

## 公司研究

## 引领芝斛特色保健，开启全国化扩张

## ——寿仙谷（603896.SH）投资价值分析报告

## 要点

**灵芝孢子粉龙头企业，省内品牌力突出。**寿仙谷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，拥有“全产业链”发展优势。公司文化底蕴深厚，传承百年中华老字号和国家级非物质文化遗产代表性项目。其核心产品去壁灵芝孢子粉差异化明显，安全性和有效成分含量高。公司拥有独家优质种源和全球唯一去壁技术，建立了低成本和高品质的竞争壁垒，并领衔制定了灵芝和铁皮石斛的国际标准。2021年公司灵芝孢子粉类产品实现营收5.4亿元，占总营收70%，规模位居行业前列。公司在浙江省深耕多年，积累了深厚的品牌力和忠实客户群，2021年省内收入占比超过60%。

**千亿中药保健品市场，功效为王。**国内保健品市场自2015年以来经历了严厉的整治和清理，从野蛮生长走向高质量发展。新修订的《广告法》、《食品安全法》等法律法规和整治行动规范了保健品的宣传和质量管理要求。2016年7月注册与备案“双轨制”的实施优化了市场准入，鼓励研发创新。Euromonitor数据显示，我国传统中药保健品市场规模从2012年的519亿元成长为2021年的1122亿元，年化复合增长率为8.9%。受益于老龄化和医疗保健消费升级的趋势，我们预计行业将持续快速增长。目前中药保健品行业竞争激励，渠道较为分散。艾媒咨询2019年的调查数据显示，中国消费者养生保健推崇食补，高度关注功能、产品资质和品牌。中药保健与现代消费需求高度契合。

**引领灵芝临床价值开发，开启全国化品牌和渠道扩张。**灵芝孢子粉的有效成分包括灵芝多糖和灵芝三萜，具有提高免疫力、辅助抗肿瘤、改善睡眠等多种功效，其中以辅助抗癌为特色，能提高疾病控制率、降低化疗不良反应，改善患者生存质量。公司专注灵芝孢子粉的研发和学术推广，上市后研发费用率高于6.5%，持续系统地投入在物质基础、作用机制、药理药效和临床安全性等研究和评价上，引领国际行业发展。2021H2公司开启全国化扩张，推广片剂和经销模式，进一步打开品牌和渠道空间，有望腾飞为全国龙头。在铁皮石斛领域，公司自主选育优势品种，在道地产区仿野生有机种植，有效成分含量较高，无糖和特色配方品质优良。我们预计其铁皮石斛类产品将随着行业渗透和全国扩张保持稳定增长。

**盈利预测、估值与评级：**公司是灵芝孢子粉行业龙头，文化底蕴深厚，具备独家种源和全球唯一去壁技术，建立了低成本和高品质的竞争壁垒。公司持续引领灵芝孢子粉临床价值开发，全国化扩张推高品牌和渠道天花板。我们预计公司22-24年营业收入为9.27/11.42/14.22亿元，归母净利润为2.52/3.27/4.28亿元，当前股价对应PE为27/21/16倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**自然灾害风险；种源和技术流失风险；省外扩张不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	636	767	927	1,142	1,422
营业收入增长率	16.33%	20.61%	20.90%	23.09%	24.54%
净利润（百万元）	152	201	252	327	428
净利润增长率	22.45%	32.37%	25.64%	29.60%	30.91%
EPS（元）	1.03	1.32	1.28	1.66	2.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.44%	12.40%	13.94%	15.86%	17.90%
P/E	33	26	27	21	16
P/B	3.8	3.2	3.7	3.3	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-17

注：公司2020/2021年末总股本分别为1.48/1.52亿股；截至2022年6月末，因转债转股，股本变更至1.97亿股。

## 买入（首次）

当前价/目标价：34.05/44.80元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003  
021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001  
021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.97
总市值(亿元)	67.15
一年最低/最高(元)	28.90/48.59
近3月换手率	70.58%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.79	-36.52	-2.68
绝对	-15.55	-10.40	10.12

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

- 1) 灵芝孢子粉类：**作为公司核心品类，获得研发和营销资源倾斜，公司大力推广第三代去壁灵芝孢子粉系列，包括粉剂和颗粒剂等。2021H2 公司以片剂和经销模式为主启动全国化扩张。在主品战略和全国扩张背景下，我们预计 22-24 年公司的灵芝孢子粉类产品收入同比增长 22.56%/24.90%/26.40%。
- 2) 铁皮石斛类：**主要产品包括铁皮枫斗颗粒和铁皮枫斗灵芝浸膏。公司的铁皮石斛种植于道地产区，区位和品质优势明显，叠加无糖、独特配方，市场接受度较高。随着中药保健行业渗透以及公司全国化扩展，我们预计 22-24 年铁皮石斛类产品收入将同比增长 15.32%/18.32%/20.32%。
- 3) 其他主营业务：**包括西红花、红豆杉、红芪等，假设 22-24 年收入保持年化 20%的稳定增长。
- 4) 销售和管理费用率：**随着公司开启全国化拓展，全面提升品牌知名度，建设跨市场营销渠道，产品收入加速放量，我们预计规模效应下销售费用率和管理费用率将持续下降。我们预计 22-24 年销售费用率分别 40.88%/40.48%/40.18%，管理费用率为 9.29%/8.79%/8.59%。

### 我们的创新之处

- 1) 从消费者洞察角度挖掘中药保健品的底层驱动力。**市场有观点认为，中药保健品行业门槛较低，竞争格局持续恶化，且面临膳食补充剂等产品的冲击，行业前景堪忧。而 2019 和 2021 年的相关调查数据显示，中国消费者养生保健首选食补方式，且高度关注保健品的功能、产品资质和品牌，中老年群体更注重提高免疫力和防治未病。中药保健品凭借“药食同源”和“治未病”的养生理念，与现代消费趋势高度契合，有望在新时代下得到传承创新发展，前景广阔。
- 2) 剖析灵芝孢子粉在抗癌保健品中的独特优势和高性价比。**本文不仅对比了各品牌破壁灵芝孢子粉的有效成分性价比，还对比研究了各类抗癌保健品的功效特色和日服用金额。市面上针对癌症病人的保健品可分为一般营养补充和辅助癌症治疗两大类，后者种类较少且价格普遍高昂，寿仙谷第三代去壁灵芝孢子粉的疗效明确，性价比突出。我们认为其在癌症患者消费市场具有较大发展空间。

### 股价上涨的催化因素

- 1) 短期股价催化剂：**核心品种销售超预期；品牌和渠道全国化拓展顺利；成本费用有效管控。
- 2) 长期股价催化剂：**中药材和保健品质量管控趋严，加速落后产能出清；股权激励计划超预期；灵芝孢子粉的临床药效研究取得重大突破；老龄化和消费升级推动中药保健行业渗透率提升。

### 估值与目标价

公司是灵芝孢子粉行业龙头，文化底蕴深厚，具备独家种源和全球唯一去壁技术，建立了低成本和高品质的竞争壁垒。公司持续引领灵芝孢子粉临床价值开发，产品力优秀，有望实现全国化扩张，打开品牌和渠道成长空间。我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 9.27/11.42/14.22 亿元，归母净利润为 2.52/3.27/4.28 亿元，当前股价对应 PE 为 27/21/16 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

# 目 录

<b>1、 聚焦名贵中药全产业链，打造有机国药第一品牌</b> .....	<b>6</b>
<b>2、 千亿中药保健品市场，功效为王</b> .....	<b>8</b>
2.1、 政策推动保健品行业从野蛮生长到规范发展 .....	8
2.2、 老龄化和医疗保健需求推动保健品行业增长 .....	9
2.3、 中药保健品行业竞争激励，渠道较为分散 .....	10
2.4、 消费者洞察：推崇食补、功能为上，中老年消费群体注重提高免疫力、防治未病 .....	11
<b>3、 灵芝孢子粉领导品牌，深挖临床价值</b> .....	<b>12</b>
3.1、 灵芝孢子粉：多效保健，辅助抗癌独具特色 .....	13
3.2、 竞争优势：品种和技术领先，引领行业标准和研发 .....	15
3.3、 铁皮石斛：养阴生津功效强，道地药材品质优 .....	18
<b>4、 百年磨一剑，开启全国化扩张</b> .....	<b>20</b>
4.1、 巩固省内品牌优势，提升覆盖率 .....	20
4.2、 推广片剂和经销模式，开拓省外市场 .....	21
4.3、 顺应渠道变革，乘线上东风 .....	21
4.4、 资本助力产能扩张，布局未来前景可期 .....	22
<b>5、 盈利预测</b> .....	<b>23</b>
5.1、 关键假设及盈利预测 .....	23
5.2、 相对估值 .....	24
5.3、 绝对估值 .....	25
5.4、 估值结论与投资评级 .....	26
5.5、 股价驱动因素 .....	26
<b>6、 风险分析</b> .....	<b>26</b>

## 图目录

图 1: 寿仙谷已形成灵芝、铁皮石斛等系列产品的“全产业链”发展模式 .....	6
图 2: 寿仙谷股权结构清晰, 实际控制人为李明焱家族, 合计持股比例为 38.77% .....	6
图 3: 2017-2022H1 年公司的营收和净利润持续增长 .....	7
图 4: 2021 年营收中灵芝孢子粉类占 70%, 铁皮石斛类占 16% .....	7
图 5: 2017-2021 年公司毛利率小幅下滑, 净利率持续提升 .....	7
图 6: 2017-2021 年公司费用控制能力较强 .....	7
图 7: 保健食品相关法律法规和整治行动 .....	8
图 8: 中国保健品市场规模和居民人均医疗保健支出持续增长 .....	9
图 9: 中国传统中药保健品市场规模稳步增长 .....	9
图 10: 我国人口老龄化趋势逐步加深 (2012-2021 年) .....	9
图 11: 2016-2021 年传统中药保健品行业集中度在下降 .....	10
图 12: 2016-2021 年传统中药保健品公司市场份额变化 .....	10
图 13: 2016-2021 年传统中药保健品销售渠道占比变化 .....	10
图 14: 2019 年中国消费者养生保健首选方式调查结果 .....	11
图 15: 2019 年中国消费者购买保健品关注因素调查结果 .....	11
图 16: 2019 年中国消费者保健品月均消费额调查结果 .....	11
图 17: 2012-2021 各国家地区家庭年均医疗保健支出 (美元) .....	11
图 18: 2021 年中老年群体的健康消费动机排序 .....	12
图 19: 2021 年中老年群体保健品消费心理 .....	12
图 20: 仙芝 1 号、仙芝 2 号和日芝、韩芝粗多糖、三帖酸含量比较 (%) .....	15
图 21: 三代灵芝孢子粉技术区别 .....	16
图 22: 寿仙谷独创的去壁技术极大提升了有效成分含量 .....	16
图 23: 寿仙谷的研发费用率显著高于头部中药类上市公司 .....	18
图 24: 寿仙谷灵芝孢子粉类产品营收和毛利率情况 .....	18
图 25: 公司铁皮石斛类产品营收及占比情况 .....	20
图 26: 2016-2021 年公司主营业务收入分地区占比 .....	21
图 27: 2016-2021 年公司浙江省内营收稳步增长 .....	21
图 28: 2016-2021 年公司线上销售快速拓展, 省外扩张可期 .....	21

## 表目录

表 1: “双轨制”下的保健食品注册制和备案制的差别 .....	8
表 2: “寿仙谷”牌灵芝孢子粉系列是公司的主要产品, 多种剂型满足客户需求 .....	12
表 3: 寿仙谷的灵芝孢子粉品牌矩阵 (以代表性产品为例) .....	13
表 4: 国内外的临床和动物研究表明灵芝孢子粉能辅助多种癌症治疗, 提高癌症患者免疫力和生活质量 .....	13
表 5: 针对癌症病人的相关营养补充和保健产品的日服用金额 .....	14
表 6: 寿仙谷牌破壁和去壁灵芝孢子粉的有效成分含量对比 .....	16
表 7: 不同破壁/去壁技术比较, 寿仙谷的去壁技术提升安全性和产品药效 .....	16
表 8: 灵芝孢子粉行业代表性产品的单价、日服用金额和有效成分的单价对比 .....	16
表 9: 寿仙谷主导的有关灵芝孢子粉物质基础、药理药效、作用机制和安全性等方面的代表性国际研究成果 .....	17
表 10: 2021 年寿仙谷的主要在研项目和投入金额 .....	18
表 11: 铁皮石斛的作用机制和药理药效的相关研究, 证明其具有有抗肿瘤、提升免疫力、改善糖尿病等功效 .....	19
表 12: 公司铁皮石斛类产品定位明确, 无糖配方和高有效成分含量是优势 .....	19
表 13: 铁皮石斛类头部竞品的产品信息 .....	20
表 14: 寿仙谷 IPO 募投资金使用项目情况 .....	22
表 15: 2019 年 9 月寿仙谷首次公开发行可转换债券预案中募投资项目情况 .....	22
表 16: 2022 年 4 月寿仙谷公开发行可转换债券预案中募投资项目情况 .....	22
表 17: 寿仙谷营收和毛利率预测 .....	24
表 18: 寿仙谷的可比公司估值表 .....	24
表 19: 绝对估值核心假设表 .....	25
表 20: 现金流折现及估值表 .....	25
表 21: 敏感性分析表 .....	25

