

业务稳健成长，渠道持续拓展

——寿仙谷 (603896.SH) 2023年半年报点评

买入|维持

事件：

公司发布 2023 年半年报，营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 3.71 亿元/0.90 亿元/0.78 亿元，较上年同期增长 6.28%/10.02%/17.13%，EPS 为 0.46 元。

● 公司稳定健康成长，灵芝孢子粉持续发力

公司整体业务稳定成长，灵芝孢子粉类产品持续发力。分季度来看，公司二季度营业收入/归母净利润分别为 1.65/0.28 亿元，分别同比增长 13.39%/19.99%。23H1 公司净利率 24.26%，较上年同期上升 0.83pct。按产品类别看，23H1 灵芝孢子粉类/铁皮石斛类/其他产品营收分别为 2.48/0.65/0.52 亿元，同比增长 4.97%/2.81%/14.10%。按产品营收占比计算，23H1 灵芝孢子粉类产品与铁皮石斛类产品合计占主营业务收入比重为 84.28%，其中灵芝孢子粉类 66.81%，为最主要营收来源。上半年公司销售费用/管理费用/研发费用分别为 1.65/0.42/0.27 亿元，同比-4.29%/18.21%/-1.38%，公司财务费用上半年为-600.87 万元，系公司上半年二期可转债存款利息增加所致。

● 互联网销售加速成长，销售渠道持续拓展

公司已形成经销模式及包含互联网销售的直销模式并重的销售格局。主营收入分地区看，23H1 浙江省内/浙江省外/互联网营收分别为 2.29/0.42/0.94 亿元，占比分别为 61.72%/11.25%/25.22%，比重占比较上期分别-4.08pct/-0.88pct/4.49pct。上半年公司新开 4 家直营专卖店，新增 5 个单位集采渠道，新增进驻商超门店超 10 个。天猫连续 6 年 618 获得灵芝类目销售额第一。截至 6 月 30 日，公司已累计签约加盟城市代理商 17 家，销售代理网点多城市多点散发。在国内市场稳定成长的同时，公司先后入驻阿里国际站和亚马逊平台，未来有望进一步开拓海外市场。

● 投资建议与盈利预测

公司核心产品灵芝孢子粉类及铁皮石斛类产品稳定成长，国内渠道稳定拓展的同时，积极探索并布局海外市场，预计 2023-2025 年，公司实现营业收入分别为 10.47、13.13 和 16.29 亿元，实现归母净利润分别为 3.42、4.32 和 5.52 亿元，对应 EPS 分别为 1.73、2.19 和 2.80 元/股，对应 PE 分别为 23、18 和 14 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

自然灾害风险，毛利率波动风险，原材料质量控制风险，种源流失风险，存货周转不畅风险。

附表：盈利预测

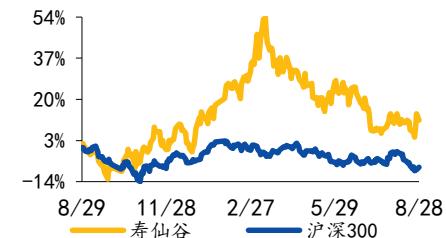
财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	767.14	829.07	1047.25	1313.42	1629.19
收入同比(%)	20.61	8.07	26.32	25.42	24.04
归母净利润(百万元)	200.83	277.78	341.73	431.83	551.68
归母净利润同比(%)	32.37	38.32	23.02	26.37	27.75
ROE(%)	12.40	14.58	16.07	17.57	19.16
每股收益(元)	1.02	1.41	1.73	2.19	2.80
市盈率(P/E)	39.77	28.75	23.37	18.49	14.48

资料来源：Wind,国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元):	56.66 / 31.96
A股流通股(百万股):	201.83
A股总股本(百万股):	201.83
流通市值(百万元):	8174.05
总市值(百万元):	8174.05

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	马云涛
执业证书编号	S0020522080001
电话	021-51097188
邮箱	mayuntao@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1045.30	1862.01	2114.08	2301.47	2849.22
现金	677.98	1524.71	1700.00	1800.00	2240.30
应收账款	84.52	113.66	127.62	162.18	202.50
其他应收款	2.92	2.51	3.61	4.42	5.44
预付账款	10.57	13.97	19.55	23.69	29.95
存货	99.06	147.76	180.77	230.50	290.89
其他流动资产	170.24	59.41	82.54	80.68	80.13
非流动资产	917.16	994.18	930.84	843.45	751.84
长期投资	4.82	5.93	6.00	6.00	6.00
固定资产	357.45	376.95	395.98	362.63	303.08
无形资产	82.98	78.16	71.87	65.33	58.33
其他非流动资产	471.91	533.14	456.99	409.49	384.44
资产总计	1962.46	2856.19	3044.92	3144.93	3601.06
流动负债	199.28	477.77	600.28	346.90	368.58
短期借款	0.00	272.97	347.53	37.55	0.00
应付账款	140.81	143.96	195.54	250.12	309.33
其他流动负债	58.47	60.84	57.21	59.22	59.25
非流动负债	143.13	472.90	318.93	340.95	355.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	143.13	472.90	318.93	340.95	355.60
负债合计	342.41	950.67	919.21	687.85	724.18
少数股东权益	0.38	0.00	-0.51	-1.09	-1.85
股本	152.50	197.20	197.20	197.20	197.20
资本公积	900.22	856.25	856.25	856.25	856.25
留存收益	690.99	908.45	1163.41	1489.50	1907.28
归属母公司股东权益	1619.66	1905.52	2126.22	2458.17	2878.73
负债和股东权益	1962.46	2856.19	3044.92	3144.93	3601.06

