

# 中证鹏元资信评估股份有限公司

## 信用等级通知书

中鹏信评【2020】第 Z【251】号

### 浙江寿仙谷医药股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、债券偿还保障以及其他事项等方面对贵公司及贵公司拟发行的浙江寿仙谷医药股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。  
特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年四月二十日



浙江寿仙谷医药股份有限公司  
2020 年公开发行可转换  
公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。


本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：  
中鹏信评【2020】第 Z  
【251】号 03

分析师

姓名：  
秦风明 刘书芸  
电话：  
021-51035670

邮箱：  
qinfm@cspengyuan.com

评级日期：  
2020年5月8日

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于公司  
官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008号阳光高尔夫大厦  
3楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 浙江寿仙谷医药股份有限公司 2020年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行规模：不超过3.6亿元

债券期限：6年

担保主体：浙江寿仙谷投资管理有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

发行主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对浙江寿仙谷医药股份有限公司（以下简称“寿仙谷”或“公司”，股票代码：603896.SH）本次拟公开发行不超过3.6亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司主要产品具有较高品牌知名度，在行业内具备一定竞争优势，公司营业收入和利润持续增长，公司上市后资本实力有所增强，融资渠道更加多元化。同时中证鹏元也关注到公司主要产品的产量和质量受自然因素影响较大，公司存货规模较大占用公司一定营运资金和存在一定跌价风险，公司产品较为单一且市场销售区域集中度较高。

### 正面：

- 公司主要产品具有较高品牌知名度，已形成灵芝、铁皮石斛产品“全产业链”发展模式，综合实力较强。公司在行业内具有较高的知名度和品牌影响力，先后获得“全国食用菌行业十大龙头企业”、“中华老字号”、“中国驰名商标”、“国家及非物质文化遗产代表性项目”等荣誉。公司目前已形成药材遗传育种、中药材种植、中药饮片炮制以及提取等精深加工、建立自身销售渠道的“全产业链”发展模式，综合实力较强。
- 公司销售渠道和网络较为完善，近年来销售收入持续增长，产品毛利率较高。公司IPO募投项目之一为营销网络建设项目，现已搭建完毕。公司线下与浙江省知名老字号、商超集团等均有合作，并设有23家直营店；线上在天猫、京东均设有

旗舰店，营销渠道和网络较为完善。2017-2019 年公司分别实现营业收入 36,996.33 万元、51,145.19 万元和 54,675.85 万元，三年年均复合增长率 21.57%，毛利率近三年均在 85%左右。公司收入持续增长，产品毛利率较高。

- 公司上市后资本实力有所增强，融资渠道更加多元化。2017 年 5 月公司普通股股票成功公开发行，募集资金净额 35,816.30 万元，所有者权益规模大幅增加，近三年复合增长率为 16.11%，2019 年末增至 117,246.95 万元，资本实力进一步增强；此外，公司的成功上市将有助于进一步拓宽融资渠道，丰富资金来源，改善资本结构。

### 关注：

- 公司主要产品产量和质量受自然因素影响较大。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，生长受到气候、土壤、日照等自然因素的影响，如果公司自有基地突遇严重自然灾害或重大病虫害，将影响相关产品的产量和质量，对公司的生产经营带来不利影响。
- 产品较为单一和销售区域集中度较高。公司主要产品为灵芝孢子粉类和铁皮石斛类产品，2017-2019 年两者合计占营业收入的比重为 84.90%、85.32%和 84.87%，销售产品较为单一；2017-2019 年，浙江省销售收入占比分别为 64.32%、63.05%和 63.92%，占比均超过 60%，销售区域集中度较高。
- 存货规模较大，占用一定营运资金且存在一定跌价风险。2017-2019 年公司存货分别为 11,270.13 万元、11,861.69 万元和 11,009.49 万元，分别占公司总资产比重的 12.17%、9.96%和 8.21%，存货规模较大，占用公司一定营运资金且存在一定跌价风险。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	134,078.42	119,152.69	92,634.44
归属于母公司所有者权益	117,246.95	98,473.85	86,974.83
有息债务	1,000.00	4,000.00	0.00
资产负债率	12.55%	17.35%	6.11%
流动比率	4.12	2.72	10.06
速动比率	3.37	2.11	7.72
营业收入	54,675.85	51,145.19	36,996.33
营业利润	12,777.44	11,030.50	9,083.71

净利润	12,389.53	10,765.29	8,887.99
综合毛利率	84.38%	85.91%	86.23%
总资产回报率	9.95%	10.49%	11.79%
EBITDA	17,503.70	15,812.54	13,494.83
EBITDA 利息保障倍数	178.79	163.17	70.68
经营活动现金流净额	20,791.82	17,151.31	11,080.36

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

#### 担保方寿仙谷投资管理有限公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	139,397.35	125,680.35	97,010.98
归属于母公司所有者权益	52,541.34	44,510.27	40,425.82
资产负债率	12.09%	17.93%	5.84%
营业收入	54,736.77	51,204.83	37,108.32
净利润	11,664.43	9,913.21	8,626.08
经营活动现金流净额	20,776.37	16,888.33	11,076.46

资料来源：寿仙谷投资管理有限公司 2018 年审计报告及 2019 年未经审计财务报表，中证鹏元整理  
 注：2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数

## 一、发行主体概况

公司设立时间为1997年3月3日，后由浙江寿仙谷生物科技有限公司（以下简称“寿仙谷有限公司”）整体变更设立的股份有限公司。2013年5月25日，经公司创立大会决议，同意寿仙谷有限公司以截至2012年12月31日经审计净资产为基础，按1:0.6487的折股比例折合股份8,955.25万股，整体变更设立股份有限公司。2013年6月27日，公司完成上述工商变更登记，取得金华市工商行政管理局换发的《企业法人营业执照》，注册资本为8,955.25万元。2017年5月经中国证监会《关于核准浙江寿仙谷医药股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可[2017]520号）核准，公司向社会公开发行人民币普通股3,495.00万股，每股面值1.00元，每股发行价格11.54元，发行后公司总股本变更至13,980.00万股，并于2017年5月10日起在上海证券交易所挂牌交易。2018年3月30日，公司2018年第二次临时股东大会审议通过了《关于<浙江寿仙谷医药股份有限公司2018年限制性股票激励计划（草案）>（全文及摘要）的议案》，拟授予限制性股票419.40万股，其中首次授予384.46万股，预留34.94万股，授予价格24.14元/股。公司以2018年5月31日为授予日，实际授予157名激励对象353.46万股限制性股票。2018年6月20日，公司限制性股票激励计划首次授予部分股份登记工作已完成。截至2018年6月1日，公司已收到157名激励对象以货币缴纳出资8,532.52万元，其中353.46万元计入注册资本，8,179.06万元计入资本公积，变更后公司的注册资本为14,333.46万元，2018年7月20日，股权变更已完成工商变更登记。2019年公司完成三次股权回购注销和公司限制性股票激励计划预留授予部分股份，截至2019年12月31日，公司实收资本14,387.16万元。

截至2019年12月31日，公司控股股东浙江寿仙谷投资管理有限公司（以下简称“寿仙谷投资”），实际控制人为李明焱家族（李明焱、朱惠照、李振皓、李振宇），上述四人控制公司51.06%的股份，其中李明焱和朱惠照通过寿仙谷投资间接持有公司40.29%的股份，李振皓、李振宇分别直接持有公司8.04%、2.73%的股份。李明焱、朱惠照为夫妻关系，李振皓、李振宇为兄弟关系，李振皓、李振宇为李明焱、朱惠照之子。截至2019年12月31日，实际控制人李明焱家族所持公司股份不存在质押、冻结和其他限制权利的情况。

表1 截至2019年12月31日公司前十大股东持股情况

序号	股东名称	股东性质	持股总数 (股)	持股比例 (%)	股份限售数量 (股)
1	寿仙谷投资	社会法人股	57,964,030	40.29	57,964,030
2	李振皓	自然人股	11,570,500	8.04	11,570,500

