

信用等级公告

联合[2017] 1958 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）股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年八月八日



云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司 主体长期信用评级报告

评级结果：
主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定

评级时间：2017年8月8日

财务数据

项目	2014年	2015年	2016年	2017年 3月
现金类资产(亿元)	10.63	10.38	15.95	11.16
资产总额(亿元)	29.41	41.86	60.13	56.65
所有者权益(亿元)	20.83	22.73	24.98	25.95
短期债务(亿元)	3.60	11.29	14.32	9.81
长期债务(亿元)	0.00	0.00	7.94	7.95
全部债务(亿元)	3.60	11.29	22.27	17.76
营业收入(亿元)	44.28	53.21	62.49	18.14
利润总额(亿元)	3.45	3.90	4.09	1.12
EBITDA(亿元)	4.27	5.29	5.48	--
经营性净现金流(亿元)	1.76	1.86	1.93	-1.92
营业利润率(%)	39.88	41.42	40.63	39.11
净资产收益率(%)	14.17	15.24	14.15	--
资产负债率(%)	29.19	45.70	58.46	54.19
全部债务资本化比率(%)	14.74	33.19	47.13	40.63
流动比率(%)	280.33	158.04	162.07	179.28
经营现金流动负债比(%)	20.59	9.74	7.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.84	2.13	4.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	52.77	25.94	14.63	--

注：1.2017年一季度财务数据未经审计；

2.短期债务中考虑了其他流动负债中的有息债务。

分析师

孔祥一 刘嘉敏 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”）主要从事医药产品的零售业务，作为云南省大型医药连锁企业，区域市场份额领先。近年来，公司通过新开门店和收购活动，在保证云南省市场领先地位的同时加快西南地区及其他区域的布局，收入及利润规模保持增长，盈利能力及经营获现能力较强。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，药品零售行业竞争日趋激烈，公司异地扩张可能面临阻力，销售费用和债务规模不断上升，应收账款和存货占比高，商誉可能面临减值风险等因素对公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将逐步完善零售门店布局，尽快实现门店盈利，参与行业资产整合，提高市场份额和盈利能力。此外，公司将积极搭建“互联网+”商业模式，以进一步强化公司客户服务能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 医改新政下，药品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. 公司是云南省门店数量最多的药品零售企业，直营门店超过4000家，医保定点资格门店约占80%，零售药店已覆盖云南省所有市县，市场份额领先，品牌知名度高；随着全国布局的开展，整体竞争实力较强。
3. 近年来，公司营业收入持续增长，盈利能力较强，资产质量较好。

关注

1. 药品零售行业集中度较低，线上药品零售发展速度快，公司面临的竞争压力日趋激烈。

2. 近年来，公司门店扩张较快，异地扩张可能面临一定阻力；随着并购的开展，销售费用和债务规模增长较快，应收账款和存货规模持续增加。
3. 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。
4. 公司未来业务扩张仍需较大规模的资金投入，或面临一定资本支出压力。

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、该公司信用等级自 2017 年 8 月 8 日至 2018 年 8 月 7 日有效；根据跟踪评级的结论，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

主体长期信用评级报告

一、主体概况

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日首次发行人民币普通股（A股）股票65100000股，每股发行价格12.20元，实际募集资金净额74904.87万元，公司注册资本变更为260300000元。2014年7月2日，公司股票在深圳证券交易所上市，股票代码：002727。根据公司2015年年度利润分配方案，公司以2015年12月31日的总股本260300000股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股，公司总股本变更为520600000股。截至2017年3月底，公司股本52060.00万元，自然人阮鸿献先生持有公司33.75%的股份，为公司第一大股东和实际控制人。

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15个部门。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2016年底，公司资产总额60.13亿元，所有者权益24.98亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2016年，公司实现营业收入62.49亿元，利润总额4.09亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额56.65亿元，所有者权益25.95亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入18.14亿元，利润总额1.12亿元。

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。

二、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%

以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支

出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基

数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

三、行业及区域经济环境

1. 药品流通行业概况

药品流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户，通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润的一项经营活动。

图1 2012~2016年中国药品流通行业销售趋势



资料来源：商务部《2016年药品流通行业运行统计分析报告》

2012~2015年，中国药品流通行业销售规模增速已从18.5%下降至10.2%，但仍远高于中国GDP的增速。根据商务部发布的《2016年药品流通行业运行统计分析报告》，2016年中国药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升，实现销售总额18393亿元，同比增长10.4%，增幅上升0.2个百分点；其中药品零售市场3679亿元，同比增长9.5%，增幅上升0.9个百分点。效益方面，2016年，全国药品流通直报企业主营业务收入13994亿元，同比增长11.6%，增幅上升0.7个百分点；利润总额322亿元，同比增长10.9%，增幅上升0.3个百分点；平均毛利率7.0%，同比上升0.1个百分点；平均费用率5.2%，同比下降0.2个百分点；平均利润率1.8%，同比上升0.1个百分点；净利润率1.5%，同比上升0.1个百分点。

