

信用等级公告

联合[2018] 1844 号

联合资信评估有限公司通过对云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“17 一心堂 CP001”的信用等级为 A-1，“16 一心堂 MTN001”和“16 一心堂 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十三日



云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 一心堂 CP001	4 亿元	2018/09/12	A-1	A-1
16 一心堂 MTN001	4 亿元	2019/02/28	AA	AA
16 一心堂 MTN002	4 亿元	2019/10/20	AA	AA

跟踪评级时间：2018 年 7 月 23 日

财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.38	15.95	22.07	10.21
资产总额(亿元)	41.86	60.13	71.47	71.78
所有者权益(亿元)	22.73	24.98	36.94	38.28
短期债务(亿元)	11.29	14.32	12.57	10.36
长期债务(亿元)	0.00	7.94	7.96	7.97
全部债务(亿元)	11.29	22.27	20.54	18.33
营业收入(亿元)	53.21	62.49	77.51	21.79
利润总额(亿元)	3.90	4.09	5.47	1.60
EBITDA(亿元)	5.29	5.48	7.43	--
经营性净现金流(亿元)	1.86	1.93	3.91	-2.54
营业利润率(%)	41.42	40.63	40.71	40.04
净资产收益率(%)	15.24	14.15	11.44	--
资产负债率(%)	45.70	58.46	48.31	46.67
全部债务资本化比率(%)	33.19	47.13	35.73	32.38
流动比率(%)	158.04	162.07	189.07	199.01
经营现金流流动负债比(%)	9.74	7.11	14.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.13	4.06	2.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	25.94	14.63	12.91	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；

2.其他流动负债中的有息债务已计入短期债务。

分析师

孔祥一 郭察理

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）作为区域性大型医药连锁企业，主要从事医药产品的零售业务。跟踪期内，公司业务规模持续扩张，在云南省内业务发展稳定，川渝市场整合初见成效，资产及收入规模呈快速增长，盈利能力保持较好水平；截至 2018 年 3 月底，公司拥有直营门店数量 5155 家，其中医保定点资格门店 4221 家。2017 年 12 月，公司完成非公开发行股票事宜，募集资金净额 8.76 亿元，资本实力得到提升、债务负担有所减轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，医药零售行业竞争日趋激烈、公司异地扩张可能面临阻力同时带来管理难度、期间费用高企、应收账款和存货占比高、商誉规模大且可能面临减值风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将在自开门店同时进一步参与行业资产整合，提高市场份额和盈利能力，并将积极搭建“互联网+”商业模式，以进一步强化公司客户服务能力。

公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 一心堂 CP001”的信用等级为 A-1，“16 一心堂 MTN001”和“16 一心堂 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 医改新政下，医药零售行业市场空间较大，公司具备一定规模优势，面临良好的发展机遇。
2. 公司是云南省网点最多的药品零售企业，市场份额领先，品牌知名度高；随着全国布局的开展，整体竞争得到提高。截至2018

年3月底，公司拥有直营门店5155家，其中医保定点资格门店4221家，为公司收入提供了较稳定的保障。

3. 2017年12月，公司完成非公开发行股票事宜，募集资金净额8.76亿元，资本实力得到提升、债务负担有所缓解；广州白云山医药集团股份有限公司成为公司第三大股东，将带来一定工商协同效应。
4. 公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

关注

1. 医药零售行业集中度较低，行业竞争日趋激烈。
2. 公司异地扩张可能面临一定阻力，同时为公司带来较大管理风险；2018年4月，公司海南部分门店因违规刷医保卡被依法撤销GSP资格，截至本报告出具日相关门店已基本重新获得资质并恢复经营。
3. 随着并购的开展，公司应收账款和存货规模持续增长，对资金形成占用；此外，公司销售费用高企，对利润形成侵蚀。
4. 公司在并购过程中形成了较大规模的商誉，若被并购企业未来经营状况不佳，公司可能面临商誉减值风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司（以下简称“一心堂”或“公司”）由成立于2000年11月8日的云南鸿翔药业有限公司整体变更设立，并于2009年变更为股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监许可[2014]573号文件核准，并经深圳证券交易所同意，公司于2014年6月23日公开发行人民币普通股（A股）股票6510万股，总股本为26030.00万股（股票简称：一心堂，股票代码：002727）。历经多次资本公积转增股本、非公开发行股票，截至2018年3月底，公司注册资本为56776.98万元，自然人阮鸿献先生持有公司31.87%股份，为公司第一大股东和实际控制人（详见附件1-1），其中质押比例为67.99%，质押比率高。

公司经营范围：药品（根据《药品经营许可证》核定的经营范围和时限开展经营活动）、I、II、III类医疗器械（凭许可证经营）、预包装食品兼散装食品、乳制品（含婴幼儿配方乳粉）、保健食品、消毒产品、农副产品、日用百货、化妆品、食品添加剂、宠物用品、纺织、服装及家庭用品、文化、体育用品及器材、矿产品、建材及化工产品、机械设备、五金产品及电子产品的批发、零售；眼镜的加工、验配、销售；互联网药品交易服务（向个人消费者提供药品）；互联网信息服务（凭许可证经营）；互联网销售商品；包装、仓储、软件和信息技术、人力资源、会议及展览、企业管理、

经济信息咨询、母婴保健服务；家政服务；其他服务；受委托代收费；设计、制作、代理、发布国内各类广告；贸易经纪与代理；国内贸易、物资供销；项目投资及对所投资项目进行管理；组织文化艺术交流活动；装卸搬运和运输代理；机械设备租赁；房屋租赁；电子产品和日用产品修理；职业技能培训；货物及技术进出口；中药材种植。

公司设有人力资源中心、商品中心、信息中心、质量管理中心等部门，公司组织架构图详见附件1-2。

截至2017年底，公司资产总额71.47亿元，所有者权益36.94亿元（无少数股东权益）；2017年公司实现营业收入77.51亿元，利润总额5.47亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额71.78亿元，所有者权益38.28亿元（含少数股东权益0.03亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入21.79亿元，利润总额1.60亿元。

