能		
剂型	产品	增加年产量 (kg)
保健食品粉剂	寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉	11000
保健食品颗粒剂	寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒	11000
保健食品片剂	寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉片	5000
保健食品浸膏剂	寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏	4000
合计		31000
募投达产后正常经营年份主要财务指标		
序号	收益指标	数值
1	营业收入 (万元)	59250
2	净利润 (万元)	4464
3	项目投资内部收益率 (税后)	13.26%
4	项目投资财务净现值 (万元, 税后)	6447
5	项目投资回收期 (年, 税后)	6

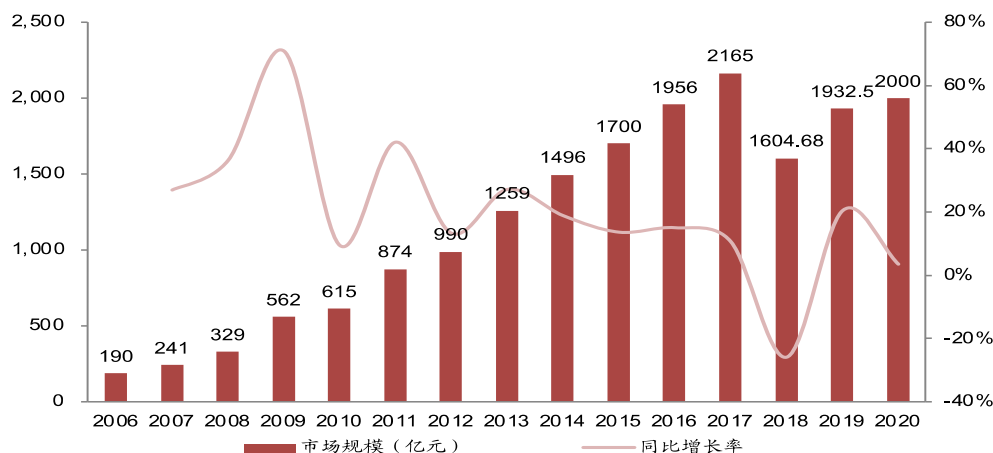
数据来源：《公司债券募集说明书》，西南证券整理

3 中药饮片政策利好，保健行业快速发展

3.1 中药饮片政策支持力度加大

中药饮片规模增长，集中度低。根据全国中药材资源普查，我国现有的中药材资源种类多达 12000 多种。中药饮片产业一直被纳入国家重点保护的范畴，是中药行业的重要组成部分，起到承上启下的关键性作用，也是我国的战略性产业。随着人们的健康意识的增强和对中药饮片认识的加深，中药饮片需求不断增长，发挥着越来越重要的作用。近年来，中药饮片行业一直保持强劲增长势头。2009 年中药饮片被列入国家基本药物目录，进一步推动了中药饮片行业发展，我国中药饮片市场规模从 2009 年的 562 亿元，增长至 2020 年的 2000 亿元。中药饮片产业呈现持续发展的良好态势，市场前景可期。

图 32：中药饮片市场规模 (亿元)



数据来源：艾媒数据中心，西南证券整理

中药饮片行业享政策红利。近年来,随着我国不断重视中药产业的保护和中药传统文化的发扬,中药饮片及其炮制技术作为中医药文化的精髓得到了国家政策的大力支持。我国多次出台政策支持与引导我国传统中医药行业的发展。中药饮片作为我国中医药行业的三大支柱之一,长期以来除了拥有“禁止外商投资传统中药饮片炮制”的政策护身符外,近年来更是得到了国家的支持,如中药饮片可不纳入药品集中采购目录、不在药品降价范围内,允许医院保留中药饮片 25%零售价格加成等。