# 1、聚焦名贵中药全产业链，打造有机国药第一品牌

**百年老字号，聚焦名贵中药材全产业链发展。**寿仙谷药号始创于1909年，是一家百年传承的中华老字号企业，也是国家级非物质文化遗产代表性项目保护单位。寿仙谷的前身是1994年成立的武义县金星食用菌公司，公司于2008年更名为浙江寿仙谷生物科技有限公司，2013年整体变更为股份有限公司，于2017年在上交所上市，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，拥有“全产业链”发展优势。

图 1：寿仙谷已形成灵芝、铁皮石斛等系列产品的“全产业链”发展模式

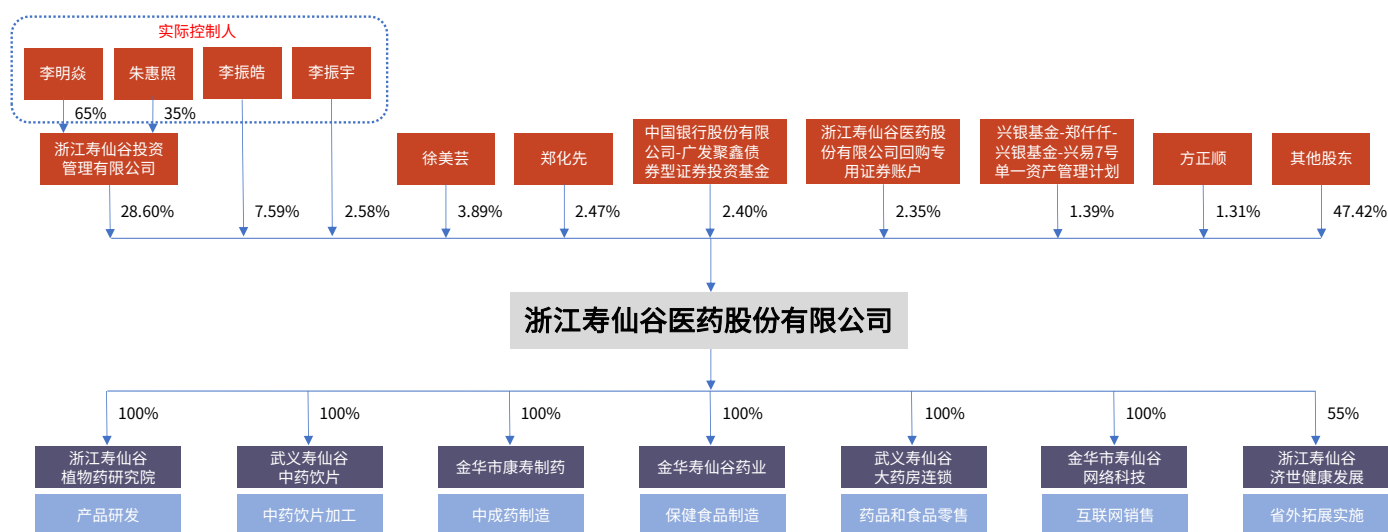


资料来源：寿仙谷招股说明书，光大证券研究所整理

**深耕品种选育和研发，打造有机国药第一品牌。**公司董事长李明焱是高级农艺师，享受国务院特殊贡献津贴，四十多年来潜心钻研名贵珍稀中药材新品种选育、仿野生有机栽培和炮制工艺、新产品研发，拥有十多项重大科技成果，填补了国内外空白，达到国际领先水平，并在国家级刊物发表论文60余篇，对食药菌、道地名贵中药材的技术和产业化研究十分深厚。公司致力于将“寿仙谷”打造为有机国药第一品牌。

**公司股权结构清晰，激励制度明确。**截至2022年一季度末，公司控股股东为浙江寿仙谷投资管理有限公司，实际控制人为李明焱家族（董事长李明焱，妻子朱惠照，儿子李振宇，儿子李振皓），其中李明焱与朱惠照通过浙江寿仙谷投资管理有限公司间接控股，家族4人合计持有公司股份38.77%。公司在上市前已通过多次增资，对实际控制人家族成员、部分核心员工及对公司发展有贡献的人员进行了股权激励，并于2018年推出了上市后首次限制性股票激励计划，覆盖超过150名人员。

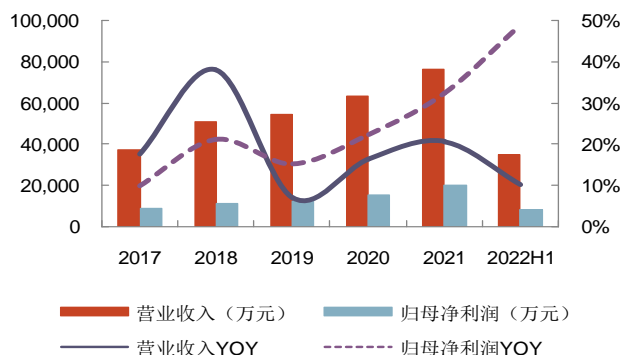
图 2：寿仙谷股权结构清晰，实际控制人为李明焱家族，合计持股比例为 38.77%



资料来源：公司公告（截至2022Q1），爱企查，光大证券研究所整理

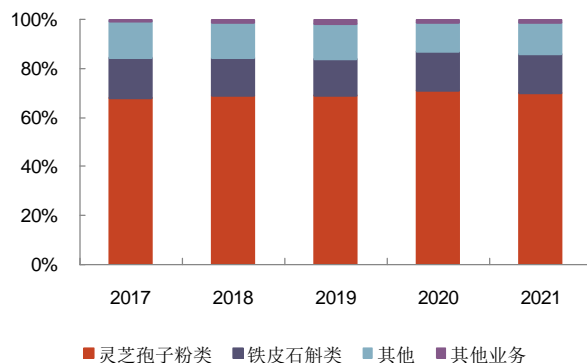
**公司营收以灵芝孢子粉为主，经营业绩稳步向好。**上市以来，公司营业收入和归母净利润实现了持续快速增长，其中 2018 年公司加大了营销力度，浙江省内外以及互联网渠道的营收均大幅增长，当年营收同比增速高达 38.24%。2021 年公司实现营收 7.67 亿元，同比增长 20.61%；实现归母净利润 2.01 亿元，增速高达 32.37%。2021 年公司营收结构中，灵芝孢子粉类产品占比约 70%，铁皮石斛类产品占比约 16%，近年来的收入结构比较稳定。

图 3：2017-2022H1 年公司的营收和净利润持续增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所；注：2022H1 数据来自于公司业绩快报

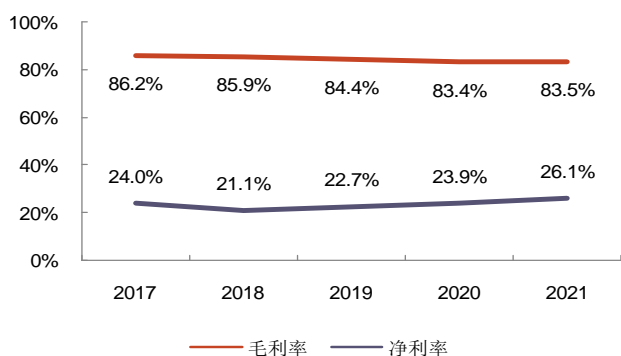
图 4：2021 年营收中灵芝孢子粉类占 70%，铁皮石斛类占 16%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

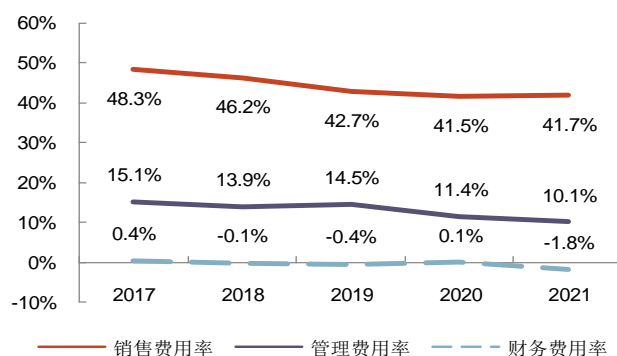
**上市后毛利率小幅下滑，净利率持续提升，得益于规模效应和费用管控能力。**公司毛利率近年来有小幅下滑，主要由于去壁更充分的保健品类第三代灵芝孢子粉销量占比持续提升。公司第三代去壁灵芝孢子粉的加工成本和有效成分含量更高，具有较高的市场竞争力，该产品毛利率维持在 88% 以上。公司净利率自 2018 年的 21.1% 持续提升至 2021 年的 26.1%，主要得益于公司的规模效应和较强的费用管控能力。其中销售费用率和管理费用率稳步下降，财务费用率保持在 0% 上下，公司经营活动现金流较好。

图 5：2017-2021 年公司毛利率小幅下滑，净利率持续提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：2017-2021 年公司费用控制能力较强



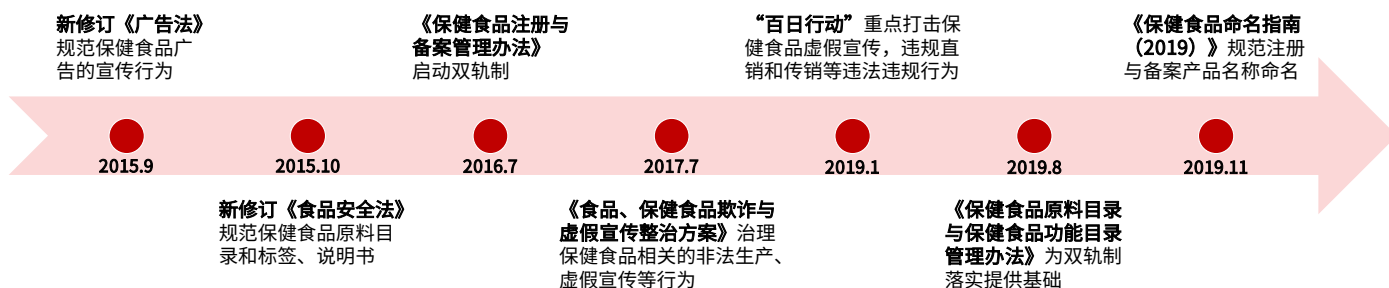
资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 2、千亿中药保健品市场，功效为王

### 2.1、政策推动保健品行业从野蛮生长到规范发展

行业经历整治洗牌，逐步规范发展。从 2015 年到 2017 年，新修订的《广告法》与《食品安全法》以及《食品、保健食品欺诈与虚假宣传整治方案》规范了保健食品的宣传，打击了保健品行业的虚假营销乱象。自 2019 年国家市场监督管理总局等部门共同开展“百日行动”之后，多部门联合发力，保健食品行业经历了严厉的整治和清理。“百日行动”重点打击保健品行业的虚假宣传、违法广告、消费欺诈、制假售假等违法违规行为。根据国家市场监管总局等 13 部门在 2019 年 4 月 28 日召开的新闻发布会内容，“百日行动”期间全国共立案 21152 件，案值 130.02 亿元，结案 9505 件，罚没款 6.64 亿元。受理消费者投诉举报 4.4 万次，为消费者挽回经济损失 1.23 亿元，撤销所涉直销产品备案 49 个，吊销食品经营许可证 54 户，吊销营业执照 90 户，捣毁制假售假窝点 465 个。

图 7：保健食品相关法律法规和整治行动



资料来源：中国政府网，国家市场监督管理总局，光大证券研究所整理

**“双轨制”优化市场准入，鼓励研发创新。**2016 年 7 月《保健食品注册与备案管理办法》的实施为注册与备案“双轨制”拉开序幕，在规范保健食品宣传和质量监督的同时也鼓励和促进了产品的研发与创新。《办法》中对产品标签、名称和说明书等内容进行规范，而其中的备案制简化了审批流程并缩短了审批时间，有利于保健品企业推出新产品。2019 年发布的《保健食品原料目录与保健食品功能目录管理办法》则使得“双轨制”得以落地，对保健食品原料和保健功能实行目录管理，鼓励市场主体参与制定目录，打通了新保健功能研发路径。同时，也鼓励企业既继承传统中医养生理论，又充分应用现代生物医学技术，研发新功能新产品，改变目前产品低水平重复的现状，促进保健食品产业高质量发展。

表 1：“双轨制”下的保健食品注册制和备案制的差别

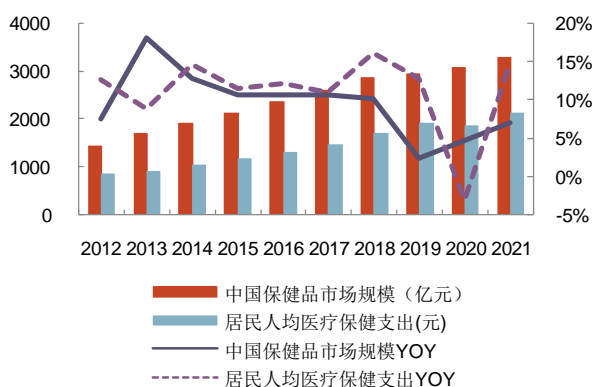
类型	适用对象	审批流程	审批周期	有效期
注册制	(1) 使用保健食品原料目录以外原料的保健食品； (2) 首次进口的保健食品(属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品除外)。	需要经历受理、审评、现场核查、复核检验等流程，审评过程中需要复核申请材料中的测定方法和产品质量可控性。审评机构做出综合审评结论和建议后将报送国家市场监督管理总局。	约 1-3 年	5 年，有效期届满 6 个月前可申请延续
备案制	(1) 使用的原料已经列入保健食品原料目录的保健食品； (2) 首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品。	市场监督管理部门收到备案材料后，备案材料符合要求的，当场备案，发放备案号，并将备案信息表中登载的信息在其网站上公布。	3 个月以内	无期限