公司注册地址：云南省昆明市经济技术开发区鸿翔路1号；法定代表人：阮鸿献。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内债券概况如下表所示，截至本报告出具日，募集资金均已按用途使用完毕；其中“17一心堂CP001”尚未到付息日，“16一心堂MTN001”和“16一心堂MTN002”均在跟踪期内正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17一心堂CP001	4.00	4.00	2017/09/12	2018/09/12
16一心堂MTN001	4.00	4.00	2016/02/29	2019/02/28
16一心堂MTN002	4.00	4.00	2016/10/20	2019/10/20

资料来源：联合资信整理

“17一心堂 CP001”含交叉违约条款，触发情形为：公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付(或宽限期到期后应付(如有))的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何金融机构贷款、承兑汇票、金融租赁、资产管理计划融资和银行理财直接融资工具，且单独或累计的总金额达到或超过人民币 5000 万元或公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的 3%，以较低者为准。

四、宏观经济和政策环境分析

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的

货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长

10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质

量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业分析

公司所处行业为医药流通行业，主要从事药品及其他健康相关产品的零售业务。

1. 行业概况

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自 2006 年以来快速增长。2010 年以来，中国药品流通行业步入稳定增长期，近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。

从整体规模来看，根据商务部发布的《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》，2017 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额 20016 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.4%，增速同比下降 2.0 个百分点。其中，药品零售市场 4003 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比回落 0.5 个百分点。截至 2017 年底，全国共有药品

零售连锁企业 5409 家，下辖门店 229224 家，零售单体药店 224514 家，零售药店门店总数 453738 家。

从连锁率来看，2017 年，全国性和区域性药品零售连锁企业市场占有率较上年均有提升，零售市场集中度及零售连锁率不断提高。截至 2017 年 11 月，药品零售连锁率已达到 50.5%，同比提高 1.1 个百分点。2017 年销售额前 100 位的药品零售企业门店总数达到 58355 家，占全国零售药店门店总数的 12.9%；销售总额 1232 亿元，占零售市场总额的 30.8%，同比上升 1.7 个百分点。其中，6 家全国性龙头企业的销售总额 510 亿元，占全国零售市场总额的 12.7%，同比上升 0.9 个百分点；30 家区域零售连锁企业(排名 7-36 位)的销售总额 522 亿元，占全国零售市场总额的 13.0%，同比上升 1.5 个百分点。“十三五”期间，医保控费、公立医院药品零差率、药占比限制、医保支付方式改革等新医改政策陆续实施，间接推动了医疗机构处方外配进程；部分区域积极探索医院处方信息、医保结算信息和药店零售信息共享，开展了门诊特病、慢病定点药店医保结算试点，直接推动患者向零售药店流动。在此背景下，以国药控股国大药房有限公司、中国北京同仁堂(集团)有限责任公司及大参林、老百姓、益丰药房、一心堂等上市公司为代表的大型零售连锁企业，积极借助资本力量加速行业兼并重组，扩大自身市场网络。同时，随着政府监管强化和市场竞争加剧，部分单体药店被迫转型，选择被大型企业收购或退出市场，也促进了零售连锁率的提升。

2. 未来发展

未来几年内，零售药店将不断向 DTP¹专业药房、分销专业药房、慢病管理药房、智慧药房等创新模式转型。在互联网技术推动下，无人售药柜、人脸识别、AI 机器人等新科技应用

也将逐步进入零售药房。预计零售药店将通过互联网、物联网、大数据、云计算等创新技术，为消费者提供更专业、更便捷的服务。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 56776.98 万元，自然人阮鸿献先生持有公司 31.87% 股份，为公司第一大股东和实际控制人，其所持股权的质押比例为 67.99%，质押比率高；刘琼女士和广州白云山医药集团股份有限公司(以下简称“白云山”)分别持有 16.85% 和 7.38% 股份，为公司第二大和第三大股东。

2. 企业规模与竞争力

公司采用“少区域高密度网点”的发展策略，截至 2018 年 3 月底，公司直营连锁门店数量达 5155 家，形成了庞大的销售网络。公司在云南省拥有门店 3271 家，是云南省销售额最大、网点最多的药品零售企业。近年来，公司通过外延并购的方式加强川渝地区、华南区域的拓展力度，初步形成了以西南为核心经营地区、华南为战略纵深经营地区、华北为补充经营地区格局，在除云南省以外的诸多市场，具有较大品牌和服务影响力。截至 2018 年 3 月底，公司在川渝区域的直营连锁门店达 749 家，在海南区域 189 家门店，广西区域直营连锁门店突破 500 家。根据中国药店杂志公开发布数据，自 2007 年起，公司销售额及直营门店数连续多年进入中国连锁药店排行榜十强，近年来行业内综合竞争力排名稳居前列，市场份额逐步扩大。

公司具有完整的连锁药店管理体系，全面实现了标准化的门店管理，具有较强的门店发展和经营管理的复制能力。多年来，公司投入了大量的人力物力进行门店发展、经营和管理的标准化建设。公司已颁布的主要管理制度 278 个，主要业务流程 308 个，并在业务实践中不

¹ Direct-to-Patient, 即医药制造企业将其产品直接授权给零售药店, 患者在拿到医院处方后在 DTP 药房买药。

断修订和完善。

公司具有良好的供应链体系。目前公司已和大量知名的药品生产企业及批发企业建立了长期稳定的战略合作伙伴关系，在产品供应的稳定性、供货价的优惠、各种资源的支持方面具有竞争优势。

整体看，公司区域市场份额领先，外延扩张初见成效，连锁药店管理体系完备，同时建立良好的供应链体系。

七、管理分析

2018年1月3日，公司原副总裁罗永斌先生由于个人原因提请辞去公司副总裁的职务，罗永斌先生辞职后不在公司担任任何职务。除此之外，公司高级管理人员、法人治理结构和管理制度等在跟踪期内无重大变化。

