

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2020】第 Z【340】号

大参林医药集团股份有限公司：

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年五月十九日



大参林医药集团股份有限公司
2020 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告



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【2020】第 Z
【340】号 02

分析师

姓名：
秦风明 张曼婧

电话：
021-51035670

邮箱：
qinfm@cspengyuan.com

评级日期：
2020年05月22日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

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

大参林医药集团股份有限公司 2020年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 14.05 亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6 年

债券偿还方式：每年付息一次，附债券赎回及回售条款

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）本次拟公开发行总额不超过 14.05 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了债务安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司在医药零售行业具有较强的竞争力及市场影响力，近年营业收入和利润持续增长，经营活动现金流表现较好；同时中证鹏元也关注到公司门店扩张较快，新门店短期内难以盈利，对业绩可能产生的不利影响，同时收购扩张带来的商誉较大，存在一定商誉减值风险；公司存货规模较大，周转效率偏低，在建项目投资规模较大，存在一定资金压力以及一定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 2020 年 3 月底，公司在全国共拥有 4,885 家连锁门店，覆盖广东、广西、河南等多个省份，已取得“医疗保险定点零售药店”资格的直营连锁药店 3,606 家，主营业务收入在医药零售行业排名靠前，获得 2019-2020 中国药店价值榜百强、直营连锁百强第二名，且公司坚持深耕华南、布局全国的战略，华南区域门店数量占比 80%以上，在全国尤其是华南市场具有较强的竞争力及市场影响力。
- 公司营业收入和利润持续增长，经营活动现金流表现较好。公司营业收入及利润近年持续增长，2017-2019 年公司营业收入和净利润年复合增长率分别为 22.53%、21.14%，2020 年一季度分别同比增长 30.39%、55.72%，业绩表现较好。此外，公

司经营收现情况较好，2017-2019 年收现比分别为 1.16、1.15、1.12，且经营活动现金流净流入规模不断扩大，表现较好。

- **可转换债券大部分转股，增强了公司资本实力。**公司 2019 年 4 月发行的 10 亿元可转换债券 98.33%转换为公司股票，增强了公司资本实力，截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率下降至 47.23%。

关注：

- **门店扩张较快，需关注新门店对公司业绩可能产生的不利影响。**2017-2019 年及 2020 年一季度公司分别新增门店 633 家、967 家、946 家和 147 家，每年新增门店数较多，且新开门店需要一定时间培育，会带来单店平均存货规模上升、营业收入规模下降、短期内亏损等问题，可能对公司业绩产生不利影响。
- **商誉规模较大，存在一定商誉减值风险。**公司近年来为快速扩张，并购频繁，商誉规模较大，2017-2019 商誉账面价值年复合增长率 146.58%，2019 年底商誉账面价值 98,372.88 万元，若并购企业业绩未达预期，公司将面临一定商誉减值风险。
- **公司存货规模较大，周转效率偏低。**截至 2019 年底，公司存货规模 205,506.18 万元，占总资产比重 23.70%，公司存货规模较大，随着国家医改政策的推进，部分药品销售价格存在下降可能，且因市场需求变化药品可能出现滞销情况，存在一定跌价风险；此外，2019 年公司存货周转天数 105.21 天，周转效率偏低。
- **在建项目投资规模较大，存在一定资金压力。**截至 2020 年 3 月底公司主要在建项目计划总投资 137,000.00 万元，在建项目投资规模较大，且随着公司业务发展，对外并购投资活动将较多，存在一定资金压力。
- **存在一定短期偿债压力。**截至 2020 年 3 月底，公司短期有息负债 18,557.73 万元，应付票据规模 176,307.13 万元，短期有息负债和应付票据合计规模较大，存在一定短期偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	916,540.72	867,192.76	653,702.27	582,276.40
归属于母公司所有者权益	474,404.17	423,990.39	303,811.16	275,277.49
有息债务	19,903.20	32,928.67	35,282.73	51,517.92
资产负债率	47.23%	50.05%	52.78%	51.87%
流动比率	1.36	1.37	1.18	1.35

速动比率	0.82	0.85	0.63	0.78
营业收入	336,220.17	1,114,116.51	885,927.37	742,119.69
营业利润	38,862.64	91,825.61	71,829.83	63,331.61
净利润	28,474.91	69,654.28	52,568.79	47,461.08
综合毛利率	37.84%	39.48%	41.65%	40.26%
总资产回报率	-	12.51%	12.03%	13.89%
EBITDA	-	124,399.39	98,125.61	81,358.77
EBITDA 利息保障倍数	-	32.54	40.93	23.25
经营活动现金流净额	32,109.69	170,777.07	87,363.98	64,038.81

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身系1999年2月成立的茂名市大参林医药连锁有限公司，注册资本600.00万元，出资人为柯金龙、邹朝珠及柯云峰3人，出资比例均为33.33%。2001年1月邹朝珠将其全部股权转让给柯康保，公司注册资本增至1,080.00万元，名称变更为广东大参林连锁药店有限公司，邹朝珠与柯康保为夫妻关系，柯金龙、柯康保和柯云峰为兄弟关系。后公司经过多次增资，2013年8月公司名称变更为现名，注册资本为20,000.00万元。截至2015年底，公司注册资本和实收资本分别为36,000.00万元。2017年7月31日，公司首次公开发行股票4,001万股并在上海证券交易所上市交易，股票代码603233.SH，发行后总股份40,001万股；发行价为每股24.72元，扣除各项费用后募集资金净额95,066.00万元。

截至2019年底公司注册资本和实收资本分别为52,001.30万元、53,954.18万元，公司部分可转债转股，2020年3月底公司实收资本增至54,695.05万元，柯云峰、柯金龙、柯康保直接持股比例分别为21.39%、21.39%、16.68%，为一致行动人，公司控股股东和实际控制人为柯云峰、柯金龙和柯康保。此外，柯舟为柯康保之子，邹朝珠为柯康保之配偶，梁小玲为柯云峰之配偶，王春婵为柯金龙之配偶，股东柯秀容为柯云峰、柯康保、柯金龙之姐。

表1 截至2020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	质押数量
1	柯金龙	境内自然人	116,990,668	21.39%	12,233,000
2	柯云峰	境内自然人	116,990,667	21.39%	-
3	柯康保	境内自然人	91,250,667	16.68%	-
4	柯舟	境内自然人	23,400,000	4.28%	-
5	刘景荣	境内自然人	12,435,104	2.27%	-
6	宋茗	境内自然人	11,559,984	2.11%	2,457,000
7	梁小玲	境内自然人	10,335,780	1.89%	-
8	邹朝珠	境内自然人	9,726,912	1.78%	-
9	王春婵	境内自然人	9,360,000	1.71%	2,990,000
10	香港中央结算有限公司	其他	6,392,852	1.17%	-

资料来源：公司2020年一季度报，中证鹏元整理

公司为药品零售连锁企业，主要从事药品、中药饮片、参茸滋补品、保健品、医疗器械、个人护理、家居用品等商品的连锁零售业务；同时兼营批发和生产业务。截至2020年3月底，公司合并范围有81家子公司，详见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：大参林医药集团股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：14.05亿元（含）；

债券期限和利率：6年；债券利率需提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次；

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

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

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

初始转股价格：初始转股价格不低于募集说明书公告日前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1个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决；修正后的转股价格应不低于本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个交易日均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

赎回条款：在本期债券期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协

商确定。在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：（1）在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司A股股票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%）；（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时；

回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会（或董事会授权人士）根据发行时具体情况确定，并在发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外和原A股股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过14.05亿元（含），资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
医药零售门店建设项目	83,640.00	40,590.00	48.53%
老店升级改造项目	6,000.00	6,000.00	100.00%

新零售及企业数字化升级项目	12,000.00	12,000.00	100.00%
南宁大参林中心项目	30,000.00	25,668.00	85.56%
汕头大参林医药产业基地项目（粤东运营中心）	22,000.00	17,340.00	78.82%
南昌大参林产业基地项目（一期）	16,000.00	14,366.00	89.79%
茂名大参林生产基地立库项目	4,500.00	4,500.00	100.00%
补充流动资金	20,036.00	20,036.00	-
合计	194,176.00	140,500.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）医药零售门店建设项目

医药零售门店建设项目的实施主体为公司本部及子公司，主要建设内容为在广东、广西、江西、江苏选址投资开设1,230家医药零售门店，计划总投资83,640.00万元，项目的实施周期为3年，根据公司出具的可行性分析报告，该项目采取边开店、边运营的方式，运营期7年，预计年均收入19.70亿元，年均净利润0.55亿元。截至2020年3月底，项目尚处于前期阶段。

（二）老店升级改造项目

老店升级改造项目的实施主体为公司本部及子公司，主要建设内容为升级改造广东、广西、河南、福建、江西等地区合计600家连锁门店，计划总投资6,000.00万元，项目的实施周期为3年，根据公司出具的可行性分析报告，该项目无法单独核算经济效益，项目建设完成后，将改善门店形象、提高门店辨识度，提升消费者的购物体验，对门店经营成果产生有利影响。截至2020年3月底，项目尚处于前期阶段。

（三）新零售及企业数字化升级项目

新零售及企业数字化升级项目的实施主体为公司本部，主要建设内容为进行新零售及企业数字化升级，完成新零售建设、中台建设、基础设施建设、内部管理、信息安全等项目，计划总投资12,000.00万元，项目的实施周期为3年，根据公司出具的可行性分析报告，该项目无法单独核算经济效益。本项目建设完成后，将进一步提升公司的信息化水平，构建公司基于数字化、智能化、系统化的智慧管理体系。截至2020年3月底，项目尚处于前期阶段。

（四）南宁大参林中心项目

南宁大参林中心项目的实施主体为全资子公司广西南宁市大参林药业有限公司，项目的主要建设内容为行政办公楼、仓储物流、生产车间、配套宿舍等建筑设施，计划总投资30,000.00万元，项目的实施周期为2年，根据公司出具的可行性分析报告，项目主要作为公司在广西壮族自治区的运营中心、面向公司内部提供仓储及物流配送、员工配套宿舍等，不直接产生效益，经济效益无法直接测算，项目建成后将提高公司在广西的运营能力、物

物流配送能力，为广西市场提供良好的中后台支撑体系，有利于加快公司在广西的连锁门店布局。截至2020年3月底，项目尚处于前期阶段。

（五）汕头大参林医药产业基地项目（粤东运营中心）

汕头大参林医药产业基地项目（粤东运营中心）的实施主体为全资子公司广东大参林医药科技有限公司，建设内容为建设粤东区域总部综合办公楼、仓储物流等，计划总投资22,000.00万元，项目的实施周期为2年，根据公司出具的可行性分析报告，项目主要作为公司在广东省粤东地区的运营中心、面向公司内部提供仓储及物流配送等，不直接产生效益，经济效益无法直接测算，项目建成后，将提高公司在广东省粤东地区的运营能力、物流配送能力，为粤东市场提供良好的中后台支撑体系，有利于加快公司在粤东地区的连锁门店布局。截至2020年3月底，项目尚未开始建设。

（六）南昌大参林产业基地项目（一期）

南昌大参林产业基地项目（一期）的实施主体为全资子公司江西大参林医药科技有限公司，建设内容为建设大参林江西区域总部综合楼、仓储物流设施等，计划总投资16,000.00万元，项目的实施周期为2年，根据公司出具的可行性分析报告，项目主要作为公司在江西省的运营中心、面向公司内部提供仓储及物流配送等，不直接产生效益，经济效益无法直接测算，项目建成后，将提高公司在江西省的运营能力、物流配送能力，为江西市场提供良好的中后台支撑体系，有利于加快公司在江西地区的连锁门店布局。截至2020年3月底，项目尚未开始建设。

（七）茂名大参林生产基地立库项目

茂名大参林生产基地立库项目的实施主体为全资子公司茂名大参林药业有限公司，项目的建设内容为建设占地面积2,000平方米、高23.9米的高架库，计划总投资4,500.00万元，项目的实施周期为1年，根据公司出具的可行性分析报告，项目面向公司内部提供仓储及物流配送等，不直接产生效益，经济效益无法直接测算，项目建成后，将进一步提高公司在广东省的物流配送能力。截至2020年3月底，项目尚未开始建设。

中证鹏元也关注到本期债券募投项目受经济环境和市场竞争等因素影响，募投项目能否如期完工以及建设完工后能否达到预期收益存在一定的不确定性。

表3 本期债券募集项目备案及环评批复情况

序号	项目名称	备案情况	环评情况
1	医药零售门店建设项目	广州市荔湾区发展和改革局备案 2020-440103-52-03-012932	不涉及环评事项
2	老店升级改造项目	广州市荔湾区发展和改革局备案 2020-440103-52-03-012934	不涉及环评事项
3	新零售及企业数字化	广州市荔湾区发展和改革局备案	不涉及环评事项

升级项目		2020-440103-52-03-012935	
4	南宁大参林中心项目	南宁高新区管委会备案 2019-450111-14-03-009379	南宁市行政审批局关于广西南宁市大参林药业有限公司南宁大参林中心项目环境影响报告表的批复（南环高审[2020]6号）
5	汕头大参林医药产业基地项目（粤东运营中心）	汕头市金平区发展和改革局备案 2019-450500-27-03-071979	建设项目环境影响登记表（备案号 202044051100000072）
6	南昌大参林产业基地项目（一期）	江西省投资项目在线审批监管平台备案 2020-360199-27-03-003858	建设项目环境影响登记表（备案号 20203601000300000025）
7	茂名大参林生产基地立库项目	茂名高新技术产业开发区管理委员会备案 2020-440900-27-03-012469	建设项目环境影响登记表，（批复编号 20204409000100000005）

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、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、健康意识增强等背景下，医疗保健需求仍有较大增长空间，长期行业需求不变

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、健康意识增强等背景下，国内医疗保健服务需求不断上升。

根据国家统计局数据，截至2019年底，我国总人口数14.00亿人，其中65岁及以上人数1.76亿人，占总人数的比例12.57%，65岁以上的老年人人数占比正逐年上升。2013-2019年我国城镇居民人均医疗保健消费支出由912.10元增长至1,902.00元，累计增长108.53%，其中医疗保健支出占消费支出的比重由6.90%升至8.80%，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，长期行业需求不变。

图1 2013-2019年医疗保健支出情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图2 2009-2019年我国人口老龄化情况



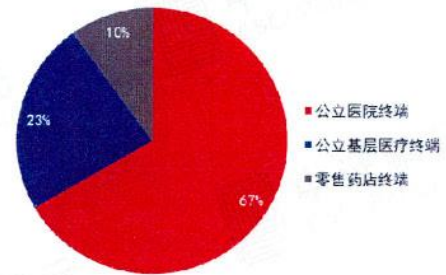
资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

2019年我国三大终端六大市场¹药品销售额实现17,955亿元，同比增长4.8%，受医药行业政策等因素影响，增速近年不断回落，原因包括占据较大份额的仿制药市场随着国家带量采购的不断推广、重点监控合理用药药品目录出台，价格、销量受到一定影响，中药市场受医改政策影响，增速放缓等。从药品销售的三大终端销售额分布来看，公立医院终端市场份额最大，2019年占比为66.6%，零售药店终端占比为23.4%，公立基层医疗终端市场份额近年有所上升，2019年占比为10.0%。

图3 近年我国药品销售情况



图4 2019年药品销售终端渠道分布



资料来源：米内网，中证鹏元整理

资料来源：米内网，中证鹏元整理

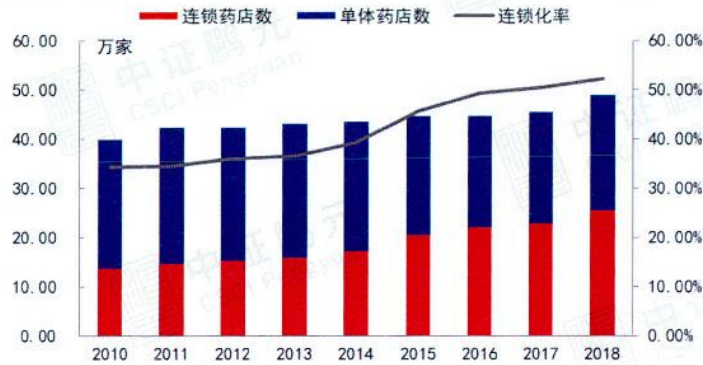
受医改政策、市场竞争等因素影响，医药零售企业连锁化率、集中度不断提升；处方外流长期有利医药零售行业发展

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。

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%，近年连锁化率持续提升，中证鹏元预计未来单体药店仍将继续减少，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。

¹ 第一终端为公立医院终端，包括城市公立医院市场、县级公立医院市场，第二终端为零售药店终端，包括实体药店市场、网上药店市场，第三终端为公立基层医疗终端，包括城市社区卫生服务中心/站市场、乡镇卫生院市场

图5 近年零售药店连锁化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

目前，国内4家专业零售连锁药店上市公司经营规模及财务情况如下，区域分布方面，老百姓门店主要分布在湖南、江苏、陕西等，大参林门店主要分布在广东、广西、河南等，一心堂主要分布在云南、四川、广西等，益丰药房则主要分布在湖南、湖北、上海等地，营业收入、总资产老百姓居首，净利润大参林居首，门店数一心堂最多。

表4 截至2019年底国内4家专业零售连锁药店上市公司基本情况（单位：亿元、家）

上市公司	营业收入	净利润	总资产	净资产	门店数	分布
老百姓	116.63	6.15	99.24	38.75	5,128	湖南、江苏、陕西等
大参林	111.41	6.97	86.72	43.32	4,756	广东、广西、河南等
一心堂	104.79	6.03	79.63	45.96	6,266	云南、四川、广西等
益丰药房	102.76	6.09	91.75	47.09	4,752	湖南、湖北、上海等

资料来源：Wind 资讯、公司公告，中证鹏元整理

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。目前，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。

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月中央全面深化改革委员会审议通过了《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。此后，《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，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。2019年9月，“4+7”带量采购扩至25个省级行政区，品种与11城市一致，与联盟地区2018年最低采购价相比，拟中选价平均降幅59%，与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅25%。2019年12月29日，国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室发布公告称，第二轮全国带量采购正式启动，共纳入33个品种，于2020年1月17日在上海开标。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。

2019年末爆发的COVID-19疫情，加大了我国经济下行压力，且目前疫情正在全球范围内扩散。疫情期间，与疫情治疗、防控等直接相关的药物、医疗耗材、设备等需求增大；且2020年3月国家医保局出台《国家卫生健康委关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》，提出将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围，鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务，落实“长处方”的医保报销政策，

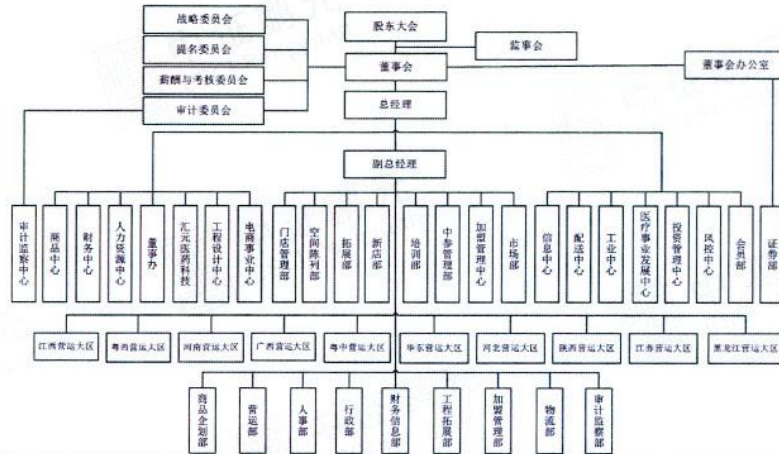
参保人员凭定点医疗机构在线开具的处方可以在本医疗机构或定点零售药店配药；探索推进定点零售药店配药直接结算，按照统筹地区规定的医保政策和标准分别由个人和医保基金进行结算，鼓励定点医药机构创新配送方式，减少人群聚集和交叉感染风险，网上诊疗业务将得到发展。

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》及其他有关法律法规的要求，建立了法人治理结构和内部控制制度。公司设立股东大会、董事会、监事会，根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，行使职权包括决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案，对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议等，2017-2019 年公司分别召开 4 次、6 次、3 次股东大会。公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 7 名董事组成，其中包括独立董事 3 人，董事由股东大会选举或更换，任期三年，董事会设董事长 1 人，董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会协助董事会开展工作。公司董事长柯云峰曾获华南地区健康行业十大风云人物、2000-2010 年中国药店十大影响力人物等称号，现任中国医药商业协会副会长，广东省医药零售行业协会会长等。2019 年 2 月，柯国强任公司总经理，其曾任广东大参林连锁药店有限公司营运中心副总监、负责人、公司副总经理等职位。公司监事会由 3 名监事组成，其中包括职工代表监事 1 名，设监事会主席 1 人，监事的任期每届为 3 年，监事任期届满，连选可以连任，股东代表担任的监事由股东大会选举或更换，职工代表担任的监事由公司职工（代表）大会民主选举产生或更换，2017-2019 年公司分别召开 8 次、12 次、12 次监事会会议。截至 2020 年 3 月底，公司现任董事会成员 7 人，监事会成员 3 人。

公司设立相应的组织结构，包括综合管理中心、总部服务中心、商品中心、营运中心和品牌推广中心等职能部门。同时，公司制定了对外投资管理制度、募集资金管理办法、内部审计制度、信息披露管理制度等，规范公司日常经营与管理，有利于公司的内部控制及管理。

图6 截至2020年3月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

截至2019年底，公司本部及主要子公司共有员工26,762人，其中销售人员较多，占总员工人数的83.91%，能够满足公司日常经营活动，但公司规模较大，随着公司的不断扩张，对管理层的管理水平将会形成一定的考验；从学历构成来看，中专（技）学历及大专人员占比70.35%，具体人员构成详见下表。

表5 截至2019年底公司本部和主要子公司人员构成情况

专业结构	人数	占员工总数的比例
生产人员	574	2.14%
销售人员	22,455	83.91%
技术人员	174	0.65%
财务人员	414	1.55%
行政人员	2,182	8.15%
配送人员	963	3.60%
合计	26,762	100.00%
教育程度	人数	占员工总数的比例
本科及以上	2,248	8.40%
大专	6,883	25.72%
中专（技）学历	11,944	44.63%
高中及以下	5,687	21.25%
合计	26,762	100.00%

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司为药品零售连锁企业，主要从事药品、中药饮片、参茸滋补品、保健品、医疗器械等商品的连锁零售业务，同时兼营批发和生产业务。近年公司营业收入规模持续增长，2017-2019年分别实现营业收入742,119.69万元、885,927.37万元、1,114,116.51万元，复合增长率22.53%，2020年1-3月实现营业收入336,220.17万元，同比增长30.39%，药品及非药品的零售业务2019年占营业收入比重的95.72%，批发业务收入规模相对较小。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，近年各类商品销售收入规模均持续增长，中西成药销售收入占比较高；其他业务收入包括促销服务收入、租金收入等，收入占比较小。毛利率方面，公司2019年及2020年一季度综合毛利率有所下降，主要系部分门店转小规模后计税方式发生变化以及一季度销售低毛利防疫物资所致。

表6 公司近年营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
中西成药	222,862.50	32.59%	741,112.06	33.98%	543,876.79	35.83%	466,040.09	35.00%
参茸滋补药材	33,980.40	40.35%	134,033.67	40.97%	119,582.75	41.34%	102,279.37	40.28%
中药饮片	8,501.11	32.25%	31,185.49	30.82%	24,952.65	31.12%	20,291.98	29.35%
非药品	64,844.74	49.54%	181,879.26	53.68%	174,436.64	53.77%	136,768.15	52.48%
主营业务合计	330,188.74	36.71%	1,088,210.47	38.04%	862,848.83	40.08%	725,379.60	38.88%
其中：零售	324,606.23	37.10%	1,066,423.28	38.59%	848,229.71	40.54%	717,476.76	39.17%
批发	5,582.51	13.91%	21,787.20	11.10%	14,619.12	13.78%	7,902.84	12.93%
其他业务	6,031.42	100.00%	25,906.03	99.92%	23,078.54	100.00%	16,740.09	100.00%
营业收入合计	336,220.17	37.84%	1,114,116.51	39.48%	885,927.37	41.65%	742,119.69	40.26%

资料来源：公司提供、公司2017-2019年年度报告，中证鹏元整理

公司深耕华南市场，在医药零售行业具有较强的竞争力及市场影响力；公司近年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

公司作为排名前列的药品零售连锁企业，近年来通过自建、收购、加盟方式不断拓展门店数量与区域，截至2020年3月底，公司已开业门店共4,885家（含加盟店76家），覆盖广东、广西、河南、河北、江西、福建、江苏等10个省份，其中已取得各类医疗保险定点零售药店资格的直营连锁门店3,606家，占公司直营药店总数的74.98%。公司坚持深耕华南、布局全国的战略，华南地区门店数占80%以上且品牌效应较好，是华南区域医药零售龙头，同时积极开展新零售、互联网医疗等新业务，目前公司O2O上线门店超过3,200家，覆盖城市较多。根据中国药店的数据显示，公司获得2019-2020中国药店价值榜百强第二名、2019-2020中国药店直营连锁百强第二名，在全国尤其是华南市场具有较强的竞争力

及市场影响力。

公司在门店扩张方面主要采用自建、并购和加盟三种模式。在自建模式方面，公司采用门店选址、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，实现门店的快速复制。

并购方面，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，2017-2019年公司分别发生了9起、14起、14起左右的同行业的并购投资业务。公司近年并购活动频繁，截至2019年底公司因并购产生的商誉账面价值98,372.88万元，需关注公司的商誉减值风险及并购企业业绩不达预期可能产生的不利影响。

由于近两年医药零售行业通过大规模并购扩张，使得各大标的药店估值普遍较高，公司并购活动有所放缓，从2019年开始开展加盟方式扩大门店数量，截至2020年3月底公司门店数增至4,885家，截至2019年累计发展加盟店54家。

公司的门店数量扩张速度较快，当受药品降价冲击、管理费用居高不下、个别药店由于所处的区域不佳、管理未能适应等因素影响，可能利润下滑、经营困难或业绩不达预期；公司基于门店规划、资源整合及策略性调整等考虑，每年主动关闭一定数量的门店，2017-2019年及2020年1-3月公司关闭门店数分别为57家、72家、70家、18家。

表7 近年公司门店数量情况（单位：家）

区域	2019年			2018年			2017年		
	总数	新增	关闭	总数	新增	关闭	总数	新增	关闭
华南地区	3,815	596	46	3,265	707	42	2,600	535	48
华东地区	339	127	9	221	123	7	105	15	2
华中地区	432	53	15	394	137	23	280	83	7
东北、华北及西北地区	170	170	-	-	-	-	-	-	-
合计	4,756	946	70	3,880	967	72	2,985	633	57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司深耕华南市场，是华南市场医药零售连锁龙头，在华南市场的竞争力较高，公司在以广东、广西等华南区域门店数量占公司总门店数量的80%以上，公司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。受门店数量、经营时间及区域经济水平等多重因素影响，公司营业收入分布具有将强的区域性，2017-2019年在华南地区分别占比90.49%、88.25%、86.97%，毛利率水平相对较高，包括广东省、广西省。

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。

参茸滋补药材为公司特色品种，广东当地滋补类品种较为畅销，当地有一定的养生文化，公司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，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，近年来销售收入持续增长但占比有所下降，2017-2019年公司参茸滋补药材对主营业务收入的贡献分别为14.10%、13.86%、12.32%，参茸滋补药材在华南地区市场认可度较高，且毛利率水平相对较高，2017-2019年公司销售参茸滋补药材业务的毛利率水平分别为40.28%、41.34%、40.97%。

此外，公司医药批发业务近年稳定增长，对公司营业收入形成一定补充，但规模较小。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。近年医药批发收入占主营业务收入的1%-2%之间，规模不大，毛利率水平不高。公司对前五名客户销售为批发业务，2017-2019年及2020年1-3月前五大客户集中度分别为0.76%、0.88%、1.08%、0.69%，集中度水平较低，与部分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。

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、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，部分约定返利条款，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增加当期增值税销项税金。

公司近年与大型医药制造及流通企业合作较为稳定，供应商情况如下表所示，2017-2019年及2020年1-3月公司前五大供应商集中度分别为30.16%、34.39%、38.30%、39.82%，集中度不断提升。

表9 公司近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	占当期采购比例
2020年1-3月	广州医药集团有限公司	44,126.06	15.46%
	国药控股股份有限公司	32,035.44	11.23%
	九州通医药集团股份有限公司	25,233.62	8.84%
	华润医药控股有限公司	6,566.07	2.30%
	创美药业股份有限公司	5,683.53	1.99%
	合计	113,644.72	39.82%
2019年	广州医药集团有限公司	100,461.08	14.66%
	国药控股股份有限公司	68,846.47	10.05%
	九州通医药集团股份有限公司	64,379.39	9.40%
	华润医药控股有限公司	15,891.19	2.32%
	创美药业股份有限公司	12,770.60	1.86%
	合计	262,348.73	38.30%
2018年	广州医药集团有限公司	76,179.78	12.76%
	九州通医药集团股份有限公司	52,933.00	8.87%
	国药控股股份有限公司	49,691.54	8.32%
	广东省医药集团有限公司	13,955.18	2.34%
	东阿阿胶股份有限公司	12,580.69	2.11%
	合计	205,340.19	34.39%
2017年	广州医药集团有限公司	64,250.42	12.66%
	国药控股股份有限公司	39,167.89	7.72%
	九州通医药集团股份有限公司	24,371.64	4.80%
	江西天草药业有限公司	13,154.21	2.59%
	东阿阿胶股份有限公司	12,143.86	2.39%
	合计	153,088.03	30.16%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司配送体系较为完善，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2020年3月底，公司通过租赁、自建、购买物业方式共投入使用20处仓库，仓库面积合计15.72万平方米，可覆盖广东、广西、河南、福建和浙江、江西等地，租赁的仓库面积比重70%以上，公司存在自建仓库的需求。此外，公司即将新增的配送中心有2处，分别位于河南信阳、陕西西安，可分别覆盖信阳、西安。

公司在建项目投资规模较大，存在一定资金压力

截至2020年3月底，公司有玉林中药饮片项目等主要在建项目，其中玉林中药饮片项目和枣庄阿胶厂房（一期）建成后将承载公司中药饮片、阿胶等医药生产业务，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、募集资金等。截至2020年3月底公司主要在建项目计划总投资137,000.00万元，已投资48,840.66万元，在建项目投资规模较大，公司存在一定资金压力。

表10 截至2020年3月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
玉林中药饮片项目	药厂	25,000.00	5,178.40	2019年可转债募集资金
枣庄阿胶厂房（一期）	药厂	12,000.00	11,816.70	自有资金
运营中心建设项目	办公楼	60,000.00	17,911.57	2019年可转债募集资金
直营门店建设项目	广西、河南直营门店建设	15,000.00	9,120.90	2019年可转债募集资金
茂名大参林生产基地（一期）	配送中心	25,000.00	4,813.09	自有资金
合计		137,000.00	48,840.66	

注：上述表格中未包含本期债券募投项目
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年度审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，财务报表均按新会计准则进行编制。2017-2019年及2020年1-3月新纳入公司合并范围的子公司分别为6家、8家、13家、5家，截至2020年3月底合并范围内子公司81家。

资产结构与质量

资产规模持续增长，存货及商誉规模占比较大，公司存货存在一定跌价风险，商誉存在一定减值风险

近年来公司资产规模持续增长，2019年底公司资产规模867,192.76万元，2017-2019年复合增长率为22.04%，截至2020年3月底，公司资产增至916,540.72万元。公司资产以流动资产为主，截至2020年3月底流动资产占比62.98%。

公司主业为零售业务，货币资金规模较大，2019年底货币资金余额171,608.95万元，包括银行存款和其他货币资金等，受限货币资金规模53,597.64万元，主要系银行承兑汇票保证金及医保保证金，受限比例31.23%；截至2020年3月底，货币资金增至208,103.16万元。应收账款近年持续增长，主要为应收医保款及应收批发销售款，医保款的账款损失风险相对较小，2019年底应收账款账面价值35,559.28万元，其中1年以内占比96.71%，前五大应收对象余额占比应收账款余额的16.13%。其他应收款为门店备用金、除门店备用金之外的其他各类备用金及押金、员工借支往来款及其他款项等，截至2019年底公司其他应收款规模20,239.39万元。存货包括库存商品及原材料等，近年规模随公司业务的扩大不断增长，截至2019年底存货规模205,506.18万元，占总资产比重的23.70%，库存商品占存货规模的95.99%，期末公司对库存商品计提存货跌价准备512.54万元；随着国家医改政策的推进，部分药品销售价格存在下降可能，且因市场需求变化可能出现滞销情况，公司存货仍存在一定跌价风险。公司其他流动资产包括理财产品、待摊租金等，近年理财产品的购买及赎回使得其他流动资产规模存在一定波动。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	208,103.16	22.71%	171,608.95	19.79%	132,900.78	20.33%	108,150.15	18.57%
应收账款	33,942.32	3.70%	35,559.28	4.10%	27,695.74	4.24%	24,656.40	4.23%
其他应收款	24,243.70	2.65%	20,239.39	2.33%	18,713.58	2.86%	16,730.10	2.87%
存货	231,664.36	25.28%	205,506.18	23.70%	188,601.23	28.85%	171,658.68	29.48%
其他流动资产	64,408.92	7.03%	104,188.10	12.01%	21,015.91	3.21%	76,295.10	13.10%
流动资产合计	577,210.52	62.98%	546,804.31	63.05%	402,515.67	61.57%	405,488.14	69.64%
固定资产	92,220.51	10.06%	93,751.27	10.81%	84,141.34	12.87%	71,033.72	12.20%
在建工程	20,074.49	2.19%	18,161.76	2.09%	14,177.01	2.17%	9,121.98	1.57%
无形资产	36,732.87	4.01%	35,192.80	4.06%	26,883.41	4.11%	11,412.05	1.96%
商誉	114,536.19	12.50%	98,372.88	11.34%	53,404.76	8.17%	16,179.92	2.78%
长期待摊费用	42,827.45	4.67%	45,883.00	5.29%	44,332.47	6.78%	35,049.72	6.02%
非流动资产合计	339,330.21	37.02%	320,388.45	36.95%	251,186.60	38.43%	176,788.26	30.36%
资产总计	916,540.72	100.00%	867,192.76	100.00%	653,702.27	100.00%	582,276.40	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司固定资产主要为房屋及建筑物和设备等，近年因购置、在建工程转入、企业合并等，固定资产规模持续增长，截至2019年底，固定资产规模93,751.27万元，其中23,061.99万元的固定资产暂未办妥产权证书，均正在办理。在建工程主要为尚未完工的厂房、产业园、仓库等项目，截至2019年底在建工程18,161.76万元。无形资产主要为土地使用权、软件等，2019年底公司无形资产规模35,192.80万元，近年新购买土地使用权主要用于项目建设，增长幅度较大，2019年底正在办理产权证书的土地使用权账面价值4,816.15万元。公司商誉为对外并购形成，截至2019年底公司商誉账面价值98,372.88万元，包括并购江西会好康7家门店资产及业务、保定市盛世华兴医药连锁有限公司、南通市江海大药房连锁有限公司等形成的商誉，公司未计提商誉准备，2020年3月底公司商誉账面价值增至114,536.19万元，占总资产的12.50%，若后续并购企业业绩不达预期，公司将面临一定商誉减值风险。公司长期待摊费用为门店装修款、办公楼及仓库装修款以及门店转让费等。

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，存货存在一定跌价风险，若后续并购企业业绩不达预期，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，整体收现情况较好，具体来看主要结算方式包括现金、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，2019年医保卡结算规模30.22亿元，占零售业务收入的28.34%，可能对公司运营效率造成一定影响；但整体来看，公司应收账款规模不大，应收账款周转效率较高，且较为稳定。

公司存货规模较大，存货周转效率偏低，2019年公司存货周转天数105.21天。与供应商结算方面，公司对定制生产及部分代理产品、畅销产品采用预付款方式，其他产品采用货到付款或者信用期付款，部分采取实销实结的付款方式；公司应付账款可以获得相对稳定的账期，考虑票据后的应付账款周转天数较长。受以上因素影响，公司净营业周期较短。资产运营效率方面，公司前期资产规模快速增长，流动资产、固定资产和总资产周转效率均有不同程度的下滑，2019年有所好转。

与同行业上市公司相比，公司考虑票据后的应收账款周转效率较高，存货周转效率偏

低，而考虑票据后的应付账款周转效率偏低，净营业周期较短。

表12 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数（考虑票据）	10.31	10.75	11.00
存货周转天数	105.21	125.43	122.67
应付账款周转天数（考虑票据）	153.48	162.48	146.83
净营业周期	-37.96	-26.30	-13.17
流动资产周转天数	153.37	164.17	156.67
固定资产周转天数	28.74	31.53	26.34
总资产周转天数	245.72	251.12	228.07

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

表13 同行业上市公司2019年主要运营效率指标（单位：天）

证券代码	股票简称	应收账款 周转天数	存货周转 天数	应付账款 周转天数	净营业周期
002727.SZ	一心堂	19.47	109.11	121.83	6.75
603233.SH	大参林	10.31	105.21	153.48	-37.96
603883.SH	老百姓	31.17	85.97	133.66	-16.53
603939.SH	益丰药房	23.73	93.65	149.88	-32.50

注：上表应收账款周转天数和应付账款周转天数均考虑了票据因素。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入及利润持续增长，业绩表现较好

近年公司营业收入规模持续增长，2017-2019年分别实现营业收入742,119.69万元、885,927.37万元、1,114,116.51万元，复合增长率22.53%，2020年1-3月实现营业收入336,220.17万元，同比增长30.39%，药品及非药品的零售业务是公司营业收入的主要来源，2017-2019年占营业收入比重的96.68%、95.74%、95.72%。此外，公司其他业务收入主要包括促销服务收入、租金收入等，系公司为供应商开展特定营销活动或者根据促销因素而获得的服务收入，以及将部分物业的一定区域转租给第三方经营获得的租金收入，收入占比较小。公司2019年及2020年一季度综合毛利率有所下降，主要系部分门店转小规模后计税方式发生变化以及一季度销售低毛利防疫物资所致。公司期间费用以销售费用为主，近年存在一定波动。利润方面，公司2017-2019年分别实现净利润47,461.08万元、52,568.79万元、69,654.28万元，复合增长率21.14%，业绩表现较好，总资产回报率、净资产收益率2019年均不同程度上升。

表14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	336,220.17	1,114,116.51	885,927.37	742,119.69
营业利润	38,862.64	91,825.61	71,829.83	63,331.61
利润总额	38,949.58	91,949.76	71,955.62	63,457.59
净利润	28,474.91	69,654.28	52,568.79	47,461.08
综合毛利率	37.84%	39.48%	41.65%	40.26%
期间费用率	26.55%	30.96%	33.12%	30.93%
销售费用率	22.44%	26.02%	28.07%	25.91%
营业利润率	11.56%	8.24%	8.11%	8.53%
总资产回报率	-	12.51%	12.03%	13.89%
净资产收益率	-	18.78%	17.85%	22.90%
营业收入增长率	30.39%	25.76%	19.38%	18.29%
净利润增长率	55.72%	32.50%	10.76%	10.73%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但公司对外并购较多，在建项目投资规模较大，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，2017-2019年收现比分别为1.16、1.15、1.12，整体收现情况较好。随着近年公司业务规模的扩大，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不断增长，2019年公司收到货款较多，经营活动现金净流入规模较大；从营运资本变化看，存货、经营性应收项目占用资金规模增长幅度近年有所下降，经营性应付项目增加幅度2019年有所回升。

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，近年公司投资活动产生的现金呈现持续净流出，2019年净流出规模较大主要系公司当期购买理财产品支出较多所致。筹资活动方面，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，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呈现现金净流出，2019年公司发行可转换债券收到募集资金使得筹资活动现金净流入。

整体来看，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投资规模较大，公司存在一定资金压力。

表15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
收现比	1.12	1.15	1.16
净利润	69,654.28	52,568.79	47,461.08
营运资本变化	61,079.95	22,623.71	12,263.36
其中：存货减少（减：增加）	-6,584.97	-14,097.37	-42,081.90
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,253.22	-12,000.92	-14,290.82
经营性应付项目的增加（减：减少）	68,918.14	48,722.00	68,636.08
经营活动产生的现金流量净额	170,777.07	87,363.98	64,038.81
投资活动产生的现金流量净额	-165,864.91	-31,739.69	-142,963.02
筹资活动产生的现金流量净额	42,018.43	-43,665.87	106,143.18
现金及现金等价物净增加额	46,930.60	11,958.42	27,218.97

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司短期有息债务和应付票据合计占比较高，存在一定短期偿债压力

近年公司负债、所有者权益持续增长，2017-2019年负债总额、所有者权益规模年复合增长率分别为19.88%、24.32%。公司因2019年发行可转债、可转债转股、盈余积累等因素，所有者权益规模不断增长，截至2020年3月底所有者权益增至483,644.15万元。公司2019年4月发行的10亿元可转换债券98.33%转换为公司股票，累计转股数量为2,693.75万股，增强了公司资本实力。截至2020年3月底，公司产权比例89.51%，所有者权益对负债的保障程度较往年有所提升。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	432,896.58	434,022.45	345,031.96	302,009.26
所有者权益	483,644.15	433,170.31	308,670.32	280,267.14
产权比率	89.51%	100.20%	111.78%	107.76%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2019年偿还部分短期借款，短期借款规模减少至6,347.08万元。应付票据及应付账款由采购商品等产生，2017-2019年应付票据规模持续增长，均为银行承兑汇票，截至2019年底，应付票据规模188,769.97万元，占总负债比重的43.49%，存在一定短期支付压力；应付账款主要为存货采购款，2019年及2020年一季度增长幅度较大，主要系新并购门店、仓库增加备货以及一季度医疗物资采购增加所致。应付职工薪酬、应交税费近三年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、往来款、押金保证金等，截至2019年底，其他应付款规模29,592.41万元。公司

非流动负债规模较小，2019年公司发行可转债10.00亿元，部分转股，2019年底应付债券规模24,433.76万元，2020年一季度可转债触发赎回条款，公司对剩余未转股债券进行赎回。公司有息负债大部分为短期有息负债，截至2020年3月底，公司短期有息负债18,557.73万元，此外应付票据规模176,307.13万元，短期有息负债和应付票据合计规模较大，公司存在一定短期偿债压力。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18,020.77	4.16%	6,347.08	1.46%	32,601.96	9.45%	48,637.92	16.10%
应付票据	176,307.13	40.73%	188,769.97	43.49%	166,511.45	48.26%	121,571.86	40.25%
应付账款	155,251.65	35.86%	131,191.98	30.23%	88,446.89	25.63%	90,120.63	29.84%
应付职工薪酬	15,631.15	3.61%	26,756.45	6.16%	21,159.32	6.13%	17,391.72	5.76%
应交税费	19,323.77	4.46%	12,598.60	2.90%	12,154.40	3.52%	9,027.31	2.99%
其他应付款	34,605.58	7.99%	29,592.41	6.82%	18,233.42	5.28%	9,064.13	3.00%
流动负债合计	423,078.84	97.73%	400,284.10	92.23%	341,411.44	98.95%	299,733.36	99.25%
长期借款	1,345.47	0.31%	1,610.87	0.37%	2,144.62	0.62%	0.00	0.00%
应付债券	0.00	0.00%	24,433.76	5.63%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	9,817.74	2.27%	33,738.35	7.77%	3,620.52	1.05%	2,275.90	0.75%
负债合计	432,896.58	100.00%	434,022.45	100.00%	345,031.96	100.00%	302,009.26	100.00%
有息负债	19,903.20	4.60%	32,928.67	7.59%	35,282.73	10.23%	51,517.92	17.06%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产负债率存在一定波动，2020年一季度公司部分可转债转股，资产负债率下降至47.23%。截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为1.37、0.85，较往年有所提升，系流动资产增加较多所致。随着公司业务规模扩大，利润总额不断提高，EBITDA稳步增长，对利息支出的保障程度较好，且近年公司经营性净现金流持续增加，经营性净现金流/流动负债、经营性净现金流/负债总额均有不同程度上升。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	47.23%	50.05%	52.78%	51.87%
流动比率	1.36	1.37	1.18	1.35
速动比率	0.82	0.85	0.63	0.78
EBITDA（万元）	-	124,399.39	98,125.61	81,358.77
EBITDA 利息保障倍数	-	32.54	40.93	23.25
有息债务/EBITDA	-	0.26	0.36	0.63
债务总额/EBITDA	-	3.49	3.52	3.71

经营性净现金流/流动负债	0.08	0.43	0.26	0.21
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.39	0.25	0.21

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目的收入及现金流是本期债券还本付息的来源之一。本期债券募投项目包括医药零售门店建设项目、老店升级改造项目、新零售及企业数字化升级项目、南宁大参林中心项目、汕头大参林医药产业基地项目（粤东运营中心）等，根据公司出具的可行性分析报告，医药零售门店建设项目预计年均收入 19.70 亿元，年均净利润 0.55 亿元，其他项目建设完成将改善门店形象，提高公司的运营能力、物流配送能力等，是本期债券还本付息的来源之一，但募投项目受经济环境和市场竞争等因素影响，募投项目能否如期完工以及建设完工后能否达到预期收益存在一定的不确定性。

公司日常经营形成的现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障，公司主要从事药品、中药饮片、参茸滋补品、保健品、医疗器械等商品的连锁零售业务，2017-2019 年及 2020 年 1-3 月分别实现营业收入 742,119.69 万元、885,927.37 万元、1,114,116.51 万元、336,220.17 万元，2017-2019 年复合增长率 22.53%，2020 年 1-3 月同比增长 30.39%，且公司 2017-2019 年及 2020 年 1-3 月销售商品、提供劳务收到的现金分别为 859,051.02 万元、1,018,214.81 万元、1,242,253.41 万元、379,261.52 万元，公司日常经营形成的现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障。但同时，我们也关注到公司新开门店短期经营压力加大，公司在建项目投资规模较大，公司存在一定资金压力。

公司资产抵押融资或变现可为本期债券还本付息的提供一定的资金来源，但资产未来变现价值存在一定不确定性。截至 2019 年底，公司固定资产规模 93,751.27 万元，无形资产规模 35,192.80 万元，固定资产主要为房屋及建筑物和设备，无形资产主要为土地使用权，截至 2019 年底无抵押情况，但资产未来变现价值存在一定不确定性。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的公司本部企业信用报告，自 2016 年 1 月 1 日至报告查询日（2020 年 5 月 22 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；

公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

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）	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	208,103.16	171,608.95	132,900.78	108,150.15
应收账款	33,942.32	35,559.28	27,695.74	24,656.40
其他应收款	24,243.70	20,239.39	18,713.58	16,730.10
存货	231,664.36	205,506.18	188,601.23	171,658.68
其他流动资产	64,408.92	104,188.10	21,015.91	76,295.10
固定资产	92,220.51	93,751.27	84,141.34	71,033.72
在建工程	20,074.49	18,161.76	14,177.01	9,121.98
无形资产	36,732.87	35,192.80	26,883.41	11,412.05
商誉	114,536.19	98,372.88	53,404.76	16,179.92
总资产	916,540.72	867,192.76	653,702.27	582,276.40
应付票据	176,307.13	188,769.97	166,511.45	121,571.86
应付账款	155,251.65	131,191.98	88,446.89	90,120.63
应付职工薪酬	15,631.15	26,756.45	21,159.32	17,391.72
应交税费	19,323.77	12,598.60	12,154.40	9,027.31
其他应付款	34,605.58	29,592.41	18,233.42	9,064.13
长期借款	1,345.47	1,610.87	2,144.62	0.00
应付债券	0.00	24,433.76	0.00	0.00
总负债	432,896.58	434,022.45	345,031.96	302,009.26
有息债务	19,903.20	32,928.67	35,282.73	51,517.92
所有者权益合计	483,644.15	433,170.31	308,670.32	280,267.14
营业收入	336,220.17	1,114,116.51	885,927.37	742,119.69
营业利润	38,862.64	91,825.61	71,829.83	63,331.61
净利润	28,474.91	69,654.28	52,568.79	47,461.08
经营活动产生的现金流量净额	32,109.69	170,777.07	87,363.98	64,038.81
投资活动产生的现金流量净额	18,123.72	-165,864.91	-31,739.69	-142,963.02
筹资活动产生的现金流量净额	8,417.39	42,018.43	-43,665.87	106,143.18
财务指标	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数（考虑票据）	-	10.31	10.75	11.00
存货周转天数	-	105.21	125.43	122.67
应付账款周转天数（考虑票据）	-	153.48	162.48	146.83
净营业周期	-	-37.96	-26.30	-13.17
流动资产周转天数	-	153.37	164.17	156.67
固定资产周转天数	-	28.74	31.53	26.34
总资产周转天数	-	245.72	251.12	228.07
综合毛利率	37.84%	39.48%	41.65%	40.26%
期间费用率	26.55%	30.96%	33.12%	30.93%

营业利润率	11.56%	8.24%	8.11%	8.53%
总资产回报率	-	12.51%	12.03%	13.89%
净资产收益率	-	18.78%	17.85%	22.90%
营业收入增长率	30.39%	25.76%	19.38%	18.29%
净利润增长率	55.72%	32.50%	10.76%	10.73%
资产负债率	47.23%	50.05%	52.78%	51.87%
流动比率	1.36	1.37	1.18	1.35
速动比率	0.82	0.85	0.63	0.78
EBITDA (万元)	-	124,399.39	98,125.61	81,358.77
EBITDA 利息保障倍数	-	32.54	40.93	23.25
有息债务/EBITDA	-	0.26	0.36	0.63
债务总额/EBITDA	-	3.49	3.52	3.71
经营性净现金流/流动负债	0.08	0.43	0.26	0.21
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.39	0.25	0.21

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2020 年 3 月底纳入合并范围子公司（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	广东大参林柏康连锁药店有限公司	1,000.00	100.00%	医药零售
2	河源大参林药店有限公司	310.00	100.00%	医药零售
3	江门大参林药店有限公司	1,244.48	100.00%	医药零售
4	梅州大参林药店有限公司	260.00	100.00%	医药零售
5	佛山市顺德区大参林药业有限公司	1,666.66	100.00%	医药零售
6	东莞市大参林连锁药店有限公司	300.00	100.00%	医药零售
7	佛山大参林连锁药店有限公司	510.00	100.00%	医药零售
8	韶关市大参林药店有限公司	610.00	100.00%	医药零售
9	深圳市大参林药业连锁有限公司	200.00	100.00%	医药零售
10	清远大参林连锁药店有限公司	30.00	100.00%	医药零售
11	阳江大参林连锁药店有限公司	30.00	100.00%	医药零售
12	湛江大参林连锁药店有限公司	600.00	100.00%	医药零售
13	茂名大参林连锁药店有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发、零售
14	云浮市大参林药店有限公司	60.00	100.00%	医药零售
15	肇庆大参林药店有限公司	30.00	100.00%	医药零售
16	中山市大参林连锁药业有限公司	200.00	100.00%	医药零售
17	惠州市大参林药店有限公司	4,100.00	100.00%	医药零售
18	汕头市大参林连锁药店有限公司	1,200.00	100.00%	医药零售
19	汕尾大参林药店有限公司	100.00	100.00%	医药零售
20	潮州市大参林药店有限公司	200.00	100.00%	医药零售
21	揭阳市大参林药店有限公司	200.00	100.00%	医药零售
22	广西大参林连锁药店有限公司	2,000.00	100.00%	医药零售
23	梧州市大参林连锁药店有限公司	100.00	100.00%	医药零售
24	江西大参林众康连锁药店有限公司	390.00	100.00%	医药零售
25	南昌大参林连锁药店有限公司	100.00	100.00%	医药零售
26	福州大参林贸易有限公司	310.00	100.00%	医药零售
27	温州大参林连锁药店有限公司	100.00	100.00%	医药零售
28	漳州市大国晟医药销售有限公司	1,000.00	100.00%	医药零售
29	河南大参林连锁药店有限公司	5,000.00	100.00%	医药零售
30	安阳大参林千年健医药连锁有限公司	5,000.00	100.00%	医药零售
31	漯河市大参林医药有限公司	2,500.00	100.00%	医药零售
32	濮阳大参林连锁药店有限公司	500.00	100.00%	医药零售
33	许昌大参林保元堂药店连锁有限公司	2,000.00	51.00%	医药零售
34	方城大参林健康人连锁药店有限公司	3,600.00	51.00%	医药零售
35	赣州大参林连锁药店有限公司	1,320.00	88.62%	医药零售
36	济源大参林心连心连锁药店有限公司	100.00	51.00%	医药零售
37	茂名大参林医疗有限公司	100.00	100.00%	医疗技术服务
38	东莞大参林医疗投资有限公司	100.00	100.00%	医疗技术服务
39	广州大参林药业有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发
40	江西大参林药业有限公司	200.00	100.00%	医药批发
41	广西大参林药业有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发

42	河南大参林医药物流有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发
43	广东大参林医药贸易有限公司	5,000.00	100.00%	医药批发
44	广州紫云轩药业有限公司	200.00	100.00%	医药制造
45	广东紫云轩中药科技有限公司	1,000.00	100.00%	中药饮片生产
46	中山可可康乳业有限公司	200.00	100.00%	食品生产
47	中山可可康制药有限公司	8,000.00	100.00%	药品生产
48	山东东滕阿胶有限公司	6,000.00	51.00%	食品、药品生产
49	广州汇元医药科技有限公司	3,000.00	100.00%	研发和试验发展
50	北京金康源生物医药技术有限公司	110.00	100.00%	医药制造
51	广西紫云轩中药科技有限公司	200.00	100.00%	中药饮片生产
52	茂名大参林药业有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发
53	高州大参林药业有限公司	1,000.00	51.00%	医药批发、零售
54	广州恩莱芙日用品有限公司	10.00	100.00%	批发业
55	广州珂芙尼贸易有限公司	100.00	100.00%	批发业
56	佛山紫云轩药业有限公司	100.00	100.00%	已停业
57	广州天宸健康科技有限公司	1,000.00	51.00%	医药批发
58	广东大参林药业有限公司	1,000.00	100.00%	2020年1月已停业
59	广东瑞健信息科技有限公司	1,000.00	100.00%	软件和信息技术服务
60	香港大参林贸易投资有限公司	1万港币	100.00%	无实际业务
61	广西南宁市大参林药业有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发
62	保定市盛世华兴医药连锁有限公司	2,301.00	65.00%	医药零售
63	广州柏和药店连锁有限公司	6,050.00	51.00%	医药零售
64	广州柏和一分钟门诊部有限公司	50.00	51.00%	护理服务, 医疗管理
65	广东医德好门诊部有限公司	1,000.00	51.00%	综合医院
66	广东大参林医药科技有限公司	3,000.00	100.00%	中药饮片生产、医药零售
67	大参林医疗健康(海南)有限公司	500.00	100.00%	健康咨询
68	西安欣康大药房连锁有限公司	2,080.00	51.00%	医药批发、零售
69	广东康益百医药有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发、零售
70	大参林国际贸易(香港)有限公司	1万港币	100.00%	贸易
71	南通市江海大药房连锁有限公司	3,000.00	51.00%	医药零售
72	鸡西市灵峰药房连锁有限公司	445.00	51.00%	医药零售
73	广东路路康保健品有限公司	2,000.00	51.00%	保健食品批发
74	广西大参林医药有限公司	1,000.00	100.00%	医药零售
75	许昌大参林新特药有限公司	10.00	50.49%	医药零售
76	湛江天马大药房连锁有限公司	3,000.00	100.00%	医药零售
77	江西大参林医药科技有限公司	5,000.00	100.00%	现代医疗技术推广
78	广西可可康医疗器械有限公司	200.00	100.00%	医疗器械生产销售
79	南通市大参林医药有限公司	3,000.00	51.00%	医药零售
80	南通市大参林医疗器械有限公司	3,000.00	51.00%	医疗器械生产销售
81	东莞莞城大参林中医门诊部有限公司	100.00	100.00%	诊疗服务

资料来源: 公司提供、国家企业信用信息公示系统, 中证鹏元整理

附录三 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
 类型 其他股份有限公司（非上市）
 住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
 法定代表人 张剑文
 成立日期 1993年03月17日



重要提示

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



登记机关

2018年11月05日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

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

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)



2018 年 12 月 21 日



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：秦风明

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030216080001

证书取得日期 2016-08-13

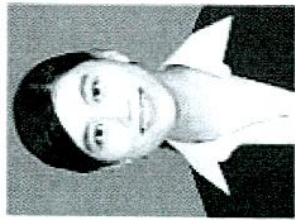


2019年01月11日

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

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 张旻旻

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030216080004



2019年01月16日

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