



华润医药控股有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1803 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	华润医药控股有限公司	AAA/稳定
--------------	------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“21 华润医药 MTN001” 和 “22 润药 01”	AAA
-------------	-------------------------------	-----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于华润医药控股有限公司（以下简称“华润医药控股”或“公司”）医药流通行业龙头地位稳固、产品结构多元且竞争力强、盈利及经营获现能力持续提升、融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到存在一定商誉减值风险、债务规模大且短期债务占比高及应收账款对营运资金形成占用等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，华润医药控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素： 不适用。

可能触发评级下调因素： 财务杠杆持续大幅攀升、资产流动性恶化、业务规模大幅缩减、失去重要子公司控制权、盈利及经营获现情况持续严重恶化或其他导致信用水平显著下降的因素。

正面

- 公司已连续多年位列医药批发业企业主营业务收入前3名，行业龙头地位稳固
- 医药工业板块产品结构多元且竞争力强，较强的研发实力为未来发展奠定了良好基础
- 盈利及经营获现能力持续提升
- 银行可使用授信充足，拥有多家A股上市子公司，融资渠道畅通

关注

- 随着收并购的持续推进，商誉规模持续增长，存在一定商誉减值风险
- 债务规模较大，短期债务占比高
- 应收账款规模较大，对营运资金形成占用

项目负责人： 程方誉 fycheng@ccxi.com.cn
项目组成员： 王馨淼 xmwang@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

华润医药控股（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	1,724.12	2,001.21	2,123.41	2,425.74
所有者权益合计（亿元）	589.00	692.28	711.29	784.86
负债合计（亿元）	1,135.12	1,308.93	1,412.12	1,640.88
总债务（亿元）	490.49	582.16	611.07	759.43
营业总收入（亿元）	1,782.96	1,973.46	2,187.69	605.50
净利润（亿元）	53.10	58.26	65.71	27.81
EBIT（亿元）	91.52	94.08	104.01	--
EBITDA（亿元）	108.60	117.75	131.86	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	92.57	106.35	109.51	-61.70
营业毛利率(%)	16.83	15.70	16.00	17.01
总资产收益率(%)	--	5.05	5.04	--
EBIT 利润率(%)	5.13	4.77	4.75	--
资产负债率(%)	65.84	65.41	66.50	67.64
总资本化比率(%)	46.74	46.78	46.21	49.18
总债务/EBITDA(X)	4.52	4.94	4.63	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.65	5.26	5.85	--
FFO/总债务(%)	15.02	14.37	17.09	--
华润医药控股（母公司）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	417.29	446.23	396.22	398.11
所有者权益合计（亿元）	192.08	187.90	160.18	161.18
负债合计（亿元）	225.21	258.32	236.04	236.92
总债务（亿元）	86.15	104.28	88.76	126.19
净利润（亿元）	5.63	4.73	18.98	1.00
EBIT（亿元）	9.10	7.58	21.64	--
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-10.59	-7.22	30.24	-0.04
资产负债率(%)	53.97	57.89	59.57	59.51
总资本化比率(%)	34.70	39.77	35.66	43.91
总债务/EBITDA(X)	9.46	13.75	4.10	--
FFO/总债务(%)	49.78	-4.50	34.23	--

注：1、中诚信国际根据经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年财务报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、其他权益工具中的带息债务。

评级历史关键信息

华润医药控股有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/ 稳定	21 华润医药 MTN001 (AAA)	2022/06/27	程方誉、袁悦颖	中诚信国际医药流通行业评级方法 C100200 2019_02	阅读全文
AAA/ 稳定	21 华润医药 MTN001 (AAA)	2021/06/11	许新强、刘逸伦、袁悦颖	中诚信国际医药流通行业评级方法 C100200 2019_02	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	现金周转天数（天）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)
国药控股	5,521.48	143.30	74.22	3,646.19	69.75
上海医药	2,319.81	69.92	80.49	1,981.35	60.63
华润医药控股	2,187.69	65.71	105.77	2,123.41	66.50

中诚信国际认为，作为国内医药流通行业龙头企业，华润医药控股渠道覆盖广度、深度及渠道保障能力均处于行业较优水平，同时在医药工业板块具备较强的中成药及非处方药等优势，整体业务风险较低。财务指标方面，华润医药控股因商业板块下游回款速度相对

较慢，其现金周转天数显著高于可比企业；因合并范围内资产负债率相对较低的医药工业板块，故华润医药控股和上海医药的财务杠杆在可比企业里处于中上等水平。

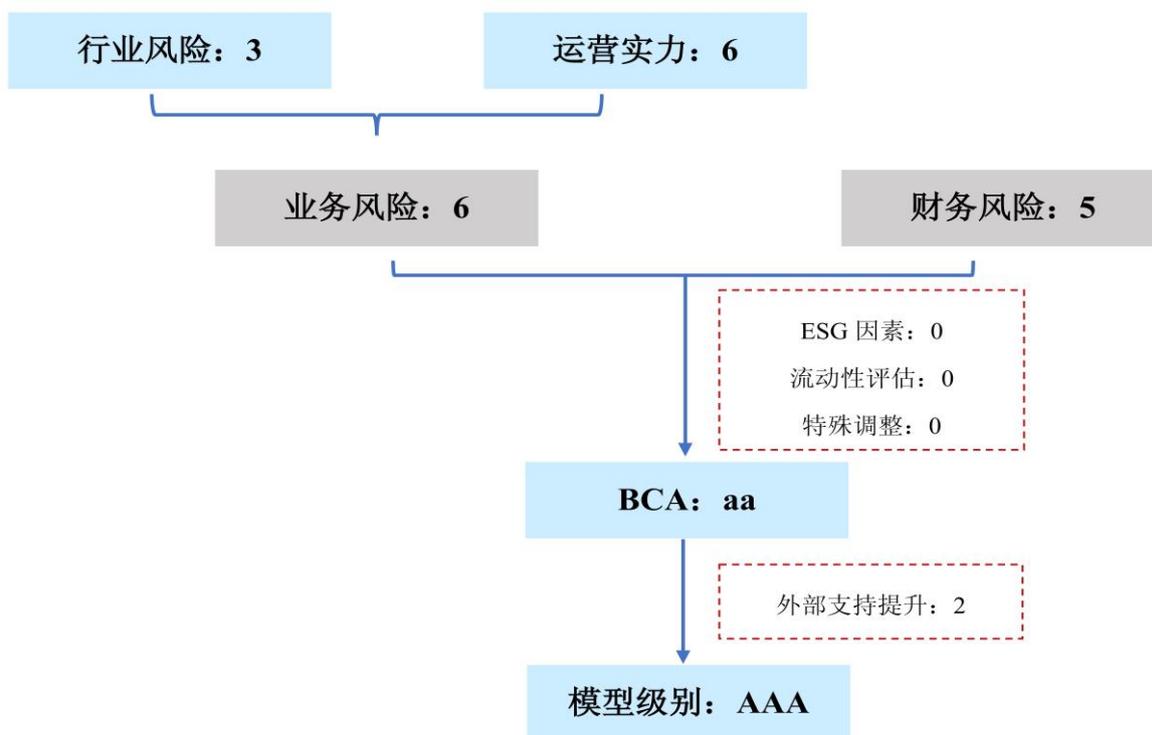
注：“国药控股”为“国药控股股份有限公司”简称；“上海医药”为“上海医药集团股份有限公司”简称。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 华润医药 MTN001	AAA	AAA	2022/06/27	25.00	25.00	2021/06/23~2024/06/23	--
22 润药 01	AAA	AAA	2022/06/27	20.00	20.00	2022/01/21~2025/01/21	--

评级模型

华润医药控股有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际医药流通行业评级方法与模型 C100200_2022_03

■ 业务风险：

华润医药控股属于医药流通行业，因药品刚性需求旺盛、医改持续深化推动行业呈现高质量发展态势，中国医药流通行业风险评估为中等；华润医药控股行业龙头地位稳固，渠道覆盖广度、深度及渠道保障能力均处于行业内较优水平，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

华润医药控股财务杠杆水平较低，受益于很强的经营获现能力，各项偿债指标均处于很好水平，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对华润医药控股个体基础信用等级无影响，华润医药控股具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

公司所经营的医药业务是控股股东华润医药集团有限公司（以下简称“华润医药集团”）的核心业务，且是未来战略发展的重要板块，近年来在业务发展、医药行业资源整合和资金等方面得到控股股东的大力支持，控股股东对公司的支持意愿和能力强。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月末，公司公开发行华润医药控股有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）（债券简称“22 润药 01”，债券代码 185335）募集资金已全部使用完毕，募集资金实际使用情况与募集说明书承诺的用途和使用计划一致。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2021 年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，医药行业运行态势整体良好；随着我国外部环境改善及医疗新基建的不断深入，医药流通行业增速保持恢复态势；随着医改持续深化，行业集中度不断提升，整体呈

现转型升级、高质量发展态势。

医药制造

2021 年药品从需求端和供给端逐步恢复，叠加医保谈判、集中采购等行业政策持续推进，医药制造行业收入及利润稳步增长，整体保持较强的盈利能力。在医保控费和鼓励创新的政策深化作用下，行业竞争回归药品成本把控以及提升效用与质量，经营重点聚焦在提高经营效率和增强研发能力等方面，医药制造企业较好的经营获现能力能够为产能扩建等投资提供现金流支撑，融资节奏有所放缓，财务杠杆水平稳健，信用水平保持稳定；但新药研发、产能扩建等资金需求与债务期限结构存在一定错配，且尾部企业面临较大流动性压力，需关注行业内企业信用水平分化情况。中长期来看，在高质量、高层级的需求作用下，伴随着医药行业格局优化与产业升级的不断加深，医药制造行业作为推进健康中国建设的重要保障，其长期向好趋势不变。

详见《中国医药制造行业展望, 2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9724?type=1>

医药流通

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展。2021 年随着国内和国际部分诊断试剂销售大幅增长，加之外部环境改善扭转了终端药品市场的负增长状态。2021 年全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速逐渐恢复。据商务部药品流通行业管理系统数据显示，2021 年全国七大类医药商品销售总额 26,064 亿元（含税），扣除不可比因素同比增长 8.5%；其中，药品零售市场销售额为 5,449 亿元，扣除不可比因素同比增长 7.4%；药品批发市场销售额为 20,615 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.65%。

图 1：近年来全国七大类医药商品销售总额情况



资料来源：商务部，中诚信国际整理

医药卫生体制改革不断深化带动行业规模效应逐渐凸显，药品批发企业行业集中度持续提升，2021 年药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 74.5%，同比提高 0.8 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 44.2%，同比提高 1.6 个百分点。2021 年以来在带量采购常态化和深入化、器械带量采购的推行影响下，药品流通企业利润空间继续被压缩，具备较强资金实力、拥有较全面的网络覆盖和综合服务能力的大型流通企业规模优势得到体现，未来行业集中度或将进一步提升，行业结构将不断优化。同时，在新政策及新市场的驱动下药品流通企业亦将提升自身核心竞争力，实现从传统的药品分销商向高质量的医药供应链服务商，进而向健康综合服务商转型升级的全产业链运行模型。

表 1：医药批发企业主营业务收入前 10 强

位序	2019 年度	2020 年度	2021 年度
1	中国医药集团有限公司	中国医药集团有限公司	中国医药集团有限公司
2	上海医药集团股份有限公司	上海医药集团股份有限公司	上海医药集团股份有限公司
3	华润医药商业集团有限公司	华润医药商业集团有限公司	华润医药商业集团有限公司
4	九州通医药集团有限公司	九州通医药集团有限公司	九州通医药集团有限公司
5	广州医药有限公司	中国医药-重庆医药联合体	中国医药-重庆医药联合体
6	深圳市海王生物工程股份有限公司	广州医药股份有限公司	广州医药股份有限公司
7	南京医药股份有限公司	深圳市海王生物工程股份有限公司	南京医药股份有限公司
8	华东医药股份有限公司	南京医药股份有限公司	深圳市海王生物工程股份有限公司
9	中国医药健康产业股份有限公司	华东医药股份有限公司	华东医药股份有限公司
10	瑞康医药集团股份有限公司	安徽华源医药集团股份有限公司	浙江英特集团股份有限公司

资料来源：中国医药商业协会

零售企业亦保持较好的发展态势，截至 2021 年末连锁化率提升至 57.2%，行业集中度不断提高。随着医院药品零加成、两票制、双通道药房、取消院内药房等促进处方外流政策的陆续落地，国家药品集采的持续推进，为未来药品零售企业带来更多的市场空间和发展机遇，但同时对其供应链管理、信息化建设、专业化服务、用药安全控制提出更高要求，集团化、专业化、连锁化药店将更具备竞争优势。

随着外部环境逐渐转好，其对医药行业的影响有所减弱，但 2021 年国内各地区医院等传统医疗机构门诊量和住院人数大幅下降，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。2022 年下半年以来，国内四类药品（退烧、止咳、抗病毒、抗生素类药品）销售逐步放开限制，居民对相关药品采购备货热情高涨，抗原检测试剂、血氧仪等监测仪器用量亦明显激活，加之后期医疗新基建相关举措的逐步深入，相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长，但需对新阶段下相关产品需求的持续性保持关注。

此外，2021 年 10 月商务部发布《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》明确了完善城乡药品流通功能、着力提升药品流通能级、稳步发展数字化药品流通、持续优化流通行业结构，未来建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。同时，“互联网+医药”、医保线上支付等政策的实施，叠加外部环境催化作用，医药电商或将成为行业新增长点。

中诚信国际认为，华润医药控股作为医药流通头部企业规模优势进一步提升，行业地位稳固，在销售区域覆盖广度、深度及渠道保证能力方面均处于行业较高水平，对企业信用实力提供了有力支撑，同时医药工业板块产品结构多元且竞争力强，进一步丰富了公司的经营业态，较强的研发实力为未来发展奠定了良好基础，但仍需关注未来医药流通行业市场竞争风险及医药工业研发进展。

公司医疗纯销及医药分销主业突出，目前已建成全国性分销网络，销售渠道覆盖广度处于行业内较高水平，医药流通行业地位稳固；经销品种基本覆盖全部治疗领域，带量采购品种及创新药品承接能力持续提升，具有很强的销售渠道覆盖深度、渠道保障能力及市场竞争力；零售业务及第三方物流业务稳步发展，但目前收入规模及对利润贡献程度仍较小，未来仍需持续关注医药流通行业市场竞争风险。

医药商业板块为公司收入的主要来源。近年来，公司医疗纯销及医药分销主业突出，二者合计占公司营业总收入的比重很高。公司已连续多年位列医药批发业企业主营业务收入前 3 名，作为医药流通头部企业规模优势明显，行业地位稳固。销售网络方面，跟踪期内公司持续落实区域化发展战略，打造多个重点区域市场，目前已建成全国性分销网络。具体来看，作为全国最大的医药流通企业之一，公司医疗纯销业务销售市场不仅覆盖北京市大部分的规模性医院，而且在山东、辽宁、吉林、黑龙江、河南、江苏等外埠区域覆盖近 150 个地市，并战略性覆盖 28 个省、直辖市及自治区，销售渠道覆盖广度处于行业内较高水平。

与上游供应商合作方面，公司与辉瑞制药有限公司、拜耳医药保健有限公司、阿斯利康制药有限公司等跨国制药企业及国内品牌制药企业保持了长期的合作关系，截至 2022 年末，公司上游供应商近 1.4 万家，经营品规近 21 万个，其中包括多个知名药企重磅产品的全国总经销权、战略经销权与进口代理，经销品种基本覆盖全部治疗领域。同时，公司持续丰富在抗肿瘤、血液、检测分析仪等领域的产品组合，2022 年引进新上市创新药 33 个，带量采购品种获取率达 81%，相关产品承接能力持续提升。此外，近年来公司不断推进医疗器械分销业务的专业化发展，截至 2022 年末已在 17 个省份建立独立医疗器械公司，继续深化发展骨科、介入、IVD 诊断试剂、综合耗材等重点发展领域，当年医疗器械分销收入同比增长 39% 至约 302 亿元。下游客户覆盖方面，近年来公司通过提升学术能力和创新数字化营销，满足专病专业推广和基层慢病推广的下沉需求，不断提升终端市场份额；截至 2022 年末公司二、三级医院客户超过 9,500 家，等级医疗业务市场覆盖率约为 68%，基层医疗机构客户超过 7 万家，基层医疗业务市场覆盖率约为 35%，同时拥有零售药店及其他客户近 7 万家。整体来看，公司销售渠道覆盖深度及渠道保障能力不断提升，在医药流通领域具有很强的市场竞争力，但其他大型医药流通企业近年来亦持续加大市场营销网点布局及渠道下沉力度，未来仍需持续关注医药流通行业市场竞争风险。

除医疗纯销及分销外，公司还通过直营店、特许经营店等连锁形式开展医药零售业务。截至 2022 年末，公司已在 24 个省市的 105 个地县拥有各类门店数达 663 家，其中专业药房 228 家，社会药房 435 家。此外，近年来公司积极拓展双通道药房业务，做好承接处方药外流的准备，目前公司专业药房中已有 115 家双通道门店，其中 177 家为院边店（距离医院不超过 2 公里），31 家为院内店。同时，公司不断加快专业化、规模化、一体化的现代物流体系建设，截至 2022 年末，全国物流配送中心面积约为 123.62 万平方米，拥有物流配送中心 187 个。公司全国物流网络的建设在服务于公司医药批发和零售业务发展的同时，也为上游供货商及下游客户提供高度专业化且高效的医药商品物流配送、营销推广以及其他创新增值服务，实现第三方物流业务收入。未来，公司将按照自身业务发展需要进一步对物流体系开展优化整合，若在建及拟建物流项目顺利投运将进一步提升公司物流能力，但仍需一定资金投入。整体来看，零售业务及第三方物流业务进一步丰富了经营业态，一定程度上增强了公司终端市场竞争力，但目前零售业务收入规模及对利润贡献程度仍较小。

2022 年以来公司工业板块子公司在各自领域保持了突出的医药行业地位及优势，产品结构多元且治疗领域广泛，核心产品竞争力强，同时随着收并购的持续推进，公司医药工业板块规模持续提升，进一步丰富了公司的经营业态；同时研发项目持续快速推进为未来发展奠定了良好基础。

医药工业板块是华润医药控股的支柱产业，也是传统优势板块，运营主体包括下属华润三九医药股份有限公司（以下简称“华润三九”、股票代码：000999.SZ）、东阿阿胶股份有限公司（以下简称“东阿阿胶”、股票代码：000423.SZ）、华润江中制药集团有限责任公司（以下简称“华润江中”；其主要业务主体为上市公司江中药业股份有限公司，以下简称“江中药业”、股票代码：600750.SH）、华润紫竹药业有限公司（以下简称“华润紫竹”）、华润双鹤药业股份有限公司（以下简称“华润双鹤”、股票代码：600062.SH）和博雅生物制药集团股份有限公司（以下简称“博雅生物”、股票代码：300294.SZ）。2022 年以来，受益于下游需求增加，各主要经营主体收入规模整体来看同比上升，带动公司医药工业板块收入同比增长。此外，近年来公司持续通过并购重组持续扩张医药工业板块规模，且未来仍将持续推进对于医药工业领域企业的收并购，中诚信国际将持续关注未来公司并购重组事项及其对其经营管理的影响。

表 2：公司医药工业板块下属企业经营情况（亿元）

收入	2020	2021	2022	2023.1~3
华润三九	136.37	153.20	180.79	63.52
华润双鹤	85.04	91.12	94.47	27.39
东阿阿胶	34.09	38.49	40.42	10.69
江中药业	24.41	28.74	38.12	13.16
博雅生物	25.13	26.51	27.59	8.06
华润紫竹	11.43	12.24	10.80	5.30
净利润	2020	2021	2022	2023.1~3
华润三九	16.18	20.81	24.97	12.29
华润双鹤	10.13	9.72	12.15	3.81
东阿阿胶	0.41	4.39	7.79	2.31
江中药业	4.90	5.31	6.44	2.58
博雅生物	2.75	3.58	4.45	1.74
华润紫竹	1.61	2.70	2.78	1.29

资料来源：上市公司年报及公司提供，中诚信国际整理

表 3：2022 年以来公司医药工业板块并购重组情况（亿元）

时间	收购方	收购标的	持股比例/持股数	交易对价	影响
2022 年 6 月	华润三九	衢州南孔中药有限公司	51.00%	0.41	新增部分中药产品产能
2022 年 8 月	华润双鹤	神舟生物科技有限责任公司	50.11%	5.02	拓展降压领域产品
2022 年 12 月	华润三九	昆药集团股份有限公司	28.00%	29.02	新增部分中药产品产能

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

公司医药工业治疗领域广泛，涉及心脑血管、消化道、内分泌等众多领域。作为国内三大医药集团企业之一，公司行业地位突出，综合竞争实力强，在 2022 年中国非处方药（OTC）生产企业年度综合排名中，华润三九、东阿阿胶、华润江中和华润紫竹分别位列第 1、第 10、第 17 和第 66 名，整体排名情况较 2021 年有所上升；此外，华润双鹤旗下 12 个产品获评中国化学制药行业优秀产品品牌，在心血管、大输液、生殖健康、基因治疗、天然药物及中成药等领域持续保持国内领先水平。公司产品主要包括中药、化学药、生物制剂及营养保健品等，2022 年全年共生产 626 种产品，药品剂型丰富，产品结构多元。公司制药领域重点产品优势突出，品牌价值高，2022 年公司有 70 个产品销售规模过亿港元，同比增加 8 个；其中 6 个产品销售规模超过 10 亿港元；销售规模在 5 至 10 亿港元的产品共 13 个，同比增加 3 个，核心产品梯队发展情况持续向好。

表 4：医药工业板块子公司概况

下属企业	业务板块	具体业务分类	重点产品及行业地位
华润三九	中药、化学药	OTC（非处方药）	华润三九重点产品包括 999 感冒灵、参附注射液、注射用头孢、免煎中药、

		及中药处方药	三九胃泰颗粒、正天丸等，2022 年“999”品牌产品、“气滞胃痛颗粒”、“天和骨通贴膏”“澳诺葡萄糖酸钙口服溶液”、“易复善”等等相关品类内保持领先地位。
华润双鹤	化学药	大输液、慢病、专科	华润双鹤重点产品包括降压 0 号、冠爽、穗悦、糖适平、卜可、珂立苏、贝奇灵、诺百益、小儿复方氨基酸注射液、基础输液、BFS 等。具体来看，在降压领域目前已经形成了以降压 0 号为核心的全品类产品线；专科领域产品亦保持较高市场地位，其中珂立苏、小儿氨基酸、斐童、腹膜透析液市场份额均位居前列，丙戊酸镁缓释片为独家品种且在丙戊酸口服剂系列中位居前列；基础输液持续保持部分市场的较大份额。
东阿阿胶	营养保健品	营养保健品	东阿阿胶主要销售阿胶及阿胶系列产品，2022 年保持了较强的品牌优势，旗下“桃花姬”阿胶糕等新产品亦稳步发展。
江中药业	中药、营养保健品	OTC（非处方药）及营养保健品	江中药业为胃肠用药市场领导者，重点产品包括江中健胃消食片及江中系列产品、初元、参灵草等；2022 年，江中健胃消食片荣获 2022 大健康产业年度产品奖，实现了 10 亿级健胃消食片、5 亿级乳酸菌素片的销售；“江中”品牌价值为 322.58 亿元，位居医药行业第六。
博雅生物	生物制剂	血液制品	博雅生物重点产品包括人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子等，是全国少数三类产品齐全的血液制品企业之一，也是少数具有新设浆站资质的企业之一。近年来，公司原料血浆采集量增幅高于行业平均水平。
华润紫竹	化学药	生殖健康药	华润紫竹目前是国内最大的计生药品生产企业，重点产品包括毓婷、金毓婷、米非司酮等，截至 2023 年 3 月末米非司酮占有抗早孕药市场约 40% 的份额，我国是目前全球范围内米非司酮生产形成规模的唯一国家；毓婷和金毓婷占有紧急避孕药类市场约 52.7% 的份额。2022 年以来，市场占有率保持第一。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

研发方面，公司母公司设有研发管理部，对公司整体产品研发工作进行统筹管理；下属子公司中，中国医药研究开发有限公司以研发仿制药为主，华润三九、华润双鹤、华润紫竹、江中药业等下属企业也拥有自己的研发机构，各研发平台侧重点各有不同。截至 2023 年 3 月末，公司拥有 5 个获国家认证的工程技术研究中心、3 个获国家认证的企业技术中心，以及近 50 个获省市级认证的研发平台，并设有博士后科研工作站。同期末，公司新产品开发在研项目近 300 个，其中新药项目约 100 个，主要涉及肿瘤和免疫、代谢和内分泌、呼吸系统、血液、心血管、中药经典名方等领域。2022 年，公司研发投入金额持续增长至 22.10 亿元，占医药工业板块收入的比例为 5.69%，研发投入力度持续增加，研发实力较为雄厚。

公司将持续完善医药产业布局，保持业务多元化优势，未来仍将保持一定投资规模。

目前，公司主要在建项目计划总投资额为 55.71 亿元，截至 2023 年 3 月末累计已投入 15.79 亿元，预计尚需投入 39.92 亿元；同时拟建项目尚需投资 11.32 亿元。公司或将继续通过并购重组进行业务扩张，进一步完善医药产业布局，保持业务多元化优势，未来仍将保持一定投资规模。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2023 年 3 月末 累计投资	2023 年 4~12 月 计划投资	2024 年计划 投资
华润博雅生物血液制品智能工厂（一期）建设项目	20.47	1.05	3.19	10.67
华润江中科创城现代中药生产基地一期项目工程	6.16	4.60	1.39	0.17
华润三九（弥勒）三七高质量发展基地一期	1.55	0.02	0.38	0.66
华润三九（郴州）华南区生产制造中心（经开区）建设项目	4.97	3.68	1.18	0.03
华润九新与罗氏集团生物药国际化高端制造合作工程	2.94	2.14	0.34	0.44
华润英特现代中医药产业中心项目	2.57	1.32	1.11	0.15
华润三九云南配方颗粒与中药饮片生产基地建设项目	1.80	1.06	0.09	--
中药配方颗粒提取三期工程	1.99	1.05	0.52	0.18

重庆九隆生产基地建设项目	2.18	0.58	0.57	0.28
枣庄三期扩能和智能制造项目	2.37	0.09	0.97	0.93
华润双鹤研发中心（次渠）建设项目	4.01	0.18	1.32	0.50
双鹤利民新建固体制剂车间技改项目	4.70	0.02	1.58	1.50
合计	55.71	15.79	12.64	15.51

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建项目情况（亿元）

拟建项目	计划总投资	2023 年计划投入	2024 年计划投入	资金来源
华润三九天和绿色现代化贴膏制造中心（一期）	2.88	0.04	0.07	自筹
医药商业湖南区域总部及区域物流中心项目	8.44	0.00	2.02	自筹
合计	11.32	0.04	2.09	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险¹

中诚信国际认为，2022 年以来华润医药控股总资产及权益规模持续增长，财务杠杆水平仍处于较低水平，受益于盈利及获现能力的持续提升，各项偿债指标均持续向好，需关注应收账款对资金占用情况以及商誉减值风险。

受益于下游需求的增加及合并范围的扩大跟踪期内公司总收入规模持续增长，毛利率水平提升，盈利能力持续增强。

2022 年以来，下游需求的增加及合并范围的扩大使得医药工业及医药商业板块收入规模均持续上升，营业总收入规模持续增长。受配方颗粒新国标执行、集采政策持续推行等因素共同影响，2022 年以来医药工业板块毛利率水平有所下降。但同时毛利率较高的医药工业板块收入占比的上升，使得 2022 年以来公司整体毛利率水平较上年同期同比增长。

表 7：公司主要板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2020	2021	2022	2023.1~3
医药工业	286.64	320.98	388.26	123.08
医药商业	1,482.49	1,635.36	1,784.13	477.21
其他	13.83	17.13	15.30	5.20
营业总收入	1,782.96	1,973.46	2,187.69	605.50
毛利率	2020	2021	2022	2023.1~3
医药工业	62.51	60.00	57.37	57.78
医药商业	7.66	6.68	6.76	6.19
营业毛利率	16.83	15.70	16.00	17.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用仍主要由销售费用及管理费用构成，2022 年以来市场推广力度的加大使得销售费用同比增长，加之经营规模的扩大，期间费用合计持续上升，期间费用率亦有所增长。公司利润仍主要来自经营性业务利润，2022 年以来各主要板块盈利能力的提升使得经营性业务利润持续增长。2022 年，公司投资收益同比大幅增加主要系处置了对于桂林紫竹乳胶制品有限公司的股权所致，对利润形成了一定补充。上述因素共同使得，2022 年利润总额同比增长。此外，2022 年公司对参股公司合肥天麦生物科技发展有限公司计提了减值，加之下游客户账期的影响，公司资产减值损失保持了一定规模，对利润造成一定侵蚀。2022 年，公司 EBIT、EBITDA 持续增长，但由于收入及总资产规模的增速较快，EBIT 利润率及总资产收益率同比略有下降。

¹ 2023 年 6 月，公司披露公告称其拟聘任毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）担任公司 2023 年度审计机构。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用合计	217.18	223.30	255.52	65.03
期间费用率(%)	12.18	11.32	11.68	10.74
经营性业务利润	80.54	82.40	89.20	36.27
资产减值损失合计	16.95	11.78	11.24	3.03
投资收益	4.12	1.04	4.52	1.01
利润总额	68.59	72.82	83.00	34.81
净利润	53.10	58.26	65.71	27.81
EBIT	91.52	94.08	104.01	--
EBITDA	108.60	117.75	131.86	--
EBIT 利润率(%)	5.13	4.77	4.75	--
总资产收益率(%)	5.31	5.05	5.04	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司总资产及权益均持续上升，应收账款规模较大且持续增加对资金形成了占用，总债务以持续增长且短期债务占比高，债务结构有待改善，财务杠杆有所上升但仍处于较低水平。

公司资产主要以流动资产为主，2022 年以来随着经营规模的扩大而持续上升。其中，应收账款受收入规模增长影响持续增加，对公司资金形成了一定占用；2023 年一季度，受医药行业特性影响，期末应收账款处于较高水平。公司存货主要为库存商品，2022 年以来为保证商品供应，存货规模持续增长。2022 年，公司现金周转天数持续下降，现金周转速度持续向好。非流动资产方面，2022 年以来随着项目建设、收购，公司固定资产及在建工程持续增长；同时收并购的持续推进形成了较大规模的商誉，且规模持续上涨，需关注商誉减值风险。

公司负债主要由总债务、应付账款及其他应付款构成。随着经营规模的扩大，公司日常经营资金需求持续上升，加之项目建设的资金需求亦持续增加，2022 年以来公司总债务规模持续增长，且短期债务占比保持较高水平。2022 年以来，公司应付账款随着业务开展持续增长；其他应付款主要为关联方往来款、关联方拆借资金及押金、保证金等，随着公司对关联方拆借资金的偿还，其他应付款持续下降。所有者权益方面，公司收并购的持续开展使得少数股东权益保持了较大规模且 2022 年以来持续增长，带动所有者权益合计持续上升。此外，2022 年公司向股东华润医药集团分红 16.00 亿元。受债务规模增长较快影响，2022 年以来财务杠杆水平持续上升，但整体来看仍处于较低水平。

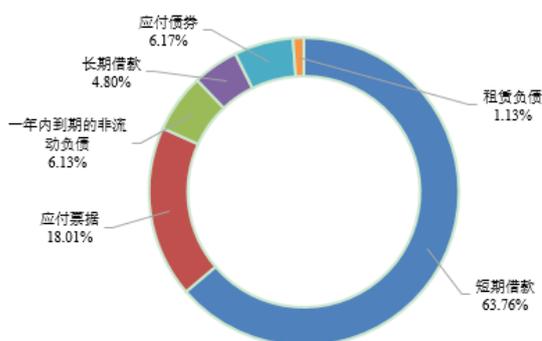
表 9：近年来公司资产、债务及资本实力相关指标（亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	147.72	205.26	214.60	263.84
应收账款	491.23	542.00	597.53	701.13
存货	205.99	241.65	265.13	313.72
现金周转天数	114.40	108.98	105.77	--
固定资产	130.65	144.12	146.25	159.19
在建工程	9.07	10.69	20.08	22.30
商誉	177.35	203.60	204.09	216.12
总资产	1,724.12	2,001.21	2,123.41	2,425.74
应付账款	266.14	311.88	356.96	422.79
其他应付款	330.29	365.49	339.21	274.41
总债务	490.49	582.16	611.07	759.43
短期债务/总债务(%)	90.45	83.50	83.96	87.90
总负债	1,135.12	1,308.93	1,412.12	1,640.88

少数股东权益	304.07	389.06	428.48	487.79
未分配利润	97.69	114.87	119.44	132.30
所有者权益合计	589.00	692.28	711.29	784.86
资产负债率(%)	65.84	65.41	66.50	67.64
总资本化比率(%)	46.74	46.78	46.21	49.18

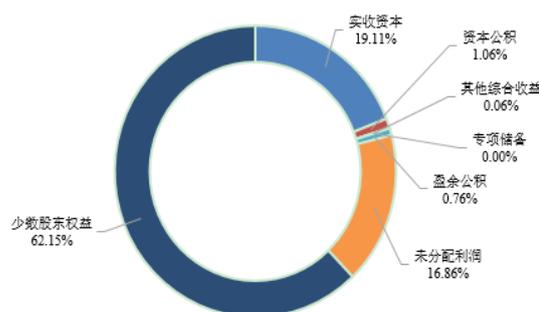
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年以来公司保持了很强的经营获现能力，且经营活动现金净流入规模持续提升，各项偿债指标均持续向好。

公司经营获现能力很强，2022 年经营活动现金净流入规模持续提升；2023 年一季度，受医药流通过行业年末集中结算特性的影响，公司经营活动现金呈净流出态势，且流出规模有所上升。2022 年，投资活动现金净流出规模有所下降，主要系公司收回理财产品投资的规模大幅回升所致；2023 年一季度，公司处置了部分子公司使得投资活动净现金由负转正。2022 年，债务的到期偿还及融资力度的下降使得公司筹资活动现金呈净流出态势；2023 年一季度，筹资活动呈净流入态势。偿债指标方面，2022 年受益于公司整体盈利能力的提升，EBITDA 对于债务本息的覆盖程度及 FFO 对于总债务的覆盖能力均有所提升，整体来看公司偿债指标保持了很好水平，偿债能力很强。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	92.57	106.35	109.51	-61.70
投资活动净现金流	-27.05	-69.46	-7.97	2.98
筹资活动净现金流	-82.57	11.40	-91.71	95.88
EBITDA 利息保障倍数	4.65	5.26	5.85	--
FFO/总债务(%)	15.02	14.37	17.09	--
总债务/EBITDA	4.52	4.94	4.63	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计 61.76 亿元，受限资产占当期末总资产规模的 2.55%，受限资产占比很低；同期末，公司无对外担保及重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020~2023 年 5 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

母公司主要行使管理职能，利润主要来自投资收益，2022 年以来投资收益的上升使得利润总额同比增长；同时，债务规模的波动使得母公司财务杠杆水平呈先降后升态势，财务杠杆处于较好水平；母公司偿债资金来源仍主要为下属子公司分红及贷款利息收入。

母公司主要行使管理职能，未从事实体业务，无营业收入。期间费用以财务费用为主，利润主要来自投资收益，2022 年投资收益大幅提升主要系参股的华润医药投资有限公司（以下简称“华润医药投资”）产品销量增加带动其盈利能力大幅上升及对华润医药投资²进行增资所致，进而使得利润总额、净利润同比大幅增长。母公司其他应收款主要为集团往来款项、应收华润医药投资股利及集团贷款等，2022 年以来随着集团往来款及贷款的回收，其他应收款同比大幅下降，进而使得 2022 年以来母公司总资产规模整体呈下降趋势。跟踪期内，在偿还到期债务及下属子公司业务发展保持一定资金需求的共同影响下，母公司总债务规模呈先降后升态势，其中长期债务占比高，债务结构合理。母公司其他应付款主要为与下属子公司的往来款，2022 年以来呈持续下降态势。母公司偿还了计入其他权益工具的永续债，2022 年末所有者权益规模同比下降，受债务规模的变动影响，2022 年以来母公司总资本化比率先降后升。2022 年，母公司对下属子公司往来款流出的下降使得经营活动现金由净流出转为净流入；同时，对下属子公司投资支出的下降使得投资活动净现金流由负转正，对债务的偿还使得筹资活动现金流呈净流出态势。2023 年一季度，往来款支出的增加使得母公司经营活动现金净流出规模同比增加。偿债能力方面，母公司经营活动净现金流对于总债务的覆盖能力较弱，但投资收益现金流入可为公司债务的偿还提供一定补充作用。

表 11：近年来公司母公司口径主要财务情况（亿元、%）

指标	2020	2021	2022	2023.3
管理费用	1.67	1.53	1.26	0.33
财务费用	-4.40	-2.87	4.16	-0.61
经营性业务利润	2.31	1.07	-5.63	0.28
投资收益	3.72	3.92	24.67	0.72
利润总额	6.01	5.02	19.01	1.00
净利润	5.63	4.73	18.98	1.00
货币资金	4.63	19.93	7.08	7.57
其他应收款	322.97	301.40	234.37	235.32
长期股权投资	73.53	121.96	152.11	152.86
总资产	417.29	446.23	396.22	398.11
短期债务	45.94	32.91	21.44	51.68
总债务	86.15	104.28	88.76	126.19
其他应付款	148.65	183.92	143.49	106.87
总负债	225.21	258.32	236.04	236.92
所有者权益合计	192.08	187.90	160.18	161.18
资产负债率	53.97	57.89	59.57	59.51
总资本化比率	34.70	39.77	35.66	43.91
经营活动净现金流	46.96	-1.34	33.65	-1.06
投资活动净现金流	-10.59	-7.22	30.24	-0.04
其中：取得投资收益收到的现金	8.59	4.31	7.39	0.00
筹资活动净现金流	-34.02	23.85	-76.74	1.58
总债务/EBITDA(X)	9.46	13.75	4.10	--
FFO/总债务(%)	49.78	-4.50	34.23	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

² 2022 年 12 月，公司对华润医药投资以现金增资 30.00 亿元。

假设与预测³

假设

- 2023 年公司医药工业及医药商业板块持续向好发展。
- 2023 年公司在建工程按计划推进。
- 2023 年公司股权支出保持平稳。
- 2023 年公司总债务规模持续上升。

预测

表 12: 预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	46.78	46.21	46.18~46.23
总债务/EBITDA(X)	4.94	4.63	4.28~4.45

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，华润医药控股保持一定资本支出规模并有一定规模的公开债务待接续，但考虑到其较强的获现能力、较为充足的货币资金以及较好的外部融资渠道，未来一年流动性来源对流动性需求覆盖能力较强。

公司经营获现能力很强，合并口径现金及等价物储备尚可，未使用授信充足，对债务覆盖程度高。2023 年 3 月末公司非受限货币资金为 217.98 亿元；截至 2022 年末共获得银行授信总额 2,071.58 亿元，其中尚未使用授信额度为 1,442.42 亿元，备用流动性充足。同时，公司拥有多家下属上市公司，且所持其股权均为非受限，权益融资渠道畅通。此外，公司及子公司华润医药商业债务融资工具发行顺畅，利率与同行业企业相比处于较好水平。综上，公司流动性来源充沛。公司资金流出主要用于日常生产经营和债务的还本付息，保持一定资本支出规模并有一定规模的公开债务待接续，但考虑到公司较强的经营获现能力、较高规模的货币资金及畅通的融资渠道，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

表 13: 截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

指标	1 年以内	1 年以上
合并口径	667.53	91.90
银行融资等	667.53	45.01
公开债务	--	46.89
母公司口径	51.68	74.51
银行融资等	51.68	27.62
公开债务	--	46.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

母公司经营活动现金流入主要为与下属子公司的往来款，母公司口径现金及等价物储备一般，投

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

资现金收益尚可。截至 2023 年 3 月末，公司母公司口径非受限货币资金为 7.57 亿元；公司本部口径授信总额 473.00 亿元，其中尚未使用授信额度 381.20 亿元。考虑到公司母公司很强的外部融资能力，可对债务的偿还形成一定保障，公司短期债务到期压力较为可控。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司重视环境保护、能源减排、安全生产及药品质量管理，关注员工权益并建立了较为完备的法人治理体系，内控机制较为健全，整体 ESG 表现良好，对其持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，作为医药企业，公司面临的环境问题主要是制造能耗、水耗和污染物排放。近年来公司持续加大环保投入，制造能耗持续下降。对于生产过程中产生的工业废水，公司建设有污水处理站，并对水质设置低于排放标准的预警值，一旦达到预警值便第一时间启动应急响应程序；试验动物尸体及生物样本均由实验动物中心按照医疗垃圾进行分类冷冻存储，交由具有专业资质的公司按照医疗废物进行无害化处理；细化不合格药品、废培养基、实验室废液及废包装容器等危险废物处置流程，对不合格药品单独设置储存场所，定期将不合格药品统一交由具有专业资质的处置机构进行集中销毁。安全生产及药品质量方面，近三年公司未发生一般以上事故，未发生因健康安全问题回收药品情况。社会方面，公司注重保障员工权益，加强安全管控，推进健康与安全文化建设，积极投身社会公益，保障员工职业健康。

公司治理方面，2022 年以来公司董事会及高管成员有所变动：公司原董事长兼总经理韩跃伟离任，由白晓松接任；另有两名董事离任，并由董事会进行了重新选任。截至 2023 年 3 月末，公司董事会由 5 人组成。

表 14：2022 年以来公司董事会及高级管理人员变动情况

变更人员类型	变更人员名称	变更类型	时间
董事、董事长	韩跃伟	离任董事、董事长	2022 年 1 月
董事	赵炳祥	离任董事	2022 年 1 月
董事、董事长	白晓松	就任董事、董事长	2022 年 1 月
董事	陶然	就任董事	2022 年 1 月
董事	崔兴品	就任董事	2022 年 12 月
董事	吴峻	离任董事	2022 年 12 月

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

此外，2022 年公司对信息披露管理制度进行了修订，管理制度得以进一步完善。投融资管理方面，公司下属上市公司较多，公司会对其投资进行一定额度的授权，超过授权额度的要上报公司审批，涉及到控制权转移的要上报到国务院国资委进行审批。资金管理方面，因上市公司独立性要求，公司不对下属上市子公司资金进行归集，对下属华润医药商业等非上市子公司资金按照资金管理制度纳入资金池统一调配使用。战略方面，公司未来将通过开展并购重组、业务整合、市场拓展等提升竞争力，并持续推动制药业务发展，优化产品结构和质量，推进产业转型升级，打造成本优势。

外部支持

控股股东华润医药集团经营实力很强，公司所经营医药业务为其核心业务和未来重要发展的战略板块，

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

股东支持能力和支持意愿强。

公司控股股东华润医药集团是中国领先的综合医药公司，是华润(集团)有限公司根据国务院国资委“打造央企医药平台”的要求，在重组央企中国华源集团有限公司、三九集团股份有限公司医药资源的基础上成立，业务范畴覆盖医药及保健产品的生产、分销及零售，并于 2016 年 10 月正式在香港联交所主板挂牌交易。截至 2022 年末，华润医药集团总资产 2,412.86 亿港元，总负债 1,511.04 亿港元，所有者权益 901.82 亿港元，全年实现营业总收入 2,541.06 亿港元，净利润 78.43 亿港元，经营实力很强。公司所经营的医药业务是华润医药集团的核心业务，且是未来战略发展的重要板块，近年来在业务发展、医药行业资源整合和资金等方面得到控股股东的大力支持，控股股东对公司的支持意愿和能力强。截至 2022 年末，华润医药集团对公司借款余额约为人民币 71.70 亿元，用于支持公司日常经营需要。

同行业比较

中诚信国际选取了国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”，01099.HK）和上海医药集团股份有限公司（以下简称“上海医药”，601607.SH）作为华润医药控股的可比公司，上述三家公司为全国药品批发企业主营业务收入排名前三位，且均为央企和国企，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

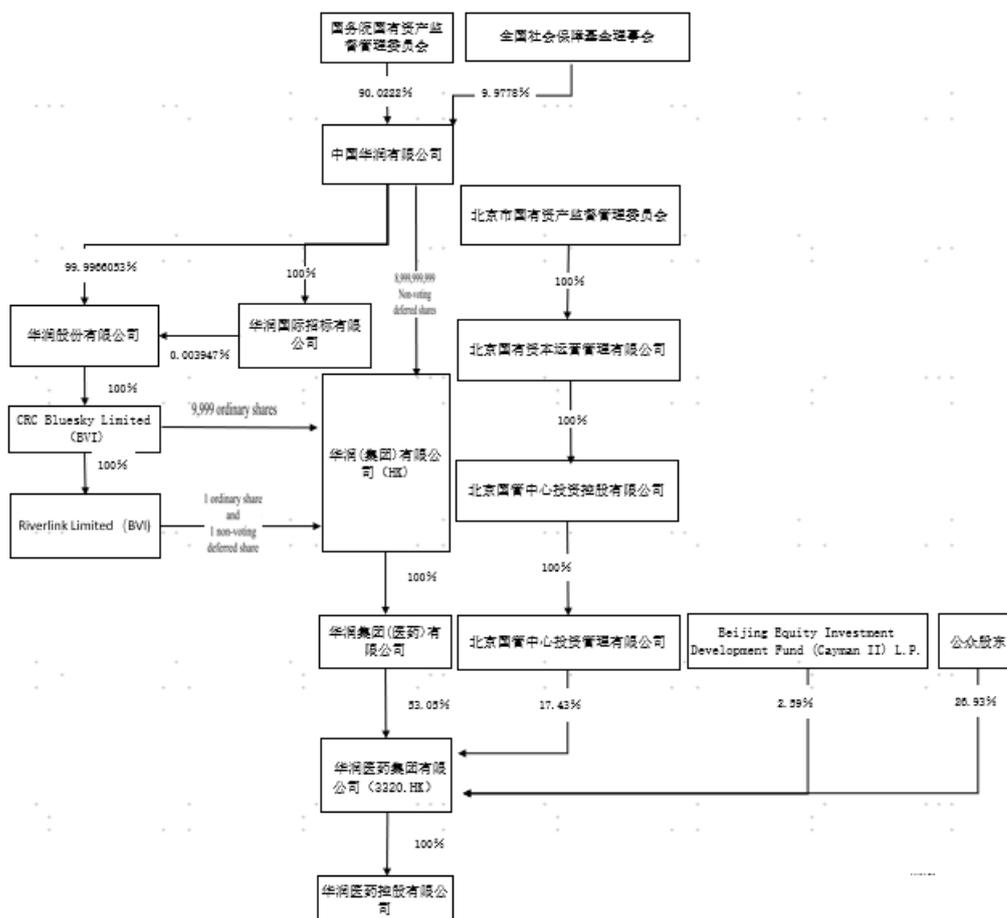
中诚信国际认为，华润医药控股收入及利润规模与国内医药企业第一名国药控股在规模方面仍有一定差距，但作为国内医药流通行业龙头企业，华润医药控股渠道覆盖广度、深度及渠道保障能力均处于行业较优水平，同时在医药工业板块具备较强的中成药及非处方药等优势，整体业务风险较低。财务指标方面，华润医药控股因商业板块下游回款速度相对较慢，其现金周转天数显著高于可比企业；因合并范围内有资产负债率相对较低的医药工业板块，故华润医药控股和上海医药的财务杠杆在可比企业里处于中上等水平。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持华润医药控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 华润医药 MTN001”和“22 润药 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：华润医药控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）

华润医药控股有限公司股权架构图



资料来源：公司提供

附二：华润医药控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	1,477,220.81	2,052,617.92	2,146,023.64	2,638,412.92
应收账款	4,912,267.86	5,419,966.83	5,975,277.27	7,011,322.40
其他应收款	453,120.77	544,668.55	496,302.90	529,907.93
存货	2,059,948.39	2,416,548.17	2,651,265.62	3,137,245.32
长期投资	585,582.98	557,517.40	572,907.22	612,022.56
固定资产	1,306,480.54	1,441,181.24	1,462,521.39	1,591,946.79
在建工程	90,667.60	106,857.20	200,793.00	222,969.51
无形资产	798,864.40	947,034.62	960,858.87	1,066,004.08
资产总计	17,241,205.40	20,012,148.92	21,234,051.35	24,257,443.12
其他应付款	3,302,871.82	3,654,892.77	3,392,071.78	2,744,148.96
短期债务	4,436,566.45	4,861,061.33	5,130,430.30	6,675,265.69
长期债务	468,341.51	960,508.77	980,276.02	918,987.20
总债务	4,904,907.96	5,821,570.10	6,110,706.32	7,594,252.90
净债务	3,774,014.10	4,146,758.48	4,413,231.33	5,414,467.04
负债合计	11,351,208.72	13,089,300.09	14,121,192.58	16,408,817.00
所有者权益合计	5,889,996.68	6,922,848.83	7,112,858.77	7,848,626.12
利息支出	233,712.90	223,869.18	225,504.30	--
营业总收入	17,829,645.63	19,734,649.01	21,876,861.19	6,054,992.94
经营性业务利润	805,399.10	823,991.87	892,011.39	362,675.39
投资收益	41,213.39	10,445.86	45,233.02	10,051.60
净利润	531,005.16	582,565.90	657,086.19	278,082.21
EBIT	915,204.32	940,785.62	1,040,085.02	--
EBITDA	1,085,972.08	1,177,484.10	1,318,592.05	--
经营活动产生的现金流量净额	925,655.20	1,063,549.31	1,095,122.54	-617,026.31
投资活动产生的现金流量净额	-270,503.80	-694,571.10	-79,702.80	29,847.27
筹资活动产生的现金流量净额	-825,701.54	114,013.40	-917,095.02	958,781.20
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	16.83	15.70	16.00	17.01
期间费用率(%)	12.18	11.32	11.68	10.74
EBIT 利润率(%)	5.13	4.77	4.75	--
总资产收益率(%)	5.31	5.05	5.04	--
流动比率(X)	1.15	1.20	1.18	1.18
速动比率(X)	0.96	1.00	0.98	0.98
存货周转率(X)	7.20	7.43	7.25	6.94*
应收账款周转率(X)	2.79	2.96	2.98	2.85*
资产负债率(%)	65.84	65.41	66.50	67.64
总资本化比率(%)	46.74	46.78	46.21	49.18
短期债务/总债务(%)	90.45	83.50	83.96	87.90
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务(X)	0.14	0.15	0.17	-0.32*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务(X)	0.15	0.18	0.20	-0.37*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数(X)	3.96	4.75	4.86	--
总债务/EBITDA(X)	4.52	4.94	4.63	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.24	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.65	5.26	5.85	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.92	4.20	4.61	--
FFO/总债务(%)	15.02	14.37	17.09	--

注：2023 年一季度财务报表未经审计；中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、其他权益工具中的带息债务；加“*”指标经年化处理；由于缺少数据，2023 年一季度部分指标无法计算。

附三：华润医药控股有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	46,317.43	199,322.61	70,790.99	75,687.48
应收账款	--	--	--	--
其他应收款	3,229,687.37	3,014,005.00	2,343,722.16	2,353,226.46
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	735,285.91	1,219,577.24	1,521,672.96	1,528,624.27
固定资产	343.20	282.87	325.28	312.03
在建工程	--	--	--	--
无形资产	55.76	31.37	8.05	4.60
资产总计	4,172,873.35	4,462,295.63	3,962,199.61	3,981,081.24
其他应付款	1,486,512.81	1,839,232.91	1,434,865.59	1,068,677.74
短期债务	459,431.92	329,080.26	214,398.36	516,817.76
长期债务	402,097.75	713,757.27	673,211.17	745,123.73
总债务	861,529.67	1,042,837.53	887,609.53	1,261,941.49
净债务	815,212.24	843,514.92	816,818.54	1,186,254.01
负债合计	2,252,058.25	2,583,248.96	2,360,387.91	2,369,238.41
所有者权益合计	1,920,815.09	1,879,046.68	1,601,811.70	1,611,842.83
利息支出	34,577.48	38,822.05	37,836.36	--
营业总收入	--	--	--	--
经营性业务利润	23,072.61	10,705.12	-56,255.44	2,827.93
投资收益	37,177.56	39,179.90	246,693.72	7,185.31
净利润	56,334.88	47,287.11	189,840.83	10,031.13
EBIT	91,037.65	75,835.35	216,443.63	--
EBITDA	91,037.65	75,835.35	216,443.63	--
经营活动产生的现金流量净额	469,594.20	-13,420.03	336,486.40	-10,565.73
投资活动产生的现金流量净额	-105,947.27	-72,165.18	302,443.47	-366.00
筹资活动产生的现金流量净额	-340,238.29	238,486.08	-767,357.20	15,828.14
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	--	--	--	--
期间费用率(%)	--	--	--	--
EBIT 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	2.18	1.76	5.14	--
流动比率(X)	1.76	1.64	1.47	1.51
速动比率(X)	1.76	1.64	1.47	1.51
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	53.97	57.89	59.57	59.51
总资本化比率(%)	34.70	39.77	35.66	43.91
短期债务/总债务(%)	53.33	31.56	24.15	40.95
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	0.50	-0.05	0.34	-0.03*
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.93	-0.14	1.42	-0.08*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	13.58	-0.35	8.89	--
总债务/EBITDA(X)	9.46	13.75	4.10	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.23	1.01	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.63	1.95	5.72	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.63	1.95	5.72	--
FFO/总债务(%)	49.78	-4.50	34.23	--

注：2023 年一季度财务报表未经审计；中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、其他权益工具中的带息债务；加“*”指标经年化处理；由于缺少数据，2023 年一季度部分指标无法计算。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	现金周转天数	营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》证监会公告[2008]43号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn