

寿仙谷 (603896.SH)

2022 年 04 月 02 日

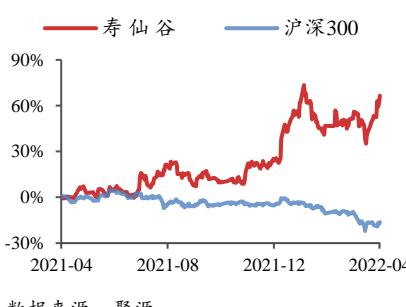
业绩符合预期，试水全国推广初见成效

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/1
当前股价(元)	59.53
一年最高最低(元)	63.33/35.09
总市值(亿元)	90.79
流通市值(亿元)	90.79
总股本(亿股)	1.53
流通股本(亿股)	1.53
近3个月换手率(%)	77.35

股价走势图



相关研究报告

《公司信息更新报告-收入、利润稳步增长，试水全国推广取得良好成效》 -
2022.1.28

《公司首次覆盖报告-名贵中药全产业链布局领先，省外拓展呼“芝”欲出》 -
2022.1.5

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

龙永茂（联系人）

longyongmao@kysec.cn

证书编号: S0790121070011

● 收入、利润稳步增长，盈利能力显著提升，维持“买入”评级

2022 年 3 月 31 日，公司发布 2021 年报：2021 年度公司实现营业收入 7.67 亿元，同比增长 20.61%；实现归母净利润 2.01 亿元，同比增长 32.37%；扣非后归母净利润 1.99 亿元，同比增长 45.19%；实现经营活动产生的现金流量净额 2.97 亿元，同比增长 15.74%。公司收入、利润增速符合我们之前的预期。公司产品具备临床价值，未来拓展省外市场成长空间大，我们维持 2022-2023 年不变并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 2.64、3.45、4.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.73、2.26、2.94 元/股，当前股价对应 PE 分别为 34.3、26.3、20.2 倍，维持“买入”评级。

● 互联网零售补充传统渠道，经销渠道改革初见成效

从销售地区来看，2021 年公司浙江省内地区实现营收 4.82 亿元 (+19.1%)，毛利率 84.55% (-0.7pct)；浙江省外地区实现营收 0.92 亿元 (+16.31%)，毛利率 84.92% (+1.23pct)；互联网业务实现营收 1.85 亿元 (+27.33%)，毛利率 85.05% (+0.76pct)，互联网销售已逐步成为传统销售渠道的重要补充。从销售模式来看，直销模式方面，2021 年公司实现营收 3.43 亿元 (+13.67%)。经销模式方面，2021 年公司实现营收 4.16 亿元 (+27.13%)，其中买断式经销实现营收 2.70 亿元 (+36.54%)，省外经销商销售属于买断式经销，省外经销商模式的顺利推进，带动收入实现快速增长。

● 产品具备种源、培育、加工核心闭环优势

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	636	767	1,000	1,320	1,683
YOY(%)	16.3	20.6	30.3	32.0	27.5
归母净利润(百万元)	152	201	264	345	448
YOY(%)	22.5	32.4	31.6	30.5	30.0
毛利率(%)	83.4	83.5	85.8	85.9	86.0
净利率(%)	23.9	26.2	26.4	26.1	26.6
ROE(%)	11.4	12.4	14.5	16.4	18.0
EPS(摊薄/元)	0.99	1.32	1.73	2.26	2.94
P/E(倍)	59.8	45.2	34.3	26.3	20.2
P/B(倍)	7.1	5.7	5.0	4.4	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 收入、利润稳步增长，盈利能力显著提升.....	3
2、 互联网零售补充传统渠道，经销渠道改革初见成效.....	3
3、 产品具备种源、培育、加工核心闭环优势.....	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