资料来源：《保健食品注册与备案管理办法》，光大证券研究所整理

## 2.2、老龄化和医疗保健需求推动保健品行业增长

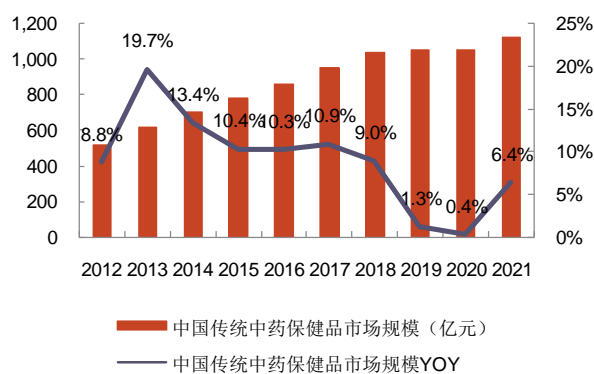
**医疗保健需求带动行业增长。**根据 Euromonitor 和国家统计局数据,2012-2021 年我国保健品行业市场规模保持正增长,从 2012 年的 1435 亿元增长至 2021 年的 3289 亿元,复合年化增长率为 9.7%,增长趋势与居民人均医疗保健支出基本一致。其中,2019 年受保健品行业整顿影响,市场规模增速大幅下滑;2020 年受疫情影响,人均医疗保健支出负增长,但保健品行业规模仍保持正增长;2021 年保健品行业继续复苏。我们预计随着疫情消退以及医药消费升级,未来行业规模增速有望回归 2019 年之前的水平。而传统中药保健品的市场规模稳步增长,与整个保健品行业基本一致。

图 8: 中国保健品市场规模和居民人均医疗保健支出持续增长



资料来源: Euromonitor, 国家统计局, 光大证券研究所 (保健品行业包括体重管理、维生素与膳食补充剂、传统中药产品以及运动营养品)

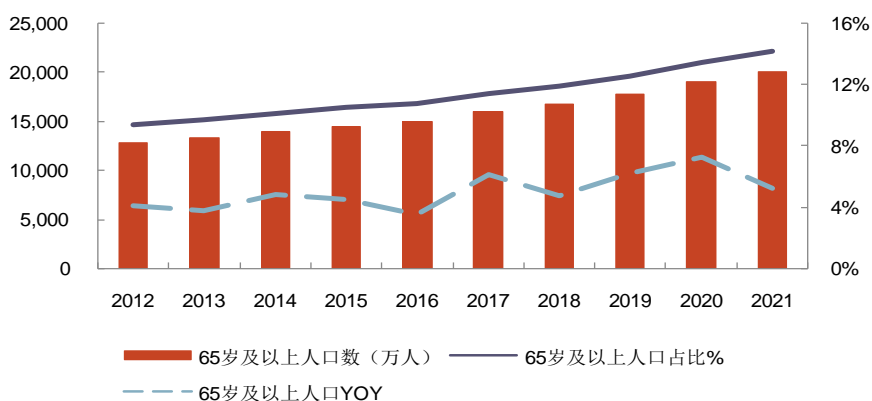
图 9: 中国传统中药保健品市场规模稳步增长



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

**老龄化趋势利好全行业发展。**根据国家统计局数据,2012-2021 年我国 65 岁以上人口数量持续增长,占总人口的比重从 2012 年的 9.4% 提升至 2021 年的 14.2%。根据世界卫生组织标准,“老龄化社会”、“老龄社会”和“超老龄社会”分别对应 65 岁以上人口占比达到 7%、14% 和 20%, 由此可知我国已步入老龄社会。从人口结构变化趋势来看,我国保健品行业有望维持稳健增长。

图 10: 我国人口老龄化趋势逐步加深 (2012-2021 年)

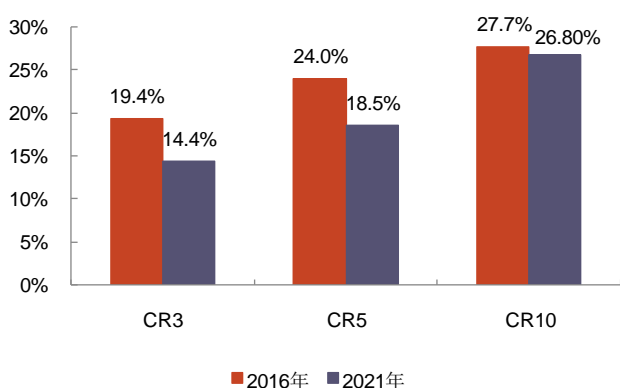


资料来源: 国家统计局, 同花顺 iFinD, 光大证券研究所

## 2.3、 中药保健品行业竞争激励，渠道较为分散

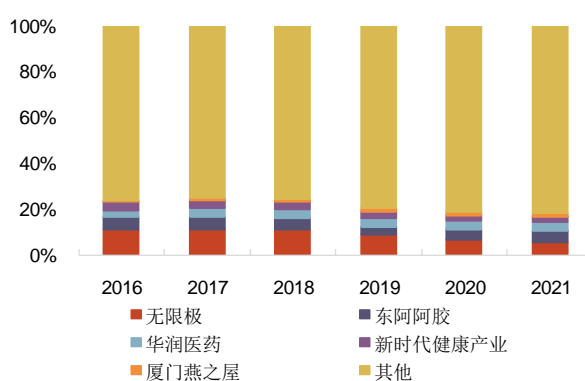
中药保健品行业集中度下降，暂无强势龙头。根据 Euromonitor 数据，按零售额口径统计，我国传统中药保健品的行业集中度较低，且呈现逐步下降的趋势，CR5 从 2016 年的 24.0% 下降至 2021 年的 18.5%。行业龙头无限极的市场份额也持续下滑。这主要是由于我国保健品行业的准入门槛较低且产品利润率较高，导致大量企业涌入；同时随着电商崛起，越来越多的国外品牌也通过线上渠道参与本土市场竞争，行业竞争更加激励。在传统中药保健品领域，目前强势龙头暂未出现。

图 11：2016-2021 年传统中药保健品行业集中度在下降



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所；注：按零售额口径统计

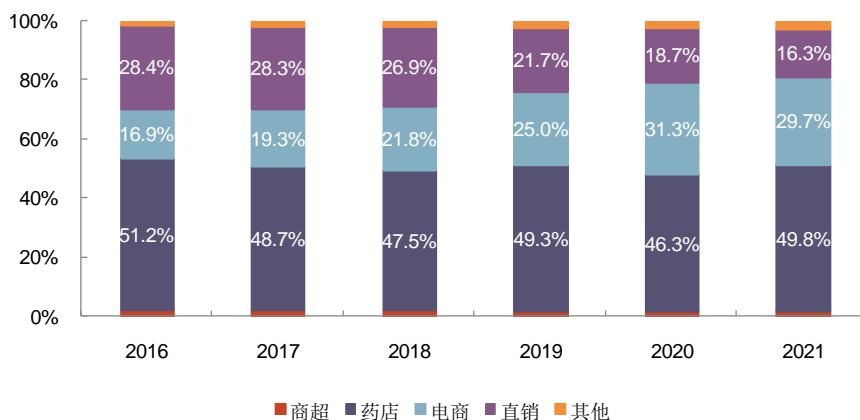
图 12：2016-2021 年传统中药保健品公司市场份额变化



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所；注：按零售额口径统计

**销售渠道分散，药店为主、直销衰落、电商崛起。**我国传统中药保健品的消费群体以中老年人为主，2016-2021 年药店渠道销售额占比稳定在 50% 上下。药店渠道头部企业包括汤臣倍健、东阿阿胶等。而直销渠道也是我国中药保健品的重要销售渠道之一，直销模式直面客户建立强粘性，降低流通过费用，受到众多企业追捧。其中无限极和新时代健康产业是直销模式的龙头。然而，2018 年底权健风波给保健品行业和直销模式带来了巨大的冲击，2019 年受整治保健品行业的“百日行动”影响，直销牌照停发，直销渠道遭遇政府严厉监管与整治，渠道份额从 2018 年的 26.9% 明显下滑至 2021 年的 16.3%。伴随着直销渠道的衰落，电商渠道逐步崛起。国外品牌纷纷进入国内市场，跨境电商与海外代购兴起，电商渠道销售额占比从 2016 年到 2021 年间提升了 12.8 个百分点。

图 13：2016-2021 年传统中药保健品销售渠道占比变化

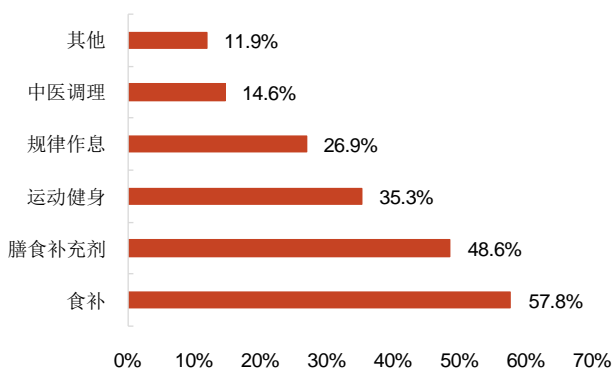


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所；注：按零售额口径统计

## 2.4、 消费者洞察：推崇食补、功能为上，中老年消费群体注重提高免疫力、防治未病

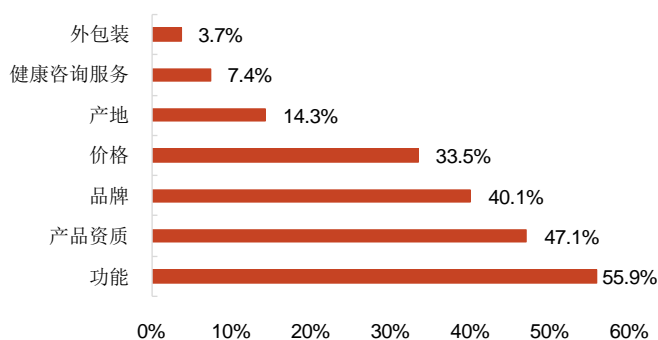
中国消费者保健推崇食补，看重功能。艾媒咨询 2019 年的调查数据（样本量 N=2187）显示，中国消费者养生保健最推崇的方式为食补，占调研总人数的 57.8%。而我国素来有“药食同源”的理论与中药入膳的传统，中药相关的保健食品在国内的独特地位难以被西方引进的膳食补充剂等保健品撼动。而中国消费者在购买保健品的前三大关注因素分别为功能、产品资质和品牌，占比分别为 55.9%、47.1%和 40.1%。可见只有功效显著与质量过硬的产品才能得到消费者的青睐，而在功能与品质相近的情况下，产品的品牌力也是影响消费者选择的重要因素。

图 14：2019 年中国消费者养生保健首选方式调查结果



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

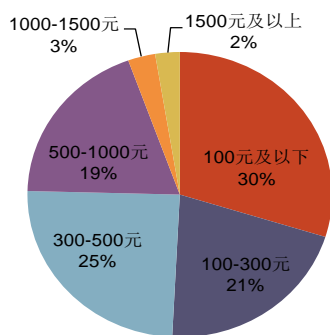
图 15：2019 年中国消费者购买保健品关注因素调查结果



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

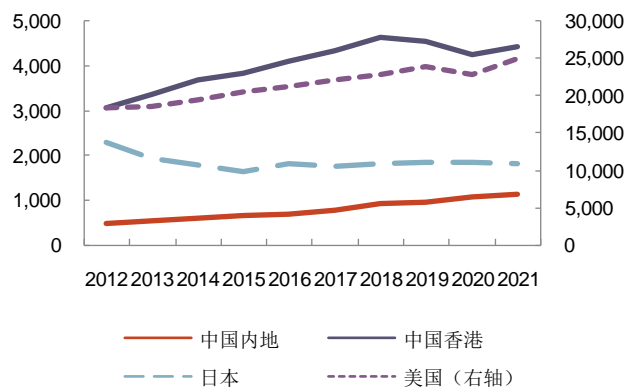
中国保健品消费水平较低，有较大提高空间。根据艾媒咨询调查，2019 年九成以上中国消费者的保健品月均消费额在 1000 元以下，75%左右的消费者的保健品月均消费额不高于 500 元，半数左右的消费者的保健品月均消费额不高于 300 元。根据欧睿数据，近十年中国内地家庭的年均医疗保健支出呈增长态势，但仍然不及中国香港以及日本的水平。中国消费者在保健品领域的消费力有待提高。

图 16：2019 年中国消费者保健品月均消费额调查结果



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

图 17：2012-2021 各国家和地区家庭年均医疗保健支出 (美元)

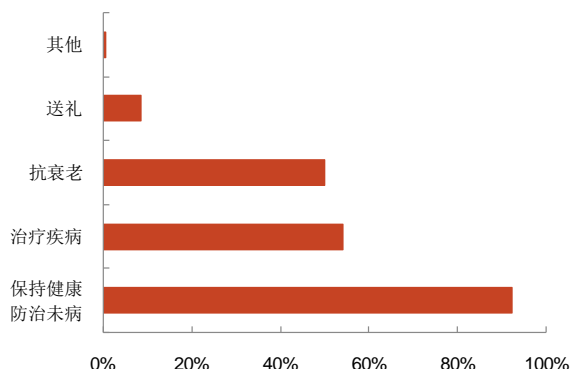


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

中老年消费群体注重提高免疫力、防治未病。2021 年南方周末&基因港的调查数据（样本量 N=1680，受访者半数以上具有本科及以上学历）显示，9 成以上中老年群体健康消费的主要动机是保持健康、防治未病。而治未病是我国传统中医药的核心优势之一，中药保健品能够较好地满足消费者预防保健的需求。超过 85%的受访者希望通过使用保健品增强免疫力，而改善睡眠质量、缓解体力疲劳、

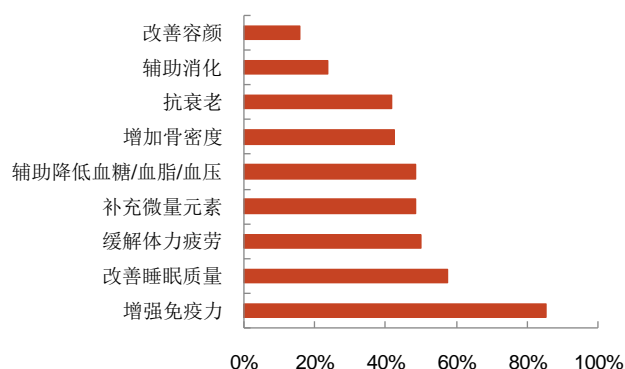
补充微量元素和降三高也是中老年人群购买保健品的主要需求。

图 18: 2021 年中老年群体的健康消费动机排序



资料来源: 南方周末&基因港, 光大证券研究所

图 19: 2021 年中老年群体保健品消费心理



资料来源: 南方周末&基因港, 光大证券研究所

### 3、灵芝孢子粉领导品牌，深挖临床价值

公司已形成丰富的灵芝孢子粉产品矩阵，满足各类客户需求。公司的核心产品为第三代灵芝孢子粉，目前灵芝孢子粉类产品收入占营业收入的 70% 左右。公司的灵芝孢子粉产品剂型多样，包括灵芝孢子粉（破壁）、破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒、破壁灵芝孢子粉胶囊、破壁灵芝孢子粉片等，能够充分满足消费者的不同需求。“寿仙谷”为公司灵芝孢子粉的主品牌，主要采用了第三代去壁技术，此外还有“武香”、“寿仙草堂”、“武香万延”等品牌。其中“寿仙谷”面向中高端市场，而“武香”等其他品牌面向中低端市场。

表 2: “寿仙谷”牌灵芝孢子粉系列是公司的主要产品，多种剂型满足客户需求

产品名称	灵芝孢子粉（破壁）	破壁灵芝孢子粉	破壁灵芝孢子粉颗粒	破壁灵芝孢子粉胶囊	破壁灵芝孢子粉片
图片					
类型	中药饮片	保健食品	保健食品	保健食品	保健食品
功能	功能与主治: 补气安神, 健脾益肺。用于虚劳体弱, 失眠多梦, 咳嗽气喘,	保健功能: 对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力	保健功能: 对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力	保健功能: 增强免疫力	保健功能: 对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力
品种	仙芝 1 号	仙芝 2 号	仙芝 2 号	仙芝 2 号	仙芝 2 号
加工技术	超低温气流破壁	去壁	去壁	去壁	去壁
特点	未完全去除壁壳, 性价比高	完全去壁, 有效成分含量高, 但有粘袋和冲泡抱团的现象	溶水性和吸收性更好, 不易氧化, 不粘袋	胶囊剂型	片剂, 服用体验好, 针对高端消费人群
渠道	全渠道	线下	线上	全渠道	省外推广
日服用金额	42.2 元/包 (1d)	54 元/包 (1d)	51 元/包 (1d)	48.3 元/6 粒 (1d)	119 元/4 片 (1d)

资料来源: 天猫寿仙谷旗舰店, 寿仙谷官网, 光大证券研究所 (价格时点取自 2022 年 8 月 18 日)

表 3：寿仙谷的灵芝孢子粉品牌矩阵（以代表性产品为例）

品牌	定位	类型	原料	技术	包装规格/盒	价格/盒	日服用金额	图片
寿仙谷	中高端	保健食品	仙芝 2 号	去壁技术	2g*90 袋	4590 元	51 元	
寿仙草堂	中端	中药饮片	仙芝 1 号	超低温气流破壁	1g*30 袋	658 元	43.9 元	
武香	中低端	中药饮片	仙芝 1 号	超低温气流破壁	2g*28 袋	519 元	18.5 元	
武香万延	中低端	中药饮片	仙芝 1 号	超低温气流破壁	1g*20 袋	268 元	26.8 元	

资料来源：京东健康，光大证券研究所（价格时点取自 2022 年 8 月 18 日）

### 3.1、 灵芝孢子粉：多效保健，辅助抗癌独具特色

国内外临床研究表明灵芝孢子粉能辅助癌症治疗，提高患者免疫力和生活质量。灵芝孢子粉是灵芝的生殖细胞，其活性物质含量高于灵芝子实体，主要的有效成分包括灵芝多糖和灵芝三萜。灵芝多糖类是灵芝重要的化学成分之一。根据北大教授林志彬的《灵芝的现代研究》《灵芝的药理与临床》，**灵芝多糖类**具有免疫调节、抗肿瘤、抑制血管新生、促进胰岛素释放、降血糖、抗氧化清除自由基及抗衰老等作用。**灵芝三萜类**，具有抗病毒、抑制组胺释放、抑制血管紧张素转化酶活性、抑制胆固醇合成、抑制血小板凝集、抗雄激素活性等作用。灵芝孢子粉具有提高免疫力、辅助抗肿瘤、改善睡眠等功效，其中以辅助抗肿瘤功效最为独特。国内外多项临床研究表明灵芝孢子粉在辅助各类癌症治疗方面的功效卓越，其主要原理为诱导癌细胞凋亡、抑制癌细胞增殖和转移、增强免疫细胞增殖、控制肿瘤新生血管、配合其他手段抗肿瘤等。

表 4：国内外的临床和动物研究表明灵芝孢子粉能辅助多种癌症治疗，提高癌症患者免疫力和生活质量

发表年份	期刊	文献题目	实验方法	研究结论
1999 年 9 月	《中国中西医结合杂志》	《灵芝孢子粉辅助化疗治疗消化系统肿瘤的临床观察》	对山东中医药大学附属医院的肿瘤患者分组进行对照实验，试验组 100 例患者给与灵芝孢子粉胶囊，对照组 100 例患者给与贞芪扶正冲剂，两组病例均服药 4 周为 1 个疗程，每例用药不少于 2 个疗程。两组患者均在每疗程开始当日行常规化疗。	灵芝孢子粉胶囊配合化疗对消化系统肿瘤胃癌、食管癌、肝癌、大肠癌等具有良好的治疗效果，是一种有效的化疗增效、减毒剂，临床作为化疗的辅助用药和肿瘤的辅助治疗，具有较高的应用价值。
2005 年	《The American Journal of Chinese Medicine》	《Effects of Ganoderma lucidum Extract on Chemotherapy-Induced Nausea and Vomiting in a Rat Model》	评估灵芝提取物在大鼠异食癖模型中减轻顺铂诱导的恶心和呕吐的作用。	灵芝提取物与顺铂联合治疗可以减轻顺铂引起的免疫抑制和器官损伤。还具有减轻化疗引起的恶心和呕吐的作用，逆转顺铂诱导的摄食量减少，极大地提升癌症患者的生活质量。
2012 年	《Evidence Based Complement Alternat Medicine: eCAM》	《Spore Powder of Ganoderma lucidum Improves Cancer-Related Fatigue in Breast Cancer Patients Undergoing Endocrine Therapy: A Pilot Clinical Trial》	48 例正在进行内分泌治疗的乳腺癌患者存在癌症相关疲劳，随机分配到实验组或对照组，实验组服用灵芝孢子粉，对照组服用安慰剂。FACT-F、HADS 和 EORTC QLQ-C30 问卷数据在基线时和治疗后 4 周收集。在干预前后测量 TNF- $\alpha$ 、IL-6 和	实验组在干预后的身体健康和疲劳亚量表方面表现出统计学上的显著改善，这些患者还报告称焦虑和抑郁更少，生活质量更好。CRF 的免疫标记物显著降低，治疗期间未发生严重不良反应。结论：灵芝孢子粉可能对接受内分泌治疗的乳腺癌患者的癌症相关疲劳和生活

			肝肾功能。	质量有益，而没有任何明显的不良影响。
2014年7月	《中国实用医药》	《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》	将64例晚期结直肠癌患者分为两组，治疗组应用破壁灵芝孢子粉联合XELOX方案化疗；对照组单独应用XELOX方案化疗，化疗4周期前后对患者的近期疗效、不良反应和生活质量进行评价。	破壁灵芝孢子粉联合XELOX方案化疗治疗晚期结直肠癌可以提高疾病控制率，降低化疗不良反应，改善患者生活质量，增强患者的化疗耐受性。
2014年8月	《中国实用医药》	《破壁灵芝孢子粉对非小细胞肺癌患者免疫功能影响的临床观察》	58例非小细胞肺癌患者随机分为两组，试验组（破壁灵芝孢子粉联合TP方案化疗）29例，对照组（单独TP方案）29例，化疗前及第2、4周期化疗后进行外周血T细胞亚群（CD3 <sup>+</sup> 、CD4 <sup>+</sup> 、CD8 <sup>+</sup> 、CD4 <sup>+</sup> /CD8 <sup>+</sup> ）水平检测。	治疗后试验组T细胞亚群中CD4 <sup>+</sup> /CD8 <sup>+</sup> 比值较治疗前及对照组治疗后均有升高，差异具有统计学意义（P<0.05）。结论：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。
2018年	《世界最新医学信息文摘》	《灵芝孢子粉改善肺癌晚期生存质量的临床观察》	将74例患者分为研究组（40例）和对照组（34例），两组患者均进行TP方案治疗，在此基础上，研究组增用灵芝孢子粉进行治疗，评价、比较2组的治疗效果。	治疗后，研究组患者治疗前CD3 <sup>+</sup> 、CD4 <sup>+</sup> 、CD8 <sup>+</sup> 、CD4 <sup>+</sup> /CD8 <sup>+</sup> 以及生活质量评分优于对照组，有统计学意义（P<0.05）。灵芝孢子粉改善肺癌晚期生存质量的效果较好。
2021年7月	《医药论坛杂志》	《灵芝胶囊联合同步放化疗对宫颈癌并发人乳头瘤病毒感染患者免疫功能的影响》	河南省直第三人民医院宫颈癌并发HPV病毒感染患者150例，随机分为观察组和对照组各75例。对宫颈癌对照组患者给予同步放化疗方案，观察组在对照组的基础上给予灵芝胶囊（含灵芝与灵芝孢子粉）	灵芝胶囊联合同步放化疗可有效改善宫颈癌并发人乳头瘤病毒感染患者治疗效果，提高患者免疫功能水平，抑制肿瘤新生血管的形成。

资料来源：《中国中西医结合杂志》《医药论坛杂志》《The American Journal of Chinese Medicine》《中国实用医药》《世界最新医学信息文摘》《Evidence Based Complement Alternat Medicine: eCAM》，光大证券研究所

灵芝孢子粉在抗癌保健品中特色明显，性价比较高。目前市面上针对癌症病人的相关营养补充和保健产品主要有两类，一类是适用于多种场合的一般营养补充剂，如蛋白粉、Omega-3 脂肪酸、牛初乳等产品，其价格普遍较低。另一类是能够配合癌症放化疗、有特殊功效的保健品，如灵芝孢子粉、人参皂苷、虫草等。具有辅助抗癌功效的保健品种类相对较少，价格普遍偏高。根据京东健康的价格数据（2022.8.18），寿仙谷的第三代去壁灵芝孢子粉的日服用价格在同类竞品中处于偏低水平，性价比较高。

