

# 浙江寿仙谷医药股份有限公司2022年公开发行可转换公司债券信用评级报告

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.

技术领先，服务全球，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员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： 



# 浙江寿仙谷医药股份有限公司

## 2022年公开发行可转换公司债券信用评级报告

### 评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2022-05-19



中证鹏元评定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 3.98 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

- 上述等级的评定是考虑到：近年来公司主要产品有一定品牌知名度，拥有自有原材料生产基地和稳定合作生产基地保障中药材供应，营业收入和利润持续增长，经营现金流表现较好，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，期间费用率较高，一定程度侵蚀公司利润，公司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。

### 债券概况

发行规模：不超过 3.98 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

发行目的：拟用于寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目及寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目

### 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，财务杠杆保持相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

### 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

### 联系方式

项目负责人：秦风明  
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：张旻烁  
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897



## 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，2019年以来公司营业收入、营业利润和净利润持续增长，经营现金流表现良好。
- 整体负债率较低，财务结构较为稳健。2019年以来公司资产负债率较低，公司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，如果公司自有基地突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。
- 产品较为单一且销售区域集中度较高。公司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。2019年以来公司期间费用率始终保持在55%以上，其中销售费用占比较高且规模不断增长，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。截止2022年3月末，本期债券募投项目尚未动工、“寿仙转债”募投项目尚未完工，上述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。

## 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

## 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年度数据

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 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	<a href="#">企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2021-06-25	秦风明、张旻燊	<a href="#">医药制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>



## 一、发行主体概况

公司成立时间为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0.90亿股，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0.90亿元。

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0.35亿股，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1.40亿股，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，授予价格24.14元/股。2018年6月1日，公司收到157名激励对象缴纳出资0.85亿元，其中0.04亿元计入实收资本，0.82亿元计入资本公积，变更后公司的实收资本为1.43亿元。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1.44亿元。2020年公司回购注销部分限制性股票及寿仙转债转股，截止2020年末，公司实收资本1.48亿元。2021年公司回购注销部分限制性股票及2021年寿仙转债转股增加公司股本0.46亿元，2022年3月末公司实收资本为1.53亿元。

截至2022年3月末，公司控股股东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38.77%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28.60%的股份，李振皓、李振宇分别直接持有公司7.59%、2.58%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2022年3月末，寿仙谷投资有953.00万股的股权处于质押状态，占寿仙谷投资所持股份数的21.85%，占2022年3月末公司总股本比例的6.25%。

**表1 截至2022年3月末公司前10名股东持股情况**

股东名称	股本性质	持股比例 (%)	持股数量 (股)
浙江寿仙谷投资管理有限公司	A股流通股	28.60	43,624,030
李振皓	A股流通股	7.59	11,570,500
徐美芸	A股流通股	3.89	5,927,800
李振宇	A股流通股	2.58	3,933,970
郑化先	A股流通股	2.47	3,769,875
中国银行股份有限公司-广发聚鑫债券型证券投资基金	A股流通股	2.40	3,659,984
浙江寿仙谷医药股份有限公司回购专用证券账户	A股流通股	2.35	3,585,000



兴银基金-郑仟仟-兴银基金-兴易7号单一资产管理计划	A股流通股	1.39	2,121,725
方正顺	A股流通股	1.31	2,000,100
王瑛	A股流通股	1.17	1,778,125

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**浙江寿仙谷医药股份有限公司2022年公开发行可转换公司债券；

**发行规模：**不超过3.98亿元（含）；

**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，提请公司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。本次可转换公司债券在发行完成前如遇银行存款利率调整等事项，则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整；

**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：**本次发行的可转换公司债券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本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：**



#### (1) 到期赎回条款

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。

#### (2) 有条件赎回条款

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的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进行，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。



### 三、本期债券募集资金用途

本期公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过3.98亿元（含），扣除发行费用后，募集资金拟用于寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目和寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目，其中寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目包含两个子项目，具体如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

序号	项目名称	子项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1	寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目	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	24,030.00
		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	9,120.00
2	寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目		7,637.03	6,650.00
合计			<b>43,463.88</b>	<b>39,800.00</b>

注：如果本次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。

资料来源：公司提供

#### （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关于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》（以下简称“可行性分析报告”），寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目固定资产投资33,151.56万元，其中基本建设费24,030.97万元，设备设施购置费8,686.27万元，设备设施安装费434.31万元，铺底流动资金2,675.29万元，合计35,826.85万元；公司拟使用募集资金33,150.00万元。项目建成后，将新增保健食品产能20吨。

寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目固定资产投资5,808.03万元，其中设备设施购置费5,221.94万元，设备设施安装费261.10万元，软件工具购置费325.00万元；项目实施费用1,829.00万元，合计7,637.03万元，拟使用募集资金6,650.00万元。两个子项目建设期均为36个月，截至2022年3月末，募投项目尚未动工。

#### （二）项目核准情况

截至2022年3月末，募集资金投资项目已取得的相关批复及核准文件如下表所示：

表3 本期债券募投项目所获得的批复文件情况

序号	项目名称	备案赋码	环评及土地证
1	寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目（基本建设）	2111-300723-04-01-951276	无需环评
2	寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目（生产线建设）	2111-330723-04-01-400727	金环建武备 2022037
3	寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目	2111-330723-04-01-527529	金环建武备 2022031
4	寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目、寿仙谷健康产业园研发及检测中心	-	浙（2020）武义县不动产权第 0002859 号



## 建设项目

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，本期债券募投项目中，寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目不直接产生收入。故募投项目的收入测算针对的是寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目，该项目所涉及主要财务指标如下表所示。本项目建设周期36个月，截至2022年3月末项目尚未建设。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4 寿仙谷健康产业园保健食品二期建设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）	33,897.35
2	净利润（万元）	7,572.15
3	项目投资内部收益率（税后）	15.13%
4	项目投资财务净现值（万元）（税后）	12,256.90
5	项目投资回收期（年）（税后）	7.95

资料来源：《浙江寿仙谷医药股份有限公司关于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。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，增速高于整体人口增速。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。

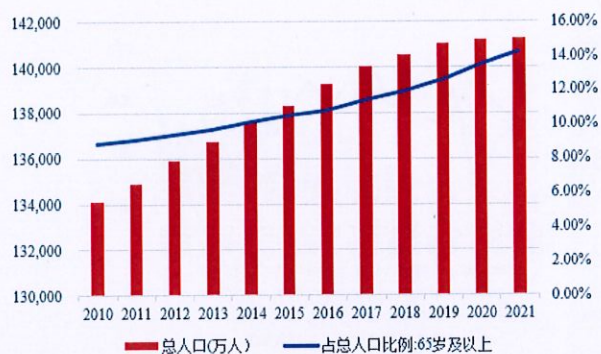
**图1 2013-2021年全国人民人均医疗保健支出情况（单位：元）**

**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



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,中药作为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益。

**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。

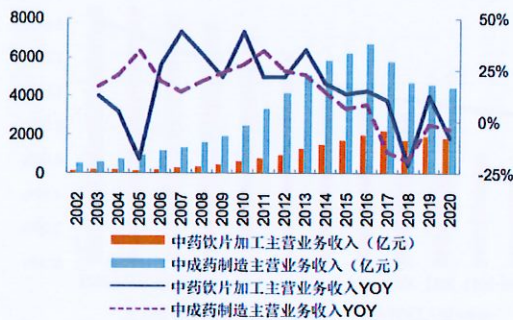
我国中药饮片市场行业集中度一直处于较低水平,目前行业以低水平、重复生产的中小型企业为主,企业间竞争日趋激烈。从企业规模来看,我国中药饮片生产企业普遍规模偏小,行业内企业呈金字塔分布,小型企业占绝大多数。近年来,政府鼓励中药企业进行兼并重组,部分规模小、竞争力较弱、管理不规范的生产企业将逐步被市场所淘汰。随着行业的不断发展和优势企业竞争力的提升,中药饮片行业集中度也将逐步提高。

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

图4 中药饮片加工行业 PPI 当月同比





资料来源：光大证券研究所



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。

**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<sup>3</sup>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

<sup>3</sup> 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。





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、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》和其他有关规定，制订了公司章程。公司建立了股东大会、董事会、监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了明确的职责分工和制衡机制。

股东大会是公司的权力机构，依法行使的职权包含且不限于决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准董事会监事会报告等。公司设立董事会，对股东大会负责，董事由股东大会选举或更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务。董事任期三年，任期届满可连选连任。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，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会行使的职权有召集股东大会，并向股东大会报告工作、执行股东大会的决议等。公司董事会设立审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等相关专门委员会。专门委员会对董事会负责，依照章程和董事会授权履行职责，提案应当提交董事会审议决定。专门委员会成员全部由董事组成，其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事占多数并担任召集人，审计委员会的召集人为会计专业人士。董事会负责制定专门委员会工作规程，规范专门委员会的运作。

