



Research and
Development Center

渠道拓展促进业绩增长，打造有机国药 第一品牌

—寿 仙 谷(603896)公司深度报告

周平 医药行业首席分析师
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告

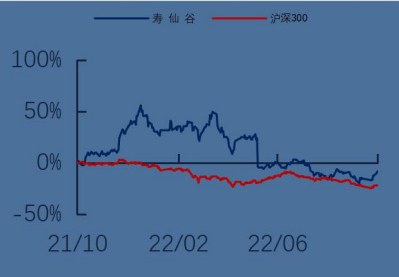
公司研究

公司深度报告

寿仙谷(603896)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	35.81
52周内股价波动区间(元)	32.84-62.03
最近一月涨跌幅(%)	-5.05
总股本(亿股)	1.97
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	70.62

资料来源：wind，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

渠道拓展促进业绩增长，打造有机国药第一品牌

2022年10月21日

报告内容摘要：

- ◆拥有灵芝孢子粉独家去壁技术，提高有效物质含量和安全性。公司核心产品破壁灵芝孢子粉采用独创的“四低一高”超音速低温气流破壁技术，提高了破壁率，也避免了重金属污染和物料氧化。公司发明了独家去壁技术，与普通灵芝孢子粉相比，公司仙芝2号破壁灵芝孢子粉颗粒中总三萜和粗多糖含量分别提升6/10倍以上，适合免疫力低下和放化疗人群。我们测算2021年全国灵芝孢子粉潜在市场规模为54.32亿元。
- ◆公司立足浙江走向全国，发展省外代理和电商营销。公司自2017年上市以来，营业收入和净利润每年保持正增长。目前公司收入主要来自于浙江地区，公司支持建立全国经销体系，开启市场中心的孢子粉片剂招商模式，2022年计划新增20家城市代理商，此外公司互联网渠道已成为传统销售渠道的重要补充。随着公司业务向省外拓展，营销推广力度加大，有望提高市占率。此外公司铁皮石斛、西红花等产品收入保持稳健增长态势，新产品研究有序开展，有望丰富产品集群，扩大品牌影响力。
- ◆药食同源中药具有积极的免疫调节功效，寿仙谷产品具备性价比优势。我国人口基数大，老龄人口数量庞大，因人口老龄化带来的保健品市场潜在容量较大。研究显示，破壁灵芝孢子粉具有积极的免疫调节功效，有助于提高肿瘤综合治疗效果。我们对市面上5类灵芝孢子粉类产品进行对比分析，公司各SKU的日消费额处于行业中高水平，但其粗多糖有效成分单价居于行业超低位水平，显示较强性价比优势。考虑到终端有打折促销，可降低消费者负担，我们认为公司破壁灵芝孢子粉具备业绩增长潜力。
- ◆盈利预测与投资评级：随着我国人口老龄化加深，灵芝孢子粉和铁皮石斛等药食同源中药因具有积极的免疫调节功效而具备市场潜力。公司产品具备技术优势和全产业链优势，性价比凸显。公司产品毛利率较高，随着营销推广力度加大、省外代理和电商等新销售渠道发力，业绩增长具备潜力。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为9.22/11.08/13.32亿元，归母净利润分别为2.59/3.22/3.87亿元，我们给予寿仙谷2022年PE估值区间为34-36倍，对应目标价区间为44.54-47.16元，维持买入评级。
- ◆股价催化剂：省外代理和互联网营销发展可能促进业绩超预期增长。
- ◆风险因素：自然灾害风险、原材料质量控制风险、种源流失风险、存货周转不畅风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	636	767	922	1,108	1,332
增长率 YoY%	16.3%	20.6%	20.2%	20.2%	20.2%
归属母公司净利润(百万元)	152	201	259	322	387
增长率 YoY%	22.5%	32.4%	29.1%	24.3%	20.1%
毛利率%	83.4%	83.5%	83.6%	83.7%	83.8%
净资产收益率 ROE%	11.4%	12.4%	13.6%	14.6%	15.2%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.32	1.31	1.63	1.96
市盈率 P/E(倍)	34.44	43.94	27.24	21.92	18.26
市净率 P/B(倍)	5.22	7.06	3.70	3.21	2.77

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年10月21日收盘价

目录

投资聚焦.....	5
一、 公司分析:	6
1、 公司概况.....	6
2、 财务分析: 开发营销新渠道, 推动业绩稳健增长.....	8
3、 破壁灵芝孢子粉: 全产业链把控、核心技术优势明显.....	11
4、 铁皮石斛: 具备重要保健及治疗功效、仿野生有机栽培模式研制道地药材.....	16
5、 西红花及其他产品: 收入体量较小, 具备市场潜力.....	17
二、 行业分析.....	19
1、 人口老龄化带动中药保健品消费, 看好名贵 OTC 中药.....	19
2、 药食同源中药具有积极的免疫调节功效, 寿仙谷产品具备性价比优势.....	20
三、 盈利预测、估值与投资评级.....	23
1、 盈利预测和假设.....	23
2、 盈利预测结果.....	23
3、 估值结论与投资评级.....	24
四、 风险因素.....	25
1、 自然灾害风险.....	25
2、 原材料质量控制风险.....	25
3、 种源流失风险.....	25
4、 存货周转不畅风险.....	25

表目录

表 1: 寿仙谷公司产品介绍.....	6
表 2: 寿仙谷发展历程.....	6
表 3: 2021 年公司销售收入按销售模式拆分.....	11
表 4: 灵芝孢子粉破壁技术汇总.....	12
表 5: 寿仙谷灵芝育种品种介绍.....	13
表 6: 寿仙谷铁皮石斛育种品种介绍.....	16
表 7: 5 类在售灵芝孢子粉类产品对比分析.....	21
表 8: 寿仙谷盈利预测假设.....	23
表 9: 寿仙谷盈利预测结果.....	23
表 10: 寿仙谷可比公司估值.....	24

图目录

图 1: 寿仙谷股权结构.....	7
图 2: 2017-2022H1 公司营业收入情况.....	8
图 3: 2017-2022H1 公司归母净利润情况.....	8
图 4: 2017-2022H1 公司销售毛利率和净利率变化.....	8
图 5: 2017-2022H1 公司费用率变化.....	8
图 6: 2017-2022H1 公司营业收入结构基本保持稳定.....	9
图 7: 2017-2022H1 公司三项主营业务毛利率变化.....	9
图 8: 2017-2022H1 公司总资产及资产负债率情况.....	10
图 9: 2017-2022H1 公司经营现金净流量及净现比.....	10
图 10: 2017-2022H1 年公司各地区销售收入占比.....	10
图 11: 2017-2022H1 年公司各地区销售收入 (百万元)	10
图 12: 寿仙谷全产业链经营模式.....	11
图 13: 寿仙谷自有有机国药种植基地.....	12
图 14: 灵芝孢子粉结构图.....	14
图 15: 寿仙谷三代灵芝孢子粉破壁技术差异.....	14
图 16: 2017-2021 公司灵芝孢子粉产品销售收入情况 (百万元)	14
图 17: 2017-2021 公司灵芝孢子粉产品销售收入结构情况.....	14
图 18: 2017-2021 年公司铁皮石斛类产品销售收入情况 (百万元)	17
图 19: 2017-2022H1 年公司西红花及其他产品销售收入情况.....	17
图 20: 寿仙谷西红花系列产品情况介绍.....	17
图 21: 第 7 次人口普查数据: 我国人口年龄组成结构.....	19
图 22: 我国人均医疗消费支出占总消费支出比重.....	19

图 23：我国中药保健品行业市场规模及占比变化.....	20
图 24：2020 年国内电商渠道销售前 20 位中药材保健品.....	21
图 25：寿仙谷淘宝旗舰店灵芝孢子粉各规格产品月消费额汇总.....	22

投资聚焦

公司核心产品为破壁灵芝孢子粉和铁皮石斛，公司拥有独家去壁技术，与普通灵芝孢子粉相比，公司仙芝 2 号破壁灵芝孢子粉颗粒中总三萜和粗多糖含量分别提升 6/10 倍以上，适合免疫力低下和放化疗人群。我们测算 2021 年全国灵芝孢子粉潜在市场规模为 54.32 亿元。

我国人口基数大，对应的老龄人口数量庞大，因人口老龄化带来的保健品市场潜在容量较大。研究显示，破壁灵芝孢子粉具有积极的免疫调节功效，有助于提高肿瘤综合治疗效果。我们对市面上 5 类灵芝孢子粉类产品进行对比分析，假设用作保健品消费时单人单日的服用量为 2 克，则寿仙谷各 SKU 的日消费额处于行业中高水平，但其粗多糖有效成分单价居于行业超低位水平，显示较强性价比优势。

公司自 2017 年上市以来，营业收入和净利润每年保持正增长。2021 年公司坚持“名医、名药、名店”发展模式，积极培育新市场，试水全国市场代理商制度，运行寿仙云等小程序力求开创云端销售新天地，统筹上海、江苏一体化，助力业绩增长。公司立足浙江走向全国，发展省外代理和电商营销。目前公司收入主要来自于浙江地区，公司支持建立全国经销体系，开启市场中心的孢子粉片剂招商模式，2022 年计划新增 20 家城市代理商。此外公司互联网渠道已成为传统销售渠道的重要补充，新渠道开拓有利于促进业绩增长，打开成长空间。

我们预计未来公司将在省外市场和线上电商的竞争中具备优势，在灵芝孢子粉行业市占率或将居于行业前列。此外公司铁皮石斛、西红花等产品收入保持稳健增长态势，新产品研究有序开展，有望丰富产品集群，扩大品牌影响力。