表 5：针对癌症病人的相关营养补充和保健产品的日服用金额

类型	功效	所属品类	代表产品	日服用金额（元）
营养补充	增强免疫力、补充蛋白质、促进消化吸收	蛋白粉	汤臣倍健蛋白粉	5.7
	补充白蛋白和氨基酸营养	肽类	元白酶解白蛋白肽口服液	75.0
	放化疗术后营养补充剂	多维营养补充	Yimcan 怡补康营养补充品（冲剂）	117.9
	增强免疫力	牛初乳免疫球蛋白制品	hiwell 成人牛初乳咀嚼片	4.9
	帮助降低胆固醇，减少放化疗引起的心脏相关副作用的影响，降低癌症复发的风险	Omega-3 脂肪酸	U.G.A 金凯撒深海鱼油软胶囊	8.3
	减少乳腺癌和前列腺癌的肿瘤生长，减少体内雌激素的产生，预防乳腺癌，提高他莫昔芬（预防乳腺癌复发的药物）的效果	亚麻籽	加拿大黄金亚麻籽粉	4.6
	提升癌症患者的血红蛋白水平	铁	Salus Floradix 口服液	13.4
辅助癌症治疗	增强免疫力、缓解疲劳	虫草等补品混合制品	江中参灵草口服液 同仁堂总统牌伍味方胶囊	198.0 718.2
	减轻放化疗副作用，增强免疫力	灵芝及灵芝孢子粉相关制品	寿仙谷破壁灵芝孢子粉颗粒	51.0
	增强免疫力，促进术后恢复，辅助放化疗，改善副作用	人参皂苷和灵芝孢子粉、桑葚提取物相关制品	MKule 人参皂苷胶囊	57.3
	增强免疫力、减轻放化疗和靶向药副作用，缓解疲劳	人参及人参皂苷相关制品	加拿大瑞德生人参皂苷胶囊	47.8

资料来源：MD 安德森癌症中心官网，京东健康（价格时点取自 2022 年 8 月 18 日），光大证券研究所

行业竞争格局分散，暂未形成全国性品牌。由于灵芝在全国分布较广，且灵芝孢子粉等灵芝深加工产品功效显著，具有良好经济效益，目前国内灵芝生产企业数量及产品种类繁多。2020 年 12 月，国家市场监督管理总局将破壁灵芝孢子粉纳入了保健食品原料目录，并于 2021 年 3 月 1 日起实施，备案制的推出有助于拓展灵芝孢子粉的市场空间。截至 2022 年 7 月 26 日，我国获得保健食品注册和备案的灵芝孢子粉产品分别有 306 个和 406 个，但目前尚未形成具有全国影响力的

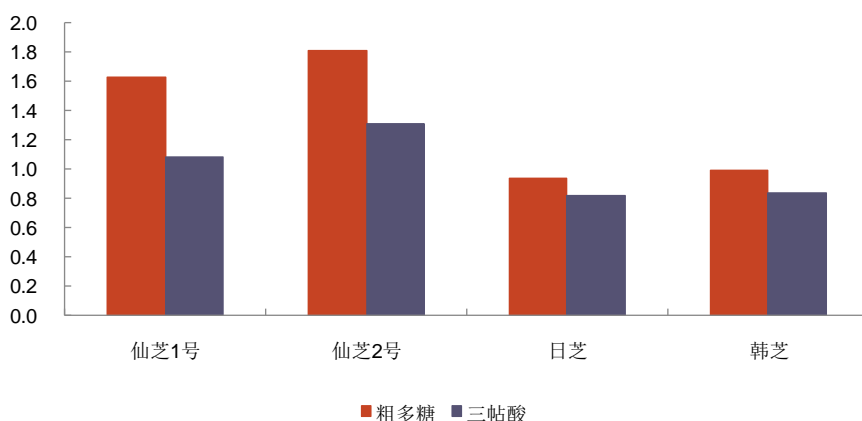
品牌，市场上多以区域性品牌为主，如寿仙谷、南京中科集团股份有限公司、福建仙芝楼生物科技有限公司等。

**灵芝孢子粉有效成分的生物合成技术尚未突破，行业壁垒较高。**研究发现<sup>1</sup>，灵芝多糖的合成大致可以分为 3 个部分：一是核苷酸糖前体的合成，二是单糖重复单元在脂质载体上的组装，三是聚合过程。目前灵芝多糖的核苷酸糖前体合成途径已经清晰，但单糖重复单元的组装和聚合过程尚不清晰。国内外对液态发酵生产灵芝多糖的规模主要集中在实验室摇瓶阶段，无法满足市场化需求。此外，研究显示，灵芝三萜的前体物质羊毛甾醇合成数百种灵芝三萜的方法尚不明确，其完整生物合成路径仍不清楚<sup>2</sup>。灵芝孢子粉核心有效成分的生物合成困难重重，预计中短期无法对天然灵芝孢子粉加工企业造成威胁。

### 3.2、 竞争优势：品种和技术领先，引领行业标准和研发

**公司培育的独家种源，品质和成本优势明显。**品种是优质道地药材的关键。公司深耕灵芝全产业链，先后自主选育出了“仙芝 1 号”、“仙芝 2 号”和“仙芝 3 号”等品种，具有抗逆性强、高产、高活性成分等优点，保证了公司的成本和品质优势。三个品种各有特色，其中“仙芝 1 号”源于野生种质，经诱变选育而成，于 2009 年成为首个通过浙江省级审定的灵芝品种，目前主要用于加工为中药饮片类的灵芝孢子粉；“仙芝 2 号”以“仙芝 1 号”为亲本经航天诱变等方法育成，获国家品种权保护证书，目前主要用于加工为保健食品类的灵芝孢子粉；仙芝 3 号生育期短、有效成分含量高，目前主要用于加工灵芝孢子油。

图 20：仙芝 1 号、仙芝 2 号和日芝、韩芝粗多糖、三萜酸含量比较 (%)



资料来源：《赤灵芝新菌株“仙芝 2 号”的选育》(张蕾等)，光大证券研究所

**仿野生栽培+中药炮制技艺，打造有机国药第一品牌。**中药质量关键取决于两点：道地药材和中药饮片炮制。公司突破了常规“企业+农户”的生产模式，自建了 5000 多亩铁皮石斛、原木赤灵芝、西红花等名贵中药材标准化仿野生栽培基地，确保药材纯天然、无污染和高品质。其中灵芝、铁皮石斛基地通过了中国、欧盟、美国、日本有机产品四重认证和国家生态原产地产品认证、道地药材认证、中药材基地三无一全认证。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”。

**全球唯一的去壁技术，建立差异化竞争壁垒。**灵芝孢子有两层几丁质构成的胞壁，一般的物理化学方法很难将其破坏，从而影响了人体对其有效成分的吸收。目前孢子粉的破壁方法有生物酶法、化学法、物理法，业内普遍使用的是物理法（即振动磨法），容易造成重金属污染和高温氧化。而寿仙谷自主研发的破壁与去壁技术不仅使得产品安全性更高，也使得有效成分含量远高于同行。其中去壁技术

<sup>1</sup>郭嘉《灵芝液态发酵胞内外多糖的研究进展》2022

<sup>2</sup>谭贻等《灵芝三萜生物合成及调控研究进展》2019

处理的孢子粉的三萜与多糖含量更是远超破壁技术，且三萜种类更丰富，萃取得率更高，其中的酪氨酸、精氨酸、亮氨酸、异亮氨酸、缬氨酸也高于破壁孢子粉。2018 年公司取得了灵芝孢子粉去壁技术中国发明专利，相关技术也在美国、日本、南非获得授权，建立了防范性壁垒。

表 6：寿仙谷牌破壁和去壁灵芝孢子粉的有效成分含量对比

	总三萜	总多糖
破壁孢子粉	1.68%	1.15%
去壁孢子粉	2.56%	12.13%

结论：去壁孢子粉中的总三萜和粗多糖含量、三萜种类以及多种氨基酸含量均高于破壁孢子粉。

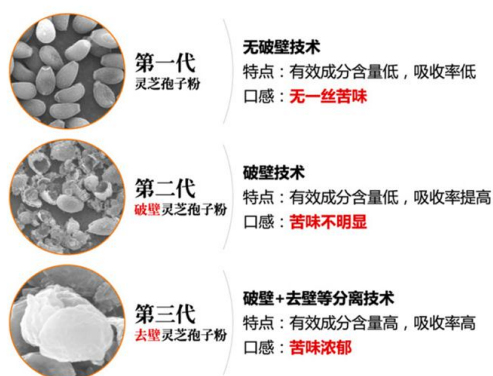
资料来源：《破壁与去壁灵芝孢子粉化学成分与抗氧化活性比较》（浙江省重点研发项目 2019C02100），光大证券研究所

表 7：不同破壁/去壁技术比较，寿仙谷的去壁技术提升安全性和产品药效

	传统物理破壁技术	寿仙谷物理破壁技术	寿仙谷去壁技术
技术特点	振动磨粉碎破壁	独创“四低一高”超音速低温气流破壁技术	将破壁后残留的壁壳与有效成分分离
优势	破壁率较高	提高破壁率，避免重金属污染和物料氧化	提升产品的有效成分含量，提升产品活性以及药效
劣势	易造成重金属污染和氧化	残留较多破壁后的壁壳	-

资料来源：寿仙谷 2021 年年报，光大证券研究所

图 21：三代灵芝孢子粉技术区别



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 22：寿仙谷独创的去壁技术极大提升了有效成分含量



资料来源：公司官网，光大证券研究所

寿仙谷牌去壁灵芝孢子粉的有效成分含量的性价比高。在同类的灵芝孢子粉中，寿仙谷的主打产品第三代去壁灵芝孢子粉的有效成分含量(灵芝三萜、灵芝多糖)超越同行，特别是粗多糖(具有抑制肿瘤和增加机体免疫力的功能)，虽然其单价与日服用金额也是同类产品中最高，但是有效成分的性价比高。公司凭借突出的科研能力和技术优势，打造了灵芝孢子粉行业领先的标准和质量水平。

表 8：灵芝孢子粉行业代表性产品的单价、日服用金额和有效成分的单价对比

品名	单套价格 (元)	单价 (元/克)	总三萜含量 (不低于)	粗多糖含量 (不低于)	总三萜单价 (元/克)	粗多糖单价 (元/克)	日服用金额 (元)
寿仙谷第三代去壁灵芝孢子粉颗粒 (180g)	4590	25.5	4.00%	<b>8.00%</b>	638	<b>319</b>	51.0
北京同仁堂总统破壁灵芝孢子粉胶囊 (45.6g)	788.9	17.3	3.00%	1%	577	1730	26.3
中科破壁灵芝孢子粉胶囊 (90g)	1377	15.3	1.50%	0.90%	1020	1700	45.9
汤臣倍健无限能灵芝孢子粉胶囊 (54g)	299	5.5	2.40%	NA	231	-	10.0
仙芝楼破壁灵芝孢子	1470	8.2	4.00%	1.35%	204	605	16.3

粉(180g)							
胡庆余堂方格破壁灵芝孢子粉(288g)	1949	6.8	0.50%	1.50%	1353	451	13.5
雷允上破壁灵芝孢子粉胶囊 (96g)	1347	14.0	5.00%	0.38%	281	3692	42.1
白云山汉方广药牌破壁灵芝孢子粉胶囊 (48.6g)	400	8.2	N/A	0.60%	-	1372	13.3

数据来源：阿里健康（价格时点取自 2022 年 8 月 18 日），光大证券研究所

**引领行业标准制定，持续投入研发和学术推广，提升品牌价值。**公司在灵芝和铁皮石斛的行业标准制定中处于领先地位。根据 2021 年年报，公司先后主持和参与制定标准 89 项，其中国际标准 5 项，国家标准 20 项、行业标准 4 项、地方标准 9 项、团体标准 51 项。其中，公司领衔制定的 ISO 国际标准《中医药-灵芝》和《中医药-铁皮石斛》分别在 2018 年 12 月和 2019 年 2 月发布，规定了灵芝和铁皮石斛产品的质量标准、检测指标、检测方法、包装、存储、运输要求等。公司也十分重视灵芝孢子粉的物质基础、药理药效、作用机制与安全性研究，较为系统的证明了去壁灵芝孢子粉等产品在免疫调节、抗肿瘤、心血管疾病等方面的药效作用和安全性，相关研究已发表论文 60 余篇，其中 SCI 论文 10 余篇。2021 年公司研发费用为 5082 万元，研发费用率高达 6.6%，显著高于中药行业头部企业。在研项目主要针对破壁/去壁灵芝孢子粉的二次开发和药理药效及临床功能评价，以及中药新药、保健食品新品、中药经典名方的研发上，多线并进，主次分明，体现了公司在灵芝孢子粉等产品的深耕研发能力，不断提升行业地位和品牌价值。