八、重大事项

1. 非公开发行股票

2017年12月，公司完成非公开发行股票47169811股，其中阮鸿献先生认购5241090股，白云山认购41928721股。本次募集资金总额9.00亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额为8.76亿元，用于门店建设及改造项目(2.36亿元)、信息化建设项目(0.40亿元)及补充流动资金(6.00亿元)。联合资信关注到，本次非公开发行后，阮鸿献先生持有公司31.87%股份，仍然为公司第一大股东；白云山持股7.38%，成为公司第三大股东。

认购方白云山专注于医药健康产业，近年来经营规模和效益持续扩大，业务涵盖医药制造、医药流通、大健康和大医疗领域。除与白云山及其下属子公司开展药品采购业务外，公司还与白云山和广东广药金申股权投资基金管理有限公司合资成立广州白云山一心堂医药投资发展有限公司，开展连锁门店业务。

总体看，公司本次非公开发行股票募投项目围绕主业，有利于提高公司整体竞争实力；

同时，公司资本实力将得到提升、债务负担有所减轻。白云山成为公司第三大股东后，公司与白云山将加强合作，工商协同效应可期。

2. 海南门店违规刷医保卡

2018年3月27日，相关媒体报道公司全资子公司海南鸿翔一心堂医药连锁有限公司(以下简称“海南一心堂”)涉嫌违规刷医保卡事项。公司自2018年3月28日起全面暂停海南一心堂黑龙江医保与哈尔滨医保的刷卡业务，进行彻底整改和内部自查自处。

2018年4月12日，公司发布《关于全资子公司海南鸿翔一心堂医药连锁有限公司涉及媒体报道事项后续进展情况的公告》，公布了该事宜最新的调查、处理、整改结果及后续措施情况：(1)接三亚市食品药品监督管理局通知，依法撤销三亚一心堂河西分店等10家门店药品零售企业药品GSP认证证书，上述10家门店2017年实现营业收入6086.73万元；(2)自2018年3月28日开始，海南及其它一心堂经营所在地的工商、税务、药监、医保等政府相关部门对当地一心堂进行了专项的调查及检查，公司也全面进行了自查，并于3月28日起，由集团数据中心对公司所有门店进行医保刷卡销售规范、开票规范进行系统监控；集团监审中心开通门店医保违规刷卡销售举报投诉专线，制订医保违规刷卡销售举报奖励制度；集团质量管理中心、标准化管理部、培训中心、集团各子公司及分部联合再次组织员工学习规范开票、规则刷卡的相关内部制度；(3)对于上述被撤销GSP证书的10家门店，公司会进一步落实合规整改要求，待整改完毕后再向药监局申请GSP认证。

截至2018年5月23日，经全面自查自检，并再次向相关政府部门提出认证申请，此次媒体报道事项所涉及的三亚区域一心堂门店中，除位于三亚解放四路农垦医院大门临街铺面的三亚解放四路分店因原铺面租赁期满不再续租需要搬迁外，其余门店已全部重新完成GSP认

证并恢复营业。

联合资信认为，该事项反映出公司在高速扩张过程中存在管理漏洞，联合资信将持续关注公司内部管理及依法合规经营情况。

九、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为医药零售连锁和医药批发，其中医药零售连锁是公司的核心业务。跟踪期内，公司内生性增长稳步推进，外延式并购效益显现，带动营业收入快速增长。2017年，公司实现营业收入 77.51 亿元，主营业务收入 75.71 亿元，分别同比增长 24.04% 和 23.87%；

其中药品零售收入 71.78 亿元，同比增长 24.23%，占营业收入的比重为 92.60%。2018 年 1~3 月，公司营业收入和主营业务收入分别为 21.79 亿元和 21.23 亿元，分别同比增长 20.12% 和 19.74%，其中药品零售收入同比增长 23.83%。

由于并购门店需进行商品消化及开展促销活动，公司毛利率水平略有波动但保持较好水平。2017 年，公司综合毛利率为 41.52%，主营业务毛利率为 40.17%，均较上年略有回升。2018 年 1~3 月，公司毛利率水平小幅下滑，综合毛利率为 40.82%，主营业务毛利率为 40.05%。

总体看，跟踪期内公司营业收入快速增长，盈利能力保持较好水平。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	61.12	97.80	40.08	75.71	97.67	40.17	21.23	97.45	40.05
其中：药品零售	57.78	92.45	41.14	71.78	92.61	41.05	20.42	93.73	40.52
便利店零售	1.32	2.12	18.49	1.26	1.63	28.14	0.26	1.21	32.97
药品批发	2.02	3.23	23.88	2.67	3.45	22.31	0.55	2.51	25.95
其他业务	1.38	2.20	94.67	1.80	2.33	98.15	0.56	2.55	70.36
合计	62.49	100.00	41.28	77.51	100.00	41.52	21.79	100.00	40.82

资料来源：公司提供

注：其他业务主要为公司的广告宣传服务收入。

2. 采购及物流

随着经营规模的扩大及全国布局的开展，公司采购模式为集采-分购模式相结合。公司对于总经销、总代理、全国性商品等大规模需求的核心品种采取集中采购模式；该模式加强了供应链的整合和商品采购渠道的归拢，有利于对采购业务的集中管理和对子公司的控制，同时加强了公司与供应商的议价能力，争取更多的供应商支持。分购模式主要针对适合各地区销售的地方性、区域性产品，由云南管理中心及各省外子公司与供货商分别谈判、分别采购；该模式有利于既满足各公司地区之间消费需求的差异，有利于各子公司对区域市场需求变化灵敏反应、补货及时，同时也有利于公司整合地方渠道，获取优势资源，优化品类结构，降

低采购成本。

公司药品供应商主要包括医药制造及医药流通企业两大类，公司已与超过 2400 家医药制造及医药流通企业建立并保持了稳定、良好的合作关系，合作供应商包括拜耳医药、片仔癀药业、广州药业、哈药集团制药总厂、珠海联邦、国药控股、九州通、安徽华源等。近年来，公司持续减少医药流通企业对公司的供货，不断减少各级产品代理商，而转变为直接从医药制造企业采购，全面降低了中间成本。2017 年，公司直接向医药制造企业采购的药品销售额已占公司总销售额的 60%。从集中度来看，2017 年公司向前五名供应商采购金额占总采购金额的 33.20%，集中度仍较高。

