



2020年大参林医药集团股份有限公司可转换公司债券2022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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
大参转债	AA	AA

评级日期

2022年6月21日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：张旻楠
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“大参转债”的信用等级为 AA。
- 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，2021 年公司营业收入持续增长，主营业务回款情况较好；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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	177.20	173.36	123.32	86.72
归母所有者权益	58.61	54.79	53.85	42.40
总债务	54.57	52.75	13.99	3.29
营业收入	46.77	167.59	145.83	111.41
EBITDA 利息保障倍数	--	11.44	156.97	32.90
净利润	3.84	8.04	10.83	6.97
经营活动现金流净额	6.66	15.55	19.54	17.08
销售毛利率	41.54%	38.15%	38.47%	39.48%
EBITDA 利润率	--	15.34%	12.38%	11.29%
总资产回报率	--	8.59%	14.03%	12.61%
资产负债率	63.82%	65.76%	54.81%	50.05%
净债务/EBITDA	--	1.10	-1.46	-0.86
总债务/总资本	47.49%	48.46%	20.36%	7.25%
FFO/净债务	--	51.53%	-35.82%	-41.50%
速动比率	0.65	0.59	1.03	0.85
现金短期债务比	2.30	2.71	23.11	24.93

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季报，中证鹏元整理

优势

- **公司在医药零售行业仍具有较强的竞争力及市场影响力。**公司坚持深耕华南、布局全国的战略，维持快速扩张趋势，积极布局省外市场，门店数量同比大幅增长，截至 2021 年底，公司在全国共拥有 8,193 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 6,488 家，主营业务收入在医药零售行业排名靠前。
- **公司营业收入持续增长，回款情况较好。**受益于公司经营规模扩张，2021 年公司营业收入规模持续增长，此外，公司经营收现情况较好，经营现金流表现较好。

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。**2021 年公司业务扩张增速，新增门店较多，单店（含新店和老店）平均效益出现一定幅度下滑，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。
- **公司存在一定商誉减值风险。**公司近年来为快速扩张，并购频繁，2021 年以来商誉规模继续大幅攀升，若并购门店业绩未达预期，公司将面临一定商誉减值风险。
- **公司存货规模较大，仍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，仍存在一定跌价损失风险。
- **在建项目投资及对外并购资金需求较大，存在一定资金压力。**公司在建项目尚需投资规模较大，且公司业务持续扩张，对外并购投资活动增多，资金需求量较大，存在一定资金支出压力。
- **债务压力上升，存在一定短期偿付压力。**公司债务规模持续扩大，EBITDA 利息保障倍数、总债务/总资本等指标较上年均有所弱化，偿债压力加大，现金类资产对短期债务的保障程度减弱。

同业比较（单位：亿元）

指标	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂
门店数量（直营+加盟）	7,809	8,193	8,352	8,560
总资产	170.52	173.36	169.58	143.37
营业收入	153.26	167.59	156.96	145.87
净利润	9.91	8.04	7.87	9.17
销售毛利率	40.35%	38.15%	32.13%	36.96%
资产负债率	53.88%	65.76%	71.82%	53.46%
商誉	37.18	20.60	36.95	13.80
商誉/总资产	21.80%	11.88%	21.79%	9.63%

注：以上各指标均为 2021 年/2021 年末数据。
 资料来源：Wind，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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	5	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	6
	经营规模	7		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	3		FFO/净债务	6
	经营效率	2		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	3		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		非常强	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aaa
调整因素	重大特殊事项,补充调整		调整幅度	-2	
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-6-15	秦凤明、韩飞	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2018-9-5	舒可书、董斌	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
大参转债	14.05	14.05	2021-6-15	2026-10-22

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

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。2022年4月28日，根据公司披露《2021年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2021年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为22,403.10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、员工股权激励及公积金转股的影响，截至2022年3月底，公司实收资本增至7.91亿元。截至2022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21.30%、20.16%、15.65%，其中股票质押比例合计占其所持股份的16.53%。由于公司股本发生变化，需对“大参转债”的转股价格作出相应调整，公司“大参转债”的转股价由69.09元/股调整为69.05元/股，调整后的转股价格于2021年12月8日开始生效。

表1 截至2022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	柯云峰	168,466,561	21.30%	0	0.00%
2	柯金龙	159,466,562	20.16%	56,384,600	35.36%
3	柯康保	123,744,960	15.65%	18,290,000	14.78%
4	柯舟	28,480,000	3.60%	12,170,000	42.73%
5	王春婵	5,578,000	0.71%	5,500,000	98.60%
-	合计	485,736,083	-	92,344,600	-

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

2021年6月26日，公司披露《关于董事收到广东证监局警示函的公告》，公司董事李杰将持有的大参林股票在买入后不足6个月卖出，在卖出后6个月内又买入，同时相关交易发生在2019年年度报告前30日内，广东证监局对其采取出具警示函的行政监管措施。

2021年8月24日，公司披露《公司控股股东及一致行动人减持股份结果公告》，公司于2021年1月27日在指定媒体披露了《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不超过5,670,000股，即不超过公司总股本的0.86%。公司于2021年8月23日接到上述股东通知，在本次减持计划时间区间内，柯金龙先生合

计通过大宗交易累计减持 9,000,000 股（占公司总股本的 1.14%），邹朝珠女士合计通过大宗交易累计减持 6,797,000 股（占公司总股本的 0.86%），已完成本次减持计划。

2021年10月28日，公司披露《关于高级管理人员离职的公告》，柯金龙先生因个人原因，申请辞去公司副总经理职务，辞职后柯金龙先生仍为公司董事。2022年1月26日，公司披露《关于董事会秘书辞职及聘任新董事会秘书的公告》，公司董事会秘书刘景荣先生因工作职能调整，申请辞去公司董事会秘书职务，辞职后刘景荣先生仍为公司副总经理。董事会同意聘任梁润世先生为公司董事会秘书。

2021年公司合并范围新增子公司47家，包括广州康益百智慧中药有限公司、佛山市大参林医药贸易有限公司和福建大参林药业有限公司等；公司合并范围注销3家子公司，具体情况见附录四。截至2021年底，公司纳入合并范围子公司139家，具体见附录五。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同

比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

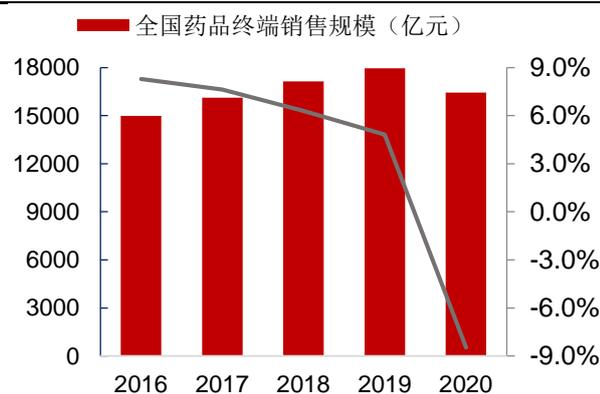
2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

从需求端来看，国内处方外流为中长期趋势，对比日本仍有较大提升空间；零售药店作为第二大销售终端，是处方外流的有力承接者，销售占比逐年提升，长期稳健增长可期

近年全国药品销售终端销售规模持续增长，但增速有所下滑。受疫情影响，2020 年全国零售药店、公立医院和公立基层医疗三大终端的药品合计销售规模为 1.64 万亿元，较 2019 年下降 8.5%。从终端销售结构来看，尽管公立医院仍占据主要市场，但销售占比逐年下降，而零售药店在终端销售的占比从 2016 年的 22.5%逐渐提升至 2020 年的 26.3%，第二大销售终端的地位稳固。在当前疫情防控依然严峻的形势下，预计医药销售规模仍将承压，而零售药店的重要性将逐渐抬升。

图 1 全国药品终端销售规模增速下滑



资料来源：米内网，中证鹏元整理

图 2 零售药店的销售占比逐年提升



资料来源：米内网，中证鹏元整理

1974 年起，日本开始推出政策提升医生服务费用且严格限制药品加成率，1987 年针对 37 个国立示范医院发出“达到 70%以上完全医药处方分业率”的指导性目标，2019 年日本医药分业率近 75%，基本实现医药分离。我国近年出台多项医改政策，旨在通过降低药占比、取消药品加成、试点电子处方流转

平台等方式促进处方外流，2020年国内处方药的零售药店占比为13.6%，参考日本高度医药分开的经验，国内处方外流仍有较大提升空间。

图3 日本已基本实现医药分离

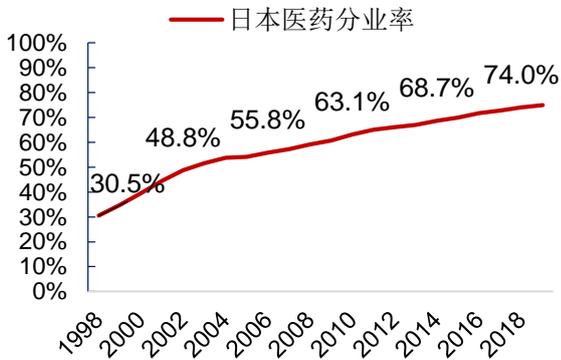
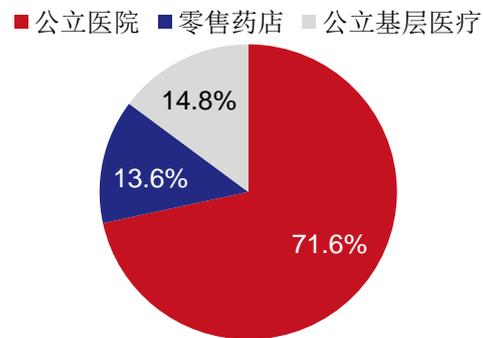


图4 2020年国内处方药三大终端销售占比



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

从近期国家发布的处方外流相关政策来看，主要引导方向为零售药店，如2021年8月10日国家卫健委和医保局组织印发的《长期处方管理规范（试行）》明确了患者可自主选择在医疗机构或社会零售药店调剂取药，该政策是规范长期处方管理、满足慢性病患者长期用药需求的重大举措，切实推动了长期处方落地与处方外流的进程。

表2 2021年处方外流主要相关政策及内容

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2021.5	国家医保局、卫健委	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	提出定点零售药店要与医保信息平台、电子处方流转平台等对接，保证电子处方顺畅流转
2021.6	国务院办公厅	《关于推动公立医院高质量发展的意见》	建立药品追溯制度，提出探索公立医院处方信息与药品零售消费信息互联互通
2021.7	国家医保局	《关于优化医保领域便民服务的意见》	提出实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务
2021.8	国家医保局、卫健委	《长期处方管理规范（试行）》	规定医师开具长期处方后，患者可以自主选择在医疗机构或者社会零售药店进行调剂取药

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

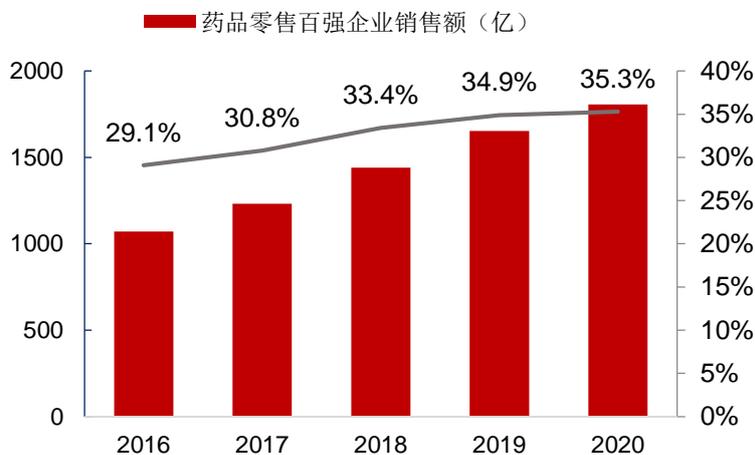
从供给端来看，监管政策趋严背景下，连锁药店的经营门槛提升，单体和小型利润空间遭受挤压，龙头企业借助资本力量加速整合，我国药店连锁化率和行业集中度持续提升；近年线上药店销售额占比快速提升，各大零售药店积极推进数字化转型并加大线上业务布局

随着全国性和区域龙头企业借助资本力量加速整合，连锁药店逐渐成为行业发展的主流，同时零售连锁化率的提升亦有利于行业集中度的提升以及政府监管成本的降低。2016年至2021年上半年，全国零售药店门店总数从44.7万家增长至57.9万家，其中零售连锁门店数量从22.1万家增长至33.0万家，零售药店行业连锁化率从49.4%持续提升至56.9%，预计未来仍有一定提升空间。

图5 全国零售药店连锁化率持续提升


资料来源：商务部，国家药监局，中证鹏元整理

从行业集中度来看，2020年全国百强零售药店的销售总额为1,806亿元，同比增长9.3%，占全国零售市场总额的35.3%，同比提高0.4个百分点；此外TOP10/20/50零售药店的市场占有率分别为20.9%/25.7%/31.8%，较2019年分别提升1.3/0.7/0.4个百分点，行业整体集中度呈提升态势，且龙头企业的市占率提升更为明显。根据益丰药房2020年报显示，日本零售药房TOP10的占有率为70%，国内龙头药店的集中度仍有较大提升空间。

图6 全国零售药店连锁化率持续提升


资料来源：商务部，中证鹏元整理

表3 2020年TOP10零售药店市占率提升更为明显（亿元）

	2020年销售总额	市场占有率	市占率同比变化
TOP10	1,071	20.9%	1.3pct
TOP20	1,317	25.7%	0.7pct
TOP50	1,627	31.8%	0.4pct
TOP100	1,806	35.3%	0.4pct

资料来源：商务部，中证鹏元整理

近年零售药店行业集中度持续提升，一方面系医改政策的执行对零售药店的经营能力和议价能力等

方面均提出了更高的要求，经营门槛的提升和利润空间的压缩使得单体药店和小型连锁药店的市场份额遭到快速挤压；另一方面无法承受经营成本上升的尾部企业逐渐接受并购退出，龙头连锁药店通过资产和股权收购等方式实现快速扩张，进一步加速行业集中度的提升。

表4 有利于药店集中度提升的主要相关政策

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2017	国家卫计委	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》	压缩药品流通环节，小型流通企业逐渐退出，单体药店面对大型流通企业缺乏议价能力
2018	商务部	《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》	提升药店的经营门槛，对经营面积、存储条件、药品供应能力、药学技术人员配置等方面提出了规范化要求
2019	浙江省药械采购平台等	《关于全省性医药连锁药店集团开通浙江省药械采购平台采购权限有关事项的通知》等	向连锁药店开放集采平台，药店成本端将得以改善，龙头药店首先受益
2021	国家医保局	《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》	满足药师、医保管理人员配置以及相关制度要求的定点零售药店可以申请纳入门诊慢性病、特殊病购药定点机构
2021	国家医保局、卫健委	《长期处方管理规范（试行）》	要求医疗机构或家庭医生团队对患者进行随访管理，大型药店已在慢性病的健康管理等方面有所布局，长期受益于处方外流

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2021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。2021年公司继续通过“自建+并购+加盟”方式不断扩大市场布局，营业收入同比增长14.92%，其中零售业务仍为公司主要收入来源，2021年占营业收入比重的91.20%，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。从产品分类来看，2021年中西成药和中参药材销售规模均有所提升，非药品受疫情物资销售占比增加，且毛利率较低影响，收入较上年末有所下降。毛利率方面，2021年，公司批发业务毛利率下滑较多，主要系销售毛利率较低的加盟店销售占比提升所致；公司整体销售毛利率较上年末略有下降。2021年一季度公司营业收入继续保持较快增长，同比增长15.22%，销售毛利率为41.54%。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
中西成药	33.19	36.19%	113.53	32.58%	90.79	32.55%
中参药材	5.72	43.02%	24.61	42.69%	21.70	38.22%
非药品	6.17	52.93%	24.77	47.77%	30.13	50.03%
主营业务合计	45.08	39.34%	162.92	36.41%	142.62	37.10%
其中：零售	42.40	41.30%	152.85	38.21%	137.72	37.89%
批发	2.68	8.31%	10.07	9.11%	4.91	14.90%
其他业务	1.69	100.00%	4.68	98.57%	3.21	99.09%

营业收入合计	46.77	41.54%	167.59	38.15%	145.83	38.47%
--------	-------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告、2022 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

公司继续深耕华南市场，在医药零售行业具有较强的竞争力及市场影响力；2021年公司维持快速扩张趋势，积极布局省外市场，门店数量同比大幅增长；但公司2021年收入增速放缓，单店平均效益出现一定幅度下滑，需关注新增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，2021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，截至2021年底，公司已开业门店共8,193家（含加盟店935家），覆盖广东、广西、河南、河北、江西、福建、江苏等15个省份，2021年新增医保门店1,793家，已取得各类医疗保险定点零售药店资格的直营连锁门店达6,488家，占公司直营药店总数的89.39%，较上年末提升7.09个百分点。公司根据不同商圈的特点，布局社区店、参茸旗舰店、O2O店和院边店等不同店型店态，截至2021年底，院边店达760家，较上年末增长28.00%；公司O2O送药服务已覆盖全国7,240家门店，覆盖门店上线率达到89%，新零售业务（O2O+B2C）销售同比增长87%。

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。2021年公司发生了32起同行业投资并购业务，并购次数较上年末增长一倍，并购规模进一步扩大，涉及门店数为1,029家（其中，截至2022年4月底，已签约未交割门店140家），新并购门店较上年增长120.34%，投资成本为12.28亿元。公司并购活动频繁，2021年公司并购新增商誉7.26亿元，截至2021年底公司因并购产生的商誉账面价值20.60亿元，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。2021年，公司加盟业务扩张加速，新增加盟店620家，截至2021年底，公司加盟店已达935家，随着单体药店加速出清，公司加盟业态有望进一步扩大。

2021年公司新增门店2,271家，同比增长67.48%，其中新开门店903家，收购门店748家，加盟店620家，新进湖北、海南、四川、山东和重庆等省份。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702家，新增自建门店基本与去年相当；新增加盟店553家，同比增长151.36%；对于新进入区域，公司主要以并购方式进行业务扩张，2021年公司集中针对河南、黑龙江及四川等重点地区积极开展收购计划，其中东北、华北、西北及西南地区新增收购门店424家，占当年新增收购门店的比重达56.68%。

2021年公司的门店数量扩张加快，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6 近年公司门店数量情况（单位：家）

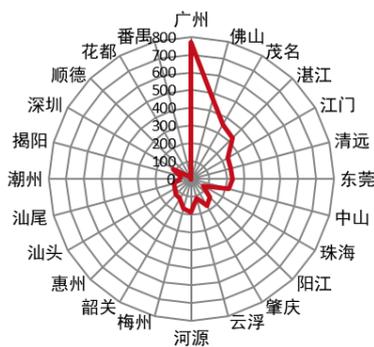
项目	2021年			2020年		
	总数	新增	关闭	总数	新增	关闭

华南地区	5,980	1,326	53	4,707	951	59
华东地区	599	227	15	387	60	12
华中地区	961	259	18	720	301	13
东北、华北及西北地区	653	459	12	206	44	8
合计	8,193	2,271	98	6,020	1,356	92

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

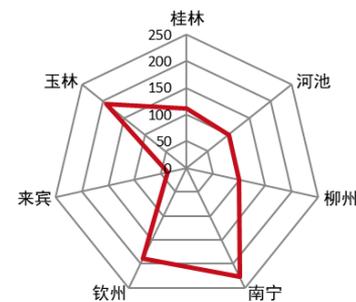
公司深耕华南市场，是华南市场医药零售连锁龙头，在华南市场的竞争力较高，公司在广东省多个地级市的门店数量超过百家，已具备一定的规模优势；2021年，受疫情影响，华南地区营收增长放缓，同比增长6.93%。公司积极实施省外扩张战略，华中地区销售收入同比增长54.93%，东北、华北及西北地区营业收入增速达96.74%，主要是通过门店并购带来业绩增量。

图 7 广东省内门店分布图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

图 8 广西省内门店分布图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 公司分区域经营情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
华南地区	128.08	37.91%	119.78	38.18%
华中地区	16.99	30.82%	10.97	29.79%
华东地区	8.78	34.85%	7.27	36.00%
东北华北及西北地区	9.05	27.22%	4.60	28.20%
合计	162.92	36.41%	142.62	37.10%

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

从2021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，2021年新店及老店的平均存货规模变动不大，单店平均营收规模和利润总额均较上年末有所下降，主要系受疫情影响，线下限流、管控等措施，公司线下推销活动较上年大幅减少以及新增加盟店对老店造成一定程度的分流所致。对于广东省外，2021年老店的单店效益下滑较多，主要受疫情管控措施影响；新店的单店亏损额有所降低。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。广东省为公司传统优势区域，老店单店效益普遍高于广东省外区域。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

省份	项目	2021年		2020年		
		老店	新店	老店	新店	
广东省	存货	总额	101,724.89	8,494.98	85,327.49	9,537.27
		单店平均	31.32	22.71	30.54	22.49
	营业收入	总额	947,424.30	36,170.86	916,587.56	48,939.37
		单店平均	287.71	71.77	324.69	97.29
	销售毛利率		34.82%	32.19%	34.83%	31.61%
	利润总额	总额	69,100.09	-7,030.28	116,970.61	-2,672.85
单店平均		20.98	-13.95	41.43	-5.31	
广东省外	存货	总额	51,561.58	12,661.85	34,487.83	7,166.72
		单店平均	22.86	20.96	19.99	17.27
	营业收入	总额	450,556.26	85,025.44	365,401.53	26,260.40
		单店平均	192.55	71.63	207.97	44.66
	销售毛利率		31.32%	27.40%	31.17%	29.89%
	利润总额	总额	19,788.16	-4,779.98	26,142.05	-3,593.11
单店平均		8.46	-4.03	14.88	-6.11	

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

2021年公司门店持续快速扩张，但单店平均效益却出现较大幅度下滑，需关注门店扩张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。

2021年参茸滋补药材销售规模稳定增长；受益于加盟业务的发展，医药批发业务收入增速较快

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，2021年公司实现中参药材收入24.61亿元，同比增长13.40%。公司批发业务主要采取“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，2021年公司批发业务收入较上年增长105.29%，主要来自于公司拓展加盟业务带来的增量。

2021年公司与主要供应商合作较为稳定；公司配送体系较为完善，自建仓库占比持续提高

公司的主营业务为药品零售，仍采用统一采购为主，地区采购为辅的采购模式，由总部与供应商进行规模化和集中化的采购谈判确定最终的采购价格。结算方式方面，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。

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，2021年前五大供应商采购占比为37.06%，同比略有上升。

表9 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
2022年1-3月	国药控股股份有限公司	29,739.87	11.89%
	广州医药集团有限公司	28,360.09	11.34%
	九州通医药集团股份有限公司	26,180.64	10.47%
	华润医药控股有限公司	12,661.67	5.06%
	创美药业股份有限公司	4,389.34	1.76%
	合计	101,331.61	40.52%
2021年	九州通医药集团股份有限公司	117,564.47	10.59%
	国药控股股份有限公司	112,315.17	10.12%
	广州医药集团有限公司	110,861.52	9.99%
	华润医药控股有限公司	47,445.21	4.27%
	创美药业股份有限公司	23,203.41	2.09%
	合计	411,389.78	37.06%
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%
	合计	337,569.38	35.83%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

物流配送方面，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。

公司通过租赁及自建方式建立“集团仓+大区仓+地区仓”的物流仓网体系，辐射包括广东、广西、河南等全国10多个省份，截至2022年3月底，公司在全国共投入使用仓库有36个，较上年同期增加12个，仓储总面积合计25.17万平方米，其中租赁的仓库面积比重为47.17%，占比持续下降。此外，公司即将新增的配送中心有5处，仓库面积合计6.25万平方米，其中自建仓库2处，分别位于南昌和南宁，租赁仓库3处，位于黑龙江省及西安。

公司在建项目投资规模较大，仍存在一定资金支出压力

截至2022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，其中医药零售门店建设项目采用边开店、边运营的方式，建设期为3年（2021年4月-2023年4月），目前该项目仍处于建设期，2021年已开门店实现销售收入6.99亿元，税后利润-0.59亿元，新开门店整体仍处于亏损状态。运营中心建设项目为公司本部新建办公楼及仓储中心，目前项目主体施工已完成，预计2022年底完工。玉林中药饮片项目建成后将用于公司中药饮片医药生产业务，目前主体施工已完成，其他项目多为运营及配送中心。截至2022年3月底公司主要在建项目计划总投资31.95亿元，已投资14.38亿元，在建项目投资规模较大，投资进度有一定不确定性，公司存在一定资金支出压力。

表10 截至 2022 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
医药零售门店建设项目	门店	83,640.00	14,433.55	本期债券募集资金、自有资金
运营中心建设项目	办公楼	75,000.00	55,971.39	自有资金、2019 年可转债募集资金
顺德大参林产业园项目	配送中心	55,000.00	12,313.09	自有资金
南宁大参林中心项目	办公楼、配送中心	30,000.00	24,219.14	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	16,833.26	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	3,333.07	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	3,720.26	本期债券募集资金
玉林中药饮片项目 ³	药厂	10,000.00	6,747.14	长期借款及自有资金、2019 年可转债募集资金
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
漯河大参林医药产业园二期项目	配送中心	5,377.00	1,333.07	自有资金
茂名大参林生产基地立库项目 ⁴	配送中心	4,500.00	2,975.21	本期债券募集资金
合计	-	319,517.00	143,821.15	

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2020-2021年度审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，财务报表均按新会计准则进行编制。2021年公司纳入合

³ 玉林现代饮片基地项目的部分生产设备需要试生产通过后方可验收并支付货款，目前该项目仍有部分生产设备尚未完成试生产验收，公司根据本次募投项目的实施进度和实际建设情况，将上述项目完工日期延至 2022 年 12 月 31 日。

⁴ 茂名大参林生产基地立库项目受疫情影响，工程进度放缓、设备购置及安装进度有所延后，将项目完成日期延期到 2022 年 12 月 31 日。

并报表范围变化情况见附录四。

资产结构与质量

2021年公司资产规模增长较快，但存货及商誉规模占比仍较大，存货存在一定跌价风险，商誉存在一定减值风险

2021年公司总资产规模快速增长，较2020年末增长40.58%，资产结构方面，公司流动资产占比逐年下滑。

公司现金类资产主要包括货币资金、交易性金融资产，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，2021年，公司货币资金规模较上年下降25.54%，主要用于偿还借款，其中5.45亿元使用受限，主要为银行承兑汇票保证金及工程担保资金；交易性金融资产主要为公司购买的理财产品，2021年同比大幅下降，主要系公司赎回理财产品所致。应收账款主要为应收医保款及应收批发销售款，2021年随着公司并购规模扩大，应收账款增长较快；账龄主要集中在一年以内，截至2021年末，公司对应收账款计提坏账0.45亿元，计提比例为5.76%，整体回收风险相对可控。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，2021年末，公司计提的存货跌价准备0.16亿元，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。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	29.82	16.83%	27.92	16.11%	37.50	30.41%
交易性金融资产	0.83	0.47%	1.09	0.63%	6.90	5.60%
应收账款	9.54	5.38%	7.39	4.26%	4.32	3.50%
存货	36.07	20.36%	36.30	20.94%	26.83	21.75%
流动资产合计	82.66	46.65%	78.68	45.39%	82.97	67.28%
在建工程	7.68	4.33%	7.66	4.42%	1.71	1.39%
商誉	21.49	12.13%	20.60	11.88%	13.34	10.82%
使用权资产	35.92	20.27%	37.34	21.54%	0.00	0.00%
非流动资产合计	94.54	53.35%	94.68	54.61%	40.35	32.72%
资产总计	177.20	100.00%	173.36	100.00%	123.32	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告、未经审计2022年一季度财务报告，中证鹏元整理

在建工程主要系2019年可转债及本期债券募投项目，随着项目建设的推进，2021年底在建工程同比增长347.95%。公司商誉为对外并购形成，2021年公司新增商誉7.26亿元，主要系并购辽宁博大维康药房连锁有限公司、黑龙江泰华医药连锁销售有限公司、大参林灵峰（哈尔滨）医药连锁有限公司等形成的商誉，2021年公司未计提商誉减值准备，截至2021年底，公司并购形成的商誉合计20.60亿元，占资产总额的比重达11.88%，近年龙头医药零售企业均通过自建或并购方式进行扩张，并购活动较多，竞争

较为激烈，形成的商誉规模较大，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。

表12 同行业可比上市公司商誉情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	商誉	商誉/总资产	商誉	商誉/总资产
益丰药房	37.18	21.80%	33.38	25.78%
大参林	20.60	11.88%	13.34	10.82%
老百姓	36.95	21.79%	28.09	24.89%
一心堂	13.80	9.63%	11.02	11.81%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

总体来看，2021年公司资产规模增长较快，但存货及商誉规模占比仍较大，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。

盈利能力

2021年公司营业收入保持增长，但增速放缓，受新租赁准则利息摊销等因素影响，盈利能力下降

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。2021年受益于公司经营规模扩张，新增门店贡献业绩，公司营业收入同比增长14.92%，受新租赁准则利息摊销及可转债利息摊销影响，净利润同比下降25.76%。公司未来仍将继续通过“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，2021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。2021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利润率指标有所提升；受新租赁准则影响，总负债规模大幅增加，总资产回报率同比下降。

图9 公司收入及利润情况（单位：亿元）

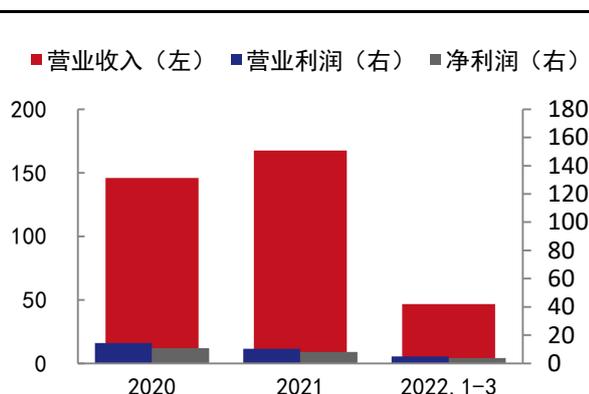
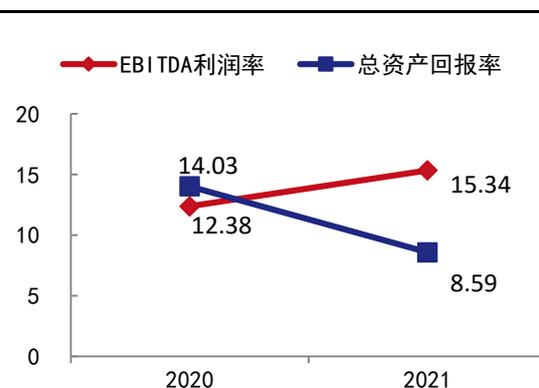


图10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2020-2021年审计报告、未经审计2022年一季度财务报告，中证鹏元整理

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务回款较好，业务持续扩张，对外并购较多，在建项目投资规模较大，仍存在一定资金支出压力

公司主营业务为医药零售，终端客户多为个体消费者，2021年收现比为1.10，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较好，EBITDA、FFO同比大幅增长。

公司投资活动产生的现金流量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。2021年公司筹资活动净现金流同比大幅净流出，主要系新租赁准则将租金费用支出调整至筹资活动中及发行本期可转债支付相关费用所致。

截至2021年底，公司在建项目较多，考虑到在建项目尚需投资规模较大，且公司业务持续扩张，对外并购较多，仍存在一定资金支出压力。

图 11 公司现金流结构

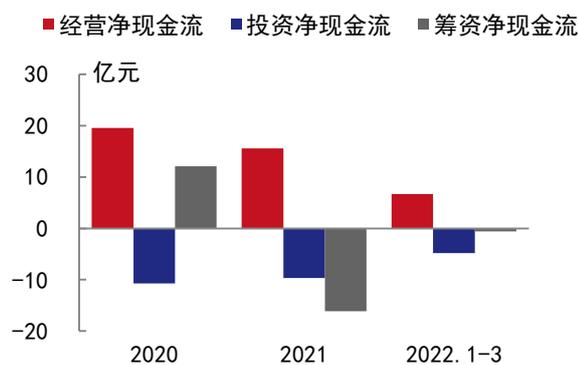
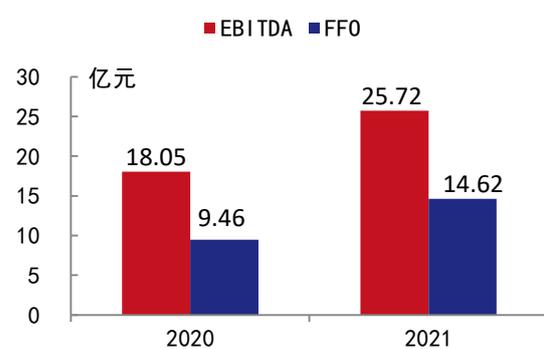


图 12 公司 EBITDA 和 FFO 情况



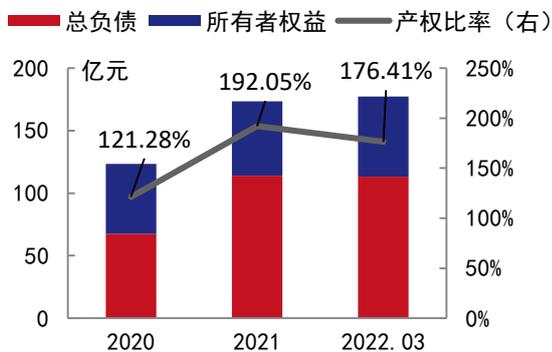
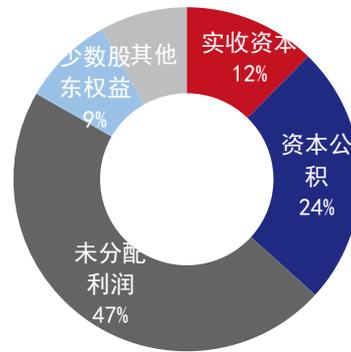
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

受新租赁准则调整影响，2021年公司债务规模大幅增长，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，2021年小幅增长。受新租赁准则调整影响，2021年底公司负债总额同比增长68.66%，产权比率升至192.05%，净资产对负债总额的保障程度持续减弱。

图 13 公司资本结构

图 14 2022 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

资料来源：公司未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

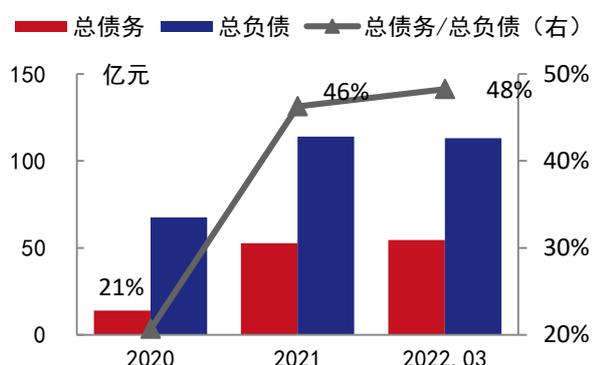
公司负债仍以流动负债为主。应付票据为公司与上游企业结算采用票据方式产生，全部为银行承兑汇票，与同行业其他上市医药零售企业相比，公司应付票据占比相对较小，符合行业基本特征，但考虑到公司应付票据规模较大，仍存在一定的短期支付压力。应付账款主要为存货采购款，2021 年增幅较大，主要系新并购门店、仓库增加备货所致。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的租赁负债。公司非流动负债主要为应付本期债券和租赁门店及仓库形成的租赁负债。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

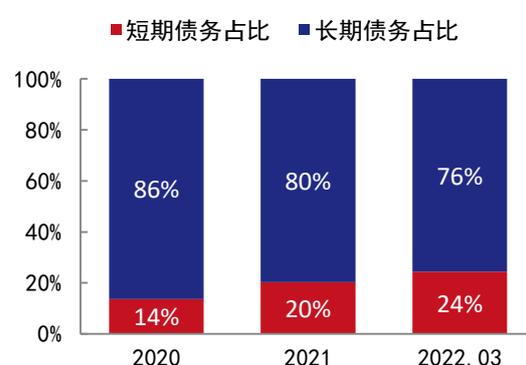
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	26.56	23.49%	26.85	23.55%	25.64	37.94%
应付账款	18.49	16.35%	20.53	18.01%	16.51	24.42%
一年内到期的非流动负债	9.03	7.98%	9.06	7.95%	0.01	0.01%
流动负债合计	71.66	63.36%	71.76	62.94%	54.68	80.91%
应付债券	12.64	11.18%	12.52	10.98%	12.07	17.86%
租赁负债	28.49	25.19%	29.52	25.89%	0.00	0.00%
非流动负债合计	41.43	36.64%	42.24	37.06%	12.91	19.09%
负债合计	113.09	100.00%	114.00	100.00%	67.59	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 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、应付债券和租赁负债构成，受新租赁准则影响，公司总债务规模大幅增长，总债务占总负债比重亦大幅上升，从偿债指标来看，由于债务规模的上升，EBITDA 利息保障倍数、总债务/总资本等指标较上年均有所弱化，偿债压力加大。此外，截至 2022 年 3 月底，公司应付票据规模为 26.56 亿元，应付票据规模较大，存在一定短期偿付压力。

图 15 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

图 16 公司长短期债务结构


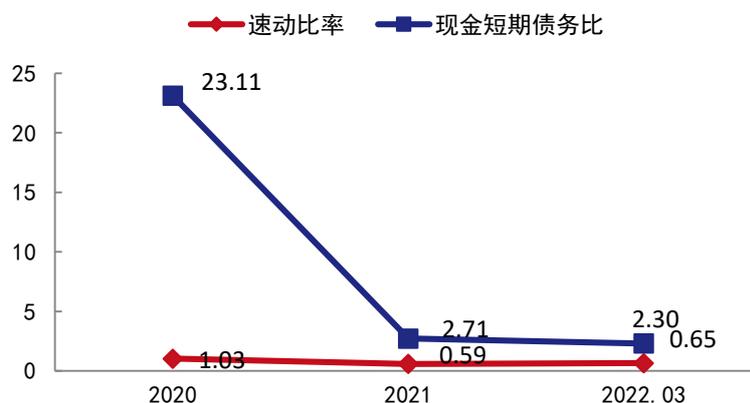
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

表 14 公司杠杆状况指标

项目	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
资产负债率	63.82%	65.76%	54.81%
净债务/EBITDA	--	1.10	-1.46
EBITDA 利息保障倍数	--	11.44	156.97
总债务/总资本	47.49%	48.46%	20.36%
FFO/净债务	--	51.53%	-35.82%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

受一年内到期的租赁负债增加及现金类资产大幅下降，2021年公司速动比率和现金短期债务比下降，现金类资产对短期债务的保障程度减弱。

图 17 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月25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。

八、抗风险能力分析

公司在医药零售行业具有较强的竞争力及市场影响力，近年坚持深耕华南、布局全国的战略，维持快速扩张趋势，积极布局省外市场，门店数量同比大幅增长，主营业务收入在医药零售行业排名靠前。近年公司营业收入持续增长，回款情况较好。

但我们也关注到，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。

九、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“大参转债”信用等级为AA。

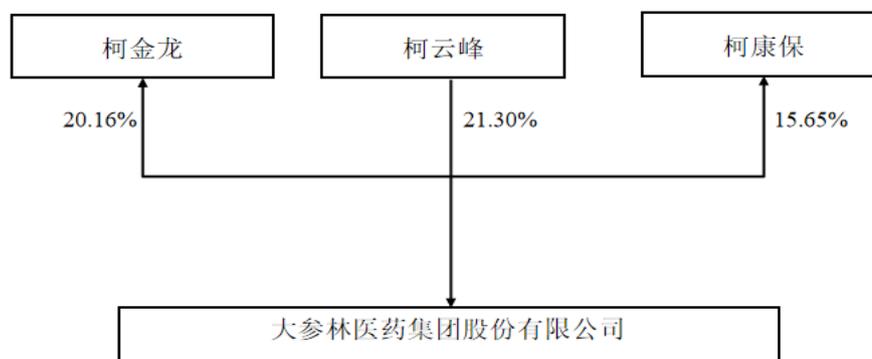
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	29.82	27.92	37.50	17.16
存货	36.07	36.30	26.83	20.55
流动资产合计	82.66	78.68	82.97	54.68
商誉	21.49	20.60	13.34	9.84
非流动资产合计	94.54	94.68	40.35	32.04
资产总计	177.20	173.36	123.32	86.72
使用权资产	35.92	37.34	0.00	0.00
短期借款	4.31	1.65	1.91	0.63
应付票据	26.56	26.85	25.64	18.88
应付账款	18.49	20.53	16.51	13.12
一年内到期的非流动负债	9.03	9.06	0.01	0.05
流动负债合计	71.66	71.76	54.68	40.03
长期借款	0.11	0.00	0.00	0.16
应付债券	12.64	12.52	12.07	2.44
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	41.43	42.24	12.91	3.37
负债合计	113.09	114.00	67.59	43.40
租赁负债	28.49	29.52	0.00	0.00
总债务	54.57	52.75	13.99	3.29
归属于母公司的所有者权益	58.61	54.79	53.85	42.40
营业收入	46.77	167.59	145.83	111.41
净利润	3.84	8.04	10.83	6.97
经营活动产生的现金流量净额	6.66	15.55	19.54	17.08
投资活动产生的现金流量净额	-4.79	-9.68	-10.71	-16.59
筹资活动产生的现金流量净额	-0.58	-16.12	12.09	4.20
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	41.54%	38.15%	38.47%	39.48%
EBITDA 利润率	--	15.34%	12.38%	11.29%
总资产回报率	--	8.59%	14.03%	12.61%
产权比率	176.41%	192.05%	121.28%	100.20%
资产负债率	63.82%	65.76%	54.81%	50.05%
净债务/EBITDA	--	1.10	-1.46	-0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	11.44	156.97	32.90
总债务/总资本	47.49%	48.46%	20.36%	7.25%
FFO/净债务	--	51.53%	-35.82%	-41.50%
速动比率	0.65	0.59	1.03	0.85

现金短期债务比	2.30	2.71	23.11	24.93
---------	------	------	-------	-------

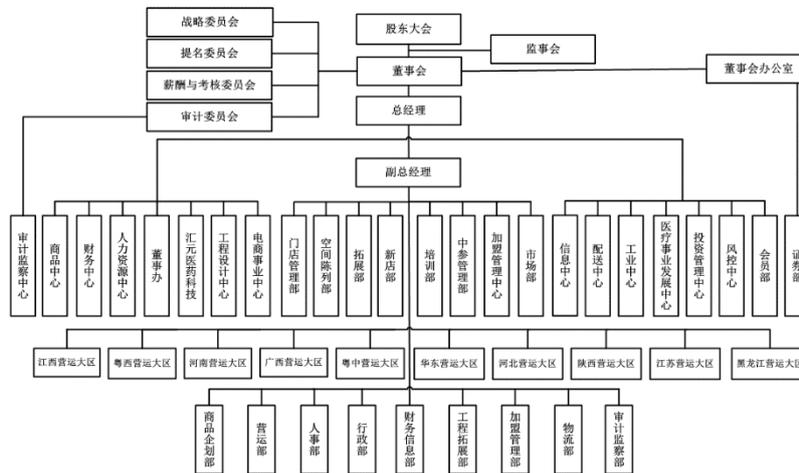
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司公告，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四：2021 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2021 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例 (%)	主营业务	合并方式
广州康益百智慧中药有限公司	10.00	45.90	医药零售	新成立
佛山市大参林医药贸易有限公司	1,000.00	100.00	医药批发	新成立
福建大参林药业有限公司	1,000.00	100.00	医药批发	新成立
大参林灵峰（哈尔滨）医药连锁有限公司	1,020.41	51.00	医药零售	新成立
泰州市国泰大药房连锁有限公司	1,137.14	33.15	医药零售	新收购
上海易康源医疗健康科技有限公司	1,000.00	51.00	医疗领域技术服务、技术开发	新收购
淮滨县大参林康民堂医药连锁有限公司	263.34	26.01	医药零售	新成立
河南大参林炎黄大药房连锁有限公司	1,167.80	51.00	医药零售	新收购
广东康益百贸易有限公司	500.00	100.00	医药批发	新收购
保定市旭康医药有限公司	500.00	53.55	医药批发	新成立
九江大参林药业有限公司	300.00	65.00	医药零售	新收购
广州仁和药房网医药科技有限公司	1,000.00	100.00	医药零售	新成立
河北益友医药连锁有限公司	1,100.00	53.55	医药零售	新收购
扬州市百姓人家医药连锁有限公司	244.90	26.01	医药零售	新收购
齐齐哈尔大参林新特药品连锁有限公司	500.00	51.10	医药零售	新收购
常州市健安堂大药房有限公司	350.00	33.15	医药零售	新收购
海南大参林连锁药店有限公司	1,000.00	80.00	医药零售	新收购
海南大参林药店有限公司	100.00	80.00	医药批发	新成立
成都一丰立康医药连锁有限责任公司	400.00	51.00	医药零售	新成立
微山县润康广场医药连锁有限公司	600.00	51.00	医药零售	新收购
微山县润康广场便利店连锁有限公司	20.00	51.00	便利店	新收购
湛江市霞山区益春堂贸易有限公司	100.00	51.00	医药零售	新收购
陕西大参林药业有限公司	1,000.00	100.00	医药批发	新成立
大参林福斯特（大庆）医药连锁有限公司	500.00	53.55	医药零售	新成立
牡丹江大参林天利医药连锁有限公司	1,234.57	56.10	医药零售	新收购
七台河天利医药连锁有限公司	200.00	51.00	医药零售	新收购
江苏大参林医药供应链有限公司	13,000.00	100.00	医药批发	新收购
广东大参林健康医疗有限公司	500.00	100.00	医疗保健服务	新成立
黑龙江大参林医药有限公司	1,000.00	80.40	药品批发	新成立
济源大参林心连心智慧药房有限公司	100.00	92.65	医药零售	新成立
珠海市香洲区宸康健康管理有限公司	100.00	70.00	医药零售	新成立
广州参祈医药有限公司	100.00	100.00	医药零售	新成立
珠海市香洲区宸宁医药有限公司	100.00	100.00	医药零售	新成立
重庆市万家燕大药房连锁有限公司	6,200.00	51.00	医药零售	新成立

大参林佳康君安（湖北）药业连锁有限公司	759.22	51.00	医药零售	新收购
德阳大成家人健康连锁药房有限公司	700.00	51.00	医药零售	新收购
广州市利斯达康健康大药房有限责任公司	1,000.00	100.00	医药零售	新收购
大参林泰华（绥化）医药连锁有限公司	653.55	60.69	医药零售	新收购
南通遂生堂大药房有限公司	128.00	45.90	医药零售	新收购
广东参林便利店有限公司	500.00	100.00	便利店，暂未发生业务	新收购
珠海市香洲区煜辰健康科技有限公司	50.00	70.00	医药零售	新成立
开封市示范区大参林飞亮健康管理咨询有限公司	5.00	100.00	咨询服务，暂未开始营业	新成立
海南优禾市场营销有限公司	100.00	100.00	咨询服务，暂未开始营业	新成立
鸡西市大参林药业有限公司	500.00	85.30	药品批发	新成立
鸡西市长寿堂创新药房连锁有限公司	880.00	51.00	医药零售	新收购
大参林（浙江）医药有限公司	1,000.00	100.00	药品批发	新成立
佛山市南海区富丰医药有限公司	300.00	51.00	医药零售	新成立

2、2021年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
湛江市霞山区天马贸易有限公司	500.00	51.00	医药零售	注销
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	注销
鸡西市长寿堂创新药房连锁有限公司	880.00	51.00	医药零售	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 2021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	100.00%	医药批发
韶关市大参林药店有限公司	610.00	100.00%	医药零售
清远大参林连锁药店有限公司	30.00	100.00%	医药零售
河源大参林药店有限公司	310.00	100.00%	医药零售
梅州大参林药店有限公司	260.00	100.00%	医药零售
潮州市大参林药店有限公司	200.00	100.00%	医药零售
汕头市大参林连锁药店有限公司	1,200.00	100.00%	医药零售
揭阳市大参林药店有限公司	200.00	100.00%	医药零售
汕尾大参林药店有限公司	100.00	100.00%	医药零售
惠州市大参林药店有限公司	4,100.00	100.00%	医药零售
深圳市大参林药业连锁有限公司	200.00	100.00%	医药零售
东莞市大参林连锁药店有限公司	300.00	100.00%	医药零售
佛山大参林连锁药店有限公司	510.00	100.00%	医药零售
佛山市顺德区大参林药业有限公司	1,666.66	100.00%	医药零售
中山市大参林连锁药业有限公司	200.00	100.00%	医药零售
江门大参林药店有限公司	1,244.48	100.00%	医药零售
肇庆大参林药店有限公司	30.00	100.00%	医药零售
云浮市大参林药店有限公司	60.00	100.00%	医药零售
阳江大参林连锁药店有限公司	30.00	100.00%	医药零售
茂名大参林连锁药店有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发、零售
湛江大参林连锁药店有限公司	600.00	100.00%	医药零售
广东大参林柏康连锁药店有限公司	1,000.00	100.00%	医药零售
温州大参林连锁药店有限公司	100.00	100.00%	医药零售
福州大参林贸易有限公司	310.00	100.00%	医药零售
河南大参林连锁药店有限公司	5,000.00	100.00%	医药零售
漯河市大参林医药有限公司	2,500.00	100.00%	医药零售
广西大参林连锁药店有限公司	2,000.00	100.00%	医药零售
梧州市大参林连锁药店有限公司	100.00	100.00%	医药零售
南昌大参林连锁药店有限公司	100.00	100.00%	医药零售
中山可可康制药有限公司	8,000.00	100.00%	药品生产
广东紫云轩中药科技有限公司	1,000.00	100.00%	中药饮片生产
濮阳大参林连锁药店有限公司	500.00	100.00%	医药零售
北京金康源生物医药技术有限公司	110.00	100.00%	医药制造
广州恩莱美日用品有限公司	10.00	100.00%	批发业
广州紫云轩药业有限公司	200.00	100.00%	医药制造
广州汇元医药科技有限公司	3,000.00	100.00%	研发和试验发展

广西紫云轩中药科技有限公司	200.00	100.00%	中药饮片生产
广州珂芙尼贸易有限公司	100.00	100.00%	批发业
江西大参林众康连锁药店有限公司	390.00	100.00%	医药零售
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
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
香港大参林贸易投资有限公司	1 (港币)	100.00%	无实际业务
广东大参林药业有限公司	1,000.00	100.00%	20.01 已停业
广东大参林医药贸易有限公司	5,000.00	100.00%	医药批发
广西大参林药业有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发
江西大参林药业有限公司	200.00	100.00%	医药批发
山东东滕阿胶有限公司	9,000.00	60.00%	食品、药品生产
中山可可康乳业有有限公司	200.00	100.00%	食品生产
茂名大参林医疗有限公司	100.00	100.00%	医疗技术服务
茂名大参林药业有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发
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
济源大参林心连心连锁药店有限公司	100.00	51.00%	医药零售
赣州大参林连锁药店有限公司	1,320.00	89.00%	医药零售
漳州市大国晟医药销售有限公司	1,000.00	100.00%	医药零售
河南大参林医药物流有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发
广州天宸健康科技有限公司	1,000.00	51.00%	医药批发
东莞大参林医疗投资有限公司	100.00	100.00%	医疗技术服务
保定市盛世华兴医药连锁有限公司	2,301.00	65.00%	医药零售
广州柏和药店连锁有限公司	6,050.00	61.00%	医药零售
广州柏和一分钟门诊部有限公司	50.00	61.00%	护理服务, 医疗管理
广东医德好门诊部有限公司	1,000.00	61.00%	综合医院
大参林医疗健康(海南)有限公司	500.00	100.00%	健康咨询
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
西安欣康大药房连锁有限公司	2,080.00	51.00%	医药零售
广东康益百医药有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发、零售
鸡西市大参林灵峰药房连锁有限公司	445.00	51.00%	医药零售
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
南通市江海大药房连锁有限公司	3,000.00	51.00%	医药零售
广东路路康保健品有限公司	2,000.00	51.00%	保健食品批发
湛江天马大药房连锁有限公司	3,000.00	100.00%	医药零售
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
大参林国际贸易(香港)有限公司	1 (港币)	100.00%	无实际业务
江西大参林医药科技有限公司	5,000.00	100.00%	医药零售
广西大参林医药连锁有限公司	1,000.00	100.00%	医药零售
广西南宁市大参林药业有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发

许昌大参林新特药有限公司	10.00	50.00%	医药零售
东莞莞城大参林中医门诊部有限公司	100.00	100.00%	诊疗服务
南通市大参林医药有限公司	3,000.00	51.00%	医药零售
信阳大参林百姓福医药连锁有限公司	818.01	51.00%	医药零售
江门新会区悦洋大参林诊所有限公司	100.00	100.00%	医疗机构
清远大参林云山诗意诊所有限公司	100.00	100.00%	医疗服务
广州市番禺区大参林光明南诊所有限公司	100.00	100.00%	卫生
保定市益民医药零售连锁有限公司	1,630.80	51.00%	医药零售
驻马店大参林百姓连锁药店有限公司	596.02	51.00%	医药零售
佛山市顺德区大参林诊所有限公司	100.00	100.00%	医疗服务
广州市久久养生大药房有限公司	10.00	100.00%	医药零售
珠海大参林内科诊所有限公司	10.00	100.00%	内科门诊
中山市朗晴假日大参林内科诊所有限公司	10.00	100.00%	医疗机构
广州祈祥医药有限公司	1,000.00	100.00%	医药零售
茂名市茂南区茂中药品贸易有限公司	30.00	100.00%	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	51.00%	医药零售
广州康益百智慧中药有限公司	10.00	45.90%	医药零售
佛山市大参林医药贸易有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发
福建大参林药业有限公司	1,000.00	100.00%	医药批发
大参林灵峰（哈尔滨）医药连锁有限公司	1,020.41	51.00%	医药零售
泰州市国泰大药房连锁有限公司	1,137.14	33.15%	医药零售
上海易康源医疗健康科技有限公司	1,000.00	51.00%	医疗领域技术服务、技术开发
淮滨县大参林康民堂医药连锁有限公司	263.34	26.01%	医药零售
河南大参林炎黄大药房连锁有限公司	1,167.80	51.00%	医药零售
广东康益百贸易有限公司	500.00	100.00%	医药批发
保定市旭康医药有限公司	500.00	53.55 %	医药批发
九江大参林药业有限公司	300.00	65.00 %	医药零售
广州仁和药房网医药科技有限公司	1,000.00	100.00 %	医药零售
河北益友医药连锁有限公司	1,100.00	53.55 %	医药零售
扬州市百姓人家医药连锁有限公司	244.90	26.01 %	医药零售
齐齐哈尔大参林新特药品连锁有限公司	500.00	51.10 %	医药零售
常州市健安堂大药房有限公司	350.00	33.15 %	医药零售
海南大参林连锁药店有限公司	1,000.00	80.00 %	医药零售
海南大参林药店有限公司	100.00	80.00 %	医药批发
成都一丰立康医药连锁有限责任公司	400.00	51.00%	医药零售
微山县润康广场医药连锁有限公司	600.00	51.00%	医药零售
微山县润康广场便利店连锁有限公司	20.00	51.00 %	便利店
陕西大参林药业有限公司	1,000.00	100.00 %	医药批发
大参林福斯特（大庆）医药连锁有限公司	500.00	53.55 %	医药零售

牡丹江大参林天利医药连锁有限公司	1,234.57	56.10 %	医药零售
七台河天利医药连锁有限公司	200.00	51.00 %	医药零售
江苏大参林医药供应链有限公司	13,000.00	100.00 %	医药批发
广东大参林健康医疗有限公司	500.00	100.00%	医疗保健服务
黑龙江大参林医药有限公司	1,000.00	80.40%	药品批发
济源大参林心连心智慧药房有限公司	100.00	92.65 %	医药零售
珠海市香洲区宸康健康管理有限公司	100.00	70.00 %	医药零售
广州参祈医药有限公司	100.00	100.00 %	医药零售
珠海市香洲宸宁医药有限公司	100.00	100.00 %	医药零售
重庆市万家燕大药房连锁有限公司	6,200.00	51.00 %	医药零售
大参林佳康君安（湖北）药业连锁有限公司	759.22	51.00 %	医药零售
德阳大成家人健康连锁药房有限公司	700.00	51.00 %	医药零售
广州市利斯达康健康大药房有限责任公司	1,000.00	100.00%	医药零售
大参林泰华（绥化）医药连锁有限公司	653.55	60.69 %	医药零售
南通遂生堂大药房有限公司	128.00	45.90 %	医药零售
广东参林便利店有限公司	500.00	100.00 %	便利店
珠海市香洲区煜辰健康科技有限公司	50.00	70.00%	医药零售
开封市示范区大参林飞亮健康管理咨询有限公司	5.00	100.00%	咨询服务
海南优禾市场营销有限公司	100.00	100.00%	咨询服务
鸡西市大参林药业有限公司	500.00	85.30%	药品批发
大参林（浙江）医药有限公司	1,000.00	100.00 %	药品批发
佛山市南海区富丰医药有限公司	300.00	51.00%	医药零售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 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。

附录七 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。