3	郑化先	自然人股	6,094,500	4.24	441,100
4	李振宇	自然人股	3,933,970	2.73	3,933,970
5	叶世萍	自然人股	3,362,447	2.34	-
6	王瑛	自然人股	2,797,500	1.94	2,674,500
7	李建淼	自然人股	2,480,700	1.72	2,449,740
8	孙惠刚	自然人股	2,028,100	1.41	-
9	浙江恒晋同盛创业投资合伙企业（有限合伙）	其他股	1,990,000	1.38	-
10	谢华宝	自然人股	1,425,000	0.99	-
<b>合 计</b>			<b>93,646,747</b>	<b>65.08</b>	<b>79,033,840</b>

资料来源：公司提供

公司主要从事灵芝、铁皮石斛等中药材的品种选育、栽培、加工和销售等工作，产品包括寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）、寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉、寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒、寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒、寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏等。截至2019年12月31日，公司纳入合并范围共有14家控股子公司（单位），其中一级子公司共7家，详见附录三。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**浙江寿仙谷医药股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

**发行总额：**不超过3.6亿元；

**债券期限和利率：**6年，本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平由股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

**转股期限：**自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

**初始转股价格：**本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；

**转股价格向下修正条款：**在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意



连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

**赎回条款：**在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

#### **回售条款：**

##### **（1）有条件回售条款**

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在前述三十个交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

##### **（2）附加回售条款**

若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺

相比出现变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下，可转换公司债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

**向原股东配售的安排：**本次发行的可转换公司债券给予公司原 A 股股东优先配售权，原 A 股股东有权放弃配售权。具体优先配售数量提请股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定，并在本次发行的可转换公司债券的发行公告中予以披露。原 A 股股东优先配售之外的余额和原 A 股股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上发行相结合的方式发行，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐人（主承销商）在发行前协商确定。

**增信方式：**公司控股股东寿仙谷投资为本次公开发行可转换公司债券提供连带责任保证担保。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过3.6亿元，募集资金拟用于寿仙谷健康产业园保健食品建设项目。该项目包括基本建设和生产线建设两个子项目，具体如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（基本建设）	22,426.98	22,426.98	100.00%
寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（生产线建设）	14,483.29	13,573.02	93.72%
合计	36,910.27	36,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

如果本期募集资金到位前公司需要对上述拟投资项目进行先期投入，则公司将使用自筹资金投入，待募集资金到位后将以募集资金置换上述自筹资金。若本次发行募集资金不能满足项目投资需要，资金缺口通过公司自筹解决。上述募集资金投资项目中的非资本性支出全部由公司自筹解决。

#### （一）项目建设内容及建设进度

根据《浙江寿仙谷医药股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》，募投项目投产以后将新增保健食品产能31吨。具体的产品方案及生产规模如下：

**表3 本期债券募集资金投向明细（单位：千克）**

序号	剂型	产品	年产量
1	保健食品粉剂	寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉	11,000.00
2	保健食品颗粒剂	寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒	11,000.00
3	保健食品片剂	寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉片	5,000.00
4	保健食品浸膏剂	寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏	4,000.00
合 计			<b>31,000.00</b>

资料来源：《浙江寿仙谷医药股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》

### （二）项目核准情况

截至2019年末，募集资金投资项目已取得备案和环评的核准文件，如下表所示：

**表4 本期债券募投项目备案情况**

序号	项目名称	备案机关	备案时间	项目备案代码
1	寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（基本建设）	武义县发展和改革局	2019-11-07	2019-330723-47-03-817372
2	寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（生产线建设）	武义县发展和改革局	2019-11-07	2019-330723-14-03-029362-000
3	寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（基本建设）	金华市生态环境局武义分局	2019-11-06	201933072300000209
4	寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（生产线建设）	金华市生态环境局	2019-08-29	金环建武备 2019130

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）项目收益

根据公司测算，本项目固定资产投资36,148.79万元，其中建筑工程费22,426.98万元，设备设施购置费13,068.38万元，设备设施安装费653.42万元；铺底流动资金761.49万元；合计36,910.27万元。建设完工并顺利达产后可实现营业收入59,250.00万元，实现营业利润4,464.22万元。项目选用的具体地址为武义县壶山街道黄龙工业功能区新上松线（萤乡路）东侧、洋垄水库西侧。项目用地已取得编号为浙（2016）武义县不动产权第0003840号的《不动产权证书》。项目建设周期36个月，截至2019年12月31日，募投项目尚未建设、尚未投入。需关注募投项目建设能否顺利完工并实现预期收益具有一定不确定性。

**表5 募投项目达产后正常经营年份的主要财务指标**

序号	收益指标	数值
1	营业收入（万元）	59,250.00
2	净利润（万元）	4,464.22
3	项目投资内部收益率（税后）	13.26%

4	项目投资财务净现值（万元）（税后）	6,447.46
5	项目投资回收期（年）（税后）	6.02

资料来源：《浙江寿仙谷医药股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》

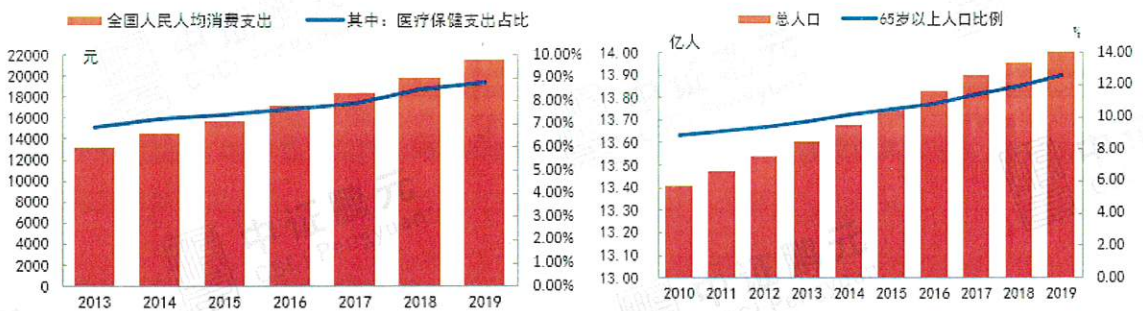
## 四、运营环境

在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，医疗保健需求有较大增长空间

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，国内医疗服务需求不断上升。根据国家统计局数据，截至2019年底，我国总人口数14.00亿人，其中65岁及以上人数1.76亿人，占总人数的比例12.6%，65岁以上的老年人人数占比正逐年上升。2013-2019年我国城镇居民人均医疗保健消费支出由912.10元增长至1,902.00元，累计增长108.53%，其中医疗保健支出占消费支出的比重由6.90%升至8.82%，未来我国人均医疗保健消费支出仍将保持增长，医疗需求仍有较大空间。

图 1 2013-2019 年医疗保健支出情况

图 2 2010-2019 年我国人口老龄化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

中药材为中药制造企业上游，其供给能力及价格变化对下游制造企业影响较大，具有中药材原料种植基地或独家品种的中药生产企业抗风险能力较强

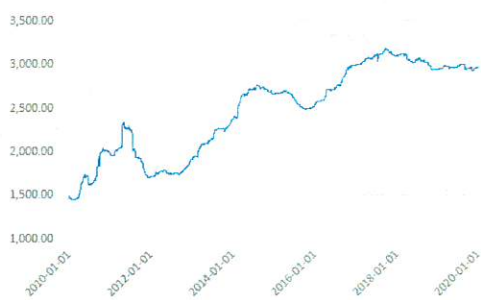
中药材种植作为中医药行业上游，是生产中药饮片、中成药以及食品、保健品等中药大健康产品的主要原材料。中药材价格变化的影响因素，既包括种植产量与生长周期、野生资源数量、自然灾害以及人为炒作等供给方面因素，也包括制药企业等生产需求、消费者直接需求、疫情爆发等需求方面因素，供需之间不平衡的矛盾导致价格波动较大。

大宗中药材方面，从反映全国中药材整体价格情况的“中药材综合 200 价格指数”来看，大宗药品价格波动较大，经历 2016 年的上涨后，2018-2019 年大宗药材整体呈下跌趋势。野生药材方面，长期以来动物类药材多为野生。由于野生资源稀缺，且逐年枯竭，国

家对其实施严格的政策保护，再加上劳动力价格持续上涨，使得野生及动物类药材供给出现不足，随着需求的不断增长，整体价格呈现平稳上升态势，2019 年中药材野生 99 价格指数整体在 3,000 点以下附近，整体较 2018 年有所下降。

整体来看，野生药材受资源稀缺、政策保护等因素影响，未来价格仍将保持高位，大宗药品价格受产业政策扶持等因素影响种植面积不断扩大，后期仍存在一定的下行压力。

图 3 中药材野生 99 价格指数图



资料来源：中药材天地网，中证鹏元整理

图 4 中药材综合 200 价格指数图



资料来源：中药材天地网，中证鹏元整理

中药材价格波动对中药企业带来一定的成本控制压力，但药材价格变化对不同子行业影响不同。对于中成药制造企业，由于进入基本药物目录的中药品种定价受政府调控，若中药原材料价格持续上涨，中成药原料和价格有倒挂的风险。此外，中药材涨价对具体企业也不尽相同，对拥有核心技术的中药生产企业，若其产品属于国家鼓励的自主定价产品，其对原料成本的转嫁能力较强，中药材涨价对其影响有限。2018 年东阿阿胶、片仔癀、马应龙、广誉远分别对旗下东阿阿胶、复方阿胶浆、片仔癀麝香痔疮膏、安宫牛黄丸等主要产品进行了提价，有效化解成本上升压力。

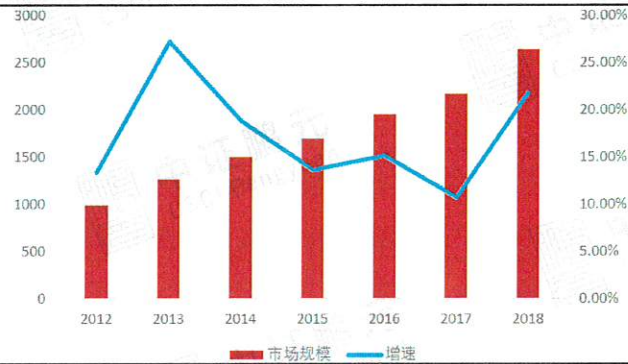
#### 我国中药饮片市场行业集中度较低，质量标准仍待提高，行业趋向整合

我国中药饮片市场行业集中度一直处于较低水平，目前行业依然以低水平、重复生产的中小型企业为主，行业集中度较低，企业间竞争日趋激烈。从企业规模来看，我国中药饮片生产企业普遍规模偏小，行业内企业呈金字塔分布，小型企业占绝大多数。近年来，政府强制要求中药饮片生产企业进行 GMP 认证，同时鼓励中药企业进行兼并重组，部分规模小、竞争力较弱、管理不规范的生产企业将逐步被市场所淘汰。随着行业的不断发展和优势企业竞争力的提升，中药饮片行业集中度也将逐步提高。

近年中药饮片加工行业收入及利润增速保持在较高水平。自 2004 年以来，中药饮片行业一直保持强劲增长势头，根据国家统计局的统计数据，2018 年我国中药饮片加工市场规模突破 2,500 亿元，达到 2,637 亿元，同比 2017 年增长 21.8%。2011-2018 年我国中

药饮片加工市场规模从 874 亿元增长至 2,637 亿元，期间我国中药饮片加工市场规模年均复合增长率为 17.1%，中药饮片在医药行业中的占比呈现逐年递增趋势。

图 5 我国中药饮片加工市场规模及增长情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

近年来，随着消费者对灵芝孢子粉药用价值的深入了解，我国灵芝孢子粉产业快速发展，增速远高于灵芝子实体类产品。市场上的灵芝孢子粉主要为普通灵芝孢子粉和灵芝孢子粉（破壁）。研究表明，灵芝孢子粉（破壁）的药用价值明显高于灵芝子实体及未破壁灵芝孢子粉，现已成为市场上的主流产品。

由于灵芝在全国分布较广，且灵芝孢子粉等灵芝深加工产品功效显著，具有良好经济效益，目前国内生产企业数量及灵芝产品种类繁多，但目前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，如浙江寿仙谷医药股份有限公司、南京中科集团股份有限公司、福建仙芝楼生物科技有限公司等。未来，随着行业的有序化发展，掌握核心破壁与去壁技术并具有品牌知名度的生产企业的优势将更加明显，其市场竞争力也将进一步提升。

## 五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》等法律法规的要求以及《公司章程》的规定建立法人治理结构。

公司设股东大会、董事会和监事会，股东大会是公司的权力机构。明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。

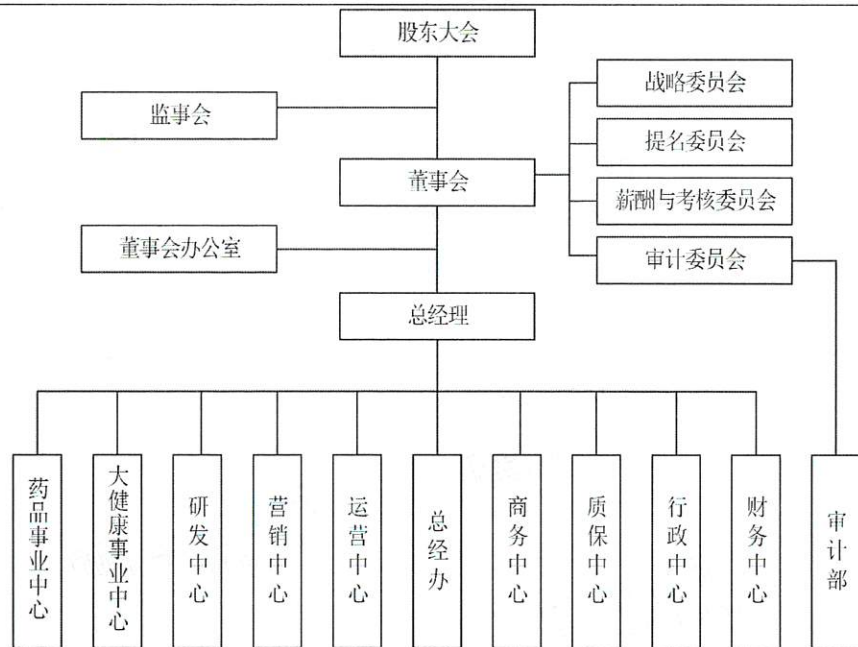
公司董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事会由九名董事组成，其中包括三名独立董事。董事会设董事长一名，副董事长一名。董事任期届满，可连选连任，董事在任期届满以前，股东大会不得无故解除其职务。董事任期从就职之日起计算，至本届董事会任期届满时为止。董事任期届满未及时改选，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照

法律、行政法规、部门规章和本章程的规定，履行董事职务。董事可以由总经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任总经理或者其他高级管理人员职务的董事，总计不得超过公司董事总数的二分之一。公司设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书以及董事会认定的其他高级管理人员为公司高级管理人员。

公司监事会由三名监事组成，设监事会主席一名，由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表为1人。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。其职责包括对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。董事、总经理和其他高级管理人员不得兼任监事。

总体看来，公司法人治理结构相对较为完善，各项规章制度较为健全，部门架构设置、内部管理制度建设及部门配置能够满足日常业务开展与经营管理的需要。

图6 截至2019年12月31日公司组织结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

人员数量方面，截至2019年12月31日，公司在职工1,016人。人员构成方面，公司以生产、销售和技术人员居多，本科及以上学历共计217人。

表6 截至2019年底公司人员构成情况

专业构成		教育程度	
类别	人数	类别	人数

生产人员	187	博士	3
销售人员	612	硕士	21
技术人员	136	本科	193
财务人员	31	大专	198
行政人员	50	大专以下	601
<b>合计</b>	<b>1,016</b>	<b>合计</b>	<b>1,016</b>

资料来源：公司提供

## 六、经营与竞争

公司是一家专业从事灵芝、铁皮石斛等名贵中药材的品种选育、栽培、加工和销售的上市公司，公司主要产品包括寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）、寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉、寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒、寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒、寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏等。

公司营业收入以灵芝孢子粉类产品销售为主，近年公司在完善原有销售网络的基础上拓展了新的营销渠道，在持续提高产品品质的同时加大了营销宣传力度，受此影响，公司主要产品的销售收入均有不同比例的增长。2017-2019年公司分别实现营业总收入36,996.33万元、51,145.19万元和54,675.85万元，三年年均复合增长率为21.57%。2017-2019年灵芝孢子粉类产品销售收入占营业总收入比重的67.74%和69.02%和68.93%，铁皮石斛类和其他产品销售规模较低，其他产品主要有南方红豆杉、红芪、西红花、铁皮石斛花、灵芝片、红景天、三叶青等。

毛利率方面，灵芝孢子粉类产品作为公司核心产品，毛利率较高且较为稳定，2017-2019年毛利率分别为94.27%、92.90%和90.69%，近年来均保持在90%以上。铁皮石斛类产品销售毛利率稳步增长，2019年铁皮石斛类毛利率为76.33%，较2017年增长4.23个百分点，主要系公司于2018年1月1日起上调铁皮枫斗颗粒市场零售价格所致。公司2017-2019年综合毛利率分别为86.23%、85.91%和84.38%，整体保持在较高水平且波动较小。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
灵芝孢子粉类产品	37,689.82	90.69%	35,301.74	92.90%	25,062.31	94.27%
铁皮石斛类产品	8,105.47	76.33%	7,924.86	76.27%	6,107.50	72.10%
其他产品	8,165.96	74.63%	7,439.54	72.19%	5,545.82	73.03%
其他业务	714.60	-45.53%	479.05	-57.01%	280.70	-62.64%



合计	54,675.85	84.38%	51,145.19	85.91%	36,996.33	86.23%
----	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------

资料来源：公司提供

公司在行业内具有较高的知名度和品牌影响力，主要产品灵芝孢子粉及铁皮石斛类销量和销售收入持续上升，但需关注产品销售单一和销售区域集中度较高的风险

公司在行业内具有较高的知名度和品牌影响力，先后被中国食用菌协会评为“全国食用菌行业十大龙头企业”，被浙江省中药材产业协会聘为第四届理事会会长单位；“寿仙谷”商标被中华人民共和国商务部认定为“中华老字号”，被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”，被浙江省工商行政管理局认定为“浙江省著名商标”；“武义寿仙谷中药炮制技艺”被列入第四批国家级非物质文化遗产名录，“浙江特色药材标准研究及应用”荣获浙江省科学技术进步奖；公司为《中医药—灵芝》及《中医药—铁皮石斛》国际标准领衔制定单位。公司主要产品为灵芝、铁皮石斛系列中药饮片、保健食品。

公司的销售采用经销为主、直销为辅的销售模式。其中经销模式又可分为买断式经销（公司和经销商之间构成买卖关系，经销商承担货物灭失风险）和代销式经销（公司与经销商之间构成委托关系，公司承担货物灭失风险），买断式经销账期一般1-3个月，直销模式可分为零售和互联网销售。公司的主要经销客户包括老字号药店、知名医药公司及大型商超集团，如胡庆余堂、方回春堂、同仁堂、雷允上等，此外公司还与东方商厦、杭州大厦、虹桥友谊等高端商超建立了长期稳定的合作关系；公司的零售直销主要为在线下开设直营门店进行销售，互联网销售则主要依托于天猫官方旗舰店、京东官方旗舰店等网络销售渠道，其中天猫官方旗舰店和京东官方旗舰店在客户确认收货后货款就打到公司支付宝账号，一般账期为7-15天。在产品定价方面，公司会根据经销商资信等级、合作时间和销售规模等情况给与不同的折扣，结算价格一般为产品零售价的7-8.5折；直销模式一般按照产品的零售价销售。2017-2019年直销模式占比分别为41.18%、42.57%和44.38%，公司的直销比例逐年增长，主要系通过互联网销售的金额提升所致。

表8 2017-2019年公司直销模式和经销模式销售情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年度		2017年度		
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
直销模式	零售	13,037.17	24.16%	11,855.86	23.40%	9,344.32	25.45%
	互联网销售	10,908.73	20.22%	9,714.15	19.17%	5,774.58	15.73%
经销模式	买断式经销	16,416.28	30.42%	16,013.66	31.61%	12,530.33	34.13%
	代销式经销	13,599.08	25.20%	13,082.47	25.82%	9,066.40	24.69%
合计	53,961.26	100.00%	50,666.14	100.00%	36,715.63	100.00%	

资料来源：公司提供

从产品销量来，2017-2019年寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）产量和销量有所波动，但整体保持平稳，寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）是中药饮片，系公司的成熟产品，销量变化不大。寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉、颗粒系保健产品，系由公司子公司寿仙谷药业生产，2016年，公司向市场推出作为保健食品的破壁灵芝孢子粉颗粒与破壁灵芝孢子粉，相对于作为中药饮片的灵芝孢子粉（破壁）而言，保健食品广告宣传受政府主管部门的管制较少，且破壁灵芝孢子粉颗粒服用更加方便，更受消费者青睐，该等产品面市后销售情况良好，产销量均大幅增长。公司寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒产量和销量大幅增长。

表9 公司主要品种产销率情况（单位：千克）

产品	年度	产能	产量	销量	赠品	产能利用率	产销率
寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）	2019年度	12,000.00	9,743.72	10,415.78	475.21	81.20%	111.77%
	2018年度	12,000.00	11,275.97	11,234.92	331.48	93.97%	102.58%
	2017年度	12,000.00	10,935.39	10,691.93	371.68	91.13%	101.17%
寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉、颗粒	2019年度	12,000.00	11,376.71	11,138.50	340.36	94.81%	100.09%
	2018年度	12,000.00	10,669.34	9,446.39	336.43	88.91%	91.69%
	2017年度	12,000.00	5,329.37	4,496.03	139.26	44.41%	86.98%
寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒	2019年度	10,000.00	6,045.92	6,935.15	960.70	60.46%	130.60%
	2018年度	10,000.00	9,594.84	7,095.51	1,214.56	95.95%	86.61%
	2017年度	10,000.00	6,515.13	5,747.53	967.08	65.15%	103.06%
寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏	2019年度	2,000.00	1,283.35	1,357.06	106.08	64.17%	114.01%
	2018年度	2,000.00	1,716.57	1,327.71	118.83	85.83%	84.27%
	2017年度	2,000.00	1,258.36	1,137.89	65.61	62.92%	95.64%

资料来源：公司提供

灵芝孢子粉类产品及铁皮石斛类产品为公司销售的主要品种，其中灵芝孢子粉类产品2017-2019年销售额分别为25,062.31万元、35,301.74万元和37,689.82万元，三年复合增长率为22.63%；铁皮石斛类产品2017-2019年销售额分别为6,107.50万元、7,924.86万元和8,105.47万元，销售额保持增长。细分来看，2017-2019年，灵芝孢子粉（破壁）销售收入占公司主营业务收入的比重分别为45.45%、34.66%和30.54%，灵芝孢子粉（破壁）销售收入占比逐年下降的主要原因系公司于2016年下半年起向市场推出了作为保健食品的破壁灵芝孢子粉与破壁灵芝孢子粉颗粒，相对于作为中药饮片的灵芝孢子粉（破壁）而言，其有效成分含量更高，该等产品面市后销售情况良好，其销售的增长分流了灵芝孢子粉（破壁）的消费人群。整体来看，公司主要产品为灵芝孢子粉类和铁皮石斛类产品，2017-2019年两者合计占主营业务收入的比重为84.90%、85.32%和84.87%，销售产品较为单一。

**表10 2017-2019年公司主要产品的销售情况（单位：万元）**

产品分类		2019年		2018年度		2017年度	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
灵芝孢子粉类产品	灵芝孢子粉（破壁）	16,480.40	30.54%	17,561.31	34.66%	16,686.47	45.45%
	破壁灵芝孢子粉	12,931.35	23.96%	9,859.83	19.46%	4,143.24	11.28%
	破壁灵芝孢子粉颗粒	8,278.07	15.34%	7,880.61	15.55%	4,232.60	11.53%
铁皮石斛类产品	铁皮枫斗颗粒	5,540.77	10.27%	5,422.40	10.70%	3,958.62	10.78%
	铁皮枫斗灵芝浸膏	2,564.70	4.75%	2,502.46	4.94%	2,148.88	5.85%
	其他	8,165.96	15.13%	7,439.54	14.68%	5,545.82	15.11%
合计		53,961.26	100.00%	50,666.14	100.00%	36,715.63	100.00%

