

漱玉平民大药房连锁股份有限公司2022年 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

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等级的变化情况。

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：

漱玉平民大药房连锁股份有限公司

2022年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2022-6-22



中证鹏元评定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，证券代码 301017.SZ）本次拟向不特定对象发行不超过 8 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

上述等级的评定是考虑到：医药零售行业长期稳健增长可期，国内药店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，在省内具有规模优势，近年营收规模持续增长，经营活动现金流持续净流入；同时中证鹏元关注到公司上市后门店扩张速度加快，需关注新门店对未来业绩可能产生的不利影响；公司商誉规模较大，省外门店拓展面临不确定性，需关注潜在的减值风险；受医改政策的影响，公司销售毛利率面临下行压力，存在一定的存货跌价风险；此外，公司面临一定的资金压力，短期偿债压力较大。

债券概况

发行规模：不超过 8 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息；附债券赎回及回售条款

发行目的：拟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

未来展望

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。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

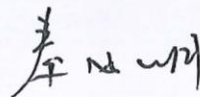
公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	54.24	50.03	30.75	24.42
归母所有者权益	19.39	18.90	15.20	13.18
总债务	16.95	14.96	7.45	4.41
营业收入	15.87	53.22	46.40	34.67
EBITDA 利息保障倍数	--	15.24	61.47	224.74
净利润	0.49	1.14	2.20	1.08
经营活动现金流净额	0.63	2.38	2.34	1.23
销售毛利率	30.63%	28.51%	30.11%	33.27%
EBITDA 利润率	--	9.16%	8.76%	6.79%
总资产回报率	--	4.62%	10.98%	6.80%
资产负债率	63.74%	61.74%	50.25%	45.69%
净债务/EBITDA	--	1.55	0.76	0.35
总债务/总资本	47.93%	46.13%	32.82%	25.88%
FFO/净债务	--	30.52%	60.80%	1.74%
速动比率	0.56	0.57	0.71	0.83
现金短期债务比	0.75	0.84	0.76	1.04

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，2021 年审计报告及未经审计的 2022 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将持续提升。零售药店作为国内第二大销售终端，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；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，在省内具有规模优势。公司是山东省内最大的医药零售连锁企业，近年通过自建、并购、加盟等方式持续扩张门店数量，截至 2022 年 3 月末，公司在山东省内及其他省份共拥有直营门店 2,897 家，加盟门店 789 家，营销网络逐步扩大。
- 公司营收规模持续增长，经营活动现金流呈净流入态势。随着营销网络的逐渐扩大，近年公司营收规模持续增长，2019-2021 年实现营收 34.67 亿元、46.40 亿元和 53.22 亿元；作为主要面向个体消费者的零售企业，近年公司经营活动现金流呈良好净流入态势，2019-2021 年经营活动现金流净额分别为 1.23 亿元、2.34 亿元、2.38 亿元。

关注

- 上市后门店扩张速度加快，需关注新门店对未来业绩可能产生的不利影响。公司 2019 年和 2020 年分别新增直营门店 172 家和 164 家，2021 年和 2022 年 1-3 月新增直营门店 741 家和 305 家，上市后门店扩张速度明显加快；由于新拓展门店前期投入费用较高且需一定时间培育客流，需关注对公司未来业绩可能产生的不利影响。
- 商誉规模较大，需关注潜在的减值风险。2021 年末公司商誉账面价值 6.67 亿元，占当期资产总额的 13.34%；公司零售门店主要集中于山东省内，在进一步完善省内布局的同时亦通过并购的方式逐步进入辽宁省等省外市场，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。
- 销售毛利率面临下行压力。受带量采购、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的影响，预计公司未来销售毛利率存在下行压力，且部分品种存在降价的可能，未来需关注潜在的存货跌价风险。
- 公司面临一定的资金压力。随着近年营销网络的持续拓展，公司在商品采购和物流建设方面的资金需求加大，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方面亦面临一定的资本支出压力。
- 短期偿债压力较大。近年公司总债务规模有所增长，且短期债务占比较高，EBITDA 对净债务和利息的保障程度有所降低，速动比率和现金短期债务比亦呈下降趋势。

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）	7,809	8,193	8,352	8,560	3,341	3,044
总资产	170.52	173.36	169.58	143.37	50.03	52.14
营业收入	153.26	167.59	156.96	145.87	53.22	52.35
净利润	9.91	8.04	7.87	9.17	1.14	2.99
销售毛利率	40.35%	38.15%	32.13%	36.96%	28.51%	35.83%
资产负债率	53.88%	65.76%	71.82%	53.46%	61.74%	63.69%

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	中等
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6
	公司规模	5		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	5
	经营效率	2		杠杆状况调整分	-3
	业务多样性	3		盈利状况	中
			盈利趋势与波动性	表现不佳	
			盈利水平	4	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		中等
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
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
无	-	-	-	-	-

一、发行主体概况

公司前身济南漱玉平民大药房有限公司（以下简称“漱玉有限”）成立于1999年1月21日，由李文杰、秦光霞和济南祥润贸易有限责任公司共同以货币出资设立，股权比例分别为60%、20%和20%，注册资本50.00万元。2015年10月，漱玉有限以截至2015年8月31日的经审计的净资产值3.34亿元为基准折股，整体变更为股份有限公司并更名为现名，变更后公司股本总额为13,000万股，每股面值为1元。后经数次增资，截至2018年6月25日，公司累计注册资本和实收资本均为36,480.00万元。2021年7月5日公司于深圳证券交易所创业板上市并公开发行股票数量4,054万股，股票简称“漱玉平民”，股票代码301017.SZ，发行价格8.86元/股，募集资金总额35,918.44万元，扣除发行费用后的募集资金净额29,936.61万元。截至2022年3月末，公司总股本为40,534万股，控股股东和实际控制人均为李文杰，其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370.00万股，占总股本的0.91%。

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，收入主要来自直营连锁门店医药产品的销售。截至2022年3月末，公司营销网络已覆盖山东省15个地市，合计拥有2,897家直营连锁门店，纳入公司合并报表范围一级子公司共27家（见附录四）。

二、本期债券概况

债券名称：漱玉平民大药房连锁股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过8亿元（含）；

债券期限和利率：6年；本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司

股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。

赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。此外，在本期债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含）或当本期债券未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

回售条款：本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本期债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会（或董事会授权人士）根据发行时具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露，原股东有权放弃配售权。原股东优先配售之外和原股东放弃优先配售后的部分采用通过深圳证券交易所交易系统网上发行的方式进行，或者采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。具体发行方式提请公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额预计不超过8亿元（含），资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模
漱玉平民现代物流项目（二期）	29,466.69	28,000.00
漱玉（枣庄）现代化医药物流项目	21,544.00	20,000.00
数字化建设项目	9,793.00	8,000.00
补充流动资金	--	24,000.00
合计	--	80,000.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

漱玉平民现代物流项目（二期）的实施主体为子公司山东飞跃达医药物流有限公司（以下简称“飞跃达医药”），项目建设地点位于济南市高新区飞跃大道，项目预计总投资29,466.69万元，拟使用本次募集资金28,000.00万元，项目投资内容包括15,359.04万元建筑安装工程费用、11,452.91万元设备购置、1,251.57万元工程建设其他费用以及1,403.18万元基本预备费。该项目建设周期为24个月，包括前期准备工作、土建工程、设备订货采购、设备安装调试、人员招聘与培训、试运营等，预计项目建成后，公司可形成覆盖山东全省的物流仓储配送网络，保障公司山东省内15个地级市内零售药店的医药商品配送。

漱玉（枣庄）现代化医药物流项目的实施主体为枣庄漱玉通达企业管理有限公司，项目建设地点位于枣庄市薛城高新区西区新医药产业园，项目预计总投资21,544.00万元，拟使用本次募集资金20,000.00万元，项目投资内容包括12,458.88万元建筑安装工程费用、5,928.58万元设备购置、2,130.64万元工程建设其他费用以及1,025.90万元基本预备费。该项目建设周期为24个月，包括前期准备工作、土建工程、设备订货采购、设备安装调试、人员招聘与培训、试运营等，预计项目建成后进一步提高公司在山东省西南以及周边的医药用品配送能力，提升仓储和配送效率。

数字化建设项目的实施主体为公司本部，项目预计总投资9,793.00万元，拟使用本次募集资金8,000.00万元，项目投资内容包括1,000.00万元机房改造、5,550.00万元软件投入、1,293.00万元硬件设备和1,950.00万元实施费用。该项目建设周期为3年，预计项目建成后实现数据的标准化和集中化管理，降低企业规模化后可能产生的经营及财务风险。

表2 本期债券募投项目审批情况

项目名称	文件名称	文号	出具时间
漱玉平民现代物流项目（二期）	《山东省建设项目备案证明》	2106-370171-04-01-173727	2021.6.2
	《山东省建设项目备案证明》	2109-370491-04-05-261794	2021.9.18
漱玉（枣庄）现代化医药物流项目	《枣庄市生态环境局高新区分局枣庄漱玉通达企业管理有限公司漱玉（枣庄）现代化医药物流项目环境影响报告表的批复意见》	枣环高行审[2022]B-10号	2022.5.24
数字化建设项目	《山东省建设项目备案证明》	2204-370112-04-01-525088	2022.4.11

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券的募集资金项目建设主要面向公司内部提供药品仓储及物流配送以及推进公司数字化建设进程，有助于缓解仓储压力、依托信息化、数字化的系统提升物流效率，降低运行成本，缩短物流作业

周期，提升公司的整体物流服务能力及盈利能力，经济效益无法直接测算，预计项目实施后产生的间接效益将在公司的经营中体现。

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。

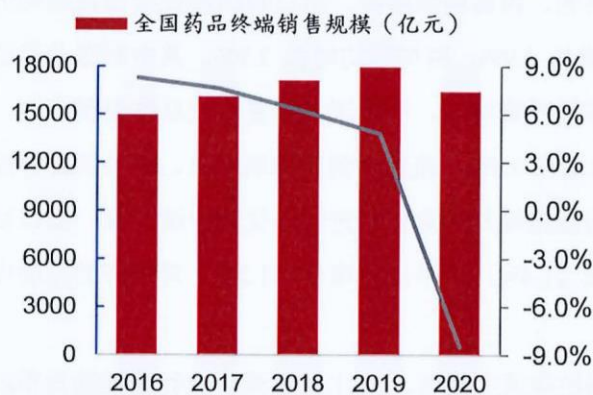
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业及区域经济环境

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

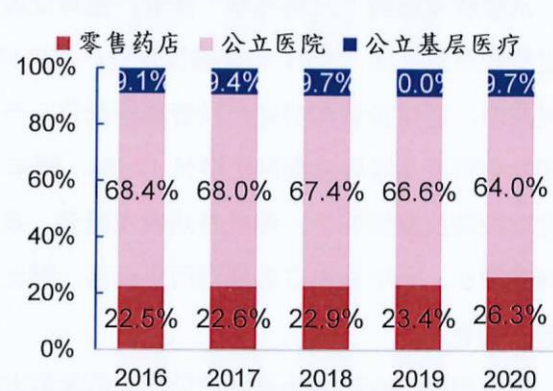
近年全国药品销售终端销售规模持续增长，但增速有所下滑。受疫情影响，2020年全国零售药店、公立医院和公立基层医疗三大终端的药品合计销售规模为1.64万亿元，较2019年下降8.5%。从终端销售结构来看，尽管公立医院仍占据主要市场，但销售占比逐年下降，而零售药店在终端销售的占比从2016年的22.5%逐渐提升至2020年的26.3%，第二大销售终端的地位稳固。在当前疫情防控依然严峻的形势下，预计医药销售规模仍将承压，而零售药店的重要性将逐渐抬升。

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

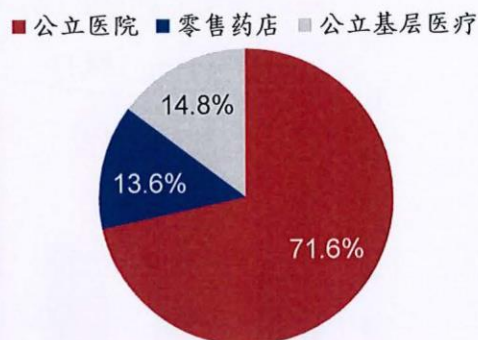


资料来源：米内网，中证鹏元整理

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


资料来源：米内网，中证鹏元整理

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

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3 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 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4 2020年TOP10零售药店市占率提升更为明显（单位：亿元）

项目	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5 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、公司治理与管理

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、法规及规范性文件的要求制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理框架，并制定了相应的议事规则，为公司法人治理的规范化运行提供了制度保证。

股东大会为公司的权力机构，主要行使决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非职工代表担任的董事和监事、审议批准董事会和监事会报告等职权。公司董事会对股东大会负责，主要行使执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案等职权，由9名董事组成，董事由股东大会选举或更换，任期3年，任期届满可以连任，设董事长1名，其中包括3名独立董事。公司设总裁1名，由董事会聘任或解聘，主要行使主持公司经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权，总裁每届任期3年，连聘可以连任；设副总裁兼董事会秘书1名，协助总裁开展公司的管理工作、负责股东大会和董事会会议的筹备、办理信息披露等事宜。公司监事会由3名监事组成，任期3年，任期届满可以连任，设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生，监事会至少每半年召开一次会议。公司实际控制人为李文杰，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，漱玉有限监事，2015年11月至今任公司董事长，行业经验丰富。

公司设置了集团化的管理架构，在总部设置了财务中心、营运中心、商品中心等管理中心，各管理中心下设职能部门，各管理中心和职能部门均属于总部管理机构。各子公司根据员工规模、门店家数的不同设置不同的细化管理部门，必须设置的管理部门包括营运部、质管部、财务部和综合管理部。截至

2021年末，公司在职员工数量11,023人，其中母公司在职工数量4,148人，从专业构成来看，销售人员数量最多，占总人数比重为93.65%；从教育程度来看，本科及以上学历共1,942人，占总人数比重为17.62%。总体来看，公司在内部管理制度、组织架构设置和人员配置等方面能够满足公司日常业务经营和管理的需要。

表6 截至2021年末公司员工数量、专业构成及教育程度（单位：人）

专业构成		教育程度	
类别	人数	类别	人数
销售人员	10,323	研究生及以上	29
技术人员	76	大学	1,913
财务人员	130	大专	4,374
行政人员	494	大专以下	4,707
合计	11,023	合计	11,023

资料来源：公司2021年度报告，中证鹏元整理

六、经营与竞争

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，实现山东省内市场的合理化布局。截至2022年3月末，公司营销网络已覆盖山东省15个地级市，在山东省及其他省份共拥有门店3,686家，其中直营门店2,897家，加盟门店789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，随着处方外流和医药分开等医改政策的逐步推行，低毛利率的处方药销售占比有所提升，导致公司2019-2021年整体毛利率有所下降。

表7 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		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
零售	13.93	31.97%	47.53	28.52%	41.91	30.14%	31.73	32.28%
批发	1.57	3.14%	4.15	6.34%	3.17	2.36%	1.65	0.35%
促销、陈列与咨询服务	0.30	100.00%	1.19	100.00%	1.16	100.00%	1.16	100.00%
主营业务合计	15.80	30.40%	52.86	28.39%	46.24	29.99%	34.54	33.02%
其他业务收入	0.08	79.67%	0.35	47.00%	0.16	65.38%	0.13	100.00%
合计	15.87	30.63%	53.22	28.51%	46.40	30.11%	34.67	33.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司深耕山东省内市场，近年门店数量持续增长，但新设及并购门店达到正常运行需要一定的培育期，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2022年3月末，公司在山东省及其他省份共拥有门店3,686家，其中直营门店2,897家（辽宁省40家、福建省152家，其余直营门店均位于山东省内），加盟门店789家。公司已取得医保资质的门店2,246家，占直营门店数量的77.53%。

公司门店扩张的主要方式包括自建、并购和加盟三种模式，2019-2021年和2022年1-3月公司直营门店数量为1,687家、1,851家、2,592家和2,897家，2021年门店扩张速度明显加快，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，2021年全年新增特许经营签约药店603家，加盟业务进入快速发展期，形成了以长江以北区域市场为聚焦，覆盖山东省、辽宁省、天津市、吉林省、黑龙江省、山西省、安徽省和河北省等区域的漱玉健康加盟网络。

表8 近年公司直营门店整体经营情况

项目	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
线下门店零售收入(亿元)	13.44	45.92	40.53	30.94
直营门店数量(家)	2,897	2,592	1,851	1,687
其中：自建	2,672	2,311	1,841	1,649
并购	225	281	10	38
医保资质门店(家)	2,246	2,126	1,583	1,391
平均门店收入(万元/家)	51.58	216.90	229.13	193.26
平均门店客单量(万单/家)	0.57	2.60	3.17	2.85
平均客单价(元/单)	89.83	83.32	84.52	78.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

值得注意的是，2021年新冠疫情进入常态化防控态势，各地纷纷出台入店客流登记、感冒清热发烧等品类药品暂停门店销售、门店暂时关闭等措施，相关门店客流及销售额受到影响，2021年公司平均门店收入和平均门店客单量较2020年有所下降，整体零售收入增速弱于门店数量扩张增速。同时由于公司自建门店快速增长，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，因此对当期净利润产生一定的负面影响，需关注新增门店对公司未来业绩可能产生的不利影响。

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，但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，因此中西成药毛利率有所下降；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9 近年公司零售收入销售品种结构（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中西成药	10.45	75.02%	35.63	74.97%	29.25	69.80%	23.33	73.54%
保健食品	1.13	8.12%	4.36	9.17%	3.85	9.18%	3.59	11.32%
中药饮片	0.82	5.86%	3.22	6.78%	2.78	6.62%	2.21	6.98%
健康器械	1.08	7.73%	3.68	7.74%	4.53	10.81%	2.10	6.63%
其他商品	0.45	3.26%	0.64	1.35%	1.51	3.59%	0.49	1.54%
合计	13.93	100.00%	47.53	100.00%	41.91	100.00%	31.73	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，2021年公司收购沈阳新利安德医药连锁有限公司15%股权后共持有其60%股权实现控制，因此辽宁省亦对门店收入亦形成一定贡献。此外，公司近年积极拓展漱玉全优、天猫旗舰店、京东旗舰店等线上平台，线上业务亦取得较快发展。

表10 近年公司各区域零售收入情况（亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
零售与批发收入	15.50	98.10%	51.67	97.75%	45.08	97.49%	33.38	96.65%
其中：鲁中大区	7.58	47.97%	25.85	48.90%	24.18	52.29%	20.08	58.13%
鲁西南大区	1.28	8.11%	4.91	9.28%	3.94	8.53%	2.55	7.39%
鲁北大区	2.46	15.59%	9.67	18.29%	8.76	18.95%	5.78	16.75%
鲁南大区	1.22	7.73%	4.33	8.20%	3.32	7.19%	1.41	4.09%
鲁西北大区	0.92	5.82%	3.73	7.06%	3.02	6.53%	2.16	6.25%
青岛大区	1.80	11.42%	2.91	5.50%	1.85	4.01%	1.39	4.04%
辽宁大区	0.23	1.47%	0.27	0.52%	--	--	--	--
促销、陈列与咨询服务收入	0.30	1.90%	1.19	2.25%	1.16	2.51%	1.16	3.35%
合计	15.80	100.00%	52.86	100.00%	46.24	100.00%	34.54	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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 截至2021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	914	794	105,896	62
鲁北大区	451	345	51,284	54
鲁西南大区	336	234	37,666	39
鲁南大区	290	210	35,448	37

青岛大区	338	317	41,322	48
鲁西北大区	223	188	24,746	42
辽宁大区	40	38	5,438	54
合计	2,592	2,126	301,799	51

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司根据自身业务布局建立了配套的商品采购及物流配送体系，随着门店数量的持续扩张，近年公司采购规模持续增长，新建物流项目亦同步推进

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，商品采购主要由飞跃达医药采购部负责，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。2021 年全年公司合作供应商达 1,280 余家，在营商品数量达到 2 万余个。2019-2021 年和 2022 年 1-3 月公司前五大供应商的采购占比为 39.97%、40.17%、41.57% 和 41.73%，整体采购情况较为稳定，其中江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位 2019 年起进入公司前五大供应商，主要系其原在医院销售的处方药逐步流向院外市场。

表12 近年公司采购品种结构（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中西成药	9.50	79.01%	32.71	79.75%	26.90	74.87%	17.84	79.50%
保健食品	0.77	6.39%	3.04	7.41%	2.18	6.05%	1.90	8.47%
中药饮片	0.59	4.90%	2.38	5.81%	1.85	5.14%	1.20	5.37%
健康器械	0.70	5.86%	2.69	6.56%	3.68	10.24%	1.11	4.96%
其他商品	0.46	3.84%	0.20	0.48%	1.32	3.69%	0.38	1.70%
合计	12.02	100.00%	41.01	100.00%	35.92	100.00%	22.44	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
2022年 1-3月	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	13,576.03	11.29%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	12,127.45	10.09%

	上药控股有限公司及其关联单位	10,468.45	8.71%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	9,506.14	7.91%
	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位	4,498.74	3.74%
	合计	50,176.80	41.73%
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%
2020年	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位	38,526.32	10.72%
	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	37,212.58	10.36%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	24,658.05	6.86%
	上药控股有限公司及其关联单位	22,343.41	6.22%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	21,543.69	6.00%
	合计	144,284.05	40.17%
2019年	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	25,488.71	11.36%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	21,632.46	9.64%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	17,041.09	7.59%
	瑞康医药股份有限公司及其关联单位	14,067.82	6.27%
	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位	11,464.83	5.11%
	合计	89,694.92	39.97%

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%。公司建立了以济南为中心向周边辐射、地市级配送中心直达门店配送网络。截至 2021 年末，公司共拥有济南、东营、烟台、临沂、枣庄、青岛及沈阳 7 个物流配送中心，总建筑面积超过 4.78 万平方米，保障了公司山东省内 15 个地级市和沈阳市所有直营及加盟门店的商品配送和保障服务，平均每天作业超过 10 万条。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，整体物流年配送箱件超过 360 万件。

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，主要包括本期债券的拟投资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，但拟建项目投资规模较大，公司亦面临一定的资金压力。

医药批发等其他业务为公司营业收入形成良好补充

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，2019-2021年和2022年1-3月批发业务的前五大客户占比分别为55.26%、49.48%、52.96%和50.08%，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14 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
2022年1-3月	青岛紫光及其关联单位	3,965.50	25.23%
	甘肃众友健康医药股份有限公司及其关联单位	2,669.26	16.99%
	临沂市天一医药有限公司	504.29	3.21%
	招远市医药有限责任公司	366.03	2.33%
	山东奥瑞森医药有限公司	363.81	2.32%
	合计	7,868.90	50.08%
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%
2020年	青岛紫光及其关联单位	10,509.88	33.17%
	山东奥瑞森医药有限公司	2,116.72	6.68%
	招远市医药有限责任公司	1,401.37	4.42%
	聊城利民华德药品有限公司	966.48	3.05%
	威海市天福医药有限公司	684.16	2.16%
	合计	15,678.61	49.48%
2019年	青岛紫光及其关联单位	6,287.49	38.12%
	威海市天福医药有限公司	907.79	5.50%
	山东小药药医药科技有限公司	702.05	4.26%
	青岛宏风药业有限责任公司	694.76	4.21%
	招远市医药有限责任公司	522.20	3.17%
	合计	9,114.28	55.26%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、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2018-2020年三年连审审计报告、2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制近三年合并报表范围变化情况如下：

表15 纳入公司合并范围的子公司变动情况

年份	合并范围子公司变动	变更方向	方式
2019	山东漱玉换能生物技术有限公司	减少	处置
	北京泊云利华科技发展有限公司	减少	处置
	淄博漱玉平民大药房有限公司	增加	新设
2020	漱玉瑞桃健康科技（济南）有限责任公司	增加	新设
	漱玉瑞桃健康科技（济南）有限责任公司	减少	处置
	济南慈家护理院有限公司	增加	非同一控制下企业合并
2021	山东威登医药科技有限公司	减少	持股比例降低改为权益法核算
	青岛春天之星医药连锁有限公司	增加	非同一控制下企业合并
	青岛康杰大药房有限公司	增加	非同一控制下企业合并
	沈阳新利安德医药连锁有限公司	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

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，存货及商誉规模较大，存在一定的存货跌价风险和商誉减值风险

随着近年主营业务的快速发展，公司近年资产规模持续增长。从资产结构来看以流动资产为主，系公司主要采取租赁物业开展经营，故整体呈现轻资产的经营特点。

随着经营活动现金流持续流入以及IPO的成功募集，公司近年货币资金保持增长，2021年末受限货币资金规模为2.96亿元，主要为票据保证金。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。存货是公司最主要的资产之一，主要由库存商品构成，随着近年门店数量的持续扩张，新增门店的备货需求导致公司存货规模持续增长，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、哈尔滨宝丰大药房

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宁夏中宁枸杞产业发展股份有限公司、济南和医健康管理合伙企业（有限合伙）等公司的股权，2021年权益法核算的投资收益为-0.02亿元，尚未产生明显收益。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，近年新增主要系部分在建工程转固，2021年末账面价值207.33万元的权属证书仍在办理中。2021年公司购得青岛春天之星医药连锁有限公司80%股权、青岛康杰大药房有限公司51%股权、沈阳新利安德医药连锁有限公司60%股权等，新增商誉3.54亿元，进一步完善了省内的布局并开拓了辽宁市场，但被购买方当年整体业绩较为一般，需关注后续整合情况，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。

整体而言，公司近年资产规模持续增长，但应收批发款存在一定的回收风险，且存在一定的存货跌价风险和商誉减值风险。

表16 公司 2021 年末商誉构成情况（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
临沂漱玉平民大药房有限公司	1,640.93	1,640.93	0.00
康通华泰 57 家门店	1,300.00	0.00	1,300.00
东营益生堂药业连锁有限公司	5,663.46	0.00	5,663.46
东营康杰 23 家门店	5,278.97	0.00	5,278.97
青岛康杰 50 家门店	3,109.76	0.00	3,109.76
青岛宏泰 70 家门店	4,336.65	0.00	4,336.65
青岛紫光 36 家门店	10,920.00	0.00	10,920.00
济南慈家护理院有限公司	666.33	0.00	666.33
青岛春天之星医药连锁有限公司	27,496.87	0.00	27,496.87
滨州瑞丰 24 家门店	1,150.57	0.00	1,150.57
沈阳新利安德医药连锁有限公司	3,258.74	0.00	3,258.74
青岛康杰大药房有限公司	3,542.50	0.00	3,542.50
合计	68,364.79	1,640.93	66,723.85

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.94	12.79%	6.22	12.43%	5.64	18.34%	4.58	18.75%
应收账款	4.50	8.29%	3.11	6.21%	2.58	8.38%	2.12	8.66%
预付款项	2.06	3.79%	2.07	4.14%	2.12	6.89%	1.86	7.60%
存货	13.27	24.46%	12.26	24.52%	9.12	29.67%	6.12	25.05%
流动资产合计	29.71	54.78%	27.30	54.58%	19.94	64.84%	15.20	62.25%
其他非流动金融资产	1.08	1.99%	1.33	2.67%	1.14	3.71%	0.97	3.97%
长期股权投资	1.36	2.50%	0.92	1.85%	0.95	3.08%	0.67	2.73%

固定资产	3.66	6.74%	3.72	7.43%	3.36	10.92%	2.87	11.76%
商誉	6.67	12.30%	6.67	13.34%	3.13	10.17%	3.06	12.54%
非流动资产合计	24.52	45.22%	22.72	45.42%	10.81	35.16%	9.22	37.75%
资产总计	54.24	100.00%	50.03	100.00%	30.75	100.00%	24.42	100.00%

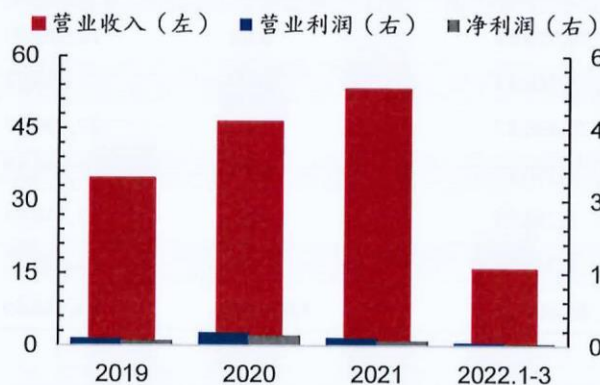
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司近年营业收入持续增长，2021 年受疫情及新开店影响净利润出现下滑，随着医改政策的推进，预计公司盈利能力仍将承压

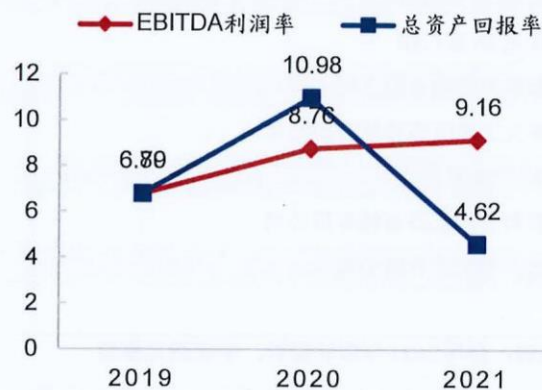
近年公司营业收入保持增长态势，主要受益于近年通过收购及新设立门店等方式实现直营门店数量的快速增长，对加盟店的批发等其他业务收入也对营业收入形成了较好补充，但也需要注意到新冠疫情对门店客流的影响导致公司 2021 年零售收入增速出现放缓。毛利率方面，随着处方外流和医药分开等医改政策的逐步推行，低毛利的处方药销售占比有所提升，导致公司 2019-2021 年整体毛利率有所下降，同时自建门店的快速增长对 2021 年业绩造成了一定的负面影响，营业利润及净利润规模相比 2020 年有所下滑。从盈利能力指标来看，公司利润规模的下降对 2021 年的总资产回报率造成一定影响。随着医改政策的持续推进，预计公司未来盈利能力仍将有所承压。

图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告，中证鹏元整理

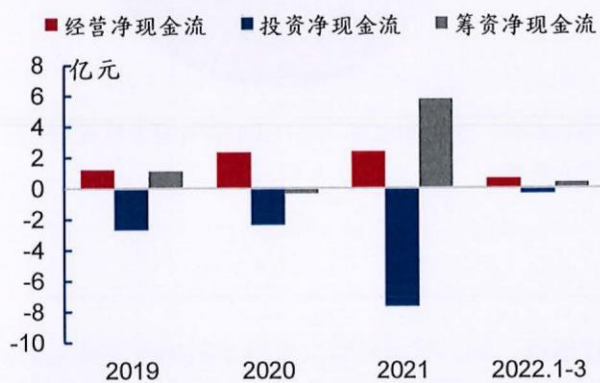
现金流

近年公司经营活动现金流呈净流入态势，但物流项目建设和对外并购等因素导致投资活动现金流净流出扩大，且预计未来仍将面临一定的资本支出压力

由于公司零售业务的终端客户多为个体消费者，随着经营规模的扩张，公司近年经营活动现金流表现较好；2021 年为进一步完善省内布局及拓展省外市场，公司进行了相应的外延并购，2021 年购得青岛

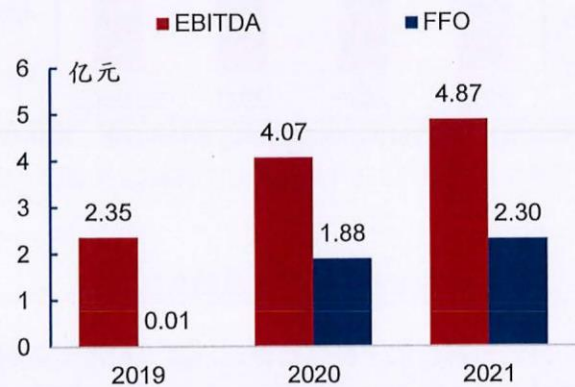
春天之星医药连锁有限公司80%股权、青岛康杰大药房有限公司51%股权和沈阳新利安德医药连锁有限公司60%股权等，同时在建物流项目持续推进，因此2021年投资活动现金净流出规模大幅增长；同时公司2021年IPO成功以及对外并购的资金需求增加，2021年筹资活动现金净额大幅增长。随着未来医药零售行业集中度的持续提升，公司在对外并购和物流建设等方面仍将面临一定的资本支出压力，需注公司经营现金流对资本支出的匹配能力，若新设及并购门店的经营业绩不及预期，将加大公司外部融资压力。

图9 公司现金流结构



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况

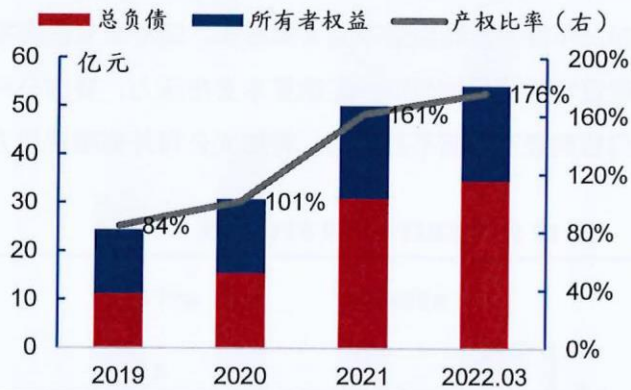


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告，中证鹏元整理

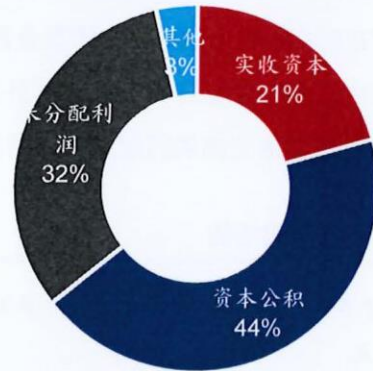
资本结构与偿债能力

公司总债务规模有所增长，短期偿债压力较大

随着盈余积累以及IPO的募资成功，公司近年所有者权益规模实现持续增长，同时并购资金需求、门店数量扩张带来的采购需求以及新租赁准则的实施亦使公司总负债规模增长较快，所有者权益对负债的整体保障程度有所下降。

图 11 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 12 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司以流动负债为主。

公司短期借款主要包括保证借款、信用借款和质押借款，2021 年增幅较大主要系新增流动资金借款用于采购。公司应付票据和应付账款系采购商品及物料开具的银行承兑汇票及产生的应付供应商货款，随着近年公司门店数量增长带来的新增采购需求，应付款项整体规模亦保持同步增长。一年内到期的非流动负债主要系执行新租赁准则产生的一年内到期的租赁负债。其他流动负债 2021 年增幅较大，主要系 5.82 亿元不满足终止确认条件的未到期已背书票据计入其他流动负债。公司长期借款规模较小，2021 年新增保证借款主要用于并购。

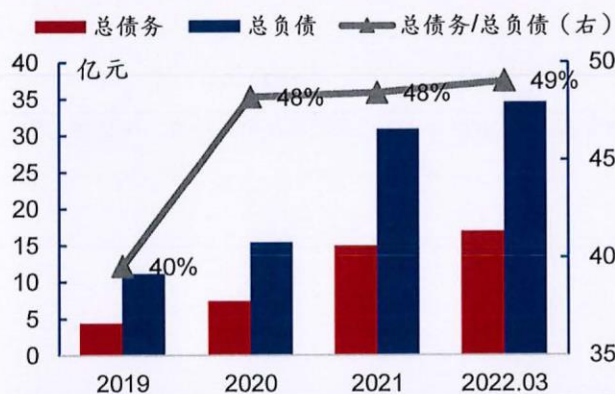
表 18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.87	19.88%	5.51	17.83%	1.08	7.00%	1.20	10.76%
应付票据	2.25	6.52%	2.60	8.41%	6.37	41.23%	3.21	28.80%
应付账款	10.05	29.06%	7.62	24.66%	5.92	38.33%	4.87	43.61%
一年内到期的非流动负债	2.99	8.63%	2.53	8.19%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他流动负债	5.41	15.65%	5.83	18.86%	0.07	0.46%	0.09	0.80%
流动负债合计	29.39	85.01%	26.23	84.92%	15.27	98.82%	11.01	98.64%
长期借款	1.73	5.00%	1.62	5.26%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
租赁负债	3.12	9.01%	2.70	8.75%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	5.18	14.99%	4.66	15.08%	0.18	1.18%	0.15	1.36%
负债合计	34.57	100.00%	30.89	100.00%	15.45	100.00%	11.16	100.00%

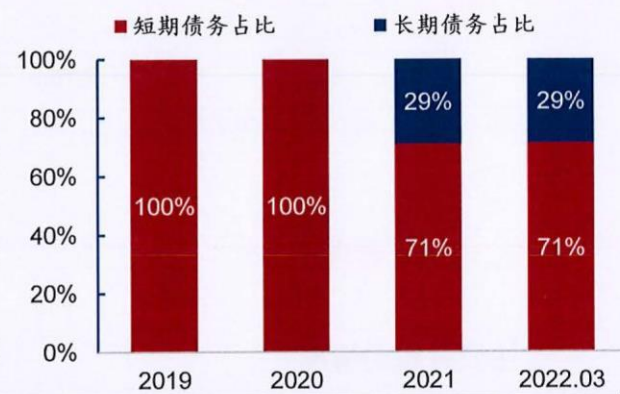
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

随着公司经营规模的扩张带来采购和并购资金需求的增长，公司总债务规模呈增长趋势，同时新租

赁准则的实施使公司2021年资产负债率快速提升。从期限结构来看，公司2021年新增长期并购贷款，但整体仍集中于短期债务；从流动性比率来看，近年公司速动比率和现金短期债务比整体呈下降趋势，短期偿付压力有所加大。从主要偿债指标来看，虽然公司EBITDA与营业收入保持同步增长，但由于债务规模亦快速增长，公司EBITDA对净债务和利息的保障程度均有所降低。公司近年经营活动现金流净额保持良性增长，银行尚未使用授信额度尚可，但考虑到公司营销网络的快速增长，仍需关注未来债务压力的上升可能。

图 13 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 14 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

表19 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	63.74%	61.74%	50.25%	45.69%
净债务/EBITDA	--	1.55	0.76	0.35
EBITDA 利息保障倍数	--	15.24	61.47	224.74
总债务/总资本	47.93%	46.13%	32.82%	25.88%
FFO/净债务	--	30.52%	60.80%	1.74%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的公司本部及实际控制人（李文杰）信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2022年5月7日），公司本部及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。

或有事项分析

2018年4月16日，临沂高新区裕丰民间资本管理有限公司向临沂市兰山区人民法院提起诉讼，请求判令被告康源医药连锁有限公司、临沂漱玉平民大药房有限公司、萧（肖）卫生、白文梅、肖功字偿还原告借款400.00万元以及利息、违约金，并承担本案的诉讼费、保全费等费用。

临沂高新区裕丰民间资本管理有限公司于2018年4月18日向法院申请财产保全，2018年4月20日，临沂市兰山区人民法院出具（2018）鲁1302民初7127号之一《民事裁定书》，裁定：查封（冻结）康源医药连锁有限公司、临沂漱玉平民大药房有限公司、萧（肖）卫生、白文梅、肖功字价值800.00万元的财产；其中，冻结银行存款的期限为1年，查封动产的期限为2年，查封不动产的期限为3年。截至2018年12月31日，实际冻结临沂漱玉平民大药房有限公司银行存款1,537,583.78元。

2018年12月14日，兰山区法院作出《民事判决书》（【2018】鲁1302民初7127号），判定被告康源医药连锁有限公司向原告临沂高新区裕丰民间资本管理有限公司偿还借款400.00万元及逾期付款利息；被告临沂漱玉平民大药房有限公司、萧（肖）卫生、萧功字、白文梅对上述债务承担连带清偿责任。临沂漱玉平民大药房有限公司根据法院判决偿付及计算方式计提相应预计负债。

2019年5月15日，临沂高新区裕丰民间资本管理有限公司以法院未实际足额保全被申请人财产为

由，提出补充查封财产申请书，请求查封康源医药连锁有限公司、临沂漱玉平民大药房有限公司、萧（肖）卫生、白文梅、肖功字价值800.00万元的财产，其中，冻结银行存款的期限为1年，查封动产的期限为2年，查封不动产的期限为3年。截至2019年12月31日，实际冻结临沂漱玉平民大药房有限公司银行存款3,213,733.98元。

临沂漱玉平民大药房有限公司于2018年12月29日向临沂市中级人民法院提出上诉，请求撤销临沂市兰山区人民法院（2018）鲁1302民初7127号民事判决第二项中上诉人承担连带清偿责任的部分。2020年2月28日，山东省临沂市中级人民法院对该案件作出终审判决，根据（2019）鲁13民终6598号民事判决书，临沂漱玉平民大药房有限公司的上诉请求成立，变更临沂市兰山区人民法院（2018）鲁1302民初7127号判决第二项为：萧（肖）卫生、萧功字、白文梅对上述债务承担连带清偿责任。临沂漱玉平民大药房有限公司依据《企业会计准则-或有事项》、《企业会计准则-资产负债表日后事项》的相关要求，对上述2018年度计提的预计负债7,057,534.25元予以冲回。

2021年6月7日，山东省高级人民法院基于再审申请人临沂高新区裕丰民间资本管理有限公司申请，做出（2021）鲁民申3054号民事裁定，指令山东省临沂市中级人民法院再审。经审理，2022年3月14日，山东省临沂市中级人民法院做出终审判决，撤销（2019）鲁13民终6598号民事判决；维持山东省临沂市兰山区人民法院（2018）鲁1302民初7127号民事判决。临沂漱玉平民大药房有限公司依据《企业会计准则-或有事项》、《企业会计准则-资产负债表日后事项》的相关要求，对上述案件计提预计负债9,259,361.64元。

根据公司提供的《山东省临沂市兰山区人民法院结案通知书》（（2022）鲁1302执2358号），申请执行临沂高新区裕丰民间资本管理有限公司与被执行人萧卫生、白文梅、萧功字、康源医药连锁有限公司、临沂漱玉平民大药房有限公司借款合同纠纷一案，执行依据（2018）鲁1302民初7127号民事判决，执行过程中被执行人履行完毕上述生效法律文书确定的全部义务，2022年6月13日申请执行人申请结案，该案已执行完毕。

九、抗风险能力分析

零售药店作为国内第二大销售终端，是处方外流相关政策的主要引导方向，且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，预计国内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，在省内具有规模优势，且近年通过自建、并购、加盟等方式持续扩张门店数量，营销网络逐步扩大，营收规模持续增长，经营活动现金流呈净流入态势。同时中证鹏元也关注到，公司上市后门店扩张速度明显加快，而新拓展门店前期投入费用较高且需一定时间培育客流，需关注对公司未来业绩可能产生的不利影响；公司商誉规模较大，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；受一系列医改政策执行的影响，公司销售毛利率存在一定的

下行压力，且部分品种存在降价的可能，未来需关注潜在的存货跌价风险；随着近年营销网络的持续拓展，公司在商品采购和物流建设方面的资金需求加大，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方面亦面临一定的资本支出压力；近年公司总债务规模有所增长，且短期债务占比较高，EBITDA对净债务和利息的保障程度有所降低。速动比率和现金短期债务比亦呈下降趋势，短期偿债压力较大。

整体来看，公司抗风险能力尚可。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，公司日常经营活动形成的现金流入是本期债券偿债资金的重要来源。公司作为主要面向个体消费者的零售药店企业，近年经营活动现金净流入保持良好态势，2019-2021年以及2022年1-3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为40.76亿元、53.24亿元、57.70亿元和15.62亿元，经营活动现金流净额分别为1.23亿元、2.34亿元、2.38亿元和0.63亿元，但也需注意到公司门店客流及销售额受新冠疫情的影响以及新增门店面临的业绩不确定性，未来经营活动现金流可能存在一定的波动性。

其次，公司资产抵押融资或变现可为本期债券还本付息提供一定的资金来源。2021年末公司固定资产中的房屋及建筑物账面价值3.08亿元，无形资产中的土地使用权账面价值0.38亿元，公司必要时可通过上述资产抵押或变现获得偿债资金，但极端情况下一定规模的资产集中变现易遭受流动性风险，能否顺利变现及变现金额存在一定的不确定性。

此外，若本期债券在转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌因素致使债券持有人未进行转股的可能性。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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	6.94	6.22	5.64	4.58
存货	13.27	12.26	9.12	6.12
流动资产合计	29.71	27.30	19.94	15.20
商誉	6.67	6.67	3.13	3.06
非流动资产合计	24.52	22.72	10.81	9.22
资产总计	54.24	50.03	30.75	24.42
短期借款	6.87	5.51	1.08	1.20
应付账款	10.05	7.62	5.92	4.87
一年内到期的非流动负债	2.99	2.53	0.00	0.00
其他流动负债	5.41	5.83	0.07	0.09
流动负债合计	29.39	26.23	15.27	11.01
长期借款	1.73	1.62	0.00	0.00
非流动负债合计	5.18	4.66	0.18	0.15
负债合计	34.57	30.89	15.45	11.16
总债务	16.95	14.96	7.45	4.41
归属于母公司的所有者权益	19.39	18.90	15.20	13.18
营业收入	15.87	53.22	46.40	34.67
净利润	0.49	1.14	2.20	1.08
经营活动产生的现金流量净额	0.63	2.38	2.34	1.23
投资活动产生的现金流量净额	-0.34	-7.66	-2.36	-2.68
筹资活动产生的现金流量净额	0.36	5.78	-0.34	1.12
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	30.63%	28.51%	30.11%	33.27%
EBITDA 利润率	--	9.16%	8.76%	6.79%
总资产回报率	--	4.62%	10.98%	6.80%
产权比率	175.79%	161.37%	100.99%	84.13%
资产负债率	63.74%	61.74%	50.25%	45.69%
净债务/EBITDA	--	1.55	0.76	0.35
EBITDA 利息保障倍数	--	15.24	61.47	224.74
总债务/总资本	47.93%	46.13%	32.82%	25.88%
FFO/净债务	--	30.52%	60.80%	1.74%
速动比率	0.56	0.57	0.71	0.83
现金短期债务比	0.75	0.84	0.76	1.04

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司（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	1,000	100	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	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	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	600	100	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	1,500	100	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	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	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	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	1,000	100	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	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	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	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	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	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	药品及健康相关商品的批发送
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	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	药品及健康相关商品的批发送
山东漱玉健康大药房连锁有限公司	200	100	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	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）
山东喜雨健康咨询有限公司	300	100	医疗相关产业投资
山东漱玉甄冠电子商务有限公司	420	71.43	非药品、食品及其他日用品的多渠道营销服务
济南平民超市有限公司	10	100	日用百货销售，小餐饮、小食杂、食品小作坊经营
济南漱玉平民信息咨询有限公司	10	100	企业管理咨询、促销活动策划、企业形象策划等
漱玉瑞桃健康科技（济南）有限责任公司	100	70	健康科技领域内的技术开发等
山东善水网络有限公司	1,000	80	网络技术服务
黑龙江漱玉平民企业管理有限公司	10,000	100	药品及健康相关商品的零售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司（非上市）
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



登记机关

2018年11月05日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光大厦 3 楼

编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)



2018 年 12 月 21 日


此复印件仅供
张剑文
再复印无效

SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导 self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	秦风明	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030216080001	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2016-08-13			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030216080001	2016-08-13	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	




SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	何馨逸	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220080005	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-08-14			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030220080005	2020-08-14	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

