



2020年大参林医药集团股份有限公司可转换公司债券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：

2020年大参林医药集团股份有限公司可转换公司债券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
大参转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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）为华南区域龙头、国内排名靠前的大型连锁药店企业，品牌知名度较高，业务回款情况较好、现金生成能力较强；中证鹏元同时关注到，公司门店快速扩张，对经营、管理能力形成挑战，新增门店效益能否达到预期存在不确定性，并购门店形成的商誉规模较大、面临一定商誉减值风险，存货规模较大且持续增长、面临一定跌价风险，财务杠杆水平较高，债务期限结构、流动性指标表现欠佳，面临一定的短期偿债压力等风险因素。

评级日期

2023年06月26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

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	211.55	208.41	173.36	123.32
归母所有者权益	67.14	62.12	54.79	53.85
总债务	95.17	92.87	79.60	39.63
营业收入	59.47	212.48	167.59	145.83
净利润	5.24	10.79	8.04	10.83
经营活动现金流净额	7.52	37.57	15.55	19.54
净债务/EBITDA	--	1.65	2.15	-0.04
EBITDA 利息保障倍数	--	12.78	11.44	156.97
总债务/总资本	57.25%	58.51%	58.66%	42.00%
FFO/净债务	--	39.31%	27.48%	-1,281.12%
EBITDA 利润率	--	15.07%	15.34%	12.38%
总资产回报率	--	8.77%	8.59%	14.03%
速动比率	0.67	0.70	0.59	1.03
现金短期债务比	0.84	0.91	0.77	1.61
销售毛利率	38.14%	37.80%	38.15%	38.47%
资产负债率	64.15%	67.06%	65.76%	54.81%

注：2020年公司净债务为负。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司为华南区域龙头、国内排名靠前的大型连锁药店企业，品牌知名度较高。**公司坚持深耕华南、布局全国的战略，通过“自建+并购+加盟”推进强势区域的加密以及弱势区域的突破，门店数量快速增长，规模化效应不断提升。受益于门店数量增加、单店营收增长，2022年公司营业收入、净利润分别同比增长26.78%、34.17%。
- **公司回款情况较好，业务现金生成能力较强。**2022年公司应收账款周转天数14.88天，回款速度快于同行业平均水平；收现比为110.57%，仍维持在较高水平。随着门店扩张、业务规模增长，2022年公司经营活动现金流净额、FFO、自由现金流均同比增长。

关注

- **公司门店快速扩张，对经营、管理能力形成挑战，新增门店效益能否达到预期存在不确定性。**新开门店需要一定时间培育且盈利水平受精细化管理能力、供应链体系以及所在区域市场需求影响较大，能否顺利开业并实现预期效益存在一定不确定性。此外，公司并购门店对经营、管理能力形成挑战，同时并购形成较大规模商誉，并购门店能否实现预期收益、收回投资成本存在不确定性，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。**随着门店的扩张、库存商品的增加，2022年底公司存货规模继续增长，2022年存货周转天数为102.18天，同比略有下降，仍略高于医药零售行业平均水平。公司库存商品规模较大，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。
- **公司财务杠杆水平较高，面临一定短期偿债压力。**随着门店增长、业务规模扩张以及仓储物流中心建设推进，公司财务杠杆维持在较高水平。截至2022年底，公司财务杠杆同比小幅上升，刚性债务仍以应付票据、租赁负债、本期债券为主，短期债务占总债务比重为54.22%，速动比率、现金短期债务比表现仍欠佳。此外，公司拟自筹资金建设大参林互联网大健康创新总部，该项目预计总投21亿元，或进一步推高公司财务杠杆水平，加大公司偿债压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司为华南区域龙头、全国排名靠前的大型连锁药店企业，品牌知名度较高，业务现金生成能力较强，经营风险和财务风险相对稳定。

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	10,268	10,045	10,783	9,206
2022年净增门店数量	2,459	1,852	2,431	646
总资产	210.39	208.41	213.97	161.79
营业收入	198.86	212.48	201.76	174.32
净利润	14.27	10.79	9.76	10.13
销售毛利率	39.53%	37.80%	31.88%	35.05%
资产负债率	56.64%	67.06%	66.83%	53.47%
经营活动现金流净额	39.20	37.57	23.14	24.97
商誉/总资产	19.91%	11.34%	25.67%	8.64%
净营业周期	81.98	51.35	64.11	59.39

注：以上各指标均为2022年/2022年末数据。

资料来源：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂2022年年度报告

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	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
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

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/大参转债	2022-6-21	秦风明、张旻熿	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/大参转债	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	2022-6-21	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、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、南宁大参林中心项目、汕头大参林医药产业基地项目、南昌大参林产业基地项目(一期)、新零售及企业数字化升级项目、老店升级改造项目、茂名大参林生产基地立库项目等项目。根据公司披露《2022年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2022年底，本期债券募集资金专项账户余额为14,805.07万元。

公司于2023年4月28日发布公告，南昌大参林产业基地项目(一期)项目达到预定可使用状态的日期由2023年4月30日调整为2024年12月31日；医药零售门店建设项目、新零售及企业数字化升级项目、老店升级改造项目、茂名大参林生产基地立库项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金。

三、发行主体概况

“大参转债”2021年4月进入转股期，2022年及2023年一季度“大参转债”转股合计增加股本0.29万元¹。2022年公司以资本公积转增股本（每10股转增2股），增加股本1.58亿元，2023年3月底公司股本增至9.49亿元。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2023年3月底，公司实控人仍为柯云峰、柯金龙、柯康保三兄弟，持股比例分别为21.30%、20.16%、15.65%，同比无变动。截至2023年6月22日，柯金龙持有的927.54万股公司股份、柯康保持有的328.20万股公司股份被质押，分别占其持有公司股份的40.39%、18.42%。

跟踪期公司主营业务亦无变化，仍主要从事药店零售业务，同时兼营批发和生产业务。2022年公司购买新增子公司10家、购买及增资新增子公司3家、新设子公司7家，新增子公司合计20家，注销子公司14家，具体情况见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

¹ “大参转债”的转股价格2022年6月由69.05元/股调整为57.13元/股。

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。

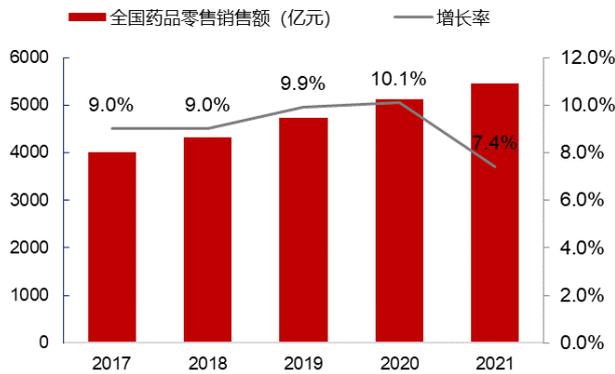
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

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

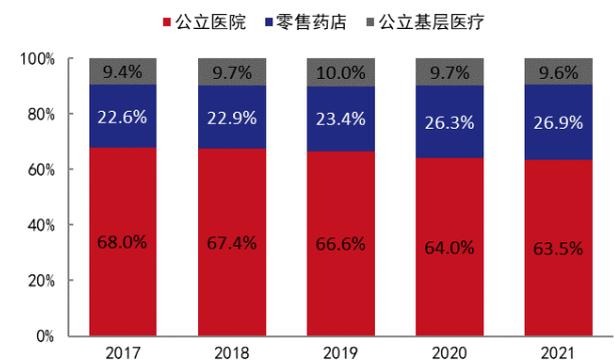
根据商务部 2022 年 8 月发布的《2021 年药品流通行业运营统计分析报告》，2021 年全国药品流通市场销售规模稳步增长，全国七大类医药商品销售总额 26,064 亿元，其中药品零售市场销售额为 5,449 亿元，扣除不可比因素同比增长 7.4%。从终端销售结构来看，尽管公立医院仍占据主要市场，但销售占比仍在逐年下降，而零售药店在终端销售的占比从 2017 年的 22.6% 逐渐提升至 2020 年的 26.9%，第二大销售终端的地位稳固。

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

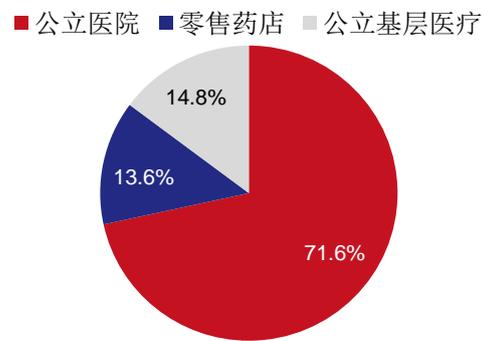
1974 年起，日本开始推出政策提升医生服务费用且严格限制药品加成率，1987 年针对 37 个国立示范医院发出“达到 70% 以上完全医药处方分业率”的指导性目标，2019 年日本医药分业率近 75%，基本实现医药分离。我国近年出台多项医改政策，旨在通过降低药占比、取消药品加成、试点电子处方流转平台等方式促进处方外流，2020 年国内处方药的零售药店占比为 13.6%，参考日本高度医药分开的经验，国内处方外流仍有较大提升空间。

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
----	------	------	------

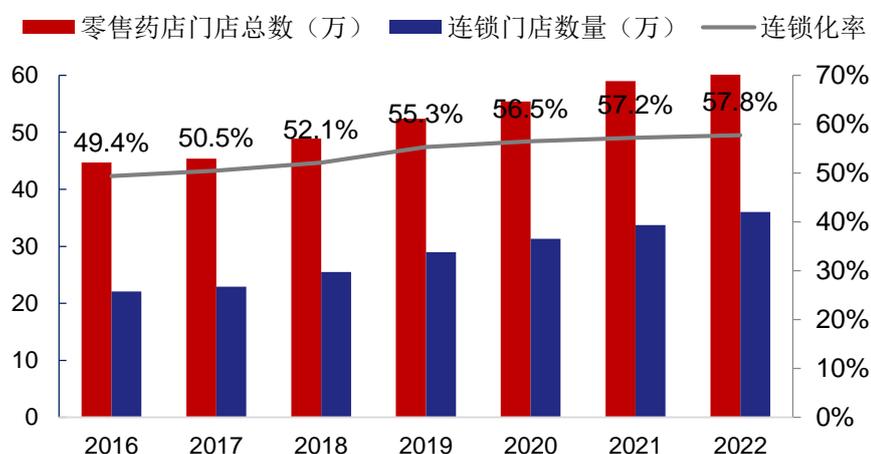
2021.5	国家医保局、卫健委	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	提出定点零售药店要与医保信息平台、电子处方流转平台等对接，保证电子处方顺畅流转
2021.6	国务院办公厅	《关于推动公立医院高质量发展的意见》	建立药品追溯制度，提出探索公立医院处方信息与药品零售消费信息互联互通
2021.7	国家医保局	《关于优化医保领域便民服务的意见》	提出实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务
2021.8	国家医保局、卫健委	《长期处方管理规范（试行）》	规定医师开具长期处方后，患者可以自主选择在医疗机构或者社会零售药店进行调剂取药
2023.2	国家医保局	《关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，单体和小型企业利润空间遭受挤压，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

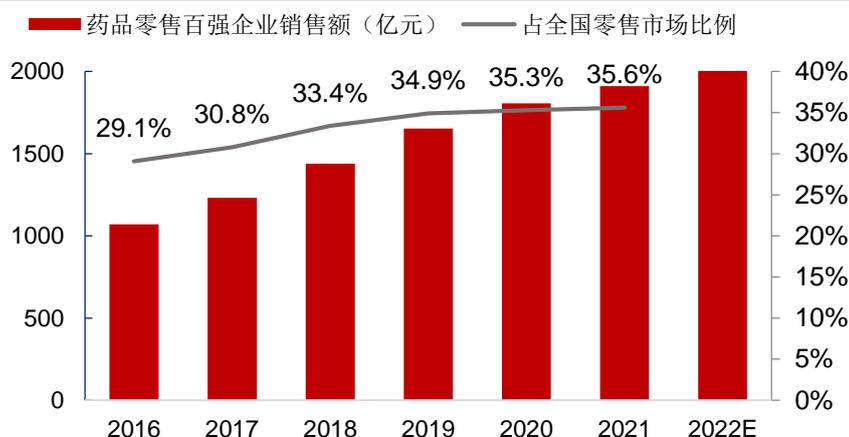
随着全国性和区域龙头企业借助资本力量加速整合，连锁药店逐渐成为行业发展的主流，同时零售连锁化率的提升亦有利于行业集中度的提升以及政府监管成本的降低。2016年-2022年，全国零售药店门店总数从44.7万家增长至62.3万家，其中零售连锁门店数量从22.1万家增长至36.0万家，零售药店行业连锁化率从49.4%持续提升至57.8%，预计未来仍有一定提升空间。

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0.3个百分点；此外TOP10/20/50零售药店的市场占有率分别为21.1%、25.5%、31.7%，分别较2019年持平、提高0.2个百分点、提高0.3个百分点，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

公司为华南区域龙头、国内排名靠前的大型连锁药店企业，自营门店零售为公司收入及利润的主要来源；2022年公司继续通过“自建+并购+加盟”推进强势区域的加密以及弱势区域的突破，营业收入规模继续快速增长、规模化效应进一步提升，需关注新增门店对业绩可能产生的不利影响

公司主要从事中西成药、参茸滋补药材及中药饮片、保健品、医疗器械及其他商品的连锁零售业务，同时兼营批发和生产业务。从收入、毛利润构成来看，2022年公司营收、毛利润仍主要来自自营门店（自建+并购），加盟及分销毛利率水平仍较低，对收入、利润贡献较小；2022年公司自营门店零售收入、毛利润分别占比90.56%、92.06%，收入占比同比略有下滑，毛利润占比同比略有上升。

2022年公司继续通过“自建+并购+加盟”扩大市场布局，其中自建门店、并购门店增长有所放缓，加盟店增长较快；受益于门店数增加、单店收入增长，公司营业收入同比增长26.78%。随着公司业务规模的快速增长，公司在商品采购、业务协作方面对供应商的议价能力进一步加强，管理成本更进一步分摊，零售业务、加盟及分销业务毛利率均同比小幅提高。其他业务收入包括促销服务收入、租金收入等，毛利率水平较高，为公司营业收入的重要补充，2022年受高毛利率水平其他业务收入占比下降影响，公司销售毛利率同比略有下降。

从产品品类来看，随着门店的快速扩张，2022年中西成药、非药品收入同比快速增长，参茸滋补药材小幅平稳增长，由于毛利率水平相对较低的中西成药占比提高，公司综合毛利率同比略有下降。

表4 公司营业收入销售模式构成及毛利率情况（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
主营业务	57.76	97.13%	36.32%	207.80	97.80%	36.41%	162.92	97.21%	36.41%
其中：零售	51.10	85.94%	39.41%	192.42	90.56%	38.43%	152.85	91.20%	38.21%
加盟及分销	6.66	11.20%	12.57%	15.39	7.24%	11.22%	10.07	6.01%	9.11%
其他业务	1.70	2.87%	100.00%	4.68	2.20%	99.38%	4.68	2.79%	98.57%
合计	59.47	100.00%	38.14%	212.48	100.00%	37.80%	167.59	100.00%	38.15%

资料来源：公司2021-2022年年度报告、2023年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

表5 公司营业收入产品构成及毛利率情况（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
中西成药	41.46	69.71%	32.99%	151.76	71.42%	33.25%	113.53	67.74%	32.58%
非药品	9.05	15.22%	45.92%	30.19	14.21%	47.22%	24.77	14.78%	47.77%
参茸滋补药材	7.26	12.20%	43.34%	25.85	12.17%	42.34%	24.61	14.69%	42.69%
其他业务	1.70	2.87%	100.00%	4.68	2.20%	99.38%	4.68	2.79%	98.57%
合计	59.47	100.00%	38.14%	212.48	100.00%	37.80%	167.59	100.00%	38.15%

注：1、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；
 2、其他业务收入包括促销服务收入、租金收入等。

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告、2023 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

表6 公司门店情况（单位：家、万元/家）

项目	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年
当期净增	850	1,852	2,173
其中：自建	214	689	903
并购	249	310	748
加盟	454	1,072	620
关闭	67	219	98
期末门店数量	10,895	10,045	8,193
其中：加盟	2,461	2,007	935
自营	8,434	8,038	7,258
自营门店单店平均收入	60.59	239.39	210.59

注：自营门店单店平均收入=当期零售收入/期末自营门店数量；

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告、2023 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、布局全国，广东、广西以及河南仍为公司传统优势区域、营业收入增量的主要来源，黑龙江、重庆、江苏、四川等省份营业收入快速增长；2022年受外部环境影响，公司自建、并购扩张速度有所放缓，加盟快速增长，需关注新增门店对公司业绩可能产生的不利影响

公司的销售模式以零售业务为主，药品零售业务模式为通过规模化的商品采购、仓储物流及连锁门店网络，实现终端销售；结算方式主要为微信、支付宝、医保卡、现金等方式，其中医保卡结算占比30%左右，各地区医保结算回款时间差异较大。公司通过“自建+并购+加盟”三大模式拓展门店区域布局，深耕华南，布局全国。在广东、广西和河南等传统优势区域，公司更多通过自建及加盟的模式进行扩张；对于新进省份等弱势区域，公司以并购、自建模式进行扩张。公司亦积极探索新零售商业模式，进驻了几乎所有头部 O2O 平台（美团、饿了么、京东到家、京东健康）、B2C平台（天猫、京东、拼多多等），还通过“大参林健康”微信小程序开展 O2O、B2C 等线上服务，公司新零售业务继续快速增长。

门店拓展方面，公司持续推进强势区域的加密以及弱势区域的突破，并不断拓展空白区域。2022年受外部环境影响，公司自建、并购扩张整体有所放缓，加盟门店数量快速增长。自建门店方面，华南地区、华中区域自建门店有所放缓、同比下降，东北、华北、西北、西南以及华东地区自建门店数量同比增加。并购方面，公司针对西安、山西、辽宁等省份积极开展并购标的筛选，新增并购门店仍以东北、华北、西北及西南地区为主，2022年公司并购门店310家，2022年底商誉规模继续增长，持续的并购对公司的经营和管理能力形成挑战。2022年公司净增门店1,852家，新增数量同比有所下降。截至2022年底，公司门店数合计10,045，其中加盟门店2,007家，自营门店8,038家（租赁门店仍占比99%以上），自营门店中已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店达 7,481 家，占自营门店数的93.07%，同比继续提高。

表7 公司各区域门店情况（单位：家）

区域	项目	2023年1-3月	2022年	2021年
华南地区	本期新增自建	146	434	702
	本期新增收购	0	2	71
	本期新增加盟	186	717	553
	本期闭店	35	133	53
	期末总数	7,297	7,000	5,980
华东地区	本期新增自建	33	95	65
	本期新增收购	0	67	138
	本期新增加盟	40	144	24
	本期闭店	17	48	15
	期末总数	913	857	599
华中地区	本期新增自建	11	59	101
	本期新增收购	0	48	115
	本期新增加盟	29	166	43
	本期闭店	7	28	18
	期末总数	1,239	1,206	961
东北、华北、西北及西南地区	本期新增自建	24	101	35
	本期新增收购	249	193	424
	本期新增加盟	199	45	0
	本期闭店	8	10	12
	期末总数	1,446	982	653

注：华南地区包括广东省、广西省、海南省；华东地区包括江西省、浙江省、福建省、江苏省、山东省；华中地区包括河南省、湖北省；东北、华北、西北及西南地区包括河北省、黑龙江省、陕西省、四川省、重庆市、辽宁省。

资料来源：公司 2021-2022 年年报及公司披露的《关于 2023 年第一季度主要经营数据的公告》，中证鹏元整理

业务区域方面，广东、广西以及河南仍为公司优势区域以及营收增量的主要来源，直营门店经营效率亦高于其他地区；2022年上述三个地区零售收入分别为115.33亿元、23.24亿元、18.99亿元，合计157.56亿元、同比增加22.40亿元，分别占零售收入总额、增量的81.90%、56.66%。公司继续积极实施省外扩张战略、加大对弱势区域布局，2022年新进辽宁省，2023年一季度新进新疆维吾尔自治区，2023年3月底公司零售区域已覆盖全国17个省份²。2022年黑龙江、重庆、江苏、四川、浙江、辽宁等省份零售收入增长较快，分别同比增加3.24亿元、2.65亿元、2.10亿元、1.94亿元、1.78亿元、1.36亿元，合计13.07亿元。

表8 公司主营业务区域构成及毛利率情况（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

² 广东、广西、河南、江苏、河北、黑龙江、新疆、江西、福建、陕西、四川、重庆、浙江、辽宁、山东、湖北、海南等17个省份。

华南	39.91	67.11%	39.12%	152.15	71.61%	37.90%	128.08	76.42%	37.91%
华中	5.80	9.76%	30.40%	20.27	9.54%	30.56%	16.99	10.14%	30.82%
华东	4.13	6.94%	34.41%	14.73	6.93%	37.07%	8.78	5.24%	34.85%
东北、华北、西北及西南地区	7.92	13.32%	27.55%	20.64	9.71%	30.70%	9.05	5.40%	27.22%
合计	57.76	97.13%	36.32%	207.80	97.80%	36.41%	162.92	97.21%	36.41%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 公司各区域自营门店经营效率情况（单位：家、元/平方米）

项目	2023年1-3月		2022年		2021年	
	门店数	有效月均平效	门店数	有效月均平效	门店数	有效月均平效
华南	5,570	2,556.22	5,459	2,679.44	5,156	2,514.37
华中	969	2,040.61	965	1,972.92	886	2,027.27
华东	693	1,959.31	677	1,883.81	563	1,638.75
东北、华北、西北及西南地区	1,203	2,242.73	937	2,192.63	653	2,397.80
合计	8,435	2,399.40	8,038	2,460.58	7,258	2,377.07

注：月均平效=月均含税零售收入/门店经营面积。

资料来源：公司2021-2022年年度报告、2023年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

从单店平均效益来看，2022年单店平均营业收入、利润总额均同比提高。从老店、新店来看，老店盈利情况仍较好，平均营业收入、利润仍明显高于当年新开门店。从广东省内、省外来看，广东省为公司传统优势区域，省内老店单店效益普遍高于广东省外区域；由于自建门店培育期长于并购门店，而广东省内新增自营门店以自建为主，故广东省内新店单店平均利润总额低于省外，2022年广东省内新店单店平均利润总额仍亏损。

表10 公司自营门店单店平均效益情况（单位：万元）

省份	项目	2022年		2021年		
		老店	新店	老店	新店	
广东省	存货	总额	109,118.03	5,013.57	101,724.89	8,494.98
		单店平均	29.37	23.76	31.32	22.71
	营业收入	总额	1,106,718.95	19,979.06	947,424.30	36,170.86
		单店平均	296.39	74.55	287.71	71.77
	销售毛利率	36.86%	36.86%	29.13%	34.82%	
	利润总额	总额	103,880.71	-947.34	69,100.09	-7,030.28
单店平均		27.87	-3.53	20.98	-13.95	
广东省外	存货	总额	72,250.85	7,128.04	51,561.58	12,661.85
		单店平均	22.56	16.69	22.86	20.96
	营业收入	总额	735,701.09	61,782.56	450,556.26	85,025.44
		单店平均	212.81	106.71	192.55	71.63
	销售毛利率	31.34%	31.34%	33.83%	31.32%	
	利润总额	总额	43,991.55	2,786.09	19,788.16	-4,779.98

	单店平均	12.79	4.81	8.46	-4.03
--	------	-------	------	------	-------

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

公司采用统一采购和地区采购相结合的采购模式，与主要供应商合作较为稳定；公司通过租赁及自建方式建立“中央仓+省仓+地区仓”的物流仓网体系，自主配送量占比较高，通过并仓不断提升物流配送中心运营效率

公司采用统一采购和地区采购相结合的采购模式，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；其中，自有品牌、独家经营、全国主推商品以统采模式为主，流通商品、中药类商品以地采为主。采购频率一般以一周一采为主，部分地采流通商品一周两配，库容占用大的商品如口罩、龟苓膏、纸制品等为每天采购。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。公司供应商主要为大型医药流通企业，与供应商合作较为稳定，2022年前五大供应商采购占比为38.33%，同比略有下降。

物流配送方面，公司根据门店规模，采用“一周一次”、“一周两次”、“一周三次”的频率对门店进行配送；门店订购商品为加快发货速度采取快递到店模式。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。公司通过租赁及自建方式建立“中央仓+省仓+地区仓”的物流仓网体系，渗透辐射全国的物流中心网络，实现从药品采购、入库、储存、出库、配送的全流程可追溯管理，利用可视化信息系统，进一步降低配送成本，提高门店订单响应效率。公司在广州、茂名、玉林、东莞、漯河、南昌等地建立了物流配送中心，覆盖了目前的所有业务地区，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。

近年来公司持续推进大仓建设、关闭小仓，提升物流配送中心运营效率。2022年新增1处自建中央仓、2处自建省仓，关闭两处租赁的地区仓。截止2023年3月底，公司共有31个仓库（自建7个），仓储总面积超28万平方米，仓库总发货满足率达到99%，发货差错率低于0.008%。此外，公司即将新增的地区仓有5处（山西省晋中市1处租赁，安徽省淮南市1处自建，新疆伊宁市租赁、自建各1处，南通高新区1处自建），仓库面积合计4.98万平方米。

表11 公司物流配送中心情况（单位：个）

类型	业态	2022年	2021年
中央仓（集团仓）	租赁	3	3
	自建	2	1
	小计	5	4
省仓	租赁	0	0
	自建	3	1
	小计	3	1

地区仓	租赁	21	23
	自建	2	2
	小计	23	25

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司部分项目资金需自筹，面临一定的资金压力；公司在建拟建项目以门店建设、升级改造，以及配送中心建设为主，项目完工后将进一步扩大公司业务规模、提高物流配送能力，但项目能否按期推进并实现预期收益存在不确定性

2023年4月28日公司发布公告，本期债券募投项目南昌大参林产业基地项目(一期)项目达到预定可使用状态的日期由2023年4月30日调整为2024年12月31日；本期债券募投项目医药零售门店建设项目、新零售及企业数字化升级项目、老店升级改造项目、茂名大参林生产基地立库项目，以及19转债募投项目玉林现代饮片基地项目等项目结项并将节余募集资金9,917.65万元永久补充流动资金。

截至2023年4月28日，公司在建项目主要为本期债券募投项目南宁大参林中心项目、汕头大参林医药产业基地项目、南昌大参林产业基地项目(一期)，19转债募投项目运营中心建设项目，以及大参林一号产业基地（物流中心）、漯河大参林医药产业园二期项目等。本期债券、19转债在建的募投项目目前均已接近尾声。

表12 截至 2023 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	募集资金拟使用金额	已使用募集资金	已投资	
本期债券募投项目	医药零售门店建设项目	门店	83,640.00	40,590.00	38,115.21	38,115.21
	南宁大参林中心项目	办公楼、配送中心	30,000.00	25,668.00	26,155.69	26,155.69
	汕头大参林医药产业基地项目	办公楼、配送中心	22,000.00	17,340.00	17,437.59	17,437.59
	南昌大参林产业基地项目(一期)	办公楼、配送中心	16,000.00	12,814.01	5,411.09	5,411.09
	新零售及企业数字化升级项目	其他	12,000.00	12,000.00	6,904.32	6,904.32
	老店升级改造项目	门店改造	6,000.00	6,000.00	5,619.79	5,619.79
	茂名大参林生产基地立库项目	配送中心	4,500.00	4,500.00	3,421.25	3,421.25
19转债募投项目	运营中心建设项目	办公楼	75,000.00	75,000.00	65,520.74	65,520.74
	玉林中药饮片项目	药厂	10,000.00	8,362.45	7,763.56	7,763.56
大参林一号产业基地（物流中心）	配送中心	66,000.00	39,700.00	--	32,401.25	
漯河大参林医药产业园二期项目	配送中心	5,377.00	--	--	5,499.53	
合计		330,517.00	241,974.46	176,349.24	214,250.03	

注：汕头大参林配送中心定位为央仓；南宁、漯河大参林配送中心定位为省仓；南昌、茂名、顺德大参林配送中心定位为地区仓。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表13 截至 2023 年 4 月 28 日募投项目延期、结项情况（单位：万元）

募投项目名称	募集资金拟投金额	募集资金已投金额	节余募集资金额	
延期	南昌大参林产业基地项目(一期)	12,814.01	5,472.03	--

达到预定可使用状态、结项	医药零售门店建设项目	40,590.00	40,667.35	1,007.42
	新零售及企业数字化升级项目	12,000.00	7,221.84	5,112.86
	玉林现代饮片基地项目	8,362.45	7,764.61	2,627.31
	老店升级改造项目	6,000.00	6,208.60	0.18
	茂名大参林生产基地立库项目	4,500.00	3,421.25	1,169.88
	结项项目小计	71,452.45	65,283.65	9,917.65

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

2023年4月13日，公司发布公告，控股子公司广州参力科技有限公司（以下简称“参力科技”）以119,924.50万元购买广州市海珠区琶洲中二区土地，拟用于建设大参林互联网大健康创新总部，该项目预计总投资21亿元，资金由公司自筹，计划2023年12月开工、2027年6月竣工，公司面临一定的资金压力。

此外，公司拟向特定对象发行A股股票募集资金不超过30.25亿元，扣除发行费用后拟用于医药连锁门店建设项目、门店升级改造项目、大参林一号产业基地（物流中心）以及补充流动资金。医药连锁门店建设项目计划在3年内开设3,600家医药连锁门店；大参林一号产业基地（物流中心）拟在佛山顺德建造大参林产业园物流中心，已使用自有资金投入建设；门店升级改造项目计划3年内在广东、广西、河南、重庆、江苏等地区改造升级900家医药零售老旧门店。

公司在建、拟建项目完工后有助于进一步扩大公司业务规模、提高物流配送能力，但需关注项目能否按期推进并实现预期收益存在不确定性。

表14 公司拟向特定对象发行 A 股股票募集资金用途（单位：万元）

项目	总投资	募集资金拟使用金额
医药连锁门店建设项目	249,300.00	163,800.00
大参林一号产业基地（物流中心）	66,000.00	39,700.00
门店升级改造项目	9,000.00	9,000.00
补充流动资金	90,000.00	90,000.00
合计	414,300.00	302,500.00

资料来源：公司公告，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2021-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。

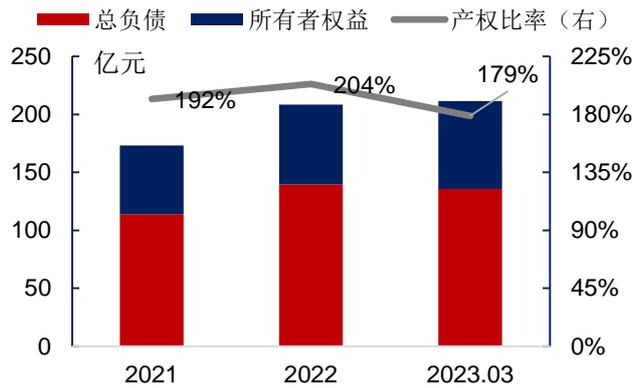
资本实力与资产质量

随着门店的扩张、业务规模扩大，以及配送中心等项目建设推进，公司总资产继续快速增长，资产增量主要源自盈余积累与债务融资；公司资产中存货、商誉占比仍较高，需关注存货跌价风险、商

誉减值风险

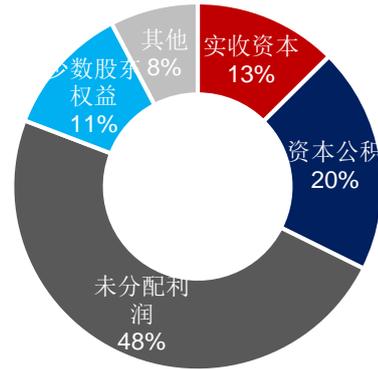
公司主要以盈余积累、债务融资满足自身资金需求，随着门店的扩张、业务规模扩大，以及配送中心等在建项目的推进，2022年底及2023年3月底公司总资产规模保持增长，新增资产主要沉淀在存货、在建工程、固定资产以及商誉等科目。公司产权比率继续小幅波动，净资产对负债总额的保障程度欠佳。

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 年一季度报告，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 年一季度报告，中证鹏元整理

公司为连锁药店零售企业，库存商品、门店、仓储物流配送中心为其核心资产。随着门店的扩张、库存商品的增加，2022年底公司存货规模继续增长，2022年存货周转天数为102.18天，同比略有下降，但仍略高于医药零售行业平均水平。公司库存商品规模较大，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。公司自营门店、仓储物流配送中心以租赁为主，故公司使用权资产保持在较大规模。商誉主要系对外并购门店形成，2022年公司并购辽宁博大维康药房连锁有限公司等企业新增商誉2.96亿元，且2023年3月底继续增长，并购门店能否实现预期收益、收回投资成本存在不确定性，面临一定商誉减值风险。公司固定资产主要系行政办公楼、自建门店和配送中心以及生产厂房等；在建工程主要系本期债券募投项目、19转债募投项目以及大参林一号产业基地项目等。随着配送中心、门店等建设推进，2022年底公司固定资产、在建工程继续增长。

表15 公司主要的新增商誉情况（单位：万元）

公司名称	股权取得成本	股权取得比例	合并形成的商誉	涉及门店
辽宁博大维康药房连锁有限公司	13,405.60	51.00%	9,222.53	138
杭州大参林大药房连锁有限公司	12,191.65	51.00%	7,026.50	52
陕西万百泉大药房医药连锁有限公司	4,690.00	56.00%	4,184.37	55
善康禾诺保险经纪有限公司	3,200.00	100.00%	3,438.23	--
洛阳大参林连锁药店有限公司	3,611.49	51.00%	2,732.76	48
广东药交商务服务有限公司	1,442.78	51.00%	1,119.58	--
大参林（河北）医药销售有限公司	1,000.00	100.00%	1,000.00	--

大参林（湖北）药业有限公司	442.00	100.00%	429.48	--
杭州安和医药有限公司	200.00	100.00%	291.87	8
合计	40,183.52	--	29,445.32	--

注：1、杭州大参林大药房连锁有限公司曾用名杭州怡生堂大药房连锁有限公司；
 2、大参林（河北）医药销售有限公司曾用名河北翼保医药科技有限公司；
 3、大参林（湖北）药业有限公司曾用名湖北百世康药业有限公司；
 4、上述股权取得比例均为直接持股比例。

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金仍保持较大规模，2022年底受限货币资金7.17亿元，系银行承兑汇票保证金。公司应收账款系应收医保款及赊销款，随着业务规模扩张，2022年底应收账款继续增长，2022年应收账款周转天数14.88天，回款速度快于同行业平均水平。

表16 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	43.69	20.65%	44.93	21.56%	27.92	16.11%
应收账款	10.43	4.93%	10.17	4.88%	7.39	4.26%
存货	42.47	20.07%	38.72	18.58%	36.30	20.94%
流动资产合计	105.25	49.75%	106.70	51.19%	78.68	45.39%
固定资产	14.74	6.97%	14.08	6.76%	11.54	6.66%
在建工程	10.98	5.19%	10.49	5.03%	7.66	4.42%
使用权资产	35.82	16.93%	36.38	17.46%	37.34	21.54%
商誉	25.93	12.25%	23.64	11.34%	20.60	11.88%
非流动资产合计	106.31	50.25%	101.72	48.81%	94.68	54.61%
资产总计	211.55	100.00%	208.41	100.00%	173.36	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司销售毛利率、期间费用率以及盈利能力指标整体较为平稳，受益于门店数增加、单店收入增长，2022公司营业收入、净利润同比快速增长，仍需关注公司扩张过程中门店效益不及预期的风险

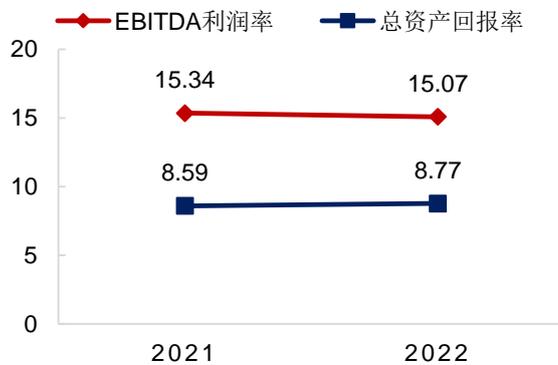
公司深耕华南，布局全国，为连锁药店零售龙头企业之一，营收、毛利润仍主要来自自营门店（自建+并购），加盟及分销毛利率水平仍较低，对收入、利润贡献较小。2022年公司继续通过“自建+并购+加盟”扩大市场布局，其中自建门店、并购门店增长放缓，加盟店增长较快；受益于门店数增加、单店收入增长，公司营业收入同比增长26.78%。随着公司业务规模的快速增长，公司在商品采购、业务协作方面对供应商的议价能力进一步加强，管理成本更进一步分摊，零售业务、加盟及分销业务毛利率均同比提高。但由于毛利率较低的加盟及分销收入占比提高、毛利率较高的其他业务占比下降，公司销售毛利率同比略有下降。

公司销售费用和管理费用主要为人员薪酬，门店的租金、物业费、装修折旧以及水电费等，规模较

大、较为刚性，对公司利润形成一定侵蚀。2022年随着门店数量的增加，公司销售费用、管理费用继续快速增长，占营业收入比重相对稳定、同比略有下降。受益于门店扩张、营收增长，2022年公司实现净利润10.79亿元，同比增长34.17%。

公司毛利率水平相对稳定，销售费用、管理费用、研发费用占营业收入比重亦相对稳定，折旧摊销占营收比重波动较大，2022年受折旧摊销占比下降影响，EBITDA利润率同比略有下降。随着业务规模扩张、规模效应增强，公司总资产回报率同比略有提高。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，若公司扩张过程中门店效益不及预期，可能会给公司盈利能力造成一定不利影响。

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

公司业务回款情况较好、现金生成能力较强，但由于门店快速扩张、配送中心等项目建设推进，公司财务杠杆仍维持在较高水平；公司应付票据规模较大，债务期限结构、流动性指标表现欠佳，面临一定的短期偿债压力

随着公司门店的拓展、业务规模的扩张，以及物流配送中心等项目建设的推进，公司应付账款、应付票据以及短期借款等流动负债快速增长，2022年底公司总负债同比增长22.61%。

公司对外融资主要为银行票据融资、银行借款以及发行可转债。应付票据主要系应付银行承兑汇票，系与上游企业结算采用票据方式产生，公司不承担票据贴现利息；公司应付票据规模较大，与医药零售行业基本特征相符。银行短期借款主要为保证借款、信用借款，银行长期借款主要为抵押借款、质押借款，借款利率在2.5%-4.5%之间，授信银行主要为兴业银行、招商银行、中国银行、浦发银行等。应付债券系应付本期债券。租赁负债主要系门店以及仓库租赁形成。2022年底，公司刚性债务仍以应付票据、租赁负债、本期债券为主。从期限结构来看，2022年底公司短期债务占总债务比重为54.22%，同比有所提高，公司面临一定的集中偿付压力。

公司经营性债务主要为应付账款，系应付采购款。2022年公司应付账款周转天数为65.71天，同比

略有提高，跟同行业龙头企业相比，公司应付账款周转天数高于益丰药房、老百姓，低于一心堂。

表17 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	6.92	5.10%	6.97	4.99%	1.65	1.45%
应付账款	25.33	18.67%	27.72	19.83%	20.53	18.01%
应付票据	36.07	26.58%	33.55	24.01%	26.85	23.55%
其他应付款	5.86	4.32%	6.05	4.33%	6.36	5.58%
一年内到期的非流动负债	9.99	7.36%	9.82	7.03%	9.06	7.94%
流动负债合计	93.34	68.78%	97.08	69.45%	71.76	62.94%
长期借款	1.86	1.37%	1.68	1.21%	0.00	0.00%
应付债券	13.05	9.62%	12.93	9.25%	12.52	10.98%
租赁负债	27.28	20.10%	27.90	19.96%	29.52	25.89%
非流动负债合计	42.37	31.22%	42.69	30.55%	42.24	37.06%
负债合计	135.71	100.00%	139.77	100.00%	114.00	100.00%
总债务合计	95.17	70.13%	92.87	66.44%	79.60	69.83%
其中：短期债务	52.98	39.04%	50.35	36.02%	37.56	32.95%
长期债务	42.20	31.09%	42.52	30.42%	42.04	36.88%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

公司业务回款情况较好，现金生成能力较强，2022收现比为110.57%，维持在较高水平。由于门店装修开支在投资活动中核算、门店租金支出在筹资活动中核算，公司经营活动净现金流规模较大、远高于净利润水平。随着门店扩张、业务规模增长，2022年公司经营活动现金流净额、FFO同比增长，经营活动现金生成能力进一步提高。公司不断自建门店、并购门店、进行门店装修升级改造，同时持续推进仓储物流建设，自由现金流更能反应公司真实现金流情况，2022年公司自由现金流对净债务保障程度同比大幅提升。

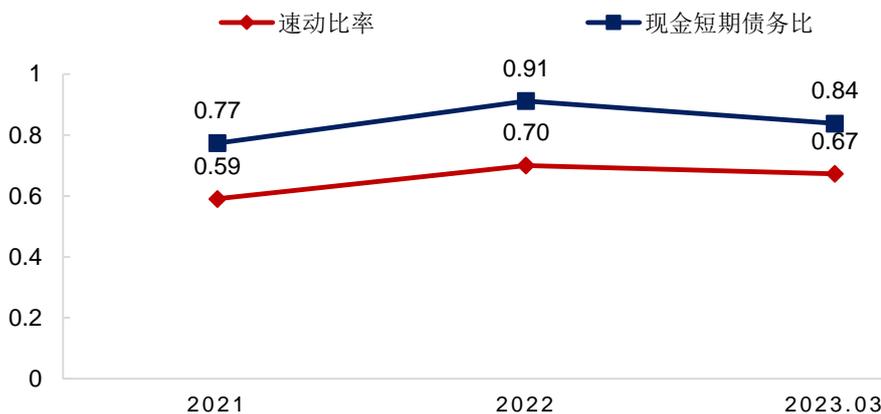
财务杠杆方面，公司主要依赖债务融资、盈余积累满足资金需求，随着门店增长、业务规模扩张以及仓储物流中心建设推进，公司财务杠杆维持在较高水平，2022年底公司财务杠杆同比小幅上升。公司盈利能力尚可，EBITDA对净债务、利息覆盖程度较好，整体偿债压力较为可控。

公司流动性比率指标有所波动，2023年3月底，公司流动性指标表现欠佳，面临一定的短期偿债压力。2023年3月底，公司尚未使用的银行授信额度42.77亿元，尚未抵押的自建门店、仓储物流中心、行政办公楼以及土地、厂房等未来亦可为公司对外融资提供一定支持。此外，公司拟向特定对象发行A股股票募集资金不超过30.25亿元，扣除发行费用后拟用于医药连锁门店建设项目、门店升级改造项目、大参林一号产业基地（物流中心）以及补充流动资金，若成功发行，将改善公司财务杠杆水平、提高公司偿债能力。但需关注，公司本次向特定对象发行股票事项最终能否通过上交所审核，并获得中国证券监督管理委员会同意注册的决定及其时间尚存在不确定性。

表18 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	7.52	37.57	15.55
FFO(亿元)	--	20.76	15.17
资产负债率	64.15%	67.06%	65.76%
净债务/EBITDA	--	1.65	2.15
EBITDA 利息保障倍数	--	12.78	11.44
总债务/总资本	57.25%	58.51%	58.66%
FFO/净债务	--	39.31%	27.48%
经营活动现金流/净债务	14.37%	71.13%	28.16%
自由现金流/净债务	4.76%	51.53%	4.71%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

图 10 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司为药店连锁企业，环保风险、安全生产风险较低，管理团队较为稳定，ESG表现对其经营和信用水平未产生显著的负面影响

环境因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等环保原因受到政府部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司无其他因违规经营或产品质量与安全问题受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故等情形。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司现任董事会成员7名，其中独立董事3名，实际控制人之一柯云峰任董事长，柯康保、柯金龙任董事。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2023年3月末，公司组织架构图如附录三所示。公司多数董事及高管在公司共事多年，行业经验较为丰富，管理团队较为稳定。

2022年1月，刘景荣辞去董秘职位，辞职后仍任公司副总经理，新聘梁润世为董秘；2023年2月独立董事杨小强离任，新聘刘国常为独立董事，此外监事由谭锡盟变更为陈文生、职工监事由杨木桂变更为石金树。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月24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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

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19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

公司是华南区域龙头、国内排名靠前的大型连锁药店企业，品牌知名度较高。公司坚持深耕华南、布局全国的战略，通过“自建+并购+加盟”推进强势区域的加密以及弱势区域的突破，门店数量、营业收入规模继续快速增长，规模化效应进一步提升。但需关注公司门店快速扩张，对公司经营和管理能力形成挑战，新增门店效益能否达到预期存在不确定性，并购形成的商誉规模较大，存在一定商誉减值风险。此外，随着门店扩张、业务规模扩大，公司存货规模较大、继续增长，面临一定存货跌价风险。公司业务回款情况较好、现金生成能力较强。但需关注，公司财务杠杆维持在较高水平，债务期限结构、流动性指标表现欠佳，面临一定的短期偿债压力。整体来看，公司抗风险能力尚可。

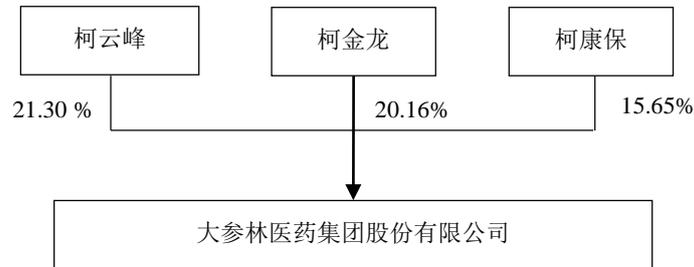
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“大参转债”信用等级为AA。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	43.69	44.93	27.92	37.50
存货	42.47	38.72	36.30	26.83
流动资产合计	105.25	106.70	78.68	82.97
使用权资产	35.82	36.38	37.34	0.00
商誉	25.93	23.64	20.60	13.34
非流动资产合计	106.31	101.72	94.68	40.35
资产总计	211.55	208.41	173.36	123.32
应付账款	25.33	27.72	20.53	16.51
应付票据	36.07	33.55	26.85	25.64
流动负债合计	93.34	97.08	71.76	54.68
租赁负债	27.28	27.90	29.52	0.00
非流动负债合计	42.37	42.69	42.24	12.91
负债合计	135.71	139.77	114.00	67.59
总债务	95.17	92.87	79.60	39.63
所有者权益	75.84	68.64	59.36	55.73
营业收入	59.47	212.48	167.59	145.83
营业利润	6.84	14.21	10.41	14.48
净利润	5.24	10.79	8.04	10.83
经营活动产生的现金流量净额	7.52	37.57	15.55	19.54
投资活动产生的现金流量净额	-6.32	-12.94	-9.68	-10.71
筹资活动产生的现金流量净额	-3.27	-9.34	-16.12	12.09
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	32.03	25.72	18.05
FFO(亿元)	--	20.76	15.17	9.96
净债务(亿元)	52.36	52.82	55.22	-0.78
销售毛利率	38.14%	37.80%	38.15%	38.47%
EBITDA 利润率	--	15.07%	15.34%	12.38%
总资产回报率	--	8.77%	8.59%	14.03%
资产负债率	64.15%	67.06%	65.76%	54.81%
净债务/EBITDA	--	1.65	2.15	-0.04
EBITDA 利息保障倍数	--	12.78	11.44	156.97
总债务/总资本	57.25%	58.51%	58.66%	42.00%
FFO/净债务	--	39.31%	27.48%	-1,281.12%
速动比率	0.67	0.70	0.59	1.03
现金短期债务比	0.84	0.91	0.77	1.61

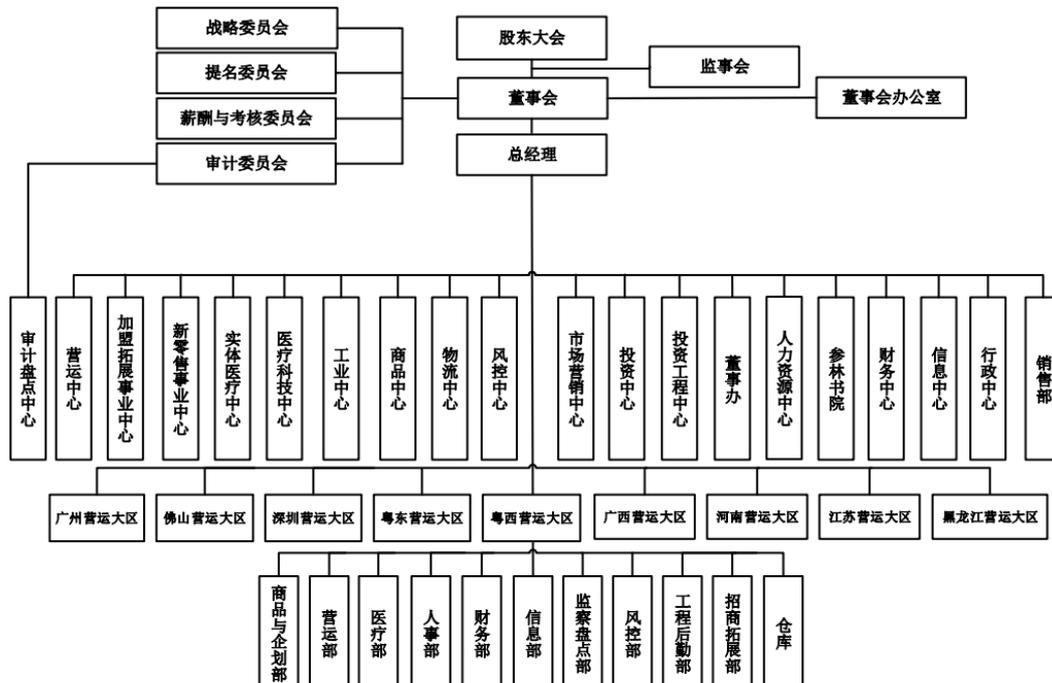
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月）



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）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年公司合并报表范围变动情况（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
珠海市三加百姓康医药有限公司	100.00%	100.00	医药零售	购买
洛阳大参林连锁药店有限公司	51.00%	1,810.49	医药零售	购买及增资
广东药交商务服务有限公司	51.00%	1,000.00	商务服务业	购买
陕西万百泉大药房医药连锁有限公司	56.00%	1,600.00	医药零售	购买
保定市正康医药有限公司	100.00%	10.00	医药批发	购买
汕尾市林氏医药有限公司	100.00%	1,000.00	医药零售	购买
大参林（湖北）药业有限公司	100.00%	1,050.00	医药批发	购买
大参林（河北）医药销售有限公司	100.00%	300.00	医药批发	购买
辽宁博大维康药房连锁有限公司	51.00%	4,081.63	医药批发与零售	购买及增资
陕西玖易大药房有限公司	100.00%	500.00	医药零售	购买
善康禾诺保险经纪有限公司	100.00%	5,000.00	保险经纪	购买
杭州大参林大药房连锁有限公司	51.00%	1,000.00	医药零售	购买及增资
杭州安和医药有限公司	100.00%	--	医药零售	购买
广州丰基贸易有限公司	51.00%	2,000.00	销售、批发	新设
大参林（辽宁）药业有限公司	75.99%	3,000.00	医药批发	新设
广州海珠区参柏药店有限公司	100.00%	100.00	医药零售	新设
保定市益民喆康医药销售有限公司	51.00%	1.00	医药批发	新设
驻马店大参林炎黄药业有限公司	51.00%	50.00	医药批发	新设
广州天宸大药房有限公司	51.00%	1,000.00	医药零售	新设
广州市天宸职业技能培训学校有限公司	51.00%	50.00	职业技能培训	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
清远大参林云山诗意诊所有限公司	100.00%	100.00	医疗服务	注销
东莞大参林医疗投资有限公司	100.00%	100.00	医疗技术服务	注销
东莞莞城大参林中医学门诊部有限公司	100.00%	100.00	诊疗服务	注销
佛山市顺德区大参林诊所有限公司	100.00%	100.00	医疗服务	注销
珠海大参林内科诊所有限公司	100.00%	10.00	内科门诊	注销
中山市朗晴假日大参林内科诊所有限公司	100.00%	10.00	医疗机构	注销
温州市沧河大药房有限公司	--	--	医药零售	注销
江门新会区悦洋大参林诊所有限公司	100.00%	100.00	医疗机构	注销
广州市番禺区大参林光明南诊所有限公司	100.00%	100.00	诊疗服务	注销
广州柏和一分钟门诊部有限公司	61.00%	50.00	护理服务, 医疗管理	注销
鸡西市大参林药业有限公司	85.30%	500.00	药品批发	注销
珠海市香洲宸宁医药有限公司	100.00%	100.00	医药零售	注销
海南大参林药店有限公司	80.00%	100.00	医药零售	吸收合并注销

杭州安和医药有限公司	100.00%	-- 医药零售	吸处合并注销
------------	---------	---------	--------

注：1、大参林（湖北）药业有限公司曾用名湖北百世康药业有限公司；
2、大参林（河北）医药销售有限公司曾用名河北翼保医药科技有限公司；
3、上述股权持股比例均为直接持股比例。

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+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。