从药品批发市场来看，2016年药品批发企业主营业务收入前100位同比增长14.0%，增速下降1.6个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入同比增长12.2%，增速下降7.5个百分点；15家区域龙头企业主营业务收入同比增长17.6%，增速提高5.2个百分点。2016年，药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的70.9%，同比上升2.0个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的37.4%，同比上升0.5个百分点；15家区域龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的18.4%，同比上升1.1个百分点；排序最后一位的企业主营业务收入由2015年的11.5亿元增长到2016年的12.4亿元。随着各项医改政策的逐步落实，药品批发行业整合进一步加快。数据显示，在市场上占有一定规模的药品批发企业都在积极布局，努力提高其经营能力、运营能力和管理能力，向网络化、集约化和信息化目标不断迈进，有利于推进现代药品流通体系建设。

从药品零售市场上看，2016年中国药品零售市场规模总体呈增长态势。随着国家各项医改及健康产业政策的陆续出台，药品零售市场迎来了新的发展机遇。药品零售企业纷纷围绕大健康产业发展方向，把握医改契机，创新服务模式，拓展增值服务。部分企业以网上药房、中医馆、药（美）妆店、品牌专卖店、DTP药房、药店联盟等多种形式，推动行业创新发展；部分企业参与基层医疗机构“医药分开”、“分级诊疗”进程，开展社区配药点建设、处方外配、药（库）房托管等院店合作业务。2016年，药品零售市场销售额为3679亿元，同比增长9.5%，增速同比上升0.9个百分点。截至2016年11月底，销售前100位药品零售企业门店总数达到54391家，占全国零售药店门店总数的12.2%，销售总额1070亿元，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；14 家区域零售连锁企业的销售总额 292 亿元，占全国零售市场总额的 7.9%，同比下降 0.1 个百分点；排序最后一位的企业销售额由 2015 年的 1.1 亿元增长到 2016 年的 1.4 亿元。数据显示，全国龙头企业市场占有率较上年略有提升，区域零售连锁企业市场占有率略有下降。这进一步反映出市场销售逐渐向大型连锁企业集中的趋势。

从各主要区域市场来看，2016 年，全国六大区域销售额占全国销售总额的比重分别为：华东 37.4%、华北 16.2%、中南 23.7%、西南 13.0%、东北 5.1%、西北 4.6%。其中，华东、华北、中南三大区域销售额占到全国销售总额的 77.3%，同比上升 0.1 个百分点。三大经济区药品销售额占全国销售总额的比重分别为：京津冀经济区 13.8%、长江三角洲经济区 22.8%、珠江三角洲经济区 8.7%。2016 年销售额居前 10 位的省市依次为：广东、北京、上海、浙江、

江苏、安徽、山东、河南、四川、云南。上述省市销售额占全国销售总额的 64.2%，同比上升 0.4 个百分点。

总体看，近年来，中国药品流通行业总体呈现销售总额增长趋稳、结构调整优化升级、兼并重组步伐加快、行业集中度和流通效率进一步提升、创新和服务能力逐步增强的良好发展态势。

2. 行业政策

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进；药品改革将以强化经营监管、降低药品价格、提高药品质量为重点目标。

表 1 近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2015 年 4 月	食品药品监督管理局	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范。	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容。
2015 年 5 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医。	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深。
2015 年 5 月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015 年 6 月 1 日起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。	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标。
2015 年 10 月	国务院办公厅	《关于第一批取消 62 项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查。	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁。

2016年2月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。
2016年3月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	有利于对提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力。
2016年4月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展。
2017年2月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。
2017年2月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个（含民族药88个）；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。

资料来源：联合资信整理

3. 未来发展

在《“健康中国2030”规划纲要》、《“十三五”期间深化医药卫生体制改革规划》、《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》和《印发关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》等纲领性政策文件的指导下，药品流通领域内的各项改革举措将全面推行，行业发展面临新的机遇与挑战。

未来，药品流通行业发展模式将加速从消费主导的资源配置模式逐步转向资本市场主导的资源配置模式；分级诊疗、现代医院管理、全民医保、药品供应保障、综合监管等方面制度建设将是下一步深化医改的重要突破方向，仿制药一致性评价、药品流通“两票制”、家庭医生签约、医保付费方式改革、医保总额控

制等各项政策举措将逐步打破现有药品流通价值链条，加快药品流通行业优胜劣汰；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，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。

4. 区域经济环境

公司门店大部分集中在云南省内及周边区域。根据《云南省2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年全省生产总值14869.95亿元，比上年增长8.7%，高于全国2.0个百分点。其中，第一产业完成增加值2195.04亿元，增长5.6%；第二产业完成增加值5799.34亿元，增长8.9%，第三产业完成增

加值 6875.57 亿元，增长 9.5%。三次产业结构由上年的 15.1: 39.8: 45.1 调整为 14.8: 39.0: 46.2。全省人均生产总值达 31265 元，比上年增长 8.0%。非公经济增加值实现 6967.76 亿元，占全省生产总值的比重达 46.9%，比上年提高 0.3 个百分点。

