



2020年浙江寿仙谷医药股份有限公司公开发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



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员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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





2020年浙江寿仙谷医药股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
寿仙转债	AA-	AA-

评级观点

- 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”，证券代码 603896.SH）及其 2020 年 6 月发行的 2020 年浙江寿仙谷医药股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“本期债券”或“寿仙转债”）的 2022 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：跟踪期内公司营业收入和利润保持增长，经营现金流仍表现较好，财务结构较为稳健；同时我们也关注到公司主要产品的产量和质量受气候等自然因素影响较大，公司期间费用率较高，一定程度侵蚀公司利润，产品较为单一且市场销售区域集中度较高及募投项目实现预期效益存在一定不确定性等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，未来营业收入和经营现金流有望进一步扩大，财务杠杆较为稳健。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 5 月 23 日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：张旻熳
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	20.33	19.62	17.00	13.41
归母所有者权益	16.84	16.20	13.26	11.72
总债务	0.89	0.88	1.88	0.10
营业收入	2.04	7.67	6.36	5.47
EBITDA 利息保障倍数	--	24.66	16.63	156.55
净利润	0.59	2.00	1.52	1.24
经营活动现金流净额	0.81	2.97	2.56	2.08
销售毛利率	85.47%	83.53%	83.39%	84.38%
EBITDA 利润率	--	32.69%	30.63%	28.03%
总资产回报率	--	11.54%	10.88%	9.95%
资产负债率	17.15%	17.45%	21.96%	12.55%
净债务/EBITDA	--	-2.81	-2.66	-2.49
总债务/总资本	5.01%	5.13%	12.42%	0.85%
FFO/净债务	--	-25.01%	-26.68%	-30.33%
速动比率	4.56	4.75	5.00	3.37
现金短期债务比	-	-	-	40.41

注：公司 2020 年、2021 年及 2022 年 3 月末无短期债务

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司产品有一定品牌知名度，近年来量利双增，盈利水平和经营现金流继续表现良好。** 医疗保健药品市场需求仍有较大增长空间，公司产品具有一定的知名度和品牌影响力，销售渠道良好，自有种植基地和合作基地保障了原材料供应，2021 年公司营业收入、营业利润和净利润持续增长，产品毛利率较高，经营现金流表现良好。
- **整体负债率较低，财务结构较为稳健。** 公司资产负债率较低，总资本对总债务的保障能力较强，公司现金类资产较多，流动性指标表现较好，EBITDA 和 FFO 对净负债的保障较强

关注

- **公司主要产品产量和质量受气候等自然因素影响较大。** 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，如果公司自有基地遭遇严重自然灾害或重大病虫害减产或外购中药材价格上涨，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，近年来两者合计占营业收入的比重 85% 以上，销售产品较为单一；近年来在浙江省内销售占比均超过 60%，销售区域集中度较高。
- **公司期间费用率较高，一定程度侵蚀公司利润。** 近两年公司期间费用率保持在 55% 以上，其中销售费用占比较高且规模有所增长，一定程度侵蚀公司利润。
- **公司募投项目能否按期完工并实现预期效益存在一定不确定性。** 本期债券募投项目未来能否按期完工并实现预期效益存在一定不确定性。

同业比较（单位：亿元）

指标	东阿阿胶	同仁堂	片仔癀	汤臣倍健	青海春天	寿仙谷
净资产	99.95	166.73	101.37	105.37	18.20	16.20
营业收入	38.49	146.03	80.22	74.31	1.28	7.67
销售毛利率	62.30%	47.62%	50.72%	66.06%	19.73%	83.53%
资产负债率	14.04%	33.50%	18.88%	18.74%	1.50%	17.45%
速动比率	4.87	1.90	3.84	3.14	24.29	4.75
货币资金/短期债务	178.67	7.13	8.22	89.06	300.56	120.38

注：以上各指标为 2021 年末/2021 年年度数据

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	5	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	弱		净债务/EBITDA	7
	公司规模	2		EBITDA 利息保障倍数	7

产品、服务和技术	3	总债务/总资本	7
品牌形象和市场份额	5	FFO/净债务	7
经营效率	4	杠杆状况调整分	0
业务多样性	1	盈利状况	非常强
		盈利趋势与波动性	优秀
		盈利水平	5

业务状况评估结果	中等	财务状况评估结果	最小
指示性信用评分			aa
调整因素	重大特殊事项	调整幅度	-1
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2020-05-08	刘书芸、秦风明	企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2021-06-25	秦风明、张旻燊	医药制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
寿仙转债	3.60	1.00	2021-06-25	2026-06-09

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年6月发行6年期3.6亿元可转换公司债券，募集资金拟用于寿仙谷健康产业园保健食品建设项目。根据公司2022年4月1日披露的《2021年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2021年12月31日，募集资金余额为2.93亿元，其中以暂时闲置募集资金进行现金管理的余额为2.64亿元，募集资金专户余额为0.29亿元。

三、发行主体概况

2021年公司总股本发生变更，2021年公司回购注销部分限制性股票，以及2021年寿仙转债转股增加公司股本0.46亿元，截至2022年3月末公司实收资本为1.53亿元。公司控股股东及实际控制人均未发生变化，公司控股股东仍为浙江寿仙谷投资管理有限公司（以下简称“寿仙谷投资”），实际控制人仍为李明焱家族（李明焱、朱惠照、李振皓、李振宇）。跟踪期内李明焱和朱惠照通过寿仙谷投资间接持有公司的股份有所降低，截至2022年3月末降低至28.60%，李振皓、李振宇直接持有的公司股份分别降低至7.59%和2.58%，截至2022年3月末寿仙谷投资未解除股权质押数量为953.00万股，占其持有股份数的21.85%，占2022年3月末公司总股本比例的6.25%。

2022年4月公司董事、监事、高管发生变更，董事会成员中朱惠照不再担任公司副董事长职务，由李振皓担任；朱惠照、郑化先不再担任董事职务，由黄杭峰、李振宇担任董事；独立董事中张轶男不再担任公司独立董事，由贝赛担任。监事会成员中徐子贵不再担任公司监事及监事会主席，由徐凌艳担任相关职务。高管中李明焱不再担任公司总经理职务，由李振宇担任总经理；郑化先、王瑛、宋泳泓不再担任公司副总经理，任黄杭峰、王汉波为副总经理。

