

信用评级公告

联合〔2024〕353号

联合资信评估股份有限公司通过对益丰大药房连锁股份有限公司及其拟向不特定对象发行的可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定益丰大药房连锁股份有限公司主体长期信用等级为 AA，益丰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信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年一月二十四日

益丰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信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本次债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本次债券发行规模：不超过 17.97 亿元（含）

本次债券发行期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：江苏二期、湖北医药分拣加工中心及河北医药库房建设项目，益丰数字化平台升级项目，新建连锁药店项目

评级时间：2024 年 1 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“公司”或“益丰药房”）作为中国医药零售行业头部企业之一，在品牌知名度、终端覆盖范围、供应链及物流体系建设和客户粘性等方面具有综合竞争优势。近年来，公司通过内生发展和外延并购，门店数量大幅增加，资产总额、所有者权益、收入和利润规模持续增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到医药零售行业竞争激烈、频繁并购产生的商誉规模较大且面临一定的减值风险、债务规模较大且期限结构有待改善等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

本次可转换公司债券发行规模不超过 17.97 亿元（含），期限为 6 年，公司 EBITDA、经营活动现金净流入对发行后长期债务的覆盖程度较高，同时考虑到本次可转换公司债券未来转股因素，公司对本次可转换公司债券的保障或将增强。

未来，随着在建项目逐步投入运营，公司经营规模有望进一步扩大，综合实力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本次可转换公司债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司品牌知名度较高，终端覆盖范围较广。公司在多年经营中形成了较高的品牌知名度；截至 2023 年 6 月底，公司拥有医药零售连锁门店合计 11580 家（其中直营门店 9089 家），且门店主要布局在华东和中南等经济较发达地区，外部发展环境良好。

2. 公司供应链和物流体系建设情况良好，为提高经营效率和扩张终端门店规模形成了较强保障。公司已与大量知名药品生产企业及批发企业建立了稳定的合作关系，并采用物流业内先进设备与技术在中南、华东、华南、华北等主要区域建立了现代化物流配送中心。

3. 公司门店数量快速增长，医保门店占比高，客户粘性较强。2020—2022 年底，公司门店数量逐年增长，年均复合增长 30.92%。截至 2022 年底，公司医保门店占直营门店的

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	4
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
指示评级				aa
个体调整因素				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素				--
评级结果				AA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：孙长征（项目负责人） 王阳

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

86.74%；2023 年上半年，公司对会员销售占比为 73.02%。

4. 公司资产、所有者权益、收入和利润规模持续增长。2020—2022 年底，公司资产总额、所有者权益均持续增长，年均复合增长率分别为 17.16% 和 26.91%。2020—2022 年，公司营业总收入和利润总额持续增长，年均复合增长率分别达 23.00% 和 29.05%。

关注

1. 医药零售行业集中度较低、同业竞争压力大，且面临一定的经营风险。中国医药零售行业集中度仍处于较低水平，行业内部竞争激烈，一定程度上压缩了经营者的利润空间。同时，中国医药体制改革的具体政策仍存在一定的不确定性，使公司经营面临一定风险。

2. 公司并购频繁，面临一定的商誉减值风险。近年来，公司为扩大终端覆盖范围而并购频繁，形成了较大规模的商誉。2020—2022 年底，公司商誉持续增长，年均复合增长 12.01%；截至 2022 年底，公司商誉为 41.88 亿元，占同期资产总额的 19.91%。未来若被收购单位经营业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

3. 公司债务规模较大，且债务期限结构有待改善。2020—2022 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 5.53%。截至 2022 年底，公司全部债务 85.40 亿元，其中短期债务占 74.48%。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年9月
现金类资产(亿元)	41.06	30.83	41.64	46.09
资产总额(亿元)	153.27	170.52	210.39	219.35
所有者权益(亿元)	56.63	78.65	91.21	100.19
短期债务(亿元)	39.26	44.75	63.61	60.92
长期债务(亿元)	37.43	23.90	21.80	21.23
全部债务(亿元)	76.69	68.64	85.40	82.15
营业总收入(亿元)	131.45	153.26	198.86	158.88
利润总额(亿元)	11.27	13.38	18.77	14.68
EBITDA(亿元)	23.53	28.16	36.29	--
经营性净现金流(亿元)	23.30	21.50	39.20	28.82
营业利润率(%)	37.56	39.98	39.18	39.19
净资产收益率(%)	14.82	12.60	15.65	--
资产负债率(%)	63.05	53.88	56.64	54.32
全部债务资本化比率(%)	57.52	46.60	48.36	45.05
流动比率(%)	130.59	117.36	109.51	108.38
经营现金流动负债比(%)	39.71	31.87	40.59	--
现金短期债务比(倍)	1.05	0.69	0.65	0.76
EBITDA利息倍数(倍)	12.64	16.67	21.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.26	2.44	2.35	--
公司本部(母公司)				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年9月
资产总额(亿元)	92.02	97.30	121.88	/
所有者权益(亿元)	36.05	50.03	50.71	/
全部债务(亿元)	53.31	43.50	60.54	/
营业总收入(亿元)	33.65	38.28	45.19	/
利润总额(亿元)	1.88	2.03	2.97	/
资产负债率(%)	60.82	48.58	58.39	/
全部债务资本化比率(%)	59.66	46.51	54.42	/
流动比率(%)	188.19	149.48	123.97	/
经营现金流动负债比(%)	30.22	6.83	21.84	/

注: 1. 公司2023年1-9月财务报表未经审计, 未披露公司本部财务数据; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 本文所用2020年财务数据系2021年调整后期初数/上期数; 4. "--"表示指标不适用, "/"表示数据未获取

资料来源: 公司提供

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2023/02/23	孙长征 王阳	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型(打分表) V4.0.202208	--
AA	稳定	2019/09/24	唐玉丽 罗峤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

益丰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信用评级报告

一、主体概况

益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“公司”或“益丰药房”）前身为成立于2008年6月的湖南益丰大药房医药连锁有限公司（以下简称“益丰有限”）。2011年8月，益丰有限整体变更为股份有限公司并更名为现名称，发起人为自然人高毅及湖南益丰医药投资管理有限公司等5名法人股东。经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）核准，公司于2015年2月首次公开发行人民币普通股（A股）0.40亿股，发行后股本为1.60亿股；公司股票同月在上海证券交易所上市，股票简称“益丰药房”，股票代码为“603939.SH”。后经多次增资、股权变更，截至2023年9月底，公司股本总额为10.10亿股；高毅及其一致行动人宁波梅山保税港区厚信创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“厚信创投”）、宁波梅山保税港区益之丰企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“益之丰”）和宁波梅山保税港区益仁堂企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“益仁堂”）合计持有公司34.85%股份，高毅系公司实际控制人。截至2023年9月底，公司实际控制人及其一致行动人所持公司股份均未质押。

公司主要从事医药零售和医药批发业务。

截至2023年9月底，公司内设战略落地管理办公室、营运中心、商品中心、拓展中心、财务中心、数字化中心、人力资源中心、质量管理本部、审计督查本部等部门。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2022年底，公司合并资产总额210.39亿元，所有者权益91.21亿元（含少数股东权益5.65亿元）；2022年，公司实现营业总收入198.86亿元，利润总额18.77亿元。

截至2023年9月底，公司合并资产总额219.35亿元，所有者权益100.19亿元（含少数股东权益6.30亿元）；2023年1—9月，公司实现营业总收入158.88亿元，利润总额14.68亿元。

公司注册地址：湖南省常德市武陵区白马湖街道富强社区人民路2638号；法定代表人：高毅。

二、本次可转换公司债券概况

1. 本次可转换公司债券概况

本次拟发行的可转换公司债券名称为“益丰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”（以下简称“本次债券”“本次可转换公司债券”或“可转债”），本次债券发行规模为不超过17.97亿元（含），债券期限为自发行之日起6年，转股期限为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

本次债券票面利率由股东大会授权董事会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。本次债券面值100元，按面值发行，每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。

（1）转股条款

转股价格

本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价（若在该20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交易均价按经过相应除权、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，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前 1 个交易日公司股票交易均价=前 1 个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况时，将按下述公式对转股价格进行调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1=P_0/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1=(P_0+A \times k)/(1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1=(P_0+A \times k)/(1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1=P_0-D$ ；

上述三项同时进行： $P_1=(P_0-D+A \times k)/(1+n+k)$ ；

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股价或配股价， k 为增发新股或配股率， D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

转股价格向下修正条款

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 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 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，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，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后 5 个工作日内，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根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或未转股余额不足 3000.00 万元时，公司有权决定按照可转债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债。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次债券的最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，债券持有人有权将其持有的可转债全部或部分按可转债面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度内，本次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，持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若本次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，本次债券持有人享有一次回售的权利。持有人有权将其持有的可转债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，不能再行使附加回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募投项目主要用于提高公司仓储和分拣能力、加快区域门店布局，以及提升整体数字化运营效率。

本次债券募集资金总额不超过人民币 179743.24 万元（含），扣除发行费用后，拟用于以下项目。

表 1 本次债券募集资金运用概况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金金额
1	江苏二期、湖北医药分拣加工中心及河北医药库房建设项目	43900.23	43202.15
2	益丰数字化平台升级项目	8064.20	8064.20
3	新建连锁药店项目	201468.36	128476.89
合计		253432.79	179743.24

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

“江苏二期、湖北医药分拣加工中心及河北医药库房建设项目”总投资 43900.23 万元，其中江苏益丰医药产品分拣加工二期项目、湖北益丰医药产品分拣加工中心建设项目建设期为 3 年，河北新兴医药库房扩建项目建设期为 2 年。该项目拟引入自动化输送及集货系统、AGV 机器人自动拣货系统、自动化立体库、螺旋输送机物流系统等物流系统设备，在湖北武汉、江苏南京、河北石家庄新建或扩充医药商品仓储物流基地。项目建设完成后，将完善公司全国物流仓储配送网络，大幅提升产品的存储能力、分拣能力和物流配送效率，为中南、华东、华北区域内门店配送提高覆盖能力，有效解决公司因近年业务快速扩张导致仓储物流场地不足的问题。

“益丰数字化平台升级项目”总投资金额为 8064.20 万元，建设期 3 年。益丰数字化平台升级项目主要涉及数字化基础设施优化以及商品数字化平台、物流数字化平台、财务数字化平台等多个系统平台的搭建及迭代更新，将大数据、云计算等数字技术与公司实际经营业务全面交融渗透，助力公司全面构建以顾客为中心的价值转化能力，实现有效的内外部生态环境资源整合。项目通过持续完善数字化管理平台，实现公司物流、数据流、资金流的一体化管理，不断提升公司管理效率，保障各门店及分支机构高效有序运转，降低管理成本。同时，数字化平台利用大数据分析模型，能采集大众客户的个性化需求，为公司管理层提供更准确的信息，提高

公司核心竞争力。

“新建连锁药店项目”总投资金额为 201468.36 万元，建设期 3 年。公司拟在湖南、上海、江苏、江西、湖北、广东、河北、浙江、天津九省市合计新建连锁门店 3900 家，有利于公司加快在各区域连锁药店的布局，提前占领高价值门店资源，增强益丰品牌影响力，提升公司竞争实力，从而在未来的行业竞争中占据有利地位。

前述项目中，“江苏二期、湖北医药分拣加工中心及河北医药库房建设项目”和“益丰数字化平台升级项目”无法直接测算经济效益；“新建连锁药店项目”经济效益根据公司历史数据预测，预计税后内部收益率为 10.51%，静态投资回收期（含建设期）7.14 年。

三、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全 REITs 市场功能、促进中小微企业调结构强能力；二季度，宏观政策以贯彻落实 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策；三季度，根据 7 月中央政治局会议决策部署，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。

2023 年前三季度，宏观政策调控着力扩大内需、提振信心、防范风险，国民经济持续恢复向好，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，就业物价总体改善，发展质量稳步提升，积极因素累积增多。初步核算，前三季度，国内生产总值 91.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。第三季度国内生产总值同比增长 4.9%。剔除基数因素来看，第三季度 GDP 两年平均增速¹上升至 4.4%，较第二季度提高了 1.1 个百分

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，本文使用两年平均增速（几何平均增

长率）对部分受基数效应影响较大的指标进行分析，如工业生产、服务消费等相关领域指标。

点。9月，物价和货币环境明显企稳，消费加速恢复，制造业投资保持强势。后续政策将以落实已出台的调控措施为主，稳中求进。信用环境方面，2023年前三季度，社融规模显著扩张，信贷结构有所改善，但是居民融资需求总体仍偏弱，且企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本明显下降。

展望2023年第四季度，特别国债发行支撑基建投资增速保持高位，汽车消费增速延续上升态势，经济主体信心持续上升，经济增长将延续前三季度较快态势。前三季度GDP同比增长5.2%，有力保障了实现全年5%的经济增长目标。据国家统计局测算，第四季度GDP同比增长4.4%以上即可完成全年经济增长目标。因此，第四季度关键是继续落实已经出台的宏观调控政策，坚持稳中求进工作基调，固本培元；着力促进汽车消费增速回升，推进高科技制造业投资扩容提效，采取多种手段稳外贸，以“保交楼”为抓手促进房地产相关债务重组。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2023年三季度）》。

四、行业分析

1. 行业概况

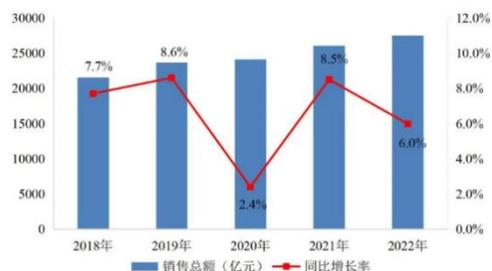
近年来，全国医药零售市场销售总额持续增长，增速有所波动；零售连锁药店数量逐年增长，零售连锁率逐年升高。

医药流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户，通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润的经营活动。根据商务部发布的《2022年药品流通行业运行统计分析报告》，2018—2022年，全国药品流通行业销售总额持续增长，但增速有所波动。2021年和2022年，全国七大类医药商品销售总额分别为26064亿元和27516亿元，扣除不可比因素同比增长率分别为8.5%和6.0%

从药品零售市场看，中国医药零售市场按渠道可分为医院终端和零售药店，其中，零售药店在满足居民日常健康需求、医药产品推广、减

轻医疗机构接诊负担等方面发挥了重要作用。

图1 2018—2022年全国药品流通行业销售趋势



资料来源：商务部

根据国家药品监督管理局统计数据，截至2022年底，全国零售药店总数达到62.3万家，较上年底增长5.7%；零售连锁药店数量达到36.0万家，较上年底增长6.7%；单体药店数量达到26.3万家，较上年底增长4.4%。零售连锁药店数量增幅高于单体药店增幅，带动全国药店连锁率的提高，截至2022年底，全国药店连锁率已达到57.8%。

2. 行业竞争

医药零售行业有较明显的进入壁垒和规模效应，行业内新进入者难以快速发展，行业内品牌知名度高、规模大的企业具有较大的竞争优势。同时中国医药零售市场区域化比较明显，华东、华北、中南市场占有大部分市场份额。

零售药店连锁品牌是企业的产品质量、服务质量、门店形象、企业文化等综合因素形成的一种消费者认知。零售药店连锁企业需要投入较大的人力、财力、物力建立完善的商品采购体系、物流体系和运营管理体系，严格控制产品质量，为消费者提供安全可靠且性价比高的产品和服务，才能与消费者建立长期信任，从而形成品牌认知。因此医药零售行业具有明显的进入壁垒，对新进入者而言，品牌是资金和其他资源所无法短期替代的较大障碍。

零售药店的核心竞争力在于规模优势。规模优势较强的零售药店连锁企业往往拥有较强的采购议价能力、较高的市场影响力和品牌知名度。这些企业通过发挥规模优势，能降低成本、提升效率，从而提高盈利能力和市场竞争力。

中国地域广阔，各地区经济发展程度、医疗体系健全程度、居民的健康观念和用药习惯等均存在一定差异，各地区内均有一定规模和竞争力的零售药店连锁企业，行业的区域性竞争特征较明显。从市场格局来看，全国性的零售连锁企业主要有国药控股国大药房有限公司（以下简称“国药控股”）、北京同仁堂商业投资集团有限公司、一心堂药业集团股份有限公司（以下简称“一心堂”）、大参林医药集团股份有限公司（以下简称“大参林”）、老百姓大药房连锁股份有限公司（以下简称“老百姓”）和益丰药房等。2023年，全国卫生产业企业管理协会主办的《中国药店》杂志颁布“2022—2023年度中国药店价值榜（100强）”名单，榜单前10名如下表：

表2 2022—2023年度中国药店价值榜

排名	连锁药店
1	国药控股国大药房有限公司
2	大参林医药集团股份有限公司
3	老百姓大药房连锁股份有限公司
4	益丰大药房连锁股份有限公司
5	一心堂药业集团股份有限公司
6	国药控股SPS+专业药房
7	北京同仁堂商业投资集团有限公司
8	全亿健康药房有限公司
9	漱玉平民大药房连锁股份有限公司
10	健之佳医药连锁集团股份有限公司

注：国药控股旗下的零售板块，以国药大药房、SPS+专业药房分别排序
资料来源：《中国药店》杂志

根据商务部统计数据，2015—2022年，销售额前100位的药品零售企业销售总额占全国零售市场总额的比例，由28.8%提高至36.5%，全国龙头企业市场占有率有所提升，显示出市场销售逐渐向大型连锁企业集中的趋势。但与美国、日本等发达国家相比，中国零售药店的市

度仍处于较低水平，未来仍有较大的发展空间。

表3 美国、日本零售药店的市場集中度

国家	详情
美国	经初步核算，2021年，美国药房及零售药店销售额达到3025亿美元。按处方药销售额划分，美国药房的市場集中度已经达到74%，其中前两名CVS和Walgreens所占市场份额分别为24.50%和18%
日本	2020年，日本共有药店企业21284家，药店市場总规模为80363亿日元；连锁药店中前十强销售收入为56976亿日元，集中度超过70%。2020年，前三大连锁药店企业分别为WELCIA集团、鹤羽集团和COSMOS，三家的市场占有率分别为11.79%、11.42%和8.97%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从各地区医药商品需求量来看，中国医药商品需求集中在华东，华北以及中南等地，其中华东地区需求最大。根据商务部统计数据，2022年，全国六大区域销售额占全国销售总额的比重分别为：华东36.4%，中南27.2%，华北14.9%，西南13.4%，东北4.2%，西北3.9%。

此外，中国采用药品经营准入制度，药品经营企业须取得《药品经营许可证》和《药品经营质量管理认证证书》。中国新版《药品经营质量管理规范》于2015年7月1日正式实施，新规范对药品零售企业的采购、验收、储存、销售及售后服务等环节提出了更为严格的要求。同时，医保定点资格对零售药店的经营产生重要影响，拥有医保资格的门店更能够吸引客户。根据各地区劳动和社会保障部门的规定，一般零售药店在正常经营一定时间后才可以提出申请，在通过审查后方可取得医保资格。

3. 行业政策

近年来，集中带量采购、医保控费等政策的持续推进为医药行业带来了深刻变革；同时“互联网+医疗”蓬勃发展。

表4 近年来医药体制改革主要政策

行业政策名称	发文时间	发布机构	主要内容
《关于印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》	2019年	国家医保局、财政部、国家卫健委、国家中医局药	确定了北京、天津、河北省邯郸市等30个城市作为疾病诊断相关分组付费国家试点城市；要求各试点城市及所在省份要在国家按疾病诊断相关分组付费试点工作组的统一领导下，按照“顶层设计、模拟测试、实际付费”三步走的思路，确保完成各阶段的工作任务，确保2020年模拟运行，2021年启动实际付费
《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	2019年	国家医疗保障局等9部门	本次集中采购主体包括所有公立医疗机构、参加试点扩大区域的军队医疗机构和自愿参与试点扩大区域的医保定点民营医疗机构和医保定点零售药店

《国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	2019年	国务院	选择北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市，从通过质量和疗效一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点，实现药价明显降低，减轻患者药费负担
《关于印发深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务的通知》	2020年	国务院办公厅	推进按疾病诊断相关分组付费国家试点和按病种付费。健全医保经办机构与医疗机构之间的协商谈判机制，合理确定、动态调整医保基金总额预算指标，有条件的地方可加大周转速金预拨力度，减轻医疗机构垫付压力
《关于深化医疗保障制度改革的意见》	2020年	中共中央、国务院	全面部署医疗保障制度改革工作，提出“1+4+2”的总体改革框架；到 2030 年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系；健全待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管四个机制；网上医疗服务供给和医疗保障服务两个支持
《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》	2021年	商务部	提出到 2025 年，药品流通行业与中国新发展阶段人民健康需要相适应，创新引领、科技赋能、覆盖城乡、布局均衡、协同发展、安全便利的现代药品流通体系更加完善。培育形成 1-3 家超千亿元、5-10 家超百亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，5-10 家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，100 家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业。药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 98% 以上；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65% 以上；药品零售连锁率接近 70%
《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》	2021年	国务院办公厅	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中、五中全会精神，坚持以人民为中心的发展思想，完善以市场为主导的药品价格形成机制，发挥医保基金战略性购买作用，推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展，健全政府组织、联盟采购、平台操作的工作机制，引导药品价格回归合理水平，有力减轻群众用药负担，促进医药行业健康发展，推动公立医疗机构改革，更好保障人民群众病有所医
《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》	2021年	国务院	明确将符合条件的定点零售药店提供的用药保障服务纳入门诊保障范围，支持外配处方在定点零售药店结算和配药，充分发挥定点零售药店便民、可及的作用个人账户可以用于支付参保人员本人及其配偶、父母、子女在定点医疗机构就医发生的由个人负担的医疗费用，以及在定点零售药店购买药品、医疗器械、医用耗材发生的由个人负担的费用
《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》	2021年	国家医保局、国家卫生健康委	通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付的机制
《长期处方管理规范（试行）》	2021年	国家卫健委	要求规范长期处方管理，推进分级诊疗，满足慢性病患者长期用药需求，零售药店关于慢性病健康管理的门槛有所提高
《关于政协第十三届全国委员会第五次会议第 02186 号提案答复的函》	2022年	国家药监局	探讨医保支付药店药品调机费、药学服务费等工作，推动执业药师为人民提供高质量药学服务
《药品网络销售监督管理办法》	2022年	国家市场监督管理总局	明确从事药品网络销售的，应当是具备保证网络销售药品安全能力的药品上市许可持有人或者药品经营企业。药品网络销售企业应当按照经过批准的经营方式和经营范围经营。药品网络销售企业为药品上市许可持有人的，仅能销售其取得药品注册证书的药品
《“十四五”市场监管现代化规划》	2023年	国务院	稳步提升药品安全性、有效性、可及性；优化管理方式，促进新药好药加快上市；完善创新药、创新疫苗、医疗器械等快速审评审批机制，加快临床急需和罕见病治疗药品审评审批

资料来源：联合评级根据公开资料整理

4. 行业关注

(1) 关注医疗改革政策的影响

在国家支持基层医疗机构发展、医保控费、药品价格改革等因素的影响下，零售药店行业的发展空间、毛利率等可能受到一定程度的影响。

(2) 经营成本上升

租金、人工等成本对实体药店盈利影响较大。近年来，中国房价、物价均呈上涨趋势，租金及

人工成本的提升，对实体药店的经营产生一定压力。

(3) 行业内部竞争激烈

目前，中国零售药店行业内的企业数量众多，行业集中度较低，行业内部竞争激烈。此外，随着医药电商规模的不断增长、社区医院的不断发展以及托管药房等模式的兴起，零售药店行业面临较大的外部竞争压力。

5. 未来发展

(1) 药店专业化服务能力将进一步提高

经过多年发展,中国零售药店已经从单一药品销售渠道逐步发展成为提供药品、医疗器械、保健品等健康产品和服务的重要载体,是对中国医疗终端市场的重要补充。中国人口众多,医疗资源缺乏,消费者在出现常见轻微病症等情况时往往习惯去药店自行购药,这要求药店服务人员具备提供用药咨询、健康咨询等专业服务能力。零售药店的专业化服务水平已经与消费者的健康安全息息相关,是药店提升服务质量、增加消费者粘性、提升品牌差异化竞争优势以及专业化形象的重要手段。

根据国家药品监督管理局统计数据,截至2022年12月底,全国执业药师累计在有效期内注册人数为709548人,环比增加3615人。每万人口执业药师人数为5.0人。注册于药品零售企业的执业药师645021人,占注册总数的90.9%。随着中国执业药师人才队伍的不断扩充以及零售药店对专业化服务水平的重视,中国零售药店行业的专业化服务水平将进一步提高。

(2) 大型医药零售企业将不断进行横向整合以提升综合竞争力

零售药店的竞争能力与企业规模密切相关。随着新版GSP的推行和监管政策的日益严格,单体药店及中小型连锁药店企业的软硬件投入成本不断加大,加之人力成本、房租成本的提升以及采购议价能力的缺乏,单体药店及中小型连锁药店的经营压力日益增大。

大型零售药店连锁企业拥有完善的采购、物流、销售体系,形成了较强的规模优势和品牌影响力,与经营规模小、竞争能力弱的企业相比竞争优势较为明显。凭借区域先发优势、规模优势及管理优势,大型零售药店未来将加大横向并购力度,进一步扩大经营规模和覆盖区域,巩固市场领先地位。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年9月底,公司总股本10.10亿股;

高毅及其一致行动人厚信创投、益之丰和益仁堂合计持有公司34.85%的股份,高毅系公司实际控制人。

2. 规模和竞争力

公司连锁药店门店数量较多、医保门店占比较高、顾客粘性较强、管理体系完备,建立了良好的供应链和物流体系,具备一定的综合竞争实力。

公司目前主要业务范围集中在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京、天津等10个省市内,在华中、华东和华北区域竞争优势明显。截至2023年6月底,公司拥有医药零售连锁门店合计11580家,其中加盟门店2491家,直营门店9089家,公司门店以直营门店为主,在质量控制和门店管理方面具有优势。

根据商务部《2022年药品流通行业运行统计分析报告》,2022年,公司销售总额在全国药品零售企业中位列第四名;在全国卫生产业企业管理协会主办的《中国药店》杂志颁布的“2022—2023年度中国药店价值榜”名单中,公司位列第四。

医保门店方面,截至2023年6月底,公司9089家直营连锁门店中,已取得各类“医疗保险定点零售药店”资质的药店7858家,占公司直营门店的86.46%。从区域上看,公司在中南、华东、华北地区的医保定点门店分别为4006家、2947家和905家,分别占公司在当地直营门店数量的90.33%、83.73%和76.96%。截至2023年6月底,公司建档会员总量7765万,对会员整体销售占比73.02%,公司顾客粘性较强。

公司具有完整的连锁药店管理体系,全面实现了标准化的门店管理,具有较强的门店发展和经营管理的复制能力。未来随着公司SAP系统、智能门店POS系统、WMS系统的不断完善,以及BI系统、财务对账体系、费控报销系统、员工APP、会员精准营销、远程安防及巡店系统等逐步上线,公司业务运作和管理效率将不断提升。

目前公司已和大量知名药品生产企业及批发企业建立了长期稳定的战略合作伙伴关系。在

产品供应的稳定性、供货价的优惠、各种资源的支持方面具有竞争优势。公司在湖南、湖北、江苏、上海、江西、广东、河北等7省市均建立了现代化物流配送中心，拥有自动输送线、自动分拣系统、AGV货到人拣选系统、Miniload智能自动补货系统、电子标签、无线射频拣选、验收系统、智能集货系统等物流业内较为先进的设备与技术，可为公司门店扩张提供较强的物流支持。

3. 人员素质

公司主要高级管理人员拥有丰富的行业背景和管理经验；公司人员构成符合行业特点，可以满足目前的经营管理需要。

截至2023年9月底，公司共有董事9人，其中独立董事3人；高级管理人员12人（其中2人兼任董事）；监事3人。公司董事、监事和高管人员大多从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长兼总裁高毅先生，1968年出生，工商管理硕士学位，药师职称。高毅先生曾任常德市鼎城区药材公司批发部经理、分公司经理，湖南德源医药有限公司董事、董事长、总经理等职，2008年6月至今任公司（及其前身益丰有限）董事长、总裁。

截至2022年底，公司员工共35915人，人员构成以销售人员为主，受教育程度与年龄结构较合理，人员构成能够满足公司日常经营需要。

表5 截至2022年底公司员工情况

类别	构成	占比 (%)
专业构成	销售人员	83.20
	行政人员	10.30
	配送人员	3.79
	技术、财务和生产人员	2.70
教育程度	本科及以上	14.53
	大专	43.46
	中专	26.87
	其他	15.14

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：9143070067558223X2），截至2023年12月7日，公司无已结清和未结清关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司已按相关法律、法规建立了符合现代企业制度要求的法人治理结构。

公司根据《公司法》《证券法》和其他有关规定的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的协调与制衡机制。

股东大会是公司的权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事；审议批准董事会、监事会的报告等，在职责范围内依法行使职权。

公司设董事会，对股东大会负责。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，董事任期届满，可连选连任。公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3名；董事会设董事长1名。董事任期3年，任期届满，可连选连任。董事会负责召集股东大会，并向股东大会报告工作，执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司监事会由3名监事组成，设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事任期每届3年，可连选连任。公司监事会按照《公司章程》要求，对公司财务状况、董事会专门委员会及董事、独立

董事、高级管理人员履职的合法合规性进行监督。

公司设总裁1名，副总裁若干名，董事会秘书1名，财务总监1名，由董事会聘任或解聘，每届任期三年，连聘可以连任。总裁对董事会负责，并负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议。

2. 管理水平

公司建立了较为健全的管理制度体系，对经营管理活动的开展打下了良好基础，但门店数量和业务规模的快速扩张增加了管理难度。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理办法》。公司关联交易的定价主要遵循市场价格的原则；如果没有市场价格，按照成本加成定价。公司与关联自然人发生的交易金额在30万元以上的关联交易，由董事会审议决定，交易金额在30万元以下的关联交易，由总裁决定。公司与关联法人发生的交易金额在300万元以上，且占公司最近一期经审计的净资产绝对值0.5%以上的，由董事会审议决定，在此标准以下的关联交易，由总裁决定。公司与关联法人发生的关联交易（公司获赠现金资产和接受担保除外）金额在3000万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的，由董事会审议通过后，提交股东大会审议。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理办法》。公司要求对外担保应当遵循合法、审慎、互利、安全的原则，严格控制担保风险。公司对外担保实行统一管理，非经公司董事会或股东大会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。公司控股或实际控制子公司的对外担保，视同公司行为，同样执行前述制度。公司控股子公司应在其董事会或股东大会做出决议后及时通知公司履行有关信息披露义务。

对外投资方面，公司制定了《对外投资管理办法》，对公司及子公司在组织资源、资产、投资等经营运作过程中进行风险控制。公司所有对外投资行为必须符合国家有关法规及产业政策，符合公司长远发展计划和发展战略，有利于拓展

主营业务、扩大再生产，有利于公司的可持续发展，有预期的投资回报，有利于提高公司的整体经济利益。公司对外投资原则上由公司总部集中进行，控股子公司确有必要进行对外投资的，需事先经公司本部批准后方可进行。公司对控股子公司及参股公司的投资活动参照本办法实施指导、监督及管理。

商品质量管理方面，公司制定了《质量风险管理制度》《质量否决权制度》《质量信息管理制度》《药品追溯管理制度》《不合格药品管理制度》《药品召回管理制度》和《质量事故报告处理管理制度》等多项制度，形成了较完整的质量管理体系。

门店管理方面，公司制定了《门店药品验收管理制度》《门店药品陈列管理制度》《门店药品销售管理制度》《门店处方药销售管理制度》等制度，以规范、约束各门店的经营行为；制定了《门店商品管理指标考核办法》《门店库存周转考核管理办法》《门店客户满意度工作评估实施方案》等制度和程序，以提升管理效率。通过对门店商品价格竞争指数、商品损耗率、门店库存周转率等指标的考核，规范门店经营流程，提升门店经营效率。

近年来，公司门店数量快速增长，随着资产、业务、机构和人员规模扩张，资源配置和内部控制管理的复杂程度不断提高，公司存在管理水平不能适应业务规模快速扩张的风险。2021年5月24日，因门店相关医保商品销售和库存记录不符合相关管理条例的规定，公司下属的吉首人民北路分店被湘西州医保局处以责令改正、责令退回差额并处一倍罚款（7.68万元）的处罚。

七、重大事项

收购原唐山市德顺堂医药连锁有限公司旗下的门店经营资产。

2022年7月20日，公司披露《益丰大药房连锁股份有限公司关于收购唐山市德顺堂医药连锁有限公司重组后新公司70%股权的公告》（以下简称“《收购公告》”）。《收购公告》中指出，为巩固公司在华北区域的市场地位，提升公

公司的盈利能力,2022年7月18日,公司子公司石家庄新兴药房连锁有限公司(以下简称“新兴药房”)与交易对手方李军、董军生共同签署《唐山市德顺堂医药连锁有限公司重组收购框架协议》。由李军、董军生或指定且实际控制的第三方出资设立新公司,将唐山市德顺堂医药连锁有限公司(以下简称“德顺堂”)全部业务和相关资产注入新公司后,新兴药房以1.19亿元的价格购买重组后新公司70%的股权。新公司将持有德顺堂现有85家门店经营资产。

本次交易拟使用2020年可转换公司债券之“新建连锁药店”项目募集资金支付,因涉及募投项目实施主体及实施方式变更,公司履行了相关审议程序和信息披露义务。各方于2022年9月完成了股权交割及工商变更登记手续。

八、经营分析

1. 经营概况

2020—2022年,公司业务以医药零售为主,主营业务毛利率基本稳定;随着门店数量的增加,公司收入和利润持续增长。2023年1—6月,公司主营业务收入结构变化不大,营业总收入与利润总额保持增长。

公司主营业务为医药零售和医药批发,其中医药零售是公司的核心业务。2020—2022年,随着门店数量的增长,公司营业总收入持续增长,年均复合增长23.00%;利润总额持续增长,年均复合增长29.05%。2020—2022年,公司主营业务收入占营业收入比重均在96%以上,主营业务十分突出。

从主营业务收入构成来看,2020—2022年,随着门店数量的增长,公司医药零售收入持续增长,年均复合增长21.28%;因医药批发业务收入增速更高,医药零售收入占主营业务收入的比重有所下降,但仍是公司主要的收入来源。2020—2022年,公司医药批发收入持续增长,年均复合增长55.59%;医药批发收入占主营业务收入的比重快速提高,但对收入贡献仍较小。

从毛利率来看,2020—2022年,医药零售业务毛利率持续小幅上升,医药批发业务毛利率持续下降。受上述因素影响,2020—2022年,公司主营业务毛利率波动上升,整体较为稳定。

2023年1—6月,公司医药批发业务收入占比小幅提高,但主营业务收入的构成较2022年度变化不大;公司实现营业总收入107.07亿元,同比增长22.36%;实现利润总额10.32亿元,同比增长20.92%。

表6 2020—2022年及2023年1—6月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年			2022年			2023年1—6月		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
医药零售	122.52	95.62	37.73	140.87	95.14	39.90	180.22	92.98	40.44	95.99	92.09	40.88
医药批发	5.61	4.38	11.12	7.20	4.86	10.38	13.59	7.01	9.47	8.25	7.91	10.18
合计	128.13	100.00	36.56	148.07	100.00	38.46	193.82	100.00	38.27	104.24	100.00	38.45

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:公司提供,联合资信整理

2. 产品采购

公司采购商品品类众多,根据不同商品的特点采取相应的采购模式和流程。采购价格方面,除部分限价产品外,主要由公司与供应商依据市场情况协商定价。公司建立了供应商选择和管理制度,供应商集中度较高。

公司作为医药零售连锁企业,主要采购产

品为中药、中西成药、保健食品、医疗器械、健康食品和日用化妆品等,涉及品类众多。公司制定了系统的采购制度,涉及采购模式、采购流程、供应商管理以及采购结算等诸多方面。

采购模式方面,公司根据行业特征和主要市场特点,确立了集中采购和地方采购相结合的模式。①集中采购是指公司商品中心根据商

品规划、市场状况选择性的与上游供应商进行全国合作的统一集中谈判，公司按照统一谈判的条件与供应商签订合作协议进行采购，该模式摒弃了中间环节，并能向上游争取到更多的资源，采购优势明显。②地方采购指各子公司商品部根据当地市场环境、消费习惯、品牌认知等对具有地方特色但不具备集中采购优势的常规商品在当地寻找供应商进行当地采购；该模式下的商品一般具有如下特点：当地品牌认知度较高、符合当地消费习惯、全国进货价格基本一致、无集采优势。地方采购模式作为集中采购模式的补充，对商品本地化以及快速配送和提高商品满足率起到了积极的作用。

采购流程方面，全国集中采购商品由全国管理机构商品中心负责规划、谈判、引进及营销；地方采购商品由分子公司商品部门在了解门店需求后，进行商品的访价、询价、比价、议价和订价工作，并与供应商进行谈判，签订采购合同。在以进销差价为目标的传统经营模式基础之上，公司逐步加强与药品生产企业的合作，通过分析市场需求，确定品类范围，筛选合格的供应商，引进代理品种，具体分为自有品牌商品和其他代理商品。①自有品牌商品指公司部分代理品种中，生产企业使用了公司注册的产品商标，公司享有该等产品的全国独家经销权，负责其市场营销和推广工作，生产企业拥有该等产品的生产批文，负责其生产及质量控制工作，公司商品中心规划部根据市场调研进行统一规划，由质量管理部进行厂家考察后，与生产厂家签订业务合作协议。②其他代理商品指供应商提供商品，授权公司在指定区域进行销售或在公司零售体系内进行销售。

采购价格及结算方面，公司采购产品除部分限价产品外，主要由公司与供应商依据市场情况协商定价。对于自有品牌及部分代理产品，付款方式采用预付款、货到付款或者信用期付款；对于其他产品，除货到付款、信用期付款外，部分也采取实销实结（以当月实际销售量作为付款标准）的付款方式。公司采购产品主要采用票据结算的方式。

供应商管理方面，公司建立了供应商选择和管理制度。公司与新增供应商合作前需对其进行资质审核。公司质量管理部负责建立、管理供应商资料档案，并制定了《供应商质量保证体系评估规则》，对许可生产厂家的资质进行把关。质量管理部对待考察的生产厂家采取现场观察、资料查阅、询问了解、现场摄像等方式，对企业资质、生产设施、人员素质、质量控制管理等指标进行评估，以评估结果为基础对生产厂家进行分级并作为是否合作的主要依据。在合作期间，对有质量事故、跟进不及时或信誉不合格者，淘汰相关商品或供应商。

从供应商集中度看，2020—2022年，公司对前五大供应商采购额占采购总额的比例逐年上升，供应商集中度较高。

表 7 2020—2022 年公司前五大供应商情况

年份	供应商名称	采购额（亿元）	占年度采购总额比例（%）
2020 年	供应商 A	10.28	12.11
	供应商 B	9.97	11.75
	供应商 C	7.61	8.97
	供应商 D	2.92	3.44
	供应商 E	1.14	1.34
	合计	31.90	37.61
2021 年	供应商 A	13.58	13.46
	供应商 B	10.41	10.31
	供应商 C	10.17	10.08
	供应商 D	3.87	3.84
	供应商 E	1.46	1.44
	合计	39.49	39.13
2022 年	供应商 A	19.53	15.90
	供应商 B	12.81	10.43
	供应商 C	12.32	10.03
	供应商 D	5.46	4.45
	供应商 E	3.60	2.93
	合计	53.72	43.74

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司年报，联合资信整理

3. 物流管理

公司门店商品主要由公司配送中心统一配送。公司仓储面积中自有物业占比高，运输方面以委托外包为主。同时，公司构建了冷链运输管理体系以确保冷链运输的合规与安全。

配送中心统一配送是指公司商品中心根据公司商品经营策略，统一与供应商签订商品采购合同，并根据各门店商品的销售情况，由商品中心统一向供应商订货；供应商按订单将商品送至物流配送中心，物流配送中心按订单验收商品入库；各连锁门店根据自身的销售情况，向公司总部提交请货计划，物流配送中心按审核后的订货单分拣商品并配送至各门店。公司目前采用自动智能补货配送系统、自动分检系统和自动化仓储系统来提高门店商品满足率、物流配送效率和发货准确率。

截至2023年6月底，公司已在湖南、湖北、江苏、江西、河北、上海、广东等地建立仓储物流中心，拥有物流仓储面积合计27.60万平方米，其中17.36万平方米为自有物业。公司委托运输外包物流配送比率约为98%。

冷链运输方面，公司构建了全流程可视可控的包括全程冷链运输管理质量体系（包括验证体系、质量文件体系、冷链操作体系和应急管理体系等）、全程冷链运输管理运作体系、全

程冷链运输信息系统和运输管理系统（TMS，含GPS全程跟踪）等在内的冷链运输管理体系，有利于确保冷链运输合规安全。

4. 产品销售

近年来，公司通过自建及收购门店搭建销售网络，门店数量逐年增长；医保门店占比有所提高，医保资源获取能力较强；会员销售占比有所下降，但客户粘性仍较高；销售结算以医保结算、第三方支付和现金结算为主，销售回款质量较高；客户主要为个人消费者，集中度低。

（1）销售网络

公司通过自建门店、收购门店等方式扩张终端销售网络，2020—2022年，公司拥有门店数量逐年增加，年均复合增长30.92%，主要覆盖湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京和天津等10个省市；其中当年并购门店数量分别占当年新增门店数量的19.20%、22.15%和19.35%。

表 8 2020—2022 年公司门店变化情况

年度	新增自建门店	新增并购门店	新增加盟门店	关闭门店	截至年底	
					门店总数	其中：加盟门店数
2020 年	820	254	249	84	5991	635
2021 年	1197	425	297	101	7809	932
2022 年	1241	545	1030	212	10268	1962

注：2022 年新增自建门店中，有 145 家为迁址门店
公司年报，联合资信整理

从门店分布区域看，公司门店主要分布在中南地区（包括湖南省、湖北省及广东省）和华东地区（包括江苏省、上海市、浙江省及江西省）。截至2022年底，中南地区、华东地区和华北地区（包括河北省及北京市）门店分别占门店总数的52.73%、36.96%和10.31%。

表 9 2020—2022 年公司门店分布情况（单位：家）

地区	2020 年	2021 年	2022 年
中南地区	2858	3824	5414
华东地区	2456	3194	3795
华北地区	677	791	1059
合计	5991	7809	10268

注：公司提供，联合资信整理

（2）产品销售

2020—2022年底，公司医保门店数量逐年增长，分别为5356家、5561家和7205家；医保门店占直营门店比例波动上升，分别为83.05%、80.86%和86.74%。

2020—2022年底，公司会员总量持续增长，分别为4251万、5540万和7090万。在门店数量快速扩张的过程中，对会员销售占比有所下降，分别为79.10%、76.71%和73.00%。

销售结构方面，公司主要销售商品为中西成药、中药和非药品品种等。具体看，2020—2022年，公司中西成药销售额占比持续上升，2022年已超过76%；中药销售额占比较为稳定，

近年来在10%以下；非药品销售额占比持续下降，2022年占比已低于15%。

表 10 2020—2022 年公司收入品类结构

年度	中西成药 (%)	中药 (%)	非药品 (%)
2020 年	70.18	9.35	20.46
2021 年	71.76	9.62	18.61
2022 年	76.08	9.12	14.80

注：公司提供，联合资信整理

从销售区域看，公司销售金额分布与门店分布基本吻合，主要集中于中南及华东地区，2022年，中南地区和华东地区所产生收入分别占主营业务收入的45.60%和44.37%。

客户集中度方面，公司收入主要来源于医药零售，该项业务主要服务于个人消费者，客户群体庞大，销售较为分散。2020—2022年，公司前五大客户集中度分别为0.11%、0.14%和0.27%，公司不存在对单一客户高度依赖的情况。

表 11 截至 2023 年 6 月底公司主要在建项目情况

项目名称	预算数 (亿元)	投资进度 (%)	尚需投资额 (亿元)	预计完工时间	资金来源
上海益丰医药产业基地	2.50	90.41	0.25	2023 年 6 月	募集资金+自有资金
益丰大药房第二总部项目	4.75	27.44	3.4	2027 年 10 月	自有资金
湖北益丰医药产业基地	3.50	21.52	2.75	2024 年 4 月	募集资金+自有资金
合计	10.75	--	6.40	--	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至本报告出具日，公司主要拟建项目为本次债券募投项目，项目概况、投资额、资金来源等见本报告“本次可转换公司债券概况”部分。

公司在建及拟建项目旨在进一步提升自身综合实力；但项目投资规模较大，存在一定的资金支出压力；未来若医药行业情况发生变化，相关项目存在收益不达预期或资产不能被充分利用的风险。

6. 经营效率

2020—2022年，伴随着门店数量的高速扩张，公司主要经营效率指标略有下降，整体经营效率一般。

门店经营效率方面，截至2022年底，公司共有直营门店8306家，经营面积共897863平方米，

销售结算方面，由于公司销售对象以个体消费者为主，结算方式主要为医保结算、现金结算，以及微信和支付宝等第三方支付平台结算。医保结算账期各地区情况有所不同，一般为1~3个月。公司销售回款质量较高。

5. 在建及拟建项目

公司在建及拟建项目主要围绕现有主业，旨在增强公司综合实力，但存在一定的资金支出压力，并面临一定的收益不达预期或资产不能被充分利用的风险。

截至2023年6月底，公司主要在建项目如下表所示。其中，益丰大药房第二总部项目主要是作为办公大楼、研发中心及员工宿舍使用，上海益丰医药产业基地和湖北益丰医药产业基地主要是作为在相应区域的医药仓储物流基地，项目不直接产生经济效益。

2022年日均坪效为59.37元/平方米，较2021年水平（58.83元/平方米）略有提高。

从经营效率指标看，2020—2022年，公司存货周转次数分别为4.08次、3.51次和3.61次，波动下降；销售债权周转次数分别为16.62次、15.98次和13.56次，逐年下降；总资产周转次数分别为1.00次、0.95次和1.04次，波动上升。

与同行业上市公司相比，公司经营效率位于行业中等水平。

表 12 2022 年同行业公司经营效率指标对比

股票简称	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)	总资产周转率 (次)
一心堂	3.38	11.33	1.14
大参林	3.52	24.19	1.11
老百姓	4.12	11.68	1.05
益丰药房	3.61	13.62	1.04

注：为了便于对比，上表中相关数据均来自 Wind
资料来源：Wind，联合资信整理

7. 未来发展

公司战略可实施性较强，未来随着各项战略的逐步实施，公司业务有望保持较好的发展态势。

公司计划主要通过以下方式发展主营业务：

(1) 以“新开+并购+加盟”并重的扩张模式，加快门店网络扩张

未来公司将继续通过“新开+并购+加盟”并重的拓展模式，积极向周边地区辐射和向全国其他区域渗透，逐步实现公司“拓展全国市场”的发展目标。

(2) 积极适应医改政策，创新经营模式，承接巨大的医药增量市场

一方面，公司将通过开展与政府及医保部门、医疗机构、保险公司以及制药厂家的合作，持续布局医疗保险支付、社区医疗职能承接、医院处方信息共享、慢病管理等方面；同时，加快医院周边门店和DTP/DTC专业药房的建设步伐，加快与处方药厂家开展深度的战略合作；另一方面，加强对慢病和处方药的专业化管理，通过会员体系和顾客服务研究，对慢病及处方药顾客进行分析，开展慢病专柜、专区、专店，配备专业员工，为患者提供专业化的目标管理、用药指导和用药服务，提升会员顾客粘性。

(3) 通过健康管理服务和业态延伸，持续探索大健康药房新业态

通过线上线下为会员提供针对性的康复、保健、预防、养生、护理等健康管理服务，在更广义的健康领域为顾客提供更高级别的专业服务和更多元的健康商品。商品方面：从药品出发，向中药养生、保健食品、保健器械、母婴用品、个人护理用品及与健康相关联的便利品等延伸；服务方面：从药学服务出发，向预防保健、用药跟踪、慢病管理、健康生活顾问等领域延伸；业态方面：通过开设中医馆、中医坐堂、门诊部、店内简易门诊以及互联网医疗等方式，向诊疗延伸。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“会计师事务所”）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2023年1—9月财务报表未经审计。

合并范围方面，由于股权收购与新设子公司，截至2021年底，公司合并范围子公司104家，较2020年底增加24家；截至2022年底，公司合并范围子公司123家，较2021年底增加19家；截至2023年9月底，公司合并范围子公司133家，较2022年底增加10家。整体看，公司新增子公司数量较多，对财务数据可比性存在一定影响。

截至2022年底，公司合并资产总额210.39亿元，所有者权益91.21亿元（含少数股东权益5.65亿元）；2022年，公司实现营业总收入198.86亿元，利润总额18.77亿元。

截至2023年9月底，公司合并资产总额219.35亿元，所有者权益100.19亿元（含少数股东权益6.30亿元）；2023年1—9月，公司实现营业总收入158.88亿元，利润总额14.68亿元。

2. 资产质量

2020—2022年底，公司资产总额持续增长。截至2022年底，公司资产结构较均衡，流动资产中货币资金占比较大，存货对营运资金形成一定占用，应收账款质量较高；非流动资产中商誉规模较大，存在一定的商誉减值风险。截至2023年9月底，公司资产较上年底略有增长，资产结构变化不大。

2020—2022年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长17.16%。截至2022年底，公司合并资产总额210.39亿元，较上年底增长23.38%主要系流动资产增长所致；公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

表 13 2020—2022 年及 2023 年 9 月底公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 9 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	76.62	49.99	79.16	46.42	105.78	50.28	105.09	47.91

货币资金	33.60	43.86	29.21	36.90	41.13	38.88	35.00	33.31
应收账款	8.30	10.84	10.77	13.60	18.44	17.43	16.19	15.41
存货	21.72	28.35	30.41	38.41	36.15	34.17	34.69	33.01
非流动资产	76.65	50.01	91.36	53.58	104.61	49.72	114.27	52.09
固定资产	5.77	7.52	9.18	10.05	12.19	11.65	12.14	10.63
使用权资产	27.38	35.72	32.27	35.32	34.34	32.82	37.50	32.82
商誉	33.38	43.54	37.18	40.69	41.88	40.03	44.87	39.26
资产总额	153.27	100.00	170.52	100.00	210.39	100.00	219.35	100.00

注：流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例；流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计；非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2020—2022年底，公司流动资产持续增长，年均复合增长17.50%。截至2022年底，公司流动资产较上年底增长33.63%，主要系货币资金和应收账款等增加所致。

2020—2022年底，公司货币资金波动增长，年均复合增长10.63%。截至2022年底，公司货币资金较上年底增长40.81%，主要系经营活动现金持续回流所致。货币资金中有11.94亿元受限资金，受限比例为29.04%，主要为银行承兑汇票保证金和政府平台保证金。

2020—2022年底，伴随着门店数量的增加、经营规模的扩大，公司应收账款和存货均持续增长，应收账款年均复合增长49.02%，存货年均复合增长29.00%。

截至2022年底，公司应收账款账面余额18.64亿元，其中账龄1年以内的占99.74%，累计计提坏账准备0.20亿元，计提比例为1.06%；应收账款前五大欠款方合计金额为4.60亿元，占比为24.68%，集中度一般。公司应收账款的欠款方主要为武汉、南京等地的医保结算中心，坏账风险小。

截至2022年底，公司存货账面余额36.31亿元，主要为库存商品（占98.57%）；累计计提跌价准备0.17亿元，计提比例为0.46%。

（2）非流动资产

2020—2022年底，公司非流动资产持续增长，年均复合增长16.82%。截至2022年底，公司非流动资产较上年底增长14.50%，主要系固定资产、商誉等增加所致。

2020—2022年底，随着自建药店、并购药店和物流配送体系建设的持续推进，公司固定资产

持续增长，年均符合增长45.36%。截至2022年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占70.38%）、电子设备（占11.09%）和办公设备（占13.42%）构成，累计计提折旧6.49亿元；固定资产成新率65.28%，成新率一般。

2020—2022年底，随着租赁门店的增加，公司使用权资产持续增长，年均复合增长11.99%。

2020—2022年底，公司商誉持续增长，年均复合增长12.01%，主要系持续溢价收购药店资产所致。

截至2022年底，公司受限资产均为货币资金，占资产总额的比例低。

表 14 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	11.94	5.68	银行承兑汇票保证金、政府平台保证金

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

除前述受限资产外，因办理并购贷款，公司本部质押了所持有的子公司新兴药房（公司持股91%）、江西益丰健民大药房连锁有限公司（公司持股65%）和湖南九芝堂医药有限公司（公司持股51%）的股权。

截至2023年9月底，公司合并资产总额较上年底增长4.26%，主要系非流动资产增加所致；非流动资产占比略有上升，资产结构仍较为均衡。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020—2022年底，公司所有者权益持续增长。所有者权益中未分配利润占比略高，所有者权益稳定性一般。截至2023年9月底，公司所有者权益较上年底继续增长，结构变化不大。

2020—2022 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 26.91%。截至 2022 年底，公司所有者权益 91.21 亿元，较上年底增长 15.98%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.80%，少数股东权益占比为 6.20%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 7.91%、44.69% 和 40.78%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2023 年 9 月底，公司所有者权益 100.19 亿元，较上年底增长 9.84%，主要系未分配利润增加所致；所有者权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2020—2022 年底，公司负债波动增长，以流动负债为主；公司债务波动增长，其中，应付票据规模的扩大使得短期债务持续增长、占比快速上升；公司债务负担整体可控，但期限结构有待优化。截至 2023 年 9 月底，公司债务负担较上年底有所减轻。

2020—2022 年底，公司负债规模波动增长，年均复合增长 11.05%。截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 29.71%，主要系流动负债增加所致；公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

表 15 2020—2022 年及 2023 年 9 月底公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 9 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	58.67	60.71	67.45	73.42	96.59	81.05	96.96	81.37
应付票据	27.39	46.68	35.39	52.47	50.83	52.62	46.31	47.76
应付账款	10.83	18.47	12.67	18.78	16.78	17.37	20.92	21.58
其他应付款	4.07	6.94	4.08	6.05	7.60	7.87	7.63	7.87
一年内到期的非流动负债	8.07	13.76	9.36	13.87	12.78	13.23	14.61	15.07
非流动负债	37.97	39.29	24.42	26.58	22.58	18.95	22.20	18.63
长期借款	6.28	16.55	3.66	14.97	2.29	10.13	0.71	3.18
租赁负债	17.66	46.52	20.24	82.88	19.51	86.40	20.52	92.43
负债总额	96.64	100.00	91.87	100.00	119.17	100.00	119.16	100.00

注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计；非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2020—2022 年底，公司流动负债持续增长，年均复合增长 28.31%。截至 2022 年底，公司流动负债较上年底增长 43.20%，主要系应付票据和应付账款增加所致。

2020—2022 年底，随着门店数量增加、经营规模扩大，公司应付票据和应付账款均持续增长，年均复合增长率分别为 36.24% 和 24.44%。截至 2022 年底，公司应付票据较上年底增长 43.63%；应付票据全部为银行承兑汇票。截至 2022 年底，公司应付账款较上年底增长 32.46%，全部为应付货款。

2020—2022 年底，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 36.62%。截至 2022 年底，公司其他应付款较上年底增长 86.24%，主要系股权转让款及门店收购款、限制性股票回购义务等增加所致；其他应付款主要由股权转让款及

门店收购款（2.57 亿元）、押金、质保金及保证金（0.93 亿元）、限制性股票回购义务（0.78 亿元）、工程及设备款（0.66 亿元）和应付暂收款（0.64 亿元）等构成。

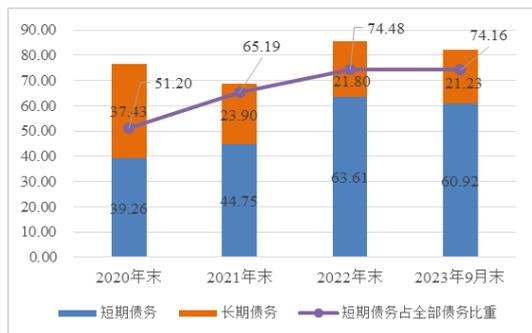
2020—2022 年底，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 25.81%。截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 36.57%，主要系一年内到期的租赁负债增加所致；公司一年内到期的非流动负债中，一年内到期的租赁负债占 92.73%，其余为一年内到期的长期借款。

2020—2022 年底，公司非流动负债持续下降，年均复合下降 22.88%。截至 2022 年底，公司非流动负债较上年底下降 7.54%，主要系租赁负债减少所致。

2020—2022 年底，公司长期借款持续下降，

年均复合下降39.67%。截至2022年底，公司长期借款较上年底下降37.46%，主要系部分借款即将于1年内偿付，重分类计入流动负债所致；长期借款主要全部为质押借款。从期限分布看，到期时间在1年内的0.93亿元（已计入一年内到期的流动负债），1~2年的0.95亿元，2~5年的0.85亿元，5年以上的0.48亿元。公司长期借款余额

图2 2020-2022年底及2023年9月底公司债务结构（单位：亿元；%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

债务方面，2020-2022年，公司全部债务波动增长，年均复合增长5.53%。截至2022年底，公司全部债务85.40亿元，较上年底增长24.42%，主要系短期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占74.48%，长期债务占25.52%，以短期债务为主，其中，短期债务63.61亿元，较上年底增长42.15%，主要系应付票据增加所致；长期债务21.80亿元，较上年底下降8.79%，主要系长期借款减少所致。从债务指标来看，截至2022年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为56.64%和48.36%，较上年底分别上升2.77个百分点和1.75个百分点；长期债务资本化比率为19.29%，较上年底下降4.02个百分点。公司债务负担处于合理水平。

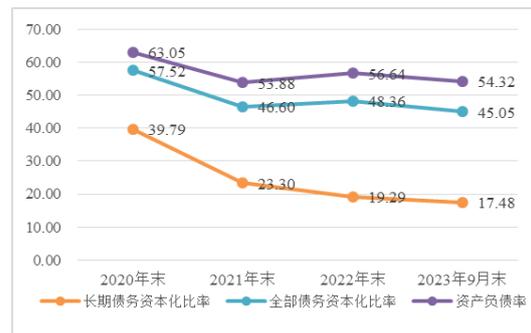
截至2023年9月底，公司全部债务82.15亿元，较上年底下降3.81%。债务结构方面，短期债务占74.16%，长期债务占25.84%，仍以短期债务为主，其中，短期债务60.92亿元，较上年底下降4.22%；长期债务21.23亿元，较上年底下降2.62%，较上年底变化不大。从债务指标来看，截至2023年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分

总规模不大，到期期限较分散，集中偿付压力小。

2020-2022年底，公司租赁负债波动增长，年均复合增长5.10%。截至2022年底，公司租赁负债较上年底下降3.61%；租赁负债全部为尚未支付的租赁付款额。

截至2023年9月底，公司负债总额和负债结构较上年底变化很小。

图3 2020-2022年底及2023年9月底公司债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

别为54.32%、45.05%和17.48%，较上年底分别下降2.32个百分点、3.30个百分点和1.81个百分点。

4. 盈利能力

2020-2022年，公司营业利润率和期间费用率基本稳定，营业总收入和利润总额持续增长，非经常性损益对利润影响小。公司主要盈利指标处于行业较高水平，盈利能力较强。2023年1-9月，公司收入和利润继续呈增长态势。

表16 2020-2022年公司主要盈利数据及指标（单位：亿元；%）

项目	2020年	2021年	2022年
营业总收入	131.45	153.26	198.86
营业成本	81.52	91.43	120.26
费用总额	38.55	48.48	59.12
其中：销售费用	31.59	40.60	48.78
管理费用	5.46	6.57	9.04
研发费用	0.08	0.16	0.25
财务费用	1.42	1.15	1.05
利润总额	11.27	13.38	18.77
营业利润率	37.56	39.98	39.18
总资本收益率	7.69	7.87	9.02
净资产收益率	14.82	12.60	15.65

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020—2022年，公司持续进行零售门店建设和并购，随着门店的增加，公司营业总收入持续增长，年均复合增长23.00%；营业成本与营业总收入同步增长，营业利润率基本稳定；利润总额持续增长，年均复合增长29.05%。

从期间费用看，2020—2022年，公司费用总额持续增长，年均复合增长23.84%。2020—2022年，公司期间费用率²分别为29.33%、31.63%和29.73%。2022年，公司费用总额同比增长21.97%，主要系销售费用增加所致。从构成看，2022年，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为82.51%、15.29%、0.43%和1.77%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为48.78亿元，同比增长20.16%，主要系销售规模扩大所致；管理费用为9.04亿元，同比增长37.54%，主要系管理部门职工薪酬增加所致。公司费用规模较大，对整体利润存在一定侵蚀。

2020—2022年，与营业利润相比，公司其他收益、投资收益、营业外收入、信用减值损失、资产减值损失和营业外支出的规模较小。

盈利指标方面，2020—2022年，公司总资产收益率和净资产收益率均有所提高。

与所选公司比较，公司盈利指标处于行业较高水平。

表 17 2022 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	营业收入 (亿元)	销售 毛利率	总资产 报酬率	净资产 收益率
一心堂	174.32	35.05%	8.71%	13.60%
大参林	212.48	37.80%	8.30%	16.67%
老百姓	201.76	31.88%	7.35%	12.02%
益丰药房	198.86	39.53%	10.34%	14.79%

注：为保证可比性，上表中相关数据均来自 Wind
资料来源：Wind，联合资信整理

2023年1—9月，由于门店数量继续增加，公司实现营业总收入158.88亿元，同比增长19.03%；营业利润率为39.19%，同比下降1.38个百分点，变化不大；实现利润总额14.68亿元，同比增长20.34%。

5. 现金流

2020—2022年，公司经营活动现金保持净流入状态，且流入规模有所扩大；投资活动现金流持续净流出，筹资活动现金由净流入转为净流出。经营活动现金对投资活动和偿还有息负债提供了较大支持。

表 18 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	139.32	162.04	206.77
经营活动现金流出小计	116.02	140.54	167.56
经营活动现金流量净额	23.30	21.50	39.20
投资活动现金流入小计	14.21	22.61	7.28
投资活动现金流出小计	26.76	28.27	20.02
投资活动现金流量净额	-12.56	-5.67	-12.74
筹资活动前现金流量净额	10.74	15.83	26.46
筹资活动现金流入小计	19.78	1.42	1.57
筹资活动现金流出小计	12.64	23.27	18.13
筹资活动现金流量净额	7.14	-21.85	-16.55
现金收入比	105.22	104.44	103.17

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2020—2022年，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流入量和流出量均持续增长，年均复合增长率分别为21.82%和20.18%。2020—2022年，公司经营活动现金持续呈净流入状态，净流入量波动增长，年均复合增长29.72%。2020—2022年，公司现金收入比略有下降，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2020—2022年，公司投资活动现金流入量和流出量均波动下降，年均复合增长率分别为-28.41%和-13.50%，主要系对结构性存款等产品投入、回收的发生额变化所致。2020—2022年，公司投资活动现金持续净流出，主要系持续购建固定资产（如自建药店、物料配送体系等）和取得子公司（并购药店资产等）所致。

2020—2022年，公司筹资活动前现金持续呈净流入状态，且净流入量逐年增长，经营活动现金对投资活动起到了良好的保障作用。

从筹资活动来看，2020—2022年，公司筹资活动现金流入量波动下降，年均复合下降

²期间费用率=（期间费用总额/营业总收入）×100%

71.79%；筹资活动现金流出量波动增长，年均复合增长 19.75%。2020 年，公司筹资活动现金流入规模和净流入规模较大，主要系发行可转换公司债券所致。2021—2022 年，公司筹资活动现金流入量小，筹资活动现金呈净流出状态，与公司经营活动前现金持续净流入有关。

2023 年 1—9 月，公司经营活动现金净流入 28.82 亿元，投资活动现金和筹资活动现金分别净流出 17.51 亿元和 15.41 亿元。

6. 偿债指标

公司偿债指标整体表现良好，或有负债风险小，融资渠道较为畅通。

表 19 2020—2022 年公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债能力	流动比率（%）	130.59	117.36	109.51
	速动比率（%）	93.57	72.28	72.09
	经营现金/流动负债（%）	39.71	31.87	40.59
	经营现金/短期债务（倍）	0.59	0.48	0.62
	现金类资产/短期债务（倍）	1.05	0.69	0.65
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	23.53	28.16	36.29
	全部债务/EBITDA（倍）	3.26	2.44	2.35
	经营现金/全部债务（倍）	0.30	0.31	0.46
	EBITDA/利息支出（倍）	12.64	16.67	21.97
	经营现金/利息支出（倍）	12.52	12.73	23.73

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2020—2022 年底，随着流动负债的快速增长，公司速动比率有所下降，但速动资产对流动负债的保障程度整体仍处于高水平。2020—2022 年，公司经营现金/流动负债、经营现金/短期债务有所上升，经营活动现金流量净额对流动负债和短期债务的保障程度很高。2020—2022 年底，公司现金类资产/短期债务持续下降，但现金类资产对短期债务的整体保障程度高。

从长期偿债指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA 持续增长；2022 年，公司 EBITDA 同比增长 28.90%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 38.96%）、利润总额（占 51.73%）构成。2020—2022 年，公司全部债务/EBITDA 持续下降，EBITDA 利息倍数、经营现金/全部债务和经营现

金/利息支出均持续提高，长期偿债指标整体表现良好。

对外担保方面，截至 2023 年 9 月底，公司无对合并范围外主体担保的情况。

未决诉讼方面，截至 2023 年 9 月底，公司无单笔金额在 500 万元以上的重大未决诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至 2023 年 9 月底，公司共计获得银行授信额度 132 亿元，未使用额度 89 亿元。作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

截至 2022 年底，公司本部资产以货币资金、预付款项等流动资产为主，非流动资产中长期股权投资占比较大；公司本部所有者权益稳定性强；公司本部负债以应付票据等流动负债为主，债务负担尚可，但存在一定的短期债务偿付压力。因“全国连锁”的营运模式，公司本部收入、利润对合并口径数据的贡献不大。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 121.88 亿元，较上年底增长 25.26%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产 79.96 亿元（占 65.60%），非流动资产 41.92 亿元（占 34.40%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 35.84%）、预付款项（占 41.32%）、其他应收款（占 10.21%）和存货（占 6.20%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 61.96%）、商誉（占 9.53%）和使用权资产（占 18.72%）构成。截至 2022 年底，公司本部货币资金为 28.66 亿元。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 71.16 亿元，较上年底增长 50.54%。其中，流动负债 64.50 亿元（占 90.63%），非流动负债 6.67 亿元（占 9.37%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占 78.19%）、其他应付款（占 13.58%）和一年内到期的非流动负债（占 5.34%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 34.30%）和租赁负债（占 65.70%）构成。截至 2022 年底，公司本部资产负债率为 58.39%，较 2021 年底上升 9.81 个百分点。

截至 2022 年底，公司本部全部债务 60.54 亿元。其中，短期债务占 88.99%、长期债务占 11.01%。截至 2022 年底，公司本部短期债务为 53.87 亿元，债务期限结构有待改善。截至 2022 年底，公司本部全部债务资本化比率 54.42%，较 2021 年底上升 7.91 个百分点，债务负担有所加重。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 50.71 亿元，较上年底增长 1.37%。在所有者权益中，实收资本为 7.22 亿元（占 14.23%）、资本公积合计 40.84 亿元（占 80.53%）、未分配利润合计 2.11 亿元（占 4.16%）、盈余公积合计 1.32 亿元（占 2.60%），公司本部所有者权益结构稳定性强。

2022 年，公司本部营业总收入为 45.19 亿元，利润总额为 2.97 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.71 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流净额为 14.08 亿元，投资活动现金流净额 -2.26 亿元，筹资活动现金流净额 -4.60 亿元。

截至 2022 年底，公司本部资产、负债、所有者权益分别相对于合并口径的 57.93%、59.71% 和 55.60%，全部债务相当于合并口径的 70.89%；2022 年，公司本部营业总收入相对于合并口径的 22.72%，利润总额相当于合并口径的 15.80%。

十、本次可转换公司债券偿还能力分析

本次可转换公司债券的发行对公司债务结构影响较大。发行后，公司负债规模将有所扩大，债务负担有所加重；公司 2022 年 EBITDA 和经营性净现金流等对发行后长期债务保障程度较高；考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能。

1. 本次可转换公司债券对公司现有债务的影响

公司本次债券发行规模为不超过 17.97 亿元，分别相当于公司 2022 年底长期债务和全部债务的 82.46% 和 21.05%，对公司现有债务结构影响较大。

以 2022 年底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 56.64%、48.36% 和 19.29% 上升至 60.06%、53.13% 和 30.36%，公司负债规模有所扩大，债务负担有所加重。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

截至 2022 年底，公司现金类资产为 41.64 亿元，为本次债券发行额度上限（17.97 亿元）的 2.32 倍；2022 年，公司经营活动产生的现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 206.77 亿元、39.20 亿元、36.29 亿元，为本次债券发行额度上限（17.97 亿元）的 11.50 倍、2.18 倍和 2.02 倍。

若本次发行金额为 17.97 亿元，以 2022 年数据为基准，公司经营现金流入、经营现金净流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的覆盖程度较高。

表 20 本次可转换公司债券偿还能力测算

项目	2022 年
发行后长期债务*（亿元）	39.77
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	5.20
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.99
发行后长期债务/EBITDA（倍）	1.10

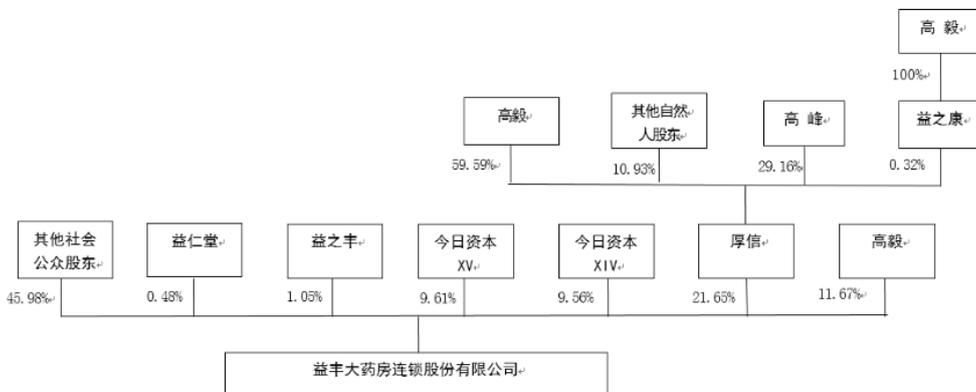
注：发行后长期债务为将本次中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 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审议表决），有利于降低转股价；同时制定了有条件赎回条款（公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或本次可转债未转股余额不足人民币 3000 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债），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能。

十一、结论

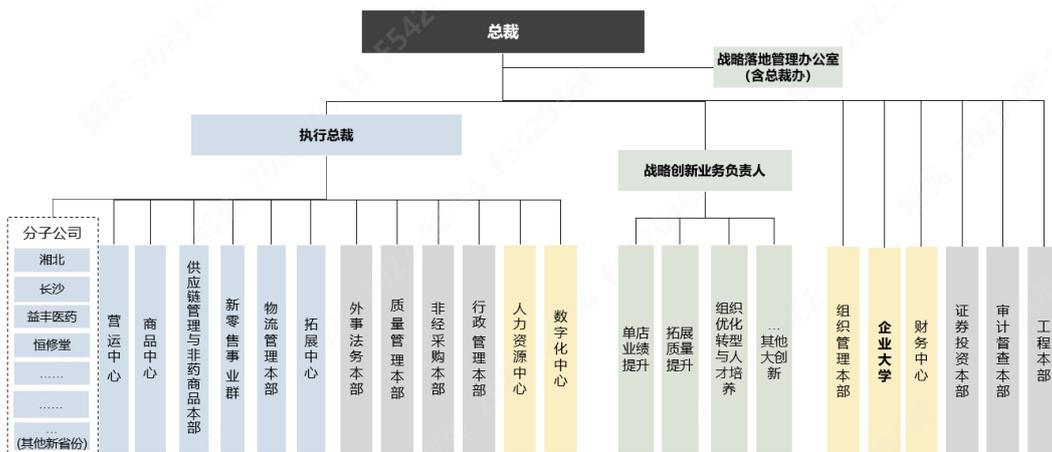
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA,本次可转换公司债券信用等级为 AA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 9 月底益丰大药房连锁股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 9 月底益丰大药房连锁股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 9 月底益丰大药房连锁股份有限公司

主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)		原始取得 方式
			直接	间接	
湖南益丰医药有限公司	15000.00	商业	100.00	--	设立
江苏益丰大药房连锁有限公司	15000.00	商业	100.00	--	设立
石家庄新兴药房连锁有限公司	14506.23	商业	91.00	--	收购
江西益丰大药房连锁有限公司	5000.00	商业	100.00	--	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	41.06	30.83	41.64	46.09
资产总额 (亿元)	153.27	170.52	210.39	219.35
所有者权益 (亿元)	56.63	78.65	91.21	100.19
短期债务 (亿元)	39.26	44.75	63.61	60.92
长期债务 (亿元)	37.43	23.90	21.80	21.23
全部债务 (亿元)	76.69	68.64	85.40	82.15
营业总收入 (亿元)	131.45	153.26	198.86	158.88
利润总额 (亿元)	11.27	13.38	18.77	14.68
EBITDA (亿元)	23.53	28.16	36.29	--
经营性净现金流 (亿元)	23.30	21.50	39.20	28.82
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	16.62	15.98	13.56	--
存货周转次数 (次)	4.08	3.51	3.61	--
总资产周转次数 (次)	1.00	0.95	1.04	--
现金收入比 (%)	105.22	104.44	103.17	107.55
营业利润率 (%)	37.56	39.98	39.18	39.19
总资本收益率 (%)	7.69	7.87	9.02	--
净资产收益率 (%)	14.82	12.60	15.65	--
长期债务资本化比率 (%)	39.79	23.30	19.29	17.48
全部债务资本化比率 (%)	57.52	46.60	48.36	45.05
资产负债率 (%)	63.05	53.88	56.64	54.32
流动比率 (%)	130.59	117.36	109.51	108.38
速动比率 (%)	93.57	72.28	72.09	72.60
经营现金流动负债比 (%)	39.71	31.87	40.59	--
现金短期债务比 (倍)	1.05	0.69	0.65	0.76
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.64	16.67	21.97	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.26	2.44	2.35	--

注: 1. 公司 2023 年 1-9 月财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 本文所用 2020 年财务数据系 2021 年调整后期初数/上期数; 4. "--" 表示指标不适用, "/" 表示数据未获取
资料来源: 公司提供

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	33.74	21.29	29.16
资产总额 (亿元)	92.02	97.30	121.88
所有者权益 (亿元)	36.05	50.03	50.71
短期债务 (亿元)	29.70	35.66	53.87
长期债务 (亿元)	23.61	7.84	6.67
全部债务 (亿元)	53.31	43.50	60.54
营业总收入 (亿元)	33.65	38.28	45.19
利润总额 (亿元)	1.88	2.03	2.97
EBITDA (亿元)	2.91	2.70	3.45
经营性净现金流 (亿元)	9.78	2.69	14.08
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	21.66	17.22	14.51
存货周转次数 (次)	6.34	5.92	6.03
总资产周转次数 (次)	0.42	0.40	0.41
现金收入比 (%)	104.13	101.77	102.17
营业利润率 (%)	38.14	38.14	38.43
总资本收益率 (%)	2.87	2.45	2.55
净资产收益率 (%)	4.28	3.25	4.65
长期债务资本化比率 (%)	39.58	13.56	11.62
全部债务资本化比率 (%)	59.66	46.51	54.42
资产负债率 (%)	60.82	48.58	58.39
流动比率 (%)	188.19	149.48	123.97
速动比率 (%)	176.69	138.72	116.29
经营现金流动负债比 (%)	30.22	6.83	21.84
现金短期债务比 (倍)	1.14	0.60	0.54
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--

注: 公司本部未披露 2023 年 1-9 月财务报表
资料来源: 公司提供

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 益丰大药房连锁股份有限公司向不特定对象发行可转换公 司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。