

2023 年 02 月 24 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

技术升级一骑绝尘，后疫情时代激发保健热潮

—寿仙谷（603896.SH）公司动态研究报告

买入（首次） 投资要点

分析师：胡博新 S1050522120002

hubx@cfsc.com.cn

联系人：俞家宁 S1050122040006

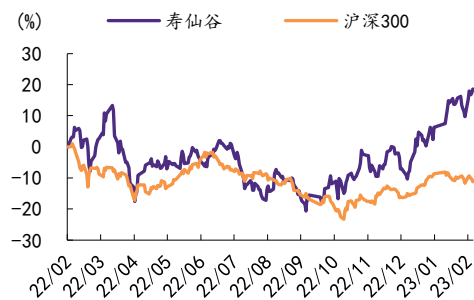
yujn@cfsc.com.cn

基本数据

2023-02-24

当前股价（元）	46.91
总市值（亿元）	92.5
总股本（百万股）	197.2
流通股本（百万股）	197.2
52 周价格范围（元）	31.82-60.45
日均成交额（百万元）	96.0

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

全产业链布局，省内品牌力突出

公司核心产品，铁皮石斛和灵芝孢子粉已形成全产业链布局，具备育种、种植和加工的闭环优势。品种优劣直接关系到中药材的产量、质量和药效，公司先后选育了“仙芝 1 号”、“仙芝 2 号”、“仙芝 3 号”、“仙斛 1 号”、“仙斛 2 号”、“仙斛 3 号”，成功实现了源头的质量可控性。公司销售扎根浙江区域多年，依赖优质的药材来源和全球独家的去壁技术，药效获得专家和客户认可，品牌影响力逐步扩大，积累了忠实的客户群，公司的 VIP 客户群体复购率达到了 70%，2022 年 H1 浙江地区营收贡献 2.3 亿元，省内地区销售收入占比 66.69%，同比增长 10.82%，其中杭州销售收入贡献过半，省内其他城市仍有巨大拓展空间。

精耕破壁和去壁技术，形成品牌优势

灵芝孢子粉是公司的核心产品，灵芝孢子粉类产品毛利占主营业务毛利的比重多年超过 83%。灵芝孢子粉是灵芝成熟后由菌盖中释放的卵型生殖细胞，具有灵芝全部的活性物质。而灵芝的功效发挥程度取决于人体的吸收，灵芝孢子外有双层的坚硬外壁，孢壁结构复杂并耐酸碱，须破壁后方能被人体充分吸收。灵芝孢子粉中主要的活性物质包括三萜类化合物和多糖，具有抗肿瘤、抗炎、免疫调节及脏器保护等多种药理功能，三萜的含量和纯度越高，灵芝孢子粉增强免疫力的效果就越好，因此破壁和去壁技术是灵芝孢子产品的关键工艺。公司高管多为医药背景出身，公司研发费用率常年高于 6.5%，技术团队不断优化灵芝孢子粉加工技术，第三代去壁灵芝孢子粉，在破壁的基础上采用全球独家的去壁技术，通过去除 65%左右的壁壳留下精华，与普通灵芝孢子粉相比有效成分含量获得十倍以上提升，可被人体高效吸收。

功效为基，积极推进省外布局

灵芝及灵芝孢子粉产品参与厂家众多，销售品种各异，但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。公司灵芝孢子粉产品销售多年，功效获得用户和专家认可，依赖于灵芝孢子粉的药效，公司经销+直销双向推进，积极拓展省外市场。截止 2022 年 6 月底，已签约城市代理商 14 家，公司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，2022 年 H1 省外地区营收为 4240 万元，省外业务为公司贡献 12.29%的营收，同比增长 11.79%。随着省外业务的拓展，核心产品的知名度有望进一步提升。

■ 后疫情时代，免疫力提升需求有望提升

2022 年 12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布“新十条”，“新十条”进一步优化落实疫情防控的措施，新冠病毒或与人类长期共存，提升免疫力将逐渐成为“刚需”。相关研究证实，灵芝孢子粉能促进免疫缺陷模型小鼠的免疫能力，有效促进肿瘤患者 T 淋巴细胞、B 淋巴细胞的激活及细胞因子 IL-4、IL-6 的分泌，临床水平证明灵芝孢子粉具有显著的免疫增强作用和免疫恢复作用。后疫情时代激发的免疫力提升需求具备持续性和稳定性，灵芝孢子粉空间广阔。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 8.99、10.81、13.07 亿元，归母净利润分别为 2.62、3.37、4.37 亿元，EPS 分别为 1.33、1.71、2.21 元，当前股价对应 PE 分别为 35.3、27.5、21.2 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

自然灾害风险、省外销售推广不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	767	899	1,081	1,307
增长率（%）	20.6%	17.2%	20.2%	21.0%
归母净利润（百万元）	201	262	337	437
增长率（%）	32.4%	30.5%	28.6%	29.7%
摊薄每股收益（元）	1.32	1.33	1.71	2.21
ROE（%）	12.4%	14.3%	16.2%	18.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：				
现金及现金等价物	678	890	1,142	1,455
应收款	87	102	123	149
存货	99	115	133	152
其他流动资产	181	190	202	217
流动资产合计	1,045	1,298	1,599	1,973
非流动资产：				
金融类资产	130	130	130	130
固定资产	357	403	404	388
在建工程	115	46	18	7
无形资产	83	79	75	71
长期股权投资	5	5	5	5
其他非流动资产	357	357	357	357
非流动资产合计	917	889	858	827
资产总计	1,962	2,187	2,458	2,800
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	141	164	189	217
其他流动负债	50	50	50	50
流动负债合计	199	214	239	267
非流动负债：				
长期借款	88	88	88	88
其他非流动负债	56	56	56	56
非流动负债合计	143	143	143	143
负债合计	342	357	382	410
所有者权益				
股本	152	197	197	197
股东权益	1,620	1,830	2,076	2,390
负债和所有者权益	1,962	2,187	2,458	2,800

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	200	262	337	437
少数股东权益	-1	0	0	0
折旧摊销	49	28	31	31
公允价值变动	-12	-3	0	1
营运资金变动	60	-25	-25	-33
经营活动现金净流量	297	262	342	436
投资活动现金净流量	-234	24	27	27
筹资活动现金净流量	149	-52	-91	-122
现金流量净额	212	233	278	341

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	767	899	1,081	1,307
营业成本	126	139	162	187
营业税金及附加	8	8	8	8
销售费用	320	369	442	523
管理费用	77	90	97	106
财务费用	-14	0	0	0
研发费用	51	61	71	82
费用合计	434	520	610	711
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	-12	-3	0	1
投资收益	7	7	7	7
营业利润	207	266	338	440
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	6	3	0	0
利润总额	201	263	338	440
所得税费用	1	1	1	3
净利润	200	262	337	437
少数股东损益	-1	0	0	0
归母净利润	201	262	337	437

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	20.6%	17.2%	20.2%	21.0%
归母净利润增长率	32.4%	30.5%	28.6%	29.7%
盈利能力				
毛利率	83.5%	84.5%	85.0%	85.7%
四项费用/营收	56.6%	57.8%	56.4%	54.4%
净利率	26.1%	29.2%	31.2%	33.4%
ROE	12.4%	14.3%	16.2%	18.3%
偿债能力				
资产负债率	17.4%	16.3%	15.5%	14.6%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	8.8	8.8	8.8	8.8
存货周转率	1.3	1.3	1.3	1.3
每股数据(元/股)				
EPS	1.32	1.33	1.71	2.21
P/E	35.6	35.3	27.5	21.2
P/S	9.3	10.3	8.6	7.1
P/B	4.4	5.1	4.5	3.9

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。