

寿 22 转债：灵芝孢子粉龙头企业

关键词：#稀缺资产 #第二曲线

事件

- **寿 22 转债（113660.SH）于 2022 年 11 月 17 日开始网上申购：**总发行规模为 3.9800 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目（基本建设）、寿仙谷健康产业园保健食品二期建设项目（生产线建设）及寿仙谷健康产业园研发及检测中心建设项目。
- **当前债底估值为 81.95 元，YTM 为 2.83%。**寿 22 转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.50%、0.80%、1.00%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 6.37%（2022-11-16）计算，纯债价值为 81.95 元，纯债对应的 YTM 为 2.83%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 103.55 元，平价溢价率为 -3.42%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2023 年 05 月 23 日至 2028 年 11 月 16 日。初始转股价 38.08 元/股，正股寿仙谷 11 月 16 日的收盘价为 39.43 元，对应的转换平价为 103.55 元，平价溢价率为 -3.42%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 5.03%。**下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 38.08 元计算，转债发行 3.9800 亿元对总股本稀释率为 5.03%，对流通盘的稀释率为 5.03%，对股本摊薄压力较小。
- **我们预计寿 22 转债上市首日价格在 117.51~131.18 元之间，预计中签率为 0.0013%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到寿 22 转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 20% 左右，对应的上市价格在 117.51~131.18 元之间。我们预计网上中签率为 0.0013%，建议积极申购。

观点

- **2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 20.00%。**公司 2021 年实现营业收入 7.67 亿元，同比增加 20.61%，实现归母净利润 2.01 亿元，同比增加 32.37%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 20.00%。与此同时，公司归母净利润略有浮动，2017-2021 年复合增速为 22.60%。
- **公司业务结构稳定，灵芝孢子粉类产品贡献主要营收。**2019 年、2020 年和 2021 年，公司灵芝孢子粉类和铁皮石斛类产品销售收入合计占营业收入的比重分别为 83.76%、87.20% 和 85.85%，占比较为稳定。其中，灵芝孢子粉类产品是核心产品，2021 年和 2022 年上半年灵芝孢子粉类产品销售收入占公司营业收入的比重分别为 69.85% 和 67.64%。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，管理费用率下降。**2017-2021 年，公司销售净利率分别为 24.02%、21.05%、22.66%、23.85% 和 26.11%，销售毛利率分别为 86.23%、85.91%、84.38%、83.39% 和 83.53%。2019-2021 年管理费用率分别为 14.47%、11.38%、10.09%，呈下降趋势。
- **风险提示：**申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

2022 年 11 月 17 日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016

chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《商络转债：电子元器件分销底蕴深厚》

2022-11-16

《经济修复需静待政策红利释放》

2022-11-15

内容目录

1. 转债基本信息	4
2. 投资申购建议	5
3. 正股基本面分析	7
3.1. 财务数据分析	7
3.2. 公司亮点分析	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2: 2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3: 2019-2022H1 年营业收入构成	8
图 4: 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5: 2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	8
图 6: 2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7: 2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8: 2019-2021 年省外、互联网主营业务收入及同比增速 (百万元)	10

表 1: 寿 22 转债发行认购时间表	4
表 2: 寿 22 转债基本条款	4
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4: 债性和股性指标	5
表 5: 相对价值法预测寿 22 转债上市价格 (单位: 元)	6
表 6: 破壁、去壁技术特征对比	9

1. 转债基本信息

表1：寿 22 转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-11-15	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-11-16	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-11-17	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2022-11-18	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2022-11-21	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2022-11-22	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2022-11-23	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：寿 22 转债基本条款

转债名称	寿 22 转债	正股名称	寿仙谷
转债代码	113660.SH	正股代码	603896.SH
发行规模	3.98 亿元	正股行业	医药生物-中药 II - 中药 III
存续期	2022 年 11 月 17 日至 2028 年 11 月 16 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	38.08 元	转股期	2023 年 05 月 23 日至 2028 年 11 月 16 日
票面利率	第一年 0.50%，第二年 0.80%，第三年 1.00%，第四年 1.50%，第五年 2.00%，第六年 2.50%。		
向下修正条款	存续期，15/30，85%		
赎回条款	(1) 到期赎回：到期后五个交易日内，公司将以本次可转债票面值的 112%（含最后一期利息）全部赎回 (2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售：最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3：募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
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
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	43,463.88	39,800.00

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

表4：债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	81.95 元	转换平价（以 2022/11/16 收盘价）	103.55
纯债溢价率（以面值 100 计算）	22.02%	平价溢价率（以面值 100 计算）	-3.42%
纯债到期收益率 YTM	2.83%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

当前债底估值为 81.95 元，YTM 为 2.83%。寿 22 转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.50%、0.80%、1.00%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 6.37%（2022-11-16）计算，纯债价值为 81.95 元，纯债对应的 YTM 为 2.83%，债底保护一般。

当前转换平价为 103.55 元，平价溢价率为-3.42%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2023 年 05 月 23 日至 2028 年 11 月 16 日。初始转股价 38.08 元/股，正股寿仙谷 11 月 16 日的收盘价为 39.43 元，对应的转换平价为 103.55 元，平价溢价率为-3.42%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。

总股本稀释率为 5.03%。按初始转股价 38.08 元计算，转债发行 3.9800 亿元对总股本稀释率为 5.03%，对流通盘的稀释率为 5.03%，对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计寿 22 转债上市首日价格在 117.51~131.18 元之间。按寿仙谷 2022 年 11 月 16 日收盘价测算，当前转换平价为 103.55 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的裕兴转债（转换平价 103.36 元，评级 AA-，发

行规模 6.00 亿元)、聚合转债(转换平价 90.50 元, 评级 AA-, 发行规模 2.04 亿元)、特一转债(转换平价 92.47 元, 评级 AA-, 发行规模 3.54 亿元), 11 月 16 日转股溢价率分别为 26.20%、65.58%、34.96%。

2) 参考近期上市的百川转 2(上市日转换平价 103.67 元)、回天转债(上市日转换平价 88.42 元)、百川转 2(上市日转换平价 103.67 元), 上市当日转股溢价率分别为 21.65%、40.24%、21.65%。

3) 基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型, 按照 $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 这一回归结果对可转债上市首日的转股溢价率 (y) 进行解释。其中, 医药生物行业的转股溢价率 (x_1) 为 18.24%, 中债企业债到期收益 (x_2) 为 6.37%, 2022 年三季报显示寿仙谷前十大股东持股比例 (x_3) 为 52.33%, 2022 年 11 月 16 日中证转债成交额为 67,763,865,789 元, 取对数 (x_4) 得 24.94。因此, 可以计算出寿 22 转债上市首日转股溢价率 (y) 为 21.10%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到寿 22 转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 20% 左右, 对应的上市价格在 117.51~131.18 元之间。

表5: 相对价值法预测寿 22 转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		15.00%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%
-5%	37.46	113.12	115.09	118.04	120.99	122.96
-3%	38.25	115.50	117.51	120.53	123.54	125.55
2022/11/16 收盘价	39.43	119.08	121.15	124.25	127.36	129.43
3%	40.61	122.65	124.78	127.98	131.18	133.31
5%	41.40	125.03	127.21	130.47	133.73	135.90

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **65.70%**。寿仙谷的前十大股东合计持股比例为 52.33% (2022-09-30), 股权较为集中。假设前十大股东 80% 参与优先配售, 其他股东中有 50% 参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 65.70%。

我们预计中签率为 **0.0013%**。寿 22 转债发行总额为 3.9800 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 65.70%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.37 亿元。寿 22 转债仅设置网上发行, 近期发行的东材转债(评级 AA, 规模 14.00 亿元)网上申购数约 1048.8 万户, 立昂转债(评级 AA, 规模 33.90 亿元)网上申购数约 1038.35 万户, 盛泰转债(评级 AA, 规模 7.01 亿元)网上申购数约 1096.91 万户。我们预计寿 22 转债网上有效申购户数为 1061.35 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0013%。

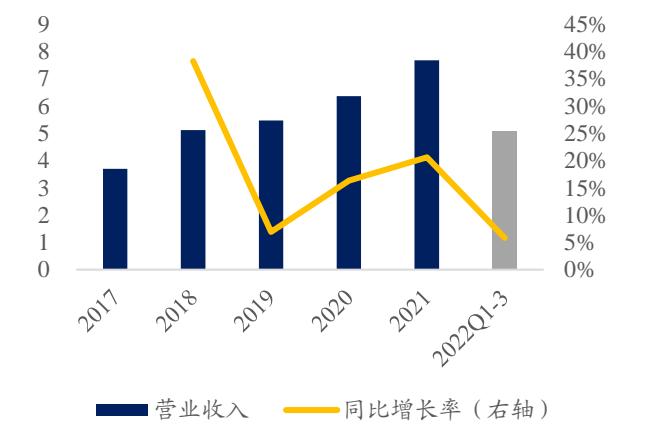
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

公司从事灵芝等中药材研发生产，具备全产业链优势。公司长期坚持灵芝、铁皮石斛等珍稀名贵中药材的优良品种选育、生态有机栽培、中药炮制技艺和新产品的研发，已形成灵芝等系列产品的“全产业链”发展模式。从产业链源头的育种开始做起，选育了“仙芝 1 号”等新品种，从源头为下游的标准化种植提供了保障，在白姆乡和俞源乡建立了中药材种植基地。同时，公司运用“四低一高”超音速低温气流破壁技术对灵芝进行深度开发，提高了原料的利用效率及产品品质。此外，公司充分利用连锁经营、现代物流和互联网技术建立了自身的销售渠道，在浙江、上海等地设立了 22 家直营店，增强了对流通渠道的控制力。

2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 20.00%。公司 2021 年实现营业收入 7.67 亿元，同比增加 20.61%，实现归母净利润 2.01 亿元，同比增加 32.37%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 20.00%。与此同时，公司归母净利润略有浮动，2017-2021 年复合增速为 22.60%。

图1：2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

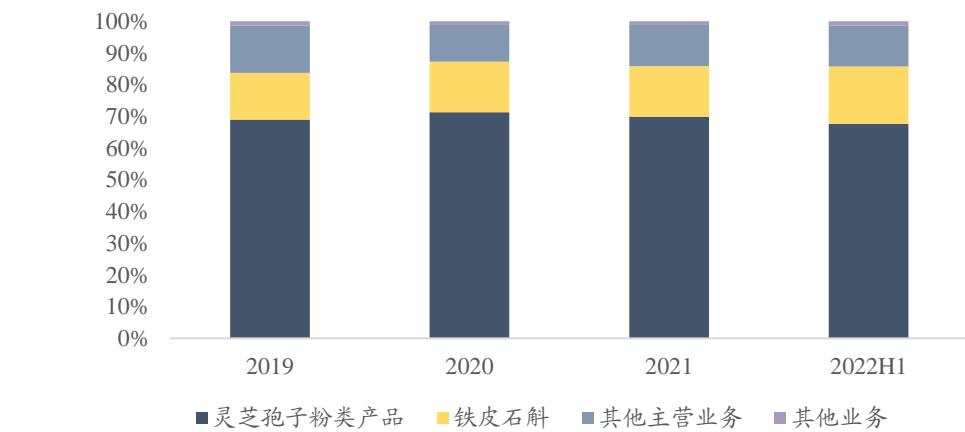
图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

公司业务结构稳定，灵芝孢子粉类产品贡献主要营收。2019 年、2020 年和 2021 年，公司灵芝孢子粉类和铁皮石斛类产品销售收入合计占营业收入的比重分别为 83.76%、87.20% 和 85.85%，占比较为稳定。其中，灵芝孢子粉类产品是核心产品，2021 年和 2022 年上半年灵芝孢子粉类产品销售收入占公司营业收入的比重分别为 69.85% 和 67.64%。除上述主要产品外，其他产品的品类规格较多，单一品类规格产品的销售额较小、占比较低，对主营业务收入的影响程度也相对较小。

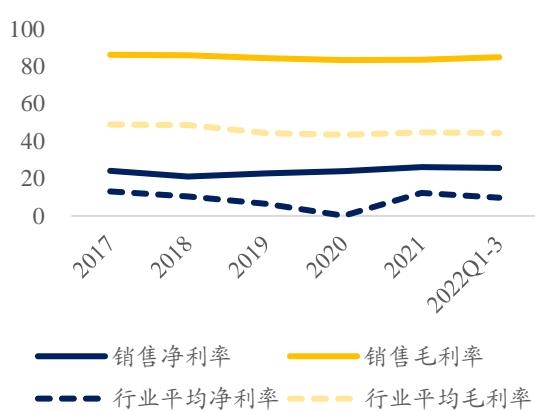
图3：2019-2022H1年营业收入构成



数据来源：wind, 东吴证券研究所

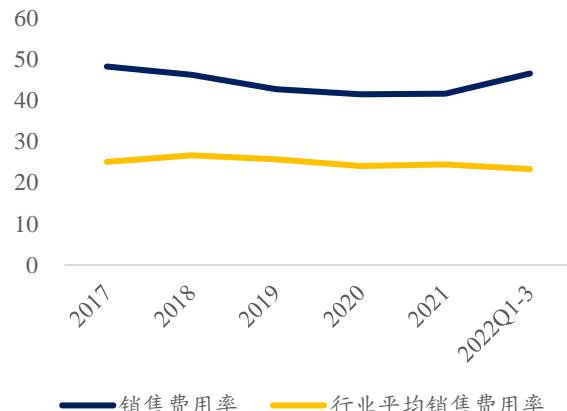
公司销售净利率和毛利率维稳，管理费用率下降。2017-2021年，公司销售净利率分别为24.02%、21.05%、22.66%、23.85%和26.11%，销售毛利率分别为86.23%、85.91%、84.38%、83.39%和83.53%。2018-2019年，公司管理费有所上升，主要原因为2018年公司对部分员工进行了股权激励，并确认了相应股份支付费用。2019-2021年管理费用率分别为14.47%、11.38%、10.09%，呈下降趋势。公司销售费用率低于行业平均水平，近几年财务费用率大幅下降，主要原因系随着公司经营规模不断扩大，经营活动现金流量净额逐年增加，加之前次公开发行可转债募集资金到位，公司账面货币资金大幅增加。

图4：2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



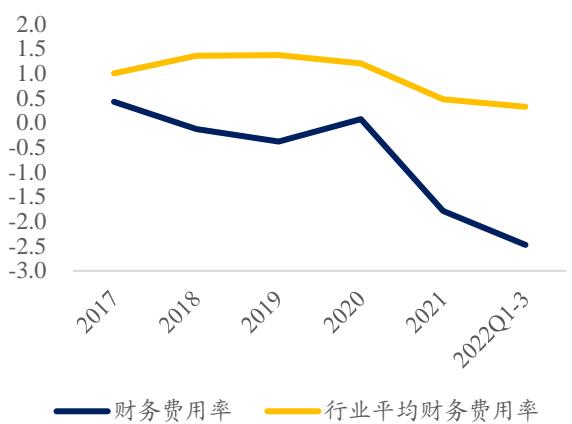
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：2017-2022Q1-3 销售费用率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图6: 2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图4-7中的行业平均线, 均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值, 得到相应的费用率, 而不是单个公司的额相应费用率的加权平均, 这种计算方法在行业集中度比较高的时候, 可能会突出主营收入较大的公司的影响, 弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点分析

破壁去壁工艺优势明显。公司在灵芝及铁皮石斛的技术研发和行业标准制定方面处于领先地位。共主持和参与制定标准 89 项, 其中国际标准 5 项、国家标准 20 项、行业标准 4 项、地方标准 9 项、团体标准 51 项。公司运用“四低一高”超音速低温气流破壁技术对灵芝进行深度开发, 在破壁的基础上发明了孢子粉去壁技术, 提高了原料的利用效率及产品品质, 同时公司持续研发, 在研项目涉及灵芝片二次开发项目, 灵芝、铁皮石斛功能因子挖掘、药理药效及临床功效评价项目等, 致力于提高灵芝孢子粉等产品的深耕研发能力。

表6: 破壁、去壁技术特征对比

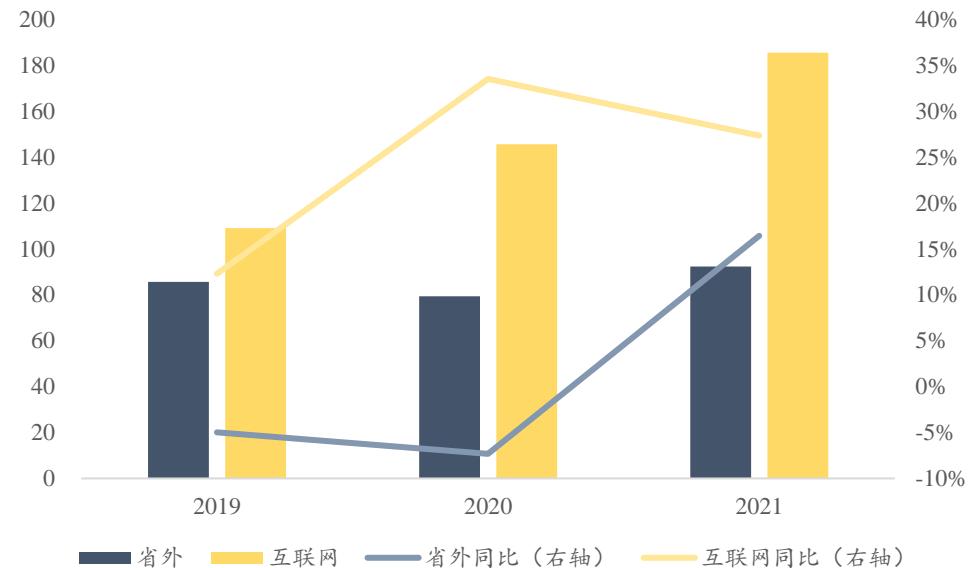
技术	特征
振动磨粉碎破壁	破壁率高; 极易造成重金属污染和氧化
超音速低温气流破壁技术	破壁率提高; 避免了重金属污染和物料氧化
孢子粉去壁技术	有效分离壁壳与有效成分; 提升了产品的活性和药效

数据来源: 公司年报, wind, 东吴证券研究所

布局片剂开拓省外市场。公司布局以灵芝孢子粉片剂为主打产品的全国市场体系, 2021 年省外、互联网市场主营业务收入分别同比增加 16.43%、27.33%, 引领公司新增

长。公司在全国范围进行的品牌定位、推广方案、产品包装等基本梳理完毕，各个区域的城市代理商也在积极有序的招募、商洽中。同时，公司也在探索新型销售模式，通过依托数据运营工具及平台，建立更为精准化的数据评估运营方式。公司传统销售区域集中于浙江省内地区，良好的品牌形象和精准的市场营销有助于公司获得更多的潜在客户，扎根省内的同时拓展省外市场。

图8：2019-2021年省外、互联网主营业务收入及同比增速（百万元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>