

2019 年大参林医药集团股份有限公司

可转换公司债券 2019 年
跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【314】号 01

债券简称：参林转债
债券剩余规模：10 亿元
债券到期日期：2025 年
4 月 2 日
债券偿还方式：按年计
息，每年付息一次，附
债券赎回及回售条款

分析师

姓名：
蒋舟宇 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
jiangzhy@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
企业主体长期信用评级
方法，该评级方法已披
露于公司官方网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2019 年大参林医药集团股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 19 日	2018 年 9 月 5 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对大参林医药集团股份有限公司（以下简称“大参林”或“公司”，股票代码 603233.SH）及其 2019 年 4 月 3 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到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；同时中证鹏元也关注到新门店短期经营压力较大，公司存货规模较大且周转效率偏低，公司存在一定资金压力和短期偿债压力等风险因素。

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 年底，公司在全国共拥有 3,880 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 3,018 家，覆盖广东、广西等多个省份，且公司主营业务收入在医药零售行业排名靠前，具备较强的竞争力及市场影响力。
- 公司营业收入和利润稳定增长。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，2018 年公司实现营业收入 885,927.37 万元，同比增长 19.38%，实现净利润 52,568.79 万元，同比增长 10.76%。
- 公司经营活动现金流较为稳健。公司整体收现情况较好，2018 年公司收现比 1.15，且经营活动现金流表现较好，2018 年经营活动产生的现金净流入规模 87,363.98 万元。

关注:

- **新门店短期经营压力较大。**公司直营连锁门店数量快速增长，2018 年公司新开门店 967 家，集中在广东、广西、河南等地，但公司新开设的门店需要一定时间培育，短期经营压力较大。
- **2018 年公司商誉增长较快，存在一定商誉减值风险。**截至 2018 年底公司商誉账面价值 53,404.76 万元，同比增长 230.07%，主要为公司收购江西会好康 7 家门店、信宜市泓璐 38 家门店、赣州大参林连锁药店等形成的资产溢价，存在一定商誉减值风险。
- **公司存货规模较大，周转效率偏低。**截至 2018 年底，公司存货规模 188,601.23 万元，占总资产的 28.85%，存在一定跌价风险，存货周转效率有所下降，2018 年存货周转天数 125.43 天。
- **在建项目投资规模较大，公司存在一定资金压力。**截至 2018 年底公司主要在建项目计划总投资 168,000.00 万元，但在建项目尚需投资规模较大，公司存在一定资金压力。
- **存在一定短期偿债压力。**截至 2019 年 3 月底，公司有息负债总额 173,051.04 万元，占总负债规模 47.74%，其中短期有息负债占有息负债 98.92%，短期有息负债占比较大，存在一定短期偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	691,201.46	653,702.27	582,276.40	358,012.87
归属于母公司所有者权益合计	322,339.31	303,811.16	275,277.49	131,739.51
有息债务	173,051.04	201,794.18	173,089.78	115,696.30
资产负债率	52.44%	52.78%	51.87%	62.51%
流动比率	1.20	1.18	1.35	1.10
速动比率	0.63	0.63	0.78	0.50
营业收入	257,849.51	885,927.37	742,119.69	627,372.20
营业利润	24,542.10	71,829.83	63,331.61	57,835.40
净利润	18,285.73	52,568.79	47,461.08	42,861.34
综合毛利率	39.63%	41.65%	40.26%	40.22%
总资产回报率	-	12.03%	13.89%	18.93%
EBITDA	-	98,125.61	81,358.77	70,687.47

EBITDA 利息保障倍数	-	40.93	40.17	43.06
经营活动现金流净额	25,018.26	87,363.98	64,779.71	49,560.12

注：2017 年数据采用 2018 年调整数，2016 年数据采用 2017 年调整数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年4月3日发行6年期10亿元可转换公司债券，募集资金计划用于投资运营中心建设项目、玉林现代饮片基地项目、直营连锁门店建设项目。截至2019年6月16日，本期债券募集资金专项账户余额为9.74亿元。根据公司2019年6月19日发布《关于使用募集资金置换预先投入募投项目的自筹资金的公告》，截至2019年4月10日，公司以自筹资金预先投入募集资金投资项目的实际投资金额为26,098.25万元，将使用募集资金置换预先投入募投项目的自筹资金。

二、发行主体概况

2018年，公司注册资本、实收资本、实际控制人未发生变化，截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均仍为40,001.00万元，柯云峰、柯金龙、柯康保持股比例分别为22.50%、22.50%、17.55%，控股股东和实际控制人仍为柯云峰、柯金龙和柯康保。

表1 截至2019年3月底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	11,554,662	2.89%	-
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%	-

注：柯云峰、柯金龙、柯康保2019年4月1日分别质押公司股票471.00万股、941.00万股、471.00万股，分别占持股数的5.23%、10.46%、6.71%。

资料来源：公司2019年一季报，中证鹏元整理

2018年公司新增合并范围子公司8家，包括赣州大参林连锁药店有限公司、济源大参林心连心连锁药店有限公司、漳州市大国晟医药销售有限公司等，截至2018年底，公司纳入合并范围子公司61家。

表2 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2018年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
赣州大参林连锁药店有限公司	65.00%	320.00	药品零售连锁	非同一控制下合并
济源大参林心连心连锁药店有限公司	51.00%	100.00	药品零售连锁	非同一控制下合并
漳州市大国晟医药销售有限公司	100.00%	1,000.00	药品零售连锁	非同一控制下合并
高州大参林药业有限公司	51.00%	1,000.00	批发业	投资设立
河南大参林医药物流有限公司	100.00%	1,000.00	批发业	投资设立
广东天鹰大参林药房连锁有限公司	70.00%	1,000.00	药品零售连锁	投资设立
东莞大参林医疗投资有限公司	100.00%	100.00	医疗技术服务	投资设立
广东大参林药业有限公司	100.00%	1,000.00	批发业	投资设立

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识不断增强等背景下，医疗产品需求有较大增长空间

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识的增强等背景下，国内医疗服务需求不断上升。根据国家统计局数据，截至2018年底，我国总人口数13.95亿人，其中65岁及以上人数1.67亿人，占总人数的比例11.9%，65岁以上的老年人人数占比正逐年上升。2013-2018年我国城镇居民人均医疗保健消费支出由912.10元增长至1,685.00元，累计增长84.74%，其中医疗保健支出占消费支出的比重由6.90%升至8.49%，未来我国人均医疗保健消费支出仍将保持增长，医疗需求仍有较大空间。

图 1 2013-2018 年医疗保健支出情况

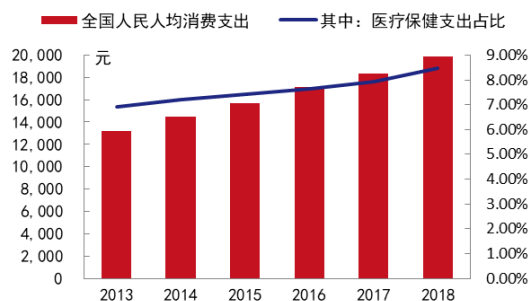
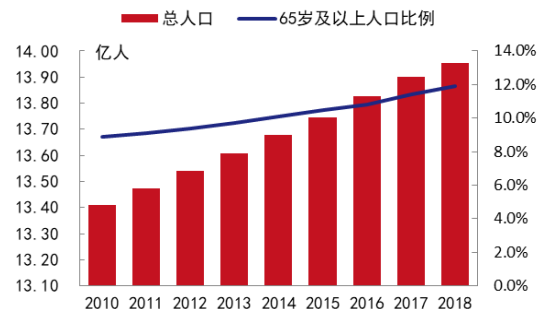


图 2 2010-2018 年我国人口老龄化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

医药流通行业市场规模稳定增长，但增速有所回落

医药流通行业连接上游医药制造企业和下游医疗机构及销售终端，分为医药批发和医

药零售。根据商务部数据，2017年国内医药流通行业的市场销售规模20,016亿元，同比增长8.4%，其中医药销售占比达73.2%，按销售品类分类，西药类销售居主导地位，医药流通行业市场规模稳定增长，但增速有所回落。其中，长期以来，医药批发行业整体盈利水平不高，呈现进入壁垒低、竞争激烈、毛利率水平较低、运营效率不高等特点，随着国内医疗卫生体系改革推进，尤其是两票制的实施，医药批发行业正面临结构性调整；医药零售直接面对最终消费者或患者的医药流通环节，行业毛利率水平相对较高。

图 3 近年医药流通行业规模

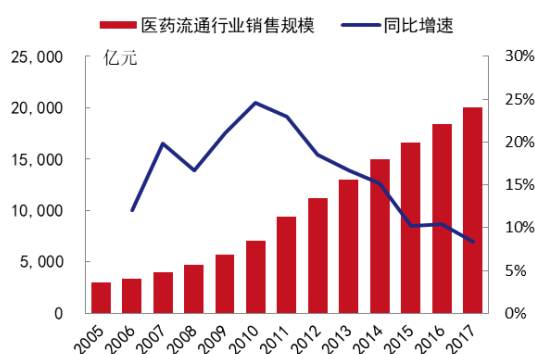
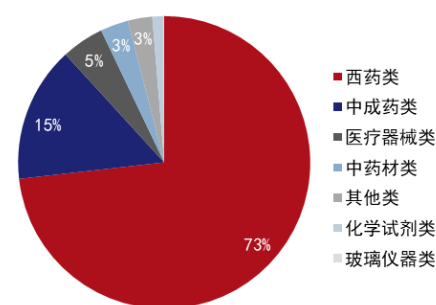


图 4 医药流通行业销售品类



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

受医改政策、市场竞争等因素影响，医药零售企业连锁化率、集中度不断提升；处方外流长期有利医药零售行业发展，但短期内进程较慢

近年来，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、集中度的提升。

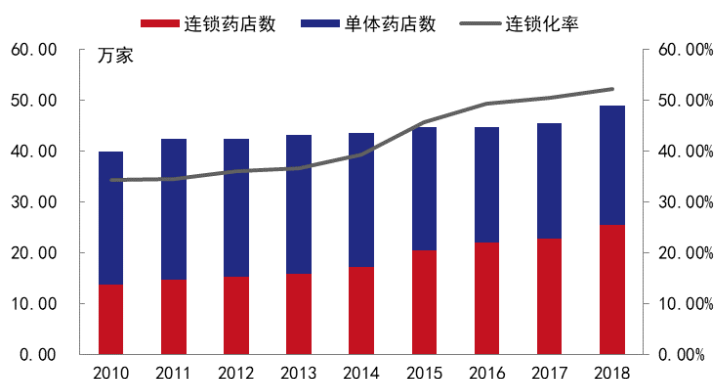
对于零售药店的管理，商务部 2018 年 11 月 22 日发布《全国零售药店分类级管理指导意见（征求意见稿）》，指出按照经营条件和合规状况将零售药店划分为三个类别，即一类、二类和三类药店，不同药店只能经营不同类别的药品，经营条件和合规状况包括零售药店的药品质量保障能力、药学技术人员配置和行政处罚记录等；在分类结果的基础上，按照经营服务能力将二类、三类药店由低到高划分为 A、AA、AAA 三个等级。零售药店分类分级管理，一方面提升了药店的经营门槛，药店级别不够的将不允许销售处方药，另

一方面，对零售药店经营面积、存储条件、药品供应能力和药学技术人员配置等经营条件的规定将淘汰部分非规范化的药店。2018年4月，广东省已开始试行药店分类分级管理。

此外，连锁药店具备远程审方的竞争优势。国家食品药品监督管理总局发布的新版GSP规定，药品经营企业的法定代表人或者企业负责人应当具备执业药师资格，配备的执业药师负责处方审核。但国内执业药师数量有限且地域结构分布不均匀，无法满足一个药店配备一个执业药师的要求，在此背景下远程审方应运而生，连锁药店中具备执业药师资格的药师通过系统为顾客提供远程问诊服务，进行初步诊断，给予购药建议。远程审方可以解决执业药师数量不足的矛盾，同时可降低经营成本，一名执业药师服务多家门店，可降低人力资源成本。

截至2018年底国内零售药店数48.90万家，其中连锁药店25.50万家，单体药店23.40万家，零售药店的连锁化率52.15%，较上年提升1.71个百分点，预计未来单体药店逐步将减少，药店的连锁化率将进一步提升，医药零售行业集中度将上升。

图5 2010-2018年零售药店连锁化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

近年来，国家不断出台相关政策，推动处方外流。2016年4月，国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》，指出采取多种形式推进医药分开，禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药。2018年4月，国家卫健委等发布《医疗机构处方审核规范》，指出处方药品名称应当使用经药品监督管理部门批准并公布的药品通用名称，医院制剂应当使用药品监督管理部门正式批准的名称。考虑到我国药品市场中80%以上均为处方药，而前期大部分处方药的销售均在医院，零售药店是承接处方外流的重要渠道。处方外流长期有利医药零售行业发展，但近年零售药店终端的份额并未显著提升，短期内处方外流进程较慢。

2018年11月14日，中央全面深化改革委员会第五次会议召开，审议通过了《国家组织

药品集中采购试点方案》，会议指出，国家组织药品集中采购试点，目的是探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制，降低群众药费负担，规范药品流通秩序，提高群众用药安全。11月15日，《4+7城市药品集中采购文件》发布，药品集中采购试点地区为北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市，文件明确，约定采购量由各试点地区上报确定，各试点地区统一执行集中采购结果。2018年12月6日，上海市阳光医药采购平台公布4+7城市药品集中采购拟中标结果，部分药品降价幅度较大。整体来看，带量采购政策使得试点地区的部分处方药降价明显，医院药品降价将传导至零售端，可能影响零售药店毛利率水平，但考虑到零售市场药品规格和剂量与带量招标采购不一致，以及药店对销售品种选择的灵活性，带量采购的政策对具体零售药店的影响具有一定不确定性。

四、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。2018年公司实现营业收入885,927.37万元，同比增长19.38%，其中主营业务收入862,848.83万元，同比增长18.95%。药品及非药品的零售业务是公司主营业务收入的主要来源，2018年占主营业务收入比重的98.31%，批发业务收入有所增长但规模仍较小。

按产品分，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，2018年各类商品销售收入规模均有所增长，其中占比较高的中西成药销售收入同比增长16.70%，占主营业务收入比重的63.03%。

毛利率方面，公司2018年主营业务毛利率水平40.08%，较上年提升1.20个百分点，其中零售业务毛利率40.54%，较上年提升1.37个百分点。2018年公司中西成药、参茸滋补药材、中药饮片和非药品产品的毛利率水平均有不同程度的提高。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
中西成药	543,876.79	35.83%	466,040.09	35.00%
参茸滋补药材	119,582.75	41.34%	102,279.37	40.28%
中药饮片	24,952.65	31.12%	20,291.98	29.35%
非药品	174,436.64	53.77%	136,768.15	52.48%
主营业务合计	862,848.83	40.08%	725,379.60	38.88%
其中：零售	848,229.71	40.54%	717,476.76	39.17%

批发	14,619.12	13.78%	7,902.84	12.93%
----	-----------	--------	----------	--------

资料来源：公司 2017-2018 年年报，中证鹏元整理

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。截至2018年底公司拥有3,880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3,018家，覆盖广东、广西、福建、浙江、江西和河南等多个省份。2018年，公司零售收入848,229.71万元，同比增长18.22%。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。2019年公司正式发展加盟业务，截至2019年4月23日，公司累计开业加盟店13家。根据《中国药店》的数据显示，公司获得2018-2019中国药店价值榜百强第四名、2017-2018中国药店直营连锁百强第二名。

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。2018年，公司实现参茸滋补药材销售收入119,582.75万元，同比增长16.92%，占主营业务收入比例13.86%。

公司门店标准化程度高、可复制性强，近年来门店数量及收入规模快速增长，但新门店短期经营压力较大，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，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，2018年共发生了14起同行业的并购投资业务，其中，全资或控股收购项目8起，涉及门店数为146家（其中已签约未交割门店57家），参股投资项目6起，投资成本为8,232.72万元。公司并购较快，需关注新开设门店对公司业绩可能产生的不利影响。

2018年公司直营连锁门店数量快速增长，截至2018年底，公司门店总数3,880家，同比增长29.98%，其中新开门店数967家，新开设门店集中在广东、广西、河南等地，关闭门店数72家。

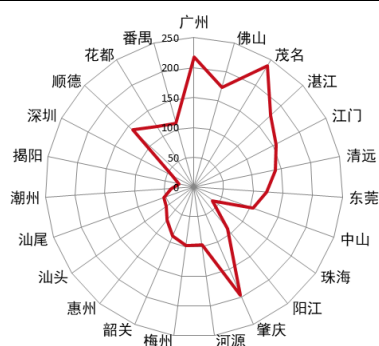
表4 截至2018年底公司门店数量情况

区域	期末门店	占比	新增	关闭
华南地区	3,265	84.15%	707	42
华东地区	221	5.70%	123	7
华中地区	394	10.15%	137	23
合计	3,880	100.00%	967	72

资料来源：公司2018年年度报告

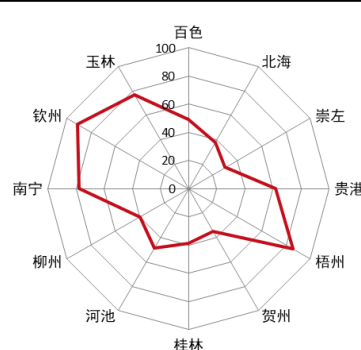
截至2018年底公司在广东和广西两省的门店分布如下图所示，在广东省多个区域的门店数量超过百家，已具备一定的规模优势。2018年公司在华南地区实现主营业务收入761,431.55万元，同比增长16.00%；华中地区实现主营业务收入69,849.78万元，同比增长36.98%；华东地区实现主营业务收入31,567.49万元，同比增长75.59%。

图6 广东省内门店分布图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

图7 广西省内门店分布图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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较高，2018年占比77%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5 公司 2018 年分区域经营情况（单位：万元）

区域	主营业务收入	同比增长	毛利率	同比变动
华南地区	761,431.55	16.00%	40.36%	增加 1.34 个百分点
华中地区	69,849.78	36.98%	35.93%	增加 0.57 个百分点
华东地区	31,567.49	75.59%	42.60%	减少 0.97 个百分点
合计	862,848.83	18.95%	40.08%	增加 1.20 个百分点

资料来源：公司 2018 年年度报告

公司每年均有一定数量的门店关闭，2018年公司关闭门店数合计72家，关闭门店的原因包括地方性规划，资源整合及策略性调整等因素。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。

从2018年单个门店的存货、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，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；老店毛利率水平稍高于新店；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；广东省内和省外的老店毛利率水平较为接近。

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，可能造成单店平均存货规模上升、营业收入规模下降、短期内亏损等影响，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，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。2018年医保卡结算规模达24.68亿元，占零售业务收入的29.09%，可能对公司运营效率造成一定影响。

医药批发业务稳定增长，但规模较小

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。2018年公司实现医药批发收入14,619.12万元，同比增长84.99%，但占主营业务收入比例较低，为1.69%；批发业务毛利率13.78%，较上年提升0.85个百分点。公司对前五名客户销售为批发业务，与客户的合作较为稳定。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6 公司 2017-2018 年前五名客户销售情况（单位：万元）

年份	客户	销售额	占年销售比例
2018 年	第一名	3,080.43	0.35%
	第二名	1,900.52	0.21%
	第三名	1,202.31	0.14%
	第四名	1,182.72	0.13%
	第五名	474.24	0.05%
	合计	7,840.22	0.88%
2017 年	第一名	3,154.93	0.43%
	第二名	1,814.12	0.24%
	第三名	247.41	0.03%
	第四名	196.52	0.03%
	第五名	192.24	0.03%
	合计	5,605.22	0.76%

资料来源：公司 2017-2018 年年报，中证鹏元整理

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和广州紫云轩药业有限公司负责，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。

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2018年参茸滋补药材实现营业收入119,582.75万元，占主营业务收入13.86%，毛利率水平较高，为41.34%。

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，少数商品采取实销实结（以当月实际销量为付款标准）的付款方式。此外，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。

公司供应商合作情况如下表所示，与大型医药制造及流通企业合作较为稳定，2018年前五大供应商采购占比合计34.40%，较上年提升4.24个百分点，集中度有所上升。

表7 公司 2017-2018 年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	第一名	76,179.78	12.76%
	第二名	52,933.00	8.87%
	第三名	49,691.54	8.32%
	第四名	13,955.18	2.34%
	第五名	12,580.69	2.11%
	合计	205,340.19	34.40%
2017年	第一名	64,250.42	12.66%
	第二名	39,167.89	7.72%
	第三名	24,371.64	4.80%
	第四名	13,154.21	2.59%
	第五名	12,143.86	2.39%
	合计	153,088.03	30.16%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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年底，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、河南漯河、河南郑州、广东茂名，可分别覆盖广西全境、河南全境、郑州、新密、巩义、濮阳等地以及粤西地区，计划新增仓储面积5.61万平方米。

表8 截至2018年底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	自建	广西全境
漯河市沙澧产业集聚区	13,440	土建基本完成	自建	河南全境
郑州市经开区联东 U 谷物流园内	5,597.47	土建基本完成	购买物业	郑州、新密、巩义、濮阳
茂名市高新区南山小区茂名大道高新段 28 号	21,800	主体工程已完成，正在进行内部设施安装	自建	粤西地区

注：玉林市玉州区玉林中医药健康产业园 2019 年 1 月开仓，漯河市沙澧产业集聚区 2019 年 3 月开仓
 资料来源：公司提供

公司在建项目投资规模较大

截至2018年底公司有中山可可康厂房和漯河产业园等6个主要在建项目，其中中山可可康厂房、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。在建项目资金来源于自有资金、募集资金及长期借款等途径。截至2018年底公司主要在建项目计划总投资16.80亿元，已投资5.33亿元，在建项目投资规模较大。

表9 截至2018年底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	后续资金安排
中山可可康厂房	药厂	35,000.00	27,967.00	长期借款及自有资金
漯河产业园	配送中心	3,000.00	2,970.91	自有资金
玉林中药饮片项目	药厂	25,000.00	2,085.33	自有资金、本期债券募集资金
枣庄阿胶厂房	药厂	30,000.00	1,358.49	自有资金
玉林现代物流项目	配送中心	15,000.00	4,232.49	自有资金、募集资金
运营中心建设项目	办公楼	60,000.00	14,714.93	本期债券募集资金、自有资金
合计	-	168,000.00	53,329.15	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、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2017-2018年度审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，其中2017年数据采用2018年调整数，财务报表均按新会计准则进行编制。2018年新纳入公司合并范围的子公

司8家，截至2018年底，公司合并范围内子公司61家。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，但存货与商誉规模占比较大，存货存在一定跌价风险，商誉存在一定减值风险

公司资产持续增长，2018年底公司资产规模653,702.27万元，同比增长12.27%；截至2019年3月底，公司资产规模691,201.46万元。公司资产仍以流动资产为主，截至2019年3月底，流动资产占比62.14%。

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，2018年末货币资金余额132,900.78万元，同比增长22.89%，主要系银行存款和其他货币资金增加所致，其中受限的其他货币资金61,820.07万元，主要系银行承兑汇票保证金和少量工程保障金，期末受限比例46.52%。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，账款损失风险相对较小，2018年底应收账款规模27,695.74万元，同比增长12.33%，其中1年以内应收账款账面余额占比93.33%，按欠款方归集的期末余额前五名账面余额合计7,866.89万元，占应收账款期末余额26.85%。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，截至2018年底公司其他应收款规模18,713.58万元，按欠款方归集的期末余额前五名款余额合计数占比8.90%。2018年底公司存货规模188,601.23万元，同比增长9.87%，主要包括库存商品及原材料，分别存货比例93.73%、5.77%，其中，公司对库存商品计提存货跌价准备373.02万元；截至2019年3月底，公司存货规模204,327.86万元，占总资产比例29.56%，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，2018年末其他流动资产21,015.91万元，主要系理财产品减少所致。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	144,990.06	20.98%	132,900.78	20.33%	108,150.15	18.57%
应收账款	34,990.17	5.06%	27,695.74	4.24%	24,656.40	4.23%
其他应收款	20,722.38	3.00%	18,713.58	2.86%	16,730.10	2.87%
存货	204,327.86	29.56%	188,601.23	28.85%	171,658.68	29.48%
其他流动资产	8,679.99	1.26%	21,015.91	3.21%	76,295.10	13.10%
流动资产合计	429,523.60	62.14%	402,515.67	61.57%	405,488.14	69.64%

固定资产	83,318.83	12.05%	84,141.34	12.87%	71,033.72	12.20%
在建工程	15,604.17	2.26%	14,177.01	2.17%	9,121.98	1.57%
无形资产	29,183.97	4.22%	26,883.41	4.11%	11,412.05	1.96%
商誉	64,149.13	9.28%	53,404.76	8.17%	16,179.92	2.78%
长期待摊费用	42,892.03	6.21%	44,332.47	6.78%	35,049.72	6.02%
其他非流动资产	7,774.18	1.12%	9,679.30	1.48%	22,898.72	3.93%
非流动资产合计	261,677.86	37.86%	251,186.60	38.43%	176,788.26	30.36%
资产总计	691,201.46	100.00%	653,702.27	100.00%	582,276.40	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

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，截至2018年底，固定资产规模84,141.34万元，同比增长18.45%，其中25,337.32万元的房屋及建筑物暂未办妥产权证书，均正在办理。在建工程主要为尚未完工的厂房、产业园和仓库等项目，截至2018年底在建工程14,177.01万元，同比增长55.42%，主要系当期工程投入较多所致。无形资产主要为土地使用权、软件等，2018年底公司无形资产规模26,883.41万元，较上年增长幅度较大主要系新购买土地使用权所致。截至2018年底，公司商誉账面价值53,404.76万元，同比增长230.07%，主要系2018年公司新收购江西会好康7家门店资产及业务、信宜市泓璐38家门店资产及业务、漳州市大国晟医药销售有限公司、赣州大参林连锁药店有限公司等所致，存在一定商誉减值风险；2019年3月底公司商誉账面价值增64,149.13万元，占总资产的9.28%。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、预付长期租金和预付投资收购款等款项，2018年规模下降主要系预付的土地出让金减少所致。

整体来看，公司资产规模快速增长，结构较为稳定，但存货及商誉规模占比较大，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，应收账款规模不大，应收账款周转效率高，2018年公司应收账款周转效率较上年有所提升。2018年存货周转天数为125.43天，周转效率有所下降。应付账款方面，一般来说，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，公司考虑票据后的应付账款周转天数较长，2018年为162.48天，受此因素影响，公司净营业周期较短。此外，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。

表11 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收账款周转天数（考虑票据）	10.75	11.00
存货周转天数	125.43	122.67
应付账款周转天数（考虑票据）	162.48	146.83
净营业周期	-26.30	-13.17
流动资产周转天数	164.17	156.67
固定资产周转天数	31.53	26.34
总资产周转天数	251.12	228.07

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

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

2018年公司实现营业收入885,927.37万元，同比增长19.38%，其中主营业务收入862,848.83万元，同比增长18.95%。药品及非药品的零售业务是公司主营业务收入的主要来源，2018年占主营业务收入比例98.31%。毛利率方面，公司2018年综合毛利率41.65%，较上年上升1.39个百分点，其中主营业务毛利率水平40.08%，较上年提升1.20个百分点。

公司期间费用以销售费用为主，2018年公司期间费用率持续提升，其中销售费用率上升至28.07%，较上年提升2.16个百分点，主要系当期新开门店较多所致。公司2018年实现营业利润、净利润分别为71,829.83万元、52,568.79万元，分别同比增长13.42%、10.76%，净利润增长率较为稳定，但总资产回报率和净资产收益率有所下降。

2019年1-3月公司实现营业收入257,849.51万元，同比增长26.77%；营业利润24,542.10万元，同比增长25.31%；净利润18,285.73万元，同比增长25.54%；综合毛利率、期间费用率有所下降，营业利润率有所提升。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	257,849.51	885,927.37	742,119.69
销售费用	64,988.07	248,682.89	192,305.64
营业利润	24,542.10	71,829.83	63,331.61
利润总额	24,696.35	71,955.62	63,457.59
净利润	18,285.73	52,568.79	47,461.08
综合毛利率	39.63%	41.65%	40.26%
期间费用率	29.53%	33.12%	30.93%

营业利润率	9.52%	8.11%	8.53%
总资产回报率	-	12.03%	13.89%
净资产收益率	-	17.85%	22.90%
营业收入增长率	26.77%	19.38%	18.29%
净利润增长率	25.54%	10.76%	10.73%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流较为稳健，随着公司业务的发展，对外并购投资活动将较多，且在建项目尚需投资规模较大，公司存在一定资金压力

公司主营业务为医药零售，终端客户多为个体消费者，2018年收现比为1.15，整体收现情况较好。随着业务规模的扩大，销售商品、提供劳务收到的现金规模相应增长，公司经营活动现金流净额稳定增长，2018年经营活动现金净流入87,363.98万元。

公司投资活动产生的现金流动主要包括循环购买理财产品导致资金流动、建设厂房、仓库等固定资产投资支出以及外部并购及股权的投资支出，公司2018年投资活动净流出规模有所减少，主要系公司当期理财产品到期，收回投资收到的现金规模较大所致。

筹资活动方面，由于公司2017年首次公开发行股票导致筹资活动现金大幅净流入，而2018年公司偿还债务支付的现金支出较多以及公司分配股利，公司筹资活动产生的现金净流出43,665.87万元。

随着公司业务的发展，公司对外并购投资活动将较多，且考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司存在一定资金压力。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.15	1.16
净利润	52,568.79	47,461.08
营运资本变化	22,623.71	13,004.26
其中：存货减少（减：增加）	-14,097.37	-42,081.90
经营性应收项目的减少（减：增加）	-12,000.92	-14,290.82
经营性应付项目的增加（减：减少）	48,722.00	69,376.98
经营活动产生的现金流量净额	87,363.98	64,779.71
投资活动产生的现金流量净额	-31,739.69	-143,703.92
筹资活动产生的现金流量净额	-43,665.87	106,143.18
现金及现金等价物净增加额	11,958.42	27,218.97

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司短期有息债务占比较高，存在一定短期偿债压力

2018年底公司所有者权益规模308,670.32万元，同比增长10.13%，主要系盈余积累所致；截至2019年3月底，所有者权益328,728.47万元。负债方面，公司负债总额持续增长，截至2019年3月底，负债规模362,472.99万元。截至2019年3月底，公司产权比率110.27%，较2017年有所上升，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	362,472.99	345,031.96	302,009.26
所有者权益	328,728.47	308,670.32	280,267.14
产权比率	110.27%	111.78%	107.76%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，截至2018年底，公司流动负债占比98.95%。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。截至2018年底，公司短期借款规模32,601.96万元，较上年减少32.97%，主要系当期减少银行贷款所致；其中，保证借款19,000.00万元，质押及保证借款13,601.96万元。公司应付票据及应付账款由采购商品等产生，截至2018年底，公司应付票据规模166,511.45万元，同比增长36.97%，均为银行承兑汇票，存在一定短期支付压力；应付账款主要为存货采购款，截至2018年底，应付账款88,446.89万元，占总负债比例25.63%。2018年公司应付职工薪酬、应交税费随业务规模扩大相应增长。其他应付款主要为应付收购股权及收购门店业务资产款、预提费用、往来款等款项，截至2018年底，公司其他应付款规模18,233.42万元。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，截至2018年底公司长期借款规模2,144.62万元，均为质押借款。

公司有息负债主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债以及长期借款构成，截至2019年3月底，公司有息负债总额173,051.04万元，占总负债规模47.74%，其中短期有息负债171,174.50万元，占有息负债98.92%，公司存在一定短期偿债压力。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	32,601.96	8.99%	32,601.96	9.45%	48,637.92	16.10%
应付票据	138,036.39	38.08%	166,511.45	48.26%	121,571.86	40.25%
应付账款	142,478.65	39.31%	88,446.89	25.63%	90,120.63	29.84%

应付职工薪酬	11,779.91	3.25%	21,159.32	6.13%	17,391.72	5.76%
应交税费	13,493.80	3.72%	12,154.40	3.52%	9,027.31	2.99%
其他应付款	18,707.32	5.16%	18,233.42	5.28%	9,064.13	3.00%
一年内到期的非流动负债	536.15	0.15%	536.15	0.16%	2,880.00	0.95%
流动负债合计	359,120.55	99.08%	341,411.44	98.95%	299,733.36	99.25%
长期借款	1,876.54	0.52%	2,144.62	0.62%	0.00	0.00%
非流动负债合计	3,352.44	0.92%	3,620.52	1.05%	2,275.90	0.75%
负债合计	362,472.99	100.00%	345,031.96	100.00%	302,009.26	100.00%
其中：有息债务	173,051.04	47.74%	201,794.18	58.49%	173,089.78	57.31%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2018年底，公司资产负债率52.78%，较上年提升0.91个百分点。2018年底公司流动比率和速动比率分别为1.18、0.63，较上年均有所下降，主要系公司流动负债上升所致。随着公司业务规模扩大，利润总额有所提高，2018年公司EBITDA规模上升至98,125.61万元，同比增长20.61%，EBITDA利息保障倍数保持较高水平，息税折旧摊销前收益对利息的保障程度尚可。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	52.44%	52.78%	51.87%
流动比率	1.20	1.18	1.35
速动比率	0.63	0.63	0.78
EBITDA（万元）	-	98,125.61	81,358.77
EBITDA 利息保障倍数	-	40.93	40.17
有息债务/EBITDA	-	2.06	2.13
债务总额/EBITDA	-	3.52	3.71
经营性净现金流/流动负债	0.07	0.26	0.21
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.25	0.21

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年6月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

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年底，公司在全国共拥有3,880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3,018家，覆盖广东、广西等多个省份，2018年营业收入和利润稳定增长，实现营业收入885,927.37万元，同比增长19.38%，实现净利润52,568.79万元，同比增长10.76%，且经营活动现金流较为稳健。

同时中证鹏元也关注到了公司新门店短期经营压力较大，2018年公司新开门店967家，集中在广东、广西、河南等地，新开设门店需要一定时间培育，公司2018年商誉增长较快，存在一定商誉减值风险，且公司存货规模较大且周转效率偏低，此外，公司存在一定短期偿债压力和资金压力。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	144,990.06	132,900.78	108,150.15	66,844.78
应收账款	34,990.17	27,695.74	24,656.40	20,681.30
预付款项	15,193.14	13,051.22	7,997.71	3,345.00
其他应收款	20,722.38	18,713.58	16,730.10	11,694.33
存货	204,327.86	188,601.23	171,658.68	130,475.92
其他流动资产	8,679.99	21,015.91	76,295.10	7,153.82
固定资产	83,318.83	84,141.34	71,033.72	37,565.91
在建工程	15,604.17	14,177.01	9,121.98	24,949.74
无形资产	29,183.97	26,883.41	11,412.05	6,710.24
商誉	64,149.13	53,404.76	16,179.92	12,579.92
长期待摊费用	42,892.03	44,332.47	35,049.72	25,721.84
总资产	691,201.46	653,702.27	582,276.40	358,012.87
短期借款	32,601.96	32,601.96	48,637.92	35,157.73
应付票据	280,515.04	166,511.45	121,571.86	74,778.57
应付职工薪酬	11,779.91	21,159.32	17,391.72	13,961.72
应交税费	13,493.80	12,154.40	9,027.31	8,683.11
其他应付款	18,707.32	18,233.42	9,064.13	8,126.12
长期借款	1,876.54	2,144.62		2,880.00
总负债	362,472.99	345,031.96	302,009.26	223,804.42
有息债务	173,051.04	201,794.18	173,089.78	115,696.30
所有者权益合计	328,728.47	308,670.32	280,267.14	134,208.46
营业收入	257,849.51	885,927.37	742,119.69	627,372.20
营业利润	24,542.10	71,829.83	63,331.61	57,835.40
净利润	18,285.73	52,568.79	47,461.08	42,861.34
经营活动产生的现金流量净额	25,018.26	87,363.98	64,779.71	49,560.12
投资活动产生的现金流量净额	-5,438.53	-31,739.69	-143,703.92	-42,541.11
筹资活动产生的现金流量净额	869.85	-43,665.87	106,143.18	1,171.57
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	10.75	11.00	9.12
存货周转天数	-	125.43	122.67	111.09
应付账款周转天数	-	162.48	146.83	127.48
净营业周期	-	-26.30	-13.17	-7.27
流动资产周转天数	-	164.17	156.67	121.08
固定资产周转天数	-	31.53	26.34	19.44

总资产周转天数	-	251.12	228.07	178.99
综合毛利率	39.63%	41.65%	40.26%	40.22%
期间费用率	29.53%	33.12%	30.93%	30.12%
营业利润率	9.52%	8.11%	8.53%	9.22%
总资产回报率	-	12.03%	13.89%	18.93%
净资产收益率	-	17.85%	22.90%	36.27%
营业收入增长率	26.77%	19.38%	18.29%	19.15%
净利润增长率	25.54%	10.76%	10.73%	1.50%
资产负债率	52.44%	52.78%	51.87%	62.51%
流动比率	1.20	1.18	1.35	1.10
速动比率	0.63	0.63	0.78	0.50
EBITDA（万元）	-	98,125.61	81,358.77	70,687.47
EBITDA 利息保障倍数	-	40.93	40.17	43.06
有息债务/EBITDA	-	2.06	2.13	1.64
债务总额/EBITDA	-	3.52	3.71	3.17
经营性净现金流/流动负债	0.07	0.26	0.21	0.23
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.25	0.21	0.22

注：2017 年数据采用 2018 年调整数，2016 年数据采用 2017 年调整数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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	负债总额 / 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

附录三 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。