

广西柳药集团股份有限公司柳药转债

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(2022)100130】

评级对象: 广西柳药集团股份有限公司柳药转债

柳药转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2022年5月27日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2021年5月24日

首次评级: AA/稳定/AA/2019年8月16日

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022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 | 11.58 | 23.24 | 23.11 | 20.61 |
| 刚性债务 | 22.61 | 33.35 | 35.48 | 40.59 |
| 所有者权益 | 39.12 | 43.94 | 45.67 | 47.08 |
| 经营性现金净流入量 | -0.25 | 5.36 | 2.16 | -5.15 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 119.58 | 148.08 | 158.75 | 169.59 |
| 总负债 | 73.01 | 93.63 | 100.68 | 109.22 |
| 刚性债务 | 35.58 | 52.97 | 55.73 | 67.07 |
| 所有者权益 | 46.58 | 54.45 | 58.06 | 60.37 |
| 营业收入 | 148.57 | 156.69 | 171.35 | 48.14 |
| 净利润 | 7.65 | 7.82 | 6.41 | 2.31 |
| 经营性现金净流入量 | 4.13 | 6.65 | 3.33 | -7.18 |
| EBITDA | 10.99 | 11.63 | 10.92 | — |
| 资产负债率[%] | 61.05 | 63.23 | 63.42 | 64.40 |
| 权益资本与刚性债务 比率[%] | 130.91 | 102.79 | 104.19 | 90.02 |
| 流动比率[%] | 146.87 | 155.71 | 155.15 | 153.92 |
| 现金比率[%] | 33.20 | 48.22 | 44.31 | 34.81 |
| 利息保障倍数[倍] | 9.02 | 7.43 | 6.84 | — |
| 净资产收益率[%] | 17.57 | 15.48 | 11.40 | — |
| 经营性现金净流入量与 流动负债比率[%] | 6.82 | 8.81 | 3.95 | — |
| 非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%] | 5.37 | 5.04 | 0.41 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 9.74 | 8.15 | 8.46 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.37 | 0.26 | 0.20 | — |

注:根据柳药集团经审计的2019~2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

翁斯皓 wsz@shxsj.com

黄梦媛 hmj@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)对广西柳药集团股份有限公司(简称柳药集团、发行人、该公司或公司)及其发行的柳药转债的跟踪评级反映了跟踪期内柳药集团在外环境、区域行业地位及经营业绩等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在业务竞争、应收账款回收、即期债务偿付及可转债转股等方面继续面临压力。

主要优势:

- **良好的外部环境。**随着国家医药卫生改革逐步推进,“两票制”等政策的实施使医药流通行业集中度持续提高,医药流通行业龙头企业发展前景向好。
- **区域内行业地位稳固。**柳药集团是广西壮族自治区具备现代医药物流和药品第三方物流资质的少数核心企业之一,跟踪期内,公司在区域内行业地位突出且稳固。
- **经营业绩整体稳定。**跟踪期内,柳药集团业务规模持续扩大,公司营业收入保持增长态势,2022年第一季度净利润同比有所增长。

主要风险:

- **业务竞争加剧。**随着国家各项医改政策的推进,药品流通行业进入结构调整期,行业竞争激烈,两极分化日趋明显,柳药集团面临的市场竞争压力加大。
- **盈利能力受医改政策影响有所下滑。**跟踪期内,受国家医保控费、带量采购等政策影响,柳药集团业务毛利率有所下滑,公司经营压力有所加大。
- **应收账款回收压力加大。**柳药集团所处医药流通行业下游账款回收期普遍较长,近年来公司业务规模扩张使得应收账款规模增长较快,公

司持续面临应收账款回收风险。

- **即期偿债压力进一步加大。**跟踪期内，柳药集团的债务规模随着业务规模的扩张而快速增长，且增量以短期刚性债务为主，公司面临的即期偿债压力进一步加大。
- **可转债转股不达预期风险。**柳药集团可转债转股情况需持续关注，若转股情况不理想，则公司需要偿还相关债券本息，将增加公司刚性债务负担。

➤ 未来展望

通过对柳药集团及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很高，并维持本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广西柳药集团股份有限公司柳药转债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广西柳药集团股份有限公司柳药转债信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据柳药集团提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对柳药集团的财务状况、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 2019 年 12 月获得中国证监会发行批复，核准公司向社会公开发行面值总额 8.022 亿元的可转换公司债券。2020 年 1 月，公司发行本金 8.022 亿元的柳药转债，期限 6 年，转股期为 2020 年 7 月 22 日至 2026 年 1 月 15 日，目前转股价格为 23.87 元/股。截至 2022 年 3 月末，累计 11,307 股“柳药转债”已转换成公司股份，占可转债发行股份总额的 0.0031%，期末尚未转股的“柳药转债”金额为 8.01923 亿元，占可转债发行总量的 99.9655%。截至 2022 年 3 月末，公司债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司注册发行债务融资工具概况

| 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/注册时间 | 本息兑付情况 |
|------|--------------|-------------|-------------------|-----------|----------------------|-----------------------|
| 柳药转债 | 8.022 | 6 年 | 0.30 ¹ | 2020.1.16 | 8.022 亿元/2019 年 12 月 | 正常付息，尚有 8.01923 亿元未转股 |

资料来源：柳药集团

该公司“柳药转债”主要投资于“南宁中药饮片产能扩建项目”、“连锁药店扩展项目”和“玉林物流运营中心项目”，截至 2022 年 3 月末，已使用募集资金合计 1.73 亿元，上述项目仍在建设中。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况（万元）

| 项目名称 | 计划投资总额 | 募集资金使用额 | 截至 2022 年 3 月 末已使用金额 |
|--------------|-----------|-----------|-------------------------|
| 南宁中药饮片产能扩建项目 | 25,000.00 | 25,000.00 | 5,734.62 |
| 连锁药店扩展项目 | 25,000.00 | 11,220.00 | 6,587.46 |
| 玉林物流运营中心项目 | 20,000.00 | 20,000.00 | 4,999.13 |
| 合计 | 70,000.00 | 56,220.00 | 17,321.22 |

资料来源：柳药集团

¹ 柳药转债的票面利率设定为：第一年 0.30%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项

债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业因素

国家陆续推行“两票制”、“营改增”、“带量采购”、新版GSP等政策，客观上推动了药品流通行业结构调整，提升了行业的集中度。2020年初，受新冠疫情影响，药品流通市场波动较大，整体处于下行趋势，因防疫产品需求增加，带动零售市场销售规模有所扩大。随着国内疫情得到有效控制，企业陆续复工复产，医疗秩序逐步恢复正常，2020年医药商品销售总额得以实现增长，但增速大幅放缓，2021年整体实现较好恢复。在政府加大医药卫生投入和居民健康消费需求升级的背景下，受益于“全民医保”、人口老龄化进程加快、疾病谱变化、慢性病需求增大、人均用药水平提高以及大众消费升级等利好因素，药品流通市场规模将持续扩大；同时，以“医药分开”为导向的医改政策给药品零售业务带来巨大的增量市场。

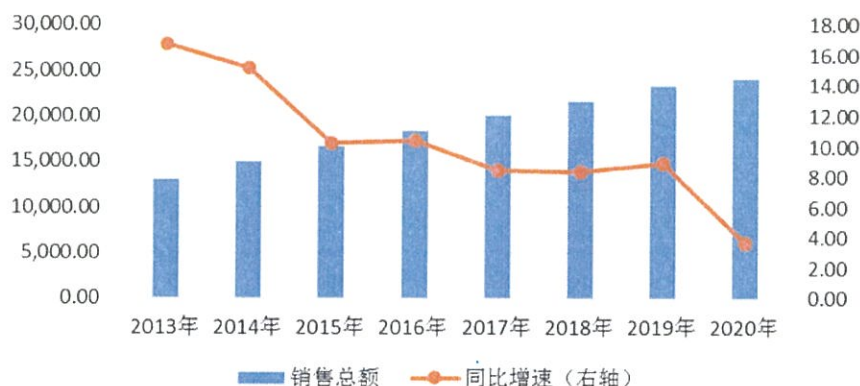
A. 行业概况

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。

药品流通行业是连接上游医药生产企业和下游医疗机构、零售终端的重要环节。药品流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再批发给下游的医疗机构、零售药店和下游分销商等，通过交易差价及提供增值服务获取利润。药品流通企业通过规模化、专业化、现代化的物流配送体系，可以大大降低药品流通环节的成本，提高了流通效率，保障了人民的用药需求，有着巨大的社会效益。随着我国药品流通体制改革的深入，药品流通行业发展势头良好。特别是近十年来，国家加大医疗卫生投入和建立覆盖城乡居民的基本保障制度刺激了市场需求增长。两票制、带量采购等医药政策相继落地实施，互联网信息技术发展带来的居民消费习惯转变，政策与技术双向驱动，药品流通行业呈现集中度提升、渠道下沉、供应链数字化的趋势。由于人口增长，老龄化进程加快，医保体系不断健全，居民支付能力增强，人民群众日益提升的健康需求逐步得到释放，我国已成为全球药品消费增速最快的地区之一。根据国家统计局公布数据，2015~2021 年我国居民人均医疗保健消费支出由 1,165 元增至 2,115 元，医疗保健支出占居民人均消费支出的比重由 7.4% 提升至 8.8%。根据国家药品监督管理局南方医药经济研究所统计公布数据（米内网），2021 年我国三大终端六大市场（不含民营医院、私人诊所、村卫生室）药品销售额实现 17,747 亿元，同比增长 8.0%，主要是 2020 年受疫情影响基数较低所致。

