



2022年漱玉平民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2024年 跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年漱玉平民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2024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
漱玉转债	AA-	AA-

评级观点

本次评级结果是考虑到：国内药店连锁化率和行业集中度仍在持续提升，漱玉平民大药房连锁股份有限公司（以下简称“漱玉平民”或“公司”，股票代码：301017.SZ）作为山东省医药零售行业龙头企业，在省内仍具有规模优势，营销网络的逐渐扩大推动公司 2023 年营业收入规模仍保持增长；同时中证鹏元关注到公司门店数量保持较快扩张速度，杠杆水平仍在提升，商誉占比进一步提高，需关注新设门店可能产生业绩不及预期的不利影响及潜在的商誉减值风险，此外受医改政策及新建物流中心等因素影响，公司利润出现下滑，且预计公司盈利能力仍将承压。

评级日期

2024 年 6 月 21 日

联系方式

项目负责人：吕凤鸣
lvfm@cspengyuan.com

项目组成员：陈意友
chenyy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	95.65	93.34	78.63	50.03
归母所有者权益	22.68	22.92	22.31	18.90
总债务	46.47	44.59	34.85	14.96
营业收入	24.39	91.91	78.23	53.22
净利润	0.11	1.40	2.33	1.14
经营活动现金流净额	0.75	1.43	1.48	2.38
净债务/EBITDA	--	3.41	2.07	1.55
EBITDA 利息保障倍数	--	6.57	11.33	15.24
总债务/总资本	73.79%	69.98%	62.64%	46.13%
FFO/净债务	--	15.56%	31.56%	31.92%
EBITDA 利润率	--	9.82%	10.64%	9.16%
总资产回报率	--	3.58%	6.30%	4.62%
速动比率	0.66	0.65	0.76	0.57
现金短期债务比	0.61	0.59	0.94	0.84
销售毛利率	27.27%	28.33%	28.59%	28.51%
资产负债率	75.28%	74.65%	71.17%	61.74%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **医药零售行业长期稳健增长可期，国内药店连锁化率和行业集中度仍将持续提升。**从需求端看，零售药店作为国内第二大药品销售终端，近年在终端中的销售占比逐步提升，是处方外流相关政策的主要引导方向；从供给端看，医改政策的执行使得单体和小型连锁药店的经营门槛提升，利润空间遭受挤压，预计我国药店连锁化率和行业集中度将持续提升。
- **公司是山东省医药零售行业的龙头企业，在省内仍具有规模优势。**公司是山东省内最大的医药零售连锁企业，继续通过“自建+并购+加盟”的发展战略持续扩张门店数量；截至2024年3月末，公司在山东省内以及辽宁省、福建省、甘肃省、黑龙江省和河南省等地区共拥有门店7,934家，其中直营门店4,341家（山东省内3,643家），加盟门店3,593家，营销网络逐步扩大，85%以上的直营门店取得医保资质。
- **公司营收规模保持较快增长，回款情况表现良好。**受益于营销网络的逐渐扩大以及门店数量的持续增长，公司2023年实现营业收入91.91亿元，同比增长17.49%；作为终端客户主要面向个体消费者的医药零售企业，公司整体回款情况保持良好，2023年销售商品、提供劳务收到的现金94.97亿元，经营活动现金净流入1.43亿元。

关注

- **门店扩张速度仍较快，需关注新门店可能产生业绩不及预期的不利影响。**公司2023年和2024年1-3月直营门店净增779家和237家，门店扩张速度仍然较快；由于新拓展门店前期投入费用较高且需一定培育期，2023年公司平均门店收入和平均门店客单价较2022年有所下降，仍需关注门店扩张对公司未来业绩可能产生的不利影响。
- **并购活动仍在持续，需关注对子公司的管控及潜在的商誉减值风险。**公司80%以上的直营门店集中于山东省内，主要通过并购方式逐步进入辽宁省、福建省等省外市场，2023年末公司商誉账面价值13.87亿元，较上年净增4.12亿元，占期末资产总额比重的14.86%；公司新增子公司数量较多，面临一定的管控挑战，且省外门店拓展面临不确定性，若被并购标的业绩不达预期，公司将面临一定的商誉减值风险。
- **2023年及2024年一季度公司净利润大幅下滑，整体盈利能力仍承压。**一方面，新建物流中心的前期投入及经营规模扩张产生的资金需求导致公司整体运营成本增加，2023年EBITDA利润率和总资产回报率有所下降；另一方面，随着带量采购、医保谈判及低毛利率的处方药占比提升等一系列医改政策持续推进，预计公司销售毛利率仍面临一定的下行压力，且部分医药品种存在降价的可能，需关注潜在的存货跌价风险。
- **资本开支及营运需求较大，杠杆水平提升。**2024年3月末公司总债务规模扩大至46.47亿元，资产负债率提升至75.28%，对外并购以及门店数量扩张提升采购需求等因素使公司资金需求仍较旺盛，公司自由现金流对净债务覆盖能力下降，且随着医药零售行业集中度的持续提升，预计公司在对外并购和运营资金需求方面将持续面临一定的资金压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为医药零售行业集中度将持续提升，公司作为山东省医药零售行业龙头，预计在省内继续保持规模优势。

同业比较（单位：亿元）

指标	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	漱玉平民	健之佳
门店数量（直营+加盟）	13,250	14,074	13,574	10,255	7,337	5,116
总资产	241.37	241.23	212.31	166.47	93.34	99.49
营业收入	225.88	245.31	224.37	173.80	91.91	90.81
净利润	15.81	12.31	11.24	5.60	1.40	4.14

销售毛利率	38.21%	35.90%	32.55%	33.00%	28.33%	35.88%
资产负债率	56.72%	67.11%	65.67%	52.68%	74.65%	71.41%

注：以上各指标均为 2023 年（末）数据。

资料来源：Wind，各公司年度报告，中证鹏元整理

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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了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。

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
漱玉转债	8.00	8.00	2023-6-25	2028-12-14

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年12月发行6年期8亿元可转换债券，募集资金原计划用于投资建设漱玉平民现代物流项目（二期）、漱玉（枣庄）现代化医药物流项目、数字化建设项目及补充流动资金。截至2023年末，本期债券募集资金专项账户余额为3.34亿元。

根据《漱玉平民大药房连锁股份有限公司关于使用部分闲置募集资金进行现金管理的公告》，2024年3月6日经公司董事会和监事会审议通过，在不影响公司正常生产经营及确保资金安全的情况下，公司拟使用本期债券募集资金中不超过2.00亿元闲置资金进行现金管理，现金管理品种为商业银行、证券公司及其他正规金融机构发行的安全性高、流动性好（期限不超过十二个月）的保本型产品，且上述资金额度在决议有效期内可滚动使用。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人均未发生变更。截至2024年3月末，公司总股本为40,534.03万股¹，控股股东和实际控制人仍均为李文杰，李文杰通过直接及间接控制的公司股份比例为55.89%（股权结构见附录二）。截至2024年3月末，大股东李文杰和秦光霞合计质押股份3,840万股，占公司总股本比重的9.47%。2023年公司合并报表范围内新增28家子公司，减少3家子公司；2024年1-3月增加10家子公司，合并报表范围变化详见附录四。

公司2023年9月25日公告称拟以支付现金71,486.04万元的方式购买天津天士力医药商业有限公司持有的辽宁天士力大药房连锁有限公司90%股权、济南平嘉大药房有限公司60%股权以及李杉杉持有的辽宁天士力大药房连锁有限公司10%股权²。根据《漱玉平民大药房连锁股份有限公司关于终止重大资产购买事项的公告》，2023年12月28日经公司董事会和监事会审议通过，公司及交易各方对本次交易方案及补充事宜未能达成一致意见，因此终止此次重大资产重组事项，本次重组的终止不会对公司现有的日常经营和财务状况等方面造成重大不利影响。

¹ 报告期内公司，共有75张“漱玉转债”完成转股，增加股本369股。

² 辽宁天士力大药房连锁有限公司主要销售区域覆盖辽宁省9个地级市和天津市，为辽宁省排名前列的医药零售连锁企业；济南平嘉大药房有限公司主要销售区域为济南市，为济南市场份额排名前列的医药连锁企业。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化：城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

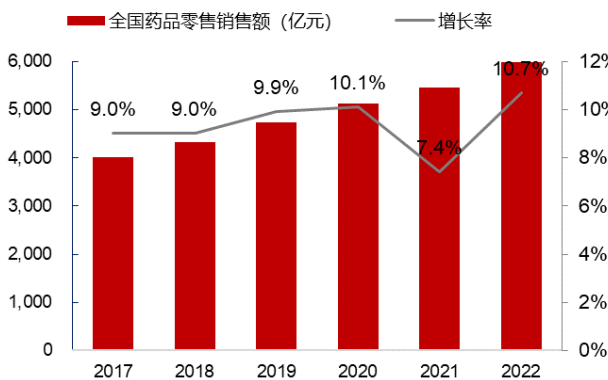
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

从需求端来看，国内处方外流为中长期趋势，零售药店作为第二大销售终端，是处方外流的有力承接者，销售占比逐年提升，长期稳健增长可期

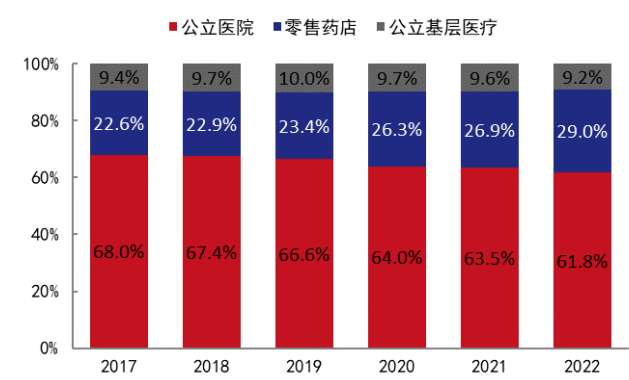
根据商务部 2023 年 11 月发布的《2022 年药品流通行业运行统计分析报告》，2022 年全国药品流通市场销售规模稳步增长，全国七大类医药商品销售总额 27,516 亿元，其中药品零售市场销售额为 5,990 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.7%。从终端销售结构来看，尽管公立医院仍占据主要市场，但销售占比仍在逐年下降，而零售药店在终端销售的占比从 2017 年的 22.6% 逐渐提升至 2022 年的 29.0%，第二大销售终端的地位稳固。

图 1 全国药品零售销售额保持增长



资料来源：商务部，中证鹏元整理

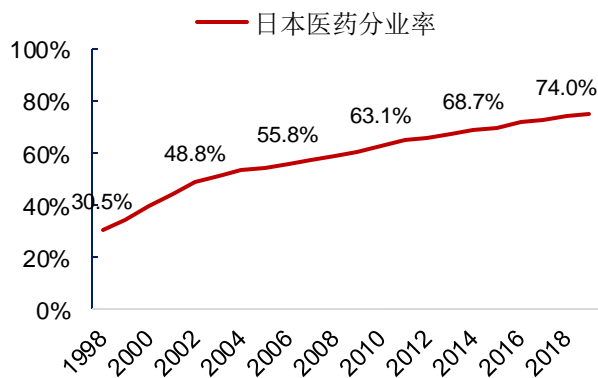
图 2 零售药店的销售占比逐年提升



资料来源：米内网，中证鹏元整理

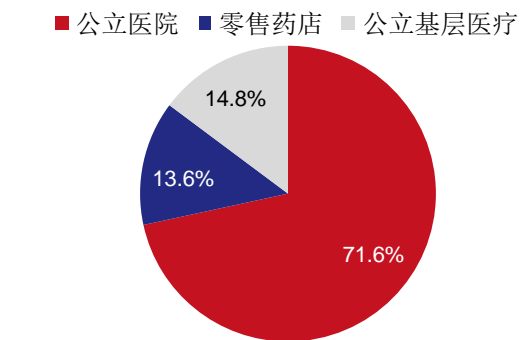
1974 年起，日本开始推出政策提升医生服务费用且严格限制药品加成率，1987 年针对 37 个国立示范医院发出“达到 70% 以上完全医药处方分业率”的指导性目标，2019 年日本医药分业率近 75%，基本实现医药分离。我国近年出台多项医改政策，旨在通过降低药占比、取消药品加成、试点电子处方流转平台等方式促进处方外流，2020 年国内处方药的零售药店占比为 13.6%，参考日本高度医药分开的经验，国内处方外流仍有较大提升空间。

图 3 日本已基本实现医药分离



资料来源：米内网，中证鹏元整理

图 4 国内处方药三大终端销售占比



资料来源：米内网，中证鹏元整理

从近期国家发布的处方外流相关政策来看，主要引导方向为零售药店，如 2021 年 8 月国家卫健委和医保局组织印发的《长期处方管理规范（试行）》明确了患者可自主选择在医疗机构或社会零售药店

调剂取药；2023年2月国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，高度重视定点零售药店纳入门诊统筹工作，将门诊统筹基金用于扩大医药服务供给，保障居民更好地享受统筹医保便利，从现有统筹资质门店数量来看，龙头零售在处方外流趋势下占据先机。

表1 处方外流主要相关政策及内容

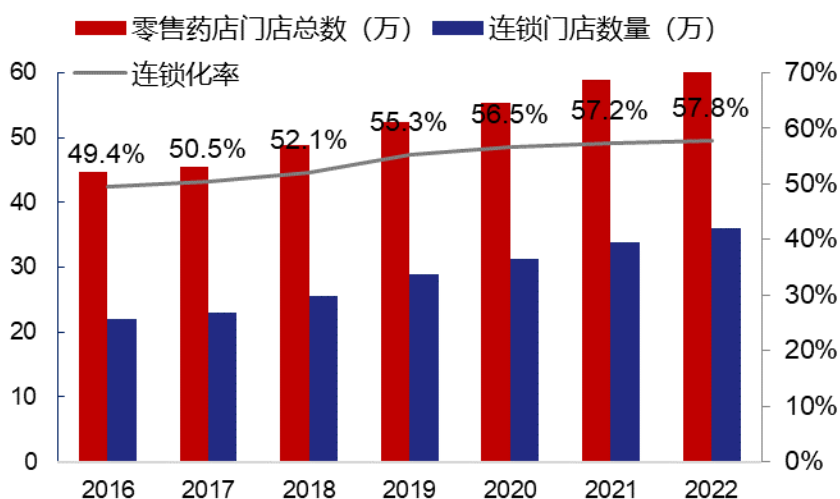
时间	发布单位	发布文件	主要内容
2021.5	国家医保局、卫健委	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	提出定点零售药店要与医保信息平台、电子处方流转平台等对接，保证电子处方顺畅流转
2021.6	国务院办公厅	《关于推动公立医院高质量发展的意见》	建立药品追溯制度，提出探索公立医院处方信息与药品零售消费信息互联互通
2021.7	国家医保局	《关于优化医保领域便民服务的意见》	提出实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务
2021.8	国家医保局、卫健委	《长期处方管理规范（试行）》	规定医师开具长期处方后，患者可以自主选择在医疗机构或者社会零售药店进行调剂取药
2023.2	国家医保局	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，为参保人员提供门诊统筹用药保障

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

从供给端来看，监管政策趋严背景下，连锁药店的经营门槛提升，单体和小型利润空间遭受挤压，龙头企业借助资本力量加速整合，我国药店连锁化率和行业集中度持续提升；近年线上药店销售额占比快速提升，各大零售药店积极推进数字化转型并加大线上业务布局

随着全国性和区域龙头企业借助资本力量加速整合，连锁药店逐渐成为行业发展的主流，同时零售连锁化率的提升亦有利于行业集中度的提升以及政府监管成本的降低。2016-2022年全国零售药店门店总数从44.7万家增长至62.3万家，其中零售连锁门店数量从22.1万家增长至36.0万家，零售药店行业连锁化率从49.4%持续提升至57.8%，预计未来仍有一定提升空间。

图5 全国零售药店连锁化率持续提升

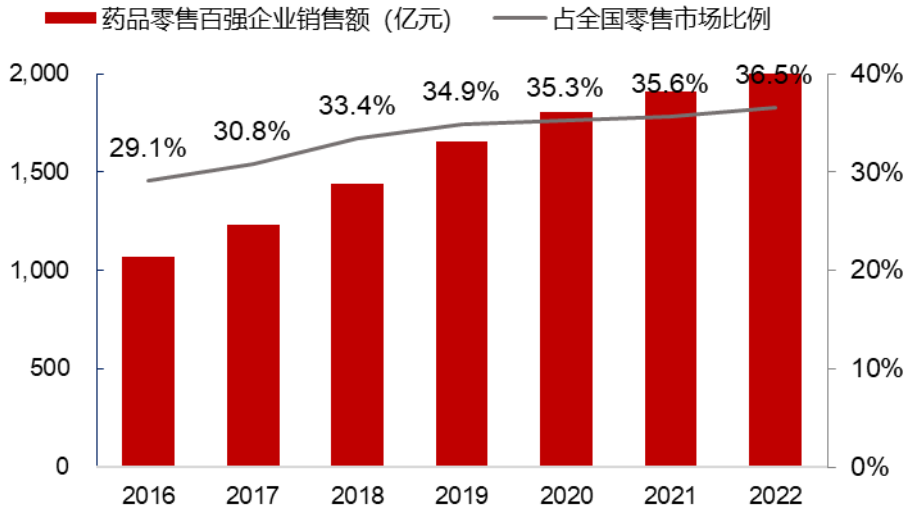


资料来源：商务部，中证鹏元整理

从行业集中度来看，2022年全国百强零售药店的销售总额为2,184亿元，同比增长14.2%，占全国零售市场总额的36.5%，同比提高0.9pct；此外TOP10/20/50零售药店的市场占有率分别为22.3%/26.8%/

33.0%，较 2021 年分别+1.2pct/+1.3pct/+1.3pct，行业整体集中度呈提升态势。日本零售药房 TOP10 的占有率约为 70%，国内龙头药店的集中度仍有较大提升空间。

图6 药品零售百强企业销售额及占全国零售市场比例持续提升



资料来源：商务部，中证鹏元整理

表2 2022 年全国百强零售药店市占率持续提升（单位：亿元）

项目	2022 年销售总额	市场占有率	市占率同比变化
TOP10	1,337	22.3%	+1.2pct
TOP20	1,607	26.8%	+1.3pct
TOP50	1,976	33.0%	+1.3pct
TOP100	2,184	36.5%	+0.9pct

资料来源：商务部，中证鹏元整理

近年零售药店行业集中度持续提升，一方面系医改政策的执行对零售药店的经营能力和议价能力等方面均提出了更高的要求，经营门槛的提升和利润空间的压缩使得单体药店和小型连锁药店的市场份额遭到快速挤压；另一方面无法承受经营成本上升的尾部企业逐渐接受并购退出，龙头连锁药店通过资产和股权收购等方式实现快速扩张，进一步加速行业集中度的提升。

表3 有利于药店集中度提升的主要相关政策

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2017	国家卫计委	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》	压缩药品流通环节，小型流通企业逐渐退出，单体药店面对大型流通企业缺乏议价能力
2018	商务部	《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》	提升药店的经营门槛，对经营面积、存储条件、药品供应能力、药学技术人员配置等方面提出了规范化要求
2019	浙江省药械采购平台等	《关于全省性医药连锁药店集团开通浙江省药械采购平台采购权限有关事项的通知》等	向连锁药店开放集采平台，药店成本端将得以改善，龙头药店首先受益
2021	国家医保局	《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》	满足药师、医保管理人员配置以及相关制度要求的定点零售药店可以申请纳入门诊慢性病、特殊病购药定点机构
2021	国家医保局、卫健委	《长期处方管理规范（试行）》	要求医疗机构或家庭医生团队对患者进行随访管理，大型药店已在慢性病的健康管理等方面有所布局，长期受益于处方外流

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是山东省医药零售龙头企业，近年通过“自建+并购+加盟”的发展战略实现门店数量的快速扩张，截至2024年3月末拥有门店近8,000家，营销网络逐步扩大，收入规模保持增长；目前公司85%以上的直营门店已取得医保资质，商品采购及仓储物流配送体系逐步完善，预计公司未来将继续拓展空白区域和市场，但需关注新设及并购门店前期经营面临的不确定性

公司主营业务为医药零售连锁业务，主要经营范围包括中西成药、保健食品、中药饮片、健康器械等产品的经营销售，主要收入来源于直营连锁门店医药产品的销售，同时公司兼营少量药品批发和加盟业务。公司坚持直营连锁为主的营销模式和区域深耕的稳健扩张策略，实现市场合理化布局。截至2024年3月末，公司在山东省、辽宁省、黑龙江省、福建省、河南省及甘肃省等地区共拥有门店 7,934家，其中直营门店 4,341家，加盟门店3,593家，较2023年3月末分别增加721家和1,172家，近年公司营业收入持续增长，主要受益于近年通过收购及新设立门店等方式实现直营门店数量的持续增长。毛利率方面，2023年公司零售业务毛利率较2022年小幅下降，批发业务毛利率有所回升，整体销售毛利率小幅下滑0.26个百分点。

此外2024年1-3月公司实现营业收入24.39亿元，同比增长17.69%，实现归母净利润0.11亿元，同比下降83.72%，净利润下降的主要原因在于：一方面感冒类产品同比上年需求降低、销售下滑，导致毛利率同比下降，另一方面2023年四季度新增物流中心投入运营，导致2024年一季度公司运营费用大幅增加。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
零售	21.94	89.94%	27.62%	79.32	86.30%	28.83%	68.11	87.07%	29.72%
批发	1.93	7.94%	4.64%	9.77	10.63%	5.57%	7.68	9.81%	4.21%
促销、陈列与咨询服务	0.43	1.77%	100.00%	2.12	2.31%	100.00%	1.30	1.66%	100.00%
主营业务合计	24.30	99.65%	27.07%	91.21	99.24%	27.99%	77.09	98.54%	28.37%
其他业务收入	0.09	0.35%	83.30%	0.70	0.76%	73.65%	1.14	1.46%	43.81%
合计	24.39	100.00%	27.27%	91.91	100.00%	28.33%	78.23	100.00%	28.59%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司继续通过“自建+并购+加盟”的发展战略实现门店数量的持续增长，门店数量已近8,000家，在山东省内具有规模优势；公司在深耕山东省内市场的基础上开拓辽宁、黑龙江、福建和河南等省外市场，但新设及并购门店达到正常运行需要一定的培育期，仍需关注其对公司业绩可能产生的不利影响

公司总部位于山东省济南市，目前连锁门店覆盖山东省15个地级市和数个其他省份，区域开拓以山

东省为主，充分占领省内市场，近年经营规模和门店数量持续增长，在省内具有规模优势。截至2024年3月末，公司在山东省及其他省份共拥有门店7,934家，其中直营门店4,341家（辽宁省226家、黑龙江省43家、福建省371家，河南省8家，甘肃省50家，其余直营门店均位于山东省内），较上年同期增长19.92%。公司已取得医保资质的直营门店3,831家，占直营门店数量的88.25%。

公司门店扩张的主要方式包括自建、并购和加盟三种模式，2023年和2024年3月末公司直营门店数量为4,104家和4,341家，门店扩张仍在持续，主要通过新建和收购方式实现门店数量和区域覆盖的提升。一般而言，在当地已具有一定市场份额的情况下，公司通常以自建模式为主进行扩张，对于空白或成熟度较低的市场，若具有合适标的，公司将采取并购方式进行扩张。公司加盟业务起步于2019年，近年进入快速发展时期，2023年末公司已有的特许授权签约药店3,233家，现已覆盖东北三省、甘肃、河北、江苏等15个省、自治区、直辖市，已建立覆盖共计全国53个地级市的漱玉健康加盟网络。受外部环境因素以及近年新增门店尚处前期培育阶段等因素影响，2023年公司平均门店收入和平均门店客单价较2022年有所下降，公司自建门店增长较快，而新拓展门店前期各项费用（房租费用、人员储备费用等）投入较高且需要一段时间的培育，吸引客流增长后才能达到预期盈利水平，仍需关注新增门店对公司未来业绩可能产生的不利影响。此外，需关注各省对纳入职工门诊统筹定点范围的零售药店购药实现限额管理等医改政策对门店后续经营的潜在影响。

表5 近年公司直营门店整体经营情况

项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
线下门店零售收入（亿元）	21.17	76.20	65.60
直营门店数量（家）	4,341	4,104	3,325
当期并购（家）	218	445	450
医保资质门店（家）	3,831	3,595	2,828
平均门店收入（万元/家）	48.8	185.7	197.3
平均门店客单量(万单/家)	0.51	2.29	2.26
平均客单价（元/单）	95.1	84.8	87.5

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售品种来看，近年公司中西成药的销售占比最高，主要包括心脑血管疾病、补益类药、外用药、消化系统用药等，在处方外流等政策的推行下，低毛利率的处方药销售占比有所提升；保健食品的销售占比次之，主要包括钙片、维生素与矿物质、益生菌、蛋白粉等；此外，中药饮片、健康器械等产品亦丰富了公司的销售品类。公司销售结算包括现金、银联、第三方支付和医保卡等方式，近年医保卡支付结算的占比在40%左右，各地医保中心的结算账期略有差异，一般在2-6个月。

表6 近年公司零售收入销售品种结构（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

中西成药	17.23	78.53%	60.79	76.64%	51.24	75.21%
保健食品	1.52	6.93%	5.75	7.25%	4.82	7.08%
中药饮片	1.33	6.06%	4.84	6.10%	3.97	5.83%
健康器械	1.25	5.70%	5.27	6.64%	5.58	8.19%
其他商品	0.61	2.78%	2.67	3.37%	2.51	3.69%
合计	21.94	100.00%	79.32	100.00%	68.11	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司零售与批发收入主要来自于山东省内，其中济南市、青岛市、东营市、淄博市等区域的直营门店数量较多，经营时间较长，商圈较为成熟，品牌影响力较高，门店收入贡献较大。2023年公司通过收购和加盟方式进入黑龙江省、甘肃省和吉林省等区域，对批发与零售收入形成增量贡献。此外，公司近年积极拓展天猫旗舰店、京东旗舰店、“漱玉平民+小程序”等线上平台，线上业务亦取得较快发展。

表7 近年公司各区域零售与批发收入情况（亿元）

项目	2024年 1-3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
零售与批发收入	23.87	98.23%	89.09	97.68%	75.79	98.31%
山东省	20.94	86.17%	82.01	89.91%	72.65	94.24%
辽宁省	1.17	4.81%	2.64	2.89%	1.15	1.49%
福建省	0.60	2.47%	2.31	2.53%	1.86	2.41%
河南省	0.05	0.21%	0.25	0.27%	0.13	0.17%
黑龙江省	0.69	2.84%	1.31	1.44%	--	--
甘肃省	0.16	0.66%	0.53	0.58%	--	--
其他	0.26	1.07%	0.04	0.04%	--	--
促销、陈列与咨询服务收入	0.43	1.77%	2.12	2.32%	1.30	1.69%
合计	24.30	100.00%	91.21	100.00%	77.09	100.00%

注：其他包括中国香港、吉林省、日本等区域

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至 2023 年 12 月末公司直营门店分布及经营效率（单位：家、平方米、元/平方米）

区域	门店数量	医保资质门店数量	门店经营面积	日均坪效
山东省	3,629	3,146	416,334	49
辽宁省	221	210	29,504	31
福建省	153	145	15,231	42
甘肃省	50	44	6,126	34
黑龙江省	43	43	6,898	89
河南省	8	7	1,750	41
合计	4,104	3,595	475,843	48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着门店数量的持续扩张，公司根据自身业务布局对配套的商品采购及仓储物流配送体系继续加以完善，新建物流项目保持同步推进，2023 年公司采购规模继续增长，预计未来公司在门店扩张及商品采购等方面仍面临一定的流动性压力

公司设置商品中心负责商品结构的制定、新产品的开发、商品的引进汰换及库存管理，商品采购主要由漱玉医药物流（山东）有限公司³（以下简称“漱玉医药物流”）负责，采用集中采购和地区采购相结合的方式：集中采购模式由商品中心汇集各个区域的需求信息，由漱玉医药物流统一与供应商进行业务洽谈并签订采购合同，该模式可利用公司直营连锁门店的规模优势降低采购成本，有利于控制商品质量风险；地区采购模式由各子公司根据运营区域需求信息，单独与供应商进行采购谈判并签订采购合同（或由委托配送方与供应商签订采购合同），该模式主要用于销售量较小或销售区域性较强的品类，满足区域的个性化消费需求。

从采购金额来看，随着近年门店数量的扩张，公司采购规模亦保持持续增长，从采购品种结构来看，基本保持稳定。公司的供应商主要为国内主流的医药流通企业和制药企业，均约定了一定的采购返利政策，公司与供应商的结算周期一般在 1-3 个月，2023 年和 2024 年 1-3 月公司前五大供应商的采购占比为 42.19% 和 44.15%，整体采购情况较为稳定。

表9 近年公司采购品种结构（单位：亿元）

项目	2024 年 1-3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中西成药	13.61	82.68%	51.90	81.24%	42.58	76.58%
保健食品	1.01	6.14%	3.38	5.29%	3.34	6.02%
中药饮片	0.84	5.10%	3.19	4.99%	2.76	4.96%
健康器械	0.61	3.71%	3.21	5.02%	4.58	8.24%
其他商品	0.39	2.37%	2.21	3.46%	2.34	4.21%
合计	16.46	100.00%	63.89	100.00%	55.60	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 近年公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

时间	客户名称	采购金额	比例
2024 年 1-3 月	九州通医药集团股份有限公司及其关联方	22,925.29	13.93%
	上药控股有限公司及其关联方	18,146.01	11.02%
	华润医药集团有限公司及其关联方	14,637.67	8.89%
	国药控股股份有限公司及其关联方	11,049.31	6.71%
	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联方	5,930.87	3.60%
	合计	72,689.15	44.15%

³ 原名为“山东飞跃达医药物流有限公司”，2023 年 11 月更为现名

2023年	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	95,863.30	15.00%
	上药控股有限公司及其关联单位	65,978.38	10.32%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	51,161.76	8.01%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	43,137.19	6.75%
	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位	13,479.00	2.11%
	合计	269,619.63	42.19%
2022年	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	63,263.67	11.38%
	上药控股股份有限公司及其关联单位	51,948.18	9.34%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	47,646.23	8.57%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	40,016.34	7.20%
	扬子江药业集团有限公司及其关联单位	7,984.86	1.44%
	合计	210,859.26	37.93%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的物流配送由子公司漱玉医药物流负责，采用自主配送为主、委托配送为辅的配送模式：自主配送模式下，漱玉医药物流合法持有开展物流业务所需的全部资质及证照，由其完成采购商品入库及门店分拨配送环节；委托配送模式下，由公司委托具备相关资质的医药流通企业向部分地区门店配送商品，委托配送的占比约为10%。物流体系以公司统一的ERP系统为中枢，打通门店端与物流端的数据传输，即时响应门店的配送需求。公司着力打造以济南仓为全国总仓辐射各省仓、地区仓的物流部署格局，保障直营及加盟门店的商品配送服务，截至2023年底，公司在山东、福建、黑龙江、辽宁、吉林、河南等地部署省级、地区级配送中心，已运营的医药物流仓储总面积超过10万平方米。

随着门店数量规模的持续扩张，公司新建物流项目亦同步推进，主要包括本期债券募投项目漱玉平民现代物流项目（二期）和漱玉（枣庄）现代化医药物流项目等，用以缓解现有物流配送体系承载能力不足的压力，扩大公司物流配送网络辐射的广度和深度，降低配送成本，提升配送效率；截至2023年末，公司主要在建项目未来尚需投资4.77亿元，存在一定的资本开支需求，但募集资金仍可对项目建设资金实现较好覆盖。

表11 2023年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	已投入金额	未来尚需投资
漱玉平民现代物流项目（二期）	2.95	0.49	2.46
漱玉（枣庄）现代化医药物流项目	2.15	0.78	1.37
数字化建设项目	0.98	0.04	0.94
合计	6.08	1.31	4.77

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

2023年医药批发收入规模继续扩大，为公司营业收入形成良好补充，但毛利率偏低，对公司整体利润贡献有限

随着公司零售业务持续增长，为发挥对商品的议价能力和物流配送能力，公司在专注于医药零售业务的基础上，于2017年起逐步尝试拓展对外医药批发业务，该业务主要由漱玉医药物流承接，主要面向中小型医药批发企业、单体和中小型连锁加盟药店等机构批发销售药品，账期一般制定为60-90天。随着加盟业务的持续扩张，近年公司批发收入规模持续增长，成为零售业务的有效补充，2023年和2024年1-3月批发业务的前五大客户占比分别为63.34%和53.86%。批发业务毛利率较低，对公司整体利润贡献有限。

此外，由于终端产品同质化竞争愈加激烈，公司作为山东省内具有较强经营规模和品牌优势的医药零售企业，在传统的药品购销模式基础上，通过柜台展示、广告宣传等方式为供应商提供终端陈列推广和促销等服务以收取费用，与公司的市场影响力及销售规模呈正向关系，可为公司零售业务的发挥提供有效补充。

表12 近年公司批发业务前五大客户销售情况（单位：万元）

时间	客户名称	销售金额	比例
2024年1-3月	甘肃众友健康管理集团有限公司及其关联单位	5,872.55	30.33%
	青岛紫光药业有限公司及其关联单位	2,945.22	15.21%
	山东奥瑞森医药有限公司	657.00	3.39%
	安庆伊康商贸有限责任公司	627.84	3.24%
	济宁市广联医药连锁有限公司	327.97	1.69%
	合计	10,430.58	53.86%
2023年	甘肃众友健康管理集团有限公司及其关联单位	37,376.55	38.25%
	青岛紫光药业有限公司及其关联单位	17,348.71	17.75%
	山东华源天宏药业有限公司	2,586.40	2.65%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	2,549.93	2.61%
	山东威登医药科技有限公司	2,036.34	2.08%
	合计	61,897.93	63.34%
2022年	青岛紫光药业有限公司及其关联单位	26,317.69	34.29%
	甘肃众友健康医药股份有限公司及其关联单位	5,646.28	7.36%
	招远市医药有限责任公司	2,478.56	3.23%
	山东奥瑞森医药有限公司	1,837.71	2.39%
	威海天福医药有限公司	1,812.14	2.36%
	合计	38,092.38	49.63%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

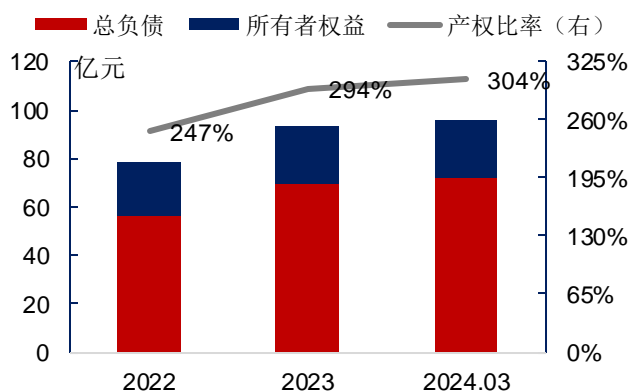
以下分析基于经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内合并报表范围变化情况见附录四。

资本实力与资产质量

2023年公司总资产规模增幅较大，增量资产主要来自利润留存以及门店数量扩张产生的并购资金和经营性采购资金需求；公司存量资产中的应收账款、存货及商誉规模较大，仍存在一定的账款回收风险、存货跌价风险和商誉减值风险

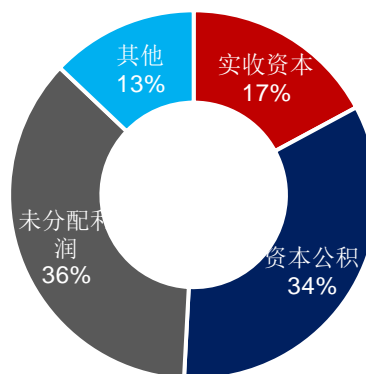
2023年公司总资产规模增幅较大，一方面受益于盈余留存，公司2023年所有者权益规模小幅增长，另一方面，并购资金需求、门店数量扩张产生的采购需求等因素使得公司总负债规模扩张较快，所有者权益对负债的整体保障程度进一步下降。

图 7 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金规模占总资产比重较高，2023年末受限货币资金规模为5.68亿元，主要为票据保证金。随着公司门店数量的持续扩张，公司应收账款、存货、预付款项等经营性资产均有明显增长。公司应收账款主要包括应收医保款、第三方支付款和批发款，大部分账龄在1年以内，其中应收医保款和第三方支付款的坏账风险较小，应收批发款存在一定的回收风险，余额随着批发业务规模的扩张同步增长，其中对山东康源医药集团有限公司和康源医药连锁有限公司合计463.22万的应收款项已全额计提坏账准备。预付款项主要包括预付供应商货款及门店房租款，账龄多在1年以内。存货主要为库存商品，随着近年门店数量的持续扩张，新增门店的备货需求持续增长，考虑到随着国家医改政策的持续推进，部分品种存在降价的可能，未来需关注公司存货潜在的跌价风险。

其他非流动金融资产主要系公司为持续布局药店行业持有的部分省内外医药零售企业股权，不构成控制或重大影响，主要包括青岛紫光药业有限公司、济宁市广联医药连锁有限公司等。长期股权投资系

公司持有湖南中百医药投资有限公司、山东威登医药科技有限公司和哈尔滨宝丰大药房连锁有限公司等公司的股权，2023年权益法核算的投资收益为197.24万元，需关注后续的收益持续性。公司固定资产主要包括办公楼、物流中心及用于门店经营的少量自有物业，2023年末账面价值3,106.40万元的权属证书仍在办理中。在建工程主要为本期债券募投项目漱玉平民现代物流项目（二期）和枣庄现代化医药物流等项目。使用权资金主要系门店租金。2023年公司通过自有资金及银行借款购得哈尔滨宝丰大药房连锁有限公司69%股权、本溪漱玉平民康源大药房连锁有限公司70%股权、昌邑金通大药房有限公司90%股权等，新增商誉4.19亿元，在完善省内布局的同时进一步开拓了辽宁省等地市场，需关注后续的综合情况，若被并购门店业绩不达预期，公司将面临一定的商誉减值风险。

受限资产方面，2023年末公司受限资产规模为7.14亿元，包括1.38亿元应收票据（不满足票据终止确认条件）、0.09亿元固定资产（设立抵押）和5.68亿元货币资金（票据保证金等）

表13 公司 2023 年新增商誉构成情况（单位：万元）

被投资单位名称或形成商誉的事项	期末账面原值	期末商誉减值准备	期末账面价值
齐鲁医药 21 家门店	4,870.54	0.00	4,870.54
昌邑金通大药房有限公司	7,075.27	0.00	7,075.27
冠县鑫鑫民大药店连锁有限公司	4,224.04	0.00	4,224.04
本溪漱玉平民康源大药房连锁有限公司	9,713.10	0.00	9,713.10
甘肃漱玉百姓医药连锁有限公司	2,291.70	0.00	2,291.70
哈尔滨宝丰大药房连锁有限公司	9,350.53	0.00	9,350.53
辽宁漱玉平民一明大药房连锁有限公司	4,352.96	0.00	4,352.96
合计	41,878.15	0.00	41,878.15

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.05	15.73%	13.97	14.97%	18.60	23.66%
应收账款	12.32	12.88%	12.00	12.86%	7.70	9.79%
预付款项	3.59	3.75%	4.17	4.47%	3.36	4.27%
存货	21.62	22.60%	20.68	22.16%	17.94	22.81%
流动资产合计	57.10	59.70%	55.11	59.04%	49.72	63.24%
其他非流动金融资产	1.17	1.22%	1.17	1.25%	1.17	1.48%
长期股权投资	1.11	1.16%	1.08	1.16%	1.42	1.80%
固定资产	3.92	4.09%	3.95	4.23%	4.03	5.13%
在建工程	1.61	1.68%	1.46	1.56%	0.26	0.33%
使用权资产	9.27	9.69%	8.87	9.50%	8.29	10.54%
商誉	16.70	17.46%	13.87	14.86%	9.75	12.40%
非流动资产合计	38.54	40.30%	38.23	40.96%	28.91	36.76%

资产总计	95.65	100.00%	93.34	100.00%	78.63	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

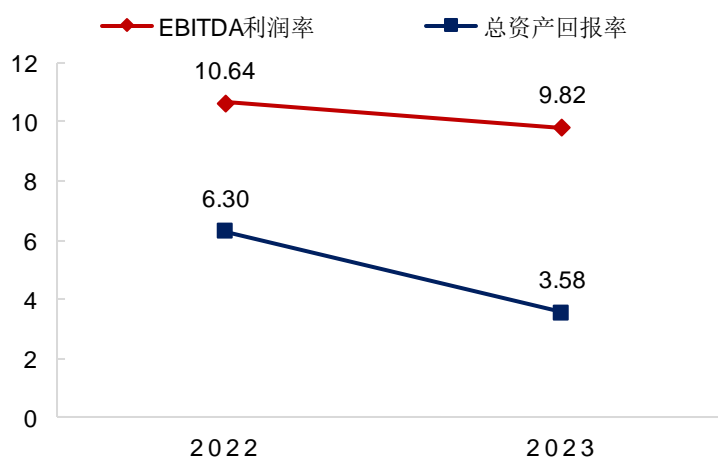
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

门店数量的持续扩张带动公司2023年营业收入保持较快增长，但新建物流中心及新增资金成本等对公司利润造成一定侵蚀，公司2023年EBIDA利润率和总资产回报率均有所下降；随着医改政策的逐步推进，预计公司盈利能力有所承压，且未来仍需关注对外并购进程以及新设门店的培育情况对公司盈利的影响

2023年公司继续通过收购及新设立门店等方式实现门店数量的持续增长，2024年3月末公司共拥有门店7,934家，其中直营门店4,341家，加盟门店3,593家，带动零售收入快速增长，同时对加盟店的批发等其他业务收入继续对营业收入形成了较好补充，2023年实现营业收入同比增长17.49%。毛利率方面，2023年公司零售业务毛利率较2022年小幅下降，批发业务毛利率有所回升，整体毛利率小幅下滑；由于公司聚焦打造全国一体化的物流体系，在山东、黑龙江、辽宁、福建等省份部署了省级和地区级配送中心，新建物流中心的较大前期投入较大导致公司2023年运营成本显著增加，且资金需求增加亦使公司资金占用成本相应增加，2023年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比增长0.82、0.58和0.31个百分点，因此公司2023年归母净利润同比下降42.01%，EBITDA利润率和总资产回报率较2022年均有所下降。此外，2024年1-3月公司实现营业收入24.39亿元，同比增长17.69%，实现归母净利润0.11亿元，同比下降83.72%。未来一方面需关注低毛利率的处方药销售占比提升以及部分品种的降价对公司造成的潜在影响，另一方面需关注新设及并购门店培育期面临一定的不确定性。整体而言，预计公司未来盈利能力仍将有所承压。

图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

作为终端客户主要面向消费者的医药零售企业，公司整体回款情况良好，但受对外并购以及门店扩张提升采购资金需求等因素影响，公司总债务规模及资产负债率上升明显；随着未来医药零售行业集中度的持续提升，公司在对外并购和物流建设等方面仍将面临一定的资本支出压力

2023年公司总负债规模继续较快增长，年末有息债务规模44.59亿元，占负债比重达63.99%。一方面，公司新增部分长期借款用于并购扩张，2023年末质押借款和保证借款的利率区间为4.25%-4.75%，抵押借款利率为4.05%，信用借款利率为3.10%-4.75%，整体利率水平尚可；另一方面，持续扩张的门店数量以及新增的采购需求使公司短期流动性需求上升，短期借款和应付票据亦保持增长。从期限结构来看，短期债务占比过半，到期规模相对集中，但考虑到公司账面资金相对充裕，且应收医保款和第三方支付款坏账风险较小，集中兑付压力尚可。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.46	21.47%	16.31	23.42%	12.10	21.62%
应付票据	6.84	9.50%	5.86	8.41%	5.25	9.38%
应付账款	14.37	19.96%	13.12	18.83%	12.52	22.38%
一年内到期的非流动负债	6.14	8.53%	5.70	8.18%	3.89	6.95%
其他流动负债	6.80	9.45%	7.15	10.26%	4.31	7.71%
流动负债合计	53.45	74.24%	52.64	75.55%	42.06	75.17%
长期借款	7.50	10.41%	6.58	9.45%	3.38	6.05%
应付债券	6.87	9.54%	6.80	9.75%	6.50	11.61%
租赁负债	3.66	5.08%	3.34	4.79%	3.73	6.67%
非流动负债合计	18.55	25.76%	17.04	24.45%	13.90	24.83%
负债合计	72.00	100.00%	69.67	100.00%	55.96	100.00%
总债务合计	46.47	64.54%	44.59	63.99%	34.85	62.28%
其中：短期债务	28.44	39.50%	27.87	40.01%	21.24	37.95%
长期债务	18.03	25.04%	16.71	23.99%	13.61	24.33%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司销售商品、提供劳务收到的现金规模为94.97亿元，与营业收入的增长基本匹配，作为终端客户主要面向消费者的医药零售企业，公司回款情况良好，而门店数量扩张使公司备货需求提高，购买商品、接受劳务支付的现金亦大幅增长，2023年公司整体经营活动现金净流入小幅缩窄。2023年公司仍在完善省内布局及拓展省外市场，继续进行相应的外延并购，同时在建物流项目持续推进，投资活动现金仍为净流出；随着未来医药零售行业集中度的持续提升，公司在对外并购和物流建设等方面仍将面临一定的资本支出压力，需关注公司经营现金流对资本支出的匹配能力，若新设及并购门店的经营业

绩不及预期，将加大公司外部融资压力。

受银行长短期借款增长等因素影响，2023年公司总债务规模及资产负债率大幅上升，推动总债务/总资本比重以及利息支出进一步增长，同时由于公司营业利润同比下降，导致公司EBITDA利息保障倍数有所下滑，同时公司净债务规模大幅提高，营运资金需求的增长以及持续外延并购使公司自由现金流转负，对净债务的覆盖能力有所下滑，但考虑到公司整体经营回款情况良好，整体偿债压力相对可控。

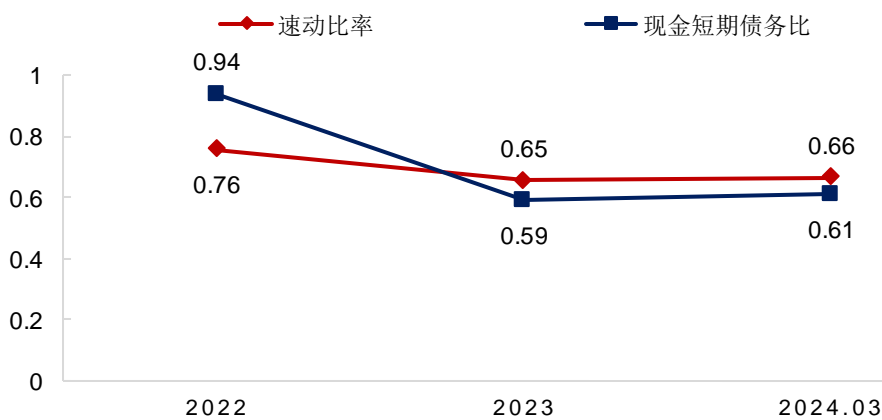
表16 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年 1-3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	0.75	1.43	1.48
FFO（亿元）	--	4.79	5.43
资产负债率	75.28%	74.65%	71.17%
净债务/EBITDA	--	3.41	2.07
EBITDA 利息保障倍数	--	6.57	11.33
总债务/总资本	73.79%	69.98%	62.64%
FFO/净债务	--	15.56%	31.56%
经营活动净现金流/净债务	2.52%	4.64%	8.63%
自由现金流/净债务	0.76%	-1.25%	2.21%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从债务结构和流动性比率来看，除“漱玉转债”以及部分并购贷款以外，公司短期借款和应付票据等短期债务占总债务比重过半，到期规模相对集中，2023年公司速动比率和现金短期债务比均有所下滑，但考虑到公司账面资金仍相对充裕，且应收医保款和第三方支付款坏账风险较小，集中兑付压力尚可。2023年末银行尚未使用授信额度尚可，但公司作为民营企业，通过外部融资或资产变现获取流动性资源的能力一般，且公司营销网络仍在快速增长，需关注未来债务压力上升的可能。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生明显负面影响

环境方面，根据公司于2024年6月4日提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近一年内公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司于 2024 年 6 月 4 日提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近一年公司未发生生产事故或产品质量问题等。

公司治理方面，公司多数董事及高管在公司共事多年，管理团队较稳定。公司董事长李文杰先生为公司实际控制人，大学本科学历，曾任山东医药总公司医疗器械研究所副主任、山东省医药开发公司副总经理、公司初始创办人、监事，2015 年 11 月至今任公司董事长，行业经验丰富。跟踪期内公司董事、监事及高级管理人员无变化，无重大经营战略的调整、管理模式及组织架构的重大调整，但随着公司经营规模的扩大，预计公司人才储备和对子公司的管理将面临一定的挑战。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的本部信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月15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。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月6日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

2023年末公司及控股子公司作为被告的诉讼涉案金额合计2,162.50万元，部分案件尚在审理过程中，需关注后续对公司预计负债的影响。

表17 2023 年末公司诉讼（仲裁）事项

诉讼（仲裁）基本情况	涉案金额（万元）	是否形成预计负债	诉讼（仲裁）进展	诉讼(仲裁)审理结果及影响	诉讼(仲裁)判决执行情况
公司及控股子公司作为原告，未达到重大诉讼披露标准的其他诉讼汇总	5,203.18	否	部分案件已结案，部分案件尚在审理过程中	无重大影响	部分案件正在执行
公司及控股子公司作为被告，未达到重大诉讼披露标准的其他诉讼汇总	2,162.50	是	部分案件已结案，部分案件尚在审理过程中	无重大影响	部分案件正在执行

资料来源：公司 2023 年度报告，中证鹏元整理

八、结论

零售药店作为国内第二大药品销售终端，是处方外流相关政策的主要引导方向，医改政策的执行使得单体和小型连锁药店的经营门槛提升，利润空间遭受挤压，预计我国药店连锁化率和行业集中度将持续提升。公司作为山东省内最大的医药零售连锁企业，继续通过“自建+并购+加盟”的发展战略持续扩张门店数量，营销网络逐步扩大，营收规模保持较快增长，回款情况表现良好。同时中证鹏元关注到公司门店扩张速度较快，新拓展门店前期投入费用较高且需一定时间培育客流，仍需关注其对公司未来业绩可能产生的不利影响；公司在进一步完善省内布局的同时仍在通过并购方式逐步进入辽宁省、福建省和河南省等省外市场，若被并购标的业绩不达预期，公司将面临一定的商誉减值风险；受一系列医改政策影响，公司整体盈利仍承压，且部分医药品种存在降价的可能，未来需关注潜在的存货跌价风险；对外并购以及门店数量扩张提升采购需求等因素使公司资金需求仍较旺盛，公司自由现金流对净债务覆盖能力下降，杠杆水平提升。整体而言，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“漱玉转债”的信用等级为AA-。

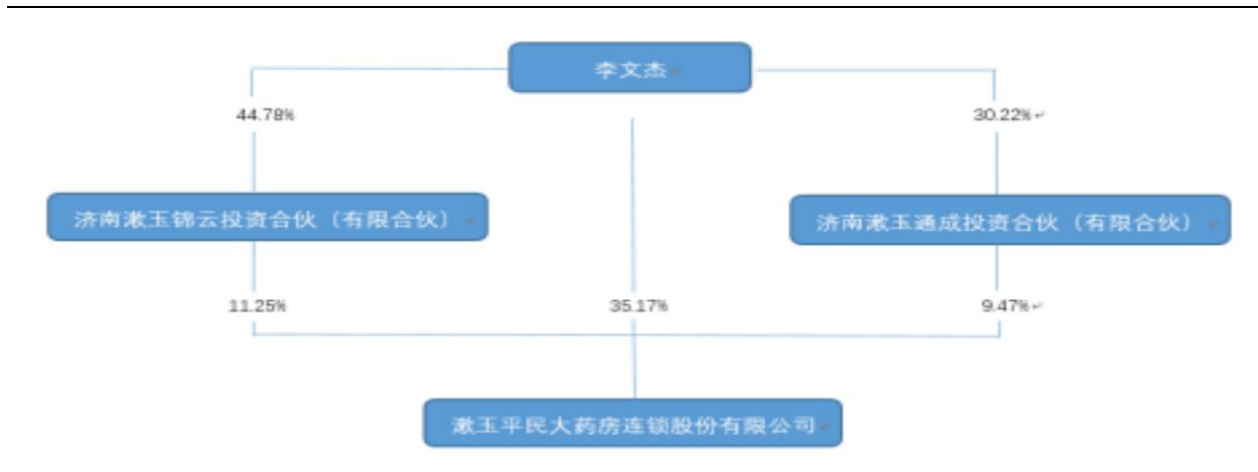
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	15.05	13.97	18.60	6.22
应收账款	12.32	12.00	7.70	3.11
预付款项	3.59	4.17	3.36	2.07
存货	21.62	20.68	17.94	12.26
流动资产合计	57.10	55.11	49.72	27.30
固定资产	3.92	3.95	4.03	3.72
在建工程	1.61	1.46	0.26	0.23
商誉	16.70	13.87	9.75	6.67
非流动资产合计	38.54	38.23	28.91	22.72
资产总计	95.65	93.34	78.63	50.03
短期借款	15.46	16.31	12.10	5.51
应付票据	6.84	5.86	5.25	2.60
应付账款	14.37	13.12	12.52	7.62
一年内到期的非流动负债	6.14	5.70	3.89	2.53
其他流动负债	6.80	7.15	4.31	5.83
流动负债合计	53.45	52.64	42.06	26.23
长期借款	7.50	6.58	3.38	1.62
应付债券	6.87	6.80	6.50	0.00
租赁负债	3.66	3.34	3.73	2.70
非流动负债合计	18.55	17.04	13.90	4.66
负债合计	72.00	69.67	55.96	30.89
总债务合计	46.47	44.59	34.85	14.96
其中：短期债务	28.44	27.87	21.24	10.63
总债务	46.47	44.59	34.85	14.96
所有者权益	23.65	23.66	22.67	19.14
营业收入	24.39	91.91	78.23	53.22
营业利润	0.18	1.98	3.24	1.74
净利润	0.11	1.40	2.33	1.14
经营活动产生的现金流量净额	0.75	1.43	1.48	2.38
投资活动产生的现金流量净额	0.19	-9.66	-2.85	-7.66
筹资活动产生的现金流量净额	0.22	1.42	13.22	5.78
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.64	9.02	8.32	4.87
FFO（亿元）	--	4.79	5.43	2.41
净债务（亿元）	29.83	30.81	17.20	7.55
销售毛利率	27.27%	28.33%	28.59%	28.51%

EBITDA 利润率	--	9.82%	10.64%	9.16%
总资产回报率	--	3.58%	6.30%	4.62%
资产负债率	75.28%	74.65%	71.17%	61.74%
净债务/EBITDA	--	3.41	2.07	1.55
EBITDA 利息保障倍数	--	6.57	11.33	15.24
总债务/总资本	73.79%	69.98%	62.64%	46.13%
FFO/净债务	--	15.56%	31.56%	31.92%
经营活动现金流/净债务	2.52%	4.64%	8.63%	31.45%
自由现金流/净债务	0.76%	-1.25%	2.21%	13.36%
速动比率	0.66	0.65	0.76	0.57
现金短期债务比	0.61	0.59	0.94	0.84

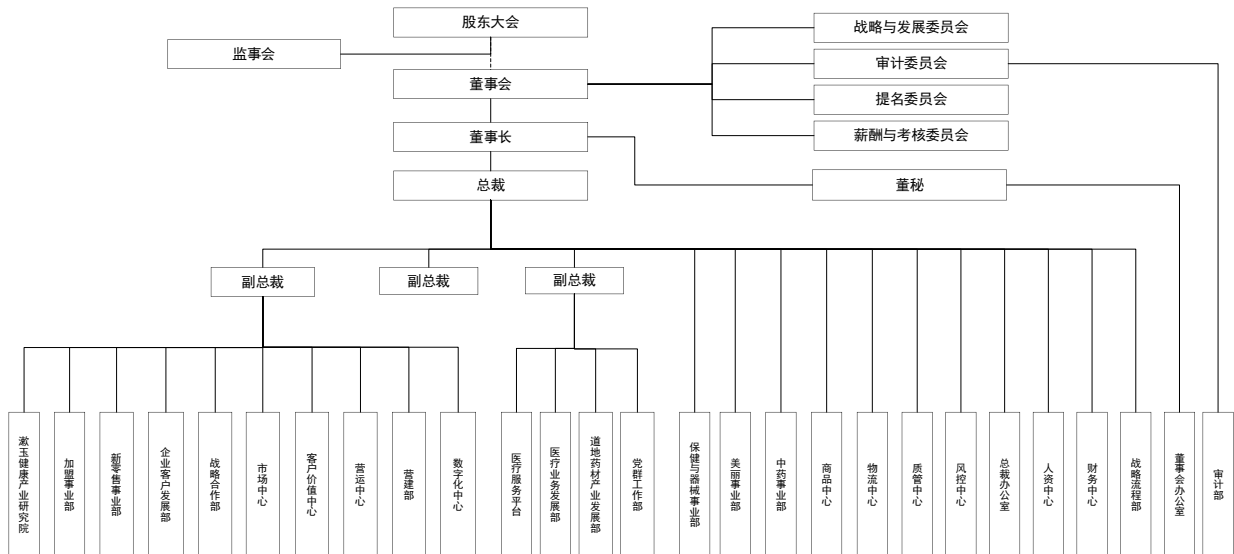
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

年份	合并范围子公司变动	变更方向	方式
2023 年	漱玉医药物流（湖北）有限公司	新增	设立
	东营漱玉通达企业管理有限公司	新增	设立
	山东漱玉康达元大药房有限公司	新增	非同一控制企业合并
	冠县鑫鑫民大药店连锁有限公司	新增	非同一控制企业合并
	聊城漱玉平民恒德堂医药连锁有限公司	新增	非同一控制企业合并
	日本令和商事株式会社	新增	非同一控制企业合并
	漳州龙海聚芝林杏林医药有限公司	新增	设立
	漱玉平民医药（福建）有限公司	新增	设立
	福建漱玉通达企业管理有限公司	新增	设立
	河南漱玉平民企业管理有限公司	新增	设立
	漱玉医药物流（河南）有限公司	新增	设立
	黑龙江漱玉平民健康管理咨询有限公司	新增	设立
	漱玉医药物流（黑龙江）有限公司	新增	设立
	淮安市先圣医药管理有限公司	新增	非同一控制企业合并
	昌邑金通大药房有限公司	新增	非同一控制企业合并
	本溪漱玉平民康源大药房连锁有限公司	新增	非同一控制企业合并
	甘肃漱玉百姓医药连锁有限公司	新增	非同一控制企业合并
	哈尔滨宝丰大药房连锁有限公司	新增	非同一控制企业合并
	辽宁漱玉平民企业管理有限公司	新增	设立
	辽宁漱玉平民一明大药房连锁有限公司	新增	非同一控制企业合并
	漱玉医药物流（辽宁）有限公司	新增	设立
	沈阳漱玉通达企业管理有限公司	新增	设立
	陕西漱玉平民企业管理有限公司	新增	设立
	漱玉平民医药（陕西）有限公司	新增	设立
	甘肃漱玉平民企业管理有限公司	新增	设立
	吉林漱玉平民企业管理有限公司	新增	设立
	漱玉医药物流（吉林）有限公司	新增	设立
	烟台鑫顺民信息技术有限公司	新增	非同一控制企业合并
	济南慈家护理院有限公司	减少	转让后变为参股
	黑龙江漱玉平民企业管理有限公司	减少	注销
	漳州市芗城区宝芝林医药有限公司	减少	注销
	2024 年 1-3 月	漱玉医药物流（陕西）有限公司	新增
福建新永惠大药房连锁有限公司		新增	非同一控制企业合并
福建恒生大药房有限公司		新增	非同一控制企业合并
福建省民心医药连锁有限公司		新增	非同一控制企业合并
泉州市丰泽区德善堂大药房有限公司		新增	非同一控制企业合并
泉州鲤城东龙药业有限责任公司		新增	非同一控制企业合并

福州惠众医药有限公司	新增	非同一控制企业合并
福州君安堂医药有限公司	新增	非同一控制企业合并
漱玉甄选（山东）商贸销售有限公司	新增	设立
莆田市秀屿区恒众大药房有限公司	新增	非同一控制企业合并

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 2024年3月末公司合并报表范围的主要一级子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例 (%)	主营业务
东营益生堂药业连锁有限公司	1,500.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
泰安漱玉平民大药房有限公司	5000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
临沂漱玉平民大药房有限公司	1,000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
烟台漱玉平民大药房有限公司	3,000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
聊城漱玉平民大药房有限公司	7,000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
德州漱玉平民大药房有限公司	2000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
东营漱玉平民大药房有限公司	1,000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
潍坊漱玉平民大药房有限公司	11,000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
淄博漱玉平民大药房有限公司	7,000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
枣庄漱玉平民大药房有限公司	5,000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
日照漱玉平民大药房有限公司	11,000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
滨州漱玉平民大药房有限公司	1,000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
菏泽漱玉平民大药房有限公司	7,000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
青岛漱玉平民大药房有限公司	15,000.00	100.00	药品及健康相关商品的零售
山东漱玉康杰药业有限公司	8,000.00	75.00	药品及健康相关商品的批发配送
济宁漱玉平民大药房有限公司	1,500.00	67.89	药品及健康相关商品的零售
沈阳新利安德医药连锁有限公司	1,000.00	60.00	药品及健康相关商品的零售
漱玉医药物流（山东）有限公司	42,000.00	100.00	药品及健康相关商品的批发配送
山东漱玉健康大药房连锁有限公司	200.00	100.00	药店加盟管理服务、品牌特许经营管理、药品及健康相关商品的零售
山东鹊华健康产业发展有限公司	2,000.00	100.00	健康咨询服务（不含诊疗服务）；养生保健服务（非医疗）；信息技术咨询服务；中医养生保健服务（非医疗）
山东漱玉健康产业投资有限公司	1,000.00	100.00	企业管理咨询、促销活动策划、企业形象策划等
山东喜雨健康咨询有限公司	300.00	100.00	医疗相关产业投资
济南平民超市有限公司	10.00	100.00	日用百货销售，小餐饮、小食杂、食品小作坊经营
山东漱玉甄冠电子商务有限公司	420.00	100.00	非药品、食品及其他日用品的多渠道营销服务
福建惠百姓医药连锁有限公司	1,500.00	51.00	药品及健康相关商品的零售
福建聚芝林医药连锁有限公司	1,000.00	80.00	药品及健康相关商品的零售
河南复生堂医药有限公司	1,100.00	65.00	药品及健康相关商品的零售
福建漱玉平民企业管理有限公司	10,000.00	100.00	企业管理
黑龙江漱玉平民健康管理有限公司	10,000.00	100.00	企业管理
河南漱玉平民企业管理有限公司	10,000.00	90.00	企业管理
淮安市先圣医药管理有限公司	100.00	90.00	企业管理

甘肃漱玉百姓医药连锁有限公司	700.00	51.00	药品及健康相关商品的零售
本溪漱玉平民康源大药房连锁有限公司	660.98	70.00	药品及健康相关商品的零售
哈尔滨宝丰大药房连锁有限公司	3,333.34	69.00	药品及健康相关商品的零售
辽宁漱玉平民企业管理有限公司	10,000.00	100.00	企业管理
陕西漱玉平民企业管理有限公司	10,000.00	100.00	企业管理
甘肃漱玉平民企业管理有限公司	10,000.00	100.00	企业管理
吉林漱玉平民企业管理有限公司	10,000.00	100.00	企业管理
烟台鑫顺民信息技术有限公司	10.00	100.00	企业管理
福建恒生大药房有限公司	1,000.00	60.00	药品及健康相关商品的零售
福建新永惠大药房连锁有限公司	1,000.00	51.00	药品及健康相关商品的零售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 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+租赁负债+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录七 信用等级符号及定义

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。