公司设监事会。监事会由三名监事组成，设监事会主席一名。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事



共同推举一名监事召集和主持监事会会议。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。监事的任期每届为三年。监事任期届满，连选可以连任，董事、总经理和其他高级管理人员未兼任监事。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘。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。总经理每届任期三年，总经理连聘可以连任。总经理对董事会负责，行使的职权有主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，目前设立了总经办、大健康事业中心、金融健康服务中心、财务中心、质保中心、研发中心、药品事业中心等10个部门。公司部门架构设置能够满足公司日常业务运营与经营管理的需要，但也需关注随着公司经营规模的不断扩大，组织结构日益复杂，对管理层的管理水平形成一定的考验。公司组织架构图见附录三。

截至2022年3月末，公司员工总数为1,043人，其专业结构及受教育程度分布情况如下表。公司员工以生产及销售人员为主，符合公司的主业经营需要。

**表5 截至 2022 年 3 月末公司员工专业结构分布及受教育程度情况（单位：人）**

员工类别	员工人数	占比
生产人员	207	19.85%
销售人员	629	60.31%
技术人员	107	10.26%
财务人员	33	3.16%
行政人员	67	6.42%
<b>合计</b>	<b>1,043</b>	<b>100.00%</b>
受教育程度	员工人数	占比
博士	3	0.29%
硕士	21	2.01%
本科	211	20.23%
专科	192	18.41%
专科以下	616	59.06%
<b>合计</b>	<b>1,043</b>	<b>100.00%</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



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，近年来营业收入不断增长，2019-2021 年三年复合增长率为 18.45%。其中灵芝孢子粉类产品及铁皮石斛类产品过去三年占营业收入比重均在 85%以上，但占比处于波动下降趋势。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，近年来收入规模增速较快。毛利率方面，公司毛利率整体较高，波动较小。

**表6 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		2019 年	
	金额	毛利率	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%	39,380.75	90.69%
铁皮石斛类产品	4,195.00	78.49%	12,272.98	77.54%	10,145.60	75.97%	8,105.47	76.33%
其他产品	2,489.74	79.58%	10,139.54	75.15%	7,518.03	72.93%	6,475.03	70.44%
合计	<b>20,111.68</b>	<b>86.63%</b>	<b>75,999.03</b>	<b>84.72%</b>	<b>62,983.81</b>	<b>84.83%</b>	<b>53,961.26</b>	<b>86.10%</b>

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。2019-2021 年及 2022 年 1-3 月直销模式占比分别为 44.38%、48.00%、45.22%、38.24%，公司的直销比例呈波动上升趋势，主要系通过互联网销售的金额提升所致。

**表7 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		2019年		
	金额	占比	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%	13,037.17	24.16%
	互联网销售	3,163.99	15.73%	18,545.39	24.40%	14,564.82	23.12%	10,908.73	20.22%
经销模式	买断式经销	8,087.64	40.21%	26,795.92	35.26%	19,624.90	31.16%	16,416.28	30.42%
	代销式经销	4,332.44	21.54%	14,833.00	19.52%	13,121.12	20.83%	13,599.08	25.20%
合计	20,111.68	100.00%	75,999.03	100.00%	62,983.81	100.00%	53,961.26	100.00%	

资料来源：公司提供

分产品看，2019-2021年寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）产量存在一定的波动、销量呈逐年下滑的趋势，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年销量较2019年下滑6.83%，下滑幅度整体不大。

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。2019年以来公司该类产品的产量及销量增长势头均为良好，三年复合增长率分别为37.41%和29.43%。产能方面，2021年度破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒、铁皮枫斗颗粒产能有所上升，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2019年以来产量和销量的三年复合增长率分别为57.38%和22.69%。铁皮枫斗灵芝浸膏的产量和销量自2019年以来复合增长率分别为40.82%和23.20%。

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8 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%
	2019年度	12,000.00	9,743.72	10,415.21	475.90	81.20%	111.78%
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%
	2019年度	17,000.00	12,364.12	12,114.96	606.06	72.73%	102.89%



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%
	2019年度	10,000.00	6,045.92	6,935.23	960.63	60.46%	130.60%
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%
	2019年度	2,000.00	1,283.35	1,357.06	106.08	64.17%	114.01%

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 2019-2021 年销售额三年复合增长率为 16.65%；铁皮石斛类产品 2019-2021 年销售额三年复合增长率为 23.05%。

细分来看，灵芝孢子粉类产品中，2019 年以来灵芝孢子粉（破壁）销售收入占公司主营业务收入的比重在逐年下滑，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也在不断提升。

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，2019-2021 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9 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		2019年度		
	金额	占比	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%	16,480.40	30.54%
	破壁灵芝孢子粉	5,380.30	26.75%	22,137.39	29.13%	15,699.91	24.93%	12,931.35	23.96%
	破壁灵芝孢子粉颗粒	2,182.06	10.85%	12,339.89	16.24%	9,952.37	15.80%	8,278.07	15.34%
	破壁灵芝孢子粉片	2,194.35	10.91%	3,370.94	4.44%	3,972.83	6.31%	1,690.93	3.13%
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%	5,540.77	10.27%
	铁皮枫斗灵芝浸膏	1,577.96	7.85%	3,935.35	5.18%	3,036.73	4.82%	2,564.70	4.75%
其他		2,489.74	12.38%	10,139.54	13.34%	7,518.03	11.94%	6,475.03	12.00%
合计		20,111.68	100.00%	75,999.03	100.00%	62,983.81	100.00%	53,961.26	100.00%

资料来源：公司提供

从产品单价变动来看，近年来公司产品销售单价整体有所波动。分产品看，灵芝孢子粉（破壁）、破壁灵芝孢子粉、铁皮枫斗灵芝浸膏产品单价稳定增长；破壁灵芝孢子粉颗粒、破壁灵芝孢子粉片价格在 2022 年价格有所提升；铁皮枫斗颗粒价格小幅波动。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10 2019-2021 年及 2022 年 1-3 月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	2019年度
灵芝孢子粉（破壁）	1.65	1.62	1.59	1.58
破壁灵芝孢子粉	1.82	1.82	1.81	1.81
破壁灵芝孢子粉颗粒	2.15	1.98	1.97	2.08
破壁灵芝孢子粉片	2.36	1.73	1.54	1.73
铁皮枫斗颗粒	0.78	0.80	0.79	0.80
铁皮枫斗灵芝浸膏	1.93	1.91	1.90	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。2019-2021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11 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		2019年度	
	金额	比例	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%	34,492.97	63.92%
浙江省外	2,061.50	10.25%	9,235.87	12.15%	7,932.79	12.59%	8,559.56	15.86%
互联网	3,163.99	15.73%	18,545.39	24.40%	14,564.82	23.12%	10,908.73	20.22%
合计	20,111.68	100.00%	75,999.03	100.00%	62,983.81	100.00%	53,961.26	100.00%

资料来源：公司提供

从客户集中度方面来看，2019-2021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12 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		<b>2,811.01</b>	<b>13.80%</b>
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		<b>12,351.28</b>	<b>16.10%</b>
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		<b>9,286.19</b>	<b>14.60%</b>
2019 年度	1	杭州方回春堂集团有限公司	3,203.91	5.94%
	2	杭州联华华商集团有限公司	2,754.46	5.10%
	3	杭州胡庆余堂国药号药材有限公司	2,196.27	4.07%
	4	浙江九欣医药有限公司	1,140.08	2.11%
	5	杭州大厦零售商业管理有限公司	798.70	1.48%
	合计		<b>10,093.42</b>	<b>18.70%</b>

资料来源：公司提供

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13 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		2019年度	
	金额	占比	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%	466.66	6.51%
灵芝菌棒	2,688.53	36.20%	5,125.05	40.73%	3,379.72	38.58%	2,976.75	41.51%
基质	257.97	3.47%	908.10	7.22%	684.01	7.81%	652.20	9.09%
鲜铁皮石斛	557.24	7.50%	195.00	1.55%	422.94	4.83%	440.47	6.14%
其他中药材	570.18	7.68%	438.76	3.49%	437.66	5.00%	928.16	12.94%
包装材料	521.55	7.02%	1,688.99	13.42%	1,502.62	17.15%	855.14	11.92%
其他	425.22	5.73%	1,796.48	14.28%	1,198.15	13.68%	852.54	11.89%
合计	<b>7,426.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>12,584.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>8,760.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>7,171.92</b>	<b>100.00%</b>

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)价格近年来略有下降, 灵芝菌棒和基质单价保持稳定, 鲜铁皮石斛单价略有上升。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14 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	2019年
灵芝孢子粉(原料)	348.68	347.41	346.66	354.66
灵芝菌棒	4.25	4.25	4.25	3.54
基质	1.30	1.30	1.30	1.30
鲜铁皮石斛	338.66	339.71	318.50	322.63

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。2019-2021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15 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	龙海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	-		<b>4,168.62</b>	<b>56.13%</b>
2021年度	1	龙海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	-		<b>6,162.30</b>	<b>48.97%</b>
2020年度	1	龙海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	-		<b>3,753.71</b>	<b>42.85%</b>
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	龙海市仙草谷灵芝专业合作社	灵芝孢子粉（原料）	403.66	5.63%
	合计	-		<b>2,869.60</b>	<b>40.01%</b>

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本期债券募集资金为主。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16 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：本期债券募投项目	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		<b>80,374.15</b>	<b>7,254.75</b>	<b>73,119.40</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 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2019-2021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。2019年公司新增2家子公司，2020年公司新增1家子公司，减少1家子公司，2021年公司新增1家子公司，1家民办非企业，详见下表。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。

表17 2019-2021 年公司合并范围子公司/民办非企业变化情况

年份	子公司/民办非企业名称	持股比例	新增或减少	取得方式或不再纳入合并范围原因
2019年	云南寿仙谷汉麻健康科技有限公司	60%	新增	出资设立
	温州温鹤金仙制药有限公司	100%	新增	收购
2020年	云南寿仙谷汉麻健康科技有限公司	60%	减少	注销
	浙江寿仙谷智慧健康发展有限公司	100%	新增	出资设立
2021年	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：公司提供，中证鹏元整理

### 资产结构与质量

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

2019年以来随着公司业务规模的增长，公司资产规模不断提升，2019-2021年三年复合增长率为20.96%。资产结构方面，2019年以来公司流动资产占比存在一定波动，整体处于上升趋势。

公司货币资金主要为银行存款，近年来规模整体有所提升，其中2020年规模大幅增长主要系发行“寿仙转债”所致，截至2022年3月末公司货币资金无受限。2019-2021年公司交易性金融资产规模有所波



动，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，2019年以来随着业务量的提升规模不断扩大，整体来看公司应收账款账期较短，过去三年账期在1年以内的应收账款占比均在95%以上。公司应收账款融资为应收票据，具体为银行承兑汇票，2019年以来随着销售规模的增长规模亦不断增长。

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，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。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。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；近年来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，2019年以来规模变动不大。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，一定程度占用营运资金。

**表18 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	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%	2.06	15.34%
交易性金融资产	1.13	5.53%	1.30	6.62%	0.50	2.94%	1.99	14.80%
应收账款	0.89	4.36%	0.85	4.31%	0.70	4.12%	0.63	4.69%
应收款项融资	0.31	1.52%	0.33	1.67%	0.12	0.69%	0.06	0.42%
存货	1.30	6.41%	0.99	5.05%	0.99	5.85%	1.10	8.21%
<b>流动资产合计</b>	<b>10.86</b>	<b>53.39%</b>	<b>10.45</b>	<b>53.26%</b>	<b>9.23</b>	<b>54.30%</b>	<b>6.03</b>	<b>44.97%</b>
其他权益工具投资	0.63	3.11%	0.59	3.00%	0.61	3.60%	0.68	5.04%
投资性房地产	2.02	9.92%	2.04	10.41%	2.13	12.51%	2.22	16.58%
固定资产	3.53	17.37%	3.57	18.21%	1.99	11.70%	2.05	15.28%
在建工程	1.35	6.64%	1.15	5.88%	1.56	9.17%	0.84	6.27%
无形资产	0.82	4.02%	0.83	4.23%	0.79	4.62%	0.81	6.03%
<b>非流动资产合计</b>	<b>9.48</b>	<b>46.61%</b>	<b>9.17</b>	<b>46.74%</b>	<b>7.77</b>	<b>45.70%</b>	<b>7.38</b>	<b>55.03%</b>
<b>资产总计</b>	<b>20.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.41</b>	<b>100.00%</b>

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

## 盈利能力

灵芝孢子粉类及铁皮石斛类产品的销售增长带动公司量利双增，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

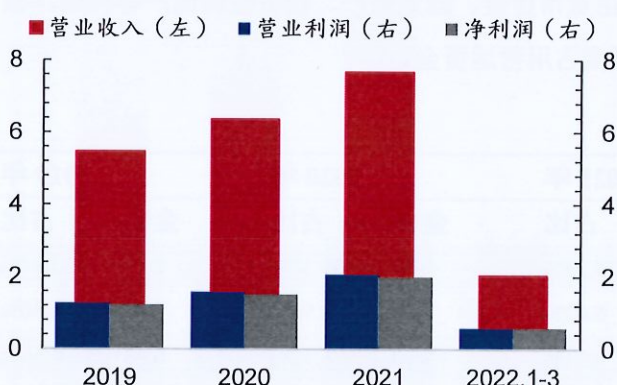


受益于公司灵芝孢子粉类产品及铁皮石斛类产品销售收入的良好增长，公司营业收入、营业及净利润均实现较好的提升，2019-2021年三年复合增长率分别为18.45%、27.33%和27.15%。

毛利率方面，公司所涉及业务的毛利率整体较高，2019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三年毛利率均在88%以上；铁皮石斛类产品毛利率过去三年呈波动上升趋势。此外2019-2021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。

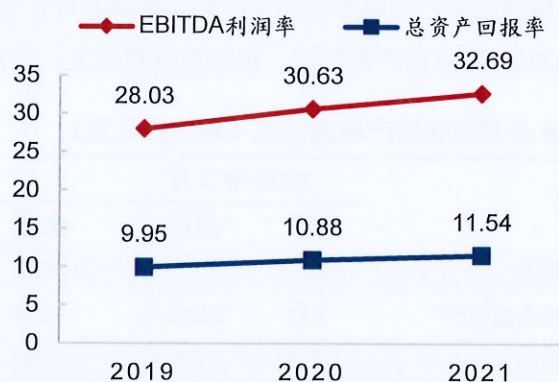
公司期间费用占营业收入比重近年来始终保持较高水平，2019-2021年占比均在55%以上，一定程度侵蚀公司盈利。分项目看，随着公司进一步开拓市场，以实现业绩突破，公司近年来的销售费用也随之提升，2019-2021年三年复合增长率为16.98%；管理费近年来呈波动下降的趋势；研发费用近年来规模整体有所上升，但占营业收入比重整体较低，近年来占比保持在7%左右；由于2020年公司计提可转债利息，2020年公司的财务费用为47.87万元，其他年份的财务费用均为负。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



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

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告

## 现金流

### 公司现金生成能力较好，经营活动现金净额不断提升

整体来看公司生成现金的能力较好，2019年以来公司经营性现金流量（FFO）复合增长率为23.31%。2019年以来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，三年复合增长率为19.46%。

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。2019年和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，2019和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

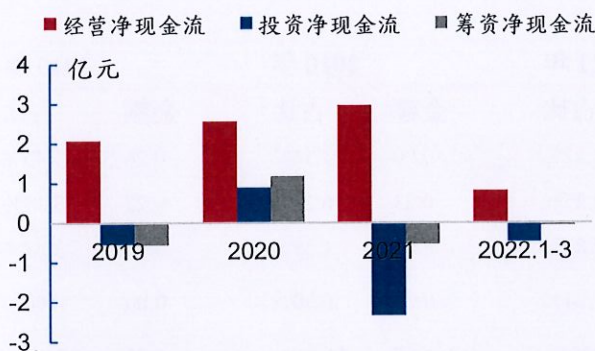
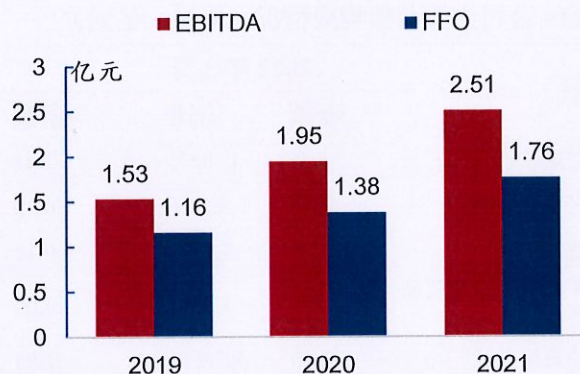


图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2019-2021 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 2019-2021 年审计报告

### 资本结构与偿债能力

公司净资产规模保持增长，可转债发行提升了公司债务水平，但公司整体负债率较低，流动性指标表现较好，财务结构较为稳健

得益于日常经营盈余不断积累，公司所有者权益有所提升，2019-2021年复合增长率为17.57%；2020年公司发行寿仙转债，使得负债规模有所提升，2021年公司负债规模同比略有下降。近年来公司产权比率处于波动上升的趋势，但整体水平较低，净资产对负债的保障能力较强。

图11 公司资本结构

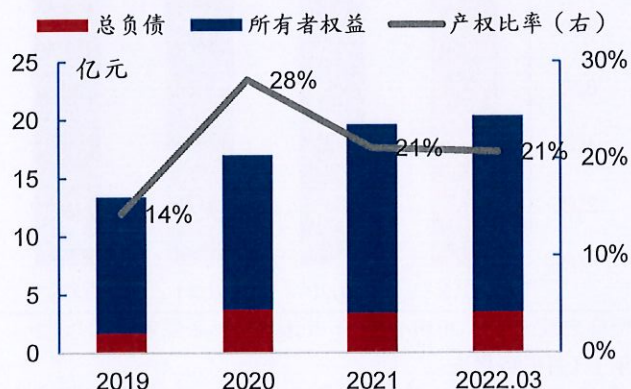
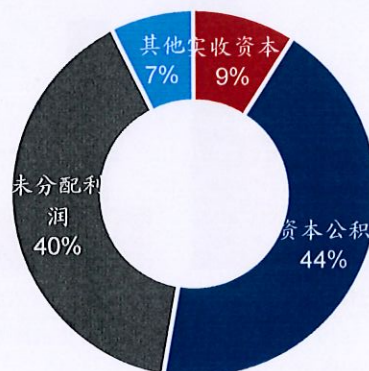


图12 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 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

整体来看公司债务以流动负债为主，2020年公司非流动负债占比较高，系发行“寿仙转债”所致。公司负债主要为经营性负债。2019-2021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，主要系部分寿仙转债持有者转股所致。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。

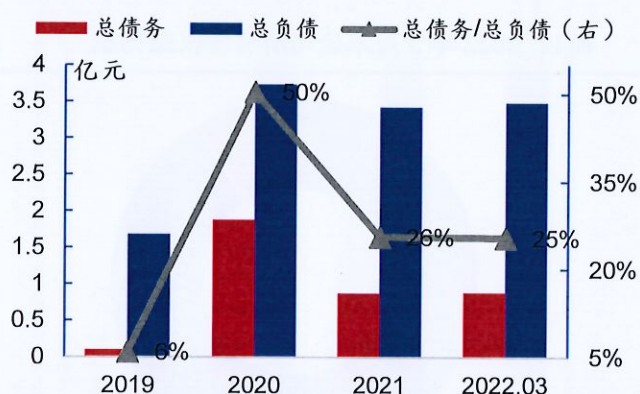
**表19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	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%	0.26	15.45%
应付职工薪酬	0.18	5.14%	0.28	8.25%	0.23	6.23%	0.22	13.17%
其他应付款	0.06	1.65%	0.10	2.89%	0.06	1.53%	0.06	3.62%
一年内到期的非流动负债	0.05	1.45%	0.06	1.64%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>流动负债合计</b>	<b>2.10</b>	<b>60.12%</b>	<b>1.99</b>	<b>58.20%</b>	<b>1.65</b>	<b>44.12%</b>	<b>1.46</b>	<b>87.01%</b>
应付债券	0.89	25.46%	0.88	25.58%	1.88	50.40%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	0.35	9.97%	0.38	11.16%	0.16	4.32%	0.17	9.82%
租赁负债	0.11	3.29%	0.13	3.89%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.39</b>	<b>39.88%</b>	<b>1.43</b>	<b>41.80%</b>	<b>2.09</b>	<b>55.88%</b>	<b>0.22</b>	<b>12.99%</b>
<b>负债合计</b>	<b>3.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.68</b>	<b>100.00%</b>

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

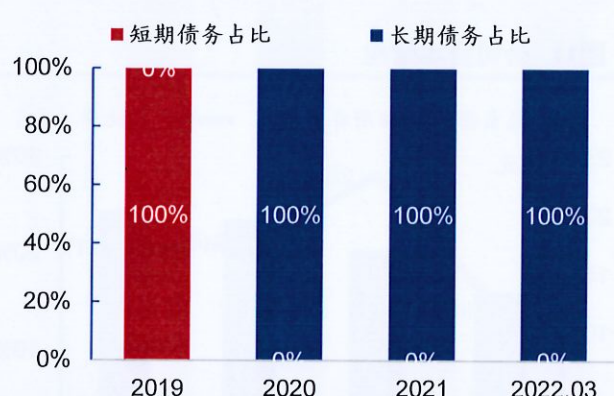
公司总债务占总负债的比重整体不高，债务主要为2020年发行的寿仙转债，随着寿仙转债部分转股，2021年公司债务规模有所降低，且基本为长期债务。

**图13 公司债务占负债比重**



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

**图14 公司长短期债务结构**



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

从杠杆状况指标来看，2019-2021年末公司资产负债率波动上升，但整体处于较低水平。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。2019-2021年随着可转债的发行及部分转股，公司EBITDA利息保障倍数下降后有所提升，但整体处于较高水平，EBITDA对利息的覆盖程度较好。2019-2021年公司总债务/总资本占比均较低。整体来看，公司杠杆状况指标表现



较好，债务压力较小。

从流动性比率来看，2020年、2021年末及2022年3月末公司均无短期债务，2019年末为40.41，指标表现优异，速动比率2019-2021年分别为3.37、5.00、4.75，波动上升并保持较好水平，流动性指标表现良好。

**表20 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年	2019年
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%

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

## 八、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。

## 九、抗风险能力分析

公司的产品具有一定品牌知名度，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，公司抗风险能力较好。

## 十、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据公司测算，公司募投项目达产后每年可产生营业收入3.39亿元，产生净利润0.76亿元，项目投资回收期为7.95年。但需关注本期债券募投项目建设周期较长，且截至2022年3月末项目尚未建设。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。



公司经营活动现金流入为本期债券偿债资金的重要保障。2019-2021年公司整体营业收入三年复合增长率为18.45%，公司经营性现金流量（FFO）复合增长率为23.31%，经营净现金流三年复合增长率为19.46%。整体来看公司现金的生成能力较强。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未行转股的可能性。

## 十一、结论

综上，中证鹏元评定寿仙谷主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。



## 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本评级机构网站（[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。



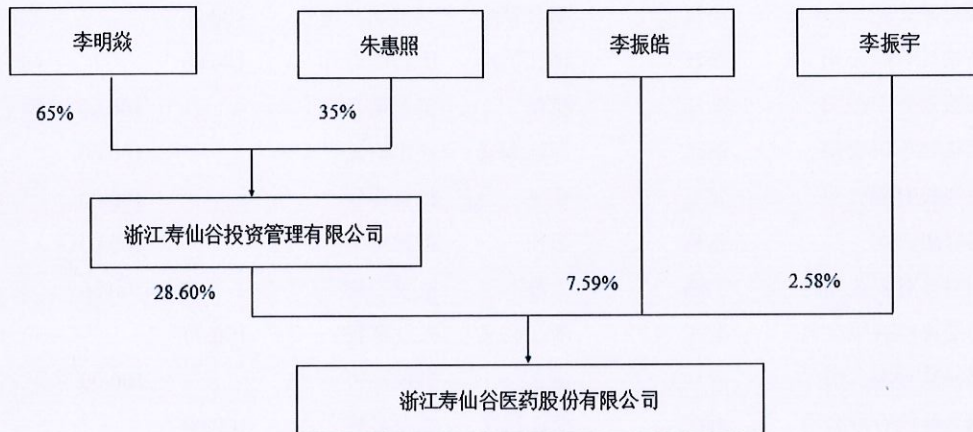
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

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

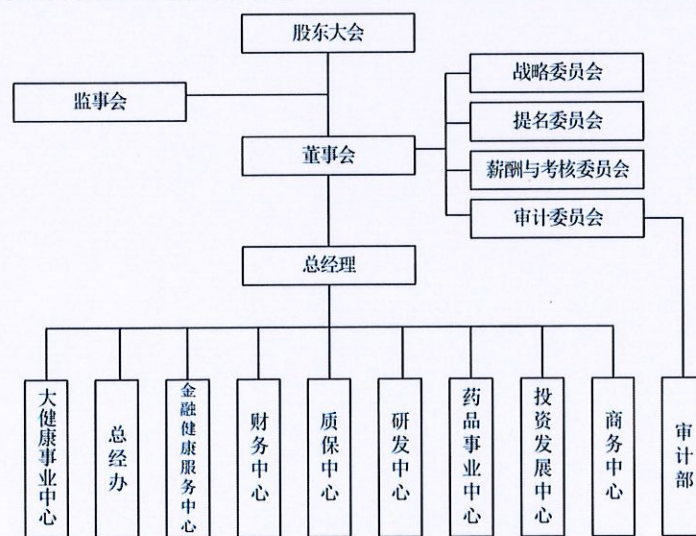


## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



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。