2021年公司主营业务未发生变更，依然主要从事灵芝、铁皮石斛等中药材的品种选育、栽培、加工和销售等工作。2021年公司新增2家子公司，详细情况见下表。截至2022年3月末，公司纳入合并范围子公司/民办非企业共有16家，详见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况

子公司/民办非企业名称	持股比例	新增或减少	取得方式
浙江寿仙谷济世健康发展有限公司	55%	新增	出资设立
杭州市余杭区伯宇智慧健康研究院	100%	新增	出资设立

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

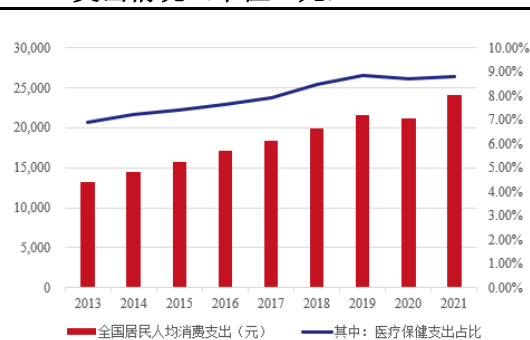
四、运营环境

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，医疗保健需求仍有较大增长空间，长期趋势不变，中药作为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益

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，国内医疗保健服务需求不断上升，中药作为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益。

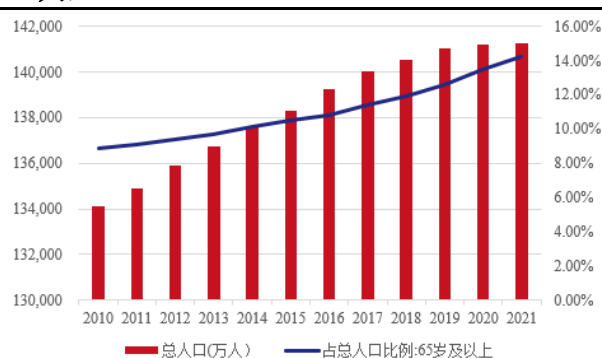
根据国家统计局第七次人口普查数据我国总人口数14.11亿人，与2010年（第六次全国人口普查数据）的13.40亿人相比，增加7,206万人，增长5.38%，年平均增长率为0.53%，比2000年到2010年的年平均增长率0.57%下降0.04个百分点。数据表明，我国人口10年来继续保持低速增长态势。从年龄构成来看，60岁及以上人口2.64亿人，占比18.70%（其中65岁及以上人数1.91亿人，占比13.50%），与2010年相比上升5.44个百分点。除2020年受新冠疫情影响、门诊诊疗人次下降导致人均医疗保健消费支出有所降低外，其他年份我国人均医疗保健消费支出均保持较好的增长，2012-2021年十年年均复合增长率为10.83%，其中2021年我国人均医疗保健消费支出2,115元，支出规模创历史新高。预计未来我国人均医疗保健消费支出整体仍将呈增长态势，医疗需求仍有较大空间，长期趋势不变。

图1 2013-2021年全国居民人均医疗保健支出情况（单位：元）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图2 2010-2021年我国人口老龄化情况（单位：万人）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

近年来国家高度重视中医药发展，先后颁布《中医药法》、《“健康中国2030”规划纲要》和《中医药发展“十四五”规划》等文件，把发展中医药提升至国家战略。2021年2月9日，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施》，从夯实中医药人才基础、优化中药审评审批机制、完善分类注册管理、保障落实政府投入、完善中西医结合制度等方面，为助推中医药行业发展提供了政策指引。

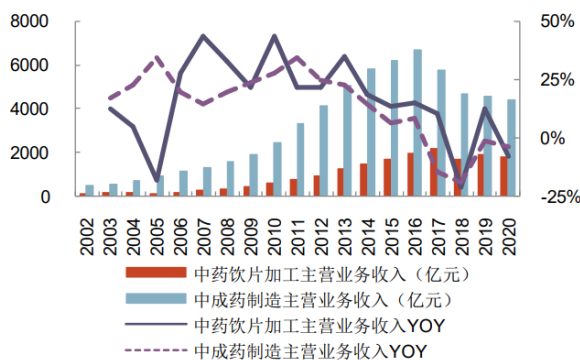
中药饮片处于中药产业的中游环节，我国中药饮片市场行业集中度较低、质量标准待提高，行业趋向整合

中药产业包括三大部分，即中药材、中药饮片和中成药，存在着较为明显的上下游关系。中药饮片是药用动植物（原料）经过一定加工炮制方法制成的、适合于中医临床选用以制成一定剂型的药物，其实质是中医临床所使用的中药单味药。中药饮片可直接作为药剂配方服用或直接服用，或进一步加工为中成药，处于中药产业的中间环节。

我国中药饮片市场行业集中度一直处于较低水平，目前行业以低水平、重复生产的中小型企业为主，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。

从需求端来看下游中成药制造企业营业收入规模在不断下降，2017-2020 年我国规模以上中成药制造企业主营业务同比均出现不同幅度的下降。中药饮片受下游中成药行业需求下滑拖累以及质量、安全和环保监管趋严影响，增长低迷，2018 年以来中药饮片加工行业增长存在一定的波动，2018-2020 年规模以上中药饮片加工主营业务收入同比增速为-21%、13%、-8%。考虑到 2020 年受疫情的短期影响，中药饮片行业实际于 2019 及 2020 年处于见底阶段。生产价格指数方面，2020 年年初以来中药饮片加工行业 PPI 同比呈波动下降趋势，2021 年 4 月以来 PPI 当月同比大幅提升，需关注中药饮片加工企业成本控制情况。

图3 规模以上中成药制造和中药饮片加工销售规模



资料来源：光大证券研究所

图4 中药饮片加工行业 PPI 当月同比



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。

显，其市场竞争力也将进一步提升。

受多重因素叠加的影响，预计我国野生药材及大宗中药材价格将持续维持高位，具有中药材原料种植基地或独家品种的企业抗风险能力较强

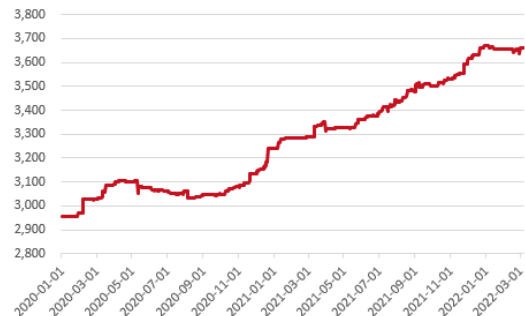
短期内中药材价格仍将维持高位，中药生产企业的成本控制压力加大。野生药材方面，长期以来动物类药材多为野生。由于野生资源稀缺，且逐年枯竭，国家实施严格的政策保护，再加上劳动力价格持续上涨，使得野生及动物类药材供给出现不足，随着需求的不断增长，价格呈现持续上升态势，2021年12月中药材野生99价格指数³已突破3,600点。中证鹏元预计2022年中药材野生99价格指数仍处于高位。

大宗中药材方面，受行业周期、中药材质量监管加强、天气异常、防疫用药增加等多重因素影响，中药材综合200价格指数近年来呈上升趋势，中证鹏元预计2022年中药材综合200价格指数维持高位。

图5 中药材综合 200 价格指数



图6 中药材野生 99 价格指数



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

中药材价格变化对不同子行业影响不同。对中药产业链上游企业（如中药材流通、中药饮片），由于其产品随中药材价格随行就市，中药材涨价对其影响有限。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影响也不尽相同，对拥有核心技术和独家品种的制药企业，其对原料成本的转嫁能力较强，中药材涨价对其影响有限。近年东阿阿胶、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。此外，具有中药材原料种植基地的企业同样可化解成本上升的压力。

五、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

³ 中药材野生 99 价格指数系中药材天地网编制的，用于衡量野生药材的价格波动情况。

粒、寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒、寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏等。随着公司业务规模不断扩张，2021 年营业收入同比增长 20.61%。其中灵芝孢子粉类产品及铁皮石斛类产品过去两年占营业收入比重均在 85% 以上。公司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，近年来收入规模同样保持增长。毛利率方面，公司毛利率整体较高，波动较小。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
灵芝孢子粉类产品	13,426.94	90.48%	53,586.51	88.17%	45,320.18	88.79%
铁皮石斛类产品	4,195.00	78.49%	12,272.98	77.54%	10,145.60	75.97%
其他产品	2,489.74	79.58%	10,139.54	75.15%	7,518.03	72.93%
合计	20,111.68	86.63%	75,999.03	84.72%	62,983.81	84.83%

资料来源：公司提供

公司在行业内具有一定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

公司在行业内具有一定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。

公司的销售采用直销和经销并行的销售模式。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、同仁堂等，此外公司还与东方商厦、杭州大厦、等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相关账户，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予不同的折扣，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。2020-2021 年及 2022 年 1-3 月直销模式占比分别为 48.00%、45.22%、38.24%，公司的直销比例有所波动。

表3 公司直销模式和经销模式销售情况（单位：万元）

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销模式						
零售	4,527.61	22.51%	15,824.72	20.82%	15,672.97	24.88%

经销模式	互联网销售	3,163.99	15.73%	18,545.39	24.40%	14,564.82	23.12%
	买断式经销	8,087.64	40.21%	26,795.92	35.26%	19,624.90	31.16%
	代销式经销	4,332.44	21.54%	14,833.00	19.52%	13,121.12	20.83%
合计		20,111.68	100.00%	75,999.03	100.00%	62,983.81	100.00%

资料来源：公司提供

分产品看，寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）是中药饮片，系公司的成熟产品，2021 年产量较 2020 年下滑 20.01%、销量下滑 1.48%。

寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉、颗粒系保健产品，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。2021 年公司该类产品的产量及销量增长势头均为良好，分别同比增长 22.59%和 24.53%。产能方面，2021 年度破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒产能有所上升，主要原因系当年度公司对该生产线进行了技改升级，同时补充了部分包装设备等，因此该生产线产能大幅提升。2022 年 1-3 月产能利用率较低，主要为受春节假期影响，公司一季度开工率较低所致。

公司铁皮石斛类产品作为保健品，近年来生产和销售亦保持良好增长。其中铁皮枫斗颗粒 2021 年产量和销量分别同比增长 22.54%和 15.62%。铁皮枫斗灵芝浸膏的产量和销量自 2021 年分别同比增长 48.93%和 28.78%。

整体来看，公司中药饮片类产品作为公司成熟产品，近年来销量略有下滑，但幅度不大；保健产品作为公司近年来主要发力方向近年来取得了良好成效，成为公司业绩增长的主要驱动力。

表4 公司主要品种产销率情况（单位：千克）

产品	年度	产能①	产量②	销量③	赠品及其他④	产能利用率=②/①	产销率=(③+④)/②
灵芝孢子粉（破壁）	2022 年 1-3 月	3,000.00	2,639.39	2,229.87	362.20	87.98%	98.21%
	2021 年度	12,000.00	9,605.86	9,703.84	785.97	80.05%	109.20%
	2020 年度	12,000.00	12,008.40	9,849.26	746.02	100.07%	88.23%
破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒、破壁灵芝孢子粉片	2022 年 1-3 月	8,300.00	4,531.16	4,898.00	499.66	54.59%	119.12%
	2021 年度	26,450.00	23,346.28	20,293.94	1,350.32	88.27%	92.71%
	2020 年度	17,000.00	19,044.83	16,296.00	994.91	112.03%	90.79%
铁皮枫斗颗粒	2022 年 1-3 月	4,150.00	1,696.19	3,335.31	1,062.31	40.87%	259.26%
	2021 年度	13,850.00	14,975.69	10,438.99	2,538.71	108.13%	86.66%
	2020 年度	10,000.00	12,220.91	9,028.70	1,572.07	122.21%	86.74%
铁皮枫斗灵芝浸膏	2022 年 1-3 月	500.00	315.50	816.47	60.93	63.10%	278.10%
	2021 年度	2,000.00	2,545.02	2,059.67	206.39	127.25%	89.04%
	2020 年度	2,000.00	1,708.90	1,599.36	154.94	85.45%	102.66%

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 2021 同比增长 18.24%，铁皮石斛类产品 2021 同比增长 20.97%。

细分来看，灵芝孢子粉类产品中，灵芝孢子粉（破壁）销售收入占公司主营业务收入的比重有所下滑，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、颗粒与粉片，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，且为公司近年来销售发力的主要方向，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。铁皮石斛类产品中，铁皮枫斗灵芝浸膏的收入规模的占比均在不断提升。

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，2020-2021 年及 2022 年 1-3 月两者合计占主营业务收入的比重均在 86%以上，销售产品较为单一。

表5 公司主要产品的销售情况（单位：万元）

产品分类	2022 年 1-3 月		2021 年度		2020 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）	3,670.23	18.25%	15,738.29	20.71%	15,695.07	24.92%
	破壁灵芝孢子粉	5,380.30	26.75%	22,137.39	29.13%	15,699.91	24.93%
	破壁灵芝孢子粉颗粒	2,182.06	10.85%	12,339.89	16.24%	9,952.37	15.80%
	破壁灵芝孢子粉片	2,194.35	10.91%	3,370.94	4.44%	3,972.83	6.31%
铁皮石斛类产品	铁皮枫斗颗粒	2,617.03	13.01%	8,337.63	10.97%	7,108.87	11.29%
	铁皮枫斗灵芝浸膏	1,577.96	7.85%	3,935.35	5.18%	3,036.73	4.82%
其他		2,489.74	12.38%	10,139.54	13.34%	7,518.03	11.94%
合计	20,111.68	100.00%	75,999.03	100.00%	62,983.81	100.00%	

资料来源：公司提供

从产品单价变动来看，公司产品销售单价整体有小幅增长，其中破壁灵芝孢子粉颗粒及破壁灵芝孢子粉片单价增长偏大。公司产品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6 公司主要产品单价变动情况（单位：万元/千克）

产品	2022 年 1-3 月	2021 年度	2020 年度
灵芝孢子粉（破壁）	1.65	1.62	1.59
破壁灵芝孢子粉	1.82	1.82	1.81
破壁灵芝孢子粉颗粒	2.15	1.98	1.97
破壁灵芝孢子粉片	2.36	1.73	1.54
铁皮枫斗颗粒	0.78	0.80	0.79
铁皮枫斗灵芝浸膏	1.93	1.91	1.90

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。2020-2021年及2022年1-3月公司在浙江省内销售占比均超过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，2019年-2021年公司互联网销售收入占公司主营业务收入的比重不断提升。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7 公司主要产品销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年度		2020年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
浙江省内	14,886.18	74.02%	48,217.77	63.45%	40,486.20	64.28%
浙江省外	2,061.50	10.25%	9,235.87	12.15%	7,932.79	12.59%
互联网	3,163.99	15.73%	18,545.39	24.40%	14,564.82	23.12%
合计	20,111.68	100.00%	75,999.03	100.00%	62,983.81	100.00%

资料来源：公司提供

从客户集中度方面来看，2020-2021年及2022年1-3月公司前五大客户销售收入占当年销售收入的比重呈现波动下降趋势且均在20%以下，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8 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	占比
2022年1-3月	1	杭州方回春堂集团有限公司	725.88	3.56%
	2	杭州联华华商集团有限公司	693.68	3.41%
	3	浙江九欣医药有限公司	493.91	2.42%
	4	杭州胡庆余堂国药号药材有限公司	458.47	2.25%
	5	北京京东健康有限公司	439.08	2.16%
		合计	2,811.01	13.80%
2021年度	1	杭州方回春堂集团有限公司	4,917.90	6.41%
	2	浙江九欣医药有限公司	2,382.58	3.11%
	3	杭州联华华商集团有限公司	2,257.06	2.94%
	4	杭州胡庆余堂国药号药材有限公司	1,697.99	2.21%
	5	金华仙寿阁大药房有限公司	1,095.74	1.43%
		合计	12,351.28	16.10%
2020年度	1	杭州方回春堂集团有限公司	2,739.92	4.31%
	2	杭州联华华商集团有限公司	2,416.67	3.80%

3	杭州胡庆余堂国药号药材有限公司	1,401.77	2.20%
4	浙江九欣医药有限公司	1,375.15	2.16%
5	义乌市三溪堂国药馆连锁有限公司	1,352.69	2.13%
合计		9,286.19	14.60%

资料来源：公司提供

随着公司业务规模的扩张、2021 年公司主要原材料采购规模增长较快，公司原材料采购采用基地自产和对外采购相结合，外采与农业合作社建立稳定合作关系，但考虑到原材料受气候、土壤等自然因素影响较大，公司仍面临一定经营风险

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。

公司外购模式有两种：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，原材料中灵芝孢子粉（原料）近年来采购规模及占比均大幅提升，主要系公司业务规模扩张较快，灵芝自产产量无法完全满足公司生产需求，因此采购金额和比例有所上升。因公司原材料采购具有一定季节性，因此 2022 年 1-3 月各原材料采购比例与全年度采购比例存在一定差异。

表9 公司原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2022 年 1-3 月		2021 年度		2020 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
灵芝孢子粉（原料）	2,405.88	32.40%	2,431.90	19.32%	1,135.32	12.96%
灵芝菌棒	2,688.53	36.20%	5,125.05	40.73%	3,379.72	38.58%
基质	257.97	3.47%	908.10	7.22%	684.01	7.81%
鲜铁皮石斛	557.24	7.50%	195.00	1.55%	422.94	4.83%

其他中药材	570.18	7.68%	438.76	3.49%	437.66	5.00%
包装材料	521.55	7.02%	1,688.99	13.42%	1,502.62	17.15%
其他	425.22	5.73%	1,796.48	14.28%	1,198.15	13.68%
合计	7,426.56	100.00%	12,584.29	100.00%	8,760.43	100.00%

资料来源：公司提供

从主要原材料采购单价来看，2021年及2022年1-3月灵芝孢子粉（原料）价格近年来略有上升，灵芝菌棒和基质单价保持稳定，鲜铁皮石斛单价略有上升、2021年末单价同比上涨6.66%。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10 公司采购的主要原材料单价情况（元/千克）

原材料	2022年1-3月	2021年	2020年
灵芝孢子粉（原料）	348.68	347.41	346.66
灵芝菌棒	4.25	4.25	4.25
基质	1.30	1.30	1.30
鲜铁皮石斛	338.66	339.71	318.50

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。2020-2021年及2022年1-3月前五大供应商占采购总额比例不断提升，采购集中度较高。

表11 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
2022年1-3月	1	龙泉市仙草谷灵芝专业合作社	灵芝孢子粉（原料）	1,867.89	25.15%
	2	松阳县立全食药食用菌专业合作社	灵芝菌棒	699.68	9.42%
		周立全等农户			
	3	武义森宝食用菌专业合作社	灵芝菌棒	539.02	7.26%
	4	武义东颐家庭农场	鲜铁皮石斛	531.76	7.16%
5	武义县仁合中药材专业合作社	灵芝菌棒	530.27	7.14%	
	合计			4,168.62	56.13%
2021年度	1	龙泉市仙草谷灵芝专业合作社	灵芝孢子粉（原料）	2,283.57	18.15%
	2	松阳县立全食药食用菌专业合作社	灵芝菌棒	1,133.01	9.00%
		周立全等农户			
	3	邱丁南	灵芝菌棒	948.04	7.53%
	4	武义森宝食用菌专业合作社	灵芝菌棒	922.33	7.33%
5	武义县仁合中药材专业合作社	灵芝菌棒	875.35	6.96%	

	合计	-	6,162.30	48.97%
2020 年度	1 龙泉市仙草谷灵芝专业合作社	灵芝孢子粉（原料）、灵芝	1,159.89	13.24%
	2 武义森宝食用菌专业合作社	灵芝菌棒	799.82	9.13%
	3 松阳县立全食药食用菌专业合作社	灵芝菌棒	761.77	8.70%
		周立全等农户		
	4 武义县仁合中药材专业合作社	灵芝菌棒	604.68	6.90%
	5 邱丁南	灵芝菌棒	427.55	4.88%
	合计	-	3,753.71	42.85%

资料来源：公司提供

公司募投项目能否按期完工并实现预期效益存在一定不确定性

截至 2021 年底，公司主要在建项目为寿仙转债的募投项目，即寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（基本建设）及寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（生产线建设），在建项目资金主要来源于募集资金。截至 2021 年末主要在建拟建项目已投资金额 0.73 亿元，在建拟建项目尚需投资 7.31 亿元，资金来源主要为寿仙转债募集资金及拟发行可转债募集资金为主。未来上述募投项目能否按期完工并实现预期效益存在一定不确定性。

表12 截至 2021 年底公司主要在建拟建项目情况（单位：万元）

项目性质	项目名称	项目总投资	已投资	尚需投资
在建项目：“寿仙转债”募投项目	寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（基本建设）	22,426.98	2,439.22	19,987.76
	寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（生产线建设）	14,483.29	4,815.53	9,667.76
拟建项目	寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目（基本建设）	24,030.97	0.00	24,030.97
	寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目（生产线建设）	11,795.88	0.00	11,795.88
	寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目	7,637.03	0.00	7,637.03
合计		80,374.15	7,254.75	73,119.40

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、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 2020-2021 年审计报告及公司提供的 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021 年公司新增 1 家子公司，1 家民办非企业，详见表 1。截至 2022 年 3 月末公司纳入合并报表范围的子公司/民办非企业共 16 家，详情见附录四。

资产结构与质量

2021 年公司资产规模保持增长，主要由货币资金、固定资产、投资性房地产等构成，截至 2022 年 3

月末资产未受限，但存货规模较大，一定程度占用公司营运资金

随着公司业务规模的增长，公司资产规模不断提升，2021年同比增长15.41%，资产结构仍以流动资产为主。

公司货币资金主要为银行存款，2021年及2022年3月末规模略有增长，截至2022年3月末公司货币资金无受限。2021年公司交易性金融资产规模有所上升，主要为公司购买的理财产品。

公司应收账款主要为应收经销商的货款，随着业务量的提升规模有所增长，整体来看公司应收账款账期较短，2020-2021年账期在1年以内的应收账款占比均在95%以上。公司应收款项融资为应收票据，具体为银行承兑汇票。

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，2022年3月末存货规模继续增长。公司存货规模较大，一定程度占用公司营运资金。

公司其他权益投资工具主要为投资的浙江武义农村商业银行股份有限公司股权，2021年规模有所降低。公司投资性房地产主要系公司为构建营销网络，在杭州购置的房屋、设置的营销中心，2020年以来规模逐渐降低。公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备，2021年末规模大幅提升，主要系IPO募投项目中药饮片生产线建设项目完工，由在建工程转入所致；2021年及2022年3月末公司在建工程规模存在一定波动，主要系新增项目投入及完工转入固定资产所致。公司无形资产主要为土地使用权，土地证均已办理，规模变动不大。截至2022年3月末，公司资产均未受限。

整体来看，近年来公司资产规模持续上升，主要由货币资金、固定资产、投资性房地产等构成，截至2022年3月末资产未受限，但存货规模较大，一定程度占用公司营运资金。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.06	34.71%	6.78	34.55%	6.69	39.38%
交易性金融资产	1.13	5.53%	1.30	6.62%	0.50	2.94%
应收账款	0.89	4.36%	0.85	4.31%	0.70	4.12%
应收款项融资	0.31	1.52%	0.33	1.67%	0.12	0.69%
存货	1.30	6.41%	0.99	5.05%	0.99	5.85%
流动资产合计	10.86	53.39%	10.45	53.26%	9.23	54.30%
其他权益工具投资	0.63	3.11%	0.59	3.00%	0.61	3.60%
投资性房地产	2.02	9.92%	2.04	10.41%	2.13	12.51%
固定资产	3.53	17.37%	3.57	18.21%	1.99	11.70%
在建工程	1.35	6.64%	1.15	5.88%	1.56	9.17%
无形资产	0.82	4.02%	0.83	4.23%	0.79	4.62%

非流动资产合计	9.48	46.61%	9.17	46.74%	7.77	45.70%
资产总计	20.33	100.00%	19.62	100.00%	17.00	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