图表目录

表 1： 寿仙谷盈利预测	4
--------------------	---

1、收入、利润稳步增长，盈利能力显著提升

2022年3月31日，公司发布2021年报：2021年度公司实现营业收入7.67亿元，同比增长20.61%；实现归母净利润2.01亿元，同比增长32.37%；扣非后归母净利润1.99亿元，同比增长45.19%；实现经营活动产生的现金流量净额2.97亿元，同比增长15.74%。公司收入、利润增速符合我们之前的预期。

分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为1.74亿元(+31.12%)、1.43亿元(+38.62%)、1.62亿元(+2.80%)、2.87亿元(+18.76%)；归母净利润分别为0.41亿元(+25.67%)、0.14亿(+44.26%)、0.32亿元(+30.04%)、1.14亿元(+34.31%)；扣非净利润分别为0.36亿元(+13.94%)、0.09亿元(+297.32%)、0.31亿元(+25.34%)、1.24亿元(+44.52%)。公司坚持“名医、名药、名店”发展模式，积极培育新市场，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，运行寿仙云等寿仙谷小程序力求开创云端销售新天地，统筹上海、江苏一体化，加强循证医学临床研究与学术推广，致力开发销售新渠道，取得了良好的成效。

从产品品类来看，2021年灵芝孢子粉类产品实现营收5.36亿元(+18.24%)，铁皮石斛类产品实现营收1.23亿元(+20.97%)，主导产品均实现销售稳健增长。

从盈利能力来看，公司2021年毛利率83.53%(+0.14pct)，净利率26.11%(+2.26pct)。盈利能力的提升主要得益于公司主导产品毛利率有所提升，其中灵芝孢子粉类产品毛利率为88.17%(-0.62pct)，泌尿系统类产品毛利率为77.54%(+1.57pct)。

从费用率来看，2019-2021年公司期间费用占营业收入的比率分别为64.03%、60.58%和56.61%，保持逐年递减，公司对费用把控能力逐步增强。2021年度公司销售费用率提升0.17pct至41.68%；管理费用率下降2.28pct至16.72%；财务费用率下降1.87pct至-1.79%。

从现金流来看，2021年经营活动产生的现金流量净额为2.97亿元(+15.74%)，主要是公司销售收入增加所致；投资活动产生的现金流量净额-2.33亿元，主要是可转债项目投入建设所致；筹资活动产生的现金流量净额-0.54亿元，主要是公司筹集资金减少所致。

2、互联网零售补充传统渠道，经销渠道改革初见成效

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，公司自2021年起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。未来公司有望通过加大社群推广力度，加大孢子粉片剂全国城市经销商招商力度，努力拓展省外市场，实现公司多区域发展。

从销售地区来看，2021年公司浙江省内地区实现营收4.82亿元(+19.1%)，毛利率84.55%(-0.7pct)；浙江省外地区实现营收0.92亿元(+16.31%)，毛利率84.92%(+1.23pct)；互联网业务实现营收1.85亿元(+27.33%)，毛利率85.05%(+0.76pct)，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，逐步加大了“寿仙谷”品牌营销宣传力度，已逐步成为传统销售渠道的重要补充。

从销售模式来看，直销模式方面，2021 年公司实现营收 3.43 亿元 (+13.67%)，其中零售实现营收 1.58 亿元 (+0.97%)；互联网零售实现营收 1.85 亿元 (+27.33%)。经销模式方面，2021 年公司实现营收 4.16 亿元 (+27.13%)，其中买断式经销实现营收 2.70 亿元 (+36.54%)，省外经销商销售属于买断式经销，省外经销商模式的顺利推进，带动收入实现快速增长；代销式经销实现营收 1.48 亿元 (+13.05%)。

3、产品具备种源、培育、加工核心闭环优势

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

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。我们维持 2022-2023 年不变并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 2.64、3.45、4.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.73、2.26、2.94 元/股，当前股价对应 PE 分别为 34.3、26.3、20.2 倍，维持“买入”评级。

表1：寿仙谷盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	636	767	1,000	1,320	1,683
YOY(%)	16.3	20.6	30.3	32.0	27.5
归母净利润(百万元)	152	201	264	345	448
YOY(%)	22.5	32.4	31.6	30.5	30.0
毛利率(%)	83.4	83.5	85.8	85.9	86.0
净利率(%)	23.9	26.2	26.4	26.1	26.6
ROE(%)	11.4	12.4	14.5	16.4	18.0
EPS(摊薄/元)	0.99	1.32	1.73	2.26	2.94
P/E(倍)	59.8	45.2	34.3	26.3	20.2
P/B(倍)	7.1	5.7	5.0	4.4	3.7

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	923	1045	1165	1457	1705	营业收入	636	767	1000	1320	1683
现金	669	678	726	942	1100	营业成本	106	126	142	186	236
应收票据及应收账款	70	85	117	149	190	营业税金及附加	5	8	9	12	16
其他应收款	3	3	4	5	7	营业费用	264	320	420	545	692
预付账款	16	11	24	22	36	管理费用	72	77	102	145	178
存货	99	99	124	169	201	研发费用	48	51	72	95	120
其他流动资产	66	170	170	170	170	财务费用	0	-14	-7	-6	-7
非流动资产	777	917	976	1068	1178	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	6	5	3	2	0	其他收益	16	15	0	0	0
固定资产	218	380	451	543	634	公允价值变动收益	-5	-12	0	0	0
无形资产	79	83	80	77	75	投资净收益	9	7	10	9	9
其他非流动资产	475	450	441	446	469	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1700	1962	2140	2525	2883	营业利润	159	207	271	352	457
流动负债	165	199	188	302	290	营业外收入	0	0	1	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	5	6	5	5	5
应付票据及应付账款	90	141	119	222	209	利润总额	154	201	267	348	452
其他流动负债	75	58	69	80	81	所得税	2	1	3	3	4
非流动负债	209	143	130	120	111	净利润	152	200	264	345	448
长期借款	188	88	74	64	55	少数股东损益	0	-1	-0	-0	-0
其他非流动负债	20	56	56	56	56	归母净利润	152	201	264	345	448
负债合计	373	342	318	422	401	EBITDA	201	248	327	424	534
少数股东权益	0	0	0	-0	-1	EPS(元)	0.99	1.32	1.73	2.26	2.94
股本	148	152	198	198	198	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	769	900	854	854	854	成长能力					
留存收益	536	691	868	1097	1402	营业收入(%)	16.3	20.6	30.3	32.0	27.5
归属母公司股东权益	1326	1620	1822	2103	2483	营业利润(%)	24.4	30.4	30.8	30.0	29.7
负债和股东权益	1700	1962	2140	2525	2883	归属于母公司净利润(%)	22.5	32.4	31.6	30.5	30.0
						获利能力					
						毛利率(%)	83.4	83.5	85.8	85.9	86.0
						净利率(%)	23.9	26.2	26.4	26.1	26.6
						ROE(%)	11.4	12.4	14.5	16.4	18.0
						ROIC(%)	9.4	10.5	12.5	14.4	16.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	22.0	17.4	14.8	16.7	13.9
						净负债比率(%)	-35.1	-32.9	-31.9	-38.3	-39.1
						流动比率	5.6	5.2	6.2	4.8	5.9
						速动比率	4.8	4.5	5.2	4.1	4.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	9.6	9.9	9.9	9.9	9.9
						应付账款周转率	1.8	1.1	1.1	1.1	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.99	1.32	1.73	2.26	2.94
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.68	1.95	1.50	3.05	2.87
						每股净资产(最新摊薄)	8.41	10.50	11.82	13.67	16.16
						估值比率					
						P/E	59.8	45.2	34.3	26.3	20.2
						P/B	7.1	5.7	5.0	4.4	3.7
						EV/EBITDA	56.2	45.0	34.0	25.6	20.0

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	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	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形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