表 9：寿仙谷主导的有关灵芝孢子粉物质基础、药理药效、作用机制和安全性等方面的代表性国际研究成果

时间	期刊	文献标题	文献标题 (中文)	结论
2012 年	《Evidence-Based Complementary Alternat Medicine》	Spore Powder of Ganoderma lucidum Improves Cancer-Related Fatigue in Breast Cancer Patients Undergoing Endocrine Therapy: A Pilot Clinical Trial	《灵芝孢子粉改善接受内分泌治疗的乳腺癌患者的癌症相关疲劳：一项初步临床试验》	初步表明，灵芝孢子粉可能对接受内分泌治疗的乳腺癌患者的癌症相关疲劳和生活质量有益，而没有任何明显的不良影响。
2019 年	《Cell Death and Disease》	Autophagic flux disruption contributes to Ganoderma lucidum polysaccharide-induced apoptosis in human colorectal cancer cells via MAPK/ERK activation	《灵芝多糖通过激活 MAPK ERK 诱导结肠癌细胞凋亡》	GLP（灵芝多糖）诱导结肠癌 HT-29 和 HCT116 细胞的自噬启动，是一种有效的自噬抑制剂，可能有助于抗癌治疗。
2019 年	《Integrative cancer therapies》	The Possible Role of PD-1 Protein in Ganoderma lucidum-Mediated Immunomodulation and Cancer Treatment	《灵芝（孢子粉）在 PD-1 蛋白介导的免疫调节和肿瘤治疗中的作用》	PD-1 蛋白是灵芝介导的免疫调节的重要靶点。灵芝及其生物活性化合物可以发展成新型免疫调节剂，用于预防和治疗癌症和许多其他疾病。
2019 年	《Onco Targets and Therapy》	Water Extract of Sporoderm-Broken Spores of Ganoderma lucidum Induces Osteosarcoma Apoptosis and Restricts Autophagic Flux	《去壁灵芝孢子粉提取物诱导骨肉瘤细胞凋亡及抑制自噬作用》	破壁灵芝孢子粉抑制骨肉瘤的进展。
2020 年	《Frontiers in pharmacology》	Screening Immunoactive Compounds of Ganoderma lucidum Spores by Mass Spectrometry Molecular Networking Combined With in vivo Zebrafish Assays	《质谱分子网络结合斑马鱼体内实验筛选灵芝孢子粉免疫活性物质》	将质谱分子网络与基于斑马鱼的生物测定和化学计量学相结合是揭示草药复杂化学成分以及发现其潜在活性成分的可行策略。
2021 年	《Journal of Immunology Research》	Ganoderma lucidum Spore Polysaccharide Inhibits the Growth of Hepatocellular Carcinoma Cells by Altering Macrophage Polarity and Induction of Apoptosis	《灵芝孢子多糖通过改变巨噬细胞极性和诱导凋亡抑制肝癌细胞的生长》	GLSP（灵芝孢子多糖）作为一种天然营养素，是肝癌细胞治疗和诱导细胞凋亡的潜在因子。
2022 年	《Frontiers in pharmacology》	Sporoderm-Broken Spores of Ganoderma lucidum Sensitizes Ovarian Cancer to Cisplatin by ROS/ERK Signaling and Attenuates Chemotherapy-Related Toxicity	《破壁灵芝孢子粉通过 ROS/ERK 信号转导使卵巢癌对顺铂敏感，并减轻化疗相关毒性》	SBSGL（破壁灵芝孢子粉）与顺铂联合使用可减少肿瘤生长，并改善顺铂诱导的肠道损伤和骨髓抑制。将 SBSGL 与顺铂相结合提供了一种针对卵巢癌的新型治疗策略。

资料来源：寿仙谷 2021 年度业绩说明会会议纪要，光大证券研究所整理

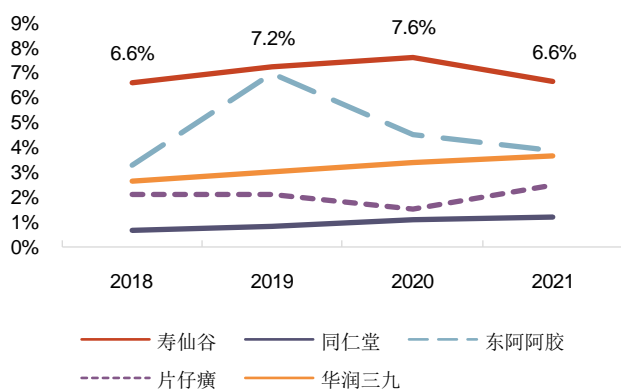
表 10: 2021 年寿仙谷的主要在研项目和投入金额

项目名称	研发投入金额 (万元)
破壁灵芝孢子粉对晚期恶性肿瘤患者的临床疗效及生存期	748.14
去壁灵芝孢子粉对人体接种新冠疫苗加强针后的免疫效果观察	278.17
寿仙谷牌灵芝孢子粉辅助治疗肿瘤临床应用医案收集	219.15
中药抗癌复方的研究开发	204.68
去壁灵芝孢子粉抗肿瘤、提高免疫临床疗效作用研究	175.98
保健食品“寿仙谷牌灵芝双参片”产品的研究开发项目	140.82
去壁灵芝孢子粉及复方产品对抗癌治疗或激素耗竭所致心血管功能障碍的影响研究	127.72
“灵芝口服液”产品的研究开发	124.73
基于质谱成像和高内涵分析的灵芝、铁皮石斛化学实体与药效物质研究	113.86
灵芝、铁皮石斛功能因子挖掘、药理药效及临床功效评价	113.02
中药经典名方的药学研究和安全性评价	104.35
集约化设施栽培专用灵芝新品种选育	71.93
保健食品“寿仙谷牌灵参丹”产品的研究开发项目	62.96
灵芝孢子粉抗散发性老年痴呆和睡眠紊乱技术	58.59
PD-1 蛋白在赤灵芝免疫调节和癌症治疗中的作用	50.12

资料来源: 寿仙谷 2021 年年报, 光大证券研究所

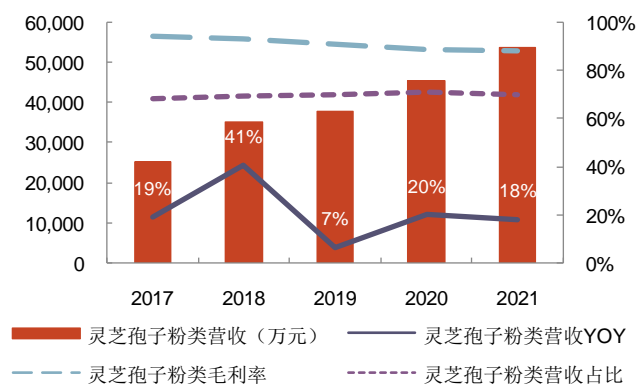
公司灵芝孢子粉类产品营收稳健增长, 毛利率保持高位。公司灵芝孢子粉系列产品占公司总营收的 70% 左右, 2017-2021 年该产品营收复合增速为 20.9%, 疫情防控并未对公司收入造成负面影响, 反而提升了消费者对自身免疫力提高的关注, 一定程度上促进了公司产品销售。而由于内部产品结构变化, 灵芝孢子粉类产品毛利率有小幅下滑, 从 2017 年的 94% 下降至 2021 年的 88%。我们预计随着公司全国市场的拓展和高端片剂的推广, 灵芝孢子粉类产品有望实现更快的增长和更强的盈利能力。

图 23: 寿仙谷的研发费用率显著高于头部中药类上市公司



资料来源: 各上市公司年报, 光大证券研究所

图 24: 寿仙谷灵芝孢子粉类产品营收和毛利率情况



资料来源: wind, 光大证券研究所

### 3.3、铁皮石斛: 养阴生津功效强, 道地药材品质优

中华九大仙草之首, 养阴生津功能强大。铁皮石斛是传统的药食同源的中药材, 唐《道藏》把铁皮石斛列为“中华九大仙草之首”, 主要分布于浙江、云南、广东、广西等省份, 《本草纲目》评价其为“主治胃中虚热、发热自汗、痈疽排脓内塞”, 而现代研究证明铁皮石斛具有抗肿瘤、提升免疫力、改善糖尿病等功效。铁皮石斛类产品是公司的第二大产品, 主要有铁皮枫斗颗粒与铁皮石斛灵芝浸膏。铁皮石斛指的是铁皮石斛的干燥茎, 而铁皮枫斗是铁皮石斛的鲜茎边加热边扭成螺旋形或弹簧状, 烘干而成的加工品。

表 11: 铁皮石斛的作用机制和药理药效的相关研究, 证明其具有有抗肿瘤、提升免疫力、改善糖尿病等功效

时间	期刊	文献标题	研究方法	研究结论	功效
2021 年	《食品与发酵工业》	石斛多糖改善糖尿病作用的影响因素及机制研究进展	文献综述	石斛多糖可以稳定血糖, 改善糖尿病及其并发症。	改善糖尿病
2020 年	《杭州师范大学学报 (自然科学版)》	寿仙谷牌铁皮石斛含片增强免疫力功能的药效学研究	小鼠淋巴细胞转化试验、SRBC 诱导小鼠 DTH 实验、抗体声称细胞检测、小鼠血清溶血素的测定、小鼠碳廓清试验、小鼠腹腔巨噬细胞吞噬 CRBC 试验、NK 细胞活性测定、脏器/体重比值	铁皮石斛含片对小鼠细胞免疫/体液免疫的功能, 单核-巨噬细胞的功能都具有增强的作用。	提升免疫力
2011 年	《第七届全国 SOD 学术研讨会论文集》	铁皮石斛饮品对 91 例放疗后肿瘤患者的血液常规影响分析	通过上海市癌症康复俱乐部向 91 例放疗后肿瘤患者赠送铁皮石斛饮品, 所有对象均服用铁皮石斛饮品 3 个月, 在服用后清晨空腹静脉采血检测血液常规三分类分析。	铁皮石斛对机体具有良好的调节功能, 有益于肿瘤患者的康复, 也将有助于抗肿瘤的后续治疗。	抗肿瘤
2014 年	《中华中医药学刊》	连续食用鲜铁皮石斛对中老年非小细胞肺癌化疗患者生活质量及无进展生存期的影响	将 100 例中晚期 NSCLC 患者随机分为对照组和试验组各 50 例。两组均采用 TP (紫杉醇+顺铂) 化疗方案。试验组在对照组化疗方案基础上连续食用鲜铁皮石斛。观察患者直至出现病情进展后终止观察。	连续食用新鲜铁皮石斛能减轻中晚期 NSCLC 化疗患者不良反应, 提高患者的生活质量, 具有一定的抗肿瘤作用; 化疗结束后继续服用, 能保持病情稳定, 延长无进展生存期。	抗肿瘤

资料来源:《食品与发酵工业》《杭州师范大学学报 (自然科学版)》《第七届全国 SOD 学术研讨会论文集》《中华中医药学刊》, 光大证券研究所

**道地有机药材品质高, 配方具有差异化特色。**浙江种植生产铁皮石斛的历史悠久, 冬季气温较低, 铁皮石斛处于休眠期, 对铁皮石斛有效成分的代谢积累十分有利。公司所在的武义县种植基地被中国中药协会认定为“全国灵芝/铁皮石斛品种道地药材保护与规范化种植示范基地”。公司自主选育了“仙斛 1 号”“仙斛 2 号”“仙斛 3 号”等新品种, 具有“高成活率、强抗逆、高产量”的特点, 并通过仿野生有机栽培技术获得中国、欧盟、美国及日本有机产品认证。公司“铁皮石斛新品种选育高技术产业化示范工程”被列为国家高技术产业发展项目。与铁皮石斛类头部竞品相比, 公司的铁皮枫斗颗粒采用无糖配方, 其有效成分含量明显更高, 性价比突出。而铁皮枫斗灵芝浸膏采用了破壁灵芝孢子粉和西洋参配伍, 相比竞品成分更为高端和丰富, 凸显产品特色。

表 12: 公司铁皮石斛类产品定位明确, 无糖配方和高有效成分含量是优势

产品名称	寿仙谷铁皮枫斗灵芝浸膏	寿仙谷铁皮枫斗颗粒
产品图片		
产品单价/规格	3384 元/盒 (130g)	1940 元/90 包 (180g)
日服用金额	156 元/天	21.5 元/天
产品类型	保健食品	保健食品
产品定位	高端	中低端
主要原料	铁皮石斛、破壁灵芝孢子粉、西洋参、水	铁皮石斛、灵芝、西洋参
有效成分含量	每 100g 含: 总皂苷 1.55g; 粗多糖 6.05g	每 100g 含: 总皂甙 3.05g; 粗多糖 14.22g
功效	增强免疫力	免疫调节、抗疲劳
特色和优势	铁皮石斛药性偏寒, 浸膏配伍灵芝孢子粉浓缩熬制, 颗粒配伍灵芝, 中和铁皮石斛的寒性, 可以 <b>养脾胃</b> 。 <b>无糖配方, 有效成分含量高。</b>	
适用人群	忌糖人群、肠胃不适人群、免疫力低下人群、用嗓过度人群、应酬人群、熬夜人群。	

资料来源: 寿仙谷天猫旗舰店 (价格取自 2022.8.18), 光大证券研究所

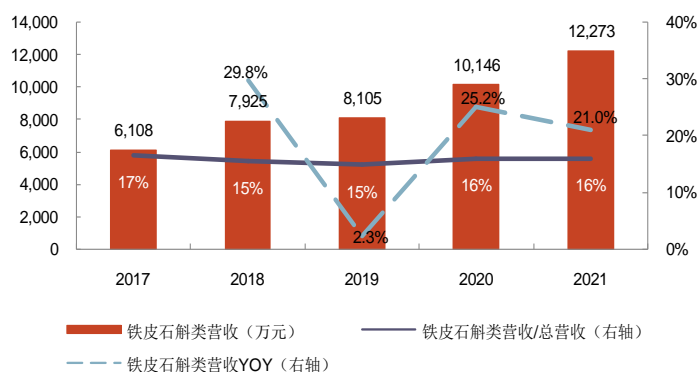
表 13: 铁皮石斛类头部竞品的产品信息

同类产品名称	森山牌铁皮枫斗冲剂	森山牌铁皮枫斗胶囊(无糖型)	森山牌铁皮枫斗灵芝西洋参浸膏	立钻牌铁皮枫斗颗粒	立钻牌铁皮石斛膏
产品单价	1290 元	1858 元	3489 元	2376 元	3660 元
规格	3g*60 包*2 盒	0.4g*90 粒/瓶*6 瓶	100ml/瓶	3g*12 袋*12 盒	60g/瓶*2 瓶
日服用金额	21.5 元	20.64 元	139.56 元	33 元	244 元
产品类型	保健食品	保健食品	保健食品	OTC 乙类	保健食品
主要原料	铁皮石斛、西洋参、麦门冬、玉竹、白砂糖	铁皮石斛、北沙参、麦冬、玉竹	鲜铁皮石斛、灵芝、西洋参提取物、水	铁皮石斛、西洋参、葡萄糖	铁皮石斛
有效成分含量	每 100g 含: 总皂苷 224mg; 粗多糖 226mg	每 100g 含: 粗多糖 5.5g	每 100g 含: 总皂苷 2.8g; 粗多糖 10.0g	-	每 100g 含: 铁皮石斛粗多糖 8.5g

资料来源: 天猫森山官方旗舰店, 天猫立钻旗舰店, 光大证券研究所 (价格取自 2022.8.18)

铁皮石斛类产品稳健成长, 受益于消费升级和行业渗透。铁皮石斛类产品营收占公司总营收的比重维持在 15%~16%, 2018-2021 年其营收复合增速为 19%, 受益于消费升级和中药保健品的行业渗透。2019 年该产品收入增速放缓与保健品行业整顿有关。2015 年中国中药协会统计我国铁皮石斛综合产值 300 亿元, 相比于人参、燕窝、虫草等产业规模还很小, 但从药用价值、市场价格、适宜人群和安全性等方面来看, 铁皮石斛的发展潜力较大。2020 年 1 月, 国家卫健委、国家市场监督管理总局发布《关于对党参等 9 种物质开展按照传统既是食品又是中药材的物质管理试点工作的通知》, 其中之一就是铁皮石斛, 目前浙江、贵州、广西、四川、云南等省正在进行试点, 有望进一步拓展其市场容量及产品知名度。

图 25: 公司铁皮石斛类产品营收及占比情况



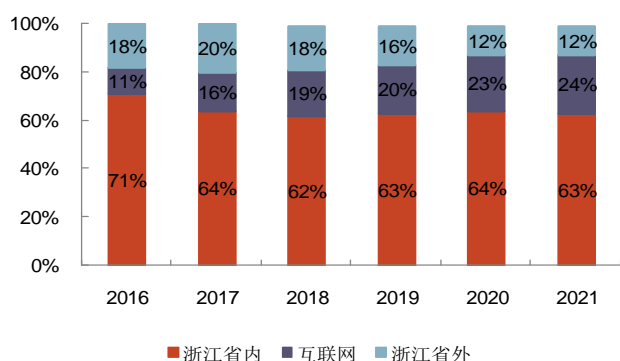
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

## 4、百年磨一剑，开启全国化扩张

### 4.1、巩固省内品牌优势，提升覆盖率

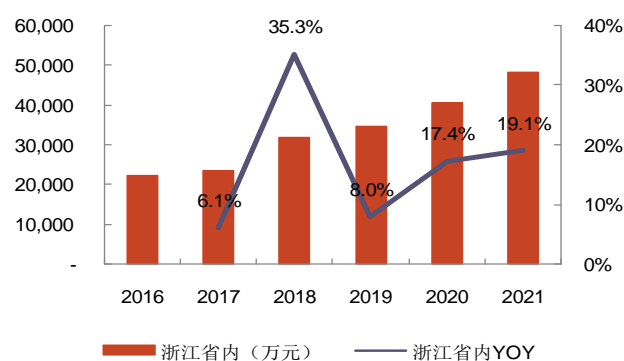
“名医、名药、名店”营销模式和“老字号、医院、商超”三位一体营销策略稳固省内市场根基。目前公司已建立了“经销为主，直销为辅”的销售网络，经销模式主要针对医药连锁店、药品经销商、超市及商场。浙江省内一直是公司的优势销售区域，积累了深厚的品牌优势和高粘性的客户。省内居民收入水平较高，对传统中医药文化关注程度高，健康及养生意识较强。2016-2021 年公司省内营收持续增长，复合增长率为 16.8%。2018 年得益于公司营销力度的提升（销售费用同比增长 32.5%），省内营收同比增长 35.3%。2019 年受行业整体低迷的影响，增长有所放缓，2020 年和 2021 年面对疫情的挑战仍恢复了高双位数增长，体现了公司经营和产品的销售韧性。2022 年公司选择宁波、金华、绍兴等有发展潜力的区域市场，通过激励区域市场负责人，提供广告宣传、基地活动等配套资源，进一步做深做细省内市场。

图 26: 2016-2021 年公司主营业务收入分地区占比



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 27: 2016-2021 年公司浙江省内营收稳步增长

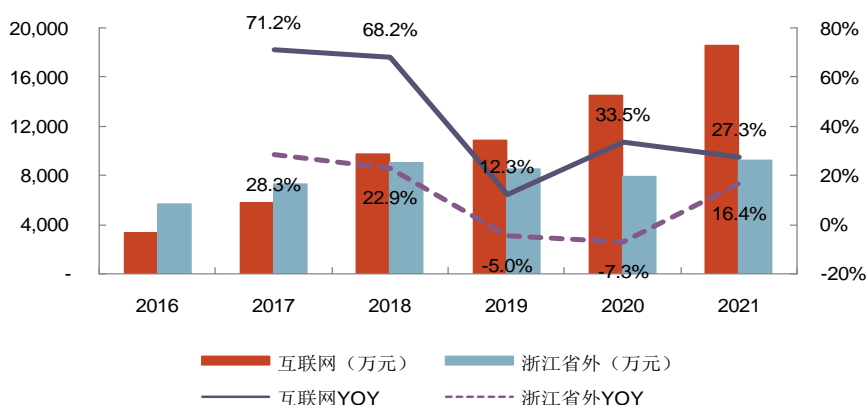


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

## 4.2、推广片剂和经销模式，开拓省外市场

公司持续开拓浙江省外发达省市的营销网络，提升品牌影响力。2017 年和 2018 年，省外营收均保持 20% 以上的高增速。2019 年的行业整顿和 2020 年的疫情导致公司省外营收有所下滑。此外，由于部分省份有外省炮规饮片不能在本省销售的限制，以及个别省份不允许中药店和中医诊所销售保健食品，而公司原有渠道是以药店和中医诊所为主的模式，主要渠道受限制也是 2020 年之前公司省外拓展不畅的原因之一。2021 年公司成立浙江寿仙谷济世健康发展有限公司试水全国城市代理商模式，当年新增了 10 家代理商，省外营收同比增长 16.43% 至 9200 多万元。公司 2022 年计划再新增 20 家代理商，进一步拓展省外市场位。同时在产品剂型上，以灵芝孢子粉片剂为主要招商和推广类型。孢子粉片解决了粉剂冲泡苦味浓郁的问题，同时携带和服用方便，更适合全国化发展。若省外扩张模式能成功复制，公司的品牌力和营销渠道空间将进一步打开，有望成为全国性的龙头灵芝孢子粉企业。

图 28: 2016-2021 年公司线上销售快速拓展，省外扩张可期



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

## 4.3、顺应渠道变革，乘线上东风

得益于公司在互联网营销方面的积极布局和上市以后品牌知名度的提升，叠加疫情的影响，2016-2021 年公司互联网渠道营收复合年化增长率为 40.6%。公司的网络营销模式多元化，通过网红销售、直销、微商销售与旅游销售等方式吸引流量，开发“寿仙云”和“寿仙优选”小程序，实现社群传播和对市场以及消费

者的大数据分析。我们预计公司将持续优化线上渠道运营，顺应渠道变革，便利消费者购买，同时做好会员客户管理，提升复购率。

#### 4.4、资本助力产能扩张，布局未来前景可期

**IPO 募投项目新增中药饮片产能 30 吨。**公司于 2017 年 5 月登陆上交所，IPO 募投资金净额 3.58 亿元，主要用于中药饮片生产线建设项目、营销网络建设项目和研发中心扩建项目等，新增年产 20 吨灵芝孢子粉（破壁）及 10 吨铁皮石斛干品的产能。

表 14：寿仙谷 IPO 募投资金使用项目情况

序号	募投资金使用项目	项目投资总额 (万元)	募集资金投入 (万元)	项目内容
1	中药饮片生产线建设项目	18144.42	18144.42	在武义县投资新增年产 20 吨灵芝孢子粉（破壁）及 10 吨铁皮石斛干品的产能。实施主体为寿仙谷饮片，计划建设期 24 个月。
2	营销网络建设项目	16961.22	10857.82	计划在浙江、江苏、北京、上海等地开设 11 家寿仙谷直营店，并在老字号药店以及高端商超新设 81 家寿仙谷品牌专柜。
3	研发中心扩建项目	3814.06	3814.06	在武义县原厂区内扩建研发中心，扩充研发队伍，增加研发设备和经费投入。
4	补充流动资金及偿还银行贷款	6000.00	3000.00	NA
合计		44919.70	35816.30	NA

资料来源：寿仙谷招股说明书，光大证券研究所

**首次发行可转债募投新增保健食品产能 31 吨。**公司于 2020 年 6 月公开发行可转换债券，募集资金总额 3.60 亿元，扣除发行费用后，主要用于寿仙谷健康产业园保健食品建设项目，包括保健食品粉剂、颗粒剂、片剂和浸膏剂，新增各类保健食品合计产能 31 吨。截至 2022 年 7 月，该次募投项目在按原计划筹建中，预计将于 2023 年 6 月完工。

表 15：2019 年 9 月寿仙谷首次公开发行可转换债券预案中募投项目情况

序号	募投资金使用项目	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目内容
1	寿仙谷健康产业园保健食品建设项目 (厂房建设)	22,426.98	22,426.98	募投项目建成后主要用于生产保健食品粉剂、颗粒剂、片剂及浸膏剂，其中，寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉年产量 11 吨，寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒年产量 11 吨，寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉片 5 吨，寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏 4 吨，合计 31 吨。预计于 2023 年 6 月完工。
2	寿仙谷健康产业园保健食品建设项目 (生产线建设)	14,483.29	13,573.02	
合计		36,910.27	36,000.00	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

**第二次拟发行可转债募投新增二期保健品产能 20 吨，立足当下，布局未来。**公司于 2022 年 4 月公告公开发行可转换债券预案，拟募集资金总额 3.98 亿元，扣除发行费用后，主要用于寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目和研发及检测中心建设项目，保健食品二期建设项目主要用来生产破壁灵芝孢子粉片和灵芝孢子油软胶囊（新品），助力全国化扩张战略，布局下一阶段产能扩张，合计新增保健食品产能 20 吨。预计本次募投项目全面建成后，公司整体产能规模将超过 100 吨/年，进一步巩固并提高公司综合竞争力。

表 16：2022 年 4 月寿仙谷公开发行可转换债券预案中募投项目情况

序号	募投资金使用项目	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目内容
1	寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目 (基本建设)	24,030.97	24,030.00	募投项目建成后主要用于生产保健食品片剂及灵芝孢子油胶囊项目，其中，破壁灵芝孢子粉片年产量 18 吨，灵芝孢子油软胶囊年产量 2 吨，合计 20 吨。保健食品二期建设项目计划建设期为 36 个月。
2	寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目 (生产线建设)	11,795.88	9,120.00	
3	寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目	7,637.03	6,650.00	研发及检测中心建设项目建设期为 24 个月。
合计		43,463.88	39,800.00	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 5、盈利预测

### 5.1、关键假设及盈利预测

1) 灵芝孢子粉类：公司以灵芝孢子粉为拳头产品，重点倾斜研发和营销资源。灵芝孢子粉类主要有四大产品，即灵芝孢子粉（破壁）、破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒、破壁灵芝孢子粉片。2018-2021 年灵芝孢子粉（破壁）营收有小幅下滑，其作为中药饮片根据 2015 年实施的《浙江省中药炮制规范》无法完全去壁，在消费升级的趋势下逐步被保健食品的粉剂和颗粒剂替代，我们预计 22-24 年该款产品收入持平。此外，公司从 2021H2 启动城市代理商制度，当年招募 10 家，2022 年计划招募至 30 家，并主推高端灵芝孢子粉片剂，我们预计 22-24 年片剂收入将放量高增，有望从 2021 年 3371 万元增长至 2024 年 1.83 亿元。随着品牌知名度的提升，以及营销渠道网络的完善，也将进一步带动破壁灵芝孢子粉和破壁灵芝孢子粉颗粒的持续快速增长。在主品战略和全国扩张的布局下，我们预计 22-24 年公司的灵芝孢子粉类收入同比增长 22.56%/ 24.90%/ 26.40%，毛利率分别为 88.37%/88.67%/88.97%。