盈利能力

灵芝孢子粉类及铁皮石斛类产品的销售带动公司量利双增，公司产品毛利率水平较高，但期间费用一定程度侵蚀公司盈利

受益于公司灵芝孢子粉类产品及铁皮石斛类产品销售收入的良好增长，公司营业收入、营业及净利润均实现较好的提升，2021年分别同比增长20.61%、30.36%和32.03%。

毛利率方面，公司所涉及业务的毛利率整体较高，2020年以来销售毛利率均在83%以上，但整体略有下降。分产品看，灵芝孢子粉类产品的毛利率过去两年毛利率均在88%以上，但处于下降的趋势；铁皮石斛类产品毛利率有所上升。此外2020-2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所提升，公司盈利能力表现佳。

公司期间费用占营业收入比重近年来始终保持较高水平，2020-2021年占比均在55%以上，一定程度侵蚀公司盈利。分项目看，随着公司进一步开拓市场，以实现业绩突破，公司近年来的销售费用也随之提升，2021年同比增长21.11%；管理费同比增长7.01%；研发费用同比增长4.83%，但占营业收入比重整体较低，近年来占比保持在7%左右；由于2020年公司计提可转债利息，2020年公司的财务费用为47.87万元，2021年公司财务费用为负。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）

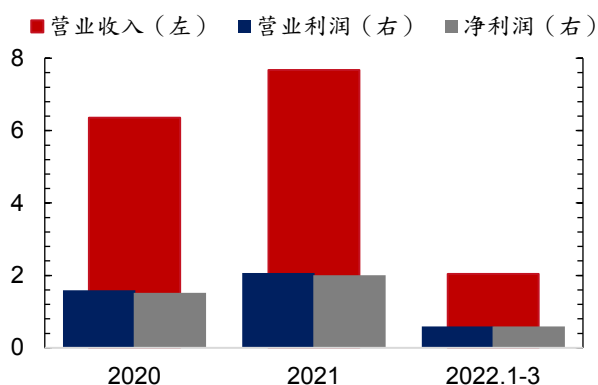
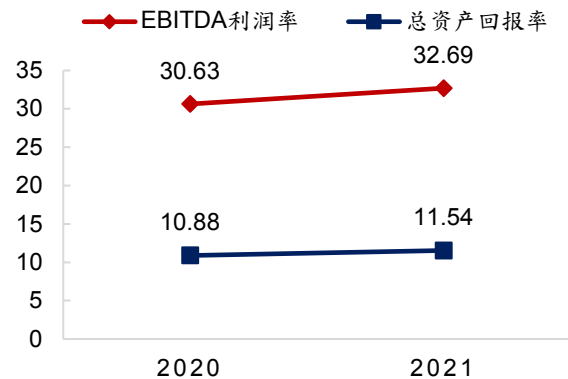


图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

现金流

公司现金生成能力较好，经营活动现金净额有所提升

整体来看公司生成现金的能力较好，2021年公司经营性现金流量（FFO）同比增长27.54%。2021年

公司经营净现金流规模不断提升且均高于同期公司实现的净利润，2021年同比增长16.02%。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要源于收回理财投资；公司投资活动现金流出主要为购买理财及募投项目建设支出。2021年投资活动产生的现金流量的净额为负数，主要系公司为发展主营业务，相应增加了厂房、生产设备等长期资产的投入所致。截至2021年末公司主要在建拟建项目尚需投资7.31亿元，截至2021年末公司货币资金及交易性金融资产合计8.08亿元、可覆盖尚需投资部分，公司面临的资金压力小。

筹资活动方面，2020年公司筹资净现金流为正，主要为发行“寿仙转债”、收到募集资金所致，2021年公司筹资净现金流为负，主要为当年度分配股利和偿付利息支付现金所致。

图9 公司现金流结构

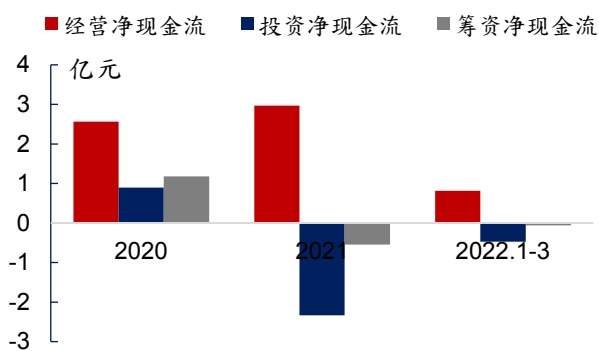
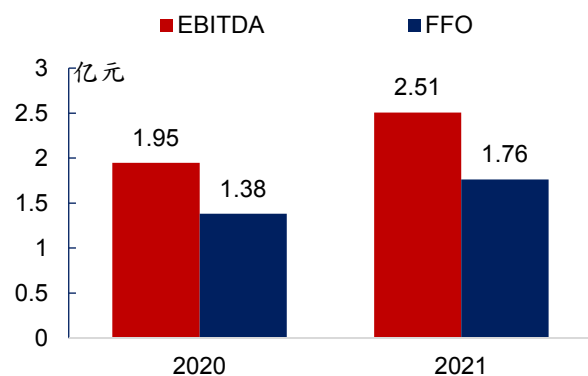


图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

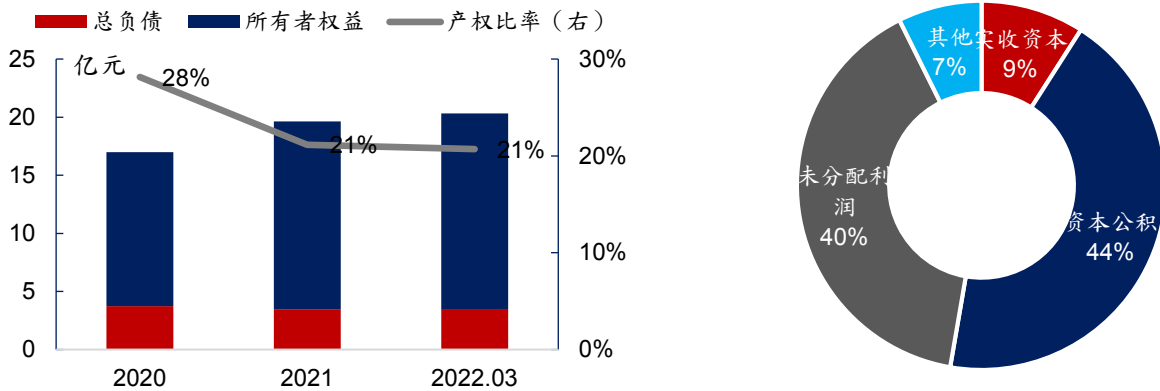
资本结构与偿债能力

公司净资产保持增长，整体负债率较低，流动性指标表现较好，债务压力较小

得益于日常经营盈余不断积累，公司所有者权益有所提升，2021年同比增长22.17%，同年公司负债规模略有下降。2021年公司产权比率有所下降且整体水平较低，净资产对负债的保障能力较强。

图11 公司资本结构

图12 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

公司负债主要为经营性负债且以流动负债为主。2021年公司应付账款规模大幅增加，主要系IPO募投项目及可转债募投项目增加投入及原材料备货金额有所增加所致。一年内到期的非流动负债为一年内到期的租赁负债。

公司应付债券为发行的“寿仙转债”，2021年末规模同比有所降低，主要系部分可转换公司债券持有者转股所致。2021年公司新增租赁负债，主要系公司的房租等经营性租赁所形成的负债。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

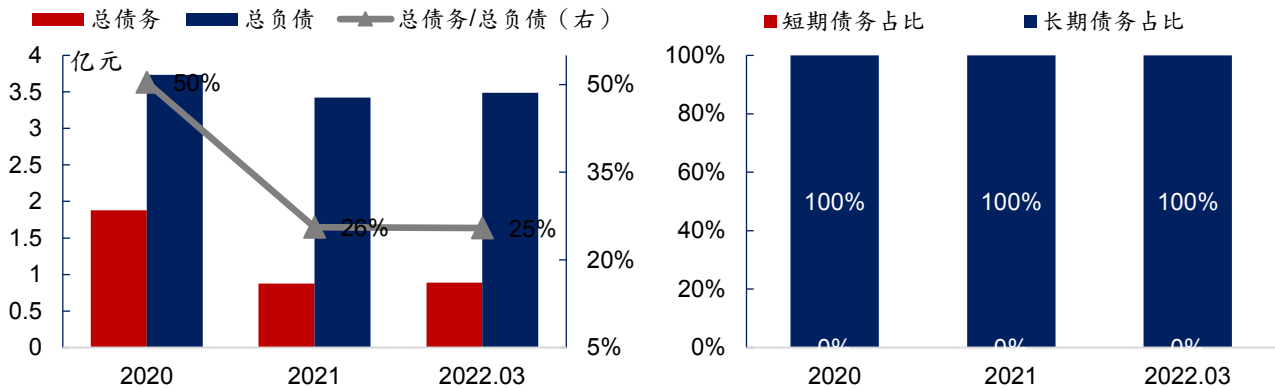
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	1.65	47.35%	1.41	41.12%	0.90	24.16%
应付职工薪酬	0.18	5.14%	0.28	8.25%	0.23	6.23%
其他应付款	0.06	1.65%	0.10	2.89%	0.06	1.53%
一年内到期的非流动负债	0.05	1.45%	0.06	1.64%	0.00	0.00%
流动负债合计	2.10	60.12%	1.99	58.20%	1.65	44.12%
应付债券	0.89	25.46%	0.88	25.58%	1.88	50.40%
递延收益-非流动负债	0.35	9.97%	0.38	11.16%	0.16	4.32%
租赁负债	0.11	3.29%	0.13	3.89%	0.00	0.00%
非流动负债合计	1.39	39.88%	1.43	41.80%	2.09	55.88%
负债合计	3.49	100.00%	3.42	100.00%	3.73	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

公司总债务占总负债的比重整体不高，债务主要为2020年发行的寿仙转债，随着寿仙转债部分转股，2021年公司债务规模有所降低。且基本为长期债务。

图13 公司债务占负债比重

图14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

从杠杆状况指标来看，2021年末公司资产负债率有所下降且处于较低水平。由于公司货币资金规模较大，近年来公司净债务均为负值，现金对债务的覆盖程度较好。2021年随着可转债的部分转股，公司 EBITDA 利息保障倍数有所提升，且整体处于较高水平，EBITDA 对利息的覆盖程度较好。2020-2021 年公司总债务/总资本占比均较低。从流动性指标来看，由于 2020 年末、2021 年末及 2022 年 3 月末公司均无短期债务，故当期现金短期债务比无法计算；2021 年公司速动比率略有下降但表现仍较好。整体来看，公司流动性指标表现良好。整体来看，公司杠杆状况指标表现较好，债务压力较小。

表15 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	17.15%	17.45%	21.96%
净债务/EBITDA	--	-2.81	-2.66
EBITDA 利息保障倍数	--	24.66	16.63
总债务/总资本	5.01%	5.13%	12.42%
FFO/净债务	--	-25.01%	-26.68%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2019 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 4 月 19 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

八、抗风险能力分析

公司的产品具有一定知名度，近年来量利双增，产品毛利率较高，经营现金流表现较好；公司负债

率整体较低，流动性指标表现较好，财务结构较为稳健。但我们也注意到，公司主要产品产量和质量受气候等自然因素影响较大，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，公司产品较为单一和销售区域集中度较高，此外存货规模较大，占用一定营运资金。整体来看，公司抗风险能力较强。

九、债券偿还保障分析

寿仙谷投资为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中证鹏元因未对其评级，无法判断其增信效果

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进行评级，无法判断其增信效果。

跟踪期内寿仙谷投资注册资本、控股股东、实际控制人及其持股比例均无变化，李明焱、朱惠照分别持有寿仙谷投资65%和35%的股份。

表16 寿仙谷投资主要财务指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年
总资产	25.40	22.50
所有者权益	20.89	17.58
净利润	2.25	1.56

资料来源：寿仙谷投资 2021 年财务报表，中证鹏元整理

十、结论

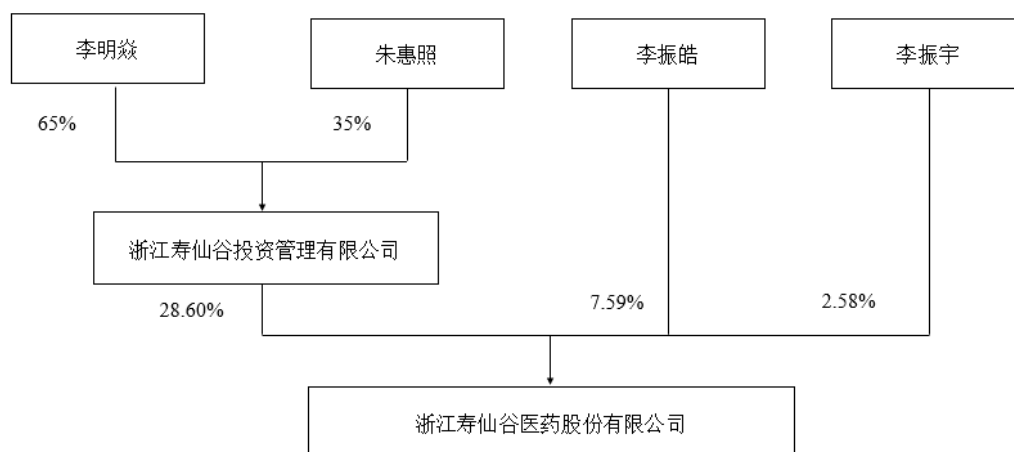
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“寿仙转债”信用等级为AA-。

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：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	7.06	6.78	6.69	2.06
流动资产合计	10.86	10.45	9.23	6.03
固定资产	3.53	3.57	1.99	2.05
非流动资产合计	9.48	9.17	7.77	7.38
资产总计	20.33	19.62	17.00	13.41
应付账款	1.65	1.41	0.90	0.26
一年内到期的非流动负债	0.05	0.06	0.00	0.00
流动负债合计	2.10	1.99	1.65	1.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.89	0.88	1.88	0.00
非流动负债合计	1.39	1.43	2.09	0.22
负债合计	3.49	3.42	3.73	1.68
总债务	0.89	0.88	1.88	0.10
归属于母公司的所有者权益	16.84	16.20	13.26	11.72
营业收入	2.04	7.67	6.36	5.47
净利润	0.59	2.00	1.52	1.24
经营活动产生的现金流量净额	0.81	2.97	2.56	2.08
投资活动产生的现金流量净额	-0.47	-2.34	0.90	-0.54
筹资活动产生的现金流量净额	-0.06	-0.54	1.18	-0.56
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	85.47%	83.53%	83.39%	84.38%
EBITDA 利润率	--	32.69%	30.63%	28.03%
总资产回报率	--	11.54%	10.88%	9.95%
产权比率	20.70%	21.14%	28.14%	14.36%
资产负债率	17.15%	17.45%	21.96%	12.55%
净债务/EBITDA	--	-2.81	-2.66	-2.49
EBITDA 利息保障倍数	--	24.66	16.63	156.55
总债务/总资本	5.01%	5.13%	12.42%	0.85%
FFO/净债务	--	-25.01%	-26.68%	-30.33%
速动比率	4.56	4.75	5.00	3.37
现金短期债务比	--	--	--	40.41

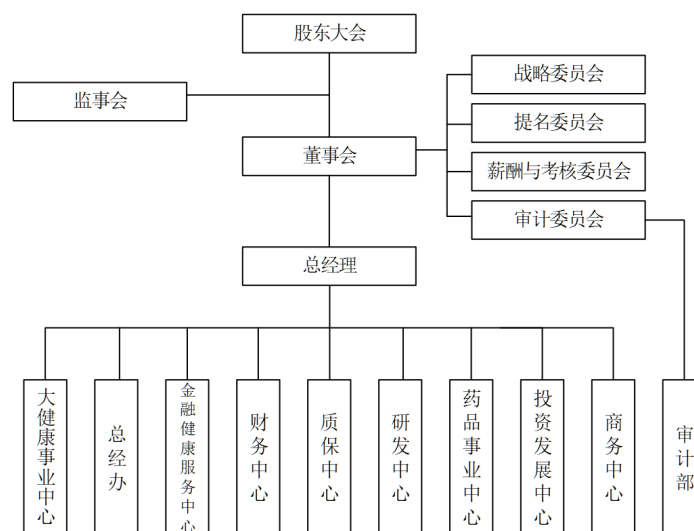
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司/民办非企业情况

子公司/民办非企业名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
金华寿仙谷药业有限公司	浙江	浙江武义	保健品制造业	100.00	-	同一控制下合并
武义寿仙谷中药饮片有限公司	浙江	浙江武义	医药制造业	100.00	-	同一控制下合并
杭州寿仙谷健康管理有限公司	浙江	杭州	批发零售	-	100.00	同一控制下合并
浙江寿仙谷珍稀植物药研究院	浙江	浙江武义	技术研发	-	100.00	设立
北京寿仙谷健康科技有限公司	北京	北京	批发零售	-	100.00	设立
苏州寿仙谷药房有限公司	苏州	苏州	批发零售	-	100.00	设立
上海寿仙谷生物科技有限公司	上海	上海	批发零售	-	100.00	设立
武义寿仙谷大药房连锁有限公司	浙江	浙江武义	批发零售	100.00	-	设立
南京寿仙谷健康科技有限公司	南京	南京	批发零售	-	100.00	设立
金华市寿仙谷网络科技有限公司	浙江	浙江武义	批发零售	100.00	-	设立
金华市康寿制药有限公司	浙江	浙江武义	医药制造业	100.00	-	购买
浙江寿仙谷植物药研究院有限公司	浙江	杭州	技术研发	100.00	-	设立
温州温鹤金仙制药有限公司	浙江	温州	医药制造业	-	100.00	购买
浙江寿仙谷智慧健康发展有限公司	浙江	杭州	批发零售	-	100.00	设立
浙江寿仙谷济世健康发展有限公司	浙江	杭州	批发零售	55.00	-	设立
杭州市余杭区伯宇智慧健康研究院	浙江	杭州	技术研发	100.00	-	设立

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 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。