采购结算方面，跟踪期内公司仍以电汇、

支票或承兑汇票结算，账期为三个月左右。

除一般购销活动外，为了建立与供应商更为稳定的合作关系，公司寻求与供应商的深度合作，对销售前景明朗、市场反响优异、药品质量稳定的商品，公司争取与供货商签订总代理、总经销协议，在保证药品质量的前提下，获得优先采购权及更大的利润空间。目前，公司在经营的总代理、总经销产品（不含贴牌品种）已达 1200 多种。另外，公司对部分产品采用厂商品牌共建经营模式，直接向生产厂家采购，生产企业将渠道费用、广告费用、营销费用等转化为商品毛利让渡给公司，公司可以获得较低的采购价格、较长的账期及优惠的退换货政策等。

物流和仓储方面，截至 2017 年底，公司已在昆明、南宁、攀枝花、兴义、成都、重庆、太原、海口、天津、郑州建立了物流配送中心，并且已全部投入运营，仓储面积合计 10.78 万平方米，其中 6.24 万平方米为自有物业。所有物流作业均为无纸化及可视化作业，作业方式机械化为主，自动化为辅。跟踪期内，针对冷

藏药品的储运温度问题，公司质量中心通过自行研究+供应商合作的方式，建成冷链监控平台，整合公司业务数据及设备温度记录数据，实现在 PC 端和移动端实时监测。未来，公司物流中心将整合仓储资源，以营运标准化、模式多样化、适度自动化、精确节能化为运作目标，提升各配送中心配送能力和利用率。

3. 经营模式和产品销售

公司坚持发展直营连锁门店的经营策略，在保证云南市场健康发展的前提下，陆续在河南、山西、四川、重庆、海南、广西等地开展收购活动，初步形成了以西南为核心经营地区、华南为战略纵深经营地区、华北为补充经营地区的格局。跟踪期内，公司继续加强在川渝区域和华南区域的拓展力度，截至 2018 年 3 月底，公司直营门店数量增加至 5155 家，其中云南 3271 家，广西 518 家，四川 590 家，山西 230 家；云南以外的区域门店占总门店数量的比重为 36.55%。

表3 近期公司主要收购情况（单位：百万元、家）

时间	标的	价格	门店数
2016 年 10 月	四川区域 95 家药店资产及其存货	204.30	95
2016 年 11 月	四川贝尔康大药房连锁有限公司门店资产及其存货	61.94	42
2016 年 11 月	广西方略集团崇左医药连锁有限公司门店资产及其存货	39.70	130
2016 年 12 月	绵阳老百姓大药房连锁有限公司门店资产及其存货	32.91	26
2016 年 12 月	广元市老百姓大药房连锁有限责任公司门店资产及其存货	42.21	26
2016 年 12 月	曾理春先生个体经营药店资产及其存货	13.20	8
2017 年 1 月	成都同乐康桥大药房连锁有限责任公司门店资产及其存货	56.10	39
2017 年 4 月	广西联康大药房连锁有限公司门店资产及其存货	11.97	21

资料来源：公司提供

注：上表中价格均不含存货。

表4 近年公司直营连锁门店数量（单位：家）

区域	2016 年底	2017 年底	2018 年 3 月底
云南	2777	3201	3271
广西	334	515	518
四川	285	576	590
山西	209	228	230
海南	158	188	189
贵州	153	174	173

重庆	140	160	159
其他	29	24	25
合计	4085	5066	5155

资料来源：公司提供

从区域分布上看，西南地区仍是公司最重要的销售区域，该区域包含云南省、四川省、重庆市、贵州省，是公司门店数量最多、最集

中的区域。跟踪期内，公司继续加大在川渝地区的扩张力度，并在华南（如广西壮族自治区、海南省）、华北（如山西省）等区域进行布局。2017年，公司继续保持在西南地区的业务优势，实现营业收入 64.14 亿元，同比增长 28.23%，

占比 84.72%；华南和华北地区分别实现营业收入 7.97 亿元和 3.15 亿元，分别同比增长 5.01% 和 7.88%。2018 年 1~3 月，公司在西南地区实现营业收入 17.90 亿元。

表 5 公司主营业务分地区收入构成（单位：亿元、%）

区域	2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
西南地区	50.02	81.85	64.14	84.72	17.90	84.30
华南地区	7.59	12.42	7.97	10.53	2.38	11.23
华北地区	2.92	4.78	3.15	4.16	0.86	4.05
华东地区	0.05	0.08	0.07	0.09	0.02	0.09
华中地区	0.35	0.57	0.28	0.36	0.06	0.28
海外地区	0.18	0.30	0.11	0.14	0.01	0.05
合计	61.12	100.00	75.71	100.00	21.23	100.00

资料来源：公司提供

注：上表中各区域收入加总可能与合计数有差异，系四舍五入造成。

随着国家不断加大对医疗保障体系的投入，推行全民医保，医保资质对药品零售企业至关重要。截至 2018 年 3 月底，公司共拥有医保定点资格门店 4221 家，占直营门店总数的 81.88%，为公司收入提供了较稳定的保障。2017 年公司医保销售占总销售额的 40.21%，较上年提高 0.59 个百分点。

随着公立医院改革的全面展开以及医保控费等配套政策的陆续出台，“医药分开”改革趋势日益明显，公司大力布局 DTP 药房、院边店，并在社区开展慢病管理。截至 2018 年 3 月底，公司拥有二级及以上医院方圆 200 米范围内门店 613 家，经营 DTP 品种 450 个，2017 年销售 1.32 亿元，相对于 2016 年增长 50.97%。同时公司高度重视慢性病管理的推广服务，公司能提供慢病卡购药服务的门店超过 100 家。

长期以来，公司在已有门店的市场区域培养了大量稳定的会员群体。跟踪期内，公司利用 CRM 会员管理系统中强大的会员数据仓库管理能力，规划会员一对一精准营销及管理体系，实现会员分层管理、个性化营销服务和整体健康解决方案。截至 2018 年 3 月底，公司活跃会员记录超过 1500 万条，2017 年会员销售

占比约为 77.90%，较上年提高 1.36 个百分点，客户黏性有所提高。

根据收款方式不同，公司销售方式可以分为现金销售、银行卡销售、医保销售，其中现金销售和银行卡销售无账期，医保销售账期在 45 天左右。

近年来公司并购门店较多，由于并购项目通常需要 6 到 9 个月的时间完成商品结构优化和企业文化培训、消费者认同建立、市场形象树立、企业管理制度导入等工作，在未来 12 到 18 个月的时间，利润才会逐步上升至公司现有门店的水平，大量并购门店短期内对公司整体盈利水平产生一定影响。公司 2015 年并购的门店在 2016 年的销售相比 2015 年增长 131.40%，毛利率由 31.49% 增至 33.74%，该部分门店 2017 年销售收入较 2016 年增长 12.39%，毛利率进一步提升至 34.95%。2016 年并购门店在 2017 年销售收入较 2016 年增长 69.85%，毛利率由 30.05% 提升至 32.57%。总体看，随着并购门店的交接完成、移交库存的消耗、品牌效应及管理能力的显现，并购门店正逐步实现销售回升及毛利率提升。2018 年以来，公司放缓对外扩张步伐，加强省外市场的经营管理力度，省外经

营效率有所提升，川渝市场整体实现盈利。

表 6 公司并购门店效益情况（单位：万元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	
2015 年并购项目	销售收入	18522.82	42867.58	48178.75
	毛利率	31.49	33.74	34.95
2016 年并购项目	销售收入	--	29691.40	50430.83
	毛利率	--	30.05	32.57
2017 年并购项目	销售收入	--	--	31446.61
	毛利率	--	--	32.76

资料来源：联合资信根据公司 2017 年年报整理

电商业务方面，公司陆续推出“一心堂”APP、团购业务、跨境业务、同城服务业务等跨界 B2C 业务，同时利用自身优势品牌影响力以及区域服务优势，推出了“一心到家”B2C 业务，部分区域市场与“京东到家”、“饿了么”等平台达成合作。2017 年公司实现电商业务交易额 6538.91 万元，其中第三方销售平台的交易额 1311.22 万元。

总体看，跟踪期内，公司省内业务稳步增长，并持续推进省外布局，门店数量大幅增加，医保资质门店数量占比大，并购门店收入及毛利率逐步回升；同时，公司积极布局 DTP 药房和院边店，整体竞争力得到提高。

4. 经营效率

2017 年，公司总资产周转次数、存货周转次数和销售债权周转同比均有小幅下滑，分别为 1.18 次、3.02 次、15.30 次，但仍保持较高水平。

5. 未来发展

未来，川渝地区是公司第一重要拓展区域，广西、海南是第二拓展区域。在自开门店同时，公司将进一步参与行业资产整合，通过收购区域优质医药零售资产开拓市场、提高市场份额，加快四川区域的拓展，争取将川渝建成公司销售体量最大的区域。形成川渝、云贵、桂琼三足鼎立，与华北的晋、豫、津遥相呼应的布局。此外，公司将积极搭建“互联网+”商业模式，

完善各门店“互联网+”设备的升级改造，实现线上渠道和线下销售一体化，完成公司对多渠道、多销售模式的创新性营销平台的搭建，以进一步强化公司客户服务能力，扩大公司产品、业务市场占有率。

十、财务分析

公司提供的 2017 年财务报表已经中审众环会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2018 年一季度财务报表未经审计。从财务报表合并范围看，2017 年，公司合并范围的子公司 21 家，较上年增加 2 家，系新设全资子公司“一心堂健康管理有限公司”及其子公司“云南一心堂康盾健康管理有限公司”；2018 年一季度，公司纳入合并范围的子公司较上年无变化。总体看，由于新增合并主体规模较小，公司财务数据的可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额 71.47 亿元，所有者权益 36.94 亿元（无少数股东权益）；2017 年公司实现营业收入 77.51 亿元，利润总额 5.47 亿元。

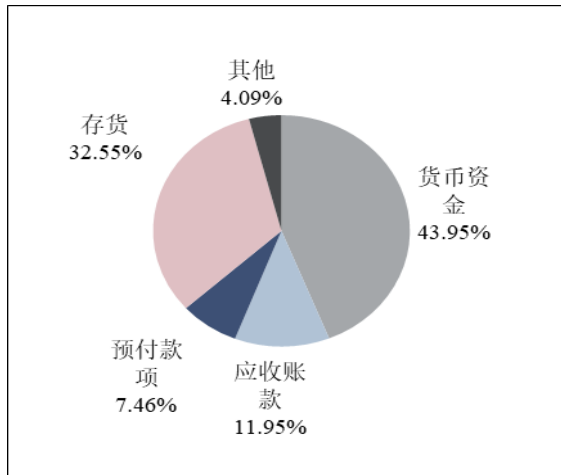
截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 71.78 亿元，所有者权益 38.28 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 21.79 亿元，利润总额 1.60 亿元。

1. 资产质量

受企业合并影响，跟踪期内公司资产规模快速增长。截至 2017 年底，公司资产总额为 71.47 亿元，同比增长 18.85%，主要来自货币资金、存货、商誉的增加；从资产结构看，公司流动资产占 69.91%，非流动资产占 30.09%，资产结构仍以流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产 49.96 亿元，同比增长 13.72%，主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货等构成。

图 1 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司 2017 年审计报告整理

截至 2017 年底，公司货币资金 21.96 亿元，同比增长 37.70%，主要系经营获现及发行债券收到货币资金形成；公司货币资金中银行存款占 88.28%，其他货币资金为 2.57 亿元，为票据保证金，使用受限。

截至 2017 年底，公司应收账款 5.97 亿元，同比增长 47.75%，主要为医保款；公司对应收账款计提坏账准备 0.06 亿元，计提比例 0.98%。从账龄来看，账龄在一年以内的应收账款占 99.18%，账龄短。从集中度来看，应收账款前五名金额合计 1.31 亿元，占应收账款总额的 21.71%，集中度一般。