2020 年初，受新冠疫情影响，我国药品流通市场波动较大，整体处于下行趋势，因防疫产品需求增加，带动零售市场销售规模有所扩大。随着国内疫情得到有效控制，企业陆续复工复产，医疗秩序逐步恢复正常，全年药品流通市场销售相对于第一季度持续好转。根据商务部药品流通统计系统数据显示，2020 年全国七大类医药商品销售总额 23,532 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 1.20%，增速较同期下降 7.67 个百分点，其中药品零售市场 5,128 亿元，同比增长 11.57%，增速较同期上升 1.72 个百分点。2020 年，我国药品流通直报企业主营业务收入为 17,493 亿元（不含税），扣除不可比因素，同比增长 1.49%，增速较同期下降 8.42 个百分点；实现利润 321 亿元，扣除不可比因素，同比增长 5.44%，增速下降 3.01 个百分点；平均毛利率约为 8.44%，同比下降 0.14 个百分点；平均费用率为 6.72%，同比下降 0.13 个百分点；平均利润率为 1.83%，同比上升 0.04 个百分点。2021 年，药品流通行业收入稳步增长，基本恢复至疫情前水平，盈利能力增速仍呈下降态势，根据中国药店数据，2021 年全国七大类医药商品销售总额同比增长 8.75%，其中实体零售市场销售规模同比增长 3.21%，2021 年医疗机构销售额和零售药店销售额占比分别为 73.73% 和 26.27%。另外，根据中国医药商业协会药品流通统计数据显示，2021 年药品流通直报企业收入同比增长 10.27%，增速同比加快 8.78 个百分点；利润总额同比增长 4.4%，增速同比下降 1.04 个百分点。

图表 3. 我国药品流通行业销售收入及增速情况（万元，%）



资料来源：Wind、《中国药品流通行业发展报告》

在政府加大医药卫生投入和居民健康消费需求升级的背景下，受益于“全民医保”、人口老龄化进程加快、疾病谱变化、慢性病需求增大、人均用药水平提高以及大众消费升级等利好因素，我国药品流通市场规模将持续扩大。同时，以“医药分开”为导向的医改政策给零售业务带来巨大的增量市场。

B. 政策环境

目前，我国药品流通市场呈现出整体分散，趋于集中的竞争格局，随着新医改的深入进行，国家出台一系列政策鼓励药品流通行业的整合。

2019 年以来，我国陆续发布《国家组织药品集中采购和使用试点方案》、《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围实施意见》、《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知》等多个文件，推动医药行业带量采购和集中采购的发展。相关政策的推进加快了医药流通领域集中度的提高。2019 年 8 月，新修订的《药品经营质量管理规范》对药品流通监管政策的较大调整，规定全面提升了药品流通企业的软硬件标准和要求，提高了准入门槛。此外，2019 年我国出台多项“互联网+医疗健康”、“互联网+医药”新规，推动了互联网诊疗快速发展，规范远程医疗、在线问诊等业务，推动线上线下服务一体化；并支持在线开具处方药品的第三方配送，加快了医药电商的发展。2020 年 3 月，国务院通过了《关于深化医疗保障制度改革的意见》，倡导进行“一票制”，其若全面施行，可能会对部分医药流通企业带来冲击，服务能力和配送网络薄弱的医药流通企业将会出局。在新冠疫情、市场竞争和国家政策导向的三重压力下行业整合加剧，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式。2021 年 1 月，国务院印发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，推动药品集中带量采购常态化及医保支付的实施和新医保目录的执行，促进以量换价和终端用药结构的调整，进而推动规模化运作和成本控制。2021 年 10 月，商务部下发《“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》，加快建立布局合理的现代医药物流服务体系，提升全国医药物流网络的服务功能；并推进“互联网+药品流通”模式，支持药品流通企业与电子商务平台融合，发展智慧物流和智慧药房等新业态。

随着互联网技术的发展，医药电商销售成为医药零售的重要销售模式之一。近年，国家不断规范互联网诊疗和互联网医院的准入和执业管理机制，并在医保方面进一步完善了“互联网+”医疗服务价格和医保支付方式。2021年，随着药品集中带量采购政策的实施、互联网医院配送模式兴起与医药电商业务的快速增长，以及防控疫情的医药物资供应保障任务，药品流通企业在物流网络布局、冷链管理尤其是疫苗配送、仓储拆零拣选、运输调度、终端配送服务等方面加快物流技术和管理水平升级，特别是加快对冷链业务的战略布局。未来的医药电子商务不仅包括医药流通环节各企业间的网上交易，同时还包括零售药、医药流通企业对消费者的网上零售，将成为医药流通行业新的增长点。

整体看，未来在政策驱动下药品流通市场竞争将更加激烈，行业内企业的两极分化或将日益明显。大型药品流通企业占行业整体业务量的比重有望逐年提升，业务增速将高于行业平均水平；规模小、渠道单一的药品流通企业将难以为继。各项医改政策推行均有助于规范药品流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型药品流通企业有望受益。

C. 竞争格局/态势

根据国家药品监督管理局发布的《药品监督管理统计年度报告（2021年第三季度）》，截至2021年9月末，我国共有《药品经营许可证》持证企业60.65万家，其中药品批发企业1.34万家；药品零售连锁企业和门店数量34.20万家，零售单体药店25.12万家。

我国药品流通市场的集中度相对较低，带来了恶性竞争、无序经营的状况，直接导致我国药品流通企业经营效率低下，从政策和行业发展现状来看，整合是未来主要发展趋势。日前，我国已形成了“全国性龙头+区域性龙头”的药品流通市场格局，其中4家全国性龙头分别为国药控股、华润医药、上海医药和九州通集团。该公司是广西壮族自治区区域性医药流通龙头企业，根据公司提供数据，在2020年药品批发企业主营业务收入排名中，柳药集团位列第15位，较上年上升2位；在药品零售企业销售总额排名中，柳药集团旗下的桂中大药房位列第14位，较上年上升3位。目前，广西壮族自治区区域性医药商业流通主要以公司和国药集团为主，合计占据自治区内大部分市场份额，两者之间竞争较为激烈。此外近年来华润医药、九州通等全国性医药流通企业纷纷进驻广西市场，未来竞争压力将有所加大。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2021年/末，亿元，%）

| 核心样本企业名称 | 核心经营指标 | | | | 核心财务数据（合并口径） | | | |
|---------------|----------|-------|----------------|-------------|--------------|-------|--------|-------------|
| | 营业收入 | 毛利率 | 营业收入 现金率（倍） | 应收账款 周转率 | 总资产 | 资产负债率 | 净利润 | 经营性净 现金流 |
| 国药控股有限公司 | 5,210.51 | 8.58 | 1.08 | 3.56 | 3,352.56 | 70.21 | 130.56 | 93.08 |
| 华润医药集团有限公司 | 1,973.46 | 15.70 | 1.09 | 3.82 | 2,001.21 | 65.41 | 58.26 | 106.35 |
| 上海医药集团股份有限公司 | 2,158.24 | 13.23 | 1.08 | 3.89 | 1,634.36 | 63.86 | 62.75 | 50.61 |
| 九州通医药集团股份有限公司 | 1,224.07 | 8.04 | 0.98 | 4.76 | 859.36 | 68.50 | 26.08 | 34.59 |

| 核心样本企业名称 | 核心经营指标 | | | | 核心财务数据（合并口径） | | | |
|----------|--------|-------|------------|---------|--------------|-------|------|---------|
| | 营业收入 | 毛利率 | 营业收入现金率（倍） | 应收账款周转率 | 总资产 | 资产负债率 | 净利润 | 经营性净现金流 |
| 柳药集团 | 171.35 | 11.42 | 1.08 | 2.51 | 158.75 | 63.42 | 6.41 | 3.33 |

资料来源：Wind，新世纪评级整理。

总体看，随着国家各项医改政策的推进，药品流通市场竞争将更加激烈，药品流通过行业格局将进一步调整，两极分化日趋明显。全国性药品流通企业跨区域并购将进一步加快，区域性药品流通企业也将加速自身发展；规模小、渠道单一的药品流通企业将难以为继，行业集中度将进一步提高。

D. 风险关注

药品流通过行业风险主要来自：（1）医改政策陆续出台对药品流通企业经营形成挑战；（2）由于药品关系到国计民生，行业内企业面临持续的合规经营与药品质量管理风险；（3）作为资金密集型的药品流通过行业，企业面临一定的资金流动性风险；（4）药品流通过市场竞争明显加剧。

2. 业务运营

该公司是广西壮族自治区医药流通过领域龙头企业，经营资质完备。跟踪期内，公司经营规模继续扩张，营业收入保持增长，但由于医保控费、带量采购等政策影响，公司毛利率有所下滑。2021 年受毛利率下滑和期间费用增加的影响，净利润同比出现下降，2022 年第一季度净利润同比略有增长。另外，由于行业特性，公司下游客户回款周期仍较长，公司面临的营运资金压力进一步加大。

该公司以广西壮族自治区为经营区域，从事药品、医疗器械等医药产品的批发及零售业务。公司经营模式为从上游供应商采购商品，经过公司的验收、存储、分拣、物流配送等环节，销售给下游客户。公司经营资质完备，具有广西壮族自治区药品监督管理局、柳州市市场监督管理局等部门颁发的《药品经营许可证》、《药品经营质量管理规范（GSP）认证证书》、《药品现代物流企业确认件》、《医疗器械经营许可证》、《第二类医疗器械经营备案凭证》、《麻醉药品、第一类精神药品运输证明》、《食品经营许可证》、《道路运输经营许可证》、《互联网药品信息服务资格证书》和《辐射安全许可证》等资质。

跟踪期内，该公司经营规模保持扩张态势，2021 年及 2022 年第一季度分别实现营业收入 171.35 亿元和 48.14 亿元，同比分别增长 9.36%和 15.67%。从收入结构来看，公司主业突出，其中批发业务收入较大，占主营业收入的比重超过 80%；零售业务规模在公司推动处方外延、慢病管理、DTP 药店等“新零售”服务的情况下，收入占比进一步提升。

图表 5. 公司主业基本情况

| 主营业务 | 市场覆盖范围/核心区域 | 业务的核心驱动因素 |
|------|-------------|-----------|
| 医药流通 | 广西壮族自治区 | 规模/渠道/资质 |

