

跟踪评级公告

联合〔2020〕2054号

益丰大药房连锁股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

益丰大药房连锁股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

益丰大药房连锁股份有限公司公开发行的“益丰转债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

益丰大药房连锁股份有限公司

可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
益丰转债	15.81 亿元	6 年	AA	AA	2019 年 9 月 24 日

转股期限：2020 年 12 月 7 日至 2026 年 5 月 31 日

初始转股价：71.82 元/股

跟踪评级时间：2020 年 6 月 29 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	47.83	78.68	91.75	98.01
所有者权益（亿元）	31.80	41.70	47.09	49.40
长期债务（亿元）	0.00	7.45	6.87	6.87
全部债务（亿元）	9.20	23.43	29.86	32.43
营业收入（亿元）	48.07	69.13	102.76	30.48
净利润（亿元）	3.17	4.42	6.09	2.15
EBITDA（亿元）	5.39	7.39	10.51	--
经营性净现金流（亿元）	3.17	5.11	9.63	2.95
营业利润率（%）	39.31	39.05	38.48	37.74
净资产收益率（%）	10.32	12.02	13.72	4.47
资产负债率（%）	33.51	47.00	48.68	49.60
全部债务资本化比率（%）	22.45	35.97	38.81	39.63
流动比率（倍）	2.16	1.46	1.34	1.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.59	0.32	0.35	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	76.08	22.94	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.34	0.47	0.66	--

注：1. 公司 2020 年一季报财务数据未经审计，相关指标未年化；2. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“益丰药房”或“公司”）通过内生发展和外延并购，门店数量大幅增加，门店经营效率较高，收入规模和净利润大幅增长，经营活动现金流状况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到医药零售行业竞争激烈、公司销售区域较为集中、频繁并购产生的商誉规模较大且门店整合和物流配送难度加大、期间费用对利润侵蚀明显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。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，同时维持“益丰转债”的债项信用等级为 AA。

优势

1. **新增门店数量大幅增加。**2019 年，公司通过自建和收购方式，门店数量进一步增加，公司净增加门店 1,141 家；公司门店以直营为主，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。

2. **区域竞争力较强。**2019 年，公司品牌知名度仍较高，直营门店主要布局在华东和中南等区域经济发达区域，外部发展环境良好。

3. **收入和净利润大幅增长，经营活动现金流状况良好。**2019 年，公司营业收入和净利润分别同比增长 48.66%和 37.89%；经营活动现金净流量为 9.63 亿元，较上年增长 88.61%。

关注

1. **医药零售行业竞争激烈。**跟踪期内，

我国零售药店行业内集中度仍较低，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. 频繁并购导致商誉规模持续扩大。2019年，公司门店数量大幅增加，门店整合和物流配送难度加大；同时频繁并购门店产生的商誉规模较大，截至 2019 年底，公司商誉 30.45 亿元，较年初增长 11.42%，若被收购单位经营业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

3. 大额存货规模对营运资金存在一定占用，期间费用对利润侵蚀明显。截至 2019 年底，公司存货规模较大，占流动资产比重为 36.51%，对公司营运资金形成一定占用。2019 年，公司费用收入比为 30.79%，期间费用对利润侵蚀明显。

分析师

高佳悦 登记编号（R0040219050005）

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85171281

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

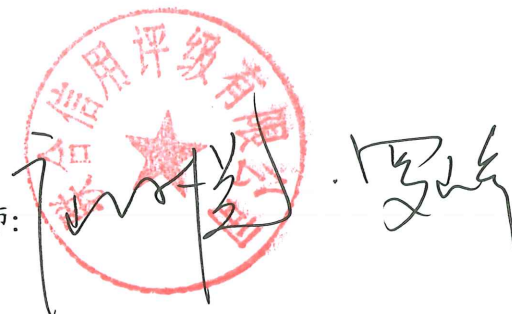
本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：



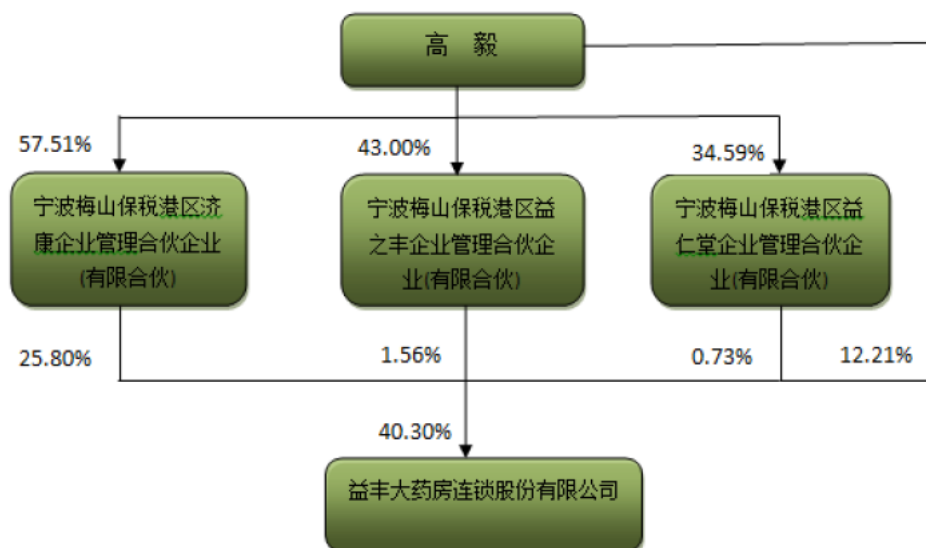
联合信用评级有限公司

一、主体概况

益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“公司”或“益丰药房”）的前身为成立于2008年6月的湖南益丰大药房医药连锁有限公司（以下简称“益丰有限”）。2011年8月，益丰有限董事会作出决议，益丰有限整体变更为股份有限公司，公司更名为现名，发起人为自然人高毅先生及湖南益丰医药投资管理有限公司（以下简称“益丰投资”）等5名法人股东。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〔2015〕190号文件核准，公司于2015年2月17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4,000万股并在上海证券交易所上市，公司股本变更为16,000万股，股票简称“益丰药房”，股票代码为“603939.SH”。后经多次股权变更，截至2020年3月底，公司注册资本为3.79亿元，其中自然人高毅先生及其一致行动人合计持有公司40.30%的股份，高毅先生系公司实际控制人，公司股权结构见下图。

截至2020年5月29日，公司实际控制人高毅先生累计质押股份数为13,582,000股，占高毅先生直接和间接控制公司股份总数的20.97%，占公司总股本的2.56%。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

2019年，公司经营范围未发生变化。截至2019年底，公司拥有在职员工24,219人。公司组织结构较上年末无变化，纳入合并报表范围内子公司69家。

截至2019年底，公司合并资产总额91.75亿元，负债合计44.66亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.09亿元，其中归属于母公司所有者权益45.08亿元。2019年，公司实现营业收入102.76亿元，净利润（含少数股东损益）6.09亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润5.44亿元；经营活动产生的现金流量净额9.63亿元，现金及现金等价物净增加额-0.48亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额98.01亿元，负债合计48.61亿元，所有者权益（含少数股东权益）49.40亿元，其中归属于母公司所有者权益47.14亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入30.48亿元，净利润（含少数股东损益）2.15亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.91亿元；经营活动产生的现金流量净额2.95亿元，现金及现金等价物净增加额5.82亿元。

公司注册地址：湖南省常德市武陵区人民路 2638 号；法定代表人：高毅。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2020〕593 号核准，公司于 2020 年 6 月 1 日公开发行“2020 年益丰大药房连锁股份有限公司可转换公司债券”，募集资金为 15.81 亿元，债券存续起止日期为 2020 年 6 月 1 日至 2026 年 6 月 1 日，债券简称“益丰转债”，债券代码“113583.SH”，票面利率为 0.4%。初始转股价格为 71.82 元/股，债券转股期自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至债券到期日止。

“益丰转债”募集资金使用情况如下：

表 1 “益丰转债”募集资金使用用途（单位：万元）

序号	项目	资金总额	拟投入募集资金额
1	江苏益丰医药产品分拣加工一期项目	21,519.91	16,000.00
2	上海益丰医药产品智能分拣中心项目	20,000.00	13,000.00
3	江西益丰医药产业园建设一期项目	9,513.40	8,000.00
4	新建连锁药店项目	125,860.60	68,085.00
5	老店升级改造项目	10,015.90	10,015.90
6	数字化智能管理平台建设项目	4,000.00	4,000.00
7	补充流动资金	39,000.00	39,000.00
	合计	229,909.81	158,100.90

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月 23 日，公司已使用资金 233,329,548.66 元，尚未使用资金 1,347,679,451.34 元，已按照募集说明书用途使用。

三、行业分析

药品零售终端在我国医药销售体系中占据重要地位。医药连锁企业数量逐年增长，零售连锁率逐年升高，行业发展趋势较好；我国零售药店行业集中度低，行业竞争激烈，同时，执业药师资源稀缺一定程度上阻碍我国药品零售行业发展。

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。

2019 年药品销售额实现 17,955 亿元。从实现药品销售的三大终端的销售额分布来看，公立医院终端市场份额最大，2019 年占比为 66.6%，零售药店终端市场份额 2019 年占比为 23.4%，公立基层医疗终端市场份额占比为 10.0%。如果加入未统计的“民营医院、私人诊所、村卫生室”，则中国药品终端总销售额超过 20,000 亿元。

2019 年，国内零售药店数量较 2018 年小幅下降 0.9 万家至 47.98 万家左右，行业整合态势初步显现。2019 年全国药品零售市场规模达到 4,258 亿元，同比增长 6.4%，增速同比继续略有下降。2019 年国内药店连锁化率已上升至 55.74%，连锁型门店的数量占比持续上升。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。但是与美国前三大连锁药店企业 CVS、Walgreens 和 Rite Aid 合计市场占比 85% 相比，我国药品零售行业的行业集中度仍然偏低。

从销售区域来看，2019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 37.4%、华北 16.2%、中南 23.7%、西南 13.0%、东北 5.1%、西北 4.6%。其中，华东、华北、中南三大区域销售额占到全国销售总额的 77.3%，同比上升 0.1 个百分点。

行业关注方面，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。同时，根据 2018 年 11 月商务部发布的《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，要求二类零售药店至少配备 1 名执业药师、三类零售药店至少配备 2 名执业药师，因此，如果将来零售药店分类分级管理政策施行，我国执业药师资源的缺口会更大，一定程度上阻碍了我国药品零售行业的发展。

行业政策方面，近年来，医药卫生主管部门通过一系列政策推动药品价格下降，减轻患者药品使用负担，包括公立医院零差价、控制药占比、集中采购、国家医保药物准入谈判、设立基本药物目录等。虽然目前监管政策主要针对处方药和公立医院药品销售行为，但随着医院零差价率、分级诊疗实施、处方外流政策的加速，将会使零售药店药品销售价格逐步与医院终端趋同。药品价格若整体下降，将压缩整个医药流通行业（含批发、零售）的利润空间。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理层变化不大，相关管理制度延续，管理运作良好。

2019年，公司原财务总监罗迎辉辞职，监事曾明慧、兰湘强离任；公司新聘财务总监邓剑琴、副总裁陈俊杰、汪飞，新选举监事李克俊。公司主要管理制度未发生变化。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，由于公司门店数量增加，公司医药零售业务收入进一步增长，带动公司营业收入和净利润大幅增长，主营业务毛利率较为稳定。

跟踪期内，公司仍主要从事医药零售和医药批发业务，其中医药零售是公司的核心业务。2019年，公司实现营业收入102.76亿元，同比增长48.66%，主要系新开门店持续增加以及大力实施对外并购所致；实现净利润6.09亿元，同比增长37.89%。

从主营业务收入的构成看，2019年，公司医药零售业务收入95.89亿元，较上年增长46.55%，主要系新开门店持续增加以及大力实施对外并购所致，占主营业务的比重由上年的98.04%下降至96.12%；医药批发业务收入3.88亿元，较上年增长196.03%，占主营业务的比重由上年的1.96%上升至3.88%，占比仍较低。

表2 2017-2019年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药零售	457,330.62	98.09	38.71	654,316.30	98.04	38.24	958,927.99	96.12	38.55
医药批发	8,883.36	1.91	23.38	13,091.23	1.96	16.58	38,754.13	3.88	8.75
合计	466,213.98	100.00	38.41	667,407.53	100.00	37.81	997,682.12	100.00	37.39

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2019年，公司医药零售业务毛利率为38.55%，较上年上升0.31个百分点，毛利率水平稳定；医药批发业务毛利率为8.75%，较上年下降7.83个百分点，对主营业务毛利率影响不大。综上，2019年，公司主营业务毛利率较上年下降0.42个百分点至37.39%，毛利率水平较为稳定。

2020年1—3月，公司营业收入保持快速增长趋势，较上年同期增长23.43%至30.48亿元；实现净利润2.15亿元，较上年同期增长28.91%。

2. 产品采购

2019年，公司采购模式、采购流程、与供应商结算方式未发生变化；供应商集中度较高。

2019年，公司采购模式、采购流程较上年无变化。采购模式方面，公司根据行业特征和主要市场特点，确立了集中采购模式和地方采购模式。采购流程方面，公司设置商品中心，负责统计全部门店集中采购代理品种商品的需求，并协调子公司的采购计划，制定品类组合计划。

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；对于自有品牌及部分代理产品，付款方式采用预付款、货到付款或者信用期付款；对于其他产品，除货到付款、信用期付款外，部分也采取实销实结（以当月实际销售量作为付款标准）的付款方式。公司采购产品主要采用票据结算的方式。

从供应商集中度情况看，2019年，公司向前五名供应商采购金额共计20.34亿元，占年度采购总额的34.16%，采购集中度较上年上升0.70个百分点。公司采购集中度有所上升，供应商集中度较高。

3. 产品销售

2019年，公司通过收购和自建，门店数量大幅增加，加之门店经营效率较高，医药零售收入大幅增长。销售网络主要仍集中于中南及华东地区，存在一定的区域集中风险；公司产品销售中医保销售和会员销售占比较高，销售回款质量较高。

（1）销售网络

物流配送方面，公司已建立了湖南、江苏、上海、江西、广东、河北六大医药物流配送中心，拥有自动输送线、自动分拣系统、电子标签、无线射频拣选、验收系统、智能集货系统等物流业内较为先进的设备与技术及业务管理模式，配送准确率较高。冷链运输方面，公司构建了全流程可视可控的包括全程冷链运输管理质量体系（包括验证体系、质量文件体系、冷链操作体系、应急管理体系等）、全程冷链运输管理运作体系、全程冷链运输信息系统、运输管理系统（TMS，含GPS全程跟踪）等在内的冷链运输管理体系，有利于确保冷链运输合规安全。

公司通过自建门店以及收购门店搭建销售网络，2018—2019年，公司拥有门店数量分别为3,611家和4,752家，其中直营门店数量分别为3,442家和4,366家，覆盖湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京等9个省市。2019年，公司净增加门店1,141家，其中，新增直营门店639家，加盟店217家，收购门店381家，关闭门店96家。

从门店分布区域看，公司直营门店主要分布在中南地区（包括湖南省、湖北省及广东省），2018—2019年，中南地区直营店分别为1,617家和2,043家，分别占直营门店总数的46.98%和46.79%；华东地区（包括江苏省、上海市、浙江省及江西省）直营门店分别为1,329家和1,765家，分别占直营门店总数的38.61%和40.43%；2019年华北地区直营门店558家，占直营门店总数的12.78%。

表3 2017-2019年公司直营门店分布情况(单位:家)

地区	2017年	2018年	2019年
中南地区	1,146	1,617	2,043
华东地区	833	1,329	1,765
华北地区	--	496	558
合计	1,979	3,442	4,366

资料来源:公司年报,联合评级整理

门店经营效率方面,截至2019年底,公司直营门店中,拥有旗舰店22家,经营面积15,603平方米,2019年日均平效150.76元/平方米;区域中心门店73家,经营面积25,463平方米,2019年日均平效56.45元/平方米;中型社区店608家,经营面积116,070平方米,2019年日均平效62.04元/平方米;小型社区门店3,663家,经营面积364,114平方米,2019年日均平效58.51元/平方米。2019年,公司综合日均平效59.43元/平方米,门店经营效率较高。

(2) 产品销售

2019年公司医药零售业务收入95.89亿元,较上年增长46.55%,主要系新开门店持续增加以及实施对外并购所致;截至2019年底,公司4,366家直营连锁门店中已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店3,354家,占公司门店总数的比例为76.82%;公司拥有会员人数达3,693万,会员销售占比为84.01%。

销售结构方面,公司主要销售商品仍为中西成药、中药和非药品品种等。具体看,2018-2019年,公司中西成药销售额占比进一步上升,分别为70.88%和71.75%;中药销售额占比有所下降,分别为12.04%和11.34%;非药品产品销售额占比有所下降,分别为17.08%和16.91%。

表4 2017-2019年公司收入品类结构(单位:%)

时间	中西成药	中药	非药品
2017年	68.27	13.81	17.92
2018年	70.88	12.04	17.08
2019年	71.75	11.34	16.91

资料来源:公司年报,联合评级整理

从销售区域看,公司销售区域与门店区域基本吻合,集中于中南及华东地区。

表5 2017-2019年公司分地区销售情况(单位:%)

地区	2017年	2018年	2019年
中南地区	55.13	50.38	43.40
华东地区	44.87	44.02	45.17
华北地区	--	5.60	11.42
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源:公司年报,联合评级整理

客户集中度方面,公司医药零售对象以个体消费为主,客户分散,2018-2019年,前五大客户集中度分别为0.18%和0.28%,集中度很低,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。医保结算账期各地区情况有所不同,一般为1-3个月。公司销售回款质量较高。

4. 经营关注

(1) 门店整合、管理难度大以及物流配送难度上升

2019年，公司通过大量收购以及自建直营门店，门店数量快速增长，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，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。

(2) 市场竞争加剧

我国医药零售行业的企业众多，市场集中度较低，行业竞争较激烈。近几年来，行业内大型药店连锁企业通过自主扩张和兼并重组，不断扩大营销网络，实现跨区域发展，行业的市场集中度逐渐提高，零售药店企业之间的竞争日趋激烈。公司在中南、华东市场取得了一定的领先优势，但随着区域内市场竞争加剧，公司在领先区域的市场占有率和盈利能力面临压力。

(3) 资金支出压力大

公司大量的门店收购以及直营门店的建设均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) 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。

(5) 加盟店经营风险

截至2019年底，公司通过加盟连锁模式共拥有386家加盟店，并将商号、商标授权给加盟店使用。虽然公司通过设立加盟店，可以快速拓展市场、打造品牌形象，但是由于加盟店与公司不存在权属关系，即使公司已建立相对完善的风险管控与隔离机制，仍然不能排除因加盟店经营不合规，从而影响公司品牌形象甚至整体经营利润的风险。此外，加盟连锁方式需履行商业特许经营备案程序，若公司未及时按照规定办理备案或报告特许经营合同变动情况的，可能存在被商务主管部门行政处罚的风险。

5. 未来发展

公司战略可实施性较强，未来随着各项战略的逐步实施，公司业务有望保持较好的发展态势。

(1) “自建+收购”并重的扩张模式，加快门店网络扩张

未来公司将继续通过“新开+并购”并重的拓展模式，积极向周边地区辐射和向全国其他区域渗透，逐步实现公司“拓展全国市场”的发展目标，但短期内仍不能规避公司较为依赖区域市场的风险。

(2) 积极参与医改政策，创新经营模式，承接巨大的医药增量市场

一方面，公司将通过开展与政府及医保部门、医疗机构、保险公司以及制药厂家的合作，在医疗保险支付、社区医疗职能承接、医院处方信息共享、慢病管理等方面进行积极探索，同时，加快医院周边门店和DTP/DTC专业药房的建设步伐，加快与处方药厂家开展深度的战略合作；另一方面，加强对慢病和处方药的专业化管理，公司通过会员体系和顾客服务研究，对慢病及处方药顾客进行分析研究，开展慢病专柜、专区、专店，配备专业员工，为患者提供专业化的目标管理、用药指导和用药服务，提升会员顾客的依存度。

(3) 通过健康管理服务和业态延伸, 持续探索大健康药房新业态

通过线上线下为会员提供针对性的康复、保健、预防、养生、护理等健康管理服务, 在更广义的健康领域为顾客提供更高级别的专业服务和更多元的健康商品。商品方面: 从药品出发, 向中药养生、保健食品、保健器械、母婴用品、个人护理用品及与健康相关联的便利品等延伸; 服务方面: 从药学服务出发, 向预防保健、用药跟踪、慢病管理、健康生活顾问等领域延伸; 业态方面: 通过开设中医馆、中医坐堂、门诊部、店内简易门诊以及互联网医疗等方式, 向诊疗延伸。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年合并财务报表已由天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 审计结论为标准无保留审计意见, 2020 年一季度财务报表未经审计。公司经审计财务报表按照财政部颁布的各项最新规定编制。

从合并范围来看, 2019 年公司合并范围内新增 15 家子公司, 减少 3 家子公司。截至 2019 年底, 公司纳入合并财务报表范围内的子公司 69 家, 公司合并范围变更较大, 会计政策连续, 财务数据可比性一般。

截至2019年底, 公司合并资产总额91.75亿元, 负债合计44.66亿元, 所有者权益(含少数股东权益)47.09亿元, 其中归属于母公司所有者权益45.08亿元。2019年, 公司实现营业总收入102.76亿元, 净利润(含少数股东损益)6.09亿元, 其中, 归属于母公司所有者的净利润5.44亿元; 经营活动产生的现金流量净额9.63亿元, 现金及现金等价物净增加额-0.48亿元。

截至2020年3月底, 公司合并资产总额98.01亿元, 负债合计48.61亿元, 所有者权益(含少数股东权益)49.40亿元, 其中归属于母公司所有者权益47.14亿元。2020年1-3月, 公司实现营业总收入30.48亿元, 净利润(含少数股东损益)2.15亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润1.91亿元; 经营活动产生的现金流量净额2.95亿元, 现金及现金等价物净增加额5.82亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年底, 公司资产规模有所增长, 资产结构较年初变动不大; 流动资产中存货占比较大, 对公司资金形成一定占用; 公司资产受限比例一般, 整体资产质量尚可。

截至 2019 年底, 公司合并资产总额 91.75 亿元, 较年初增长 16.61%, 主要系流动资产增加所致。其中, 流动资产占 54.34%, 非流动资产占 45.66%。公司资产结构相对均衡, 资产结构较年初变化不大。

(1) 流动资产

截至 2019 年底, 公司流动资产 49.86 亿元, 较年初增长 17.54%, 主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金(占 28.57%)、应收账款(占 15.05%)、存货(占 36.51%)和其他流动资产(占 8.00%)构成。

截至2019年底, 公司货币资金14.24亿元, 较年初增长9.83%, 主要系公司销售收入增长, 销售回款增加所致, 主要由银行存款(占51.76%)和其他货币资金(占47.97%)构成。货币资金中有6.83亿元受限资金, 受限比例为47.97%, 主要为保证金, 受限比例较高。

公司应收账款主要为医保款项组合。截至2019年底, 公司应收账款7.50亿元, 较年初增长24.07%, 主要系收入规模增加所致。其中账龄在1年以内的占账面余额99.94%, 账龄较短; 累计

计提坏账准备585.01万元，计提比例为0.77%；公司应收账款前五名客户应收款项占应收账款账面余额的30.65%，应收账款集中度较高。

截至2019年底，公司存货18.21亿元，较年初增长26.39%，主要系随销售规模扩大，公司备货相应增加所致。公司存货账面余额主要由库存商品（占99.53%）构成；共计提0.06亿元的存货跌价准备，计提比例为0.30%，主要为对库存商品计提的存货跌价准备。

截至2019年底，公司其他流动资产3.99亿元，较年初下降22.46%，主要系公司执行新金融准则将理财产品转入交易性金融资产所致。

（2）非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产41.89亿元，较年初增长15.52%，主要系商誉增长所致；公司非流动资产主要由固定资产（占10.59%）、无形资产（占8.25%）和商誉（占72.68%）构成。

截至2019年底，公司固定资产4.44亿元，较年初增长11.76%。公司固定资产账面价值主要由房屋及建筑物（占53.32%）、电子设备（占18.66%）和办公设备（占22.25%）；累计计提折旧3.10亿元，固定资产成新率58.85%，成新率较低。

截至2019年底，公司无形资产3.46亿元，较年初增长50.96%，主要系公司研发资本化转入无形资产所致。公司无形资产余额主要由土地使用权（占72.36%）和软件（占26.05%）构成；公司无形资产累计摊销0.51亿元。

截至2019年底，公司商誉30.45亿元，较年初增长11.42%，主要系公司合并江苏健康人大药房连锁有限公司、盱眙百草堂医药连锁有限公司以及淮安市济生医药连锁有限公司等公司形成商誉所致；公司共计提商誉减值准备229.96万元。公司商誉规模较大，如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

截至2019年底，公司受限资产总额为21.28亿元，占资产总额的比重为23.19%，受限资产占比较高；公司受限资产具体情况如下表所示。

表6 截至2019年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	受限金额	占资产总额比例	受限原因
货币资金	68,331.82	7.45	银行承兑汇票保证金、医保保证金
长期股权投资	144,478.63	15.75	银行借款质押担保
合计	212,810.45	23.19	--

注：表中受限的长期股权投资主要为对其持有的石家庄新兴药房连锁有限公司91%股权提供质押担保
资料来源：公司年报、联合评级整理

截至2020年3月底，公司合并资产总额98.01亿元，较年初增长6.82%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占57.06%，非流动资产占42.94%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至2019年底，随着公司经营规模的扩大，公司负债规模有所增长，负债结构仍以流动负债为主，公司债务负担处于合理水平，但债务结构有待改善。

截至2019年底，公司负债总额44.66亿元，较年初增长20.77%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占83.40%，非流动负债占16.60%。公司负债仍以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2019年底，公司流动负债37.25亿元，较年初增长28.52%，主要系应付票据增长所致。公司流动负债主要由应付票据（占59.36%）、应付账款（占21.69%）、应付职工薪酬（占5.61%）和其他应付款（合计）（占6.70%）构成。

截至2019年底，公司应付票据22.11亿元，较年初增长42.29%，主要系新开及并购门店后采购规模扩大，应付票据增加所致，主要由银行承兑汇票（占99.56%）构成。

截至2019年底，公司应付账款8.08亿元，较年初增长25.02%，主要系销售规模扩大应付账款增长所致。

截至2019年底，公司应付职工薪酬2.09亿元，较年初增长29.34%，主要系公司合并新门店所致。

截至2019年底，公司其他应付款2.35亿元，较年初下降14.72%，主要系股权转让款及门店收购款减少所致。

截至2019年底，公司非流动负债7.41亿元，较年初下降7.32%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占92.70%）和递延收益（占6.94%）构成。

截至2019年底，公司长期借款6.87亿元，较年初下降7.74%；长期借款全部由质押及保证借款构成。从期限分布看，2021年到期的占8.57%，2022年到期的占22.86%，2023年到期的占22.86%，2024年及以后到期的占45.71%，集中偿付压力较小。

截至2019年底，公司递延收益0.51亿元，无较大变化，主要为公司收到的政府补助。

截至2019年底，公司全部债务29.86亿元，较年初增长27.46%，主要系短期借款增长所致。其中，短期债务占76.99%，长期债务占23.01%，以短期债务为主。截至2019年底，短期债务22.99亿元，较年初增长43.87%，主要系应付票据增长所致；长期债务6.87亿元，较年初下降7.74%，主要系长期借款减少所致。截至2019年底，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为48.68%、38.81%和12.73%，较年初分别上升1.67个百分点、上升2.83个百分点和下降2.42个百分点。公司债务负担处于合理水平。

截至2020年3月底，公司全部债务32.43亿元，较年初增长8.61%，主要系短期债务增长所致。其中，公司短期债务25.56亿元（占78.81%），较年初增长11.18%；长期债务6.87亿元（占21.19%），较年初变化不大。截至2020年3月底，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为49.60%、39.63%和12.21%，较年初分别上升0.92个百分点、上升0.83个百分点和下降0.52个百分点。债务负担仍处于合理水平。

（2）所有者权益

截至2019年底，由于未分配利润积累，公司所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性尚可。

截至2019年底，公司所有者权益合计47.09亿元，较年初增长12.93%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为95.74%，少数股东权益占比为4.26%。归属于母公司所有者权益45.08亿元，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占8.40%、58.88%、1.76%和32.30%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计49.40亿元，较年初增长4.90%。其中，归属于母公司所有者权益占比为95.42%，少数股东权益占比为4.58%。归属于母公司所有者权益47.14亿元，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占8.04%、56.62%、1.68%和34.95%。所有者权益结构稳定性尚可。

4. 盈利能力

2019年，公司营业收入及利润规模大幅增长，但费用控制能力较弱，整体盈利能力小幅提高。

2019年公司实现营业收入102.76亿元，同比增长48.66%，主要系新开门店持续增加以及大力实施对外并购所致；实现净利润6.09亿元，同比增长37.89%。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为31.64亿元，较上年增长45.33%，主要系合并范围扩大所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为84.75%、13.86%、0.17%和1.22%，以销售费用为主。其中，销售费用为26.81亿元，较上年增长41.66%，主要系公司营业收入增长，新开店及并购门店处于整合期，公司开办费摊销及促销费用较多所致；管理费用为4.39亿元，较上年增长63.82%，主要系公司营业收入增长以及公司合并范围扩大所致；研发费用为0.05亿元，较上年增长65.94%，主要系电商研发资本化转入无形资产摊销所致；财务费用为0.38亿元，较上年增长189.75%，主要系利息费用增长所致。2019年，公司费用收入比为30.79%，较上年下降0.71个百分点，公司费用控制能力较弱。

2019年，公司其他收益0.35亿元，较上年增长2.53倍，主要系公司收到增值税小规模纳税人减免税金所致。2019年，公司营业外收入、投资收益、资产减值损失规模较小，非经常性损益对公司盈利水平影响不大。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为38.48%，较上年变化不大。2019年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为9.22%、10.09%和13.72%，较上年分别上升0.71个百分点、0.75个百分点和1.70个百分点。公司盈利能力小幅提高。

2020年1—3月，公司实现营业总收入30.48亿元，较上年同期增长23.43%，主要系新增门店所致；实现净利润2.15亿元，较上年同期增长29.81%，主要系收入规模有所扩大所致。

5. 现金流

2019年，公司经营现金流保持净流入状态，且净流入规模大幅增长，收入实现质量有所下降；投资活动现金净流出规模大幅增长，考虑到公司持续新建门店进行扩张，仍面临一定对外筹资需求。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入量为111.62亿元，较上年增长41.74%，主要系营业收入增长所致；经营活动现金流出量为101.99亿元，较上年增长38.49%，主要系采购成本增长所致。受上述因素影响，2019年，公司经营活动现金净流入量9.63亿元，较上年增长88.61%。2019年，公司现金收入比为108.06%，较上年下降5.18个百分点，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入量为29.72亿元，较上年下降37.42%，主要系赎回理财产品及结构性存款减少所致；投资活动现金流出量为38.58亿元，较上年下降26.26%，主要系购买理财产品及结构性存款支付的现金减少所致。受上述因素影响，2019年，公司投资活动现金净流出量为8.86亿元，较上年增长83.66%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量为1.15亿元，较上年下降85.54%，主要系取得借款减少所致；筹资活动现金流出量为2.40亿元，较上年下降10.24%。受上述因素影响，2019年，公司筹资活动现金净流出量为1.25亿元，由上年净流入转为净流出。

2020年1—3月，公司经营产生的现金净流量为2.95亿元，投资活动产生的现金净流量为-0.79亿元，筹资活动产生的现金净流量为3.67亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现有所弱化，但考虑到公司经营情况稳定，融资渠道畅通，过往债务履约良好，其整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.46 倍和 0.97 倍下降至 1.34 倍和 0.85 倍，流动资产对流动负债的保障程度略有下降。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.81 倍下降至 0.70 倍，现金类资产对短期债务的保障程度略有下降。整体看，公司短期偿债能力指标有所弱化。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 10.51 亿元，较上年增长 42.19%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 7.59%）、摊销（占 10.55%）和利润总额（占 77.51%）构成。2019 年，由于计入财务费用的利息支出增长，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 76.08 倍下降至 22.94 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.32 倍上升至 0.35 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度 38.05 亿元，已使用授信额度 23.78 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。同时，公司作为上市公司，拥有直接融资渠道。

截至 2019 年底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项和对外担保事项。

根据公司提供企业信用报告（统一社会信用代码：9143070067558223X2），截至 2020 年 6 月 15 日，公司已结清和未结清信贷业务中，无不良和关注类记录，过往债务履约情况较好。

7. 公司本部财务分析

截至 2019 年底，公司本部资产规模有所增长，流动资产中预付款项及货币资金占比较高；非流动资产主要由长期股权投资构成；债务负担处于合理水平，所有者权益结构稳定性较高。2019 年，公司本部利润主要来源于经营所得，经营活动现金流为净流出状态。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 62.51 亿元，较年初增长 11.35%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产 39.09 亿元（占 62.52%），非流动资产 23.43 亿元（占 37.48%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 25.41%）、预付款项（占 42.56%）、其他应收款（占 18.24%）和存货（占 7.18%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 76.27%）、固定资产（占 5.40%）和商誉（占 11.44%）构成。截至 2019 年底，公司本部货币资金为 9.93 亿元。

截至 2019 年底，公司本部负债总额 29.69 亿元，较年初增长 24.60%。其中，流动负债 22.82 亿元（占 76.85%），非流动负债 6.87 亿元（占 23.15%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占 88.13%）构成，非流动负债全部由长期借款构成。截至 2019 年底，公司本部资产负债率为 47.49%，较 2018 年上升 5.05 个百分点。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 32.82 亿元，较年初增长 1.58%，所有者权益稳定性较高。其中，股本为 3.79 亿元（占 11.54%）、资本公积 26.55 亿元（占 80.89%）、未分配利润 2.30 亿元（占 7.00%）和盈余公积 0.79 亿元（占 2.41%）。

盈利能力方面，2019 年，公司本部实现营业收入 26.59 亿元；期间费用 9.57 亿元；投资收益 0.73 亿元。2019 年，公司本部利润总额为 1.72 亿元，净利润为 1.45 亿元。

现金流方面，2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 29.04 亿元和 29.88 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 -0.84 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 0.54 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 -1.37 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收款项融资）为16.18亿元，约为“益丰转债”待偿本金（15.81亿元）的1.02倍；公司净资产为47.09亿元，约为待偿本金（15.81亿元）的2.98倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“益丰转债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为10.51亿元，约为“益丰转债”待偿本金（15.81亿元）的0.66倍，公司EBITDA对“益丰转债”待偿本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入111.62亿元，约为待偿本金（15.81亿元）的7.06倍，公司经营活动现金流入量对“益丰转债”的覆盖程度较强。

综合以上分析，公司对“益丰转债”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司通过内生发展和外延并购，门店数量大幅增加，门店经营效率较高，收入规模和净利润大幅增长，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到医药零售行业竞争激烈、公司销售区域较为集中、频繁并购产生的商誉规模较大且门店整合和物流配送难度加大、期间费用对利润侵蚀明显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。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，同时维持“益丰转债”的债项信用等级为 AA。

附件 1 益丰大药房连锁股份有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	47.83	78.68	91.75	98.01
所有者权益 (亿元)	31.80	41.70	47.09	49.40
短期债务 (亿元)	9.20	15.98	22.99	25.56
长期债务 (亿元)	0.00	7.45	6.87	6.87
全部债务 (亿元)	9.20	23.43	29.86	32.43
营业收入 (亿元)	48.07	69.13	102.76	30.48
净利润 (亿元)	3.17	4.42	6.09	2.15
EBITDA (亿元)	5.39	7.39	10.51	--
经营性净现金流 (亿元)	3.17	5.11	9.63	2.95
应收账款周转次数 (次)	16.30	14.55	15.06	--
存货周转次数 (次)	3.85	3.77	3.83	--
总资产周转次数 (次)	1.07	1.09	1.21	0.32
现金收入比率 (%)	113.80	113.24	108.06	108.35
总资本收益率 (%)	8.12	8.50	9.22	--
总资产报酬率 (%)	9.51	9.34	10.09	--
净资产收益率 (%)	10.32	12.02	13.72	4.47
营业利润率 (%)	39.31	39.05	38.48	37.74
费用收入比 (%)	30.99	31.49	30.79	28.69
资产负债率 (%)	33.51	47.00	48.68	49.60
全部债务资本化比率 (%)	22.45	35.97	38.81	39.63
长期债务资本化比率 (%)	0.00	15.15	12.73	12.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	76.08	22.94	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.59	0.32	0.35	--
流动比率 (倍)	2.16	1.46	1.34	1.36
速动比率 (倍)	1.66	0.97	0.85	0.88
现金短期债务比 (倍)	0.86	0.81	0.70	0.85
经营现金流动负债比率 (%)	20.37	17.62	25.86	7.16
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.34	0.47	0.66	--

注: 1. 公司 2020 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化; 2. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/所跟踪债项合计待偿本金

附件 2 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	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
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	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+研发费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×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	
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)
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+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 3 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。