



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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 2024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来保障中药材供应，具有一定的品牌优势，盈利能力与经营现金流表现仍较好，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

2024年06月25日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	32.26	31.74	28.56	19.62
归母所有者权益	22.59	21.71	19.06	16.20
总债务	7.72	7.48	7.06	1.07
营业收入	2.21	7.84	8.29	7.67
净利润	0.77	2.54	2.78	2.00
经营活动现金流净额	0.49	3.15	3.41	2.97
净债务/EBITDA	--	-2.66	-2.67	-2.86
EBITDA 利息保障倍数	--	10.06	24.62	24.66
总债务/总资本	25.47%	25.63%	27.05%	6.17%
FFO/净债务	--	-34.10%	-32.90%	-27.89%
EBITDA 利润率	--	36.52%	38.69%	32.69%
总资产回报率	--	9.27%	12.08%	11.54%
速动比率	3.33	2.82	3.59	4.75
现金短期债务比	4.08	3.97	5.68	149.27
销售毛利率	82.91%	82.72%	84.42%	83.53%
资产负债率	29.96%	31.60%	33.28%	17.45%

注：1.公司 2021 年度无短期债务。2.由于 2021-2023 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 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

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。**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，2023年公司产品毛利率较高，盈利能力与经营现金流表现仍较好。
- **整体负债率较低，财务结构仍较为稳健。**公司资产负债率不高，跟踪期内随着可转债转股，财务杠杆进一步小幅下降。公司总资本对总债务的保障能力较强，现金类资产较多，流动性指标表现较好，EBITDA 和 FFO 对净债务的保障仍较强。

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，2023 年浙江省内收入规模和比例均有所下滑。
- **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。**因消费疲软 2023 年公司营业收入下滑 5.39%，盈利水平有所下降，但期间费用率（销售、管理、研发、财务费用）微增至 54.88%，其中销售费用占比较高，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，全产业链经营模式有利于降低经营风险，持续为公司带来稳定现金流，杠杆水平低，财务结构稳健。

同业比较（单位：亿元）

指标	寿仙谷	东阿阿胶	同仁堂	汤臣倍健
归属母公司股东的权益	21.71	107.19	130.58	121.67
营业收入	7.84	47.15	178.61	94.07
销售毛利率（%）	82.72	70.24	47.29	68.89
资产负债率（%）	31.60	19.28	32.68	18.91
速动比率	2.82	3.96	1.96	2.97
净利润	2.54	11.52	25.83	17.79

注：以上各指标均为 2023 年度/2023 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_2023V1.0
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				-1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。

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	3.9770	2023-6-16	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2024年4月披露的《2023年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2023年12月31日，“寿22转债”募集资金余额为3.55亿元，其中以暂时闲置募集资金进行现金管理的余额为0.64亿元，募集资金专户余额为2.91亿元。

三、发行主体概况

2023年度公司因可转债转股，截至2023年末公司总股本为2.02亿元。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¹（李明焱、朱惠照、李振皓、李振宇）。截至2023年末李明焱和朱惠照通过寿仙谷投资间接持有公司的股份数量不变，但占比小幅下滑至28.10%，李振皓、李振宇直接持有的公司股份分别下滑至7.45%和2.53%，截至2024年6月16日寿仙谷投资未解除股权质押数量为1,238.90万股，占其持有股份数的21.85%，占同期公司总股本的6.14%。

自2023年1月1日至2023年12月31日，“寿仙转债”和“寿22转债”合计累计转股4,625,271股。具体来看，2023年5月15日公司对2023年6月5日赎回登记日登记在册的“寿仙转债”全部赎回；“寿仙转债”于2023年6月6日完成赎回并摘牌。自2023年1月1日至2023年6月5日，“寿仙转债”累计转股4,617,414股。2022年12月12日起公司发行的39,800.00万元寿22转债在上交所挂牌交易，自2023年5月23日开始转股，初始转股价格为38.08元/股，最新转股价格为37.27元/股（于2024年6月20日开始生效）。自2023年1月1日至2023年12月31日，“寿22转债”累计转股7,857股。

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。2023年公司增加7家子公司，减少1家子公司，详细情况见下表。截至2023年末，公司纳入合并范围子公司/民办非企业共有21家，详见附件四。

表1 2023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	方式	注册资本	持股比例
-----	-------	----	------	------

¹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。

温州温鹤金仙制药有限公司	减少	注销	-	-
杭州运河恒立商业地产有限公司	新增	购买	10,000.00	100.00%
长沙寿仙谷健康科技有限公司	新增	设立	100.00	100.00%
武汉寿仙谷健康管理有限公司	新增	设立	200.00	100.00%
济南寿仙谷健康管理有限公司	新增	设立	200.00	100.00%
郑州寿仙谷健康管理有限公司	新增	设立	200.00	100.00%
广州寿仙谷健康管理有限公司	新增	设立	200.00	100.00%
福州寿仙谷健康管理有限公司	新增	设立	200.00	100.00%

注：2023年8月公司为购买杭政储出【2020】79号地块竞得杭州运河恒立商业地产有限公司100%的股权，但因建筑高度受限等原因，2024年公司已就退地及补偿事宜与相关方达成和解，目前相关土地出让款及补偿均已收回。

资料来源：公司2023年年度报告

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

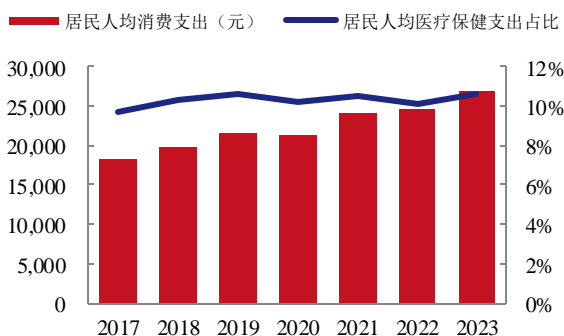
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

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；我国中药饮片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2024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

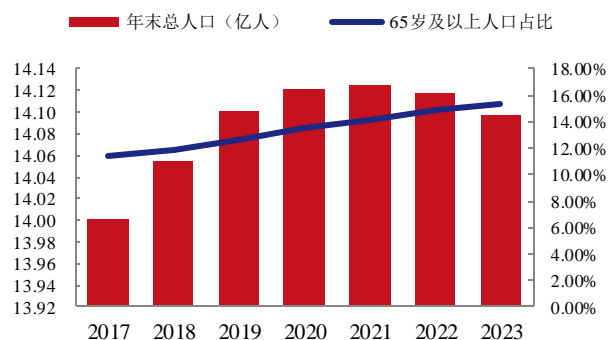
受人口老龄化趋势加剧、居民消费能力提升及健康意识增强等因素影响，医疗需求作为刚性需求将逐步上升。根据国家统计局数据，截至2023年末我国人口总量为14.10亿人，其中65岁及以上人口占总人口的比重为15.40%，较2022年增长1.30个百分点。我国老龄化日益明显，且近年来有加速趋势。老年人癌症、糖尿病等疾病发病率较高，未来伴随着老龄化人口的增加，对癌症、糖尿病的治疗药物的需求将会持续增加。发达国家经验表明，老龄化人口的医药消费占整体医药消费的50%以上，人口老龄化将直接刺激我国医药消费的快速增长。2017-2023年，我国居民年人均消费支出从18,322元增长至26,796元，居民的消费能力不断增强，2023年人均医疗保健消费支出2,850元，占全部支出比重10.64%，较上年有所上升，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 2017-2023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 2017-2023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。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，促进中药科学化评审和注册、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²。新药申请方面，2023年度国家药品监督管理局药品审评中心（以下简称“CDE”）共受理中药注册申请1,163件，同比增加176.25%，2023年中药新药的申请数量和活跃度较2022年有显著提升。

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。
2023年4月	国家中医药管理局、国家发展改革委、国家卫生健康委	《关于全面加强县级中医医院建设基本实现县办中医医疗机构全覆盖的通知》	明确提出加强县级中医医院建设，实现县级中医医疗机构全覆盖，以提升基层中医药服务能力。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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，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，政府对中药饮片生产企业进行合规性检查，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

² 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。

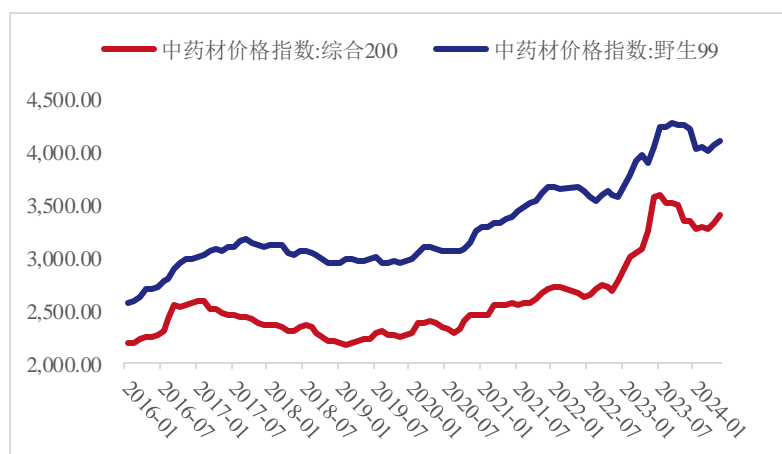
幅56.5%。本次集采所涉及品种虽不多，但表明中药饮片的竞争格局从产品竞争时代进入准入竞争时代；另一方面，集采相当于给行业设置了更高的标准和门槛，预计行业企业竞争出现分化，具有独家品种、创新品种的企业将迎来较好的发展。在医保控费的长期政策下，中药饮片的行业集中度将有所提升。

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2024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9月中药材野生99价格指数³已创下4,259.40点新高。中证鹏元预计2024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2024年中药材综合200价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

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。

五、经营与竞争

跟踪期以来公司主要产品销量及收入规模略有下滑，渠道布局完善并保持稳定；公司掌握原材料种植技术，2023 年供应商仍较为稳定，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 2023 年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、研发、销售的全产业链发展模式，具有一定的品牌优势。

因经济放缓等因素，市场消费疲软，2023 年公司营业收入同比下滑 5.39%，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 2023 年收入规模基本与上年持平，主要销售品种仍为南方红豆杉、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，公司毛利率整体较高，2023 年略有下降。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
灵芝孢子粉类产品	53,357.85	87.81%	69.27%	57,945.94	88.68%	70.87%
铁皮石斛类产品	12,669.33	78.64%	16.45%	12,931.43	78.72%	15.81%
其他产品	11,006.70	74.71%	14.29%	10,889.89	78.96%	13.32%
合计	77,033.88	84.43%	100.00%	81,767.25	85.81%	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司 2023 年仍采用直销和经销并行的销售模式，其中互联网模式表现较好，零售模式占比下滑，需关注产品销售单一和销售区域集中度较高的风险

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。2023 年公司零售类的直销模式收入下滑 32.50%，互联网销售模式稳步增长，直销模式占比有所下降；代销式经销模式表现较好，

收入同比增长13.48%。其中，2023年互联网渠道销售占比逆势上升7.35%，已成为传统销售渠道的重要补充。近年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

从销售区域来看，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。2022-2023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，从收入来看浙江省区域收入虽然也有所下降，但需求相对浙江省外更为坚挺。

整体来看，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4 公司主要产品销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	比例	金额	比例
浙江省内	47,819.72	62.08%	52,256.07	63.91%
浙江省外	8,026.79	10.42%	9,775.10	11.95%
互联网	21,187.38	27.50%	19,736.08	24.14%
合计	77,033.88	100.00%	81,767.25	100.00%

资料来源：公司2022-2023年年度报告

表5 公司直销模式和经销模式销售情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年		
	金额	占比	金额	占比	
直销模式	零售	12,459.64	16.17%	18,459.00	22.58%
	互联网销售	21,187.38	27.50%	19,736.08	24.14%
经销模式	买断式经销	26,626.60	34.56%	28,802.36	35.22%
	代销式经销	16,760.26	21.76%	14,769.81	18.06%
合计	77,033.88	100.00%	81,767.25	100.00%	

资料来源：公司2022-2023年年报，中证鹏元整理

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，其中核心产品灵芝孢子粉类产品2023年收入同比下滑7.92%，铁皮石斛类产品同比下滑2.03%。

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，铁皮枫斗灵芝颗粒的收入规模和占比均在不断提升。

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，2022-2023年两者合计占主营业务收

入的比重均在 85%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	2023 年		2022 年		
	金额	占比	金额	占比	
灵芝孢子粉类产品	灵芝孢子粉（破壁）	12,820.23	16.64%	14,540.35	17.78%
	破壁灵芝孢子粉	24,394.49	31.67%	25,999.42	31.80%
	破壁灵芝孢子粉颗粒	13,769.27	17.87%	13,656.56	16.70%
	破壁灵芝孢子粉片	2,373.86	3.08%	3,749.61	4.59%
铁皮石斛类产品	铁皮枫斗颗粒	9,276.74	12.04%	9,136.48	11.17%
	铁皮枫斗灵芝浸膏	3,392.59	4.40%	3,794.95	4.64%
其他		11,006.70	14.29%	10,889.89	13.32%
合计	77,033.88	100.00%	81,767.25	100.00%	

资料来源：公司提供

从产品单价变动来看，2022 年公司产品销售单价较为稳定大多在 5%以内波动，2023 年变化幅度稍有扩大，其中破壁灵芝孢子粉颗粒均价下滑 5.21%，铁皮枫斗灵芝浸膏均价上升 5.18%，破壁灵芝孢子粉片销量较小单价波动相对较大，2023 年单价下滑幅度达 33.78%。公司产品主要面向中高端收入人群，受经济形势影响，2023 年以来对价格敏感度略有提高，需关注公司产品单价调整对销量的影响。

从客户集中度方面来看，2023 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7 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
2023 年	1	客户一	4,468.23	5.70%
	2	客户二	3,820.14	4.87%
	3	客户三	2,340.63	2.98%
	4	客户四	2,146.60	2.74%
	5	客户五	1,898.50	2.42%
		合计	14,674.10	18.71%
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%

资料来源：公司提供

产销量方面，2023 年公司各类产品的产能保持稳定，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，2023 年产销量、产能利用率及产销量均有所下滑；寿仙谷牌破壁灵芝孢子

粉、颗粒系保健食品，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，2023年产量加大，但产销率转化表现不佳，库存商品结余有所增加；2023年保健食品系列的铁皮枫斗颗粒与铁皮枫斗灵芝浸膏产销率表现均有所下滑。

表8 公司主要产品产销率情况（单位：千克）

主要产品	生产量	销售量	赠品及其他	库存量
灵芝孢子粉类产品	33,912.61	29,846.50	1,897.77	9,378.51
铁皮石斛类产品	15,233.56	12,958.13	1,967.12	4,764.29

资料来源：公司 2023 年年报

随着公司业务规模的小幅收缩 2023 年公司主要原材料采购规模有所下滑，公司原材料采购采用基地自产和对外采购相结合，2023 年自产占比有所提升，外采仍与农业合作社保持稳定合作关系；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

公司所需的原材料仍主要为灵芝孢子粉（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。

2023 年公司上述原材料供应模式未发生变化，从具体采购情况来看，公司采购的原材料仍主要为灵芝孢子粉、灵芝菌棒、基质、鲜铁皮石斛、其他中药材及包装材料，其中 2023 年灵芝孢子粉（原料）采购规模下滑较多，主要系自产自供比例加大所致。

表9 公司原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
灵芝孢子粉（原料）	1,125.62	7.27%	3,481.57	20.70%
灵芝菌棒	5,563.77	35.93%	5,306.61	31.55%
基质	1,085.72	7.01%	809.14	4.81%
鲜铁皮石斛	1,430.18	9.23%	1,496.31	8.90%
其他中药材	1,802.14	11.64%	1,526.35	9.07%
包装材料	2,038.42	13.16%	2,015.45	11.98%
其他	2,441.05	15.76%	1,986.21	11.81%
合计	15,486.90	100.00%	16,819.64	100.00%

资料来源：公司提供

从主要原材料采购单价来看，2023 年灵芝孢子粉（原料）、灵芝菌棒和基质价格基本保持稳定，鲜铁皮石斛单价略有下降。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	2023 年	2022 年
灵芝孢子粉（原料）	351.76	351.67
灵芝菌棒	4.23	4.24
基质	1.30	1.30
鲜铁皮石斛	314.34	321.35

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。2023 年公司外购灵芝孢子粉（原料）占比下滑，受此影响前五大供应商占采购总额比例有所下降。

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
2023 年	1	供应商一	灵芝菌棒	925.34	5.98%
	2	供应商二	灵芝菌棒	904.47	5.84%
	3	供应商三	灵芝菌棒	881.84	5.69%
	4	供应商四	灵芝菌棒	742.28	4.79%
	5	供应商五	灵芝菌棒	725.02	4.68%
		合计	-	4,178.95	26.98%
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%
	5	供应商五	灵芝菌棒	892.04	7.09%
		合计	-	5,257.16	41.78%

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 2023 年末，公司主要在建项目为寿仙转债和寿 22 转债的募投项目，尚需投入的募集资金金额合计 4.45 亿元，因建设资金主要来源于两期可转债的募集资金，后续资金支出压力不大。从进度来看，由于宏观经济环境变化，公司销售规模未达预期，为降低募集资金投资风险，公司放缓了募集资金投资进度，因此在建项目的投入进度未达初始计划。2024 年公司出具《浙江寿仙谷医药股份有限公司关于部分募集资金投资项目延期、变更实施主体的公告》，将部分募投项目延期，寿仙谷健康产业园保健食品建设项目一期、二期预计将陆续于 2025 年 5 月至 2027 年 5 月达到可使用状态，届时公司产能将有大幅扩张，未来新增的产能能否实现预期效益存在一定不确定性。

表12 截至 2023 年末公司主要在建拟建项目情况（单位：万元）

性质	项目性质	项目名称	预计可使用状态日期	募集资金承诺投资总额	已投入募集资金	尚需投入募集资金
在建	“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）	2025 年 5 月	21,750.00	15,866.40	5,883.60

拟建	“寿仙转债”募投项目	寿仙谷健康产业园保健食品建设项目（生产线建设）	2027年5月	13,165.57	8,627.96	4,537.61
	“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）	2025年11月	23,374.00	4,678.40	18,695.60
	“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（生产线建设）	2025年11月	8,871.00	0.00	8,871.00
	“寿22转债”募投项目	寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目	2027年5月	6,468.37	0.00	6,468.37
	合计		-	73,628.93	29,172.76	44,456.17

资料来源：公司2023年年报、《浙江寿仙谷医药股份有限公司关于部分募集资金投资项目延期、变更实施主体的公告》、《浙江寿仙谷医药股份有限公司2023年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告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2022-2023年审计报告及公司公告的2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司增加7家子公司，减少1家子公司，详见表1。截至2023年末公司纳入合并报表范围的子公司/民办非企业共21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

得益于公司两期可转债部分转股带来资本公积增长，公司所有者权益规模不断提升，截至2024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，随着公司经营规模及融资力度的变化，公司负债总额亦波动增长。综合影响下公司产权比率逐年下降，所有者权益对负债的保障能力逐渐增强。

图4 公司资本结构

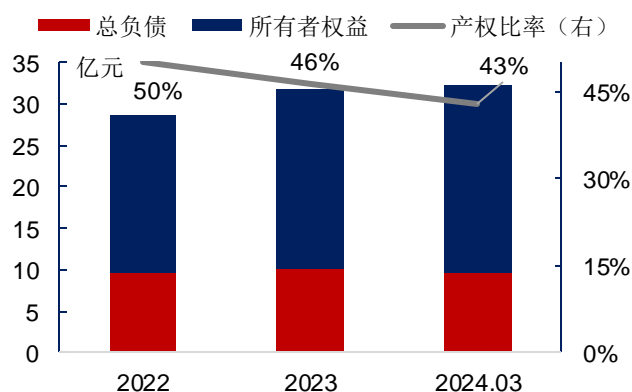
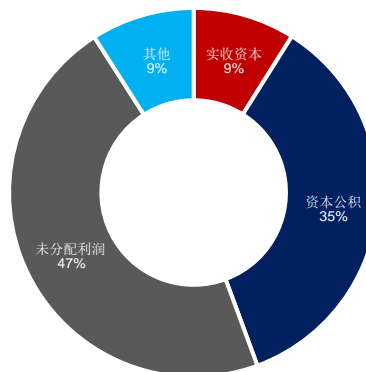


图5 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司2024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，2023年公司资产总额有所增长。货币资金仍是公司最主要资产，截至2023年末有3.55亿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，随公司营收规模波动，2024年3月末较2023年末增长59.64%，主要系当期公司对部分战略客户的销售货款随着业务量的提升规模有所增长所致。整体来看公司应收账款账期较短，2023年账期在1年以内的应收账款占比在97.82%。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，2023年保持增长，考虑到公司存货规模较大，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，2023年公司将部分闲置房屋建筑物转入投资性房地产；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；在建工程2023年保持增长，主要系寿仙转债和寿22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，2023年略有增长；无形资产主要为土地使用权，2023年公司购买杭政储出【2020】79号地块，但因建筑高度受限等原因，2024年公司已就退地及补偿事宜与相关方达成和解，目前相关土地出让款及补偿均已收回。受限方面，2023年末公司受限资产为3.72亿元，系货币资金及少量的应收票据，整体规模不大。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.22	50.28%	15.04	47.38%	15.25	53.38%
应收账款	1.45	4.51%	0.91	2.87%	1.14	3.98%
存货	1.66	5.16%	1.58	4.97%	1.48	5.17%
流动资产合计	19.83	61.47%	18.07	56.92%	18.62	65.19%
其他权益工具投资	0.73	2.25%	0.60	1.89%	0.56	1.97%
投资性房地产	2.21	6.85%	2.24	7.05%	1.94	6.81%
固定资产	3.30	10.23%	3.35	10.55%	3.77	13.20%
在建工程	3.21	9.94%	2.80	8.83%	1.70	5.94%
无形资产	0.88	2.72%	3.11	9.80%	0.78	2.74%
非流动资产合计	12.43	38.53%	13.68	43.08%	9.94	34.81%
资产总计	32.26	100.00%	31.74	100.00%	28.56	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

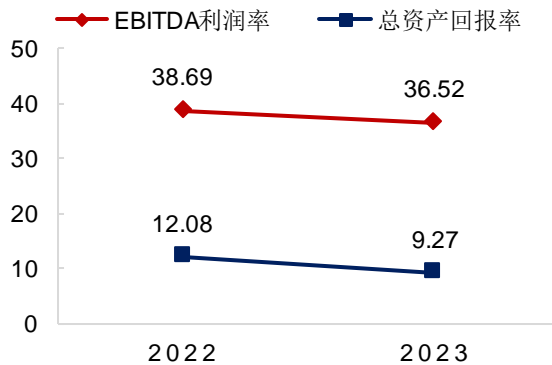
盈利能力

因消费疲软2023年公司盈利水平有所下滑，期间费用一定程度侵蚀公司盈利，整体毛利率与盈利能力仍保持较高水平

因消费疲软2023年公司盈利水平自上市以来首次出现下滑，营业收入及归母净利润分别下降5.39%

和8.39%。毛利率方面，公司所涉及业务的毛利率均稍有下降，但整体仍较高，基本稳定在80%以上。受此影响，2023年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降，但整体盈利能力表现仍较好。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，2023年有所增长。分项目看，2023年销售费用有所下降，管理费用、研发费用有所增长，财务费用因利息收入规模较大仍为负，2024年公司加大营销力度，预计销售费用将有所上升。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年度公司融资力度有所增加，但整体杠杆水平不高，财务结构依然稳健，整体流动性仍较好

2023年以来公司融资力度有所增加，主要系新增部分短期借款，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，2023年公司应付账款略有所增加，主要系期末应付工程设备款增长所致，2024年3月末有所回落。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14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.94	40.79%	3.72	37.10%	2.73	28.71%
应付账款	0.97	10.05%	1.46	14.54%	1.44	15.14%
一年内到期的非流动负债	0.08	0.82%	0.12	1.20%	0.05	0.51%
流动负债合计	5.45	56.40%	5.85	58.34%	4.78	50.26%
应付债券	3.46	35.81%	3.40	33.91%	4.13	43.40%
非流动负债合计	4.21	43.60%	4.18	41.66%	4.73	49.74%
负债合计	9.66	100.00%	10.03	100.00%	9.51	100.00%
总债务	7.72	79.89%	7.48	74.61%	7.06	74.31%
其中：短期债务	4.02	41.61%	3.84	38.31%	2.78	29.23%

长期债务	3.70	38.27%	3.64	36.30%	4.29	45.08%
------	------	--------	------	--------	------	--------

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2023年度公司经营活动现金流净额随销售规模同比下滑7.68%，FFO指标略有下滑，公司主营业务现金生成能力仍较好。受益于盈余积累，2023年公司杠杆水平有所下滑，资产负债率和总债务/总资本均有所下降，整体水平不高，净债务持续为负；EBITDA利息保障倍数亦有所下降但整体仍较好。

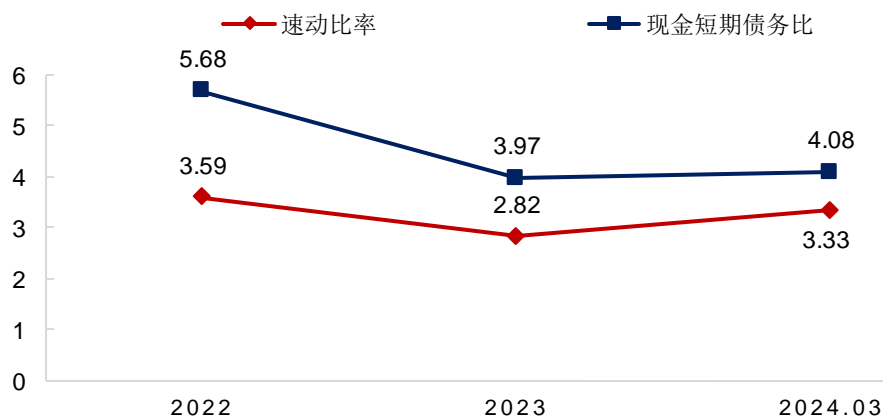
表15 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.49	3.15	3.41
FFO（亿元）	--	2.60	2.82
资产负债率	29.96%	31.60%	33.28%
净债务/EBITDA	--	-2.66	-2.67
EBITDA 利息保障倍数	--	10.06	24.62
总债务/总资本	25.47%	25.63%	27.05%
FFO/净债务	--	-34.10%	-32.90%
经营活动现金流净额/净债务	-5.69%	-41.38%	-39.86%
自由现金流/净债务	14.72%	13.07%	-18.53%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2023年公司速动比率有所下降，但表现仍较好。2023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2023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 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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受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2024年4月26日公告的《2023年度环境、社会及治理（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。2024年4月公司新聘任副总经理林荣志先生；2024年6月17日，公司董事、董事会战略与ESG委员会委员及副总经理黄杭峰先生因个人原因辞职，未导致公司董事会成员低于法定最低人数，不会影响公司正常经营。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月22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，无逾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（2024年6月13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，2023年产品毛利率较高，盈利能力与经营现金流表现仍较好；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-。

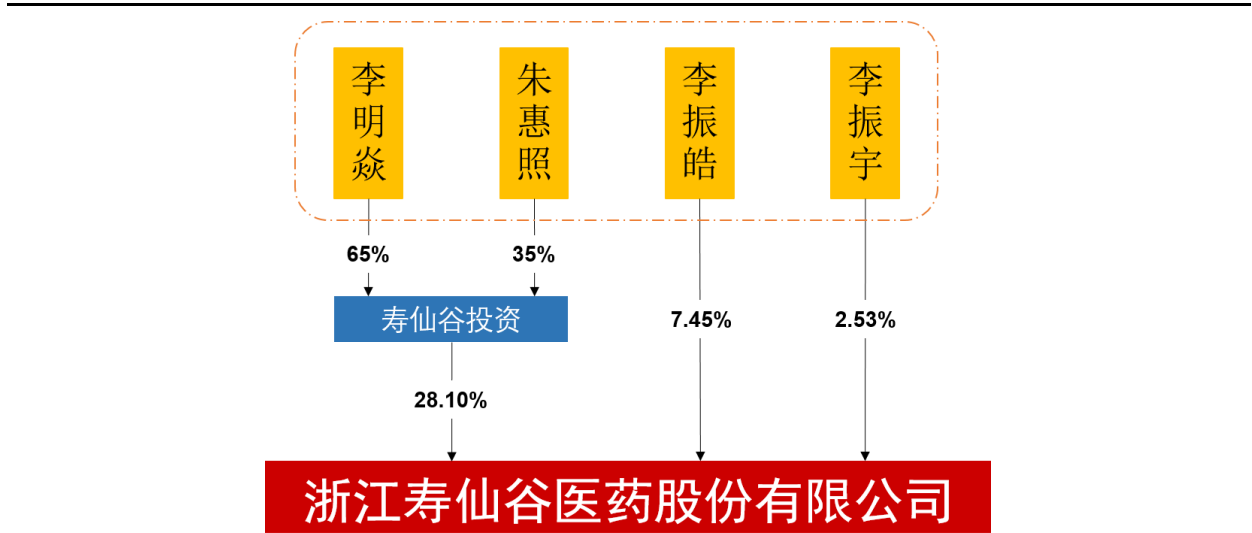
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	16.22	15.04	15.25	6.78
应收账款	1.45	0.91	1.14	0.85
存货	1.66	1.58	1.48	0.99
流动资产合计	19.83	18.07	18.62	10.45
投资性房地产	2.21	2.24	1.94	2.04
固定资产	3.30	3.35	3.77	3.57
在建工程	3.21	2.80	1.70	1.15
非流动资产合计	12.43	13.68	9.94	9.17
资产总计	32.26	31.74	28.56	19.62
短期借款	3.94	3.72	2.73	0.00
应付账款	0.97	1.46	1.44	1.41
一年内到期的非流动负债	0.08	0.12	0.05	0.06
流动负债合计	5.45	5.85	4.78	1.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	3.46	3.40	4.13	0.88
递延收益-非流动负债	0.46	0.50	0.41	0.38
非流动负债合计	4.21	4.18	4.73	1.43
负债合计	9.66	10.03	9.51	3.42
总债务	7.72	7.48	7.06	1.07
其中：短期债务	4.02	3.84	2.78	0.06
所有者权益	22.59	21.71	19.06	16.20
营业收入	2.21	7.84	8.29	7.67
营业利润	0.77	2.55	2.81	2.07
净利润	0.77	2.54	2.78	2.00
经营活动产生的现金流量净额	0.49	3.15	3.41	2.97
投资活动产生的现金流量净额	1.33	-12.99	-0.85	-2.34
筹资活动产生的现金流量净额	-0.08	2.90	3.36	-0.54
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.57	2.86	3.21	2.51
FFO（亿元）	--	2.60	2.82	2.00
净债务（亿元）	-8.66	-7.61	-8.56	-7.18
销售毛利率	82.91%	82.72%	84.42%	83.53%
EBITDA 利润率	--	36.52%	38.69%	32.69%
总资产回报率	--	9.27%	12.08%	11.54%
资产负债率	29.96%	31.60%	33.28%	17.45%
净债务/EBITDA	--	-2.66	-2.67	-2.86

EBITDA 利息保障倍数	--	10.06	24.62	24.66
总债务/总资本	25.47%	25.63%	27.05%	6.17%
FFO/净债务	--	-34.10%	-32.90%	-27.89%
经营活动现金流净额/净债务	-5.69%	-41.38%	-39.86%	-41.30%
自由现金流/净债务	14.72%	13.07%	-18.53%	-18.80%
速动比率	3.33	2.82	3.59	4.75
现金短期债务比	4.08	3.97	5.68	149.27

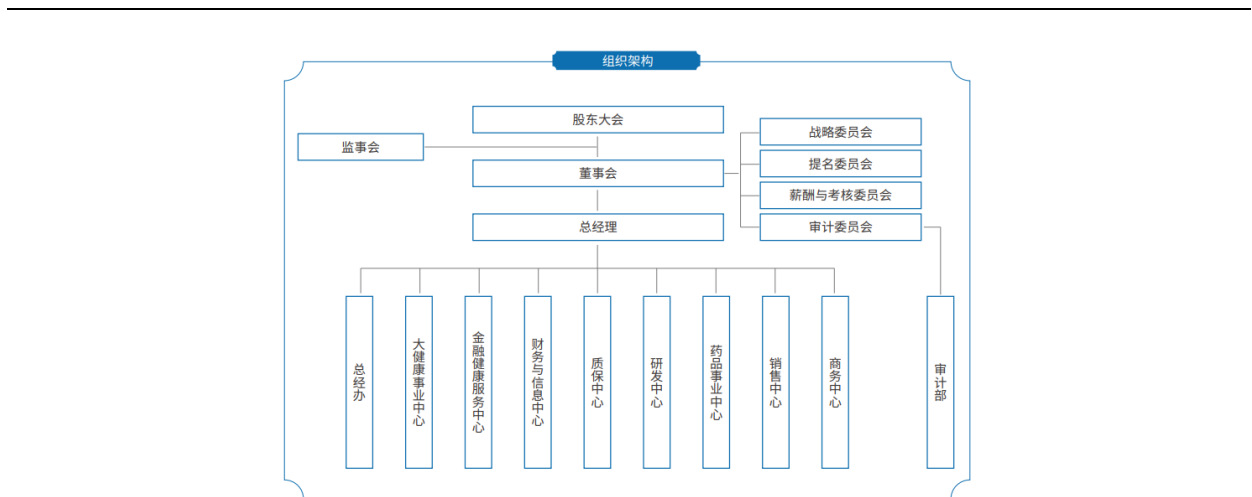
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司 2023 年年报

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023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
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
杭州运河恒立商业地产有限公司	浙江	杭州	房地产业	100.00	-	购买
长沙寿仙谷健康科技有限公司	湖南	长沙	批发零售	-	100.00	设立
武汉寿仙谷健康管理有限公司	湖北	武汉	批发零售	-	100.00	设立
济南寿仙谷健康管理有限公司	山东	济南	批发零售	-	100.00	设立
郑州寿仙谷健康管理有限公司	河南	郑州	批发零售	-	100.00	设立
广州寿仙谷健康管理有限公司	广东	广州	批发零售	-	100.00	设立
福州寿仙谷健康管理有限公司	福建	福州	批发零售	-	100.00	设立

资料来源：公司 2023 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。