资料来源：柳药集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

| 主导产品或服务 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年 第一季度 | 2021 年 第一季度 |
|----------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 营业收入合计 | 148.57 | 156.69 | 171.35 | 48.14 | 41.62 |
| 其中：医药流通营业收入 | 144.04 | 151.53 | 165.28 | 46.59 | 40.40 |
| 在营业收入中所占比重 | 96.95 | 96.71 | 96.46 | 96.79 | 97.08 |
| 其中：（1）批发业务收入 | 125.15 | 126.66 | 138.02 | 39.72 | 33.91 |
| 在医药流通业务收入中所占比重 | 86.89 | 83.58 | 83.50 | 85.26 | 83.94 |
| （2）零售业务收入 | 18.89 | 24.88 | 27.26 | 6.87 | 6.49 |
| 在医药流通业务收入中所占比重 | 13.11 | 16.42 | 16.50 | 14.74 | 16.06 |
| 毛利率 | 12.15 | 12.44 | 11.42 | 12.11 | 12.53 |
| 其中：医药流通业务 | 10.77 | 11.03 | 9.78 | 10.60 | 11.35 |
| 其中：（1）批发业务 | 8.69 | 8.63 | 7.88 | 9.02 | 9.45 |
| （2）零售业务 | 24.55 | 23.25 | 19.41 | 19.75 | 21.25 |

资料来源：柳药集团

a. 采购

该公司药品、医疗器械采购由采购供应部统一负责。跟踪期内，公司继续加强对上游供应商的服务，加之“两票制”的实施使得公司的渠道优势、客户资源优势和服务优势进一步凸显，公司获得上游配送权的能力持续提升。2021年以来，公司加大对创新药、罕见病用药和器械耗材、检测试剂品种的引进，合作供应商持续增加，截至 2022 年 3 月末，公司上游供货商超过 4,500 家，经营品规约 66,000 多个，基本覆盖了医院的常规用药和新特用药，公司与大部分全国医药工业百强企业，以及辉瑞、罗氏、阿斯利康等国际知名外资/合资制药企业保持良好的业务合作关系，公司基本上为其广西区内一级经销商，2021 年公司新增独家代理品种 92 个。从采购集中度来看，2021 年公司向前五名供应商采购额合计占比 9.08%，较上年下降 1.52 个百分点。

该公司针对销售渠道的不同，采购模式上略有差异。“医疗机构销售”模式下，公司根据医疗机构的订单向药品生产企业订货。“商务终端”模式下，公司按照“以销定购”的采购原则，根据公司的销售计划、市场调查和分析所掌握的市场需求信息以及仓储情况及计算机库存限额报警，综合考虑制定采购计划。从货款结算方式看，2021 年公司采购货款账期保持稳定，除部分“独家药品”需预付货款，其余均为货到后 45 天或 60 天付款。从库存管理情况看，公司常销品种必备库存基本保持 1 个月的可销售量，并随销售随时补货；临时采购计划需各销售部门申请并经审批后进行采购，一般区内 7 天、区外 10 天内采购完毕。

b. 销售

该公司药品、医疗器械销售渠道主要分为批发和零售，以批发业务为主，分为医疗机构销售和商业分销两类；零售业务主要由全资子公司桂中大药房负责，近年来公司加快零售业务的布局 and 专业化团队建设，并积极推进 DTP 药店²业务。

图表 7. 批发的业务模式分类介绍

| 业务模式 | 简介 |
|--------|---|
| 医疗机构销售 | 是指公司作为上游供应商的配送商，面向各级医院，包括城市规模以上及医疗机构以及县乡基层医疗卫生机构、卫生院和城镇社区卫生服务中心等提供配送服务。 |
| 商务终端 | 是指公司作为上游供应商的经销商，将采购的商品销售给其他医药流通企业、连锁药店、个人药店、个体诊所等非公立医疗机构。 |

资料来源：柳药集团

a) 批发

该公司药品、医疗器械主要通过批发渠道进行销售，2021 年及 2022 年第一季度公司批发业务收入分别为 138.02 亿元和 39.72 亿元，同比分别增长 8.97% 和 17.12%，同期批发业务毛利率分别为 7.88% 和 9.02%，同比分别下降 0.75 个百分点和 0.43 个百分点，2021 年以来带量采购、医保控费等医改政策实施，医院端药品降价明显，对批发业务毛利率产生较大影响。

根据终端销售对象和渠道的不同，该公司将批发业务分为医疗机构销售和商务终端两类，2021 年及 2022 年第一季度，医疗机构销售收入占批发业务收入的比重分别为 91.22% 和 92.41%，占公司营业收入比重分别为 73.47% 和 76.25%；公司商业分销收入占比相对较小。跟踪期内，新冠肺炎疫情有所缓解，公司凭借品种和渠道优势及开展供应链增值服务，推动医疗机构销售收入进一步增长，2021 年及 2022 年第一季度同比分别增长 8.64% 和 18.19%，同期商业分销收入分别为 12.12 亿元和 3.01 亿元，同比分别增加 12.49% 和 5.51%。

图表 8. 公司批发业务收入分类情况（亿元）

| 分类 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年第一季度 | 2021 年第一季度 |
|--------|---------|---------|---------|------------|------------|
| 医疗机构销售 | 110.13 | 115.88 | 125.89 | 36.71 | 31.06 |
| 商务终端 | 15.02 | 10.78 | 12.12 | 3.01 | 2.86 |
| 合计 | 125.15 | 126.66 | 138.01 | 39.72 | 33.91 |

资料来源：柳药集团

该公司医疗机构销售以医院销售为主，占比约 90%，商务终端占比较小。公司医院销售业务主要面向广西壮族自治区内二级、三级规模以上医院，并且基本实现自治区内业务全覆盖，其中二级以上医院覆盖率达 100%。公司与各大医院签订《购销合同》，根据其订单进行发货，但回款账期较长，一般为 4-6 个月，对公司资金形成较大占用。公司商务终端业务主要面向以社区医疗中心

² DTP (Direct to Patient) 药店，核心产品是新特药和高价值药，主要是医院或医院附近的药店，在药品销售的基础上配备专业的药师进行药品咨询等附加服务。

和乡镇卫生院为主的基层医疗机构，与其建立配送关系后根据订单发货，货款账期在 1~3 月左右。

该公司商业分销业务主要面向其他医药分销商，公司根据下游分销商订单备货后进行配送，货款账期一般为 1~3 个月，但是由于下游分销商数量较多且规模较小，公司商业分销业务回款风险相对较大且利润低，近年来公司持续加强商业分销业务回款风险控制，2021 年及 2022 年第一季度未产生坏账。

在医药物流网络建设方面，该公司持续在区内布局物流建设，随着玉林物流运营中心项目的竣工并投入使用，公司已形成以南宁、柳州、玉林三大物流基地为核心，以桂林、百色、梧州等主干城市作为配送节点，形成覆盖 200 公里自送半径并延伸至 400 公里的配送能力，建立起全面辐射自治区 14 个地级市的高效物流配送网络。2019 年，公司建成“医院供应链延伸服务项目一期”³和“医疗器械、耗材物流配送网络平台”项目⁴并投入使用，合计投资 6.96 亿元，资金来源于 2016 年非公开发行的募集资金，进一步加强了公司的营销配送网络布局 and 下沉力度，有助于推动城乡一体化配送及区域集中配送模式实现。此外，公司通过搭建药械供应链管理平台、合理用药平台、处方流转平台等信息系统应用，持续开展医院供应链延伸项目、器械耗材 SPD 项目、检验试剂集约化管理等增值服务，稳固与中高端医院客户的关系。2021 年多家医疗机构签订物流延伸项目合作协议，目前公司物流延伸项目合作医院 96 家。

电商方面，该公司“柳药云商”平台于 2019 年 9 月投入运行，但由于公司战略调整、业务整合等原因，2021 年 3 月起暂停运营。2020~2021 年，“柳药云商”平台实现收入分别为 0.24 亿元和 0.06 亿元，实现利润分别为 67.31 万元和 19.54 万元。

未来，该公司将继续积极推进现代物流延伸服务，探索和发展医药电子商务、第三方物流业务等新商业模式，与现有的三大物流中心构建医药物流平台，进一步发挥物流平台与分销网络的协同效应。

b) 零售

该公司药品零售业务经营实体是桂中大药房，系公司全资子公司，旗下药店品牌包括“桂中大药房”、“新友和”和“永和堂”等。2018 年 6 月，为拓展公司在南宁市主城区核心地段的的市场，公司在桂中大药房旗下设立孙公司广西新友和古城大药房有限责任公司（简称新友和），并收购了广西友和古城大药房有限责任公司（简称旧友和）所持的 39 家门店资产。2019 年 1 月，桂中大药房与广西荣和堂医药连锁有限公司（简称荣和堂）共同投资设立控股孙公司广西永和堂医药连锁有限责任公司（简称永和堂），并收购荣和堂旗下 17

³ “医院供应链延伸服务项目一期”系在自治区内 15~20 家三甲医院和 30~50 家二甲医院实施，项目主要是通过构建从药品、器械供应商到医院的供应链平台，实现工业企业、流通企业和医院三方的物流信息共享，项目通过帮助医院提供增值服务，加强对医院用药情况、库存情况的反应能力，进一步巩固与医院的合作关系，提高药品配送份额和提升议价能力。

⁴ 医疗器械、耗材物流配送网络平台”项目主要是对公司南宁物流中心物流设施进行完善。

家门店资产，以拓展贺州市场。2020年4月，永和堂更名为贺州桂中大药房连锁有限责任公司。根据最新数据显示，2020年桂中大药房在中国医药商业协会全国药品零售企业百强排序中位列第14位。