一、 公司分析：

1、 公司概况

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，也是国家高新技术企业。公司始终坚持“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，以稳健高效推进高质量发展为总目标，持续贯彻实施“科技立企，市场兴企，管理强企”的发展战略和“三强三高二比拼”效能建设再深化行动。公司是国家级非物质文化遗产代表性项目保护单位和全国农业重点龙头企业，致力于弘扬和发展中华医药事业，努力打造有机国药第一品牌、世界灵芝领导品牌。

公司主营第三代去壁灵芝孢子粉系列、铁皮石斛系列和西红花系列产品。灵芝孢子粉类产品细分为灵芝孢子粉（破壁）、破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒和破壁灵芝孢子粉片。铁皮石斛类产品细分为铁皮枫斗颗粒和铁皮枫斗灵芝浸膏。

表 1：寿仙谷公司产品介绍

分类	产品	功能
灵芝孢子粉类	灵芝孢子粉（破壁）	补气安神、健脾益肺，用于虚劳体弱，失眠多梦，咳嗽气喘
	破壁灵芝孢子粉颗粒	对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力
	破壁灵芝孢子粉片	对辐射危害有辅助保护功能、增强免疫力
	灵芝孢子粉胶囊	增强免疫力
铁皮石斛类	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
西红花类	西红花铁皮枫斗膏	增强免疫力

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司构建了“一链二体三全”卓越绩效管理体系、“产品质量三化同行”、“企业管理三化融合”、“产业发展三化共促”的“道生万物”质量管理新模式，确保产品质量的“安全、高效、稳定、可控”。据 2021 年报，报告期内公司新申报项目 11 项，成功获批 8 项，其中国家级项目 2 项、省级项目 6 项；公司获评浙江省“专精特新”小巨人企业、金华市十大创新型领军企业、第七批农业产业化全国农业重点龙头企业，获得 2021 年浙江省人民政府质量奖；公司科研平台首获国家 CNAS 实验室认证，省级博士后工作站被评定为优秀博士后工作站。产品方面，寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉系列产品获评 2021 年浙江省优秀工业产品和浙江农业博览会金奖，成为杭州亚运会官方指定灵芝产品，铁皮枫斗颗粒入选第二届浙江特色伴手礼产品。

表 2：寿仙谷发展历程

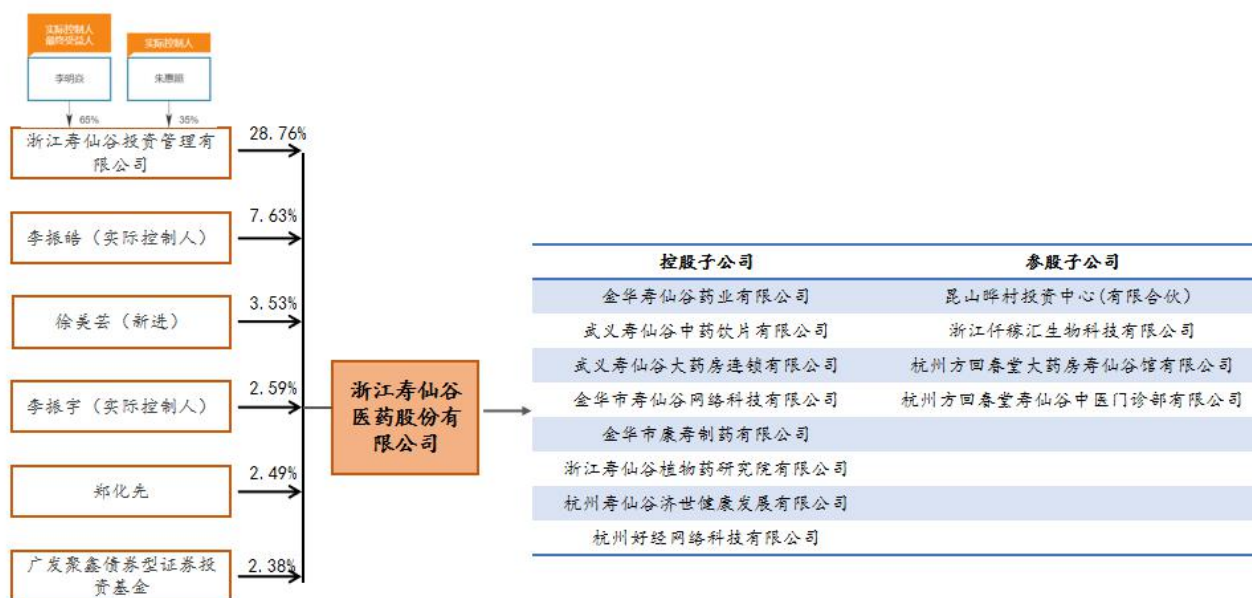
时间	事件
1909 年	寿仙谷药号始建于清宣统元年。
1997 年	浙江寿仙谷医药股份有限公司正式成立，地处中国温泉养生生态产业示范区的浙江省武义县。
2008 年	被授予国家高新技术企业。
2012 年	国家农业部首个铁皮石斛地理保护标志落户浙江寿仙谷珍稀植物药研究院。
2014 年	“武义寿仙谷中药炮制技艺”被国务院列入“国家级非物质文化遗产代表性项目名录”。
2015 年	寿仙谷作为灵芝、铁皮石斛行业龙头企业，率先向 ISO/TC249 提交了灵芝和铁皮石斛两个国际标准提案。

2016 年	中国中药协会同意授予浙江寿仙谷医药股份有限公司“铁皮石斛、灵芝品种道地药材保护与规范化种植基地”称号。
2017 年	寿仙谷（603896）在上海证券交易所主板成功上市；获得了“一种灵芝孢子粉的精制工艺与综合利用方法及其用途”的发明专利。
2018 年	寿仙谷为主起草的《破壁灵芝孢子粉》标准（编号：T/ZZB0474—2018）自 2018 年 9 月 30 日开始实施，作为浙江省保健食品类第一个“浙江制造”标准。
2019 年	由寿仙谷主导制定的《ISO21315 中医药—灵芝》和《ISO21370 中医药—铁皮石斛》两项国际标准分别于 2018 年 12 月 20 日和 2019 年 2 月 5 日正式发布，不仅为中国灵芝、铁皮石斛的国际贸易提供了统一的标准，也为中国灵芝、铁皮石斛产业走向世界奠定了坚实的基础，是中医药国际化的一大突破。
2020 年	“寿仙谷”成功入选“2020 匠心品牌”；荣获“2020 年浙江省标准创新贡献奖优秀贡献奖”、“特别奉献浙江骄傲——十大抗疫先行企业”
2021 年	寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉系列产品获评 2021 年浙江省优秀工业产品及 2021 浙江农业博览会金奖，成为杭州亚运会官方指定灵芝产品。

资料来源：信达证券研发中心整理

截至 2022 年 10 月 20 日，公司总股本为 1.97 亿股。据公司 2022 年中报，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（父亲李明焱、母亲朱惠照、儿子李振皓、儿子李振宇），合计持有公司 38.98% 的股份。其中，李明焱和朱惠照两位股东是通过浙江寿仙谷投资管理有限公司对公司进行间接控股，持有公司 28.76% 股权。

图 1：寿仙谷股权结构

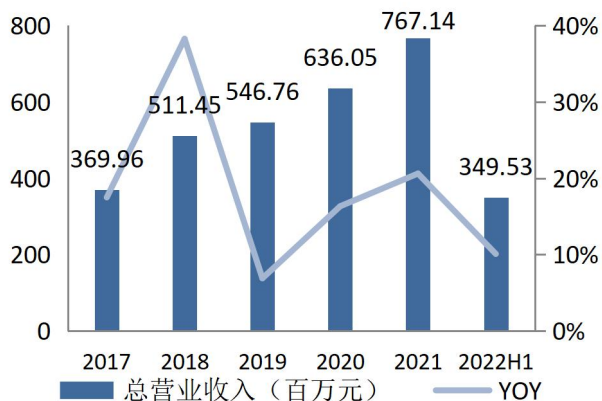


资料来源：wind，公司 2022 年中报，信达证券研发中心，注：截至 2022 年中报

2、 财务分析：开发营销新渠道，推动业绩稳健增长

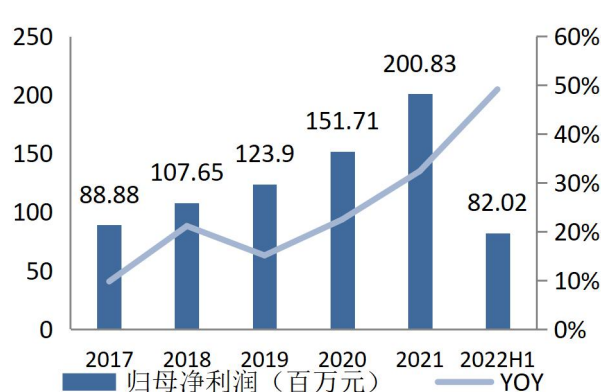
公司自 2017 年上市以来，营业收入和净利润每年保持正增长，2021 年，公司业绩增长迅速，实现营收 7.67 亿元（+20.61%），归母净利润 2.01 亿元（+32.37%），系公司坚持“名医、名药、名店”发展模式，积极培育新市场，试水全国市场代理商制度，运行寿仙云等小程序力求开创云端销售新天地，统筹上海、江苏一体化，取得了良好的成效。2022H1 公司实现营收 3.50 亿元（+10.09%），归母净利润 0.82 亿元（+49.13%），此外，据公司 2022 年前三季度业绩预增公告及中报测算，2022Q3 公司预计实现归母净利润约 4398.35 万至 4798.35 万元（同比增长 37%-50%），利润端表现亮眼。

图 2：2017-2022H1 公司营业收入情况



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 3：2017-2022H1 公司归母净利润情况

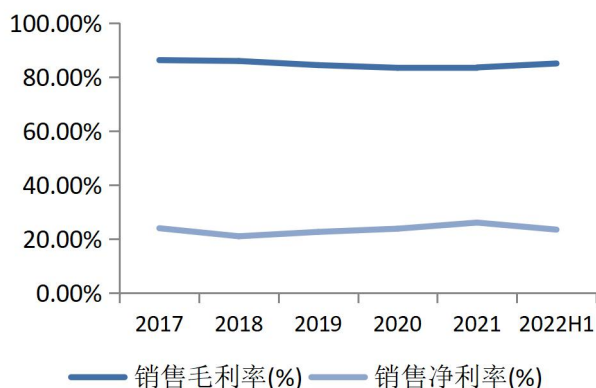


资料来源：wind, 信达证券研发中心

2017-2022H1 期间，公司整体销售毛利率保持稳定，因为公司主营产品的终端零售价格体系由公司自主决定，且未进行大幅调整，此外公司的生产原料主要为灵芝孢子粉（原料）、鲜铁皮石斛、铁皮石斛干品等中药材，主要来源于基地自产和对外采购，公司具备全产业链经营优势，在维持毛利率稳定方面具备优势。

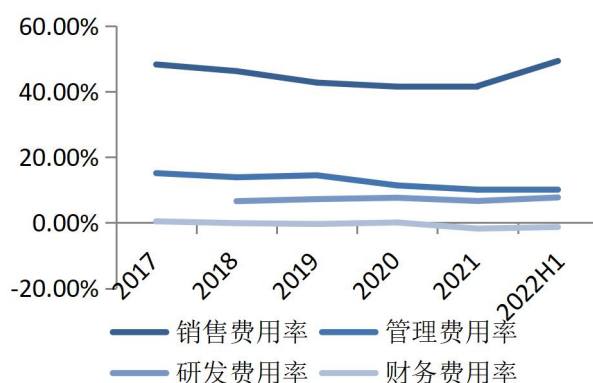
公司实行以经销为主、直销为辅的销售模式，经销模式下销售费用率较高；公司加大研发投入，主要用于持续改良技术工艺、选育新菌种、开发新品种和改进生产设备；2021 年度财务费用变动原因主要系公司购买定期存款，利息收入增加所致。总体来说，公司四项费用的变化较为稳定。

图 4：2017-2022H1 公司销售毛利率和净利率变化



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 5：2017-2022H1 公司费用率变化

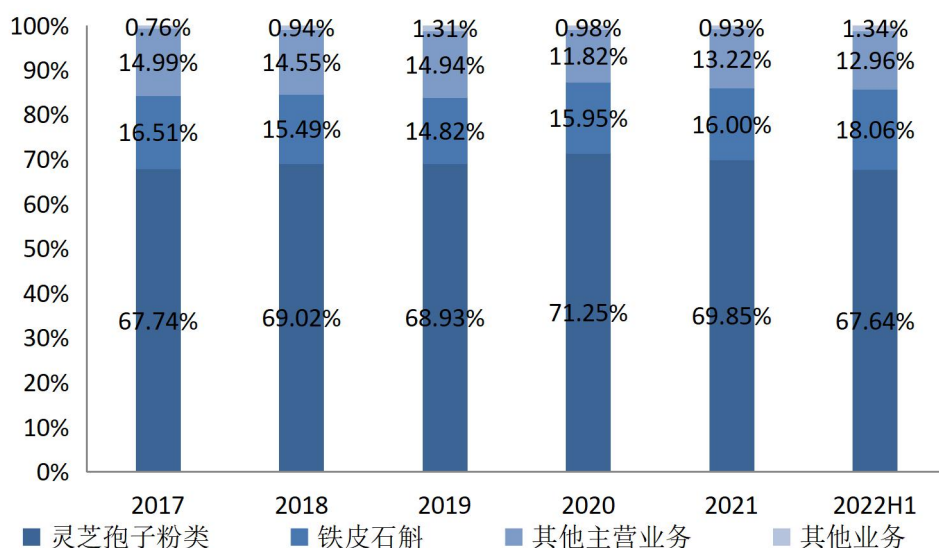


资料来源：wind, 信达证券研发中心

从产品收入结构来看，公司主要产品销售占比较为稳定，2021 年主营业务收入可分三大板
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>8

块：1) 灵芝孢子粉类产品：2021 年实现营收 5.36 亿元（+15.43%），占主营业务收入的比重为 70.51%；2) 铁皮石斛类产品：2021 年实现营收 1.23 亿元（+17.33%）；3) 其他产品：实现收入 1.01 亿元（+25.85%），品类规格较多，单品销售额占比较低。

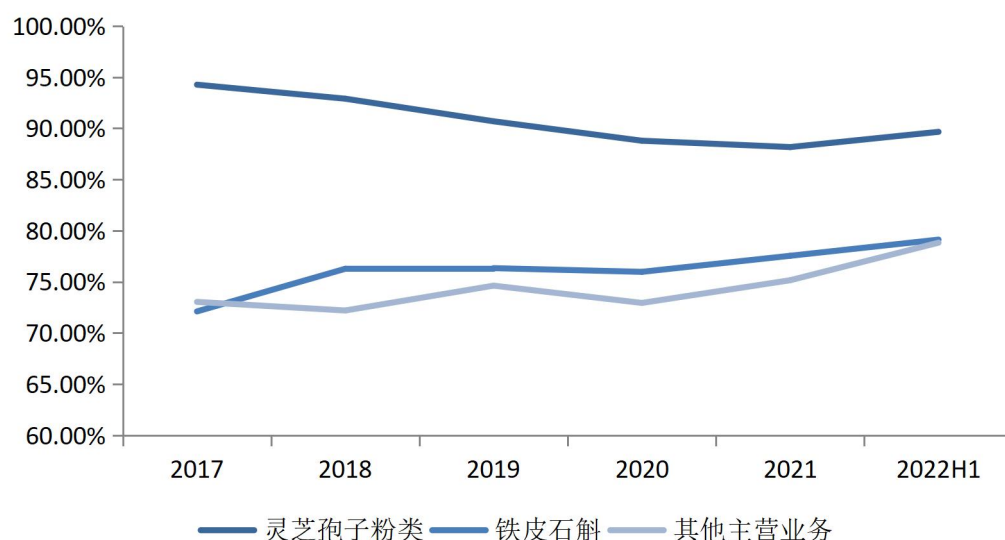
图 6：2017-2022H1 公司营业收入结构基本保持稳定



资料来源：wind，信达证券研发中心

从分产品毛利来看，灵芝孢子粉类产品作为公司核心产品，对公司毛利贡献度最大，占主营业务毛利的比重一直保持在 70% 以上，毛利率稳中稍降，从 2020 年的 88.79% 略降为 2021 年的 88.17%，2022 上半年微增，为 89.66%；铁皮石斛类产品毛利占主营业务毛利的比重维持在 13% 以上，毛利率稳中有升，从 2020 年的 75.97% 提高到 2022H1 的 79.12%；其他主营业务毛利率也有一定的上升，从 2020 年的 72.93% 提高到 2022H1 的 78.82%。

图 7：2017-2022H1 公司三项主营业务毛利率变化



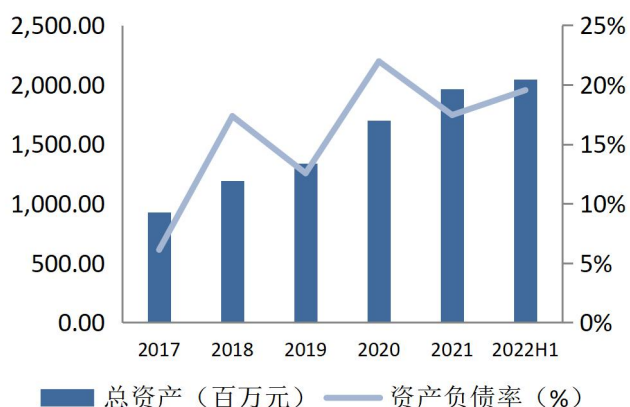
资料来源：wind，信达证券研发中心

2017 年至 2022H1，公司资产负债率呈波动上升趋势，2022H1 公司总资产为 20.47 亿元，资产负债率为 19.54%，整体负债压力不高。

公司经营性现金流保持稳健增长态势，现金流较为充足，2021 年经营活动净现金流量达到

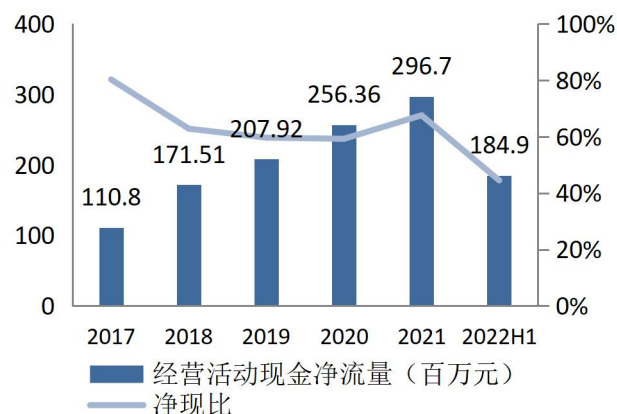
了 2.97 亿元 (+15.74%)。

图 8：2017-2022H1 公司总资产及资产负债率情况



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 9：2017-2022H1 公司经营现金净流量及净现比