资料来源：公司提供

从产品单价变动来看，近三年公司产品销售单价整体有小幅增长，同时主要面向中高端收入人群，对价格敏感度相对较低，但需关注公司产品单价持续上涨对销量的影响。

**表11 2017-2019年公司主要产品单价变动情况（单位：万元/千克）**

产品	2019年	2018年	2017年
寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）	1.58	1.56	1.56
寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉	1.80	1.80	1.76
寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒	2.08	1.98	1.98
寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒	0.80	0.76	0.69
寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏	1.89	1.88	1.89

资料来源：公司提供

从销售区域看来，公司销售收入主要来源于浙江省内。公司作为总部位于浙江的企业，主要产品在浙江地区已经形成了较为明显的品牌优势，浙江省经济整体较为发达，居民收入水平较高，对健康及养生意识较强，同时灵芝孢子粉、铁皮石斛为浙江省传统保健滋补品，人们的认知度和接受度较高，浙江地区一直为公司重要的销售区域。2017-2019年公司在浙江省内销售占比分别为64.32%、63.05%和63.92%，占比超过60%，销售区域集中度较高。

此外，近年公司互联网销售比例提升，公司的产品及品牌逐渐获得线上消费者的认可，公司互联网销售主要通过天猫官方旗舰店、京东官方旗舰店等网络渠道，随着公司以登陆资本市场为契机，“寿仙谷”品牌的知名度和影响力不断扩大，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，互联网销售收入快速增长，已成为传统销售

渠道的重要补充，2017年-2019年公司互联网销售收入占公司主营业务收入的比重分别为15.73%、19.17%和20.22%。但仍需注意的是公司销售区域主要集中在浙江省，存在一定销售区域集中度较高的风险。

表12 公司主要产品销售区域分布情况（单位：万元）

项 目	2019 年		2018 年度		2017 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
浙江省内	34,492.97	63.92%	31,945.13	63.05%	23,613.84	64.32%
浙江省外	8,559.56	15.86%	9,006.87	17.78%	7,327.21	19.95%
互联网	10,908.73	20.22%	9,714.15	19.17%	5,774.58	15.73%
合 计	53,961.26	100.00%	50,666.14	100.00%	36,715.63	100.00%

资料来源：公司提供

从客户集中度方面来看，2017-2019年公司前五大客户销售收入占当年销售收入的比重分别为17.37%、18.26%和18.70%，客户集中度较低。公司下游客户主要为浙江省知名老字号药店、医药公司及大型商超集团，客户资质较好，近年来前五大客户较为稳定，为公司未来销售带来一定保障。

表13 公司前五大客户的销售情况（单位：万元）

年度	序号	客户名称	金额	占主营业务收入的比重
2019 年度	1	杭州方回春堂	3,203.91	5.94%
	2	杭州联华华商	2,754.46	5.10%
	3	杭州胡庆余堂	2,196.27	4.07%
	4	浙江九欣医药有限公司	1,140.08	2.11%
	5	杭州大厦	798.70	1.48%
		合 计	10,093.42	18.70%
2018 年度	1	杭州胡庆余堂	2,747.44	5.42%
	2	杭州方回春堂	2,634.14	5.20%
	3	杭州联华华商	2,273.23	4.49%
	4	浙江九欣医药有限公司	901.92	1.78%
	5	华东医药	696.46	1.37%
		合 计	9,253.19	18.26%
2017 年度	1	杭州胡庆余堂	2,059.94	5.61%
	2	杭州联华华商	1,750.50	4.77%
	3	杭州方回春堂	1,600.45	4.36%
	4	杭州震元	483.82	1.32%
	5	杭州阿童木医药	482.25	1.31%

合 计 6,376.96 17.37%

资料来源：公司提供

公司原材料主要为灵芝菌棒、其他中药材及包材等，原材料以基地自产为主，公司与农业合作社建立合作关系，考虑到产品受气候、土壤等自然因素影响较大，公司面临一定经营风险

公司所需的原材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，另外，公司也对外采购由公司提供菌种的灵芝菌棒，用以自行栽培灵芝并产出灵芝孢子粉。

基地自产模式是指由公司租赁土地，雇佣员工严格按照企业种植标准和要求进行灵芝和铁皮石斛的培育、栽种管理，形成公司自有的种植基地。当灵芝和铁皮石斛达到可采摘状态后，公司根据生产计划采摘后作为原材料使用。目前，公司已在武义白姆乡、俞源乡建立了中药材标准化种植基地，主要用于种植灵芝、铁皮石斛、西红花、杭白菊、三叶青等中药材。在该模式下，公司能从源头有效控制原料的品质和安全，保障原料供应稳定，但前期投入较大，回收期较长。外购模式有两种：一是合作种植模式，即公司通过与农户、农民专业合作社签订合同，向其免费提供菌种、种苗和技术指导，当农户或农民专业合作社生产的灵芝孢子粉（原料）、灵芝菌棒、鲜铁皮石斛及铁皮石斛干品经验收合格后，公司按合同事先约定的协议价格全数回购。二是一般采购模式，即公司直接向农户、农民专业合作社或其他法人机构按市场价收购符合公司质量标准的灵芝孢子粉（原料）、鲜铁皮石斛、其他中药材、基质等原材料。公司的外购模式以合作种植模式为主。在合作种植模式及一般采购模式下，农民专业合作社及农户向公司提供的灵芝孢子粉（原料）均未进行任何加工，亦未粉碎破壁，灵芝孢子粉（原料）的破壁由公司完成。

近年公司采购的原材料主要为灵芝孢子粉、灵芝菌棒、基质、鲜铁皮石斛、其他中药材及包装材料，占公司采购总额的90.18%、90.56%和88.11%，基本保持稳定

表14 公司原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
灵芝孢子粉（原料）	466.66	6.51%	342.00	4.30%	201.23	3.13%
灵芝菌棒	2,976.75	41.51%	2,657.43	33.41%	2,478.90	38.51%
基质	652.20	9.09%	771.09	9.70%	916.34	14.23%
鲜铁皮石斛	440.47	6.14%	998.62	12.56%	638.15	9.91%
其他中药材	928.16	12.94%	1,117.94	14.06%	882.02	13.70%
包装材料	855.14	11.92%	1,314.38	16.53%	688.83	10.70%

其他	852.54	11.89%	751.53	9.45%	631.99	9.82%
合计	7,171.92	100.00%	7,952.98	100.00%	6,437.47	100.00%

资料来源：公司提供

从主要原材料采购单价来看，灵芝孢子粉（原料）价格每年稳定增长，但涨幅不大，灵芝菌棒和基质单价保持稳定，鲜铁皮石斛单价变化不大。整体来看公司主要原材料采购单价基本保持稳定。但是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，生长受到气候、土壤、日照等自然因素的影响，如果公司自有基地突遇严重自然灾害或重大病虫害，将影响相关产品的产量和质量，对公司的生产经营及成本带来不利影响。

表15 公司采购的主要原材料单价情况如下（元/千克）：

原材料	2019年	2018年	2017年
灵芝孢子粉（原料）	354.66	342.00	338.20
灵芝菌棒	3.54	3.54	3.54
基质	1.30	1.30	1.30
鲜铁皮石斛	322.63	359.26	354.16

资料来源：公司提供

公司采购的主要原材料为灵芝菌棒，上游客户主要为农业合作社，结算方式主要为银行转账，公司主要种植的灵芝菌棒在每年3-4月份购进，然后等到9-10月份的时候进行结账，结算周期一般为半年左右。公司2017-2019年前五大供应商占采购总额比例分别为47.76%和37.69%和40.01%，采购集中度较高。

