



2020年大参林医药集团股份有限公司可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不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

2020年大参林医药集团股份有限公司可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
大参转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：大参林医药集团股份有限公司（以下简称“大参林”或“公司”，股票代码 603233.SH）为华南区域龙头、国内排名靠前的大型连锁药店企业，品牌知名度较高，2023 年门店扩张加速，营业收入、净利润继续增长，业务回款情况仍较好、现金生成能力仍较强；中证鹏元同时关注到，公司门店快速扩张，对经营、管理能力形成挑战，新增门店效益能否达到预期存在不确定性，2023 年公司零售收入增速放缓，门店并购形成的商誉继续增长、面临一定减值风险，存货面临一定跌价风险，财务杠杆水平较高、流动性指标表现欠佳，面临一定的短期偿债压力，以及内部管理与治理有待加强等风险因素。

评级日期

2024 年 06 月 24 日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
zhangmy@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）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	253.66	241.23	208.41	173.36
归母所有者权益	72.95	68.24	62.12	54.79
总债务	115.52	106.27	92.87	79.60
营业收入	67.52	245.31	212.48	167.59
净利润	4.54	12.31	10.79	8.04
经营活动现金流净额	12.26	31.74	37.57	15.55
净债务/EBITDA	--	1.89	1.65	2.15
EBITDA 利息保障倍数	--	14.64	12.78	11.44
总债务/总资本	59.40%	59.21%	58.51%	58.66%
FFO/净债务	--	34.28%	39.31%	27.48%
EBITDA 利润率	--	14.74%	15.07%	15.34%
总资产回报率	--	8.47%	8.77%	8.59%
速动比率	0.61	0.58	0.70	0.59
现金短期债务比	0.80	0.75	0.91	0.77
销售毛利率	35.46%	35.90%	37.80%	38.15%
资产负债率	66.66%	67.11%	67.06%	65.76%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司为华南区域龙头、国内排名靠前的大型连锁药店企业，品牌知名度较高。**公司坚持深耕华南、布局全国的战略，通过“自建+并购+加盟”推进强势区域的加密以及弱势区域的突破。2023年公司门店扩张加速，2023年末公司直营门店、加盟门店数量分别同比增长 23.28%、107.52%。受益于门店数量增加，2023年公司营业收入、净利润分别同比增长 15.45%、14.03%。
- **公司回款情况较好，业务现金生成能力较强。**2023年公司应收账款周转天数 16.39 天，回款速度仍快于同行业平均水平；收现比为 110.20%，仍维持在较高水平。随着门店扩张、业务规模增长，2023年 EBITDA、FFO 分别为 36.17 亿元、23.47 亿元，分别同比增长 12.94%、13.06%。

关注

- **公司门店快速扩张，对经营、管理能力形成挑战，新增门店效益能否达到预期存在不确定性。**新增的并购门店对公司经营、管理能力形成挑战，同时形成较大规模商誉，2023 年底公司商誉继续增长至 30.24 亿元，占总资产的 12.53%，若并购门店未来经营不达预期，公司将面临一定商誉减值风险。同时，新增自建门店需要一定时间培育，能否顺利开业并实现预期效益存在一定不确定性。2023 年公司零售收入增速放缓，明显低于直营门店数量增速。
- **公司存货规模较大，存在一定存货跌价损失风险。**随着门店的扩张、库存商品的增加，2023 年底公司存货规模继续增长至 41.81 亿元，占总资产的 17.33%。2023 年公司计提存货跌价准备 0.71 亿元。公司库存商品规模较大，未来随着带量采购等国家医改政策的推进，部分药品销售价格存在下降可能，且因市场需求变化可能出现滞销情况。
- **公司财务杠杆水平较高，面临一定短期偿债压力。**随着门店扩张、项目建设推进，公司财务杠杆维持在较高水平。截至 2023 年底，公司财务杠杆继续小幅上升，刚性债务仍以应付票据、租赁负债、本期债券为主，短期债务占总债务比重继续提高至 55.65%，速动比率、现金短期债务比呈下降趋势，表现欠佳。此外，2024 年 1 月，公司取消定增，未来门店扩张、项目建设资金需自筹，或进一步推高公司财务杠杆水平，加大公司资金流动性压力。
- **公司内部管理与治理有待加强。**2023 年公司全资子公司茂名大参林连锁药房有限公司、公司实际控制人之一柯金龙涉嫌单位行贿罪被依法立案和提起公诉，柯金龙被采取刑事拘留措施（2024 年 5 月，该诉讼案件已一审判决，茂名大参林、柯金龙犯单位行贿罪）。公司未及时披露上述信息、部分临时公告中的相关信息披露不准确，且未按规定及时报告并申请定向增发审核中止，公司及相关负责人 2024 年 4 月被中国证券监督管理委员会广东监管局采取监管谈话的行政监管措施、被上海证券交易所予以监管警示，2024 年 6 月被上海证券交易所予以纪律处分。

未来展望

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

同业比较（单位：亿元）

指标	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂
门店数量	13,250	14,074	13,574	10,255
2023 年净增门店数量	2,982	4,029	2,791	1,049
总资产	241.37	241.23	212.31	166.47
营业收入	225.88	245.31	224.37	173.80
净利润	15.81	12.31	11.24	5.60
销售毛利率	38.21%	35.90%	32.55%	33.00%
资产负债率	56.72%	67.11%	65.67%	52.68%
商誉	46.11	30.24	58.36	16.50

商誉/总资产	19.10%	12.53%	27.49%	9.91%
--------	--------	---------------	--------	-------

注：以上各指标均为 2023 年/2023 年末数据。

资料来源：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂 2023 年年度报告

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
大参转债	14.05	14.0465	2023-6-26	2026-10-22

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年10月22日发行6年期14.05亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于医药零售门店建设项目、南宁大参林中心项目、汕头大参林医药产业基地项目、南昌大参林产业基地项目（一期）、新零售及企业数字化升级项目、老店升级改造项目、茂名大参林生产基地立库项目等项目¹。根据公司披露《2023年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2023年底，本期债券募集资金专项账户余额为6,487.03万元。

三、发行主体概况

“大参转债”2021年4月进入转股期，2023年“大参转债”转股合计增加股本106元，2024年一季度无新增转股²。2023年公司以资本公积转增股本（每10股转增2股），增加股本1.90亿元，2024年3月底公司股本增至11.39亿元。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、主营业务未发生变化。截至2024年3月底，公司实控人仍为柯云峰、柯金龙、柯康保三兄弟，持股比例分别为21.30%、20.16%、15.65%，同比无变动。截至2024年3月31日，柯金龙持有的7,184.21万股公司股份、柯康保持有的5,861.00万股公司股份被质押，分别占其持有公司股份的31.29%、32.89%。跟踪期公司主营业务亦无变化，仍主要从事药店零售业务，同时兼营批发和生产业务。2023年公司购买新增子公司13家，具体情况见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积

¹ 2022年4月，公司基于南宁大参林中心项目、汕头大参林医药产业基地项目（粤东运营中心）达到预定可使用状态并结项。公司于2023年4月28日发布公告，南昌大参林产业基地项目（一期）项目达到预定可使用状态的日期由2023年4月30日调整为2024年12月31日；医药零售门店建设项目、新零售及企业数字化升级项目、老店升级改造项目、茂名大参林生产基地立库项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金。

² “大参转债”的初始转股价格为83.71元/股，2021年6月调整为69.09元/股（权益分派），2021年12月调整为69.05元/股（股权激励新增股份）；2022年6月调整为57.13元/股（权益分派），2023年6月调整为47.11元/股（权益分派），2024年6月调整为46.80元/股（权益分派）。

