

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：6.03 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

评级时间：2019 年 4 月 12 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	60.13	71.47	73.56
所有者权益（亿元）	24.98	36.94	40.50
长期债务（亿元）	7.94	7.97	0.00
全部债务（亿元）	22.27	20.54	15.29
营业收入（亿元）	62.49	77.51	91.76
净利润（亿元）	3.54	4.23	5.20
EBITDA（亿元）	5.48	7.43	9.20
经营性净现金流（亿元）	1.93	3.91	6.36
营业利润率（%）	40.63	40.71	39.75
净资产收益率（%）	14.80	13.65	13.42
资产负债率（%）	58.46	48.31	44.95
全部债务资本化比率（%）	47.13	35.73	27.40
流动比率（倍）	1.62	1.89	1.54
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.36	0.60
EBITDA 利息倍数（倍）	14.63	12.91	19.33
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.91	1.23	1.53

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币；3、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；4、其他流动负债中的短期融资券和长期应付款中的融资租赁款均调入债务核算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“一心堂”）的评级反映了公司作为国内领先的医药零售上市企业，在行业地位、经营规模、直营门店数量、品牌知名度等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司自建和收购门店数量大幅增加，资产和收入规模持续增长，利润水平不断提高，经营活动现金流状况良好。此外，2017 年，公司完成非公开发行股票，增强了资本实力和整体抗风险能力。同时，联合评级也关注到医药零售行业竞争激烈、门店整合和物流配送难度加大、公司销售区域集中、频繁并购产生的商誉规模较大、期间费用对利润侵蚀显著等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司收购和自建门店陆续进入盈利期，公司收入和利润规模有望进一步扩大，综合竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 6.03 亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

综合看，基于对公司主体长期信用及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿付的风险很低。

优势

1. 公司作为国内领先的医药零售上市企业，在直营门店布局及管理、品牌知名度等方面具有综合竞争优势。

2. 近年来公司通过自建和收购方式，门店数量大幅增加，在西南地区有一定地域优势。资产和收入规模持续增长，利润水平不断提高。

3. 公司直营门店数量全国第一，直营门店中医保门店占比高，同时会员规模庞大，会员销售占比不断提高。

4. 2017 年，公司完成非公开发行股票，增强了其资本实力和整体抗风险能力。

关注

1. 我国零售药店行业内集中度较低，行业内部竞争激烈，零售药店行业面临较大的外部竞争压力。同时医药体制改革政策的不确定性，使公司经营面临一定风险。

2. 公司近年来频繁对外并购，对资金需求较大，未来业务扩张仍需较大的资金投入，面临一定的资本支出压力。

3. 近年来，公司门店数量大幅增加，门店整合和物流配送难度加大，同时并购门店若经营不善或业绩未达预期，可能面临商誉减值风险。

4. 近年来公司债务规模增长较快，短期债务占比较高，债务结构有待改善；期间费用对利润侵蚀显著。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

宁立杰

电话：010-85172818

邮箱：ninglj@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

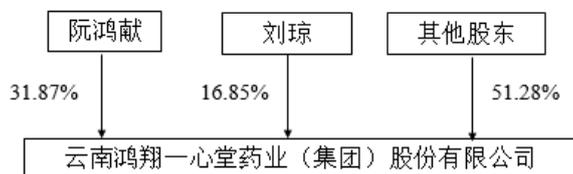
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“一心堂”）由成立于 2000 年 11 月 8 日的云南鸿翔药业有限公司（以下简称“鸿翔药业”）整体变更设立。2009 年 5 月 10 日，鸿翔药业召开 2009 年第一次临时股东会，全体股东一致同意将鸿翔药业整体变更为股份有限公司。2009 年 6 月 18 日，公司取得云南省工商行政管理局颁发的注册号为 530000100018401 的《企业法人营业执照》。经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监许可[2014]573 号文件核准，公司于 2014 年 6 月 23 日采用网下向符合条件的投资者询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式发行人民币普通股（A 股）股票 6,510 万股在深圳证券交易所中小板上市，公司注册资本变更为 26,030.00 万元，股票简称“一心堂”，股票代码为“002727.SZ”。2016 年，公司以资本公积转增股本，注册资本变更为 52,060.00 万元。2017 年 11 月 1 日，公司收到中国证监会于 2017 年 10 月 20 日核发的《关于核准云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2017]1873 号），核准公司非公开发行不超过 79,664,569 股新股，2017 年 12 月 28 日，新发行股份上市，实际发行 47,169,811 股，其中公司控股股东兼实际控制人阮鸿献先生认购本次非公开发行股份 5,241,090 股，广州白云山医药集团股份有限公司（以下简称“白云山”）认购本次非公开发行股份 41,928,721 股，募集资金净额 8.76 亿元。本次定增完成后，公司总股本增至 56,776.98 万股。截至 2018 年底，公司注册资本 5.68 亿元，自然人阮鸿献持有公司 31.87% 的股份，阮鸿献系公司实际控制人，阮鸿献先生合计质押股份 91,814,778 股，占其所持公司股份的 50.75%，占公司股份总数的 16.17%。截至 2018 年底，公司股权结构如下。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：药品（根据《药品经营许可证》核定的经营范围和时限开展经营活动）、I、II、III 类医疗器械（凭许可证经营）、食品销售（凭许可证经营）、消毒产品、农副产品、日用百货、化妆品、食品添加剂、宠物用品、纺织、服装及家庭用品、文化、体育用品及器材、矿产品、建材及化工产品、机械设备、五金产品及电子产品的批发、零售；眼镜的加工、验配、销售；互联网药品交易服务（向个人消费者提供药品）；互联网信息服务（凭许可证经营）；互联网销售商品；包装、仓储、软件和信息技术、人力资源、会议及展览、企业管理、经济信息咨询、母婴保健服务；家政服务；其他服务；受委托代收费；设计、制作、代理、发布国内各类广告；贸易经纪与代理；国内贸易、物资供销；项目投资及对所投资项目进行管理；组织文化艺术交流活动；装卸搬运和运输代理；机械设备租赁；房屋租赁；电子产品和日用产品修理；职业技能培训；货物及技术进出口；中药材种植。主营业务：中、西成药品零售连锁。

截至 2018 年底，公司下设监察中心、人力资源中心、财务中心、投资中心、商品中心等 15 个职能部门（见附件 1）；公司合并范围内共有 22 家子公司；公司在职员工合计 26,999 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 73.56 亿元，负债合计 33.06 亿元，所有者权益（含少数

股东权益) 合计 40.50 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 40.46 亿元。2018 年, 公司实现营业收入 91.76 亿元, 净利润(含少数股东损益) 5.20 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 5.21 亿元; 经营活动产生的现金流量净额为 6.36 亿元, 现金及现金等价物净增加额为-9.78 亿元。

公司注册地址: 云南省昆明市经济技术开发区鸿翔路 1 号; 法定代表人: 阮鸿献。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次发行的债券为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券(以下简称“本次债券”)。本次债券及未来转换的 A 股股票将在深圳证券交易所上市。本次债券募集资金总额不超过人民币 6.03 亿元(含), 具体募集资金数额由公司股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。本次债券按面值发行, 每张面值为人民币 100.00 元, 期限为自发行之日起 6 年。本次债券票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平, 由公司股东大会授权公司董事会(或由董事会授权的人士)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。本次债券采用每年付息一次的付息方式, 到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。

本次债券的具体发行方式由公司股东大会授权董事会(或由董事会授权的人士)与保荐机构(主承销商)协商确定, 发行对象为持有中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等(国家法律、法规禁止者除外)。本次债券可向公司原股东优先配售, 具体优先配售数量及比例提请公司股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定。

本次债券转股期限自本次债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。

本次债券不提供担保。

(1) 转股价格的确定及其调整

初始转股价格的确定依据

本次债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价(若在该 20 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股票交易均价。具体初始转股价格提请公司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。

前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量。

前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格的调整方式及计算公式

在本次发行之后, 若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况, 将按下述公式进行转股价格的调整(保留小数点后两位, 最后一位四舍五入):

派送股票股利或转增股本: $P_1 = P_0 / (1+n)$;

增发新股或配股: $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$;

上述两项同时进行: $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$;

派送现金股利: $P_1 = P_0 - D$;

上述三项同时进行： $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1 + n + k)$ 。

其中： $P1$ 为调整后转股价， $P0$ 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股价或配股价， k 为增发新股或配股率， D 为每股派送现金股利。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转债持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使本公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

（2）转股价格的向下修正条款

修正权限与修正幅度

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 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审议表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次债券的股东应当回避。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的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格计算，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格计算。

修正程序

如公司决定向下修正转股价格，公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股期间等。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。

若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

（3）赎回条款

到期赎回条款

在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，公司将以本次发行的可转换公司债券票面面值的 108%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转换公司债券。

有条件赎回条款

在本次债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司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：

在本次债券转股期内，如果公司股票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 130%）。

当本次债券未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA = B2 \times i \times t / 365$

IA：指当期应计利息；

B2: 指本次债券持有人持有的将赎回的可转换公司债券票面总金额;

i: 指可转换公司债券当年票面利率;

t: 指计息天数, 即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数(算头不算尾)。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形, 则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

(4) 回售条款

有条件回售条款

本次债券的最后两个计息年度, 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, 本次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。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形, 则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况, 则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

如果出现转股价格向下修正的情况, 则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次债券最后两个计息年度, 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本次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, 该计息年度不应再行使回售权, 本次债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若本次债券募集资金投资项目的事实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, 本次债券持有人享有一次回售的权利。本次债券持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后, 可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售, 本次附加回售申报期内不实施回售的, 不应再行使附加回售权。

当期应计利息的计算公式为: $IA=B3 \times i \times t/365$

IA: 指当期应计利息;

B3: 指本次债券持有人持有的将回售的可转换公司债券票面总金额;

i: 指可转换公司债券当年票面利率;

t: 指计息天数, 即从上一个付息日起至本计息年度回售日止的实际日历天数(算头不算尾)。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券计划募集资金总额不超过人民币 6.03 亿元(含 6.03 亿元), 募集资金扣除发行费用后拟全部投资于以下项目:

表 1 募集资金使用情况(单位: 万元)

序号	项目	资金总额	拟投入募集资金额
1	中药饮片产能扩建项目	41,263.92	39,263.92
2	信息化建设项目	25,000.00	21,000.00
	合计	66,263.92	60,263.92

