



2022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2023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：

2022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2023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 22 转债	AA-	AA-

评级观点

- 该评级结果是考虑到：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）的主要产品实行全产业链发展模式，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，具有一定的品牌优势，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一定程度受气候等自然因素影响，期间费用率较高，一定程度侵蚀公司利润，新增产能若不达预期将进一步摊薄利润，及公司产品较为单一且市场销售区域集中度较高等风险因素。

评级日期

2023年06月16日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：王致中
wangzhz@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	29.85	28.56	19.62	17.00
归母所有者权益	19.74	19.06	16.20	13.26
总债务	7.82	7.06	1.07	1.88
营业收入	2.06	8.29	7.67	6.36
净利润	0.63	2.78	2.00	1.52
经营活动现金流净额	0.79	3.41	2.97	2.56
净债务/EBITDA	--	-2.67	-2.86	-2.72
EBITDA 利息保障倍数	--	24.62	24.66	16.63
总债务/总资本	28.38%	27.05%	6.17%	12.42%
FFO/净债务	--	-32.90%	-27.89%	-28.24%
EBITDA 利润率	--	38.69%	32.69%	30.63%
总资产回报率	--	12.08%	11.54%	10.88%
速动比率	3.39	3.59	4.75	5.00
现金短期债务比	4.87	5.68	149.27	--
销售毛利率	83.53%	84.42%	83.53%	83.39%
资产负债率	33.87%	33.28%	17.45%	21.96%

注：1.公司 2021 年度无短期债务。2.由于 2020-2022 年公司净债务为负，因此净债务/EBITDA 及 FFO/净债务指标为负。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司主要产品实行全产业链发展模式，具有一定的品牌优势，近年来量利双增，盈利水平和经营现金流继续表现良好。**公司灵芝及铁皮石斛系列产品已形成从育种、种植、加工、销售的全产业链发展模式，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量及成本的稳定，2022 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。**公司资产负债率不高，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一定程度受气候等自然因素影响。**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，此外新增产能若不达预期将进一步摊薄利润。**近两年公司期间费用率保持在 53% 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。此外近年来公司资本性投入较大、产能持续扩张，如果公司无法顺利消化新增产能，则固定资产折旧将进一步摊薄利润。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司产品的品牌优势仍较大，财务杠杆保持稳健。

同业比较（单位：亿元）

指标	寿仙谷	东阿阿胶	同仁堂	汤臣倍健	青海春天
归属母公司股东的权益	19.06	103.29	118.07	106.93	15.33
营业收入	8.29	40.42	153.72	78.61	1.60
销售毛利率（%）	84.42	68.30	48.80	68.28	46.11
资产负债率（%）	33.28	18.06	31.76	18.25	1.69
速动比率	3.59	4.07	2.19	3.02	22.21
货币资金/短期债务	5.49	223.48	13.85	145.59	86.49
净利润	2.78	7.79	21.99	14.11	-2.88

注：以上各指标均为 2022 年度/2022 年末数据。

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-2
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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-/寿 仙转债	2022- 05-23	秦风明、 张旻熳	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)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/寿 仙转债	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

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 22 转债	3.98	3.98	2022-05-19	2028-11-17

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2022年11月发行6年期3.98亿元可转换公司债券“寿22转债”，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（含基本建设和生产线建设）和寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目。根据公司2023年4月18日披露的《2022年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2022年12月31日，“寿22转债”募集资金账户余额合计为3.89亿元。

三、发行主体概况

2022年度公司因资本公积转增股本及可转债转股合计增加股本0.45亿股，截至2023年3月末公司总股本为1.97亿元。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提高，截至2023年3月末提升至28.76%，李振皓、李振宇直接持有的公司股份分别提升至7.63%和2.59%，截至2023年6月9日寿仙谷投资未解除股权质押数量为2,338.90万股，占其持有股份数的41.24%，同期公司总股本比例的11.86%。

跟踪期内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。2022年公司减少1家子公司，详细情况见下表。截至2022年末，公司纳入合并范围子公司/民办非企业共有15家，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司	新增或减少	股权处置方式	股权处置价款	股权处置比例
浙江寿仙谷济世健康发展有限公司	减少	出售	80.00	40.00%

资料来源：公司2022年年度报告

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指

标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

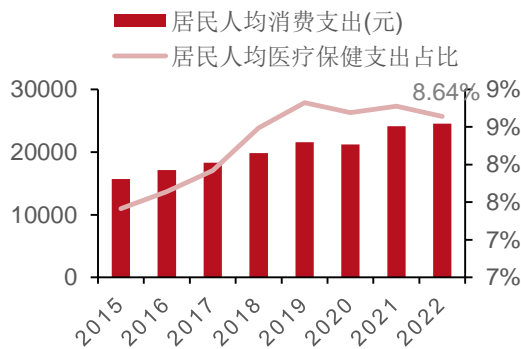
政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

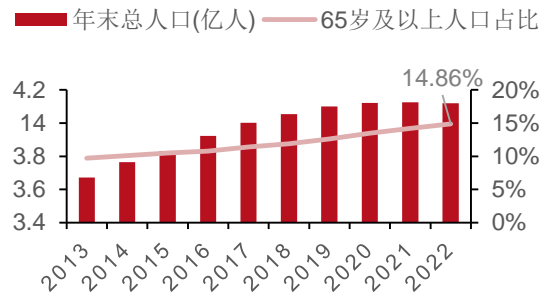
行业环境

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；我国中药饮品市场质量标准待提高，在医保控费等政策的影响下行业集中度将有所提升；预计2023年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

受人口老龄化趋势加剧、居民消费能力提升及健康意识增强等因素影响，医疗需求作为刚性需求将逐步上升。根据国家统计局数据，截至2022年末我国人口总量为14.12亿人，其中65岁及以上人口占总人口的比重为14.20%，较2021年增长0.66个百分点。我国老龄化日益明显，且近年来有加速趋势。老年人癌症、糖尿病等疾病发病率较高，未来伴随着老龄化人口的增加，对癌症、糖尿病的治疗药物的需求将会持续增加。发达国家经验表明，老龄化人口的医药消费占整体医药消费的50%以上，人口老龄化将直接刺激我国医药消费的快速增长。2015-2022年，我国居民年人均消费支出从15,712元增长至24,538元，居民的消费能力不断增强，2022年人均医疗保健消费支出2,120元，占全部支出比重8.64%，较上年有小幅下滑，但未来随着我国人均收入和人均消费支出的提高，预计人均医疗保健消费支出仍将保持增长，长期行业需求不变。

图1 2015-2022年医疗保健支出情况


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图2 2013-2022年我国人口老龄化情况


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

国家顶层设计的完善更进一步推动中医药行业健康稳定发展。2022年3月国务院办公厅发布《“十四五”中医药发展规划》，相较于“十三五”规划，发布单位由中医药管理局上升至国务院，使得中医药战略地位进一步提升。2023年以来国务院及国家药监局相继发布多项支持中医药产业发展的相关政策，旨在强调中医药质量安全监管和标准管理，促进重要科学化评审和注册、优胜劣汰，推动中医药的高质量发展。另外，中药新药审批的获批有望加速，2023年2月国家药监局发布《中药注册管理专门规定》（以下简称《专门规定》），《专门规定》中指出在特殊情形下中药新药的注册申请实行优先审评审批¹。

新药申请方面，2022年度国家药品监督管理局药品审评中心（以下简称“CDE”）受理中药总量为1,551件，其中，新药申请65件，申请数量较上一年度增加3件；2022年有2款中药获得上市许可。

表2 国家持续出台政策支持中医药行业健康发展

日期	发布单位	文件名称	主要内容
2022年3月	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	提出15项主要发展指标，并安排了10项重点任务。其中提出，医疗机构炮制使用的中药饮片、中药制剂将实行自主定价，符合条件的按程序纳入医保支付；探索符合中医药特点的医保支付方式，遴选和发布中医优势病种，鼓励实行中西医同病同效同价。
2023年1月	国家药监局	《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》	涉及9个方面包括加强中药材质量管理、强化中药饮片、中药配方颗粒监管、优化医疗机构中药制剂管理、完善中药审评审批机制等。
2023年2月	国家药监局	《中药注册管理专门规定》	共十一章，共82条。主要内容分为总则、中药注册分类与上市审批、人用经验证据的合理应用、中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药、上市后变更、中药注册标准、药品名称和说明书、附则等。
2023年2月	国务院	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	在中医服务领域提升中医药健康服务能力，促进优质中医医疗资源均衡布局；中药材及中药领域加快促进中药材种业发展，推进规范种植、提升中药饮片和中成药质量；加快推进中医药现代化，布局中医药科技创新重点项目和关键技术装备能力。

¹特殊情形为1、用于重大疾病、新发突发传染病、罕见病防治2、临床急需而市场短缺3、儿童用药4、新发现的药材及其制剂，或者药材新的药用部位及其制剂5、药用物质基础清楚、作用机理基本明确。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

我国中药饮品市场行业集中度较低、质量标准待提高，行业趋向整合，在医保控费等政策的影响下行业集中度将有所提升

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。

2023年中药饮片的集采正式落地。2023年5月31日三明采购联盟省际中药（材）采购联盟采购办公室公布了中药饮片联合采购中选结果，21个中药饮片品种共有100家企业中选，平均降价29.5%，最大降幅56.5%。本次集采所涉及品种虽不多，但表明中药饮片的竞争格局从产品竞争时代进入准入竞争时代；另一方面，集采相当于给行业设置了更高的标准和门槛，预计行业企业竞争出现分化，具有独家品种、创新品种的企业将迎来较好的发展。在医保控费的长期政策下，中药饮片的行业集中度将有所提升。

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。

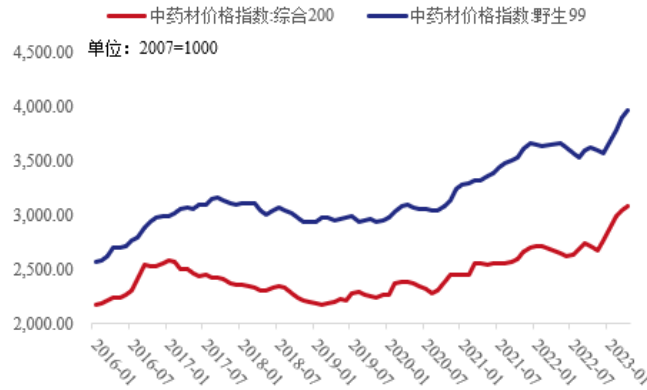
预计2023年中药材原料价格仍将维持高位，中药生产企业的成本控制压力加大

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、野生及动物类药材供给出现不足，随着需求不断增长，价格呈现持续上升态势，2023年4月中药材野生99价格指数²已创下3,968.64点新高。中证鹏元预计2023年中药材野生99价格指数仍将处于高位。大宗中药材方面，受行业周期、中药材质量监管加强以及天气异常等多重因素影响，中药材综合200价格指数近年来走势与中药材野生99价格指数趋同，呈上升趋势，中证鹏元预计2023年中药材综合200价

² 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。

格指数仍将维持高位。

图3 受多重因素影响，2019年以来中药材价格指数呈上升趋势



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司在行业内具有一定的知名度及品牌影响力，主要产品销量及收入规模进一步提升，渠道布局完善并保持稳定；公司掌握原材料种植技术，近年来供应商较为稳定，可有效避免原材料价格大幅波动，但公司品种较为单一且销售区域集中度较高，原材料受气候、土壤等自然因素影响，公司仍面临一定经营风险，此外近年来公司新增产能投入较大，未来能否实现预期收益存在一定不确定性

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，目前公司已形成了灵芝及铁皮石斛系列产品从育种、种植、加工、销售的全产业链发展模式，具有一定的品牌优势。随着公司业务规模不断扩张，2022年主营业务收入同比增长7.59%。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，2022年略有提升。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
灵芝孢子粉类产品	57,945.94	88.68%	70.87%	53,586.50	88.17%	70.51%
铁皮石斛类产品	12,931.43	78.72%	15.81%	12,272.99	77.54%	16.15%
其他产品	10,889.89	78.96%	13.32%	10,139.54	75.15%	13.34%
合计	81,767.25	85.81%	100.00%	75,999.03	84.72%	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

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；公司销售渠道包括老字号药店、知名医药公司及大型商超集团等，近年来较为稳定，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总局认定为“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。其中直销模式可分为零售和互联网销售；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。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。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。

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。2021-2022年直销模式占比分别为45.22%、46.72%，公司的直销比例有所上升。

表4 公司直销模式和经销模式销售情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年		
	金额	占比	金额	占比	
直销模式	零售	18,459.00	22.58%	15,824.72	20.82%
	互联网销售	19,736.08	24.14%	18,545.39	24.40%
经销模式	买断式经销	28,802.36	35.22%	26,795.92	35.26%
	代销式经销	14,769.81	18.06%	14,833.00	19.52%
合计	81,767.25	100.00%	75,999.03	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，2022年产量较2021年略有提升、销量略有下降，近两年产能利用率及产销率相对稳定。

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。2022年公司该类产品的销量增长势头良好，同比增长13.73%。产量有所下降，主要系上一年库存结余较多所致。产能方面，2022年度破壁灵芝孢子粉、破壁灵芝孢子粉颗粒产能有所上升，主要系寿仙转债募投项目部分达产所致。

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 2022 年产量下降 19.86%，主要系上一年库存结余较多所致，其销量同比略有提升。

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5 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 年度	12,000.00	9,757.89	8,990.46	916.98	81.32%	101.53%
	2021 年度	12,000.00	9,605.86	9,703.84	785.97	80.05%	109.20%
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 年度	33,200.00	21,777.96	23,079.58	1,103.65	65.60%	111.04%
	2021 年度	26,450.00	23,346.28	20,293.94	1,350.32	88.27%	92.71%
铁皮枫斗颗粒	2022 年度	16,600.00	12,000.94	11,564.08	1,829.34	72.29%	111.60%
	2021 年度	13,850.00	14,975.69	10,438.99	2,538.71	108.13%	86.66%
铁皮枫斗灵芝浸膏	2022 年度	2,000.00	2,181.12	1,967.21	291.50	109.06%	103.56%
	2021 年度	2,000.00	2,545.02	2,059.67	206.39	127.25%	89.04%

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 2022 年收入同比增长 8.14%，铁皮石斛类产品 2022 年收入同比增长 5.37%。

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，2021-2022 年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6 公司主要产品的销售情况（单位：万元）

产品分类	2022 年		2021 年度		
	金额	占比	金额	占比	
灵芝孢子粉类产品	灵芝孢子粉（破壁）	14,540.35	17.78%	15,738.29	20.71%
	破壁灵芝孢子粉	25,999.42	31.80%	22,137.39	29.13%
	破壁灵芝孢子粉颗粒	13,656.56	16.70%	12,339.89	16.24%
	破壁灵芝孢子粉片	3,749.61	4.59%	3,370.94	4.44%
铁皮石斛类产品	铁皮枫斗颗粒	9,136.48	11.17%	8,337.63	10.97%
	铁皮枫斗灵芝浸膏	3,794.95	4.64%	3,935.35	5.18%

其他	10,889.89	13.32%	10,139.54	13.34%
合计	81,767.25	100.00%	75,999.03	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变化不大，其中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7 公司主要产品单价变动情况（单位：万元/千克）

产品	2022年	2021年
灵芝孢子粉（破壁）	1.62	1.62
破壁灵芝孢子粉	1.82	1.82
破壁灵芝孢子粉颗粒	1.92	1.98
破壁灵芝孢子粉片	2.22	1.73
铁皮枫斗颗粒	0.79	0.80
铁皮枫斗灵芝浸膏	1.93	1.91

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。2021-2022年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，2022年互联网渠道销售占比略有下降。仍需关注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8 公司主要产品销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	比例	金额	比例
浙江省内	52,256.07	63.91%	48,217.77	63.45%
浙江省外	9,775.10	11.95%	9,235.87	12.15%
互联网	19,736.08	24.14%	18,545.39	24.40%
合计	81,767.25	100.00%	75,999.03	100.00%

资料来源：公司2021-2022年年度报告

从客户集中度方面来看，2022年公司前五大客户集中度略有提升但整体仍较低。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9 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	客户一	5,872.77	7.08%
	2	客户二	4,675.88	5.64%
	3	客户三	1,728.50	2.08%
	4	客户四	1,711.03	2.06%
	5	客户五	1,349.46	1.63%
		合计	15,337.64	18.50%
2021年	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%

资料来源：公司提供

随着公司业务规模的扩张 2022 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；公司掌握原材料种植技术，可有效避免原材料价格波动风险，但考虑到原材料一定程度受气候、土壤等自然因素影响，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，雇佣员工严格按照公司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。公司主要原材料种植技术主要由公司自行把控，可有效避免原材料大幅波动风险。

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）及鲜铁皮石斛 2022 年采购规模增长较快，主要系公司业务规模扩张较快，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。

表10 公司原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
灵芝孢子粉（原料）	3,481.57	20.70%	2,431.90	19.32%
灵芝菌棒	5,306.61	31.55%	5,125.05	40.73%
基质	809.14	4.81%	908.10	7.22%
鲜铁皮石斛	1,496.31	8.90%	195.00	1.55%
其他中药材	1,526.35	9.07%	438.76	3.49%
包装材料	2,015.45	11.98%	1,688.99	13.42%
其他	1,986.21	11.81%	1,796.48	14.28%
合计	16,819.64	100.00%	12,584.29	100.00%

资料来源：公司提供

从主要原材料采购单价来看，2022 年灵芝孢子粉（原料）价格略有上升，灵芝菌棒和基质单价相对稳定，鲜铁皮石斛单价略有下降。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11 公司采购的主要原材料单价情况（元/千克）

原材料	2022 年	2021 年
灵芝孢子粉（原料）	351.67	347.41
灵芝菌棒	4.24	4.25
基质	1.30	1.30
鲜铁皮石斛	321.35	339.71

资料来源：公司提供

公司采购的主要原材料为灵芝孢子粉及灵芝菌棒，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。2022 年前五大供应商占采购总额比例有所下降。

表12 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	供应商一	灵芝孢子粉（原料）	1,464.22	11.64%
	2	供应商二	灵芝孢子粉（原料）	988.41	7.85%
	3	供应商三	灵芝菌棒	938.82	7.82%
	4	供应商四	灵芝菌棒	928.66	7.38%

2021 年度	5	供应商五	灵芝菌棒	892.04	7.09%	
	合计			-	5,257.16	41.78%
	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	松阳县立全食药食用菌专业合作社 周立全等农户	灵芝菌棒	1,133.01	9.00%	
	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%

资料来源：公司提供

近年来公司产能持续扩张，未来新增的产能能否实现预期效益存在一定不确定性

截至 2022 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。2022 年度寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（生产线建设）约 0.37 亿元已转入固定资产。截至 2022 年末主要在建拟建项目已投资金额 1.79 亿元，在建拟建项目尚需投资 6.25 亿元，资金来源主要为寿仙转债募集资金及寿 22 转债募集资金为主。近年来公司产能持续扩张，未来新增的产能能否实现预期效益存在一定不确定性。

表13 截至 2022 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）	21,750.00	11,133.65	10,616.36
	寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（生产线建设）	13,165.57	6,758.80	6,406.77
拟建项目“寿 22 转债”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）	23,374.00	0.00	23,374.00
	寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目（生产线建设）	8,871.00	0.00	8,871.00
	寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目	6,468.37	0.00	6,468.37
合计		73,628.93	17,892.44	55,736.49

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

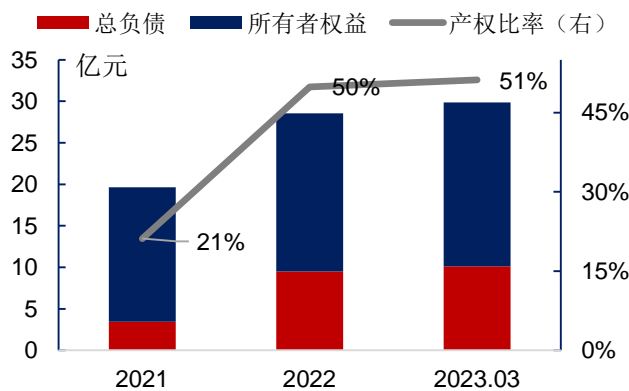
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年审计报告及公司提供的 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022 年公司减少 1 家子公司，详见表 1。截至 2022 年末公司纳入合并报表范围的子公司/民办非企业共 15 家，详情见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产规模不断增长，货币资金规模仍较大且受限比例很低，整体质量及流动性较好；近年来公司资本性投入不断增加，需关注未来投资回报情况

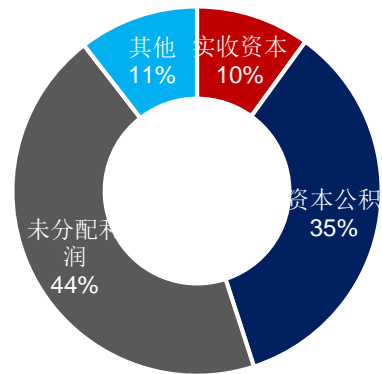
得益于公司盈余累计带来资本公积增长，公司所有者权益规模不断提升，截至 2023 年 3 月末仍以未分配利润及资本公积为主要构成部分。负债方面，随着公司经营规模的扩大及融资力度的增加，公司负债总额亦有所增长。综合影响下公司产权比例不断上升，所有者权益对负债的保障能力逐渐减弱。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受公司经营累计、债务融资增加及资本性投入的综合影响，2022年公司资产总额大幅增长45.57%。货币资金仍是公司最主要资产，2022年规模大幅增长，主要系收到寿22转债募资金所致，截至2022年末有2.55亿元的规模因定期存款质押受限。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，2021-2022年账期在1年以内的应收账款占比均在95%以上。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，随着销售规模的增长使得公司存货规模有所增加，2023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。

近年来公司资本性投入不断增加，固定资产主要为房屋建筑物及机器设备，2022年略有提升，主要系寿仙转债募投项目之一寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（生产线建设）约0.37亿元转入所致；在建工程2022年亦保持增长，主要系寿仙转债的募投项目增加投入所致。近年来公司资本性投入不断增加，需关注未来投资回报情况。

其他资产方面，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，2022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、设置的营销中心等，2022年规模有所下降；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。受限方面，2022年末公司受限资产为2.73亿元，系货币资金及少量的应收票据，整体规模不大。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.24	54.42%	15.25	53.38%	6.78	34.55%
应收账款	0.89	2.97%	1.14	3.98%	0.85	4.31%
存货	1.65	5.52%	1.48	5.17%	0.99	5.05%
流动资产合计	19.69	65.96%	18.62	65.19%	10.45	53.26%
固定资产	3.24	10.86%	3.77	13.20%	3.57	18.21%
在建工程	1.76	5.89%	1.70	5.94%	1.15	5.88%
其他权益工具投资	0.63	2.11%	0.56	1.97%	0.59	3.00%
投资性房地产	2.33	7.81%	1.94	6.81%	2.04	10.41%
无形资产	0.96	3.21%	0.78	2.74%	0.83	4.23%
非流动资产合计	10.16	34.04%	9.94	34.81%	9.17	46.74%
资产总计	29.85	100.00%	28.56	100.00%	19.62	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

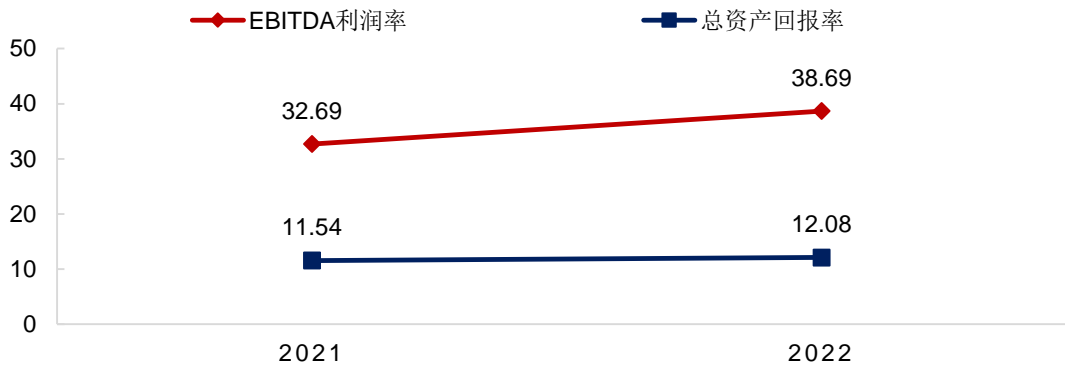
灵芝孢子粉类及铁皮石斛类产品的销售带动公司量利双增，公司产品毛利率水平较高，但期间费用一定程度侵蚀公司盈利

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，公司营业收入及归属于上市公司股东的净利润均实现较好的提升，2022年分别同比增长8.07%和38.32%。

毛利率方面，公司所涉及业务的毛利率整体较高，且2022年略有提升。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，且2022年有所提升；铁皮石斛类产品毛利率有所上升。此外2021-2022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，一定程度侵蚀公司盈利，但2022年有所下降。分项目看，2022年收到外部环境影响，公司销售费用同比略有下降，主要系广告宣传费用的降低；管理费同比增长10.81%；研发费用同比略有下降，且占营业收入比重整体较低；由于2022年公司计提寿22转债利息，使得利息费用有所增加，但由于2022年公司利息收入规模较大，2022年公司财务费用仍为负。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年度公司融资力度有所增加，但整体水平不高，财务结构依然稳健，整体流动性仍较好

2022年以来公司融资力度有所增加，主要系发行寿22转债及新增部分短期借款，2022年公司新增2.73亿元的短期借款，融资成本不高。应付债券系公司发行的寿仙转债及2022年新发行的寿22转债，其中寿仙转债于2023年6月6日摘牌。

经营性负债方面，2022年公司应付账款略有所增加，主要系新增较大规模的应付材料款。一年内到期的非流动负债系一年内到期的租赁负债，规模很小。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.42	33.86%	2.73	28.71%	0.00	0.00%
应付账款	1.46	14.43%	1.44	15.14%	1.41	41.12%
应付职工薪酬	0.19	1.90%	0.32	3.37%	0.28	8.25%
一年内到期的非流动负债	0.05	0.54%	0.05	0.51%	0.06	1.64%
流动负债合计	5.32	52.58%	4.78	50.26%	1.99	58.20%
应付债券	4.20	41.51%	4.13	43.40%	0.88	25.58%
非流动负债合计	4.79	47.42%	4.73	49.74%	1.43	41.80%
负债合计	10.11	100.00%	9.51	100.00%	3.42	100.00%
总债务	7.82	77.36%	7.06	74.31%	1.07	31.12%
其中：短期债务	3.48	34.40%	2.78	29.23%	0.06	1.64%
长期债务	4.34	42.97%	4.29	45.08%	1.01	29.48%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

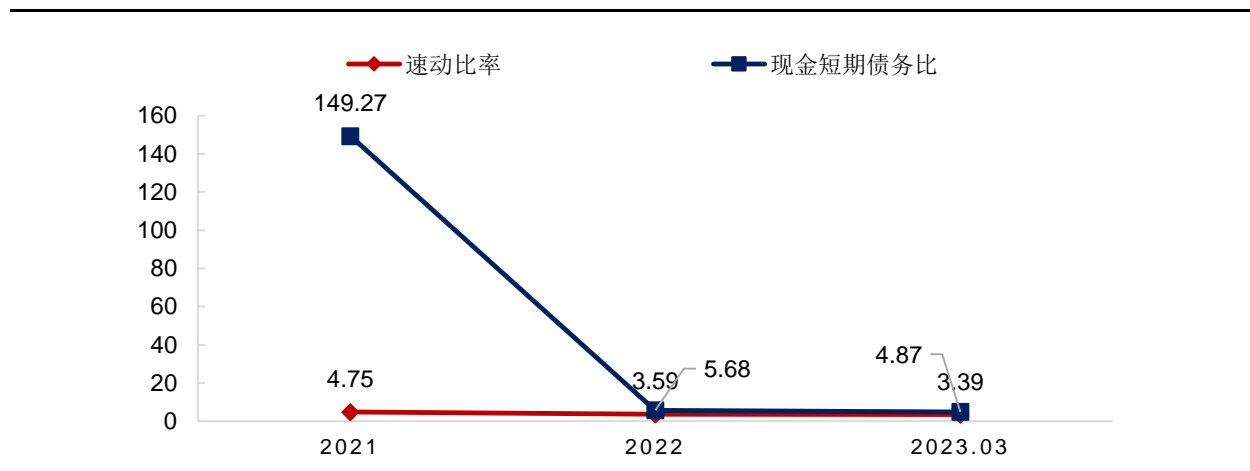
现金流方面，2022年度公司经营活动现金流净额同比有所提升，FFO指标持续向好，公司主营业务现金生成能力佳。2022年以来融资力度的增加推高了公司的杠杆水平，资产负债率和总债务/总资本均有所上升，但整体水平不高；EBITDA利息保障倍数亦略有下降但整体仍较好。

表16 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	0.79	3.41	2.97
FFO(亿元)	0.38	2.82	2.00
资产负债率	33.87%	33.28%	17.45%
净债务/EBITDA	--	-2.67	-2.86
EBITDA 利息保障倍数	--	24.62	24.66
总债务/总资本	28.38%	27.05%	6.17%
FFO/净债务	--	-32.90%	-27.89%
经营活动现金流/净债务	-8.69%	-39.86%	-41.30%
自由活动现金流/净债务	-3.26%	-18.53%	-18.80%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2022年公司速动比率有所下降，但表现仍较好。2022年公司新增银行融资使得现金短期债务比有所下降，但公司现金类资产充裕，对短期债务覆盖程度仍较好。银行授信方面，截至2022年末公司尚未使用授信规模不大。但公司作为上市公司尚具备一定再融资能力，整体来看公司流动性仍较好。

图7 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

跟踪期内，公司 ESG 表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而收到政府部门处罚的情形，不存在因废水排放而收到政府部门处罚的情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保的情形。

公司治理

根据公司于 2023 年 4 月 18 日公告的《2022 年度环境、社会及管治（ESG）报告》，寿仙谷严格遵守《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》《企业内部控制基本规范》和《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规，规范公司运作，完善法人治理结构，结合公司的实际具体情况，建立健全公司治理专项制度，强化信息披露和投资者关系管理工作。公司股东大会、董事会、监事会与经营管理层职责明晰、相互制约和监督，公司董事、监事、高级管理人员勤勉尽责，公司治理状况符合相关上市公司治理的法律法规及规范性文件的要求。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 8 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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2023 年 6 月 12 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司的主要产品实行全产业链发展模式，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，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一定程度受气候等自然因素影响，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，公司产品较为单一和销售区域集中度较高，此外公司期间费用率较高，一定程度侵蚀公司利润，新增产能若不达预期将进一步摊薄利润。整体来看，公司抗风险能力尚可。

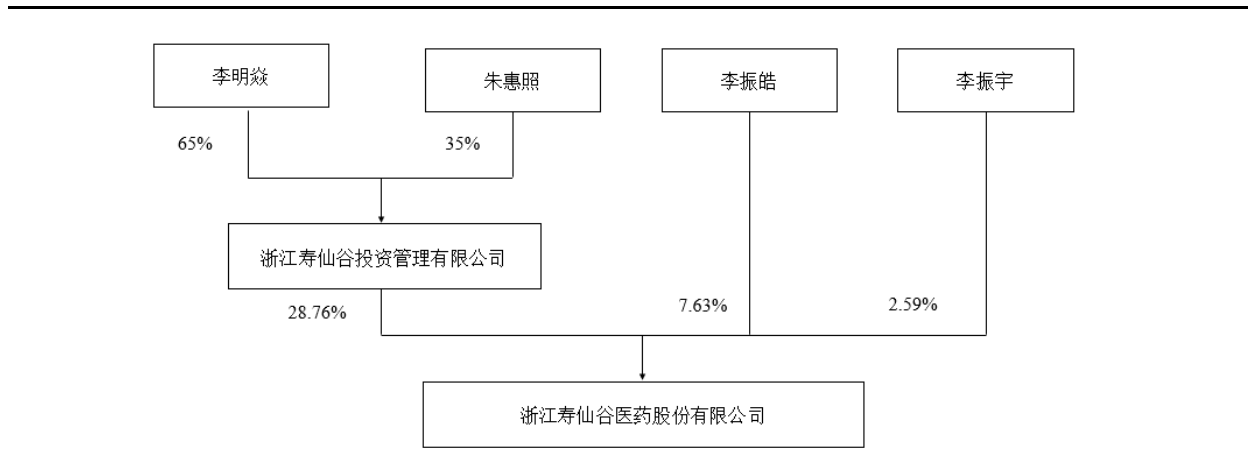
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“寿22转债”信用等级为AA-。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	16.24	15.25	6.78	6.69
流动资产合计	19.69	18.62	10.45	9.23
固定资产	3.24	3.77	3.57	1.99
在建工程	1.76	1.70	1.15	1.56
非流动资产合计	10.16	9.94	9.17	7.77
资产总计	29.85	28.56	19.62	17.00
短期借款	3.42	2.73	0.00	0.00
应付账款	1.46	1.44	1.41	0.90
一年内到期的非流动负债	0.05	0.05	0.06	0.00
流动负债合计	5.32	4.78	1.99	1.65
应付债券	4.20	4.13	0.88	1.88
非流动负债合计	4.79	4.73	1.43	2.09
负债合计	10.11	9.51	3.42	3.73
总债务	7.82	7.06	1.07	1.88
所有者权益	19.74	19.06	16.20	13.26
营业收入	2.06	8.29	7.67	6.36
营业利润	0.60	2.81	2.07	1.59
净利润	0.63	2.78	2.00	1.52
经营活动产生的现金流量净额	0.79	3.41	2.97	2.56
投资活动产生的现金流量净额	-0.49	-0.85	-2.34	0.90
筹资活动产生的现金流量净额	-0.05	3.36	-0.54	1.18
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	0.50	3.21	2.51	1.95
FFO(亿元)	0.38	2.82	2.00	1.50
净债务(亿元)	-9.06	-8.56	-7.18	-5.30
销售毛利率	83.53%	84.42%	83.53%	83.39%
EBITDA 利润率	--	38.69%	32.69%	30.63%
总资产回报率	--	12.08%	11.54%	10.88%
资产负债率	33.87%	33.28%	17.45%	21.96%
净债务/EBITDA	--	-2.67	-2.86	-2.72
EBITDA 利息保障倍数	--	24.62	24.66	16.63
总债务/总资本	28.38%	27.05%	6.17%	12.42%
FFO/净债务	--	-32.90%	-27.89%	-28.24%
速动比率	3.39	3.59	4.75	5.00
现金短期债务比	4.87	5.68	149.27	--

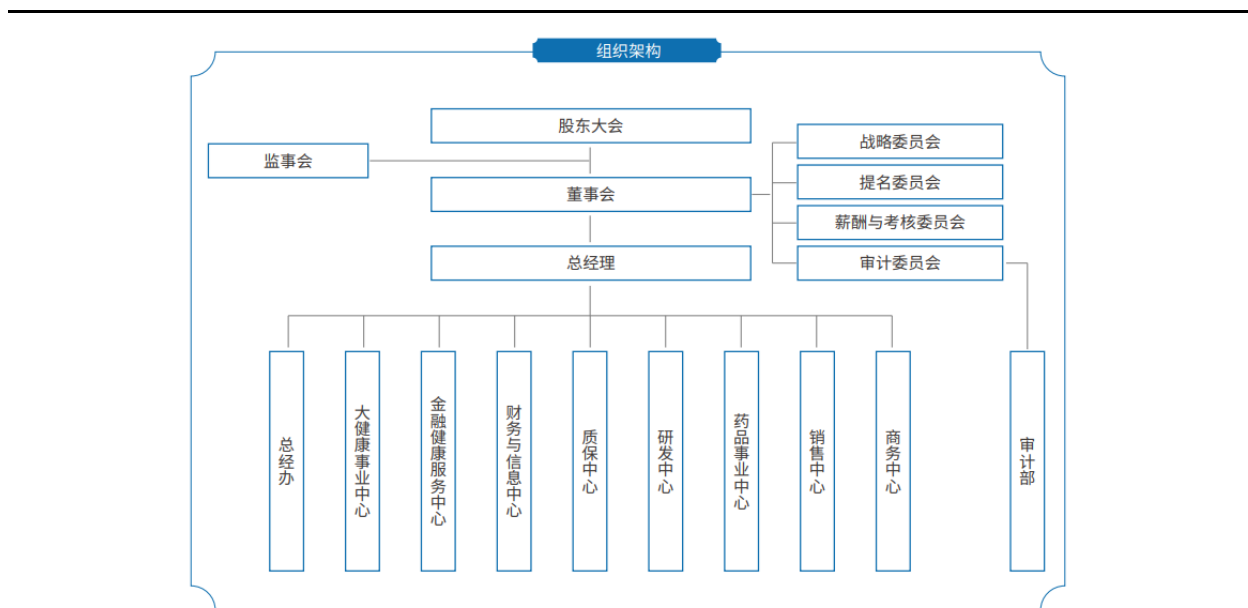
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年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
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 2022 年年度报告

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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。