



2020年浙江寿仙谷医药股份有限公司可 转换公司债券2021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.

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。

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可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-25	2020-05-08

债券概况

债券简称: 寿仙转债

债券剩余规模: 1.48 亿元

债券到期日期: 2026-06-08

偿还方式: 每年付息一次, 到期归还本金和最后一年利息

增信方式: 保证担保

担保主体: 浙江寿仙谷投资管理有限公司

联系方式

项目负责人: 秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员: 张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

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可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 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，存货规模较大占用公司一定营运资金及存在一定跌价风险，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	2021年 3月	2020	2019	2018
总资产	18.08	17.00	13.41	11.92
归母所有者权益	14.15	13.26	11.72	9.85
总债务	1.60	1.88	0.10	0.40
营业收入	1.74	6.36	5.47	5.11
净利润	0.41	1.52	1.24	1.08
经营活动现金流净额	0.68	2.56	2.08	1.72
销售毛利率	83.85%	83.39%	84.38%	85.91%
EBITDA 利润率	-	32.01%	30.27%	29.85%
总资产回报率	-	10.88%	9.95%	10.49%
资产负债率	21.72%	21.96%	12.55%	17.35%
净债务/EBITDA	-	-2.54	-2.31	-0.75
EBITDA 利息保障倍数	-	17.38	169.08	157.51
总债务/总资本	10.16%	12.42%	0.85%	3.90%
FFO/净债务	-	-28.37%	-33.54%	-105.19%
速动比率	4.32	5.00	3.37	2.11
现金短期债务比	156.64	-	40.41	4.15

注：2020 年末公司无短期债务，故现金短期债务比无法计算

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司产品有一定品牌知名度，营业收入和利润稳定增长，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，2020 年公司营业收入、营业利润和净利润持续增长，经营现金流表现良好。
- **整体负债率依旧较低，财务结构较为稳健。** 2020 年末公司资产负债率整体依旧较低，公司总资本对总债务的保障能力依旧较强，公司现金类资产较多，EBITDA 和 FFO 对净负债的保障较强，财务结构仍保持稳健。

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，如果公司自有基地遭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风险。** 公司主要产品为灵芝孢子粉类和铁皮石斛类产品，2020 年两者合计占营业收入的比重为 87.20%，销售产品较为单一；2020 年浙江省销售收入占比为 64.28%，占比较上年有所提升，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。** 2020 年公司存货为 0.99 亿元，占公司总资产比重的 5.85%，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。

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

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期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2020年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告，截至2020年末，募集资金账户余额为3.49亿元，其中以暂时闲置募集资金进行现金管理的余额为3.40亿元，募集资金专项账户余额为930.90万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司总股本发生变更，截至2021年4月2日公司总股本共计1.49亿股，截至2021年3月31日，寿仙转债累计转股金额为1.72亿元，占寿仙转债发行总量的47.89%，累计因转股形成的股份数量为601.08万股。公司控股股东及实际控制人均未发生变化，公司控股股东依旧为浙江寿仙谷投资管理有限公司（以下简称“寿仙谷投资”），实际控制人依然为李明焱家族（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2021年3月31日降低为29.17%；截至2020年5月末寿仙谷投资未解除股权质押数量为953万股，占其持有股份数的21.85%。截至2021年3月31日李振皓、李振宇直接持有的公司股份分别降低至7.74%和2.63%。2020年公司董事、高管发生变更，孙科不再担任公司董事、董事会战略委员会委员及副总经理职务。

2020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。2020年公司新增1家子公司，减少1家子公司，详细变更情况见下表。截至2020年12月31日，公司纳入合并范围子公司共有14家，详见附录四。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
浙江寿仙谷智慧健康发展有限公司	65%	2,000	健康咨询服务；企业管理咨询；信息咨询服务	设立
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
云南寿仙谷汉麻健康科技有限公司	60%	2,000	工业大麻的科学研究、种植	注销

