

## 疫情短期影响有限，看好省外扩张

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年报，实现营业收入 3.5 亿元，同比增长 10.1%；归母净利润 8201.7 万元，同比增长 49.1%，扣非后归母净利润 6623.1 万元，同比增长 48.7%。
- **收入端：Q2 收入增速受到疫情影响较大。Q1/Q2 收入分别为 2 亿元/1.5 亿元，同比增速分别为 17%/1.7%。Q2 收入增速回落主要系疫情影响，但公司在疫情期间积极探索直播、小红书、抖音传播、百度渠道传播、微信视频号、钉钉新闻等网络传播模式，进一步增强寿仙谷品牌曝光度及知名度。寿仙云 VIP 会员健康分享平台完成系统建设，正式投入使用。为下半年公司增长奠定基础。分产品来看，上半年公司灵芝孢子粉类产品实现营收 2.36 亿元，增长 10.9%；毛利率 89.7%，同比增长 2pp。铁皮石斛系列上半年收入 6311 万元，同比增长 13.7%，毛利率为 79.1%，同比增长 2.1pp。毛利率整体呈现上升趋势，主要系公司随着收入规模扩大，成本管控良好，以及高端产品占比提升带来毛利率的提升。**
- **费用端：严控费用，利润持续好于收入。Q1/Q2 归母净利润为 0.6 亿元/0.2 亿元，同比增速 43.1%/67.3%。公司销售费用率为 49.3% (-0.9pp)，主要系公司疫情期间营销推广活动减少；管理费用率为 17.9% (-0.4pp)，主要系公司去年同期有股权激励费用，今年没有该因素影响；财务费用率为 -1.3% (-0.5pp)，主要系公司可转债转股后利息费用减少所致。研发费用率为 7.7% (+0.9pp)，主要系公司加大研发力度，进一步加强对于灵芝孢子粉的有效性研究。公司销售净利率为 23.5%，同比增长 6.2pp，主要系费用端管控良好以及毛利提升共同影响所致。**
- **渠道端：省外扩张加速推进。公司积极通过省外加盟商形式拓展省外渠道。上半年浙江省内地区收入 2.3 亿元，同比增长 10.8%，省外地区收入 4239.7 万元，同比增长 11.8%。互联网渠道收入 7246.7 万元，同比增长 5.3%。截至 2022 上半年末公司省外加盟商已经达到 14 家，实现快速拓张预计 2022 年目标新增 30 家城市代理商，省外市场收入将快速提升。我们预计全年平均每家贡献 300-600 万元销售额。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，预计将进一步改善产品结构提升毛利率水平。**
- **公开发行第二期可转债用于产能扩建。本次公开发行可转债募集资金总额不超过 3.98 亿元，扣除发行费用后，募集资金拟用于寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目和寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目。项目建成后，将形成年产 20 吨保健食品片剂、胶囊剂的生产能力，为省外扩张提供充足产能。项目建成达产后，将年均新增销售收入 33897 万元，年均实现净利润 7572 万元。项目的建成投产将有助于培育公司新的利润增长点，为公司带来显著的经济效益。**
- **盈利预测与投资建议。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.39 元、1.86 元、2.46 元，对应 PE 为 27 倍、20 倍和 15 倍，考虑到公司省外扩张带来业绩增量，2022-2024 年的复合增速为 34.2%。给予公司 2022 年 40 倍估值，对应目标价格为 55.6 元，给予“买入”评级。**
- **风险提示：**原材料价格及产量大幅波动、省外扩张不及预期。

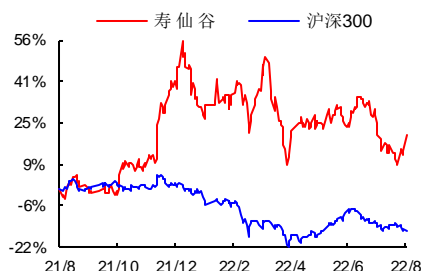
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	767.14	947.20	1167.09	1440.50
增长率	20.61%	23.47%	23.21%	23.43%
归属母公司净利润(百万元)	200.83	273.65	367.36	485.70
增长率	32.37%	36.26%	34.24%	32.21%
每股收益 EPS(元)	1.02	1.39	1.86	2.46
净资产收益率 ROE	12.36%	15.27%	17.69%	19.82%
PE	37	27	20	15
PB	4.55	4.11	3.55	3.01

