

## 公司研究

## 短期业绩承压，加速全国化和多元化布局

## ——寿仙谷（603896.SH）2025 年报及 2026 年一季报点评

## 增持（维持）

当前价：18.25 元

## 作者

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

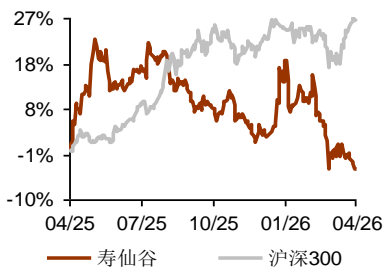
021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.98
总市值(亿元):	36.18
一年最低/最高(元):	17.92/23.50
近3月换手率:	73.68%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.16	-11.50	-30.19
绝对	-3.23	-11.41	-4.15

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

1) 公司发布 2025 年报，营业收入 6.40 亿元，同比-9.21%（调整后）；归母净利润 0.18 亿元，同比-89.58%（调整后）；扣非归母净利润-0.03 亿元，同比-102.45%（调整后）；经营性净现金流 2.28 亿元，同比+6.09%（调整后）；EPS（基本）0.09 元。2025 年度拟不进行现金分红。

2) 公司发布 2026 年一季报，营业收入 1.61 亿元，同比-8.46%；归母净利润 0.29 亿元，同比-50.68%；扣非归母净利润 0.25 亿元，同比-39.74%。

## 点评：

**业绩短期承压，补缴税款和消费疲软为主因：**25Q1-26Q1，公司单季度营业收入分别为 1.71/1.29/1.30/2.10/1.61 亿元，同比-22.68%/-6.64%/+8.51%/-7.04%/-8.46%；归母净利润分别为+0.58/+0.07/+0.11/-0.58/+0.29 亿元，同比-24.32%/-67.61%/-30.15%/-197.45%/-50.68%。业绩表现不佳，与国内经济增长放缓、消费需求疲软、行业竞争加剧有关，同时，子公司寿仙谷饮片需要补缴 2022-2024 年度税款 8,088.38 万元及截至 2025 年末的滞纳金，对公司利润端造成压力。2025 年分产品看，灵芝孢子粉类收入 3.83 亿元（占比 59.9%），同比-13.91%；铁皮石斛类收入 0.94 亿元（占比 14.7%），同比-16.60%，其他类收入 1.51 亿元（占比 23.6%），同比+26.17%，与子品牌灵芝孢子粉等产品收入增长有关。销售模式上，经销模式收入 3.30 亿元（占比 51.6%），同比-16.80%，直销模式（含互联网）收入 2.98 亿元（占比 46.6%），同比+6.18%，其中互联网销售 1.84 亿元（占比 28.8%），同比+8.11%，通过加大网络营销力度、拓宽销售渠道，公司线上直销实现恢复式增长。区域上，浙江省内收入占比 61.1%，浙江省外收入占比 8.3%，均有所下滑。

**坚持加大研发投入，加速全国化与多元化布局：**公司持续加大研发投入，2025 年研发费用为 0.52 亿元，同比+6.67%，研发费用率同比+1.21pp 至 8.07%，主要用于持续改良技术工艺、选育新品种、开发新产品、改进生产设备、药理药效研究及临床研究等。此外，公司坚定推进营销改革，成立并做强省外事业部，系统性复制在浙江省内成功的“名医、名药、名店”模式，优先聚焦长三角、珠三角等高消费潜力区域；加快全国性渠道合作，构建跨区域供应网络步伐；发力线上与新零售渠道。在产品布局方面，在确保核心产品持续稳定增加基础上，公司将积极开发健康快消品，拓展消费场景和消费群体，计划年内开发上市 2-3 款增强免疫力、护肝养眼等功能扩展产品，打造零食化年轻快消产品吸引 Z 世代。同时建立动态定价与敏捷研发流程，提升市场响应速度。此外，公司将积极打造前瞻性战略大单品，规划 1-2 款年销过亿产品，开发高价值渠道专属产品，探索个性化健康解决方案，提升产品与市场、渠道的匹配度。

**盈利预测、估值与评级：**短期消费复苏节奏或影响业绩弹性，叠加公司在建工程转固后折旧费用增加以及税费增加，我们下调 26-27 年归母净利润预测为 1.06/1.36 亿元（较上次分别下调 53%/46%），新增预测 28 年归母净利润为 1.61 亿元，现价对应 PE 分别为 34/27/22 倍，考虑到公司的产品稀缺性、技术标准壁垒及全产业链布局优势，具备穿越周期的能力，叠加政策对中医药的支持，长期增长可期，维持“增持”评级。

**风险提示：**消费需求不及预期；原料价格波动；行业政策变化。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	692	640	656	706	759
营业收入增长率	-11.81%	-7.45%	2.42%	7.66%	7.59%
净利润（百万元）	175	18	106	136	161
净利润增长率	-31.34%	-89.60%	483.77%	28.55%	18.33%
EPS（元）	0.88	0.09	0.54	0.69	0.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.62%	0.80%	4.48%	5.52%	6.23%
P/E	21	199	34	27	22
P/B	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-28

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	692	640	656	706	759
营业成本	133	137	147	160	175
折旧和摊销	68	78	83	91	97
税金及附加	8	11	9	10	10
销售费用	304	263	233	240	251
管理费用	87	101	110	115	120
研发费用	48	52	53	53	54
财务费用	-19	9	22	13	9
投资收益	3	4	4	4	4
营业利润	175	127	122	157	186
利润总额	175	102	122	157	186
所得税	0	84	16	20	24
净利润	175	18	106	136	161
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	175	18	106	136	161
EPS (元)	0.88	0.09	0.54	0.69	0.81

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	213	228	52	217	245
净利润	175	18	106	136	161
折旧摊销	68	78	83	91	97
净营运资金增加	-77	-197	169	70	74
其他	47	329	-306	-80	-87
投资活动产生现金流	-240	-284	-62	-28	-98
净资本支出	-279	-273	-102	-102	-102
长期投资变化	5	5	0	0	0
其他资产变化	35	-16	40	74	4
融资活动现金流	-243	-38	18	-129	-83
股本变化	-4	0	0	0	0
债务净变化	-161	30	40	-84	-33
无息负债变化	-5	154	-150	21	24
净现金流	-270	-95	8	60	64

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	80.7%	78.7%	77.6%	77.3%	77.0%
EBITDA 率	33.8%	36.1%	34.0%	36.4%	37.9%
EBIT 率	20.3%	19.4%	21.4%	23.6%	25.2%
税前净利润率	25.3%	16.0%	18.6%	22.2%	24.4%
归母净利润率	25.3%	2.8%	16.2%	19.3%	21.3%
ROA	5.6%	0.6%	3.2%	4.1%	4.7%
ROE (摊薄)	7.6%	0.8%	4.5%	5.5%	6.2%
经营性 ROIC	6.3%	1.0%	5.1%	5.8%	6.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	27%	31%	28%	26%	24%
流动比率	3.90	2.69	3.63	4.37	2.27
速动比率	3.44	2.31	3.10	3.71	1.92
归母权益/有息债务	4.07	3.80	3.73	4.50	5.02
有形资产/有息债务	4.81	4.80	4.50	5.25	5.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	3,131	3,282	3,277	3,319	3,430
货币资金	854	778	787	847	911
交易性金融资产	345	356	400	400	400
应收账款	86	71	77	83	89
应收票据	32	21	21	23	25
其他应收款 (合计)	3	4	3	3	4
存货	180	209	224	245	268
其他流动资产	14	21	21	21	21
流动资产合计	1,522	1,471	1,544	1,634	1,730
其他权益工具	90	98	98	98	98
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	343	853	930	969	986
在建工程	502	193	131	101	85
无形资产	353	354	349	344	339
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	4	3	3	3	3
非流动资产合计	1,609	1,811	1,734	1,685	1,700
总负债	837	1,021	911	848	838
短期借款	187	194	221	149	516
应付账款	137	160	147	160	175
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1	1	1	1	1
其他流动负债	1	2	2	2	2
流动负债合计	390	546	426	374	763
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	361	382	413	400	0
其他非流动负债	55	62	62	62	62
非流动负债合计	447	475	485	474	75
股东权益	2,294	2,260	2,367	2,471	2,592
股本	198	198	198	198	198
公积金	905	919	919	919	919
未分配利润	1,072	1,017	1,123	1,228	1,348
归属母公司权益	2,294	2,260	2,366	2,470	2,591
少数股东权益	0	1	1	1	1

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	43.89%	41.05%	35.55%	34.05%	33.05%
管理费用率	12.60%	15.77%	16.77%	16.27%	15.77%
财务费用率	-2.75%	1.43%	3.31%	1.84%	1.18%
研发费用率	7.00%	8.07%	8.07%	7.57%	7.17%
所得税率	0%	82%	13%	13%	13%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.27	0.00	0.16	0.21	0.24
每股经营现金流	1.08	1.15	0.26	1.10	1.24
每股净资产	11.57	11.40	11.93	12.46	13.07
每股销售收入	3.49	3.23	3.31	3.56	3.83

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	21	199	34	27	22
PB	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.5	18.2	16.8	14.6	12.9
股息率	1.5%	0.0%	0.9%	1.1%	1.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