资料来源：公司2020年年度报告，中证鹏元整理

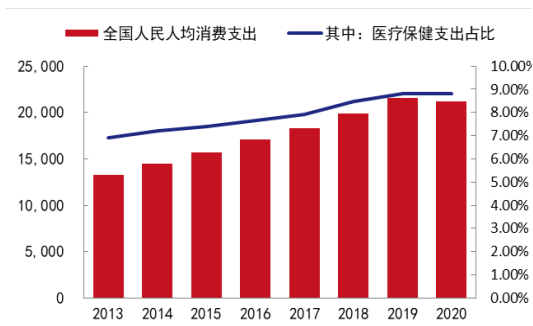
四、运营环境

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。

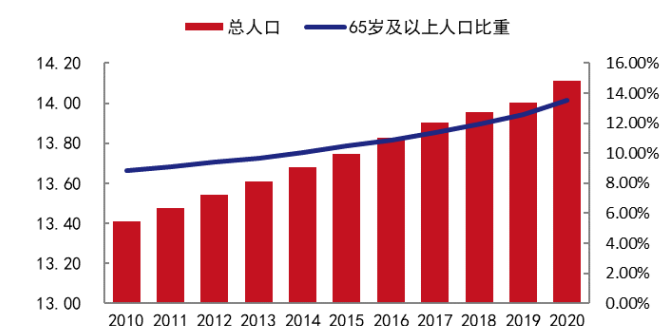
根据国家统计局第七次人口普查数据，截至2020年底，我国总人口数14.11亿人，与2010年（第六次全国人口普查数据）的13.40亿人相比，增加7,206万人，增长5.38%，年平均增长率为0.53%，比2000年到2010年的年平均增长率0.57%下降0.04个百分点。数据表明，我国人口10年来继续保持低速增长态势。从年龄构成来看，60岁及以上人口2.64亿人，占比18.70%（其中65岁及以上人数1.91亿人，占比13.50%），与2010年相比上升5.44个百分点。2018-2020年我国城镇居民人均医疗保健消费支出分别为1,685元、1,902.00元和1,843元，2020年医疗保健支出占消费支出的比重达8.70%，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 2013-2020 年全国人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 2010-2020 年我国人口老龄化情况（单位：亿人）



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“十三五”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。

野生药材受资源稀缺、政策保护等因素影响，预计未来价格仍将保持高位；大宗药品价格受供需因素影响持续震荡调整，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

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，2020年中药材野生 99 价格指数¹首次突破 3,000 点，2021 年中药材野生 99 价格指数已突破 3,300 点。中证鹏元预计 2021 年中药材野生 99 价格指数仍处于高位。

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，经历前期上涨后，中证鹏元预计 2021 年中药材综合 200 价格指数在家种药材供应量上升的背景下持续震荡调整，但不排除自然灾害对个别地区及品种的影响。

图 3 中药材综合 200 价格指数



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 4 中药材野生 99 价格指数



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。

我国中药饮片市场行业集中度仍较低，质量标准仍待提高，行业趋向整合

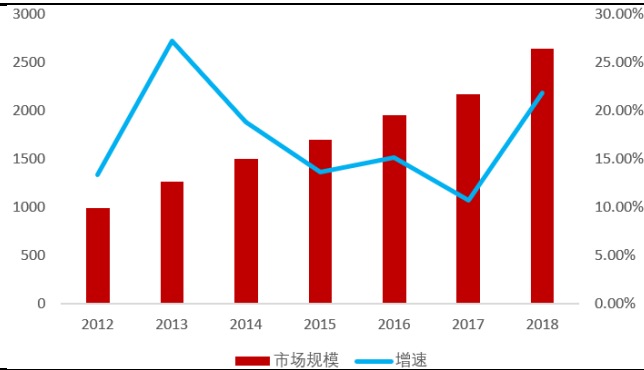
我国中药饮片市场行业集中度一直处于较低水平，目前行业依然以低水平、重复生产的中小型企业为主，行业集中度较低，企业间竞争日趋激烈。从企业规模来看，我国中药饮片生产企业普遍规模偏小，行业内企业呈金字塔分布，小型企业占绝大多数。近年来，政府强制要求中药饮片生产企业进行 GMP 认证，同时鼓励中药企业进行兼并重组，部分规模小、竞争力较弱、管理不规范的生产企业将逐步被市场所淘汰。随着行业的不断发展和优势企业竞争力的提升，中药饮片行业集中度也将逐步提高。