利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	767.14	829.07	1047.25	1313.42	1629.19
营业成本	126.37	129.21	182.63	228.96	284.10
营业税金及附加	7.81	7.18	9.58	12.03	14.78
营业费用	319.76	319.37	418.90	525.37	651.68
管理费用	77.43	85.80	109.96	144.48	179.21
研发费用	50.82	47.82	48.00	50.00	52.00
财务费用	-13.71	-12.05	-43.19	-57.69	-81.85
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-12.33	-1.26	0.30	0.50	0.80
投资净收益	6.84	4.54	4.50	4.50	4.50
营业利润	207.15	280.88	346.36	436.33	556.14
营业外收入	0.13	0.43	0.29	0.31	0.32
营业外支出	6.22	3.34	4.64	4.47	4.34
利润总额	201.06	277.97	342.01	432.17	552.12
所得税	0.75	0.45	0.80	0.91	1.20
净利润	200.31	277.51	341.21	431.26	550.92
少数股东损益	-0.52	-0.27	-0.51	-0.57	-0.76
归属母公司净利润	200.83	277.78	341.73	431.83	551.68
EBITDA	254.55	342.87	388.15	474.08	574.90
EPS (元)	1.32	1.41	1.73	2.19	2.80

现金流量表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	296.70	341.28	367.53	441.47	522.45
净利润	200.31	277.51	341.21	431.26	550.92
折旧摊销	61.11	74.04	84.98	95.43	100.61
财务费用	-13.71	-12.05	-43.19	-57.69	-81.85
投资损失	-6.84	-4.54	-4.50	-4.50	-4.50
营运资金变动	8.82	-26.20	-10.10	-25.83	-43.56
其他经营现金流	47.01	32.52	-0.87	2.79	0.83
投资活动现金流	-233.72	-85.39	-42.88	-4.50	-7.25
资本支出	161.63	182.60	-0.17	0.00	0.00
长期投资	74.60	-95.55	12.70	-2.65	-0.17
其他投资现金流	2.50	1.66	-30.36	-7.15	-7.43
筹资活动现金流	-54.24	335.84	-149.36	-336.98	-74.89
短期借款	0.00	272.97	74.56	-309.98	-37.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	4.49	44.70	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	131.41	-43.98	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-190.14	62.14	-223.91	-27.00	-37.34
现金净增加额	8.74	591.73	175.29	100.00	440.30

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.61	8.07	26.32	25.42	24.04
营业利润(%)	30.36	35.59	23.31	25.98	27.46
归属母公司净利润(%)	32.37	38.32	23.02	26.37	27.75
盈利能力					
毛利率(%)	83.53	84.42	82.56	82.57	82.56
净利润率(%)	26.18	33.51	32.63	32.88	33.86
ROE(%)	12.40	14.58	16.07	17.57	19.16
ROIC(%)	28.45	30.61	37.54	50.73	68.03
偿债能力					
资产负债率(%)	17.45	33.28	30.19	21.87	20.11
净负债比率(%)	1.64	29.23	38.35	6.33	0.83
流动比率	5.25	3.90	3.52	6.63	7.73
速动比率	4.75	3.59	3.22	5.97	6.94
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.34	0.35	0.42	0.48
应收账款周转率	9.36	8.16	8.49	8.70	8.58
应付账款周转率	1.09	0.91	1.08	1.03	1.02
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.41	1.73	2.19	2.80
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.73	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	8.21	9.66	10.78	12.47	14.60
估值比率					
P/E	39.77	28.75	23.37	18.49	14.48
P/B	4.93	4.19	3.76	3.25	2.77
EV/EBITDA	27.69	20.56	18.16	14.87	12.26

资料来源：Wind,国元证券研究所

投资评级说明：

(1) 公司评级定义

买入	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数20%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数5-20%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来6个月内，股价涨幅劣于上证指数5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心
A座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16
楼国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188