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  
  
联系人: 阮雯  
电话: 021-68416017  
邮箱: rw@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)	1.97
流通 A 股(亿股)	1.97
52 周内股价区间(元)	33.35-62.03
总市值(亿元)	73.71
总资产(亿元)	19.62
每股净资产(元)	10.50

### 相关研究

1. 寿仙谷(603896): Q1 利润端增长超预期，省外拓展持续推进 (2022-04-07)
2. 寿仙谷(603896): 业绩符合预期，渠道省外拓展持续推进 (2022-04-01)
3. 寿仙谷(603896): 现代科技延续百年品牌，省外渠道打开成长空间 (2022-01-18)

### 关键假设：

假设 1：随着 2022 年公司省外加盟商快速发展，预计 2022-2024 年省外加盟商能够达到 20 家、40 家、60 家；

假设 2：考虑到公司产能扩产以及省外渠道的扩张，预计到 2023 年开始快速放量，假设 2022-2024 年三代灵芝孢子粉销量增速分别为 25%、25%和 25%，随着公司规模逐步扩大，规模效应带来毛利率持续提升，预计 2022-2024 年毛利率为 88%、89%和 90%；

假设 3：考虑到公司产能扩产以及省外渠道的扩张，假设 2022-2024 年铁皮石斛销量增速分别为 25%、25%和 25%。

**表 1：业务拆分**

单位：万元		2021A	2022E	2023E	2024E
工业-灵芝孢子粉类	收入	53,587	66,984	83,730	104,662
	增速	18%	25%	25%	25%
	毛利率	88%	88%	89%	90%
工业-铁皮石斛类	收入	12,273	15,341	19,177	23,971
	增速	21%	25%	25%	25%
	毛利率	78%	75%	75%	75%
工业-其他主营业务	收入	10,140	11,153	12,269	13,496
	增速	35%	10%	10%	10%
	毛利率	75%	72%	73%	74%
其他行业	收入	399	559	782	1,095
	增速	0%	0%	0%	0%
	毛利率	-1%	-1%	-1%	-1%
合计	收入	76,714	94,720	116,708	144,050
	增速	21%	23%	23%	23%
	毛利率	84%	83%	84%	85%

数据来源：西南证券

### 相对估值：

考虑到公司的产品主要是名贵中药材灵芝加工的中药饮片，选取同行业两家可比公司，2023 年两家可比公司的平均估值为 40 倍，给予公司 2022 年 40 倍估值，对应目标价格为 55.6 元，给予“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS			PE		
			22E	23E	24E	22E	23E	24E
600085.SH	同仁堂	48.16	0.85	0.95	1.03	56.66	50.69	46.76
600129.SH	太极集团	26.96	0.6	0.94	1.38	44.93	28.68	19.54
平均值						50.80	39.69	33.15

数据来源：wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	767.14	947.20	1167.09	1440.50	净利润	200.31	273.66	367.37	485.71
营业成本	126.37	151.55	175.48	202.38	折旧与摊销	61.11	57.58	62.56	64.06
营业税金及附加	7.81	9.47	9.34	8.64	财务费用	-13.71	0.95	0.00	0.00
销售费用	319.76	407.30	490.18	586.28	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	77.43	104.19	128.38	158.45	经营营运资本变动	-17.01	-16.91	-5.33	-21.04
财务费用	-13.71	0.95	0.00	0.00	其他	66.00	-5.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>296.70</b>	<b>310.23</b>	<b>414.60</b>	<b>519.02</b>
投资收益	6.84	5.00	10.00	10.00	资本支出	-120.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-12.33	0.00	0.00	0.00	其他	-113.27	5.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-233.72</b>	<b>5.00</b>	<b>10.00</b>	<b>10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>207.15</b>	<b>278.96</b>	<b>374.00</b>	<b>493.44</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.09	-3.00	-4.40	-4.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>201.06</b>	<b>275.96</b>	<b>369.60</b>	<b>489.23</b>	股权融资	135.90	0.00	0.00	0.00
所得税	0.75	2.30	2.23	3.51	支付股利	-45.89	-60.74	-82.77	-111.11
净利润	200.31	273.66	367.37	485.71	其他	-144.25	-47.64	0.00	0.00
少数股东损益	-0.52	0.01	0.01	0.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-54.24</b>	<b>-108.38</b>	<b>-82.77</b>	<b>-111.11</b>
归属母公司股东净利润	200.83	273.65	367.36	485.70	<b>现金流量净额</b>	<b>8.74</b>	<b>206.85</b>	<b>341.83</b>	<b>417.91</b>
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	677.98	884.83	1226.67	1644.57	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	98.01	124.88	150.88	185.41	销售收入增长率	20.61%	23.47%	23.21%	23.43%
存货	99.06	118.80	137.55	158.64	营业利润增长率	30.36%	34.66%	34.07%	31.94%
其他流动资产	170.24	139.28	141.44	144.07	净利润增长率	32.03%	36.62%	34.24%	32.21%
长期股权投资	4.82	4.82	4.82	4.82	EBITDA 增长率	18.90%	32.58%	29.36%	27.70%
投资性房地产	204.21	204.21	204.21	204.21	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	472.79	421.36	364.93	307.01	毛利率	83.53%	84.00%	84.96%	85.95%
无形资产和开发支出	82.98	80.83	78.69	76.54	三费率	49.99%	54.10%	53.00%	51.70%
其他非流动资产	152.36	148.37	144.38	140.38	净利率	26.11%	28.87%	31.45%	33.81%
<b>资产总计</b>	<b>1962.46</b>	<b>2127.58</b>	<b>2453.78</b>	<b>2864.74</b>	ROE	12.36%	15.27%	17.69%	19.82%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.21%	12.86%	14.97%	16.95%
应付和预收款项	174.26	179.35	218.87	253.82	ROIC	32.03%	42.62%	59.35%	81.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.18%	35.60%	37.38%	38.81%
其他负债	168.15	156.17	158.23	160.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>342.41</b>	<b>335.67</b>	<b>377.27</b>	<b>413.62</b>	总资产周转率	0.42	0.46	0.51	0.54
股本	152.50	197.20	197.20	197.20	固定资产周转率	2.76	2.55	3.15	4.38
资本公积	900.22	855.53	855.53	855.53	应收账款周转率	9.92	9.99	9.97	9.99
留存收益	690.99	903.90	1188.49	1563.08	存货周转率	1.27	1.39	1.37	1.37
归属母公司股东权益	1619.66	1791.51	2076.11	2450.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.20%	—	—	—
少数股东权益	0.38	0.39	0.40	0.41	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1620.05</b>	<b>1791.91</b>	<b>2076.51</b>	<b>2451.11</b>	资产负债率	17.45%	15.78%	15.37%	14.44%
负债和股东权益合计	1962.46	2127.58	2453.78	2864.74	带息债务/总负债	25.58%	26.10%	23.22%	21.18%
					流动比率	5.25	6.59	7.08	7.88
					速动比率	4.75	5.97	6.49	7.30
					股利支付率	22.85%	22.20%	22.53%	22.88%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	254.55	337.49	436.56	557.50	每股收益	1.02	1.39	1.86	2.46
PE	36.70	26.94	20.07	15.18	每股净资产	8.22	9.09	10.53	12.43
PB	4.55	4.11	3.55	3.01	每股经营现金	1.50	1.57	2.10	2.63
PS	9.61	7.78	6.32	5.12	每股股利	0.23	0.31	0.42	0.56
EV/EBITDA	16.74	16.95	12.32	8.90					
股息率	0.62%	0.82%	1.12%	1.51%					

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悉范围内，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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn