

**寿仙谷 (603896.SH)**
**利润端高速增长, 深化渠道拓展稳步走向拐点兑现期**

2022年10月28日

**——公司信息更新报告**
**投资评级: 买入 (维持)**
**蔡明子 (分析师)**
**龙永茂 (联系人)**

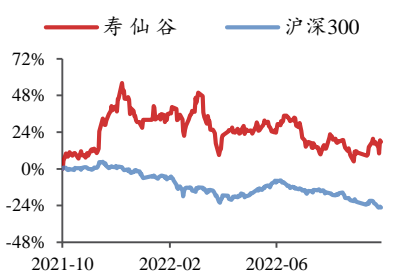
caimingzi@kysec.cn

longyongmao@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121070011

日期	2022/10/27
当前股价(元)	35.86
一年最高最低(元)	63.33/31.82
总市值(亿元)	70.72
流通市值(亿元)	70.72
总股本(亿股)	1.97
流通股本(亿股)	1.97
近3个月换手率(%)	57.94

**股价走势图**


数据来源: 聚源

**相关研究报告**

《下半年收入提速增长潜力大, 继续向拐点兑现期迈进——公司信息更新报告》-2022.8.26

《业绩符合预期, 全渠道发力助力公司进入拐点兑现期——公司信息更新报告》-2022.7.22

《利润高速增长, 渠道改革推动公司进入拐点兑现期——公司信息更新报告》-2022.4.28

**● 前三季度利润高速增长, 看好 Q4 收入增速逐步提升, 维持“买入”评级**

10月26日, 公司发布2022年三季度报告: 公司前三季度实现营业收入5.08亿元, 同比增长5.82%; 归母净利润1.30亿元, 同比增长49.49%; 扣非净利润1.11亿元, 同比增加47.36%; EPS 0.67元/股 (+0.09元/股)。公司业绩符合我们的预期。公司产品具备临床价值, 未来拓展省外市场成长空间大, 我们维持对公司的盈利预测不变, 预计2022-2024年公司归母净利润分别为2.64、3.45、4.48亿元, 对应EPS分别为1.34、1.75、2.27元/股, 当前股价对应PE分别为26.7、20.5、15.8倍, 维持“买入”评级。

**● 产品具备核心闭环优势, 省外渠道拓展引领公司走出新成长曲线**

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。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, 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。

**● 回购股份拟实施股权激励, 提供业绩增长正向驱动力**

2020年10月13日, 公司2020年第一次临时股东大会审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购股份的议案》, 拟回购不低于260万股且不超过360万股, 拟回购股份的价格不超过60.00元/股, 股份全部用于实施股权激励。公司通过回购公司股份用于实施股权激励的方式有利于激发公司管理者和员工的积极性, 对公司未来业绩的增长提供正向的推动力。

**● 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	921	1,114	1,338
YOY(%)	16.3	20.6	20.1	20.9	20.1
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	84.3	84.0	84.5
净利率(%)	23.9	26.2	28.7	31.0	33.5
ROE(%)	11.4	12.4	14.5	16.4	18.0
EPS(摊薄/元)	0.77	1.02	1.34	1.75	2.27
P/E(倍)	46.6	35.2	26.7	20.5	15.8
P/B(倍)	5.5	4.4	3.9	3.4	2.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 前三季度利润高速增长，看好 Q4 收入增速逐步提升.....	3
2、 产品具备种源、培育、加工核心闭环优势，省外渠道拓展引领公司走出新成长曲线.....	3
3、 回购股份拟实施股权激励，提供业绩增长正向驱动力.....	3
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
表 1： 寿仙谷盈利预测.....	4

## 1、前三季度利润高速增长，看好 Q4 收入增速逐步提升

10月26日，公司发布2022年三季度报告：公司前三季度实现营业收入5.08亿元，同比增长5.82%；归母净利润1.30亿元，同比增长49.49%；扣非净利润1.11亿元，同比增加47.36%；EPS 0.67元/股（+0.09元/股）。公司业绩符合我们的预期。

2022年前三季度公司归母净利润同比增长49.49%，主要原因是公司销售规模增加、毛利率增长、股权激励费用减少、政府补助增加。收入增速有所放缓，我们预计与疫情对于公司终端销售渠道，例如中医馆、药店等经营的影响有关，且部分地区疫情管控措施严格物流受限影响产品销售。但此因素为短期影响因素，随着疫情管控更加精准，终端客流以及物流逐步恢复。随着公司积极推进渠道拓展，下半年进入销售旺季等因素，看好公司Q4收入增速逐步提升。

分季度看，公司Q1/Q2/Q3营业收入分别为2.04亿元（+16.99%）、1.46亿元（+1.71%）、1.58亿元（-2.55%）；归母净利润分别为0.59亿（+43.07%）、0.23亿元（+67.28%）、0.48亿元（+50.11%）；扣非净利润分别为0.53亿（+48.89%）、0.13亿元（+47.89%）、0.44亿元（+45.42%）。2022Q3公司归母净利润同比增长50.11%，主要原因是2022Q3公司销售费用下降。

从盈利能力来看，公司2022年前三季度毛利率84.95%（+2.26pct），净利率25.64%（+7.57pct）。利润率的提升主要来自于销售费用的减少以及公司提质增效下管理费用率的降低。

费用端来看，2022年前三季度公司销售费用率与管理费用率同比均有所下降，分别为46.58%（-2.86pct）和18.77%（-0.27pct），我们预计销售费用率下降幅度较大主要是由于疫情多地散发促销活动减少；财务费用率为-2.47%（+0.23pct）。

## 2、产品具备种源、培育、加工核心闭环优势，省外渠道拓展

### 引领公司走出新成长曲线

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。

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，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，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。

## 3、回购股份拟实施股权激励，提供业绩增长正向驱动力

2020年10月13日，公司2020年第一次临时股东大会审议通过了《关于以集中

竞价交易方式回购股份的议案》，拟回购不低于 260 万股且不超过 360 万股，拟回购股份的价格不超过 60.00 元/股，股份全部用于实施股权激励。截至 2021 年 10 月 11 日，公司完成回购，回购专用证券账户持股数量 358.5 万股，占公司 2022 年 9 月 30 日总股本的 1.82%。公司通过回购公司股份用于实施股权激励的方式有利于激发公司管理者和员工的积极性，对公司未来业绩的增长提供正向的推动力。

#### 4、盈利预测与投资建议

公司产品具备临床价值，未来拓展省外市场成长空间大，我们维持对公司的盈利预测不变，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.64、3.45、4.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.34、1.75、2.27 元/股，当前股价对应 PE 分别为 26.7、20.5、15.8 倍，维持“买入”评级。

表1：寿仙谷盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	636	767	921	1,114	1,338
YoY(%)	16.3	20.6	20.1	20.9	20.1
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	84.3	84.0	84.5
净利率(%)	23.9	26.2	28.7	31.0	33.5
ROE(%)	11.4	12.4	14.5	16.4	18.0
EPS(摊薄/元)	0.77	1.02	1.34	1.75	2.27
P/E(倍)	46.6	35.2	26.7	20.5	15.8
P/B(倍)	5.5	4.4	3.9	3.4	2.9

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
<b>流动资产</b>	923	1045	1094	1516	1701
现金	669	678	583	1073	1122
应收票据及应收账款	70	85	108	128	150
其他应收款	3	3	5	4	6
预付账款	16	11	26	17	35
存货	99	99	218	144	253
其他流动资产	66	170	155	150	135
<b>非流动资产</b>	777	917	940	970	1013
长期投资	6	5	5	5	5
固定资产	218	380	418	459	499
无形资产	79	83	80	77	75
其他非流动资产	475	450	437	429	434
<b>资产总计</b>	1700	1962	2034	2487	2714
<b>流动负债</b>	165	199	117	297	157
短期借款	0	0	13	6	5
应付票据及应付账款	90	141	0	183	57
其他流动负债	75	58	105	108	96
<b>非流动负债</b>	209	143	94	87	75
长期借款	188	88	70	56	42
其他非流动负债	20	56	24	31	33
<b>负债合计</b>	373	342	211	384	232
少数股东权益	0	0	0	-0	-1
股本	148	152	198	198	198
资本公积	769	900	854	854	854
留存收益	536	691	868	1097	1402
<b>归属母公司股东权益</b>	1326	1620	1822	2103	2483
<b>负债和股东权益</b>	1700	1962	2034	2487	2714

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	256	297	33	682	207
净利润	152	200	264	345	448
折旧摊销	55	61	75	91	94
财务费用	0	-14	-10	-21	-30
投资损失	-9	-7	-10	-9	-9
营运资金变动	23	9	-285	277	-296
其他经营现金流	35	47	-1	1	-0
<b>投资活动现金流</b>	90	-234	-53	-135	-108
资本支出	65	162	19	28	47
长期投资	152	-75	-0	0	-0
其他投资现金流	307	-147	-34	-107	-61
<b>筹资活动现金流</b>	118	-54	-75	-57	-50
短期借款	-10	0	13	-7	-1
长期借款	188	-101	-18	-14	-14
普通股增加	4	4	46	0	0
资本公积增加	135	131	-46	0	0
其他筹资现金流	-200	-90	-70	-37	-35
<b>现金净增加额</b>	464	9	-95	490	49

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	636	767	921	1114	1338
营业成本	106	126	145	178	207
营业税金及附加	5	8	8	10	12
营业费用	264	320	369	448	539
管理费用	72	77	91	100	107
研发费用	48	51	58	56	54
财务费用	0	-14	-10	-21	-30
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	16	15	0	0	0
公允价值变动收益	-5	-12	0	0	0
投资净收益	9	7	10	9	9
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	159	207	271	352	457
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	5	6	5	5	5
<b>利润总额</b>	154	201	267	348	452
所得税	2	1	3	3	4
<b>净利润</b>	152	200	264	345	448
少数股东损益	0	-1	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	152	201	264	345	448
EBITDA	201	248	327	416	515
EPS(元)	0.77	1.02	1.34	1.75	2.27

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.3	20.6	20.1	20.9	20.1
营业利润(%)	24.4	30.4	30.8	30.0	29.7
归属于母公司净利润(%)	22.5	32.4	31.6	30.5	30.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	83.4	83.5	84.3	84.0	84.5
净利率(%)	23.9	26.2	28.7	31.0	33.5
ROE(%)	11.4	12.4	14.5	16.4	18.0
ROIC(%)	9.4	10.5	12.8	14.6	16.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	22.0	17.4	10.4	15.4	8.5
净负债比率(%)	-35.1	-32.9	-25.4	-46.0	-41.4
流动比率	5.6	5.2	9.3	5.1	10.8
速动比率	4.8	4.5	6.7	4.5	8.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	9.6	9.9	9.6	9.4	9.6
应付账款周转率	1.8	1.1	2.1	1.9	1.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.02	1.34	1.75	2.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	1.50	0.17	3.46	1.05
每股净资产(最新摊薄)	6.51	8.12	9.14	10.57	12.49
<b>估值比率</b>					
P/E	46.6	35.2	26.7	20.5	15.8
P/B	5.5	4.4	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	32.8	26.0	20.1	14.5	11.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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方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