



2022年漱玉平民大药房连锁股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券2023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：

2022年漱玉平民大药房连锁股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2023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
漱玉转债	AA-	AA-

评级观点

本次评级结果是考虑到：医药零售行业长期稳健增长可期，国内药店连锁化率和行业集中度仍将持续提升，漱玉平民大药房连锁股份有限公司（以下简称“漱玉平民”或“公司”，股票代码：301017.SZ）作为山东省医药零售行业龙头企业，在山东省内具有规模优势，营销网络的逐渐扩大推动营业收入规模保持增长且整体回款情况良好；同时中证鹏元关注到公司门店数量扩张较快，需关注新门店可能产生业绩不及预期的不利影响；并购活动仍在持续，省外门店拓展面临不确定性，面临潜在的商誉减值风险；受医改政策的影响，公司销售毛利率面临一定的下行压力，存在一定的存货跌价风险；公司资本开支及流动性需求较大，杠杆水平提升幅度较大。

评级日期

2023年6月25日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	80.59	78.63	50.03	30.75
归母所有者权益	22.96	22.31	18.90	15.20
总债务	33.04	34.85	14.96	7.45
营业收入	20.72	78.23	53.22	46.40
净利润	0.67	2.33	1.14	2.20
经营活动现金流净额	0.57	1.48	2.38	2.34
净债务/EBITDA	--	2.07	1.55	0.76
EBITDA 利息保障倍数	--	11.33	15.24	61.47
总债务/总资本	61.79%	62.64%	46.13%	32.82%
FFO/净债务	--	31.56%	31.92%	63.20%
EBITDA 利润率	--	10.64%	9.16%	8.76%
总资产回报率	--	6.30%	4.62%	10.98%
速动比率	0.67	0.76	0.57	0.71
现金短期债务比	0.85	0.94	0.84	0.76
销售毛利率	29.08%	28.59%	28.51%	30.11%
资产负债率	71.04%	71.17%	61.74%	50.25%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：秦风明
 qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：何馨逸
 hexy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **医药零售行业长期稳健增长可期，国内药店连锁化率和行业集中度仍将持续提升。**从需求端看，零售药店作为国内第二大药品销售终端，近年在终端中的销售占比逐步提升，是处方外流相关政策的主要引导方向；从供给端看，医改政策的执行使得单体和小型连锁药店的经营门槛提升，利润空间遭受挤压，预计我国药店连锁化率和行业集中度将持续提升。
- **公司是山东省医药零售行业的龙头企业，在省内仍具有规模优势。**公司是山东省内最大的医药零售连锁企业，继续通过“自建+并购+加盟”的发展战略持续扩张门店数量；截至2023年3月末，公司在山东省内以及辽宁省、福建省、河南省等地区共拥有门店6,041家，其中直营门店3,620家（山东省内3,268家），加盟门店2,421家，营销网络逐步扩大，85%以上的直营门店取得医保资质。
- **公司营收规模保持较快增长，回款情况表现良好。**受益于营销网络的逐渐扩大以及门店数量的持续增长，公司2022年实现营业收入78.23亿元，同比增长47.00%；作为终端客户主要面向个体消费者的医药零售企业，公司整体回款情况保持良好，2022年销售商品、提供劳务收到的现金78.95亿元，经营活动现金净流入1.48亿元。

关注

- **门店扩张速度仍较快，需关注新门店可能产生业绩不及预期的不利影响。**公司2022年和2023年1-3月直营门店净增733家和295家，门店扩张速度仍然较快；由于新拓展门店前期投入费用较高且需一定培育期，2022年公司平均门店收入和平均门店客单量较2021年进一步下降，仍需关注对公司未来业绩可能产生的不利影响。
- **并购活动仍在持续，需关注潜在的商誉减值风险。**公司90%以上的直营门店集中于山东省内，因此在进一步完善省内布局的同时仍在通过并购方式逐步进入福建省和河南省等省外市场，2022年末公司商誉账面价值9.75亿元，较上年新增3.08亿元，占期末资产总额比重的12.40%；需关注省外门店拓展面临的不确定性，若被并购标的业绩不达预期，公司将面临一定的商誉减值风险。
- **销售毛利率面临一定的下行压力。**在带量采购、医保谈判及低毛利率的处方药占比提升等一系列医改政策持续推进的影响，预计公司未来销售毛利率面临一定的下行压力，且部分医药品种存在降价的可能，未来需关注潜在的存货跌价风险。
- **资本开支及流动性需求较大，杠杆水平提升。**2023年3月末公司总债务规模扩大至33.04亿元，资产负债率提升至71.04%，一方面系“漱玉转债”成功发行，另一方面系门店数量的持续增长使公司在商品采购和物流建设方面的资金需求加大，公司自由现金流对净债务覆盖能力下降，且随着医药零售行业集中度的持续提升，预计公司在对外并购和运营资金需求方面将持续面临一定的资金压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为医药零售行业集中度预计持续提升，公司作为山东省医药零售行业龙头，预计在省内继续保持规模优势。

同业比较（单位：亿元）

指标	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	漱玉平民	健之佳
门店数量（直营+加盟）	10,268	10,045	10,783	9,206	5,456	4,055
总资产	210.39	208.41	213.97	161.79	78.63	93.85
营业收入	198.86	212.48	201.76	174.32	78.23	75.14
净利润	14.27	10.79	9.76	10.13	2.33	3.63
销售毛利率	39.53%	37.80%	31.88%	35.05%	28.59%	36.14%

资产负债率	56.64%	67.06%	66.83%	53.47%	71.17%	72.73%
-------	--------	--------	--------	--------	---------------	--------

注：以上各指标均为 2022 年（末）数据。

资料来源：Wind，各公司年度报告，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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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-/漱玉转债	2022-6-22	秦风明，何馨逸	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

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
漱玉转债	8.00	8.00	2022-6-22	2028-12-14

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、债券募集资金使用情况

公司于2022年12月发行6年期8亿元可转换债券，募集资金原计划用于投资建设漱玉平民现代物流项目（二期）、漱玉（枣庄）现代化医药物流项目、数字化建设项目及补充流动资金。截至2022年末，本期债券募集资金专项账户余额为7.94亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、股本、控股股东和实际控制人均未发生变更。截至2023年3月末，公司总股本仍为40,534万股，控股股东和实际控制人仍均为李文杰，李文杰通过直接及间接控制的公司股份比例为55.89%（股权结构见附录二），其中已质押股份790.00万股。2022年公司通过非同一控制下企业合并或新设方式增加合并报表范围内17家子公司，2023年1-3月增加7家子公司，合并报表范围变化详见附录五。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。

货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

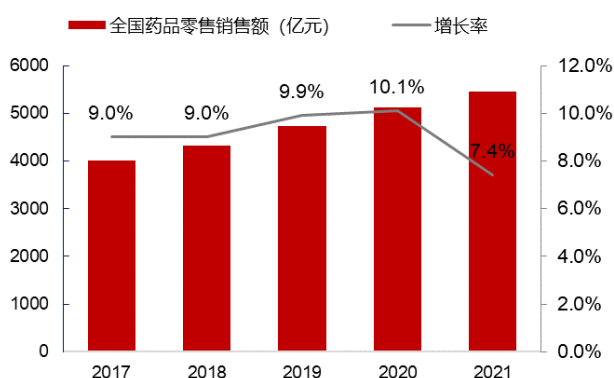
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

