

# 2020年大参林医药集团股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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：



# 2020年大参林医药集团股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-6-15	2020-5-22

## 债券概况

**债券简称：**大参转债

**债券剩余规模：**14.05 亿元

**债券到期日期：**2026-10-22

**偿还方式：**每年付息一次，附债券赎回及回售条款

## 联系方式

**项目负责人：**秦风明  
qinfm@cspengyuan.com

**项目组成员：**韩飞  
hanf@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 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 2020 年 10 月 22 日发行的可转债（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 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，2020 年公司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，存在一定存货跌价损失风险，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付压力等风险因素。

## 未来展望

- 公司在医药零售行业具有较强的竞争力及市场影响力，预计公司业务持续性较好，营业收入有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	155.07	123.32	86.72	65.37
归母所有者权益	55.43	53.85	42.40	30.38
总债务	13.04	13.99	3.29	3.53
营业收入	40.59	145.83	111.41	88.59
净利润	3.48	10.83	6.97	5.26
经营活动现金流净额	5.12	19.54	17.08	8.74
销售毛利率	39.38%	38.47%	39.48%	41.65%
EBITDA 利润率	--	12.38%	11.29%	11.29%
总资产回报率	--	14.03%	12.61%	12.03%
资产负债率	62.74%	54.81%	50.05%	52.78%
净债务/EBITDA	--	-1.46	-0.86	-0.74
EBITDA 利息保障倍数	--	156.97	32.90	41.71
总债务/总资本	18.41%	20.36%	7.25%	10.26%
FFO/净债务	--	-35.82%	-41.50%	-40.19%
速动比率	0.84	1.03	0.85	0.63
现金短期债务比	46.52	23.11	24.93	4.02

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度，中证鹏元整理

## 优势

- **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 年底，公司在全国共拥有 6,020 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 4,695 家，主营业务收入在医药零售行业排名靠前，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。**受益于公司经营规模扩张，公司营业收入、营业利润和净利润持续增长，业绩表现较好，此外，公司经营收现情况较好，且经营活动现金流净流入规模不断扩大，表现较好。

## 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。**2020 年公司新增门店 1,356 家，新增门店数较多，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，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，存在一定存货跌价损失风险。**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，存在一定跌价损失风险。
- **在建项目投资规模较大，存在一定资金压力。**公司在建项目投资规模较大，对外并购投资活动将较多，存在一定资金压力。
- **存在一定短期偿付压力。**公司有息债务规模持续增长，截至 2021 年 3 月底，应付票据规模 25.52 亿元，应付票据规模较大，存在一定短期偿付压力。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	大参林	益丰药房	老百姓	一心堂
总资产	123.32	129.50	112.84	93.28
营业收入	145.83	131.45	139.67	126.56
净利润	10.83	8.67	7.64	7.89
销售毛利率	38.47%	37.98%	32.06%	35.82%
资产负债率	54.81%	55.35%	57.41%	38.03%
净营业周期（天）	45.33	68.05	58.14	41.43
销售费用率	23.80%	24.57%	20.31%	24.11%
商誉	13.34	33.38	28.09	11.02
商誉/净资产	23.93%	57.73%	58.45%	19.07%
门店数（家）	6,020	5,991	6,533	7,205

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年10月22日发行6年期14.05亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于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等项目。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为38,342.42万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司实际控制人未发生变化，受可转债转股、发行新股及公积金转股的影响，截至2021年3月底，公司实收资本增至6.59亿元。截至2020年5月底，公司实控人仍为柯云峰、柯金龙、柯康保，持股比例分别为21.32%、21.32%、15.66%，其中股票质押比例合计占其所持股份的16.43%。公司“大参转债”的转股价由83.71元/股调整为69.09元/股，调整后的转股价格于2021年6月10日开始生效。

**表1 截至2021年5月底公司主要股东持股及质押情况（单位：股）**

序号	股东	持股数量	持股比例	质押数量	质押数量/所持股数
1	柯金龙	140,388,802	21.32%	33,069,600	23.55%
2	柯云峰	140,388,801	21.32%	-	-
3	柯康保	103,120,800	15.66%	6,950,000	6.74%
4	柯舟	28,080,000	4.26%	3,850,000	13.71%
5	梁小玲	12,402,936	1.88%	-	-
6	邹朝珠	11,672,294	1.77%	-	-
7	王春婵	11,232,000	1.71%	2,360,000	21.01%
8	柯秀容	5,616,000	0.85%	-	-

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

2021年5月24日，公司公告《大参林医药集团股份有限公司股东及董事、一致行动人减持股份进展公告》，公司于2021年1月27日在指定媒体披露了《大参林医药集团股份有限公司关于公司股东及董事、一致行动人减持股票计划公告》，柯金龙先生拟通过集中竞价或大宗交易方式合计减持股份数量不超过13,172,500股，即不超过公司总股本的2.00%；邹朝珠女士拟通过集中竞价方式或大宗交易方式减持公司股份合计减持股份数量不超过5,670,000股，即不超过公司总股本的0.86%。截止到2021年5月24日，柯金龙先生及邹朝珠女士未减持股份，减持计划实施期限时间已过半，减持计划尚未实施完毕。

2020年公司合并范围新增子公司18家，包括河南佐今明大药房健康管理股份有限公司、湛江天马大

药房连锁有限公司、保定市益民医药零售连锁有限公司等；公司合并范围注销1家子公司佛山紫云轩药业有限公司，截至2020年底，公司纳入合并范围子公司92家，具体见附录四。

**表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

**1、跟踪期内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	主营业务	合并方式
河南佐今明大药房健康管理股份有限公司	51%	6,615.72	医药零售	收购
湛江天马大药房连锁有限公司	100%	3,000.00	医药零售	收购
保定市益民医药零售连锁有限公司	51%	1,630.80	医药零售	收购
信阳大参林百姓福医药连锁有限公司	51%	818.01	医药零售	收购
驻马店大参林百姓连锁药店有限公司	51%	596.02	医药零售	收购
广州祈祥医药有限公司	100%	1,000.00	医药零售	收购
广州市久久养生大药房有限公司	100%	10.00	医药零售	收购
茂名市茂南区茂中药品贸易有限公司	100%	30.00	医药零售	收购
江西大参林医药科技有限公司	100%	5,000.00	医药零售	投资新设
清远大参林云山诗意诊所有限公司	100%	100.00	医药零售	投资新设
佛山市顺德区大参林诊所有限公司	100%	100.00	医药零售	投资新设
珠海大参林内科诊所有限公司	100%	10.00	医药零售	投资新设
中山市朗晴假日大参林内科诊所有限公司	100%	10.00	医药零售	投资新设
江门新会区悦洋大参林诊所有限公司	100%	100.00	医药零售	投资新设
广州市番禺区大参林光明南诊所有限公司	100%	100.00	医药零售	投资新设
南通市大参林医药有限公司	51%	3,000.00	医药零售	投资新设
南通市大参林医疗器械有限公司	51%	3,000.00	医药零售	投资新设
广西可可康医疗器械有限公司	100%	200.00	医药零售	投资新设

**2、跟踪期内不再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	主营业务	不再纳入的原因
佛山紫云轩药业有限公司	100%	100.00	医药零售	注销

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

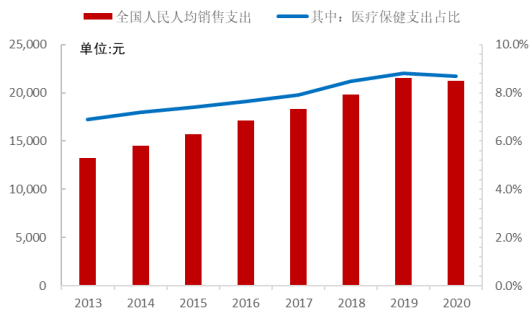
在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，医疗保健需求仍有较大增长空间，长期行业需求不变

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。

根据第七次全国人口普查数据，截至2020年底，我国总人口数14.12亿人，其中60岁及以上人数2.64

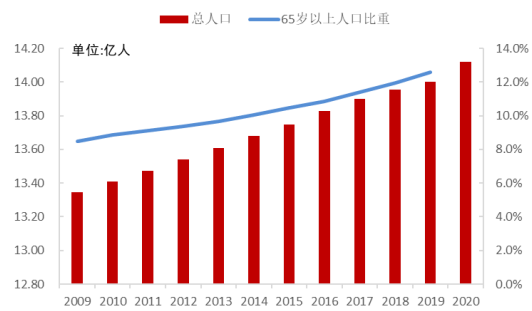
亿人，占总人数的比例18.70%，老龄化程度继续加深。2013-2020年我国城镇居民人均医疗保健消费支出由912.10元增长至1,843.00元，累计增长102.06%，其中医疗保健支出占消费支出的比重由6.90%升至8.69%，未来我国人均医疗保健消费支出仍将保持增长，医疗需求仍有较大空间，长期行业需求不变。

**图 1 2013-2020 年医疗保健支出情况**



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

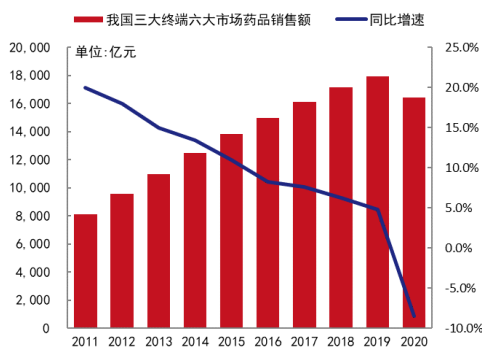
**图 2 2009-2020 年我国人口老龄化情况**



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

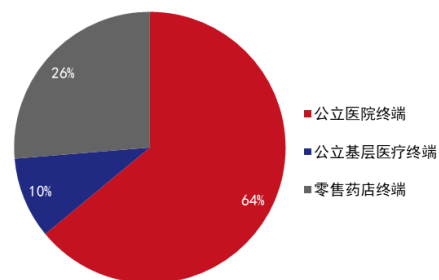
2020年我国三大终端六大市场<sup>3</sup>药品销售额实现16,437亿元，同比下降8.5%，其中，受疫情以及集采持续推荐和重点监控目录政策的影响，公立医院市场销售额10,512亿元，同比下降12.0%；预计未来随着国家带量采购的不断推广、重点监控合理用药药品目录出台等系列医药政策的推进，药品价格、销量将受到一定影响。从药品销售的三大终端销售额分布来看，公立医院终端市场份额最大，2020年占比为64%，零售药店终端市场份额提升至26%，公立基层医疗终端市场份额与上年持平。

**图 3 近年我国药品销售情况**



资料来源：米内网，中证鹏元整理

**图 4 2020 年药品销售终端渠道分布**



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**

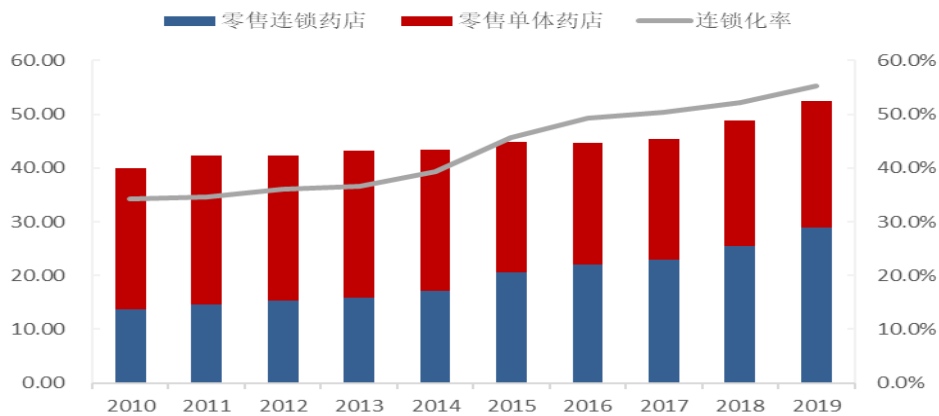
近年来，医保控费、公立医院药品零差率、药占比限制、医保支付方式改革等新医改政策陆续实施，间接推动了医疗机构处方外配进程，部分区域积极探索医院处方信息、医保结算信息和药店零售信息共

<sup>3</sup> 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

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2019年底国内零售药店数52.40万家，同比增长7.16%，其中连锁药店29.00万家，单体药店23.40万家，零售药店的连锁化率55.30%，零售药店连锁化率持续提升，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。

**图5 近年零售药店连锁化情况（单位：万家）**



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，近年，主要零售连锁药店通过并购等方式快速扩张门店，商誉规模也快速增长，从主要财务数据来看，2020年营业收入、总资产和净利润大参林居首，益丰药房商誉规模最大，门店数一心堂最多。

**表3 截至2020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	商誉	门店数	区域分布
大参林	145.83	10.83	123.32	55.73	13.34	6,020	广东、广西、河南等
益丰药房	131.45	8.67	129.50	57.82	33.38	5,991	湖南、湖北、上海等
老百姓	139.67	7.64	112.84	48.05	28.09	6,533	湖南、江苏、陕西等
一心堂	126.56	7.89	93.28	57.80	11.02	7,205	云南、四川、广西等

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。

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。2020年10月，国家医保局发布了《国家医疗保障局关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》，支持“互联网+”医疗服务医保支付，明确了线上处方外流到药店发生的药品费用可用医保支付。2021年1月，国家医疗保障局印发了《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》（以下简称“定点暂行办法”），对实体药店的经营有较大的正面影响，统筹账户的对接有望促使门诊慢病、特病购药需求流到药店，与此前印发的《职工医保指导意见》中将特病、慢病门诊医疗费用纳入统筹基金支付范围相呼应，进一步促进了处方外流到药店。其次，《定点暂行办法》缩短了新开药店获得医保的周期，具体为“新开药店经营3个月即可申请医保定点；自受理申请材料之日起，评估时间不超过3个月”。此前新开门店获得医保定点资格的周期多在1年以上。医保定点资格获得速度的加快，缩短了新开门店的盈亏平衡周期，提高了公司资金效率，降低了自建门店对公司整体利润的影响。

## 五、经营与竞争

2020年公司主营业务未发生重大变化，仍以药品、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为主，同时兼营批发和生产业务。2020年公司通过“自建+并购+加盟”方式不断扩大市场布局，主营业务收入同比增长31.06%，其中零售业务仍为公司主要收入来源，2020年占主营业务收入比重的94.76%，批发业务收入增长较快但规模仍较小。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。按产品分，公司主营中西成药、中参药材和非药品三大类商品，2020年公司各类商品规模均有所增长，其中非药品收入同比增长65.67%，主要系疫情物资带来的销量增长。毛利率方面，2020

年公司零售业务毛利率有所下降，主要系零售处方药与防疫商品等销售份额提升，而此类品种毛利率低于平均毛利率，导致整体销售毛利率小幅度下降。2021年一季度公司营业收入继续保持较快增长，同比增长20.73%，销售毛利率为39.38%。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
中西成药	274,923.57	34.39%	907,860.37	32.55%	741,112.06	33.98%
中参药材	58,684.22	39.26%	217,044.56	38.22%	165,219.15	39.06%
非药品	61,449.94	51.12%	301,317.44	50.03%	181,879.26	53.68%
<b>主营业务合计</b>	<b>395,057.74</b>	<b>37.71%</b>	<b>1,426,222.37</b>	<b>37.10%</b>	<b>1,088,210.47</b>	<b>38.04%</b>
其中：零售	374,364.09	39.37%	1,377,168.24	37.89%	1,066,423.28	38.59%
批发	20,693.64	7.75%	49,054.13	14.90%	21,787.20	11.10%
其他业务	10,844.96	100.00%	32,064.16	99.09%	25,906.03	99.92%
<b>营业收入合计</b>	<b>405,902.70</b>	<b>39.38%</b>	<b>1,458,286.53</b>	<b>38.47%</b>	<b>1,114,116.51</b>	<b>39.48%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告、2021 年第一季度主要经营数据公告，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；2020年公司门店数量及收入规模仍保持快速增长，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，主要通过直营零售药店从事药品和其他商品的销售，2020年公司积极拓展门店数量，持续下沉渗透华南地区，重点拓展长三角、东北地区及中部地区，截至2020年12月31日，公司已开业门店共6,020家（含加盟店315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4,695家，占公司直营药店总数的82.30%。

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，2020年公司发生了16起同行业投资并购业务，涉及门店数为467家（其中已签约未交割门店174家），投资成本为4.51亿元，公司并购活动频繁，2020年公司并购新增商誉3.50亿元，截至2020年底公司因并购产生的商誉账面价值13.34亿元，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。

为进一步提升公司的品牌影响力以及规模化优势，2019年公司开放直营式加盟，截至2020年底，公司加盟模式已初见规模，已新设315个加盟门店，未来预计在已开设直营门店的区域陆续开放更多的城市作为加盟区域。

2020年公司净增门店1,264家，同比增长26.58%，其中新开门店845家，收购门店250家，加盟店261

家。分区域来看，对于竞争优势较为明显以及品牌知名度较高的广东、广西和河南省，公司业务拓展主要以新增自建门店和加盟店为主，其中华南地区新增自建门店723家、加盟店220家；对于新进入区域，公司主要以并购方式进行业务扩张，其中华中地区和东北、华北及西北地区新增收购门店分别为219家、23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，存在利润下滑、经营困难或业绩不达预期的情况。

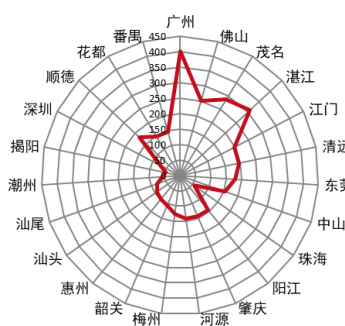
**表5 近年公司门店数量情况（单位：家）**

项目	2020年			2019年		
	总数	新增	关闭	总数	新增	关闭
华南地区	4,707	951	59	3,815	596	46
华东地区	387	60	12	339	127	9
华中地区	720	301	13	432	53	15
东北、华北及西北地区	206	44	8	170	170	0
合计	<b>6,020</b>	<b>1,356</b>	<b>92</b>	<b>4,756</b>	<b>946</b>	<b>70</b>

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告，中证鹏元整理

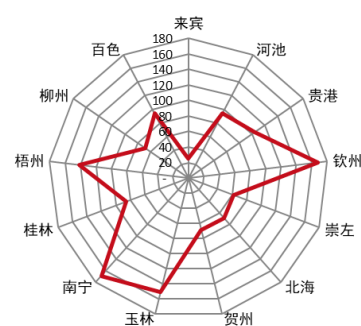
公司深耕华南市场，是华南市场医药零售连锁龙头，在华南市场的竞争力较高，公司在以广东、广西等华南区域门店数量占公司总门店数量的80%以上，公司在广东省多个地级市的门店数量超过百家，已具备一定的规模优势。公司通过成熟品牌市场效应保持销售的稳步增长，2020年华南市场销售额同比增长 26.57%；此外，新进入区域东北、华北及西北市场销售额同比增长了186.86%；总体上，公司正积极实施省外扩张战略，华东市场继续保持增速，东北、华北、西北地区主要是通过门店并购带来的销售增长贡献。

**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

**表6 公司分区域经营情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
华南地区	1,197,808.18	38.18%	946,386.26	38.81%

华中地区	109,689.57	29.79%	82,142.69	32.59%
华东地区	72,685.96	36.00%	43,632.24	37.06%
东北华北及西北地区	46,038.66	28.20%	16,049.29	23.09%
<b>合计</b>	<b>1,426,222.37</b>	<b>37.10%</b>	<b>1,088,210.47</b>	<b>38.04%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年年度报告，中证鹏元整理

从2020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仍较大，并购获得的部分门店与自有门店在商品结构等方面存在一定差异，对经营指标有一定影响。对于广东省内，2020年老店（非当年新开门店）及新店的单店平均存货规模和营收规模均有所提升，但销售毛利率相比上年有所下降，主要系毛利率水平较低的零售处方药与防疫商品等销售份额提升所致；此外，受疫情影响，导致部分门店延迟开业，使得2020年新开门店利润总额亏损较大。对于广东省外，2020年老店的单店营收规模有所提升；新店的单店营收规模有所下滑。整体上，老店平均营业收入仍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。

**表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

省份	项目	2020年		2019年		
		老店	新店	老店	新店	
广东省	存货	总额	85,327.49	9,537.27	73,504.33	7,783.16
		单店平均	30.54	22.49	28.83	21.56
	营业收入	总额	916,587.56	48,939.37	771,795.48	23,381.29
		单店平均	324.69	97.29	302.66	64.77
	销售毛利率	34.83%	31.61%	36.69%	35.85%	
	利润总额	总额	116,970.61	-2,672.85	100,346.06	-328.48
单店平均		41.43	-5.31	39.35	-0.91	
广东省外	存货	总额	34,487.83	7,166.72	27,065.09	9,727.92
		单店平均	19.99	17.27	21.48	18.32
	营业收入	总额	365,401.53	26,260.40	240,067.36	26,070.69
		单店平均	207.97	44.66	190.53	49.10
	销售毛利率	31.17%	29.89%	33.65%	25.74%	
	利润总额	总额	26,142.05	-3,593.11	18,533.19	-3,521.80
单店平均		14.88	-6.11	14.71	-6.63	

注1：以上统计中，新店、老店经营数据的利润总额为门店前台核算的经营数据，未包括总部管理费用等项目，因此该统计表中利润总额与审计报告整体数据存在合理差异；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司门店数量快速增长，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。此外，公司门店多通过租赁取得，门店租金面

临上升压力，另外人工成本面临持续的上升压力，租金及人力成本面临上升压力，不利于公司的成本控制。

#### 参茸滋补药材为公司特色品种，销售规模稳定增长；医药批发业务对公司营业收入形成一定补充

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。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，2020年公司实现中参药材收入21.70亿元，同比增长31.37%，仍保持快速增长。此外，公司医药批发业务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。2020年公司实现批发收入4.91亿元，同比大幅增长125.15%。2020年公司批发业务客户集中度仍较低，前五大客户占比为1.32%。

#### 公司与主要供应商合作较为稳定，集中度有所下降

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。

公司供应商主要为广州医药集团有限公司、国药控股股份有限公司和九州通医药集团股份有限公司等大型医药流通企业合作，与供应商合作较为稳定，2020年前五大供应商采购占比为35.83%，集中度有所下降。

**表8 公司近年前五名供应商采购情况（单位：万元）**

期间	供应商名称	采购金额	占比
2021年1-3月	广州医药集团有限公司	29,963.07	11.49%
	九州通医药集团股份有限公司	27,108.69	10.40%
	国药控股股份有限公司	25,310.42	9.71%
	华润医药控股有限公司	10,777.20	4.13%

	创美药业股份有限公司	7,016.53	2.69%
	<b>合计</b>	<b>100,175.91</b>	<b>38.42%</b>
2020年	广州医药集团有限公司	110,639.35	11.75%
	国药控股股份有限公司	92,645.30	9.83%
	九州通医药集团股份有限公司	87,554.19	9.29%
	华润医药控股有限公司	25,882.54	2.75%
	创美药业股份有限公司	20,848.00	2.21%
	<b>合计</b>	<b>337,569.38</b>	<b>35.83%</b>
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%
	<b>合计</b>	<b>262,348.73</b>	<b>38.30%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司配送体系较为完善，自建仓库占比提高

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系统进行销售管理，提供配送体系的信息化管理水平。公司在广州、茂名、顺德、江门、玉林、东莞、漯河等地建立了物流配送中心，覆盖了目前的主要业务地区，自主配送量占总配送量的比例80%以上，能快速响应所辖地区的商品采购及门店配送需求。

截至2021年3月底，公司通过租赁、自建、购买物业方式共投入使用24处仓库，仓库面积合计18.08万平方米，可覆盖广东、广西、河南、福建和浙江、江西等地，其中租赁的仓库面积比重有所下降，租赁的仓库面积比重为58.80%；公司在业务成熟区域逐年增加自建仓库占比，2020年公司新增自建仓库3处，仓库面积合计6.28万平方米，主要覆盖广东、广西和漯河地区。此外，公司即将新增的配送中心有4处，仓库面积合计0.63万平方米，分别位于黑龙江省呼兰地区和齐齐哈尔市、江苏泰州市、河南驻马店市、山东济宁市和四川德阳市，区域分布较广。

### 公司在建项目投资规模较大，存在一定资金压力

截至2021年3月底，公司主要在建项目有运营中心建设项目、医药零售门店建设项目、南宁大参林中心项目等，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公司本部新建办公楼，其他项目主要为门店和配送中心，在建项目资金来源于自有资金、募集资金等。截至2021年3月底公司主要在建项目计划总投资28.61亿元，已投资9.54亿元，在建项目投资规模较大，投资进度有一定不确定性，公司存在一定资金压力。

表9 截至2021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
------	------	-------	-----	--------

运营中心建设项目	办公楼	75,000.00	39,356.52	自有资金、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	9,377.54	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
玉林中药饮片项目*	药厂	10,000.00	5,537.17	长期借款及自有资金、2019年可转债募集资金
医药零售门店建设项目	门店	83,640.00	10,711.57	本期债券募集资金、自有资金
南宁大参林中心项目	办公楼、配送中心	30,000.00	4,981.72	本期债券募集资金、自有资金
汕头大参林医药产业基地项目（粤东运营中心）	办公楼、配送中心	22,000.00	6,528.30	本期债券募集资金、自有资金
南昌大参林产业基地项目（一期）	办公楼、配送中心	16,000.00	1,193.13	本期债券募集资金、自有资金
新零售及企业数字化升级项目	其他	12,000.00	2,084.82	本期债券募集资金
老店升级改造项目	门店改造	6,000.00	1,941.97	本期债券募集资金
茂名大参林生产基地立库项目	配送中心	4,500.00	1,892.62	本期债券募集资金
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>286,140.00</b>	<b>95,422.05</b>	<b>-</b>

注：\*项目为2019年可转债募投项目，受疫情影响，完工日期延期到2021年12月31日。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、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2019-2020年度审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，财务报表均按新会计准则进行编制。2020年公司纳入合并报表范围变化情况见表1。

### 资产结构与质量

**资产规模快速增长，资产流动性充裕，但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**

2020年公司总资产规模快速增长，较2019年末增长42.21%，仍以流动资产为主。

公司现金类资产包括货币资金、交易性金融资产和应收票据，其中货币资金主要为银行存款，由于公司主业为零售业务，货币资金规模较大，2020年公司货币资金规模大幅增长，主要系公司发行本期可转债所致，其中4.79亿元使用受限，主要为银行承兑汇票保证金及冻结资金；交易性金融资产主要为公司购买的理财产品；应收票据主要为银行承兑汇票，规模很小；截至2020年末，三者合计44.40亿元，占总资产的36.01%，公司即期支付能力较好。应收账款主要为应收医保款及应收批发销售款，截至2020年末，公司对应收账款计提坏账0.29亿元，计提比例为6.29%。随着公司业务规模的扩张，公司采购的

原材料及库存商品均有所提升，2020年末，公司计提的存货跌价准备0.14亿元，随着带量采购等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。公司其他流动资产主要包括理财产品、待摊租金等。

公司固定资产主要为房屋及建筑物和设备等，2020年末固定资产账面价值较上年相比有所增长，主要系本年度在建工程转入所致，其中账面价值2.78亿元的固定资产尚未办妥产权证。无形资产主要为土地使用权、软件等，2020年增长较快，主要系公司新购买土地使用权用于项目建设。公司商誉为对外并购形成，2020年公司新增商誉3.50亿元，主要系并购河南佐今明大药房健康管理股份有限公司、湛江天马大药房连锁有限公司等形成的商誉，2020年公司计提商誉减值准备0.07亿元，主要系南通市江海大药房连锁有限公司2019年度未完成合同约定业绩承诺所致；公司商誉规模较大，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。

总体来看，受债券融资及业务规模扩张影响，公司资产规模快速增长，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。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	342,792.35	22.11%	375,037.17	30.41%	171,608.95	19.79%
交易性金融资产	61,842.78	3.99%	68,997.78	5.60%	0.00	0.00%
应收账款	49,018.16	3.16%	43,230.80	3.51%	35,559.28	4.10%
存货	290,295.03	18.72%	268,252.90	21.75%	205,506.18	23.70%
其他流动资产	20,334.56	1.31%	41,863.72	3.39%	104,188.10	12.01%
<b>流动资产合计</b>	<b>796,633.05</b>	<b>51.37%</b>	<b>829,730.97</b>	<b>67.28%</b>	<b>546,804.31</b>	<b>63.05%</b>
固定资产(合计)	111,098.93	7.16%	111,625.51	9.05%	93,751.27	10.81%
无形资产	57,435.62	3.70%	48,997.70	3.97%	35,192.80	4.06%
商誉	147,245.88	9.50%	133,377.43	10.82%	98,372.88	11.34%
长期待摊费用	48,494.01	3.13%	52,330.34	4.24%	45,883.00	5.29%
<b>非流动资产合计</b>	<b>754,027.64</b>	<b>48.63%</b>	<b>403,461.63</b>	<b>32.72%</b>	<b>320,388.45</b>	<b>36.95%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,550,660.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,233,192.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>867,192.76</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2019-2020年审计报告、未经审计2021年一季度财务报告，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

公司营业收入主要来源于药品及非药品的零售业务，近年其收入占营业收入比重在90%以上。2020年受益于公司经营规模扩张，新增门店贡献业绩，公司营业收入、营业利润和净利润分别同比增长30.89%、57.69%和55.48%。公司将继续通过“自建+并购+加盟”方式加快布局门店网络，需关注公司扩张过程中门店效益不及预期，门店租金和人工成本的上升带来的经营风险。



期间费用方面，2020年受新增门店较多的影响，公司销售费用及管理费用均有所增长。2020年随着区域规模效应的显现，公司经营业务表现较好，公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所提升。

图8 公司收入及利润情况（单位：亿元）

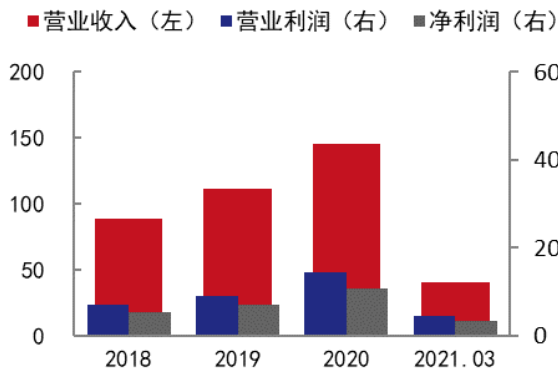
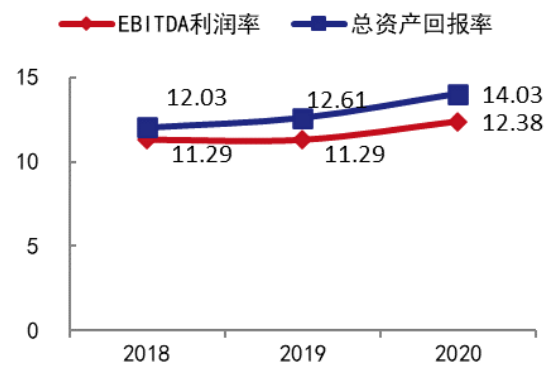


图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2018-2020年审计报告、未经审计2021年一季度财务报告，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，2020年收现比为1.11，公司主营业务回款较为稳定。受益于业务规模的快速扩张，公司经营活动现金生成能力进一步增强，2020年FFO达9.46亿元，经营活动现金净额持续增长，公司经营活动现金流表现较好。

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状态。2020年公司筹资活动净现金流规模扩大，主要系发行的可转换债券收到募集资金。

截至2020年底，公司在建项目较多，投资规模较大，虽然公司账面现金类资产和现金生成能力尚可，但考虑到在建项目尚需投资规模较大，公司业务持续扩张，对外并购较多，存在一定资金压力。

图10 公司现金流结构

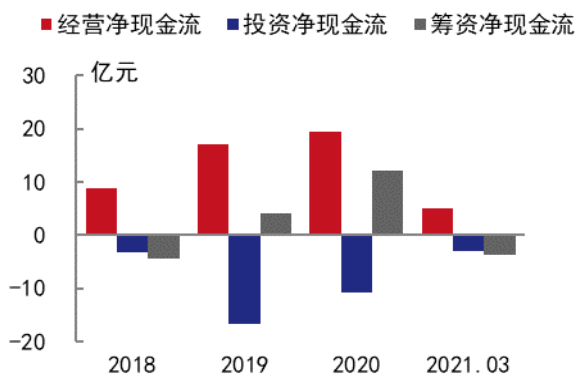
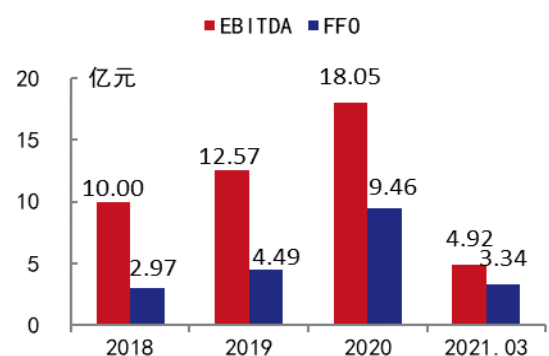


图11 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司债务规模持续增长，应付票据规模较大，存在一定短期偿付压力

公司所有者权益主要为利润留存及股本溢价带来的资本公积，受益于公司业务规模的扩张，2020 年公司所有者权益中的未分配利润稳步增长。2020 年公司发行可转债 14.05 亿元，使得总债务规模较所有者权益增长更快，产权比例上升至 121%，净资产对负债总额的保障程度较弱。

图 12 公司资本结构

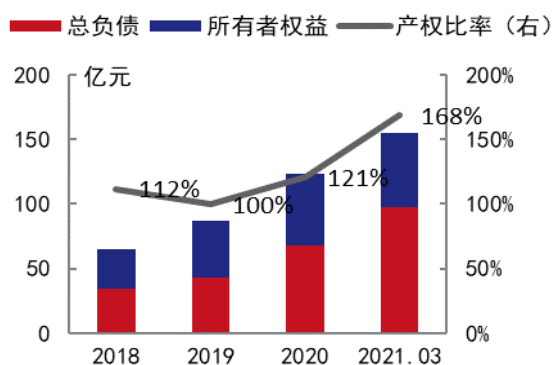
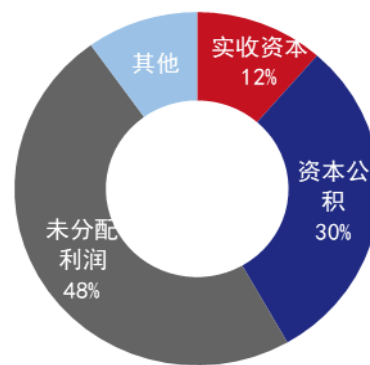


图 13 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主。应付票据为公司与上游企业结算采用票据方式产生，全部为银行承兑汇票，较上年同期增长 35.84%，应付票据规模较大，存在一定的短期支付压力。应付账款主要为存货采购款，2020 年增幅较大，主要系新并购门店、仓库增加备货所致。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、员工股权激励计划限制性股票回购义务款项、押金保证金等，2020 年增长较快主要系当期实施员工股权激励计划限制性股票回购义务款项增加所致。一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款，2020 年一季度公司一年内到期的非流动负债大幅增至 8.52 亿元，主要系新租赁准则列报要求将未来一年内需要支付的租金全部放至一年内到期的非流动负债，该科目中除了 41.67 万元为一年内到期的长期借款，其余均为一年内需要支付的租金。

公司非流动负债主要为应付本期债券，2020 年 10 月公司发行可转换债券（债券简称：“大参转债”），发行规模 14.05 亿元，扣除发行费用后，12.00 亿元计入应付债券，1.90 亿元计入其他权益工具，截至 2020 年底，本期债券余额 12.07 亿元，较上年增长部分主要为 2020 年溢折价摊销额。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,657.22	0.89%	19,085.93	2.82%	6,347.08	1.46%
应付票据	255,168.53	26.23%	256,426.82	37.94%	188,769.97	43.49%
应付账款	159,492.38	16.39%	165,055.90	24.42%	131,191.98	30.23%

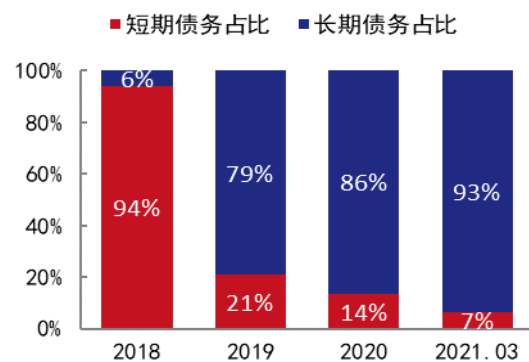
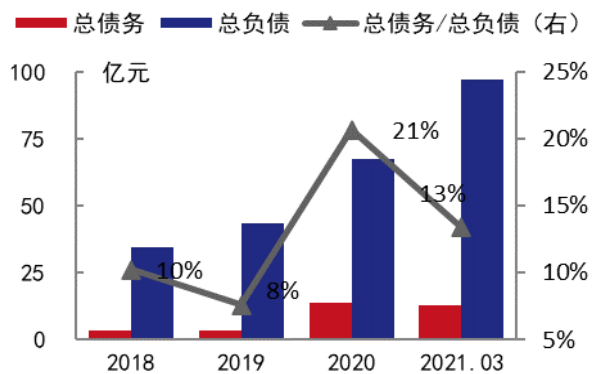
其他应付款(合计)	43,637.02	4.49%	44,118.07	6.53%	29,592.41	6.82%
一年内到期的非流动负债	85,223.52	8.76%	104.17	0.02%	536.96	0.12%
<b>流动负债合计</b>	<b>603,698.84</b>	<b>62.05%</b>	<b>546,846.98</b>	<b>80.91%</b>	<b>400,284.10</b>	<b>92.23%</b>
应付债券	121,670.11	12.51%	120,728.34	17.86%	24,433.76	5.63%
<b>非流动负债合计</b>	<b>369,243.27</b>	<b>37.95%</b>	<b>129,055.63</b>	<b>19.09%</b>	<b>33,738.35</b>	<b>7.77%</b>
<b>负债合计</b>	<b>972,942.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>675,902.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>434,022.45</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

公司总债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券构成，2020 年公司成功发行本期可转债，总债务规模有所增长，截至 2020 年底，公司总债务规模 13.99 亿元，总债务占总负债比重亦有所上升，短期债务占比有所下降。到期债务方面，不考虑可转债，公司 2021 年需要偿还 1.91 亿元，到期债务规模较小；截至 2021 年 3 月底，公司应付票据规模为 25.52 亿元，应付票据规模较大，存在一定短期偿付压力。

图 14 公司债务占负债比重

图 15 公司长短期债务结构



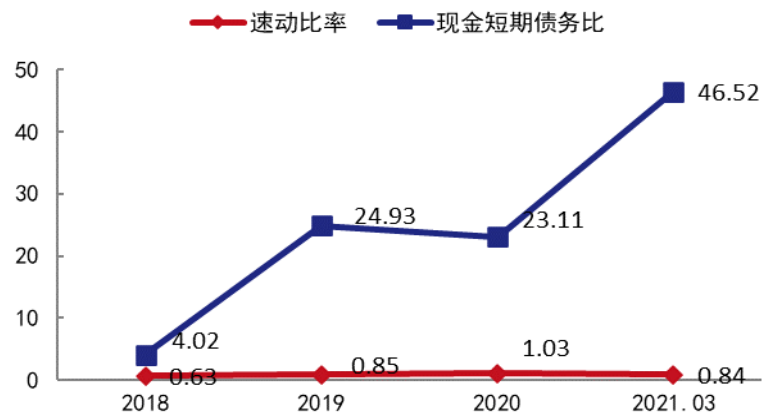
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

2020 年，公司资产负债率有所上升，EBITDA 利息保障倍数大幅提升，盈利对债务利息偿付的保障程度较高；总资本对总债务的保障能力较强；由于公司现金类资产较多，现金类资产完全可以覆盖净债务，EBITDA 和 FFO 对净负债的保障较强。整体来看，公司债务规模持续增长，应付票据规模较大，存在一定短期偿付压力。

表 12 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	62.74%	54.81%	50.05%
净债务/EBITDA	--	-1.46	-0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	156.97	32.90
总债务/总资本	18.41%	20.36%	7.25%
FFO/净债务	--	-35.82%	-41.50%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

**图 16 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

## 七、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，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月28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。

## 八、结论

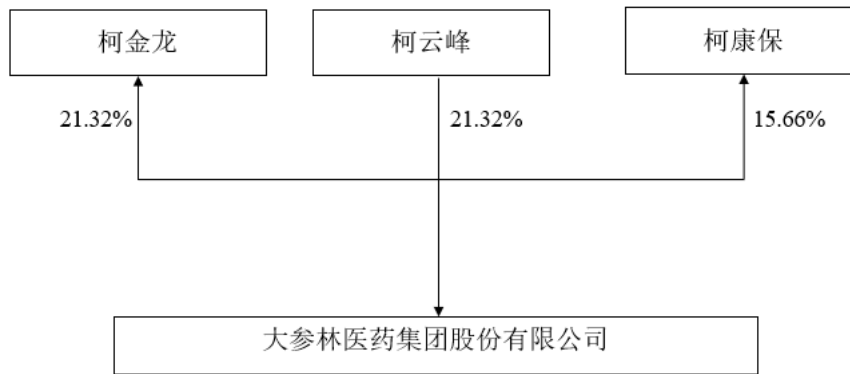
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

## 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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	34.28	37.50	17.16	13.29
存货	29.03	26.83	20.55	18.86
流动资产合计	79.66	82.97	54.68	40.25
非流动资产合计	75.40	40.35	32.04	25.12
资产总计	155.07	123.32	86.72	65.37
短期借款	0.87	1.91	0.63	3.26
应付票据	25.52	25.64	18.88	16.65
应付账款	15.95	16.51	13.12	8.84
一年内到期的非流动负债	8.52	0.01	0.05	0.05
流动负债合计	60.37	54.68	40.03	34.14
长期借款	0.00	0.00	0.16	0.21
应付债券	12.17	12.07	2.44	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	36.92	12.91	3.37	0.36
负债合计	97.29	67.59	43.40	34.50
总债务	13.04	13.99	3.29	3.53
归属于母公司的所有者权益	55.43	53.85	42.40	30.38
营业收入	40.59	145.83	111.41	88.59
净利润	3.48	10.83	6.97	5.26
经营活动产生的现金流量净额	5.12	19.54	17.08	8.74
投资活动产生的现金流量净额	-2.95	-10.71	-16.59	-3.17
筹资活动产生的现金流量净额	-3.59	12.09	4.20	-4.37
<b>财务指标</b>	<b>2021年3月</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>
销售毛利率	39.38%	38.47%	39.48%	41.65%
EBITDA 利润率	--	12.38%	11.29%	11.29%
总资产回报率	--	14.03%	12.61%	12.03%
产权比率	168.41%	121.28%	100.20%	111.78%
资产负债率	62.74%	54.81%	50.05%	52.78%
净债务/EBITDA	--	-1.46	-0.86	-0.74
EBITDA 利息保障倍数	--	156.97	32.90	41.71
总债务/总资本	18.41%	20.36%	7.25%	10.26%
FFO/净债务	--	-35.82%	-41.50%	-40.19%
速动比率	0.84	1.03	0.85	0.63

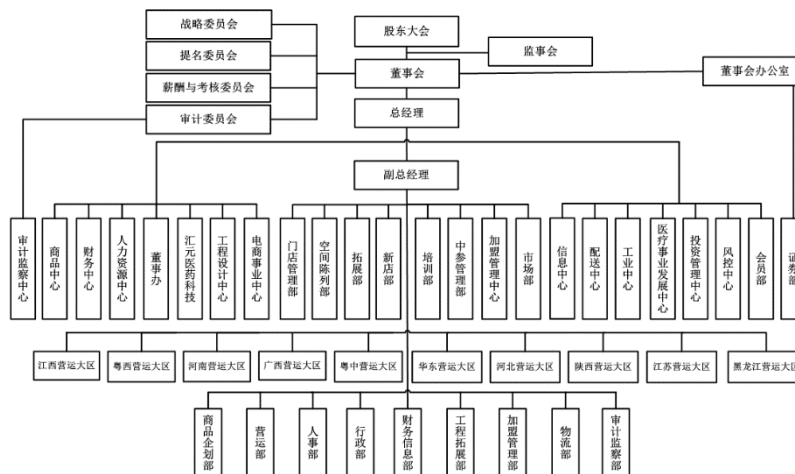
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计 2021 年一季度财务报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司 2021 年一季报，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2020年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广州大参林药业有限公司	1,000.00	100%	医药批发
韶关市大参林药店有限公司	610.00	100%	医药零售
清远大参林连锁药店有限公司	30.00	100%	医药零售
河源大参林药店有限公司	310.00	100%	医药零售
梅州大参林药店有限公司	260.00	100%	医药零售
潮州市大参林药店有限公司	200.00	100%	医药零售
汕头市大参林连锁药店有限公司	1,200.00	100%	医药零售
揭阳市大参林药店有限公司	200.00	100%	医药零售
汕尾大参林药店有限公司	100.00	100%	医药零售
惠州市大参林药店有限公司	4,100.00	100%	医药零售
深圳市大参林药业连锁有限公司	200.00	100%	医药零售
东莞市大参林连锁药店有限公司	300.00	100%	医药零售
佛山大参林连锁药店有限公司	510.00	100%	医药零售
佛山市顺德区大参林药业有限公司	1,666.66	100%	医药零售
中山市大参林连锁药业有限公司	200.00	100%	医药零售
江门大参林药店有限公司	1,244.48	100%	医药零售
肇庆大参林药店有限公司	30.00	100%	医药零售
云浮市大参林药店有限公司	60.00	100%	医药零售
阳江大参林连锁药店有限公司	30.00	100%	医药零售
茂名大参林连锁药店有限公司	1,000.00	100%	医药批发、零售
湛江大参林连锁药店有限公司	600.00	100%	医药零售
广东大参林柏康连锁药店有限公司	1,000.00	100%	医药零售
温州大参林连锁药店有限公司	100.00	100%	医药零售
福州大参林贸易有限公司	310.00	100%	医药零售
河南大参林连锁药店有限公司	5,000.00	100%	医药零售
漯河市大参林医药有限公司	2,500.00	100%	医药零售
广西大参林连锁药店有限公司	2,000.00	100%	医药零售
梧州市大参林连锁药店有限公司	100.00	100%	医药零售
南昌大参林连锁药店有限公司	100.00	100%	医药零售
中山可可康制药有限公司	8,000.00	100%	药品生产
广东紫云轩中药科技有限公司	1,000.00	100%	中药饮片生产
濮阳大参林连锁药店有限公司	500.00	100%	医药零售
北京金康源生物医药技术有限公司	110.00	100%	医药制造
广州恩莱美日用品有限公司	10.00	100%	批发业
广州紫云轩药业有限公司	200.00	100%	医药制造
广州汇元医药科技有限公司	3,000.00	100%	研发和试验发展

广西紫云轩中药科技有限公司	200.00	100%	中药饮片生产
广州珂芙尼贸易有限公司	100.00	100%	批发业
江西大参林众康连锁药店有限公司	390.00	100%	医药零售
许昌大参林保元堂药店连锁有限公司	2,000.00	51%	医药零售
安阳大参林千年健医药连锁有限公司	5,000.00	100%	医药零售
香港大参林贸易投资有限公司	1 (港币)	100%	无实际业务
广东大参林药业有限公司	1,000.00	100%	20.01 已停业
广东大参林医药贸易有限公司	5,000.00	100%	医药批发
广西大参林药业有限公司	1,000.00	100%	医药批发
江西大参林药业有限公司	200.00	100%	医药批发
山东东滕阿胶有限公司	9,000.00	60%	食品、药品生产
中山可可康乳业有有限公司	200.00	100%	食品生产
茂名大参林医疗有限公司	100.00	100%	医疗技术服务
茂名大参林药业有限公司	1,000.00	100%	医药批发
方城大参林健康人连锁药店有限公司	3,600.00	51%	医药零售
济源大参林心连心连锁药店有限公司	100.00	51%	医药零售
赣州大参林连锁药店有限公司	1,320.00	89%	医药零售
漳州市大国晟医药销售有限公司	1,000.00	100%	医药零售
河南大参林医药物流有限公司	1,000.00	100%	医药批发
广州天宸健康科技有限公司	1,000.00	51%	医药批发
东莞大参林医疗投资有限公司	100.00	100%	医疗技术服务
保定市盛世华兴医药连锁有限公司	2,301.00	65%	医药零售
广州柏和药店连锁有限公司	6,050.00	61%	医药零售
广州柏和一分钟门诊部有限公司	50.00	61%	护理服务, 医疗管理
广东医德好门诊部有限公司	1,000.00	61%	综合医院
大参林医疗健康(海南)有限公司	500.00	100%	健康咨询
广东大参林医药科技有限公司	3,000.00	100%	中药饮片生产、医药零售
西安欣康大药房连锁有限公司	2,080.00	51%	医药零售
广东康益百医药有限公司	1,000.00	100%	医药批发、零售
鸡西市大参林灵峰药房连锁有限公司	445.00	51%	医药零售
广东瑞健信息科技有限公司	1,000.00	100%	软件和信息技术服务
南通市江海大药房连锁有限公司	3,000.00	51%	医药零售
广东路路康保健品有限公司	2,000.00	51%	保健食品批发
湛江天马大药房连锁有限公司	3,000.00	100%	医药零售
广西可可康医疗器械有限公司	200.00	100%	医疗器械生产销售
大参林国际贸易(香港)有限公司	1 (港币)	100%	无实际业务
江西大参林医药科技有限公司	5,000.00	100%	医药零售
广西大参林医药连锁有限公司	1,000.00	100%	医药零售
广西南宁市大参林药业有限公司	1,000.00	100%	医药批发



许昌大参林新特药有限公司	10.00	50%	医药零售
东莞莞城大参林中医门诊部有限公司	100.00	100%	诊疗服务
南通市大参林医药有限公司	3,000.00	51%	医药零售
南通市大参林医疗器械有限公司	3,000.00	51%	医疗器械生产销售
信阳大参林百姓福医药连锁有限公司	818.01	51%	医药零售
江门新会区悦洋大参林诊所有限公司	100.00	100%	医疗机构
清远大参林云山诗意诊所有限公司	100.00	100%	医疗服务
广州市番禺区大参林光明南诊所有限公司	100.00	100%	卫生
保定市益民医药零售连锁有限公司	1,630.80	51%	医药零售
驻马店大参林百姓连锁药店有限公司	596.02	51%	医药零售
佛山市顺德区大参林诊所有限公司	100.00	100%	医疗服务
广州市久久养生大药房有限公司	10.00	100%	医药零售
珠海大参林内科诊所有限公司	10.00	100%	内科门诊
中山市朗晴假日大参林内科诊所有限公司	10.00	100%	医疗机构
广州祈祥医药有限公司	1,000.00	100%	医药零售
茂名市茂南区茂中药品贸易有限公司	30.00	100%	医药零售
河南佐今明大药房健康管理股份有限公司	6,615.72	51%	医药零售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 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。