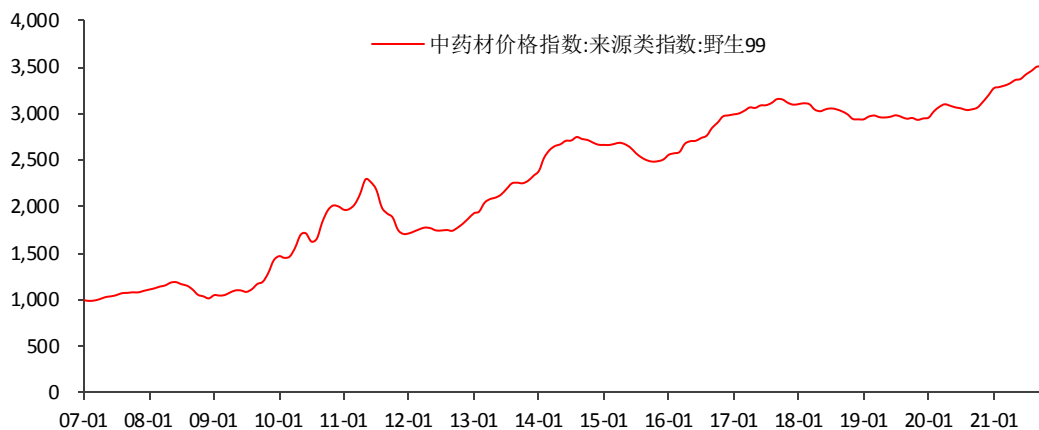
表 8: 近 10 年利好中药饮片重点政策整理

颁布时间	政策	政策内容
2009 年 8 月	《关于建立国家基本药物制度的实施意见》、《国家基本药物目录管理办法(暂行)》	中药饮片首次被纳入基本药物(仅限已颁布了国家药品标准的中药饮片)。
2009 年 12 月	《国家医保目录 2009 版》	中药饮片首次被列入医保目录。
2010 年 11 月	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	强调创新,鼓励医药企业做大做强,对拥有自主知识产权的产品,在价格核定的过程中给予单独制定价格的政策。
2012 年 6 月	关于 2012 年度国家拟扶持中药材生产项目的公示	49 家公司获常用大宗药材生产基地建设项目扶持,8 家公司获濒危稀缺药材生产基地建设项目扶持,3 家公司获中药材供应保障平台建设项目扶持。
2015 年 12 月	《中医药法(草案)》	中医医师和诊所准入、重要管理、人才培养等制度,突出中医特色,加强中医药传承创新,加强中药扶持保护和中医药发展投入。
2017 年 1 月	《关于取消互联网药品交易服务企业(第三方平台除外)审批(B、C 证)的通知》	指出利用互联网信息化的平台,突破传统中医药市场化的瓶颈,将会彻底破除传统中药材贸易信息不透明、高成本、低效率的弊病,改变了中药材流通的秩序。
2017 年 4 月	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	所有公立医院取消药品加成,但中药饮片除外。
2017 年明	《中医药法》	所有公立医院取消药品加成,但中药饮片除外。
2017 年 10 月	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	明确提出要支持中药传承和创新,经典名方类中药按照简化标准审评审批;第 11、25 条明确严格药品注射剂审评审批、开展药品注射剂再评价。
2017 年 12 月	《关于推进中医药健康服务与互联网融合发展的指导意见》	到 2020 年,中医药健康服务与互联网融合发展迈上新台阶,线上线下结合更加紧密,产业链逐步形成,实现人人基本享有中医药服务。
2019 年 4 月	《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》	到 2025 年,基地全国部署基本完成。中医药服务出口占我国服务出口比重持续增长;公立中医药服务出口基地活力得到激发,社会办中医药服务出口基地力量进一步扩大;中医药服务出口新业态新模式不断涌现。促进中医药服务出口的政策体系和监管规则初步形成,形成一批中医药服务世界知名品牌,基地示范带动效应彰显,发展经验逐步推广至全国。
2019 年 7 月	《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》	要通过医联体建设,切实提升中医药服务能力,提高基层中医药服务可及性和水平,促进中医药和西医药相互补充、协调发展,全方位全周期保障人民健康。
2019 年 9 月	《国家医保目录 2019 版》	中西药基本平衡,中药饮片采用准入法管理,共纳入 892 个。
2019 年 10 月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	健全中医药服务体系;发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用;大力推动中药质量提升和产业高质量发展;加强中医药人才队伍建设;促进中医药传承与开放创新发展;改革完善中医药管理体制。
2019 年 12 月	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	大力推动中药质量提升和产业高质量发展;加强中医药人才队伍建设;促进中医药传承与开放创新发展;改革完善中医药管理体制。
2021 年 10 月	《推广三明市分级诊疗和医疗联合体建设经验的通知》	专门设立中药饮片药事服务费,实行中药饮片 80%医保报销

数据来源:前瞻产业研究院,西南证券整理

野生中药材资源稀缺，原材料价格持续走高，公司将受益于产业一体化。公司主要上游原材料价格持续波动，历经 2016 年上涨之后，2018-2019 年大宗药材整体呈现下跌趋势，由于野生资源稀缺，且逐年枯竭，再加上劳动力价格上升，极端天气出现影响野生植物生长，随着终端需求的不断增加，使得野生中药材指数迎来快速增长。公司受益于产业一体化，通过人工育种实现原材料供给，抵御原材料价格波动的能力较强。

图 33：野生中药材价格指数

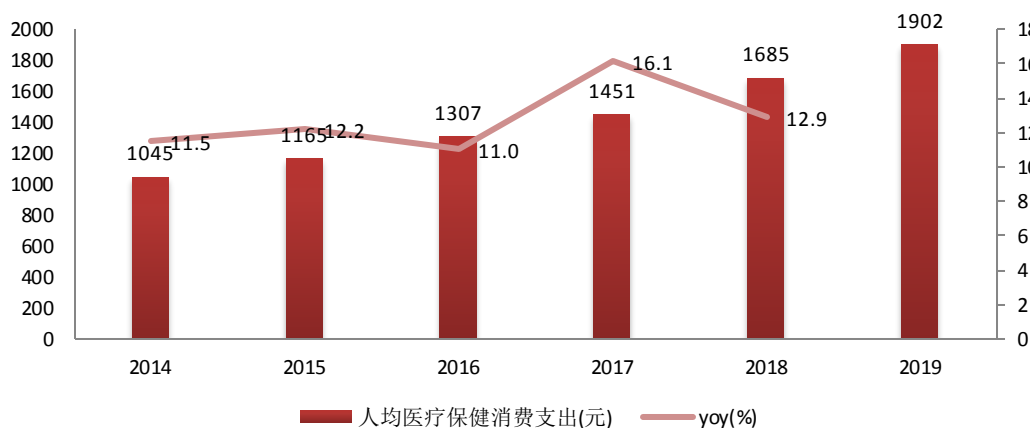


数据来源：公开资料整理，西南证券整理

3.2 保健品行业快速发展

人均医疗保健消费支出逐年增长。居民人均可支配收入的持续提升与生活压力导致的亚健康人群增加，共同导致了越来越多的人开始注重自身健康的问题，人均医疗保健支出也在增加，2014-2019 年医疗保健支出增速均在 10% 以上，到 2019 年人均医疗保健消费支出达到了 1902 元。

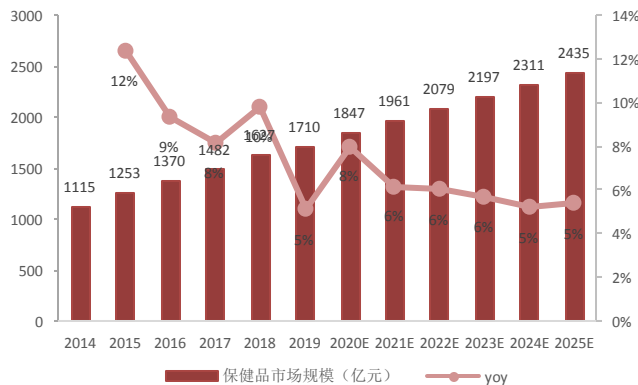
图 34：中国居民人均医疗保健消费



数据来源：国家统计局，西南证券整理

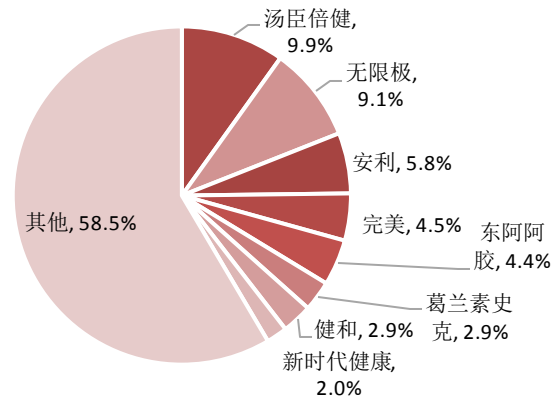
中国保健品规模大、增速快、格局分散。到 2019 年整体市场规模为 1710 亿元。从保健品市场规模增长率来看，2016-2019 年复合增速在 6% 以上，增长速度较快，预计到 2025 年我国保健品市场规模能够快速成长至 2435 亿元。从竞争格局上看，目前我国保健品市场中占有较多份额的有五家企业市占率仅为 33.7%，竞争格局较为分散，且未有高端保健品牌龙头。作为保健品，灵芝孢子类的主要用途为改善睡眠、提升免疫力等。从市场规模上来看，我国国民对保健品的需求成逐步上升态势，未来仍有巨大上升空间。

图 35：中国保健品市场规模（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

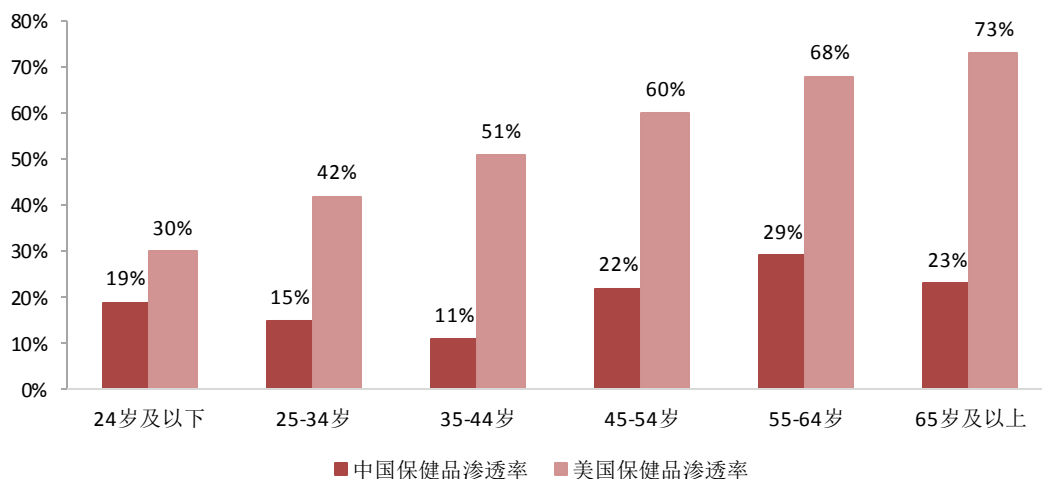
图 36：2019 年中国保健品市场的竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

我国的保健品渗透率普遍较低，发展潜力较大。根据 IQVIA 的数据显示，我国保健品渗透率较高的年龄段是在 45 岁及以上，均在 20% 以上，24 岁及以下年龄段的保健品渗透率为 19%，尤其是中老年群体渗透率差距较大，65 岁及以上人群市场渗透率差距达到 50%、整体来看，与美国相比，我国的保健品渗透率普遍较低，且差距较大。由此可见，我国保健品市场发展潜力较大。

图 37：中国各年龄段保健品渗透率

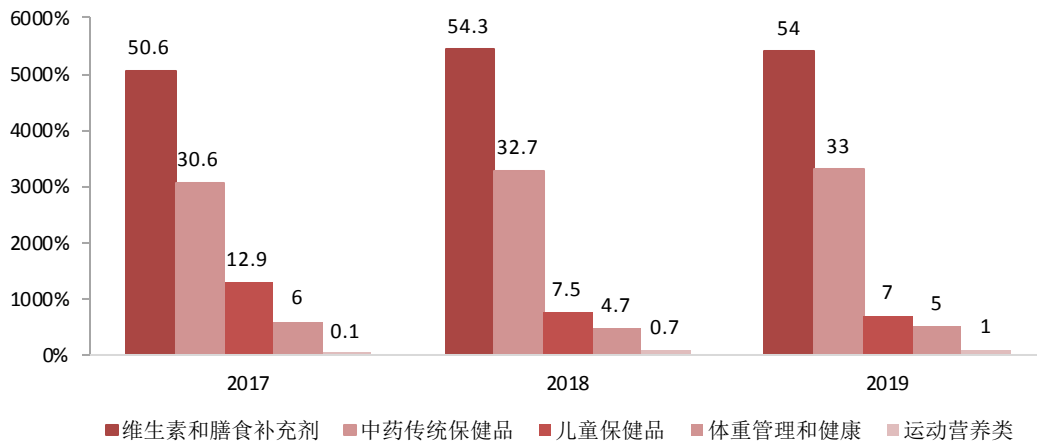


数据来源：IQVIA 前瞻产业研究院，西南证券整理

维生素和膳食补充剂、传统保健品主导市场。根据欧睿对保健品市场的分类，可以将我国目前的保健品市场分成五个类别：维生素和膳食补充剂类，体重管理类，运动营养类，传统保健品以及儿童保健品。2019 年中国保健品行业从规模占比看，维生素和膳食补充剂占

据绝对的主导地位，占整个行业规模的 54%。传统保健品行业规模占比逐年增加，由 2017 年 30.6% 增长到 2019 年的 33%，排名第二。体重管理和运动营养类共保持 6% 左右的占比。

图 38：保健品行业细分产品规模占比 (%)



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

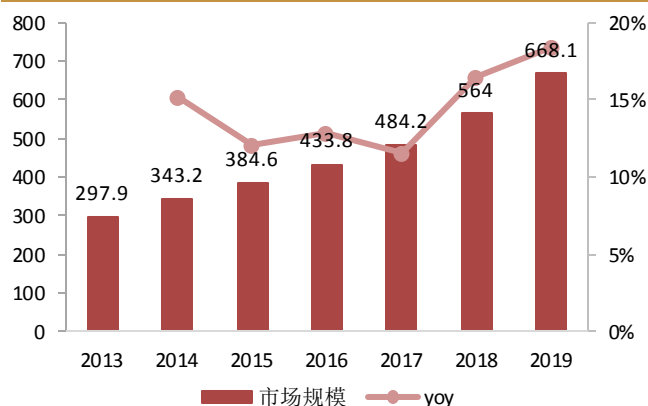
从需求端来看，中国富裕阶层快速增长，对于高端保健品需求旺盛。中国富裕阶层快速增长，据波士顿咨询联手建设银行发布报告来看，2018 年我国个人可投资金融资产 600 万元人民币以上的高净值人士数量达到 176 万人，预计到 2023 年将达到 241 万人。据《2020 中国高净值人群健康投资白皮书》显示，受健康困扰高净值人群比例超过八成。

3.3 消费群体基数大，市场规模递增

老龄化严重，老年保健市场规模扩大。中国自 2000 年开始进入老龄化社会，到 2019 年中国 65 周岁及以上人口 17603 万人，占总人口的 12.6%，从目前的趋势来看，未来中国老龄化速度会以较高斜率上升，“十四五”期间中国或进入中度老龄化社会，2030 年之后 65 岁及以上人口占总人口的比重或超过 20%，届时中国将进入重度老龄化社会，对养老保健等产品和服务的需求会提升。2020 年中国养老产业市场规模已达到 7.18 万亿元，预计到 2022 年将达到 10.25 亿元，并保持高速增长。保健品行业作为老年群体的刚性需求，作为整个养老产业的重要一环，市场规模已超过 1500 亿元。未来随着老龄人口生活水平的提高，老龄化深入发展，越来越多老年人开始重视养生保健等方面，保健品已成为日常需求。

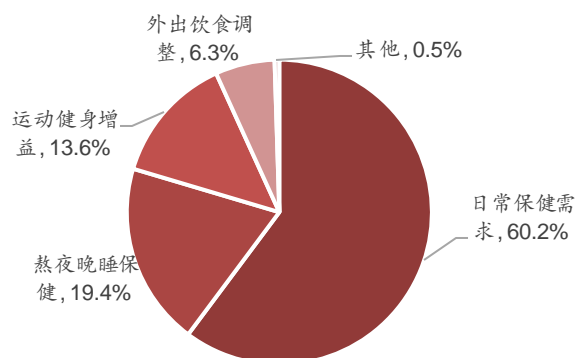
保健品“年轻化”趋势，抗疲劳类保健需求增长。由于疫情，中国消费者对健康和免疫的意识都有所提高，同时，随着保健品消费群体年轻化、消费场景多元化，一些抗疲劳等功能性保健品的需求也在逐渐增长。在社会节奏加快的影响下，当代打工人由于生活不规律、习惯性熬夜、工作压力大等问题，多会产生免疫力下降等身体和心理的亚健康问题。中青年群体意识到身体健康的问题，但是对于规律饮食睡眠、坚持锻炼等方式相比，食用保健品显得更加方便可行，因而保健品越来越成为中青年的一种“刚需”。尤其是高收入的白领群体，对熬夜晚睡和日常保健的需求大，成为公司核心产品匹配人群。

图 39：中青年保健品市场规模（亿元）



数据来源：艾媒数据中心，西南证券整理

图 40：2021 年中国白领群体购买保健品应用场景



数据来源：艾媒数据中心，西南证券整理

4 盈利预测

关键假设：

假设 1：灵芝孢子粉受益于省外市场的扩张，2021-2023 年销量分别增长 20%、25%和 25%，由于省外市场的出厂价相对更低，带来整体毛利率水平略有下滑，预计 2021-2023 年毛利率水平分别为 87%；

假设 2：铁皮石斛类产品同样受益于省外渠道的打开，2021-2023 年销量的分别增长 25%、25%和 25%；

假设 3：工业-其他主营业务主要包括一些中药饮片和上游原材料的品种，预计 2021-2023 年维持行业增速 10%的销量增长。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：万元		2020A	2021E	2022E	2023E
工业-灵芝孢子粉类	收入	45,320	54,495	68,118	85,148
	增速	20%	20%	25%	25%
	毛利率	89%	87%	87%	87%
工业-铁皮石斛类	收入	10,146	12,683	15,853	19,816
	增速	25%	25%	25%	25%
	毛利率	73%	72%	72%	72%
工业-其他主营业务	收入	7,518	8,270	9,097	10,006
	增速	-8%	10%	10%	10%
	毛利率	73%	72%	72%	72%
其他行业	收入	285	399	559	782
	增速	6%	0%	0%	0%
	毛利率	66%	66%	68%	80%

单位：万元		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	收入	63,605	76,529	94,378	116,579
	增速	16%	20%	23%	24%
	毛利率	83%	82%	82%	83%

数据来源：Wind, 西南证券

5 风险提示

原材料价格及产量大幅波动、省外扩张不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	636.05	765.29	943.78	1165.79	净利润	151.71	188.17	236.50	300.21
营业成本	105.67	137.31	166.72	202.21	折旧与摊销	54.70	39.87	46.61	48.63
营业税金及附加	5.42	7.65	7.55	6.99	财务费用	0.48	7.36	6.06	5.19
销售费用	264.02	329.08	412.43	508.29	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	72.36	95.66	117.97	145.72	经营营运资本变动	24.32	-31.41	-11.78	-14.88
财务费用	0.48	7.36	6.06	5.19	其他	25.15	-5.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	256.36	198.99	267.39	329.15
投资收益	8.78	5.00	10.00	10.00	资本支出	-76.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-4.91	0.00	0.00	0.00	其他	165.81	5.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	89.65	5.00	10.00	10.00
营业利润	158.90	193.24	243.05	307.39	短期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.20	-3.00	-3.70	-3.72	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	153.70	190.24	239.35	303.67	股权融资	139.39	0.00	0.00	0.00
所得税	1.99	2.07	2.85	3.46	支付股利	-49.37	-60.46	-74.98	-94.24
净利润	151.71	188.17	236.50	300.21	其他	37.59	-74.91	-6.06	-5.19
少数股东损益	0.00	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流净额	117.62	-135.37	-81.04	-99.43
归属母公司股东净利润	151.71	188.16	236.49	300.20	现金流量净额	463.62	68.62	196.35	239.72
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	669.25	737.87	934.22	1173.94	成长能力				
应收和预付款项	88.53	110.62	135.08	166.13	销售收入增长率	16.33%	20.32%	23.32%	23.52%
存货	99.38	129.13	156.79	190.17	营业利润增长率	24.36%	21.61%	25.78%	26.47%
其他流动资产	65.65	54.73	55.83	57.20	净利润增长率	22.45%	24.03%	25.69%	26.94%
长期股权投资	5.85	5.85	5.85	5.85	EBITDA 增长率	22.50%	12.32%	22.98%	22.14%
投资性房地产	212.61	212.61	212.61	212.61	获利能力				
固定资产和在建工程	354.71	319.57	277.69	233.79	毛利率	83.39%	82.06%	82.34%	82.65%
无形资产和开发支出	78.58	76.62	74.66	72.71	三费率	52.96%	56.46%	56.84%	56.55%
其他非流动资产	125.04	122.27	119.49	116.72	净利率	23.85%	24.59%	25.06%	25.75%
资产总计	1699.58	1769.25	1972.21	2229.11	ROE	11.44%	13.57%	15.28%	17.12%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.93%	10.64%	11.99%	13.47%
应付和预收款项	120.40	126.68	157.94	196.58	ROIC	30.36%	36.30%	45.32%	58.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.66%	31.42%	31.33%	30.98%
其他负债	252.87	256.11	266.29	278.58	营运能力				
负债合计	373.28	382.79	424.23	475.15	总资产周转率	0.42	0.44	0.50	0.55
股本	148.01	152.50	152.50	152.50	固定资产周转率	3.15	3.25	3.52	4.73
资本公积	768.82	764.33	764.33	764.33	应收账款周转率	9.57	9.73	9.74	9.79
留存收益	536.05	663.75	825.26	1031.22	存货周转率	1.01	1.20	1.17	1.17
归属母公司股东权益	1326.31	1386.45	1547.96	1753.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.31%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.01	0.02	0.03	资本结构				
股东权益合计	1326.31	1386.46	1547.98	1753.96	资产负债率	21.96%	21.64%	21.51%	21.32%
负债和股东权益合计	1699.58	1769.25	1972.21	2229.11	带息债务/总负债	50.40%	49.15%	44.35%	39.59%
					流动比率	5.60	5.93	5.94	5.96
					速动比率	5.00	5.18	5.22	5.24
					股利支付率	32.54%	32.13%	31.70%	31.39%
					每股指标				
					每股收益	0.99	1.23	1.55	1.97
					每股净资产	8.70	9.09	10.15	11.50
					每股经营现金	1.68	1.30	1.75	2.16
					每股股利	0.32	0.40	0.49	0.62
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	214.08	240.47	295.72	361.21					
PE	57.99	46.76	37.20	29.31					
PB	6.63	6.35	5.68	5.02					
PS	13.83	11.50	9.32	7.55					
EV/EBITDA	33.97	31.03	24.57	19.45					
股息率	0.56%	0.69%	0.85%	1.07%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn