



华润医药商业集团有限公司

2024 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[2024]跟踪 0815 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果	华润医药商业集团有限公司	AAA/稳定
--------------	--------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“22 润药 Y1”、“22 润药 Y3”	AAA
-------------	-----------------------	-----

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。	
--------	--	--

评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于华润医药商业集团有限公司（以下简称“华润医药商业”或“公司”）外部发展环境良好、行业龙头地位稳固、股东实力强且对公司支持力度大、收入规模不断扩张及经营获现能力增强等方面的优势。同时中诚信国际也关注到医药流通行业市场竞争日趋激烈、药品降价令盈利空间承压、公司财务杠杆处于较高水平、短期债务占比较高、应收账款和存货对资金形成一定占用及商誉减值风险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，华润医药商业集团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、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	
■	外部发展环境良好
■	2023年保持医药批发业企业主营业务收入前三名，行业龙头地位稳固
■	公司系华润医药集团有限公司（以下简称“华润医药集团”）医药商业业务板块的发展平台，股东实力强，对公司支持力度大
■	收入规模不断扩张，经营获现能力增强
关注	
■	医药流通行业市场竞争日趋激烈，药品降价令盈利空间承压
■	财务杠杆处于较高水平，短期债务占比较高
■	应收账款和存货规模较大，对营运资金形成一定占用
■	商誉减值风险

项目负责人：刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn

项目组成员：陈光远 gychen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

华润医药商业（合并口径）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	1,178.00	1,291.67	1,460.72
所有者权益合计（亿元）	234.37	267.75	325.21
总负债（亿元）	943.63	1,023.92	1,135.51
总债务（亿元）	522.65	559.21	637.83
营业总收入（亿元）	1,674.20	1,836.10	2,024.81
净利润（亿元）	15.13	18.27	19.68
EBIT（亿元）	42.20	45.21	44.40
EBITDA（亿元）	51.12	54.58	54.43
经营活动净现金流（亿元）	38.53	32.79	66.57
营业毛利率(%)	6.88	6.91	6.47
总资产收益率(%)	--	3.66	3.23
资产负债率(%)	80.10	79.27	77.74
总资本化比率(%)	69.04	70.17	68.36
总债务/EBITDA(X)	10.22	10.25	11.72
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.43	2.75	3.33
FFO/总债务(X)	0.07	0.06	0.04

注：1、中诚信国际根据华润医药商业提供的其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 2021 年度、2022 年度审计报告、经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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、长期应付款中的带息债务以及计入其他权益工具中的永续债。

同行业比较（2023 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	5,965.70	149.91	67.02	3,832.39	68.55
上海医药	2,602.95	51.67	79.65	2,119.73	62.11
华润医药商业	2,024.81	19.68	110.18	1,460.72	77.74

中诚信国际认为，作为国内医药流通行业龙头企业，华润医药商业渠道覆盖深度、广度及渠道保障能力处于医药流通行业内较优水平，整体业务风险较低；华润医药商业收入及利润规模与可比企业相比较小，由于合并范围内无财务杠杆水平较低的医药制造企业且主要展业区域下游回款速度较慢，华润医药商业的现金周转天数明显高于可比企业，资产负债率亦处于较高水平。

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。

本次跟踪情况

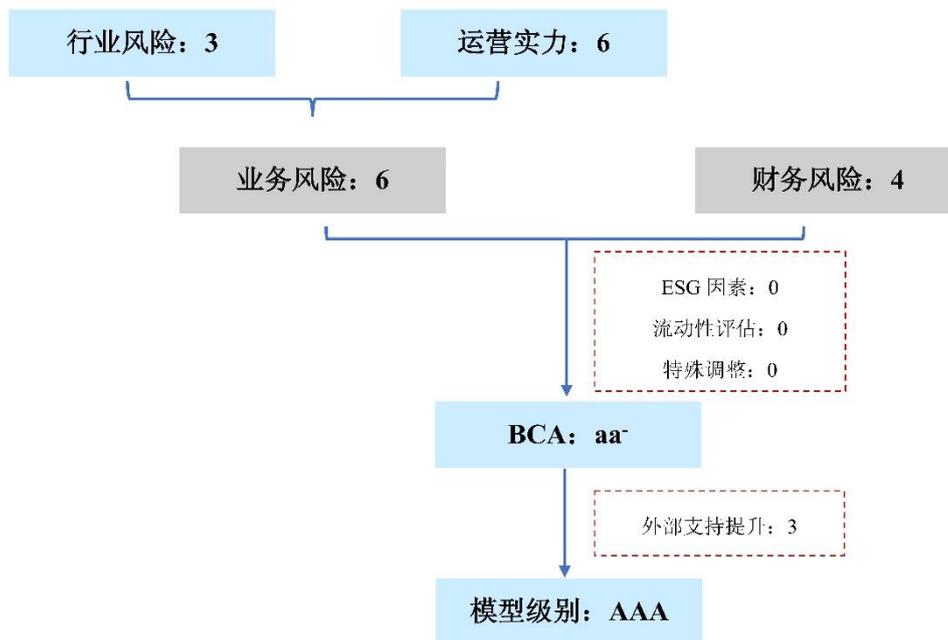
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 润药 Y1	AAA	AAA	2023/6/26 至本 报告出具日	15/15	2022/12/23~2024/12/23 (2+N)	发行人续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率选择权、赎回选择权
22 润药 Y3	AAA	AAA	2023/6/26 至本 报告出具日	15/15	2022/12/29~2024/12/29 (2+N)	发行人续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率选择权、赎回选择权

注：债券余额为截至 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
华润医药商业	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/04/08 至本报告出具日

● 评级模型

华润医药商业集团有限公司评级模型打分(C100200_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司间接控股股东华润医药集团综合竞争力和经营实力很强，在协调政府和金融机构等方面具有很强的优势；公司作为其旗下重要的经营主体，能在资源协调及各业务板块协同运作等方面获得有力支持，跟踪期内外部支持无变化。

方法论: 中诚信国际医药流通行业评级方法与模型 C100200_2024_04

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023 年中国经济实现恢复性增长但复苏力度较为温和，在多项有利因素支撑下，2024 年中国经济有望延续向好，但经济运行仍将面临多重压力，“进”与“立”的政策措施仍需加快落实。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10948?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，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，行业集中度持续提升，整体呈现转型升级、高质量发展态势。

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。2022 年随着人口老龄化和医疗消费升级的推动，药品流通市场需求和活力进一步扩大，全国药品流通市场销售规模稳中有升。据商务部药品流通行业管理系统数据显示，2022 年全国七大类医药商品销售总额 27,516 亿元（含税），扣除不可比因素同比增长 6.0%；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%；药品批发市场销售额为 21,526 亿元，扣除不可比因素同比增长 5.4%。医药批发企业集中度有所提高。2022 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 75.2%，同比提高 0.7 个百分点，占同期全国药品批发市场总规模的 96.1%。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 45.5%，同比提高 1.3 个百分点；前 10 位占 57.0%，同比提高 0.2 个百分点¹。医药流通行业专业化服务水平不断提升，企业积极拓展医疗器械、第三方医药物流等业务，推动多业态协同联动，强化业务一体化管理。未来药品批发企业持续完善城乡供应网络，增强综合服务能力，加快“渠道下沉、城乡联动”一体化发展，提升药品供应“最后一公里”服务能力。

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

表 1：2023 年医药批发企业主营业务收入前 10 强

位序	2023 年度
1	中国医药集团有限公司
2	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
4	九州通医药集团有限公司
5	重药控股股份有限公司
6	南京医药股份有限公司
7	广州医药股份有限公司
8	华东医药股份有限公司
9	中国医药健康产业股份有限公司
10	深圳市海王生物工程股份有限公司

注：华润医药商业集团有限公司以下简称“华润医药商业。”

资料来源：中诚信国际整理

零售企业亦保持较好的发展态势，截至 2022 年末连锁化率提升至 57.8%，行业集中度持续提高。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

¹ 数据来源于 2023 年 11 月商务部发布的《2022 年药品流通行业统计分析报告》。

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。

中诚信国际认为，跟踪期内，华润医药商业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、深度及渠道保障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，同时零售业务及第三方物流业务的发展进一步丰富了公司的经营业态，未来物流体系建设仍将保持一定资本支出力度，需关注医药流通行业市场竞争风险。

跟踪期内，公司引入战略投资者，资本实力进一步增强，主要管理人员存在内部人事调整，战略方向明确且具有可持续性。

跟踪期内，随着原股东与新引入的 7 名战略投资者²共同对公司增资事项的完成，截至 2024 年 3 月末，公司注册资本升至 196.47 亿元，北京医药集团有限责任公司（以下简称“北京医药集团”）持有公司 71.05% 的股份，仍是公司的控股股东，公司的实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

2023 年，公司董事、监事、高级管理人员的离任（含变更）人数为 6 人，包括董事长、总经理、首席财务官、副总经理的辞任和聘任事项，系公司内部正常人事调整，公司仍保持稳定的治理架构，上述人员变动对公司正常生产经营无重大影响。

战略方面，未来公司以“互联网+医疗”多元化创新模式为抓手，提升产品获取能力和终端服务能力，扩增市场份额；在医疗器械领域建立重点细分行业的地位和营销能力，深化全产业链布局；强化大零售业务体系建设，并形成全国物流一体化、标准化体系。

跟踪期内，公司医疗纯销及医药分销主业突出，分销网络持续扩张，经销品种基本覆盖全部治疗领域，销售渠道覆盖广度与深度处于行业内较高水平，渠道保障能力很强，医药流通行业地位稳固。

公司医疗纯销及医药分销主业突出，二者合计占营业总收入的比重保持在 95% 以上且逐年增长。公司已连续多年位列医药批发业企业主营业务收入前三名，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，公司通过内生增长与外延并购共同推进主营业务规模扩张³，与国内外近万家医药生产企业保持长期稳定的合作关系，建有以北京为中心覆盖全国 31 个省市的营销网络，主要服务于全国各级医疗机构、医药商业批发企业和零售药店，医药分销网络已覆盖至全国 28 个省、直辖市及自治区，客户数量约 23 万家，销售渠道覆盖广度处于行业内较高水平。

² 本次增资事项的总代价为 62.6 亿元，其中 7 名战略投资者总计增资 39.04 亿元（代价为 52.6 亿元），建信金融资产投资有限公司增资 7.42 亿元，农银金融资产投资有限公司增资 7.42 亿元，工银金融资产投资有限公司增资 7.42 亿元，交银金融资产投资有限公司增资 7.42 亿元，中银金融资产投资有限公司增资 6.75 亿元，北京国瑞中鑫股权投资基金(有限合伙)增资 1.11 亿元，北京人保健康养老产业投资基金(有限合伙)增资 1.48 亿元。同时，原股东增资事项的总代价为 10.00 亿元，其中北京医药集团增资 6.58 亿元，华润医药投资有限公司（以下简称“华润医药投资”）增资 0.84 亿元。

³ 2023 年 3 月，华润医药商业以 1.13 亿元对价收购安徽立方药业有限公司 51.00% 股权，该收购事项有利于公司布局安徽省综合型院外业务平台业务；2023 年 6 月，华润医药商业以 8.85 亿元对价收购四川科伦医药贸易集团有限公司 51.00% 股权，该收购事项有利于增强公司西南地区营销网络覆盖；2023 年 9 月，华润医药商业以 3.65 亿元对价收购广东复大医药有限公司 75.00% 股权，该内部整合事项有利于华润医药商业在血液制品流通领域的渠道布局。

跟踪期内，公司与众多知名药企保持良好的合作关系，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，但需持续关注医药流通行业市场竞争风险。

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 2023 年末，公司上游供应商近 2.2 万家，经营品规近 25 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，2023 年引进新上市创新药 49 个，在第八批集采中区域平均产品获取率达 62%，引进深度营销品规超过 70 个。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 2023 年末，已建立 40 家独立医疗器械公司，继续深化发展骨科、介入、IVD 诊断试剂等重点发展领域，当年医疗器械分销收入同比增长 7%至约 323 亿元。

下游客户覆盖方面，跟踪期内，公司落实区域发展战略，加快外延发展，进一步拓展网络布局，提升终端覆盖和市场份额。截至 2023 年末，公司医药分销网络已覆盖二、三级医院 10,667 家，等级医疗业务市场覆盖率约为 59%，基层医疗机构客户超过 10 万家，基层医疗业务市场覆盖率约为 38%，同时拥有零售药店及其他客户近 13 万家。整体来看，2023 年以来，公司销售渠道覆盖深度及渠道保障能力进一步提升，在医药流通领域具有很强的市场竞争力，但在近年来大型医药流通企业亦持续加大市场营销网点布局及渠道下沉力度下，未来仍需持续关注医药流通行业市场竞争风险。

零售业务及第三方物流业务进一步丰富了经营业态，但目前零售业务收入规模及对利润贡献程度仍较小；公司持续完善物流体系建设，仍将保持一定资本支出力度。

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 2023 年末，公司已在 24 个省市的 105 个地县拥有各类门店数达 790 家，其中专业药房 272 家，社会药房 518 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 153 家双通道门店，其中 263 家为院边店（距离医院不超过 2 公里），27 家为院内店。

此外，跟踪期内公司持续推进专业化物流体系建设，加强标准化运营管控，协同整合仓储资源，持续提升物流能力和效率，截至 2023 年末，公司的全国物流配送中心面积约为 121.7 万平方米，拥有物流配送中心超过 200 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专业化医药商品物流配送、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。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，有利于公司产业链条的延伸，但零售业务收入规模及其对利润贡献程度仍较小。截至 2023 年末，公司在建及拟建项目主要为沈阳、南通、长沙等地物流项目，计划总投资 33.24 亿元，尚需投资 32.06 亿元，未来仍将保持一定资本支出力度，需关注资金匹配情况。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内华润医药商业收入规模持续增长，盈利指标保持在良好水平；资产规模稳步扩张，战略投资者的引入使资本实力进一步增强，但债务规模持续增长且财务杠杆处于较高水平；经营获现能力增强，较好的外部融资能力及较大的股东支持力度为债务付息提供保障，短期偿债压力整体可控。

盈利能力

2023 年，受益于分销网络持续扩张，渠道布局的不断下沉以及合并范围的扩大，公司营业总收入规模同比增长；同期，受国家及地方集采常态化推进等政策因素影响，营业毛利率有所承压。受益于稳定的收入增速及较好的期间费用控制能力，期间费用率同比下降，经营性业务利润保持稳定；同年，受益于公司加强对下游客户应收账款管理，较长账龄的应收账款规模增幅较小，信用减值损失规模实现压降，综合以上因素，2023 年公司利润总额同比增加，盈利指标仍保持在良好水平。

资产质量

跟踪期内，随着主营业务规模扩大及合并范围的增加，公司以应收账款、应收款项融资和存货为主的总资产规模持续扩张，结构上仍以流动资产为主。具体来看，收入增长导致应收账款及应收款项融资亦持续增加，截至 2023 年末，账龄在 1 年以内的应收账款余额占比 89.18%，下游欠款方以公立医院为主，客户信用状况较好，发生坏账风险较小⁴；以库存商品和发出商品为主的存货规模亦有所增加，2023 年公司应收账款及存货周转速度均有所下降，现金周转天数进一步上升，对营运资金形成较大占用，需关注款项回收及存货去化进展。此外，受益于 2023 年 12 月增资款项到账，年末公司货币资金增幅较大，受限比例约为 57.54%，均为银行承兑汇票保证金，受限比例偏高。公司商誉随着外延并购开展仍保持较大规模，需关注新收购子公司的经营情况及商誉减值风险。公司负债主要由有息债务、应付账款及其他应付款构成。随着新收购企业负债并表及公司自身经营规模扩张的营运资金需求持续增加，2023 年公司总负债及总债务规模持续增长，短期债务占比保持较高水平。所有者权益方面，战略投资者的引入充实了公司资本实力，加之良好的利润积累和收并购的持续推进，所有者权益规模持续扩大，财务杠杆水平小幅下降，但仍处于较高水平。

现金流及偿债情况

2023 年，受益于业务规模增长等因素，公司经营活动净现金流同比大幅增加，经营获现能力增强；同期，公司继续推进物流中心和仓储项目建设，投资活动现金流仍呈净流出态势；公司仍保持一定对外融资力度，但债务集中到期及偿还关联方借款等令因素筹资活动现金流持续为负。偿债指标方面，2023 年受益于公司利润总额提升及综合融资成本下降，EBITDA 对利息的保障程度进一步增强，但债务融资增幅较大使得 EBITDA 对总债务的保障能力小幅弱化，FFO 及货币等价物对债务本息保障能力较为有限，但公司外部融资能力及债务接续能力较强，截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得授信 1,800.06 亿元，其中尚未使用额度为 1,434.68 亿元，备用流动

⁴ 2021~2023 年，公司分别计提应收账款坏账损失 3.45 亿元、4.89 亿元和 2.42 亿元。

性充足。资金归集方面，华润商业集团为华润医药集团设置的二级资金管理中心，对下属子公司的资金采用定时归集、定时下拨方式进行集中管理；股东方对公司无资金归集要求。

表 2：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023
营业总收入	1,674.20	1,836.10	2,024.81
营业毛利率	6.88	6.91	6.47
期间费用率	4.94	4.79	4.55
经营性业务利润	28.92	34.81	34.75
信用减值损失	4.37	5.85	2.19
利润总额	21.57	25.46	28.20
EBIT 利润率	2.52	2.46	2.19
货币资金	63.15	62.85	92.51
应收账款	490.14	542.23	597.14
应收款项融资	185.32	197.40	235.76
存货	170.68	195.94	229.63
商誉	98.44	98.95	98.71
总资产	1,178.00	1,291.67	1,460.72
应付账款	288.01	332.72	360.72
其他应付款	182.12	160.20	134.99
短期债务/总债务	95.68	89.91	87.97
总债务	522.65	559.21	637.83
总负债	943.63	1,023.92	1,135.51
所有者权益合计	234.37	267.75	325.21
资产负债率	80.10	79.27	77.74
总资本化比率	69.04	70.17	68.36
经营活动净现金流	38.53	32.79	66.57
投资活动净现金流	-4.56	-7.44	-6.57
筹资活动净现金流	-23.32	-35.03	-39.38
FFO/总债务	0.07	0.06	0.04
总债务/EBITDA	10.22	10.25	11.72
EBITDA 利息保障倍数	2.43	2.75	3.33
货币等价物/短期债务	0.07	0.06	0.08
现金周转天数（天）	--	107.64	110.18

注：其他应付款主要为保理业务应付保证金、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，2023 年以来其他应付款持续下降，截至 2023 年末集团外借款余额为 2.21 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计 68.78 亿元，受限资产占当期末总资产规模的 4.71%，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，2021~2024 年 4 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。

假设与预测⁵

⁵ 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。

假设

——2024 年，随着销售区域拓展及渠道下沉，华润医药商业营业收入保持增长，带量采购等政策常态化推进下，盈利指标趋于稳定。

——2024 年，华润医药商业持续收并购及旺盛的营运资金需求令总债务规模增加。

——2024 年，随着增资款陆续到位，华润医药商业资本实力进一步增强，财务杠杆实现压降。

预测

表 3：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	70.17	68.36	63.71~67.73
总债务/EBITDA(X)	10.25	11.72	11.86~12.84

资料来源：中诚信国际整理

调整项

ESG⁶表现方面，华润医药商业注重可持续发展和安全管理，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较完善，内控制度健全，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力良好，未使用授信额度较充足，财务弹性较好，此外，公司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，资金流出主要用于日常生产经营和债务的还本付息，整体资本支出压力不大，整体债务接续能力良好，未来一年流动性来源可对流动性需求形成较好覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

间接控股股东华润医药集团经营实力很强，公司所经营医药商业业务为其收入的主要来源和未来战略发展的重要板块，股东支持力度和支持意愿强。

公司为控股股东北京医药集团的主要经营主体及收入和利润的主要来源，北京医药集团和公司第二大股东华润医药投资均为华润医药集团全资子公司，近年来曾多次对公司进行增资，资金主要来源于华润医药集团，因此公司实际支持方为间接控股股东华润医药集团。华润医药集团是华润集团旗下医药板块经营主体，中国领先的综合医药公司，是华润集团根据国务院国资委“打造央企医药平台”的要求，在重组央企华源集团、三九集团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 2023 年末，华润医药集团总资产 2,467.70 亿元，总负债 1,537.95 亿元，所有者权益 929.75 亿元，全年实现营业总收入 2,449.10 亿元，净利润 38.54 亿元，经营实力很强。公司作为华润医药集团下医药商业业务板块的发展平台，是医药板块收入的主要来源，也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股东的大力支持，股东支持意愿和力度大。

⁶ 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。

跟踪债券信用分析

“22 润药 Y1”募集资金 15.00 亿元，截至本评级报告出具日，募集资金全部用于偿还公司到期债务，已按用途使用完毕；该债券设置续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率选择权、赎回选择权条款，跟踪期内尚未进入续期选择期限，亦未进行票面利率调整，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

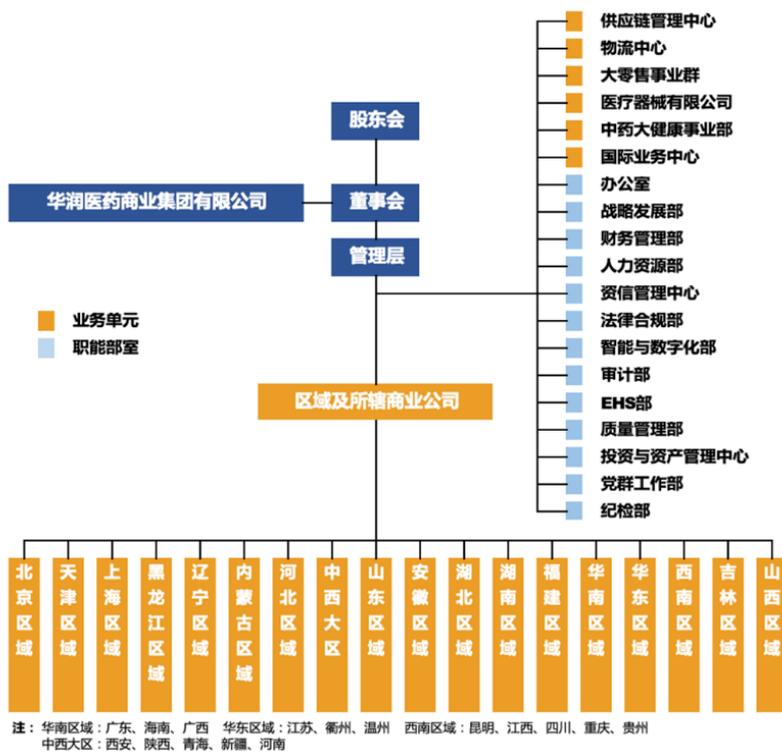
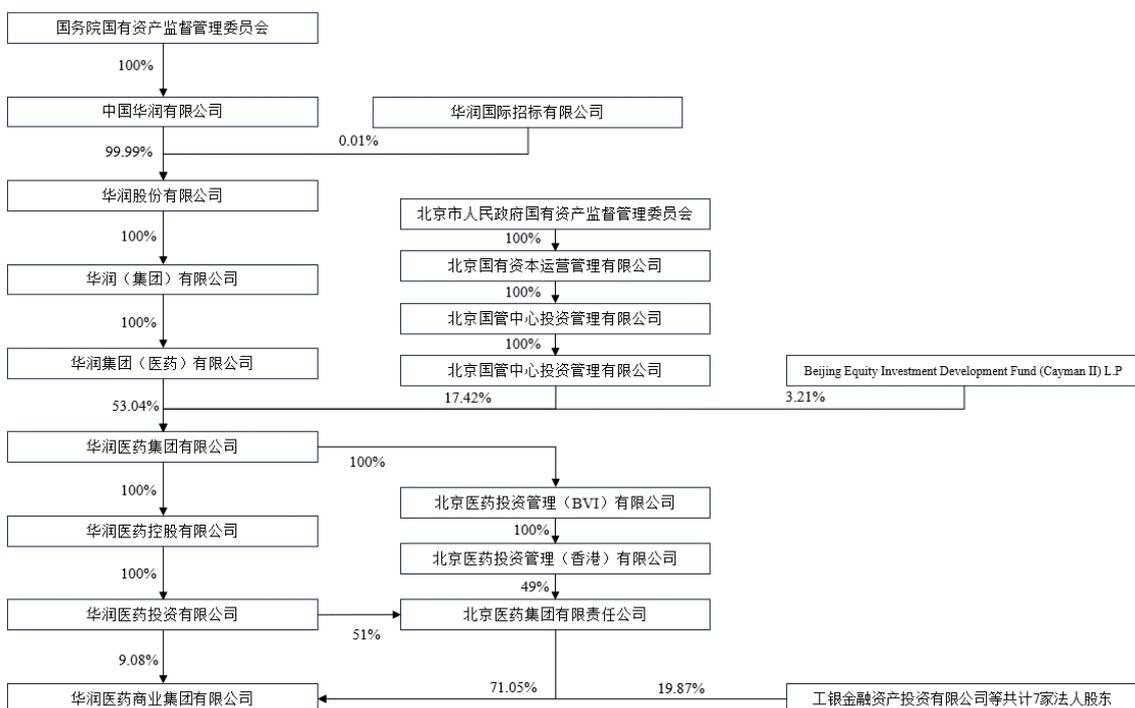
“22 润药 Y3”募集资金 15.00 亿元，截至本评级报告出具日，募集资金全部用于偿还公司到期债务，已按用途使用完毕；该债券设置续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率选择权、赎回选择权条款，跟踪期内尚未进入续期选择期限，亦未进行票面利率调整，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

以上跟踪债项均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面仍保持行业头部企业地位，多元化板块有助于分散风险，跟踪期内公司流动性良好，再融资渠道通畅，债券接续压力不大，信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不大，目前跟踪债券信用风险极低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持华润医药商业集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 润药 Y1”和“22 润药 Y3”的信用等级为 **AAA**。

附一：华润医药商业集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：华润医药商业集团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）	2021	2022	2023
货币资金	631,485.30	628,539.07	925,135.50
应收账款	4,901,449.26	5,422,268.17	5,971,352.04
其他应收款	314,676.45	388,544.58	509,172.46
存货	1,706,834.71	1,959,378.94	2,296,284.49
长期投资	144,071.97	165,417.73	176,620.35
固定资产	317,304.75	320,976.45	383,179.10
在建工程	14,509.12	7,706.30	17,980.30
无形资产	188,297.31	178,252.97	176,769.82
总资产	11,780,021.82	12,916,720.68	14,607,192.07
其他应付款	1,821,168.23	1,601,988.10	1,349,860.18
短期债务	5,000,668.64	5,027,660.54	5,610,884.61
长期债务	225,787.13	564,450.56	767,453.06
总债务	5,226,455.77	5,592,111.10	6,378,337.67
净债务	4,944,412.37	5,405,478.10	5,985,465.36
总负债	9,436,349.79	10,239,174.72	11,355,138.96
所有者权益合计	2,343,672.03	2,677,545.96	3,252,053.11
利息支出	210,576.77	198,471.56	163,587.27
营业总收入	16,742,029.62	18,360,992.86	20,248,095.40
经营性业务利润	289,232.28	348,076.90	347,499.07
投资收益	-32,857.31	-31,709.73	-27,345.44
净利润	151,307.24	182,735.46	196,763.80
EBIT	422,040.06	452,134.51	443,991.56
EBITDA	511,171.44	545,811.18	544,283.22
经营活动产生现金净流量	385,337.11	327,879.54	665,705.16
投资活动产生现金净流量	-45,584.91	-74,420.49	-65,690.51
筹资活动产生现金净流量	-233,182.94	-350,281.24	-393,775.35

财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率(%)	6.88	6.91	6.47
期间费用率(%)	4.94	4.79	4.55
EBIT 利润率(%)	2.52	2.46	2.19
总资产收益率(%)	--	3.66	3.23
流动比率(X)	1.08	1.11	1.17
速动比率(X)	0.89	0.91	0.95
存货周转率(X)	--	9.32	8.90
应收账款周转率(X)	--	2.70	2.68
资产负债率(%)	80.10	79.27	77.74
总资本化比率(%)	69.04	70.17	68.36
短期债务/总债务(%)	95.68	89.91	87.97
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.05	0.03	0.07
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.05	0.03	0.08
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	1.83	1.65	4.07
总债务/EBITDA(X)	10.22	10.25	11.72
EBITDA/短期债务(X)	0.10	0.11	0.10
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.43	2.75	3.33
EBIT 利息保障倍数(X)	2.00	2.28	2.71
FFO/总债务(X)	0.07	0.06	0.04

注：中诚信国际分析时将公司计入其他应付款科目的股东借款和集团外借款调整至短期债务，将一年内到期的非流动负债科目中不带息部分调整出短期债务，将长期应付款科目中的融资租赁款调整至长期债务，将其他权益工具中的永续债调整至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
总资产化比率	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
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
现金周转天数	(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)
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
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)
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。

附四：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