

漱玉平民大药房连锁股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【265】号 01

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

漱玉平民大药房连锁股份有限公司相关债券2025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

本次等级的评定是考虑到：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，在省内仍维持较强竞争力，跟踪期内公司经营周转加快，销售回款良好；同时中证鹏元关注到医药零售行业发展进入调整阶段，医保统筹及个人账户政策的调整促使顾客购药渠道与品类选择发生变化，2024 年公司营收增速放缓、盈利能力下滑，计提商誉及坏账减值损失导致出现亏损，成本控制、资金营运能力仍弱于同行，财务杠杆率仍较高，短期偿债压力较大且面临一定合规风险。

评级日期

2025 年 6 月 20 日

联系方式

项目负责人：吕凤鸣
lvfm@cspengyuan.com

项目组成员：周捷
zhouj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	94.17	92.73	93.34	78.63
归母所有者权益	20.68	20.40	22.92	22.31
总债务	53.33	54.59	51.70	39.15
营业收入	23.79	95.70	91.91	78.23
净利润	0.22	-2.05	1.40	2.33
经营活动现金流净额	0.88	4.89	1.43	1.48
净债务/EBITDA	--	6.83	4.20	2.58
EBITDA 利息保障倍数	--	4.06	6.57	11.33
总债务/总资本	79.90%	80.77%	73.00%	65.32%
FFO/净债务	--	4.12%	12.64%	25.25%
EBITDA 利润率	--	6.57%	9.82%	10.64%
总资产回报率	--	-0.86%	3.58%	6.30%
速动比率	0.59	0.64	0.65	0.76
现金短期债务比	0.39	0.39	0.47	0.78
销售毛利率	25.85%	25.37%	28.33%	28.59%
资产负债率	77.16%	77.08%	74.65%	71.17%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- 公司在山东省内维持较强竞争力，省外、线上收入贡献提升。公司门店布局重点省份为山东、福建、辽宁，与其他医药零售业上市公司重点布局区域重叠度较低，跟踪期内公司仍为山东省内规模最大的医药零售连锁企业，门店数量规模领先，运营成熟，保持较高坪效，继续维持区域领先地位。此外，公司通过并购门店拓展辽宁省、福建省市场，外省份收入占比有所提高，线上业务持续拓展，B2C 销售额保持增长。
- 2024 年公司经营周转加快，销售回款良好。2024 年得益于公司加快库存周转、提高票据支付占比延长应付账期，当年经营活动现金流净额同比大幅增长，净营业周期有所缩短，公司整体营运能力略有提升。跟踪期内，公司收现比始终大于 1，销售回款情况良好。

关注

- 医药零售行业发展进入调整阶段，医药政策调整和市场竞争加剧推动行业分化。受医保控费、门诊统筹、个账改革等医药政策影响，2024 年头部连锁药店门店扩张放缓，中小连锁药店部分出现关店潮，全国药店总数在 2024 年四季度出现了近年来的首次季度环比负增长，行业发展进入拐点。主要上市药店企业运营效率及盈利指标有所下滑，业内分化加剧，第一梯队企业议价能力优势有望继续扩大，行业集中度预计进一步提升。
- 公司营收增长乏力，产品结构被动调整，盈利能力下滑，叠加商誉减值及坏账损失导致 2024 年亏损较大。截至 2024 年末，公司门店数量及收入规模仍处行业第二梯队，门店扩张速度放缓导致收入增长乏力，预计短期内营收仍将承压。医保统筹及个人账户政策的调整导致销售品种结构变化、销售毛利率下滑，物流仓储建设、新收购门店培育及合规运营投入小幅推高期间费用率，0.49 亿元商誉减值损失、0.26 亿元其他应收款坏账损失进一步拖累当期业绩，上述因素导致公司 2024 年盈利水平下降，并首次出现较大亏损。
- 公司成本控制、资金营运能力仍弱于同行。跟踪期内，低毛利率的 DTP 药房占比较高、采购议价能力偏弱导致公司销售毛利率仍显著低于可比上市公司，应收、应付账款周转天数表现亦与行业龙头存在差距。
- 公司财务杠杆率仍较高，短期偿债压力有所增加。2024 年公司门店扩张带来的债务融资推高公司财务杠杆，资产负债率、总债务/总资本等杠杆指标表现欠佳，短期债务占比提升。
- 面临一定合规经营风险。2024 年 11 月 28 日山东省医疗保障局公告显示，公司位于济南的万象新天地及钢城新苑南门店存在将非医保药品或其他商品串换成医保药品并使用职工基本医疗保险个人账户结算的违约行为，被中止省直医保协议关系。2024 年 10 月 14 日，国家医保局查处公司旗下黑龙江省哈尔滨宝丰大药房深业店手写假处方骗保案件，该门店系公司 2023 年收购，处罚停业后，2024 年末公司对收购该门店产生的商誉计提 0.28 亿元减值。随着医药行业监管日趋严格，飞检常态化推进，处罚力度不断加大，对公司新门店整合管控、合规经营提出更高要求。

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将持续提升，公司作为山东省医药零售行业龙头，预计在省内继续保持领先优势。

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）	14,684	16,553	15,277	11,498	9,035	5,173
总资产	279.75	264.40	210.45	168.30	92.73	106.23
营业收入	240.62	264.97	223.58	180.00	95.70	92.83
净利润	16.53	9.80	6.85	1.10	-2.05	1.28
销售毛利率	40.12%	34.33%	33.17%	31.79%	25.37%	35.80%
资产负债率	59.27%	69.22%	66.00%	54.53%	77.08%	73.83%

注：以上各指标均为 2024 年度/年末数据。
资料来源：Choice，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_2023V1.0
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				2
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；

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	2025-2-13	2028-12-14

一、 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2024年末，本期债券募集资金专项账户余额为1.67亿元。

公司于2024年7月11日发布《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的公告》，公司在不影响募集资金投资计划正常进行的前提下，使用不超过2.40亿元的部分闲置募集资金暂时补充流动资金，使用期限自公司董事会审议通过之日起不超过12个月，到期或募集资金投资项目建设需要时及时归还至相关募集资金专户。公司在规定期限内实际使用闲置募集资金2.20亿元暂时补充流动资金，2025年6月5日，公司将暂时补充流动资金的募集资金0.50亿元提前归还至募集资金账户，使用期限未超过12个月。截至2025年6月5日，共1.70亿元尚未归还。

2025年6月9日，公司《关于向不特定对象发行可转换公司债券部分募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告》显示，董事会、监事会审议同意将已完工的“漱玉（枣庄）现代化医药物流项目”结项，并将节余募集资金 8,803.89 万元（含现金管理取得的理财收益及活期利息收入，具体金额以资金转出当日银行结算余额为准）用于永久补充流动资金。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人均未发生变更。截至2025年3月末，公司总股本为4.05亿股¹，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54.08%。截至2025年3月末，大股东李文杰和秦光霞²合计质押股份7,401万股，占公司总股本比重的18.26%。2024年公司两位副总裁张华、隋熠因任期届满离任。2024年，公司对外收购了7家子公司，子公司青岛春天之星医药连锁有限公司（以下简称“青岛春天之星”）收购了青岛医保城药品连锁有限公司（以下简称“青岛医保城”）持有的60家门店的经营性资产，公司合并报表范围变化详见附录三。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内

¹ 2024年初至2025年一季度末，公司共有1,864张“漱玉转债”完成转股，增加股本12,463股。

² 2025年5月27日公司公告，第二大股东秦光霞女士（持股占比18.25%）拟减持公司股份合计不超过12,070,918股，占公司总股本的比例为3%，按12元/股计算，变现金额约1.45亿元。

需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

2024年连锁药店门店扩张放缓，业内分化加剧，行业集中度预计进一步提升，医药零售企业整体运营效率及盈利指标有所下滑，从“规模扩张”转向“价值提升”

人口老龄化、居民可支配收入的持续增长及健康意识的提高将对医疗支出提供有力支撑，医药流通行业下游长期需求刚性。零售市场作为处方外流的有力承接者，连锁药店中长期重要性抬升趋势确定，医药分业率对标发达国家仍有较大提升空间，但受各地政策执行差异、个账改革、医保控费等因素影响，短期快速扩张的可能性不大。

监管政策趋严背景下，医药零售行业竞争加剧，2024年头部连锁药店门店扩展有所放缓，如大参林、老百姓等门店仍呈净增加态势，但增速有所下降，中小连锁药店部分出现关店潮，全国药店总数在2024年第四季度出现了近年来的首次季度环比负增长，行业发展进入拐点。样本企业整体运营效率及盈利指标有所下滑，业内分化加剧，零售市场龙头格局初步成型，第一梯队企业议价能力优势有望继续扩大，行业集中度预计进一步提升。在医保控费、处方外流和数字化转型的浪潮中，连锁药店从单纯的门店数量扩张，逐渐转向注重数据密度和服务深度的比拼，从“规模扩张”转向“价值提升”。

[详见《医药流通业：医改政策冲击边际减缓，关注零售企业偿债能力变化》。](#)

四、经营与竞争

跟踪期内，公司营业收入仍主要来源于医药零售连锁业务。受行业政策调整与市场竞争加剧影响，2024年公司营业收入增长放缓，2025年一季度营收首次出现同比下滑，毛利率较高的保健食品及健康器械销售占比减少，2024年公司销售毛利率同比下滑。批发业务毛利率较低且存在一定账期，相对国药控股、华润医药、九州通等医药流通龙头企业，公司无明显优势，目前仅维持山东省内存量批发配送业务；对厂家供应商的陈列推广业务为公司提供一定利润补充，但规模仍较小。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
零售	20.32	85.43%	26.14%	83.04	86.76%	24.96%	79.32	86.30%	28.83%
批发	2.70	11.36%	4.76%	9.25	9.67%	4.39%	9.77	10.63%	5.57%
促销、陈列与咨询服务	0.59	2.46%	100.00%	2.58	2.70%	100.00%	2.12	2.31%	100.00%
其他业务收入	0.18	0.74%	68.35%	0.83	0.87%	67.98%	0.70	0.76%	73.65%
合计	23.79	100.00%	25.85%	95.70	100.00%	25.37%	91.91	100.00%	28.33%

资料来源：公司提供，Choice，中证鹏元整理

跟踪期内，公司门店扩张速度放缓导致零售收入增长乏力，门店数量及收入规模仍处行业第二梯队，预计短期内营收仍将承压

零售药店作为消费终端，具有明显的消费半径，门店数量是衡量连锁药店企业竞争力的重要因素。近年来，公司零售收入增长主要依靠门店扩张驱动。2024年公司新建、并购门店速度放缓，2025年一季度基本停止扩张，同时关闭了部分业绩不佳门店，2025年3月末公司直营门店数量首次出现负增长，门店数量变化直接导致公司零售收入波动，2025年一季度公司零售收入首次出现同比下降。考虑到目前行业发展态势，公司2025年不再采取积极扩张战略，转而聚焦门店提质增效，预计2025年末公司门店数量同比或有下降，零售收入增长承压。

表2 公司门店数量变化情况

项目	2025年1-3月	2024年	2023年
当期并购直营门店（家）	0	395	445
当期新建直营门店（家）	1	57	342
当期关闭直营门店（家）	86	118	8
期末直营门店数量（家）	4,353	4,438	4,104
其中：医保资质门店（家）	4,063	4,117	3,595
医保资质门店占比	93.34%	92.77%	87.60%
期末加盟门店数量（家）	4,563	4,597	3,233
门店总数（家）	8,916	9,035	7,337

资料来源：公司提供，公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

截至2024年末，公司药店总数尚未突破万店，且直营药店数量与第一梯队TOP4存在较大差距，从全国范围来看，无论是门店数量还是收入规模，公司仍处于第二梯队，但医保门店占比与同行差异已较小。2024年公司门店扩张速度处于行业中等水平，一心堂扩张相对较快，大参林、益丰药房新增直营门店数量虽然较多，因其内部调整力度较大，直营门店净增长率实际不高。

公司加盟门店形成的直接收入包括对加盟门店的批发配送收入、加盟费等，虽然2024年公司加盟门店数量有所增加，期末保有加盟店数量与老百姓差距不大，但公司加盟费标准较低、批发配送业务以维持山东省内存量业务为主且加盟门店无销售分成，故跟踪期内确认的相关收入仍较小，远小于老百姓³等同行。

表3 2024 年主要上市连锁药房门店数量变化情况（单位：家、亿元）

公司	期末药店总数	期末直营门店	期末加盟店	新增直营门店	关闭直营门店	净增加直营门店	直营门店净增长率	医保店占比	营业收入
大参林	16,553	10,503	6,050	1,327	733	594	5.99%	96.10%	264.97
老百姓	15,277	9,981	5,296	未知	未知	801	8.73%	93.84%	223.58
益丰药房	14,684	10,872	3,812	1,686	1,078	608	5.92%	94.74%	240.62
一心堂	11,498	11,498	-	1,867	358	1,509	15.11%	未知	180.00
漱玉平民	9,035	4,438	4,597	452	118	334	8.14%	92.77%	95.70
健之佳	5,173	5,173	-	427	31	396	8.29%	96.68%	92.83

注：直营门店净增长率=当期净增加直营门店数量/期初直营门店数量
资料来源：各公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，受区域医改政策影响，公司门店经营效率有所下滑，整体营运能力略有提升、销售回款保持良好，但成本控制、采购议价能力仍弱于同行

公司门店分布及营业收入主要来自总部所在的山东区域，公司2024年山东区域经营特点如下：（1）山东区域门诊统筹政策因对诊疗规范要求、支付金额限制、首诊处方来源及处方流转尚未突破，与其他省份相比门诊统筹药店占比较少，公司门店承接的门诊统筹业务较为有限，政策的集客红利尚未释放⁴；（2）医保个人账户金额减少及使用范围规范化（2024年6月份开始山东医保个账一律不得再用于支付保健品等），而门诊统筹政策使得公立医院报销比例提高，促使顾客购药渠道与品类选择发生变化（公司保健食品及健康器械销售占比减少），部分慢药、OTC药品顾客回流医院；（3）部分新建、并购门店尚处于培育期；（4）叠加经济形势变化、医药零售行业竞争加剧、医药电商线上分流，上述因素综合导致2024年公司门店客流量显著下降（平均门店客单量、平均客单价均有下滑），进而使得当年公司门店经营效率有所下滑（平均门店收入、日均店效、日均坪效同比均有下降）。

³ 老百姓 2024 年实现加盟配送销售额 22.76 亿元，益丰药房 2024 年实现加盟及分销收入 21.07 亿元。

⁴ 与山东门诊统筹政策推进缓慢、处方流转较慢形成对比的是，湖南、湖北地区处方外流加速，主营该区域的益丰药房 2024 年大幅获益政策集客红利，业绩逆势上涨。

表4 公司直营门店经营效率情况

项目	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年
线下门店零售收入（亿元）	19.42	79.12	76.20
平均门店收入（万元/家）	44.61	178.28	185.70
平均门店客单量（万单/家）	0.62	2.24	2.29
平均客单价（元/单）	76.2	84.5	84.8
日均店效（元）	-	5,325	5,540
日均坪效（元/平方米）	-	45	48

注：以上零售收入不含 B2C；日均坪效=日均销售额/门店经营面积；日均店效=门店当年含税销售额/当年门店营业天数；
 资料来源：公司提供，公司 2023-2024 年年度报告，Choice，中证鹏元整理

表5 公司零售与批发收入品种结构（单位：亿元）

项目（按品种）	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
中西成药	19.08	80.20%	21.77%	73.73	77.04%	21.78%	69.46	75.57%	24.40%
中药饮片	1.25	5.26%	37.13%	5.55	5.80%	32.65%	5.26	5.72%	38.90%
保健食品	0.83	3.50%	34.39%	4.62	4.83%	28.29%	5.81	6.32%	37.02%
健康器械	1.04	4.38%	32.59%	4.73	4.94%	30.88%	5.41	5.88%	33.44%
其他商品	0.82	3.46%	24.06%	3.66	3.83%	13.58%	3.16	3.44%	14.44%
合计	23.02	96.79%	-	92.29	96.43%	-	89.10	96.94%	-

注：上表“占比”为占公司营业收入比重
 资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

2024年，得益于公司加快库存周转、提高票据支付占比延长应付账期，经营净现金流显著扩大，净营业周期有所缩短，整体营运能力略有提升。跟踪期内，公司销售回款情况良好，收现比始终大于1。公司销售结算包括现金、银联、第三方支付和医保卡等方式。2024年初至2025年一季度，公司医保卡结算占比从40%降至37.6%，山东省医保和青岛市医保一般次日结算，其他市级医保一般次月结算，统筹基金（大病统筹、异地统筹、门诊统筹）结算周期偏长约2-3个月，但公司统筹基金结算营业额较小。

表6 公司营运能力主要指标情况

项目	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年
应付账款周转天数（含应付票据）	135.32	111.09	100.42
存货周转天数	100.35	99.79	105.54
应收账款周转天数（含应收票据）	47.86	49.69	43.80
净营业周期（含应付票据）	12.89	38.40	48.92
收现比	106.08%	108.11%	103.33%

资料来源：Choice，中证鹏元整理

同业对比来看，跟踪期内公司成本控制、资金营运能力仍偏弱。2024年公司门店坪效处于同业中等水平、内部存货管理效率尚可，但公司毛利率仍显著低于同行，主要系公司低毛利率的DTP药房占比较高、

采购议价能力偏弱⁵所致（应收、应付账款周转天数表现不及同行）。

表7 2024 年主要上市连锁药店企业经营效率情况（单位：元/平方米、天）

公司	销售毛利率	门店日均坪效	应付账款周转天数（含应付票据）	存货周转天数	应收账款周转天数（含应收票据）	净营业周期（含应收票据）
益丰药房	40.12%	51.07	220.66	104.14	31.88	-84.64
健之佳	35.80%	38.56	167.74	166.17	16.80	15.23
大参林	34.33%	71.66	158.30	85.95	17.08	-55.27
老百姓	33.17%	47.00	163.23	93.07	38.00	-32.16
一心堂	31.79%	34.42	135.69	116.41	31.29	12.01
漱玉平民	25.37%	45.00	111.09	99.79	49.69	38.40

注：净营业周期（含应收票据）= 应收账款周转天数（含应收票据）+ 存货周转天数-应付账款周转天数（含应付票据）
 资料来源：各公司 2024 年年度报告，Choice，中证鹏元整理

跟踪期内，公司继续维持在山东区域较强的竞争力，外省份收入占比有所提高，线上业务持续拓展

跟踪期内，公司在大本营山东区域继续维持较强的竞争力，山东省内门店数量众多，运营成熟，保持较高坪效，山东区域继续贡献了公司主要的零售与批发收入。2024年公司除了并购山东省内部分门店巩固区域地位外，通过并购拓展辽宁省、福建省市场，使得省外收入占比有所提高。与同行相比，虽然公司全国性拓展范围相对较小，但公司布局省份与其他主要上市连锁药店企业重叠度较低，在山东省内细分市场始终保持领先地位。

表8 公司零售与批发收入区域结构（亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占营收比重	金额	占营收比重
山东省	78.34	81.84%	82.02	89.22%
福建省	5.22	5.46%	2.31	2.52%
辽宁省	3.60	3.76%	2.64	2.88%
黑龙江省	1.85	1.94%	1.31	1.42%
吉林省	1.33	1.39%	-	-
陕西省	0.92	0.96%	-	-
其他	1.03	1.08%	0.82	0.89%
合计	92.29	96.43%	89.10	96.93%

注：其他包括河南省、甘肃省、中国香港、日本等区域
 资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

⁵同行业可比上市公司中，大参林与供应商采取深度合作、益丰药房与供应商采取代理品牌合作、一心堂与供应商采取厂商共建合作方式，节约了供应商的媒体广告费和市场营销费，且头部企业门店规模效应较大，因此其采购价格较低。

表9 公司直营门店分布及经营效率变化情况（单位：家、平方米、元/平方米）

区域	2024 年门店数量	2023 年门店数量	2024 年日均坪效	2023 年日均坪效
山东省	3,633	3,629	47	49
福建省	438	153	40	42
辽宁省	275	221	25	31
甘肃省	49	50	28	34
黑龙江省	35	43	96	89
河南省	8	8	32	41
合计	4,438	4,104	45	48

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

表10 2024 年末主要上市连锁药店企业门店布局情况

公司	布局省份	重点省份
大参林	21	广东*、广西、海南
老百姓	18	湖南*、湖北、江西
益丰药房	10	湖南*、湖北、江苏
一心堂	10	云南*、四川、广西
健之佳	7	云南*、重庆、河北
漱玉平民	6	山东*、福建、辽宁

注：*为总部所在主营省份

资料来源：各公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

此外，线上销售方面，跟踪期内，公司线上销售总体保持增长，继续深化布局阿里、京东、拼多多、“漱玉平民+小程序”等线上平台，但线上业务毛利率偏低，如未来规模进一步扩大或拉低公司销售毛利率。

表11 公司线上销售情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年
O2O	2.23	8.13	8.28
B2C	1.03	4.60	4.16
合计	3.26	12.73	12.44

注：O2O 指线上下单门店配送，如外卖等；B2C 指线上下单，公司统一快递物流寄送，如淘宝、京东等平台。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司供应商相对稳定，采购、物流配送模式未发生变化，募集资金可满足主要在建项目资金需求，募投项目建设总体按计划推进

跟踪期内，公司采购、物流配送模式未发生变化，前五大供应商相对稳定，采购集中度有所上升。公司采购品种中保健食品、中药饮片、健康器械占比有所下降，主要系医药政策变化带来顾客消费意愿改变所致。

表12 近年公司采购品种结构（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中西成药	16.52	87.04%	58.18	84.10%	51.90	81.24%
保健食品	0.61	3.21%	2.63	3.80%	3.38	5.29%
中药饮片	0.66	3.48%	3.02	4.37%	3.19	4.99%
健康器械	0.61	3.21%	2.49	3.60%	3.21	5.02%
其他商品	0.58	3.06%	2.86	4.13%	2.21	3.46%
合计	18.98	100.00%	69.18	100.00%	63.89	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表13 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
2025 年 1-3 月	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	33,154.05	17.46%
	上药控股有限公司及其关联单位	23,127.06	12.18%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	22,975.65	12.10%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	16,261.22	8.56%
	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位	4,505.00	2.37%
	合计	100,022.98	52.67%
2024 年	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	105,182.93	15.20%
	上药控股有限公司及其关联单位	77,318.69	11.18%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	68,060.47	9.84%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	52,136.25	7.54%
	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位	19,376.16	2.80%
	合计	322,074.50	46.56%
2023 年	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	95,863.30	15.00%
	上药控股有限公司及其关联单位	65,978.38	10.32%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	51,161.76	8.01%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	43,137.19	6.75%
	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位	13,479.00	2.11%
	合计	269,619.63	42.19%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2024 年末，公司主要在建项目尚需投资 3.38 亿元，募集资金可满足大部分资金需求。可转债募投项目漱玉（枣庄）现代化医药物流项目已于 2024 年完工转固，节余募集资金拟永久补充流动资金，济南漱玉平民现代物流项目（二期）正在进行设备调试，预计 2025 年 8 月投入使用、2026 年下半年结项。

表14 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	预算数	累计投入	尚需投资	资金来源
漱玉平民现代物流项目（二期）	2.95	1.27	1.68	募集资金
漱玉药业综合体项目	1.25	0.35	0.90	其他
数字化建设项目	0.98	0.18	0.80	募集资金
合计	5.18	1.80	3.38	-

资料来源：公司 2024 年年度报告，公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明⁶

以下分析基于公司提供的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 2023-2024 年审计报告及 2025 年 1-3 月未经审计的财务报表。跟踪期内合并报表范围变化情况见附录三。

跟踪期内，公司财务杠杆水平有所攀升，短期偿债压力增加，坏账损失及商誉减值损失拖累当期业绩，盈利能力下滑，但销售回款良好，集中兑付压力可控，流动性仍有一定保障

资本实力与资产质量

截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益主要为资本公积、未分配利润及实收资本，2024 年公司亏损小幅减少净资产。同期内公司拓展福建、辽宁市场，门店扩张增加债务，推高财务杠杆。

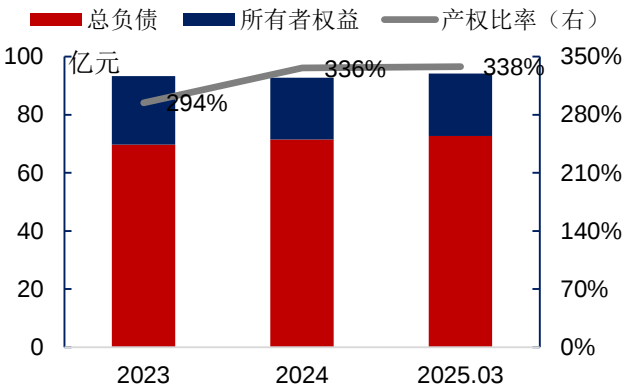
跟踪期内，公司资产仍以商誉、存货、应收账款、货币资金为主。2024 年溢价并购福建、辽宁门店及子公司青岛春天之星收购青岛医保城 60 家门店增加商誉 4.14 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司商誉规模仍较大，2024 年公司计提 0.49 亿元商誉减值，主要系哈尔滨宝丰大药房深业店医保违规停业、福建众友医药有限公司转让以及辽宁和河南 3 家门店受医保政策收紧影响营利不及预期所致。与可比上市公司相比，公司商誉占总资产比重中等，考虑到医药零售行业进入调整阶段，如收购门店后续经营不及预期，仍存在一定商誉减值风险。跟踪期内公司主动放缓了扩张速度，对内提质升效，关闭了部分经营不佳的门店，减少租赁门店面积并降租增效，使用权资产规模有所下降。2024 年，可转债募投项目之一的山东枣庄物流现代化医药物流项目完工转固，期末固定资产有所增加。跟踪期内，公司应收款项、存货占资产比重仍较高，2024 年末其他应收款中的往来款因并购同比大幅增长，且其他应收款集中度较高，应收款项规模扩大导致当年坏账损失增加，需关注应收批发款回收风险、存货跌价风险。

受限资产方面，2024 年末公司受限资产合计 7.20 亿元，占总资产比重较低，主要为票据保证金及抵质

⁶ 依据公司 2025 年 4 月 27 日《关于会计估计变更的公告》，公司对固定资产中的房屋及建筑物折旧年限的会计估计进行变更，本次会计估计变更采用未来适用法进行会计处理，无需对已披露的财务报告进行追溯调整，也不会对公司以往各年度财务状况和经营成果产生影响，自 2025 年 1 月 1 日起执行。

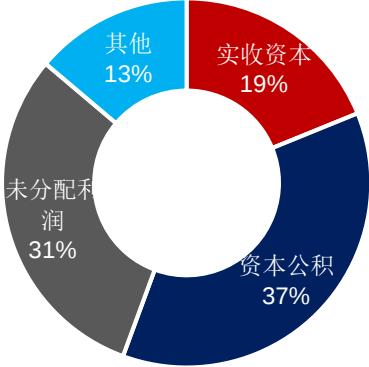
押受限的固定资产、无形资产。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图2 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.85	14.71%	14.05	15.15%	13.97	14.97%
应收账款	11.96	12.70%	12.69	13.68%	12.00	12.86%
其他应收款	2.22	2.36%	1.91	2.06%	0.49	0.53%
存货	20.42	21.69%	18.91	20.39%	20.68	22.16%
流动资产合计	53.65	56.97%	53.21	57.38%	55.11	59.04%
固定资产	5.02	5.33%	5.08	5.48%	3.95	4.23%
使用权资产	6.90	7.33%	7.54	8.13%	8.87	9.50%
商誉	17.50	18.59%	17.53	18.90%	13.87	14.86%
非流动资产合计	40.52	43.03%	39.52	42.62%	38.23	40.96%
资产总计	94.17	100.00%	92.73	100.00%	93.34	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表16 2025 年 3 月末主要上市连锁药店企业商誉情况（单位：亿元）

公司	商誉规模	商誉占总资产比重
老百姓	57.56	27.37%
健之佳	24.56	24.28%
漱玉平民	17.50	18.59%
益丰药房	47.69	17.16%
大参林	35.22	13.15%
一心堂	19.83	11.70%

资料来源：Choice，中证鹏元整理

盈利能力

2023-2024年，公司盈利持续下滑，2024年首次出现较大亏损，主要是由于：（1）2024年医保统筹及个人账户政策的调整、市场竞争加剧及电商分流导致公司毛利率较高的保健食品及健康器械销售占比减少，门店经营效率下滑，叠加监管规则细化，公司在医保合规、药品追溯等合规领域投入增加，公司销售毛利率下滑，毛利减少；（2）公司前期新增物流体系配送仓库增加物流费用、新收购门店带来的短期内人工成本、关闭部分门店一次性结转长期待摊费用计入销售费用等导致期间费用率提升；（3）2024年公司计提0.49亿元商誉减值损失、0.26亿其他应收款坏账损失进一步拖累当期业绩。

对此，公司采取了暂缓扩张速度、关停亏损门店、降本增效控费、扶持毛利率较高的多元化门店及培育自有品牌等一揽子改善措施，2025一季度公司销售期间费用率有所下降，归母净利润同比增长143.85%，考虑目前医药零售行业进入调整阶段，公司放缓扩张的同时可能带来营收增速下降，2024年公司期间费用率在六家可比同行中已是最低，采购端提升对供应商的议价能力及调整产品结构需要一定时间，预计公司短期内盈利仍将承压。

表17 公司期间费用率变化情况（单位： %）

项目	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年
销售期间费用率	24.20	26.43	25.86
销售费用/营业总收入	19.68	21.74	21.34
管理费用/营业总收入	3.13	3.25	3.23
财务费用/营业总收入	1.39	1.44	1.28

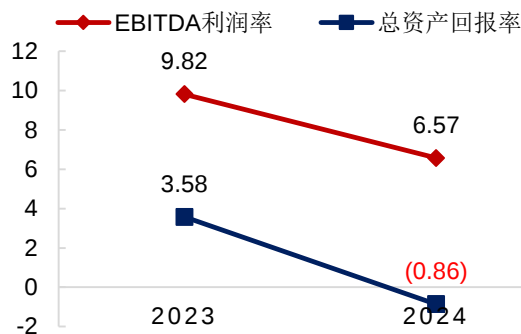
资料来源：Choice，中证鹏元整理

表18 2024 年主要上市连锁药店企业期间费用率情况（单位： %）

公司	销售期间费用率	销售费用/营业总收入	管理费用/营业总收入	财务费用/营业总收入
漱玉平民	26.43	21.74	3.25	1.44
老百姓	28.54	22.13	5.63	0.77
大参林	28.97	23.37	4.84	0.76
一心堂	29.33	26.11	2.64	0.58
益丰药房	31.05	25.68	4.64	0.72
健之佳	33.16	28.81	2.83	1.51

资料来源：Choice，中证鹏元整理

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年公司将其他流动负债中的背书票据重分类至应付票据，考虑应付票据重分类，跟踪期内公司债务规模实际增幅较小，截至2024年末，存量债务主要为银行借款、应付票据、可转债，其中银行长期借款成本在3.10%-4.75%，主要为质押及信用借款，融资成本尚可。公司短期债务占比提升，短期偿债压力有所增加，但公司短期债务主要为银行流贷及应付票据，流贷在经营正常情况下相对容易滚续，公司作为零售贸易型企业，票据到期相对分散，且公司账面货币资金对应付票据覆盖程度较高。总体来看，公司集中兑付压力仍相对可控。

表19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.99	23.38%	16.85	23.57%	16.31	23.42%
应付票据	12.93	17.80%	13.53	18.93%	5.86	8.41%
应付账款	15.01	20.65%	11.57	16.18%	13.12	18.83%
一年内到期的非流动负债	6.59	9.07%	6.10	8.53%	5.70	8.18%
其他流动负债	0.62	0.85%	0.62	0.87%	7.15	10.26%
流动负债合计	55.95	77.00%	53.62	75.02%	52.64	75.55%
长期借款	5.87	8.08%	6.32	8.84%	6.58	9.45%
应付债券	7.16	9.85%	7.09	9.92%	6.80	9.75%
租赁负债	2.63	3.62%	3.43	4.79%	3.34	4.79%
非流动负债合计	16.71	23.00%	17.86	24.98%	17.04	24.45%
负债合计	72.66	100.00%	71.48	100.00%	69.67	100.00%
总债务	53.33	73.39%	54.59	76.38%	51.70	74.21%
其中：短期债务	37.12	69.60%	37.08	67.91%	34.99	67.67%
长期债务	16.21	30.40%	17.52	32.09%	16.72	32.33%

注：2024 年末其他流动负债中的票据背书重分类为应付票据，追溯调增 2023 年末总债务。

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司可转债募集资金主要用于物流项目和数字化项目建设，跟踪期内公司存在一定资本开支，但公司固定资产、使用权资产等折旧摊销金额对利润影响更大，因此FFO/净债务能较好衡量公司杠杆比率情况，跟踪期内公司FFO/净债务呈下降趋势。截至2024年末，公司无表外投资。

跟踪期内，门店扩张带来的债务融资推高公司财务杠杆，盈利能力下滑使得EBITDA、FFO对债务本金的保障程度下降，公司杠杆状况指标表现欠佳。但跟踪期内公司销售回款良好，收现比始终大于1，得益于公司加快库存周转、压减应收账款账期、提高票据支付占比，2024年经营活动现金流净额大幅增加。

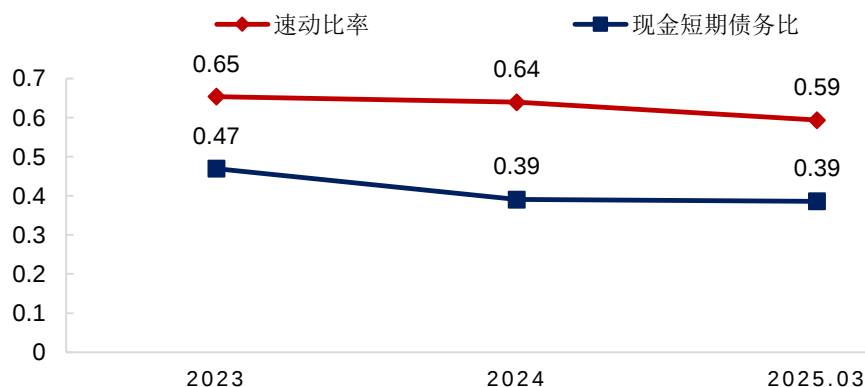
表20 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.88	4.89	1.43
收现比	106.08%	108.11%	103.33%
FFO（亿元）	--	1.77	4.79
资产负债率	77.16%	77.08%	74.65%
净债务/EBITDA	--	6.83	4.20
EBITDA 利息保障倍数	--	4.06	6.57
总债务/总资本	79.90%	80.77%	73.00%
FFO/净债务	--	4.12%	12.64%
经营活动现金流净额/净债务	2.23%	11.39%	3.77%
自由现金流/净债务	1.54%	7.35%	-1.02%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司是创业板上市公司且发行过可转债，融资渠道相对多样且通畅。2025年3月末公司银行授信总额较2023年末大幅提升，期末未使用银行授信额度15.15亿元，可提供一定备用流动性。公司固定资产、土地等受限比例不高，在必要时可用于抵质押融资。整体来看，公司获取流动性资源的能力较强。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

医药行业监管日趋严格，对公司合规经营提出更高要求，违规处罚给公司带来一定经营风险

2024年11月28日山东省医疗保障局公告显示，公司位于济南的万象新天店及钢城新苑南门店存在将非医保药品或其他商品串换成医保药品并使用职工基本医疗保险个人账户结算的违约行为（保健品刷医保），被中止省直医保协议关系，经整改后目前仍在营业。2024年10月14日，国家医保局查处公司旗下黑龙江省哈尔滨宝丰大药房深业店手写假处方骗保案件，该门店系公司2023年收购，处罚停业后，2024年末公司对收购该门店产生的商誉计提0.28亿元减值。

随着医药行业监管日趋严格，飞检常态化推进，处罚力度不断加大，对门店经营和管理提出了更高的要求，公司在门店扩张的同时，如无法根据行业和政策的变化，及时调整经营模式和保障内部控制的有效执行，则可能面临一定的经营风险。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月22日），公司本部、子公司漱玉医药物流（山东）有限公司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，截至报告查询日（2025年6月7日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

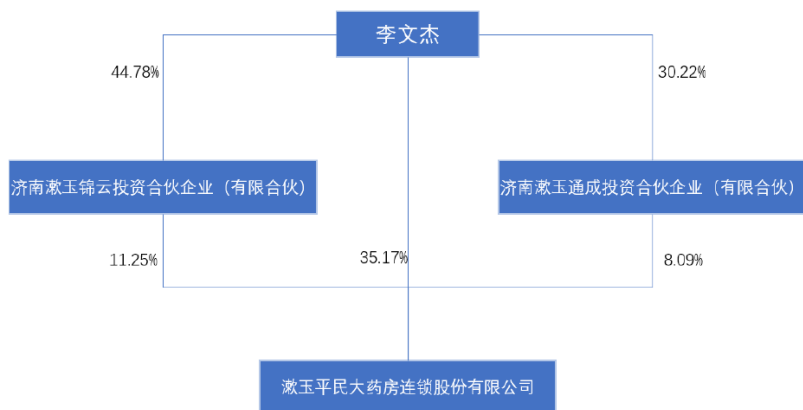
财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	13.85	14.05	13.97	18.60
应收账款	11.96	12.69	12.00	7.70
存货	20.42	18.91	20.68	17.94
流动资产合计	53.65	53.21	55.11	49.72
商誉	17.50	17.53	13.87	9.75
非流动资产合计	40.52	39.52	38.23	28.91
资产总计	94.17	92.73	93.34	78.63
短期借款	16.99	16.85	16.31	12.10
应付票据	12.93	13.53	5.86	5.25
应付账款	15.01	11.57	13.12	12.52
一年内到期的非流动负债	6.59	6.10	5.70	3.89
流动负债合计	55.95	53.62	52.64	42.06
长期借款	5.87	6.32	6.58	3.38
应付债券	7.16	7.09	6.80	6.50
长期应付款	0.56	0.68	0.00	0.02
非流动负债合计	16.71	17.86	17.04	13.90
负债合计	72.66	71.48	69.67	55.96
总债务	53.33	54.59	51.70	39.15
其中：短期债务	37.12	37.08	34.99	25.52
长期债务	16.21	17.52	16.72	13.63
所有者权益	21.50	21.25	23.66	22.67
营业收入	23.79	95.70	91.91	78.23
营业利润	0.30	-1.78	1.98	3.24
净利润	0.22	-2.05	1.40	2.33
经营活动产生的现金流量净额	0.88	4.89	1.43	1.48
投资活动产生的现金流量净额	-2.04	-2.30	-9.66	-2.85
筹资活动产生的现金流量净额	0.39	-2.77	1.42	13.22
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	6.29	9.02	8.32
FFO（亿元）	--	1.77	4.79	5.43
净债务（亿元）	39.69	42.97	37.93	21.50
销售毛利率	25.85%	25.37%	28.33%	28.59%
EBITDA 利润率	--	6.57%	9.82%	10.64%
总资产回报率	--	-0.86%	3.58%	6.30%
资产负债率	77.16%	77.08%	74.65%	71.17%
净债务/EBITDA	--	6.83	4.20	2.58

EBITDA 利息保障倍数	--	4.06	6.57	11.33
总债务/总资本	79.90%	80.77%	73.00%	65.32%
FFO/净债务	--	4.12%	12.64%	25.25%
经营活动现金流净额/净债务	2.23%	11.39%	3.77%	6.91%
速动比率	0.59	0.64	0.65	0.76
现金短期债务比	0.39	0.39	0.47	0.78

注：2025 年 3 月短期债务调整项按 2024 年末暂估

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2024 年末）



资料来源：公司 2024 年年度报告

附录三 2024 年公司合并范围变化情况

公司名称	变动方向	持股比例
福建新永惠大药房连锁有限公司	收购	51.00%
福建省民心医药连锁有限公司	收购	60.00%
福建恒生大药房有限公司	收购	60.00%
福建众友医药有限公司	收购	100.00%
福州榕参医药连锁有限公司	收购	54.55%
抚顺漱玉平民北站大药房连锁有限公司	收购	80.00%
漱玉医药物流（陕西）有限公司	收购	100.00%
青岛医保城 60 家门店【注】	收购	-
漱玉甄选（山东）商贸销售有限公司	新设	100.00%
漳州高新区万芝林医药有限公司	新设	100.00%
东营漱玉平民大药房有限公司	注销	100.00%
漱玉平民医药（陕西）有限公司	注销	100.00%
福州惠众医药有限公司	注销	100.00%
莆田市秀屿区恒众大药房有限公司	注销	100.00%
福清新永惠信息咨询有限公司	注销	100.00%

注：子公司青岛春天之星医药连锁有限公司与青岛医保城药品连锁有限公司分别签署了《资产转让协议》及《商品存货转让协议》，收购其持有 60 家门店的经营性资产。

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

附录四 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	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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号