全年全体居民人均可支配收入 16720 元，比上年增长 9.8%。按常住地分，城镇常住居民人均可支配收入 28611 元，增长 8.5%；农村常住居民人均可支配收入 9020 元，增长 9.4%。城镇常住居民人均消费性支出 18622 元，增长 5.4%。农村常住居民人均生活消费支出 7331 元，增长 7.3%。年末全省参加城镇职工基本养老保险人数为 581.80 万人，比上年末增加 168.86 万人。其中，参保职工 413.78 万人，参保离退休人员 168.02 万人。参加城乡基本养老保险人数 2257.53 万人，增加 4.23 万人。参加城镇基本医疗保险人数为 1163.63 万人，增加 22.87 万人。全省参加失业保险人数为 251.16 万人，增加 7.82 万人。全省参加工伤保险的人数达 372.75 万人，增加 4.68 万人。参加生育保险人数达 295.91 万人，增加 6.08 万人。

总体看，云南省经济社会发展稳中有进，为公司发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司股本 52060.00 万元，其中阮鸿献先生持股 33.75%，为公司第一大股东和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司为西南地区大型药品零售连锁企业，是云南省销售额最大、网点最多的药品零售企业。公司拥有庞大的销售网络，截至 2017 年 3 月底，公司药品零售连锁直营门店数量达 4259 家，其中云南省 2887 家，占比为 67.79%，零售药店已覆盖了云南省所有市县。公司采用“少区域高密度网点”的发展策略，在一个区

域内形成了较高竞争力。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。依据《中国药店》杂志“2016-2017 年度中国药店发展报告暨连锁药店价值榜”，公司价值榜排名第 2 位。

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、经营和管理标准化建设。目前已颁布的主要管理制度 278 个，主要业务流程 308 个，并在业务实践中不断修订和完善。

供应链体系方面，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，公司连锁药店管理体系完备，区域市场份额领先，同时建立良好的供应链体系，区域竞争优势突出。

3. 人员素质

截至 2017 年 3 月底，公司拥有董事、监事、高级管理人员共 13 人；其中总裁 1 人，副总裁 2 人。

公司董事长阮鸿献先生，1966 年 6 月出生，澳门科技大学工商管理硕士学位，从业药师职称。1987 年 6 月起历任开远鸿翔药材经营部经理，昆明鸿翔中药材经营部经理，鸿翔中西大药房法定代表人。1997 年 2 月至 2009 年 12 月，任云南鸿翔中草药有限公司执行董事、经理。2000 年 11 月至 2009 年 5 月，任云南鸿翔药业有限公司董事长兼总经理。2009 年 6 月至 2010 年 12 月，任公司董事长兼总经理。2010 年 12 月至 2015 年 1 月任公司总裁。2010 年 12 月至今任公司董事长。

公司总裁赵飏先生，1969 年 4 月出生，重

庆大学本科毕业，昆明理工大学工商管理硕士结业，中药师职称。1991年7月起历任昆明钢铁总公司生产调度，昆明明昌屋业采购员，昆明风驰广告公司副总监，昆明全线广告公司总经理。2001年11月至2009年6月任云南鸿翔药业有限公司常务副总经理，2009年6月至2010年12月任公司董事兼副总经理。2009年11月至今兼任山西来福一心堂药业有限公司董事兼总经理。2010年12月至2014年10月任公司董事兼副总裁（常务）。2014年10月至2014年12月任公司董事、副总裁（常务）兼电商事业部总经理，2015年1月至今任公司董事、总裁兼电商事业部总经理。

截至2016年底，公司职工总数22683人，从学历构成看，本科及以上学历占7.42%，大学专科占18.00%，其他占74.58%；从工作岗位看，公司销售人员占82.41%，生产人员占0.71%，行政人员占11.23%，技术人员占0.64%，财务人员占1.11%，其他占3.90%。

总体看，公司高层领导管理经验丰富，人员结构合理。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格依据《公司法》、《证券法》及中国证监会有关法律、法规的要求，不断完善法人治理结构，建立健全公司内控制度。

公司设股东大会，股东大会是公司的权力机构。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由九名董事组成，设董事长一人，可以设副董事长一人。董事由股东大会选举或更换，每届任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事在任期届满以前，股东大会不能无故解除其职务。公司设独立董事，独立董事人数不得少于董事会成员的三分之一。

公司设监事会，监事会由三名监事组成，监事会设主席一人，监事会应当包括股东代表

和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于三分之一。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为三年。监事任期届满，连选可以连任。

公司设总裁一名，总裁对董事会负责，设副总裁若干名，由董事会聘任或解聘。总裁每届任期三年，可以连聘连任。

2. 管理水平

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15个部门，各部门分工明确，能较好地满足业务运营的实际需要。

产品质量控制方面，公司制订了《业务经营质量管理体系》、《药品进货管理程序》和《首营企业和首营品种审核制度》等制度和程序，以控制药品采购质量。公司下设质量管理中心对公司经营业务进行质量监控和管理。公司完整业务流程的质量控制共分五个阶段：进货审核控制、进货收货控制、在库养护控制、出库复核控制及销售控制。

结算管理方面，对于现金收款，第二天经公司会计部门根据销售数据完成分类核对营业款及存入公司指定银行账户的现金；银行卡收款，财务部门每天检查刷卡金额与银行自动划入公司账户的款项一致性；医保收款，按月与各地医保中心对账确认，上述核对措施保证了营业款准确、及时、完整到账。

为了加强对公司对外投资活动的内部控制，保证对外投资活动的合法性和效益性，公司制定了《投资内部控制制度》。公司对外投资的基本要求是：投资的授权人与执行人分离；投资的执行人与记录人、保管人分离；除证券部、财务部的指定专人外，其他人员接触证券必须经过适当授权；凭证式证券的保管与接触至少由两名以上人员共同控制，凭证式证券的存、取必须及时、详细记录于登记簿，并由所有在场经手人员的签名。公司对外进行短期投资，应确定其可行性；经论证投资必要且

可行后，按照公司发布的投资管理规定，依据权限逐层进行审批。公司进行长期投资，须严格执行有关规定，对投资的必要性、可行性、收益率进行切实认真的论证研究；对确信为可以投资的，应按权限逐层进行审批。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善。

六、重大事项

1. 公开上市

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日采用网下向符合条件的投资者询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式发行人民币普通股（A股）股票65100000股，每股发行价格12.20元，实际募集资金净额74904.87万元，公司注册资本变更为260300000元。2014年7月2日，公司股票在深圳证券交易所上市，股票代码：002727。公司首次公开发行募集资金用于直营连锁营销网络建设项目和企业信息化电子商务建设项目。

直营连锁营销网络建设项目共包括新设门店1350家（云南690家、四川390家、广西210家、重庆60家），新增租赁面积162000平方米，项目总投资46926万元，建设周期为3年，截至2016年12月31日，新建门店整体达成率达到83.04%，其中达成率最高为云南地区，为96.23%，投资进度符合预期。

2. 实际控制人发生变更

公司于2017年1月4日发布《云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司关于共同控制关系解除的公告》，由于公司阮鸿献先生、刘琼女士已解除婚姻关系，公司实际控制人由阮鸿献先生、刘琼女士变为阮鸿献先生。根据公告，解除婚姻关系前，阮鸿献先生持有公司175680000股股票、刘琼女士持有公司95648000股股票。阮鸿献、刘琼解除婚姻关系

后，阮鸿献持有公司175680000股股票，占公司股份总数的33.75%，为公司第一大股东，同时，阮鸿献仍担任公司董事长、法定代表人，对公司的重大经营决策仍具有控制力，本次共同控制关系解除不会对公司的经营决策产生重大影响。截至2017年3月底，阮鸿献仍持有公司175680000股股票，持股比例33.75%，其中质押数量94604778股，质押比例53.85%；刘琼女士任公司董事，持有公司95648000股股票，占公司股份总数的18.37%，其中质押数量14600000股，质押比例15.26%。

3. 非公开发行股票

根据公司于2017年1月发布的公告，经公司第四届董事会第三次临时会议通过，公司计划向阮鸿献、广州白云山医药集团股份有限公司、深圳前海南山金融发展有限公司、宁波梅山保税港区厚扬启航二期股权投资中心（有限合伙）、新时代信托股份有限公司、新疆宏盛开源股权投资合伙企业（有限合伙）6名投资者非公开发行股票，发行数量不超过78838169股（含），发行价格为不低于19.28元/股，募集资金总额不超过人民币152000万元。在实施2016年度利润分配方案后，公司将本次非公开发行股票发行价格调整为不低于19.08元/股，发行股票数量调整为不超过79664569股。本次非公开发行股票募集资金净额将用于中药饮片产能扩建项目、门店建设及改造项目、信息化建设项目及补充流动资金（6.00亿元）。

中药饮片产能扩建项目投资总额4.13亿元，拟投入募集资金4.00亿元，计划改建原生产用房11600平方米、非生产用房5660平方米，新建中药饮片生产用房13000平方米、中药饮片仓库10400平方米，用于中药饮片扩大产能生产线建设。产能设计具体包括中药饮片前处理工段、中药饮片精加工产品工段、中药饮片普通产品工段三个部分。项目建成后可实现中药饮片前处理工段生产能力8000吨/年；中药饮片精加工产品工段生产能力3000吨/

年；普通中药饮片工段生产能力 5000 吨/年，预计 100%达产后，项目年总产值 9.7 亿元。

门店建设及改造项目投资总额 2.79 亿元，拟投入募集资金 2.70 亿元，具体包含计划在云南省和贵州省新建 340 家直营连锁门店、收购 10 家现有门店铺面产权和进行门店改造。

信息化建设项目投资总额 2.50 亿元，拟投入募集资金 2.50 亿元，主要包括企业业务数据系统升级、企业信息化架构升级、异地灾备系统建设和新物流平台信息化建设。

公司本次非公开发行股票募投项目围绕主业，有利于提高整体竞争实力。本次非公开发行股票数量不超过 79664569 股，其中公司第一大股东和实际控制人阮鸿献认购 5241090 股；按最大发行量计算，发行成功后，阮鸿献对公司持股比例为 30.14%，仍为公司第一大股东和实际控制人。联合资信关注到，本次非公

开发行仍需证监会核准，存在不确定性。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务包括药品零售、便利店零售和药品批发，其中药品零售是公司的核心业务。公司药品零售收入主要通过直营连锁门店实现，主要经营范围包括中药、西药及医疗器械等产品。

公司部分门店允许陈列便利店进行销售，与药品零售的盈利模式一致。除零售业务外，公司有小部分药品批发业务，主要客户为医院、社区卫生服务站、卫生院（所）、诊所、其他医药流通企业等。

表2 公司营业务收入构成(单位: 亿元、%)

业务	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	收入	占比	毛利率
主营业务	43.29	97.75	39.68	51.55	96.88	40.45	61.12	97.80	40.08	17.73	97.74	38.60
药品零售	41.17	92.96	40.69	49.16	92.40	41.34	57.78	92.45	41.14	16.49	90.94	40.01
便利店零售	0.92	2.08	16.04	1.19	2.24	19.05	1.32	2.12	18.49	0.32	1.75	28.27
药品批发	1.20	2.71	23.23	1.19	2.24	25.18	2.02	3.23	23.88	0.92	5.05	16.93
其他业务	1.00	2.25	73.27	1.66	3.12	87.69	1.38	2.20	94.67	0.41	2.26	90.77
合计	44.28	100.00	40.44	53.21	100.00	41.92	62.49	100.00	41.28	18.14	100.00	39.78

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。

2014~2016 年，公司通过并购和新设门店不断扩大销售规模，营业收入年均复合增长 18.79%。药品零售业务作为公司最主要收入来源，近年来收入占比在 90%以上，年均复合增长率为 18.47%。2016 年，公司实现营业收入 62.49 亿元，同比增长 17.44%；其中药品零售收入 57.78 亿元，同比增长 17.53%。

2014~2016 年，公司综合毛利率较为稳定，2016 年为 41.28%。药品零售业务毛利率亦保持在较高水平，2016 年为 41.14%。

2017 年 1~3 月，药品零售业务持续保持

良好的发展趋势，公司实现营业收入 18.14 亿，同比增长 22.66%，为 2016 年全年的 29.03%；其中药品零售业务实现收入 16.49 亿元，同比增长 18.98%。受新开门店效益释放较慢及成本上升影响，2017 年 1~3 月，公司综合毛利率下滑至 39.78%，药品零售业务毛利率下滑为 40.01%。

2. 经营模式及产品销售

公司所有门店均为直营连锁。直营连锁是指连锁企业的每家分店均由零售连锁企业全资或控股开设，在零售连锁企业的直接领

导下统一经营。直营连锁利用连锁组织集中管理、分散销售的特点，充分发挥规模效应。直营连锁不仅所有权统一，全部成员归属同一所有者；而且管理高度统一，各分店统一采购、计划、配送和发布广告等，实行标准化管理。由于医药行业的特殊性，为保证所售药品质量，医药连锁企业对零售终端的控制力尤为重要。直营连锁的经营模式使公司对直营终端有极强的控制力，能够保证总部和门店长远规划和整体战略的统一，能够充分发挥公司规模优势，并通过原有的工作团队及已建立的市场基础，较易形成可持续发展能力。

经过多年实践及总结，公司建立了一套较为全面、科学、有效的目标市场进驻分析与营销网点筹建模式，使得门店快速复制成为可能，具备迅速进驻新市场的能力，可较好地实现新市场的进驻目标，新店开设成功率不断提升。

公司门店数量众多且以租赁为主，刚性费用支出水平较高。近年来，公司不断扩大连锁经营规模，随着全国房价的不断上涨，

门店租赁费用快速上升。2014~2016年，公司租赁费支出分别为3.73亿元、5.12亿元和6.07亿元，占同期营业收入的比重分别为8.43%、9.63%和9.71%。

作为云南省最大的药品零售连锁企业，公司坚持以省级区域为基础的密集扩张策略，强化在云南省药品零售市场的主导地位，并大力拓展云南省外的西南市场，加快在华南（如广西省）、华北（如山西省）等区域的布局。2014~2016年，公司分别在云南省新增门店197家、474家和264家。2015年以来，公司陆续在天津、海南、河南、山西、成都、重庆等地开展收购活动，并通过收购美国两家贸易公司将业务拓展到海外市场。截至2017年3月底，公司共拥有直营连锁门店4259家，其中云南省2887家，占比为67.79%；广西省336家、四川省326家、贵州省160家、重庆市145家。2017年7月24日，公司公告已完成对四川区域95家、广西区域112家连锁药店资产及存货的收购，经营规模进一步扩大。

表3 近年来公司主要收购情况

时间	收购标的及对价
2015年4月	海南联合广安堂药品超市连锁经营有限公司100%股权，实际支付收购对价3.23亿元。
2016年1月	郑州仟禧堂医药有限责任公司100%股权，实际支付收购对价0.18亿元。
2016年3月	山西长城药品零售连锁有限公司89家门店，实际支付收购对价1.70亿元（不含存货）。
2016年10月	成都市博文百姓大药房公司24家门店，暂确定的收购对价为0.36亿元。
2016年12月	重庆宏声桥大药房连锁有限公司直营门店81家，暂确定的收购对价为0.70亿元。
2016年4月	美国瑞富进出口贸易有限公司和美国瑞福祥经贸有限公司各80%的股权，支付对价分别为190.00万美元和195.00万美元（2016年3月31日银行间外汇市场人民币汇率中间价为：1美元对人民币6.4612元，收购价款折合人民币合计0.25亿元）。