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

¹ 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。

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、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。2020 年公司实现营业收入为 6.36 亿元，较上年增长 16.33%。其中灵芝孢子粉类产品销售收入占营业总收入比重的 71.25%。铁皮石斛类和其他产品销售规模依旧较低，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，2020年公司销售毛利率为83.39%，较2019年下滑0.99个百分点，主要系灵芝孢子粉类产品及铁皮石斛类产品毛利率有所下滑所致。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率

灵芝孢子粉类产品	45,320.19	88.79%	39,380.76	86.79%
铁皮石斛类产品	10,145.60	75.97%	8,105.47	76.33%
其他产品	7,518.03	72.93%	6,475.03	94.11%
其他业务	621.24	-63.49%	714.60	-45.53%
合计	63,605.06	83.39%	54,675.85	84.38%

资料来源：公司 2020 年年度报告

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。

跟踪期内公司销售模式未发生变化，公司的销售采用经销为主、直销为辅的销售模式。公司的主要经销客户未发生变化，主要包括老字号药店、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。2020 年直销模式占比为 48.00%，占比近一步提升，主要系通过互联网销售的金额提升所致。

表3 2019-2020 年公司直销模式和经销模式销售情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		
	金额	占比	金额	占比	
直销模式	零售	15,672.97	24.88%	13,037.17	24.16%
	互联网销售	14,564.82	23.12%	10,908.73	20.22%
经销模式	买断式经销	19,624.90	31.16%	16,416.28	30.42%
	代销式经销	13,121.12	20.83%	13,599.08	25.20%
合计	62,983.81	100.00%	53,961.26	100%	

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告

从产品销量来，2020 年寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）产量有增加，但销量有所下降。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，2020 年产量及销量进一步增加，已经成为公司销量最大的产品。公司寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒产量和销量 2020 年均大幅增长。

表4 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）	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	10,415.78	475.21	81.20%	111.77%
	2018 年度	12,000.00	11,275.97	11,234.92	331.48	93.97%	102.58%
寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉、颗粒、片剂	2020 年度	12,000.00	19,044.83	16,296.00	994.91	158.37%	90.98%
	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%
寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒	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	6,935.15	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%
寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏	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%
	2018 年度	2,000.00	1,716.57	1,327.71	118.83	85.83%	84.27%

资料来源：公司提供

灵芝孢子粉类产品及铁皮石斛类产品依然为公司销售的主要品种，其中灵芝孢子粉类产品 2020 年销售额为 4.53 亿元，同比增长 15.08%；铁皮石斛类产品 2020 年销售额为 1.01 亿元，同比增长 25.17%。细分来看，2020 年，灵芝孢子粉（破壁）销售收入占公司主营业务收入的比重为 24.92%，收入占比进一步下降，主要原因依然系公司于 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，该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，公司主要产品依然为灵芝孢子粉类和铁皮石斛类产品，2020 年两者合计占主营业务收入的比重为 88.06%，占比较上年有所提升，公司销售产品较为单一。

表5 2019-2020 年公司主要产品的销售情况（单位：万元）

产品分类	2020 年		2019 年		
	金额	占比	金额	占比	
灵芝孢子粉类产品	灵芝孢子粉（破壁）	15,695.07	24.92%	16,480.40	30.54%
	破壁灵芝孢子粉	15,699.91	24.93%	12,931.35	23.96%
	破壁灵芝孢子粉颗粒	9,952.37	15.80%	8,278.07	15.34%
	破壁灵芝孢子粉片	3,972.83	6.31%	1,690.93	3.13%
铁皮石斛类产品	铁皮枫斗颗粒	7,108.87	11.29%	5,540.77	10.27%
	铁皮枫斗灵芝浸膏	3,036.73	4.82%	2,564.70	4.75%
其他	7,518.03	11.94%	6,475.03	12.00%	
合计	62,983.81	100.00%	53,961.26	100.00%	

资料来源：公司提供

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，近两年公司产品销售单价整体变化不大。

表6 2019-2020年公司主要产品单价变动情况（单位：万元/千克）

产品	2020年	2019年
寿仙谷牌灵芝孢子粉（破壁）	1.59	1.58
寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉	1.81	1.80
寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒	1.97	2.08
寿仙谷牌铁皮枫斗颗粒	0.79	0.80
寿仙谷牌铁皮枫斗灵芝浸膏	1.90	1.89

资料来源：公司提供

从销售区域看来，公司销售收入依然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年公司在浙江省内销售占比为64.28%，占比进一步提升，销售区域集中度进一步提高。

2020年公司互联网销售比例有所提升，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，2020年公司互联网销售收入占公司主营业务收入的比重为23.12%。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	2020年		2019年度	
	金额	比例	金额	比例
浙江省内	40,486.20	64.28%	34,492.97	63.92%
浙江省外	7,932.79	12.59%	8,559.56	15.86%
互联网	14,564.82	23.12%	10,908.73	20.22%
合计	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，2020年公司前五大客户销售收入占当年销售收入的比重为14.60%，客户集中度有所降低。公司下游客户依然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	占主营业务收入的比重
2020 年度		杭州方回春堂	2,739.92	4.31%
		杭州联华华商	2,416.67	3.80%
		杭州胡庆余堂	1,401.77	2.20%
		浙江九欣医药有限公司	1,375.15	2.16%
		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%
2019 年度		杭州方回春堂	3,203.91	5.94%
		杭州联华华商	2,754.46	5.10%
		杭州胡庆余堂	2,196.27	4.07%
		浙江九欣医药有限公司	1,140.08	2.11%
		杭州大厦	798.70	1.48%
		合计	10,093.42	18.70%

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。

跟踪期内，公司原材料来源未发生变化，主要包括自产和外购，其中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。公司外购模式未发生变化，主要包括：合作种植模式和按照市场价向专业合作社及农户收购。

2020 年公司采购的原材料依然主要为灵芝孢子粉、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 86.37%，与上年基本持平。

表9 公司原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
灵芝孢子粉（原料）	1,135.32	12.96%	466.66	6.51%
灵芝菌棒	3,379.72	38.58%	2,976.75	41.51%
基质	684.01	7.81%	652.20	9.09%
鲜铁皮石斛	422.94	4.83%	440.47	6.14%

其他中药材	437.66	5.00%	928.16	12.94%
包装材料	1,502.61	17.15%	855.14	11.92%
其他	1,198.15	13.68%	852.54	11.89%
合计	8,760.43	100.00%	7,171.92	100.00%

资料来源：公司提供

从主要原材料采购单价来看，2020 年灵芝孢子粉（原料）价格略有下降，灵芝菌棒的单价有所上升，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10 公司采购的主要原材料单价情况（元/千克）

原材料	2020 年	2019 年
灵芝孢子粉（原料）	346.66	354.66
灵芝菌棒	4.25	3.54
基质	1.30	1.30
鲜铁皮石斛	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。公司 2020 年前五大供应商占采购总额比例为 41.04%，采购集中度依然较高。

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	主采购内容	金额	占采购总额比例
2020 年 度	1	龙泉市仙草谷灵芝专业合作社	灵芝孢子粉（原料）	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	武义县仁合中药材专业合作社	灵芝菌棒	604.68	6.90%
	4	松阳县立全食药食用菌专业合作社	灵芝菌棒	602.95	6.88%
	5	邱丁南	灵芝菌棒	427.55	4.88%
		合计	-	3,594.88	41.04%
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 周立全等农户	灵芝菌棒	693.76	9.67%
	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%

资料来源：公司提供

公司募投项目尚未动工，未来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 3 月底，公司主要拟建项目为本期债券的募投项目，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 3 月末募投项目尚未开始动工，未来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 3 月底公司主要拟建项目（募投项目）情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资
寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（基本建设）	22,426.98	159.97
寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（生产线建设）	14,483.29	6.00
合计	36,910.27	165.97

资料来源：公司提供

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 2019-2020 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020 年公司新增 1 家子公司，减少 1 家子公司，变动详情见表 1。截至 2020 年公司纳入合并报表范围的子公司共 14 家，详情见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，货币资金规模增长较快，但存货规模较大，一定程度占用公司营运资金且存在一定跌价风险

2020 年末公司总资产 17 亿元，同比增长 26.77%，主要系货币资金及在建工程规模的增长。从资产结构来看，公司资产依然以流动资产为主。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.82	37.75%	6.69	39.38%	2.06	15.34%
交易性金融资产	0.62	3.43%	0.50	2.94%	1.99	14.80%
应收账款	0.67	3.70%	0.70	4.12%	0.63	4.69%
存货	1.25	6.93%	0.99	5.85%	1.10	8.21%
流动资产合计	9.77	54.07%	9.23	54.30%	6.03	44.97%
投资性房地产	2.10	11.62%	2.13	12.51%	2.22	16.58%
固定资产	1.98	10.94%	1.99	11.70%	2.05	15.28%
在建工程	1.57	8.68%	1.56	9.17%	0.84	6.27%
无形资产	0.78	4.32%	0.79	4.62%	0.81	6.03%

非流动资产合计	8.30	45.93%	7.77	45.70%	7.38	55.03%
资产总计	18.08	100.00%	17.00	100.00%	13.41	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2020 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020年公司货币资金规模大幅提升，主要系发行本期可转债所致，截至2020年末，公司货币资金无受限。2020年末公司交易性金融资产规模同比有所降低，主要系到期赎回理财产品所致。应收账款依然主要为应收经销商的货款，由于经销账期较短，应收账款规模同比变化不大。2020年公司存货同比变化不大，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，2020年公司未计提存货跌价准备，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。

公司投资性房地产同比变化不大；固定资产同样变化不大。2020年公司在建工程规模大幅增长，主要系公司建设中药饮片生产线项目增加所致。公司无形资产依然主要为土地使用权，2020年同比变化不大。截至2020年末公司资产无受限情况。

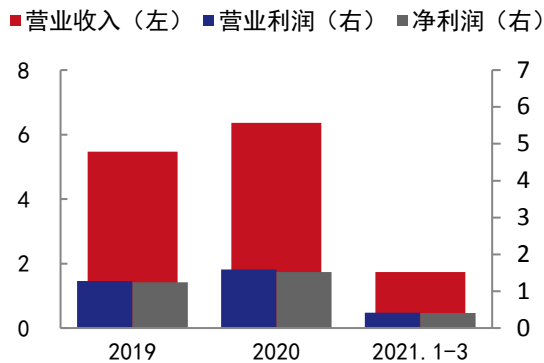
整体来看，2020年公司资产规模保持增长，主要系货币资金规模的上升。但存货规模较大，一定程度占用公司营运资金，且存在一定跌价风险。

盈利能力

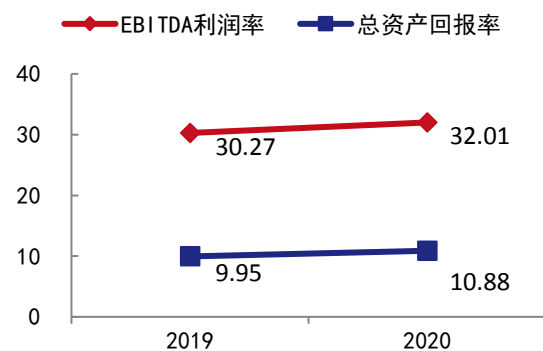
公司营业收入和净利润持续增长，毛利率水平依旧较高，但销售费用增长较快，期间费用率较高，一定程度侵蚀公司盈利

受公司持续经营的良好发展，2020年公司实现营业收入为6.36亿元，较上年增长16.33%，主要为灵芝孢子粉类产品及铁皮石斛类产品收入的增长；公司营业利润及净利润分别较上年同期增长24.43%和22.45%。2020年公司毛利率为83.39%，较上年略有下滑，但依然保持较高水平。同时公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所提升，盈利能力较好。

期间费用方面，随着公司进一步地开拓市场，以期实现业绩突破，公司的销售费用也随之提升，2020年公司产生销售费用2.64亿元，同比提升13.00%，管理费用2020年较上年略有下降；由于2020年公司计提较大规模的可转债利息，2020年公司的财务费用有所上升。整体来看2020年度公司期间费用占营业收入的比重为60.58%，保持较高水平，一定程度侵蚀公司盈利。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


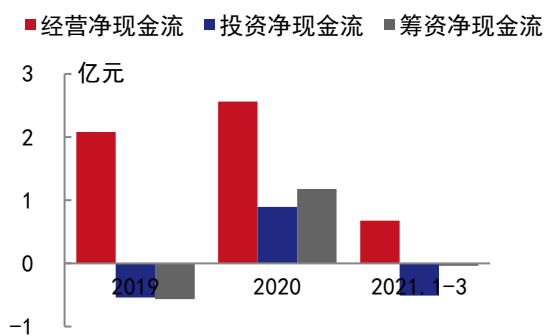
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

现金流

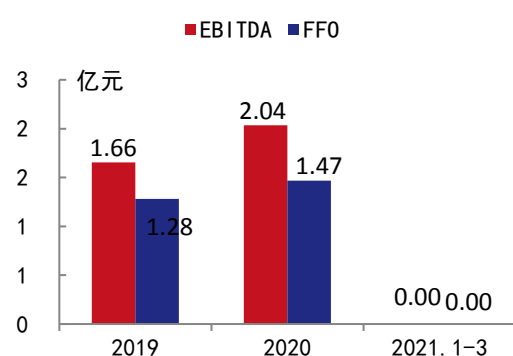
公司经营活动现金流表现较好

2020 年度公司经营活动现金流量净流入 2.56 亿元，同比增长 23.28%，经营活动现金净额持续增长，公司经营活动现金流表现较好。2020 年经营活动生成的现金（FFO）为 1.47 亿元。

公司投资活动主要系买卖金融资产、银行理财产品，以及在建工程投入等，由于 2020 年公司赎回较大规模理财产品，当年公司投资活动现金流为正。筹资活动方面，2020 年公司筹资活动现金流呈现净流入状态，主要系发行可转换公司债券筹集资金所致。

图 8 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司净资产保持增长，可转债发行提升了公司债务水平，但公司整体负债率不高，财务结构较为

稳健

受益于公司盈余积累及本期债券转股带来的资本公积增长，2020年末公司所有者权益增至13.26亿元。由于2020年公司发行可转债3.60亿元，使得总债务规模较所有者权益增长更快，产权比例上升至28%，但净资产对负债总额的保障程度依旧较好。

图 10 公司资本结构

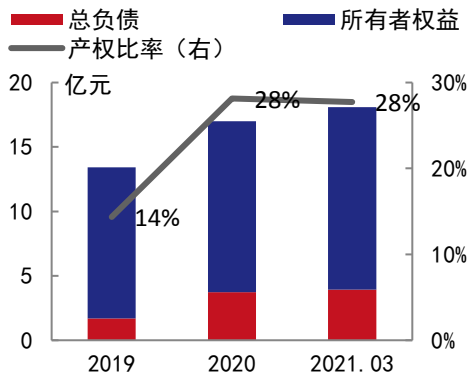
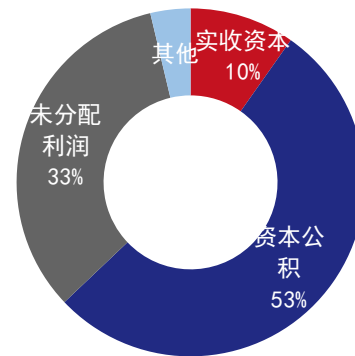


图 11 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

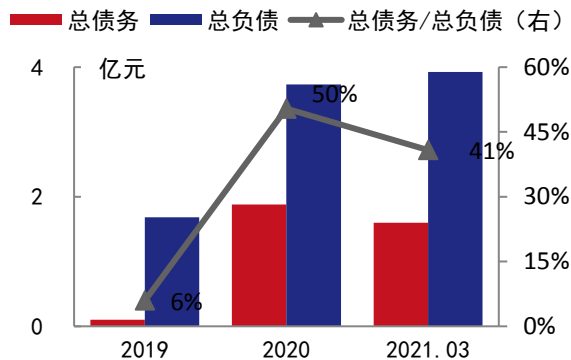
公司负债依然以经营性负债为主。2020年公司应付账款规模大幅增加，主要系中药饮片生产线项目投入建设款未支付所致。2020年公司其他非流动负债大幅减少，主要系限制性股票部分解禁所致。公司非流动负债主要系应付本期债券，2020年6月公司发行3.6亿元可转债，截至2020年末余额为1.88亿元。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

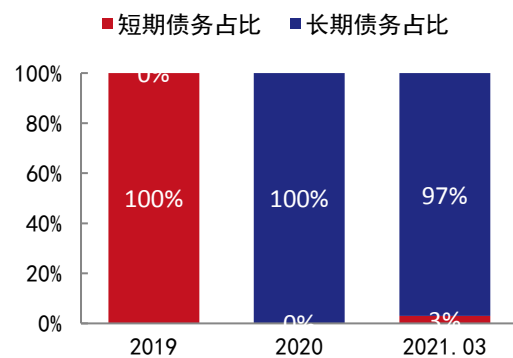
项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	1.28	32.66%	0.90	24.16%	0.26	15.45%
应付职工薪酬	0.15	3.94%	0.23	6.23%	0.22	13.17%
其他流动负债	0.28	7.23%	0.30	8.03%	0.69	40.76%
流动负债合计	1.97	50.30%	1.65	44.12%	1.46	87.01%
应付债券	1.55	39.57%	1.88	50.40%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	0.23	5.76%	0.16	4.32%	0.17	9.82%
非流动负债合计	1.95	49.70%	2.09	55.88%	0.22	12.99%
负债合计	3.93	100.00%	3.73	100.00%	1.68	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司的总债务全部系发行的可转债“寿仙转债”，截至2020年末公司总债务占总负债比重的50.43%。从长短期债务来看，2020年公司长期债务即发行的可转债。整体来看，可转债的发行提升了公司负债水平。

图 12 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构


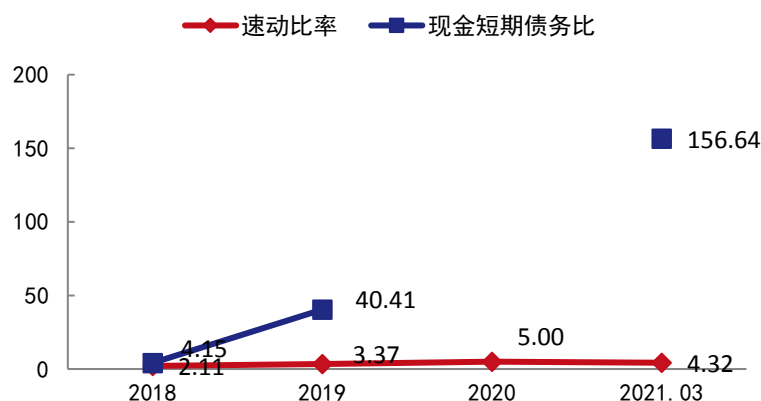
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

由于可转债的发行，公司的资产负债率有所提升，但依旧保持较低水平，财务结构依旧较为稳健。由于2020年公司计提的利息规模同比大幅增长，EBITDA利息保障倍数大幅下降，但对利息的保障程度依旧较高。公司总资本对总债务的保障能力依旧较强，由于公司现金类资产较多，现金类资产可以覆盖净债务，EBITDA和FFO对净负债的保障较强。

表15 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	21.72%	21.96%	12.55%
净债务/EBITDA	-	-2.54	-2.31
EBITDA 利息保障倍数	-	17.38	169.08
总债务/总资本	10.16%	12.42%	0.85%
FFO/净债务	-	-28.37%	-33.54%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 14 公司流动性比率情况


注：2020 年公司无短期债务，无法计算现金短期债务比

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

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2018年1月1日至报告查询日（2021年6月2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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、本期债券偿还保障分析

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做评级，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、朱惠照依旧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：万元）

项目	2020年	2019年
总资产	61,831.30	13,576.24
归母所有者权益	50,268.44	13,576.24
净利润	36,692.98	1,327.18

资料来源：寿仙谷投资 2019-2020 年未经审计的母公司财务报表，中证鹏元整理

九、结论

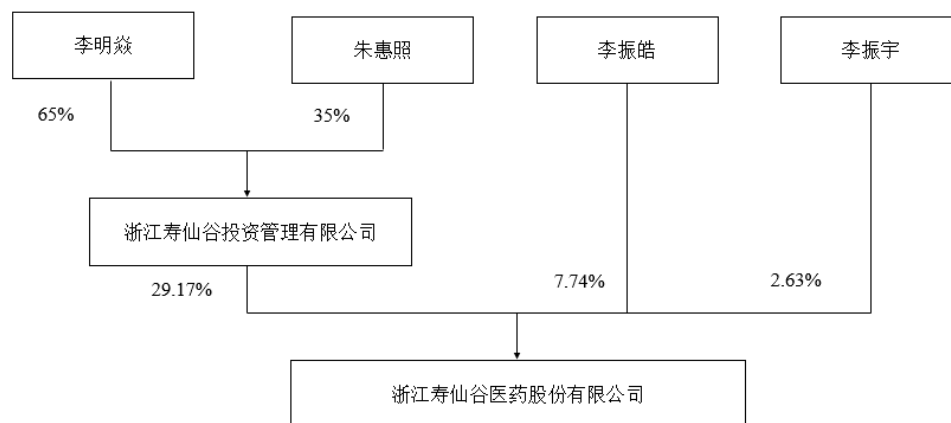
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	6.82	6.69	2.06	1.66
流动资产合计	9.77	9.23	6.03	5.32
投资性房地产	2.10	2.13	2.22	2.32
固定资产	1.98	1.99	2.05	2.11
非流动资产合计	8.30	7.77	7.38	6.60
资产总计	18.08	17.00	13.41	11.92
应付账款	1.28	0.90	0.26	0.00
流动负债合计	1.97	1.65	1.46	1.96
应付债券	1.55	1.88	0.00	0.00
非流动负债合计	1.95	2.09	0.22	0.11
负债合计	3.93	3.73	1.68	2.07
总债务	1.60	1.88	0.10	0.40
归属于母公司的所有者权益	14.15	13.26	11.72	9.85
营业收入	1.74	6.36	5.47	5.11
净利润	0.41	1.52	1.24	1.08
经营活动产生的现金流量净额	0.68	2.56	2.08	1.72
投资活动产生的现金流量净额	-0.51	0.90	-0.54	-2.49
筹资活动产生的现金流量净额	-0.04	1.18	-0.56	0.96
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	83.85%	83.39%	84.38%	85.91%
EBITDA 利润率	-	32.01%	30.27%	29.85%
总资产回报率	-	10.88%	9.95%	10.49%
产权比率	27.74%	28.14%	14.36%	21.00%
资产负债率	21.72%	21.96%	12.55%	17.35%
净债务/EBITDA	--	-2.54	-2.31	-0.75
EBITDA 利息保障倍数	--	17.38	169.08	157.51
总债务/总资本	10.16%	12.42%	0.85%	3.90%
FFO/净债务	--	-28.37%	-33.54%	-105.19%
速动比率	4.32	5.00	3.37	2.11
现金短期债务比	156.64	-	40.41	4.15

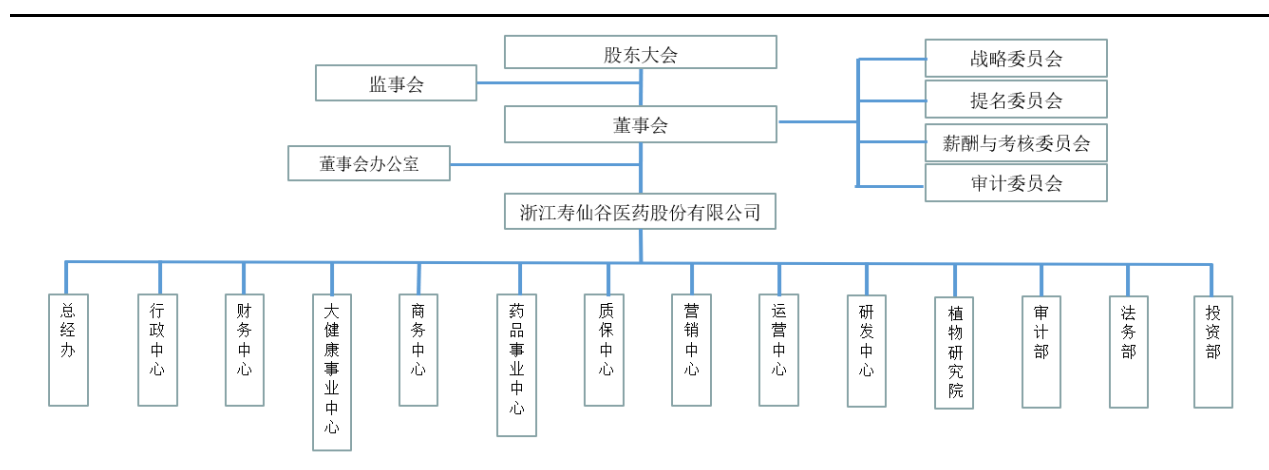
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织架构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	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		65.00	设立

资料来源：公司 2020 年审计报告

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+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	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

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。