从需求端来看，国内处方外流为中长期趋势，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

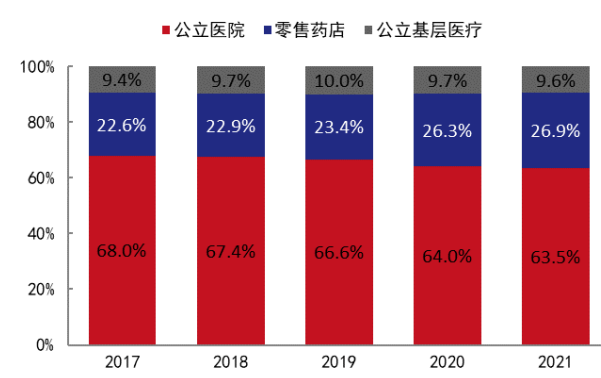
根据商务部2022年8月发布的《2021年药品流通行业运营统计分析报告》，2021年全国药品流通市场销售规模稳步增长，全国七大类医药商品销售总额26,064亿元，其中药品零售市场销售额为5,449亿元，扣除不可比因素同比增长7.4%。从终端销售结构来看，尽管公立医院仍占据主要市场，但销售占比仍在逐年下降，而零售药店在终端销售的占比从2017年的22.6%逐渐提升至2020年的26.9%，第二大销售终端的地位稳固。

图1 全国药品零售销售额保持增长



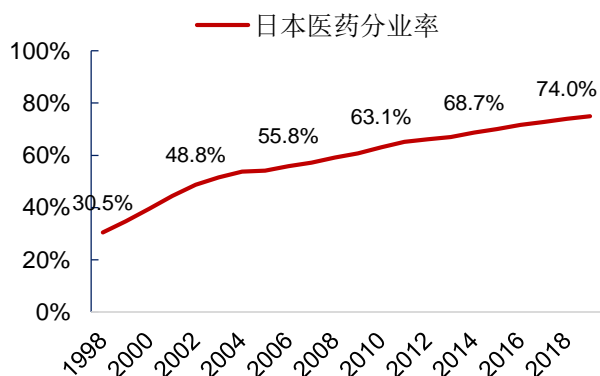
资料来源：商务部，中证鹏元整理

图2 零售药店的销售占比逐年提升

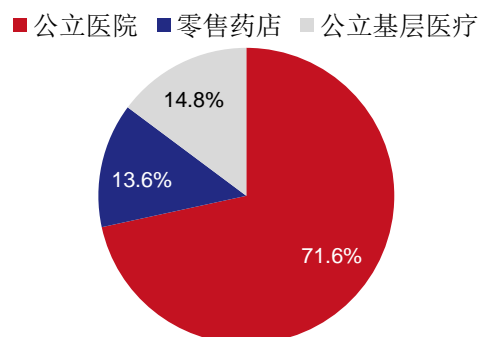


资料来源：商务部，中证鹏元整理

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


资料来源：米内网，中证鹏元整理

图4 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

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；2023 年 2 月国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，高度重视定点零售药店纳入门诊统筹工作，将门诊统筹基金用于扩大医药服务供给，保障居民更好的享受统筹医保便利，从现有统筹资质门店数量来看，龙头零售在处方外流趋势下占据先机。

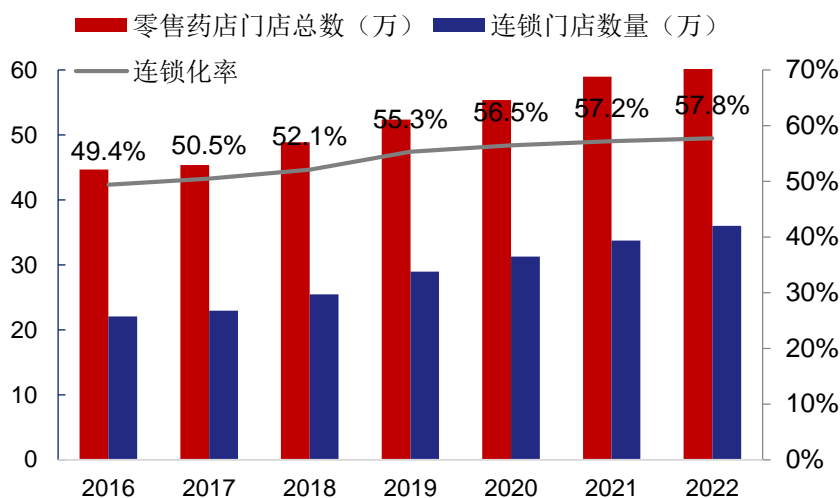
表1 处方外流主要相关政策及内容

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
2023.2	国家医保局	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，为参保人员提供门诊统筹用药保障

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

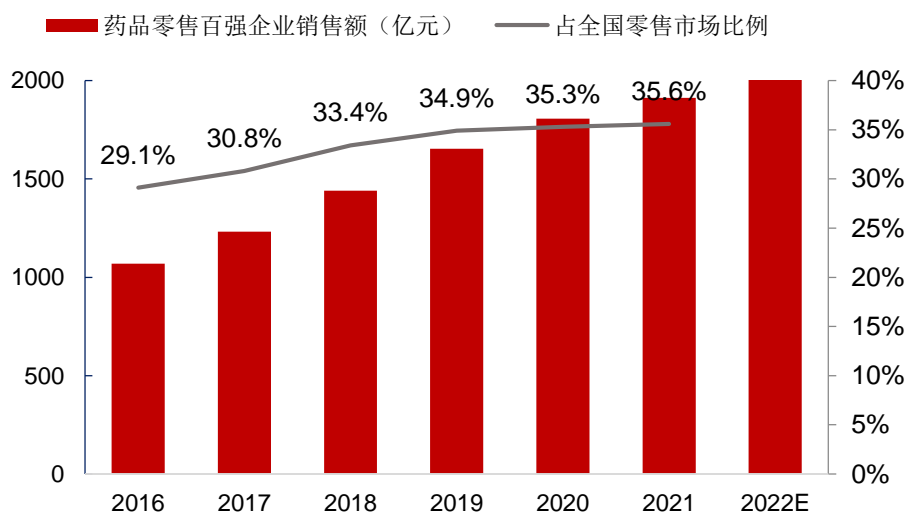
从供给端来看，监管政策趋严背景下，连锁药店的经营门槛提升，单体和小型利润空间遭受挤压，龙头企业借助资本力量加速整合，我国药店连锁化率和行业集中度持续提升；近年线上药店销售额占比快速提升，各大零售药店积极推进数字化转型并加大线上业务布局

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-2022 年，全国零售药店门店总数从 44.7 万家增长至 62.3 万家，其中零售连锁门店数量从 22.1 万家增长至 36.0 万家，零售药店行业连锁化率从 49.4%持续提升至 57.8%，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，2021年全国百强零售药店的销售总额为1,912亿元，同比增长5.9%，占全国零售市场总额的35.6%，同比提高0.3pct；此外TOP10/20/50零售药店的市场占有率分别为21.1%/25.5%/31.7%，较2019年分别持平/+0.2pct/+0.3pct，行业整体集中度呈提升态势。日本零售药房TOP10的占有率约为70%，国内龙头药店的集中度仍有较大提升空间。

图6 药品零售百强企业销售额及占全国零售市场比例持续提升


资料来源：商务部，中证鹏元整理

表2 2021年全国百强零售药店市占率继续提升（单位：亿元）

项目	2021年销售总额	市场占有率	市占率同比变化
TOP10	1,147	21.1%	+0.0pct
TOP20	1,392	25.5%	+0.2pct
TOP50	1,729	31.7%	+0.3pct
TOP100	1,912	35.6%	+0.3pct

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3 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

公司是山东省医药零售龙头企业，近年通过“自建+并购+加盟”的发展战略实现门店数量的快速扩张，拥有门店超6,000家，营销网络逐步扩大，经营业绩保持增长；目前公司85%以上的直营门店已取得医保资质，商品采购及仓储物流配送体系逐步完善，预计公司未来将继续拓展空白区域和市场，但需关注新设及并购门店前期经营面临的不确定性

公司主营业务为医药零售连锁业务，主要经营范围包括中西成药、保健食品、中药饮片、健康器械等产品的经营销售，主要收入来源于直营连锁门店医药产品的销售，同时公司兼营少量药品批发和加盟业务。公司坚持直营连锁为主的营销模式和区域深耕的稳健扩张策略，实现市场合理化布局。截至2023年3月末，公司在山东省、辽宁省、福建省、河南省及甘肃省等地区共拥有门店 6,041家，其中直营门店 3,620家，加盟门店2,421家，近年公司营业收入持续增长，主要受益于近年通过收购及新设立门店等方式实现直营门店数量的持续增长。毛利率方面，2022年公司零售业务毛利率较2021年有所回升，低毛利率的批发业务规模有所扩大，整体毛利率基本持平。

此外，2023年1-3月公司实现营业收入20.72亿元，同比增长30.56%，实现归母净利润0.65亿元，同比增长30.38%，整体业绩仍呈现较快增长态势，增长的动力仍来源于收购及新设门店增长。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年 1-3月	2022年	2021年
----	------------	-------	-------

	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
零售	18.32	88.40%	28.71%	68.11	87.07%	29.72%	47.53	89.31%	28.52%
批发	1.73	8.36%	9.72%	7.68	9.81%	4.21%	4.15	7.79%	6.34%
促销、陈列与咨询服务	0.51	2.45%	100.00%	1.30	1.66%	100.00%	1.19	2.24%	100.00%
主营业务合计	20.56	99.22%	28.87%	77.09	98.54%	28.37%	52.86	99.34%	28.39%
其他业务收入	0.16	0.78%	55.02%	1.14	1.46%	43.81%	0.35	0.66%	47.00%
合计	20.72	100.00%	29.08%	78.23	100.00%	28.59%	53.22	100.00%	28.51%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司继续通过“自建+并购+加盟”的发展战略实现门店数量的持续增长，门店数量已超6,000家，在山东省内具有规模优势；公司在深耕山东省内市场的基础上开拓辽宁、福建和河南等省外市场，但新设及并购门店达到正常运行需要一定的培育期，仍需关注其对公司业绩可能产生的不利影响

公司总部位于山东省济南市，目前连锁门店覆盖山东省15个地级市，区域开拓以山东省为主，充分占领省内市场，近年经营规模和门店数量持续增长，在省内具有规模优势。截至2023年3月末，公司在山东省及其他省份共拥有门店6,041家，其中直营门店3,620家（辽宁省148家、福建省154家，河南省7家，甘肃省43家，其余直营门店均位于山东省内），较上年同期增长24.96%。公司已取得医保资质的直营门店3,121家，占直营门店数量的86.22%。

公司门店扩张的主要方式包括自建、并购和加盟三种模式，2022年和2023年3月末公司直营门店数量为3,325家和3,620家，门店扩张仍在持续，主要通过新建和收购方式实现门店数量和区域覆盖的提升。一般而言，在当地已具有一定市场份额的情况下，公司通常以自建模式为主进行扩张，对于空白或成熟度较低的市场，若具有合适标的，公司将采取并购方式进行扩张。公司加盟业务起步于2019年，近年进入快速发展时期，2022年全年新增特许经营签约药店1,382家，辽宁省和河北省作为年度重点区域发展，门店拓展数量占全年拓展数量的45%，现已覆盖辽宁省、河北省、吉林省和河南省等12个省区和直辖市，共计全国40个地级市的漱玉健康加盟网络。受外部环境因素以及近年新增门店尚处前期培育阶段等因素影响，2022年公司平均门店收入和平均门店客单量较2021年有所下降，公司自建门店增长较快，而新拓展门店前期各项费用（房租费用、人员储备费用等）投入较高且需要一段时间的培育，吸引客流增长后才能达到预期盈利水平，仍需关注新增门店对公司未来业绩可能产生的不利影响。

表5 近年公司直营门店整体经营情况

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
线下门店零售收入（亿元）	17.69	65.60	45.92
直营门店数量（家）	3,620	3,325	2,592
其中：自建	3,411	2,875	2,311
并购	209	450	281
医保资质门店（家）	3,121	2,828	2,126

平均门店收入（万元/家）	48.9	197.3	216.9
平均门店客单量(万单/家)	0.55	2.26	2.60
平均客单价（元/单）	88.85	87.48	83.32

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售品种来看，近年公司中西成药的销售占比最高，主要包括心脑血管疾病、补益类药、外用药、消化系统用药等，在处方外流等政策的推行下，低毛利率的处方药销售占比有所提升；保健食品的销售占比次之，主要包括钙片、维生素与矿物质、益生菌、蛋白粉等；此外，中药饮片、健康器械等产品亦丰富了公司的销售品类。公司销售结算包括现金、银联、第三方支付和医保卡等方式，近年医保卡支付结算的占比在40%左右，各市医保中心的结算账期略有差异，一般在2-6个月。

表6 近年公司零售收入销售品种结构（单位：亿元）

项目	2023年 1-3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中西成药	13.89	75.82%	51.24	75.21%	35.63	74.97%
保健食品	1.41	7.70%	4.82	7.08%	4.36	9.17%
中药饮片	1.12	6.11%	3.97	5.83%	3.22	6.78%
健康器械	1.34	7.31%	5.58	8.19%	3.68	7.74%
其他商品	0.56	3.06%	2.51	3.69%	0.64	1.35%
合计	18.32	100.00%	68.11	100.00%	47.53	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司零售与批发收入主要来自于山东省内，其中鲁中大区、鲁北地区和青岛地区的直营门店数量较多，经营时间较久，商圈较为成熟，品牌影响力较高，因此门店收入贡献较大。2022年公司收购福建惠百姓医药连锁有限公司51%股权、福建聚芝林医药连锁有限公司51%股权和河南复生堂医药有限公司65%股权，福建大区和河南大区对批发与零售收入形成增量贡献。此外，公司近年积极拓展天猫旗舰店、京东旗舰店、“漱玉平民+小程序”等线上平台，线上业务亦取得较快发展。

表7 近年公司各区域零售与批发收入情况（亿元）

项目	2023年 1-3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
零售与批发收入	20.05	97.52%	75.79	98.31%	51.67	97.75%
其中：鲁中大区	8.80	42.80%	35.66	46.26%	25.85	48.90%
鲁西南大区	1.56	7.59%	5.72	7.42%	4.91	9.28%
鲁北大区	3.58	17.41%	12.12	15.72%	9.67	18.29%
鲁南大区	1.40	6.81%	5.59	7.25%	4.33	8.20%
鲁西北大区	1.14	5.54%	4.28	5.55%	3.73	7.06%
青岛大区	2.48	12.06%	9.28	12.04%	2.91	5.50%
辽宁大区	0.34	1.65%	1.15	1.49%	0.27	0.52%
福建大区	0.69	3.36%	1.86	2.41%	-	-

河南大区	0.06	0.29%	0.13	0.17%	-	-
促销、陈列与咨询服务收入	0.51	2.48%	1.30	1.69%	1.19	2.25%
合计	20.56	100.00%	77.09	100.00%	52.86	100.00%

注：鲁中大区：济南；鲁北大区：东营、淄博、潍坊、滨州、烟台；鲁西南大区：泰安、济宁、菏泽；鲁南大区：临沂、枣庄、日照；青岛大区：青岛；鲁西北大区：聊城、德州；辽宁大区：辽宁省；福建大区：福建省；河南大区：河南省
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至 2022 年 12 月末公司直营门店分布及经营效率（单位：家、平方米、元/平方米）

区域	门店数量	医保资质门店数量	门店经营面积	日均坪效
鲁中大区	1,018	914	115,758	64
鲁北大区	724	592	92,500	55
鲁西南大区	370	292	41,030	41
鲁南大区	326	277	39,375	42
青岛大区	441	354	48,398	48
鲁西北大区	237	206	26,466	47
辽宁大区	49	41	6,341	56
福建大区	153	145	15,249	50
河南大区	7	7	1,775	43
合计	3,325	2,828	386,892	55

注：鲁中大区：济南；鲁北大区：东营、淄博、潍坊、滨州、烟台；鲁西南大区：泰安、济宁、菏泽；鲁南大区：临沂、枣庄、日照；青岛大区：青岛；鲁西北大区：聊城、德州；辽宁大区：辽宁省；福建大区：福建省；河南大区：河南省
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着门店数量的持续扩张，公司根据自身业务布局对配套的商品采购及仓储物流配送体系继续加以完善，2022 年公司采购规模继续增长，新建物流项目亦保持同步推进，但同时也面临一定的资本开支压力

公司设置商品中心负责商品结构的制定、新产品的开发、商品的引进汰换及库存管理，商品采购主要由山东飞跃达医药物流有限公司（以下简称“飞跃达医药”）负责，采用集中采购和地区采购相结合的方式：集中采购模式由商品中心汇集各个区域的需求信息，由飞跃达医药统一与供应商进行业务洽谈并签订采购合同，该模式可利用公司直营连锁门店的规模优势降低采购成本，有利于控制商品质量风险；地区采购模式由各子公司根据运营区域需求信息，单独与供应商进行采购谈判并签订采购合同（或由委托配送方与供应商签订采购合同），该模式主要用于销售量较小或销售区域性较强的品类，满足区域的个性化消费需求。

从采购金额来看，随着近年门店数量的扩张，公司采购规模亦保持持续增长，从采购品种结构来看，基本保持稳定。公司的供应商主要为国内主流的医药流通企业和制药企业，均约定了一定的采购返利政策，公司与供应商的结算周期一般在 1-3 个月，2022 年和 2023 年 1-3 月公司前五大供应商的采购占比为 37.93% 和 40.88%，整体采购情况较为稳定。

表9 近年公司采购品种结构（单位：亿元）

项目	2023年1-3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中西成药	12.96	78.40%	42.58	76.58%	32.71	79.75%
保健食品	1.20	7.23%	3.34	6.02%	3.04	7.41%
中药饮片	0.77	4.66%	2.76	4.96%	2.38	5.81%
健康器械	1.07	6.47%	4.58	8.24%	2.69	6.56%
其他商品	0.53	3.23%	2.34	4.21%	0.20	0.48%
合计	16.53	100.00%	55.60	100.00%	41.01	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 近年公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

时间	客户名称	采购金额	比例
2023年 1-3月	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	25,396.90	15.37%
	上药控股股份有限公司及其关联单位	16,169.55	9.78%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	13,128.09	7.94%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	9,934.51	6.01%
	扬子江药业集团有限公司及其关联单位	2,933.61	1.77%
	合计	67,562.66	40.88%
2022年	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	63,263.67	11.38%
	上药控股股份有限公司及其关联单位	51,948.18	9.34%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	47,646.23	8.57%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	40,016.34	7.20%
	扬子江药业集团有限公司及其关联单位	7,984.86	1.44%
	合计	210,859.26	37.93%
2021年	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	47,416.52	11.56%
	上药控股有限公司及其关联单位	37,444.07	9.13%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	35,903.96	8.75%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	29,650.82	7.23%
	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位	20,069.17	4.89%
	合计	170,484.54	41.57%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的物流配送由子公司飞跃达医药负责，采用自主配送为主、委托配送为辅的配送模式：自主配送模式下，飞跃达医药合法持有开展物流业务所需的全部资质及证照，由其完成采购商品入库及门店分拨配送环节；委托配送模式下，由公司委托具备相关资质的医药流通企业向部分地区门店配送商品，委托配送的占比约为 10%。物流体系以公司统一的 ERP 系统为中枢，打通门店端与物流端的数据传输，即时响应门店的配送需求。截止 2022 年底，公司在全国各业务覆盖区域内已搭建共计 11 个物流配送中心，总建筑面积超过 6.5 万平方米，以山东省为中心向周边省、市辐射，保障山东省内的 15 个地级市及辽宁、福建等省市所有直营及加盟门店的商品配送保障服务。

随着门店数量规模的持续扩张，公司新建物流项目亦同步推进，主要包括本期债券募投项目漱玉平民现代物流项目（二期）和漱玉（枣庄）现代化医药物流项目，用以缓解现有物流配送体系承载能力不足的压力，扩大公司物流配送网络辐射的广度和深度，降低配送成本，提升配送效率，但项目投资规模较大，公司亦面临一定的资金压力。

2022年医药批发收入规模继续扩大，为公司营业收入形成良好补充，但毛利率较低，对公司整体利润贡献有限

随着公司零售业务持续增长，为发挥对商品的议价能力和物流配送能力，公司在专注于医药零售业务的基础上，于2017年起逐步尝试拓展对外医药批发业务，该业务主要由飞跃达医药承接，主要面向中小型医药批发企业、单体和中小型连锁药店等机构批发销售药品，账期一般制定为60-90天。近年公司批发收入规模持续增长，成为零售业务的有效补充，2022年和2023年1-3月批发业务的前五大客户占比分别为49.63%和44.43%，但批发业务毛利率较低，对公司整体利润贡献有限。

此外，由于终端产品同质化竞争愈加激烈，公司作为山东省内具有较强经营规模和品牌优势的医药零售企业，在传统的药品购销模式基础上，通过柜台展示、广告宣传等方式为供应商提供终端陈列推广和促销等服务以收取费用，与公司的市场影响力及销售规模呈正向关系，可为公司零售业务的发挥提供有效补充。

表11 近年公司批发业务前五大客户销售情况（单位：万元）

时间	客户名称	销售金额	比例
2023年1-3月	青岛紫光及其关联单位	3,842.32	22.17%
	山东威登医药科技有限公司	1,993.71	11.50%
	甘肃众友健康医药股份有限公司及其关联单位	893.99	5.16%
	威海市天福医药有限公司	623.80	3.60%
	山东奥瑞森医药有限公司	347.73	2.01%
	合计	7,701.54	44.43%
2022年	青岛紫光及其关联单位	26,317.69	34.29%
	甘肃众友健康医药股份有限公司及其关联单位	5,646.28	7.36%
	招远市医药有限责任公司	2,478.56	3.23%
	山东奥瑞森医药有限公司	1,837.71	2.39%
	威海天福医药有限公司	1,812.14	2.36%
	合计	38,092.38	49.63%
2021年	青岛紫光及其关联单位	16,968.74	40.91%
	招远医药有限责任公司	1,556.56	3.75%
	济南共好医药有限公司	1,341.79	3.23%
	威海市天福医药有限公司	1,178.82	2.84%
	山东奥瑞森医药有限公司	919.55	2.22%
	合计	21,965.46	52.96%

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

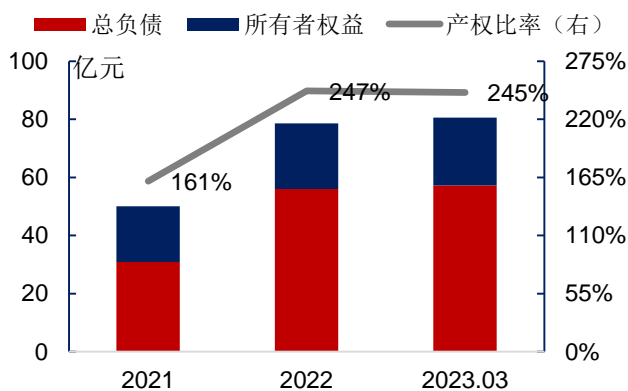
以下分析基于经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内合并报表范围变化情况见附录四。

资本实力与资产质量

2022年公司总资产规模增幅较大，增量资产主要来自“漱玉转债”的成功发行以及门店数量扩张产生的并购资金和经营性采购资金需求；公司存量资产中的应收账款、存货及商誉规模较大，存在一定的账款回收风险、存货跌价风险和商誉减值风险

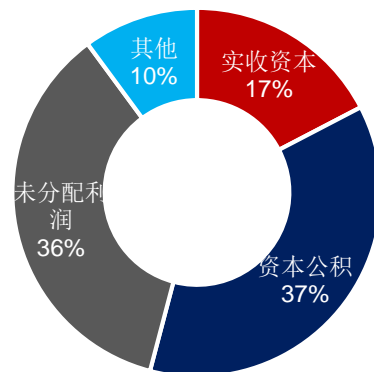
2022年公司总资产规模增幅较大，一方面，受益于盈余留存和“漱玉转债”权益成分公允价值计入其他权益工具，公司2022年所有者权益规模小幅增长，另一方面，并购资金需求、门店数量扩张产生的采购需求以及“漱玉转债”发行等因素影响使得公司总负债规模扩张较快，所有者权益对负债的整体保障程度进一步下降。

图 7 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于“漱玉转债”成功发行，2022年公司货币资金规模增幅较大，占总资产比重较高，2022年末受限货币资金规模为3.49亿元，主要为票据保证金。随着公司门店数量的持续扩张，公司应收账款、存货、预付款项和使用权资产等经营性资产均有明显增长。公司应收账款主要包括应收医保款、第三方支付款和批发款，大部分账龄在1年以内，其中应收医保款和第三方支付款的坏账风险较小，应收批发款存在一定的回收风险，其中对山东康源医药集团有限公司和康源医药连锁有限公司合计463.22万的应收

款项已全额计提坏账准备。预付款项主要包括预付供应商货款及门店房租款，账龄多在1年以内。存货主要为库存商品，随着近年门店数量的持续扩张，新增门店的备货需求持续增长，考虑到随着国家医改政策的持续推进，部分品种存在降价的可能，未来需关注公司存货潜在的跌价风险。

其他非流动金融资产主要系公司为持续布局药店行业持有的部分省内外医药零售企业股权，不构成控制或重大影响，主要包括青岛紫光药业有限公司、济宁市广联医药连锁有限公司等，2021年产生公允价值变动0.23亿元。长期股权投资系公司持有湖南中百医药投资有限公司、山东威登医药科技有限公司和哈尔滨宝丰大药房连锁有限公司等公司的股权，2022年权益法核算的投资收益为165.42万元，需关注后续的收益持续性。公司固定资产主要包括办公楼、物流中心及用于门店经营的少量自有物业，2022年末账面价值6,178.99万元的权属证书仍在办理中。在建工程主要为本期债券募投项目漱玉平民现代物流项目（二期）和漱玉（枣庄）现代化医药物流项目，尚处于建设初期。

2022年公司通过自有资金及银行借款购得安丘漱玉平民大药房连锁有限公司100%股权、福建惠百姓医药连锁有限公司51%股权和福建聚芝林医药连锁有限公司51%股权等，新增商誉3.08亿元，在完善省内布局的同时进一步开拓了福建和河南等地市场，需关注后续的综合情况，若被并购门店业绩不达预期，公司将面临一定的商誉减值风险。

表12 公司 2022 年末新增商誉构成情况（单位：万元）

被投资单位名称或形成商誉的事项	期末账面原值	期末商誉减值准备	期末账面价值
福建惠百姓医药连锁有限公司	4,902.22	0.00	4,902.22
福建聚芝林医药连锁有限公司	3,537.53	0.00	3,537.53
青岛三联大药房有限公司	137.02	0.00	137.02
淄博仁济堂 54 家门店	3,851.14	0.00	3,851.14
黄山徽药饮片有限公司	462.70	0.00	462.70
河南复生堂医药有限公司	1,349.74	0.00	1,349.74
安丘漱玉平民大药房连锁有限公司	13,122.40	0.00	13,122.40
烟台统一大药房有限公司	3,419.70	0.00	3,419.70
漱玉瑞桃健康科技（济南）有限责任公司	0.05	0.00	0.05
合计	30,782.49	0.00	30,782.49

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.05	17.43%	18.60	23.66%	6.22	12.43%
应收账款	7.43	9.22%	7.70	9.79%	3.11	6.21%
存货	20.62	25.58%	17.94	22.81%	12.26	24.52%
预付款项	2.73	3.39%	3.36	4.27%	2.07	4.14%
流动资产合计	48.40	60.05%	49.72	63.24%	27.30	54.58%

其他非流动金融资产	1.17	1.45%	1.17	1.48%	1.33	2.67%
长期股权投资	1.43	1.77%	1.42	1.80%	0.92	1.85%
固定资产	3.97	4.92%	4.03	5.13%	3.72	7.43%
在建工程	0.28	0.34%	0.26	0.33%	0.23	0.45%
使用权资产	8.64	10.72%	8.29	10.54%	6.31	12.62%
商誉	10.97	13.61%	9.75	12.40%	6.67	13.34%
非流动资产合计	32.20	39.95%	28.91	36.76%	22.72	45.42%
资产总计	80.59	100.00%	78.63	100.00%	50.03	100.00%

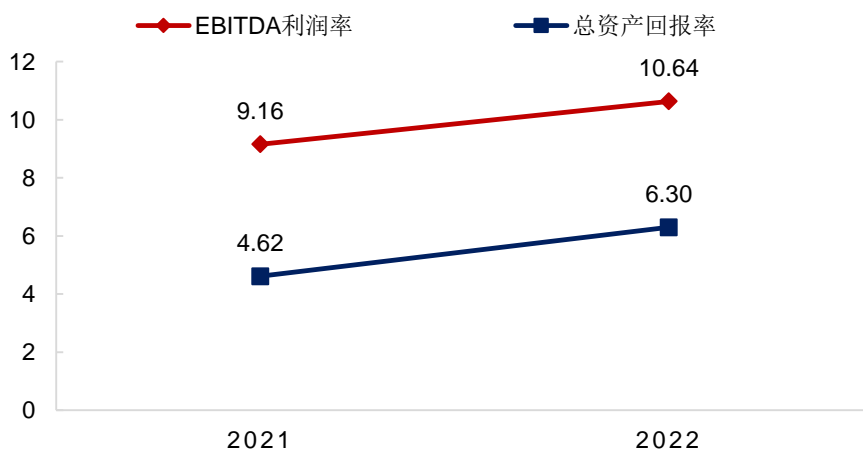
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

门店数量的持续扩张带动公司2022年营业收入保持较快增长，销售毛利率基本稳定，受益于费用率优化，公司2022年EBIDA利润率和总资产回报率均出现回升，但随着医改政策的推进，预计公司盈利能力仍将有所承压

2022年公司继续通过收购及新设立门店等方式实现门店数量的持续增长，2023年3月末公司共拥有门店 6,041 家，其中直营门店 3,620 家，加盟门店2,421家，带动零售收入快速增长，同时对加盟店的批发等其他业务收入继续对营业收入形成了较好补充，2022年实现营业收入同比增长47.00%。毛利率方面，2022年公司零售业务毛利率较2021年有所回升，低毛利率的批发业务规模有所扩大，整体毛利率基本持平，但公司营运效率有所提升，管理费用率和销售费用率较2021年均有所优化，2022年归母净利润同比增长99.64%，EBITDA利润率和总资产回报率较2021年均有所提高。未来一方面需关注在医改政策推进趋势下，低毛利率的处方药销售占比提升以及部分品种的降价对公司造成的潜在影响，另一方面需关注新设及并购门店前期培育期面临一定的不确定性。整体而言，预计公司未来盈利能力仍将有所承压。

图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

作为终端客户主要面向消费者的医药零售企业，公司整体回款情况良好，但受“漱玉转债”发行以及门店扩张提升采购资金需求等因素影响，公司总债务规模及资产负债率上升明显；随着未来医药零售行业集中度的持续提升，公司在对外并购和物流建设等方面仍将面临一定的资本支出压力

2022年公司总负债规模大幅增长，年末有息债务规模34.85亿元，占负债比重达62.28%。一方面，“漱玉转债”成功发行使公司应付债券规模大幅增长；另一方面，持续扩张的门店数量以及新增的采购需求使公司短期流动性需求上升，短期借款和应付票据亦保持增长，此外公司新增长期借款用于并购扩张，2022年末质押借款和保证借款的利率区间为4.25%-4.75%，抵押借款利率为4.05%，信用借款利率为3.10%-4.75%，整体利率水平尚可。从期限结构来看，短期债务占比过半，到期规模相对集中，考虑到公司账面资金相对充裕，且应收医保款和第三方支付款坏账风险较小，集中兑付压力尚可。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.90	17.29%	12.10	21.62%	5.51	17.83%
应付账款	14.63	25.56%	12.52	22.38%	7.62	24.66%
应付票据	4.84	8.45%	5.25	9.38%	2.60	8.41%
一年内到期的非流动负债	4.51	7.87%	3.89	6.95%	2.53	8.19%
流动负债合计	41.40	72.31%	42.06	75.17%	26.23	84.92%
长期借款	3.73	6.51%	3.38	6.05%	1.62	5.26%
应付债券	6.57	11.48%	6.50	11.61%	0.00	0.00%
租赁负债	3.50	6.12%	3.73	6.67%	2.70	8.75%
非流动负债合计	15.85	27.69%	13.90	24.83%	4.66	15.08%
负债合计	57.25	100.00%	55.96	100.00%	30.89	100.00%
总债务合计	33.04	57.71%	34.85	62.28%	14.96	48.43%
其中：短期债务	19.24	33.61%	21.24	37.95%	10.63	34.43%
长期债务	13.80	24.10%	13.61	24.33%	4.33	14.01%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司销售商品、提供劳务收到的现金规模为78.95亿元，与营业收入的增长基本匹配，作为终端客户主要面向消费者的医药零售企业，公司回款情况良好，但门店数量扩张使公司备货需求提高，购买商品、接受劳务支付的现金亦大幅增长，因此2022年公司整体经营活动现金净流入有所缩窄。2022年公司仍在完善省内布局及拓展省外市场，继续进行相应的外延并购，同时在建物流项目持续推进，

2022年投资活动现金仍为净流出；随着未来医药零售行业集中度的持续提升，公司在对外并购¹和物流建设等方面仍将面临一定的资本支出压力，需关注公司经营现金流对资本支出的匹配能力，若新设及并购门店的经营业绩不及预期，将加大公司外部融资压力。

受“漱玉转债”发行、银行借款的增长等因素影响，2022年公司总债务规模及资产负债率大幅上升，推动总债务/总资本比重提高以及利息支出增长，公司EBITDA利息保障倍数有所下降，同时部分短期流动性转化为存货等经营性资产，公司净债务规模大幅提高，备货需求的增长以及持续外延并购使公司自由现金流亦出现下降，对净债务的覆盖能力有所下滑，但考虑到公司整体经营回款情况良好，应收账款和存货的即时变现能力尚可，整体偿债压力相对可控。

表15 公司现金流及杠杆状况指标

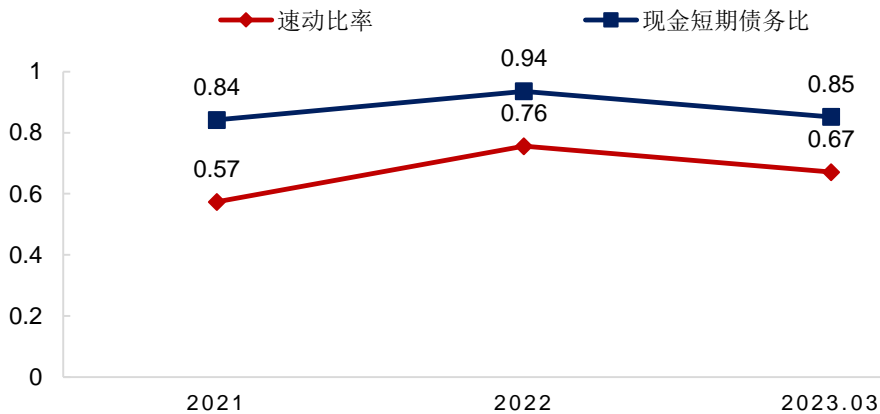
指标名称	2023年 1-3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	0.57	1.48	2.38
FFO（亿元）	--	5.43	2.41
资产负债率	71.04%	71.17%	61.74%
净债务/EBITDA	--	2.07	1.55
EBITDA 利息保障倍数	--	11.33	15.24
总债务/总资本	61.79%	62.64%	46.13%
FFO/净债务	--	31.56%	31.92%
经营活动现金流/净债务	3.28%	8.63%	31.45%
自由现金流/净债务	2.49%	2.21%	13.36%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从债务结构和流动性比率来看，除“漱玉转债”发行以及部分并购贷款以外，公司短期借款和应付票据等短期债务占总债务比重过半，到期规模相对集中，考虑到公司账面资金相对充裕，且应收医保款和第三方支付款坏账风险较小，集中兑付压力尚可，2022年公司速动比率和现金短期债务比均有所上升。2022年末银行尚未使用授信额度尚可，但公司作为民营企业，通过外部融资或资产变现获取流动性资源一般，且公司营销网络仍在快速增长，需关注未来债务压力上升的可能。

图 10 公司流动性比率情况

¹ 根据《漱玉平民大药房连锁股份有限公司关于筹划重大资产重组暨签署意向协议的提示性公告》，公司拟通过现金方式购买天津天士力医药商业有限公司持有的济南平嘉大药房有限公司 60%的股权、辽宁天士力大药房连锁有限公司 90%的股权及其下属子公司股权，预计将进一步加大公司资本支出和运营开支压力



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生明显负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》和《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理重大负面因素的说明》和《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，近一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

公司治理方面，公司多数董事及高管在公司共事多年，管理团队较稳定。公司董事长李文杰先生为公司实际控制人，大学本科学历，曾任山东医药总公司医疗器械研究所副主任、山东省医药开发公司副总经理、公司初始创办人、监事，2015年11月至今任公司董事长，行业经验丰富。2022年公司新任命张华先生为公司副总裁，隋熠先生为公司董事兼副总裁，两人在公司均有多年工作经验。跟踪期内公司无重大经营战略的调整、管理模式及组织架构的重大调整，但随着公司经营规模的扩大，预计公司人才储备和对子公司的管理将面临一定的挑战。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的本部信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月13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。根据公司提供的实际控制人（李文杰）信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月17日），公司实际控制人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。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月15日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

零售药店作为国内第二大药品销售终端，是处方外流相关政策的主要引导方向，医改政策的执行使得单体和小型连锁药店的经营门槛提升，利润空间遭受挤压，预计我国药店连锁化率和行业集中度将持续提升。公司作为山东省内最大的医药零售连锁企业，继续通过“自建+并购+加盟”的发展战略持续扩张门店数量，营销网络逐步扩大，营收规模保持较快增长，回款情况表现良好。同时中证鹏元关注到公司门店扩张速度较快，新拓展门店前期投入费用较高且需一定时间培育客流，仍需关注对公司未来业绩可能产生的不利影响；公司在进一步完善省内布局的同时仍在通过并购方式逐步进入福建省和河南省等省外市场，若被并购标的业绩不达预期，公司将面临一定的商誉减值风险；受一系列医改政策影响，公司销售毛利率面临一定的下行压力，且部分医药品种存在降价的可能，未来需关注潜在的存货跌价风险；门店数量的持续增长使公司在商品采购和物流建设方面的资金需求加大，公司自由现金流对净债务覆盖能力下降，杠杆水平提升。整体而言，公司抗风险能力尚可。

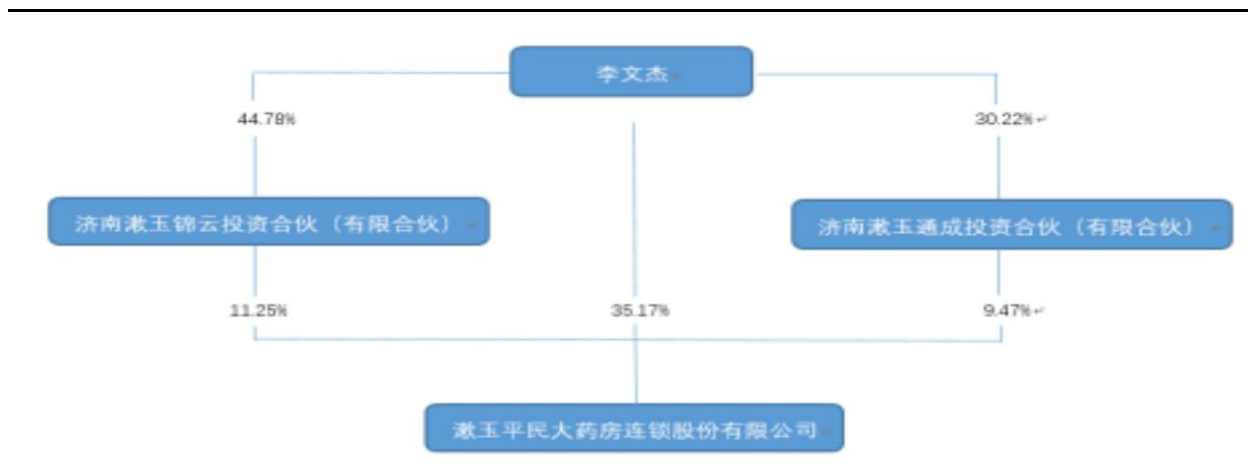
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“漱玉转债”的信用等级为AA-。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	14.05	18.60	6.22	5.64
存货	20.62	17.94	12.26	9.12
应收票据及应收账款	8.47	8.96	4.62	2.58
流动资产合计	48.40	49.72	27.30	19.94
商誉	10.97	9.75	6.67	3.13
非流动资产合计	32.20	28.91	22.72	10.81
资产总计	80.59	78.63	50.03	30.75
短期借款	9.90	12.10	5.51	1.08
应付账款	14.63	12.52	7.62	5.92
流动负债合计	41.40	42.06	26.23	15.27
应付债券	6.57	6.50	0.00	0.00
非流动负债合计	15.85	13.90	4.66	0.18
负债合计	57.25	55.96	30.89	15.45
总债务	33.04	34.85	14.96	7.45
所有者权益	23.34	22.67	19.14	15.30
营业收入	20.72	78.23	53.22	46.40
营业利润	0.89	3.24	1.74	2.80
净利润	0.67	2.33	1.14	2.20
经营活动产生的现金流量净额	0.57	1.48	2.38	2.34
投资活动产生的现金流量净额	-2.63	-2.85	-7.66	-2.36
筹资活动产生的现金流量净额	-2.83	13.22	5.78	-0.34
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	1.17	8.32	4.87	4.07
FFO	--	5.43	2.41	1.96
净债务	17.24	17.20	7.55	3.10
销售毛利率	29.08%	28.59%	28.51%	30.11%
EBITDA 利润率	--	10.64%	9.16%	8.76%
总资产回报率	--	6.30%	4.62%	10.98%
资产负债率	71.04%	71.17%	61.74%	50.25%
净债务/EBITDA	--	2.07	1.55	0.76
EBITDA 利息保障倍数	--	11.33	15.24	61.47
总债务/总资本	61.79%	62.64%	46.13%	32.82%
FFO/净债务	--	31.56%	31.92%	63.20%
速动比率	0.67	0.76	0.57	0.71
现金短期债务比	0.85	0.94	0.84	0.76

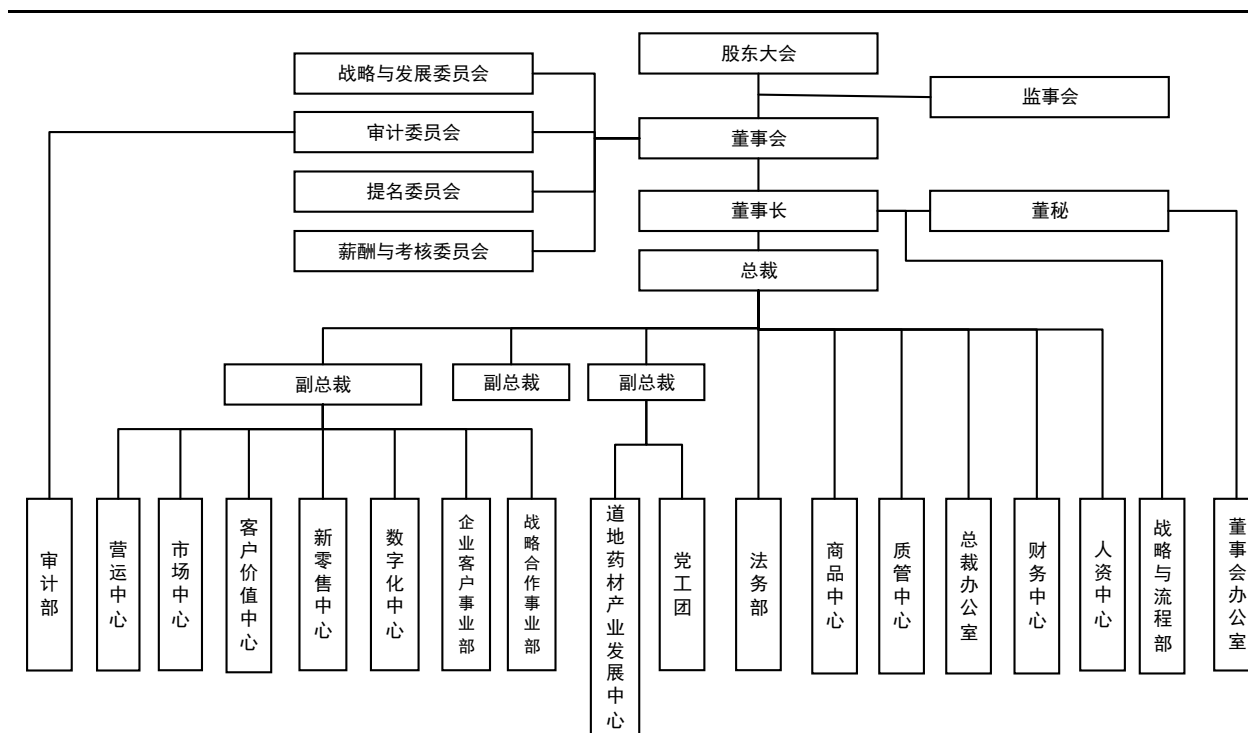
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

年份	合并范围子公司变动	变更方向	方式	
2022 年	山东枫藤数字科技有限公司	增加	新设	
	黑龙江漱玉平民企业管理有限公司	增加	新设	
	漱玉瑞桃健康科技（济南）有限责任公司	增加	非同一控制下企业合并	
	济南鹊华人力资源管理有限公司	增加	新设	
	青岛三联大药房有限公司	增加	非同一控制下企业合并	
	山东善水网络有限公司	增加	新设	
	福建惠百姓医药连锁有限公司	增加	非同一控制下企业合并	
	福建聚芝林医药连锁有限公司	增加	非同一控制下企业合并	
	黄山徽药饮片有限公司	增加	非同一控制下企业合并	
	河南复生堂医药有限公司	增加	非同一控制下企业合并	
	飞卢（深圳）科技有限公司	增加	新设	
	安丘漱玉平民大药房连锁有限公司	增加	非同一控制下企业合并	
	黑龙江漱玉壹药圈营销策划有限公司	增加	新设	
	烟台统一大药房有限公司	增加	非同一控制下企业合并	
	黑龙江漱玉通达企业管理有限公司	增加	新设	
	福建漱玉平民企业管理有限公司	增加	新设	
	漱玉跨境购(香港)有限公司	增加	新设	
	2023 年 1-3 月	河南漱玉平民企业管理有限公司	增加	新设
		黑龙江漱玉平民健康管理有限公司	增加	新设
		漱玉医药物流（黑龙江）有限公司	增加	新设
漱玉平民医药（福建）有限公司		增加	新设	
福建漱玉通达企业管理有限公司		增加	新设	
淮安市先圣医药管理有限公司		增加	非同一控制下企业合并	
昌邑金通大药房有限公司		增加	非同一控制下企业合并	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 2023年3月末公司合并报表范围的主要一级子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例 (%)	主营业务
东营益生堂药业连锁有限公司	1,500	100.00	药品及健康相关商品的零售
泰安漱玉平民大药房有限公司	300	100.00	药品及健康相关商品的零售
临沂漱玉平民大药房有限公司	1,000	100.00	药品及健康相关商品的零售
烟台漱玉平民大药房有限公司	3,000	100.00	药品及健康相关商品的零售
聊城漱玉平民大药房有限公司	7,000	100.00	药品及健康相关商品的零售
德州漱玉平民大药房有限公司	500	100.00	药品及健康相关商品的零售
东营漱玉平民大药房有限公司	1,000	100.00	药品及健康相关商品的零售
潍坊漱玉平民大药房有限公司	11,000	100.00	药品及健康相关商品的零售
淄博漱玉平民大药房有限公司	7,000	100.00	药品及健康相关商品的零售
枣庄漱玉平民大药房有限公司	500	100.00	药品及健康相关商品的零售
日照漱玉平民大药房有限公司	1,000	100.00	药品及健康相关商品的零售
滨州漱玉平民大药房有限公司	1,000	100.00	药品及健康相关商品的零售
菏泽漱玉平民大药房有限公司	500	100.00	药品及健康相关商品的零售
青岛漱玉平民大药房有限公司	15,000	100.00	药品及健康相关商品的零售
黑龙江漱玉平民企业管理有限公司	10,000	100.00	药品及健康相关商品的零售
山东漱玉康杰药业有限公司	2,000	75.00	药品及健康相关商品的批发配送
济宁漱玉平民大药房有限公司	1,500	67.89	药品及健康相关商品的零售
沈阳新利安德医药连锁有限公司	1,000	60.00	药品及健康相关商品的零售
山东飞跃达医药物流有限公司	7,000	100.00	药品及健康相关商品的批发配送
山东漱玉健康大药房连锁有限公司	200	100.00	药店加盟管理服务、品牌特许经营管理、药品及健康相关商品的零售
山东鹊华健康产业发展有限公司	2,000	100.00	健康咨询服务（不含诊疗服务）；养生保健服务（非医疗）；信息技术咨询服务；中医养生保健服务（非医疗）
山东漱玉健康产业投资有限公司	1,000	100.00	企业管理咨询、促销活动策划、企业形象策划等
山东喜雨健康咨询有限公司	300	100.00	医疗相关产业投资
济南平民超市有限公司	10	100.00	日用百货销售，小餐饮、小食杂、食品小作坊经营
山东漱玉甄冠电子商务有限公司	420	100.00	非药品、食品及其他日用品的多渠道营销服务
福建惠百姓医药连锁有限公司	1,500	51.00	药品及健康相关商品的零售
福建聚芝林医药连锁有限公司	1,000	51.00	药品及健康相关商品的零售
河南复生堂医药有限公司	1,100	65.00	药品及健康相关商品的零售
福建漱玉平民企业管理有限公司	10,000	100.00	企业管理
黑龙江漱玉平民健康管理有限公司	10,000	100.00	企业管理
河南漱玉平民企业管理有限公司	10,000	90.00	企业管理
淮南市先圣医药管理有限公司	100	90.00	企业管理

资料来源：公司提供，中证鹏元整

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+租赁负债+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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。