



内部编号: 2024060348

## 广西柳药集团股份有限公司

柳药转债

# 定期跟踪评级报告

分析师: 翁斯喆      俞昕研      wsz@shxsj.com  
             黄梦姣      黄梦姣      hmj@shxsj.com

评级总监: 张明海      张明海

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

## 声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的上一次债券（跟踪）评级有效期为上一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024) 100255】

评级对象：广西柳药集团股份有限公司柳药转债

柳药转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA/稳定/AA/2024年6月25日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2023年5月25日

首次评级：AA/稳定/AA/2019年8月16日



### 跟踪评级观点

#### 主要优势：

- 良好的外部环境。随着国家医药卫生改革逐步推进，“两票制”等政策的实施使医药流通行业集中度持续提高，医药流通行业龙头企业发展前景向好。
- 区域内行业地位稳固。柳药集团是广西壮族自治区具备现代医药物流和药品第三方物流资质的少数核心企业之一，公司在区域内行业地位突出且稳固。
- 经营业绩整体稳定。跟踪期内，柳药集团业务规模持续扩大，公司营业收入和净利润同比均有所增长。

#### 主要风险：

- 市场竞争加剧。随着国家各项医改政策的推进，药品流通行业进入结构调整期，行业竞争激烈，两极分化日趋明显，柳药集团面临的市场竞争压力加大。
- 盈利能力受医改政策的持续影响。柳药集团批发业务毛利率易受国家医保控费、带量采购等政策影响，稳定性需持续关注。
- 应收账款规模持续较快增长。柳药集团所处医药流通行业下游账款回收期普遍较长，近年来公司业务规模扩张使得应收账款规模增长较快，公司持续面临营运资金周转压力。
- 即期偿债压力进一步加大。跟踪期内，柳药集团的债务规模随着业务规模的扩张和项目资金的投入而快速增长，且增量以短期刚性债务为主，公司面临的即期偿债压力进一步加大。
- 可转债转股不达预期风险。柳药集团可转债转股情况需持续关注，若转股情况不理想，则公司需要偿还相关债券本息，将增加公司刚性债务负担。

### 跟踪评级结论

通过对柳药集团主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA，评级展望稳定，并维持上述可转债 AA 信用等级。

### 未来展望

本评级机构预计柳药集团信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 公司重要客户的支付能力显著恶化并给公司造成大额信用减值损失；
- ② 公司应收账款规模明显扩大，导致现金流大幅弱化，账款回收及减值风险显著加大；
- ③ 外部融资环境发生显著变化并导致公司偿债能力明显减弱。

遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 行业排名显著提升，公司收入和盈利大幅提升且具有可持续性；
- ② 公司资本实力显著增强，偿债能力大幅提升，抗风险能力显著增强。

### 主要财务数据及指标

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金 (亿元)	23.11	22.03	16.36	8.02
刚性债务 (亿元)	35.52	36.79	39.33	45.65
所有者权益 (亿元)	45.67	48.48	51.56	53.62
经营性现金净流量 (亿元)	2.16	2.19	2.21	-11.64
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产 (亿元)	158.75	186.07	201.59	206.46
总负债 (亿元)	100.68	122.42	130.96	132.69
刚性债务 (亿元)	55.73	69.38	78.00	85.41
所有者权益 (亿元)	58.06	63.65	70.64	73.77
营业收入 (亿元)	171.35	190.53	208.12	57.75
净利润 (亿元)	6.41	7.59	9.07	3.13
经营性现金净流量 (亿元)	3.33	5.06	5.94	-5.33
EBITDA (亿元)	10.92	13.03	14.61	—
资产负债率[%]	63.42	65.79	64.96	64.27
权益资本与刚性债务比率[%]	104.19	91.75	90.56	86.37
流动比率[%]	155.15	148.92	149.10	152.78
现金比率[%]	44.31	38.71	30.16	20.11
利息保障倍数[倍]	6.84	6.22	6.67	—
净资产收益率[%]	11.40	12.47	13.50	—
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	3.95	5.21	5.30	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	0.41	1.10	3.10	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.46	7.64	7.94	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.21	0.20	—

注: 根据柳药集团经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型 (通用) FM-GS001 (2022.12)

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa
	调整因素	合计调整 (子级数量)	0
		其中: ①流动性因素	0
		②ESG 因素	0
		③表外因素	0
		④其他因素	0
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	0	
主体信用级别		AA	

调整因素: (0)

无。

支持因素: (0)

无。

### 相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《新世纪评级工商企业评级方法（2022版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《2023年医药制造与流通行业信用回顾与2024年展望》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29743&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29743&amp;mid=5&amp;listype=1</a>

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照广西柳药集团股份有限公司（简称“柳药集团”）柳药转债信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据柳药集团提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对柳药集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告出具日，该公司存续期内债券情况如表 1 所示。公司于 2019 年 12 月获得中国证监会发行批复，核准公司向社会公开发行面值总额 8.022 亿元的可转换公司债券。2020 年 1 月，公司发行本金 8.022 亿元的柳药转债，期限 6 年，转股期为 2020 年 7 月 22 日至 2026 年 1 月 15 日，目前转股价格为 21.93 元/股。截至 2024 年 3 月末，累计 31.70 万元（12,998 股）“柳药转债”已转换成公司股份，占可转债发行总量的 0.0395%，期末尚未转股的“柳药转债”金额为 8.01883 亿元，占可转债发行总量的 99.9605%。

图表 1. 截至本评级报告出具日，公司存续债券/债务融资工具基本情况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	最新利率（%）	发行时间	备注
柳药转债	8.022	6 年	1.80 <sup>1</sup>	2020.1.16	正常付息，尚有 8.01883 亿元未转股

资料来源：柳药集团

该公司“柳药转债”实际募集资金净额为 7.82 亿元，原主要投资于“南宁中药饮片产能扩建项目”、“连锁药店扩展项目”和“玉林物流运营中心项目”，拟使用募集资金合计 5.42 亿元。2023 年 3 月，公司变更“南宁中药饮片产能扩建项目”的募集资金投向和投资金额，将此项目尚未使用的募集资金中 1.22 亿元用于建设“医院器械耗材 SPD 项目<sup>2</sup>”，另外 0.51 亿元募集资金继续用于“南宁中药饮片产能扩建项目”增加生产设备和配套设备投入。截至 2024 年 3 月末，募投项目均处于建设期，此外公司已使用 2.40 亿元募集资金用于补充运营资金。

图表 2. 本次债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划投资总额	（变更前）拟使用募集资金金额	（变更后）拟使用募集资金金额	截至 2024 年 3 月末已使用募集资金金额	项目达到预订可使用状态日期
南宁中药饮片产能扩建项目	25,000.00	23,001.96	10,801.96	6,591.63	2024 年 12 月
医院器械耗材 SPD 项目	41,000.00	0.00	12,200.00	2,198.24	2026 年 5 月
连锁药店扩展项目	25,000.00	11,220.00	11,220.00	11,365.53	2024 年 7 月
玉林物流运营中心项目	20,000.00	20,000.00	20,000.00	9,092.45	2024 年 12 月
补充运营资金	24,000.00	24,000.00	24,000.00	24,000.00	—
<b>合计</b>	<b>111,000.00</b>	<b>78,221.96</b>	<b>78,221.96</b>	<b>53,247.85</b>	—

资料来源：柳药集团

## 发行人信用质量跟踪分析

### 1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2021-2023 年及 2024 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021-2023 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁发的企业会计准则及其相关规定。公司 2024 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2024 年 3 月末，该公司合并范围子公司和孙公司合计 50 家，其中合并范围子公司 22 家，较 2022 年末未发生变化；合并范围孙公司 28 家，较 2022 年末新增钦州桂中大药房有限责任公司、广西柳药融盛医疗器械有

<sup>1</sup> 柳药转债的票面利率设定为：第一年 0.30%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。

<sup>2</sup> 医院器械耗材 SPD 项目同时也为公司拟非公开发行股票募投项目，项目情况详见“运营规划/经营战略”。

限公司、梧州新桂中大药房有限责任公司和广西桂系甄选商贸有限责任公司，注销扶绥县达康大药房有限责任公司和梧州桂中大药房有限责任公司。

## 2. 业务

该公司是广西壮族自治区医药流通领域龙头企业，经营资质完备。跟踪期内，公司经营品类继续增加，销售渠道进一步完善，公司业务规模持续扩大，整体盈利能力有所回升。需持续关注医保控费、带量采购等政策对公司批发业务的影响。

### (1) 外部环境

#### 宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

#### 行业因素

医药制造与流通行业受公共卫生产品需求减少、产品降价、出口放缓以及行业政策等因素影响，2023 年主要经济指标出现下滑，短期运行压力有所加大。各子行业走势有所分化。2023 年以来带量采购范围持续扩大，药品审评体系不断健全与优化，政策鼓励药企研制新药，国家医保药品目录调整常态化并加快新药商业化进程，推动医药产业向创新驱动转型和高质量发展。“十四五”以来，我国医药行业研发投入保持高强度，医药行业营运效率保持合理水平，财务杠杆水平维持稳健。长期看，医药行业受益于健康消费升级和人口老龄化的时代背景，行业增长基础整体良好。

预计 2024 年，人口老龄化、居民收入水平提高以及城镇化等因素将推动我国医药制造与流通行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景保持良好。“控费”仍将是医药行业政策的主线，但药品集采价格政策的边际影响有望减弱。医保基金结余稳步提升，医保基金支付能力可持续性增强。未来创新药物及医疗器械将成为医药企业研发主流，研发投入力度有望进一步加大。预计受医药行业改革政策驱动，并购活动将继续保持活跃，行业集中度有望进一步提升。行业内企业竞争实力有所分化，行业资源将不断向拥有完整产业链、较强规模效应、产品组合丰富、研发管线深厚，供销渠道稳定的大型药企集中。预计医药制造行业财务状况和现金流水平总体保持稳定，可为债务偿付提供较好支持。

详见：《2023 年医药制造与流通行业信用回顾与 2024 年展望》

### (2) 业务运营

该公司主要在广西壮族自治区从事药品、医疗器械等医药产品的批发及零售业务。跟踪期内，公司经营规模保持扩张态势，2023 年及 2024 年第一季度分别实现营业收入 208.12 亿元和 57.75 亿元，同比分别增长 9.23% 和 8.25%。从收入结构来看，公司医药流通主业突出，其中批发业务收入较大，占主营业收入的比重超过 80%；零售业务受调整门店品种结构的影响，收入规模小幅波动。此外，公司还向上游医药制造业进行拓展，开展药品研发

和生产业务。

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
营业收入合计	171.35	190.53	208.12	57.75	53.35
其中：医药流通业务	165.28	181.90	196.10	54.80	50.75
在营业收入中所占比重	96.46	95.47	94.23	94.90	95.12
其中：（1）批发业务	138.02	153.16	167.88	46.99	44.24
在医药流通业务收入中所占比重	83.50	84.20	85.61	85.74	87.17
（2）零售业务	27.26	28.73	28.22	7.81	6.51
在医药流通业务收入中所占比重	16.50	15.80	14.39	14.26	12.83
毛利率	11.42	11.51	11.89	12.25	12.07
其中：医药流通业务	9.78	9.65	9.73	10.19	10.30
其中：（1）批发业务	7.88	7.68	7.83	8.57	8.74
（2）零售业务	19.41	20.15	21.04	19.94	20.92

注：根据柳药集团提供的数据整理、计算。

## ① 经营状况

### A. 医药流通

该公司是广西壮族自治区医药流通领域龙头企业，具有广西壮族自治区药品监督管理局、柳州市市场监督管理局等部门颁发的《药品经营许可证》、《药品经营质量管理规范（GSP）认证证书》、《药品现代物流企业确认证件》、《医疗器械经营许可证》、《第二类医疗器械经营备案凭证》、《麻醉药品、第一类精神药品运输证明》、《食品经营许可证》、《道路运输经营许可证》、《互联网药品信息服务资格证书》和《辐射安全许可证》等资质，经营资质完备。

该公司经营模式为从上游供应商采购商品，经过公司的验收、存储、分拣、物流配送等环节，销售给下游客户。公司经营品类齐全，涵盖各类药品、医疗器械、耗材和检验试剂等，2023 年新增经营品规 13,000 多个，期末公司经营品规合计达 80,000 多个，基本覆盖了医院的常规用药和新特用药。受益于医院端的销售规模增加，2023 年及 2024 年第一季度公司医药流通业务收入分别为 196.10 亿元和 54.80 亿元，同比分别增长 7.81% 和 7.99%；同期医药流通业务毛利率分别为 9.73% 和 10.19%，同比变化不大。

采购方面，该公司药品、医疗器械采购由采购管理中心统一负责，公司针对销售渠道的不同，采购模式上略有差异。“医疗机构销售”模式下，公司根据医疗机构的订单向药品生产企业订货；“商务终端”模式下，公司按照“以销定购”的采购原则，根据公司的销售计划、市场调查和分析所掌握的市场需求信息以及仓储情况及计算机库存限额报警，综合考虑制定采购计划。从货款结算方式看，2023 年公司采购货款账期保持稳定，除部分“独家药品”需预付货款，其余均为货到后 45 天或 60 天付款。从库存管理情况看，公司常销品种必备库存基本保持 1 个月的可销售量，并随销售随时补货；临时采购计划需各销售部门申请并经审批后进行采购，一般区内 7 天、区外 10 天内采购完毕。

销售方面，该公司药品、医疗器械销售渠道主要分为批发和零售，以批发业务为主，分为医疗机构销售和商业终端两类；零售业务主要由全资子公司桂中大药房负责，近年来公司加快零售业务的布局 and 专业化团队建设，并积极推进 DTP 药店<sup>3</sup>业务。

图表 4. 批发的业务模式分类介绍

业务模式	简介
医疗机构销售	是指公司作为上游供应商的配送商，面向各级医院，包括城市规模以上及医疗机构以及县乡基层医疗卫生机构、卫生院和城镇社区卫生服务中心等提供配送服务。

<sup>3</sup> DTP（Direct to Patient）药店，核心产品是新特药和高价值药，主要是医院或医院附近的药店，在药品销售的基础上配备专业的药师进行药品咨询等附加服务。

业务模式	简介
商务终端	是指公司作为上游供应商的经销商，将采购的商品销售给其他医药流通企业、连锁药店、个人药店、个体诊所等非公立医疗机构。

资料来源：柳药集团

#### a) 批发

该公司药品、医疗器械主要通过批发渠道进行销售，2023 年及 2024 年第一季度公司批发业务收入分别为 167.88 亿元和 46.99 亿元，同比分别增长 9.61%和 6.22%，同期批发业务毛利率分别为 7.83%和 8.57%，同比分别增加 0.16 个百分点和下降 0.17 个百分点。

根据终端销售对象和渠道的不同，该公司将批发业务分为医疗机构销售和商务终端两类，2023 年及 2024 年第一季度，医疗机构销售收入占批发业务收入的比重分别为 91.24%和 92.24%，占公司营业收入比重分别为 73.60%和 75.05%；公司商业终端收入占比相对较小。跟踪期内，公司凭借品种和渠道优势，以及医疗器械和检验试剂品种销售规模扩大，推动批发业务收入进一步增长，其中 2023 年及 2024 年第一季度医疗机构销售收入同比分别增长 8.60%和 7.41%至 153.17 亿元和 43.34 亿元，同期商业终端收入分别为 14.71 亿元和 3.65 亿元，同比分别增加 21.35%和减少 6.13%。

图表 5. 公司批发业务收入分类情况（单位：亿元）

分类	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度	2023 年第一季度
医疗机构销售	125.89	139.81	153.17	43.34	40.35
商务终端	12.12	13.35	14.71	3.65	3.89
合计	138.01	153.16	167.88	46.99	44.24

资料来源：柳药集团

#### b) 零售

该公司药品零售业务经营实体是桂中大药房及其子公司。2023 年，由于公司减少毛利较低处方类针剂品种的销售，当年零售业务收入同比略有下降，为 28.22 亿元；2024 年第一季度，零售业务收入同比增长 20.04%至 7.81 亿元。2023 年及 2024 年第一季度，公司零售业务毛利率分别为 21.04%和 19.94%，同比分别上升 0.89 个百分点和下降 0.98 个百分点，主要系调整零售药店品种结构所致。总体看，公司零售板块经营状况整体稳定。

## B. 医药工业

近年来，该公司向上游医药制造业进行拓展，开展药品研发和生产业务。跟踪期内，公司医药工业业务规模继续扩大，2023 年及 2024 年第一季度公司医药工业业务收入分别为 11.13 亿元和 2.67 亿元，同比分别增长 39.65%和 8.66%。但由于低毛利的常规药品、中药饮片品种销售量增加，医药工业毛利率有所波动，同期分别为 45.34%和 46.92%，同比分别下降 3.48 个百分点和增加 2.11 个百分点。

该公司中药饮片生产和销售主要经营主体为全资子公司广西仙荣中药科技有限公司（简称仙荣中药科技），目前中药饮片产能为 6,000 吨/年。仙荣中药科技主要是采购各类中药原料进行加工包装销售，截至 2023 年末，经营中药饮品种 1,100 多种，新推出了陈皮、西洋参、燕窝等多款主打精制饮片产品。2023 年仙荣中药科技产能进一步增加，为控制库存，其减少产品生产，当年产量同比减少 10.15%至 3,741.00 吨，并导致产能利用率较低。仙荣中药科技上游供应商主要为产地农户、产地合作社和医药公司等，销售对象主要为医药商业企业、医院及药厂等，依托公司销售渠道优势，销量同比增长 18.64%至 3,884.00 吨，产销率同比增加 25.19 个百分点至 103.82%。2023 年，仙荣中药科技销售规模扩大带动营业收入增长较快，当年营业收入同比增长 51.68%至 6.59 亿元，净利润同比增长 46.97%至 1.19 亿元。

图表 6. 仙荣中药科技中药饮片产销情况（单位：吨/年，吨）

年份	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2021 年	5,000	2,390.30	47.81%	2,490.84	104.21%
2022 年	5,000	4,163.71	83.27%	3,273.90	78.63%
2023 年	6,000	3,741.00	46.76%	3,884.00	103.82%

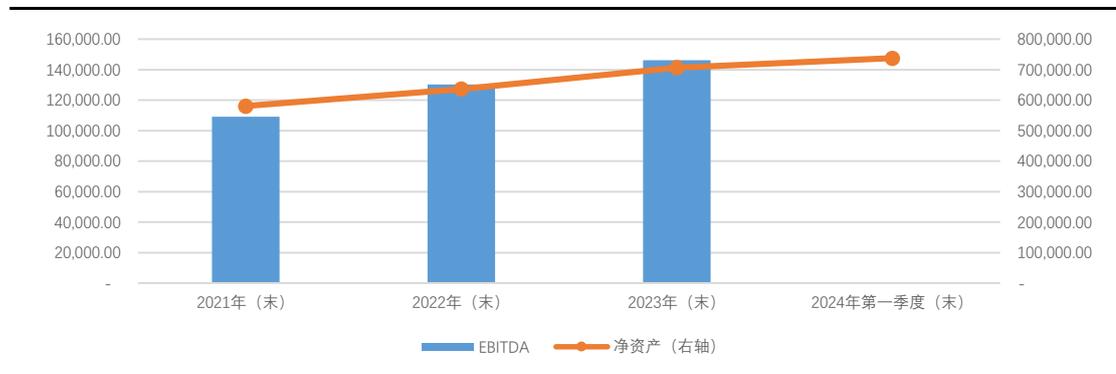
资料来源：柳药集团

该公司于 2016 年 3 月与广西医科大学制药厂合资成立广西医大仙晟生物制药有限公司（简称仙晟制药）进行中成药、制剂生产和销售，目前公司和广西医科大学制药厂分别持股 70%和 30%。该业务的经营主体为仙晟制药的下属子公司广西康晟制药有限责任公司<sup>4</sup>（简称康晟制药），康晟制药于 2019 年 1 月取得 GMP 证书，其制药生产线于 2019 年 3 月投入运营，其生产剂型包括中成药片剂、颗粒剂、丸剂、胶囊剂等。截至 2023 年末，康晟制药生产中成药片剂、颗粒剂、丸剂、胶囊剂等 6 个剂型。目前康晟制药打造了归芪养血口服液、安神补血口服液、金银花合剂等强势品种，并强化与医疗机构在院内制剂产品研发生产方面的战略合作，已开展 8 款医院制剂产品的委托生产。2023 年康晟制药营业收入同比增长 28.56%至 1.04 亿元，净利润同比增长 201.50%至 2,331.00 万元。

2018 年 9 月，该公司出资 7.16 亿元收购广西万通制药有限公司（简称万通制药）60%的股权，形成商誉 6.68 亿元。万通制药主要生产中成药，主要产品为复方金钱草颗粒和万通炎康片（胶囊），其产品具有较高的市场认可度。2023 年万通制药实现营业收入 2.61 亿元，同比下降 6.79%，净利润为 0.87 亿元，同比下降 17.14%，业绩下滑主要是 2022 年特殊原因导致当年消炎、感冒和止咳类药品销售增长导致基数较高所致。

## ② 竞争地位

图表 7. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势（单位：万元）



注：根据柳药集团所提供数据整理、绘制。

跟踪期内，随着业务规模的扩大，该公司净资产规模持续上升，2023 年及 2024 年 3 月末分别为 70.64 亿元和 73.77 亿元，较上年末分别增长 10.97%和 4.43%。公司 EBITDA 主要来源于利润总额，近年来随着利润增长呈逐年增长态势，2023 年同比增长 12.12%至 14.61 亿元。

### A. 医药流通

该公司是区域性医药流通企业，在广西壮族自治区内龙头地位稳固，根据最新行业排名，2022 年业务规模位居国内医药流通业第 16 位，旗下桂中大药房位列国内药品零售业第 12 位，排名保持稳定。

渠道方面，近年来该公司渠道覆盖程度及渠道保障能力不断提升。货品采购上，跟踪期内，公司继续加强对上游供应商的服务，加之“两票制”的实施使得公司的渠道优势、客户资源优势和优势进一步凸显，公司获得上游配送权的能力持续提升。2023 年以来，公司加大对创新药、罕见病用药和器械耗材、检测试剂品种的引进，2023 年新增上游供应商 950 家，截至 2024 年 3 月末，公司上游供货商超过 60,000 家，公司与大部分全国医药工业百强企业，以及辉瑞、罗氏、阿斯利康等国际知名外资/合资制药企业保持良好的业务合作关系，公司基本上为其在广西区域内的一级经销商，2023 年公司新增独家代理品种 67 个，独家代理品种合计 298 个。此外，公司还完成特殊药品异地库设立，达成腹膜透析、液态氧等产品战略合作。从采购集中度来看，2023 年公司向前五名供应商采购额合计占比 7.18%。

销售上，该公司药品、医疗器械销售批发业务收入以医疗机构销售为主，占比约 90%，商务终端占比较小。公司医疗机构销售业务主要面向广西壮族自治区内二级、三级规模以上医院，并且基本实现自治区内业务全覆盖，其中二级以上医院覆盖率达 100%。公司与各大医院签订《购销合同》，根据其订单进行发货，但回款账期较长，一般为 4-6 个月，对公司资金形成较大占用。公司商务终端业务主要面向其他医药流通企业、个体诊所等非公

<sup>4</sup> 仙晟制药不具有药品生产资质，因此通过收购康晟制药获得药品生产资质。康晟制药为医大制药厂于 2018 年 11 月设立的子公司，2019 年 1 月由仙晟制药收购，可生产医大制药厂研发的产品。

立医疗机构及其他医药分销商，与其建立配送关系后根据订单发货，货款账期在 1~3 月左右。由于下游分销商数量较多且规模较小，公司商业终端业务回款风险相对较大且利润低，近年来公司持续加强商业终端业务回款风险控制，跟踪期内未产生实际坏账。

该公司药品零售业务旗下药店品牌包括“桂中大药房”、“新友和”和“永和堂”等。跟踪期内，公司优化零售药店布局。截至 2023 年末，公司在广西地区共拥有 814 家直营门店，较上年末新增门店 105 家、关闭门店 27 家，其中 676 家为医保定点零售药店，医保双通道药店 76 家，较上年末分别增加 9 家和 10 家。此外，在近年医院“药品占比”、“零加成”的要求日趋严格以及“处方外流”的逐步推进的背景下，公司通过在医院内部及周边开设自费药店和便民药店，持续推进 DTP 药店业务，其主要经营高价值药品和自费药品，2023 年末公司共开设 174 家 DTP 药店。2023 年公司 DTP 业务销售收入（含税）为 17.65 亿元，同比略有下滑。新型零售方面，该公司借助零售门店覆盖面广和客户资源等优势，进一步发展互联网医疗服务与网上药店、第三方配送平台、“桂中到家”平台与实体门店服务衔接的新型零售模式。2023 年末，公司在柳州、南宁等 4 个城市建立了对接实体医疗机构与互联网医疗服务平台的 APP 客户端。

图表 8. 公司直营门店数量变动情况（单位：个）<sup>5</sup>

品牌	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
“桂中大药房”	639	635	683	701
“新友和”	56	56	56	56
“永和堂”	16	16	15	15
“北海民康”	10	10	10	10
其他	18	19	50	59
<b>合计</b>	<b>739</b>	<b>736</b>	<b>814</b>	<b>841</b>

资料来源：柳药集团

物流保障方面，该公司持续在区内布局物流建设，随着玉林物流运营中心项目的竣工并投入使用，公司已形成以南宁、柳州、玉林三大物流基地为核心，以桂林、百色、梧州等主干城市作为配送节点，形成覆盖 200 公里自送半径并延伸至 400 公里的配送能力，建立起全面辐射自治区 14 个地级市的高效物流配送网络。2019 年，公司建成“医院供应链延伸服务项目一期”<sup>6</sup>和“医疗器械、耗材物流配送网络平台”项目<sup>7</sup>并投入使用，合计投资 6.96 亿元，资金来源于 2016 年非公开发行的募集资金，进一步加强了公司的营销配送网络布局 and 下沉力度，有助于推动城乡一体化配送及区域集中配送模式实现。此外，公司通过搭建药械供应链管理平台、合理用药平台、处方流转平台等信息系统应用，持续开展医院供应链延伸项目、器械耗材 SPD 项目、检验试剂集约化管理等增值服务，稳固与中高端医院客户的关系。多年来，多家医疗机构签订物流延伸项目合作协议，目前公司开展供应链增值服务的合作医院合计超过 100 家。未来，该公司将继续积极推进现代物流延伸服务，探索和发展医药电子商务、第三方物流业务等新商业模式，与现有的三大物流中心构建医药物流平台，进一步发挥物流平台与分销网络的协同效应。

## B. 医药工业

该公司医药工业主要开展中药饮片生产加工以及中成药、中药配方颗粒等现代中药产品生产研发。其中仙荣中药科技主要从事各类中药饮片生产加工业务，广西仙荣制药有限公司（简称“仙荣制药”）主要开展中药配方颗粒生产研发，康晟制药和万通制药主要生产中成药，拥有安神养血口服液、归芪补血口服液、复方金钱草颗粒和万通炎康片（胶囊）等多个独家专利产品和知名品牌，治疗领域涵盖肝胆疾病、泌尿系统疾病、清热解毒、抗菌消炎等多个领域，其中医药工业纳入医保的产品主要有复方金钱草颗粒、益母草颗粒、复方丹参片、复方甘草口服溶液等，此外 2023 年销售过亿产品为万通制药的复方金钱草颗粒，销售额为 2.48 亿元。2023 年以来公司持续加大在医药行业板块的产品技术研发投入，完成饮片加工技术、质量检测技术等 23 项专利、著作权申报，目前拥有专利 51 项。整体看，公司医药工业规模较小，整体竞争力一般。

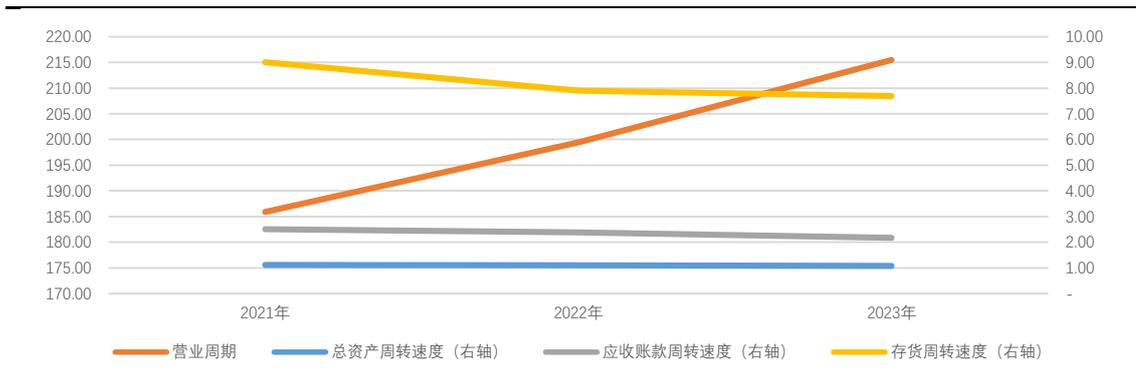
<sup>5</sup> 其中 2020 年及之前桂中大药房数据中含医大药房，2021 年起拆分至其他。

<sup>6</sup> “医院供应链延伸服务项目一期”系在自治区内 15~20 家三甲医院和 30~50 家二甲医院实施，项目主要是通过构建从药品、器械供应商到医院的供应链平台，实现工业企业、流通企业和医院三方的物流信息共享，项目通过帮助医院提供增值服务，加强对医院用药情况、库存情况的反应能力，进一步巩固与医院的合作关系，提高药品配送份额和提升议价能力。

<sup>7</sup> “医疗器械、耗材物流配送网络平台”项目主要是对公司南宁物流中心物流设施进行完善。

### ③ 经营效率

图表 9. 反映公司经营效率要素的主要指标值（单位：天，次/年）



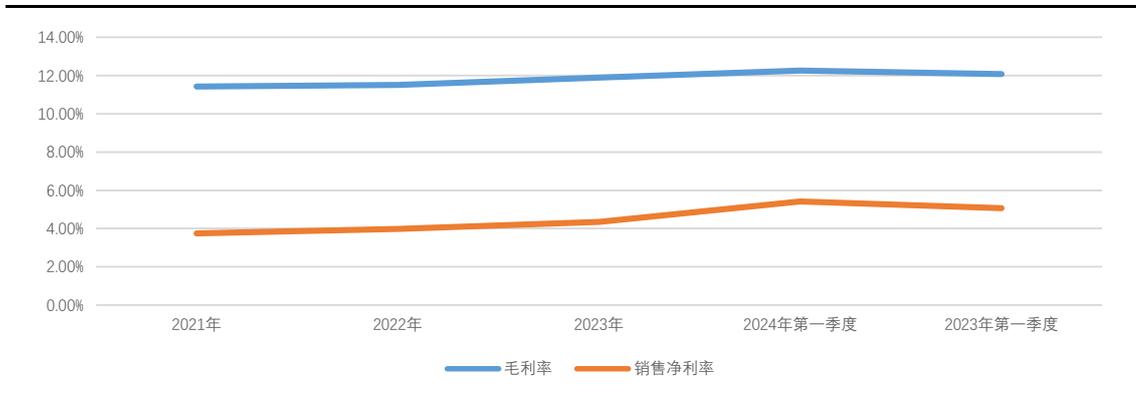
资料来源：根据柳药集团所提供数据整理、绘制。

2021-2023 年，该公司总资产周转速度分别为 1.12 次/年、1.11 次/年和 1.07 次/年。公司主业医药流通业务模式导致应收账款及存货规模较大，公司医药流通业务回款周期为 4-6 个月，一般年末应收账款回收情况好于季度末，2021-2023 年及 2024 年第一季度公司营业收入现金率分别为 108.10%、111.17%、107.55%和 89.57%。2021-2023 年公司应收账款周转速度分别为 2.51 次/年、2.38 次/年和 2.17 次/年，近年来呈逐年下降态势。2024 年 3 月末，公司应收账款余额 115.55 亿元，其中应收医院和其他用户分别为 104.47 亿元和 11.08 亿元。

2021-2023 年，该公司存货周转速度分别为 9.00 次/年、7.90 次/年和 7.69 次/年，亦呈逐年下降趋势，主要是医药工业规模扩大，公司存货备货增加所致。

### ④ 盈利能力

图表 10. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据柳药集团所提供数据整理、绘制。

2023 年及 2024 年第一季度，该公司实现营业毛利分别为 24.74 亿元和 7.07 亿元，同比分别增长 12.87%和 9.83%；同期综合毛利率分别为 11.89%和 12.25%，同比分别上升 0.09 个百分点和下降 0.04 个百分点，整体较为稳定，公司盈利能力在医药流通行业处于中等水平。

从费用支出情况看，随着经营规模的扩大，该公司期间费用持续增长，2023 年及 2024 年第一季度分别为 13.10 亿元和 2.96 亿元，同比分别增长 9.53%和 4.15%；期间费用率分别为 6.30%和 5.12%，同比分别增加 0.02 个百分点和下降 0.20 个百分点，整体控制较好。其中，管理费用分别为 4.70 亿元和 0.99 亿元，同比分别增长 12.92%和下降 12.02%，2023 年主要是公司支付的职工薪酬增加所致；研发费用分别为 0.37 亿元和 0.07 亿元，同比分别大幅增长 42.06%和下降 12.08%，2023 年主要是仙荣中药科技和万通制药等研发新产品投入增加所致；销售费用分别为 5.54 亿元和 1.35 亿元，同比分别增长 3.74%和 16.81%，2024 年第一季度同比增长较多主要是人力成本重分类至销售费用，加之广告宣传费用同比增加所致；财务费用分别为 2.49 亿元和 0.55 亿元，同比分别增长 13.31%和 14.34%，主要是债务规模扩大使得利息支出增加所致。从资产减值情况看，同期公司信用减值损失分别为 0.56 亿元和 0.40 亿元，主要是应收账款规模持续扩大，计提的相关坏账准备。公司盈利主要来源于主业

经营，同期公司实现经营收益<sup>8</sup>分别为 10.86 亿元和 3.98 亿元，同比分别增长 17.21%和 13.78%。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度	2023 年第一季度
营业收入合计（亿元）	171.35	190.53	208.12	57.75	53.35
营业毛利（亿元）	19.56	21.92	24.74	7.07	6.44
期间费用率（%）	6.56	6.28	6.30	5.12	5.32
其中：财务费用率（%）	1.19	1.16	1.20	0.94	0.89
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>1.29</b>	<b>1.71</b>	<b>1.84</b>	—	—
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	—	—	—	—	—

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

该公司投资净收益规模小，2023 年及 2024 年第一季度分别为-70.62 万元和-1.15 万元，主要是公司购买理财产品产生的收益。营业外收入与其他收益主要来源于政府补助，同期公司获得政府补助分别为 1,085.58 万元和 264.70 万元。

图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度	2023 年第一季度
投资净收益	199.28	741.17	-70.62	-1.15	8.24
营业外收入与其他收益	1,874.59	1,121.20	1,699.64	486.08	357.91
其中：政府补助	1,700.09	1,085.58	1,329.16	427.15	264.70

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

整体看，跟踪期内，该公司主业盈利能力有所提升，带动营业利润和净利润实现增长，2023 年及 2024 年第一季度公司营业利润同比分别增长 17.26%和 16.58%至 10.44 亿元和 3.60 亿元，净利润同比分别增长 19.45%和 15.72%至 9.07 亿元和 3.13 亿元，同期销售净利率分别为 4.36%和 5.42%，同比分别增加 0.38 个百分点和 0.35 个百分点。整体看，公司盈利能力的稳定性强。

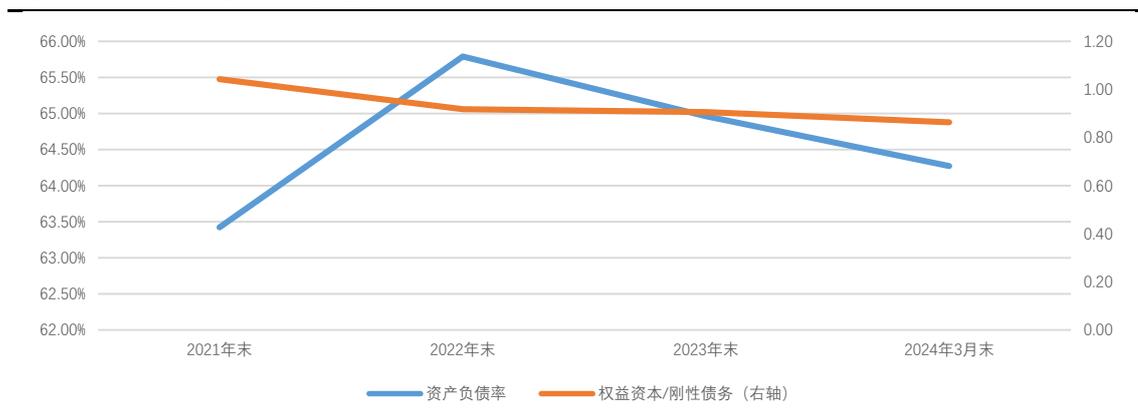
### 3. 财务

跟踪期内，随着业务规模扩大，该公司资金需求持续增加，债务规模增长较快，负债经营程度在行业中仍处于中等水平。公司刚性债务主要集中在短期且增长较快，即期债务压力加大。公司营运周期总体较长，在应收款、存货环节沉淀资金量大，随着业务规模的扩大，将进一步增加公司营运资金周转压力。但同时，公司经营性现金流状况较好，且拥有一定规模的非受限货币资金，可为债务偿付提供基本保障。

<sup>8</sup> 经营收益=营业利润-其他经营收益。

## (1) 财务杠杆

图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据柳药集团所提供的数据整理、绘制。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司负债总额分别为 130.96 亿元和 132.69 亿元，较上年末分别增长 6.98%和 1.32%，同期末资产负债率分别为 64.96%和 64.27%，较上年末分别下降 0.83 个百分点和 0.69 个百分点，目前在行业中尚处于中等水平。同期末，公司权益资本/刚性债务分别为 0.91 倍和 0.86 倍，较 2022 年末有所下降主要是公司刚性债务规模增加所致。

### ① 资产

图表 14. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	133.88	161.25	173.17	178.92
其中: 现金类资产 (亿元)	84.33	86.66	85.90	86.66
应收账款 (亿元)	38.23	41.91	35.03	23.55
存货 (亿元)	72.85	87.13	104.43	115.55
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	24.87	24.82	28.43	27.54
其中: 固定资产 (亿元)	15.67	13.34	14.10	13.34
商誉 (亿元)	8.18	9.63	10.04	10.06
其他非流动资产 (亿元)	7.65	7.65	7.65	7.65
其他非流动资产 (亿元)	1.39	1.28	3.75	2.64
<b>期末全部受限资产账面金额 (亿元)</b>	<b>13.68</b>	<b>24.89</b>	<b>11.42</b>	<b>23.93</b>
<b>受限资产账面余额/总资产 (%)</b>	<b>1.94</b>	<b>13.37</b>	<b>5.66</b>	<b>11.59</b>
<b>期末抵押融资余额 (亿元)</b>	<b>8.62</b>	<b>12.88</b>	<b>6.01</b>	<b>4.63</b>

注：根据柳药集团所提供数据整理、计算。

随着该公司经营规模的扩大，其资产规模也保持增长态势，2023 年末及 2024 年 3 月末公司资产总额分别为 201.59 亿元和 206.46 亿元，分别较上年末增长 8.34%和 2.41%，其中货币资金、应收账款和存货等流动资产的占比较高，符合医药流通行业特性。

从流动资产构成情况看，2023 年末及 2024 年 3 月末该公司流动资产余额分别为 173.17 亿元和 178.92 亿元，分别较上年末增长 7.39%和 3.32%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。同期末公司现金类资产分别为 35.03 亿元和 23.55 亿元，包含货币资金和应收银行承兑汇票，其中货币资金余额分别为 31.48 亿元和 20.57 亿元（受限货币资金分别为 4.99 亿元和 6.96 亿元，主要是融资保证金）；应收银行承兑汇票分别为 3.56 亿元和 2.98 亿元。公司应收账款主要为应收药品、医疗器械款，由于行业特性，公司应收账款余额规模很大，且随着业务规模扩大而不断增长，同期末分别为 104.43 亿元和 115.55 亿元，分别较上年末增长 19.86%和 10.64%，其中 2024 年 3 月末下游客户中应收三级医院和二级医院的款项合计占比超过 90%，应收账款回收风险总体可控；从应收账款账龄分布来看，2023 年末账龄为一年以内和 1 至 2 年的应收账款余额占比分别为 93.00%和 6.59%；公司合计

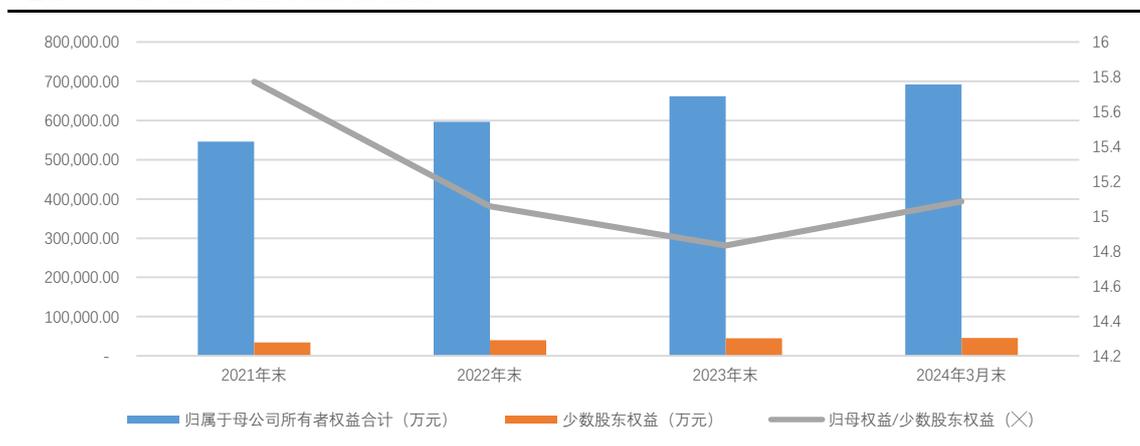
计提坏账准备 2.32 亿元；同期末公司应收账款前五名余额合计 13.83 亿元，占应收账款的比例为 12.96%。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司存货余额分别为 23.06 亿元和 26.78 亿元，分别较上年末下降 6.34% 和增长 16.11%，其中 2023 年末仍主要为库存商品，期末余额 19.38 亿元，公司未计提存货跌价准备。此外，同期末新增一年内到期的非流动资产 3.22 亿元和 3.01 亿元，主要为大额定期存单及利息<sup>9</sup>。

从非流动资产构成来看，2023 年末及 2024 年 3 月末该公司非流动资产余额分别为 28.43 亿元和 27.54 亿元，分别较上年末增长 14.54% 和下降 3.12%，主要仍由固定资产和商誉构成，其中固定资产净额分别为 10.04 亿元和 10.06 亿元，主要为房屋及建筑物；在建工程分别为 0.36 亿元和 0.50 亿元，2023 年末在建项目主要为玉林中药产业园二期项目 0.28 亿元；同期末商誉余额均为 7.65 亿元，仍为收购万通制药形成商誉 6.68 亿元及收购广西友和古城大药房有限责任公司的 39 家连锁药店形成商誉 0.97 亿元，未发生商誉减值。此外，同期末公司其他非流动资产分别为 3.75 亿元和 2.64 亿元，2023 年末较上年末增长 193.56% 主要是新增 2.75 亿元大额定期存单及利息所致。其他科目虽有变动但影响较小。

截至 2024 年 3 月末，该公司受限资产合计 23.93 亿元，占总资产比重为 11.59%，主要包括受限货币资金 6.96 亿元（融资保证金等）、受限应收账款 9.50 亿元和受限应收款项融资 3.82 亿元。

## ② 所有者权益

图表 15. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据柳药集团所提供的数据整理、绘制。

跟踪期内，随着经营积累的增加，该公司净资产规模持续增长。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司所有者权益分别为 70.64 亿元和 73.77 亿元。2024 年 3 月末，公司所有者权益仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占比分别为 4.91%、26.60% 和 56.99%。2023 年 6 月公司完成 2022 年度利润分配方案，合计派发现金红利 1.83 亿元（含税），根据公司 2023 年度利润分配方案，2023 年公司拟每 10 股派息 6 元，预计现金分红金额（含税）为 2.39 亿元（含税）。

2023 年 12 月，该公司收到中国证监会出具的《关于同意广西柳药集团股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可[2023]2742 号），同意公司向特定对象发行股票的注册申请。2024 年 4 月，公司向 15 名特定对象合计发行 36,842,105 股人民币普通股（A 股）股票，募集资金总额近 7.00 亿元，募集资金净额 6.89 亿元<sup>10</sup>。本次发行新增股份完成股份登记后未造成公司控制权变化，公司实际控制人仍为朱朝阳先生。本次非公开发行募集资金主要用于医院器械耗材 SPD 项目、健康产业园项目之中药配方颗粒生产及配套增值服务项目（一期）、柳州物流运营中心项目、信息化建设项目和补充营运资金，公司分别于 2024 年 3 月和 5 月对募投项目拟投入募集资金金额进行调整<sup>11</sup>。

<sup>9</sup> 2023 年末及 2024 年 3 月末，公司大额定期存单合计分别为 5.60 亿元和 3.60 亿元，计提的利息分别为 0.37 亿元和 0.59 亿元，其中计入一年内到期的非流动资产分别为 3.22 亿元和 3.01 亿元，其余 2.74 亿元和 0.59 亿元计入其他非流动资产。

<sup>10</sup> 根据中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）2024 年 4 月 18 日出具的《广西柳药集团股份有限公司验资报告》（勤信验字【2024】第 0005 号），截至 2024 年 4 月 17 日止，本次发行增加股本人民币 36,842,105.00 元，增加资本公积（股本溢价）人民币 651,795,270.52 元。

<sup>11</sup> 2024 年 3 月，该公司通过了《关于调整公司 2023 年向特定对象发行 A 股股票募集资金规模的议案》，将募集资金总额由不超过 10.00 亿元调整为不超过 7.00 亿元，募投项目对应拟投入募集资金金额亦相应调整。2024 年 5 月，由于公司实际募集资金净额（6.89 亿元）少于原计划投入募投项目金额（7.00 亿元），故调整医院器械耗材 SPD 项目的募投资金减少至 2.17 亿元。

图表 16. 募投项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	拟使用募集资金金额		截至2024年5月8日止累计已投资	计划投资额			预计完工时间	除非公开发行募集资金外的资金来源
		调整前	调整后		2024年5月9日至12月31日	2025年	2026年		
医院器械耗材 SPD 项目	4.10	2.88	2.17	0.22	0.90	1.80	1.40	2026/5	柳药转债募集资金1.22亿元、自有资金
健康产业园项目之中药配方颗粒生产及配套增值服务项目（一期）	3.30	1.12	1.12	0.33	0.50	0.26	2.21	2027/3	自有资金
柳州物流运营中心项目	2.00	2.00	1.00	0.01	0.20	0.90	0.90	2026/5	自有资金
信息化建设项目	1.00	1.00	0.50	0.03	0.20	0.40	0.37	2026/5	自有资金
补充营运资金	3.00	3.00	2.10	—	—	—	—	—	—

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

其中，医院器械耗材 SPD 项目由该公司本部实施，项目计划总投资 4.10 亿元，拟使用柳药转债募集资金 1.22 亿元、非公开发行募集资金 2.17 亿元和自有资金，用于搭建器械耗材 SPD 管理平台，并将医院器械耗材仓库升级改造为 SPD 中心库，以及配置专业器械耗材智能管理设备等，投资建设期 3 年。项目建成后，公司将新增 18-22 家三级医院、20-30 家二级医院的器械耗材 SPD 项目合作，承接合作医院器械耗材配送服务的同时向医院提供信息平台服务和院内物流服务，项目收入来源于器械配送及平台服务费，正式运营后预计年均营业收入为 20.22 亿元、年均净利润 0.92 亿元，投资回收期 7.26 年（含建设期）。

健康产业园项目之中药配方颗粒生产及配套增值服务项目（一期），由该公司本部及子公司仙荣制药实施，项目计划总投资 3.30 亿元，拟使用募集资金 1.12 亿元，用于综合楼装修及部分设备购置等，投资建设期 6 年。项目收入来源于销售中药产品，正式运营后预计年均营业收入为 11.95 亿元、年均净利润 1.36 亿元，投资回收期 9.98 年（含建设期）。

柳州物流运营中心项目由该公司本部实施，项目计划总投资 2.00 亿元，拟使用募集资金 1.00 亿元，用于建设总部办公大楼和仓库、购置办公及物流设备软件等，投资建设期 3 年。项目建成后不产生直接的经济效益。

信息化建设项目由该公司本部及子公司桂中大药房实施，项目计划总投资 1.00 亿元，拟使用募集资金 0.50 亿元，用于中心机房扩容改造和硬软件设备投入，投资建设期 3 年。项目建成后不产生直接的经济效益，有利于提升公司运营管理效率及降低经营成本。

### ③ 负债

图表 17. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	55.73	69.38	78.00	85.41
其中：短期刚性债务	46.29	59.70	68.10	74.65
中长期刚性债务	9.43	9.68	9.90	10.76
应付账款	28.88	36.25	35.53	30.50
其他应付款	8.83	8.97	9.58	9.71
综合融资成本（年化，%）	3.48	4.63	5.44	6.52

资料来源：柳药集团。

注：综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2。

从债务期限结构看，该公司主要开展药品、医疗器械等医药产品的流通业务，对流动资金的需求大，负债结构以流动负债为主，2023 年末及 2024 年 3 月末长短期债务比分别为 12.76%和 13.31%。公司的负债以刚性债务和应付账款为主，2023 年末及 2024 年 3 月末刚性债务占负债总额的比重分别为 59.56%和 64.37%，其中以短期刚性债务为主。公司应付账款主要为应付药品、医疗器械采购款，同期末余额分别为 35.53 亿元和 30.50 亿元。此外，

同期末其他应付款余额分别为 9.58 亿元和 9.71 亿元，近年来变化不大，2023 年末主要是业务代理保证金为 8.87 亿元。

跟踪期内，该公司刚性债务规模持续增长，2023 年末及 2024 年 3 月末分别为 78.00 亿元和 85.41 亿元，较上年末分别增长 12.43%和 9.49%。公司刚性债务以短期刚性债务为主，同期末短期刚性债务占比分别为 87.30%和 87.40%。公司短期刚性债务主要由短期借款和应付票据构成，其中短期借款分别为 31.73 亿元和 38.58 亿元，增长较快；应付票据主要为应付药品、医疗器械货款，同期末余额分别为 36.21 亿元和 36.07 亿元，2023 年末较上年末增长 24.82%，主要系办理汇票结算货款增加所致。公司中长期刚性债务由长期借款和应付债券构成，其中长期借款分别为 2.29 亿元和 3.23 亿元，其中 2024 年 3 月末增量为农业银行柳州分行 1.00 亿元的信用借款以及浦发银行柳州分行抵质押借款 1.15 亿元；应付债券为公司发行的柳药转债。

从银行借款方式看，该公司银行借款以信用借款和保证借款为主，2024 年 3 月末分别占比 53.29%和 27.37%，其中保证借款主要是公司为子公司借款提供的保证担保，公司银行借款利率区间为 0.15%~3.90%，近年来，公司综合融资成本约在 3.48%~6.52%之间。

图表 18. 公司 2024 年 3 月末存续刚性债务期限结构（单位：亿元）

到期年份	≤1 年	(1~2 年]	(2~3 年]	(3~5 年]	>5 年	合计
合并口径	74.65	8.61	1.00	1.15	—	85.41
母公司口径	34.93	8.59	1.00	1.15	—	45.67

资料来源：柳药集团。

## (2) 偿债能力

### ① 现金流量

图表 19. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	3.33	5.06	5.94	-5.33	-5.42
其中：业务现金收支净额（亿元）	6.05	8.17	9.08	-6.28	-5.05
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-2.93	-3.83	-2.02	-0.45	-0.55
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金（亿元）	2.64	1.83	1.73	0.33	0.29
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	-2.41	-7.31	-3.97	-4.70	-1.71
其中：现金利息支出（亿元）	1.28	3.79	1.72	0.61	1.92

资料来源：柳药集团。

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

跟踪期内，该公司继续加强账款催收力度，应收账款回收情况有所好转，但季度性回款情况仍有待提升，由于行业特性导致公司回款压力短期内较难改善。2023 及 2024 年第一季度，营业收入现金率分别为 107.55%和 89.57%，同比分别减少 3.62 个百分点和增加 6.40 个百分点。同期公司经营性现金净流量分别为 5.94 亿元和-5.33 亿元，同比变化较小。

随着该公司在建项目的推进，2023 年及 2024 年第一季度，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 1.73 亿元和 0.33 亿元。公司收到和支付其他与投资活动有关的现金全部为赎回和购买的理财产品，2023 年净额为-0.11 亿元。受上述因素的影响，2023 年及 2024 年第一季度公司投资活动现金流净额分别为-2.02 亿元和-0.45 亿元。公司前期多个建设项目逐步投资完毕，后续主要投资非公开发行募投项目，公司投融资压力整体可控，但需持续关注投建项目建成后的运营状况。

跟踪期内，该公司筹资性现金流仍呈净流出状态，2023 年及 2024 年第一季度分别为-3.97 亿元和-4.70 亿元。其中收到及支付其他与筹资活动有关的现金主要为收到及支付的融资保证金，同期分别为-1.60 亿元和-12.28 亿元；取得及偿还债务支付的现金主要是银行借款，同期净额分别为 1.24 亿元和 8.18 亿元。

## ② 偿债能力

图表 20. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA (亿元)	10.92	13.03	14.61
EBITDA/利息支出 (倍)	8.46	7.64	7.94
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.20	0.21	0.20

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理、计算。

随着盈利能力的增强，2023 年该公司 EBITDA 有所增长，为 14.61 亿元。由于公司刚性债务规模的快速增长，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度略有下降，2023 年为 0.20 倍。同期 EBITDA 对利息支出的保障程度上升至 7.94 倍，总体对利息支出的保障程度较好。

## 4. 调整因素

### (1) 流动性/短期因素

图表 21. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率 (%)	155.15	148.92	149.10	152.78
速动比率 (%)	130.99	121.98	125.74	126.79
现金比率 (%)	44.31	38.71	30.16	20.11

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理、计算。

该公司资产流动性水平整体较稳定，2023 年末及 2024 年 3 月末，公司流动比率分别为 149.10%和 152.78%，速动比率分别为 125.74%和 126.79%。同期末，公司现金比率分别为 30.16%和 20.11%，下降主要系公司流动负债上升所致。

该公司与多家银行保持较好的合作关系，截至 2024 年 3 月末从各家银行获得的综合授信总额为 120.10 亿元，尚可使用 42.77 亿元，其中三大政策性银行和中农工建邮五大国有银行合计授信总额 29.10 亿元，尚可使用的授信为 2.42 亿元。整体看，公司后续仍有一定的融资空间。

### (2) ESG 因素

截至 2024 年 3 月末，该公司第一大股东和实际控制人仍为朱朝阳先生，其持股比例为 27.89%，其持有的 33.54% 股权用于质押，筹资主要用于认购公司非公开发行股票、为员工持股计划提供借款支持以及个人资金周转。2024 年 4 月公司完成非公开发行，朱朝阳持股比例降至 25.32%。跟踪期内，公司完成第五届董事会、第五届监事会股东代表的换届选举，非独立董事仍为朱朝阳、唐春雪、陈洪和张华；独立董事由 CHEN,CHUAN、钟柳才和陈建飞变更为陶剑虹、黄言茂和马念谊；监事会主席仍为股东代表陈晓远，股东代表监事由莫晓萍变更为吴晓彤，职工代表监事仍为梁震；此外聘任曾祥兴为副总裁，财务总监由苏春燕变更为曾祥兴。2024 年 6 月，公司副总裁、董事会秘书申文捷因到龄退休辞去公司副总裁、董事会秘书职务，辞职后将担任公司管理顾问，经董事长提名并经董事会提名委员会审核，同意聘任徐扬先生担任公司董事会秘书。同月，董事张华因工作变动辞去董事职务，经公司股东大会决议，补选朱仙华为公司第五届董事会非独立董事。

跟踪期内，该公司持续更新完善了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》和《募集资金管理办法》等多项制度，不断加强制度建设，完善内控管理。

根据该公司提供的《企业信用报告》(2024 年 5 月 22 日)，公司及主要子公司跟踪期内无不良或关注类信贷记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司存在重大异常情况。

### (3) 表外事项

截至 2024 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债，无对外担保。

### (4) 其他因素

近年来，该公司的关联交易均为合并范围内的关联担保。截至 2023 年末，公司本部作为担保方，为子公司广西南宁柳药药业有限公司和桂中大药房等提供担保金额合计 25.68 亿元。

## 5. 同业比较分析

新世纪评级选取了上海医药集团股份有限公司、楚昌投资集团有限公司和南京新工投资集团有限责任公司作为该公司的同业比较对象，上述主体以医药流通为主业或为核心主业之一，具有较高的可比性。公司在医药流通行业具有稳固的区域龙头地位，2022 年行业排名第 16 位，医药流通业务规模在同业企业中一般，主业盈利稳定性强。

## 债项信用跟踪分析

### 1. 债项主要条款跟踪分析

本次债券设置发行人赎回条款及投资者回售选择权。在本次发行的可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债；在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权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。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果该公司股票在连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，投资者有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。回售条款的设置，使该公司面临一定的提前偿付压力。

柳药转债转股情况需持续关注，若转股情况不理想，则该公司需要偿还相关债券本息，增加公司刚性债务负担。

### 2. 偿债保障措施跟踪分析

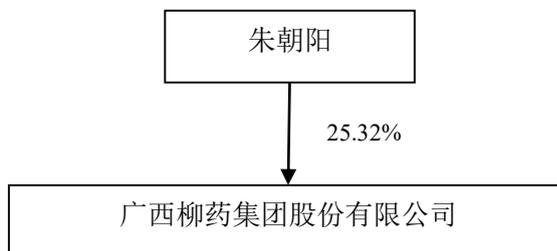
该公司货币资金存量较为充裕，2024 年 3 月末公司未受限货币资金为 20.57 亿元，可用授信额度较多，可为公司即期债务偿付提供一定支撑。2021-2023 年公司 EBITDA/利息支出分别为 8.46 倍、7.64 倍和 7.94 倍，能够形成一定保障。

## 跟踪评级结论

综上，本评级机构评定柳药集团主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，柳药转债信用等级为 AA。

附录一：

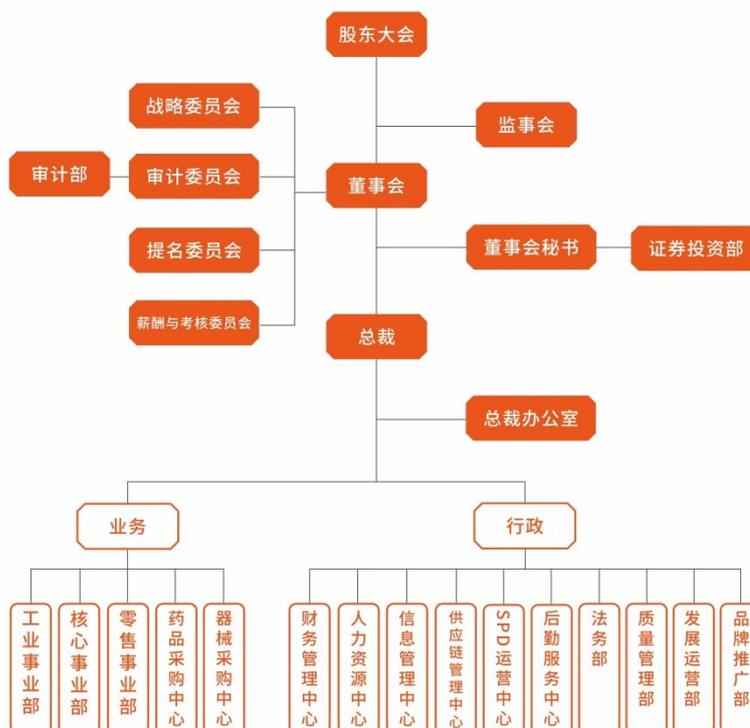
### 公司与实际控制人关系图



注：根据柳药集团提供的资料整理绘制（截至本评级报告出具日）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据柳药集团提供的资料整理绘制（截至评级报告出具日）。

## 相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
广西柳药集团股份有限公司	柳药集团	本级	—	药品、医疗器械等医药产品的批发及零售业务	39.33	51.56	177.08	5.09	2.21	母公司口径
柳州桂中大药房连锁有限责任公司	桂中大药房	子公司	100.00	医药产品零售	7.60	7.67	28.46	1.49	0.62	
广西南宁柳药药业有限公司	南宁柳药	子公司	53.00	医药产品批发销售	21.24	3.51	49.51	0.17	-0.17	
广西玉林柳药药业有限公司	玉林柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	2.00	0.68	8.57	0.07	1.89	
广西百色柳药药业有限公司	百色柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	1.27	0.32	6.61	0.01	0.31	
广西贵港柳药药业有限公司	贵港柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	-	0.36	4.62	0.05	0.01	
广西梧州柳药药业有限公司	梧州柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	0.10	0.20	4.35	0.01	0.23	
广西河池柳药药业有限公司	河池柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	0.10	0.28	5.93	0.04	-0.03	
广西仙茱中药科技有限公司	仙茱中药科技	子公司	100.00	医药产品制造	1.06	3.77	6.59	1.19	0.07	
广西医大大药房有限公司	医大大药房	子公司	53.00	医药产品零售	0.20	0.41	3.96	0.06	-0.00	
广西万通制药有限公司	万通制药	子公司	60.00	医药产品制造	3.51	3.51	2.61	0.87	1.09	
广西贺州柳药药业有限公司	贺州柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	0.20	0.22	4.46	0.03	-0.20	
广西仙茱中药有限公司	仙茱中药	子公司	100.00	医药产品批发销售	0.10	0.05	3.54	0.01	0.03	

注：根据柳药集团 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

## 同类企业比较表

核心业务：医药流通 归属行业：通用

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据				2023 年末财务数据/指标			
		净资产（亿元）	EBITDA（亿元）	销售净利率（%）	总资产周转速度 （次/年）	权益资本/刚性债务 （x）	资产负债率 （%）	EBITDA/利息支出 （x）	EBITDA/刚性债务 （x）
上海医药集团股份有限公司	AAA/稳定	803.26	106.32	1.98	1.27	1.59	62.11	5.64	0.21
楚昌投资集团有限公司	AA+/稳定	279.55	52.06	1.25	1.54	0.62	71.91	3.12	0.11
南京新工投资集团有限责任公司	AAA/稳定	394.83	38.25	3.22	0.76	2.36	52.90	6.76	0.22
发行人	AA/稳定	70.64	14.61	4.36	1.07	0.91	64.96	7.94	0.20

注：上海医药集团股份有限公司是公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录五：

## 发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	158.75	186.07	201.59	206.46
货币资金 [亿元]	34.16	38.55	31.48	20.57
刚性债务[亿元]	55.73	69.38	78.00	85.41
所有者权益 [亿元]	58.06	63.65	70.64	73.77
营业收入[亿元]	171.35	190.53	208.12	57.75
净利润 [亿元]	6.41	7.59	9.07	3.13
EBITDA[亿元]	10.92	13.03	14.61	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.33	5.06	5.94	-5.33
投资性现金净流入量[亿元]	-2.93	-3.83	-2.02	-0.45
资产负债率[%]	63.42	65.79	64.96	64.27
权益资本与刚性债务比率[%]	104.19	91.75	90.56	86.37
流动比率[%]	155.15	148.92	149.10	152.78
现金比率[%]	44.31	38.71	30.16	20.11
利息保障倍数[倍]	6.84	6.22	6.67	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	185.92	199.43	215.44	—
毛利率[%]	11.42	11.51	11.89	12.25
营业利润率[%]	4.40	4.67	5.01	6.24
总资产报酬率[%]	5.76	6.15	6.33	—
净资产收益率[%]	11.40	12.47	13.50	—
净资产收益率*[%]	10.68	12.28	13.50	—
营业收入现金率[%]	108.10	111.17	107.55	89.57
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.95	5.21	5.30	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.41	1.10	3.10	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.46	7.64	7.94	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.21	0.20	—

注：表中数据依据柳药集团经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

### 指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*[%]=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

## 发行人历史评级

附录七：

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2019年8月16日	AA/稳定	翁斯喆、王婷亚	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年5月25日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦蛟	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（通用） FM-GS001（2022.12）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月25日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦蛟	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（通用） FM-GS001（2022.12）</a>	=
债项评级	历史首次评级	2019年8月16日	AA	翁斯喆、王婷亚	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2014）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年5月25日	AA	翁斯喆、黄梦蛟	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（通用） FM-GS001（2022.12）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月25日	AA	翁斯喆、黄梦蛟	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（通用） FM-GS001（2022.12）</a>	=

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。