截至 2017 年底，公司预付款项 3.73 亿元，同比下降 23.87%；其中账龄在一年以内预付款项的占 99.04%，账龄短。

随着公司加速扩张门店数量，公司采购规模相应增加。截至 2017 年底，公司存货同比增长 18.41% 至 16.26 亿元，其中库存商品占 99.30%；公司对存货计提跌价准备 0.22 亿元，计提比例低。

截至 2017 年底，公司非流动资产规模 21.50 亿元，同比增长 32.75%，主要由固定资产（占 23.34%）、商誉（占 49.19%）和长期待摊费用（占 20.17%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 7.84 亿元，累计折旧 2.82 亿元，账面价值 5.02

亿元，同比变动不大。

跟踪期内，公司继续通过并购拓展业务规模，截至 2017 年底，公司商誉余额同比增长 32.87% 至 10.58 亿元，占资产总额的 14.80%，当期新增商誉主要包括：广西方略集团崇左医药连锁有限公司门店收购（0.27 亿元）、四川贝尔康大药房连锁有限公司门店收购（0.45 亿元）、成都同乐康桥大药房门店收购（0.45 亿元）、绵阳老百姓大药房门店收购（0.27 亿元）、广元市老百姓大药房连锁有限责任公司门店收购（0.27 亿元）。公司当期未对商誉计提减值准备，但被收购门店的经营情况存在一定不确定性，公司商誉存在减值可能。

表 7 截至 2017 年底公司商誉期末余额前五名

被投资单位名称或形成商誉的事项	商誉期末余额（亿元）
海南鸿翔一心堂医药连锁有限公司	3.09
山西长城公司门店收购	1.47
重庆宏声桥大药房连锁有限公司门店收购	0.55
山西百姓平价药房门店收购	0.49
成都同乐康桥大药房门店收购	0.45

资料来源：联合资信根据公司 2017 年审计报告整理

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 71.78 亿元，与 2017 年底基本持平，其中流动资产占 70.37%，资产结构较上年底变动不大。截至 2018 年 3 月底，公司利用闲置资金购买理财产品，货币资金较上年底下降 54.09% 至 10.80 亿元，其他流动资产较上年底增加 7.74 亿元至 7.87 亿元；此外，随着门店数量增加，公司应收账款、预付款项和存货相应增长。

总体看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，货币资金较为充裕；受门店快速扩张影响，应收账款及存货规模有所增长，公司应收账款主要为应收医保款，回款质量较高；公司商誉占比大，存在一定减值风险。综合考虑公司所属行业，公司整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

公司于 2017 年 12 月非公开发行股票

47169811 股，募集资金净额 8.76 亿元，公司实收资本同比增长 9.06% 至 5.68 亿元，资本公积同比增长 144.11% 至 14.10 亿元；叠加未分配利润增长的影响，截至 2017 年底，公司所有者权益同比增长 47.87% 至 36.94 亿元。其中实收资本占 15.37%，资本公积占 38.16%，盈余公积占 4.19%，未分配利润占 42.28%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 38.28 亿元，较上年底增长 3.64%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增加。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，影响了权益稳定性；跟踪期内，非公开发行业股票的完成增厚股东权益，公司资本实力得到提升。

（2）负债

截至 2017 年底，公司负债总额为 34.53 亿元，同比变动不大；其中流动负债和非流动负债分别占 75.77% 和 24.23%，公司负债以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 26.43 亿元，同比变动不大，主要由应付票据（占 28.69%）、应付账款（占 35.63%）、其他应付款（占 7.74%）和其他流动负债（占 15.10%）构成。

随着公司门店数量的增加及业务的发展，截至 2017 年底，公司应付票据和应付账款规模分别同比增长 19.90% 和 6.82% 至 7.58 亿元和 9.41 亿元，其中应付票据全部为银行承兑汇票。公司陆续支付前期收购门店尾款，截至 2017 年底，其他应付款同比下降 32.91% 至 2.05 亿元，仍有尚待支付的收购门店款 1.09 亿元，其他主要为装修工程款、代收款等。公司于 2017 年 9 月发行“17 一心堂 CP001”（4.00 亿元，365 天）计入其他流动负债科目中。

非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债 8.10 亿元，同比变动不大；其中应付债券 7.96 亿元，系公司发行的两期中期票据“16 一心堂 MTN001”（4.00 亿元，3 年）和“16 一心堂 MTN002”（4.00 亿元，3 年）。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部

债务规模 20.54 亿元，同比下降 7.77%，其中短期债务（含其他流动负债中的有息债务）占 61.22%，长期债务占 38.78%。受益于非公开发行业股票增厚权益，截至 2017 年底，公司各项债务指标有所回落，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 48.31%、35.73% 和 17.74%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 33.50 亿元，其中流动负债占 75.77%，规模和结构均较上年底变动不大。其中应付账款同比增长 19.47% 至 11.25 亿元，主要受采购业务量增加影响。截至 2018 年 3 月底，公司账面无短期及长期银行借款余额，有息债务规模进一步下降至 18.33 亿元，其中短期债务占 56.52%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率进一步下降至 46.67%、32.38% 和 17.23%。

总体看，公司因并购活动带来的债务规模上升在跟踪期内有所缓解，整体债务压力可控。

3. 盈利能力

随着公司以连锁药店终端业务为核心，以省级区域为基础的密集扩张策略的实施，直营连锁门店的数量和规模不断扩张，公司整体收入规模快速增长。2017 年公司实现营业收入 77.51 亿元，同比增长 24.03%；同期营业成本为 45.33 亿元，同比增长 23.52%，略低于营业收入的增速；公司营业利润率与上年基本持平。

2017 年公司期间费用为 25.67 亿元，同比增长 22.13%，占营业收入的比重为 33.12%；其中销售费用同比增长 23.23%。销售费用是公司期间费用最主要构成部分，2017 年公司发生销售费用 21.57 亿元，占期间费用比重为 84.02%，主要由职工薪酬和房租费构成。整体看，受公司持续扩张的影响，各项费用支出同步增长。

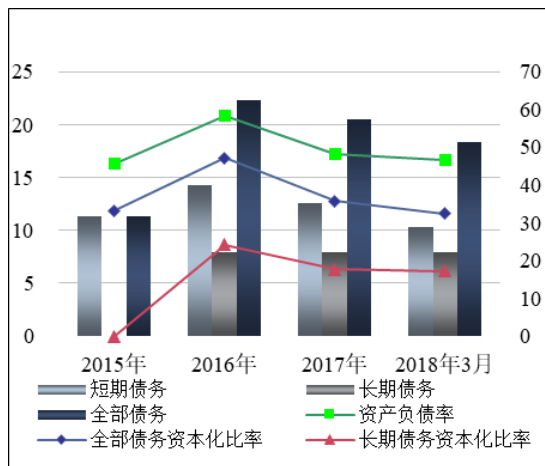
2017 年公司计提资产减值损失 0.80 亿元，其中存货跌价损失 0.81 亿元，冲回坏账损失 0.01 亿元。

2017 年公司实现利润总额 5.47 亿元，同比增长 33.58%，高于营业收入的增速；总资本收

益率为 8.36%，与上年基本持平，净资产收益率 11.44%，较上年下滑 2.71 个百分点。同期，公司营业外收入和其他收益合计 0.46 亿元，主要包括定向增发定金。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 21.79 亿元，同比增长 20.12%；营业成本 12.89 亿元，同比增长 18.04%；营业利润率为 40.04%，较上年变动不大。同期，公司期间费用合计 6.92 亿元，占当期营业收入的比重为 31.77%；其中销售费用同比增长 28.44%至 6.25 亿元，管理费用和财务费用则分别同比下降 29.69%和 17.64%；公司计提资产减值损失 0.26 亿元，主要为存货跌价损失。同期，公司实现利润总额 1.60 亿元，同比增长 42.45%，高于收入增速，公司整体盈利能力有所提升。

图2 公司盈利能力指标（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

总体看，跟踪期内公司收入规模和利润水平快速增长；同时公司所属药品零售行业的特性及高强度的新店扩张使得公司期间费用高企，对利润形成一定侵蚀。

4. 现金流及保障

从经营活动看，随着收入规模的增长，2017 年公司经营活动现金流入量同比增长 22.45% 至 88.63 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 87.39 亿元；现金收入比为 112.74%，同比变化不大，公司收入实现质量较好。2017 年公司经营活动现金流出量为 84.72 亿元，同比增长

20.24%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 56.32 亿元；随着人工和房租等成本的上升，公司支付给职工以及为职工支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金（主要为房租和其他日常费用）分别同比增长 18.37% 和 13.69% 至 12.94 亿元和 10.69 亿元。2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3.91 亿元，同比增长 103.60%。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流入量同比大幅增长至 5.18 亿元，其中收回投资收到的现金 5.15 亿元，系公司理财产品回款所致。2017 年公司收购门店支付了大量投资款，致使投资活动现金流出 8.04 亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金 4.08 亿元；此外，公司投资支付的现金 2.51 亿元，系购买理财产品的支出。2017 年公司投资活动产生的现金流量净额为 -2.86 亿元。

从筹资活动来看，公司快速扩张带来大规模资金需求，2017 年公司筹资活动现金流入量为 14.71 亿元，其中吸收投资收到的现金 8.92 亿元，主要系收到非公开发行股票募集资金所致；此外，公司取得借款和发行债券分别收到现金 1.50 亿元和 3.98 亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流出规模 10.28 亿元，同比增长 54.43%，主要由于偿还债务支付的现金增加所致。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 4.43 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 -2.54 亿元，主要受一季度各地财政资金未开始大额清付，导致医保款未收回的影响；2018 年以来，公司扩张放缓，投资活动现金流出主要用于购买理财产品（9.85 亿元），致使投资活动现金流量净额下降至 -8.41 亿元；筹资活动现金流量净额为 -1.13 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规模快速增长，但受医保结算时间点影响，经营活动现金流量净额存在波动；2018 年以来，公司对外扩张进度放缓，资金压力有所缓解。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为189.07%和127.53%，分别较2016年底提高27.00个百分点和16.12个百分点；经营现金流动负债比为14.80%，较上年底上升7.70个百分点。截至2018年3月底，公司流动比率和速动比率进一步提高至199.01%和131.72%。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为7.43亿元，同比增长35.69%；EBITDA利息倍数下降至12.91倍，全部债务/EBITDA下降至2.76倍。整体看，公司长期偿债能力强。

截至2018年3月底，公司从各商业银行获得授信额度合计21.30亿元，未使用额度18.04亿元，间接融资渠道畅通。此外，公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G1053011201582340C），截至2018年7月17日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

中国医药流通行业市场空间广阔，公司拥有庞大的线下直营实体门店网络系统，以持续地信息化建设，拓展线上销售系统，进而推进全渠道营销网络体系，通过渠道管理和供应链战略整合价值。公司资产与收入规模快速上升，盈利能力强，整体财务状况良好。基于对公司自身经营和财务风险，以及所处医药流通行业前景的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十一、存续期内债券偿还能力

公司存续债券包括“17一心堂CP001”、“16一心堂MTN001”和“16一心堂MTN002”，余额合计12.00亿元；其中“17一心堂CP001”和“16一心堂MTN001”余额合计8亿元，将于一年内到期。截至2017年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产19.50亿元，为一年内到期债券余额的2.44倍；截至2018年3月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产7.44亿元，为一年内到期债券余额的0.93倍。2017年，公司经营现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为存续债券余额的7.39倍、0.33倍和0.62倍。总体看，公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

表8 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

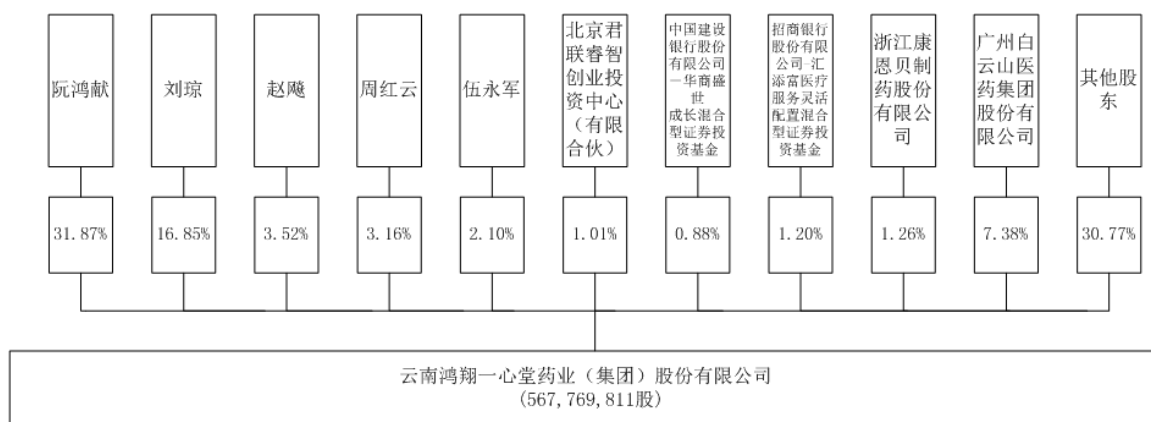
项目	2017年
一年内到期债券余额	8.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.44
经营活动现金流入量/应付债券余额	7.39
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.33
EBITDA/应付债券余额	0.62

资料来源：联合资信整理

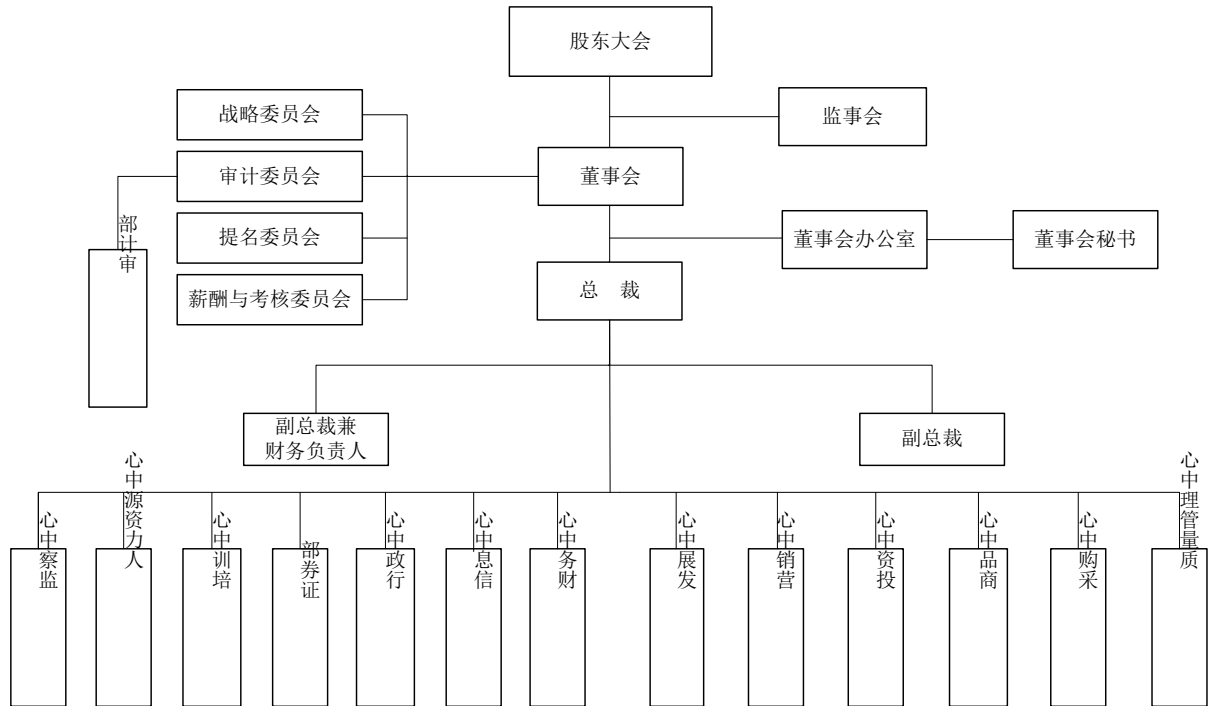
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17一心堂CP001”的信用等级为A-1，“16一心堂MTN001”和“16一心堂MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.38	15.95	22.07	10.21
资产总额(亿元)	41.86	60.13	71.47	71.78
所有者权益(亿元)	22.73	24.98	36.94	38.28
短期债务(亿元)	11.29	14.32	12.57	10.36
长期债务(亿元)	0.00	7.94	7.96	7.97
全部债务(亿元)	11.29	22.27	20.54	18.33
营业收入(亿元)	53.21	62.49	77.51	21.79
利润总额(亿元)	3.90	4.09	5.47	1.60
EBITDA(亿元)	5.29	5.48	7.43	--
经营性净现金流(亿元)	1.86	1.93	3.91	-2.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.30	17.02	15.30	--
存货周转次数(次)	3.45	3.06	3.02	--
总资产周转次数(次)	1.49	1.23	1.18	--
现金收入比(%)	115.41	114.19	112.74	102.28
营业利润率(%)	41.42	40.63	40.71	40.04
总资本收益率(%)	10.78	8.28	8.36	--
净资产收益率(%)	15.24	14.15	11.44	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	24.12	17.74	17.23
全部债务资本化比率(%)	33.19	47.13	35.73	32.38
资产负债率(%)	45.70	58.46	48.31	46.67
流动比率(%)	158.04	162.07	189.07	199.01
速动比率(%)	104.32	111.40	127.53	131.72
经营现金流动负债比(%)	9.74	7.11	14.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	25.94	14.63	12.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.13	4.06	2.76	--

注：1. 公司 2018 年一季度财务数据未经审计；

2. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务。

附件3 主要财务指标的计算公式(新准则)

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，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	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息