

益丰大药房连锁股份有限公司
向不特定对象发行可转换公司债券
2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕5314号

联合资信评估股份有限公司通过对益丰大药房连锁股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持益丰大药房连锁股份有限公司主体长期信用等级为 **AA**，维持“益丰转债”信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十五日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。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。

二、本报告系联合资信接受益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



益丰大药房连锁股份有限公司

向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
益丰大药房连锁股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/25
益丰转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内领先的医药零售企业之一，凭借较高的品牌影响力、较为广泛的终端网络、高效的供应链体系以及稳定的客户群体，在行业中保持较强的综合竞争力。2024 年，受益于门店网络的稳健拓展，公司实现了收入与利润的双增长，资产质量良好，债务负担可控，现金流持续净流入，整体财务表现稳健。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司面临医药流通行业竞争加剧、医保控费政策带来的利润压力挑战以及公司通过并购扩张形成的商誉存在潜在减值风险、债务规模增长较快且期限结构有待优化等因素对公司信用水平可能带来不利影响。综合评估，公司信用风险很低。

公司经营活动现金净流入、EBITDA、现金类资产可对益丰转债的偿付提供较强的保障作用。益丰转债所设置的转股价格调整、有条件赎回等条款有利于促进债券持有人转股，未来随转股数量增长，实际偿付压力或将有所下降。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着中国医药零售行业集中度的逐步提高，公司在建项目逐步投入运营、零售终端数量的继续扩张，公司经营规模有望进一步扩大，综合实力有望增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：在合理控制财务杠杆的前提下，公司门店增加、效率提高，收入和利润大幅增长。

可能引致评级下调的敏感性因素：医药零售行业相关政策发生重大不利变化，同业竞争加剧，导致公司利润水平大幅下降；门店拓展过程中，相关区域的市场消化能力不及预期，导致公司门店平均销售收入降低、经营效率下降，经营业绩增长显著落后于债务扩张速度，偿债指标大幅降低；公司管理水平不能适应销售终端的快速扩张，涉及药品安全事件或发生其他不规范经营事件，导致被有关部门处罚、整体声誉受损或影响公司的经营资质，进而对公司经营活动带来重大不利影响。

优势

- **品牌知名度较高，终端覆盖范围较广。**公司经过多年发展，形成了较高的品牌知名度，在全国卫生产业企业管理协会主办的《中国药店》杂志颁布的“2024—2025 年度中国药店价值榜”名单中，公司位列第二。截至 2024 年底，公司拥有医药零售连锁门店合计 14684 家（其中直营门店 10872 家），门店主要布局在华东和中南等经济较发达地区，外部发展环境良好。
- **较为完善的供应链物流体系与广泛的医保品种覆盖，有效保障经营效率与门店扩张。**公司已构建起较为完善的供应链体系，与知名药品生产企业及批发企业建立了长期稳定的战略合作关系。截至 2024 年底，公司经营品种全面覆盖国家集采目录，品种覆盖率达 98% 以上，累计引进国家集采品种超 2800 个 SKU。在物流配送方面，公司采用行业领先的智能化仓储设备与物流技术，在中南、华东、华南、华北等核心区域布局现代化物流中心，形成高效协同的全国配送网络，为终端门店提供有力的供应链保障。
- **门店数量稳健扩张，医保门店占比持续提升，客户粘性强。**截至 2024 年底，公司门店数量较上年底净增加 1434 家（同比增长 10.82%）；直营门店中，已取得医疗保险定点零售药店资质的药店 10300 家，占直营门店的 94.74%（2023 年末占比为 87.39%）。截至 2024 年底，公司会员总量 1.04 亿，2024 年对会员销售占比为 82.03%。

- **公司保持收入利润双增长，盈利能力稳健，资产质量良好，现金流充裕。**2024 年，公司营业总收入同比增长 6.53%至 240.62 亿元，利润总额同比增长 7.11%至 21.82 亿元；公司经营活动现金流量净额 42.21 亿元，完全覆盖投资活动现金净流出额。截至 2024 年底，公司资产结构较均衡，流动资产中现金类资产规模大，应收账款质量高。

关注

- **医药零售行业仍处于分散竞争状态，同业竞争日趋激烈。在医保控费等政策调控下，行业利润空间持续承压，企业经营风险值得关注。**中国医药零售行业集中度偏低、市场竞争激烈。在医保控费等政策持续深化的背景下，行业整体利润空间受到一定挤压。此外，随着医药卫生体制改革的不断推进与政策调整，药品经营企业面临相应的政策风险与经营压力。
- **公司商誉面临一定的减值风险。**截至 2024 年底，公司商誉为 47.69 亿元，占同期资产总额的 17.05%。未来若被收购单位经营业绩未达预期，公司将面临一定商誉减值风险。
- **债务规模增长较快，且债务期限结构有待改善。**截至 2024 年底，公司有息债务（含应付票据）较上年底增长 28.02%至 128.19 亿元，其中短期债务占 69.47%。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	4
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		1
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

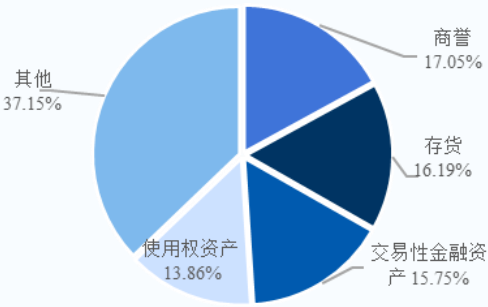
合并口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	52.09	80.15	85.36
资产总额（亿元）	241.37	279.75	277.87
所有者权益（亿元）	104.47	113.94	118.93
短期债务（亿元）	76.74	89.05	87.22
长期债务（亿元）	23.39	39.14	37.22
全部债务（亿元）	100.13	128.19	124.44
营业总收入（亿元）	225.88	240.62	60.09
利润总额（亿元）	20.38	21.82	6.48
EBITDA（亿元）	40.30	45.51	--
经营性净现金流（亿元）	46.24	42.21	11.14
营业利润率（%）	37.81	39.72	39.26
净资产收益率（%）	15.13	14.51	--
资产负债率（%）	56.72	59.27	57.20
全部债务资本化比率（%）	48.94	52.94	51.13
流动比率（%）	107.63	125.86	131.16
经营现金流流动负债比（%）	41.03	33.51	--
现金短期债务比（倍）	0.68	0.90	0.98
EBITDA 利息倍数（倍）	25.10	20.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.48	2.82	--

公司本部口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	127.23	164.91	/
所有者权益（亿元）	55.20	62.60	/
全部债务（亿元）	63.90	89.54	/
营业总收入（亿元）	48.42	51.70	/
利润总额（亿元）	6.91	13.21	/
资产负债率（%）	56.61	62.04	/
全部债务资本化比率（%）	53.65	58.85	/
流动比率（%）	125.33	147.45	/
经营现金流流动负债比（%）	26.70	17.89	/

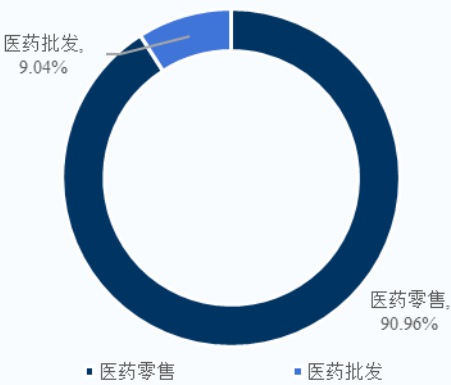
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计，未披露公司本部财务数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本文所用 2023 年财务数据系 2024 年调整后期初数/上期数

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

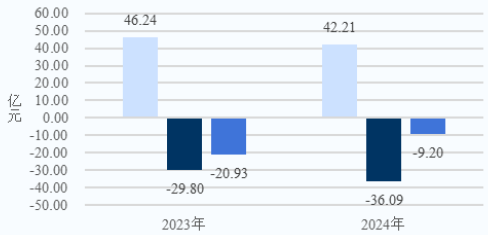
2024 年底公司资产构成



2024 年公司收入构成

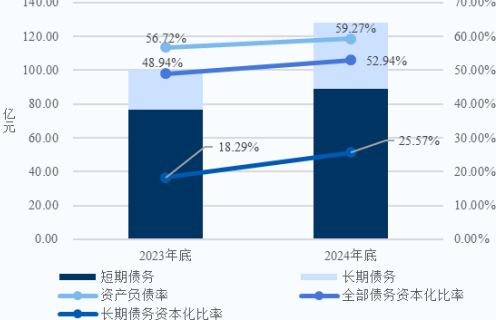


2023—2024 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2023—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	截至 2025 年 6 月 10 日债券余额	到期兑付日
益丰转债	17.97 亿元	17.9727 亿元	2030/03/04

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
益丰转债	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/21	孙长征 王煜彤	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
益丰转债	AA/稳定	AA/稳定	2024/01/24	孙长征 王阳	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：邢霖雪 xingmx@lhratings.com

项目组成员：李 旭 lixu@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为成立于 2008 年 6 月的湖南益丰大药房医药连锁有限公司（以下简称“益丰有限”）。2011 年 8 月，益丰有限整体变更为股份有限公司并更名为现名称，发起人为自然人高毅及湖南益丰医药投资管理有限公司等 5 名法人股东。经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）核准，公司于 2015 年 2 月首次公开发行人民币普通股（A 股）0.40 亿股，发行后股本为 1.60 亿股；公司股票同月在上海证券交易所上市，股票简称“益丰药房”，股票代码为“603939.SH”。后经多次增资、股权变更，截至 2025 年 3 月底，公司股本总额为 12.12 亿股；宁波梅山保税港区厚信创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“厚信创投”）持有公司 21.65% 的股份，是公司的控股股东；高毅及其一致行动人厚信创投、宁波梅山保税港区益之丰企业管理合伙企业（有限合伙）和宁波梅山保税港区益仁堂企业管理合伙企业（有限合伙）合计控制公司 34.85% 股份，系公司实际控制人。截至 2025 年 3 月底，公司实际控制人及其一致行动人所持公司股份均未质押。

公司主营业务为医药零售和医药批发，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商行业。

截至 2024 年底，公司内设战略落地管理办公室（含总裁办）、营运中心、商品中心、拓展中心、财务中心、数字化中心、人力资源中心、质量管理本部、审计督查本部等部门，在职员工（含子公司）合计 40018 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 279.75 亿元，所有者权益 113.94 亿元（含少数股东权益 6.68 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 240.62 亿元，利润总额 21.82 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 277.87 亿元，所有者权益 118.93 亿元（含少数股东权益 7.08 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 60.09 亿元，利润总额 6.48 亿元。

公司注册地址：湖南省常德市武陵区白马湖街道富强社区人民路 2638 号；法定代表人：高毅。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，公司对募集资金专户存储、专项使用，不存在违规使用募集资金的情形，并在付息日正常付息。

“益丰转债”初始转股价格为 39.85 元/股，转股期为 2024 年 9 月 8 日至 2030 年 3 月 3 日。跟踪期内，因公司实施 2023 年年度权益分派方案，“益丰转债”的转股价格于 2024 年 6 月 7 日起由 39.85 元/股调整为 32.79 元/股；因实施 2024 年半年度权益分派方案，“益丰转债”的转股价格于 2024 年 10 月 15 日起由 32.79 元/股调整为 32.54 元/股。2025 年 6 月 17 日，公司发布《关于不向下修正“益丰转债”转股价格的公告》，转股价格仍为 32.54 元/股。因实施 2024 年年度权益分派方案，“益丰转债”的转股价格于 2025 年 6 月 18 日起由 32.54 元/股调整为 32.14 元/股。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
益丰转债	17.97	17.97	2024/03/04	6 年

资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准

备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业分析

2024年药品零售行业在政策与技术双轮驱动下迈向高质量发展，头部企业凭借规模与合规优势抢占市场，而区域失衡与成本压力仍是行业痛点。未来，差异化服务、数字化转型与生态协同将成为破局关键。

1 行业概况

2024年，中国药品零售行业在政策驱动、人口结构变化和技术创新的多重影响下持续扩容，行业规模稳步增长。随着医药卫生体制改革的深化，零售药店作为院外医药市场的重要渠道和社区健康服务入口，其社会价值与商业价值进一步凸显。行业呈现**刚性需求稳定**，药品消费受宏观经济波动影响较小，但慢病用药、健康管理等领域需求增长显著。**政策红利释放**，处方外流、医保统筹、电子处方推广等政策为行业注入新动能。**技术赋能转型**，数字化运营和线上线下融合的“医药新零售”模式加速成熟。

2024年我国60岁以上人口占比达22.0%，银发经济规模约7万亿元，2035年预计增至30万亿元。居民人均医疗保健消费支出2547元（占消费支出9.0%），同比增长3.6%，慢病管理与健康服务需求持续扩大。2024年医保电子处方中心全面启用，“双通道”药品处方线上流转，零售药店销售占比提升至29.8%（2016年为22.5%）。2023年起定点药店纳入门诊统筹，2024年政策进一步细化，推动药店服务与医保支付深度绑定。国家医保局开展药价专项行动，促进省际价格透明化，倒逼企业合规经营。

2024年全国药店连锁率达58.5%，但区域差异显著（东部超70%，中西部不足50%）。百强企业直营门店销售额占比58.8%，TOP10企业占全国销售额29%，但对比美国（CR3=85%）、日本（CR10=73.7%），我国集中度仍有较大提升空间。

2 市场格局与竞争态势

行业龙头如国药控股国大药房有限公司、大参林医药集团股份有限公司（以下简称“大参林”）、公司、老百姓大药房连锁股份有限公司（以下简称“老百姓药房”）等通过并购扩张强化规模效应，2024年百强企业销售占比同比提升4%。竞争焦点从门店数量转向精细化运营，包括供应链优化、专业服务（如慢病管理）和数字化能力。东部地区连锁化率高，中西部及农村市场仍以单体药店为主，服务能力薄弱，未来整合空间大。线上线下融合加速，医保电子处方、O2O配送等模式成为标配，头部企业通过私域流量与健康咨询增强用户粘性。

3 挑战与未来发展

2024年，药品零售行业在快速发展的同时，仍面临合规压力、成本上升、竞争加剧等挑战。一方面，监管趋严使得药品安全、医保结算规范性成为企业运营的关键风险点，个别门店的违规行为可能影响整体品牌声誉；另一方面，人工、租金及合规成本的持续攀升挤压利润空间，中小药店生存压力加大。此外，基层医疗机构的完善和电商渠道的分流，进一步加剧行业竞争，倒逼企业提升差异化服务能力。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司连锁门店规模继续稳步扩张，医保定点门店比例显著提升。通过构建高效的供应链管理系统和现代化物流网络，公司已形成网点覆盖广泛、医保资源丰富、药品品类完善、客户忠诚度高的经营优势，在中南、华东及华北地区展现出较强的市场竞争力。

2024 年，公司继续秉持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，执行“新开+并购+加盟”一城一策的门店拓展模式，主要业务范围集中在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京、天津等 10 个省市。公司在全国卫生产业企业管理协会主办的《中国药店》杂志颁布的“2024—2025 年度中国药店价值榜”名单中，公司位列第二，同比提升一名。

截至 2024 年底，公司拥有医药零售连锁门店合计 14684 家，较上年底净增加 1434 家（同比增长 10.82%）；直营门店 10872 家，较上年底净增加 608 家，直营门店占门店总数的 74.04%。区域分布方面，截至 2024 年底，公司直营门店中南、华东和华北（含北京、天津）区域分别占 48.85%、36.20%和 14.96%。

医保门店方面，截至 2024 年底，公司直营连锁门店中，已取得各类“医疗保险定点零售药店”资质的药店 10300 家，占公司直营门店的 94.74%，较上年底上升 7.35 个百分点。公司会员总量 1.04 亿，会员销售占比 82.03%；O2O 多渠道多平台上线直营门店超过 1 万家，覆盖范围包含公司线下所有主要城市，公司顾客粘性较强。截至 2024 年底，公司拥有院边店（二甲及以上医院直线距离 100 米范围内）688 家，DTP 专业药房 318 家，其中开通双通道医保门店 259 家，开通门诊统筹医保药房 4600 多家。

商品品类方面，2024 年，公司优化商品结构和供应链体系，通过主动商品送检、疗效评审、性价比评估遴选核心供应商；公司关注国家集采进展，通过厂商合作，引进国家集采品种，截至 2024 年底，公司经营国家集采目录品种达 98%以上，累计引进国家集采品种数量 2800 多个 SKU。

公司和知名药品生产企业及批发企业建立了长期稳定的合作关系，与近 200 家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系，在产品供应的稳定性、供货价的优惠、各种资源的支持方面具有竞争优势。

公司在湖南、湖北、江苏、上海、江西、广东、河北 7 省拥有七大现代化物流中心，在无锡、淮安、宿迁等地形成十大城市配送中心，实现了包括生产、零售、电商等在内 20 个物流中心的体系，拥有立体仓库、自动输送线、自动分拣系统、AGV 货到人拣选系统、Miniload 智能自动补货系统、电子标签系统、多层穿梭车、交叉带、机械臂、无线射频拣选、验收系统、智能集货系统等物流业内较为先进的设备与技术，可为公司门店扩张提供较强的物流支持。

公司建立了完善的连锁药店管理体系，全面推行标准化门店运营模式，在门店扩张和经营管理方面具备突出的可复制性。随着 SAP 系统、智能 POS 系统、仓储管理系统（WMS）的持续优化，以及商业智能分析（BI）系统、自动化财务对账体系、费用管控系统、移动办公平台、会员精准营销系统、远程监控及巡店系统等数字化工具的陆续投入使用，公司的运营效率和管理水平将实现持续提升。

同业对比方面，公司直营门店占比相对较高；2024 年现金流管理和资本回报率优于同业表现。但公司门店分布相对集中，在未来业务扩张上可能会面临较大的压力。

图表 2 • 2024 年同业对比

地区	门店总数	直营门店数	营业总收入	经营现金流净额	总资产	净资产	总资本收益率	净资产收益率
大参林	16553	10503	264.97	31.06	264.40	81.38	5.77%	12.04%
老百姓药房	15277	9981	223.58	20.26	210.45	71.56	4.94%	9.57%
公司	14684	10872	240.62	42.21	279.75	113.94	7.74%	14.51%

资料来源：上市企业年报，联合资信整理

2 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：9143070067558223X2），截至 2025 年 5 月 21 日，公司无已结清和未结清关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 23 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司完成了董事会及监事会换届，部分高级管理人员变更，核心管理制度保持稳定；公司依托较为完善的内部控制体系开展经营活动，为业务运营提供了良好基础。同时需关注到，随着门店数量和业务规模的迅速扩张，公司管理能力面临更大挑战。

跟踪期内，公司完成了董事会、监事会换届选举。此外公司有 2 名高级管理人员离任，聘任 1 名高级管理人员（具体情况如图表 3 所示）。

图表 3 • 2024 年以来公司董事、监事、高级管理人员变动情况

职务	人员姓名	变动情况	变动原因
董事	徐新	离任	届满离任
董事	杨嵘峰	聘任	新聘
董事	叶巍涛	离任	届满离任
董事	奚峰	聘任	新聘
独立董事	颜爱民	离任	届满离任
独立董事	王红霞	离任	届满离任
独立董事	易兰广	离任	届满离任
独立董事	秦拯	聘任	新聘
独立董事	黄纯安	聘任	新聘
独立董事	王小岩	聘任	新聘
职工监事	张恩博	离任	届满离任
职工监事	夏木子	聘任	新聘
副总裁	汪飞	离任	—
常务副总裁	顾伟	聘任	新聘
财务负责人	邓剑琴	离任	届满离任
财务负责人	王永辉	聘任	新聘

资料来源：公开资料

跟踪期内，公司核心管理制度保持连贯性，管理体系运行平稳。为加强对子公司及各类型门店（含直营店与加盟店）的规范化管理，公司实施了一系列内控制度，涵盖《门店药品销售管理规定》《医保定点药店管理办法》《门店收银及资金管理制度》《医保结算资金回收实施细则》《员工资质与培训考核体系》《标准化运营管理制度》《加盟店质量评估体系》等。通过持续开展合规经营培训、提升门店管理团队与销售人员的专业能力、加大总部对分支机构的内审强度、完善门店监督考核机制等措施强化管理。由于公司门店网络持续快速扩张，伴随资产规模、业务范围、组织架构及员工数量的增长，资源调配与内控管理的复杂度显著上升，公司可能面临管理能力与业务发展速度不匹配的潜在风险。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司主营业务仍以医药零售为主，收入及毛利率均保持增长。

2024 年，公司主营业务仍以医药零售和加盟及分销为主，其中医药零售作为核心业务，其收入占主营业务收入的 90.96%；加盟及分销业务收入占比 9.04%，业务结构保持稳定。公司主营业务收入同比增长 5.51%，增长主要来源于老店经营效率提升、新店扩张及加盟业务的持续拓展。

毛利率方面，2024 年公司主营业务毛利率为 38.36%，同比提升 1.36 个百分点，主要受益于零售业务毛利率的改善。其中，医药零售业务毛利率同比上升 1.80 个百分点，主要系零售端中西成药毛利率有所上升所致；加盟及分销业务毛利率为 7.88%，同比下降 1.48 个百分点，主要系分销业务毛利率偏低但占比上升所致。

2025 年 1—3 月，公司延续稳健增长态势，实现主营业务收入同比增长 1.04%，主营业务毛利率同比提升 0.45 个百分点。

图表 4 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药零售	201.85	91.43%	39.59%	211.88	90.96%	41.39%	52.63	90.18%	41.20%
加盟及分销	18.92	8.57%	9.36%	21.07	9.04%	7.88%	5.73	9.82%	8.03%
合计	220.78	100.00%	37.00%	232.95	100.00%	38.36%	58.36	100.00%	37.94%

资料来源：联合资信根据公司年报及提供资料整理

2 医药零售业务运行情况

跟踪期内，公司继续深耕医药零售，优化供应链与商品结构，强化厂商合作，客户集中度低且回款质量高，经营品类稳定，但坪效短期承压。

2024 年，公司继续深耕医药零售行业，经营品类保持稳定，涵盖中西成药、中药、保健品、医疗器械、健康食品及日化用品等大类。在供应商管理体系、采购模式、业务流程、结算方式及账期等方面，较上年变化不大。

2024 年，公司向前五大供应商采购额占年度采购总额的比例为 45.23%，较上年提升 2.11 个百分点，供应商集中度仍较高。

2024 年，依托自身仓储物流体系，公司继续主要在中南、华东和华北区域通过自建、收购门店和加盟的方式扩张终端销售网络，上述区域门店数量同比分别提升 6.49%、12.56%和 22.54%，年末门店总量同比提升 10.82%。全年终端门店净增加 1434 家。

图表 5 • 2024 年公司销售网络扩张情况

地区	2023 年底	2024 年底	2024 年净增加
中南地区	6736	7173	437
华东地区	4722	5315	593
华北地区	1792	2196	404
合计	13250	14684	1434

注：中南地区包括：湖南省、湖北省、广东省；华东地区包括：江苏省、上海市、浙江省、江西省；华北地区包括：河北省、北京市、天津市。
资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2024 年底，公司直营门店 10872 家，经营面积共 112.08 万平方米，2024 年日均坪效为 51.07 元/平方米，同比有所下降，主要系 2024 年公司新增的门店尚处于培育期以及部分门店经营承压所致。

销售商品结构方面，2024 年，公司中西成药、中药销售额占比继续提升；非药品销售额占比持继续下降。

图表 6 • 2023—2024 年公司收入品类结构（单位：亿元）

地区	2023 年		2024 年	
	收入	占比	收入	占比
中西成药	147.45	76.08%	180.45	77.46%
中药	17.68	9.12%	23.13	9.93%
非药品	28.68	14.80%	29.37	12.61%
合计	193.82	100.00%	232.95	100.00%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

客户集中度方面，医药批发业务规模较小，而医药零售业务主要面向个人消费者，客户基数庞大，客户分散，2024 年，公司对前五大户销售额占销售总额的 0.26%。销售结算方面，由于公司销售对象以个体消费者为主，结算方式主要为医保结算、现金结算，以及微信和支付宝等第三方支付平台结算。医保结算账期各地区情况有所不同，一般为 1~3 个月。公司销售回款质量高。

3 未来发展

公司战略具备较强的可操作性，随着战略举措的逐步落地，业务发展前景良好。当前在建项目剩余投资规模适中，建成后将有效提升公司整体竞争力。

未来，公司将继续深耕医药零售，以“区域聚焦、稳健扩张”战略拓展门店网络，优化供应链与商品结构，强化数字化运营，构建“医-药-险”生态，承接处方外流，布局 DTP 药房与线上诊疗，提升专业服务力，驱动业绩增长。紧抓集采政策，以院边店、双通道药房承接处方外流；通过 O2O/B2C、电子处方流转构建全渠道服务；数智化升级供应链与会员管理，布局特慢病医保药房，深化厂商合作引进医保谈判品种；整合互联网医疗与商保资源，构建“医患药险”闭环；强化执业药师培训与专业服务能力，抢占院外市场增量。

图表 7 • 截至 2024 年底公司重要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算投资额	投资进度	尚需投资额
湖北益丰医药产品分拣加工中心一期	3.50	50.54%	1.70

资料来源：公司提供

截至 2024 年底，公司重要在建项目预算投资额共 3.50 亿元，尚需投资约 1.70 亿元；项目投运后，有助于公司在中南地区物流配送体系的进一步完善。考虑到公司充裕的现金储备及良好的经营现金流，公司投资规模相对可控。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2025 年 1—3 月财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2024 年底，公司合并范围子公司 188 家，较 2023 年底增加 46 家，系非同一控制下企业合并及新设子公司所致；减少 6 家，系子公司注销所致；截至 2025 年 3 月底，公司合并范围子公司 197 家，较 2024 年底增加 9 家。公司合并范围变化对财务数据可比性存在一定影响。本报告采用的公司 2023 年数据为 2024 年期初数据。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2024 年底，公司资产总额继续增长，资产结构较均衡，现金类资产规模大、应收账款质量高，发生坏账风险很低，资产质量良好。但商誉规模较大，存在一定的减值风险。

截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底增长 15.90%，主要系利润累积及债务扩张推升现金类资产的规模所致。公司资产结构较为均衡。

图表 8 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	121.29	50.25%	158.56	56.68%	158.76	57.13%
货币资金	35.66	14.77%	35.79	12.79%	39.64	14.27%
交易性金融资产	16.31	6.76%	44.07	15.75%	45.37	16.33%
应收账款	21.38	8.86%	21.24	7.59%	18.32	6.59%
存货	38.08	15.78%	45.28	16.19%	43.72	15.73%
非流动资产	120.08	49.75%	121.19	43.32%	119.11	42.87%
固定资产	15.24	6.31%	15.73	5.62%	15.36	5.53%
使用权资产	39.66	16.43%	38.78	13.86%	37.07	13.34%
商誉	46.11	19.10%	47.69	17.05%	47.69	17.16%
资产总额	241.37	100.00%	279.75	100.00%	277.87	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司货币资金 35.79 亿元。货币资金中有 14.18 亿元受限资金，受限比例为 39.62%，主要为承兑汇票保证金。截至 2024 年底，公司现金类资产占期末资产总额的比例为 28.65%，较为充裕。截至 2024 年底，公司应收账款账面价值较上年底变化不大，一年以内的应收账款占比超 99.00%，整体账龄短；累计计提坏账 0.22 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 6.07 亿元，占应收账款余额的 28.27%，欠款方主要为武汉、长沙、徐州、无锡和南京等地的医保中心及社保中心，坏账风险很小。截至 2024 年底，公司存货为 45.28 亿元，累计计提跌价准备 0.24 亿元，计提比例为 0.53%。2024 年，公司存货周转次数 3.46 次/年，大参林及老百姓药房 2024 年存货周转次数分别为 4.19 次/年和 3.87 次/年，公司存货周转次数略低于同业企业，但整体保持较好的水平。截至 2024 年底，公司固定资产（合计）和使用权资产较年初变动不大，固定资产主要由房屋及建筑物（占 70.14%）、电子设备（占 11.14%）和办公设备（占 13.96%）构成，累计计提折旧 9.86 亿元；固定资产成新率 61.46%；使用权资产全部为房屋及建筑物，累计折旧 27.87 亿元。公司商誉主要系溢价收购零售药店产生，截至 2024 年底，公司商誉 47.69 亿元，较上年底增长 3.44%。公司商誉规模较大，存在一定的减值风险。

截至 2024 年底，公司受限资产 15.07 亿元（货币资金 14.18 亿元，债权投资 0.89 亿元），占总资产比例为 5.39%。此外，公司因并购借款质押了所持有的子公司石家庄新兴药房连锁有限公司（公司持股 91%）的股权，期末贷款余额为 0.61 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底变化不大，资产结构较上年底变化不大。

（2）资本结构

①所有者权益

截至 2024 年底，主受益于利润积累以及发行可转债，公司所有者权益较上年底继续增长；但权益结构稳定性一般。

截至 2024 年底，公司所有者权益 113.94 亿元，较上年底增长 9.06%，主要系未分配利润增加以及发行可转债所致。其中，归

属于母公司所有者权益占比为 94.14%，少数股东权益占比为 5.86%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 10.64%、32.04%和 47.10%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 118.93 亿元，较上年底增长 4.39%，主要来自于未分配利润的增长，结构较上年底变化不大。

②负债

2024 年，公司新发行可转债，期末负债和债务均较上年底有所增长；债务结构有所改善但短期债务占比仍高，债务负担可控。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增长 21.12%，主要系公司新发行可转债，应付债券规模增长以及经营规模扩大，应付票据增加所致。其中，流动负债占 75.98%，非流动负债占 24.02%。公司负债以流动负债为主。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	112.69	82.32%	125.98	75.98%	121.03	76.15%
应付票据	62.15	45.40%	75.37	45.46%	74.25	46.71%
应付账款	19.56	14.29%	19.55	11.79%	19.21	12.09%
其他应付款（合计）	8.10	5.92%	7.72	4.66%	6.67	4.20%
一年内到期的非流动负债	14.58	10.65%	13.37	8.06%	12.67	7.97%
非流动负债	24.20	17.68%	39.83	24.02%	37.90	23.85%
应付债券	0.00	0.00%	16.01	9.66%	16.14	10.15%
租赁负债	22.06	16.11%	23.13	13.95%	21.08	13.26%
负债总额	136.89	100.00%	165.81	100.00%	158.93	100.00%

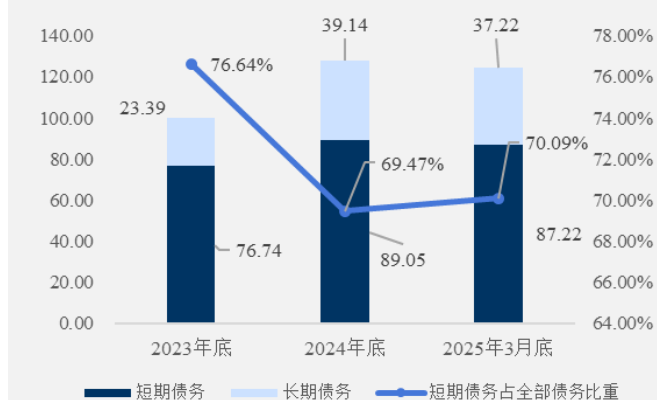
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司经营性负债主要为应付账款及计入其他应付款的应付股权转让款及门店收购款和押金、质保金及保证金。截至 2024 年底，应付账款和其他应付款较上年底均小幅下降，公司应付账款中无账龄超过 1 年或逾期的重要应付账款。

有息债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务（含应付票据）128.19 亿元，较上年底增长 28.02%，主要系新发行可转债所致。债务结构方面，短期债务占 69.47%，长期债务占 30.53%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.27%、52.94%和 25.57%，较上年底分别提高 2.56 个百分点、提高 4.00 个百分点和提高 7.28 个百分点。公司债务负担可控。

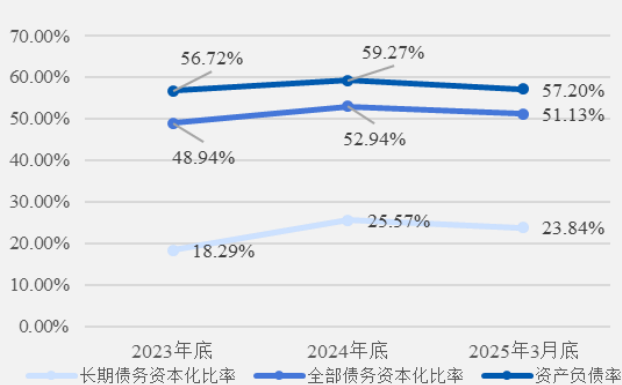
截至 2025 年 3 月底，公司全部债务（含应付票据）124.44 亿元，较上年底变化不大。

图表 9 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

(3) 盈利能力

2024 年，公司营业总收入及营业利润均同比增长，期间费用对利润形成一定侵蚀，整体盈利能力非常强。

2024 年，公司门店数量继续扩张，营业总收入及成本均保持增长，受益于中西成药毛利率提升的影响，当期营业利润率为 39.72%，同比提高 1.91 个百分点。

2024 年，公司费用总额同比增长 13.71%，增速高于收入增长，主要系物流中心规模扩张，租金费用增长及员工薪酬支出增长所致。期间费用主要由销售费用（占 82.72%）和管理费用（占 14.50%）构成。其中，销售费用、管理费用分别为 61.79 亿元和 10.83 亿元，同比分别增长 12.61%和 12.52%。2024 年，公司期间费用率为 31.05%，同比提高 1.96 个百分点，对利润形成一定侵蚀。非经常性损益方面，2024 年，公司其他收益 0.58 亿元，主要为增值税减免（0.37 亿元）；投资收益 1.08 亿元，主要为购买理财的利息收入。受上述因素影响，2024 年，公司实现利润总额同比增长 1.91%，非经常性损益对利润形成一定补充。2024 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比略有下降，盈利指标仍处于高水平。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入同比增长 0.64%；营业利润率同比变化不大。

图表 11 • 公司盈利能力情况

项目	2023 年	2024 年	2024 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	225.88	240.62	60.09
营业成本（亿元）	139.58	144.08	36.27
费用总额（亿元）	65.70	74.70	17.41
利润总额（亿元）	20.38	21.82	6.48
营业利润率（%）	37.81%	39.72%	39.26%
总资产收益率（%）	8.51%	7.74%	--
净资产收益率（%）	15.13%	14.51%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（4）现金流

2024 年，经营活动现金保持净流入并完全覆盖投资活动现金净流出。2024 年，公司发行可转债，筹资活动现金净流出规模大幅收窄。

从经营活动来看，2024 年，随着主营业务规模的扩大，公司经营活动现金流入量和流出量同步增长，经营活动现金继续净流入，净流入规模同比有所缩窄；收入实现质量维持高水平。

从投资活动来看，2024 年，公司投资活动现金流入量和流出量大幅增长，主要系赎回理财产品及结构性存款收回的现金、购买理财产品及结构性存款支付的现金增加所致。公司投资活动现金净流出额 36.09 亿元，同比增长 21.09%。公司投资活动现金流出中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 6.83 亿元，取得子公司及其他营业单位支付的现金净额为 2.55 亿元。

2024 年，公司筹资活动前现金流量净额为 6.12 亿元，经营活动现金继续完全覆盖投资活动净流出。

从筹资活动来看，2024 年，公司筹资活动现金流入同比大幅增长，主要为新发行可转债所致，筹资活动现金流出有所增加，主要系支付经营房租增加所致。公司筹资活动现金继续呈净流出状态，但净流出规模同比大幅收窄。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 11.14 亿元，投资活动现金净流出 1.94 亿元，筹资活动现金净流出 4.41 亿元。

图表 12 • 公司现金流情况（亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	241.33	257.65	67.00
经营活动现金流出小计	195.10	215.44	55.86
经营活动现金流量净额	46.24	42.21	11.14
投资活动现金流入小计	37.16	161.05	60.51
投资活动现金流出小计	66.96	197.14	62.45
投资活动现金流量净额	-29.80	-36.09	-1.94
筹资活动前现金流量净额	16.43	6.12	9.21
筹资活动现金流入小计	0.17	18.20	0.00
筹资活动现金流出小计	21.10	27.40	4.41

筹资活动现金流量净额	-20.93	-9.20	-4.41
现金收入比 (%)	104.85%	105.88%	110.76%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司长、短期偿债指标整体表现良好；公司或有负债风险小，融资渠道较为畅通。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	107.63%	125.86%
	速动比率	73.84%	89.92%
	经营现金流动负债比	41.03%	33.51%
	经营现金/短期债务 (倍)	0.60	0.47
	现金短期债务比 (倍)	0.68	0.90
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	40.30	45.51
	全部债务/EBITDA (倍)	2.48	2.82
	经营现金/全部债务 (倍)	0.46	0.33
	EBITDA 利息倍数 (倍)	25.10	20.56
	经营现金/利息支出 (倍)	28.80	19.07

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司短期偿债指标中，经营现金净流入对短期债务保障程度有所下降，现金类资产对短期债务保障程度同比提升。2024 年，公司 EBITDA 为 45.51 亿元，同比增长 12.94%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 40.66%）、摊销（占 6.52%）和利润总额（占 47.95%）构成。2024 年，由于债务的增长主要系应付债券增长所致，当期利息支出同比增长 37.90%，公司经营现金、EBITDA 对利息的保障程度有所下降，但仍保持很高水平；经营现金和 EBITDA 对全部债务的覆盖程度略有下降。银行授信方面，截至 2024 年底，公司银行授信额度总额为 159.45 亿元，未使用授信额度为 76.29 亿元；同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道。整体来看，公司权益资本充足，净资产能够较好覆盖资产减值，公司实际偿债能力良好。

对外担保方面，截至 2024 年底，公司无对合并范围外主体担保的情况。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

3 公司本部主要变化情况

截至 2024 年底，公司本部资产以现金类资产、预付款项等流动资产为主，非流动资产中长期股权投资占比较大；公司本部所有者权益稳定性强；公司本部负债以应付票据等流动负债为主，债务负担尚可，但存在一定的短期债务偿付压力。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 164.91 亿元，较上年底增长 29.62%，主要系现金类资产增长所致。其中，流动资产 119.63 亿元(占比 72.54%)，非流动资产 45.29 亿元（占比 27.46%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 19.97%）、交易性金融资产（占 30.96%）、预付款项（占 24.79%）、其他应收款（合计）（占 14.44%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 58.53%）、商誉（占 8.95%）、使用权资产（占 18.41%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 23.89 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 102.32 亿元，较上年底增长 42.05%。其中，流动负债 81.13 亿元（占比 79.30%），非流动负债 21.18 亿元（占比 20.70%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占 80.31%）、其他应付款（合计）构成；非流动负债主要由应付债券（占 75.60%）、租赁负债（占 24.40%）构成。公司本部 2024 年资产负债率为 62.04%，较 2023 年提高 5.43 个百分点。截至 2024 年底，公司本部全部债务 89.54 亿元。其中，短期债务占 76.34%、长期债务占 23.66%。截至 2024 年底，公司本部短期债务为 68.36 亿元，期限结构有待改善。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 58.85%，公司本部债务负担有所加重。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 62.60 亿元，较上年底增长 13.39%，主要系未分配利润增长所致，所有者权益稳定性强。在所有者权益中，实收资本为 12.12 亿元（占 19.37%）、资本公积合计 36.49 亿元（占 58.29%）、未分配利润合计 8.55 亿元（占 13.66%）、盈余公积合计 3.26 亿元（占 5.21%）。

2024 年，公司本部营业总收入为 51.70 亿元，营业收入为 51.70 亿元，利润总额为 13.21 亿元。公司本部投资收益为 12.09 亿元。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 14.51 亿元，投资活动现金流净额-22.46 亿元，筹资活动现金流净额 4.77 亿元。

（五）ESG 方面

公司构建完善 ESG 治理体系，将社会责任融入发展战略。通过促进就业公平、强化员工培养、推动绿色运营，实现企业与社会协同发展，持续提升可持续发展能力。

公司依法履行纳税义务，2024 年度仍为纳税信用 A 级纳税人；公司为社会提供大量就业岗位，截至 2024 年底，公司在职员工（含子公司）40018 人，其中女员工占 86.26%；2024 年，公司员工人均培训时长为 82.23 小时。公司参与公益项目，2024 年对外捐赠总投入 423.81 万元。

公司治理方面，作为上市公司，公司建立了符合《公司法》《证券法》等法律、法规、规章制度要求的法人治理结构和内部控制制度，规范公司运作。近三年公司未受证券监管机构处罚。

可持续发展方面，公司董事会下设立战略与可持续发展委员会，负责可持续发展重大事宜的审议与决策，依据《董事会战略与可持续发展委员会议事规则》明确人员构成、职责范围以及工作任务。同时公司设立了包括高级管理层在内的 ESG 管理小组，确保可持续发展工作的有效落实。

能源管理方面，2024 年，公司成功节约电能 146 万度，相当于减少 784 吨二氧化碳排放。截至 2024 年底，公司累计自发自用电量达到 714489 千瓦时，相当于 383.39 吨二氧化碳排放。

七、债券偿还能力分析

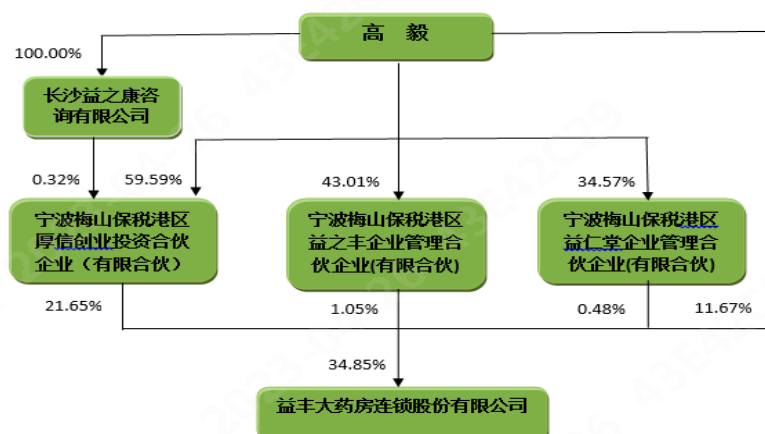
公司经营活动现金净流入、EBITDA 和现金类资产对存续债券偿付具有较强的保障能力。

截至 2025 年 3 月底，公司存续期债券余额为 17.97 亿元。公司 2024 年经营活动产生的现金流量净额、EBITDA 分别是债券余额的 2.35 倍和 2.53 倍；截至 2024 年底，公司现金类资产是债券余额的 4.46 倍。“益丰转债”设置了转股价格调整、有条件赎回等条款，有利于促进债券持有人转股。

八、跟踪评级结论

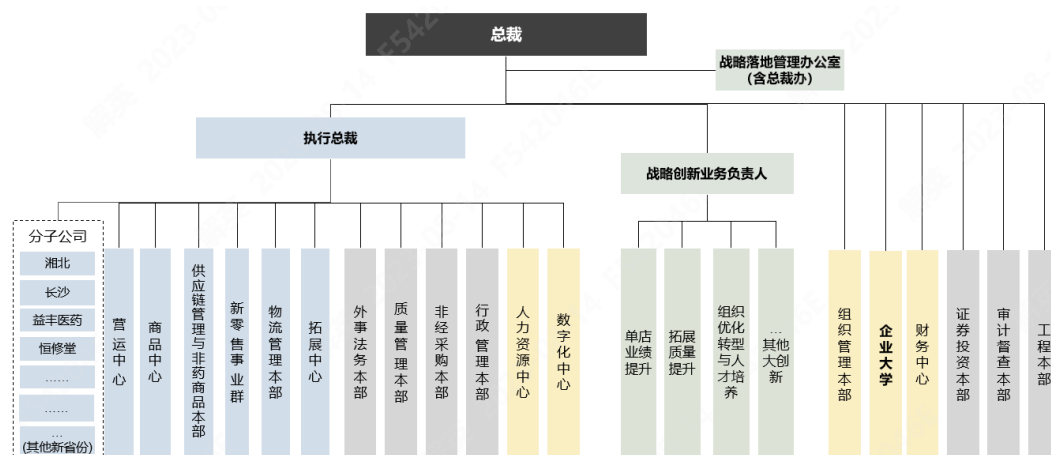
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“益丰转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
湖南益丰医药有限公司	15000.00	医药批发	100.00	--	设立
江苏益丰大药房连锁有限公司	15000.00	医药批发	100.00	--	设立
湖北益丰医药有限公司	10000.00	医药批发	100.00	--	设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	52.09	80.15	85.35
应收账款（亿元）	21.38	21.24	18.32
其他应收款（亿元）	4.49	4.78	5.57
存货（亿元）	38.08	45.28	43.72
长期股权投资（亿元）	0.06	0.00	0.00
固定资产（亿元）	15.24	15.73	15.36
在建工程（亿元）	1.75	2.29	2.44
资产总额（亿元）	241.37	279.75	277.87
实收资本（亿元）	10.11	12.12	12.12
少数股东权益（亿元）	6.43	6.68	7.08
所有者权益（亿元）	104.47	113.94	118.93
短期债务（亿元）	76.74	89.05	87.22
长期债务（亿元）	23.39	39.14	37.22
全部债务（亿元）	100.13	128.19	124.44
营业总收入（亿元）	225.88	240.62	60.09
营业成本（亿元）	139.58	144.08	36.27
其他收益（亿元）	0.76	0.58	0.14
利润总额（亿元）	20.38	21.82	6.48
EBITDA（亿元）	40.30	45.51	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	236.83	254.77	66.56
经营活动现金流入小计（亿元）	241.33	257.65	67.00
经营活动现金流量净额（亿元）	46.24	42.21	11.14
投资活动现金流量净额（亿元）	-29.80	-36.09	-1.94
筹资活动现金流量净额（亿元）	-20.93	-9.20	-4.41
财务指标			
销售债权周转次数（次）	11.31	11.18	--
存货周转次数（次）	3.76	3.46	--
总资产周转次数（次）	1.00	0.92	--
现金收入比（%）	104.85	105.88	110.76
营业利润率（%）	37.81	39.72	39.26
总资本收益率（%）	8.51	7.74	--
净资产收益率（%）	15.13	14.51	--
长期债务资本化比率（%）	18.29	25.57	23.84
全部债务资本化比率（%）	48.94	52.94	51.13
资产负债率（%）	56.72	59.27	57.20
流动比率（%）	107.63	125.86	131.16
速动比率（%）	73.84	89.92	95.05
经营现金流动负债比（%）	41.03	33.51	--
现金短期债务比（倍）	0.68	0.90	0.98
EBITDA 利息倍数（倍）	25.10	20.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.48	2.82	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本文所用 2023 年财务数据系 2024 年调整后期初数/上期数

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	35.61	60.93	/
应收账款（亿元）	4.87	5.13	/
其他应收款（亿元）	13.77	17.27	/
存货（亿元）	4.81	5.00	/
长期股权投资（亿元）	26.01	26.51	/
固定资产（亿元）	1.71	1.68	/
在建工程（亿元）	0.00	0.00	/
资产总额（亿元）	127.23	164.91	/
实收资本（亿元）	10.11	12.12	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	55.20	62.60	/
短期债务（亿元）	57.68	68.36	/
长期债务（亿元）	6.22	21.18	/
全部债务（亿元）	63.90	89.54	/
营业总收入（亿元）	48.42	51.70	/
营业成本（亿元）	30.90	31.55	/
其他收益（亿元）	0.14	0.16	/
利润总额（亿元）	6.91	13.21	/
EBITDA（亿元）	7.31	14.07	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	49.14	54.59	/
经营活动现金流入小计（亿元）	52.25	61.37	/
经营活动现金流量净额（亿元）	17.57	14.51	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-11.48	-22.46	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	-7.16	4.77	/
财务指标			
销售债权周转次数（次）	11.64	10.34	/
存货周转次数（次）	6.33	6.43	/
总资产周转次数（次）	0.39	0.35	/
现金收入比（%）	101.48	105.60	/
营业利润率（%）	35.90	38.71	/
总资本收益率（%）	5.90	8.97	/
净资产收益率（%）	11.99	20.41	/
长期债务资本化比率（%）	10.13	25.28	/
全部债务资本化比率（%）	53.65	58.85	/
资产负债率（%）	56.61	62.04	/
流动比率（%）	125.33	147.45	/
速动比率（%）	118.02	141.28	/
经营现金流动负债比（%）	26.70	17.89	/
现金短期债务比（倍）	0.62	0.89	/
EBITDA 利息倍数（倍）	17.98	16.23	/
全部债务/EBITDA（倍）	8.74	6.36	/

注：公司 2024 年一季度报告未披露本部财务数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持