

鹏元资信评估有限公司

信用等级通知书

鹏信评【2018】第Z【1521】号

大参林医药集团股份有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力等方面对贵公司及贵公司拟发行的大参林医药集团股份有限公司公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。



大参林医药集团股份有限公司
2018 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告

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。

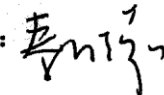
本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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。



评级总监：

报告编号：
鹏信评【2018】第 Z
【1521】号 01

分析师

姓名：

舒可书

电话：

0755-82871612

邮箱：

shuj@pyrating.cn

评级日期：

2018 年 09 月 05 日

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

大参林医药集团股份有限公司

2018 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行规模：不超过 10 亿元

债券期限：6 年

债券偿还方式：按年付息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对大参林医药集团股份有限公司（以下简称“大参林”或“公司”）本次拟公开发行总额不超过 10 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司在医药零售行业具有较强的竞争力及市场影响力、营业收入和利润稳定增长、经营活动现金流较为稳健，成功上市有利于增强资本实力和拓宽融资渠道；同时鹏元也关注到，新门店可能对公司业绩产生不利影响，公司存货规模较大且周转效率偏低，公司存在一定短期债务流动压力和资金压力等风险因素。

正面：

- 公司在医药零售行业具有较强的竞争力及市场影响力。截至 2018 年 6 月底，公司在全国共有 3,404 家直营连锁门店，其中已取得“医疗保险定点零售药店”资格的药店 2,629 家，覆盖广东、广西等多个省份；2017 年主营业务收入在医药零售行业排名第五；参茸滋补药材形成差异化竞争优势；“大参林”为“中国驰名商标”。
- 公司营业收入和利润稳定增长。2015 年以来，随着店面数量的增长及覆盖范围的扩大，公司营业收入及利润持续增长，2015-2017 年分别实现营业收入 52.65 亿元、62.74 亿元和 74.21 亿元，复合增长率为 18.72%；分别实现营业利润 5.48 亿元、5.78 亿元和 6.33 亿元，复合增长率为 7.52%。2018 年上半年公司实现营业收入 40.83 亿元，同比增长 16.61%；营业利润 3.81 亿元，同比增长 14.95%。
- 公司经营活动现金流较为稳健。公司主营业务收现情况较好，近年收现比在 1.16

左右。公司经营活动现金流净额较为稳健，2015-2017 年及 2018 年上半年分别为 4.69 亿元、4.96 亿元、6.40 亿元和 1.63 亿元。

- 在上交所上市有利于增强资本实力、拓宽融资渠道。2017 年 7 月 31 日，公司首次公开发行股票 4,001 万股并在上海证券交易所上市交易，募集资金净额 95,066.00 万元。公司资本实力得到增强，融资渠道得到拓宽。

关注：

- 新门店短期内难以盈利，需关注新门店对公司业绩可能产生的不利影响。2015-2017 年及 2018 年上半年公司分别新开设门店 350 家、512 家、633 家和 449 家；新开设门店需要一定时间培育，带来单店平均存货规模上升、营业收入规模下降、短期内亏损等问题，可能对公司业绩产生不利影响。
- 公司存货规模较大，周转效率偏低。截至 2018 年 6 月末，公司存货规模达 17.91 亿元，占总资产的 31.04%，存在一定跌价风险；2015 年以来存货周转效率有所下降，2015-2017 年存货周转天数达 102.37 天、111.09 天及 122.67 天。
- 存在一定短期债务流动压力。截至 2018 年 6 月末，公司流动负债合计 28.74 亿元，占负债总额的 98.98%，含短期借款、应付票据和长期借款（含一年内到期部分）在内的有息债务合计 15.98 亿元，占负债总额的 55.01%。2015 年以来公司流动比率和速动比率偏低。
- 在建项目投资规模较大，公司存在一定资金压力。截至 2018 年 6 月末公司主要在建项目计划总投资 16.80 亿元，已投资 4.90 亿元，仍需投资 11.90 亿元，由于投资规模较大，公司存在一定资金压力。

发行人主要财务指标：

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	576,904.84	582,276.40	358,012.87	265,841.50
归属于母公司所有者权益（万元）	280,576.67	275,277.49	131,739.51	102,119.04
有息债务（万元）	159,754.49	173,089.78	115,696.30	83,093.56
资产负债率	50.34%	51.87%	62.51%	61.59%
流动比率	1.31	1.35	1.10	1.18
速动比率	0.69	0.78	0.50	0.52
营业收入（万元）	408,286.24	742,119.69	627,372.20	526,548.19
营业利润（万元）	38,138.92	63,331.61	57,835.40	54,787.32

净利润（万元）	28,508.90	47,461.08	42,861.34	42,226.01
综合毛利率	41.67%	40.26%	40.22%	41.03%
总资产回报率	-	13.89%	18.93%	22.72%
EBITDA（万元）	-	81,358.77	70,687.47	66,177.20
EBITDA 利息保障倍数	-	40.17	43.06	30.21
经营活动现金流净额（万元）	16,274.11	64,038.81	49,560.12	46,858.72

注：2016 年利润表数据采用 2017 年审计报告期初值。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身系1999年2月成立的茂名市大参林医药连锁有限公司，注册资本600.00万元，出资人为柯金龙、邹朝珠及柯云峰3人，出资比例均为33.33%。2001年1月邹朝珠将其全部股权转让给柯康保¹，公司注册资本增至1,080.00万元，各股东出资比例不变，名称变更为广东大参林连锁药店有限公司。后经多次增资，至2012年底，公司注册资本增资16,490.01万元，柯云峰、柯康保、柯金龙和柯舟²分别出资29.7150%、24.2571%、29.7150%和5.4578%，其余由其近亲属及实际控制企业出资。2013年6月，由全体股东发起，以变更方式设立大参林医药集团股份有限公司，注册资本20,000.00万元，各股东持股比例不变。至2015年底公司注册资本和实收资本均为36,000.00万元，柯云峰、柯康保、柯金龙和柯舟持股比例分别为24.9980%、19.4980%、24.9980%和5.0000%。2017年7月31日，公司首次公开发行股票4,001万股并在上海证券交易所上市交易，股票代码603233.SH，发行后总股份40,001万股；发行价为每股24.72元，共募集资金98,904.72万元，扣除各项费用后募集资金净额95,066.00万元。

截至2018年6月30日，公司注册资本和实收资本均为40,001.00万元，柯云峰、柯金龙、柯康保和柯舟持股比例分别为22.50%、22.50%、17.55%和4.50%，控股股东和实际控制人为柯云峰、柯金龙和柯康保。

表1 截至2018年6月30日公司主要股东持股及质押情况（单位：股）

序号	股东	股东性质	持股数量	持股比例	质押或冻结数量
1	柯云峰	境内自然人	89,992,821	22.50%	-
2	柯金龙	境内自然人	89,992,821	22.50%	-
3	柯康保	境内自然人	70,192,821	17.55%	-
4	柯舟	境内自然人	18,000,000	4.50%	-
5	天津鼎晖嘉尚股权投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	15,840,000	3.96%	-
6	刘景荣	境内自然人	9,370,080	2.34%	-
7	宋茗	境内自然人	8,470,800	2.12%	-
8	梁小玲	境内自然人	7,950,600	1.99%	-
9	邹朝珠	境内自然人	7,482,240	1.87%	-
10	王春婵	境内自然人	7,200,000	1.80%	1,432,500

资料来源：公开资料，鹏元整理

¹邹朝珠与柯康保为夫妻关系，柯金龙、柯康保和柯云峰为兄弟关系。

²柯舟为柯康保之子。

公司为药品零售连锁企业，主要从事药品、中药饮片、参茸滋补品、保健品、医疗器械、个人护理、家居用品等商品的连锁零售业务；同时兼营批发和生产业务。截至2018年6月30日，公司合并范围有55家子公司（详见附录五）。

截至2017年12月31日，公司资产总额为58.23亿元，归属于母公司的所有者权益为27.53亿元，资产负债率为51.87%；2017年度，公司实现营业收入74.21亿元，净利润4.75亿元，经营活动现金流净额6.40亿元。

截至2018年6月30日，公司资产总额为57.69亿元，归属于母公司的所有者权益为28.06亿元，资产负债率为50.34%；2018年上半年，公司实现营业收入40.83亿元，净利润2.85亿元，经营活动现金流净额1.63亿元。

二、本期债券概况

债券名称：大参林医药集团股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过10亿元；

债券期限：6年；

债券利率：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机构（主承销商）协商确定；

付息方式：每年付息一次；

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；

转股股数确定方式：本次发行的可转换公司债券持有人在转股期内申请转股时，转股数量=可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额/申请转股当日有效的转股价格，并以去尾法取一股的整数倍。

可转换公司债券持有人申请转换成的股份须是整数股。转股时不足转换为一股的可转换公司债券余额，公司将按照上海证券交易所等部门的有关规定，在可转换公司债券持有人转股当日后的五个交易日内以现金兑付该部分可转换公司债券的票面余额及其所对应的当期应计利息。

初始转股价格：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机构（主承销商）协商确定。

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，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。修正后的转股价格应不低于该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公司股票交易均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

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：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部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机构（主承销商）协商确定。在转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定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：（1）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格不低于当期转股价格的130%（含）；（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时；

回售条款：本期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格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。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，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或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回售的权利。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价格回售给公司。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东具体优先配售比例由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）根据发行时具体情况确定，并在本次发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外和原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定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会（或董

事会授权人士)与保荐机构(主承销商)在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过10亿元(含),所募集资金扣除发行费用后拟用于投资运营中心建设项目等3个项目。

表 2 本期债券募集资金投向明细(单位:万元)

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模
运营中心建设项目	60,000.00	60,000.00
玉林现代饮片基地项目	25,000.00	25,000.00
直营连锁门店建设项目	15,000.00	15,000.00
合计	100,000.00	100,000.00

资料来源:公开资料

(一) 运营中心建设项目

项目实施主体为大参林,建设地点位于广州市荔湾区,内容为建设集物流、研发、办公、培训等功能于一体的运营中心,项目计划总投资6亿元,建设期为3年。

截至2018年6月30日,该项目已在广州市荔湾区发展和改革局备案,取得《广东省企业投资项目备案证》(投资项目统一代码:2017-440103-52-03-016865)。

(二) 玉林现代饮片基地项目

项目实施主体为广西大参林连锁药店有限公司,建设地点位于广西省玉林市,内容为建设玉林现代饮片生产基地,项目建设期为3年。项目拟投资2.5亿元,拟占地42亩,建筑面积3万平方米,建设并达产后能增加公司参茸滋补药材及中药饮片的生产能力,带来一定现金流。

截至2018年6月30日,该项目已在玉林市发展和改革委员会备案(项目代码:2018-450902-27-03-000568),并取得玉林市玉州区环境保护局《玉林市玉州区环境保护局关于玉林现代饮片基地项目环境影响报告表的批复》(玉区环项〔2018〕9号)。

(三) 直营连锁门店建设项目

项目实施主体为广西大参林连锁药店有限公司、河南大参林连锁药店有限公司,内容为新建直营连锁药店250家,项目建设期为3年。

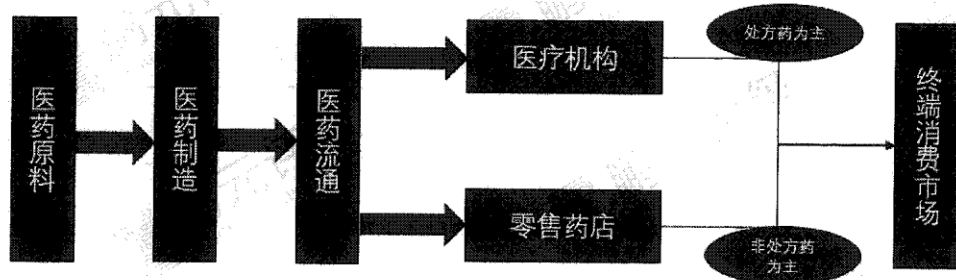
该项目新设门店主要通过租赁商铺或房产等方式开展,项目的实施不会对周围环境产生重大不良影响。截至2018年6月30日,该项目已分别在玉林市发展和改革委员会及郑州市二七区发展改革和统计局备案,项目代码分别为2018-450900-52-03-016849和2018-410103-52-03-033276。

我们关注到，募投项目的实际建设工期与前期规划可能存在偏差，能否如期完工存在不确定性；另外，受经济环境和市场竞争等因素影响，募投项目建设完工后能否产生预期收益，亦存在不确定性。

四、运营环境

我国药品流通行业市场规模稳定增长，但增长放缓；药品销售品类及区域集中度较高。我国医药行业产业链主要有医药原料、医药制造、医药流通及消费者等关键环节，医药流通包括批发和零售两种形式，上游为医药制造企业，下游为医疗机构和零售药店等。我国医药零售行业根据终端渠道，可以划分为医疗终端和零售药店，其中医疗终端占消费总量的 78%左右，以处方药销售为主，消费者自主选择权弱；而零售药店占消费总量的 22%左右，目前以 OTC 为主，消费者拥有充足的自主选择权。

图1 医药行业产业链

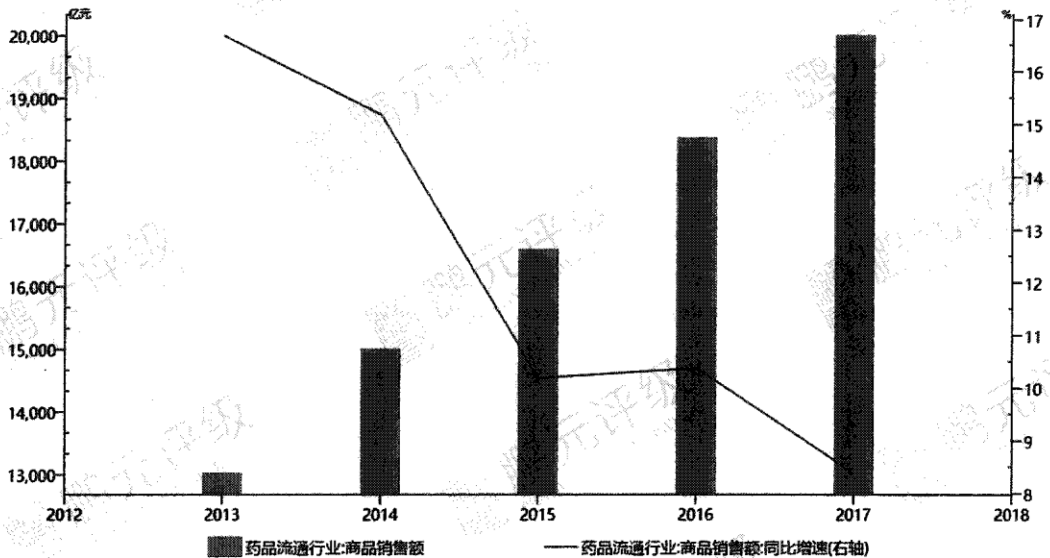


资料来源：鹏元整理

2013 年以来我国药品流通市场销售规模稳步增长，增速放缓。商务部药品流通统计系统数据显示，2017 年全国七大类医药商品销售总额 20,016 亿元³，扣除不可比因素同比增长 8.4%，增速同比下降 2 个百分点。其中，药品零售市场 4,003 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比下降 0.5 个百分点。截至 2017 年末，全国共有药品批发企业 13,146 家；药品零售连锁企业 5,409 家，下辖门店 229,224 家；零售单体药店 224,514 家，零售药店门店总数 453,738 家。

³销售总额为含税额。

图2 2013-2017年药品流通行业销售变化趋势



资料来源: Wind, 鹏元整理

从商品分类来看,目前西药类销售居主导地位,其销售额占七大类医药商品销售额的73.2%,其次为中成药类占15.0%,中药材类占3.1%,医疗器材类占4.7%,化学试剂类占1.2%,玻璃仪器类占0.1%,其他类占2.7%。据中国医药商业协会典型样本城市零售药店2017年品类销售统计,零售药店销售额中的药品类居主导地位,占零售总额的81.8%,其中西药占47.7%(化学药品占39.9%、生物制品占7.8%)、中成药占27.1%、中药饮片占7.0%;非药品销售占18.2%,其中食品(含保健食品)占10.1%,医疗器械(含家庭护理)占5.7%,而药妆品、日用品和其他商品这三类总占比不足3.0%。

从区域分布来看,经济发展水平高的地区销售额相对较大。2017年,全国六大区域销售额占全国销售总额的比重分别为:华东37.3%、中南24.8%、华北16.3%、西南12.7%、东北4.6%、西北4.3%。其中,华东、华北、中南三大区域销售额占到全国销售总额的78.4%,同比上升1.1个百分点。三大经济区药品销售额占全国销售总额的比重分别为:京津冀经济区13.9%、长江三角洲经济区22.8%、珠江三角洲经济区9.4%。2017年销售额居前10位的省市依次为:广东、北京、上海、江苏、浙江、山东、河南、安徽、四川、云南。上述省市销售额占全国销售总额的65.3%,同比上升1.1个百分点。

我国药品流通行业集中度呈提升趋势,医药电商迎来一定发展机遇,医药物流成为提升效率的关键环节

近期我国药品流通行业呈现以下运行特点:

(一) 药品批发企业销售增长有所放缓

从销售增速看，大型药品批发企业销售增速明显放缓。2017年，前100位药品批发企业主营业务收入同比增长8.4%，增速下降5.6个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入同比增长9.3%，增速下降2.9个百分点；30家区域龙头企业主营业务收入同比增长8.3%，增速下降9.8个百分点。从市场占有率来看，药品批发行业集中度略有下降。2017年，药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的70.7%，同比下降0.2个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的37.6%，同比上升0.2个百分点；30家区域龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的24.5%，同比下降0.1个百分点。

随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。数据显示，“两票制”政策迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。

表3 2017年药品批发企业主营业务收入前10名

序号	企业名称	主营业务收入（万元）
1	中国医药集团总公司	32,143,897
2	华润医药商业集团有限公司	12,640,246
3	上海医药集团股份有限公司	12,178,954
4	九州通医药集团股份有限公司	7,372,645
5	广州医药有限公司	3,839,291
6	中国医药健康产业股份有限公司	3,010,396
7	华东医药股份有限公司	2,783,182
8	南京医药股份有限公司	2,738,438
9	康德乐股份（香港）有限公司	2,630,251
10	重庆医药（集团）股份有限公司	2,110,848

注：由于统计口径不同，上表与企业财务报表数据可能存在出入。

资料来源：公开资料

（二）药品零售企业连锁率进一步提高

2017年，全国性和区域性药品零售连锁企业市场占有率较上年均有提升，零售市场集中度及零售连锁率不断提高。截至2017年11月，零售连锁率已达到50.5%，同比提高1.1个百分点。2017年销售额前100位的药品零售企业门店总数达到58,355家，占全国零售药店门店总数的12.9%；销售总额1,232亿元，占零售市场总额的30.8%，同比上升1.7个百分点。其中，6家全国龙头企业的销售总额510亿元，占全国零售市场总额的12.7%，同比上升0.9个百分点；30家区域零售连锁企业的销售总额522亿元，占全国零售市场总额的13.0%，同

比上升1.5个百分点。

“十三五”期间，医保控费、公立医院药品零差率、药占比限制、医保支付方式改革等新医改政策陆续实施，间接推动了医疗机构处方外配进程；部分区域积极探索医院处方信息、医保结算信息和药店零售信息共享，开展了门诊特病、慢病定点药店医保结算试点，直接推动患者向零售药店流动。在此背景下，以国药控股国大药房有限公司、中国北京同仁堂（集团）有限责任公司及大参林、老百姓、益丰药房、一心堂等上市公司为代表的大型零售连锁企业，积极借助资本力量加速行业兼并重组，扩大自身市场网络。同时，随着政府监管强化和市场竞争加剧，部分单体药店被迫转型，选择被大型企业收购或退出市场，也促进了零售连锁率的提升。

表4 2017年药品零售企业主营业务收入前10名

序号	企业名称	主营业务收入（万元）
1	国药控股国大药房有限公司	1,107,951
2	中国北京同仁堂（集团）有限责任公司	912,020
3	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	850,891
4	老百姓大药房连锁股份有限公司	833,313
5	大参林医药集团股份有限公司	830,838
6	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	725,001
7	益丰大药房连锁股份有限公司	560,087
8	上海华氏大药房有限公司	416,633
9	湖北同济堂药房有限公司	382,051
10	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	362,584

注：由于统计口径不同，上表与企业财务报表数据可能存在出入。

资料来源：公开资料

（三）医药电商开启资源整合的平台化发展之路

2017年，随着“互联网+药品流通”行动计划的深入推进，医药电商行业逐步进入转型升级的创新发展阶段。特别是互联网零售药A证、B证和C证审批的取消，为“互联网+药品流通”带来重大利好。2017年全国医药电商直报企业销售总额736亿元，扣除不可比因素同比增长22.5%，其中B2C业务同比增长21.4%。

（四）医药物流市场竞争明显加剧

2017年全国医药物流基础设施规模持续扩大，医药物流仓储面积同比增长14.6%，企业自有运输车辆同比增加10.5%，主要是受“两票制”、“第三方物流审批取消”等相关政策影响，传统药品批发企业和医药流通企业不断加快物流资源投入和网络布局。顺丰、中邮、京东物流等第三方物流企业也通过收购药品经营企业、与传统医药企业合作建设医药云仓等形式参与医药物流仓储业务、干线运输及落地配送业务的争夺，医药物流市场竞

争日趋激烈。

国家政策持续推进医药卫生体制改革，有利于行业的规范化和健康发展

医药行业为国家重点监管的行业之一，相关政策对行业的发展和行业内企业的运营存在较大影响。

近年来国家相继出台了《“健康中国2030”规划纲要》、《“十三五”期间深化医药卫生体制改革规划》、《全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）》等一系列政策文件，继续推动医药卫生体制改革，“医疗、医保、医药”三医联动的综合改革进入深水区。2017年5月5日国家出台的《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》明确指出，到2017年9月底，全国所有公立医院取消药品加成（中药饮片除外），同时2017年前四批200个试点城市公立医院药占比总体降到30%左右。在此政策的指导下，医院药房将逐渐转变为成本中心，甚至直接剥离或者外包，零售药店将受益于处方外流至院外销售渠道的发展趋势。2017年国务院发布的《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》明确：推进‘互联网+药品流通’，规范零售药店互联网服务，推广“网订店取”等新型配送方式，与此同时鼓励有条件的地区依托先有信息系统，开展药师网上处方审核、合理用药指导等药事服务。

2016年12月26日，国务院医改办、国家卫生计生委、食品药品监督管理总局等八部委联合发布《印发关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”。“两票制”是药品领域一项重要改革举措，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格，减轻群众用药负担。

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求以及《公司章程》的规定建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。另外，公司制定了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《独立董事制度》《监事会议事规则》等各项规章制度，并建立了《募集资金管理办法》、《内部审计制度》等一系列法人治理制度。

股东大会是公司的最高权力机构，截至2018年6月30日，柯云峰、柯金龙和柯康保先生为公司控股股东和实际控制人，持股比例分别为22.50%、22.50%和17.55%。公司董

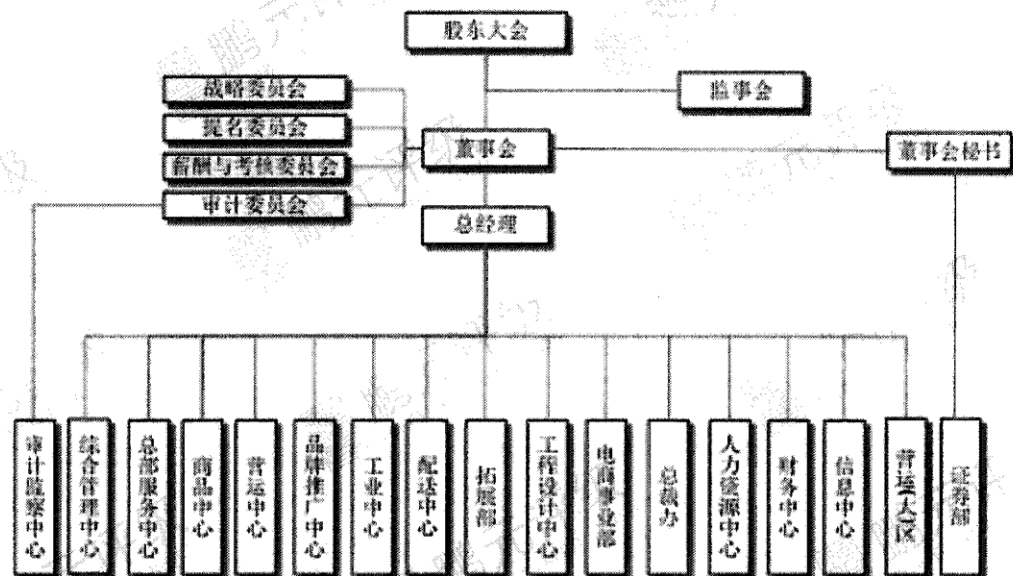
事会由股东大会和职工代表大会选举产生，对股东大会负责。公司董事会由 7 名董事构成，其中包括独立董事 3 人，设董事长 1 人，现任董事长为柯云峰先生。公司董事会下设审计委员会、战略委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会。

公司监事会由 3 名监事组成，其中包括职工代表监事 1 名，设监事会主席 1 人。公司监事能够按照《监事会议事规则》的要求认真履行职责，诚信、尽责地对公司财务状况、重大事项的合法、合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益。

根据《公司章程》，公司设总经理 1 人，由董事会聘任或解聘；副总经理若干人，由董事会聘任或解聘；财务总监 1 人，由董事会聘任或解聘；董事会秘书 1 人，由董事会聘任或解聘；公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。公司总经理每届任期 3 年，连聘可以连任，对董事会负责；副总经理、财务总监由总经理提名并由董事会聘任或解聘，对总经理负责；董事会秘书对董事会负责，应当由公司董事、总经理、副总经理或财务总监担任。

公司根据现代企业制度的要求和自身经营管理需要构建了内部组织架构，如图 3 所示。公司总经理以下设置综合管理中心、总部服务中心、商品中心、营运中心和品牌推广中心等职能部门。

图 3 截至 2018 年 6 月 30 日公司组织结构图



资料来源：公司提供

人员方面，截至 2018 年 6 月 30 日，公司拥有在职员工 20,916 人。公司员工以销售人员、行政人员和配送人员居多，本科及以上学历共计 1,514 人。

表 5 截至 2018 年 6 月 30 日公司人员构成情况

专业构成		教育程度	
类别	人数	类别	人数
生产人员	489	本科及以上	1,514
销售人员	17,489	大专	5,397
技术人员	116	中专	10,350
财务人员	328	高中及以下	3,655
行政人员	1,544		
配送人员	950		
合计	20,916	合计	20,916

资料来源：公司提供

公司根据《劳动法》等有关法规制定了《公司薪酬管理制度》，员工薪酬按照岗位、类别及职责的不同存在一定差异。其中，门店员工薪酬由固定项、奖励工资、职务工资及各项补助等四部分构成；行政类、后勤类、财务类、营运类、拓展类、质量管理类、采购类等员工薪酬包括固定项、岗位工资、福利津贴、奖金。公司坚持重要岗位内部培养为主的原则，通过建立有效的晋升机制，并通过轮岗锻炼、定向培养等模式，为优秀的基层管理人员提供上升通道，满足公司中高层管理人才需求。通过内部的店长储备、班长培训班及与各大院校合作培养，满足公司基层管理人才需求。

公司坚持“聚焦两广，全国扩张”的发展战略。公司以医药零售为业务核心，通过批发分销、生产制造、零售智能等为零售业务获得更好的优势，打造核心竞争力。通过自建加并购的方式来完善门店网络布局，力争 3-5 年覆盖全国大部分省份。公司在不断夯实传统业务的同时，重点发展“承接处方外流、中医医疗、医药电商、O2O、DTP/DTC 专业药房”等行业新的业务，以保持持续发展与竞争力。

六、经营与竞争

公司为药品零售连锁企业，主要从事药品、中药饮片、参茸滋补品、保健品、医疗器械、个人护理、家居用品等商品的连锁零售业务；同时兼营批发和生产业务。2015-2017 年及 2018 年上半年公司分别实现主营业务收入 51.53 亿元、61.54 亿元、72.54 亿元和 40.00 亿元，主要来自药品及非药品的零售业务，其占比在 98% 以上，而批发业务规模相对较小。公司主营业务毛利率水平相对稳定。

公司主营中西成药、参茸滋补药材、中药饮片和非药品四大类商品，2015 年以来各类商品销售收入规模持续增长，除中药饮片毛利率波动稍大以外，其他商品毛利率相对稳定。

保健品、医疗器械等非药品毛利率水平相对较高，在50%以上；其次是参茸滋补药材，毛利超过40%；中西成药毛利率35%左右；中药饮片毛利率相对偏低，在26%-31%之间。

表 6 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-6月		2017年		2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
中西成药	249,514.57	35.68%	466,040.09	35.00%	386,563.47	35.50%	307,176.62	35.79%
参茸滋补药材	53,502.03	42.22%	102,279.37	40.28%	88,008.81	40.43%	82,184.01	40.68%
中药饮片	10,636.85	30.35%	20,291.98	29.35%	15,507.06	26.26%	12,112.04	26.97%
非药品	86,337.14	54.46%	136,768.15	52.48%	125,350.64	50.67%	113,782.03	51.16%
主营业务合计	399,990.59	40.47%	725,379.60	38.88%	615,429.98	39.06%	515,254.70	39.76%
其中：零售	393,767.22	40.93%	717,476.76	39.17%	607,681.37	39.36%	510,033.47	39.93%
批发	6,223.37	10.76%	7,902.84	12.93%	7,748.61	15.82%	5,221.23	22.88%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在医药零售行业具有较强的竞争力及市场影响力

公司主要通过直营零售药店从事药品和其他商品的销售。公司一直专注于中西成药、参茸滋补药材、中药饮片、保健品、医疗器械及其他商品的直营连锁零售业务，是全国规模较大的大型医药零售企业。公司坚持以直营连锁门店为核心的经营策略，在深入开发和巩固华南市场的基础上，业务范围逐渐向其他省市拓展。截至2018年6月底，公司在全国共有3,404家直营连锁门店，已取得“医疗保险定点零售药店”资格的药店2,629家，已覆盖广东、广西、福建、浙江、江西和河南等多个省份。公司在华南地区竞争优势明显，目前在广东省内2,351家，覆盖多数地级市，并已经覆盖大部分的县城；在广西省内521家直营门店，覆盖多数地级市。另外，公司在江西、河南、福建和浙江四省共有直营门店532家；其中河南省374家直营门店，覆盖漯河、安阳、濮阳和郑州等多个城市；江西省直营门店107家；福建和浙江各有40家和11家门店。2015-2017年，公司零售收入分别为51.00亿元、60.77亿元和71.75亿元。根据商务部发布的《药品流通行业运行统计分析报告2017》，2017年全国药品零售企业销售总额排名中公司位列第五。而中国连锁经营协会发布的“中国连锁百强”排行榜显示，公司2012年以来连续入围，蝉联零售药店行业第一名。

公司除经营实体门店外，还通过天猫、京东商城、1号店等电子商务平台拓展网上销售渠道，满足消费者的网上购药需求；通过中医馆、中医坐堂+药方等途径拓展业务渠道，通过建立DTP立DTP药房与拓展院边店，与临床工业深度合作，2017年公司新增118家院边店，取得一定成效。

经过多年发展，公司已建立完善的商品供应体系和物流体系，已与两千余家国内外供应商保持了长期稳定的合作关系，销售商品数千种。公司在广州、茂名、顺德、江门、玉

林、郑州和东莞等地建立了物流配送中心，仓储面积超过11万平方米，物流自给程度较高，可覆盖主要业务区域，可快速响应所辖地区商品采购及门店配送需求。

公司立足华南地区，自设立以来就契合华南地区消费者对滋补养生产品的需求，重点发展参茸滋补药材特色业务，形成了差异化竞争优势。公司参茸滋补药材以自有品牌为主，外部品牌为辅，覆盖高中低各档次产品，近年来相关产品销售收入持续增长。2015-2017年公司分别实现参茸滋补药材销售收入8.22亿元、8.80亿元和10.23亿元，对主营业务收入的贡献在14%左右。

公司不断提升品牌影响力，建立一套成熟的会员管理体系，通过对会员进行细分管理，加大对会员各项活动的投入，提升会员满意度；积累了大量的优质、忠诚度高的顾客。2010年3月，“大参林”被广东省工商局授予“广东省著名商标”称号；2014年9月，“大参林”获批“中国驰名商标”。

公司门店标准化程度高、可复制性强，2015年以来门店数量及收入规模快速增长，但新门店短期内难以盈利，需关注新开设门店对公司业绩可能产生的不利影响

经过多年的探索和发展，公司形成了门店选址、门店装修、商品陈列、店员培训、新店运营评估、门店运营、销售管理、顾客服务管理、财务管理、组织建设、市场分析、绩效督导等相关的标准化制度与流程，在此基础上，公司拓展部通过目标市场、商圈分析和标准化门店筹建，实现门店的快速复制。扩张模式方面，公司采用自建门店与并购整合结合的方式推进。

管理方面，公司始终坚持标准化基础管理，围绕购物环境管理、商品管理、人员管理、商圈管理、顾客管理的标准化体系不断完善与加强；通过对老门店进行整体形象的升级改造，扩大品牌影响的同时，吸引新的客流。目前，科学的标准化体系已成为公司快速复制与提升单店业绩的重要支柱。

为加快公司业务发展，2015年至2018年6月期间，公司通过参股收购、控股收购和资产收购等方式进行横向并购，扩充门店数量，获取网点和顾客等资源。公司陆续参股了贵州一树连锁药业有限公司和内蒙古惠丰堂大药房连锁有限公司等5家公司，通过受让取得部分股权（不构成控股权）；控股收购许昌市保元堂大药房连锁有限公司、江西众康大药房有限公司、济源心连心大药房连锁有限公司等5家公司；收购珠海市正康益民医药有限公司、安阳千年健医药连锁有限公司等企业及陈艳辉、曾春妩等个人持有的零售药店相关资产。以上收购事项主要发生在2016年以后，公司对投资标的整合需要一定时间，江西、河南等地部分新收购门店已取得较好业绩，但由于整合时间较短等原因，仍有部分收购门店经营业绩有待观察。

2015年以来，公司直营连锁门店数量呈快速增长态势，2015-2017年及2018年上半年分别新开设门店350家、512家、633家和449家，新开设门店集中在广东、河南和广西等地；而关闭门店数量分别为31家、24家、57家和30家。至2018年6月末，门店总数达到3,404家，其中广东省占比69%，省外占比逐渐提高至超过30%。

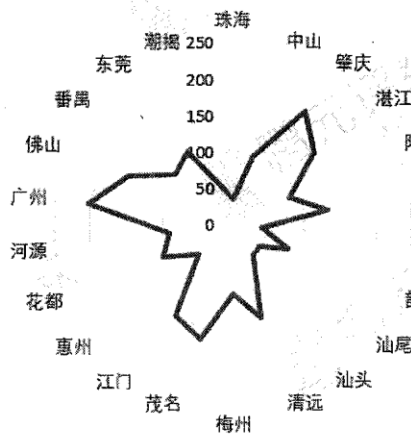
表 7 截至 2018 年 6 月 30 日公司各区域门店数量

区域	门店数量（家）	占比
广东省	2,351	69.07%
广西省	521	15.31%
河南省	374	10.99%
江西省	107	3.14%
福建省	40	1.18%
浙江省	11	0.32%
合计	3,404	100.00%

资料来源：公司提供

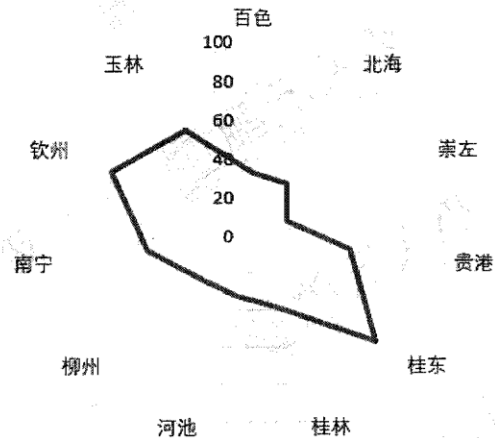
截至2018年6月末公司在广东和广西两省的门店分布如图4和图5所示，在广东省多个区域的门店数量超过百家，已具备一定的规模优势。另外河南等地的市场拓展也取得较好成效。2017年公司在华南地区实现零售收入65.64亿元，同比增长15.66%；华中地区实现零售收入5.10亿元，同比增长46.48%；华东地区实现零售收入1.80亿元，同比增长37.27%。

图 4 广东省内门店分布图



资料来源：公司提供，鹏元整理

图 5 广西省内门店分布图



资料来源：公司提供，鹏元整理

受门店数量、经营时间及区域经济水平等多重因素影响，公司零售收入分布具有将强的区域性。广东省对公司零售收入贡献为80%左右，门店平均零售收入较高；广西省对公司零售收入贡献为10%左右；广西、河南等五省门店平均零售收入相对偏低，但增长较快。

表 8 公司 2017 年分区域经营情况（单位：万元）

区域	营业收入(万元)	同比增长	毛利率	同比变动
华南地区	656,410.21	15.66%	39.02%	减少 0.07 个百分点
华中地区	50,991.04	46.48%	35.36%	减少 1.54 个百分点
华东地区	17,978.36	37.27%	43.57%	减少 0.13 个百分点
合计	725,379.60	17.87%	38.88%	减少 0.18 个百分点

资料来源：公司 2017 年年度报告

公司每年均有一定数量的门店关闭，2015-2017年及2018年上半年关闭的门店数量分别为31家、24家、57家和30家。关闭门店的原因包括商圈变化、业绩未达预期、经营面积不符合医保政策公司主动调整，租金上涨过快或者租赁到期以及城市拆迁改造等。若门店发生搬迁或关闭情况，原有顾客可引导到附近门店；公司门店装修风格统一，相关货物和资产可以快速转移并重新利用。因此，少量门店关闭对公司的经营影响有限。

从单个门店的存货、营业收入、毛利率和利润总额等经营指标来看，公司各门店经营情况受经营时间及区域等因素影响较大。另外，公司通过并购获得的部分门店与自有门店相比在商品结构上存在一定差异，对经营指标有一定影响。整体上，老店（非当年新开门店）平均营业收入明显高于当年新开门店；老店盈利情况较好，而新店受营业时间短及处于拓展期等因素影响普遍存在亏损情况，利润总额为负；老店与新店毛利率较为接近；老店平均存货账面价值普遍高于新店。广东省为公司传统优势区域，老店平均营业收入普遍高于广东省外区域；广东省内老店门店平均利润总额明显高于省外；广东省内和省外门店的毛利率水平较为接近；广东省内老店平均存货水平普遍高于省外，新店则比较接近。

近年来，由于公司门店数量快速增长，新开门店在次年计入老店，对整体经营指标产生一定不利影响，如单店平均存货规模上升、营业收入规模下降、短期内亏损等。需关注新增门店对公司业绩可能产生的不利影响。

公司门店多通过租赁取得，目前全国范围内房地产价格普遍处于上行周期，门店租金面临上升压力；另外，受通胀水平等因素影响，人工成本面临持续的上升压力。整体而言，租金及人力成本面临上升压力，不利于公司的成本控制。

公司现金回款能力强，但部分地区医保卡结算周期相对较长，可能对公司运营效率造成一定影响

公司门店零售业务结算方式包括现金、银联卡、医保卡、微信和支付宝等。其中现金、银联卡、微信和支付宝等渠道现金回流较快，微信、支付宝等移动支付渠道对现金和银联卡有一定替代作用，现金结算比例呈明显下降趋势；医保卡结算比例相对稳定，但部分地区医保卡采取定期结算方式，结算周期相对较长，回款时间有一定不确定性。2017年医保

卡结算规模达19.84亿元，占零售业务收入的27.76%，可能对公司运营效率造成一定影响。

公司电子商务业务发展不畅，目前对整体业绩影响较为有限

公司除经营实体门店外，还通过天猫、京东商城、1号店、淘宝和官方商城等电子商务平台进行药品等商品的销售，2015年以来推广力度不断加大，但实际效果并不理想，销售收入未见增长，该业务持续小幅亏损。中老年群体是药品的重要消费主体，但其对互联网消费的使用频率相对较低，也在一定程度上限制了药品电子商务的发展。整体上，目前电子商务业务对公司业绩的影响较为有限。

医药批发业务稳定增长，但规模较小且毛利率呈下降趋势

医药批发业务，公司主要采取“从供应商集中采购产品，向子公司及第三方批发”的模式，品种以自有品牌、代理品牌为主。公司医药批发业务占主营业务收入的比重较低，不到2%。2015-2017年及2018年上半年公司分别实现医药批发业务收入5,221.23万元、7,748.61万元、7,902.84万元和6,223.37万元，呈稳定增长态势，受客户结构等因素影响，毛利率则呈下降趋势。

公司对前五名客户销售为批发业务，与高州市人民医院和江西华尔康药业有限公司等客户合作较为稳定。公司对主要批发客户授予30-360天不等的信用期，形成一定规模应收账款。

表9 公司历年前五名客户销售情况（单位：万元）

年度	前五名客户销售金额合计	占营业收入比重
2018年上半年	4,014.88	0.98%
2017年	5,605.22	0.76%
2016年	6,174.23	0.99%
2015年	4,045.42	0.77%

资料来源：公司提供

参茸滋补药材采取自营和代理结合的方式，销售规模稳定增长，毛利率较高

公司部分参茸滋补药材及中药饮片为自行生产，由子公司广东紫云轩中药科技有限公司（以下简称“广东紫云轩”）和广州紫云轩药业有限公司（以下简称“广州紫云轩”）负责，在采购中药材的基础上进行物理加工，生产环节主要为净制（挑选、分拣，除去杂质和不合格品）、干燥、包装，较为简单。产能不足时公司可通过向广东华韩药业有限公司（以下简称“华韩药业”）等企业定制采购。2016年因子公司佛山紫云轩药业有限公司停产、广州紫云轩尚未投产，广东紫云轩产能不足以完全满足参茸滋补药材产品加工的需要，公司通过华韩药业定制生产参茸滋补药材产品。2017年2月，广州紫云轩投产，公司不再通过华韩药业定制生产参茸产品，自有品牌“紫云轩”规模及占比逐渐提升。

对于参茸滋补药材及中药饮片，原材料通过供应商集中采购，价格随市场行情波动，公司在采购价格或者库存价格的基础上，考虑包装材料和人工等成本因素，确定商品销售价格。生产方面，公司根据市场需求调整生产计划，具有一定增产的空间。

整体上，参茸滋补药材在华南地区市场认可度较高，公司2015-2017年分别实现参茸滋补药材销售收入8.22亿元、8.80亿元和10.23亿元，对主营业务收入的贡献为14%左右，毛利率维持在40%以上。

公司与主要供应商合作较为稳定，集中度有所上升

采购方面，公司设置商品中心，全面负责新品开发、品种优化、商品采购及规划、库存管理、价格管理、促销管理等。公司对商品采购实施分类管理模式，商品中心下设药品、非药品、医疗器械、自有品牌、中药参茸、物资和供应等子部门，具体执行各类商品的采购。目前采用统一采购与地区采购相结合的方式。

公司采购流程包括顾客需求分析、供应商选择与谈判、签订采购合同、下达采购订单和商品配送入库等关键环节。公司供应商主要为医药工业企业和医药流通企业，目前合作供应商覆盖国内外主要制药企业和流通企业，如拜耳医药、西安杨森、扬子江药业、哈药集团、康美药业、广药集团和九州通等。

公司主要参考市场价格，并对比同类商品不同供应商的报价，通过与供应商进行商务谈判等方式确定最终的采购价格。为规范商品供应的价格管理，确保商品价格的稳定、平价，公司通过制度规范年度比价、月度比价、单品每批进价比价和地区采购比价等流程。结算方式根据采购商品的不同有所差异。对定制生产及部分代理产品、畅销产品，采取预付款形式；其他产品采用货到付款或者信用期付款；除货到付款、信用期付款外，部分商品采取实销实结（以当月实际销量为付款标准）的付款方式。

公司近三年及一期与五大供应商合作情况如表10所示，与广州医药集团有限公司、九州通和国药控股股份有限公司等大型医药制造及流通企业合作较为稳定。

表 10 公司前五名供应商采购情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	占年度采购总额比重
2018年 1-6月	广州医药集团有限公司	34,629.96	12.28%
	九州通医药集团股份有限公司	32,437.35	11.50%
	国药控股股份有限公司	23,660.67	8.39%
	广东省医药集团有限公司	9,071.68	3.22%
	江西福临门医药有限公司	6,592.09	2.34%
	合计	106,391.74	37.73%
2017年	广州医药集团有限公司	64,250.42	12.66%

	国药控股股份有限公司	39,167.89	7.72%
	九州通医药集团股份有限公司	24,371.64	4.80%
	江西天草药业有限公司	13,154.21	2.59%
	东阿阿胶股份有限公司	12,143.86	2.39%
	合计	153,088.03	30.16%
2016年	广州医药集团有限公司	56,581.32	13.41%
	国药控股股份有限公司	35,684.38	8.46%
	九州通医药集团股份有限公司	22,364.61	5.30%
	东阿阿胶股份有限公司	11,743.34	2.78%
	创美药业股份有限公司	10,685.04	2.53%
	合计	137,058.69	32.48%
2015年	广州医药集团有限公司	48,242.64	13.55%
	国药控股股份有限公司	27,143.37	7.62%
	广东省医药集团有限公司	24,265.39	6.81%
	九州通医药集团股份有限公司	17,268.43	4.85%
	创美药业股份有限公司	10,552.74	2.96%
	合计	127,472.57	35.80%

注：广州医药集团有限公司为广州市人民政府控股企业，广东省医药集团有限公司最终控制人为广东省国资委。

资料来源：公司提供

另外，公司与供应商签订的年度购销合同中，通常约定返利条款，满足采购量等标准后可获得一定返利。公司收到返利冲减相应的销售成本并减少当期增值税进项税金。2015年以来，整体返利规模较小，影响有限。

公司配送体系较为完善，目前仓库租赁比例较高，存在自建仓库的需求

物流配送方面，公司设置配送中心，负责采购商品入库、分拣配送和仓库管理等工作。公司一般按照“一周两次”的频率对门店进行配送，对销售规模较大的门店采取“一周三次”的配送频率。为提高配送效率、降低差错率，公司2015年启用Oracle系统进行销存管理，提供配送体系的信息化管理水平。

公司对于配送中心（仓库）的总体布局规划原则为：各运营大区原则上需配备1-2处仓库；仓库配送半径控制在300公里以内；按门店年销售8万元配备1平方米的仓库建设和规划物流体系；地区仓库规模适当控制，但预留未来3-5年的发展需求；总体上采取先租后建的模式。截至2018年6月30日，公司共投入使用20处仓库，全部通过租赁取得，面积合计11.98万平方米，可覆盖广东、广西、河南、福建和浙江等地。公司即将新增的自建配送中心有3处，分别位于广西玉林市、河南漯河市和河南省郑州市，可分别覆盖广西全境及河南全境，计划新增仓储面积3.43万平方米。

表 11 截至 2018 年 6 月 30 日公司在使用的仓库详情（单位：平方米）

序号	仓库地址	面积	业态	可配送区域
1	广州市荔湾区龙溪大道 410-2 号	27,943	租赁	广州、佛山、肇庆、番禺、韶关、清远、花都、梅州、汕头、汕尾、潮州
2	佛山市顺德区大良街道办事处古鉴村委会银翔路 5 号 3 楼场所	3,636	租赁	广州、中山、珠海、东莞、顺德、番禺、佛山
3	佛山市顺德区大良街道办事处古鉴村委会银翔路 5 号 2 楼场所	3,636	租赁	广州、中山、珠海、东莞、顺德、番禺、佛山
4	东莞市石排镇黄家坐村《东莞市立成电线有限公司》全部厂房产	16,337	租赁	广州、花都、深圳、河源、东莞、惠州、汕尾、番禺
5	江门市蓬江区荷塘镇同裕路 580 号 1、2、3 幢	11,398	租赁	广州、番禺、江门、中山、珠海、佛山、肇庆
6	茂名市站前一路南侧 40、42 号	12,820	租赁	茂名、湛江、阳江、江门、肇庆
7	梧州市工业园区三路 54 号三层	2,500	租赁	梧州、贺州、桂林、贵港、南宁、北海
8	梧州市工业园区三路 54 号一层厂房	510	租赁	梧州、贺州、桂林、贵港、南宁、北海
9	玉林市二环东路东侧经济开发区东区标准化厂区 3#楼的二、三楼	3,283	租赁	玉林、北海、贵港、南宁
10	玉林市二环东路东侧经济开发区东区标准化厂区 3#楼的四楼	1,741	租赁	玉林、北海、贵港、南宁
11	漯河市源汇区交通路 112 号	1,400	租赁	漯河地区
12	郑州市惠济区师家河村师马路南	5,232	租赁	郑州、新密、巩义、濮阳
13	许昌市经济技术开发区屯里路许昌元化生物科技有限公司院内	1,080	租赁	许昌
14	河南省安泰医药有限公司院内	600	租赁	安阳
15	福建福州市仓山区金山桔园洲工业区台江工业园 5#楼二层、三层	2,380	租赁	福建
16	温州市龙湾区瑶溪街道泮底村	1,650	租赁	浙江
17	清远市清城西五十号区荷兴工业小区	16,411	租赁	韶关、清远、花都、肇庆等
18	南昌市青山湖区东升大道 2688 号	5,023	租赁	江西
19	玉林市二环东路东侧经济开发区东区标准化厂区 4#楼的四楼	1,741	租赁	玉林、北海、贵港、南宁
20	安阳市文峰区	470	租赁	安阳

资料来源：公司提供

表 12 公司即将新增的配送中心详情（单位：平方米）

仓库地址	面积	进展	业态	可配送区域
玉林市玉州区玉林中医药健康产业园	15,243	土建基本完成，预计 2018 年 8 月开仓	自建	广西全境
漯河市沙澧产业集聚区	13,440	土建完成 80%，预计 2018 年 10 月开仓	自建	河南全境
郑州市经开区联东 U 谷物流园内	5,597.47	已进场装修，预计 2018 年 10 月开仓	购买物业	郑州、新密、巩义、濮阳

资料来源：公司提供

在建项目投资规模较大，公司存在一定资金压力

截至2018年6月末公司有中山可康厂房和漯河产业园等6个主要在建项目，其中中山可康厂房、玉林中药饮片项目和枣庄阿胶厂房建成后将承载公司中药饮片、阿胶等医药生产业务；漯河产业园和玉林现代物流中心为配送中心，承载河南和广西两地的物流配送职能，运营中心建设项目为新建办公楼。在建项目资料来源于自有资金、募集资金及长期借款等途径。截至2018年6月30日公司主要在建项目计划总投资16.80亿元，已投资4.90亿元，仍需投资11.90亿元，由于投资规模较大，公司存在一定资金压力。

表 13 截至 2018 年 6 月 30 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设内容	计划总投资	已投资	仍需投资	预计工期	后续资金安排
中山可康厂房	药厂	35,000.00	27,967.00	7,033.00	3 年	长期借款及自有资金
漯河产业园	配送中心	3,000.00	1,907.10	1,092.90	2 年	自有资金
玉林中药饮片项目	药厂	25,000.00	1,356.32	23,643.68	3 年	自有资金、拟募集资金
枣庄阿胶厂房	药厂	30,000.00	175.64	29,824.36	3 年	自有资金
玉林现代物流项目	配送中心	15,000.00	3,179.40	11,820.60	3 年	自有资金、募集资金
运营中心建设项目	办公楼	60,000.00	14,445.80	45,554.20	3 年	拟募集资金
合计	-	168,000.00	49,031.26	118,968.74	-	-

资料来源：公司提供

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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年审计报告及2018年半年度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2015-2017年末及2018年6月末公司合并范围分别有40家、47家、53和55家子公司，合并范围变更主要由外部并购及新设子公司所致。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，但存货占比较大，存在一定跌价风险

近年来公司业务规模扩大的同时总资产规模快速增长。2015-2017年末公司总资产由26.58亿元增至58.23亿元，复合增长率为48.00%。2018年6月末公司总资产规模为57.69亿

元。公司经营模式相对稳定，以流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产等构成。由于公司主业为零售业务，货币资金规模较大，2017年末货币资金余额10.82亿元，大幅增长主要系首次公开发行股份收到募集资金所致，其中受限的其他货币资金4.90亿元，含4.86亿元银行承兑汇票保证金和少量工程保障金。公司应收账款主要系对医院等大客户销售以及医保卡结算产生，整体规模呈增长态势；2017年末应收账款余额2.60亿元，其中1年以内的占比98.48%；按欠款方归集的期末余额前五名账面余额合计0.99亿元，占比38.27%。公司其他应收款包含门店备用金、除门店备用金之外的其他各类备用金及押金、员工借支往来款、保证金和其他款项，整体规模呈增长态势；2017年末按欠款方归集的期末余额前五名款项分别为购买土地的履约保证金、收购保证金、租赁押金、退货款和往来款，余额合计数占比13.72%。公司存货规模较大且随业务规模的快速增长，2017年末存货余额17.19亿元，对库存商品计提290.03万元跌价准备后账面价值为17.17亿元；其中库存商品账面价值16.25亿元，占存货账面价值的比重为94.68%；其余为原材料、发出商品及低值易耗品。截至2018年6月末，公司存货规模仍达17.91亿元，占总资产的31.04%，存在一定跌价风险。公司其他流动资产包括待摊租金、留抵进项税、预缴所得税、其他待摊费用和理财产品等，2017年末其他流动资产7.63亿元，其中理财产品6.80亿元。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年6月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	118,136.39	20.48%	108,150.15	18.57%	66,844.78	18.67%	52,668.64	19.81%
应收账款	24,721.53	4.29%	24,656.40	4.23%	20,681.30	5.78%	11,091.23	4.17%
其他应收款	21,045.81	3.65%	16,075.46	2.76%	11,694.33	3.27%	9,369.16	3.52%
存货	179,088.44	31.04%	171,658.68	29.48%	130,475.92	36.44%	101,004.04	37.99%
其他流动资产	27,667.55	4.80%	76,295.10	13.10%	7,153.82	2.00%	4,370.87	1.64%
流动资产合计	377,007.69	65.35%	405,488.14	69.64%	240,436.54	67.16%	181,570.38	68.30%
固定资产	76,163.80	13.20%	71,033.44	12.20%	37,565.86	10.49%	30,202.00	11.36%
在建工程	13,149.35	2.28%	9,121.98	1.57%	24,949.74	6.97%	24,956.27	9.39%
无形资产	25,547.03	4.43%	11,412.05	1.96%	6,710.24	1.87%	6,385.21	2.40%
商誉	22,847.13	3.96%	16,179.92	2.78%	12,579.92	3.51%	1,416.03	0.53%
长期待摊费用	38,254.44	6.63%	35,049.72	6.02%	25,721.84	7.18%	19,079.61	7.18%
其他非流动资产	10,440.90	1.81%	22,898.72	3.93%	3,965.85	1.11%	1,341.03	0.50%
非流动资产合计	199,897.16	34.65%	176,788.26	30.36%	117,576.34	32.84%	84,271.12	31.70%
资产总计	576,904.84	100.00%	582,276.40	100.00%	358,012.87	100.00%	265,841.50	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产包括固定资产、在建工程、无形资产、商誉、长期待摊费用和其他非流动资产等。公司固定资产主要为房屋及建筑物和设备等，2017年末账面价值2.49亿元的房屋及建筑物暂未办妥产权证书。在建工程主要为尚未完工的厂房、产业园和仓库等项目。商誉为对外并购形成，2017年末由并购江西大参林众康连锁药店有限公司等单位形成的商誉合计1.62亿元，经减值测试未计提减值准备；2018年6月末公司商誉账面价值增至2.28亿元，占总资产的3.96%，主要为收购信阳、济源和赣州等地的门店所致。公司长期待摊费用主要为门店装修款、办公楼及仓库装修款以及门店转让费等；其他非流动资产含预付固定资产购置款及装修工程款、预付土地出让金、预付长期租金和预付投资收购款等款项。

整体来看，公司资产规模快速增长，结构较为稳定，但存货规模较大，存在一定跌价风险，商誉存在一定减值风险。

资产运营效率

公司应收账款周转效率较高，但存货周转效率偏低，使得整体资产运营效率有所降低

公司主营业务为医药零售，收现情况较好；分销等业务规模较小，形成的应收账款规模不大，因而应收账款周转效率较高。公司存货规模较大，店面周转周期合并仓库存储及物流周期后周转效率偏低，且2015年以来存货周转效率有所降低，2017年存货周转天数达122.67天。与供应商结算方面，公司对定制生产及部分代理产品、畅销产品采用预付款方式；其他产品采用货到付款或者信用期付款；部分采取实销实结的付款方式。整体来看，公司应付账款可以获得相对稳定的账期，考虑票据后的应付账款周转天数较长。受以上因素影响，公司净营业周期较短。另外，随着资产规模的快速增长，流动资产、固定资产和总资产周转效率有不同程度的下滑。

与同行业上市公司相比，公司考虑票据后的应收账款周转效率较高，存货周转效率较低，而考虑票据后的应付账款周转效率偏低，净营业周期较短。

表 15 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数（考虑票据）	11.00	9.12	7.39
存货周转天数	122.67	111.09	102.37
应付账款周转天数（考虑票据）	146.83	127.48	128.78
净营业周期	-13.17	-7.27	-19.02
流动资产周转天数	156.67	121.08	119.79
固定资产周转天数	26.34	19.44	19.69
总资产周转天数	228.07	178.99	171.73

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

表 16 同行业上市公司主要运营效率指标（单位：天）

证券代码	股票简称	应收账款 周转天数	存货周转 天数	应付账款 周转天数	净营业周期
002727.SZ	一心堂	23.53	119.13	127.61	15.05
603233.SH	大参林	11.00	122.67	146.83	-13.17
603883.SH	老百姓	33.29	93.04	109.92	16.40
603939.SH	益丰药房	22.04	93.31	139.22	-23.87

注：上表应收账款周转天数和应付账款周转天数均考虑了票据因素。

资料来源：Wind，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入及利润稳定增长，毛利率水平相对稳定，盈利能力较好

2015年以来，随着店面数量的增长及覆盖范围的扩大，公司营业收入及利润持续增长，2015-2017年分别实现营业收入52.65亿元、62.74亿元和74.21亿元，复合增长率为18.72%；分别实现营业利润5.48亿元、5.78亿元和6.33亿元，复合增长率为7.52%；营业利润率有所下滑。公司期间费用以销售费用为主，2015年以来规模持续增长，期间费用率略有提升；公司综合毛利率水平相对稳定；总资产回报率和净资产收益率呈下降趋势；营业收入增长率相对稳定，净利润增长率波动较大。

2018年上半年公司实现营业收入40.83亿元，同比增长16.61%；营业利润3.81亿元，同比增长14.95%；净利润2.85亿元，同比增长15.07%；综合毛利率、期间费用率和营业利润率略有提高。

表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
营业收入	408,286.24	742,119.69	627,372.20	526,548.19
销售费用	110,676.04	192,305.64	156,575.81	129,159.80
营业利润	38,138.92	63,331.61	57,835.40	54,787.32
利润总额	38,366.13	63,457.59	57,747.15	55,420.77
净利润	28,508.90	47,461.08	42,861.34	42,226.01
综合毛利率	41.67%	40.26%	40.22%	41.03%
期间费用率	31.84%	30.93%	30.12%	29.81%
营业利润率	9.34%	8.53%	9.22%	10.40%
总资产回报率	-	13.89%	18.93%	22.72%
净资产收益率	-	22.90%	36.27%	52.91%
营业收入增长率	16.61%	18.29%	19.15%	15.85%

净利润增长率	15.07%	10.73%	1.50%	36.95%
--------	--------	--------	-------	--------

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告期初值。

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流较为稳健，由于对外并购等投资活动支出较多，对外部融资有一定的需求

公司主营业务为医药零售，终端客户多为个体消费者，收现情况较好，近年收现比在 1.16 左右。随着业务规模的扩大，经营活动收现规模相应增长，公司经营活动现金流净额稳定增长。

投资活动方面，近年来支出规模较大且增长较快，一方面是循环购买理财产品导致资金流动；另一方面是建设厂房、仓库等固定资产投资支出较多；另外外部并购及股权投资支出较多。整体而言，投资活动现金持续净流出。

筹资活动方面，2015 年筹资活动现金净流出主要系偿债支出增加所致；2016 年筹资活动现金净流入；2017 年由于首次公开发行股票筹资活动现金大幅净流入。在业务向全国扩张的战略背景下，公司未来投资活动现金可能继续净流出，对外部融资仍有一定的需求。

表 18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	1.15	1.16	1.15	1.16
销售商品、提供劳务收到的现金	471,225.05	859,051.02	722,023.31	610,822.11
收到其他与经营活动有关的现金	50,473.99	36,631.91	30,223.97	38,839.48
经营活动现金流入小计	521,699.03	895,682.93	752,247.28	649,661.59
购买商品、接受劳务支付的现金	295,460.72	503,670.47	434,211.11	378,377.88
支付其他与经营活动有关的现金	98,922.58	137,546.88	111,661.30	92,599.10
经营活动现金流出小计	505,424.92	831,644.12	702,687.16	602,802.87
经营活动产生的现金流量净额	16,274.11	64,038.81	49,560.12	46,858.72
投资活动产生的现金流量净额	17,639.02	-142,963.02	-42,541.11	-20,547.02
筹资活动产生的现金流量净额	-20,138.70	106,143.18	1,171.57	-25,516.96
现金及现金等价物净增加额	13,774.43	27,218.97	8,190.58	794.73

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

目前公司短期有息债务占比较高，存在一定短期偿债压力

2015-2017 年，随着业务规模的扩大，公司负债总额呈增长态势；由于经营积累及公

开发行股票等因素影响，所有者权益快速增长；公司产权比率波动较大。2018年6月末，负债总额下降叠加所有者权益增长，公司产权比率降至101.37%，所有者权益对负债的保障程度提升。

表 19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年6月	2017年	2016年	2015年
负债总额	290,410.90	302,009.26	223,804.42	163,722.46
所有者权益	286,493.95	280,267.14	134,208.46	102,119.04
产权比率	101.37%	107.76%	166.76%	160.33%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

公司负债以流动负债为主，流动负债主要由短期借款、应付票据和应付账款等项目构成。2015年以来，短期借款规模增长较快，2017年末短期借款余额4.86亿元，含抵押借款2.56亿元和保证借款2.30亿元。公司应付票据及应付账款由采购商品等产生，2015年以来应付票据规模快速增长，2017年末余额12.16亿元，全部为银行承兑汇票，存在一定即时支付压力；应付账款主要为存货采购款，2017年末无账龄超过1年的重要应付账款。公司应付职工薪酬、应交税费随业务规模扩大相应增长；其他应付款含押金保证金、预提费用、应付员工报销费用款、应付收购股权及收购门店业务资产款等款项；一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款。

公司非流动负债规模较小，主要为长期借款等，近年来长期借款规模较小且无重大新增款项。

截至2018年6月末，公司流动负债合计28.74亿元，占负债总额的98.98%，含短期借款、应付票据和长期借款（含一年内到期部分）在内的有息债务合计15.98亿元，占负债总额的55.01%。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年6月		2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	52,438.99	18.06%	48,637.92	16.10%	35,157.73	15.71%	17,969.68	10.98%
应付票据	105,875.50	36.46%	121,571.86	40.25%	74,778.57	33.41%	57,059.88	34.85%
应付账款	93,766.85	32.29%	90,120.63	29.84%	75,178.60	33.59%	58,598.20	35.79%
应付职工薪酬	10,219.07	3.52%	17,391.72	5.76%	13,961.72	6.24%	11,096.68	6.78%
应交税费	12,195.33	4.20%	9,027.31	2.99%	8,683.11	3.88%	6,240.08	3.81%
其他应付款	10,232.50	3.52%	9,008.84	2.98%	8,073.04	3.61%	2,827.28	1.73%
一年内到期的非流动负债	1,440.00	0.50%	2,880.00	0.95%	2,880.00	1.29%	-	-
流动负债合计	287,435.00	98.98%	299,733.36	99.25%	219,389.42	98.03%	154,123.46	94.14%

长期借款	-	-	-	-	2,880.00	1.29%	8,064.00	4.93%
非流动负债合计	2,975.90	1.02%	2,275.90	0.75%	4,415.00	1.97%	9,599.00	5.86%
负债合计	290,410.90	100.00%	302,009.26	100.00%	223,804.42	100.00%	163,722.46	100.00%
其中：有息债务	159,754.49	55.01%	173,089.78	57.31%	115,696.30	51.70%	83,093.56	50.75%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

2015年以来，公司资产负债率大体呈下降趋势，2018年6月末为50.34%。由于流动负债占比较大，流动比率和速动比率偏低。随着业务规模扩大，公司利润总额提高，EBITDA稳步增长，对有息债务的保障水平较好。

整体来看，目前公司负债水平一般，短期有息债务占比较高，存在一定短期债务流动压力。

表 21 公司偿债能力指标

指标名称	2018年6月	2017年	2016年	2015年
资产负债率	50.34%	51.87%	62.51%	61.59%
流动比率	1.31	1.35	1.10	1.18
速动比率	0.69	0.78	0.50	0.52
EBITDA (万元)	-	81,358.77	70,687.47	66,177.20
EBITDA 利息保障倍数	-	40.17	43.06	30.21
有息债务/EBITDA	-	2.13	1.64	1.26
债务总额/EBITDA	-	3.71	3.17	2.47
经营性净现金流/流动负债	0.06	0.21	0.23	0.30
经营性净现金流/负债总额	0.06	0.21	0.22	0.29

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

(一) 本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券存在转股的可能性，对于未转股债券，本息的偿付资金主要来源于公司经营性业务产生的现金流。

2015-2017年及2018年上半年，公司分别实现营业收入52.65亿元、62.74亿元、74.21亿元和40.83亿元，经营活动现金流净额分别为4.69亿元、4.96亿元、6.40亿元和1.63亿元。公司营业收入与经营活动现金流净额呈稳定增长趋势，为本期债券的本息偿付提供一定保障。另外，募投项目完成后，也将促进主营业务规模继续增长。但我们也注意到，公司应付票据及应付账款等流动负债规模增长较快，该部分偿债支出可能消耗一定经营活动现金流。募投项目的实际建设工期与前期规划可能存在偏差，能否如期完工存在不确定性；另

外，受经济环境和市场竞争等因素影响，募投项目建设完工后能否产生预期收益，亦存在不确定性。截至2018年6月末公司主要在建项目仍需投资11.90亿元，由于投资规模较大，公司存在一定资金压力。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
流动资产：				
货币资金	118,136.39	108,150.15	66,844.78	52,668.64
应收账款	24,721.53	24,656.40	20,681.30	11,091.23
预付款项	6,273.65	7,997.71	3,345.00	2,760.76
应收利息	74.32	654.64	-	-
其他应收款	21,045.81	16,075.46	11,694.33	9,369.16
存货	179,088.44	171,658.68	130,475.92	101,004.04
一年内到期的非流动资产	-	-	241.38	305.68
其他流动资产	27,667.55	76,295.10	7,153.82	4,370.87
流动资产合计	377,007.69	405,488.14	240,436.54	181,570.38
非流动资产：				
可供出售金融资产	11,308.10	8,989.69	5,839.69	752.69
长期股权投资	353.98	441.35	-	-
固定资产	76,163.80	71,033.44	37,565.86	30,202.00
在建工程	13,149.35	9,121.98	24,949.74	24,956.27
固定资产清理	0.45	0.29	0.05	-
无形资产	25,547.03	11,412.05	6,710.24	6,385.21
商誉	22,847.13	16,179.92	12,579.92	1,416.03
长期待摊费用	38,254.44	35,049.72	25,721.84	19,079.61
递延所得税资产	1,831.97	1,661.11	243.16	138.27
其他非流动资产	10,440.90	22,898.72	3,965.85	1,341.03
非流动资产合计	199,897.16	176,788.26	117,576.34	84,271.12
资产总计	576,904.84	582,276.40	358,012.87	265,841.50
流动负债：				
短期借款	52,438.99	48,637.92	35,157.73	17,969.68
应付票据	105,875.50	121,571.86	74,778.57	57,059.88
应付账款	93,766.85	90,120.63	75,178.60	58,598.20
预收款项	1,254.55	1,039.79	623.57	292.85
应付职工薪酬	10,219.07	17,391.72	13,961.72	11,096.68
应交税费	12,195.33	9,027.31	8,683.11	6,240.08
应付利息	12.20	55.29	53.08	38.81
其他应付款	10,232.50	9,008.84	8,073.04	2,827.28
一年内到期的非流动负债	1,440.00	2,880.00	2,880.00	-
流动负债合计	287,435.00	299,733.36	219,389.42	154,123.46

非流动负债：

长期借款	-	-	2,880.00	8,064.00
递延收益	2,975.90	2,275.90	1,535.00	1,535.00
非流动负债合计	2,975.90	2,275.90	4,415.00	9,599.00
负债合计	290,410.90	302,009.26	223,804.42	163,722.46
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	40,001.00	40,001.00	36,000.00	36,000.00
资本公积	97,236.20	96,732.99	4,692.10	3,690.50
盈余公积	8,314.23	8,314.23	7,099.34	4,319.96
未分配利润	135,025.24	130,229.27	83,948.06	58,108.58
归属于母公司所有者权益合计	280,576.67	275,277.49	131,739.51	102,119.04
少数股东权益	5,917.28	4,989.65	2,468.95	-
所有者权益合计	286,493.95	280,267.14	134,208.46	102,119.04
负债和所有者权益总计	576,904.84	582,276.40	358,012.87	265,841.50

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	408,286.24	742,119.69	627,372.20	526,548.19
营业收入	408,286.24	742,119.69	627,372.20	526,548.19
二、营业总成本	371,605.09	679,739.36	569,516.97	471,762.41
营业成本	238,132.99	443,354.88	375,057.57	310,514.02
税金及附加	2,884.17	5,367.81	4,621.73	4,048.45
销售费用	110,676.04	192,305.64	156,575.81	129,159.80
管理费用	17,839.69	34,640.29	29,613.40	24,892.66
财务费用	1,481.41	2,619.70	2,778.87	2,889.83
资产减值损失	590.80	1,451.05	869.59	257.65
投资收益	1,113.37	703.06	-	1.54
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-87.38	-58.65	-	-
资产处置收益	-19.77	-136.79	-	-
其他收益	364.17	385.02	-	-
三、营业利润	38,138.92	63,331.61	57,855.23	54,787.32
加：营业外收入	363.56	670.06	1,199.74	1,062.42
减：营业外支出	136.34	544.08	1,307.82	428.97
四、利润总额	38,366.13	63,457.59	57,747.15	55,420.77
减：所得税	9,857.24	15,996.51	14,885.81	13,194.76
五、净利润	28,508.90	47,461.08	42,861.34	42,226.01
持续经营净利润	28,508.90	47,461.08	-	-
归属于母公司所有者的净利润	28,796.57	47,496.10	43,018.87	39,543.41
少数股东损益	-287.67	-35.01	-157.53	2,682.60
六、综合收益总额	28,508.90	47,461.08	42,861.34	42,226.01
归属于母公司普通股股东综合收益总额	28,796.57	47,496.10	43,018.87	39,543.41
归属于少数股东的综合收益总额	-287.67	-35.01	-157.53	2,682.60

注：2016年数据采用2017年审计报告期初值。

资料来源：公司2015、2017年审计报告及未经审计的2018年半年度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	471,225.05	859,051.02	722,023.31	610,822.11
收到其他与经营活动有关的现金	50,473.99	36,631.91	30,223.97	38,839.48
经营活动现金流入小计	521,699.03	895,682.93	752,247.28	649,661.59
购买商品、接受劳务支付的现金	295,460.72	503,670.47	434,211.11	378,377.88
支付给职工以及为职工支付的现金	76,957.65	128,226.98	102,937.29	84,358.80
支付的各项税费	34,083.97	62,199.80	53,877.47	47,467.09
支付其他与经营活动有关的现金	98,922.58	137,546.88	111,661.30	92,599.10
经营活动现金流出小计	505,424.92	831,644.12	702,687.16	602,802.87
经营活动产生的现金流量净额	16,274.11	64,038.81	49,560.12	46,858.72
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	226,500.00	23,000.00	-	-
取得投资收益收到的现金	1,791.24	107.07	-	1.54
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	620.12	454.41	1,807.65	233.80
收到其他与投资活动有关的现金	700.00	740.90	-	4,600.00
投资活动现金流入小计	229,611.37	24,302.38	1,807.65	4,835.34
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	29,120.87	66,853.28	30,735.38	24,783.62
投资支付的现金	178,927.72	96,150.00	5,147.22	541.94
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	3,923.76	3,489.13	8,466.17	55.50
支付其他与投资活动有关的现金	-	772.99	-	1.30
投资活动现金流出小计	211,972.35	167,265.40	44,348.77	25,382.36
投资活动产生的现金流量净额	17,639.02	-142,963.02	-42,541.11	-20,547.02
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	1,064.00	99,150.78	2,315.00	9,000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	1,064.00	2,530.00	2,315.00	-
取得借款收到的现金	37,837.22	66,714.45	44,115.53	34,293.20
筹资活动现金流入小计	38,901.22	165,865.23	46,430.53	43,293.20
偿还债务支付的现金	35,476.14	56,114.27	29,231.48	59,259.88
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	23,563.78	2,053.01	16,027.48	2,131.98
支付其他与筹资活动有关的现金	-	1,554.78	-	7,418.31
筹资活动现金流出小计	59,039.92	59,722.06	45,258.96	68,810.17

筹资活动产生的现金流量净额	-20,138.70	106,143.18	1,171.57	-25,516.96
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	13,774.43	27,218.97	8,190.58	794.73
期初现金及现金等价物余额	59,122.29	31,903.32	23,712.74	22,918.01
六、期末现金及现金等价物余额	72,896.71	59,122.29	31,903.32	23,712.74

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2018年1-6月	2017年	2016年	2015年
净利润	28,508.90	47,461.08	42,861.34	42,226.01
加：资产减值准备	590.80	1,451.05	869.59	257.65
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,822.40	7,153.20	5,017.67	3,906.01
无形资产摊销	508.66	628.09	491.72	350.21
长期待摊费用摊销	5,627.08	8,284.93	6,118.56	4,857.06
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	19.77	136.79	19.83	17.51
财务费用	1,185.39	1,864.96	1,312.37	1,643.15
投资损失	-1,113.37	-703.06	-	-1.54
递延所得税资产减少	-170.86	-1,417.95	-104.89	-12.48
存货的减少	-7,487.84	-42,081.90	-27,409.33	-25,472.73
经营性应收项目的减少	-4,926.54	-14,290.82	-13,456.30	159.43
经营性应付项目的增加	-15,581.65	68,636.08	38,823.49	10,467.82
其他	4,291.39	-13,083.65	-4,983.95	8,460.62
经营活动产生的现金流量净额	16,274.11	64,038.81	49,560.12	46,858.72
现金的期末余额	72,896.71	59,122.29	31,903.32	23,712.74
减：现金的期初余额	59,122.29	31,903.32	23,712.74	22,918.01
现金及现金等价物净增加额	13,774.43	27,218.97	8,190.58	794.73

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2018年6月	2017年	2016年	2015年
产权比率	101.37%	107.76%	166.76%	160.33%
资产负债率	50.34%	51.87%	62.51%	61.59%
流动比率	1.31	1.35	1.10	1.18
速动比率	0.69	0.78	0.50	0.52
EBITDA (万元)	-	81,358.77	70,687.47	66,177.20
EBITDA 利息保障倍数	-	40.17	43.06	30.21
有息债务/EBITDA	-	2.13	1.64	1.26
债务总额/EBITDA	-	3.71	3.17	2.47
经营性净现金流/流动负债	0.06	0.21	0.23	0.30
经营性净现金流/负债总额	0.06	0.21	0.22	0.29
综合毛利率	41.67%	40.26%	40.22%	41.03%
期间费用率	31.84%	30.93%	30.12%	29.81%
营业利润率	9.34%	8.53%	9.22%	10.40%
总资产回报率	-	13.89%	18.93%	22.72%
净资产收益率	-	22.90%	36.27%	52.91%
营业收入增长率	16.61%	18.29%	19.15%	15.85%
净利润增长率	15.07%	10.73%	1.50%	36.95%
应收账款周转天数 (考虑票据)	-	11.00	9.12	7.39
存货周转天数	-	122.67	111.09	102.37
应付账款周转天数 (考虑票据)	-	146.83	127.48	128.78
净营业周期 (天)	-	-13.17	-7.27	-19.02
流动资产周转天数	-	156.67	121.08	119.79
固定资产周转天数	-	26.34	19.44	19.69
总资产周转天数	-	228.07	178.99	171.73
收现比	1.15	1.16	1.15	1.16

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年半年度财务报表，鹏元整理

附录五 截至2018年6月30日合并范围子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例 (%)	业务性质
1	福州大参林贸易有限公司	310.00	100	医药零售
2	广州紫云轩药业有限公司	200.00	100	医药制造
3	广州大参林药业有限公司	1,000.00	100	医药批发
4	山东东腾阿胶有限公司	3,000.00	49	食品、药品生产
5	安阳大参林千年健医药连锁有限公司	5,000.00	80.4	医药零售
6	广东大参林柏康连锁药店有限公司	1,000.00	100	医药零售
7	河源大参林药店有限公司	310.00	100	医药零售
8	江门大参林药店有限公司	1,244.48	100	医药零售
9	漯河市大参林医药有限公司	2,500.00	100	医药零售
10	梅州大参林药店有限公司	260.00	100	医药零售
11	濮阳大参林连锁药店有限公司	500.00	100	医药零售
12	梧州市大参林连锁药店有限公司	100.00	100	医药零售
13	许昌大参林保元堂药店连锁有限公司	2,000.00	51	医药零售
14	佛山市顺德区大参林药业有限公司	1,666.66	100	医药零售
15	东莞市大参林连锁药店有限公司	300.00	100	医药零售
16	佛山大参林连锁药店有限公司	510.00	100	医药零售
17	韶关市大参林药店有限公司	610.00	100	医药零售
18	深圳市大参林药业连锁有限公司	200.00	100	医药零售
19	清远大参林连锁药店有限公司	30.00	100	医药零售
20	温州大参林连锁药店有限公司	100.00	100	医药零售
21	阳江大参林连锁药店有限公司	30.00	100	医药零售
22	汕尾大参林药店有限公司	100.00	100	医药零售
23	潮州市大参林药店有限公司	200.00	100	医药零售
24	揭阳市大参林药店有限公司	200.00	100	医药零售
25	湛江大参林连锁药店有限公司	600.00	100	医药零售
26	中山可可康制药有限公司	8,000.00	100	药品生产
27	江西大参林众康连锁药店有限公司	390.00	70	医药零售
28	南昌大参林连锁药店有限公司	100.00	100	医药零售
29	广州恩莱美日用品有限公司	10.00	100	批发业
30	广州汇元堂养生食品有限公司	100.00	100	食品制造
31	广州珂芙尼贸易有限公司	100.00	100	批发业
32	江西大参林药业有限公司	200.00	100	医药批发
33	茂名大参林药业有限公司	1,000.00	100	医药零售
34	佛山紫云轩药业有限公司	100.00	100	已停业
35	广东紫云轩中药科技有限公司	1,000.00	100	中药饮片生产
36	北京金康源生物医药技术有限公司	110.00	100	无实际业务
37	玉林大参林现代中药饮片有限公司	100.00	100	中药饮片生产
38	广西大参林连锁药店有限公司	200.00	100	医药零售
39	河南大参林连锁药店有限公司	5,000.00	100	医药零售
40	茂名大参林连锁药店有限公司	1,000.00	100	医药批发、零售
41	云浮市大参林药店有限公司	60.00	100	医药零售

42	肇庆大参林药店有限公司	30.00	100	医药零售
43	中山市大参林连锁药业有限公司	200.00	100	医药零售
44	惠州市大参林药店有限公司	100.00	100	医药零售
45	汕头市大参林连锁药店有限公司	560.00	100	医药零售
46	广西大参林药业有限公司	1,000.00	100	医药批发
47	广东大参林医药贸易有限公司	5,000.00	100	医药批发
48	美国纽约珂美尼国际集团有限公司	1 (港币)	100	无实际业务
49	法国可可康集团有限公司	1 (港币)	100	无实际业务
50	茂名大参林医疗有限公司	100.00	100	医疗技术服务
51	方城大参林健康人连锁药店有限公司	3,600.00	51	医药零售
52	广州天宸健康科技有限公司	1,000.00	51	医药批发
53	中山可可康乳业有限公司	200.00	100	食品生产
54	赣州大参林连锁药店有限公司	320.00	54	医药销售
55	济源大参林心连心连锁药店有限公司	100.00	51	医药零售

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数(考虑票据)	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期初应收账款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数(考虑票据)	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} + \text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

附录七 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。

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。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。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。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公司网站（www.pyrating.cn）、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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	鹏元资信评估有限公司
主 体 类 型	有限责任公司
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定 代表 人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.com.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信用信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

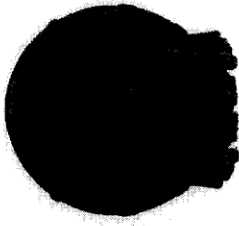
此复印件仅供
大参林
再复印无效



登记机关

2017年01月11日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:鹏元资信评估有限公司
业务许可种类:证券市场资信评级
法定代表人:张剑文

注册地址:深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

编号: 此复印件仅供
张剑文 使用
再复印无效



中国证券业执业证书

执业注册记录

2015-08-17 东泰证券股份有限公司 一般证券业务 S0340115080120



姓名：舒可书

性别：男

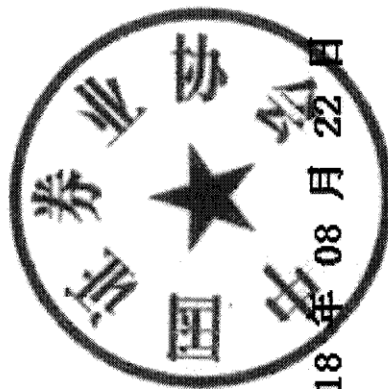
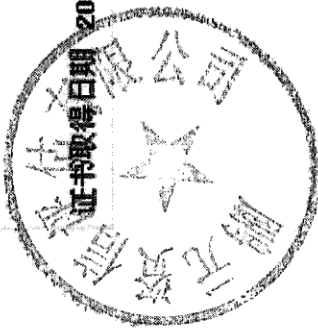
执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：鹏元资信评估有限公司

编号：R0030217020002

证书有效截止日期 2019-12-31

证书取得日期 2017-02-13

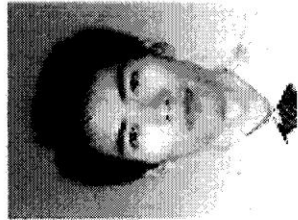


2018年08月22日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：董斌
性别：男

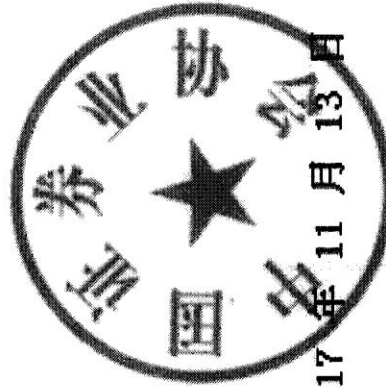
执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：鹏元资信评估有限公司

编号：R0030211050001

证书取得日期 2011-05-05

证书有效截止日期 2019-12-31



2017年11月13日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。