跟踪期内，该公司积极发展药品零售业务，直营药店数量整体呈增长态势，截至2021年末，公司在广西地区共拥有739家直营门店，较上年末新增门店38家、关闭门店7家，其中625家为医保定点零售药店，较上年末增加86家。此外，在近年医院“药品占比”、“零加成”的要求日趋严格以及“处方外流”的逐步推进的背景下，公司通过在医院内部及周边开设自费药店和便民药店，持续推进DTP药店业务，其主要经营高价值药品和自费药品，2021年末公司共开设112家DTP药店。2021年及2022年第一季度，公司DTP业务收入分别为18.15亿元和4.57亿元，营业毛利分别为17.99亿元和4.31亿元。

图表9. 公司直营门店数量变动情况（个）⁵

| 品牌 | 2019年末 | 2020年末 | 2021年末 | 2022年3月末 |
|---------|--------|--------|--------|----------|
| “桂中大药房” | 521 | 621 | 639 | 633 |
| “新友和” | 62 | 62 | 56 | 56 |
| “永和堂” | 17 | 17 | 16 | 16 |
| “北海民康” | — | 8 | 10 | 10 |
| 其他 | — | — | 18 | 18 |
| 合计 | 600 | 708 | 739 | 733 |

资料来源：柳药集团

零售电商方面，2019年以来桂中大药房开展B2B/O2O业务，借助其门店覆盖面广、就近社区优势，通过微信、官网及呼叫中心等方式拓展“网订店取”、“网订店送”等新型零售模式，未来也将成为公司重点发展的模式。2021年，公司零售电商平台收入为0.76亿元，同比下降16.10%，主要是2020年疫情居家隔离政策推动居民线上消费增长，尤其口罩等相关商品网上销量大幅增加，而2021年相关商品消费减少。

跟踪期内，随着该公司零售药店布局设店加快，零售业务收入持续增长，但由于毛利率较低的DTP品种及处方药品销量增加，零售业务毛利率整体有所下滑。2021年及2022年第一季度，公司零售业务收入分别为27.26亿元和6.87亿元，同比分别增长9.59%和5.87%，同期毛利率分别为19.41%和19.75%，同比分别下降3.84个百分点和1.51个百分点。总体看，公司零售板块经营状况整体稳定。

c. 其他（医药工业）

近年来，该公司向上游医药制造业进行拓展，开展药品研发和生产业务。跟踪期内，公司通过技术改造和规模化生产提升产能和降低成本，医药工业业务规模继续扩大，2021年及2022年第一季度公司医药工业业务收入分别为5.37亿元和1.35亿元，同比分别增长17.15%和21.10%；毛利率分别为53.95%

⁵ 其中2020年及之前桂中大药房数据中含医大药房，2021年起拆分至其他。

和 55.01%，同比分别增加 2.16 个百分点和 4.72 个百分点。2021 年公司持续加大在医药行业板块的产品技术研发投入，目前拥有发明专利 19 项。

2015 年 11 月，该公司成立全资子公司广西仙茱中药科技有限公司（简称仙茱中药）进行中药饮片的生产和销售，仙茱中药于 2016 年 6 月取得 GMP 证书，其中药饮片生产线于 2016 年建成并于 2017 年初投入运营，年产能 1,500 吨，2021 年南宁中药饮片产能扩建项目部分厂房完工投产后产能增至 5,000 吨/年。仙茱中药主要是采购各类中药原料进行加工包装销售，截至 2021 年末，公司中药饮品品种 930 种，产品品规 7,000 多个。近年来，仙茱中药产能释放效果整体较好，2021 年由于产能大幅增长导致产能利用率较低，为 47.81%。仙茱中药上游供应商主要为产地农户、产地合作社和医药公司等，销售对象主要为医药商业企业、医院及药厂等，依托公司销售渠道优势，2021 年新增客户 50 家，产品销售情况较好，产销率同比增加 11.36 个百分点至 104.21%。2021 年及 2022 年第一季度仙茱中药实现营业收入分别为 2.43 亿元和 0.70 亿元，同比分别增长 8.62% 和 25.08%；净利润分别为 0.40 亿元和 0.16 亿元，同比分别增长 49.37% 和 67.05%。目前南宁中药饮片产能扩建项目部分完工投产，未完工部分主要为办公中心大楼及设备安装，建设资金主要为柳药转债募集资金中的 2.50 亿元。

图表 10. 仙茱中药产销情况（吨/年，吨）

| 年份 | 产能 | 产量 | 产能利用率 | 销量 | 产销率 |
|--------|-------|----------|---------|----------|---------|
| 2019 年 | 1,500 | 2,350.00 | 156.67% | 2,194.20 | 93.37% |
| 2020 年 | 1,500 | 2,194.92 | 146.33% | 2,037.96 | 92.85% |
| 2021 年 | 5,000 | 2,390.30 | 47.81% | 2,490.84 | 104.21% |

资料来源：根据柳药集团提供的数据整理。

2016 年 3 月，该公司与广西医科大学制药厂合资成立广西医大仙晟生物制药有限公司（简称仙晟制药）进行中成药、制剂生产和销售，目前公司和广西医科大学制药厂分别持股 70% 和 30%。该业务的经营主体为仙晟制药的下属子公司广西康晟制药有限责任公司⁶（简称康晟制药），康晟制药于 2019 年 1 月取得 GMP 证书，其制药生产线于 2019 年 3 月投入运营；截至 2021 年末，康晟制药生产中成药片剂、颗粒剂、丸剂、胶囊剂等 6 个剂型共近 150 个品种。2021 年及 2022 年第一季度康晟制药营业收入分别为 0.67 亿元和 0.13 亿元，其中 2021 年营业收入较上年同比增加 31.82%，主要是安神养血口服液和归芪补血口服液产品销售额同比增长 34.16% 和 39.87% 所致。同期公司净利润分别为 497.58 万元和 -131.63 万元。

2018 年 9 月，该公司出资 7.16 亿元收购广西万通制药有限公司（简称万通制药）60% 的股权，形成商誉 6.68 亿元。万通制药主要生产中成药，主要产品为复方金钱草颗粒和万通炎康片（胶囊），其产品具有较高的市场认可度。

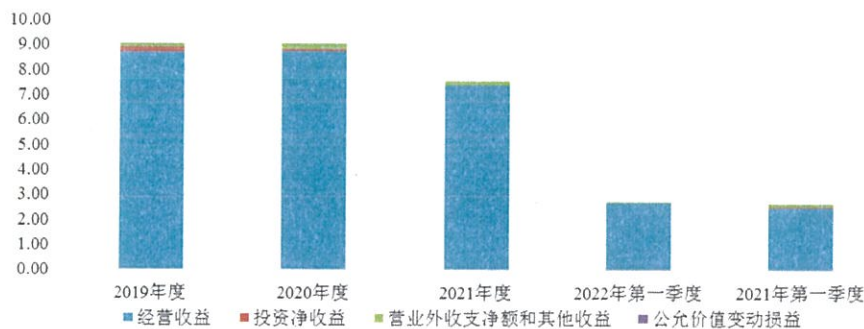
⁶ 仙晟制药不具有药品生产资质，因此通过收购康晟制药获得药品生产资质。康晟制药为医大制药厂于 2018 年 11 月设立的子公司，2019 年 1 月由仙晟制药收购，可生产医大制药研发的产品。

2021 年公司新颗粒剂生产线建设完成，新生产线满负荷生产后，年产量将由 1,400 吨提升至 3,000 吨，新生产线自 10 月份投产启用后月产能增长 35%，带动复方金钱草颗粒和万通炎康片销售额大幅增长，2021 年分别同比增长 21.09%和 41.01%。2021 年及 2022 年第一季度，万通制药实现营业收入分别为 2.33 亿元和 0.68 亿元，同比分别增长 23.48%和 62.38%；净利润分别为 0.99 亿元和 0.29 亿元，同比分别增长 22.06%和 106.45%。

此外，该公司成立广西泛北部湾物流有限公司（简称泛北部湾物流）进行第三方物流配送。公司已通过广西壮族自治区食品药品监督管理局认证，成为自治区首家具有第三方药品物流资质的企业，其仓储运输主要是作为第三方物流配送企业给医药企业提供的服务。

（2）盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据柳药集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

从收益结构看，该公司盈利基本来源于经营收益，投资净收益和营业外收支净额等占比小。2021 年及 2022 年第一季度，公司实现经营收益分别为 7.38 亿元和 2.68 亿元，同比分别下降 15.62%和增长 6.69%；营业外收支净额和其他收益合计分别为 0.14 亿元和 0.02 亿元，公司营业外收入和其他收益主要为少量的政府补助，营业外支出主要为公益性的对外捐赠。2021 年投资净收益为 0.02 亿元，主要是购买理财产品产生的收益。

图表 12. 公司营业利润结构分析（亿元，%）

| 公司营业利润结构 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年 第一季度 | 2021 年 第一季度 |
|-------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 营业收入合计 | 148.57 | 156.69 | 171.35 | 48.14 | 41.62 |
| 毛利率 | 12.15 | 12.44 | 11.42 | 12.11 | 12.53 |
| 其中：医药流通（批发） | 8.69 | 8.63 | 7.88 | 9.02 | 9.45 |
| 医药流通（零售） | 24.55 | 23.25 | 19.41 | 19.75 | 21.25 |
| 毛利 | 18.05 | 19.49 | 19.56 | 5.83 | 5.22 |
| 其中：医药流通（批发） | 10.88 | 10.93 | 10.88 | 3.58 | 3.20 |
| 医药流通（零售） | 4.64 | 5.78 | 5.29 | 1.36 | 1.38 |

| 公司营业利润结构 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年 第一季度 | 2021 年 第一季度 |
|------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 期间费用率 | 5.86 | 6.46 | 6.56 | 5.27 | 5.63 |
| 其中：财务费用率 | 0.94 | 1.17 | 1.19 | 0.84 | 0.77 |
| 全年利息支出总额 | 1.13 | 1.43 | 1.29 | — | — |
| 其中：资本化利息数额 | — | — | — | — | — |

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司实现营业毛利分别为 19.56 亿元和 5.83 亿元，同比分别增长 0.39%和 11.74%；综合毛利率分别为 11.42%和 12.11%，同比分别下降 1.02 个百分点和 0.42 个百分点，公司盈利能力在医药流通行业处于中等水平。

从费用支出情况看，随着经营规模的扩大，该公司期间费用持续增长，2021 年及 2022 年第一季度分别为 11.24 亿元和 2.54 亿元，同比分别增长 11.02%和 8.11%；期间费用率分别为 6.56%和 5.27%，同比分别上升 0.10 个百分点和下降 0.37 个百分点。其中，管理费用分别为 4.12 亿元和 0.97 亿元，同比分别增长 4.47%和 4.24%，主要是公司经营规模扩大，职工薪酬、折旧费和无形资产摊销及开办费等各类管理费用增加所致；研发费用分别为 0.19 亿元和 0.04 亿元，同比分别大幅增长 112.85%和 250.10%，主要是仙茛中药和万通制药研发新产品投入增加所致；销售费用分别为 4.90 亿元和 1.12 亿元，同比分别增长 14.85%和 3.72%，主要是销售人员职工薪酬、咨询服务费和业务招待费等费用增加所致；财务费用分别为 2.04 亿元和 0.40 亿元，同比分别增长 11.34%和 25.23%，主要是手续费、贴现费用增加以及未确认的融资费用摊销计入所致。从资产减值情况看，同期公司资产和信用减值损失合计分别为 0.36 亿元和 0.39 亿元，主要为计提的应收账款坏账损失。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析（万元）

| 影响公司盈利的其他因素 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年 第一季度 | 2021 年 第一季度 |
|-------------|----------|----------|----------|----------------|----------------|
| 投资净收益 | 1,728.87 | 458.83 | 199.28 | 14.14 | 9.56 |
| 营业外收入与其他收益 | 1,931.44 | 3,657.73 | 1,874.59 | 265.56 | 1,421.55 |
| 其中：政府补助 | 1,805.84 | 3,388.98 | 1,700.09 | 239.74 | 1,417.56 |

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

该公司投资净收益规模小，2021 年及 2022 年第一季度分别为 199.28 万元和 14.14 万元。营业外收入与其他收益主要来源于政府补助，同期公司获得政府补助分别为 1,700.09 万元和 239.74 万元。整体看，2021 年公司主业盈利能力有所下滑，加上期间费用增加，营业利润和净利润同比分别下降 16.75%和 18.00%至 7.53 亿元和 6.41 亿元。2022 年第一季度，主要受益于期间费用率的下降，公司实现营业利润和净利润分别为 2.71 亿元和 2.31 亿元，同比分别增长 2.77%和 2.79%。

(3) 运营规划/经营战略

未来几年，该公司坚持立足大健康行业，通过互联网信息技术和大数据应用赋能传统业态，为上、下游客户提供优质高效的药械配送服务和专业供应链增值业务，为个人消费者提供便捷、专业的药械零售服务和健康管理服务，推动传统板块业务转型升级。在品种方面，以营销模式创新和专业服务平台搭建为抓手，在创新药代理营销和器械耗材、检验试剂市场快速突破方面把握先机。同时在国家大力支持发展中医药产业背景下，以构建中药全产业链为基础，做大做强医药工业业务，加大技术研发投入和产能投入，不断提高产品附加值，组建专业营销团队，拓展国际、国内产品市场。此外，发展第三方医药物流、中药代煎煮等配套服务产业。最终实现企业由传统单一的配送商向综合性医药产品和智慧医药服务供应商转型，打造区域大健康行业龙头企业。

管理

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，朱朝阳仍为公司第一大股东和实际控制人，2022年5月公司进行更名。公司建立了较为规范的公司治理结构，跟踪期内进一步完善内部治理和内控体系，并继续提高治理水平。公司高管团队总体保持稳定，保证了其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，朱朝阳仍为公司第一大股东和实际控制人。截至2022年3月末，公司第一大股东朱朝阳持有公司27.88%的股份，其持有的股份中47.43%用于质押，质押筹资主要用于认购公司非公开发行股票、为员工持股计划提供借款支持以及个人资金周转。公司第一大股东和实际控制人股权质押比例偏高，需持续关注证券市场价格波动对公司控制权可能造成的影响。公司名称由“广西柳州医药股份有限公司”变更为“广西柳药集团股份有限公司”已于2022年5月完成工商变更登记，公司简称由“柳药股份”变更为“柳药集团”。

该公司已制定了涵盖了业务运营各环节、财务、投融资以及对外担保等方面的内部控制制度，以规范业务运营、控制经营管理风险及保障资金安全。跟踪期内，公司进一步完善各项内部管理制度和内控体系，并持续提高公司治理水平。2021年1月，财务总监汤杰禹因个人原因离职，不再担任公司任何职务；由苏春燕担任财务总监，此外聘任朱仙华担任公司副总经理，其他高管无变动，公司高管团队总体保持稳定，能够保证公司发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

近年来，该公司的关联交易均为合并范围内的关联担保。截至2021年末，公司本部作为担保方，为子公司广西南宁柳药药业有限公司和桂中大药房、广西桂林柳药药业有限公司等提供担保金额合计14.93亿元；公司本部作为被担保方，朱朝阳先生为公司本部担保金额合计1.32亿元。

根据该公司提供的 2022 年 5 月 7 日《企业信息报告》所载，公司不存在欠贷、欠息情况。跟踪期内公司及核心子公司无重大不良行为。

图表 14. 公司重大不良行为记录列表（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 | 2022.5.7 | 不涉及 | 无 | 无 | 无 |
| 各类债券还本付息 | 公开信息披露及企业提供 | 2022.5.9 | 不涉及 | 无 | 不涉及 | 不涉及 |
| 诉讼 | 公开信息披露及企业提供 | 2022.5.9 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 环保 | 公开信息披露及企业提供 | 2022.5.9 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 质量 | 公开信息披露及企业提供 | 2022.5.9 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 安全 | 公开信息披露及企业提供 | 2022.5.9 | 无 | 无 | 无 | 无 |

资料来源：根据柳药集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指公司应该提供但未提供；“无法提供”指因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，随着业务规模扩大，该公司债务规模增长较快，负债经营程度持续上升，但在行业中仍处于适中水平。公司刚性债务规模快速增长，且主要集中在短期，即期债务压力加大。公司主业现金回笼能力一般，经营活动净现金流净额同比有所减少，公司货币资金可为到期债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2021 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。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年以来发布的多项具体会计准则和报告格式修订通知。公司 2022 年一季报未经审计。

截至 2021 年末，该公司合并范围子公司 23 家、孙公司 16 家。2022 年 1~3 月，公司新增并表子公司 2 家至 25 家，分别为广西康达卡勒幅医疗科技有限公司（注册资本 5,000 万元，持股比例 50%，主要经营高端医疗器械生产）和广西自贸区柳药药业有限公司（注册资本 200 万元，持股比例 100%，主营药品批发），另外新增并表孙公司 1 家至 17 家，为广西仙茱道地药材有限公司（注册资本 200 万元，持股比例 100%，主营中药材购销）。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据柳药集团所提供数据绘制。

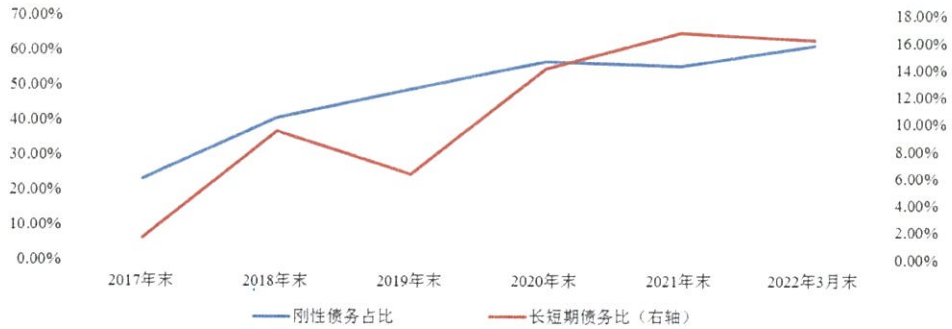
跟踪期内，主要随着经营积累的增加，该公司净资产规模持续增长，2021年末及2022年3月末公司所有者权益分别为58.06亿元和60.37亿元，分别较上年末增长6.64%和3.98%。2021年末，公司实收资本为3.62亿元，资本公积⁷增加至19.80亿元，两者合计占净资产比重为40.34%；同期未分配利润为27.08亿元，较上年末增长14.67%，占净资产比重为46.64%。2021年度公司拟以利润分配实施公告确定的股权登记日的公司总股本为基数，向全体股东每10股派发现金股利人民币4.80元(含税)，后续公司分红情况需持续关注。2021年“柳药转债”新增转股数量774股，期末减少其他权益工具0.36万元至1.53亿元。

跟踪期内，该公司债务规模随业务规模的扩大而快速增长，公司负债经营程度整体呈上升趋势，2021年末及2022年3月末负债总额分别为100.68亿元和109.22亿元，分别较上年末增长7.53%和8.48%；资产负债率分别为63.42%和64.40%，分别较上年末上升0.19个百分点和0.98个百分点，公司负债经营程度在行业中尚处于适中水平。同期末，公司权益负债比分别为0.58倍和0.55倍，整体保持稳定。

⁷2021年末，公司限制性股票激励计划增加资本公积327.23万元，公司发行的柳药转债转股增加资本公积1.78万元，注销2,000股减少资本公积5.14万元，本期收购少数股东股权增加资本公积910.01万元。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



| 核心债务 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 刚性债务 (亿元) | 9.15 | 23.17 | 35.58 | 52.97 | 55.73 | 67.07 |
| 应付账款 (亿元) | 27.15 | 26.25 | 26.92 | 27.75 | 28.88 | 25.85 |
| 其他应付款 (亿元) | 2.05 | 6.04 | 8.07 | 8.88 | 8.83 | 8.82 |
| 刚性债务占比 (%) | 22.96 | 40.47 | 48.73 | 56.57 | 55.35 | 61.41 |
| 应付账款占比 (%) | 68.11 | 45.85 | 36.87 | 29.64 | 28.69 | 23.66 |
| 其他应付款 (%) | 5.15 | 10.55 | 11.05 | 9.49 | 8.77 | 8.08 |

资料来源：根据柳药集团所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司主要开展药品、医疗器械等医药产品的流通业务，对流动资金的需求大，负债结构以流动负债为主，2021 年末及 2022 年 3 月末长短期债务比分别为 16.68%和 16.14%。

从债务构成看，该公司的负债以刚性债务和应付账款为主。2021 年末及 2022 年 3 月末刚性债务占负债总额的比重分别为 55.35%和 61.41%，其中以短期刚性债务为主。公司应付账款主要为应付药品、医疗器械采购款，同期末余额分别为 28.88 亿元和 25.85 亿元，占负债总额的比重分别为 28.69%和 23.66%。此外，同期末其他应付款余额分别为 8.83 亿元和 8.82 亿元，近年来变化不大，2021 年末主要是业务代理保证金为 8.25 亿元。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成

| 刚性债务种类 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 短期刚性债务合计 | 9.15 | 18.87 | 31.94 | 44.35 | 46.29 | 56.68 |
| 其中：短期借款 | 6.24 | 13.24 | 18.89 | 27.72 | 27.11 | 35.01 |
| 应付票据 | 2.91 | 5.64 | 13.05 | 16.64 | 19.15 | 21.66 |
| 其他短期刚性债务 | — | — | — | — | 0.04 | 0.02 |
| 中长期刚性债务合计 | — | 4.30 | 3.64 | 8.61 | 9.43 | 10.38 |
| 其中：长期借款 | — | 4.30 | 3.64 | 1.98 | 2.46 | 3.46 |
| 应付债券 | — | — | — | 6.63 | 6.97 | 6.92 |

| 刚性债务种类 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 综合融资成本（年化，%） | 4.35 | 4.59 | 4.48 | 3.63 | 3.48 | 3.44 |

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

跟踪期内，该公司刚性债务规模持续增长，2021 年末及 2022 年 3 月末分别为 55.73 亿元和 67.07 亿元，较上年末分别增长 5.21%和 20.35%。公司刚性债务以短期刚性债务为主，同期末短期刚性债务占比分别为 83.08%和 84.52%。公司短期刚性债务由短期借款和应付票据构成，其中短期借款分别为 27.11 亿元和 35.01 亿元，分别较上年末下降 2.18%和增长 29.13%；应付票据主要为应付药品、医疗器械货款，同期末余额分别为 19.15 亿元和 21.66 亿元，分别较上年末增长 15.08%和 13.12%。公司中长期刚性债务由长期借款和应付债券构成，其中长期借款分别为 2.46 亿元和 3.46 亿元，分别较上年末增长 24.24%和 40.65%，2021 年长期借款增量主要为公司向广发银行南宁云景支行的信用借款 1.14 亿元，2022 年 3 月末增量主要为公司向招商银行柳州分行的抵押借款 1.20 亿元；应付债券为公司发行的本金 8.022 亿元的柳药转债。

从银行借款方式看，该公司银行借款以信用借款和保证借款为主，2022 年 3 月末分别占比 62.44%和 27.55%，其中保证借款主要是公司为子公司借款提供的保证担保，公司银行借款利率区间为 1.35%~5.12%。近年来，公司综合融资成本约保持在 3.44%~4.59%之间，2020 年以来呈下降态势，符合社会融资成本变动趋势。从债务期限结构和融资成本来看，公司刚性债务期限以“1 年以内”为主，融资成本集中在 3%~4%之间，融资成本适中。

图表 18. 2022 年 3 月末公司刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）⁸

| 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） | 3~5 年（不含 5 年） | 5 年及以上 |
|------------------|-------|---------------|---------------|--------|
| 3%以内 | 6.68 | — | 6.92 | — |
| 3%~4%（不含 4%） | 25.53 | — | — | — |
| 4%~5%（不含 5%） | 2.80 | 2.26 | — | — |
| 5%~6%（不含 6%） | — | — | — | 1.20 |
| 合计 | 35.01 | 2.26 | 6.92 | 1.20 |

资料来源：柳药集团

⁸ 不包含应付票据。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年第一 季度 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 营业周期 (天) | 171.82 | 179.11 | 174.08 | 184.80 | 185.92 | — |
| 营业收入现金率 (%) | 92.54 | 96.01 | 111.90 | 110.25 | 108.10 | 78.53 |
| 业务现金收支净额 (亿元) | -3.43 | -0.84 | 6.23 | 7.15 | 6.05 | -6.03 |
| 其他因素现金收支净额 (亿元) | 0.10 | 1.06 | -2.10 | -0.50 | -2.73 | -1.15 |
| 经营环节产生的现金流量净额 (亿元) | -3.33 | 0.22 | 4.13 | 6.65 | 3.33 | -7.18 |
| EBITDA (亿元) | 5.59 | 7.73 | 10.99 | 11.63 | 10.92 | — |
| EBITDA/刚性债务 (倍) | 0.61 | 0.33 | 0.31 | 0.26 | 0.20 | — |
| EBITDA/全部利息支出 (倍) | 28.55 | 14.30 | 9.74 | 8.15 | 8.46 | — |

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

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。

该公司主业现金回笼能力一般，近年来公司加强账款催收力度，年末应收账款回收情况有所好转，但季度性回款情况仍有待提升，由于行业特性导致公司回款压力短期内较难改善。2021 年及 2022 年第一季度，营业收入现金率分别为 108.10%和 78.53%。同期公司经营性现金净流量分别为 3.33 亿元和-7.81 亿元，2021 年经营性现金净流量同比大幅减少 49.92%，主要系公司期以现金购买商品所支付的货款增加以及收到其他与经营活动有关的现金减少所致。2021 年公司经营性现金流量净额与流动负债比率为 3.95%，与负债总额的比率为 3.31%，较上年有所下降。

2021 年该公司 EBITDA 为 10.92 亿元，主要来源于同期的利润总额。随着公司刚性债务规模的快速增长，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度有所下滑，2021 年为 0.20 倍。因公司列入财务费用的利息支出有所减少，2021 年 EBITDA 对利息支出的保障程度有小幅上升，为 8.46 倍，总体对利息支出的保障程度较好。

(2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

| 主要数据及指标 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年第一 季度 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 回收投资与投资支付净流入额 | -0.15 | -6.52 | 0.92 | 0.05 | -0.33 | -0.06 |
| 其中：与主业有关的投资净额 | -0.15 | -6.52 | 0.92 | 0.05 | -0.33 | -0.06 |
| 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 | -1.90 | -2.72 | -2.31 | -2.50 | -2.64 | -0.44 |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额 | -3.50 | 2.75 | 0.75 | 0.01 | 0.04 | -1.00 |

| 主要数据及指标 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 第一季度 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 投资环节产生的现金流量净额 | -5.55 | -6.49 | -0.63 | -2.44 | -2.93 | -1.50 |

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

随着玉林中药产业园⁹、南宁中药饮片产能扩建、连锁药店扩展项目的推进，该公司投资性现金流持续呈净流出状态，2021年及2022年第一季度，公司投资活动净流量分别为-2.93亿元和-1.50亿元。同期公司“购建固定资产与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额”分别为-2.64亿元和-0.44亿元，主要用于项目建设。近年来，公司前期多个建设项目逐步均投资完毕，后续主要投资项目为洛维园区项目和“柳药转债”的募投项目，公司投融资压力可控，但需持续关注投建项目的运营状况。

(3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

| 主要数据及指标 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 第一季度 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 权益类净融资额 | -0.97 | -1.31 | -1.70 | -2.28 | -2.51 | 0.00 |
| 债务类净融资额 | 3.41 | 9.76 | 4.86 | 13.84 | 2.23 | 5.25 |
| 其中：现金利息支出 | 0.20 | 0.54 | 1.13 | 1.16 | 1.28 | 0.47 |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | 2.44 | 7.00 | 3.82 | 11.63 | -2.41 | 2.25 |

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

跟踪期内，该公司主要通过新增金融机构借款等债务性融资方式满足投资及运营资金需求，2021年及2022年第一季度公司筹资活动产生的现金净流量分别为-2.41亿元和2.25亿元，其中2021年同比大幅减少主要是取得借款收到的现金同比减少17.69%所致；2022年第一季度筹资活动产生的现金流量净额由负转正，主要系取得借款收到的现金同比大幅增长274.47%至19.25亿元所致。

4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标 | 2017年末 | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 | 2021年末 | 2022年3 月末 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 67.85 | 80.25 | 100.94 | 127.86 | 133.88 | 144.75 |
| | 89.83 | 82.12 | 84.41 | 86.35 | 84.33 | 85.36 |
| 其中：现金类资产（亿元） | 12.20 | 12.97 | 22.82 | 39.60 | 38.23 | 32.74 |
| 应收账款（亿元） | 37.93 | 50.27 | 59.89 | 63.64 | 72.85 | 87.52 |
| 存货（亿元） | 11.26 | 12.63 | 15.09 | 15.66 | 18.05 | 18.43 |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 7.69 | 17.48 | 18.64 | 20.21 | 24.87 | 24.84 |
| | 10.17 | 17.88 | 15.59 | 13.65 | 15.67 | 14.64 |

⁹ 玉林中药产业园分两期建设，目前在建的第一期即募投项目中的玉林物流运营中心项目。

| 主要数据及指标 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 其中：固定资产（亿元） | 4.28 | 5.86 | 6.66 | 6.74 | 8.18 | 8.14 |
| 无形资产（亿元） | 1.01 | 1.42 | 1.98 | 2.08 | 2.27 | 2.21 |
| 商誉（亿元） | — | 7.65 | 7.65 | 7.65 | 7.65 | 7.65 |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） | 0.36 | 9.39 | 9.22 | 10.20 | 13.68 | 13.66 |
| 期末抵质押融资余额（亿元） | 0.50 | 4.60 | 3.81 | 2.98 | 1.94 | 3.85 |
| 受限资产账面余额/总资产（%） | 0.48 | 9.61 | 7.71 | 6.89 | 8.62 | 8.05 |

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

随着该公司经营规模的扩大，其资产规模也保持快速增长态势，2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产总额分别为 158.75 亿元和 169.59 亿元，分别较上年末增长 7.21%和 6.83%，其中货币资金、应收账款和存货等流动资产的占比较高，符合医药流通行业特性。

从流动资产构成情况看，2021 年末及 2022 年 3 月末该公司流动资产余额分别为 133.88 亿元和 144.75 亿元，分别较上年末增长 4.71%和 8.12%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。同期末公司货币资金余额分别为 34.16 亿元和 31.36 亿元，其中受限货币资金分别为 1.54 亿元和 5.17 亿元，2022 年 3 月末受限货币资金主要是汇票保证金。公司应收账款主要为应收药品、医疗器械款，由于行业特性，公司应收账款余额规模很大，且随着业务规模扩大而快速增长，同期末分别为 72.85 亿元和 87.52 亿元，分别较上年末增长 14.47%和 20.13%，其中 2022 年 3 月末下游客户中应收三级医院和二级医院的款项合计占比超过 83%，应收账款回收风险总体可控；从应收账款账龄分布来看，2021 年末账龄为一年以内的应收账款占比 95.78%，公司合计计提坏账准备 1.26 亿元，同期末公司应收账款前五名合计 9.66 亿元，占应收账款的比例为 13.05%。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司存货余额分别为 18.05 亿元和 18.43 亿元，分别较上年末增长 15.26%和 2.08%，其中 2021 年末存货主要由原材料、在产品 and 库存商品构成，期末余额分别为 0.62 亿元、0.06 亿元和 17.36 亿元。2021 年末应收账款周转速度和存货周转速度分别为 2.51 次和 9.00 次，公司资产周转效率仍有待提升。此外，2021 年末及 2022 年 3 月末应收票据余额分别为 1.87 亿元和 0.96 亿元，分别较上年末减少 14.63%和 48.56%，主要是收到以银行承兑汇票结算的货款减少所致；应收账款融资分别为 3.72 亿元和 3.63 亿元，其中 2021 年全部为应付票据。

从非流动资产构成来看，2021 年末及 2022 年 3 月末该公司非流动资产余额分别为 24.87 亿元和 24.84 亿元，分别较上年末增长 23.06%和减少 0.14%，主要由固定资产、无形资产和商誉构成，其中固定资产净额分别为 8.18 亿元和 8.14 亿元，主要为房屋及建筑物，其中 2021 年末固定资产净额较上年同比增加 21.36%，主要系公司玉林中药产业园和南宁中药饮片产能扩建等项目完工转入固定资产所致；在建工程分别为 1.15 亿元和 1.32 亿元，2021 年 在建工程为洛维园区项目和新成品仓库，年末分别为 0.93 亿元和 0.22 亿元；无形资

产余额分别为 2.27 亿元和 2.21 亿元，主要由土地使用权构成，近年来变化不大；商誉余额分别为 7.65 亿元和 7.65 亿元，仍为收购万通制药形成商誉 6.68 亿元及收购广西友和古城大药房有限责任公司的 39 家连锁药店形成商誉 0.97 亿元，未发生商誉减值。此外，同期末使用权资产分别为 2.79 亿元和 2.81 亿元，主要系公司执行新租赁准则。其他科目虽有变动但影响较小。

截至 2021 年末，该公司受限资产合计 13.68 亿元，占总资产比重为 8.62%，主要包括用于质押借款的万通制药 60% 股权（7.16 亿元）、用于抵押贷款的固定资产（0.61 亿元）、用于质押的应收票据和应收账款（合计 4.25 亿元）和受限货币资金（1.54 亿元）等。

5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率 (%) | 172.85 | 153.40 | 146.87 | 155.71 | 155.15 | 153.92 |
| 速动比率 (%) | 139.84 | 125.17 | 121.51 | 133.73 | 130.99 | 131.94 |
| 现金比率 (%) | 31.07 | 24.79 | 33.20 | 48.22 | 44.31 | 34.81 |

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

该公司资产流动性水平整体较稳定，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司流动比率分别为 155.15% 和 153.92%，速动比率分别为 130.99% 和 131.94%，现金比率分别为 44.31% 和 34.81%，其中 2022 年 3 月末现金比率较上年末同比下降 9.50 个百分点，主要系公司流动负债上升所致。

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司不存在对外担保等表外事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司业务主要集中在本部，下设子、孙公司主要是按区域划分的销售平台，子公司的资金由本部统一进行管理，公司本部对下属子公司控制力强。2021 年公司本部实现营业收入 145.61 亿元，同比增长 6.75%；实现净利润 3.85 亿元，同比下降 17.71%；经营性现金流净额为 2.16 亿元，同比减少 3.20 亿元。2021 年末，公司本部所有者权益为 45.67 亿元，较上年末增长 3.94%。同期末公司本部刚性债务余额 35.48 亿元，主要为银行借款和发行的“柳药转债”，公司本部货币资金 23.11 亿元，仍面临一定的刚性债务偿付压力，后续本部项目投资压力不大，且货币资金余额尚可，可为到期债务的偿付提供一定的保障。

外部支持因素

该公司具有较好的偿债信用记录，与多家银行保持着良好合作关系，通过

间接融资渠道获得资金周转与补充的能力较强。截至 2022 年 3 月末，公司合并口径获得授信总额为 81.97 亿元，其中尚未使用的授信余额为 23.21 亿元，公司合并口径授信总额中大型国有金融机构综合授信额度和可用授信占比分别为 26.75%和 6.33%，同期末大型国有金融机构综合授信额度为 21.93 亿元，尚未使用的授信额度为 1.97 亿元。

图表 24. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别 | 综合授信 | 尚未使用授信 | 利率区间 | 附加条件/增信措施 |
|------------------|-------|--------|------------|-------------|
| 全部（亿元） | 81.97 | 23.21 | 1.35~5.12% | 抵押/质押/保证/信用 |
| 政策性银行（亿元） | 3.00 | 0.20 | 3.75~4.45% | 信用 |
| 工农中建交五大商业银行（亿元） | 18.93 | 1.27 | 1.40~4.75% | 抵押/保证/信用 |
| 其中：大型国有金融机构占比（%） | 26.75 | 6.33 | — | — |

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 柳药转债：发行人赎回条款及投资者回售选择权

本次债券设置发行人赎回条款及投资者回售选择权。在本次发行的可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债；在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果该公司股票在连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，投资者有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。回售条款的设置，使该公司面临一定的提前偿付压力。

柳药转债转股情况需持续关注，若转股情况不理想，则该公司需要偿还相关债券本息，增加公司刚性债务负担。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，朱朝阳仍为公司第一大股东和实际控制人，2022 年 5 月公司进行更名。公司建立了较为规范的公司治理结构，公司进一步完善内部治理和内控体系，并继续提高治理水平。公司高管团队总体保持稳定，保证了其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

该公司是广西壮族自治区医药流通领域龙头企业，经营资质完备。跟踪期内，公司经营规模继续扩张，营业收入保持增长，但由于医保控费、带量

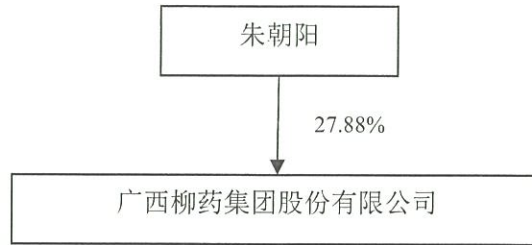
采购等政策影响，公司毛利率有所下滑。2021 年受期间费用增加的影响，净利润同比出现下降，2022 年第一季度净利润同比略有增长。另外，由于行业特性，公司下游客户回款周期仍较长，公司面临的营运资金压力进一步加大。

跟踪期内，随着业务规模扩大，该公司债务规模增长较快，负债经营程度持续上升，但在行业中仍处于适中水平。公司刚性债务规模快速增长，且主要集中在短期，即期债务压力加大。公司主业现金回笼能力一般，经营活动净现金流净额同比有所减少，公司货币资金可为到期债务偿付提供一定保障。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）该公司应收账款回收情况及面临的资金压力；（2）公司面临的债务压力及即期债务偿付情况；（3）各项医改政策对公司业务发展的影响；（4）本次债券募投项目的投资进展及项目收益实现情况等；（5）可转债转股情况。

附录一：

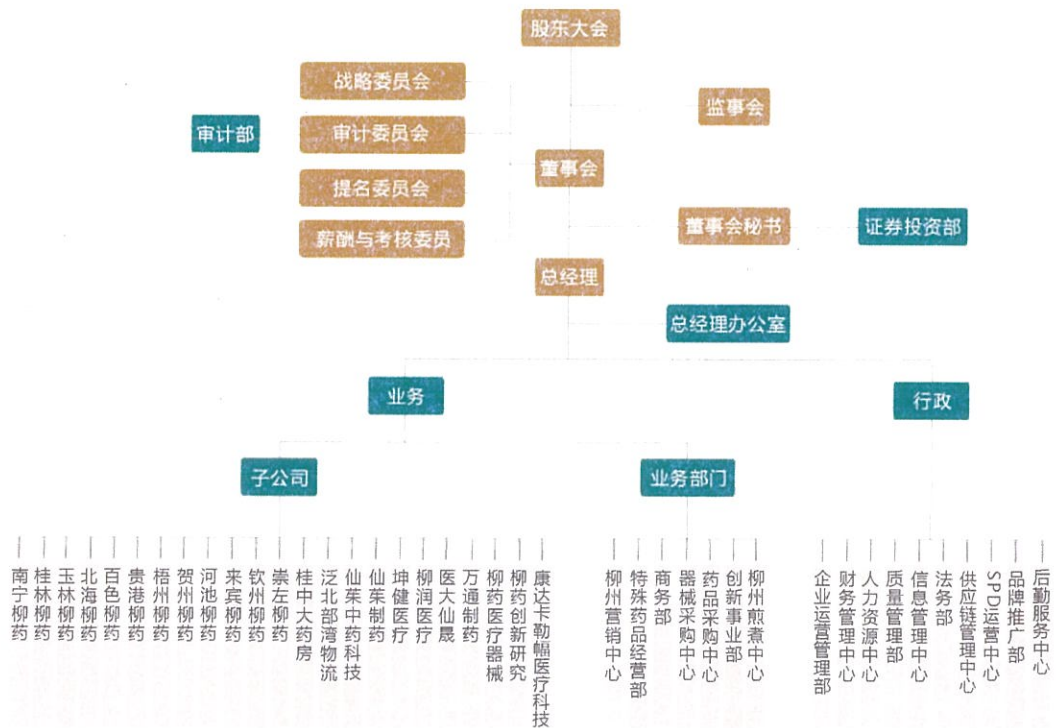
公司与实际控制人关系图



注：根据柳药集团提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据柳药集团提供的资料绘制（截至 2022 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 | 2021年(末)主要财务数据(亿元) | | | | | 备注 |
|------------------|--------|-------|------------|----------------------|--------------------|-------|--------|---------|--------------|-------|
| | | | | | 刚性债务余额 | 所有者权益 | 营业收入 | 净利润 | 经营环节现金流量净流入量 | |
| 广西柳药集团股份有限公司 | 柳药集团 | 本级 | — | 药品、医疗器械等医药产品的批发及零售业务 | 35.48 | 45.67 | 145.61 | 3.85 | 2.16 | 母公司口径 |
| 柳州桂中大药房连锁有限责任公司 | 桂中大药房 | 子公司 | 100.00 | 医药产品零售 | 4.59 | 5.30 | 27.43 | 0.77 | 0.86 | |
| 广西南宁柳药药业有限公司 | 南宁柳药 | 子公司 | 53.00 | 医药产品批发销售 | 1.05 | 3.39 | 42.93 | 0.50 | -1.76 | |
| 广西玉林柳药药业有限公司 | 玉林柳药 | 子公司 | 100.00 | 医药产品批发销售 | 1.30 | 0.55 | 7.46 | 0.10 | -0.21 | |
| 广西桂林柳药药业有限公司 | 桂林柳药 | 子公司 | 100.00 | 医药产品批发销售 | 0.00 | 0.68 | -0.03 | 0.06 | 1.40 | |
| 广西百色柳药药业有限公司 | 百色柳药 | 子公司 | 100.00 | 医药产品批发销售 | 1.00 | 0.26 | 5.56 | -0.0035 | -0.40 | |
| 广西贵港柳药药业有限公司 | 贵港柳药 | 子公司 | 100.00 | 医药产品批发销售 | 0.00 | 0.29 | 3.90 | 0.05 | 0.03 | |
| 广西梧州柳药药业有限公司 | 梧州柳药 | 子公司 | 100.00 | 医药产品批发销售 | 0.10 | 0.19 | 3.28 | 0.02 | 0.05 | |
| 广西河池柳药药业有限公司 | 河池柳药 | 子公司 | 100.00 | 医药产品批发销售 | 0.50 | 0.25 | 5.76 | 0.05 | -0.44 | |
| 广西仙荣中药科技有限公司 | 仙荣中药科技 | 子公司 | 100.00 | 医药产品制造 | 0.40 | 1.16 | 2.43 | 0.40 | 0.31 | |
| 广西医大仙晟生物制药有限公司 | 医大仙晟 | 子公司 | 49.00 | 医药产品制造 | 0.10 | 0.87 | 0.68 | 0.05 | -0.02 | |
| 广西医大大药房有限公司 | 医大大药房 | 子公司 | 53.00 | 医药产品零售 | 0.10 | 0.33 | 3.99 | 0.02 | 0.12 | |
| 广西柳润医疗科技有限公司 | 柳润医疗 | 子公司 | 51.00 | 批发及技术服务 | 0.10 | 0.72 | 0.90 | 0.10 | -0.03 | |
| 广西新友和古城大药房有限责任公司 | 新友和 | 子公司 | 100.00 | 医药产品零售 | 0.10 | 1.56 | 1.36 | 0.03 | -0.11 | |
| 广西万通制药有限公司 | 万通制药 | 子公司 | 60.00 | 医药产品制造 | 0.53 | 2.22 | 2.32 | 0.99 | 0.83 | |

| 全称 | 简称 | 与公司关系 | 母公司持股比例(%) | 主营业务 | 2021年(末)主要财务数据(亿元) | | | | | 备注 |
|--------------|------|-------|------------|----------|--------------------|-------|------|--------|------------|----|
| | | | | | 刚性债务余额 | 所有者权益 | 营业收入 | 净利润 | 经营环节现金净流入量 | |
| 广西贺州柳药药业有限公司 | 贺州柳药 | 子公司 | 100.00 | 医药产品批发销售 | 0.00 | 0.20 | 3.32 | 0.01 | 0.16 | |
| 广西仙茶中药有限公司 | 仙茶中药 | 子公司 | 100.00 | 医药产品批发销售 | 0.00 | 0.04 | 1.21 | -0.001 | -0.03 | |

注：根据柳药集团 2021 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] | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 资产总额 [亿元] | 119.58 | 148.08 | 158.75 | 169.59 |
| 货币资金 [亿元] | 19.15 | 34.96 | 34.16 | 31.36 |
| 刚性债务[亿元] | 35.58 | 52.97 | 55.73 | 67.07 |
| 所有者权益 [亿元] | 46.58 | 54.45 | 58.06 | 60.37 |
| 营业收入[亿元] | 148.57 | 156.69 | 171.35 | 48.14 |
| 净利润 [亿元] | 7.65 | 7.82 | 6.41 | 2.31 |
| EBITDA[亿元] | 10.99 | 11.63 | 10.92 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 4.13 | 6.65 | 3.33 | -7.18 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -0.63 | -2.44 | -2.93 | -1.50 |
| 资产负债率[%] | 61.05 | 63.23 | 63.42 | 64.40 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 130.91 | 102.79 | 104.19 | 90.02 |
| 流动比率[%] | 146.87 | 155.71 | 155.15 | 153.92 |
| 现金比率[%] | 33.20 | 48.22 | 44.31 | 34.81 |
| 利息保障倍数[倍] | 9.02 | 7.43 | 6.84 | — |
| 担保比率[%] | — | — | — | — |
| 营业周期[天] | 174.08 | 184.80 | 185.92 | — |
| 毛利率[%] | 12.15 | 12.44 | 11.42 | 12.11 |
| 营业利润率[%] | 6.03 | 5.77 | 4.40 | 5.63 |
| 总资产报酬率[%] | 9.36 | 7.92 | 5.76 | — |
| 净资产收益率[%] | 17.57 | 15.48 | 11.40 | — |
| 净资产收益率*[%] | 16.68 | 15.03 | 10.68 | — |
| 营业收入现金率[%] | 111.90 | 110.25 | 108.10 | 78.53 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 6.82 | 8.81 | 3.95 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 5.37 | 5.04 | 0.41 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 9.74 | 8.15 | 8.46 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.37 | 0.26 | 0.20 | — |

注：表中数据依据柳药集团经审计的2019~2021年及未经审计的2022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(%)=期末未清偿担保余额/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]} +365/{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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

| 等级 | 含义 | |
|----|-----|--------------------------|
| A等 | A-1 | 最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。 |
| | A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| | A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B等 | B | 还本付息能力较低，有一定违约风险。 |
| C等 | C | 还本付息能力很低，违约风险较高。 |
| D等 | D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

| | 一级要素 | 二级要素 | 风险程度 |
|------------|----------|-----------|------|
| 个体信用 | 业务风险 | 宏观环境 | 1 |
| | | 行业风险 | 3 |
| | | 市场竞争 | 4 |
| | | 盈利能力 | 1 |
| | | 公司治理 | 1 |
| | 财务风险 | 财务政策风险 | 2 |
| | | 会计政策与质量 | 1 |
| | | 现金流状况 | 5 |
| | | 负债结构与资产质量 | 6 |
| | | 流动性 | 3 |
| | 个体风险状况 | | 3 |
| 个体调整因素调整方向 | | 不调整 | |
| 调整后个体风险状况 | | 3 | |
| 外部支持 | 支持因素调整方向 | | 不调整 |
| 主体信用等级 | | | AA |

附录七：

发行人历史评级情况

| 评级类型 | 评级情况分类 | 评级时间 | 评级结果 | 评级分析师 | 所使用评级方法和模型的名称及版本 | 报告(公告)链接 |
|------|--------|------------|-------|---------|---|----------------------|
| 主体评级 | 历史首次评级 | 2019年8月16日 | AA/稳定 | 翁斯喆、王婷亚 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件) | 报告链接 |
| | 前次评级 | 2021年5月24日 | AA/稳定 | 翁斯喆、黄梦姣 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8) | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2022年5月27日 | AA/稳定 | 翁斯喆、黄梦姣 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8) | - |
| 债项评级 | 历史首次评级 | 2019年8月16日 | AA | 翁斯喆、王婷亚 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件) | 报告链接 |
| | 前次评级 | 2021年5月24日 | AA | 翁斯喆、黄梦姣 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8) | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2022年5月27日 | AA | 翁斯喆、黄梦姣 | 新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8) | - |

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。