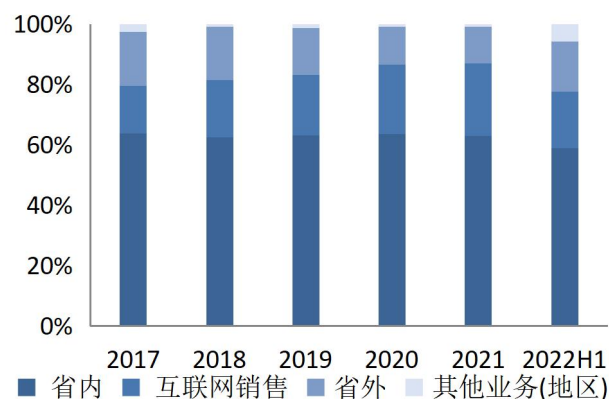


资料来源：wind, 信达证券研发中心

近年来公司逐渐加强销售建设，立足浙江走向全国，发展省外代理和电商营销。目前公司收入主要来自于浙江地区，2021 年产品销售共 7.67 亿元，其中省内收入占比达到 62.85%。公司支持建立全国经销体系，开启市场中心的孢子粉片剂招商模式，2022 年计划新增 20 家城市代理商，做好价格建设管理和代理商扶持、拓展工作。截至 2022 年 6 月底，公司已签约城市代理商 14 家，销售代理网点实现昆明、贵阳、重庆、南昌、武汉、连云港及长三角多点散发。

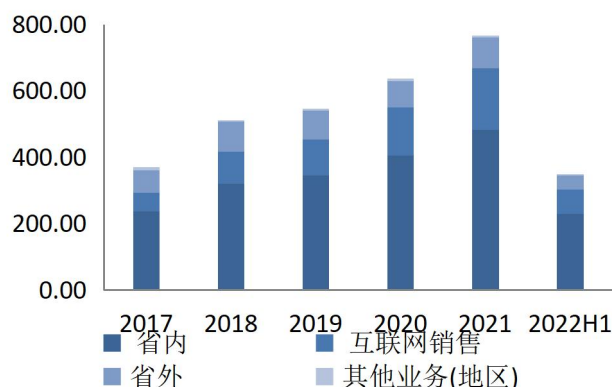
2017-2021 年，公司互联网渠道销售额从 5775 万元增长到 1.85 亿元，占比从 15.61% 提升到 24.17%，已成为传统销售渠道的重要补充，公司互联网销售主要通过天猫、京东等官方旗舰店。公司产品具有规格较少、价格透明、便于运输、不易损坏变质等特点，公司逐步加大营销宣传力度，“寿仙谷”品牌知名度和影响力不断扩大，产品功效及质量逐渐获得消费者的认可。

图 10：2017-2022H1 年公司各地区销售收入占比



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 11：2017-2022H1 年公司各地区销售收入（百万元）



资料来源：wind, 信达证券研发中心

公司经销模式细分为买断式经销和代销式经销，买断式主要选择大型、知名或有信誉的老字号药房，代销式主要以大型商超为合作伙伴，拓展经销渠道。

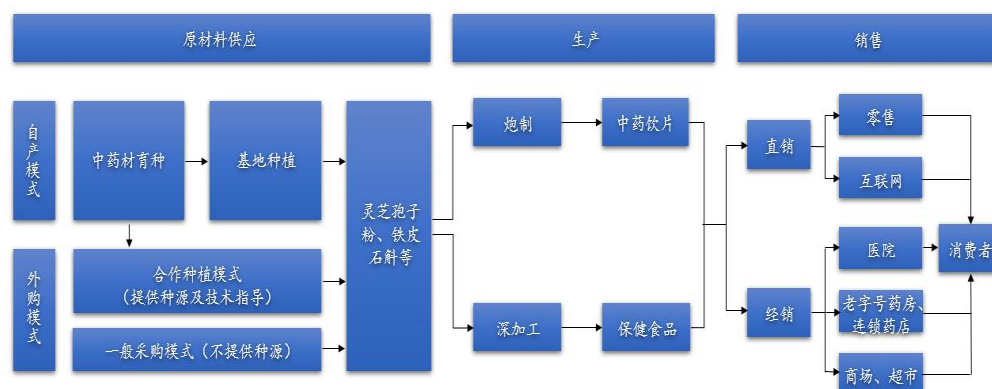
表 3：2021 年公司销售收入按销售模式拆分

时间	2021 年收入（亿元）	YOY	备注
买断式经销	2.68	+36.54%	杭州胡庆余堂、杭州方回春堂以及浙江九欣医药有限公司等大型医药流通企业
代销式经销	1.48	+13.05%	杭州联华华商集团、杭州大厦等商场超市
零售	1.58	+0.97%	
互联网	1.85	+27.33%	天猫官方旗舰店、京东官方旗舰店

资料来源：公司 2021 年报，信达证券研发中心

3、破壁灵芝孢子粉：全产业链把控、核心技术优势明显

公司具备全产业链优势。优良品种是道地药材的关键，目前公司已建立中药材种植基地，充分利用连锁经营、现代物流和互联网技术建立了销售渠道，增强了对渠道的控制力。

图 12：寿仙谷全产业链经营模式


资料来源：公司 2021 年报，信达证券研发中心

4800 亩有机国药种植基地，四重有机认证。浙江武义县位于浙江中部，海拔千米以上，山峰有 102 座，森林覆盖率 72% 以上，75% 地面水达到 II 类水质标准，属亚热带季风气候，自古以来是中药材天然宝库，水土气候十分适宜铁皮石斛、灵芝生长，有利于发展名贵中药材产业。公司在此设立有机国药基地，其中现代化灵芝种植大棚保障了道地药材的品质，而仿野生的有机栽培模式通过模仿铁皮石斛自然生长环境，设置各项适宜环境参数，智能操控铁皮石斛生长所需的光照、空气、水分及温湿度确保药材的道地和高效。目前，基地已通过中国和欧盟有机认证，国家中药材 GMP 认证，是环保部认定的国家有机食品生产基地和中国中药协会灵芝/铁皮石斛道地药材保护与规范化种植示范基地。

公司具有优良育种和种植栽培优势。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，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。目前公司已建立重点品种表型库、基因库、化学物质代谢库三大数据库；寿仙谷灵芝、铁皮石斛实现第 6 次“航天育种”，“仙芝 3 号”和“寿菊 1 号”通过省品种审定委员会认定，灵芝新品种“仙芝 2 号”首次获国家品种权保护证书。

图 13：寿仙谷自有有机国药种植基地



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

据《灵芝孢子粉破壁技术及灵芝类保健食品开发研究进展》，灵芝所含功效活性成分十分丰富，主要包括多糖类、三萜类、核苷酸、甾醇、生物碱、脂肪酸等。**灵芝多糖和三萜类含量是灵芝类作为中药饮片或保健食品的主要功效评价指标**，灵芝孢子是灵芝子实体的有性生殖细胞，主要有效成分含量高出灵芝 75 倍，具有抑制肿瘤、提升免疫力、抗氧化、保肝护肝和调节血糖等药理作用，但其细胞壁主要由坚硬的几丁质构成，人的消化系统不易分解，因此有必要对灵芝孢子粉进行破壁处理。目前，国内外的破壁工艺技术多种多样，若按破壁原理来分，分为机械法、物理法、化学法、生物法、组合法等。研究表明，灵芝孢子粉多糖得率因提取方法的不同而有差异，破壁后灵芝孢子粉多糖组成完全相同，但含量是破壁前的 1.7 倍，此外破壁处理能明显提高灵芝孢子粉总三萜含量。

表 4：灵芝孢子粉破壁技术汇总

类别	破壁技术	过程	优点	
机械破壁法	研磨式超微粉碎破壁法	借助与研磨介质，有球磨式干法超微粉碎破壁、湿法高速剪切破壁、高压均质破壁等	破壁率高	很容易造成磨介之间的碰撞摩擦导致物料中央夹杂金属碎屑
	气流式超微粉碎破壁法	借助高压空气或过热蒸汽，当气流通过喷嘴会受阻产生更高压力湍流高压气流，以该气流作为灵芝孢子的载体，孢子与孢子之间或孢子与腔体之间发生高强度撞击或挤压等作用，导致坚硬的细胞壁破裂，完成粉碎破壁的目的	肖鑫等人先将灵芝孢子粉进行纤维素酶预处理，再进行高压气流粉碎，粉碎率可达到 99% 以上	
	挤压膨化破壁法	物料通过旋转的螺杆产生挤压、剪切以及设备腔体的加热作用，物料受热、高压及剪切作用实现细胞壁的破裂	工艺操作简单，易于连续大量的进行破壁处理，	高压及加热等作用会导致物料的部分功效成分受热变性，影响产品品质
物理破壁法	超声波破壁法	利用超声波的辅助作用结合特定溶剂进行灵芝孢子破壁的方法	能够缩短破壁时间，提高破壁效率	单独使用破壁效率较低，容易产生局部高热使成分变性失活
	微波破壁法	微波所产生的高频电磁场，可使得灵芝孢子组分的分子由固体内部向固液界面扩散的速率加快。此过程中会产生大量热能，从而使细胞内部压力变大，细胞壁由于内外压差的作用而破裂		容易导致灵芝孢子的部分功效成分受热破坏
	超低温液氮脆化破壁法	利用液氮的超低温将灵芝孢子快速冻结后再迅速解冻，从而达到破壁效果	破壁率高，设备操作简便，功效成分破坏小	
	真空压差膨化破壁法	膨化的温度和干燥过程中的温度有温差，在膨化过程中物料的温度不断变化；压差是指物料在膨化的过程中由腔体中的高压与真空罐连通时变成低压的过程；该过程导致物料内部水分瞬间汽化，使得物料形成蓬松的结构状态		
化学法		利用溶剂浸提灵芝孢子粉中有效成分，或利用酸、碱等试剂降解细胞壁结构，使得功效成分溶出	设备投入少，能耗低	提取或破壁时间长，容易造成溶剂残留

生物法	酶解破壁法	通过添加溶壁酶，包括纤维素酶、几丁质酶和葡糖苷酶等，发挥破壁作用	
	萌发破壁法	在适宜的萌发条件下，诱导新鲜饱满的灵芝孢子萌发，从而达到破壁的目的	
	微生物破壁法	采用灰色链霉菌作为溶壁菌对灵芝孢子进行破壁	使活性物质得到最大程度地保留。有利于人体吸收利用，微生物发酵过程产生的微生物蛋白酶可协同强化灵芝孢子粉的功效

资料来源：《灵芝孢子粉破壁技术及灵芝类保健食品开发研究进展》，信达证券研发中心

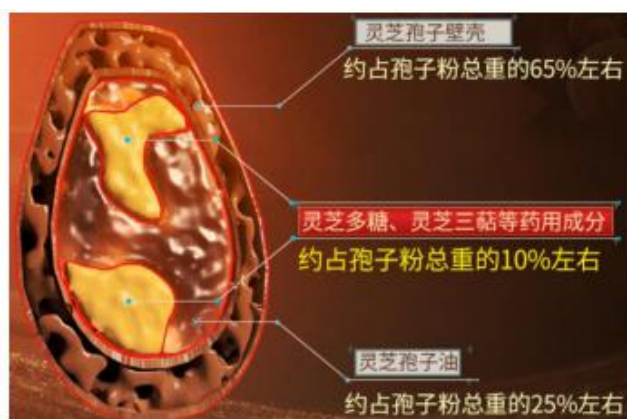
寿仙谷拥有国内顶级专家组成的院士专家工作站，以两院院士及其团队为核心，联合进行科学技术研究的一体化高层级科技创新平台。公司采用独创的“四低一高”超音速低温气流破壁技术，通过物料的自身碰撞实现破壁，不仅提高了破壁率，也避免了重金属污染和物料氧化，显著提高了产品的安全性。此外，在破壁的基础上，公司发明了孢子粉去壁技术（去壁专利获得国际发明展金奖），将破壁后残留的壁壳与有效成分分离，极大地提高了灵芝多糖和灵芝三萜等有效成分的含量。公司仙芝2号破壁灵芝孢子粉颗粒每100g含有总三萜5.94g和粗多糖15.4g，与普通灵芝孢子粉相比，分别提升6/10倍以上，适合免疫力低下和放化疗人群。

目前公司主要采用第三代去壁技术，国内同行产品多采用第二代破壁技术。

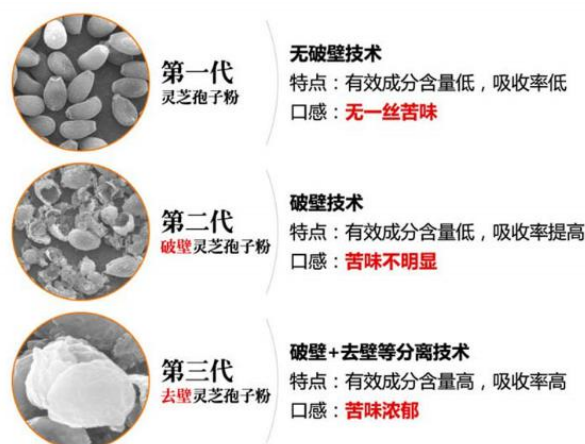
表 5：寿仙谷灵芝育种品种介绍

品种	仙芝1号	仙芝2号	仙芝3号
外观			
意义	“仙芝1号”是我国第一个通过省级以上品种审定委员会审定的灵芝新品种；被中科院微生物研究所菌物标本馆收藏。	具有自主知识产权的新品种，是目前国际上最优良的灵芝新品种之一。	外观形状佳、生育期短、抗性强、有效成分含量高、性状较为优良，具有广阔的应用前景。
功效成分	灵芝多糖和灵芝三萜的含量分别比国际通用日、match韩灵芝品种高出30%以上。	多糖和三萜含量比“仙芝1号”分别提高了19.67%和21.26%，子实体干品产量比“仙芝1号”高21.6%。有效成分含量远高于韩芝和日本红芝。	出芝比仙芝1号/2号早5/6天，孢子粉弹射比仙芝1号/2号早12/14天，抗杂菌能力强。与仙芝1号/2号相比，子实体多糖、三萜及甾醇含量和孢子粉甘油三油酸酯、多糖含量均显著提高。

资料来源：公司2021年报，公司官网，《灵芝新品种“仙芝3号”的选育》，信达证券研发中心

图 14：灵芝孢子粉结构图


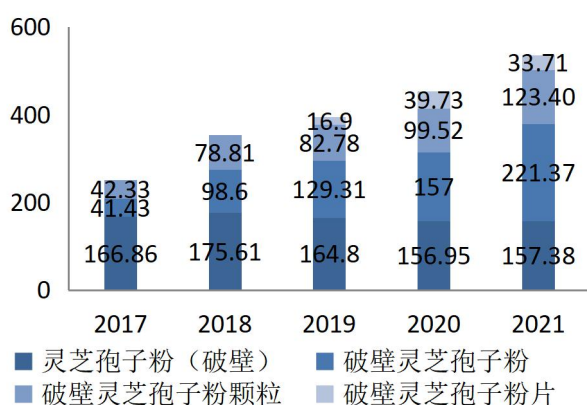
资料来源：京东,信达证券研发中心

图 15：寿仙谷三代灵芝孢子粉破壁技术差异


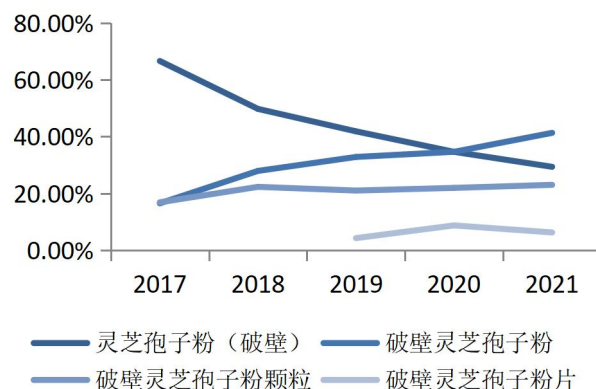
资料来源：公司官网,信达证券研发中心

据《灵芝孢子粉破壁技术、质量分析与深加工相关研究进展》，2019 年中国破壁灵芝孢子粉年产量居世界首位，除国内销售，还出口到日本、韩国和欧美一些国家，产品疗效受到国内国际认可。灵芝孢子破壁后提取活性成分是重要的深加工研究开发方向。市场上主要深加工产品以灵芝孢子油为主，显示出很强的抗肿瘤、提高免疫力和保肝护肝等药理学作用，在对肿瘤临床辅助治疗的过程中，也具有很好的效果。药理学研究表明，灵芝孢子粉的水提取物和醇提取物均可以抑制肿瘤细胞活性，可以开发预防和治疗结直肠癌的药物。灵芝孢子粉提取物在预防和治疗肿瘤方面，具有很大的科研价值和应用前景。

据公司 2022 年中报，寿仙上品牌破壁灵芝孢子粉颗粒、寿仙堂牌破壁灵芝孢子粉片已完成保健食品备案。2022 年 2 月 28 日，经省市场监管局和省卫生健康委认定，寿仙谷灵芝、铁皮石斛四个生产类别十款产品获食药物质试点许可，成为浙江省首批、金华市首家同时通过灵芝、铁皮石斛两种物质审批并获得《食药物质试点同意告知书》的企业，浙江省首家灵芝食药物质试点企业，首家生产类别全覆盖的试点企业。

图 16：2017-2021 公司灵芝孢子粉产品销售收入情况（百万元）


资料来源：公司公告,信达证券研发中心

图 17：2017-2021 公司灵芝孢子粉产品销售收入结构情况


资料来源：公司公告,信达证券研发中心

公司灵芝孢子粉产品可分为灵芝孢子粉（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。公司主要以粉剂为基础，同时发展颗粒剂、胶囊剂（弥补粉剂口感不足）和片剂，以满足多样化消费需求。公司以饮片为基础，同时发展保健食品，将消费人群从患者拓展到亚健康人群和高消费人群。从收入结构来看，近年来公司破壁灵芝孢子粉产品收入占比逐年提高。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>14




我们看好公司产品的性价比优势（见第三章竞品分析部分），预计未来公司将在省外市场和线上电商的竞争中具备优势，市占率或将居于行业前列。我国灵芝孢子粉市场规模测算如下：

- 1) 预测依据：据国家统计局数据，2017 年浙江省 GDP 占比全国比例为 6.30%，2021 年占比为 6.49%，2017 年浙江省居民消费水平高出全国 47.38%；第 7 次人口普查数据显示浙江省人口占全国总人口比例为 4.5737%，65 岁以上人口占比略低于全国平均水平；按 2021 公司灵芝孢子粉产品占主营业务收入比重为 70.51%测算，2021 年公司灵芝孢子粉产品在浙江省内收入为 340.0 百万元，在互联网销售收入为 130.76 百万元；
- 2) 假设条件：我们假设公司互联网销售收入中约 20%来自于浙江省内消费者；
- 3) 推算结果：可以看出，浙江省为沿海经济发达省份，人口年龄结构未存在显著差异。**我们按比例换算得到 2021 年全国灵芝孢子粉潜在市场规模约为 54.32 亿元。**
- 4) 误差分析：我们的市场规模测算数据仅供参考，误差主要来自于两个方面：1) 公司互联网销售收入中浙江省消费者占比未有明确依据，与实际情况存在误差；2) 全国其他省份灵芝孢子粉市场教育程度及消费习惯未有明确依据，且各省份人口年龄结构不一，按平均情况换算与实际情况存在误差。

4、铁皮石斛：具备重要保健及治疗功效、仿野生有机栽培模式研制道地药材

据《寿仙谷牌铁皮石斛含片增强免疫力功能的药效学研究》，铁皮石斛主要分布在我国福建、安徽、浙江等地，作为传统中药治疗疾病历史久远，被推为中华九大仙草之首，在我国医疗体系中占据重要地位。铁皮石斛常被用于身体保健及治疗临床复杂性、慢性疾病，具有消炎去热、养阴生津、补益脾胃、润肺止咳等功效。铁皮石斛化学成分复杂，据研究表明，铁皮石斛内含有多种有效活性成分，包括多糖、酚类、生物碱，还有木质素等，具有增强免疫、降低血糖、降脂、抗炎、抗氧化、抗肿瘤等作用。铁皮石斛是临床使用频率比较高的传统中药，但因其生长环境特殊且具有独特的化学性质，铁皮石斛存在开发利用程度小、技术难度大、性状不稳定等难题。

表 6：寿仙谷铁皮石斛育种品种介绍

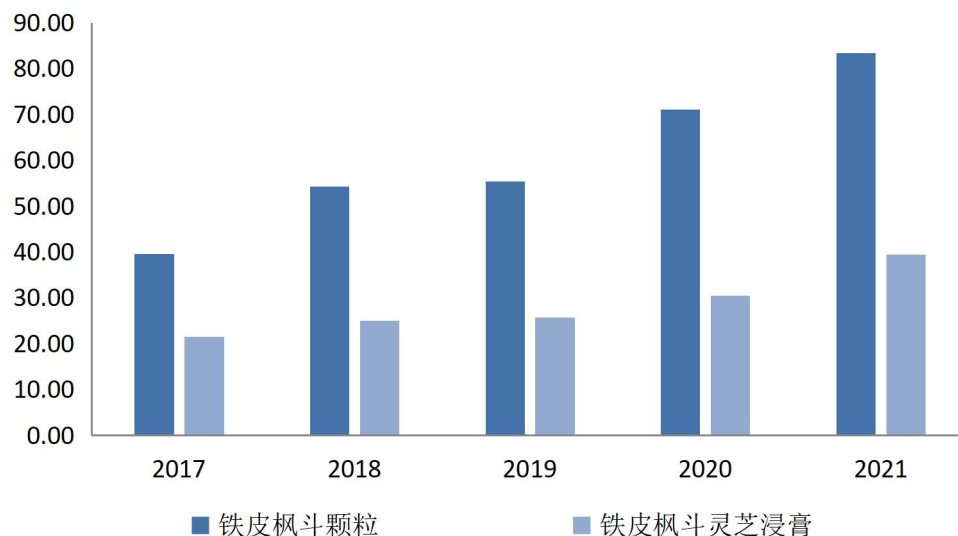
	仙斛 1 号	仙斛 2 号	仙斛 3 号
外观			
优点	具有成活率高、抗逆性强、高产、多糖含量高特点，多糖含量高达 47.1%（醇溶性浸出物 10.78%、甘露糖含量 21.3%、甘露糖与葡萄糖峰面积比值为 3.6，多糖超药典标准 88%）。	该品种产量高，商品性好，多糖含量高达 58.7%（醇溶性浸出物 11.38%、甘露糖含量 27.2%、甘露糖与葡萄糖峰面积比值为 2.7，符合药典指标要求，多糖超药典标准 134%）。	以“514”和“仙斛 1 号”杂交，经航天诱变、系统选育而成，该品种产量高，商品性好，浸出物含量高达 17.1%。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

据公司官网视频及 2021 年年报介绍，寿仙谷药业 1994 年在武义建立国药基地，并开始尝试铁皮石斛的仿野生人工栽培。由于铁皮石斛对种植、生长环境、光照、温度、湿度与基质的要求都十分苛刻，二十年间寿仙谷为此付出了很多努力，最大限度地保留自然资源的精华，模仿铁皮石斛自然生长环境设置各项适宜环境参数，智能操控铁皮石斛生长所需的光照、空气、温度及湿度，以仿野生有机栽培模式确保药材的道地和高效。公司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，成功探索和培育出的“仙斛 1 号”和“仙斛 2 号”两个新品种，其有效成分超过国家药典标准。公司创新了循环经济型、有机栽培新模式，研究开发“灵芝废料→加工配制→铁皮石斛基质”综合利用新技术，是解决了行业传统采用砂石为基质栽培铁皮石斛造成大田砂石化、复耕难的环境问题，体现了良好的生态效益。

寿仙谷铁皮枫斗颗粒采用颗粒剂型，冲泡方便，吸收率更高，避免了传统干枫斗煎煮服用，造成的有效成分难以溶出，影响人体吸收率的情况。该产品每 100g 含有 14.22g 粗多糖，具有免疫调节、抗疲劳等保健功能。

2018-2021 年，公司石斛类产品营收收入分别为 0.79、0.81、1.01 和 1.23 亿元，增长迅速，其中铁皮枫斗颗粒占比约 70%，铁皮枫斗灵芝浸膏占比约 30%。石斛类产品整体上维持稳定增长。

图 18：2017-2021 年公司铁皮石斛类产品销售收入情况（百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5、西红花及其他产品：收入体量较小，具备市场潜力

据《西红花药理活性成分及其产品开发研究进展》，西红花是鸢尾科番红花，全球西红花主产区是伊朗，我国西红花主产区是浙江和新疆两省(区)。西红花是集药用、保健和食用、香料等多种功能为一体的植物药材，目前其相关产品开发和利用还有较大空间，需要对其工业技术、新产品定位、质量控制进一步拓展。

寿仙谷目前市面在售的西红花相关产品为西红花铁皮枫斗膏(西红花膏)以及寿仙谷西红花：

1) 西红花铁皮枫斗膏：主要针对现代女性设计，是以西红花、铁皮枫斗等名贵药材科学配伍而成的不含糖纯中草药植物制剂，可提高免疫力，全面调理，均衡营养。所用药材均产自远离污染，水源纯净的寿仙谷国药种植基地，保证了药材本身的品质。据淘宝产品信息，西红花铁皮枫斗膏每日可食用 2~6g，则日消费额为 44-132 元。




2) 寿仙谷西红花产品：具有活血化瘀，凉血解毒，解郁安神的功效，可用于经闭癥瘕，产后淤阻，温毒发斑，忧郁痞闷，惊悸发狂等症状。

从收入来看，2022 年 H1，西红花及其他产品销售收入合计达到 4531 万元，2017 年以来处于快速增长态势，具备市场潜力。

图 19：2017-2022H1 年公司西红花及其他产品销售收入情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20：寿仙谷西红花系列产品情况介绍

产品	寿仙谷西红花铁皮枫斗膏	寿仙谷西红花	寿仙谷西红花礼盒装
包装图示			
规格	100g/瓶*1瓶	1g/瓶*1瓶	1g/瓶*15瓶
售价	2200元	68元	1020元
单价	22元/g	68元/g	68元/g

资料来源：淘宝（2022 年 10 月 18 日数据），公司官网，信达证券研发中心

立足现有产业特色优势，新产品研究有序开展。公司立足现有产业特色优势，助力灵芝及其孢子粉、铁皮石斛、西红花等名贵珍稀中药材的深度研究开发，促进产品转型升级，做精做尖产业。据公司 2021 年年报，“寿仙谷牌铁皮石斛含片、寿仙谷牌铁皮石斛灵芝西洋参颗粒、寿仙谷牌蝙蝠蛾拟青霉菌丝体粉”等三款产品完成了国产保健食品注册工作，破壁灵芝孢子粉三款产品获批国家保健食品备案证书；经典名方研究进展顺利。二冬汤、桃红四物汤两个品种进入毒理研究与生产验证阶段，清肺汤、黄芪桂枝五物汤等六个品种完成复方制剂研究，真武汤、小续命汤两个品种完成基准物质研究。抗肿瘤中药复方新药研究项目完成动物药效试验，筛选出活性较强的两个经方。铁皮石斛叶薄脆饼干、铁皮石斛叶饮料、铁皮石斛花酒、灵芝如意香等产品成功开发。

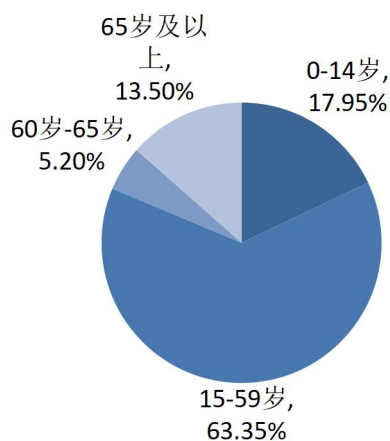
二、 行业分析

1、 人口老龄化带动中药保健品消费，看好名贵 OTC 中药

据国家统计局 2021 年 5 月发布的第 7 次人口普查数据显示,我国 60 岁及以上人口已超 2.64 亿,占 18.70%。由于我国人口基数大,对应的老龄人口数量庞大。因人体机能会随着年龄的增长而逐渐衰退,老年人对于健康的追求愈加迫切,我国因人口老龄化带来的保健品市场潜在容量较大。

老龄化加速和消费升级背景下,居民中药保健品健康消费意愿增强,2012-2021 年,中国居民人均可支配收入和人均消费支出逐年增长,人均医疗消费支出占总消费支出比重由 6.95% 增加至 8.78%,医疗支付意愿提升,作为自用保健药物或送礼佳品,居民对高端中药产品的需求增加,中药保健品行业处于景气阶段,市场规模逐年增长。《中医药健康服务发展规划(2015-2020)》和十四五中医药发展规划均强调拓展中医药的养生保健、健康养老、文化和旅游健康、服务贸易等功能。

图 21：第 7 次人口普查数据：我国人口年龄组成结构



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 22：我国人均医疗消费支出占总消费支出比重



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

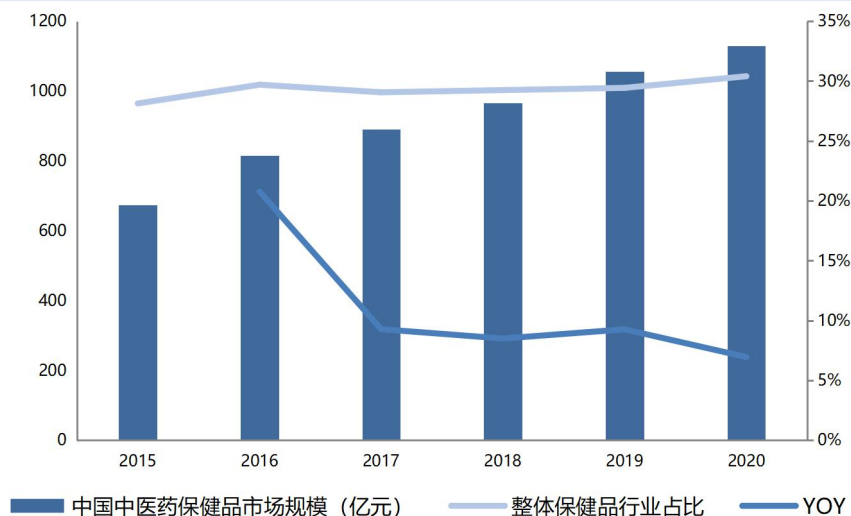
2021 年至今中药 OTC 赛道在多方面发生利好变化：1) OTC 中药具有自主定价权，由于上游药材涨价、以及下游药店需要提价以提高盈利能力等因素，存在提价现象，消费者对品牌知名度高的名贵中成药涨价接受度高于普通 OTC 中成药；2) 随着行业信息化系统的完善，多数企业完善了追踪渠道进销存的能力，渠道库存对业绩的周期影响逐渐弱化；3) 线上销售崛起，头部品牌纷纷发展电商营销，有望贴近年轻消费人群；4) OTC 中成药多用于常见慢性疾病，市场用药量大，名贵 OTC 药企具备更强的市场知名度和市场份额，部分产品具备社交+金融属性，有望稳定放量。

随着“互联网+”强势影响医疗行业，中药企业强化品牌塑造，加快电商业务发展，进一步优化线上、线下相融合的新零售模式，打造中医药大健康消费潮流，向高端日化和膳食领域拓展。如同仁堂御酒食品酒、寿仙谷破壁灵芝孢子粉等，是品牌和功效的延伸，为企业带来新的业绩增长点。

据公司 2022 年中报，根据北京研精毕智的统计数据显示，2021 年全球保健品行业规模突破 2700 亿元，其中美国市场规模达到 853 亿美元，在全球市场中占比约为 31%，位居全球第一；其次是中国，市场规模约为 485 亿美元，市场占比约 17.76%，研精毕智预测 2025 年我国保健品市场规模有望达到 624 亿美元，并且保持超过 6%的年平均复合增长率发展。

据智研咨询统计，2015-2020 年我国中药保健品市场规模保持增长态势，2020 年市场规模约为 1128.5 亿元，在整体保健品行业占比约为 30.40%，我国中药保健食品行业发展具备潜力。

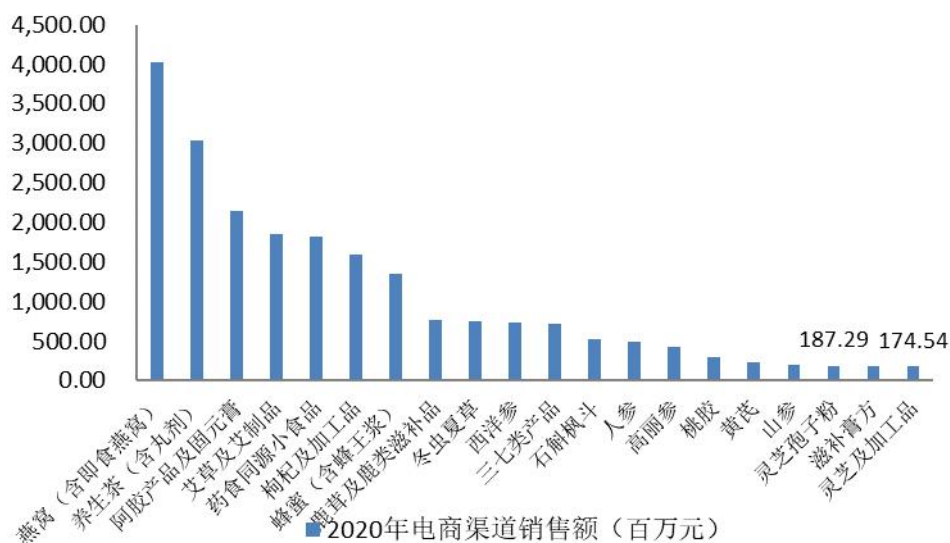
图 23：我国中药保健品行业市场规模及占比变化



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

2、药食同源中药具有积极的免疫调节功效，寿仙谷产品具备性价比优势

据《癌症患者“药食同源”营养品功效的免疫机制探讨及短期生活质量评价研究》，“药食同源”类中药材富含多糖、皂苷、萜类等多功能组分，已有大量研究表明其具有一定刺激干细胞分化、促进损伤组织再生、重建肠道屏障、调节过度炎症反应、缓解代谢异常与营养不良、减轻放化疗毒副作用等功能。我国上海中医药大学的研究显示，87%的肿瘤患者在接受西医治疗的同时接受中医药治疗。涉及中国西南地区 11 个癌症中心 587 名患者的调查研究显示，约有 53.0% 的患者应用中草药，其目的主要在于改善躯体症状、促进情感健康、刺激免疫系统、提高 QoL 以及减轻常规治疗的副作用。研究显示，破壁灵芝孢子粉、覆花片等“药食同源”的临床营养品具有积极的免疫调节功效，对多个肿瘤相关细胞因子水平具有调节作用，促进抗肿瘤免疫反应的激活，有助于提高肿瘤综合治疗效果。

图 24：2020 年国内电商渠道销售前 20 位中药材保健品


资料来源：天地云图《2021 年国内灵芝产业大数据报告》，信达证券研发中心，注：统计天猫、京东等主要电商渠道

据天地云图《2021 年国内灵芝产业大数据报告》，截至 2020 年，我国灵芝行业总产值约为 81.15 亿元，成为重要的中药保健拳头产品，行业龙头关注度较高。2020 年，由于渠道变化及疫情影响，国内中药保健产品电商（天猫、京东等主要电商渠道）销量达到 4.38 亿件，金额 229.49 亿元（+94.69%），增势惊人，其中灵芝和灵芝孢子粉进入前 20 位。通过电商及线下零售数据监测显示，消费者对灵芝类产品的“高端化”特征明显，更倾向于标准可控、来源清晰、使用方便的灵芝孢子粉及其保健品、新资源食品。

我们对市面上 5 类灵芝孢子粉类产品进行对比分析，假设用作保健品消费时单人单日的服用量为 2 克，则寿仙谷各 SKU 的日消费额区间为 45.6-60 元，处于行业中高水平，但其粗多糖有效成分单价居于行业超低位水平，显示较强性价比优势。考虑到终端还有打折促销情况，可降低消费者负担，我们认为公司破壁灵芝孢子粉具备业绩增长潜力。

表 7：5 类在售灵芝孢子粉类产品对比分析

品牌	规格	技术	售价（元）	单价（元/克）	日消费额（元）	有效成分含量	有效成分单价（元/克）（以粗多糖为准）
寿仙谷灵芝孢子粉类产品	见图 25	低温气流破壁或第三代去壁技术	47-10200	22.8-30	45.6-60	粗多糖 8g/100g； 总三萜 4g/100g	285-375
同仁堂牌破壁灵芝孢子粉胶囊	90 粒/罐(0.35g/粒)	低温物理破壁	980	31.1	124.4	灵芝三萜 3.0g/100g	1036.7*
修正破壁灵芝孢子粉	0.99g/袋*60 袋/盒	/	103.5	1.74	3.48	粗多糖 0.45g/100g	386.7
仙芝楼破壁灵芝孢子粉	1g/袋*180 袋	/	1850	10.28	20.56	粗多糖 1.35g/100g； 灵芝总三萜 4g/100g	761.5
雷允上破壁灵芝孢子粉	1g/袋*22 袋	低温物理破壁	123	5.59	11.18	粗多糖 0.704g/100g	794

资料来源：淘宝官网，国家食品监管局，信达证券研发中心，注：数据整理自 2022 年 10 月 18 日，为未打折前单价，*表示无粗多糖时用灵芝三萜计算

图 25：寿仙谷淘宝旗舰店灵芝孢子粉各规格产品月消费额汇总

产品	灵芝孢子粉（破壁）	灵芝孢子粉（破壁）	灵芝孢子粉（破壁）	灵芝孢子粉（破壁）	灵芝孢子粉（破壁）
包装图示					
规格	2g/袋*1袋	1g/袋*15袋	1g/袋*15袋*2盒	2g/袋*15袋*2盒	2g/袋*90袋
售价	47元	352.5元	730元	1450元	4230元
单价	23.5元/g	23.5元/g	24.3元/g	24.2元/g	23.5元/g
月消费额	1410元	1410元	1458元	1450元	1410元

产品	破壁灵芝孢子粉颗粒	破壁灵芝孢子粉颗粒	破壁灵芝孢子粉颗粒	破壁灵芝孢子粉颗粒	破壁灵芝孢子粉胶囊	破壁灵芝孢子粉胶囊	破壁灵芝孢子粉胶囊
包装图示							
规格	2g/包*15包	2g/包*15包*2盒	2g/包*90包	2g/包*90包*2盒	0.4g/粒*36粒/瓶	0.4g/粒*36粒/瓶*2瓶	0.4g/粒*36粒/瓶*2盒
售价	900元	1800元	5000元	10200元	329元	657元	1314元
单价	30元/g	30元/g	27.8元/g	28.3元/g	22.9元/g	22.8元/g	22.9元/g
月消费额	1800元	1800元	1668元	1700元	1374元	1369元	1374元

资料来源：淘宝网，信达证券研发中心，注：数据整理自 2022 年 10 月 18 日，为未打折前单价

三、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测和假设

我们假设：

(1) 灵芝孢子粉类：人口老龄化带动中药保健品消费，看好名贵 OTC 中药量价齐升潜力，公司破壁灵芝孢子粉业务近年来增长迅速，随着公司省外代理和互联网销售加持，我们估计 2022-2024 年该类产品营收增速分别为 20.31%/20.33%/20.44%；

(2) 铁皮石斛类：人口老龄化带动中药保健品消费，铁皮石斛具备良好功效，公司铁皮石斛类业务近年来增长稳健，随着公司省外代理和互联网销售加持，我们估计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 20.00%/20.00%/20.00%；

(3) 其他主营产品：该业务品类多，体量较小但具备增长潜力，2021 该业务营收同比增长 34.88%，我们保守估计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 20.00%/20.00%/20.00%；

(4) 其他业务：2021 该业务营收同比增长 15.14%，我们保守估计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 15.00%/15.00%/15.00%；

(5) 费用率：我们预计 2022-2024 年公司销售费用率为 41.60%/41.64%/41.62%，预计管理费用率分别为 10.74%/10.41%/10.57%；考虑公司持续研发投入，我们预计研发费用率分别为 7.12%/6.87%/7.00%。

表 8：寿仙谷盈利预测假设

项目	指标	2021A	2022E	2023E	2024E
灵芝孢子粉类	营业收入（百万元）	535.87	641.35	767.68	918.98
	YOY	18.24%	20.31%	20.33%	20.44%
铁皮石斛类	营业收入（百万元）	122.73	147.28	176.73	212.08
	YOY	20.97%	20.00%	20.00%	20.00%
其他主营产品	营业收入（百万元）	101.40	111.54	122.69	134.96
	YOY	34.88%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	营业收入（百万元）	7.15	8.22	9.46	10.87
	YOY	15.14%	15.00%	15.00%	15.00%
费用率	销售费用率	41.68%	41.60%	41.64%	41.62%
	管理费用率	10.09%	10.74%	10.41%	10.57%
	研发费用率	6.63%	7.12%	6.87%	7.00%

资料来源：wind, 信达证券研发中心

2、盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 9.22/11.08/13.32 亿元，归母净利润分别为 2.59/3.22/3.87 亿元，EPS 分别为 1.31/1.63/1.96 元，PE 分别为 27/22/18X。

表 9：寿仙谷盈利预测结果

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	636	767	922	1,108	1,332
同比（%）	16.3%	20.6%	20.2%	20.2%	20.2%
归属母公司净利润（百万元）	152	201	259	322	387
同比（%）	22.5%	32.4%	29.1%	24.3%	20.1%
毛利率（%）	83.4%	83.5%	83.6%	83.7%	83.8%

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

ROE%	11.4%	12.4%	13.6%	14.6%	15.2%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.32	1.31	1.63	1.96
P/E	34.44	43.94	27.24	21.92	18.26

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测, 股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价

3、 估值结论与投资评级

寿仙谷可比公司为同仁堂、东阿阿胶和片仔癀, 2022 年行业可比公司平均 PE 估值为 42 倍。我们认为, 公司具备品牌知名度优势, 产品毛利率水平较高, 渠道拓展助推业绩增长。我们给予寿仙谷 2022 年 PE 估值区间为 34-36 倍, 对应目标价区间为 44.54-47.16 元, 维持买入评级。

表 10: 寿仙谷可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
600085.SH	同仁堂*	703.7	12.27	15.76	18.53	57.35	44.65	37.98
600436.SH	片仔癀*	1552.7	24.31	27.86	33.2	63.87	55.73	46.77
000423.SZ	东阿阿胶	220.41	4.4	8.61	10.99	50.09	25.60	20.06
行业均值						57.11	41.99	34.93
603896.SH	寿仙谷*	70.62	2.01	2.59	3.22	43.94	27.24	21.92

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 收盘价截至 2022 年 10 月 21 日, *为信达证券研发中心预测, 其余均为 Wind 一致性预测

四、 风险因素

1、 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，其产地分布具有明显的地域性，如在灵芝和铁皮石斛生长期出现干旱、洪灾、虫灾、异常气温等自然灾害，公司将面临无法获得充足优质原料的风险。另外不同地区偶尔也会发生低温、旱涝、冰雹和台风等自然灾害，将影响该等中药材的产量和质量，对公司的生产经营带来不利影响。

2、 原材料质量控制风险

公司建有中药材种植基地，按中药材 GAP、中国、欧盟、美国、日本有机产品标准种植灵芝和铁皮石斛，但仍有部分原料需向农民专业合作社或农户购买。若上述供应商未严格按照公司规定的技术标准种植，则灵芝和铁皮石斛在种植过程中可能受到农药残留、金属超标、环境污染等的影响甚至出现掺杂作假的情况。虽然公司对外购原料进行了严格的检验检测，但仍可能存在少量不合格产品进入流通环节，从而影响公司的产品质量和品牌声誉。

3、 种源流失风险

育种行业属于高科技行业，育种优势是公司核心竞争优势之一。公司自主选育的“仙芝 1 号”、“仙芝 2 号”、“仙芝 3 号”、“仙斛 1 号”、“仙斛 2 号”、“仙斛 3 号”具有抗逆性强、有效成分高的特点，使得公司在竞争中处于有利地位。但如果育种技术被竞争对手掌握或超越，或种源经由公司合作的农户或农民专业合作社流出，将可能削弱公司的竞争优势，从而对公司的盈利能力造成不利影响。

4、 存货周转不畅风险

由于公司的主要产品为灵芝孢子粉（破壁）、破壁灵芝孢子粉颗粒、破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉片、铁皮枫斗颗粒和铁皮枫斗灵芝浸膏等，单位价值较高。2019 年度、2020 年度和 2021 年度，公司存货周转率分别为 0.75、1.01 和 1.27，如果未来销售不能及时消化存货，将可能存在存货资金占用和存货管理的风险，进而对公司的生产经营造成重大不利影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	923	1,045	1,311	1,604	1,937
货币资金	669	678	863	1,093	1,338
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	70	85	102	122	147
预付账款	16	11	18	18	23
存货	99	99	131	149	182
其他	68	173	198	223	247
非流动资产	777	917	970	1,033	1,098
长期股权投资	6	5	5	5	5
固定资产(合计)	199	357	413	473	536
无形资产	79	83	88	93	98
其他	494	472	464	462	459
资产总计	1,700	1,962	2,281	2,637	3,035
流动负债	165	199	229	291	346
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	90	141	149	189	220
其他	75	58	80	101	126
非流动负债	209	143	143	143	143
长期借款	0	0	0	0	0
其他	209	143	143	143	143
负债合计	373	342	372	434	489
少数股东权益	0	0	0	-1	-1
归属母公司股东权益	1,326	1,620	1,909	2,203	2,548
负债和股东权益	1,700	1,962	2,281	2,637	3,035

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	636	767	922	1,108	1,332
同比(%)	16.3%	20.6%	20.2%	20.2%	20.2%
归属母公司净利润	152	201	259	322	387
同比(%)	22.5%	32.4%	29.1%	24.3%	20.1%
毛利率(%)	83.4%	83.5%	83.6%	83.7%	83.8%
ROE%	11.4%	12.4%	13.6%	14.6%	15.2%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.32	1.31	1.63	1.96
P/E	34.44	43.94	27.24	21.92	18.26
P/B	5.22	7.06	3.70	3.21	2.77
EV/EBITDA	24.22	32.99	23.97	19.67	16.11

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	636	767	922	1,108	1,332
营业成本	106	126	152	181	216
营业税金及附加	5	8	9	11	13
销售费用	264	320	383	461	554
管理费用	72	77	99	115	141
研发费用	48	51	66	76	93
财务费用	0	-14	-15	-23	-30
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	9	7	8	10	12
其他	11	2	18	22	26
营业利润	159	207	255	318	383
营业外收支	-5	-6	5	5	5
利润总额	154	201	260	323	388
所得税	2	1	1	1	1
净利润	152	200	259	322	386
少数股东损益	0	-1	0	-1	-1
归属母公司净利润	152	201	259	322	387
EBITDA	195	251	263	309	362
EPS(当年)(元)	0.77	1.02	1.31	1.63	1.96

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	256	297	269	376	409
净利润	152	200	259	322	386
折旧摊销	55	66	49	45	47
财务费用	12	10	5	5	5
投资损失	-9	-7	-8	-10	-12
营运资金变动	42	13	-31	18	-13
其它	6	14	-5	-5	-5
投资活动现金流	90	-234	-47	-45	-43
资本支出	-65	-162	-35	-35	-35
长期投资	152	-75	-20	-20	-20
其他	3	2	8	10	12
筹资活动现金流	118	-54	-38	-101	-120
吸收投资	0	1	45	0	0
借款	341	0	0	0	0
支付利息或股息	-50	-48	-82	-101	-120
现金流净增加额	464	9	185	230	245

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parxel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。