极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

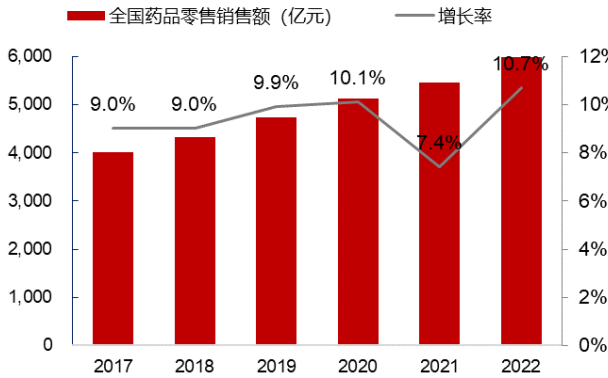
行业环境

从需求端来看，国内“处方外流”为中长期趋势，零售药店作为第二大销售终端，是“处方外流”的有力承接者，销售占比逐年提升，长期稳健增长可期

根据商务部2023年11月发布的《2022年药品流通行业运营统计分析报告》，2022年全国药品流通市场销售规模稳步增长，全国七大类医药商品销售总额27,516亿元，其中药品零售市场销售额为5,990亿元，扣除不可比因素同比增长10.7%。从终端销售结构来看，尽管公立医院仍占据主要市场，但销售占比仍在逐年下降，而零售药店在终端销售的占比从2017年的22.6%逐渐提升至2022年的29.0%，第

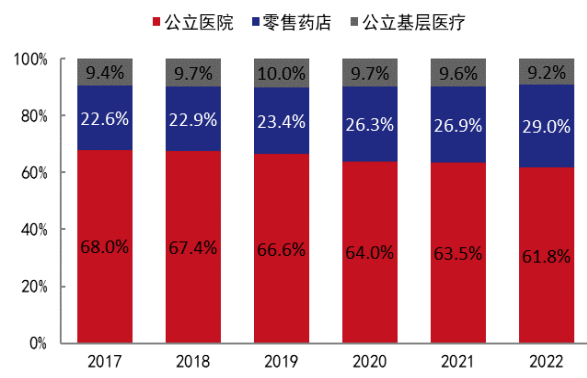
二大销售终端的地位稳固，且占比有逐年递增趋势。

图 1 全国药品零售销售额保持增长



资料来源：商务部，中证鹏元整理

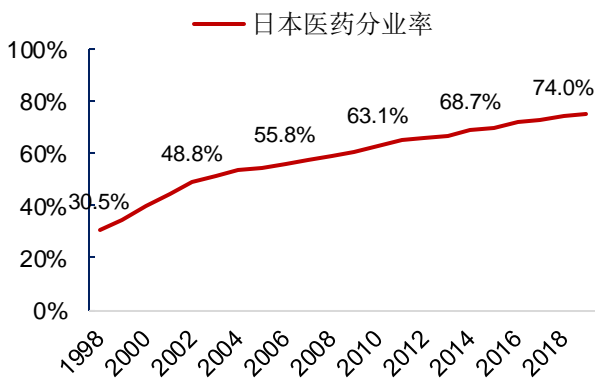
图 2 零售药店的销售占比逐年提升



资料来源：米内网，中证鹏元整理

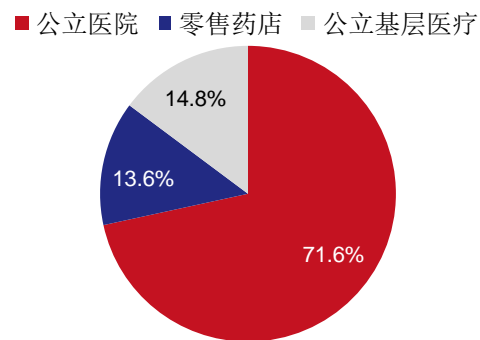
1974 年起，日本开始推出政策提升医生服务费用且严格限制药品加成率，1987 年针对 37 个国立示范医院发出“达到 70% 以上完全医药处方分业率”的指导性目标，2019 年日本医药分业率近 75%，基本实现“医药分离”。我国近年出台多项医改政策，旨在通过降低药占比、取消药品加成、试点电子处方流转平台等方式促进处方外流，2020 年国内处方药的零售药店占比为 13.6%，参考日本高度医药分开的经验，国内处方外流仍有较大提升空间。

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 国内处方药三大终端销售占比



资料来源：米内网，中证鹏元整理

从近期国家发布的处方外流相关政策来看，主要引导方向为零售药店，如 2021 年 8 月国家卫健委和医保局组织印发的《长期处方管理规范（试行）》明确了患者可自主选择在医疗机构或社会零售药店调剂取药；2023 年 2 月国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，高度重视定点零售药店纳入门诊统筹工作，将门诊统筹基金用于扩大医药服务供给，保障居民更好的享受统筹医保便利，从现有统筹资质门店数量来看，龙头零售在处方外流趋势下占据先机。

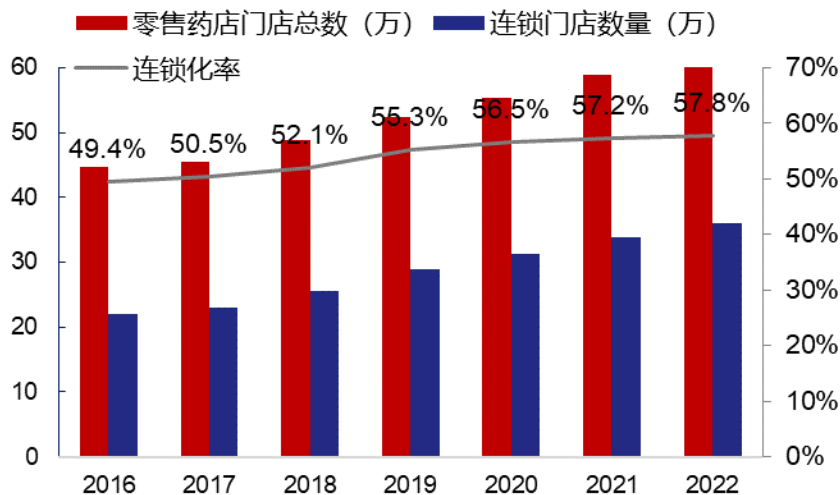
表1 处方外流主要相关政策及内容

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2021.5	国家医保局、卫健委	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	提出定点零售药店要与医保信息平台、电子处方流转平台等对接，保证电子处方顺畅流转
2021.6	国务院办公厅	《关于推动公立医院高质量发展的意见》	建立药品追溯制度，提出探索公立医院处方信息与药品零售消费信息互联互通
2021.7	国家医保局	《关于优化医保领域便民服务的意见》	提出实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务
2021.8	国家医保局、卫健委	《长期处方管理规范（试行）》	规定医师开具长期处方后，患者可以自主选择在医疗机构或者社会零售药店进行调剂取药
2023.2	国家医保局	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，为参保人员提供门诊统筹用药保障

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

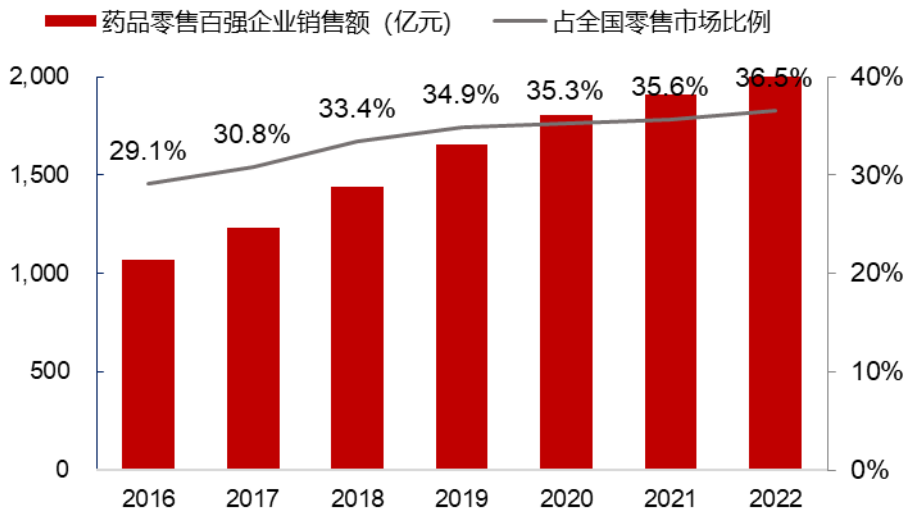
从供给端来看，监管政策趋严背景下，连锁药店的经营门槛提升，单体和小型利润空间遭受挤压，龙头企业借助资本力量加速整合，我国药店连锁化率和行业集中度持续提升；近年线上药店销售额占比快速提升，各大零售药店积极推进数字化转型并加大线上业务布局

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

图5 全国零售药店连锁化率持续提升


资料来源：商务部，中证鹏元整理

从行业集中度来看，2022 年全国百强零售药店的销售总额为 2,184 亿元，同比增长 14.2%，占全国零售市场总额的 36.5%，同比提高 0.9 个百分点；此外 TOP10/20/50 零售药店的市场占有率分别为 22.3%/26.8%/ 33.0%，较 2021 年分别增长 1.2/、1.3 和 1.3 个百分点，行业整体集中度呈提升态势。日本零售药房 TOP10 的占有率约为 70%，国内龙头药店的集中度仍有较大提升空间。

图6 药品零售百强企业销售额及占全国零售市场比例持续提升


资料来源：商务部，中证鹏元整理

表2 2022年全国百强零售药店市占率继续提升（单位：亿元）

项目	2022年销售总额	市场占有率	市占率同比变化
TOP10	1,337	22.3%	+1.2pct
TOP20	1,607	26.8%	+1.3pct
TOP50	1,976	33.0%	+1.3pct
TOP100	2,184	36.5%	+0.9pct

资料来源：商务部，中证鹏元整理

近年零售药店行业集中度持续提升，一方面系医改政策的执行对零售药店的经营能力和议价能力等方面均提出了更高的要求，经营门槛的提升和利润空间的压缩使得单体药店和小型连锁药店的市场份额遭到快速挤压；另一方面无法承受经营成本上升的尾部企业逐渐接受并购退出，龙头连锁药店通过资产和股权收购等方式实现快速扩张，进一步加速行业集中度的提升。

表3 有利于药店集中度提升的主要相关政策

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2017	国家卫计委	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》	压缩药品流通环节，小型流通企业逐渐退出，单体药店面面对大型流通企业缺乏议价能力
2018	商务部	《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》	提升药店的经营门槛，对经营面积、存储条件、药品供应能力、药学技术人员配置等方面提出了规范化要求
2019	浙江省药械采购平台等	《关于全省性医药连锁药店集团开通浙江省药械采购平台采购权限有关事项的通知》等	向连锁药店开放集采平台，药店成本端将得以改善，龙头药店首先受益
2021	国家医保局	《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》	满足药师、医保管理人员配置以及相关制度要求的定点零售药店可以申请纳入门诊慢性病、特殊病购药定点机构
2021	国家医保局、卫健委	《长期处方管理规范（试行）》	要求医疗机构或家庭医生团队对患者进行随访管理，大型药店已在慢性病的健康管理等方面有所布局，长期受益于处方外流

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为华南区域龙头、国内排名靠前的大型连锁药店企业，直营门店零售为公司收入及利润的主要来源；2023年公司继续通过“自建+并购+加盟”推进强势区域的加密以及弱势区域的突破，门店扩张加速，营业收入规模持续增长但增速明显下降，需关注新增门店或对公司业绩产生不利影响

公司主要从事中西成药、参茸滋补药材及中药饮片、保健品、医疗器械及其他商品的连锁零售业务，同时兼营批发和生产业务。2023年公司营业收入及毛利润构成同比变动不大；直营门店（自建+并购）零售收入、毛利润占营业收入比重有所下降，但仍为收入及利润主要来源；加盟及分销收入快速增长、占营业收入比重同比有所提高，但毛利率水平仍较低，对利润贡献仍较小。其他业务收入包括促销服务收入、租金收入等，毛利率水平较高，为营业收入及利润的有益补充。

2023年公司继续通过“自建+并购+加盟”扩大市场布局，直营门店、加盟门店均加速扩张，2023年末公司直营门店、加盟门店数量分别同比增长23.28%、107.52%，零售收入、加盟及分销分别同比增长6.58%、122.46%。由于自建门店扩张同比加快而新增的自建门店培育期较长、收入水平较低，同时非常规传染病相关零售收入同比大幅下降，故公司2023年零售收入增速远低于直营门店数量增速。随着零售收入增速放缓，2023年公司营业收入同比增长15.45%，增速同比下降11.33个百分点。2023年，公司各业务毛利率同比变动较小，受低毛利率的加盟及分销收入占比提高影响，公司销售毛利率同比有所下降。

从产品品类来看，随着门店的快速扩张，各产品收入继续保持增长，但是非药品收入2023年增速同比大幅下降、2024年一季度呈负增长，主要系口罩、非常规传染病检测产品收入下降所致。

表4 公司营业收入销售模式构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务	65.91	97.62%	33.91%	239.31	97.55%	34.30%	207.80	97.80%	36.41%
其中：零售	56.90	84.27%	37.51%	205.09	83.60%	38.15%	192.42	90.56%	38.43%
加盟及分销	9.01	13.35%	11.18%	34.23	13.95%	11.24%	15.39	7.24%	11.22%
其他业务	1.61	2.38%	99.09%	6.00	2.45%	99.83%	4.68	2.20%	99.38%
合计	67.52	100.00%	35.46%	245.31	100.00%	35.90%	212.48	100.00%	37.80%

注：其他业务收入包括促销服务收入、租金收入等，以促销服务收入为主。

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告、2024 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

表5 公司营业收入产品构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
中西成药	50.32	74.52%	31.28%	176.99	72.15%	31.16%	151.76	71.42%	33.25%
非药品	7.71	11.43%	42.48%	32.59	13.28%	43.52%	30.19	14.21%	47.22%
参茸滋补药材	7.88	11.67%	42.27%	29.74	12.12%	42.88%	25.85	12.17%	42.34%

其他业务	1.61	2.38%	99.09%	6.00	2.45%	99.83%	4.68	2.20%	99.38%
合计	67.52	100.00%	35.46%	245.31	100.00%	35.90%	212.48	100.00%	37.80%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告、2024 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

表6 公司门店情况（单位：家、万元/家）

项目	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
当期净增	841	4,029	1,852
其中：自建	396	1,382	689
并购	68	750	310
加盟	445	2,158	1,072
关闭	68	261	219
期末门店数量	14,915	14,074	10,045
其中：加盟	4,610	4,165	2,007
直营	10,305	9,909	8,038
直营门店单店平均零售收入	55.22	206.97	239.39
加盟门店单店平均批发收入	19.55	82.18	76.66

注：直营门店单店平均收入=当期零售收入/期末直营门店数量；

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告、2024 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

公司深耕华南、布局全国，2023年传统优势区域广东、广西以及河南零售收入同比略增、增速同比大幅下降，黑龙江、辽宁以及新进区域新疆、安徽等省份对零售收入增量贡献较大；陕西、山东、四川等省份零售收入快速增长；公司门店扩张加速，单店营业收入及利润均存在下降情形

公司销售模式以零售业务为主，药品零售业务模式为通过规模化的商品采购、仓储物流及连锁门店网络（门店以租赁为主），实现终端销售；结算方式主要为微信、支付宝、医保卡、现金等方式，其中医保卡结算占比30%左右，各地区医保结算回款时间差异较大。公司通过“自建+并购+加盟”三大模式拓展门店区域布局，深耕华南，布局全国。公司亦积极探索新零售商业模式³，2023年新零售业务继续快速增长，但规模仍较小、对营收、利润贡献较小。

2023年，公司持续推进强势区域的加密以及弱势区域的突破，并不断拓展空白区域。2023年公司净增门店4,029家，同比翻倍增长。其中，华南地区净增门店1,925家，仍以加盟、自建扩张为主。东北、华北、西北及西南地区净增门店1,406家，2023年门店并购仍为主要方式，门店加盟快速发力，门店自建扩张放缓。华东、华中地区分别净增门店364、334家，门店加盟、门店自建仍为主要扩张方式。

表7 公司各区域门店情况（单位：家）

区域	项目	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
华南地区	本期新增自建	237	924	434
	本期新增收购	9	0	2

³ 公司进驻了几乎所有头部 O2O 平台（美团、饿了么、京东到家、京东健康）、B2C 平台（天猫、京东、拼多多等），还通过“大参林健康”微信小程序开展 O2O、B2C 等线上服务。

	本期新增加盟	202	1,129	717
	本期闭店	44	128	133
	期末总数	9,329	8,925	7,000
华东地区	本期新增自建	44	136	95
	本期新增收购	15	60	67
	本期新增加盟	17	224	144
	本期闭店	8	56	48
	期末总数	1,289	1,221	857
华中地区	本期新增自建	17	110	59
	本期新增收购	0	0	48
	本期新增加盟	70	264	166
	本期闭店	9	40	28
	期末总数	1,618	1,540	1,206
东北、华北、西北及西南地区	本期新增自建	98	212	101
	本期新增收购	44	690	193
	本期新增加盟	156	541	45
	本期闭店	7	37	10
	期末总数	2,679	2,388	982

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

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告、2024 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

公司直营门店分区域来看，2023年广东、广西以及河南仍为公司优势区域，直营门店经营效率亦高于其他地区；2023年上述三个地区零售收入分别为115.49亿元、22.91亿元、19.49亿元，分别同比变动0.14%、-1.41%、2.64%；广东、广西以及河南收入合计占零售收入的77.05%。公司继续积极实施省外扩张战略、加大对弱势区域布局，2022年新进辽宁，2023年新进新疆、山西、安徽三个省份，2024年一季度新进上海区域，2024年3月底公司零售区域已覆盖全国20个省份（自治区、直辖市）⁴。2023年新疆、辽宁、山西、黑龙江等省份为公司营业收入增量贡献较大，上述省份分别实现零售收入3.57亿元、3.80亿元、1.86亿元、7.12亿元，合计16.35亿元，同比增加9.02亿元，占零售收入增量的71.82%。2023年陕西、山东、四川等省份收入增长较快，分别同比增长32.59%、27.72%、26.53%。

表8 公司主营业务区域构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
华南	43.44	64.34%	35.95%	164.12	66.90%	36.64%	152.15	71.61%	37.90%
东北、华北、西北及西南地区	11.02	16.33%	29.95%	34.44	14.04%	28.91%	20.64	9.71%	30.70%

⁴ 广东、广西、河南、黑龙江、江苏、河北、辽宁、陕西、四川、新疆、重庆、江西、浙江、福建、山西、山东、湖北、安徽、海南、上海。

华中	6.24	9.25%	27.64%	22.88	9.33%	28.56%	20.27	9.54%	30.56%
华东	5.21	7.71%	33.39%	17.88	7.29%	30.58%	14.73	6.93%	37.07%
合计	65.91	97.62%	33.91%	239.31	97.55%	34.30%	207.80	97.80%	36.41%

资料来源：公司提供、公司 2022-2023 年年度报告及 2024 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

表9 公司各区域直营门店经营效率情况（单位：家、元/平方米）

项目	2024 年 1-3 月		2023 年		2022 年	
	门店数	有效月均平效	门店数	有效月均平效	门店数	有效月均平效
华南	6,457	2,444.39	6,255	2,469.70	5,459	2,679.44
东北、华北、西北及西南地区	1,937	1,757.05	1,802	1,943.13	937	2,192.63
华中	1,043	2,035.10	1,035	1,959.80	965	1,972.92
华东	868	2,002.12	817	1,840.64	677	1,883.81
合计	10,305	2,220.70	9,909	2,269.87	8,038	2,460.58

注：月均平效=月均含税零售收入/门店经营面积。

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告、2024 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

从单店平均效益来看，2023年单店平均营业收入、利润总额均同比下降。从老店、新店来看，老店盈利情况仍较好，平均营业收入、利润仍明显高于当年新开门店。从广东省内、省外来看，广东省为公司传统优势区域，省内老店单店效益普遍高于广东省外区域；由于自建门店培育期长于并购门店，而广东省内新增直营门店以自建为主，故广东省内新店单店平均利润总额低于省外，2023年广东省内新店单店平均利润总额继续亏损。

表10 公司直营门店单店平均效益情况（单位：万元）

省份	项目	2023 年		2022 年		
		老店	新店	老店	新店	
广东省	存货	总额	110,961.50	12,276.16	109,118.03	5,013.57
		单店平均	27.95	18.66	29.37	23.76
	营业收入	总额	1,098,208.61	31,329.79	1,106,718.95	19,979.06
		单店平均	273.80	47.61	296.39	74.55
	销售毛利率	36.86%	35.31%	33.07%	36.86%	
	利润总额	总额	88,255.89	-4,525.97	103,880.71	-947.34
单店平均		22.00	-6.88	27.87	-3.53	
广东省外	存货	总额	79,798.55	27,534.32	72,250.85	7,128.04
		单店平均	20.95	18.68	22.56	16.69
	营业收入	总额	786,287.55	102,172.61	735,701.09	61,782.56
		单店平均	206.43	69.32	212.81	106.71
	销售毛利率	31.34%	30.04%	30.04%	31.34%	
	利润总额	总额	36,255.03	2,304.73	43,991.55	2,786.09
单店平均		9.52	1.56	12.79	4.81	

注：表中统计数据为门店前台核算的经营数据，未包括审计调整金额、总部管理费用等，故与审计报告数据存在差异；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

公司采用统一采购和地区采购相结合的采购模式，由总部与供应商进行规模化和集中化的采购谈判确定最终的采购价格⁵。结算方式方面，对定制生产及部分代理产品、畅销产品，采取预付款形式；其他产品采用货到付款或者信用期付款；除货到付款、信用期付款外，少数商品采取实销实结（以当月实际销量为付款标准）的付款方式。公司供应商主要为大型医药流通企业，与供应商合作较为稳定，2023年前五大供应商采购占比为34.53%，同比继续下降。

物流配送方面，公司根据门店规模，采用“一周一次”、“一周两次”、“一周三次”的频率对门店进行配送；门店订购商品为加快发货速度采取快递到店模式。公司通过租赁及自建方式建立“中央仓+省仓+地区仓”的物流仓网体系公司在广州、茂名、玉林、东莞、漯河、南昌等地建立了物流配送中心，覆盖了目前的所有业务地区，自主配送量占总配送量的比例 80% 以上，能快速响应所辖地区的商品采购及门店配送需求。

2023年公司延续“关小仓，并大仓”的策略，同期公司部分并购项目自带仓库，省仓同比增加、地区仓同比减少。截止2024年3月底，公司共有35个仓库，仓储总面积达35.32万平方米，仓库总发货满足率达到 99%，发货差错率低于 0.008%。此外，公司即将新增的中央仓有1处，位于佛山顺德，预计2025年年初投入运营，可配送范围为全广东省，仓库面积合计7.60万平方米。

表11 公司物流配送中心情况（单位：个）

类型	业态	2024年 1-3月	2023年	2022年
中央仓（集团仓）	租赁	3	3	3
	自建	2	2	2
	小计	5	5	5
省仓	租赁	8	9	5
	自建	1	1	1
	小计	9	10	6
地区仓	租赁	16	16	16
	自建	5	5	4
	小计	21	21	20

注：去年披露的 2022 年数据有误，已更新保持统一分类标准口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司终止向特定对象发行股票，在建项目、门店扩张资金需自筹，面临较大的资金压力；门店扩

⁵自有品牌、独家经营、全国主推商品以统采模式为主，流通商品、中药类商品以地采为主。采购频率一般以一周一采为主，部分地采流通商品一周两配，库容占用大的商品如口罩、龟苓膏、纸制品等为每天采购。

张、物流配送中心建设，将进一步扩大公司业务规模、提高物流配送能力，但项目能否按期推进并实现预期收益存在不确定性

2024年1月，公司发布公告，终止向特定对象发行股票，其募投项目大参林一号产业基地（物流中心）等项目建设资金改为自筹。截至2024年3月底，除南昌大参林产业基地项目(一期)募集资金尚未结项外⁶，本期债券其余募投项目、19转债募投项目均已完工结项，在建项目主要为大参林创新总部项目⁷、大参林一号产业基地（物流中心）等，资金来源均为自筹，面临较大的资金压力。同时公司还将持续推进门店扩张，将进一步加大公司资金压力。

表12 截至 2024 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设内容	计划总投资	已投资	尚需投资
大参林创新总部项目	办公楼	210,000.00	82,900.46	127,099.54
大参林一号产业基地（物流中心）	配送中心	100,000.00	51,053.96	48,946.04
江苏医护医疗以及中药饮片生产项目（目前一期）	办公楼、配送中心	50,000.00	19,515.66	30,484.34
大参林医药智造总部项目	药厂	47,700.00	3,751.00	43,949.00
合计		407,700.00	157,221.08	250,478.92

注：1、表中计划总投资与审计报告在建工程-预算数差异主要系土地款和税金差异；

2、大参林一号产业基地（物流中心）计划总投资去年提供有误，已更正；

3、大参林创新总部项目目前尚未开工，已投资金额主要包括已支付的土地款、土地配建费以及第二期地款计提的利息以及土地摊销额等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。

资本实力与资产质量

随着门店扩张以及办公楼、配送中心的建设推进，公司总资产继续增长，资产增量仍主要源自盈余积累与债务融资；资产中存货、商誉占比仍较高，需关注存货跌价风险、商誉减值风险

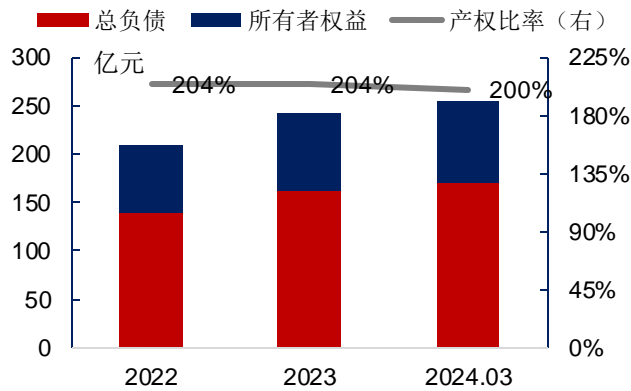
公司主要以盈余积累、债务融资满足自身资金需求，随着门店的扩张，以及办公楼、配送中心的建

⁶ 2023年4月28日公司发布公告，本期债券募投项目南昌大参林产业基地项目(一期)项目达到预定可使用状态的日期由2023年4月30日调整为2024年12月31日。该项目拟使用募集资金12,814.01万元，2023年底已使用募集资金6,720.21万元，目前实际已完工，募集资金尚未结项。

⁷ 2023年4月13日，公司发布公告，控股子公司广州参力科技有限公司（以下简称“参力科技”）以119,924.50万元购买广州市海珠区琶洲中二区土地，拟用于建设大参林互联网大健康创新总部，该项目预计总投资21亿元，资金由公司自筹，计划2023年12月开工、2027年6月竣工。目前该项目建设用地仍在拆迁沟通中，预计开工时间将延迟到2025年。

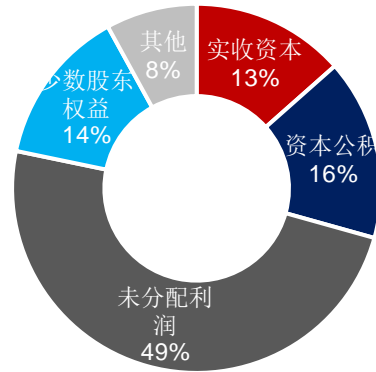
设推进，2023年底及2024年3月底公司总资产规模保持增长，新增资产主要沉淀在无形资产、固定资产、商誉、使用权资产以及存货等科目。公司产权比率继续小幅波动，净资产对负债总额的保障程度欠佳。

图 7 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司为连锁药店零售企业，库存商品、门店、仓储物流配送中心为其核心资产。随着门店的扩张、库存商品的增加，2023年底公司存货规模继续增长，2023年存货周转天数为92.19天，同比继续下降，与医药零售行业平均水平相近。公司库存商品规模较大，随着带量采购等国家医改政策的推进，部分药品销售价格存在下降可能，且因市场需求变化可能出现滞销情况，公司存货仍存在一定跌价风险。公司直营门店、仓储物流配送中心以租赁为主，故使用权资产规模较大，2023年底随着业务规模的扩张继续增长。公司商誉主要系对外并购门店形成，2023年公司并购伊犁康之源药业连锁有限责任公司等企业新增商誉6.73亿元，并购门店能否实现预期收益、收回投资成本存在不确定性，面临一定商誉减值风险；2023年公司计提商誉减值准备621.03万元。公司固定资产主要系行政办公楼、自建的门店和配送中心以及生产厂房等；随着本期债券、19转债的募投项目竣工转固，2023年底公司固定资产同比大幅增长，在建工程同比小幅下降。截至2023年底，公司在建工程主要系大参林一号产业基地项目（佛山贸易）、大参林创新总部项目等。公司无形资产主要系土地使用权，2023年底同比大幅增长主要系购入大参林创新总部项目琶洲中二区 AH041104 地块所致，目前该地块土地使用权证仍在办理中，土地款已于2024年4月付清。

表13 公司新增商誉情况（单位：万元）

公司名称	股权取得成本	股权取得比例	合并形成的商誉	涉及门店数量
伊犁康之源药业连锁有限责任公司	17,099.00	51.00%	16,114.86	174
晋中新长城药业连锁有限公司	14,943.60	51.00%	11,904.91	75
乐山三好名典药业零售连锁有限公司	9,893.60	60.00%	8,565.15	100
葫芦岛百年东和堂大药房连锁有限公司	10,311.75	60.00%	7,460.70	131
大参林百姓弘发（齐齐哈尔）医药连锁有限公司	9,993.80	51.00%	7,330.22	90

营口福聚和医药连锁有限公司	6,669.00	60.00%	5,785.79	65
邯郸市宜生医药连锁有限公司	6,768.89	55.00%	3,282.23	55
淮南市佳佳恒康大药房连锁有限公司	4,101.00	51.00%	3,213.59	37
新疆康之源药业有限公司	2,100.00	70.00%	2,240.40	--
零星收购	2,784.54	--	1,356.18	--
合计	84,665.18		67,254.03	

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司货币资金继续保持较大规模，2023年底受限货币资金14.08亿元，主要系银行承兑汇票保证金，同比大幅增长主要系新并购的企业票据保证金比例为100%、高于公司总部所致。公司应收账款系应收医保款及赊销款，随着业务规模扩张，2023年底应收账款继续增长，2023年应收账款周转天数16.39天，回款速度仍然快于同行业平均水平。公司预付款项2022年底同比大幅增长系预付非常规传染病相关产品货款所致，2023年底同比大幅下降、回落常态。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	53.61	21.13%	44.16	18.31%	44.93	21.56%
应收账款	11.43	4.51%	12.16	5.04%	10.17	4.88%
预付款项	1.83	0.72%	2.39	0.99%	6.21	2.98%
存货	43.44	17.13%	41.81	17.33%	38.72	18.58%
流动资产合计	117.70	46.40%	107.98	44.76%	106.70	51.19%
固定资产	23.84	9.40%	23.78	9.86%	14.08	6.76%
在建工程	9.43	3.72%	8.75	3.63%	10.49	5.03%
使用权资产	40.73	16.06%	40.49	16.78%	36.38	17.46%
无形资产	19.20	7.57%	18.59	7.71%	6.37	3.06%
商誉	30.99	12.22%	30.24	12.53%	23.64	11.34%
非流动资产合计	135.95	53.60%	133.25	55.24%	101.72	48.81%
资产总计	253.66	100.00%	241.23	100.00%	208.41	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司直营、加盟门店扩张加速，但由于自建门店培育期收入相对较低、非常规传染病相关产品收入同比大幅下降，且期间费用规模依然较大，公司营业收入、净利润保持增长但增速下滑，盈利能力指标略有下滑

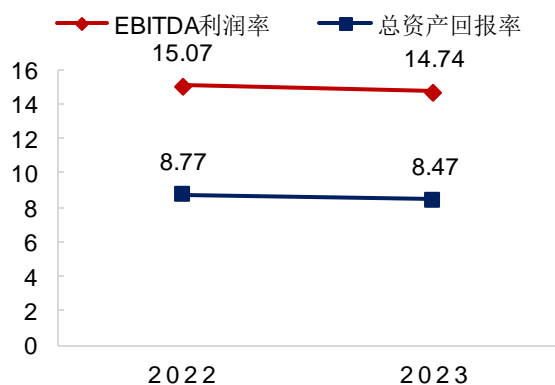
2023年公司直营、加盟门店均加速扩张，2023年末直营门店、加盟门店数量分别同比增长23.28%、107.52%，零售收入、加盟及分销分别同比增长6.58%、122.46%。由于自建门店扩张同比加快而新增自建门店培育期较长、收入水平较低，同时非常规传染病相关零售收入同比大幅下降，故公司零售收入增速远低于直营门店数量增速。随着零售收入增速放缓，2023年公司实现营业收入245.31亿元，同比增长

15.45%，增速同比下降11.33个百分点。公司营收、毛利润仍主要来自直营门店（自建+并购）；加盟及分销收入快速增长、占营业收入比重有所提高，但毛利率水平仍较低，对收入、利润贡献仍较小。2023年公司各业务毛利率整体相对平稳，但由于毛利率较低的加盟及分销收入占比提高、毛利率较高的零售收入占比下降，公司销售毛利率同比略有下降。

公司销售费用和管理费用主要为人员薪酬，门店的租金、物业费、装修折旧以及水电费等，规模较大、较为刚性，对公司利润形成一定侵蚀；公司研发费用规模较小，持续增长。2023年随着门店数量的增加，公司销售费用、管理费用继续快速增长，三费（销售费用、管理费用、研发费用）占营业收入比重相对稳定、同比略有下降。2023年公司资产减值损失同比大幅增长，主要系口罩、非常规传染病抗原检测产品等存货大幅计提跌价损失所致。其他收益继续快速增长主要系增值税小规模纳税人减免税金增长所致。受益于门店扩张、营收增长，2023年公司实现净利润12.31亿元，同比增长14.03%，增速同比下降20.15个百分点。

2023年公司毛利率小幅下降，三费、折旧摊销占营业收入比重均同比小幅下降，综合影响下EBITDA利润率同比略有下降。2023年公司固定资产投资主要为办公楼、配送中心以及药厂等，主要为门店业务扩张做配套，对营收、利润增长无直接驱动效应，同时在建的大参林创新总部项目土地购置款规模较大、尚未开工，对总资产回报率形成一定负面影响，故总资产回报率同比略有下降。公司未来仍将继续通过“自建+并购+加盟”方式加快布局门店网络，若公司扩张过程中门店效益不及预期，可能会给公司盈利能力造成一定不利影响。

图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司业务回款情况较好、现金生成能力较强，但门店扩张加速、项目建设资金支出加大，财务杠杆仍维持在较高水平；公司应付票据规模较大，债务期限结构、流动性指标表现欠佳，面临一定的短期偿债压力

随着公司门店的拓展、业务规模的扩张，以及大参林创新总部项目等项目推进，2023年公司应付票据、银行长期借款以及其他应付款同比大幅增长，2023年底公司总负债同比增长15.83%。

公司对外融资主要为银行票据融资、银行借款以及发行可转债。应付票据主要系应付银行承兑汇票，系与上游企业结算采用票据方式产生；公司应付票据规模较大，与医药零售行业基本特征相符。银行短期借款主要为保证借款、信用借款，银行长期借款主要为抵押借款、质押借款，期限在3-12年。公司授信银行主要为中国银行、招商银行、浦发银行、汇丰银行等，借款利率在2.50%-3.70%。应付债券系应付本期债券。租赁负债主要系门店以及仓库租赁形成。2023年底，公司刚性债务仍以应付票据、租赁负债、本期债券为主。从期限结构来看，2023年底公司短期债务占总债务比重55.65%，同比继续提高，面临一定的集中偿付压力。

公司经营性债务主要为应付账款、其他应付款等。应付账款系应付采购款；其他应付款同比大幅增长，主要系新增大参林创新总部项目应付土地款，以及应付工程结算款同比大幅增长所致。2023年公司应付账款周转天数为63.17天，同比略有下降，跟同行业龙头企业相比，公司应付账款周转天数仍高于益丰药房、老百姓，低于一心堂。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.85	5.23%	7.33	4.53%	6.97	4.99%
应付票据	47.36	28.01%	41.24	25.47%	33.55	24.01%
应付账款	29.11	17.21%	27.46	16.96%	27.72	19.83%
其他应付款	14.16	8.38%	16.00	9.88%	6.05	4.33%
一年内到期的非流动负债	11.61	6.87%	10.56	6.52%	9.82	7.03%
流动负债合计	121.22	71.69%	114.54	70.74%	97.08	69.45%
应付债券	13.43	7.94%	13.30	8.21%	12.93	9.25%
租赁负债	29.78	17.61%	30.70	18.96%	27.90	19.96%
长期应付款	0.06	0.03%	0.06	0.04%	0.00	0.00%
非流动负债合计	47.86	28.31%	47.37	29.26%	42.69	30.55%
负债合计	169.08	100.00%	161.90	100.00%	139.77	100.00%
总债务	115.52	68.32%	106.27	65.64%	92.87	66.44%
其中：短期债务	67.82	40.11%	59.13	36.52%	50.35	36.02%
长期债务	47.70	28.21%	47.13	29.11%	42.52	30.42%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司业务回款情况较好，现金生成能力较强，2023收现比为110.20%，仍维持在较高水平。由于门店装修开支在投资活动中核算、门店租金支出在筹资活动中核算，公司经营活动净现金流规模较大、远高于净利润、FFO，2023年经营活动现金流净额同比下降，主要系支付的承兑汇票保证金增加所致（新并购的企业票据保证金比例为100%）。随着门店扩张、业务规模增长，2023年公司FFO继续增长，经营活动现金生成能力进一步提高。公司不断自建门店、并购门店、进行门店装修升级改造，同时持续推

进办公楼、仓储物流以及药厂建设，自由现金流更能反应公司真实现金流情况。2023年公司项目建设资金支出加大，自由现金流同比大幅下降，同时盈余现金小幅下降、总债务继续增长，净债务规模同比增长较快，自由现金流对净债务保障程度同比大幅下降。公司盈利能力尚可，随着门店的快速扩张，2023年公司EBITDA继续增长，对净债务、利息覆盖程度仍较好，整体偿债压力仍较为可控。

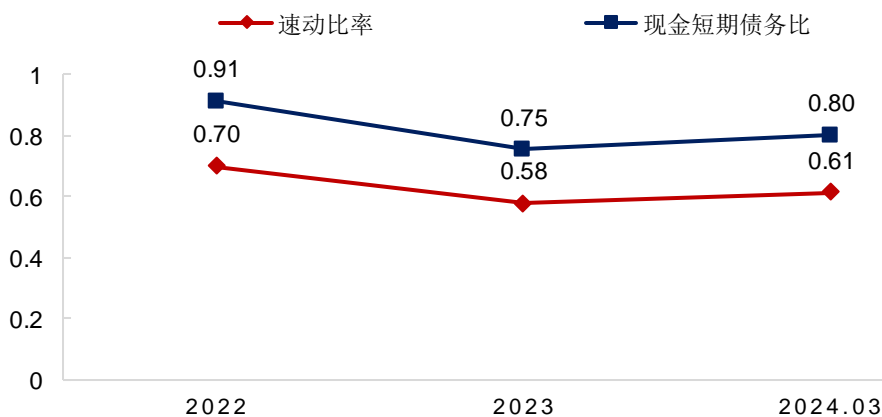
财务杠杆方面，公司主要依赖债务融资、盈余积累满足资金需求，随着门店扩张以及仓储物流中心、办公楼以及药厂的建设推进，公司财务杠杆维持在较高水平，2023年底公司财务杠杆继续小幅上升，流动性指标呈下降趋势、表现欠佳，面临一定的短期偿债压力。此外，2024年初，公司取消向特定对象发行股票，未来门店扩张、项目建设资金均需公司自筹，或进一步推高公司财务杠杆水平，加大公司资金流动性压力。2024年3月底，公司尚未使用的银行授信额度70.57亿元，尚未抵押的自建门店、仓储物流中心、行政办公楼以及土地、厂房等未来亦可为公司对外融资提供一定支持。实控人尚未质押的公司股权亦可为公司融资提供一定支持。

表16 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	12.26	31.74	37.57
FFO（亿元）	--	23.47	20.76
资产负债率	66.66%	67.11%	67.06%
净债务/EBITDA	--	1.89	1.65
EBITDA 利息保障倍数	--	14.64	12.78
总债务/总资本	59.40%	59.21%	58.51%
FFO/净债务	--	34.28%	39.31%
经营活动现金流净额/净债务	19.45%	46.35%	71.13%
自由现金流/净债务	14.61%	20.11%	51.53%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司为药店连锁企业，环保风险、安全生产风险较低，管理团队较为稳定；需关注公司及相关负责人被上海证券交易所予以监管警示、纪律处分，公司管理与治理有待加强

环境因素

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

社会因素

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

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司现任董事会成员 7 名，其中独立董事 3 名，实际控制人之一柯云峰任董事长。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至 2024 年 3 月末，公司组织架构图如附录三所示。公司多数董事及高管在公司共事多年，行业经验较为丰富，管理团队较为稳定。

2023 年底，公司副总经理刘景荣退休离任，新聘陈长成、柯拓基、江欣三人为副总经理。2024 年 2 月，公司控股股东以及实控人柯康保、柯金龙辞任董事等职务，辞任后不再担任公司任何职务。2024 年 6 月，公司章程变更，总经理为公司的法定代表人，法定代表人由柯云峰变更为柯国强。

表17 跟踪期内公司核心高管变动情况

时间	姓名	变动前主要职务	变动后主要职务
2023.11	陈长成	信息中心总经理	副总经理、信息中心总经理
2023.11	柯拓基	深圳营运大区总经理	副总经理、深圳营运大区总经理
2023.12	江欣	加盟及拓展中心主管	副总经理、加盟及拓展中心主管
2023.12	刘景荣	副总经理	--（退休离任）
2024.2	柯康保	董事	--
2024.2	柯金龙	董事	--
2024.6	柯云峰	董事长、法定代表人	董事长
2024.6	柯国强	总经理	总经理、法定代表人

注：柯拓基先生并未直接持有公司股份，与公司控股股东及实际控制人之一、董事长柯云峰系父子关系；资料来源：公司公告，中证鹏元整理

根据公司2024年3月公告，2023年8-11月公司全资子公司茂名大参林连锁药房有限公司（以下简称“茂名大参林”）、公司实际控制人之一柯金龙涉嫌单位行贿罪被依法立案和提起公诉，柯金龙被采取刑事拘留措施。公司未及时披露上述信息、且部分临时公告中的相关信息披露不准确，2024年4月公司、公司时任董事长柯云峰、总经理柯国强、董事会秘书梁润世被中国证券监督管理委员会广东监管局采取监管谈话的行政监管措施，被上海证券交易所予以监管警示。2024年5月，该诉讼案件已一审判决，茂名大参林、柯金龙犯单位行贿罪。由于上述事项，2024年4月天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的公司内部控制审计报告，认为公司非财务报告内部控制存在重大缺陷。

公司在知悉上述事项后，未按规定及时报告并申请定增审核中止⁸。2024年6月19日，上海证券交易所对公司予以六个月内不接受提交的证券发行上市申请文件，对实际控制人兼时任董事长柯云峰、共同实际控制人兼时任董事柯康保、柯金龙、时任董事兼总经理柯国强、时任董事会秘书梁润世予以公开谴责。

中证鹏元认为，上述事项或对公司造成一定不利影响。中证鹏元将密切关注上述案件的诉讼及执行进展，并持续跟踪以上事项对公司可能产生的影响。此外，医药行业反腐持续推进、深入，需持续关注相关政策执行对公司医药批发业务的影响。

表18 公司子公司及实控人之一涉嫌单位行贿罪诉讼案件进展情况

公告披露日	公告名称	内容
2024.3.2	《大参林医药集团股份有限公司关于涉及诉讼的公告》、 《大参林医药集团股份有限公司关于涉及诉讼的补充公告》	茂名大参林、柯金龙涉嫌单位行贿罪； 茂名大参林已于2023年8月被立案、2023年11月被起诉； 柯金龙已于2023年7月被留置、2023年8月被拘留。
2024.4.13	《大参林医药集团股份有限公司关于涉及诉讼的进展公告》	诉讼阶段：法院一审已判决，待上诉； 茂名大参林犯单位行贿罪，并处罚金人民币四百万元； 柯金龙犯单位行贿罪，判处有期徒刑三年六个月，并处罚金人民币五十万元

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月20日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月18日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

⁸ 2023年3月27日，上海证券交易所受理了公司向特定对象发行股票的申请。在审核过程中，公司申请撤回申报材料，上海证券交易所于2024年1月31日作出终止审核决定。

八、结论

公司是华南区域龙头、国内排名靠前的大型连锁药店企业，品牌知名度较高。公司坚持深耕华南、布局全国的战略，通过“自建+并购+加盟”推进强势区域的加密以及弱势区域的突破，跟踪期内门店扩张加速，营收、利润继续增长，业务回款情况仍较好、现金生成能力仍较强。需关注门店快速扩张，对公司经营和管理能力形成挑战，新增门店效益能否达到预期存在不确定性，并购形成的商誉规模较大，存在一定商誉减值风险。此外，随着门店扩张、业务规模扩大，公司存货规模较大、继续增长，面临一定存货跌价风险。公司财务杠杆维持在较高水平，债务期限结构、流动性指标表现欠佳，面临一定的短期偿债压力。未来门店扩张、项目建设资金均需公司自筹，或进一步推高公司财务杠杆水平，加大公司资金流动性压力。整体来看，公司抗风险能力尚可。

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

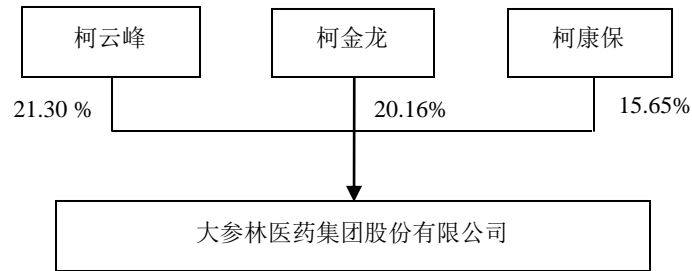
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	53.61	44.16	44.93	27.92
应收账款	11.43	12.16	10.17	7.39
存货	43.44	41.81	38.72	36.30
其他流动资产	2.25	2.49	2.01	1.38
流动资产合计	117.70	107.98	106.70	78.68
固定资产	23.84	23.78	14.08	11.54
在建工程	9.43	8.75	10.49	7.66
使用权资产	40.73	40.49	36.38	37.34
无形资产	19.20	18.59	6.37	6.19
商誉	30.99	30.24	23.64	20.60
非流动资产合计	135.95	133.25	101.72	94.68
资产总计	253.66	241.23	208.41	173.36
短期借款	8.85	7.33	6.97	1.65
应付票据	47.36	41.24	33.55	26.85
应付账款	29.11	27.46	27.72	20.53
其他应付款	14.16	16.00	6.05	6.36
一年内到期的非流动负债	11.61	10.56	9.82	9.06
流动负债合计	121.22	114.54	97.08	71.76
长期借款	4.43	3.08	1.68	0.00
应付债券	13.43	13.30	12.93	12.52
租赁负债	29.78	30.70	27.90	29.52
长期应付款	0.06	0.06	0.00	0.00
非流动负债合计	47.86	47.37	42.69	42.24
负债合计	169.08	161.90	139.77	114.00
总债务	115.52	106.27	92.87	79.60
其中：短期债务	67.82	59.13	50.35	37.56
所有者权益	84.58	79.33	68.64	59.36
营业收入	67.52	245.31	212.48	167.59
营业利润	5.71	16.32	14.21	10.41
净利润	4.54	12.31	10.79	8.04
经营活动产生的现金流量净额	12.26	31.74	37.57	15.55
投资活动产生的现金流量净额	-4.59	-23.03	-12.94	-9.68
筹资活动产生的现金流量净额	-2.16	-16.49	-9.34	-16.12
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	36.17	32.03	25.72
FFO（亿元）	--	23.47	20.76	15.17

净债务（亿元）	63.05	68.47	52.82	55.22
销售毛利率	35.46%	35.90%	37.80%	38.15%
EBITDA 利润率	--	14.74%	15.07%	15.34%
总资产回报率	--	8.47%	8.77%	8.59%
资产负债率	66.66%	67.11%	67.06%	65.76%
净债务/EBITDA	--	1.89	1.65	2.15
EBITDA 利息保障倍数	--	14.64	12.78	11.44
总债务/总资本	59.40%	59.21%	58.51%	58.66%
FFO/净债务	--	34.28%	39.31%	27.48%
经营活动现金流净额/净债务	19.45%	46.35%	71.13%	28.16%
自由现金流/净债务	14.61%	20.11%	51.53%	4.71%
速动比率	0.61	0.58	0.70	0.59
现金短期债务比	0.80	0.75	0.91	0.77

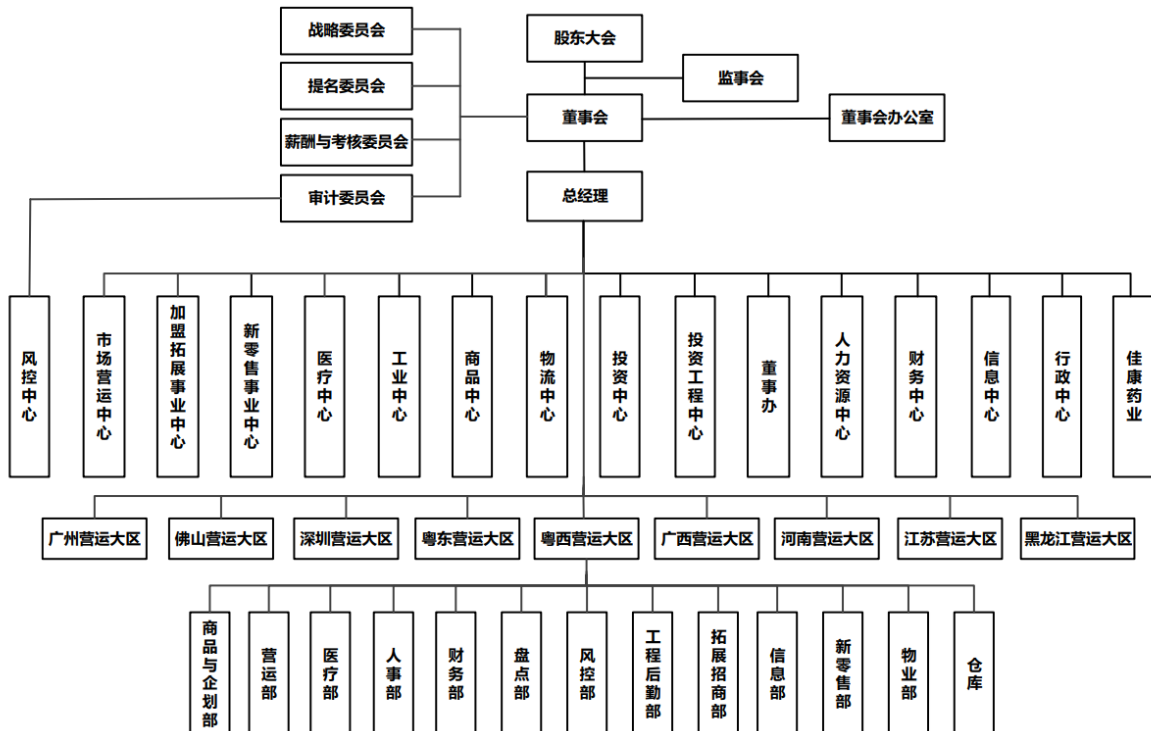
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年公司合并报表范围变动情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
四川大参林医药有限公司	85.00%	1,000.00	医药零售	股权收购
大参林（无锡）医药连锁有限公司	65.00%	289.14	医药零售	股权收购
淮南市佳佳恒康大药房连锁有限公司	51.00%	700.00	医药零售	股权收购
晋中新长城药业连锁有限公司	51.00%	2,500.00	医药零售	股权收购
伊犁康之源药业连锁有限责任公司	51.00%	1,000.00	医药零售	股权收购
新疆康之源药业有限公司	70.00%	1,000.00	医药批发	股权收购
淮安大参林医药连锁有限公司	51.00%	204.08	医药零售	股权收购
营口福聚和医药连锁有限公司	60.00%	600.00	医药零售	股权收购
邯郸市宜生医药连锁有限公司	55.00%	200.00	医药零售	股权收购
葫芦岛百年东和堂大药房连锁有限公司	60.00%	1,375.00	医药零售	股权收购
大参林百姓弘发（齐齐哈尔）医药连锁有限公司	51.00%	1,000.00	医药零售	股权收购
乐山三好名典药业零售连锁有限公司	60.00%	100.00	医药零售	股权收购
新疆大参林医药连锁有限公司	80.00%	500.00	医药零售	股权收购

资料来源：公司 2023 年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。