2) 铁皮石斛类：公司铁皮石斛采用仿野生栽培技术种植于道地产区，区位和品质优势明显，叠加无糖、独特配方，市场接受度较高。旗下主要有两款产品，分别为定位中低端的铁皮枫斗颗粒和定位高端的铁皮枫斗灵芝浸膏，2017-2021 年其营收复合增长率分别为 20.5%和 16.3%，未来有望伴随着公司的全国扩张战略加速增长。我们预计 22-24 年公司的铁皮石斛类收入将同比增长 15.32%/ 18.32%/20.32%，毛利率分别为 77.74%/ 77.84%/77.94%。

3) 其他主营业务：包括西红花、红豆杉、红芪等产品，单个产品营收基本不超过 1000 万元，我们预计未来该项业务将保持每年 20%的营收增长率。而随着规模效应的提升，毛利率逐年小幅增长，22-24 年预计分别为 75.35%/75.55%/ 75.75%。

4) 其他业务：包含贸易、中医门诊等，我们预计未来该项业务将保持稳定低速增长，毛利率也维持稳定。

5) 销售和管理费用率：随着公司开启全国化拓展，全面提升品牌知名度，建设跨市场营销渠道，产品有望加速放量，规模效应下预计销售费用率和管理费用率将逐步下降。我们预计 22-24 年的销售费用率分别 40.88%/40.48%/40.18%，管理费用率为 9.29%/8.79%/8.59%。

综合以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 9.27/11.42/14.22 亿元，归母净利润为 2.52/3.27/4.28 亿元，当前股价对应 PE 为 27/21/16 倍。

表 17: 寿仙谷营收和毛利率预测

单位: 万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	54,675.85	63,605.06	76,713.73	92,745.90	114,164.90	142,183.43	178,207.48	221,958.78
YOY (%)	6.90%	16.33%	20.61%	20.90%	23.09%	24.54%	25.34%	24.55%
营业成本	8,540.68	10,567.15	12,637.26	14,913.29	17,756.63	21,371.15	25,877.10	31,226.95
毛利率	84.38%	83.39%	83.53%	83.92%	84.45%	84.97%	85.48%	85.93%
<b>灵芝孢子粉类</b>								
收入	39,380.75	45,320.18	53,586.51	65,674.75	82,029.50	103,684.81	131,866.01	165,910.18
YOY (%)	11.55%	15.08%	18.24%	22.56%	24.90%	26.40%	27.18%	25.82%
成本	3,667.98	5,079.06	6,338.58	7,637.12	9,292.87	11,435.08	14,147.50	17,302.27
毛利率	90.69%	88.79%	88.17%	88.37%	88.67%	88.97%	89.27%	89.57%
<b>铁皮石斛类</b>								
收入	8,105.47	10,145.60	12,272.99	14,153.28	16,746.52	20,150.15	24,447.41	29,906.03
YOY (%)	2.28%	25.17%	20.97%	15.32%	18.32%	20.32%	21.33%	22.33%
成本	1,918.78	2,437.52	2,756.87	3,150.93	3,711.52	4,445.71	5,369.36	6,538.33
毛利率	76.33%	75.97%	77.54%	77.74%	77.84%	77.94%	78.04%	78.14%
<b>其他主营业务 (西红花、红豆杉、红芪等)</b>								
收入	6,475.03	7,518.03	10,139.54	12,167.45	14,600.94	17,521.13	21,025.35	25,230.42
YOY (%)	-12.96%	16.11%	34.87%	20%	20%	20%	20%	20%
成本	1,913.97	2,034.93	2,519.95	2,999.61	3,570.33	4,249.35	5,057.17	6,018.14
毛利率	70.44%	72.93%	75.15%	75.35%	75.55%	75.75%	75.95%	76.15%
<b>其他业务</b>								
收入	714.60	621.25	714.69	750.42	787.95	827.34	868.71	912.15
YOY (%)	49.17%	-13.06%	15.04%	5%	5%	5%	5%	5%
成本	1,039.95	1,015.64	1,021.86	1,125.64	1,181.92	1,241.01	1,303.07	1,368.22
毛利率	-45.53%	-63.48%	-42.98%	-50%	-50%	-50%	-50%	-50%

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

## 5.2、相对估值

由于公司业绩持续为正,且处于快速增长的阶段,我们采用 PE 估值法,选择 A 股有代表性的品牌中药消费品公司和保健品公司片仔癀/同仁堂/汤臣倍健/东阿阿胶作为可比公司,可比公司当前股价对应 2022 年 PE 均值为 37 倍,2023 年 PE 均值为 31 倍。

寿仙谷当前股价对应 2022 年 PE 为 27 倍。考虑到公司加速全国化扩张,有望将区域性灵芝孢子粉品牌打造为全国龙头品牌,我们参考可比公司平均估值给予寿仙谷 2022 年 35 倍 PE,对应股价为 44.80 元。

表 18: 寿仙谷的可比公司估值表

代码	公司	2022/8/17	EPS (元)				PE (倍)				市值 (亿元)
		收盘价 (元)	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
600436.SH	片仔癀	299.02	4.03	4.83	5.87	7.12	74	62	51	42	1,804
600085.SH	同仁堂	48.55	0.90	1.09	1.27	1.49	54	45	38	33	666
300146.SZ	汤臣倍健	17.76	1.06	1.11	1.34	1.61	17	16	13	11	302
000423.SZ	东阿阿胶	37.30	0.68	1.39	1.83	2.24	55	27	20	17	244
	平均值						50	37	31	26	
603896.SH	寿仙谷	34.05	1.34	1.28	1.66	2.17	33	27	21	16	67

资料来源: Wind, 可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期, 寿仙谷的盈利预测来自光大证券, 截至日期 2022.08.17

### 5.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：由于中药保健品行业有着稳定、庞大的需求市场，假设公司进入稳定增长阶段后的长期增长率为 2%；
- 2、β值选取：采用申万医药生物行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 1.00%。

表 19：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(levered)	1.14
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	8.10%
税率	1.00%
Kd	4.92%
Ve	6715.66
Vd	93.83
目标资本结构	25.00%
WACC	7.30%

资料来源：光大证券研究所预测

表 20：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	647.41	6.71%
第二阶段	2411.85	25.01%
第三阶段 (终值)	6585.44	68.28%
企业价值 AEV	9644.70	100.00%
加：非经营性净资产价值	750.72	7.78%
减：少数股东权益 (市值)	1.07	-0.01%
减：债务价值	93.83	-0.97%
总股本价值	10300.53	106.80%
股本 (百万股)	197.20	
每股价值 (元)	<b>52.23</b>	
PE (隐含)	40.82	
PE (动态)	26.61	

资料来源：光大证券研究所预测

表 21：敏感性分析表

长期增长率 \ WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.30%	57.16	61.22	66.24	72.56	80.81
6.80%	51.44	54.63	58.48	63.23	69.23
<b>7.30%</b>	46.66	49.21	<b>52.23</b>	55.89	60.40
7.80%	42.62	44.68	47.10	49.97	53.44
8.30%	39.17	40.85	42.81	45.10	47.82

资料来源：光大证券研究所预测

根据上述假设，我们采用 FCFF 绝对估值法，得到公司的合理股价为 52.23 元。在贴现率±0.5%、长期增长率±0.5%的敏感度区间内，寿仙谷的估值区间为 44.68-63.23 元。

## 5.4、 估值结论与投资评级

公司在灵芝孢子粉和铁皮石斛行业拥有差异化的品种和技术优势，开启全国化扩张，推进渠道和品牌建设，有望迎来业绩拐点，实现中长期高质量发展。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.52/3.27/4.28 亿元，当前股价对应 PE 为 27/21/16 倍。我们结合相对估值与绝对估值两种方法，出于谨慎原则，给予公司目标价 44.8 元（对应 2022 年 35 倍 PE）。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5.5、 股价驱动因素

短期股价催化剂：核心品种销售超预期；品牌和渠道全国化拓展顺利；成本费用有效管控。

长期股价催化剂：中药材和保健品质量管控趋严，加速落后产能出清；股权激励计划超预期；灵芝孢子粉的临床药效研究取得重大突破；老龄化和消费升级推动中药保健行业渗透率提升。

# 6、 风险分析

### 自然灾害风险

公司生产所需原料主要为灵芝、灵芝孢子粉（原料）和铁皮石斛等中药材，且公司拥有 5000 多亩中药材种植基地，如发生干旱、洪灾、虫灾、异常气温等自然灾害，将影响上游原料和公司自产中药材的产量和质量，对公司的生产经营带来不利影响。

### 种源和技术流失风险

育种优势和深加工技术是公司两大核心竞争优势，公司自主培育的灵芝和铁皮石斛品种具有抗逆性强、有效成分高、产量高的特点，使得公司拥有低成本和高品质的竞争优势。如果育种技术被竞争对手掌握或超越，独家种源和深加工技术流失，行业竞争格局将恶化，对公司的盈利能力造成不利影响。

### 省外扩张不及预期的风险

公司目前是浙江省内的头部灵芝孢子粉企业，2021 年下半年开启全国化扩张，若渠道建设和品牌营销不畅，核心产品未能快速放量，将导致公司主营业务增长乏力，并限制公司的成长空间和长远发展。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	636	767	927	1,142	1,422
营业成本	106	126	149	178	214
折旧和摊销	43	49	71	88	101
税金及附加	5	8	9	11	14
销售费用	264	320	379	462	571
管理费用	72	77	86	100	122
研发费用	48	51	65	80	100
财务费用	0	-14	1	1	-5
投资收益	9	7	6	6	6
营业利润	159	207	261	336	438
利润总额	154	201	255	330	432
所得税	2	1	3	3	4
净利润	152	200	252	327	428
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	152	201	252	327	428
EPS(元)	1.03	1.32	1.28	1.66	2.17

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	256	297	281	376	476
净利润	152	201	252	327	428
折旧摊销	43	49	71	88	101
净营运资金增加	48	110	127	196	257
其他	13	-63	-169	-236	-311
投资活动产生现金流	90	-234	68	-26	-96
净资本支出	-65	-162	-202	-102	-102
长期投资变化	6	5	0	0	0
其他资产变化	149	-77	270	76	6
融资活动现金流	118	-54	-47	266	-154
股本变化	4	4	45	0	0
债务净变化	178	-95	-6	313	-100
无息负债变化	27	64	83	81	104
净现金流	464	9	302	616	226

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	83.4%	83.5%	83.9%	84.4%	85.0%
EBITDA 率	33.2%	34.0%	35.4%	36.9%	37.3%
EBIT 率	24.6%	26.1%	27.7%	29.2%	30.2%
税前净利润率	24.2%	26.2%	27.5%	28.9%	30.4%
归母净利润率	23.9%	26.2%	27.2%	28.6%	30.1%
ROA	8.9%	10.2%	11.3%	11.4%	13.3%
ROE (摊薄)	11.4%	12.4%	13.9%	15.9%	17.9%
经营性 ROIC	15.3%	16.0%	16.9%	19.4%	22.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	22%	17%	19%	28%	25%
流动比率	5.60	5.25	5.03	6.48	6.23
速动比率	5.00	4.75	4.57	6.02	5.77
归母权益/有息债务	7.05	17.37	20.81	5.15	7.97
有形资产/有息债务	8.46	19.73	23.75	6.75	10.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,700	1,962	2,230	2,874	3,208
货币资金	669	678	980	1,596	1,822
交易性金融资产	50	130	0	0	0
应收账款	70	85	104	128	159
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	3	4	5	6
存货	99	99	117	139	168
其他流动资产	16	40	59	85	119
流动资产合计	923	1,045	1,276	1,966	2,290
其他权益工具	61	59	59	59	59
长期股权投资	6	5	5	5	5
固定资产	199	357	456	488	493
在建工程	156	115	128	99	84
无形资产	79	83	83	84	84
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	28	34	34	34
非流动资产合计	777	917	954	908	919
总负债	373	342	419	813	816
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	90	141	179	213	256
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	1	7	8	10
其他流动负债	30	1	3	5	8
流动负债合计	165	199	254	304	367
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	188	88	87	400	300
其他非流动负债	16	52	74	104	144
非流动负债合计	209	143	165	509	449
股东权益	1,326	1,620	1,811	2,062	2,392
股本	148	152	197	197	197
公积金	836	978	954	954	954
未分配利润	469	614	783	1,034	1,364
归属母公司权益	1,326	1,620	1,810	2,062	2,391
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	41.51%	41.68%	40.88%	40.48%	40.18%
管理费用率	11.38%	10.09%	9.29%	8.79%	8.59%
财务费用率	0.08%	-1.79%	0.15%	0.13%	-0.34%
研发费用率	7.62%	6.63%	7.00%	7.00%	7.00%
所得税率	1%	0%	1%	1%	1%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.31	0.41	0.38	0.50	0.65
每股经营现金流	1.73	1.95	1.43	1.91	2.41
每股净资产	8.96	10.62	9.18	10.45	12.13
每股销售收入	4.30	5.03	4.70	5.79	7.21

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	33	26	27	21	16
PB	3.8	3.2	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	24.1	19.6	19.7	15.2	11.9
股息率	0.9%	1.2%	1.1%	1.5%	1.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE