

2020 年大参林医药集团股份有限公司 可转换公司债券 2025 年跟踪 评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【452】号 01



让 评 级 彰 显 价 值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

2020年大参林医药集团股份有限公司可转换公司债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
大参转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：大参林医药集团股份有限公司（以下简称“大参林”或“公司”，股票代码603233.SH）为国内排名靠前的大型连锁药店企业、华南区域龙头，品牌知名度较高，业务回款情况仍较好、现金生成能力较强，2024年上半年公司门店扩张相对激进，2024年下半年以来受行业竞争加剧、宏观环境变化、医保控费政策推进等因素影响，公司门店扩张大幅放缓，以加盟为主、自建为辅，暂缓并购进入新省份，并对门店、人员进行优化调整，2025年一季度净利润恢复增长；公司门店并购形成的商誉继续增长，仍可能面临一定减值风险，在建项目支出或会继续推高财务杠杆水平，跟踪期内公司及相关责任人因信披问题被采取监管措施。

评级日期

2025年06月26日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	267.76	264.40	241.23	208.41
归母所有者权益	73.56	68.97	68.24	62.12
总债务	128.88	131.75	106.27	92.87
营业收入	69.56	264.97	245.31	212.48
净利润	4.98	9.80	12.31	10.79
经营活动现金流净额	17.68	31.06	31.74	37.57
净债务/EBITDA	--	2.21	1.89	1.65
EBITDA 利息保障倍数	--	13.70	14.64	12.78
总债务/总资本	62.34%	64.47%	59.21%	58.51%
FFO/净债务	--	26.58%	34.28%	39.31%
EBITDA 利润率	--	13.24%	14.74%	15.07%
总资产回报率	--	6.47%	8.47%	8.77%
速动比率	0.66	0.62	0.58	0.70
现金短期债务比	0.79	0.72	0.75	0.91
销售毛利率	34.98%	34.33%	35.90%	37.80%
资产负债率	67.76%	69.22%	67.11%	67.06%

资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：曾利利
zengll@cspengyuan.com

项目组成员：张旻楠
zhangmy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司为国内排名靠前的大型连锁药店企业、华南区域龙头，品牌知名度较高。**公司坚持深耕华南、布局全国的战略，门店数量、营业收入、净利润在零售药店行业中排名靠前。2024年上半年公司门店扩张相对激进，2024年下半年以来受行业竞争加剧、宏观环境变化、医保控费政策推进等因素影响，门店扩张速度大幅放缓，以加盟为主、自建为辅，暂缓并购进入新省份，门店和人员也有所优化和调整，2025年一季度公司净利润恢复增长，同比增长9.70%。
- **公司回款情况较好，业务现金生成能力较强。**2024年，公司应收账款周转天数17.02天，回款速度仍快于同行业平均水平；收现比为111.38%，仍维持在较高水平。2024年EBITDA、FFO分别为35.08亿元、20.65亿元，整体经营获取现金能力仍较强。

关注

- **公司门店并购形成的商誉继续增长、面临一定减值风险。**新并购的门店对公司经营、管理能力形成挑战，同时形成较大规模商誉，2024年底公司商誉继续增长至35.22亿元，占总资产的13.32%，2024年公司计提商誉减值准备3,860.37万元，若并购的门店未来经营不达预期，公司将面临一定商誉减值风险。
- **公司财务杠杆水平较高。**截至2024年底，公司财务杠杆继续小幅上升，刚性债务仍以应付票据、租赁负债、本期债券为主，短期债务占总债务比重继续提高至65.27%。公司在建项目尚需投入资金，未来或继续推高财务杠杆水平。
- **公司内部管理与治理有待加强。**2023年公司全资子公司、实际控制人之一柯金龙被依法立案并提起公诉，柯金龙被采取刑事拘留措施（2025年1月该诉讼案件已终审判决）。因未及时披露上述信息、部分临时公告中的相关信息披露不准确，且未按规定及时报告并申请定向增发审核中止，公司及相关负责人2024年4月被中国证券监督管理委员会广东监管局采取监管谈话的行政监管措施、被上海证券交易所予以监管警示，2024年6月被上海证券交易所予以纪律处分。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**公司是全国排名靠前的大型连锁药店企业，品牌知名度较高，业务现金生成能力较强，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂
门店数量	14,684	16,553	15,277	11,498
2024年净增门店数量	1,434	2,479	1,703	1,243
总资产	279.75	264.40	210.45	168.30
归母所有者权益	107.26	68.97	65.81	74.91
营业收入	240.62	264.97	223.58	180.00
净利润	16.53	9.80	6.85	1.10
销售毛利率	40.12%	34.33%	33.17%	31.79%
资产负债率	59.27%	69.22%	66.00%	54.53%
商誉	47.69	35.22	57.56	19.83
商誉/总资产	17.05%	13.32%	27.35%	11.78%

注：1、以上各指标均为2024年/2024年末数据；

2、一心堂以自建门店为主，披露的门店数量仅为自营门店数量，其余公司均为自营和加盟门店合计数。

资料来源：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂2024年年度报告

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
大参转债	14.05	14.0464	2024-6-24	2026-10-22

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于医药零售门店建设项目、南宁大参林中心项目、汕头大参林医药产业基地项目、南昌大参林产业基地项目（一期）、新零售及企业数字化升级项目、老店升级改造项目、茂名大参林生产基地立库项目等项目。

2024年12月公司发布公告，结合外部环境变化、区域门店拓展进度及实际经营需求等情况，调减南昌大参林产业基地项目（一期）投资规模并予以结项。截至2024年底，本期债券募投项目均已结项，共使用募集资金12.79亿元，剩余募集资金14,066.54万元（含利息收入净额）用于永久补充流动资金，本期债券募集资金专项账户余额为0元。

表1 跟踪期内公司募投项目变动情况（单位：万元）

项目名称	募集资金 计划投资金额	调整后 投资总额	累计投 资金额	节余募 集资金
南昌大参林产业基地项目（一期）	12,814.01	6,726.20	6,726.20	6,087.81

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

二、 发行主体概况

“大参转债”于2021年4月进入转股期，最新转股价格为17.69元/股¹。股票回购注销、本期债券转股等因素综合影响下，2025年3月末公司股本小幅下降至11.39亿元。

跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人未发生变化。截至2025年3月底，公司实控人仍为柯云峰、柯金龙、柯康保三兄弟，持股比例分别为21.30%、20.16%、15.65%，同比无变动；其中，柯金龙、柯康保质押的股票分别占其持有公司股份的26.69%、31.15%。2024年10月，公司董秘变更，现由财务总监兼任。跟踪期内公司并购有所放缓，2024年公司购买新增子公司11家。

表2 跟踪期内公司核心高管变动情况

时间	姓名	变动前主要职务	变动后主要职务
2024年7月	梁润世	董事会秘书	投资者关系高级总监
2024年10月	彭广智	财务总监	财务总监兼董事会秘书

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

¹ “大参转债”转股价格2024年6月调整为46.80元/股（权益分派），2024年10月调整为46.49元/股（权益分派），2024年11月调整为18.00元/股（向下修正），2025年6月调整为17.69元/股（权益分派）。

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

零售药店龙头格局初步成型，行业整体集中度呈提升态势；零售药店处方外流空间仍较大，但短期增速放缓、竞争加剧，零售药店经营承压，未来成本控制能力较好的企业或将率先走出困境

全国性和区域性龙头连锁药店通过资产和股权收购等方式实现行业加速整合，规模优势和品牌影响力逐步凸显，2020年至今，连锁药店行业前五大企业及排名均保持不变，行业整体集中度呈提升态势，但相较日本TOP10零售药房约70%的市占率，国内龙头药店的集中度仍有较大提升空间。作为处方外流的有力承接者，零售药店中长期的重要性抬升趋势较为确定，但药店终端对个账支付依赖性更强，因此受门诊共济、个账改革等政策影响较大，短期或受到一定冲击导致增速放缓。从经营效能看，零售药店的日均人效及日均坪效两大指标持续下滑，进入存量竞争阶段，零售药店经营承压，未来成本控制能力较好的企业或将率先走出困境。

[详见《医药流通业：医改政策冲击边际减缓，关注零售企业偿债能力变化》。](#)

四、经营与竞争

跟踪期内，公司门店数量、营业收入、净利润在国内零售药店上市公司中仍然排名靠前。

2024年上半年，公司继续通过“自建+并购+加盟”快速扩张；2024年下半年以来为应对行业及市场环境变化，公司调整策略，门店扩张速度大幅放缓，门店扩张以加盟为主、自建为辅，暂缓并购进入新省份；同时对人员、自营门店也进行了优化调整。综合影响下，公司营业收入增速放缓，2024年、2025年一季度分别同比增长8.01%、3.02%。公司毛利率水平受加盟店占比、新店占比、产品品规、区域分布等因素影响，有所波动、整体相对稳定。

从行业来看，直营门店零售仍为收入及利润的主要来源，2024年公司零售收入规模仍高于益丰药房、老百姓以及一心堂等龙头企业，零售毛利率水平低于益丰药房，与老百姓、一心堂相近；公司加盟及分销收入增速较快、占比继续提高，2024年毛利率相对稳定，2025年1-3月毛利率同比下降主要系药品批发业务毛利率下降所致。

从产品品类来看，中西成药收入2024年、2025年1-3月持续增长，非药品、参茸滋补药材等消费类产品收入2024年、2025年1-3月持续下降。

表3 公司营业收入销售模式构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务	67.47	97.00%	32.98%	258.61	97.60%	32.74%	239.31	97.55%	34.30%
其中：零售	56.18	80.76%	37.72%	219.21	82.73%	36.62%	205.09	83.60%	38.15%
加盟及分销	11.30	16.24%	9.43%	39.40	14.87%	11.17%	34.23	13.95%	11.24%
其他业务	2.09	3.00%	99.43%	6.36	2.40%	98.78%	6.00	2.45%	99.83%
合计	69.56	100.00%	34.98%	264.97	100.00%	34.33%	245.31	100.00%	35.90%

注：1、其他业务包括促销服务、租金等，收入以促销服务为主，2024年收入同比增长主要系门店数量增长所致；

2、公司加盟及分销收入包括加盟店收入、药品批发收入。

资料来源：公司2023-2024年年度报告、2025年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

表4 公司营业收入产品构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
中西成药	53.24	76.53%	30.59%	199.68	75.36%	30.00%	176.99	72.15%	31.16%
非药品	7.09	10.20%	41.51%	29.48	11.13%	41.72%	32.59	13.28%	43.52%
参茸滋补药材	7.14	10.27%	42.34%	29.45	11.11%	42.32%	29.74	12.12%	42.88%
其他业务	2.09	3.00%	99.43%	6.36	2.40%	98.78%	6.00	2.45%	99.83%
合计	69.56	100.00%	34.98%	264.97	100.00%	34.33%	245.31	100.00%	35.90%

资料来源：公司2023-2024年年度报告、2025年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

表5 公司门店情况（单位：家、万元/家）

项目	2025年1-3月	2024年	2023年
当期净增	69	2,479	4,029
其中：自建	54	907	1,382
并购	0	420	750
加盟	189	1,885	2,158
关闭	174	733	261
期末门店数量	16,622	16,553	14,074
其中：加盟	6,239	6,050	4,165
直营	10,383	10,503	9,909

注：直营门店单店平均收入=当期零售收入/期末直营门店数量；

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告、2025 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

2024年下半年以来公司扩张以加盟为主、自建为辅，暂缓并购门店进入新省份；2024年公司传统优势区域广东、广西、河南零售收入均同比小幅增长，黑龙江、辽宁等省份对零售收入增量贡献较大；公司新店平均利润总额继续下降、呈亏损状态

跟踪期内，公司业务模式、结算方式无重大变动。业务模式仍为自营门店零售（门店以租赁为主）为主、直营式加盟为辅，2024年向加盟商收取的加盟费、服务费、药品批发差价无重大变动。公司继续探索新零售商业模式²，2024年电商渠道销售继续快速增长，占比同比略有提高，但规模仍较小、对营收、利润贡献较小；结算方式仍主要为微信、支付宝、医保卡、现金等，其中医保卡结算占比仍在30%左右。

2024年上半年，公司继续通过“自建+并购+加盟”三大模式拓展门店区域布局，深耕华南，布局全国，新进上海、内蒙古等区域，零售区域已覆盖全国21个省份（自治区、直辖市）³；其中，华南地区仍以加盟、自建扩张为主；东北、华北、西北及西南地区仍以门店并购为主；华东、华中地区仍以加盟、自建为主。2024年下半年以来为应对行业及市场环境变化，公司门店扩张策略有所调整，门店扩张大幅放缓，门店扩张以加盟为主、自建为辅，暂缓并购进入新省份，对人员、门店进行优化调整（2025年3月末，门店大规模调整优化已结束）。受策略调整影响，2024年公司当期净增门店数量同比大幅下降，闭店数量同比大幅增长。

跟踪期内，公司主营业务区域、直营门店优势区域无重大变动。2024年，公司主营收入仍以华南区域为主，东北、华北、西北及西南地区收入增长较快、贡献较大。从直营门店来看，华南区域直营门店经营效率继续高于其他地区，优势区域仍为广东、广西以及河南，2024年上述三个地区零售收入分别为116.85亿元、23.28亿元、19.77亿元，分别同比增长1.18%、1.59%、1.45%。2024年黑龙江、辽宁等省份

² 公司进驻了几乎所有头部 O2O 平台（美团、饿了么、京东到家、京东健康）、B2C 平台（天猫、京东、拼多多等），还通过“大参林健康”微信小程序开展 O2O、B2C 等线上服务。

³ 广东、广西、河南、黑龙江、江苏、新疆、辽宁、四川、重庆、河北、陕西、江西、山西、浙江、湖北、山东、福建、安徽、海南、上海、内蒙古等 21 个省（自治区、直辖市）。

为零售收入增量贡献较大，上述省份零售收入同比增加6.63亿元，占零售收入增量的46.43%。

表6 公司主营业务区域构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
华南	43.03	63.78%	35.60%	167.25	64.67%	35.43%	164.12	68.58%	36.64%
东北、华北、西北及西南地区	12.20	18.09%	27.99%	46.29	17.90%	27.46%	34.44	14.39%	28.91%
华中	6.76	10.02%	26.36%	24.67	9.54%	26.75%	22.88	9.56%	28.56%
华东	5.47	8.11%	31.73%	20.40	7.89%	29.98%	17.88	7.47%	30.58%
合计	67.47	100.00%	32.98%	258.61	100.00%	32.74%	239.31	100.00%	34.30%

注：华南地区包括广东省、广西省、海南省；华东地区包括江西省、浙江省、福建省、江苏省、山东省、安徽省、上海市；华中地区包括河南省、湖北省；东北、华北、西北及西南地区包括河北省、黑龙江省、陕西省、四川省、重庆市、辽宁省、新疆维吾尔自治区。

资料来源：公司提供、公司 2023-2024 年年度报告及 2025 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

表7 公司各区域直营门店经营效率情况（单位：家、元/平方米）

项目	2025年1-3月		2024年		2023年	
	门店数	有效月均平效	门店数	有效月均平效	门店数	有效月均平效
华南	6,323	2,372.81	6,392	2,336.89	6,255	2,469.70
东北、华北、西北及西南地区	2,028	1,933.87	2,066	1,841.46	1,802	1,943.13
华中	1,077	2,048.16	1,093	1,973.22	1,035	1,959.80
华东	955	1,861.87	952	1,866.08	817	1,840.64
合计	10,383	2,195.23	10,503	2,149.79	9,909	2,269.87

注：月均平效=月均含税零售收入/门店经营面积。

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告、2025 年第一季度主要经营数据公告，中证鹏元整理

从单店平均效益来看，2024年广东省内老店单店平均营业收入、利润总额继续下降，广东省内新店单店平均收入同比增长、利润亏损加大；广东省外老店单店收入下降、利润总额有所回升，省外新店单店收入大幅增长、利润总额由盈转亏。从老店、新店来看，老店盈利情况仍较好，平均营业收入、利润仍明显高于当年新开门店。从广东省内、省外来看，广东省内老店单店效益仍继续高于省外区域；由于自建门店培育期长于并购门店，而广东省内新增直营门店以自建为主，故广东省内新店单店平均利润总额低于省外。

表8 公司直营门店单店平均效益情况（单位：万元）

省份	项目	2024年		2023年		
		老店	新店	老店	新店	
广东省	存货	总额	127,177.52	7,795.73	110,961.50	12,276.16
		单店平均	28.83	18.30	27.95	18.66
	营业收入	总额	1,107,487.00	29,036.08	1,098,208.61	31,329.79
		单店平均	251.02	68.16	273.8	47.61
	销售毛利率	36.86%	34.29%	35.20%	36.86%	

广东省外	利润总额	总额	88,807.02	-3,708.72	88,255.89	-4,525.97
		单店平均	20.13	-8.71	22	-6.88
	存货	总额	102,582.81	9,845.56	79,798.55	27,534.32
		单店平均	21.09	13.16	20.95	18.68
	营业收入	总额	936,314.47	75,568.08	786,287.55	102,172.61
		单店平均	192.46	101.03	206.43	69.32
	销售毛利率		31.34%	30.13%	25.80%	31.34%
	利润总额	总额	57,060.23	-3,261.35	36,255.03	2,304.73
		单店平均	11.73	-4.36	9.52	1.56

注：表中统计数据为门店前台核算的经营数据，未包括审计调整金额、总部管理费用等，故与审计报告数据存在差异；资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司采购、供应商、物流仓网体系无重大变动，自主配送量占比仍较高；公司门店及仓库的智能补货系统、铺货系统以及退货系统上线，缺货率及库存周转天数大幅提升；在建项目资金需自筹，面临一定的资金压力

跟踪期内，公司采购模式、结算方式、主要供应商无重大变动。公司仍采用统一采购和地区采购相结合的采购模式。结算方式方面，对定制生产及部分代理产品、畅销产品，采取预付款形式；其他产品主要采用货到付款或者信用期付款，少数采取实销实结（以当月实际销量为付款标准）。公司供应商仍主要为大型医药流通企业、合作较为稳定，2024年前五大供应商采购占比为38.08%，同比有所提高。

2024年公司门店及仓库的智能补货系统、铺货系统以及退货系统上线，缺货率及库存周转天数大幅提升。公司物流配送模式、物流仓网体系无重大变动。公司仍根据门店规模，采用“一周一次”、“一周两次”、“一周三次”的频率对门店进行配送；门店订购商品为加快发货速度采取快递到店模式。公司通过租赁及自建方式建立了“集团仓+大区仓+地区仓”的物流仓网体系，覆盖了目前的所有业务地区，自主配送量占总配送量的比例80%以上。截止2024年末，公司共有38个仓库，仓储总面积达35万平方米，仓库总发货满足率达到99%，发货差错率低于0.008%。

2024年1月，公司发布公告，终止向特定对象发行股票，其募投项目大参林一号产业基地（物流中心）等项目建设资金改为自筹。截至2025年3月底，在建项目主要为大参林创新总部项目⁴、大参林一号产业基地（物流中心）等，资金来源均为自筹及银行贷款，面临一定的资金压力。

表9 截至 2025 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设内容	计划总投资	已投资	尚需投资
大参林创新总部项目	办公楼	21.00	14.69	6.31
大参林一号产业基地（物流中心）	配送中心	10.00	6.30	3.70

⁴ 2023年4月13日，公司发布公告，控股子公司广州参力科技有限公司（以下简称“参力科技”）以119,924.50万元购买广州市海珠区琶洲中二区土地，拟用于建设大参林互联网大健康创新总部，该项目预计总投资21亿元，资金由公司自筹，计划2023年12月开工、2027年6月竣工。

江苏医护医疗以及中药饮片生产项目	办公楼、配送中心	5.00	2.10	2.90
大参林医药智造总部项目	药厂	4.77	0.78	3.99
合计		40.77	23.86	16.91

注：1、表中计划总投资与审计报告在建工程-预算数差异主要系土地款和税金差异；
2、大参林一号产业基地（物流中心）项目主要为在佛山顺德建造大参林产业园物流中心；
3、江苏医护医疗以及中药饮片生产项目包括一期、二期，一期已完工转固；
4、大参林医药智造总部项目已投资金额主要为土地款，目前尚未开工；
5、大参林创新总部项目 2025 年 4 月已开工。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

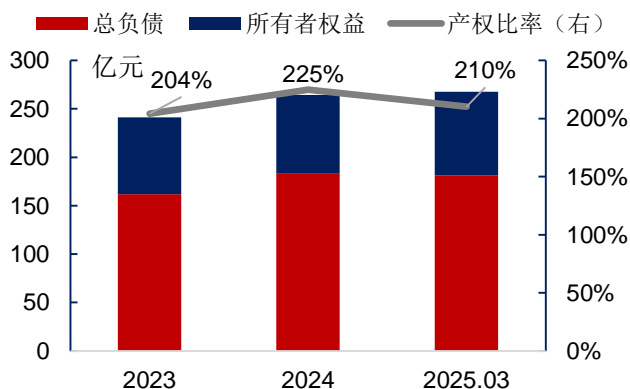
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年一季度报告。

2024 年公司主营业务现金生成能力仍较强，但营业收入增速放缓、毛利率小幅下降，同时销售费用对利润侵蚀加大，盈利能力有所下降，财务杠杆水平仍较高、流动性指标表现一般；此外，公司并购门店形成的商誉继续增长、规模较大，仍面临一定减值风险

资本实力与资产质量

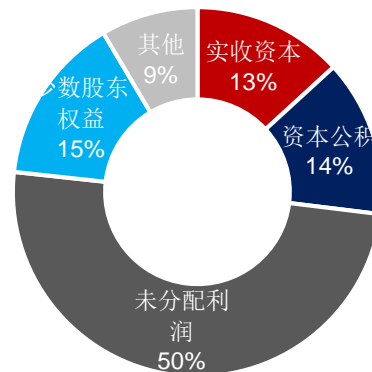
2024年公司盈余积累规模仍较大，但同期公司以自有资金进行股票分红与回购，故净资产同比略增。随着门店扩张、项目建设推进，2024年底公司总资产、总负债规模保持增长，新增资产主要沉淀在货币资金、固定资产、商誉等科目。公司产权比率继续小幅波动，净资产对负债总额的保障程度欠佳。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司为连锁药店零售企业，库存商品、门店、仓储物流配送中心为其核心资产。受益于门店及仓库的智能补货系统、铺货系统以及退货系统上线，2024年底公司存货规模同比下降，2024年存货周转天数

继续下降至85.95天，低于医药零售行业平均水平。公司库存商品规模较大，随着带量采购等国家医改政策的推进，部分药品销售价格存在下降可能，且因市场需求变化可能出现滞销情况，公司存货仍存在一定跌价风险。公司直营门店、仓储物流配送中心以租赁为主，故使用权资产规模较大，2024年公司加大对租赁期的管理、平均租赁期缩短，故使用权资产规模同比下降。

公司商誉主要系对外并购门店形成，2024年公司并购大参林百姓康诚（大庆）药房连锁有限公司等公司新增商誉5.31亿元，2024年公司计提商誉减值准备3,860.37万元，并购门店能否实现预期收益、收回投资成本存在不确定性，面临一定商誉减值风险。公司固定资产主要系行政办公楼、自建的门店和配送中心以及生产厂房等；随着大参林一号产业基地、江苏医疗器械医护用品中药饮片生产等项目部分竣工转固，2024年底公司固定资产同比增长，在建工程同比下降。公司无形资产主要系购入的大参林创新总部项目琶洲中二区 AH041104 地块等土地使用权，2024年末尚未办理权证的土地合计12.67亿元。

2024年底受限货币资金29.09亿元，主要系银行承兑汇票保证金。公司应收账款系应收医保款及赊销款，2024年应收账款周转天数17.02天，同比略增，周转速度仍然快于同行业平均水平。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	67.19	25.09%	62.17	23.51%	44.16	18.31%
应收账款	13.19	4.93%	12.89	4.88%	12.16	5.04%
存货	41.19	15.38%	41.28	15.61%	41.81	17.33%
其他流动资产	3.34	1.25%	3.42	1.30%	2.49	1.03%
流动资产合计	132.00	49.30%	125.86	47.60%	107.98	44.76%
固定资产	29.34	10.96%	29.86	11.30%	23.78	9.86%
在建工程	5.22	1.95%	4.88	1.84%	8.75	3.63%
使用权资产	36.34	13.57%	38.31	14.49%	40.49	16.78%
无形资产	19.52	7.29%	19.69	7.45%	18.59	7.71%
商誉	35.22	13.15%	35.22	13.32%	30.24	12.53%
非流动资产合计	135.76	50.70%	138.54	52.40%	133.25	55.24%
资产总计	267.76	100.00%	264.40	100.00%	241.23	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

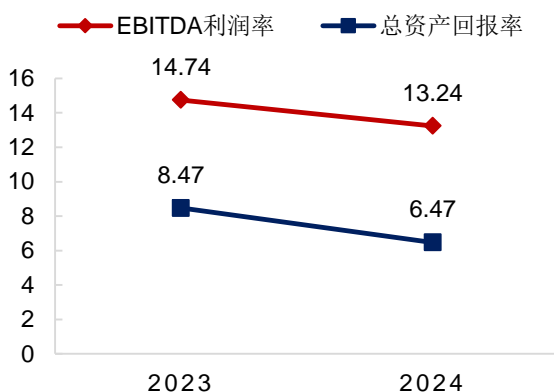
盈利能力

2024年公司营业收入同比增长8.01%，但受行业竞争加剧、宏观环境变化、医保控费政策推进，以及尚在培育期的新店较多、加盟收入占比提高等因素影响，公司毛利率小幅下降。公司销售费用主要为门店人员薪酬、门店租金、物业费、装修折旧以及水电费等，规模较大、较为刚性，对利润形成一定侵蚀。2024年上半年公司门店扩张相对激进，同时加大人员储备，2024年下半年公司已对门店、人员进行了优化调整，综合影响下，2024年公司销售费用规模同比增长10.14%，销售费用率小幅提高至23.37%。公司

期间费用率仍与行业中位数相近。受销售费用增长较快影响，公司净利润同比下降20.37%。公司EBITDA利润率、总资产回报率均同比下降。

2025年一季度，公司门店扩张继续放缓，营业收入同比增长3.02%。同期，公司门店、人员优化趋于尾声，销售费用率同比下降，净利润同比增长9.70%。需关注，2023年以来公司快速扩张，截至2024年末公司较多新店仍处于培育期，未来如果业绩不达预期，可能对公司业绩及盈利产生不利影响。未来随着行业集中度持续提高，公司作为龙头企业，预计整体盈利能力趋稳。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年公司日常结算仍以票据为主，刚性债务中应付票据规模仍较大，辅以银行借款、债券融资。租赁负债主要系门店以及仓库租赁形成，随着租赁期缩短，2024年规模同比下降。随着公司门店数量增长，以及项目建设推进，2024年公司总债务规模同比增长较快，短期债务占比提高至65.27%。应付账款系应付采购款；其他应付款主要系应付股权转让款及门店业务资产收购款、资金拆借、押金保证金等，2024年同比大幅下降主要系土地款支付所致。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.15	6.70%	17.78	9.72%	7.33	4.53%
应付票据	60.22	33.19%	56.01	30.60%	41.24	25.47%
应付账款	31.94	17.60%	28.32	15.48%	27.46	16.96%
其他应付款	10.36	5.71%	10.90	5.96%	16.00	9.88%
一年内到期的非流动负债	11.84	6.52%	12.20	6.66%	10.56	6.52%
流动负债合计	136.60	75.28%	137.07	74.89%	114.54	70.74%
长期借款	5.30	2.92%	4.85	2.65%	3.08	1.90%
应付债券	13.74	7.57%	13.61	7.44%	13.30	8.21%

租赁负债	25.30	13.94%	26.97	14.73%	30.70	18.96%
长期应付款	0.34	0.19%	0.34	0.18%	0.06	0.04%
非流动负债合计	44.85	24.72%	45.95	25.11%	47.37	29.26%
负债合计	181.45	100.00%	183.02	100.00%	161.90	100.00%
总债务	128.88	71.03%	131.75	71.99%	106.27	65.64%
其中：短期债务	84.21	65.34%	85.99	65.27%	59.13	55.65%
长期债务	44.67	34.66%	45.76	34.73%	47.13	44.35%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司业务回款情况较好，现金生成能力较强，2024 年收现比同比略增，为 111.38%，维持在较高水平。由于门店装修开支在投资活动中核算、门店租金支出在筹资活动中核算，公司经营活动净现金流规模较大、远高于净利润、FFO。受盈利能力下降影响，2024 年公司经营活动现金流净额、EBITDA、FFO 均同比下降。同期，公司财务杠杆水平同比小幅提高，偿债指标同比有所下降，但整体偿债压力仍较可控。

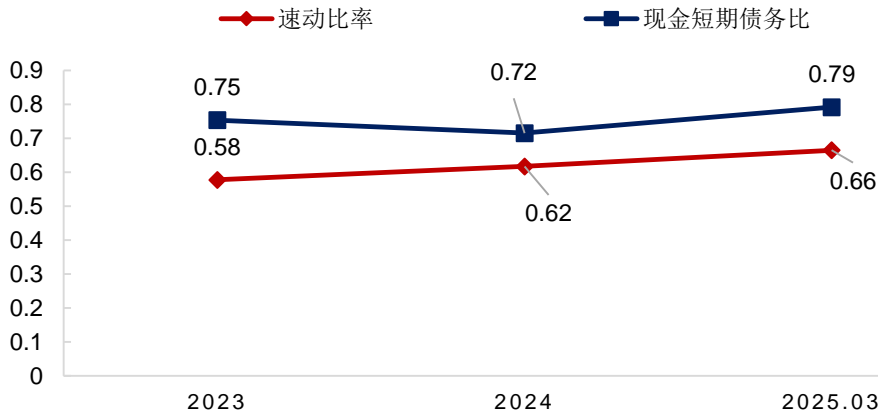
公司流动性指标小幅波动、表现一般。2025 年 3 月底，公司尚未使用的银行授信额度 104.31 亿元，尚未抵押的自建门店、仓储物流中心、行政办公楼以及土地、厂房等未来亦可为公司对外融资提供一定支持。实控人尚未质押的公司股权亦可为公司融资提供一定支持。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	17.68	31.06	31.74
FFO（亿元）	--	20.65	23.47
资产负债率	67.76%	69.22%	67.11%
净债务/EBITDA	--	2.21	1.89
EBITDA 利息保障倍数	--	13.70	14.64
总债务/总资本	62.34%	64.47%	59.21%
FFO/净债务	--	26.58%	34.28%
经营活动现金流净额/净债务	27.57%	39.98%	46.35%
自由现金流/净债务	26.20%	20.99%	20.11%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

公司及相关负责人被上海证券交易所予以监管警示、纪律处分，公司管理与治理有待加强

根据公司2024年3月公告，2023年8-11月，公司全资子公司茂名大参林连锁药店有限公司及实际控制人之一柯金龙被依法立案并提起公诉，柯金龙被采取刑事拘留措施。公司未及时披露上述信息、且部分临时公告中的相关信息披露不准确，2024年4月公司时任董事长柯云峰、总经理柯国强、董事会秘书梁润世被中国证券监督管理委员会广东监管局采取监管谈话的行政监管措施，被上海证券交易所予以监管警示。2025年1月，该诉讼案件已终审判决（茂名大参林罚金400万元，柯金龙有期徒刑三年六个月、罚金50万元）。

公司在知悉上述事项后，未按规定及时报告并申请定增审核中止。2024年6月19日，上海交易所对公司予以六个月内不接受提交的证券发行上市申请文件，对实际控制人兼时任董事长柯云峰、共同实际控制人兼时任董事柯康保、柯金龙、时任董事兼总经理柯国强、时任董事会秘书梁润世予以公开谴责。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2025年5月19日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2025年6月17日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

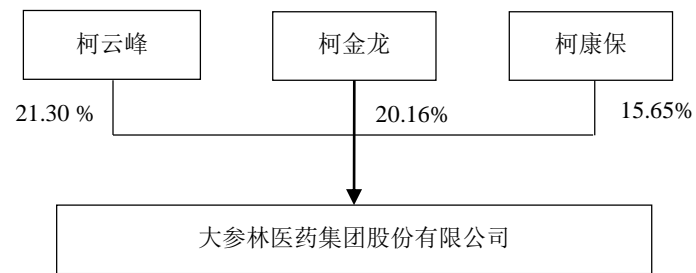
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	67.19	62.17	44.16	44.93
存货	41.19	41.28	41.81	38.72
流动资产合计	132.00	125.86	107.98	106.70
固定资产	29.34	29.86	23.78	14.08
使用权资产	36.34	38.31	40.49	36.38
商誉	35.22	35.22	30.24	23.64
非流动资产合计	135.76	138.54	133.25	101.72
资产总计	267.76	264.40	241.23	208.41
短期借款	12.15	17.78	7.33	6.97
应付票据	60.22	56.01	41.24	33.55
应付账款	31.94	28.32	27.46	27.72
一年内到期的非流动负债	11.84	12.20	10.56	9.82
流动负债合计	136.60	137.07	114.54	97.08
长期借款	5.30	4.85	3.08	1.68
应付债券	13.74	13.61	13.30	12.93
租赁负债	25.30	26.97	30.70	27.90
长期应付款	0.34	0.34	0.06	0.00
非流动负债合计	44.85	45.95	47.37	42.69
负债合计	181.45	183.02	161.90	139.77
总债务	128.88	131.75	106.27	92.87
其中：短期债务	84.21	85.99	59.13	50.35
长期债务	44.67	45.76	47.13	42.52
所有者权益	86.31	81.38	79.33	68.64
营业收入	69.56	264.97	245.31	212.48
营业利润	6.50	13.54	16.32	14.21
净利润	4.98	9.80	12.31	10.79
经营活动产生的现金流量净额	17.68	31.06	31.74	37.57
投资活动产生的现金流量净额	-1.20	-19.39	-23.03	-12.94
筹资活动产生的现金流量净额	-8.81	-9.32	-16.49	-9.34
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	35.08	36.17	32.03
FFO（亿元）	--	20.65	23.47	20.76
净债务（亿元）	64.12	77.69	68.47	52.82
销售毛利率	34.98%	34.33%	35.90%	37.80%
EBITDA 利润率	--	13.24%	14.74%	15.07%
总资产回报率	--	6.47%	8.47%	8.77%

资产负债率	67.76%	69.22%	67.11%	67.06%
净债务/EBITDA	--	2.21	1.89	1.65
EBITDA 利息保障倍数	--	13.70	14.64	12.78
总债务/总资本	62.34%	64.47%	59.21%	58.51%
FFO/净债务	--	26.58%	34.28%	39.31%
经营活动现金流净额/净债务	27.57%	39.98%	46.35%	71.13%
速动比率	0.66	0.62	0.58	0.70
现金短期债务比	0.79	0.72	0.75	0.91

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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。

注：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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号