表16 前五名供应商的采购情况（单位：万元）

年度	序号	供应商名称	主要采购内容	金额	占采购总额比例
2019年度	1	武义森宝食用菌专业合作社	灵芝菌棒	799.86	11.15%
	2	松阳县立全食药食用菌专业合作社	灵芝菌棒	693.76	9.67%
		周立全等农户			
	3	武义县仁合中药材专业合作社	灵芝菌棒	531.86	7.42%
	4	武义县龙眼山石斛专业合作社	鲜铁皮石斛	440.47	6.14%
5	龙泉市仙草谷灵芝专业合作社	灵芝孢子粉（原料）	403.66	5.63%	
		合计		2,869.60	40.01%
2018年度	1	武义县龙眼山石斛专业合作社	鲜铁皮石斛	972.17	12.22%
	2	松阳县立全食药食用菌专业合作社	灵芝菌棒	645.39	8.12%
		周立全等农户			
3	武义森宝食用菌专业合作社	灵芝菌棒	470.03	5.91%	

	4	衢州市绿叶生物科技有限公司	基质	456.49	5.74%
	5	武义县仁合中药材专业合作社	灵芝菌棒	453.69	5.70%
		合计		2,997.78	37.69%
2017年度	1	衢州市绿叶生物科技有限公司 徐根土等农户	基质	916.34	14.23%
	2	松阳县立全食药食用菌专业合作社 周立全等农户	灵芝菌棒	651.17	10.12%
	3	武义县龙眼山石斛专业合作社	鲜铁皮石斛	628.00	9.76%
	4	武义县仁合中药材专业合作社	灵芝菌棒	458.95	7.13%
	5	黄山市黄山区传瑞灵芝专业合作社 季传树等农户	灵芝菌棒	419.96	6.52%
			合计		3,074.42

资料来源：公司提供

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年公司合并范围未发生变化，2018年公司新增1家子公司，2019年新增2家子公司，详见下表。

表17 2017-2019年公司合并范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	取得时间	持股比例	注册资本	经营范围	取得方式
浙江寿仙谷植物药研究院有限公司	2018年11月	100%	1,000	研究:中草药材、医药保健品； 咨询:试验检测技术；技术研发： 食品、保健品、药品等	设立
云南寿仙谷（二级）	2019年4月	60%	2,000	工业大麻的科学研究、种植、加工及其产品的销售（在许可证范围内开展生产经营）等	设立
温州海鹤药业有限公司（二级）	2019年7月	100%	1,000	药品（片剂、丸剂）生产、销售。	收购

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，投资性房地产和固定资产占比较高，存货规模较大，一定程度占用公司营运资金且存在一定跌价风险

公司近年资产持续增长，截至2017-2019年末，公司的资产总额分别为92,634.44万元、119,152.69万元和134,078.42万元，近三年复合增长率达20.31%。其中非流动资产占比较大，2019年末占总资产的比重为55.03%。

截至2019年末公司货币资金账面余额20,562.38万元，较2018年末增加23.85%，公司货币资金不存在使用受限情况。2019年末公司交易性金融资产为19,850.00万元，主要系公司购买的结构性存款及理财产品。公司的应收账款主要为应收经销商的货款，由于经销账期较短，2019年末应收账款账面价值6,284.23万元。从账龄分析来看，近三年账龄在1年以内的应收账款占比均在95%以上。公司存货主要为原材料、库存商品和半成品，2017-2019年公司存货分别为11,270.13万元、11,861.69万元和11,009.49万元，存货规模占总资产比重较高，公司在产业链各环节均留存了一定数额的原材料、在产品、半成品及产成品等存货，进而使得公司存货金额总体规模较大，2019年公司未计提存货跌价准备，公司存货规模较大，一定程度占用公司营运资金，且存在一定跌价风险。公司的其他流动资产主要为理财产品，2019年末公司其他流动资产余额为642.41万元，较2018年末降低96.28%，主要系公司自2019年起根据新金融工具准则将理财产品重分类至交易性金融资产进行核算。

公司投资性房地产主要为房屋及建筑物，近年增长较快，2019年末账面价值为22,236.77万元，三年复合增长率为27.81%，主要系公司为构建营销网络的建设，在杭州购置房屋、设置营销中心所致。公司固定资产主要系房屋建筑物及机器设备，2018年末，公司固定资产账面价值相较2017年末增加了7,043.71万元，主要原因为2018年公司投入资金用于IPO募投项目，使得当期固定资产账面原值增加8,601.23万元，2019年末公司固定资产账面价值波动幅度较小。2019年末公司在建工程余额为8,400.85万元，全年增长较大，主要为中药饮片生产线建设项目增加投资所致。公司无形资产主要为土地使用权。公司资产无受限情况。

整体来看，近年公司资产规模增长较快，存货规模较大，一定程度占用公司营运资金，且存在一定减值风险。

表18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	20,562.38	15.34%	16,602.43	13.93%	8,919.11	9.63%
交易性金融资产	19,850.00	14.80%	-	-	-	-
应收账款	6,284.23	4.69%	6,341.74	5.32%	3,686.59	3.98%
存货	11,009.49	8.21%	11,861.69	9.96%	11,270.13	12.17%
其他流动资产	642.41	0.48%	17,285.58	14.51%	22,719.27	24.53%



流动资产合计	60,296.83	44.97%	53,202.12	44.65%	48,355.88	52.20%
投资性房地产	22,236.77	16.58%	23,199.62	19.47%	13,613.47	14.70%
固定资产	20,485.66	15.28%	21,104.03	17.71%	14,060.32	15.18%
在建工程	8,400.85	6.27%	3,692.76	3.10%	815.78	0.88%
无形资产	8,084.34	6.03%	7,425.92	6.23%	7,750.43	8.37%
非流动资产合计	73,781.58	55.03%	65,950.57	55.35%	44,278.56	47.80%
资产总计	134,078.42	100.00%	119,152.69	100.00%	92,634.44	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 资产运营效率

公司应收账款周转天数有所上升，存货规模较大，存货周转天数较长，使得整体资产周转天数相对较长

公司由于原材料的主要采购对象为农户，主要采购的原材料为灵芝菌棒等，由于灵芝菌棒多在3-4月购进，等到9-10月采收完灵芝孢子粉后结算，因此应付账款周转天数相对较长。公司存货周转天数较长，公司存货周转率相对较低，主要系公司在产业链各环节均留存了一定数额的原材料、在产品、半成品及产成品等存货，进而使得公司存货金额总体规模较大，但近年来看，公司存货周转情况有所好转，使得整体净营运周期波动下降。从总资产周转天数看，2017-2019年总资产周转天数分别为748.50天、745.36天和833.67天，受公司经营特点影响，整体资产周转效率相对较低。

表19 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	43.96	37.21	38.39
存货周转天数	482.02	577.79	755.73
应付账款周转天数	127.84	143.92	152.32
净营业周期	398.14	471.08	641.81
流动资产周转天数	373.65	357.42	316.45
固定资产周转天数	136.92	123.76	159.45
总资产周转天数	833.67	745.36	748.50

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 盈利能力

公司营业收入和净利润持续增长，毛利率水平较高，但销售费用和管理费用增长较快，期间费用率较高，一定程度侵蚀公司盈利

公司营业收入持续增长，公司营业收入由2017年的36,996.33万元上升至2019年的54,675.85万元，2017-2019年三年复合增长率为21.57%。公司毛利率水平较高，2017-2019年毛利率水平维持在85%左右。公司期间费用率较高，主要是销售费用和管理费用较高，近三年期间费用率为63.81%、66.57%和64.03%，近三年相对较为稳定，主要系公司为了应对市场形势和产品结构的变化，提升企业和产品知名度，布局了较大的地面推广、客户体验等精准营销宣传力度所致。同时，为进一步开拓市场，以期实现业绩突破，公司适当扩充了销售人员队伍，导致职工薪酬有所上升。另外，公司销售人员薪酬与销售绩效相挂钩，随着营业收入的变动，相应的薪酬支出也同步变动。

2018-2019年，公司管理费用较2017年呈明显上升趋势，主要原因系2018年公司实施了限制性股票激励计划，限制性股票激励计划的成本在管理费用中列支，2018年度共确认股份支付费用3,529.73万元，2019年度共确认股份支付费用4,273.59万元，较大程度侵蚀公司盈利。近年来，公司整体销售净利率水平较高。同时公司应收和净利润的增长速度较高，但销售费用和管理费用增长较快，期间费用率较高，一定程度侵蚀公司盈利。

**表20 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年	2017年
营业收入	54,675.85	51,145.19	36,996.33
营业利润	12,777.44	11,030.50	9,083.71
利润总额	12,499.42	11,008.82	8,879.10
净利润	12,389.53	10,765.29	8,887.99
综合毛利率	84.38%	85.91%	86.23%
期间费用率	64.03%	66.57%	63.81%
营业利润率	23.37%	21.57%	24.55%
总资产回报率	9.95%	10.49%	11.79%
净资产收益率	11.49%	11.61%	13.60%
营业收入增长率	6.90%	38.24%	17.49%
净利润增长率	15.09%	21.12%	9.76%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营现金流表现较好，近年处于持续净流入状态**

公司2017-2019年收现比分别为1.15和1.08和1.10，2017-2019年经营活动产生的现金流净额分别为11,080.36万元、17,151.31万元和20,791.82万元，连续三年持续处于净流入状态，且流入规模持续增大。公司净利润逐年增长，现金生成能力较强。从营运资本变化看，规

模不大。近三年公司投资活动产生的现金流量的净额均为负数，主要系公司相应增加了厂房、生产设备等长期资产的投入所致。筹资活动方面，2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为21,887.35万元，主要原因系公司于2017年完成首次公开发行股票，收到募集资金净额35,816.30万元，同年偿还银行借款12,300.00万元；2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为9,635.20万元，主要系2018年发行限制性股票，收到募集资金净额8,532.52万元所致。2019年度，公司筹资活动产生的现金流净额为-5,642.07万元，主要系偿还银行短期借款及派发现金股利所致。

整体来看，公司现金生成能力较强，经营活动净现金流处于持续净流入状态，基本能够覆盖投资支出，整体现金流较为稳健。

**表21 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年	2017年
收现比	1.10	1.08	1.15
净利润	12,389.53	10,765.29	8,887.99
营运资本变化	343.54	-958.36	-1,748.91
其中：存货减少（减：增加）	852.20	-591.56	-1,157.96
经营性应收项目的减少（减：增加）	-964.21	-2,385.82	-957.89
经营性应付项目的增加（减：减少）	455.55	2,019.02	366.94
经营活动产生的现金流量净额	20,791.82	17,151.31	11,080.36
投资活动产生的现金流量净额	-5,389.81	-24,903.19	-24,516.15
筹资活动产生的现金流量净额	-5,642.07	9,635.20	21,887.35
现金及现金等价物净增加额	9,759.94	1,883.32	8,451.56

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

#### 公司净资产规模增长较快，负债率低，财务结构较为稳健

2017-2019年公司所有者权益分别为86,974.83万元、98,473.85万元和117,246.95万元，三年复合增长率16.11%。2017年负债规模5,659.62万元，2018年受公司短期借款增加和股权激励计划限制性股票回购义务确认的负债增加影响，负债规模上升至20,678.84万元；2019年公司偿还部分短期借款，公司负债总额降低为16,831.47万元，整体负债规模存在一定波动。近三年公司产权比例波动较大，近三年末产权比率分别为6.51%、21.00%和14.36%，2019年末公司净资产对负债的保障程度相对较高。

**表22 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年	2018年	2017年
负债总额	16,831.47	20,678.84	5,659.62
所有者权益	117,246.95	98,473.85	86,974.83
产权比率	14.36%	21.00%	6.51%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年底，短期借款1,000.00万元，全部为保证借款。应付账款主要为应付材料款及应付广告宣传费。2019年末公司其他流动负债6,860.35万元，主要系当期末公司就股权激励计划限制性股票回购义务确认的负债所致。公司递延收益主要为政府补助款项。公司有息负债为短期借款，2019年末占总负债比重为5.94%。

表23 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,000.00	5.94%	4,000.00	19.34%	0.00	-
应付账款	2,600.11	15.45%	3,465.70	16.76%	2,295.99	40.57%
应付职工薪酬	2,216.74	13.17%	1,929.66	9.33%	1,457.05	25.74%
其他流动负债	6,860.35	40.76%	8,461.83	40.92%	0.00	-
流动负债合计	14,645.10	87.01%	19,577.14	94.67%	4,805.48	84.91%
递延收益	1,652.88	9.82%	1,101.71	5.33%	854.13	15.09%
非流动负债合计	2,186.37	12.99%	1,101.71	5.33%	854.13	15.09%
负债合计	16,831.47	100.00%	20,678.84	100.00%	5,659.62	100.00%
其中：有息债务	1,000.00	5.94%	4,000.00	19.34%	0.00	-

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司近年来资产负债率存在一定波动，2017年公司首发上市，资本实力增加，2017年末资产负债率为6.11%，2018年受公司短期借款增加和股权激励计划限制性股票回购义务确认的负债增加，公司资产负债率增长至17.35%，2019年受公司持续经营及债务规模降低影响，公司资产负债率降为12.55%。截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为4.12和3.37，短期偿债压力较小。2017-2019年公司EBITDA利息保障倍数为70.68、163.17和178.79，息税折旧摊销前收益对利息支出的保障程度较高，财务杠杆低，财务结构较为稳健。

表24 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年	2017年
资产负债率	12.55%	17.35%	6.11%
流动比率	4.12	2.72	10.06
速动比率	3.37	2.11	7.72

EBITDA (万元)	17,503.70	15,812.54	13,494.83
EBITDA 利息保障倍数	178.79	163.17	70.68
有息债务/EBITDA	0.06	0.25	0.06
债务总额/EBITDA	0.96	1.31	0.42
经营性净现金流/流动负债	1.42	0.88	2.31
经营性净现金流/负债总额	1.24	0.83	1.96

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目的收入是本期债券还本付息的来源之一。本期募投项目主要为寿仙谷健康产业园保健食品建设项目，根据《浙江寿仙谷医药股份有限公司债券募集资金运用的可行性分析报告》，募投项目投产以后将新增保健食品产能31吨，项目计划总投资36,910.27万元，项目达产后将会实现营业收入59,250.00万元，净利润4,464.22万元，但需注意募投项目能否顺利完工并产生预期收益具有一定不确定性。

公司日常经营形成的收入和现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障。公司2017-2019年分别实现营业收入36,996.33万元、51,145.19万元和54,675.85万元。公司2017-2019年收现比分别为1.15、1.08和1.10，2017-2019年经营活动产生的现金流净额分别为11,080.36万元、17,151.31万元和20,791.82，经营活动净现金流连续三年持续为正，经营现金流表现较好。

公司资产抵押融资或变现可为本期债券还本付息提供一定的资金来源，但资产的融资规模和变现价值存在一定不确定性。截至2019年底公司固定资产和投资性房地产分别为20,485.66万元和22,236.77万元，主要为房屋建筑物、机器设备、运输设备和办公设备，无抵质押情况。

同时，本期债券为可转换债券，在债券转股期转股则无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但我们也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

### （二）本期债券保障措施分析

#### 寿仙谷投资对公司本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

本次公开发行可转换公司债券采用连带责任保证的担保方式。公司控股股东寿仙谷投资为本次公开发行可转换公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范

围为公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券100%本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转换公司债券的本息按照约定如期足额兑付。中证鹏元未对寿仙谷投资做评级，无法判断其增信效果。

寿仙谷投资成立于2012年8月16日，由李明焱和朱惠照共同出资完成，注册资本为2,000.00万元，其中李明焱出资1,300.00万元，占比65.00%，朱惠照出资700.00万元，出资比例分别为35.00%。寿仙谷投资主要从事实业投资，未从事实际的生产经营活动。2017-2019年寿仙谷投资分别实现营业收入37,108.32万元、51,204.83万元和54,736.77万元。

表25 寿仙谷投资营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
营业收入	54,736.77	84.29%	51,204.83	85.85%	37,108.32	86.10%

资料来源：寿仙谷投资 2018 年审计报告及 2019 年未经审计财务报表，中证鹏元整理  
注：2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数

截至2019年末，寿仙谷投资资产总额为139,397.35万元，归属于母公司的所有者权益为52,541.34万元，资产负债率为12.09%。2019年度，寿仙谷投资实现营业收入54,736.77万元，净利润11,664.43万元，经营活动现金流净流入20,776.37万元。

表26 寿仙谷投资主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	139,397.35	125,680.35	97,010.98
归属于母公司所有者权益	52,541.34	44,510.27	40,425.82
有息债务	1,000.00	4,500.00	0.00
资产负债率	12.09%	17.93%	5.84%
流动比率	4.30	2.75	10.93
速动比率	3.55	2.19	8.59
营业收入	54,736.77	51,204.83	37,108.32
营业利润	12,096.15	10,178.83	8,821.78
净利润	11,664.43	9,913.21	8,626.08
综合毛利率	84.29%	85.85%	86.10%
总资产回报率	8.97%	9.22%	10.86%
经营活动现金流净额	20,776.37	16,888.33	11,076.46

资料来源：寿仙谷投资 2018 年审计报告及 2019 年未经审计财务报表，中证鹏元整理  
注：2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数

## 九、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2020年04月15日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	20,562.38	16,602.43	8,919.11
应收账款	6,284.23	6,341.74	3,686.59
存货	11,009.49	11,861.69	11,270.13
投资性房地产	22,236.77	23,199.62	13,613.47
固定资产	20,485.66	21,104.03	14,060.32
总资产	134,078.42	119,152.69	92,634.44
短期借款	1,000.00	4,000.00	0.00
应付账款	2,600.11	3,465.70	2,295.99
总负债	16,831.47	20,678.84	5,659.62
有息债务	1,000.00	4,000.00	0.00
所有者权益合计	117,246.95	98,473.85	86,974.83
归属于母公司所有者权益	117,246.95	98,473.85	86,974.83
营业收入	54,675.85	51,145.19	36,996.33
营业利润	12,777.44	11,030.50	9,083.71
净利润	12,389.53	10,765.29	8,887.99
经营活动产生的现金流量净额	20,791.82	17,151.31	11,080.36
投资活动产生的现金流量净额	-5,389.81	-24,903.19	-24,516.15
筹资活动产生的现金流量净额	-5,642.07	9,635.20	21,887.35
财务指标	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	43.96	37.21	38.39
存货周转天数	482.02	577.79	755.73
应付账款周转天数	127.84	143.92	152.32
净营业周期	398.14	471.08	641.81
流动资产周转天数	373.65	357.42	316.45
固定资产周转天数	136.92	123.76	159.45
总资产周转天数	833.67	745.36	748.50
综合毛利率	84.38%	85.91%	86.23%
期间费用率	64.03%	66.57%	63.81%
营业利润率	23.37%	21.57%	24.55%
总资产回报率	9.95%	10.49%	11.79%
净资产收益率	11.49%	11.61%	13.60%



营业收入增长率	6.90%	38.24%	17.49%
净利润增长率	15.09%	21.12%	9.76%
资产负债率	12.55%	17.35%	6.11%
流动比率	4.12	2.72	10.06
速动比率	3.37	2.11	7.72
EBITDA (万元)	17,503.70	15,812.54	13,494.83
EBITDA 利息保障倍数	178.79	163.17	70.68
有息债务/EBITDA	0.06	0.25	0.06
债务总额/EBITDA	0.96	1.31	0.42
经营性净现金流/流动负债	1.42	0.88	2.31
经营性净现金流/负债总额	1.24	0.83	1.96

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款

### 附录三 截至 2019 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

序号	公司名称	层级	成立时间	注册资本	持股比例	生产经营地	经营范围
1	金华寿仙谷药业有限公司	一级	2003年8月27日	12,999.00	直接持有100%的股权	浙江省武义县	食品生产（具体经营范围详见许可证）；预包装食品兼散装食品，乳制品的批发、零售（具体经营范围详见许可证）。中药材新品种、新技术的研究、开发；中药材中间体的研究、开发；中药材培育、种植、推广、销售；日用百货、五金交电、文具用品的零售；化妆品、食品、药品的检测服务（凭有效的资质经营）；化妆品、洗涤用品的生产、销售（凭有效许可证经营）；非医疗性健康知识咨询服务。
2	武义寿仙谷中药饮片有限公司	一级	2008年9月25日	12,999.00	直接持有100%的股权	浙江省武义县	一般项目：化妆品批发；化妆品零售；健康咨询服务（不含诊疗服务）。许可项目：药品生产；药品批发；药品零售；食品经营；检验检测服务。
3	武义寿仙谷大药房连锁有限公司	一级	2014年1月24日	1,000.00	直接持有100%的股权	浙江省武义县	许可项目：保健食品销售；食品经营（销售预包装食品）；特殊医学用途配方食品销售；食品经营；药品批发；药品零售；药品互联网信息服务；第三类医疗器械经营；第二类增值电信业务。一般项目：第二类医疗器械销售；健康咨询服务（不含诊疗服务）；化妆品批发；化妆品零售
4	金华市寿仙谷网络科技有限公司	一级	2015年7月6日	100.00	直接持有100%的股权	浙江省武义县	网络系统及技术的开发、维护、转让，计算机软硬件的开发、销售；广告、网页、图文的设计、制作、发布；食品（凭许可证经营）、日用百货、化妆品、农副产品、保健品、中药材、工艺品、洗涤用品的网上销售。
5	金华市康寿制药有限公司	一级	2015年10月21日	5,000.00	直接持有100%的股权	浙江省武义县	药品生产（具体经营范围详见许可证）。
6	浙江寿仙谷植物药研究院有限公司	一级	2018年11月27日	1,000.00	直接持有100%的股权	浙江省杭州市	研究：中草药材、医药保健品；咨询：检验检测技术；技术研发：食品、保健品、药品；质检技术的技术服务、技术成果转让。
7	云南寿仙谷汉麻健康科技有限公司	一级	2019年4月18日	2,000.00	直接持有60%的股权	云南省曲靖市	工业大麻的科学研究、种植、加工及其产品的销售（在许可证范围内开展生产经营）；生物药品制造及生物药品技术开发、运用及销售；植物精油、保洁用品、洗护用品、消毒用品、保健品、食品、日用品、化妆品的研发、生产、销售；经济作物研发、加工及产品销售。

8	杭州寿仙谷健康管理有限公司	二级	2006年5月16日	600.00	通过寿仙谷药业持有100%的股权	浙江省杭州市	批发、零售：预包装食品，保健食品；零售：乙类非处方药（具体内容详见《药品经营许可证》）；服务：非医疗性健康知识咨询，经济信息咨询（除商品中介）。
9	北京寿仙谷健康科技有限公司	二级	2012年10月8日	100.00	通过寿仙谷药业持有100%的股权	北京市	技术推广服务；承办展览展示活动；组织文化艺术交流活动（不含演出）；会议服务；设计、制作、代理、发布广告。
10	苏州寿仙谷药房有限公司	二级	2013年4月10日	50.00	通过寿仙谷药业持有100%的股权	江苏省苏州市	药品零售，零售：医药器械、预包装食品、计生用品、消杀用品、化妆品。健康领域内的技术咨询、技术开发、技术服务、技术转让。
11	上海寿仙谷生物科技有限公司	二级	2013年9月18日	100.00	通过寿仙谷药业持有100%的股权	上海市	生物科技（除专项）领域的技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让，销售：食用农产品（除生猪产品）、保健食品；批发非实物方式：预包装食品（不含熟食卤味、冷冻冷藏）。
12	南京寿仙谷健康科技有限公司	二级	2014年8月12日	50.00	通过寿仙谷药业持有100%的股权	江苏省南京市	预包装食品兼散装食品批发与零售。保健食品零售。保健食品的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务。
13	浙江寿仙谷珍惜植物药研究院	二级	2008年9月25日	30.00	通过寿仙谷药业持有100%的开办资金份额	浙江省武义县	中药材新品种选育、栽培及中药相关标准的研究与应用；中药养生文化、养生产品研发开发与推广；中药新品种、新技术、新产品的技术培训和咨询服务。
14	温州温鹤金仙制药有限公司	二级	2019年1月18日	1,000.00	通过康寿制药持有100%的股权	浙江省温州市	药品（片剂、丸剂）生产、销售。

资料来源：公司 2019 年审计报告

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。