资料来源: 公司提供

中药饮片产能扩建项目总投资额 41,263.92 万元, 拟使用本次债券募集资金投入 39,263.92 万元,

自筹资金投入 2,000.00 万元。项目计划改建原生产用房 11,600 平方米、非生产用房 5,660 平方米，新建中药饮片生产用房 13,000 平方米、中药饮片仓库 10,400 平方米，用于中药饮片扩大产能生产线建设。产能设计具体包括中药饮片前处理工段、中药饮片精加工产品工段、中药饮片普通产品工段三个部分。项目建成后可实现中药饮片前处理工段生产能力 8,000 吨/年；中药饮片精加工产品工段生产能力 3,000 吨/年；普通中药饮片工段生产能力 5,000 吨/年，预计 100%达产后，项目年总产值 9.70 亿元。

信息化建设项目总投资额 25,000 万元，拟使用募集资金投入 21,000 万元，主要包括软硬件设备的购置以及项目实施费用。项目建设周期为 2 年。项目完成后可以对公司现有业务和信息管理架构进行优化，提高公司物流平台的信息化水平和运营管理效率，强化公司客户服务能力，促进公司销售收入的提升，降低重大灾害造成的重要数据丢失风险，对公司财务状况及经营成果产生有利影响。

本次发行募集资金扣除发行费用后不能满足项目资金需要的部分将由公司自筹资金解决。本次发行在不改变募投项目的前提下，公司董事会可根据项目的实际需求，对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整。本次发行募集资金到位之前，公司可根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换。

三、行业分析

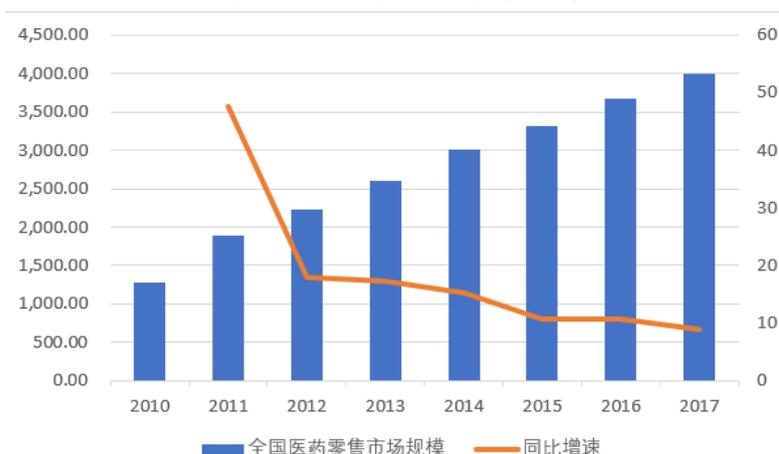
公司主营业务为医药流通行业中的药品零售连锁行业，以下行业分析围绕药品零售连锁行业进行。

1. 行业概况

医药流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户，通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润的一项经营活动。受宏观经济下行及行业竞争加剧等因素的影响，中国药品流通市场规模虽保持稳定增长但增速已开始下滑，2015~2017 年药品流通行业销售额分别为 16,613 亿元、18,393 亿元和 20,016 亿元，增速从 10.20% 下降至 8.40%，但仍远高于中国 GDP 增速。从整体规模看，2017 年中国药品流通行业实现销售总额 20,016 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.40%，增速较上年下降 2.0 个百分点。

从药品零售市场上看，我国医药零售市场按渠道可分为医药终端和零售药店，其中，零售药店在满足居民日常健康需求、医药产品推广、减轻医疗机构接诊负担等方面发挥了重要作用，2010~2017 年我国医药零售市场规模年均复合增长率达到 17.74%，但受国家宏观经济增速放缓、基层医疗机构用药水平持续提升、药品零加成政策推广、药品零售企业经营成本上升、医药电商市场快速发展等影响，使得零售药店传统业务增长空间收窄、药品零售市场规模增长速度逐步放缓。2017 年我国医药零售市场规模达到 4,003 亿元，较上年增长 8.81%。

图 1 2010~2017 年全国医药零售市场规模情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind 资讯

截至 2017 年底, 全国共有药品零售连锁企业 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, 零售连锁率已达 50.52%, 比上年同期上升超过 1 个百分点。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%, 同比提升 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%, 同比提升 0.9 个百分点; 30 家区域零售连锁企业销售总额 522 亿元, 占全国零售市场总额的 13.0%, 同比下降 1.5 个百分点; 排序最后一位企业的销售额与 2016 年持平。全国龙头企业市场占有率有所提升, 显示出市场销售逐渐向大型连锁企业集中的趋势。但目前与美国、日本等发达国家相比, 我国零售药店的市場集中度、连锁率处于较低水平, 未来仍有较大的发展空间。

表 2 美国、日本零售药店的市場集中度、连锁率

美国	美国药店市场以 CVS、Walgreens 和 RiteAid 三家大型连锁企业为主导。2013 年三家企业销售额合计占有美国连锁零售药店市场份额的 89%, 占有所有药店 (连锁+单体店) 的份额达到 66%
日本	2013 年前三大连锁药店松本清、太阳药店和杉药局合计拥有 3,327 家门店, 占日本零售药店总门店数的 18.9%, 销售额合计 709 亿元, 占日本零售药店市场份额的 19.8%

资料来源: 公开资料整理

总体看, 近年来, 虽然受宏观经济下行及行业竞争加剧等因素的影响, 医药流通市场规模增速减缓, 但仍高于中国 GDP 增速。医药连锁企业数量逐年增长, 零售连锁率逐年升高, 零售连锁市場集中度提升, 大型连锁企业优势逐渐显现。未来医药零售行业将保持良好的发展态势。

2. 行业竞争

零售药店连锁品牌是企业的产品质量、服务质量、门店形象、企业文化等综合因素形成的一种消费者认知。零售药店连锁企业需要投入较大的人力、财力、物力建立完善的商品采购体系、物流体系和运营管理体系, 严格控制产品质量, 为消费者提供安全可靠且性价比高的产品和服务, 才能与消费者建立长期信任, 从而形成品牌认知。因此医药零售行业高的进入壁垒, 对新进入者而言, 品牌是资金和其他资源所无法短期替代的较大障碍。

零售药店的核心竞争力在于规模优势。规模优势较强的零售药店连锁企业往往拥有较强的采购议价能力、较高的市場影响力和品牌知名度。这些企业通过发挥规模优势, 能降低成本、提升效率,

从而提高盈利能力和市场竞争力。

我国地域广阔，各地区经济发展程度、医疗体系健全程度、居民的健康观念和用药习惯等均存在一定差异，各地区内均有一定规模和竞争力的零售药店连锁企业，行业的区域性竞争特征较明显。从市场格局来看，全国性的零售连锁企业主要有 6 家——国药控股国大药房有限公司、北京同仁堂商业投资集团有限公司、一心堂、大参林医药集团股份有限公司（以下简称“大参林”）、老百姓大药房连锁股份有限公司（以下简称“老百姓”）、益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“益丰药房”），它们占市场零售总额的比例大约在 12.7%；除此 6 家之外，前 30 位的均为区域性零售连锁企业，它们占零售市场总额的比例约 13%。也就是说，6+30，占全国药品零售市场的约四分之一。

根据中国药品零售发展研究中心颁布的“2017~2018 年度中国药品零售企业综合竞争力排行榜”，榜单前 20 名如下：

表 3 零售连锁药店情况

排名	连锁药店
1	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司
2	老百姓大药房连锁股份有限公司
3	大参林医药集团股份有限公司
4	国药控股国大药房有限公司
5	益丰大药房连锁股份有限公司
6	中国海王星辰连锁药店有限公司
7	成大方圆医药连锁投资有限公司
8	云南健之佳健康连锁店股份有限公司
9	漱玉平民大药房连锁股份有限公司
10	甘肃众友健康医药股份有限公司
11	西安怡康医药连锁有限责任公司
12	上海华氏大药房有限公司
13	吉林大药房药业股份有限公司
14	贵州一树连锁药业有限公司
15	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司
16	重庆和平药房连锁有限责任公司
17	福建新紫金医药有限公司
18	北京同仁堂商业投资集团有限公司
19	湖南养天和大药房企业集团有限公司
20	河南张仲景大药房股份有限公司

资料来源：2017~2018 年度中国药品零售企业综合竞争力排行榜

从各主要区域市场情况来看，2017 年全国六大区域销售总额比重，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行业销售总额的 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。

此外，我国采用药品经营准入制度，药品经营企业须取得《药品经营许可证》和《药品经营质量管理认证证书》。我国新版《药品经营质量管理规范》于 2015 年 7 月 1 日正式实施，新规范对药

品零售企业的采购、验收、储存、销售及售后服务等环节提出了更为严格的要求。同时，医保定点资格对零售药店的经营产生重要影响，拥有医保资格的门店更能够吸引客户。根据各地区劳动和社会保障部门的规定，一般零售药店在正常经营一定时间后可以提出申请，在通过审查后方可取得医保资格。

总体看，医药零售行业有较明显的进入壁垒和规模优势，行业内新进入者难以快速发展，行业内品牌知名度高、规模大的企业面临较大的竞争优势。同时我国医药零售市场区域化比较明显，华东、华北、华南市场占有大部分市场份额。

3. 行业政策

2012 年以来，国家对医药行业的调控力度不断增强，相应规划及指导意见的提出对于整个行业规范化程度的提高和医药领域实现转型提供了良好的宏观环境。2014 年，政府工作报告中提出要推进医改向纵深发展，扩大城市公立医院综合改革试点，创新社会资本办医机制和巩固完善基本医药制度。2015 年，李克强总理提出取消绝大部分药品政府定价，破除以药养医，积极发展中医药和民族医药产业。

表 4 近年来医药体制改革主要政策

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》、《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》	国务院、国家卫计委	要求以省（区、市）为单位的网上药品集中采购方向，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购，采取招生产企业、招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控等措施。政策发布以后，各省招标工作明显提速，陆续结合地方情况开展新一轮的招标。新一轮的招标形势总体趋严，在医保控费的大环境下，大部分药企仍将在招标中面临降价压力。	2015 年 2 月
《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	发改委等七部委	2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，同步完善药品采购机制，强化医保控费作用，强化医疗行为和价格行为监管，建立以市场为主导的药品价格形成机制。	2015 年 5 月
《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》、《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	国务院	提出要破除以药养医，推进医药分开，理顺医疗服务价格，落实政府投入责任，2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30% 左右。	2015 年 5 月
《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	国务院	要求 2015 年，所有公立医院改革试点城市和综合医改试点省份都要开展分级诊疗试点；到 2017 年，分级诊疗政策体系逐步完善；到 2020 年，分级诊疗服务能力全面提升。同时，意见对慢性病管理的规范化和管理率有了明确标准，从数量比例上对中医的服务机构设置及诊疗量所占比例进行了明确规定。	2015 年 9 月
《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》	发改委、卫计委等五部委	要求将控制公立医院医疗费用不合理增长作为深化医改的重要目标和任务，并提出了费用控制的阶段性目标；提出了公立医院医疗费用控制主要监测的 21 个指标。	2015 年 10 月
《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	国务院	要求化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。	2016 年 3 月
《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	国务院	2016 年要新增 100 个试点城市，使全国试点城市达到 200 个；新增试点城市所有公立医院取消药品加成（中药饮片除外）；严格控制医疗费用不合理增长；加快推进分级诊疗制度建设。	2016 年 4 月
《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	国务院	建立科学合理的分级诊疗制度、规范高效的运行机制、以质量为核心、公益性为导向的医院考评机制；建立高效运行的全民医疗保障制度和规范有序的药品供应保障制度等	2016 年 12 月
《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》	八部委 ¹	明确了“两票制”试点省份及时间表、要求药品集中招标采购中标企业必须承诺试行“两票制”、严格执行药品购销票据管理等内容	2017 年 1 月
2017 版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	人力资源和社会保障部	部分血制品使用范围都有明显提升，终端消费需求有望明显扩大；中药及儿童药品新增比例高；对创新药支持力度大；治疗癌症、重症精神病、血友病、糖尿病、心脑血管疾病等重大疾病的	2017 年 2 月

¹ 国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室、国家卫生和计划生育委员会、国家食品药品监督管理总局、国家发展和改革委员会、工信部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局。

		常用药品基本被纳入了药品目录或谈判药品范围。	
《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	国务院	提出要加快推进已上市仿制药质量和疗效一致性评价,对通过一致性评价的药品给予政策支持。	2017年2月
《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》	国务院	2017年分级诊疗试点扩大至85%以上的地市;公立医院医疗费用平均增幅控制在10%以下;年内力破“以药补医”;医保管理“六统一”做好“杠杆”“引擎”2017年综合医改试点省份和200个公立医院综合改革试点城市全面推行“两票制”	2017年4月

资料来源:联合评级搜集整理

从医药流通和零售细分行业看,2016年12月29日,商务部发布《全国药品流通行业发展规划(2016~2020年)》,规划提出五大任务,其中包括:提升行业集中度;发展现代绿色医药物流;推进“互联网+药品流通”;提升行业开放水平;完善行业标准体系等细分目标,行业发展的具体目标为:到2020年,培育形成一批覆盖全国、集约化和信息化程度较高的大型药品流通企业,药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额90%以上;药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额40%以上;药品零售连锁率达到50%以上。2017年1月9日,国务院发布《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》,方案明确提出:推进医药分开,调整利益驱动机制,破除以药补医;深化药品供应领域改革,解决好“低价药”、“救命药”、“孤儿药”以及儿童用药供应问题;深化药品流通机制改革,加快发展药品现代物流,推动流通企业向智慧型医药服务商转型,力争到2020年形成1家年销售额超过5,000亿元的超大型药品流通企业。

总体看,上述系列新医改政策的出台,明确了我国医疗卫生的公共品性质,强化政府责任与投入,鼓励医药流通企业、医药零售企业向智能化、集约化和信息化方向发展。

4. 行业关注

(1) 关注医疗改革政策的影响

在国家支持基层医疗机构发展、医保控费、药品价格改革等因素的影响下,零售药店行业的发展空间、毛利率等可能受到一定程度的影响。

(2) 经营成本上升

租金、人工等成本对实体药店盈利影响较大。近年来,我国房价、物价均呈上涨趋势,租金及人工成本的提升,对实体药店的经营产生一定压力

(3) 行业内部竞争激烈

目前,我国零售药店行业内的企业数量众多,行业集中度较低,行业内部竞争激烈。此外,随着医药电商规模的不断增长、社区医院的不断发展以及托管药房等模式的兴起,零售药店行业面临较大的外部竞争压力。

5. 未来发展

(1) 药店专业化服务能力将进一步提高

经过多年发展,我国零售药店已经从单一药品销售渠道逐步发展成为提供药品、医疗器械、保健品等健康产品和服务的重要载体,是对我国医疗终端市场的重要补充。我国人口众多,医疗资源缺乏,消费者在出现常见轻微病症等情况时往往习惯去药店自行购药,这要求药店服务人员具备提供用药咨询、健康咨询等专业服务能力。零售药店的专业化服务水平已经与消费者的健康安全息息相关,是药店提升服务质量、增加消费者粘性、提升品牌差异化竞争优势以及专业化形象的重要手段。

根据国家药品监督管理局统计,截至2017年12月31日,全国已有注册执业药师408,431人,

其中注册于社会药店的执业药师 361,741 人，较 2015 年增加 63,725 人，同比提高 21.38%，占注册总数的 88.6%。然而，我国零售药店执业药师配备率仍然较低，2017 年零售药店执业药师配备人数均约 0.8 人，虽然较 2016 年的 0.7 人有所提高，但距离《国家药品安全“十二五”规划》的目标还有较大差距。随着我国执业药师人才队伍的不断扩充以及零售药店对专业化服务水平的重视，我国零售药店行业的专业化服务水平将进一步提高。

(2) 大型医药零售企业将不断进行横向整合以提升综合竞争力

零售药店的竞争能力与企业规模密切相关。随着新版 GSP 的推行和监管政策的日益严格，单体药店及中小型连锁药店企业的软硬件投入成本不断加大，加之人力成本、房租成本的提升以及采购议价能力的缺乏，单体药店及中小型连锁药店的经营压力日益增大。

大型零售药店连锁企业拥有完善的采购、物流、销售体系，形成了较强的规模优势和品牌影响力，与经营规模小、竞争能力弱的企业相比竞争优势较为明显。凭借区域先发优势、规模优势及管理优势，大型零售药店未来将加大横向并购力度，进一步扩大经营规模和覆盖区域，巩固市场领先地位。

总体看，未来零售药店连锁企业将向专业化、规模化发行发展。

6. 区域经济

2018 年，云南省地区生产总值 17,881.12 亿元，同期增长 8.9%，增速高于全国水平 2.3 个百分点。其中，第一产业增加值 2,498.86 亿元，增长 6.3%；第二产业增加值 6,957.44 亿元，增长 11.3%；第三产业增加值 8,424.82 亿元，增长 7.6%。全省地方一般公共预算收入 1,994.3 亿元，完成年初预算的 100.2%，比上年同口径决算数增长 5.7%。2018 年，云南省固定资产投资（不含农户）同比增长 11.6%。其中，第一产业投资同比增长 36.8%，第二产业投资同比增长 11.3%，第三产业投资同比增长 10.6%。2018 年，全省社会消费品零售总额完成 6,826 亿元，同比增长 11.1%，高于全国 2.1 个百分点，增速排名全国第 3 位。

总体看，云南省近年来经济增长速度较快，产业结构调整表现良好，消费品零售增速较快。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司为西南地区大型医药零售连锁企业，是云南省销售额最大、网点最多的药品零售企业。公司拥有庞大的销售网络，截至 2018 年底，公司拥有医药零售连锁直营门店数量 5,758 家，覆盖云南、广西、四川、重庆、贵州、海南、山西、天津、上海、河南十个省市。公司门店均为直营门店，在质量控制和门店管理方面具有优势，根据中国药店发布的《2017~2018 中国药店发展报告》，公司直营门店数量和医保定点药店数量均为全国第一名。

医保门店方面，截至 2018 年底，公司获得各类医保定点资格门店数量 4,593 家，占全部门店数量的 86.02%，其中云南省 3,042 家、四川省 602 家、山西省 263 家、广西省 378 家、贵州省 139 家、重庆市 157 家、其他省市 12 家；截至 2018 年底，拥有总会员人数超过 1,800 万人，公司的会员销售占销售总额的比例由 2012 年的 66.17% 提升至 2018 年的 81.41%，会员销售同比及 5 年期复合增长均快于公司整体零售销售增长，说明公司粘性顾客及二次消费的占比逐步增加。

公司具有完整的连锁药店管理体系，全面实现了标准化的门店管理，具有较强的门店发展和经营管理的复制能力。多年来，公司投入了大量的人力物力进行门店发展、经营和管理的标准化建设。

公司目前正在执行的制度共计 471 个，包括集团级制度 295 个，子公司级制度 176 个，发展中心、采购中心正在执行的流程有 156 条。

近年来，公司获得过诸多奖励和荣誉。2015 年，公司获得中华全国工商业联合会医药业商会颁发的“中国医药连锁药店前十强企业”、“2015 年度中国药品流通行业零售企业销售总额排序前二十位”。2016 年度，公司获得中国医药商业协会评选的“2016 年度中国药品流通行业零售企业销售总额排序第六名”、中国医药商业协会颁布的“2016 中国最具品牌价值零售药店”、中康资讯颁布的“2016 中国药品零售企业竞争力排行榜创新力冠军”、“2016~2017 年度中国药品零售企业综合竞争力排行榜第 2 名”。2017 年度，公司获得中国医药商业协会、中国医药工业信息中心颁发的“2017 年中国竞争力药品零售企业证书”、中康资讯颁布的“2017 中国药品零售企业竞争力排行榜百强企业”。

公司具有良好的供应链体系。目前公司已和大量知名的药品生产企业及批发企业建立了长期稳定的战略合作伙伴关系。在产品供应的稳定性、供货价的优惠、各种资源的支持方面具有竞争优势。

总体看，公司连锁药店管理体系完备，区域市场份额领先，同时建立良好的供应链体系，具备区域竞争优势。

2. 人员素质

截至 2018 年底，公司共有董事、监事及高管人员 12 人。其中，董事会成员 9 人，设董事长 1 人；监事会成员 3 人，设监事会主席 1 人；高级管理人员 2 人（2 人均均为董事）。公司高管人员大多从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长阮鸿献先生，1966 年出生，澳门科技大学工商管理硕士学位，从业药师职称，历任开远鸿翔药材经营部经理，昆明鸿翔中药材经营部经理，云南鸿翔中草药有限公司执行董事、经理，鸿翔药业董事长兼总经理，公司董事长兼总经理，公司总裁，2010 年 12 月至今任公司董事长。

公司总裁赵飏先生，1969 年 4 月出生，重庆大学本科毕业，昆明理工大学工商管理硕士结业，中药师职称，历任昆明钢铁总公司生产调度，昆明明昌屋业采购员，昆明风驰广告公司副总监，昆明全线广告公司总经理，鸿翔药业常务副总经理，公司董事兼副总经理，公司董事兼副总裁（常务），现任公司董事及总裁，兼任山西来福一心堂药业有限公司董事兼总经理。

截至 2018 年底，公司共有在职员工 26,999 人。按职能划分，生产人员占 0.56%，销售人员占 85.68%、技术人员占 0.31%、财务人员占 0.97%、行政人员占 9.41%、其他人员占 3.08%；按文化程度划分，硕士及以上学历占 0.09%、大学本科占 6.39%、大学专科占 20.99%、其他学历占 72.54%。

总体看，公司主要高级管理人员拥有丰富的行业背景和管理经验；公司人员构成符合行业特点，可以满足目前的生产经营需要。

3. 税收优惠

根据财政部、海关总署、国家税务总局《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税〔2011〕58 号）的相关规定，公司主营业项目符合中华人民共和国国家发展和改革委员会第 9 号令《产业结构调整指导目录》（2011 年本）第一类、第三十三条、第五款：“商贸企业的统一配送和分销网络建设”的项目。根据昆明市西山区地方税务局（2017）3835 号“税务事项通知书”，公司申请享受减按 15% 税率征收企业所得税符合相关规定。

经四川省攀枝花市仁和区国家税务局审核同意，四川鸿翔一心堂医药连锁有限公司 2017 年度符合西部大开发企业所得税减免优惠条件，2016~2018 年度按 15% 计算企业所得税。

经四川省成都市武侯区国家税务局审核同意，四川一心堂医药连锁有限公司 2017 年度符合西部

大开发企业所得税减免优惠条件，故 2016~2018 年度按 15% 计算企业所得税。

云南鸿翔中药科技有限公司（以下简称“中药科技公司”）的农产品初加工业务符合《中华人民共和国企业所得税法》第二十七条、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条及《财政部国家税务总局关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知》的减免税规定，中药科技公司 2011 年向昆明市五华区国税局申请农产品初加工业务免征企业所得税，昆明市五华区国税局于 2012 年 1 月 10 日完成中药科技公司农产品初加工业务减免税申请的登记备案确认。根据上述文件规定，中药科技公司 2016~2018 年度农产品初加工业务利润免征企业所得税，对非农产品初加工部分按 25% 税率计提企业所得税。

根据财政部、海关总署、国家税务总局《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税〔2011〕58 号）、2012 年云南省财政厅、云南省国家税务局、云南省地方税务局转发《财政部、国家税务总局、海关总署关于贯彻西部大开发税收优惠政策问题的通知》（云财税[2011]129 号）的相关规定，经云南省发展和改革委员会《关于云南鸿云药业有限公司相关业务属于国家鼓励类产业的确认书》（云发改办西部[2012]419 号）明确，公司的子公司云南鸿云药业有限公司（以下简称“鸿云药业”）主营营业项目符合中华人民共和国国家发展和改革委员会第 15 号《西部地区鼓励类产业目录》下的“中华人民共和国国家发展和改革委员会第 21 号令”国家发展改革委关于修改《产业结构调整指导目录（2011 年本）》鼓励类第二十九条“现代物流业”第 3 款“药品物流配送（含冷链）技术应用和设施建设，药品物流质量安全控制技术服务”是国家鼓励类产业的规定。经主管税务局审核同意，确认鸿云药业为国家鼓励类产业项目，2016~2018 年度享受西部大开发企业所得税优惠政策，减按 15% 税率计缴企业所得税。

根据《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题文件的通知》（云财税[2011]129 号）的相关规定，公司的子公司云南点线运输有限公司（以下简称“点线运输公司”）主要经营项目属于国家鼓励类产业的第二十四类的第七条中“公路集装箱和厢式运输”相关条件，经主管税务局审核同意，确认点线运输公司主营业务为国家鼓励类产业项目，2016~2018 年度享受西部大开发企业所得税优惠政策，减按 15% 税率计缴企业所得税。

经广西壮族自治区（以下简称“广西”）商务厅桂商商贸函[2014]21 号批复，广西鸿翔一心堂药业有限责任公司（以下简称“广西一心堂”）经营业务符合《国家产业结构调整指导目录（2011）年本》第一类“鼓励类”第三十三条“商贸服务业”第五款“商贸企业的统一配送和分销网络建设”的规定，南宁经济技术开发区国家税务局（南经国税审字[2014]2 号）文审核确认，广西一心堂 2014 年起执行西部大开发税收优惠政策，减按 15% 的税率计缴企业所得税。

经主管税务局审核同意，重庆鸿翔一心堂药业有限公司 2017 年符合西部大开发企业所得税减免优惠条件，2016~2018 年度 15% 计算企业所得税。

总体看，公司获得税收优惠方面的支持，外部发展环境良好。

五、管理分析

1. 治理结构

为维护公司、股东和债权人的合法权益，规范公司的组织行为，根据《公司法》、《证券法》、《上市公司章程指引》和其他有关规定，公司制定了《公司章程》，建立了如下法人治理结构：

公司设股东大会，由全体股东组成，是公司权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，设董事长一人，可以设副董事长一人；董事

任期 3 年，任期届满，可连选连任。

公司设监事会，由 3 人组成，设主席 1 名。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于三分之一。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生；监事的任期每届为 3 年，任期届满，可连选连任。

公司设总裁 1 名，副总裁若干名，由董事会聘任或解聘。总裁对董事会负责，并负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议。

总体看，公司设立了股东会和董事会，法人治理结构健全，符合相关法律法规要求，能够满足公司日常管理的需要。

2. 管理体系

公司根据自身业务特点及经营管理需要建立了内部组织架构，并明确了各部门的职责权限，部门分工较明确，公司下设监察中心、人力资源中心、财务中心、投资中心、商品中心等 15 个职能部门，部门设置能够满足日常管理需要。详见附件一。

产品质量控制方面。公司制订了《业务经营质量管理体系》、《药品进货管理程序》和《首营企业和首营品种审核制度》等制度和程序，以控制药品采购质量。公司下设质量管理中心对公司经营业务进行质量监控和管理。公司完整业务流程的质量控制共分五个阶段：进货审核控制、进货收货控制、在库养护控制、出库复核控制及销售控制。

信息化管理方面。公司高度重视管理信息化建设，2007 年公司选定 SAP 作为信息化建设的核心信息平台，搭建了一个高度统一集成的信息平台，实现了财务业务一体化，提升了业务管理的精细度；2010 年公司实施商业智能系统、人力资源系统（SAP—HR 模块）以及二期优化项目，进一步实现了公司“数字一体化”，即实现财务业务平台一体化和财务业务数据分析一体化。

门店拓展方面。公司制定了《新开门店项目经理工作管理办法》、《对外连锁药店收购运作体系》、《新开门店成功率标准规》等制度和程序，以规范门店拓展流程。公司下设发展中心和投资中心负责新开门店和对外收购工作。

对外担保方面。公司制定了《对外担保管理制度》，严格控制公司对外担保产生的债务风险。公司对外担保的被担保人应在经营和财务方面正常，不存在较大的经营风险和财务风险。且符合《公司法》、《证券法》、《担保法》、《深交所上市规则》、《通知》、《公司章程》和其他相关法律法规、行政法规、部门规章之规定。公司对外担保应要求被担保方提供反担保，并谨慎判断反担保提供方的实际承担能力和反担保的可执行性。公司为子公司提供担保可以不要其提供反担保。

对外投资方面。公司制定《对外投资管理制度》，对公司及子公司在组织资源、资产、投资等经营运作过程中进行风险控制。公司对外投资的审批应严格按照《公司法》等法律，以及《公司章程》、《股东大会议事规则》和《董事会议事规则》规定的权限履行审批程序。

关联交易方面。公司制定了《关联交易决策制度》，公司关联交易应当遵循以下原则：符合诚实信用的原则；平等、自愿、等价、有偿的原则；公平、公正、公开的原则；关联方如享有本公司股东大会表决权，除特殊情况外，应当回避表决；与关联方有任何利害关系的董事，在董事会对该事项进行表决时，应当回避；公司董事会应当根据客观标准判断该关联交易是否对公司有利，必要时应当聘请专业评估师或独立财务顾问。

总体看，公司已建立基本健全的法人治理结构及管理制度，能够适应公司经营发展。

六、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为医药零售和医药批发业务，其中医药零售连锁是公司的核心业务。2016~2018年，随着公司新开门店持续增加以及大力实施对外并购，公司营业收入持续增长，分别为 62.49 亿元、77.51 亿元和 91.76 亿元，年均复合增长 21.18%；净利润持续增长，分别为 3.54 亿元、4.23 亿元和 5.20 亿元，年均复合增长 21.25%。2016~2018 年，公司主营业务收入占营业收入比重均在 95% 以上，主营业务十分突出。

从主营业务收入构成来看，2016~2018 年，公司医药零售收入持续增长，分别为 59.10 亿元、73.04 亿元和 87.00 亿元，年均复合增长 21.33%，主要系公司新设门店增加及对外并购所致，医药零售收入是公司最主要收入来源，近三年占主营业务收入的比重分别为 96.70%、96.47% 和 97.25%；医药批发收入波动增长，分别为 2.02 亿元、2.67 亿元和 2.46 亿元，年均复合增长 10.40%，主要系子公司中药科技公司加大对外批发业务拓展，特别是对中成药生产厂商的销售业务增长明显所致，医药批发收入近三年占主营业务收入的比重分别为 3.30%、3.53% 和 2.75%，对公司收入贡献较小。

表 5 2016~2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务	2016 年			2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
医药零售	591,002.02	96.70	40.64	730,378.52	96.47	40.83	869,960.36	97.25	39.76
医药批发	20,178.97	3.30	23.88	26,691.42	3.53	22.31	24,595.45	2.75	23.10
合计	611,180.99	100.00	40.08	757,069.95	100.00	40.20	894,555.80	100.00	39.30

资料来源：公司年度报告

从毛利率来看，2016~2018 年，公司综合毛利率分别为 40.08%、40.20% 和 39.30%，整体较为稳定。分业务来看，2016~2018 年，医药零售毛利率较平稳，分别为 40.64%、40.83% 和 39.76%；医药批发毛利率波动下降，分别为 23.88%、22.31% 和 23.10%。

总体看，公司主营业务以医药零售为主，近三年新设和收购门店大幅增加，业务快速拓展，毛利率基本稳定，整体收入水平和净利润持续增长。

2. 产品采购

公司作为医药零售连锁企业，主要采购产品为中西成药、保健食品、医疗器械等，涉及品类众多，采购作为公司最重要的业务流程之一，是保证正常经营活动的重要一环。针对产品采购，公司制定了系统的采购制度，涉及采购模式、采购流程、供应商管理以及采购结算等诸多方面。

采购模式方面，公司根据行业特征和主要市场特点，确立了“以需定进、勤进快销、满足需求、质量控制”的采购原则，保证资金周转、库存比例的平衡以及经营活动的正常进行。公司采购模式主要分为集中采购和地区采购，集中采购商品主要限于总经销品种、一级经销品种、贴牌品种、总代理品种、公司签订的有特殊政策及任务量要求的商品、公司代子公司采购的特殊商品，上述品种范畴内的商品各分公司没有采购权限，所有采购相关事宜由公司采购部门执行操作；地区采购即云南管理中心以及各省子公司对地方性、区域性产品与供应商分别谈判、分别采购。

采购流程方面，首先由各门店向云南管理中心及各子公司根据业务需求提出采购申请并在系统中创建调拨订单，云南管理中心及各子公司对采购申请进行审核，审核通过后转公司采购部，公司采购部根据调拨订单向供应商下采购订单，供应商根据公司下达的采购订单按时配送。对于集中采购商品，供应商统一发送商品至公司总部地仓库，然后再由公司运输车队统一发送至各子（分）公司；对于地区采购商品，公司主要负责对采购订单的审核，具体采购由子公司负责，商品直接发送

至子公司所在地。

采购价格及结算方面，公司采购产品除部分限价产品外，主要由公司与供应商依据市场情况协商定价；公司结算方式一般是货到 30~60 天内以电汇或者承兑汇票方式结算，下属子公司中药科技公司由于向个人收购中药材有少量的现金结算。

供应商管理方面，公司建立了供应商选择和管理制度。首营供应商²选择方面，当公司需引进新产品而公司供应商系统中无记录的，或者公司在销产品有商品成本、合作政策更优的供应商且该供应商在公司供应商系统中无记录的，则公司将相应产品供应商确定为首营供应商。公司需对首营供应商进行资质审查、市场调查、网络查询以及实地巡查等全面调查后方可批准纳入公司供应商系统。后续管理方面，公司对供应商分类管理，并根据不同类别，制定相应年度合作战略。公司需每半年对供应商评估 1~2 次（贴牌品种供应商及全国总代理品种供应商作为重点评估供应商必须包含在供应商评估计划内），根据评估情况将供应商分为 A（优级供应商）、B（重点级供应商）、C（潜力型供应商）、D（选择型供应商）和 E（淘汰型供应商）五个等级。

从供应商集中度看，2016~2018 年，公司前五大供应商采购额占采购总额的比例分别为 33.37%、33.20%和 36.03%，供应商集中度较高，且对单一供应商存在较高的依赖度。

表 6 2016~2018 年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
2016 年	供应商 A	90,456.99	21.46
	供应商 B	22,237.64	5.28
	供应商 C	13,784.86	3.27
	供应商 D	7,220.29	1.71
	供应商 E	6,971.44	1.65
	合计	140,671.22	33.37
2017 年	供应商 A	107,664.02	21.19
	供应商 B	26,450.53	5.21
	供应商 C	14,453.37	2.84
	供应商 D	11,215.59	2.21
	供应商 E	8,901.60	1.75
	合计	168,685.11	33.20
2018 年	供应商 A	142,760.10	25.59
	供应商 B	27,601.45	4.95
	供应商 C	14,128.68	2.53
	供应商 D	9,783.54	1.75
	供应商 E	6,761.77	1.21
	合计	201,035.54	36.03

资料来源：公司年度报告

总体看，公司具备完善的采购制度和成熟的采购体系；公司供应商管理规范，对主要供应商依赖度较高。

3. 物流管理

公司建立了完善的物流周转系统及仓库管理系统。公司从发送订单-供应商备货-送货-验收入库-

² 首次开展合作的供应商。

存货管理-接收门店需求-发出货物建立了高效的流转体系。截至 2018 年底，公司已在云南昆明、广西南宁、四川攀枝花、贵州兴义、四川成都、重庆、山西太原、海南海口、天津、河南郑州建立了物流配送中心，已全部投入运营，仓储面积合计 10.78 万平方米，其中 6.24 万平方米为自有物业。公司委托运输外包物流配送比率 30.56%。所有物流作业均为无纸化及可视化作业，作业方式机械化为主，自动化为辅。2018 年，公司针对冷藏药品的储运温度问题，质量中心通过自行研究+供应商合作的方式，建成冷链监控平台，整合公司业务数据及设备温度记录数据，实现在 PC 端和移动端实时监测，以冷链数据作主要监测指标，实现多维度动态监测冷链运作情况，同时制定并完善冷链运作管理文件，实现冷链操作标准化。解决了冷藏药品储运过程中保温、测温、可追溯等技术难题。

总体看，公司物流周转系统及仓库管理系统较完善，能满足公司日常经营需求。

4. 产品销售

(1) 销售网络

公司通过自建门店以及收购门店搭建销售网络，2016~2018 年，公司拥有直营门店分别为 4,085 家、5,066 家和 5,758 家，覆盖云南、广西、四川、重庆、贵州、海南、山西、天津、上海、河南 10 个省市（自治区）；其中当年收购门店分别为 255 家、448 家和 48 家，占当年新增门店的 43.29%、40.36%和 5.04%，2018 年收购门店规模大幅减少，增加门店以自建模式为主。

从门店分布区域看，公司门店主要分布在云南省省内，2016~2018 年，云南省内门店分别为 2,777 家、3,201 家和 3,559 家，分别占门店总数的 67.98%、63.19%和 61.81%，云南省内门店占比持续下降，主要系公司近几年大力拓展云南省省外业务所致；广西门店分别为 334 家、515 家和 544 家，分别占门店总数的 8.18%、10.17%和 9.45%；四川门店分别为 285 家、576 家和 678 家，分别占门店总数的 6.98%、11.37%和 11.77%。

表 7 2016~2018 年公司门店分布情况（单位：家）

省份	2016 年	2017 年	2018 年
云南	2,777	3,201	3,559
广西	334	515	544
四川	285	576	678
山西	209	228	324
海南	158	188	225
贵州	153	174	206
重庆	140	160	193
河南	9	8	12
上海	10	9	10
天津	10	7	7
合计	4,085	5,066	5,758

资料来源：公司提供

总体看近几年公司通过收购和自建，销售门店大幅增加，进一步加快了在广西及川渝地区的网络布局。

(2) 产品销售

2016~2018 年，公司医药零售额分别为 59.10 亿元、73.04 亿元和 87.00 亿元；医保销售占比持续提高，分别为 39.62%、40.21%和 40.71%；会员销售占比总体保持增长，分别为 76.54%、77.90%和 81.41%。公司医保资源获取能力有所增强，客户粘性有所提高。

销售结构方面，公司主要销售产品为中西成药、保健食品、医疗消毒计生用品以及中药饮片等。具体看，2016~2018年，公司中西成药销售额占比持续上升，分别为73.10%、74.12%和75.70%；保健食品销售额占比持续下降，分别为8.48%、8.11%和8.06%；中药饮片销售额占比波动下降，分别为6.70%、6.84%和6.62%；公司其他零售产品包括消毒产品、医疗用品、便利品以及计生用品。

表8 2016~2018年公司收入品类结构（单位：%）

年度	中西成药	医疗消毒计生	保健食品	中药饮片	其他
2016	73.10	8.12	8.48	6.70	3.60
2017	74.12	7.60	8.11	6.84	3.33
2018	75.70	7.31	8.06	6.62	2.31

资料来源：公司提供

从销售区域看，公司销售主要集中于西南地区。2018年，来自于西南地区销售额占比超过80%。

客户集中度方面，公司医药零售对象以个体消费为主，客户十分分散，2016~2018年，前五大客户集中度分别为0.83%、1.25%和0.78%，公司不存在对单一客户高度依赖的情况。

销售结算方面，由于公司销售对象以个体消费者为主，公司结算方式主要为医保结算和现金结算，少量通过微信和支付宝等第三方支付平台结算。医保结算账期一般不超过45天。公司销售回款质量较高。

总体看，近几年公司销售大幅增长，以销售中西成药为主，销售区域以西南地区为主，存在区域集中度风险；公司收入中医保销售和会员销售占比较高，医疗资源获取能力有所增强，客户粘性有所提高；销售结算以医保结算和现金结算为主，销售回款质量较高，销售客户以单一消费者为主，客户十分分散。

5. 医药批发

公司医药批发业务主要包含两部份，第一部份是向其托管的医院药房进行药品配送业务，第二部份是中药科技公司向其它的药品生产企业销售中药材原料和向其它的药品零售企业销售中药饮片。公司在与购买方签订购销合同后，根据购买方提出的采购需求，将商品发送给购买方，一般在收到经购买方签收的发货单并开具增值税发票后，确认药品所有权上的主要风险和报酬转移，确认销售收入的实现。2016~2018年，公司医药批发收入波动增长，分别为2.02亿元、2.67亿元和2.46亿元，年均复合增长10.40%，主要系公司加大对外批发业务拓展所致；医药批发毛利率波动下降，分别为23.88%、22.31%和23.10%。

总体看，公司医药批发近年来波动增长，成为公司收入的有益补充。

6. 经营效率

2016~2018年，公司交易次数持续增长，分别为1.10亿次和1.29亿次和1.38亿次；客单价持续增长，分别为62.84元、66.40元和69.87元，客单价增幅有所放缓。

表9 2016~2018年公司收入交易次数以及客单价变动情况（单位：亿次、元、%）

年度	交易次数	同比增长	客单价	同比增长
2016	1.10	13.42	62.84	5.52
2017	1.29	17.61	66.40	5.67
2018	1.38	6.88	69.87	5.03

资料来源：公司提供

门店经营效率方面,截至2018年底,公司省会级直营门店1,415家,经营面积18.39万平方米,2018年日均平效49.16元/平方米;地市级直营门店1,664家,经营面积19.37万平方米,2018年日均平效48.91元/平方米;县市级直营门店1,499家,经营面积16.37万平方米,2018年日均平效46.07元/平方米;乡镇级直营门店1,180家,经营面积9.01万平方米,2018年日均平效38.66元/平方米。公司直营门店的平效与所在地区行政级别呈正相关,省会级直营门店>地市级直营门店>县市级直营门店>乡镇级直营门店。从各级直营门店毛利率看,则呈现相反的趋势,2018年,公司省会级直营门店、地市级直营门店、县市级直营门店、乡镇级直营门店终端毛利率分别为31.57%、34.61%、35.86%和36.19%,县市级直营门店>乡镇级直营门店>地市级直营门店>省会级直营门店。县市级和乡镇门店单店平效虽不高,但因人工、房租费相对于省会、地市级门店便宜,综合盈利能力较强。2018年,公司直营门店日均平效为46.03元/平方米,与同行业上市公司相比,公司日均平效偏低。

2016~2018年,公司应收账款周转率持续下降,分别为16.68次、15.34次和15.11次,主要系医保结算速度有所下降所致;存货周转率和总资产周转率均波动上升,其中存货周转率分别为3.02次、2.98次和3.10次,总资产周转率为1.23次、1.18次和1.27次,与同行业上市公司相比,公司以上指标均偏低。

表10 2017年同业上市公司门店经营效率对比情况(单位:家、平方米、元/平方米)

年度	门店数	门店经营面积	日均平效	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
益丰药房	1,979	262,327.00	63.88	1.07	16.42	3.86
大参林	2,952	291,160.00	94.40	1.58	32.74	2.93
老百姓	2,434	387,165.00	59.00	1.29	10.90	3.87
一心堂	5,066	564,350.95	46.23	1.18	15.48	3.02

资料来源:联合评级根据各公司年报整理;

注:1、日均平效=日均营业收入/门店经营面积;日均营业收入=门店当年含税营业收入/当年门店营业数;大参林披露的月均平效,为方便对比,中按每月30天折算成日均平效;2、为便于同业比较,本表数据引自Wind,存货计算均为净额口径,与本报告附表口径有一定差异。2、因其他上市公司尚未公布2018年年报,此处同业对比使用2017年度数据。

总体看,近几年,公司交易次数和客单价均持续上升,日均平效与门店所处城市行政级别呈正相关;与同行业上市公司相比,公司经营效率偏低。

7. 重大事项

(1) 对外并购

2016~2018年,公司收购门店分别为255家、448家和48家,占当年新增门店的43.29%、40.36%和5.04%,2018年公司减少收购门店规模,新增门店以自建模式为主。

表11 2016~2018年公司对外并购情况(单位:万元、家)

年份	并购标的	并购价格	并购门店数
2016	云南三明鑫疆药业股份有限公司门店	3,516.67	13
	郑州仟禧堂医药有限责任公司100%股权(已更名为河南鸿翔一心堂药业有限公司)	1,800.00	--
	山西长城药品零售连锁有限公司门店	17,000.00	89
	成都市博文百姓大药房公司门店	3,600.00	24
	重庆宏声桥大药房连锁有限公司门店	7,000.00	81
2017	眉山市芝林大药房有限公司直营门店	1,429.00	10
	兴文县老百姓大药房直营门店	1,204.00	6

	隆昌县百姓大药房连锁有限公司直营门店	1,016.96	6
	四川贝尔康大药房连锁有限公司直营门店	6,194.00	42
	绵竹政盛老百姓大药房直营门店	1,575.00	6
	成都同乐康桥大药房直营门店	5,657.54	41
	购绵阳老百姓大药房直营门店	3,565.25	26
	曾理春直营门店（四川）	1,428.90	8
	绵阳老百姓大药房连锁有限公司直营门店	1,230.00	11
	三台县潼川镇老百姓大药房直营门店	2,114.00	8
	三台县潼川镇益丰大药房直营门店	1,066.00	9
	广元市老百姓大药房连锁有限责任公司直营门店	4,022.40	23
	广西方略集团崇左医药连锁有限公司直营门店	3,392.00	130
2018年	重庆江津邹洪杰/李萍门店收购	398.34	8
	山西灵石大众药房门店收购	1,683.00	21
	山西阳泉天润大药房门店收购	207.27	7
	四川自贡同盛大药房门店收购	375.96	3
	云南千弘药业门店收购	392.40	9

资料来源：联合评级通过公开渠道整理

注：2016年、2017年所列均为收购对价超过1,000万元以上项目。

总体看，公司近年来对外收购步伐加快，收购重点主要位于川渝地区。

（2）非公开发行股票

经证监会证监许可【2017】1873号文核准，2017年12月，公司向特定对象非公开发行人民币普通股（A股）股票4,716.98万股，其中阮鸿献先生认购524.11万股，白云山认购4,192.87万股，发行价为每股人民币19.08元，扣除发行费用后募集资金87,733.02万元。公司此次非公开发行股票募集资金将主要用于门店建设及改造项目（2.37亿元）、信息化建设项目（0.40亿元）和补充流动资金项目（6.00亿元）。

总体看，公司非公开发行股票为公司拓展业务提供了资金支持，也增强了公司资本实力和整体抗风险能力。

（3）其他事项

2018年3月，相关媒体报道公司子公司海南鸿翔一心堂医药连锁有限公司（以下简称“海南一心堂”）涉嫌违规刷医保卡。公司积极组织自查，同时积极配合相关部门的调查工作，经全面调查，发现海南一心堂存在以下问题：（1）违规让顾客使用医保卡支付个人医保允许支付范围以外的商品价款的现象。海南一心堂自2015年9月起承接黑龙江省直医保端口10个，涉及不合规刷卡次数1,610次，涉及金额11.88万元。2015年9月起承接哈尔滨市医保端口13个，涉及不合规刷卡次数8,106次，涉及金额53.92万元，主要是使用个人账户违规串项销售日用品；（2）三亚区域部分门店存在不按规定开具发票的行为。

针对上述行为，黑龙江省医疗保险局已于2018年3月28日终止海南一心堂10个医保端口黑龙江省直医保卡的刷卡业务，扣除年终10%保证金相应分数和金额，暂缓支付未结算金额，待调查后依据调查结果再确定核减违规金额；哈尔滨市社会医疗保险局已于2018年3月28日停止海南一心堂13个医保端口的哈尔滨市医保刷卡业务；三亚市河西区国税局对海南一心堂不按规定开具发票处以33,600元罚款；三亚市食品药品监督管理局依法撤销海南三亚市10家违规门店药品零售企业药品GSP认证证书。

2018年5月18日，海南省食品药品监督管理局出具证明，确认海南一心堂自2015年1月1日至2018年5月17日期间药品经营活动符合国家及地方有关药品经营方面法律法规、规章及规范性

法律文件，没有严重违反国家及地方有关药品经营方面法律法规、规章及规范性法律文件的行为。

截至 2018 年 5 月 23 日，经全面自查自检，并再次向相关政府部门提出认证申请，此次媒体报道事项所涉及的三亚区域一心堂门店中，除位于三亚解放四路农垦医院大门临街铺面的三亚解放四路分店，因原铺面租赁期满不再续租需要搬迁外，其余门店已全部重新完成 GSP 认证并恢复营业。

总体看，子公司违规刷医保事件暴露出管理上的漏洞，对公司的声誉存在一定负面影响，但该事件仅限于海南一心堂目前除个别门店外均恢复营业。

8. 经营关注

(1) 药品质量要求高

公司从事的是医药零售行业，需要严格控制产品质量，而公司经营药品种类繁多，一旦某个质量控制环节出现疏忽，出现药品质量问题，可能对公司的声誉以及经营造成不利影响。

(2) 门店整合、管理难度大以及物流配送难度上升

近几年，公司通过大量收购以及自建直营门店，门店数量大幅增长，对收购的门店，公司需重新整合，规模庞大的门店也对公司的人员管理、门店选址、物流配送、资金调度以及营销计划等各方面提出较高的要求。若管理不善，则部分门店可能出现违法违规行为，对公司的声誉和经营造成不利影响。

(3) 资金支出压力大

公司通过大量收购以及自建直营门店，需要大量的前期资金投入，包括收购对价支付、新设门店的前期投入、房屋租金以及人员支出等，而新设立或收购的门店有一定的培育期和整合期，公司面临较大的资金支出压力。

(4) 销售区域集中度风险

公司门店以及收入主要集中在云南，近几年虽大力拓展省外业务，但云南仍是最大收入来源，未来若云南出现较强竞争者或者其他因素导致收入下降，公司经营将受到较大的影响。

(5) 经营效率偏低

近几年，公司总资产周转率、应收账款周转率和存货周转率总体有所下降，与同行业相比偏低。2017 年，公司日均平效为 46.23 元/平方米，与同行业上市公司相比，公司平效偏低。

(6) 行业政策不确定性

近年来，医药体制改革进程加快，新的政策不断出台。行业政策变化较快，对公司经营产生一定风险。

9. 未来发展

未来三年，川渝地区是公司第一重要拓展区域，广西、海南是第二拓展区域。在自开门店同时，公司将进一步参与行业资产整合，通过收购区域优质医药零售资产开拓市场、提高市场份额，加快四川区域的拓展，争取在将川渝建成公司销售体量最大的区域，形成川渝、云贵、桂琼三足鼎立，与华北的晋、豫、津遥相呼应的布局。此外，公司将积极搭建“互联网+”商业模式，完善各门店“互联网+”设备的升级改造，实现线上渠道和线下销售一体化，完成公司对多渠道、多销售模式的创新性营销平台的搭建，以进一步强化公司客户服务能力，扩大公司产品、业务市场占有率。

总体看，公司战略可实施性较强，正稳步推进未来发展战略布局。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 年度财务报告经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留的审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项有关规定编制。会计政策变更方面，根据财政部颁布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》、《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）等文件，公司按照最新会计准则编制财务报表。

2016 年，公司合并范围内子公司 19 家，新增合并子公司 4 家；2017 年，公司合并范围子公司 21 家，新增合并子公司 2 家；2018 年，公司合并范围子公司 22 家，新增合并子公司 1 家。公司合并范围变动较大，且公司近几年收购门店较多，财务可比性一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 73.56 亿元，负债合计 33.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 40.50 亿元，其中归属于母公司所有者权益 40.46 亿元。2018 年，公司实现营业收入 91.76 亿元，净利润（含少数股东损益）5.20 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 6.36 亿元，现金及现金等价物净增加额为-9.78 亿元。

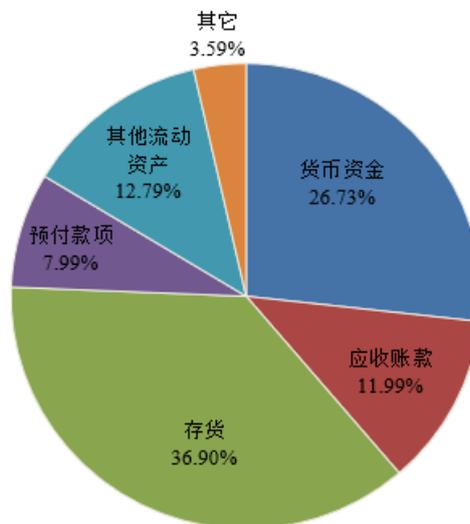
2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 10.60%，截至 2018 年底，公司资产总额 73.56 亿元，其中流动资产占比 68.75%，非流动资产占比 31.25%，公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2016~2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 7.29%。截至 2018 年底，公司流动资产为 50.57 亿元，较年初增长 1.21%；公司流动资产以货币资金（占 26.73%）、应收账款（占 11.99%）、预付款项（占比 7.99%）、存货（占 36.90%）和其他流动资产（占 12.79%）为主。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 7.93%。截至 2017 年底，公司货币资金 21.96 亿元，较年初增长 37.70%，主要系公司定向增发 A 股普通股及通过银行借款、发行短期融资

券所致。截至 2018 年底，公司货币资金 13.52 亿元，较年初下降 38.44%，主要系公司偿还短期融资券及购买理财产品所致；货币资金主要由银行存款（占 71.02%）和其他货币资金（占 28.94%）构成。公司其他货币资金主要为票据保证金，使用全部受限，受限比例较高。

2016~2018 年，公司应收账款大幅增长，年均复合增长 22.49%。截至 2018 年底，公司应收账款 6.06 亿元，较年初增长 1.55%，主要系公司销售额和门店数量增加导致应收医保款增加所致。公司应收账款中应收医保款余额占比超过 80%，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额占 97.50%，其中一年以内占比 99.11%，公司应收账款账龄较短。从集中度来看，公司按欠款方归集的期末余额前五名占比 22.83%，集中度一般。公司应收账款计提坏账准备 543.86 万元，计提比例 0.89%，考虑到公司应收账款客户主要为各地医保机构，公司坏账准备计提较为充分。

2016~2018 年，公司预付款项波动下降，年均复合下降 9.15%。截至 2017 年底，公司预付款项为 3.73 亿元，较年初下降 23.87%，主要系 2017 年结算上年预付的商品款以及将支付的长期房租调整计入长期待摊费用所致。截至 2018 年底，公司预付款项 4.04 亿元，较年初增长 8.42%，主要系支付的预付商品款增加所致。公司预付款项中账龄 1 年以内的占 99.16%。

2016~2018 年，公司存货大幅增长，年均复合增长 16.56%。截至 2018 年底，公司存货 18.66 亿元，较年初增长 14.74%，主要系公司门店增加、经营规模扩大所致；公司存货中库存商品占比 99.40%，存货计提跌价准备 0.12 亿元。

2016~2018 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 41.06%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 6.47 亿元，较年初增加 6.34 亿元，主要系购买理财产品所致。

（2）非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 19.13%。截至 2018 年底，公司非流动资产 22.99 亿元，较年初增长 6.91%，主要系商誉和长期待摊费用增加所致；非流动资产主要由固定资产（占 21.43%）、商誉（占比 46.85%）和长期待摊费用（占比 20.95%）构成。

2016~2018 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 0.54%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 4.93 亿元，较年初减少 1.84%；公司固定资产主要为房屋及建筑物（占 71.12%）和货架柜台（占 15.95%）；固定资产累计计提折旧 3.34 亿元，成新率 59.61%，成新率一般。

2016~2018 年，由于公司对外并购门店，商誉大幅增长，年均复合增长 16.32%。截至 2018 年底，公司商誉 10.77 亿元，较年初增长 1.84%；公司对美国瑞富进出口贸易有限公司及美国瑞福经贸有限公司计提 0.19 亿元商誉减值准备。未来若并购药店经营不善或者业绩未达到预期，公司商誉将面临减值风险。

2016~2018 年，公司长期待摊费用大幅增长，年均复合增长 65.20%。截至 2018 年底，公司长期待摊费用 4.82 亿元，较年初增长 11.05%，主要系长期待摊装修费用增加所致；长期待摊费用中转让费占 52.65%、房租占 16.21%、装修费占 31.14%。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 3.91 亿元，全部为其他货币资金，受限比例较低。

总体看，公司资产以流动资产为主，受限比例较低，货币资金充足，整体资产质量较好；但对外并购门店所形成的商誉较大，存在一定的减值风险。

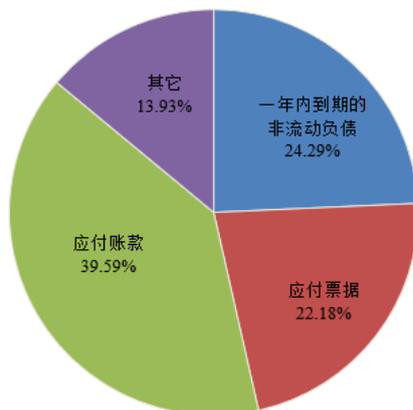
3. 负债及所有者权益

2016~2018 年，公司负债规模持续下降，年均复合下降 3.01%。截至 2018 年底，公司负债总额 33.06 亿元，较年初下降 4.24%；其中流动负债占比 99.48%，非流动负债占比 0.52%，以流动负债为主。

(1) 流动负债

2016~2018年，公司流动负债波动增长，年均复合增长10.15%。截至2018年底，公司流动负债32.89亿元，较年初增长24.47%；公司流动负债主要由应付票据（占22.18%）、应付账款（占39.59%）和一年内到期的非流动负债（占24.29%）构成。

图4 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018年，公司应付票据波动增长，年均复合增长7.42%。截至2018年底，公司应付票据7.30亿元，较年初下降3.76%；公司应付票据全部为银行承兑汇票。

2016~2018年，受采购规模扩大影响，公司应付账款大幅增长，年均复合增长21.55%。截至2018年底，公司应付账款13.02亿元，较年初增长38.32%；公司应付账款中应付货款占97.39%，其余为房租和其他。

2016~2018年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，其中2018年底较年初增加7.99亿元，主要系应付债券重分类所致。

(2) 非流动负债

2016~2018年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降85.37%。截至2018年底，公司非流动负债0.17亿元，较年初下降97.88%，主要系7.96亿元应付债券重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司非流动负债主要由递延收益（占99.89%）构成

2016~2018年，公司递延收益持续增长，年均复合增长31.08%。截至2018年底，公司递延收益0.17亿元，较年初增长26.10%，主要系会员积分增加所致。

从全部债务来看，2016~2018年，公司全部债务总额持续下降，年均复合下降17.15%。截至2018年底，公司全部债务15.29亿元，其中短期债务占99.99%，以短期债务为主，债务结构有待改善。2016~2018年，公司资产负债率持续下降，分别为58.46%、48.31%和44.95%；全部债务资本化比率持续下降，分别为47.13%、35.73%和27.40%。2016~2017年，公司长期债务资本化比率分别为24.12%和17.74%。整体看，公司债务负担较轻。

总体看，近年来公司负债规模持续下降，以流动负债为主；目前债务负担较轻，而债务结构有待改善。

(3) 所有者权益

2016~2018年，公司所有者权益大幅增长，年均复合增长27.32%，主要系资本公积和未分配利润增加所致，其中，2017年公司向特定对象阮鸿猷、白云山溢价发行股份，资本公积增加8.32亿元。

截至 2018 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）40.50 亿元，较年初增长 9.63%；其中归属于母公司所有者权益合计 40.46 亿元，主要由股本（占 14.03%）、资本公积（占 34.85%）和未分配利润（占 46.38%）构成，公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

总体看，近三年，随着利润积累和非公开发行股票成功，公司所有者权益大幅增长；所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2016~2018 年，随着公司新开门店持续增加以及大力实施对外并购，公司营业收入大幅增长，分别为 62.49 亿元、77.51 亿元和 91.76 亿元，年均复合增长 21.18%；公司净利润持续增长，分别为 3.54 亿元、4.23 亿元和 5.20 亿元，年均复合增长 21.25%。

2016~2018 年，公司无公允价值变动收益；投资收益、资产处置收益以及其他收益规模均非常小，对公司营业利润影响极小；营业外收入分别为 0.21 亿元、0.46 亿元和 0.17 亿元，分别占利润总额的 5.19%、8.46% 和 2.45%，营业外收入对利润总额的影响不大。

期间费用方面，2016~2018 年，公司期间费用大幅增长，年均复合增长 17.35%，主要系销售费用增加所致。2018 年，公司费用总额为 28.95 亿元，较上年增长 12.75%；其中销售费用为 24.55 亿元（占 84.79%）、管理费用 3.99 亿元（占 13.78%）、财务费用 0.41 亿元（占 1.43%），公司期间费用以销售费用为主。销售费用方面，2016~2018 年，随着公司业务规模的扩大，销售费用逐年增长，年均复合增长 18.41%，主要系随着门店增加，房租费用和职工薪酬增加所致；公司销售费用以职工薪酬和房租费为主。管理费用方面，2016~2018 年，公司管理费用逐年增加，年均复合增长 11.83%，主要系门店增加后相应的职工薪酬及其他管理费用增加所致；公司管理费用主要为职工薪酬、折旧费、日常办公费和商品损耗。2016~2018 年，公司费用收入比逐年下降，但仍分别高达 33.64%、33.12% 和 31.55%，公司期间费用对利润侵蚀显著，费用控制能力有待提高。

从整体盈利指标看，2016~2018 年，公司主营业务毛利率较为平稳，分别为 40.08%、40.17% 和 39.30%；总资本收益率波动增长，分别为 9.62%、9.17% 和 10.02%；总资产报酬率持续上升，分别为 8.76%、9.19% 和 10.20%；净资产收益率小幅下降，分别为 14.80%、13.65% 和 13.42%。

从同行业上市公司对比看，2017 年，公司销售毛利率处于行业较高水平，总资产报酬率和净资产收益率处于行业中下水平。

表 14 2017 年公司与同行业上市公司盈利指标对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
益丰药房	40.04	9.08	10.23
大参林	40.26	13.72	23.34
老百姓	35.31	9.24	15.51
一心堂	41.52	9.02	13.66

资料来源：Wind，联合评级整理。

注：1、为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 的数据。2、其他上市公司尚未公布 2018 年年报，此处同业对比使用 2017 年度数据。

总体看，近年来，公司营业收入和净利润保持高速增长，同时期间费用也保持较高增幅，对公司利润侵蚀显著；与同行业上市公司相比，公司盈利能力处于行业中等水平。

5. 现金流

2016~2018年,公司经营活动现金流入持续增长,分别为72.38亿元、88.63亿元和101.32亿元,年均复合增长18.31%,主要系公司经营规模扩大,销售额增加所致;其中销售商品、提供劳务收到的现金占比约为99.00%。2016~2018年,公司经营活动现金流出规模持续增长,分别为70.46亿元、84.72亿元和94.97亿元,年均复合增长16.10%,主要系经营规模扩大相应采购支出增加所致;经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金;支付的其他与经营活动有关的现金分别为9.40亿元、10.69亿元和10.79亿元,主要为房租费、其他日常费用和运输费。2016~2018年,公司经营活动净流入大幅增长,分别为1.93亿元、3.91亿元和6.36亿元。从收入实现质量来看,2016~2018年,公司现金收入比分别为114.19%、112.74%和109.63%,收入实现质量较高。

2016~2018年,公司投资活动现金流入大幅增长,分别为1.25亿元、5.18亿元和23.58亿元,年均复合增长334.11%;其中收回投资收到的现金占95%以上,主要为收回的理财产品以及结构性存款。2016~2018年,公司投资活动现金流出规模持续增长,分别为7.94亿元、8.04亿元和32.53亿元,年均复合增长102.39%;其中投资支付的现金分别3.90亿元、2.51亿元和30.16亿元,年均复合增长178.07%,主要系购买理财产品所致;支付其他与投资活动有关的现金分别为2.11亿元、4.08亿元和0.70亿元,主要为公司支付的门店收购款。2016~2018年,公司投资活动产生的现金净流出分别为6.69亿元、2.86亿元和8.94亿元。

2016~2018年,公司筹资活动现金流入规模持续下降,分别为15.91亿元、14.71亿元和0.05亿元,2018年大幅下降,主要系去年同期收到发行债券及股票款所致。2016~2018年,公司筹资活动现金流出规模波动增长,分别为6.66亿元、10.28亿元和7.26亿元,年均复合增长4.39%,主要用于偿还债务。2016~2018年,公司筹资活动产生的净现金流分别为9.25亿元、4.43亿元和-7.20亿元。

总体看,近年来,公司经营活动产生现金流入规模逐年扩大,收入实现质量保持较高水平;受对外收购影响,公司投资活动持续呈净流出状态;公司筹资方式趋于多元化。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看,2016~2018年,公司流动比率波动下降,分别为1.62倍、1.89倍和1.54倍;速动比率波动下降,分别为1.11倍、1.28倍和0.97倍;现金短期债务比波动下降,分别为1.11倍、1.76倍和0.89倍。整体看,公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看,2016~2018年,公司EBITDA持续增长,分别为5.48亿元、7.43亿元和9.20亿元,年均复合增长29.58%。2018年,公司EBITDA中利润总额占75.18%、折旧占7.17%、摊销占12.47%、计入财务费用的利息支出占5.17%。2016~2018年,公司EBITDA利息倍数波动上升,分别为14.63倍、12.91倍和19.33倍,EBITDA对利息的保障能力很强;EBITDA全部债务比持续上升,分别为0.25倍、0.36倍和0.60倍,EBITDA对全部债务的保障能力较强。整体看,公司长期偿债能力较强。

截至2018年底,公司无对外担保事项。

截至2018年底,公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

根据公司提供企业信用报告,截至2019年1月9日,公司已结清和未结清信贷业务中,无不良和关注类记录,过往履约情况较好。

截至2018年底,公司及各子公司共获得银行贷款及承兑授信总额度21亿元,其中已使用额度3.39亿元,未使用额度为17.61亿元,公司间接融资渠道畅通;公司为A股上市公司,具备直接融资渠道。

总体看，公司融资渠道畅通，信用状况良好，各项偿债能力指标良好，整体偿债能力很强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年底，公司全部债务合计 15.29 亿元，本次债券额度不超过人民币 6.03 亿元（含），占目前公司全部债务的 39.44%，对公司债务规模存在较大影响。

以 2018 年底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 44.95%、27.40% 和 0.00% 上升至 49.12%、34.48% 和 12.95%，较发债前分别上升了 4.17 个百分点、7.08 个百分点和 12.95 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年的 EBITDA 为 9.20 亿元，是本次债券发行额度（6.03 亿元）的 1.53 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2018 年经营活动现金流入量为 101.32 亿元，是本次债券发行额度（6.03 亿元）的 16.80 倍，经营现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

从本次债券的发行条款来看，由于公司转股修正条款约定任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 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审议表决，有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或本次债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司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债），有利于促进债券持有人转股。本次债券发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，同时，募投项目未来发展前景较好，达产后有望提升公司的盈利能力。

综合以上分析，考虑到公司区域竞争力、直营店面及收入实现质量等方面具有的综合优势，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为国内龙头医药零售上市企业，在行业地位、经营规模、直营门店数量、品牌知名度等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司自建和收购门店数量大幅增加，资产和收入规模持续增长，利润水平不断提高，经营活动现金流状况良好。此外，2017 年，公司完成非公开发行股票，增强了其资本实力和整体抗风险能力。同时，联合评级也关注到零售药店行业竞争激烈、门店整合和物流配送难度加大、公司销售区域集中、频繁并购产生的高誉规模较大、期间费用对利润侵蚀显著以及债务规模增长较快等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

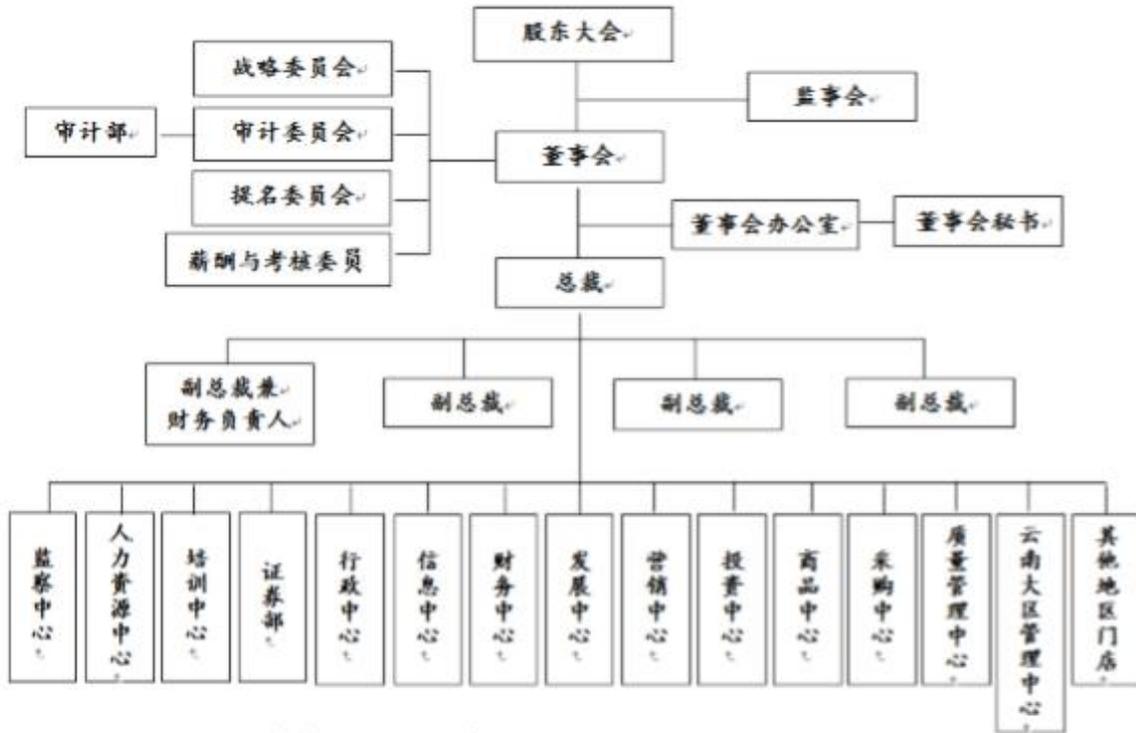
未来，随着公司门店扩张以及新收购门店陆续进入盈利期，公司收入和利润规模有望进一步扩大，综合竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 6.03 亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大，

综合看，基于对公司主体长期信用及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，

本次可转换公司债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1 云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司
组织结构图



附件 2 云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	60.13	71.47	73.56
所有者权益（亿元）	24.98	36.94	40.50
短期债务（亿元）	14.32	12.57	15.29
长期债务（亿元）	7.94	7.97	0.00
全部债务（亿元）	22.27	20.54	15.29
营业收入（亿元）	62.49	77.51	91.76
净利润（亿元）	3.54	4.23	5.20
EBITDA（亿元）	5.48	7.43	9.20
经营性净现金流（亿元）	1.93	3.91	6.36
应收账款周转次数（次）	16.68	15.34	15.11
存货周转次数（次）	3.02	2.98	3.10
总资产周转次数（次）	1.22	1.18	1.27
现金收入比率（%）	114.19	112.74	109.63
总资本收益率（%）	9.62	9.17	10.02
总资产报酬率（%）	8.76	9.19	10.20
净资产收益率（%）	14.80	13.65	13.42
营业利润率（%）	40.63	40.71	39.75
费用收入比（%）	33.64	33.12	31.55
资产负债率（%）	58.46	48.31	44.95
全部债务资本化比率（%）	47.13	35.73	27.40
长期债务资本化比率（%）	24.12	17.74	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	14.63	12.91	19.33
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.36	0.60
流动比率（倍）	1.62	1.89	1.54
速动比率（倍）	1.11	1.28	0.97
现金短期债务比（倍）	1.11	1.76	0.89
经营现金流动负债比率（%）	7.11	14.80	19.33
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.91	1.23	1.53

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币；3、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；4、其他流动负债中的短期融资券和长期应付款中的融资租赁款均调入债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业总成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业总收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-营业税金及附加)/营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业总收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司的相关状况，如发现云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一九年四月十二日