

老百姓大药房连锁股份有限公司

公开发行 2016 年公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100068】

评级对象: 老百姓大药房连锁股份有限公司公开发行 2016 年公司债券

16 老百姓

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2018 年 5 月

前次跟踪: AA/稳定/AA/2017 年 5 月

首次评级: AA/稳定/AA/2016 年 6 月

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	4.17	4.26	10.03	7.71
刚性债务	3.14	15.30	14.79	14.93
所有者权益	17.71	17.52	29.11	29.44
经营性现金净流入量	-0.51	1.87	2.56	1.15
合并口径数据及指标:				
总资产	38.01	49.10	66.99	71.39
总负债	15.09	29.64	35.98	38.97
刚性债务	4.52	17.04	19.25	19.29
所有者权益	22.92	19.45	31.01	32.42
营业收入	45.68	60.94	75.01	22.11
净利润	2.78	3.42	3.97	1.51
经营性现金净流入量	2.57	3.13	4.92	2.28
EBITDA	4.42	5.68	7.09	—
资产负债率[%]	39.69	60.38	53.71	54.59
权益资本与刚性债务 比率[%]	507.44	114.19	161.11	168.04
流动比率[%]	155.99	137.39	150.11	139.93
现金比率[%]	53.05	39.20	51.37	42.71
利息保障倍数[倍]	42.89	17.77	10.74	—
净资产收益率[%]	16.45	16.14	15.73	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	18.01	17.24	20.54	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-21.03	-12.20	-4.17	—
EBITDA/利息支出[倍]	51.78	22.53	14.03	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.79	0.53	0.39	—

注: 根据老百姓经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈婷婷 ct@shxsj.com
王婷亚 wty@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对老百姓大药房连锁股份有限公司(简称老百姓、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 老百姓的跟踪评级反映了 2017 年以来老百姓在规模、行业地位及资本实力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业竞争、商誉减值、成本控制及资本性支出等方面继续面临压力。

主要优势:

- **医药零售行业发展空间较大。**我国医药零售行业发展空间较大,“医药分开”、“分级诊疗”等相关医改政策加速行业整合,为包含老百姓在内的具有一定规模优势的企业带来发展机遇。
- **规模优势及区域市场地位保持领先。**跟踪期内,老百姓通过新建门店、并购等方式,不断扩大经营规模,营销网络现已覆盖全国 17 个省市、自治区,拥有近三千家医药零售门店,经营具备一定规模优势,保持了在湖南、安徽广西等区域市场形成领先地位。
- **完成非公开发行股票,资本实力增厚。**跟踪期内,老百姓完成非公开发行股票,资本实力进一步增强,同时公司融资渠道保持畅通,且目前尚未使用的银行授信额度规模较大,公司财务弹性较强。

主要风险/关注:

- **政策及市场竞争影响。**老百姓作为医药零售企业,医药行业相关政策变化、医药零售市场竞争加剧会对公司的业务发展带来一定的压力和不确定性。
- **并购资金压力及商誉减值风险。**跟踪期内,老百姓加快外延并购,并购资金压力较大,且并购标的估值较高,所产生的商誉规模进一步扩

大，若未来并购企业的业绩不达预期，公司将面临较大的商誉减值风险。

- **新开门店培育及成本控制压力。**跟踪期内，老百姓新开直营门店较多，经营管理面临一定的培育和整合期，或影响经营效益。此外，门店租金及人工成本的上升也或制约着公司盈利水平的提升。此外，公司在建项目有较大的投资需求，还将面临一定的资本性支出压力。

评级关注

- **第二大股东减持影响。**老百姓第二大股东泽星投资持有公司股份锁定期已满，将在未来两年内采取对市场影响较小的方式减持所持公司的全部股份，需关注减持规模及其相关影响。
- **大股东股权解质押情况。**老百姓第一大股东医药投资目前所持公司股份的质押比例很高，且实际控制人之一陈秀兰拟减持部分直接持有的公司股份，需关注相关变化对公司的影响。

➤ 未来展望

通过对老百姓及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给子公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并给于本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



老百姓大药房连锁股份有限公司

公开发行 2016 年公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照老百姓大药房连锁股份有限公司公开发行 2016 年公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据老百姓提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对老百姓的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2016 年 7 月 19 日发行 8.00 亿元人民币的“老百姓大药房连锁股份有限公司 2016 年公司债券”（简称“16 老百姓”），期限为 5（3+2）年，所募集的资金全部用于补充公司流动的资金。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度	本息兑付情况
16 老百姓	8.00	5 (3+2) 年	3.53	2016 年 7 月	8 亿元	未到期，正常付息

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸

易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司属于药品零售行业，其中药品的需求与人群医疗及健康情况密切相关，受宏观经济环境影响相对较小，行业周期性特征不明显；非药品类商品的销售则会随经济水平的波动而出现一定的周期性特征。整体看药品零售行业刚性需求相对较强，经济波动对行业影响较小，具有一定的抗风险能力。公司主要通过自有营销网络从事药品及其他健康相关商品的销售，业务运营易受上游供应商营销政策、行业竞争程度及相关政策等因素的影响。

(2) 行业因素

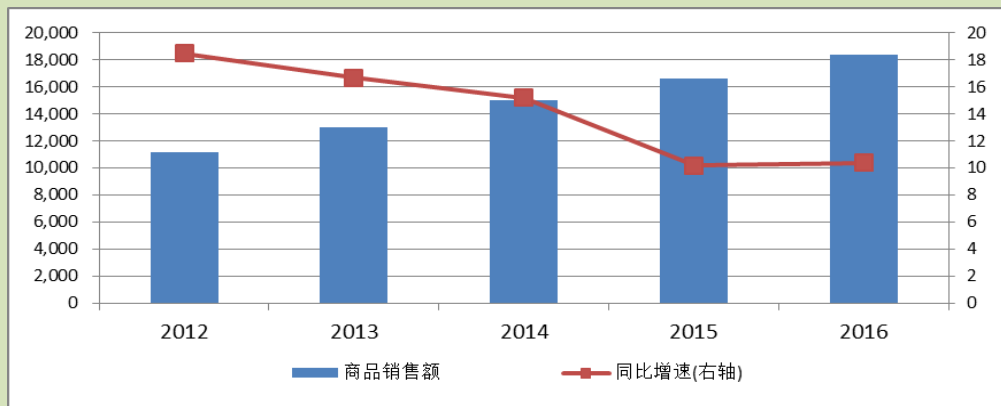
从国内医药行业来看，刚性需求、城镇化进程和消费升级继续推动医药零售行业持续稳定的发展，新医改制度的医保扩容刺激了医药行业需求释放。该公司是行业内规模领先的零售药企之一，已在多个区域形成较强的竞争实力，未来新医改政策持续推进，将为公司提供良好发展空间。

A. 行业概况

医药行业产业链可以划分为医药制造、医药流通（包括药品批发和药品零售）。该公司主要通过直营零售药店从事药品及其他健康相关商品的零售业务，并有少量医药制造业务（主要为中成药及中药饮片制造）。

2016 年医药零售行业保持增长，药品流通行业商品销售额增至 18,393 亿元，同比增长 10.40%，增速较上年上升 0.2 个百分点，其中流通行业零售商品销售额增长至 3,679 亿元，同比增长 9.50%，增速同比上升 0.9 个百分点。从后续发展态势来看，鉴于国内基本医保已覆盖全国 96% 以上人口，居民用药需求的增长预计将趋于稳定，加之现阶段宏观经济环境仍面临增长放缓的压力，药品流通市场销售增速预计将逐步转向中高速增长阶段。

图表 2. 2012 年以来我国药品流通行业销售收入及增速情况（单位：亿元、%）



B. 政策环境

2015 年 5 月，国家发改委、卫生计生委等部门联合发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，决定从 2015 年 6 月 1 日起除麻醉药品和第一类精神药品外，取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。短期来看，放开的药品零售价将使部分品种价格反弹，但中长期来看，受药品招标、医保控费等综合影响，预计上涨空间有限。同年 5 月，国务院办公厅先后发布《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》及《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，旨在推进公立医院医药分开的实现。此外，新修订的《药品经营质量管理规范》于 2016 年 6 月开始实施，加强对药品流通监管政策，要求企业在药品采购储存、运输等环节建立药品追溯系统，确保药品质量，提高了准入门槛，有助于推动行业升级。

2017 年 5 月，根据《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务的通知》提出试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，医疗机构、医保机构、零售药店三方信息共享试点，和零售药店分类分级管理试行将为药品零售行业发展提供重要机遇。同时，随着严控药占比的推进、分级诊疗制度、两票制及零差率的推广，医药零售行业有望在中短期受益。总体看，政府近期推出的一系列医疗改革的相关政策和通知，间接为医药零售行业提供了较好的发展空间。

图表 3. 影响医药流通行业主要政策

政策	时间	主要内容	作用及影响
分级诊疗、多点医疗	2015.9	不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，实现基层首诊和双向转诊；医师多点执业是指符合条件的执业医师经卫生行政部门注册后，受聘在两个以上医疗机构执业的行为。	合理医疗资源配置，缓解大中型医院诊疗压力，提升整体医疗服务效率。
营改增	2016.5	医药流通行业试用税率从以前的 5% 营业税调整至 11% 增值税。	医药流通企业税负加大，医药流通难以进行底价开票、过票等操作。
两票制	2016.5	药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票。	减少中间环节加价，有利于降低药价；颠覆药企结算模式，以底价销售给代理商的药企开票或将转为高开模式，

政策	时间	主要内容	作用及影响
			税负进一步提高。
零差率	2016.11	所有公立医院取消药品加成，破除以药补医，建立健全公立医院运行新机制	消除医院和药品销量之间的直接利益，控制药品价格，降低患者医疗费用。

资料来源：根据公开信息整理

C. 竞争格局/态势

药品流通行业处于医药行业的中下游，具体包括药品批发业务和药品零售业务，其中药品零售业务根据终端客户不同又分为医疗机构和零售药店。近年来伴随人口老龄化现象，各种慢性病、非流行性疾病呈现增长趋势；频繁的人口流动导致流行性疾病爆发频率增加，治疗性药物需求不断增长；同时，随着健康意识的提高，人们更加注重预防疾病的发生，从而催生了对预防性药物和保健产品的需求。以上因素为零售药店模式的药品流通业务带来发展机遇，零售药店逐渐凭借其经济性、便利性及专业性等特点，成为药品销售的主要渠道之一。

我国医药零售行业集中度较低，竞争较为激烈，而零售药店的竞争能力与企业规模密切相关，较大规模的营销网络及采购渠道能够有效降低运营成本，提升经营效率。近几年为了应对行业竞争，零售药店不断通过连锁化、横向整合等方式达到规模效应、提高竞争实力成为行业的重要发展趋势。我国零售药店行业规模化趋势已经逐步显现，零售连锁门店在总门店中的占比已由 2010 年的 34.35% 上升至 2016 年 11 月的 49.40%。目前行业内前几大医药零售企业，诸如一心堂、益丰药房、老百姓等在区域布局上各有差异。由于现阶段我国零售药店集中度仍较低，与《全国药品流通行业发展规划纲要》提出的“十二五”期间我国药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60% 以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上等目标仍存在距离，未来我国零售药品行业内发展、整合空间仍较大，行业内排名靠前的企业将迎来发展机遇。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，天，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	存货周转率	营业周期	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
老百姓	75.01	35.31	3.87	126.06	66.99	53.71	3.97	4.92
一心堂	77.51	41.52	3.02	142.38	71.47	48.31	4.23	3.91
益丰药房	48.07	40.04	3.86	115.23	47.83	33.52	3.17	3.17
大参林	74.21	40.26	2.93	133.66	58.23	51.87	4.75	6.40

资料来源：Wind、新世纪评级整理。

互联网药品交易方面，2017 年 4 月国家食药监局发布了“关于落实《国务院第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定》有关工作的通知”，通知明确指出正式取消互联网药品交易 B 证和 C 证，放开医药电商销售平台。根据国家食药监局数据库信息显示，截至 2017 年 4 月，已发放的 47 张 A 证包括天猫医药馆、京东、药品终端网等。现阶段医药网络零售仍处于起步阶段，

在监管政策、管理、人才储备等方面仍存在不足或缺失，但在政府力推医药电商发展的大环境下，其未来发展可期，同时其对于实体医药零售门店的分流影响有待持续关注。

D. 风险关注

(1) 国内主要医药零售行业企业均在加大扩张力度，市场竞争加剧；(2) 未来处方外流趋势明显，行业内企业或面临一定回款压力，需关注应收账款周转速度下滑风险；(3) 医药行业受国家政策影响较大，随着近年医药相关政策调整和监管政策的调整和优化，可能会对行业内公司产生一定影响。

(3) 区域市场因素

我国医药零售行业呈现区域竞争态势，该公司作为国内规模领先的行业龙头企业，已在多个省份形成较强的竞争实力，随着行业不断整合，公司市场份额将逐步提高。

我国医药零售行业主要为区域竞争态势，行业集中度不高。根据商务部《2016年药品流通行业运行统计分析报告》，截至2016年11月底，全国共有药品批发企业1.30万家；药品零售连锁企业5,609家、下辖门店22.7万家，零售单体药店22.63万家，零售药店门店总数达44.70万家。从行业格局来看，目前我国医药流通行业中零售商品销售额占比仅20%左右，且大量药品仍主要通过医疗机构进入终端患者；而美国药品销售中零售药店销售占比约60%，与发达国家相比我国药品零售市场仍存在较大的发展空间。同时，目前我国医药零售行业集中度仍较低，根据商务部《2016年药品流通行业运行统计分析报告》，2016年前百位药品零售企业销售额占零售市场总额的29.1%，同比上升0.3个百分点。其中，7家全国龙头企业的销售总额475亿元，占全国零售市场总额的12.9%，同比上升0.8个百分点。整体而言，我国医药零售行业仍然处于长期稳定增长的趋势当中。

该公司是国内规模领先的药品零售企业之一，2017年末经营范围覆盖了全国17个省级市场，重点拓展湖南、江苏、浙江、山西和广西等区域市场，并具有较高的品牌知名度。2017年公司实现销售额75.01亿元，随着门店不断新增，预计在全国市场占有率将进一步提升。公司具有一定的规模优势，因此在采购、销售渠道方面具有竞争实力，未来发展空间较好。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司通过外延并购和内生增长方式进一步扩大经营规模，营业收入保持增长；公司核心业务仍为医药零售，受行业竞争激烈及处方药占比增加等因素影响，公司占比最大的中西成药毛利率下滑，带动综合毛利率小幅下滑；未来公司业务规模将继续保持较快拓展，同时在建项目的持续推进为公司带来一定的资金压力。

跟踪期内，医药零售业务仍为该公司核心业务，并继续通过外延收购和内生增长的方式扩张业务规模，经营范围进一步扩大。2017 年公司共完成 16 起同行业并购业务，涉及门店 563 家。截至 2018 年 3 月末，公司直营门店数量已达 2778 家，经营网络覆盖国内 17 个省级市场、80 多个地级以上城市。2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现营业收入 75.01 亿元和 22.11 亿元，分别同比增长 23.09% 和 27.09%，一方面受益于直营老店的业绩增长和部分进入盈利期的新开门店；另一方面则受益于合并范围的增大。另外，公司也在积极优化药房的服务功能，将诊疗、购药和健康管理等相结合，为承接处方外流做相应铺垫。

图表 5. 2017 年以来公司主要外部收购情况

时间	收购标的及价格
2017 年	收购兰州兰武大药房 4 家门店业务及相关资产，收购价格 168 万元；收购江苏百佳惠 51% 股权（96 家门店），收购价格 6630 万元；收购甘肃庆阳市 12 家单体门店及相关资产，收购价格 1850 万元；收购仪征市修德堂 7 家门店业务及相关资产，收购价格 400 万元；收购扬州明宣大药房、扬州兴扬和大药房 5 家门店业务及相关资产，收购价格 720 万元；收购兰州智仁堂 22 家门店业务及相关资产，收购价格 1311.17 万元；收购甘肃省 9 家单体药店业务及相关资产，收购价格 484.59 万元；收购扬州妙手大药房和白银华盛大药房各 1 家门店业务及相关资产，价格分别为 80 万元和 18 万元；收购镇江华康大药房 65% 股权（37 家门店），价格 6760 万元；收购通辽泽强大药房 51% 股权（216 家门店），收购成本 27137 万元；收购李晓辉 3 家门店业务及相关资产，收购价格 330 万元；收购隆泰源医药连锁 51% 股权（40 家门店），收购价格 6732 万元；收购邻加医康复大药房 51% 股权（68 家门店），收购价格 5100 万元；收购南通普泽大药房 51% 股权（42 家门店），收购价格 11730 万元。
2018 年 1-3 月	-

资料来源：老百姓

图表 6. 公司主业基本情况

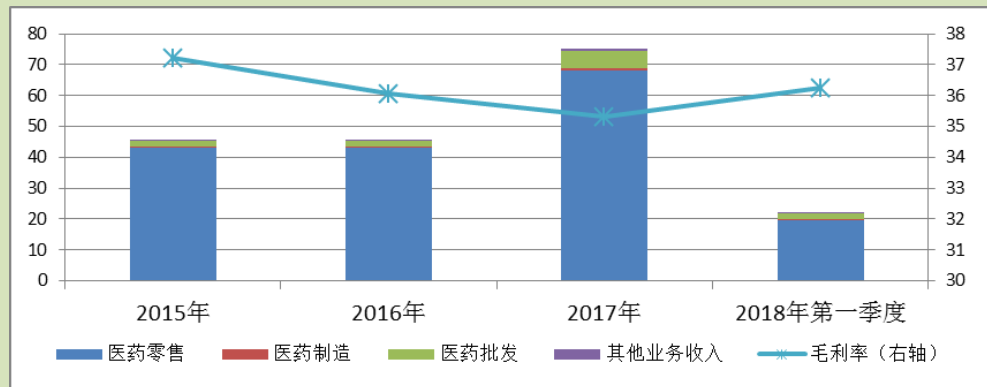
主营业务	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
医药零售	全国 17 个省市、80 多个地级以上城市	横向规模化	成本管理、销售规模、物流配送、品牌优势

资料来源：老百姓

该公司还经营少量的医药制造及医药批发业务，其中医药制造业务主要为公司下属全资子公司药圣堂（湖南）制药有限公司经营的中药相关产品，包括中药饮片等，主要通过公司自有门店进行销售，目前规模不大。2017 年及 2018 年第一季度分别实现业务收入 0.65 亿元和 0.12 亿元，毛利率分别为 25.36%、26.68%、24.10% 和 29.76%；医药批发由下属全资子公司丰沃达医药物流（湖南）有限公司运营，公司利用具有成本优势的药品及物流配送平台发展医药批发业务。2017 年公司加盟门店新增 176 家，随着加盟业务的扩张，随着加盟门店的增多，医药批发收入明显提升。2017 年及 2018 年第一季度，该业务分别实现收入 5.63 亿元和 2.10 亿元，同比分别大幅增长 93.13% 和 112.32%，毛

利率分别为 7.13% 和 7.10%，分别同比增长 2.34 个百分点和 0.59 个百分点。

图表 7. 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：老百姓

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	45.69	60.94	75.01	22.11	17.29
其中：医药零售（亿元）	43.23	57.04	68.17	19.66	16.03
在营业收入中所占比重（%）	94.62	93.60	90.87	88.92	92.71
其中：（1）中西成药	31.94	44.51	55.27	16.60	12.44
在核心业务收入中所占比重（%）	73.89	78.03	81.08	84.44	77.64
（2）中药	4.05	5.67	7.04	1.80	1.81
在核心业务收入中所占比重（%）	9.38	9.94	10.33	9.16	11.29
（3）非药品	8.10	8.92	10.27	2.96	2.47
在核心业务收入中所占比重（%）	18.74	15.64	15.07	15.06	15.41
（4）其他	1.59	1.84	2.45	0.75	0.57
在核心业务收入中所占比重（%）	3.67	3.24	3.56	3.81	3.56
毛利率（%）	38.93	38.01	37.92	36.25	36.45
其中：中西成药（%）	32.02	30.54	29.09	30.83	30.62
中药（%）	50.80	52.34	52.37	48.48	48.96
非药品（%）	42.79	44.81	46.92	47.16	46.96
其他（%）	78.88	77.12	78.30	84.05	81.31

资料来源：老百姓

跟踪期内，该公司门店数量不断增加，医药零售业务经销网络随之扩大。2017 年及 2018 年第一季度医药零售业务分别实现收入 68.17 亿元和 19.66 亿元，分别同比增长 19.50% 和 22.65%，占总收入比重的 90% 左右。具体构成看，中西成药是该业务中最主要的产品，收入占比超过 80%，毛利占比超过 60%，其次为非药品，毛利占比接近 20%，中药和其他均在 10% 左右。毛利率方面，2017 年除中西成药毛利率同比下滑外，其余品种均保持不同程度上涨。受行业内竞争激烈及处方外流等因素影响，当年公司中西成药毛利率为 29.09%，

同比减少 1.45 个百分点。

成本管理

跟踪期内，该公司仍采用“统采”和“地采”两种方式进行商品采购。公司对于单品销售量较大、使用区域范围较广的产品采用统采方式进行采购，并且尽量与制药企业直接确定供货关系，以利用采购的规模效益降低采购成本及控制商品的质量风险。对于销售量相对较小的品牌商品，或者销售区域性较强的商品采用地采方式进行采购，这部分商品由于品种较多、采购金额相对较小，一般通过批发企业进行商品采购。随着经营规模的不断扩大，公司采购金额持续增加，2017 年采购金额合计 54.82 亿元，同比增长 31.80%。为进一步降低采购成本，公司加强统采管理使得 2017 年统采占比有所提升，在采购中占比为 38.90%，同比上升 5.60 个百分点。

该公司通过招标、询价等方式确定供应商，同时依托覆盖全国多个省份的营销网络广泛进行市场调查，各省公司每月定期对主要商品采购价格与第三方采购价格进行对比分析，最大限度降低采购成本。此外，公司每年根据各品类商品销售数据情况进行商品目录优化，对销售贡献度低、同品类中销售表现较差的商品进行选择性的淘汰。2017 年公司日常经营的药品品规达 4.56 万余种，其中新引进商品品规数为 0.26 万种，淘汰品规数为 0.29 万种。2017 年，公司前五大供应商采购金额合计 3.90 亿元，占采购总额的 11.92%，采购集中度较上年上升 2.53 个百分点。公司与供应商的结算方式包括实销月结、票据结算等。当公司采购金额达到一定条件或进行特定营销活动时，供应商将给予公司一定的返利。2017 年，公司从供应商处获得的返利 1.27 亿元，占当期毛利的比例为 4.80%。

销售规模

该公司自设立以来，以湖南为出发点，沿京广线和沪昆线进行销售网络的布局 and 拓展。随着经营范围不断扩大，截至 2017 年末公司销售范围增至 17 个省市、80 多个地级以上城市，形成华中、华南、华北、华东及西北五大区域市场。从销售区域来看，2017 年公司华中地区、华东地区和西北地区收入占比分别为 39.49%、23.30% 和 21.06%，合计占比达 83.86%，是公司的主要销售区域。跟踪期内，公司加盟业务新增上海、浙江和广西三个省份，同时向乡镇区域渗透，进一步提高市场占有率。加盟业务模式主要是各加盟店向公司交纳加盟费（6000 元/年），由公司负责药店的统一装修及药品配送。加盟业务的利润来源主要为药品配送购销差价、加盟费、管理费及软件使用费，目前盈利规模不大。

图表 9. 公司主营业务收入分区域情况¹ (单位: 亿元、%)

地区	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
华中地区	19.58	42.86	25.28	41.48	29.62	39.49	8.08	36.54
华南地区	5.46	11.95	5.90	9.68	6.53	8.71	1.70	7.70
华北地区	3.60	7.89	4.01	6.57	5.57	7.43	2.52	11.40
华东地区	11.89	26.03	14.76	24.22	17.48	23.30	5.85	26.46
西北地区	5.15	11.28	11.00	18.04	15.8	21.06	3.95	17.87
合计	45.69	100.00	60.94	100.00	75.01	100.00	22.11	100.00

资料来源: 老百姓

门店数量方面, 截至 2017 年末, 该公司直营店 2434 家, 当年新增门店 657 家, 其中包括新开直营门店 339 家, 并购门店 318 家, 闭店 61 家, 主要因公司并购整合、拆迁及策略性调整所致, 净增加门店 596 家。此外, 公司还拥有加盟店 299 家。2018 年 1-3 月, 公司新增直营门店 355 家, 与上年同期新增 54 家相比有大幅提升, 主要是公司加大拓展力度, 以及前期准备的门店集中释放所致; 同期公司闭店 11 家, 较上年同期减少 11 家。截至 2018 年 3 月末, 公司共拥有门店 3125 家, 其中直营店 2778 家, 加盟店 347 家, 业务规模快速扩张。

图表 10. 2015 年以来公司门店增减变化情况² (单位: 家)

年份	新增直营门店	并购新增门店	关闭门店	期末直营门店数
2015 年	257	286	59	1483
2016 年	193	295	133	1838
2017 年	339	318	61	2434
2018 年 1-3 月	355	-	11	2778

资料来源: 老百姓

产品类型方面, 该公司药店日常经营的药品品规超过 4.65 万余种, 其中包括中西成药、中药饮片、养生中药等在内的药品类商品在数量和销售额上占绝对比重。另外公司还经营健康器材、健康食品、个人护理品、生活用品等与人们生命健康及日常生活相关的产品。

图表 11. 公司主要商品的销售情况 (单位: 亿元、亿件、元/件)

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	金额	数量	单位价格	金额	数量	单位价格	金额	数量	单位价格
中西成药	34.80	1.70	20.46	44.51	2.18	20.38	47.90	1.90	25.40
中药饮片、养生中药	4.47	1.27	3.53	5.67	1.56	3.63	6.30	1.40	4.49
健康食品、普通食品	5.67	0.12	46.03	5.28	0.14	37.02	6.70	0.10	54.64
健康器材	2.72	0.24	11.18	2.82	0.28	10.10	3.2	0.30	11.33
个人护理、生活用品	0.85	0.18	4.67	0.82	0.14	6.03	1.10	0.10	8.06

¹ 华中区域包括: 湖南省、湖北省、江西省、河南省; 华南区域包括: 广东省、广西省; 华北区域包括: 北京市、天津市、河北省、内蒙古自治区; 华东区域包括: 浙江省、上海市、安徽省、江苏省、山东省; 西北区域包括: 陕西省、甘肃省。

² 并购新增门店单指股权并购的门店。

项目	2015年			2016年			2017年		
	金额	数量	单位价格	金额	数量	单位价格	金额	数量	单位价格
合计	48.51	3.51	-	59.10	4.30	-	47.90	1.90	-

资料来源：老百姓

该公司门店类型分为旗舰店、大店和中小店，2017年分别新增7家、10家和579家门店。从门店物业性质来看，公司基本以租赁物业为主，2015-2017年房屋租金分别为3.46亿元、4.86亿元和5.21亿元，随门店扩张而增长。公司一般与业主方签订五年甚至更长期限的租赁合同，并要求享有优先续租权。公司于2018年租赁期满的门店有355家，相关到期门店续租手续正陆续办理，可续租性较为稳定。公司门店一般位于经济较发达地区的商圈、居民社区、医疗机构等的周边位置，受人流、交通、商业等因素影响，租金水平相对较高。长期来看，公司仍将面临一定租金上涨、业主断租、租约到期而引发关店等风险或压力。

图表 12. 公司门店经营效率情况

2017年	门店数(家)	门店经营面积(平方米)	日均坪效(元/平方米)
旗舰店	106	61,700	119
大店	179	46,975	77
中小成店	2,149	278,491	43
合计	2,434	387,165	59
2018年1-3月	门店数(家)	门店经营面积(平方米)	日均坪效(元/平方米)
旗舰店	110	64,710	115
大店	206	52,595	80
中小成店	2,462	316,600	44
合计	2,778	433,904	59

资料来源：老百姓

结算方面，作为医药零售企业，该公司一般门店以现金或银行卡等支付方式为主，资金回笼较为及时；同时，针对具有医保资格的门店，客户可选择采用医保卡进行结算，由于各地医保系统对账结算周期不同，公司销售资金回笼时间或存在较大差异。随着公司医保门店比例不断上升，医保消费的增加将加大公司应收账款金额、拉长回款周期，但考虑到回款风险低，预计对公司产生的影响不大。

物流配送体系

物流配送方面，该公司现有3个区域物流中心，21个分机配送中心，仓储面积10万余平方米，自由仓储占20%以上，包括湖南长沙全国物流中心、浙江杭州区域物流中心及各省级配送中心的物流配送网络，并通过采用仓库管理系统(WMS)、仓库控制系统(WCS)、无线射频等管理系统及信息技术，提高信息采集及货物分拣效率，以及门店配送准确度。此外，为满足提高物流配送体系和信息管理系统的运作效率，公司在长沙建设医药健康产业园，打造成现代化的零售综合物流中心及物流调度中心。

品牌优势及会员体系

该公司是国内零售药店行业“平价超市药店”模式领先者，具有良好的口碑和知名度，2017 年获得“品牌力冠军”等奖项。同时，公司通过会员体系进行客户管理和维护，经过多年经营，已形成了规模较大、稳定的会员体系。2017 年公司拥有活跃会员数 860 多万，会员消费总额占比为 73.17%，来客数占比 59.31%，会员销售是公司重要的收入来源。为提高顾客满意度，公司在 400 服务热线基础上新增“24 小时送药上门”服务，同时加大力度推广微信绑定会员卡，与会员建立互联网触点，公司亦可通过微信服务号向会员发送活动信息，并根据其消费记录，提供精准的用药、健康和营销资讯。除实体门店外，公司也逐步尝试通过官网商城、大型电商平台旗舰店、微信公众号及手机移动端等渠道发展线上业务，但目前规模较小。

该公司医保门店占比较高，也有利于增强客户粘性，从而获得更稳定的客流量。截至 2017 年末，公司 2434 家直营门店中，具备医保资格的达 2034 家，占比达 83.60%，较上年提升 5.70 个百分点，在同行中处于较高水平³。分地区来看，公司华中地区和西北地区的医保门店占比均在 95%左右，其余地区相对较低，主要与各地区医保资格申请条件不同有关。

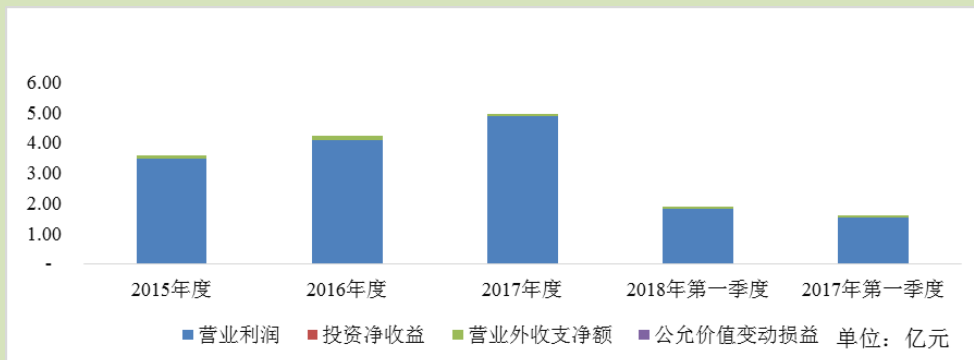
图表 13. 截至 2017 年末公司分区域医保资质门店情况（单位：家、%）

地区	门店总数	获得各类医保资格门店数	占药店总数比例
华中地区	886	852	96.20
华南地区	223	138	61.90
华北地区	368	256	69.60
华东地区	577	428	74.20
西北地区	380	360	94.70
合计	2434	2034	83.60

资料来源：老百姓

（2）盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据老百姓所提供数据绘制。

随着该公司医药销售业务规模扩大，公司收入及毛利逐年增长。2015-2017

³ 截至 2017 年末，同行业另外三家上市公司一心堂、大参林和益丰药房的医保门店占比分别为 79.19%、78.09%和 68.37%。

年，公司营业收入分别为 45.68 亿元、60.94 亿元和 75.01 亿元，营业毛利分别为 17.01 亿元、21.98 亿元和 26.49 亿元，其中医药零售业务是公司收入及利润的主要来源，近三年在公司营业收入中占比超过 90%，毛利占比超过 97%。毛利率方面，同期公司综合毛利率分别为 37.22%、36.06% 和 35.31%，受处方外流影响，公司毛利较低的处方药收入占比增多，导致毛利率逐年小幅下滑。2018 年 1-3 月，公司实现营业收入 22.11 亿元，同比增长 27.90%；营业毛利 8.01 亿元，同比增长 27.14%；综合毛利率 36.25%，同比小幅减少 0.20 个百分点。

从收益结构看，该公司盈利主要来自营业毛利，近三年占收益总额的比重在 99% 以上，保持较强的盈利能力；公司营业外净收入规模很小，2015-2017 年及 2018 年 1-3 月分别为 0.10 亿元、0.15 亿元、0.05 亿元和 0.07 亿元，其中营业外收入主要是政府补助等，营业外支出包括对外捐赠、赔偿金和存货损失等。整体看，公司盈利来源构成稳定。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	45.68	60.94	75.01	22.11	17.29
毛利（亿元）	17.01	21.98	26.49	8.01	6.30
期间费用率（%）	28.75	28.47	28.26	27.36	26.82
其中：财务费用率（%）	0.16	0.54	0.78	0.53	0.81
全年利息支出总额（亿元）	0.08	0.50	0.25	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.02	0.00	0.00	-	-

资料来源：根据老百姓所提供数据整理。

从费用支出情况看，该公司期间费用随营业规模的增长而逐年增加，2015-2017 年分别为 13.14 亿元、17.35 亿元和 21.20 亿元；期间费用率分别为 28.75%、28.47% 和 28.26%。2017 年公司销售费用和管理费用分别为 16.68 亿元和 3.94 亿元，占期间费用的比重分别为 78.67% 和 18.57%，其中销售费用主要是销售人员工资、奖金、社保和房租费等，管理费用主要是员工工资、业务招待费等；同期财务费用 0.58 亿元，同比增长 77.97%，主要是支付公司债券利息支出增加所致。2015-2017 年公司实现营业利润分别为 3.48 亿元、4.08 亿元和 4.88 亿元，营业利润率分别为 7.62%、6.69% 和 6.51%；同期净利润分别为 2.78 亿元、3.42 亿元和 3.97 亿元。

2018 年 1-3 月，该公司期间费用 6.05 亿元，同比增长 32.96%，期间费用率 27.36%，同比增长 0.54 个百分点，其中销售费用率 22.46%，同比增长 0.86 个百分点，主要是一季度新开门店数量较多，费用开支较大所致。同期公司营业利润和净利润分别为 1.82 亿元和 1.51 亿元，分别同比增长 19.20% 和 23.58%。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	-	-	-	-	-

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业外收入（亿元）	0.14	0.26	0.16	0.08	0.06
其中：政府补助 ⁴ （亿元）	0.07	0.17	-	-	-
长账龄应付款项之转出（亿元）	0.04	0.03	0.07	-	-
收取的赔偿金	0.01	0.02	0.01	-	-
其他（亿元）	0.02	0.05	0.08	-	-
公允价值变动损益（亿元）	-	-	-	-	-

资料来源：根据老百姓所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

发展战略方面，该公司将仍以药品零售发展为主，未来几年通过内生和外延发展并行的方式加强对终端市场的占有率，继续扩张药品零售网络。公司以省级区域为基础实施密集扩张策略，积极参与零售药店行业的整合，强化公司在湖南市场的主导地位，大力拓展浙江、陕西、天津、广西、湖北、安徽等优势省级市场。

此外，该公司拟投资设立产业并购基金，通过产业并购基金寻找同行业投资标的，提高投资能力。公司拟与湖南联晖投资管理有限公司（简称“联晖投资”）、申万宏源证券有限公司（简称“申万宏源”）共同投资设立湖南天晖长银股权投资企业（有限合伙），规模 10.01 亿元，投资范围主要为医药零售连锁企业，且比例不低于 80%，其余投资与医药零售连锁企业高度协同的行业。其中联晖投资为普通合伙人、申万宏源为优先级有限合伙人、公司则为次级有限合伙人，出资额分别为 0.01 亿元、8.00 亿元和 2.00 亿元，公司资金来源为自有资金。

股权收购方面，经该公司董事会审议通过，公司与自然人陈秀梅、李军、李明翰、通辽泽强医药信息管理中心（有限合伙）签署《股权收购协议》，收购陈秀梅持有的通辽泽强大药房连锁有限责任公司（简称“通辽泽强”）51% 的股权⁵，收购价格 2.71 亿元。本次收购完成后，公司将持有通辽泽强 51% 的股权，并通过通辽泽强间接控股内蒙古泽强医药有限公司（简称“泽强医药”）⁶和兴安盟泽强大药房连锁有限责任公司。业绩承诺方面，交易各方约定净利润按每年 20% 增长，若未达到承诺金额，将对估值进行调整。

⁴ 政府补助包括政府补贴、政府奖励及专项项目补助。

⁵ 上述四人分别持有通辽泽强 51%、29%、10% 和 10% 的股权，其中陈秀梅与李军为夫妻关系，李明翰与李军为父子关系。截至 2017 年末，通辽泽强资产总额 2.69 亿元，净资产 0.76 亿元；2017 年实现营业收入 1.49 亿元，净利润 0.79 亿元，经营活动产生的现金流量净额 -0.63 亿元。

⁶ 通辽泽强已收购泽强医药 100% 股权，相关工商变更登记手续已完成。泽强医药主要为通辽泽强提供仓储配送服务，同时对通辽市医疗机构提供药品配送，目前为通辽市第二大医疗机构分销商，客户覆盖当地二级以上医院共 24 家，卫生院 174 家以及卫生室和诊所近 2000 家。

图表 17. 公司主要并购企业业绩完成情况（单位：万元）

企业名称	承诺净利润	完成净利润	是否完成
兰州惠仁堂	4,320.00	5,471.00	是
扬州百信缘	1,200.00	1,266.00	是
江苏百佳惠	585.00	582.00	是
通辽泽强	3,070.00	3,130.00	是

资料来源：老百姓

根据该公司 2017 年 12 月 19 日公告显示，公司与许志刚、吴红燕、江苏普泽大药房连锁有限公司（以下简称“江苏普泽”）、上海普泽大药房有限公司（以下简称“上海普泽”）签署了《股权收购协议》，约定许志刚、江苏普泽、上海普泽以现金出资设立江苏新普泽大药房连锁有限公司（简称“新普泽”，具体名称以工商登记为准），新普泽设立后许志刚、吴红燕将其控制的 42 家直营门店的资产和业务注入新普泽⁷、将其另外控制的 18 家直营门店加盟到新普泽后（上述加盟店在三年业绩承诺期内全部并入），公司拟收购许志刚、上海普泽持有的新普泽 51% 的股权（其中收购许志刚持有的新普泽 35% 的股权、收购上海普泽持有的新普泽 16% 的股权）。根据协议约定，新普泽 100% 股权整体估值为 2.30 亿元，公司交易标的股权（51%）交易价款按普泽大药房 42 家直营店 2017 年净利润的 PE 倍数 20 倍进行估值，预计交易金额为 1.17 亿元。业绩承诺方面，交易各方约定净利润按每年 20% 增长，若未达到承诺金额，将对估值进行调整。南通普泽大药房连锁有限公司（即新普泽）于 2018 年 1 月 3 日成立，同时 42 家门店资产与同年 3 月 1 日对其实现财务报表合并。

在建项目方面，为丰富产业经营，2016 年该公司在长沙投资建设养生中药饮片生产示范基地与现代中药饮片质检与研发中心，提升公司中药饮片类相关产品的生产能力和研发水平，强化公司在中药领域的影响力。该项目由子公司药圣堂中药科技有限公司负责实施，预计总投资 1.63 亿元，建设周期 3 年，年产能 1 万吨，截至 2018 年 3 月末，项目已完成投资额 1.01 亿元。

随着公司业务规模的扩大，长沙地区的现有仓储已无法满足配送需要，2016 年公司以 1.01 亿元自有资金竞拍得长沙市开福区一面积为 8.21 万平方米的工业用地，投资新建医药健康产业园，打造为现代化零售综合物流中心及物流调度中心，公司为该项目建设主体，建设周期 2 年，投资总额约 6.14 亿元，其中 3.33 亿元拟使用可转债的募集资金，其余为银行借款或自有资金。截至 2018 年 3 月末，已完成投资金额 0.91 亿元，预计于本年底建成完工，2019 年初投入使用⁸。

为能够更能够对客户实现更精准的营销、提供更专业的服务，该公司投资建设大健康智慧服务平台，建设周期 2.5 年，公司作为项目的建设主体。大健康智慧服务平台建设项目由 5 个子项目组成，包括大数据智能平台、智能决策

⁷ 该 42 家直营店经营面积 6015 平方米，属医保药店的有 37 家，2017 年实现净利润 1,150 万元（上述财务数据未经审计）。

⁸ 根据该公司项目效益测算，该项目投入运行后不直接产生经济效益，但本项目实施后产生的间接效益将在公司的经营中体现。

平台、多媒体智能分析平台、智慧药房和知识库，加强公司在数据分析、门店管理及专业服务等，进一步提升公司的盈利能力。该项目投资总额约 0.96 亿元，其中 0.67 亿元拟使用可转债的募集资金，目前项目的备案及环评工作正在进行中⁹。

图表 18. 公司重要在建项目投资安排（单位：万元、%）

项目名称	投资预算	截至2018年3月末已完成投资	工程累计投入占预算比例	资金来源	2018年4-12月拟投入	2019年拟投入
养生中药药房项目	16,268	10,133.21	62.29	自有资金	6,135	0
老百姓医药健康产业园项目	61,437	9,091.92	14.80	可转债/自筹	43,700	8,645
老百姓大健康智慧服务平台	9,629	-	-	可转债/自筹	5,950	3,679
合计	87,334	19,225	-	-	5,5785	12,324

资料来源：根据老百姓所提供数据整理。

综上所述，该公司为继续拓展主业经营制定了较为明确的发展战略，为后续发展提供良好保障，但对外投资回报期较长且存在一定风险，同时大规模并购使得公司商誉规模快速增长，若未来被并购企业业绩不达预期，公司将面临商誉减值风险；公司在建项目较多，后期投资金额较大，部分项目建设周期较长，存在一定的资本支出压力。另外，公司养生中药饮片项目未来的产能释放情况及收益回报情况也有待关注。预计未来公司对外投资、股权收购及并购规模较大，需关注资本支出压力及相关投资风险。

管理

跟踪期内，该公司完成非公开发行，医药投资成为公司第一大股东，但质押所持公司股权比例较高，需关注相关风险；公司高管人员结构保持稳定，为后续发展经营提供良好保障。

该公司为民营上市公司，2012年至2018年4月23日之前，EQT和谢子龙、陈秀兰夫妇通过签署的《共同控制协议书》共同为公司的实际控制人。2018年4月22日之后，医药投资持有公司99,180,844股股票，占公司总股本的34.81%，为公司的控股股东。谢子龙、陈秀兰夫妇通过医药投资间接持有公司34.81%的股份，同时陈秀兰直接持有公司3.09%的股份，谢子龙、陈秀兰夫妇合计持有公司37.90%的股份，为公司的实际控制人。

根据该公司2018年4月28日公告显示，陈秀兰拟于2018年5月23日通过证券通过证券交易所集中竞价交易、大宗交易等方式减持公司不超过880.05万股股票。关注后续进展。此外，截至2018年3月末，医药投资已累计质押公司股份0.70亿股，占其持有公司股份总数的86.10%，占公司总股

⁹ 该项目投入运行后不直接产生经济效益，但实施后产生的间接效益将在该公司的经营中体现。

本的 26.20%，质押比例较高，需关注证券市场波动可能导致的股权稳定性风险。

公司治理方面，该公司创始人及董事长谢子龙先生拥有近 20 年的药品经营企业管理经验，从业经验较丰富。公司其他董事会成员也普遍具有境内外药品采购、零售连锁企业运营管理经验，且跟踪期内人员结构较为稳定，高层管理人员变动主要是岗位调整、新聘和换届选举等。

该公司关联交易金额很小，主要是与关联方湖南省明园蜂业有限公司¹⁰采购商品，2017 年金额为 0.20 亿元，同比减少 23.27%，公司与关联方的交易定价主要根据市场行情定价。

跟踪期内，根据该公司 2018 年 4 月 8 日的《企业信用报告》及相关材料，公司及核心子公司近三年不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。此外根据公开信息，公司债券偿付正常。

图表 19. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/4/8	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/4/9	正常	正常	正常	正常
诉讼	公开查询	2018/4/1	无	无	无	无
工商	公开查询	2018/4/23	无	无	无	无
质量	公开查询	2018/4/23	无	无	无	无
安全	公开查询	2018/4/23	无	无	无	无

资料来源：根据老百姓所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，受股权收购、在建工程项目支出等因素影响，该公司负债规模有所增长，但非公开发行成功使得公司资产负债率明显下降，资本实力进一步增强；随着并购业务的增加，公司商誉规模上升较快，需关注存在的商誉减值风险；公司经营环节产生的现金流量净额保持增长，现金回笼情况较好，为到期债务偿付提供一定缓冲；公司融资渠道畅通，尚有一定未使用的银行授信额度，财务弹性较大。

1. 数据与调整

普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2018

¹⁰ 湖南省明园蜂业有限公司与该公司为同一董事长。

年 1-3 月财务报表未经审计。公司执行《企业会计准则—基本准则》、各项具体会计准则及相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 66.99 亿元，所有者权益为 31.01 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 29.31 亿元）；当年实现营业收入 75.01 亿元、净利润 3.97 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 3.71 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 4.92 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为 71.39 亿元，所有者权益为 32.42 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 30.26 亿元）；当期实现营业收入 22.11 亿元、净利润 1.51 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 1.31 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 2.28 亿元。

跟踪期内，该公司合并范围新增 5 家子公司，分别为通辽泽强、江苏百佳惠苏禾大药房连锁有限公司(以下简称“江苏百佳惠”)、明宣兴扬和 5 家门店、湖南名裕龙行医药销售有限公司（简称“名裕龙行”）及湖南百杏堂名医馆中医管理有限公司¹¹（简称“百杏堂”）。

图表 20. 2017 年公司合并报表范围主要变化¹²（单位：亿元）

控股子公司名称	取得方式	净资产 (2017 年末)	净利润 (购并日至 2017 年末)	购买日
江苏百佳惠	现金收购	0.14	0.01	2017 年 10 月 1 日
通辽泽强	现金收购	0.77	0.08	2017 年 10 月 1 日
名裕龙行	新设	0.17	-0.03	2017 年 6 月 15 日
百杏堂	新设	0.05	-0.05	2017 年 1 月 13 日

资料来源：老百姓

2017 年 11 月，该公司完成非公开发行，资本实力得到提升，资产负债率有所下降，公司整体运营较为稳定，收入和盈利均有一定幅度增长，经营性现金流随公司规模扩大逐步增长，为其债务偿付提供了基本保障。

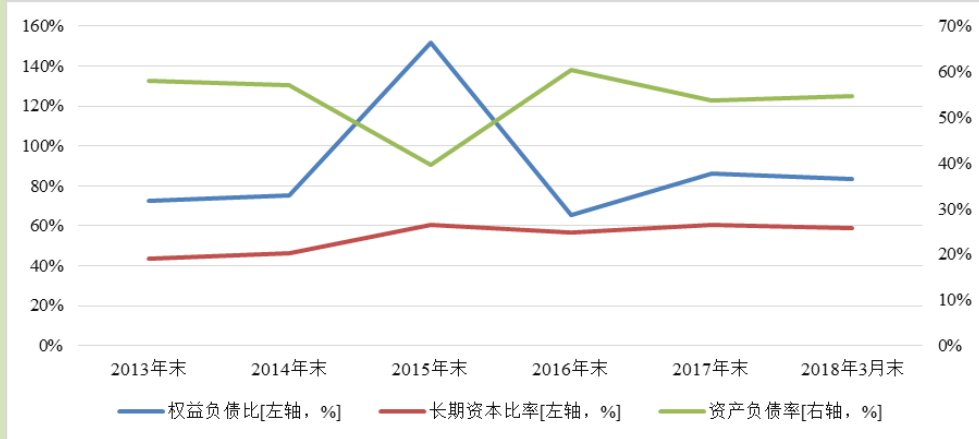
¹¹ 该公司分别于 2017 年 1 月 13 日及 2017 年 6 月 15 日以现金 0.08 亿元和现金 0.20 亿元出资设立了控股子公司百杏堂和名裕龙行，持股比例分别为 80%和 49%。

¹² 明宣兴扬和 5 家门店已与扬州百信缘合并。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



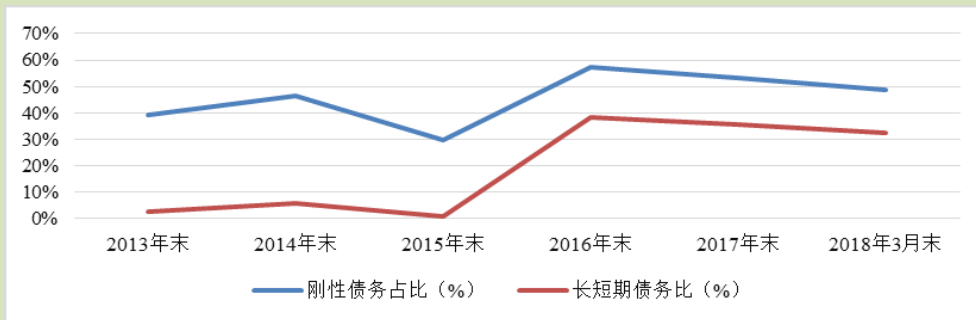
资料来源：根据老百姓所提供数据绘制。

近年来，该公司负债规模持续增长，但公司分别于 2015 年及 2017 年实现 IPO 上市和非公开发行股票，使得所有者权益得到增厚，资产负债率呈现波动。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 15.09 亿元、29.64 亿元、35.98 亿元和 38.97 亿元，同期末资产负债率分别为 39.69%、60.38%、53.71% 和 54.59%，目前资产负债率水平尚可。

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 22.92 亿元、19.45 亿元、31.01 亿元和 32.42 亿元，其中 2016 年末所有者权益减少系当年购买少数股东权益导致资本公积减少所致。受所有者权益波动及刚性债务规模增大影响，公司股东权益与刚性债务比率近年来波动较大，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 513.12%、114.25%、161.18% 和 120.20%，长期资本比率分别为 60.73%、56.40%、60.43% 和 58.74%。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	4.99	6.68	4.52	17.03	19.25	19.29

核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
应付账款 (亿元)	5.03	4.87	6.00	8.30	8.79	11.53
预收账款 (亿元)	0.23	0.31	0.37	0.49	0.48	0.49
其他应付款 (亿元)	0.64	0.71	2.28	1.57	4.41	4.84
刚性债务占比 (%)	39.47	46.26	29.61	57.44	53.48	48.70
应付账款占比 (%)	39.81	33.73	39.77	28.00	24.43	29.58
预收账款占比 (%)	1.80	2.14	2.43	1.64	1.34	1.25
其他应付款占比 (%)	5.06	4.91	15.11	5.30	12.26	12.42

资料来源：根据老百姓所提供数据绘制。

债务期限结构方面，该公司仍以流动负债为主。2015-2017 年末流动负债分别为 14.92 亿元、21.41 亿元和 26.51 亿元，占负债总额的比重分别为 98.93%、72.22% 和 73.68%，2016 年以来比重下滑系发行公司债券使得非流动负债增加所致。从债务构成看，公司负债主要以刚性债务和应付账款为主，二者合计占比超过 75%。公司应付账款均为向供应商采购的货款，2015-2017 年末，金额分别为 6.00 亿元、8.30 亿元和 8.79 亿元。2018 年 3 月末，公司应付账款金额较年初增长 31.12% 至 11.53 亿元，主要是经营规模扩大，药品采购有所增加，其余科目无重大变化。截至 2018 年 3 月末，公司无对合并范围外企业的担保业务。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	4.99	6.68	4.52	9.12	10.36	10.41
其中：短期借款	3.12	2.86	1.00	4.81	1.74	1.67
一年内到期非流动负债	0.03	0.02	0.05	0.01	0.12	0.12
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	1.87	3.24	3.47	4.17	8.37	8.42
其他短期刚性债务				0.13	0.13	0.20
中长期刚性债务合计	-	0.58	-	7.92	8.88	8.89
其中：长期借款	-	0.58	-	-	0.95	0.95
应付债券	-	-	-	7.92	7.94	7.94
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-
综合融资成本 (年化, %)	3.00	3.45	1.43	2.31	2.74	-

资料来源：根据老百姓所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2015-2017 年末，该公司刚性债务分别为 4.52 亿元、17.03 亿元和 19.24 亿元。从刚性债务构成看，公司刚性债务主要包括银行借款、应付票据和应付债券，三者合计占刚性债务总额的 98% 以上。2015-2017 年末，公司银行借款分别为 1.00 亿元、4.81 亿元和 2.69 亿元，以短期借款为主，其中 2015-2016 年末无长期借款，2017 年末长期借款为 0.95 亿元，系合并范围新增兰州惠仁

堂所致；公司短期借款方式包括抵押借款、保证借款和信用借款，借款利率区间 3.92%-5.00%。2015-2017 年末公司应付票据金额分别为 3.47 亿元、4.17 亿元和 8.37 亿元，其中 2017 年末金额大幅增加主要是公司调整与供应商的结算方式，采用银行承兑汇票方式结算比例增大所致。2017 年末应付债券金额为 7.94 亿元，系公司 2016 年发行的公司债券（16 老百姓），发行金额 8.00 亿元，期限 5 年，利率 3.53%。2018 年 3 月末，公司刚性债务为 19.29 亿元，与年初相比，刚性债务的构成和金额变化均不大。

图表 24. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构(单位: 万元)

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
3%以内	-	-	-	-	-
3%~4% (不含 4%)	-	-	-	79,357.22	-
4%~5% (不含 5%)	17,100.00	-	-	10,602.00	-
5%~6% (不含 6%)	320.00	-	-	-	-
6%~7% (不含 7%)	-	-	-	-	-
7%及以上	-	-	-	-	-
合计	17,420.00	-	-	89,959.22	-

资料来源：老百姓。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期 (天)	20.96	19.01	20.24	20.25	21.62
营业收入现金率 (%)	112.95	113.70	113.69	111.75	108.05
业务现金收支净额 (亿元)	5.34	7.96	9.25	12.05	15.25
其他因素现金收支净额 (亿元)	-3.97	-5.49	-6.68	-8.92	-10.32
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	1.37	2.47	2.57	3.13	4.92
EBITDA (亿元)	3.16	3.93	4.42	5.68	7.09
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.63	0.67	0.79	0.53	0.39
EBITDA/全部利息支出 (倍)	22.11	18.62	51.78	22.53	14.03

资料来源：根据老百姓所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

近年来，随着医保收入占比增加，该公司营业周期小幅拉长，2015-2017 年分别为 20.24 天、20.25 天和 21.62 天。公司经营活动产生的现金流持续为正，其中现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金，2015 年以来随着业务规模扩大现金流入量逐年增大；经营活动现金流出主要是与主业相关的购买商品、支付劳务支付的现金以及门店租赁费、水电费等支出。2015-2017

年公司营业收入现金率分别为 113.69%、111.75% 和 108.05%，经营性现金净流量分别为 2.57 亿元、3.13 亿元和 4.92 亿元，现金回笼情况较好。随着债务规模扩张，公司经营性现金流对债务的覆盖程度有所波动，同期分别为 18.01%、17.24% 和 20.54%，对总债务的覆盖率分别为 17.42%、14.01% 和 15.00%。2018 年第一季度，公司经营活动产生的现金流为 2.28 亿元，同比增长 10.02%

2015-2017 年，该公司 EBITDA 分别为 4.42 亿元、5.68 亿元和 7.09 亿元，主要是利润总额、无形资产及其他资产摊销构成，其中利润总额占比高，对 EBITDA 影响较大。随着经营规模扩大，公司利润总额近年来保持增长，但刚性债务增速较快，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度下降明显。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-1.56	-0.97	-2.64	-4.01	-2.66
其中：与主业有关的投资净额	-	-	-2.64	-4.01	-2.66
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.69	-1.15	-1.47	-1.85	-3.01
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.17	-0.02	-1.57	-	-0.62
投资环节产生的现金流量净额	-2.43	-2.14	-5.68	-5.86	-6.29

资料来源：根据老百姓所提供数据整理。

该公司投资活动现金流表现为净流出，2015-2017 年净流出量分别为 5.68 亿元、5.86 亿元和 6.29 亿元，净流出额逐年增长，主要是公司新建及收购股权及门店资产等活动导致流出规模较大所致。整体看，公司新增投资一方面是围绕新开直营门店，另一方面则通过股权并购等方式横向扩张，符合公司发展战略与经营规划。2018 年第一季度，公司投资活动产生的现金净流出额为 2.75 亿元，同比增长 84.45%，主要是增加支付的股权收购款所致。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额	-	-	10.10	-	7.90
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-	-	-2.45	10.30	-2.27
其中：现金利息支出	0.32	0.69	0.08	0.50	0.25
筹资环节产生的现金流量净额	0.87	-0.36	6.63	3.46	5.24

资料来源：根据老百姓所提供数据整理。

近年来，该公司通过发行股票、公司债券和银行借款方式募集资金，融资方式较多。2015-2017 年，筹资环节产生的现金净流入量分别为 6.63 亿元、

3.46 亿元和 5.24 亿元，呈现一定波动与公司债务的举措和偿付活动有关。跟踪期内，公司计划发行 4 亿元的公开发行可转换公司债券，拟使用募集资金投资建设医药健康产业园和大健康智慧服务平台项目的部分投资额，若发行成功负债规模将进一步增大。2018 年第一季度，公司筹资活动产生的现金净流出量-0.31 亿元，同比增加 80.63%，主要是当期回购少数股东权益，支付的现金较多所致。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	14.90	16.92	23.28	29.41	39.79	41.22
	68.35%	66.88%	61.26%	59.91%	59.40%	57.74%
其中：现金类资产（亿元）	3.91	4.66	7.84	8.35	13.55	12.58
应收款项（亿元）	2.67	3.13	4.20	5.78	7.99	8.44
预付款项（亿元）	1.38	1.43	1.78	2.14	3.77	3.42
存货（亿元）	6.71	7.39	9.02	11.97	13.11	15.54
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	6.90	8.38	14.72	19.68	27.19	30.17
	31.65%	33.12%	38.74%	40.09%	40.60%	42.26%
其中：固定资产（亿元）	1.58	1.82	2.10	2.52	2.60	2.71
在建工程（亿元）	0.13	0.15	0.03	0.17	1.73	1.95
无形资产（亿元）	0.99	0.98	1.20	1.81	2.89	2.97
商誉（亿元）	3.18	3.99	7.60	12.21	15.21	16.84
长期待摊费用（亿元）	0.54	0.90	1.68	2.29	3.14	3.38
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	-	-	-	-	-
受限资产账面余额/总资产（%）	-	-	-	-	-	-
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	-	-	-	-	-

资料来源：根据老百姓所提供数据整理。

2017 年 11 月，该公司通过非公开发行募集资金净额 7.90 亿元，资本实力得到增强。截至 2017 年末，公司净资产增至 32.42 亿元，其中资本公积金较上年增长末 7.72 亿元至 13.33 亿元，与未分配利润合计 26.47 亿元，占净资产的比重达 81.65%。

该公司资产总额随着经营规模的扩张、合并范围扩大而逐年增大，2015-2017 年末，公司总资产分别为 38.01 亿元、49.10 亿元和 66.99 亿元。随着并购业务增多，公司商誉规模快速增长，流动资产占比逐步减小，同期末占比分别为 61.26%、59.91%和 59.40%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成，2017 年末，公司货币资金为 13.55 亿元，其中为开具承兑汇票及申请银行借款相关的保证金 3.17 亿元¹³，公司现金存量较为充足；应收账款年末金额 7.99 亿元，较上年末增长 38.28%，其中应

¹³ 该公司承兑保证金不计入受限资产，一般 3-6 个月可取出。

收医保款 6.14 亿元，较上年末增长 16.29%，公司与医保机构签订合作协议，部分客户以医保卡方式进行消费，而医保销售具有一定账期（一般为 35-60 天），对资金产生一定占用，2017 年公司应收账款周转速度 10.90 次，同比下滑 1.32 次；预付款项 3.77 亿元，较上年末增长 75.93%，主要是预付房屋租赁费和预付货款，随公司经营规模扩大而增长；存货 13.11 亿元，较上年末增长 9.57%，其中库存商品占比达 95.33%，2017 年公司存货周转速度为 3.87 次，同比下降 1.33 次。此外，公司其他应收款 0.45 亿元，主要是门店备用金、员工借支等。2018 年 3 月末，公司流动资产为 41.22 亿元，较年初增长 3.58%，其中，货币资金和其他流动资产分别为 12.58 亿元和 0.33 亿元，分别较年初减少 7.13% 和 51.78%，其中其他流动资产减少主要是抵扣的进项税额减少所致；存货为 15.54 亿元，较年初增长 18.46%。公司其余科目无重大变化。

该公司非流动资产主要是固定资产、在建工程、无形资产、商誉及长期待摊费用构成，2017 年末上述几项占非流动资产的 94% 以上。公司固定资产年末金额 2.60 亿元，较上年末增长 3.51%，主要是房屋建筑物、电子及办公设备等；在建工程 1.73 亿元，较上年末增长 1.56 亿元，主要是新增养生中药饮片项目和健康产业园项目；无形资产 2.89 亿元，较上年末增长 59.57%，主要是新增土地使用权所致；长期待摊费用 3.14 亿元，较上年末增长 37.24%，其中经营租入固定资产改良和承租费用分别为 1.67 亿元和 1.45 亿元，公司将门店房屋的租赁押金计入长期应收款（一年内到期的房屋租赁押金在“一年内到期的非流动资产”列示），2017 年末为 0.49 亿元；由于并购业务发生较多，同期末公司商誉规模增至 15.21 亿元，较上年末增长 24.56%，此外，天津敬一堂药店有限公司 46 家门店由于业绩未达预期，商誉计提减值 0.09 亿。2018 年 3 月末，公司非流动资产 30.17 亿元，较年初增长 10.94%，其中在建工程、商誉和其他非流动资产分别为 1.95 亿元、16.84 亿元和 1.13 亿元，分别较年初增长 12.34%、10.72%、39.18%；公司长期股权投资 0.35 亿元，主要是新增权益性投资所致¹⁴。此外，公司受限资产规模较小，且受限资产均为货币资金，对后续债务融资影响较小。

图表 29. 2017 年末公司主要商誉构成情况

企业名称	金额（亿元）
安徽百姓缘大药房连锁有限公司	1.94
常州市庆和堂大药房连锁有限公司 39 家门店	0.94
湖南康一馨大药房零售连锁有限公司 55 家门店	0.79
兰州惠仁堂	2.85
扬州百信缘医药连锁有限公司	1.15
通辽泽强	2.36
江苏百佳惠	0.60
常州万仁大药房有限公司	0.85

¹⁴ 2018 年 3 月末公司权益性投资包括广州新橙信息科技有限公司（1,500 万元）、广州安来老百姓有限责任公司（2,050 万元）

企业名称	金额（亿元）
西安龙盛	0.45
武汉市南方大药房连锁有限公司	0.56
天津敬一堂药店有限公司 46 家门店	0.26
合计	12.49
减值准备：	-
天津敬一堂药店有限公司 46 家门店	0.09

资料来源：根据老百姓所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动比率（%）	121.28	124.10	155.99	137.39	150.11	139.93
现金比率（%）	55.40	59.40	83.65	71.47	86.41	75.57

资料来源：根据老百姓所提供数据整理。

跟踪期内，随着非公开发行募集资金的到位及银行借款的偿还，该公司资产流动性有所提升，目前处于较好水平。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

7. 集团本部财务质量

该公司医药零售业务主要经营主体包括集团本部及部分下属子公司，其他子公司资金全部由公司总部统一调度管理。公司货币资金、债务等多集中在本部，2018 年 3 月末，公司集团本部货币资金 7.71 亿元，占合并口径货币资金比重的 61.26%；同期末本部刚性债务为 14.84 亿元，占比为 76.93%。2017 年，集团本部实现营业收入 16.87 亿元，占比 22.49%，净利润 4.49 亿元，其中投资净收益 4.15 亿元。

外部支持因素

跟踪期内，该公司与多家银行保持了较长时间的合作关系，截至 2018 年 3 月末，各家银行给予公司共计 23.33 亿元的授信额度，尚余 15.35 亿元授信额度。

图表 31. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模/ 余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	23.33	23.33	15.37	4.79%	部分子公司授信由公司本部

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模/ 余额	利率区间	附加条件/增信措施
					担保
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	8.19	8.19	7.48	4.79%	部分子公司授信由公司本部担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	35.11	35.11	48.67	4.79%	部分子公司授信由公司本部担保

资料来源：根据老百姓所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

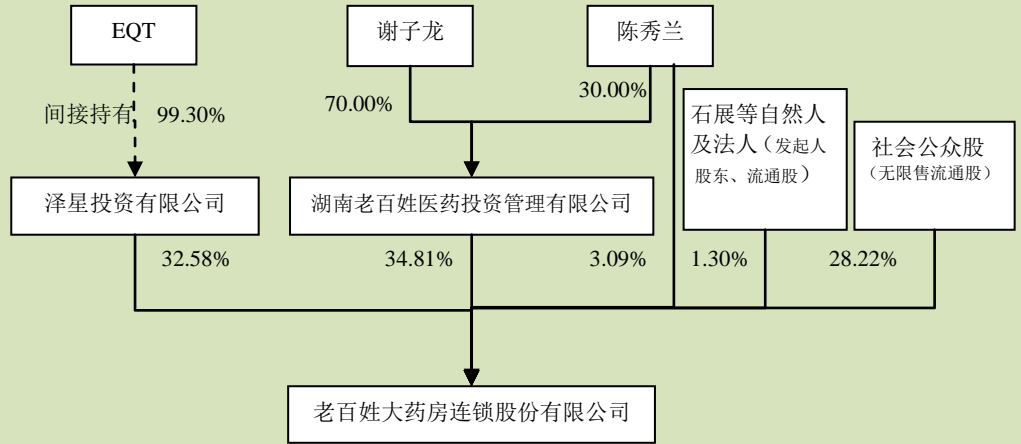
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司保持在行业内较好的知名度，且通过不断扩张主业，经营规模进一步扩大，在全国范围内形成了一定的规模优势与品牌优势，具有较强的竞争力。因公司经营规模扩大，营业收入和利润也得到不同程度的增长，但期间费用也随之增加，未来盈利可能会受到成本的制约。

2017 年 11 月该公司完成了定向增发事项，其权益资本实力得到增强，财务杠杆有所改善。公司刚性债务主要是应付票据、公司债券及少量的银行借款，债务期限结构较为合理，且公司经营性现金净流量持续保持一定规模的净流入；近几年，公司并购整合速度加快，同时并购对象估值较高，积累了较大的商誉规模，面临一定资金压力、项目的投资风险及商誉减值风险。公司货币资金较为充裕、融资渠道较畅通，可为到期债务的偿付提供一定的保障。

附录一：

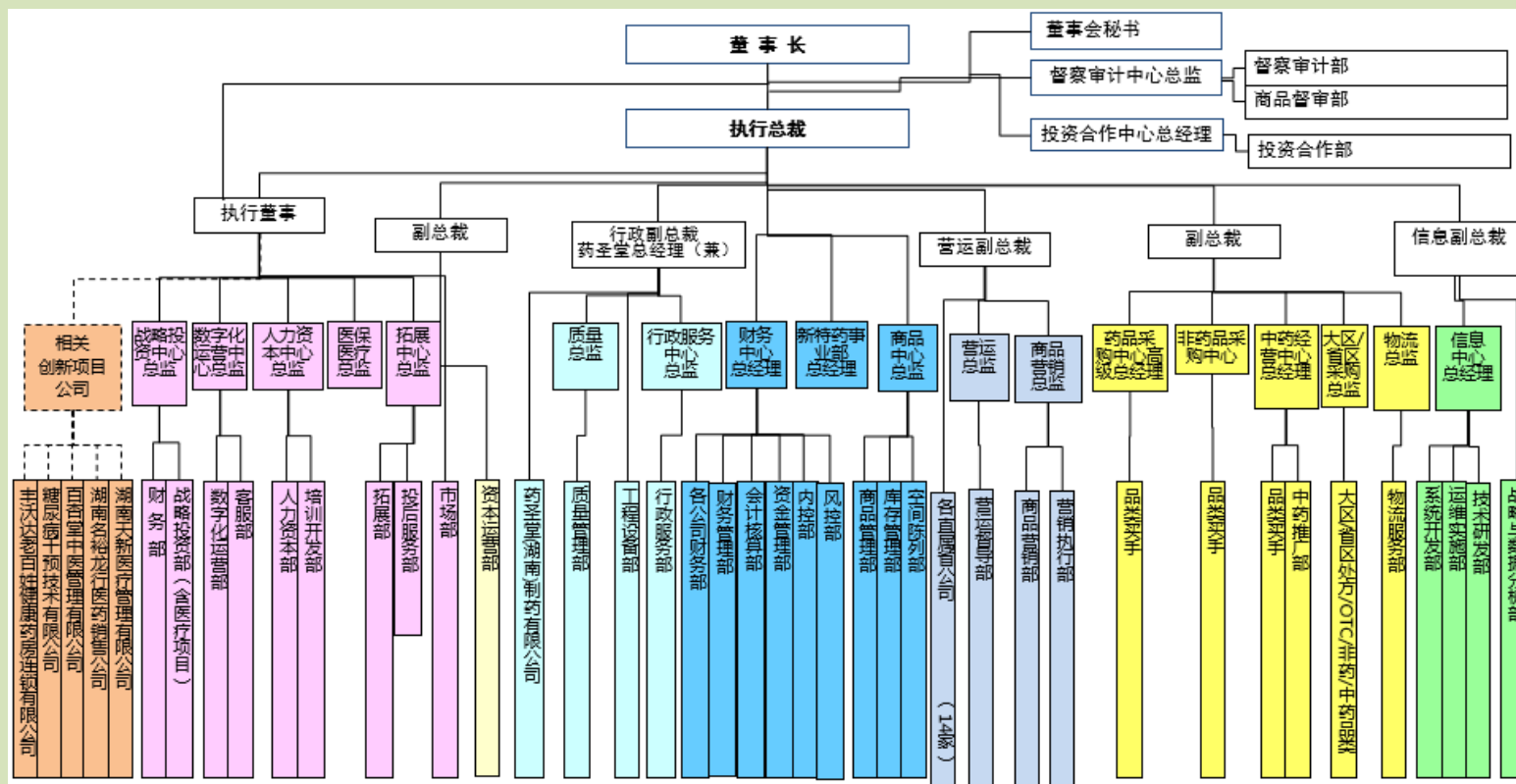
公司与实际控制人关系图



注：根据老百姓提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据老百姓提供的资料绘制（截至2018年3月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017 年 (末) 主要财务数据 (亿元)					备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
老百姓大药房连锁股份有限公司	老百姓	本级	—	药品零售	14.66	29.11	16.87	4.49	2.56	
老百姓大药房连锁(浙江)有限公司	老百姓浙江	重要子公司	100	药品零售	0.1	2.13	5.94	0.17	-	
老百姓大药房连锁(广西)有限公司	老百姓广西	重要子公司	100	药品零售	0.49	2.16	5.39	0.53	-	
丰沃达医药物流(湖南)有限公司	丰沃达	重要子公司	100	药品批发	-	9.10	24.24	0.26	-	
兰州惠仁堂药业连锁有限责任公司	惠仁堂	控股子公司	65	药品零售	1.52	5.17	8.98	0.55	0.41	

注：根据老百姓 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	38.01	49.10	66.99	71.39
货币资金 [亿元]	7.84	8.35	13.55	12.58
刚性债务[亿元]	4.52	17.04	19.25	19.29
所有者权益 [亿元]	22.92	19.45	31.01	32.42
营业收入[亿元]	45.68	60.94	75.01	22.11
净利润 [亿元]	2.78	3.42	3.97	1.51
EBITDA[亿元]	4.42	5.68	7.09	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.57	3.13	4.92	2.28
投资性现金净流入量[亿元]	-5.68	-5.86	-6.29	-2.75
资产负债率[%]	39.69	60.38	53.71	54.59
权益资本与刚性债务比率[%]	507.44	114.19	161.11	168.04
流动比率[%]	155.99	137.39	150.11	139.93
现金比率[%]	53.05	39.20	51.37	42.71
利息保障倍数[倍]	42.89	17.77	10.74	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	20.96	19.01	20.24	20.25
毛利率[%]	37.22	36.06	35.31	36.25
营业利润率[%]	7.62	6.69	6.51	8.22
总资产报酬率[%]	11.57	10.28	9.35	—
净资产收益率[%]	16.45	16.14	15.73	—
净资产收益率*[%]	15.10	14.59	15.51	—
营业收入现金率[%]	113.69	111.75	108.05	91.04
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	18.01	17.24	20.54	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-21.03	-12.20	-4.17	—
EBITDA/利息支出[倍]	51.78	22.53	14.03	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.79	0.53	0.39	—

注：表中数据依据老百姓经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。