



南京医药股份有限公司

2025 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[2025]跟踪 0283 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

2025 年 5 月 29 日

本次跟踪发行人及评级结果	南京医药股份有限公司	AA ⁺ /稳定
本次跟踪债项及评级结果	“南药转债”	AA ⁺
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，主要基于南京医药股份有限公司（以下简称“南京医药”或“公司”）在医药流通领域稳固的区域龙头地位、规模优势明显、市场覆盖能力不断提高，收入规模呈增长态势、盈利能力保持在较好水平，较强的股东支持、良好的外部环境也为公司未来发展提供了有力保障等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司主营业务持续扩张给公司内部管理与业务协同提出更高要求、医药流通过行业竞争风险及零售板块运营管理提升进展、应收账款和存货对资金形成较大占用，债务规模继续扩张、财务杠杆处于较高水平以及面临一定短期偿债压力等因素对其经营及整体信用状况的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，南京医药股份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：公司资本实力显著增强，盈利和获现水平大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升等。 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
- 医药流通行业苏皖闽鄂区域龙头地位稳固，规模优势明显，区域覆盖广度、深度及渠道保障能力持续提升
- 营业收入规模呈增长态势，盈利能力保持在较好水平
- 股东支持力度较强

关 注

- 主营业务持续扩张给公司内部管理与业务协同提出更高要求
- 医药流通过行业竞争风险及零售板块运营管理提升进展
- 应收账款与存货规模较大，对日常营运资金形成较大占用
- 债务规模继续扩张，财务杠杆水平较高，面临一定短期偿债压力

项目负责人：袁悦颖 yyyuan@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

南京医药（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
总资产（亿元）	316.51	284.10	306.74	334.79
所有者权益合计（亿元）	66.95	72.55	77.88	80.07
总负债（亿元）	249.56	211.55	228.86	254.73
总债务（亿元）	122.14	115.81	125.35	145.25
营业总收入（亿元）	502.22	535.90	536.96	142.47
净利润（亿元）	7.16	7.13	7.43	2.16
EBIT（亿元）	12.43	13.84	13.45	--
EBITDA（亿元）	15.20	16.72	16.31	--
经营活动净现金流（亿元）	-6.82	19.06	21.36	-36.00
营业毛利率(%)	6.49	6.18	6.28	5.96
总资产收益率(%)	4.32	4.61	4.55	--
EBIT 利润率(%)	2.48	2.58	2.50	--
资产负债率(%)	78.85	74.46	74.61	76.09
总资本化比率(%)	64.59	61.48	61.68	64.46
总债务/EBITDA(X)	8.04	6.92	7.69	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.57	4.42	5.00	--
FFO/总债务(X)	0.09	0.08	0.09	--

注：1、中诚信国际根据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 2022~2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季报整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 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，“-”表示数据为 0，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、其他流动负债中的带息债务。

同行业比较（2024 年数据）

公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	营业毛利率(%)	净利润（亿元）
九州通	1,023.96	67.19	1,518.10	7.80	27.86
重庆医药	629.45	76.02	770.48	7.19	3.94
广州医药	338.72	78.22	546.05	6.03	5.88
南京医药	306.74	74.61	536.96	6.28	7.43

中诚信国际认为，与可比企业相比南京医药收入规模处于偏低水平，但盈利能力较好，且其在苏皖闽鄂区域市场渠道覆盖深度、广度及保障能力较为突出，整体业务风险较低，同时南京医药和九州通均为上市公司，股权融资渠道较为畅通，与可比企业相比财务杠杆处于中等水平，资本结构尚可。

注：“九州通”为“九州通医药集团股份有限公司”简称，“重庆医药”为“重庆医药（集团）股份有限公司”简称；“广州医药”为“广州医药股份有限公司”简称。

本次跟踪情况

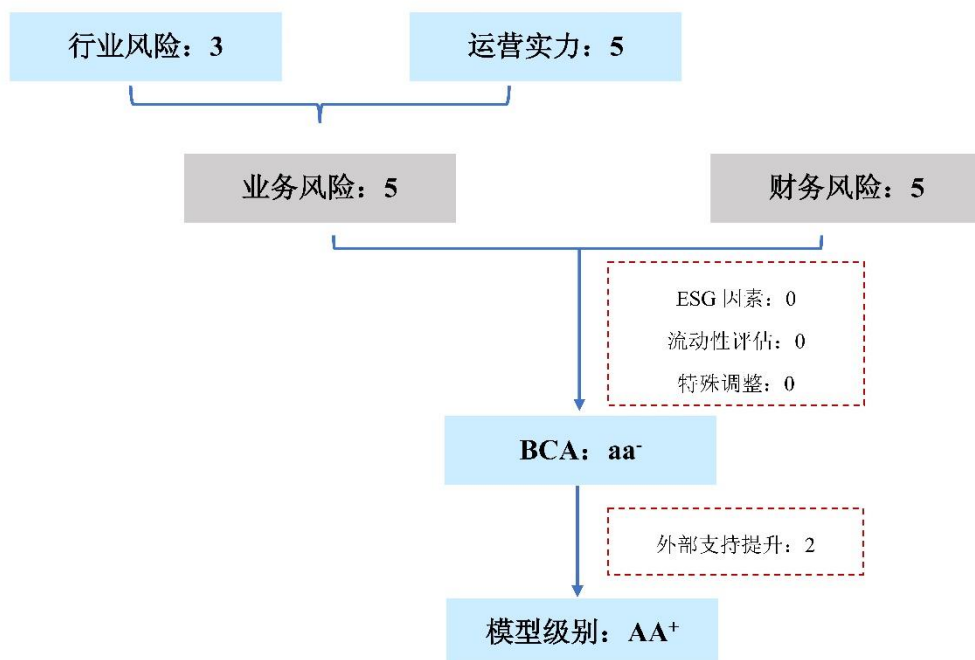
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
南药转债	AA ⁺	AA ⁺	2024/12/4 至本报告出具日	10.81/10.81	2024/12/25~2030/12/25	有条件赎回条款、有条件回售条款、附加回售条款

注：债券余额为 2025 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
南京医药	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2024/12/4 至本报告出具日

● 评级模型

南京医药股份有限公司评级模型打分(C100200_2024_04_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司控股股东南京新工投资集团有限责任公司（以下简称“新工集团”）经营实力较强，股东具有一定的支持能力，公司对新工集团收入贡献很高，新工集团对公司具有很强的支持意愿，在资金拆借、股东增资等方面给予公司一定支持，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，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，全年实现 5% 左右的增长目标虽有压力但仍有增量政策支撑。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期 为全年打下良好基础》，报告链接https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，近年来，医药流通企业陷入“增收不增利”窘境，利润空间持续压缩且账期延长趋势难以逆转，但头部企业持续集聚优质行业资源并多措并举延伸供应链布局，长期来看，医药流通行业仍保持较大的发展韧性和潜力。

近年来在人民健康意识增强、人口老龄化加剧等多重因素推动下，医药流通市场规模持续扩张，2019~2023 年全国七大类医药商品¹销售总额（含税）由 23,583 亿元增至 29,304 亿元，年均复合增长率 5.58%。但在全面深化医疗体制改革背景下，医药行业业绩压力逐步从制造企业向流通企业传导，加之行业竞争日趋激烈，医药流通企业陷入“增收不增利”窘境，利润空间持续压缩。国采政策的逐步深入对医药流通企业应收账款账期增长起到一定延缓作用，但在地方财政及医保支付承压背景下，行业账期延长趋势仍难以逆转，行业整体仍面临一定短期偿债压力，随着国家医保局和财政部提出建立预付金制度，未来医药流通企业的资金周转情况或将改善。医药流通行业已从早期并购扩张阶段转入高质量发展阶段，整体并购节奏显著放缓，“4+N”竞争格局基本定型，头部企业持续集聚优质行业资源，通过“批零协同”、“工商协同”、“药械协同”等方面多措并举以延伸供应链布局及增厚利润，同时在人工智能与大数据赋能下不断推进数字化转型，长期来看，医药流通行业仍保持较大的发展韧性和潜力，但需关注行业政策等外部因素对其信用质量的影响。

详见《医药流通行业特别评论》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11638?type=1>

中诚信国际认为，南京医药作为苏皖闽鄂区域医药流通龙头企业规模优势明显，行业地位稳固，跟踪期内公司继续巩固核心地区市场份额，仓储物流网络布局与医药物流配送体系不断完善，销售区域覆盖广度、深度及渠道保障能力持续提升，同时线上线下业务形成良性协同进一步增强终端市场竞争力，但需持续关注医药流通行业市场竞争风险和零售板块运营管理提升进展。

2024 年以来公司产权结构无较大变化，治理结构稳定，战略方向较为明确。

截至 2025 年 3 月末，公司总股本为 13.09 亿元²，控股股东新工集团持股比例为 44.16%，第二大股东 Alliance Healthcare³持股比例为 11.04%，目前公司控股股东股权均无质押，实际控制人为南

¹ 七大类医药商品指西药类、中成药类、医疗器械类、化学试剂类、中药材类、玻璃仪器类、其他类。

² 2022 年 2 月，公司以 3.98 元/股向新工集团定向增发 250,753,768 股，募集资金净额 9.87 亿元，定增完成后公司总股本由 10.42 亿元增至 13.10 亿元；2024 年 6 月，公司回购注销 2021 年限制性股票激励计划 29 名已不符合激励条件的激励对象已获授但尚未解除限售的限制性股票 904,972 股，本次回购注销事项完成后，公司总股本由 13.10 亿元减少至 13.09 亿元。

³ Alliance Healthcare 作为公司战略投资者，于 2014 年认购公司非公开发行股票 107,691,072 股，占当时公司总股份数的 12.00%。Alliance Healthcare

京市国有资产监督管理委员会（以下简称“南京市国资委”）；同期末，公司治理结构稳定，高级管理人员未出现较大调整。

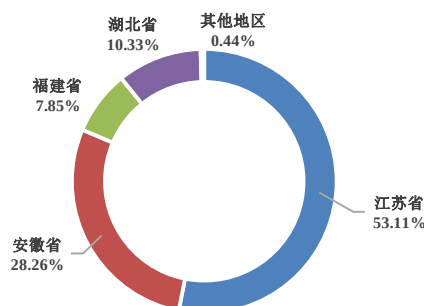
战略方面，公司以数字化和现代供应链体系建设为基础，以客户为导向，以创新及专业化、标准化服务为核心，为公众和社会持续创造价值，成为大健康产业领先、可信赖的健康产品和服务提供商。

南京医药作为苏皖闽鄂区域医药流通龙头，医疗纯销及医药分销主业突出，2024 年以来继续加强和优化核心地区业务布局密度，保持较强的规模优势，行业地位稳固。

公司医疗纯销及医药分销主业突出，近年来占公司营业总收入的比例保持在 95%左右；随着销售渠道拓展及外延并购持续推进，经营体量不断扩张，2023 年公司在医药批发业企业主营业务收入前 10 强中排名第 6 位，具备较强的规模优势，行业地位稳固。

区域布局方面，公司业务网络覆盖苏皖闽鄂等地及云南部分地区，业务覆盖近 70 个城市，2024 年上述地区的医药流通业务收入占主营业务收入的比例保持在 99%左右。公司在苏皖闽鄂四省处于龙头地位，具有较强的区域优势，其中，在江苏省内市场占有率领先，销售网络及物流网络覆盖至大多数县级区域，部分延伸至基层医疗机构。2024 年，为巩固市场布局 and 应对竞争，公司对子公司安徽天星进行增资⁴，同时新设立 2 家零售药店和 1 家医药子公司⁵，进一步加强了公司业务区域的营销网络布局密度。

图 1：2024 年公司主营业务收入按区域分布情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司与多家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，2024 年以来持续加强新药和国谈品种引进能力，核心区域销售渠道覆盖深度及渠道保障能力保持在很高水平，仓储物流网络布局与医药物流配送体系不断升级，但未来仍需持续关注公司内部管理、业务协同以及医药流通行业市场竞争风险。

参与认购公司 2016 年度非公开发行股票 36,866,359 股，持股数增至 144,557,431 股，持股比例增至 13.88%。2021 年度公司限制性股票激励计划首次授予、预留授予、2021 年非公开发行股票完成后，Alliance Healthcare 持股数不变，持股比例降至 11.03%。Alliance Healthcare 设立至今无实际经营的业务，其实际控制人为 Alliance Boots GmbH，即联合博姿，是一家全球领先的、以药店业务为主导的国际医药保健美容集团，两大核心业务分别为以药店业务为主导的保健美容零售，以及医药批发与分销业务。

⁴ 为巩固安徽天星在安徽省医药流通领域的龙头地位，公司与安徽天星另一股东合肥市工业投资控股有限公司对安徽天星进行同比例增资，合计增资金额 5 亿元，其中由公司出资 4.32 亿元，该增资事项已于 2025 年 4 月完成，安徽天星注册资本增至 9.84 亿元。

⁵ 分别为南药百宁药店(镇江)有限公司、南药百宁大药房(常州)有限公司和南京医药随州有限公司。

上游供应商合作方面，公司与阿斯利康制药有限公司、辉瑞制药有限公司、拜耳医药保健有限公司等跨国制药企业及国内品牌制药企业等保持了长期稳定的合作关系，截至 2024 年末，公司累计合作上游供应商约 1 万家，累计经营品种及品规达 14.6 万个，经销品种基本覆盖全部治疗领域。2024 年以来，公司持续完善供应链体系建设，当年开展与上游供应商合作项目共计 130 项，引进新品种 78 个，合计经销三年上市新药 209 个品规，上市新药引进率 87%，2024 年全年实现创新药销售额约 11.78 亿元，同比进一步增长 110.66%；公司第九批国家集采品种引进率均达 95%，国谈品种引进率约 97%，累计销售同比增长 22.4%，相关产品承接能力持续提升。此外，2024 年公司不断巩固医疗器械业务市场份额，当年医疗器械流通配送业务实现销售收入增至 39 亿元，同比增长 3.2%，增速有所放缓。业务拓展方面，2024 年公司取得《放射性药品经营许可证》，未来将以南京为中心向周边地区拓展放射性药品配送业务，或将成为业绩增长新动能。**中诚信国际认为**，公司较多通过与拥有独家代理权的自然人控制的流通企业成立合资公司的方式扩大医疗器械配送业务，对公司内部管理能力及业务协同提出更高要求。

表 1：2024 年及 2025 年 1~3 月公司前五大供应商采购情况（亿元、%）

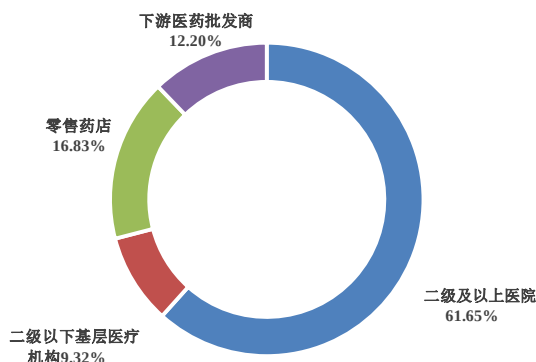
供应商名称	2024		供应商名称	2025.1~3	
	无税采购 金额	占营业成本 比例		无税采购 金额	占营业成本比 例
北京诺华制药有限公司	11.43	2.27	北京诺华制药有限公司	3.40	2.54
阿斯利康(无锡)贸易有限公司	10.27	2.04	上药控股有限公司	2.57	1.92
晖致制药（大连）有限公司	8.71	1.73	拜耳医药保健有限公司	2.19	1.63
江苏恒瑞医药股份有限公司	8.20	1.63	深圳华润三九医药贸易有限公司	2.06	1.54
阿斯利康制药有限公司	7.96	1.58	诺和诺德(中国)制药有限公司	2.05	1.53
合计	46.56	9.25	合计	12.27	9.16

注：尾差系四舍五入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

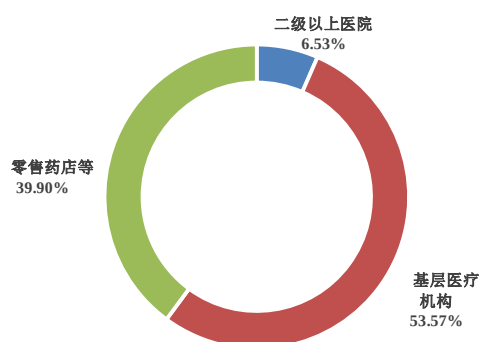
下游客户覆盖方面，公司拥有多个区域市场的下游终端客户或拥有单一市场绝大多数下游终端客户，截至 2024 年末，公司合作客户总数为 3.44 万家，其中二、三级医院客户共 2,015 家，虽数量占比较小但业绩贡献较大，另外一级及基层医疗机构客户 1.66 万家，零售药店及其他客户 1.25 万家，公司前五大客户均为公立医院，2024 年及 2025 年一季度销售金额占比分别为 9.05%和 9.10%，集中度较低。整体来看，2024 年以来公司销售渠道覆盖深度及渠道保障能力保持在很高水平，但同时行业集中度持续提升、利润空间受到挤压，加之电商平台对传统渠道有所冲击，以上因素对医药流通行业经营者服务能力提出更高要求，需持续关注行业市场竞争加剧和外溢所形成的竞争风险。

图 2：2024 年末公司批发业务收入按客户类型分类



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 3：2024 年末公司客户数量按客户类型分类



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

仓储物流网络方面，公司持续推进配套仓储物流体系的建设，截至 2024 年末公司共拥有 56 个物流中心⁶，相较年初新增 6 个，仓储面积超过 32 万平方米，且均配备有双回路供电、自有发电、双冗余制冷系统等高可靠性用电及制冷安全保障的冷库，公司持续投入开展物流设施规模扩建和现代物流管理水平升级建设，拥有全国范围内较高水平的终端配送能力、辐射周边地区的快速配送网络体系以及药品仓库的较高管理水平。截至 2024 年末，公司拥有物流自有车辆 400 辆，其中专用药品冷藏车 112 辆，依靠相关物流仓储管理的信息化系统、质量监管技术等对冷链全过程进行区域和集团的双重质量管控，保障冷链药品的质量安全。

2024 年以来公司零售业务优化门店布局并加强医院处方流转合作，但需持续关注零售业务运营管理提升进展；医药“互联网+”业绩水平同比增长令公司线上线下业务形成良性协同，一定程度上增强其终端市场竞争力，但目前电商业绩贡献比重仍较小。

公司零售业务由社会零售药房和专业化药房组成，其中专业化药房由下属批发子公司负责运营，社会零售药房由子公司南京国药负责运营，2024 年南京国药营业收入占零售板块收入的 57.22%。2024 年以来，通过进一步优化门店布局并加强医院处方流转合作，公司专业化药房收入增长带动零售业务业绩同比上升，截至 2024 年末，公司拥有百信药房等区域品牌连锁机构 11 家，零售门店合计 552 家（包括社会零售药房 420 家、专业化药房 132 家），其中超过 90% 的门店具有定点医保资质，“双通道”药房⁷53 家。中诚信国际关注到，近年来在公共卫生事件等因素的刺激下，我国零售药房数量快速增加，但随着居民生活的逐步恢复，国内零售药房供给过剩现象愈加凸显，为积极应对市场行情变化，未来公司将加强零售药房专业化和多元化能力建设，继续整合现有门店资源，统筹管理架构，故需持续关注公司零售业务在运营管理方面的提升进展。

表 2：近年来公司社会零售药房门店情况（家）

地区	2022	2023	2024
江苏	332	328	330
安徽	94	74	71
福建	16	15	19
合计	442	417	420

⁶ 其中一级物流中心 17 个，二级物流中心 39 个。

⁷ “双通道”指通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在电商业务方面，公司继续以医药“互联网+”为核心，采用自营及依托第三方平台的方式，开展 O2O、B2C 和 B2B 业务、患者服务平台业务，并推动中药代煎代熬业务的“互联网+中药药事服务”平台发展，通过线上平台与线下药房的持续建设增强终端市场竞争力。2024 年，公司医药“互联网+”业务合计取得销售额 12.33 亿元，同比增长约 23%；药事服务方面，全程数字化管理的中药药事服务业务全年服务客户达 96 家，销售额超 1.1 亿元，同比增长 18.23%；另外，患者服务平台业务同比增长约 55%。总体来看，公司电商与零售药房业务形成了良性业务协同，线上平台功能的不断丰富为线下门店引流，但目前电商业务仍处发展阶段，业绩贡献比重较小。

在建项目主要集中于物流基地项目建设，未来资本支出压力可控。

公司主要在建项目包括同春生物医药产业园项目和中央物流二期建设项目，计划总投资 6.37 亿元，截至 2025 年 3 月末已投入 1.97 亿元，2025 年剩余投资 1.66 亿元，项目总体资金来源包括自有和可转债募集资金，未来资本支出压力整体可控。

财务风险

中诚信国际认为，2024 年公司营业收入保持增长态势，新品类导入力度的加强令毛利率小幅上升，叠加费效提升，当年公司盈利水平有所提高；资产和权益规模同比扩张，债务规模亦有所增长，短期债务占比较高且面临一定短期偿债压力，财务杠杆仍处较高水平，但同时保持了较好经营获现能力。

盈利能力

受益于进一步提升营销渠道布局密度，2024 年以来公司批发和零售业务收入保持增长态势，带动营业总收入规模同比增长，但行业竞争加剧令收入增速放缓；同期受益于加大创新药、新上市药品及医疗器械产品导入力度，公司综合毛利率小幅提升，但 2025 年一季度有所回落；受益于费用管控水平的提升及融资成本的下降，期间费用率持续下降，带动利润总额保持增长趋势。**中诚信国际认为**，国家医药卫生体制改革持续推进等带动医药市场及下游需求总量扩容，为公司业务规模扩张提供了良好的外部环境，但公司作为医药流通企业利润偏薄，在医保谈判和带量采购常态化趋势下，需持续关注公司盈利空间变化及新兴业务开拓情况。

表 3：近年来公司各板块营业收入及毛利率情况（亿元、%）

板块	2022		2023		2024		2025.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
批发	476.99	5.86	507.26	5.58	508.63	5.79	135.02	5.17
零售	20.23	16.92	23.28	14.68	24.31	13.07	6.09	15.17
电商	3.28	2.92	3.92	13.90	2.59	10.38	0.65	10.20
物流服务	0.24	67.50	0.26	40.12	0.15	60.15	0.05	57.86
其他	1.47	66.19	1.18	64.75	1.28	59.44	0.66	74.56
营业总收入/营业毛利率	502.22	6.49	535.90	6.18	536.96	6.28	142.47	5.96

注：尾差系四舍五入；2023 年，受益于线上自营业务收入增加，电商业务毛利率大幅上升，但 2024 年以来受国内线上购药平台竞争加剧影响，电商业务毛利率水平有所回落。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量

2024 年以来公司总资产不断扩大，结构上仍以流动资产为主。具体来看，2024 年公司应收账款

规模仍继续增长，但保理业务出表规模进一步增加⁸令应收账款周转率同比提升，带动现金周转天数明显下降，且年末前五名欠款方余额占比 5.95%，账龄在一年以内的客户占比为 95.54%，公司下游客户主要为公立医院，信用状况较好，发生坏账的实际风险较小；公司以库存商品为主的存货规模持续增长，存货周转率小幅下滑。此外，2024 年末货币资金规模显著增长，主要系 2024 年 12 月发行 10.81 亿元可转换公司债券募集资金到账，2025 年 3 月末随相关资金陆续使用而回落，整体来看 2024 年以来公司可使用的账面货币资金规模一般。2025 年一季度，受业务年底回款特征影响，公司应收账款规模快速回升，带动 3 月末总资产规模增长。

公司总负债主要由有息债务、应付账款、其他应付款和其他流动负债⁹构成，2024 年以来总债务规模增长主要系公司发债融资以及增加运营资金储备，公司短期债务规模保持在较高水平，但 2024 年中长期债券融资增加，期限结构有所改善，与资产期限匹配度较好。受益于稳定的利润积累，公司所有者权益稳步提升，但财务杠杆仍处于较高水平，未来资本结构有待进一步优化。

现金流及偿债情况

因保理业务出表规模上升，2024 年公司经营获现能力保持较好水平；公司保持一定项目投资力度，2024 年以来投资活动现金流仍呈净流出状态；同年因保持较大分红规模，筹资活动现金流亦呈现净流出状态。2025 年一季度，受医药流通行业年底回款特性，经营活动现金流为负，投资活动保持净流出且当期营运资金需求增加令公司提高融资规模，筹资活动现金流转为大幅净流入态势。

偿债指标方面，2024 年融资成本下降令 EBITDA 对利息保障能力小幅提升，但债务规模增长使 EBITDA 对总债务保障水平下降，FFO 对总债务覆盖能力保持较低水平；2025 年一季度，由于短期债务增速较快，货币等价物对短期债务覆盖力度减弱，整体而言，公司面临一定短期偿债压力。

截至 2025 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额 323.25 亿元，其中尚未使用授信额 182.08 亿元。资金管理方面，公司对下属子公司资金实行集中归集，整体归集率超过 90%，但资金不归集至控股股东及以上层级。

表 4：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
期间费用率	4.20	4.22	4.12	3.63
经营性业务利润	10.64	9.84	10.75	3.11
利润总额	9.06	9.78	10.03	2.76
货币资金	23.27	23.72	45.63	23.05
应收账款	143.31	117.41	120.10	164.16
应收款项融资	25.65	21.11	25.15	21.61
存货	57.87	57.98	62.86	62.77
现金周转天数(天)	96.30	93.10	85.98	95.77
总资产	316.51	284.10	306.74	334.79
短期债务/总债务	80.97	80.68	56.48	61.86
总债务	122.14	115.81	125.35	145.25

⁸ 2022~2024 年，公司通过保理终止确认的应收账款规模分别为 27.38 亿元、122.38 亿元和 136.89 亿元。

⁹ 其他应付款主要由非金融机构借款（已调整至有息债务）、代收应偿保理款、履约保证金等构成；其他流动负债主要由短期应付债券（已调整至有息负债）、药品储备款和待转销项税构成。

应付账款	71.86	69.09	73.51	74.61
其他应付款	42.27	20.77	20.04	27.74
其他流动负债	39.19	21.73	11.53	16.25
总负债	249.56	211.55	228.86	254.73
所有者权益合计	66.95	72.55	77.88	80.07
资产负债率	78.85	74.46	74.61	76.09
总资本化比率	64.59	61.48	61.68	64.46
经营活动产生的现金流量净额	-6.82	19.06	21.36	-36.00
投资活动产生的现金流量净额	-0.59	-1.73	-5.62	-4.07
筹资活动产生的现金流量净额	4.67	-11.57	-8.40	27.81
EBITDA 利息保障倍数	4.57	4.42	5.00	--
FFO/总债务	0.09	0.08	0.09	--
总债务/EBITDA	8.04	6.92	7.69	--
货币等价物/短期债务	0.41	0.49	0.49	0.19

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产合计为 20.32 亿元，占当期末总资产的 6.62%，其中受限货币资金为 16.34 亿元¹⁰，因用于开具银行承兑汇票及用于背书和贴现未能终止确认而使用受限的应收票据为 3.97 亿元。

截至 2024 年末，公司不存在重大未决诉讼、仲裁事项，无对外担保事项。此外，公司不存在大额关联采购及销售情况。

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，2022~2025 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¹¹

假设

——2025 年，南京医药持续稳固重点区域市场份额，同时进一步推动新业务拓展，总收入规模继续增长。

——2025 年，南京医药推进在建项目建设并开展一定股权投资，故存在一定资本支出规模。

——2025 年，南京医药业务规模扩张和对外投资形成一定资金需求，债务规模有所增长。

预测

表 5：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率(%)	61.48	61.68	57.28~60.89
总债务/EBITDA(X)	6.92	7.69	6.92~7.35

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理。

¹⁰ 主要系尚未签订募集资金专户存储三方监管协议而使用受限，以及用于开具银行承兑汇票、信用证及保函而质押受限。

¹¹ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象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主体相关的重要假设，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

调整项

ESG¹²表现方面，南京医药注重可持续发展和安全管理，并积极履行作为行业头部企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，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**，南京医药经营获现能力较好，未使用授信额度充足，同时公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道畅通，财务弹性较好。此外，公司债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。公司资金流出主要用于物流中心等固定资产投资及购置、债务本息偿付等，整体资本支出压力不大。总体而言，公司外部融资渠道畅通，股东支持力度较好，资金平衡状况尚可，但偿债较为依赖外部融资和债务接续，在无大额并购及外部融资环境良好的情况下，未来一年流动性来源对流动性需求能够形成覆盖。

外部支持

南京市国资委协调政府和金融资源的能力及支持能力均很强，新工集团作为其直属企业具有一定的支持能力，新工集团定向增发以及融资支持均显示出其很强的股东支持意愿。

公司控股股东为新工集团，实际控制人为南京市国资委，股东背景雄厚，且南京市拥有丰富的产业和金融资源，协调资源能力很强。2024 年公司营业总收入占新工集团总收入的 80.10%，其信用恶化将对股东信誉产生极大影响。跟踪期内股东具体支持方面，2024 年 12 月，新工集团作为股东购入“南药转债”4.77 亿元，此外，新工集团在融资方面亦给予公司较大的支持且支持力度不断提升。新工集团每年向公司授予一定借款额度用于其日常经营资金周转，借款年化利率不超过借款日中国人民银行公布的同期人民币贷款基准利率，2025 年 3 月新工集团继续授予公司 40 亿元借款额度。总体来看，公司股东具有一定的支持能力，且对公司具有很强的支持意愿。

跟踪债券信用分析

“南药转债”募集资金总额 10.81 亿元，净额 10.69 亿元，其中 2.24 亿元用于南京医药数字化转型项目，1.42 亿元用于南京医药南京物流中心（二期）项目，3.91 亿元用于福建同春生物医药产业园（一期）项目，3.12 亿元用于补充流动资金，截至 2024 年末，募集资金尚未投入使用。

“南药转债”设置有条件赎回条款、有条件回售条款、附加回售条款，跟踪期内尚未满足上述条款触发条件，以上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。

“南药转债”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。公司经营层面保持在医药流通行业头部企业地位，跟踪期内业绩水平有所上升，流动性良好，融资渠道保持畅通，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力可控，且超短期融资券可顺畅滚动发行，目前跟踪债券信用风险很低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持南京医药股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维

¹² 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。

持“南药转债”的信用等级为 **AA⁺**。

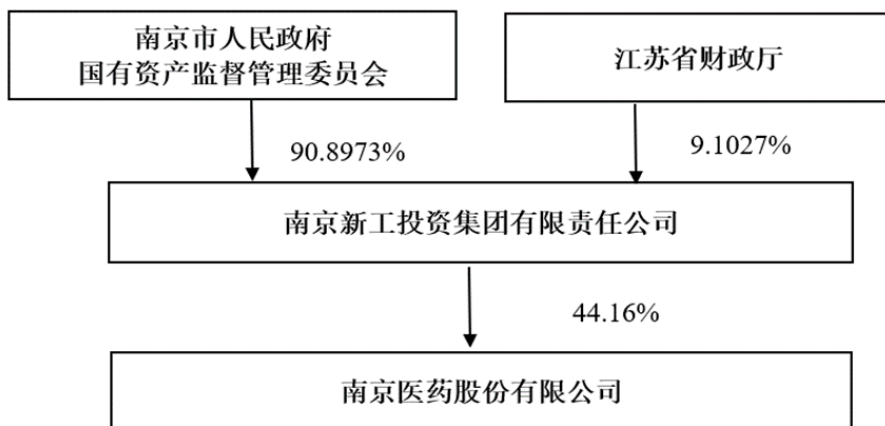
附一：近年来公司医药批发业务收购及成立的主要子公司情况（亿元、%）

收购方	被收购方	业务区域	收购时间	收购/出资金额	持股比例	2024 年营业收入	对公司的影响
安徽天星	亳州天星医药有限公司	安徽亳州	2022 年 2 月	0.15	51	3.13	扩大在安徽区域血液制品销售和疫苗配送等业务规模
安徽天星	安徽天星医药供应链有限公司	安徽合肥	2022 年 4 月	0.05	100	0.14	进一步拓展在安徽省的市场网络布局及业务发展
南京医药	南京医药医疗科技有限公司 ¹³	江苏南京	2022 年 4 月	0.05	51	3.52	进一步拓展南京区域体外诊断试剂的销售及服务相关业务发展
南药湖北	南京医药鄂州有限公司	湖北鄂州	2022 年 12 月	0.05	60	0.59	进一步完善在湖北省的业务覆盖和网络布局
	南京医药武汉新洲有限公司	湖北武汉		0.05	51	0.76	
	南京医药仙桃有限公司	湖北仙桃		0.05	60	0.28	
	南京医药监利有限公司	湖北监利		0.05	60	0.63	
南药湖北	南京医药宜昌有限公司	湖北宜昌	2023 年 9 月	0.069	100	0.05	进一步完善在湖北省的业务覆盖和网络布局
南药湖北	南京医药随州有限公司	湖北随州	2024 年 5 月	0.10	51	-	进一步完善在湖北省的业务覆盖和网络布局
南京医药常州有限公司	南药百宁大药房(常州)有限公司	江苏常州	2024 年 9 月	0.0077	51	0.01	补充在江苏省零售终端布局
南京鼓楼大药店有限公司	南药百宁药店(镇江)有限公司	江苏镇江	2024 年 7 月	0.01	100	-	补充在江苏省零售终端布局

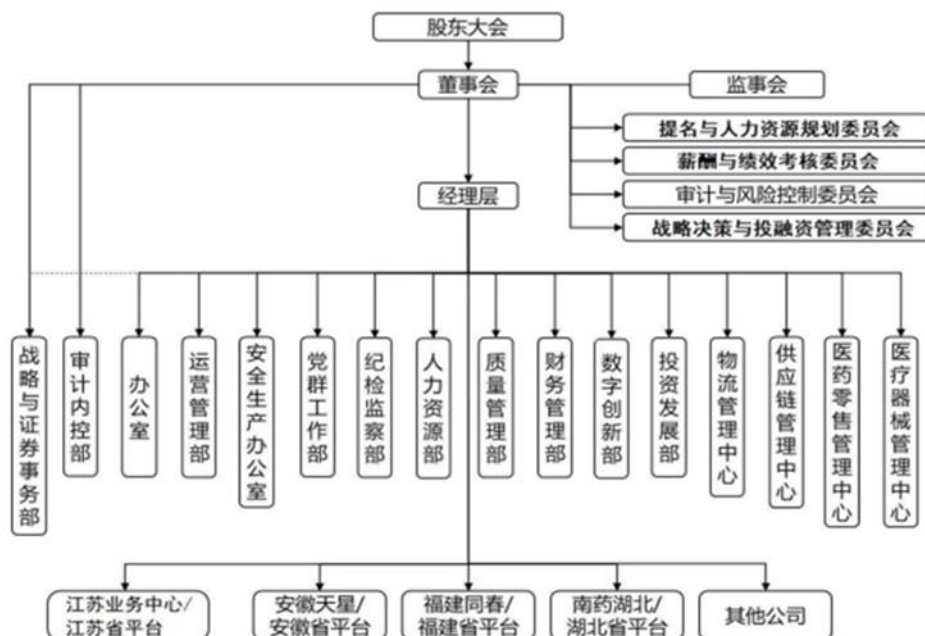
资料来源：公司提供

¹³ 公司与江苏和之至医疗科技有限公司、南京和之瑞企业管理合伙企业（有限合伙）共同出资 1,000 万元成立南京医药医疗科技有限公司。其中，合资方江苏和之至医疗科技有限公司和南京和之瑞企业管理合伙企业（有限合伙）的实际控制人均为自然人宋艳。

附二：南京医药股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



主要子公司	简称	2025 年 3 月末				2024 年	
		持股比例	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
安徽天星医药集团有限公司	安徽天星	86.36	9.84	103.63	18.93	151.00	2.87
福建同春药业股份有限公司	福建同春	70.41	1.70	19.72	5.36	41.53	0.69
南京医药湖北有限公司	南药湖北	51.00	1.00	30.74	3.29	55.38	1.16
南京药业股份有限公司	南京药业	81.08	0.33	25.77	4.03	45.84	0.55
南京医药国药有限公司	南京国药	100.00	0.95	8.75	-0.72	13.91	-0.14
江苏华晓医药物流有限公司	华晓物流	100.00	0.41	16.41	1.33	26.32	0.08
南京医药（淮安）天颐有限公司	南药淮安	100.00	0.30	16.99	1.86	27.62	0.35



资料来源：公司提供

附三：南京医药股份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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	232,719.58	237,157.88	456,261.21	230,539.55
应收账款	1,433,052.85	1,174,100.63	1,201,031.05	1,641,560.04
其他应收款	49,812.16	58,788.61	81,208.93	81,084.87
存货	578,730.73	579,800.61	628,591.70	627,659.95
长期投资	20,644.88	23,764.21	28,346.65	27,210.37
固定资产	121,265.91	113,747.47	141,585.45	140,298.12
在建工程	8,022.70	13,007.70	23,727.29	26,292.47
无形资产	24,528.42	21,897.60	21,568.42	21,127.85
资产总计	3,165,095.96	2,841,023.17	3,067,362.69	3,347,944.93
其他应付款	422,726.88	207,739.25	200,379.23	277,377.57
短期债务	988,953.91	934,382.31	707,940.49	898,501.95
长期债务	232,488.67	223,679.91	545,534.62	553,965.23
总债务	1,221,442.58	1,158,062.21	1,253,475.10	1,452,467.17
净债务	1,059,681.33	938,655.30	960,661.46	1,282,278.88
负债合计	2,495,607.36	2,115,530.54	2,288,572.88	2,547,288.96
所有者权益合计	669,488.61	725,492.63	778,789.81	800,655.97
利息支出	33,290.18	37,849.38	32,582.06	--
营业总收入	5,022,156.38	5,358,966.47	5,369,617.39	1,424,688.44
经营性业务利润	106,410.36	98,362.06	107,543.83	31,106.39
投资收益	-4,864.49	858.10	401.83	17.87
净利润	71,591.96	71,280.89	74,312.00	21,558.35
EBIT	124,325.73	138,373.94	134,507.50	--
EBITDA	151,982.74	167,248.00	163,054.29	--
经营活动产生的现金流量净额	-68,231.27	190,640.52	213,576.54	-360,043.91
投资活动产生的现金流量净额	-5,926.23	-17,317.60	-56,192.61	-40,659.62
筹资活动产生的现金流量净额	46,662.13	-115,677.24	-83,977.20	278,078.18
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	6.49	6.18	6.28	5.96
期间费用率(%)	4.20	4.22	4.12	3.63
EBIT 利润率(%)	2.48	2.58	2.50	--
总资产收益率(%)	4.32	4.61	4.55	--
流动比率(X)	1.31	1.40	1.63	1.55
速动比率(X)	1.05	1.09	1.26	1.24
存货周转率(X)	9.11	8.68	8.33	8.53*
应收账款周转率(X)	3.46	3.53	3.86	3.48*
资产负债率(%)	78.85	74.46	74.61	76.09
总资本化比率(%)	64.59	61.48	61.68	64.46
短期债务/总债务(%)	80.97	80.68	56.48	61.86
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.08	0.13	0.15	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.10	0.16	0.26	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-2.05	5.04	6.56	--
总债务/EBITDA(X)	8.04	6.92	7.69	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.18	0.23	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.57	4.42	5.00	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.73	3.66	4.13	--
FFO/总债务(X)	0.09	0.08	0.09	--

注：1、2025 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款科目中的非金融机构借款调整至短期债务，将其他流动负债科目中的短期应付债券调整至短期债务；3、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，带“*”数据已年化处理，特此说明。

附四：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
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