资料来源：联合资信根据公司年报整理

表4 近年公司直营连锁门店数量（单位：家）

区域	2014年	2015年	2016年	2017年3月
云南	2039	2513	2777	2887
广西	254	284	334	336
四川	144	202	285	326
山西	44	122	209	212
海南	--	152	158	165
贵州	93	149	153	160
重庆	39	54	140	145

其他	10	20	29	28
合计	2623	3496	4085	4259

资料来源：公司提供

从销售收入的区域分布上看，西南地区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。2016年，公司西南地区实

现营业收入 50.02 亿元，同比增长 10.20%，占比 81.85%；华南和华北地区分别实现营业收入 7.59 亿元和 2.92 亿元，分别同比增长 48.24% 和

189.11%。2017 年 1~3 月，公司在西南地区实现营业收入 14.88 亿元。

表 5 公司主营业务分地区收入和毛利率构成(单位: 亿元、%)

区域	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
西南地区	40.07	92.56	45.39	88.05	50.02	81.85	14.88	83.96
华南地区	2.80	6.46	5.12	9.93	7.59	12.42	1.94	10.97
华北地区	0.43	0.98	1.01	1.96	2.92	4.78	0.78	4.40
华东地区	--	--	0.03	0.05	0.05	0.08	0.01	0.08
华中地区	--	--	--	--	0.35	0.57	0.08	0.43
海外地区	--	--	--	--	0.18	0.30	0.03	0.16
合计	43.29	51.55	51.55	100.00	61.11	100.00	17.73	100.00

资料来源: 公司提供

近年来，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 2017 年 3 月底，公司共拥有医保定点资格门店 3427 家，占到直营门店总数的 80.46%，为公司收入提供了较稳定的保障。

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。

表 6 近年来公司不同收款方式收入情况(单位: 亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016	2017 年 1-3 月
现金销售	27.21	32.52	36.62	10.32
银行卡销售	2.19	2.95	4.30	1.20
医保销售	19.63	23.10	27.82	8.03
合计	49.03	58.57	68.73	19.55

资料来源: 公司提供

注: 销售金额均含增值税。

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。截至 2016 年底，公司会员记录条目数超过 1000 万条，其中活跃会员记录超过 700 万条。近年来，公司积极推进客户关系 CRM 系统，其核心是对客户数据的管理，通过记录公司在市场营销与销售过程中和客户发生的各种交互行为，以及各类有关活动的状态，提供各类数据模型，为后期的分析

和决策提供支持，更好服务会员。

近年来，公司线上业务积极迎接互联网化和移动互联网化，积极建设全渠道营销网络体系、全面推进“互联网+一心堂”营销模式。公司设有微信公众号、企业官方微博、客户中心、网上商城、O2O 服务平台，运用大数据和客户关系 CRM 管理系统，满足基于小众、长尾、社区基于互联网的需求，最终形成供应商、经销商、终端消费者的闭环。

总体看，近年来公司加快扩张步伐进行省外布局，门店数量大幅上升。联合资信关注到，频繁的外部并购给公司带来较大规模的资金压力；同时，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将对公司整体经营业绩产生一定影响。

3. 采购

公司根据行业特征和主要市场区域特点，确立了“以需定进、勤进快销、满足需求、质量控制”的采购原则，保证资金周转、库存比例的平衡及经营活动的正常进行。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（集采占比约 30%）。公司商品管理中心下设采购管理组，负责公司整体采购品类规划、供应链建设、战略型供应商发掘和维护、采购政策的制定、价格政策制定等，并监督管理采购过程，具体采购业务由云南管理中心、省外子公司下设的采购部门及公司全资子公司云南鸿云药业有限公司（以下简称“鸿云药业”）负责。

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。

目前，公司已与 1400 多家医药工业企业、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。公司药品供应商主要包括医药工业企业及医药流通企业两大类，近年来，公司持续减少批发企业对公司的供货，不断减少各级产品代理商，而转变为直接从药品生产企业采购，全面降低了中间成本。2016 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，2016 年公司向前五名供应商采购金额占总采购金额的 33.37%，集中度较高。

表7 2016年公司向前五名供应商采购情况

供应商	采购额（万元）	占年度采购总额比例（%）
供应商 A	90456.99	21.46
供应商 B	22237.64	5.28

供应商 C	13784.86	3.27
供应商 D	7220.29	1.71
供应商 E	6971.44	1.65
合计	140671.22	33.37

资料来源：公司 2016 年年报

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。

采购结算方面，公司均以电汇、支票或承兑汇票结算，账期为三个月。

4. 物流管理

2007 年，公司引入并运 SAP WMS（warehouse management system）仓库管理系统。2008~2011 年公司对该系统进行不断优化配置，并且增加了 WCS 系统（物流仓库控制系统）、MFC 系统（物流输送线控制系统），形成了完整成熟的物流信息系统。该套系统在物流中心的运用，一方面有效保证落实国家有关医药物流的管理和 GSP 控制，同时实现了进货管理、库存管理、订单管理、拣选作业管理、复核管理、集货集运管理、配送出库管理、商品养护管理、逆向物流管理、商品基本信息管理、在途管理等管理功能的高度集成；另一方面在该系统平台上有效集成了现阶段所需要的物流设备，如高位货架、大型叉车、自动化传输系统、电子分拣扫描系统、RF 移动终端（无线射频终端）、提升机、中央空调、自动温控设备、电动搬运车、扫描平台、打印机、托盘、周转箱、冷藏设备、GPS（全球定位系统）等

物流设备。通过网络化和数字化方式，形成了完整的物流作业管理系统。同时在物流建设中，充分考虑了未来业务可能变化的情况，兼顾了技术的经济性和先进性。

物流基地建设方面，目前公司拥有呈贡基地物流中心，该物流中心仓储面积超过 3 万平方米，使用了高位货架、大型叉车、自动化传输系统、电子分拣扫描系统等大量的现代物流设备，并顺利实现了 SAP 信息系统、WMS 系统(仓库管理系统)、WCS 系统（物流仓库控制系统）、MFC 系统（物流输送线控制系统）及 130 台 RF 终端（无线射频终端）的无缝对接。该物流中心主要承担云南省内及西南地区各子公司的部分商品集采工业功能。除呈贡物流中心外，公司正在四川建设第一个省外物流中心。

5. 经营效率

2014~2016 年，公司总资产周转次数和存货周转次数持续下降，销售债权周转次数有所波动，上述三个指标三年均值分别为 1.36 次、3.25 次和 17.52 次，2016 年分别为 1.23 次、3.06 次、17.02 次。

总体看，公司经营效率较高。

6. 未来发展

未来三年，公司将逐步完善云南、重庆、海南、贵州、四川等省份的零售门店布局，尽快实现门店盈利，进一步提升公司区域市场规模效应。在自开门店同时，公司将进一步参与行业资产整合，通过收购区域优质药品零售资产开拓市场、提高市场份额，进一步增强公司盈利能力。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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2014~2016 年财务报表均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审计结论；公司提供的 2017 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变动方面，2014 年底，公司纳入合并范围的子公司 11 家；2015 年底，公司纳入合并范围的子公司共 15 家，新增 4 家全资子公司；2016 年底，公司纳入合并范围的子公司 19 家，新增 4 家子公司，分别为云南红云制药有限公司、河南鸿翔一心堂药业有限公司、美国瑞富进出口贸易有限公司和美国瑞福祥经贸有限公司。截至 2017 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司 19 家，较上年底无变化。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较强。

截至 2016 年底，公司资产总额 60.13 亿元，所有者权益 24.98 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）；2016 年公司实现营业收入 62.49 亿元，利润总额 4.09 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 56.65 亿元，所有者权益 25.95 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.14 亿元，利润总额 1.12 亿元。

2. 资产质量

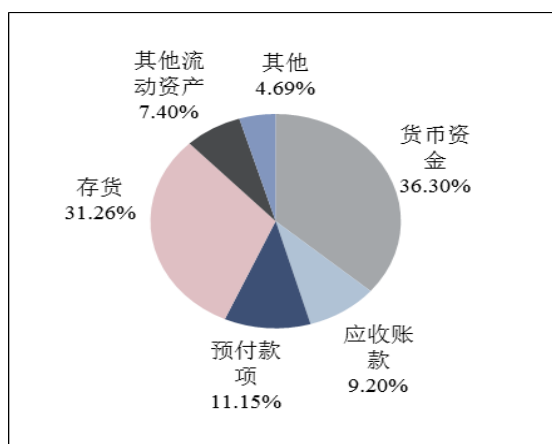
2014~2016 年，随着经营规模的扩大，公司资产总额年均复合增长 42.98%。截至 2016 年底，公司资产总额 60.13 亿元，同比增长 43.64%，主要来自货币资金、存货、其他流动资产和商誉的增加；从资产结构看，公司流动资产占 73.06%，非流动资产占 26.94%，公司资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

2014~2016 年，在货币资金和存货规模增长的带动下，公司流动资产年均复合增长 35.33%。截至 2016 年底，公司流动资产 43.93 亿元，同比增长 45.78%，主要由货币资金和存

货构成。

图 2 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

2014~2016 年，公司货币资金年均复合增长 22.87%，截至 2016 年底为 15.95 亿元，同比增长 54.24%，主要系发行债券收到货币资金形成。截至 2016 年底，公司货币资金中银行存款 13.90 亿元；其他货币资金 2.04 亿元（使用受限）。

2014~2016 年，伴随销售收入增长，公司应收账款规模逐年增长，截至 2016 年底为 4.04 亿元，同比增长 24.31%。公司应收账款主要为应收医保款，存在坏账的风险较小；2016 年，公司对应收账款计提坏账准备 0.03 亿元，计提比例 0.77%。从账龄来看，截至 2016 年底，公司账龄在一年以内的应收账款 4.03 亿元，账龄在一年以上的应收账款 0.02 亿元，账龄短。

2014~2016 年，公司预付款项年均复合增长 42.84%。截至 2016 年底，公司预付款项 4.90 亿元，同比增长 12.94%；其中账龄在一年以内预付款项的占 99.32%，账龄短。

随着公司加速扩张门店数量，公司存货规模近三年以 33.86% 的速度快速增长。截至 2016 年底，公司存货规模同比增长 34.09% 至 13.73 亿元，其中库存商品占 99.30%；2016 年，公司对存货计提跌价准备 0.20 亿元，计提比例低。受公司零售连锁的经营模式影响，公司库存商品余额保持满足约 2~3 个月的销售所需，导致存货占流动资产的比例较高。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 3.25 亿元，同比大幅增加 2.77 亿元，主要系公司购买理财产品和结构性存款规模增加所致。

(2) 非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产年均复合增长 72.78%。截至 2016 年底，公司非流动资产 16.20 亿元，同比增长 38.14%，主要由固定资产（占 30.08%）和商誉（占 49.14%）构成。

2014~2016 年，公司固定资产规模快速增长，年均增幅 17.98%。截至 2016 年底，公司固定资产 4.87 亿元，同比增长 2.91%，主要由房屋及建筑物（占 71.55%）和货架柜台（占 13.50%）构成。

近三年，随着收购门店和非同一控制企业合并，公司商誉不断增长，分别为 0.02 亿元、4.97 亿元和 7.96 亿元（占净资产的比重为 31.87%）。联合资信关注到，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 8 公司主要形成商誉事项及商誉期末余额

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
山西百姓平价药房门店收购	0.50
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

资料来源：联合资信整理

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 56.65 亿元，较 2016 年底下降 5.79%；流动资产占 71.63%，资产结构较上年变动不大。其中，公司应收账款同比增长 12.94% 至 6.11 亿元，主要是医保门店快速增加，应收医保款项增加形成。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，货币资金充裕，应收账款及存货规模大，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益逐年增长，

年均增幅 9.52%。截至 2016 年底，公司所有者权益 24.98 亿元，同比增长 9.91%，主要来自未分配利润的增加；归属于母公司的权益 24.96 亿元，其中实收资本占 20.85%，资本公积占 23.13%，盈余公积占 5.01%，未分配利润占 50.98%。受资本公积转增股本影响，截至 2016 年底，公司资本公积同比下降 31.07%至 5.77 亿元，股本同比增长 100.00%至 5.21 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 25.95 亿元，较上年底增长 3.89%，主要来自未分配利润的增加。

总体看，近年来公司所有者权益规模逐年增长，但未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

(2) 负债

公司近年来频繁并购，带来较大资金需求，负债规模持续增长。2014~2016 年，公司负债年均复合增长 102.32%。截至 2016 年底，公司负债总额为 35.15 亿元，同比增长 83.72%；其中流动负债和非流动负债分别占 77.12%和 22.88%，公司负债以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债年均复合增长 77.98%，截至 2016 年底为 27.11 亿元，同比增长 42.16%，主要由应付票据（占 23.33%）、应付账款（占 32.51%）、其他应付款（占 11.25%）和其他流动负债（占 29.49%）构成。

随着公司门店数量的增加及业务的发展，近三年公司应付票据和应付账款年均复合增长率分别为 32.54%和 55.89%。截至 2016 年底，公司应付票据和应付账款规模分别同比增长 25.48%和 56.91%至 6.32 亿元和 8.81 亿元，其中应付票据全部为银行承兑汇票。

2014~2016 年，公司其他应付款持续上升，年均复合增长率为 149.64%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 3.05 亿元，同比增长 136.69%，主要是公司收购股权和门店资产未支付的尾款增加所致。

公司于 2016 年发行“16 一心堂 CP001”和“16 一心堂 SCP001”，合计 8.00 亿元，计入其他流动负债科目中。

近三年，公司非流动负债规模持续增长。截至 2016 年底，公司非流动负债 8.04 亿元，同比大幅增加；其中应付债券 7.94 亿元，系公司发行的两期中期票据“16 一心堂 MTN001”和“16 一心堂 MTN002”，均为 3 年期。

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务规模年均增幅 148.71%。截至 2016 年底，公司全部债务 22.27 亿元（包含其他流动负债中的有息债务），同比增长 97.24%；受公司于 2016 年发行两期中期票据影响，公司新增长期债务 7.94 亿元，但有息债务结构仍以短期债务为主（占 64.33%）。从债务指标来看，2014~2016 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续上升，三年均值分别为 48.78%和 36.47%，2016 年底分别为 58.46%和 47.13%；2016 年底，公司长期债务资本化比率为 24.12%。

截至 2017 年 3 月底，负债合计 30.70 亿元，较上年底下降 12.76%，系公司偿还到期的短期融资券所致；其中流动负债占 73.74%。公司全部债务 17.76 亿元，较上年底下降 20.25%；资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别下降至 54.19%、40.63%和 23.44%。

总体看，近年来公司频繁的收购活动带来债务规模的快速上升；未来公司仍有并购计划，债务规模将有可能继续增长。

4. 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，公司整体收入规模稳步增长。2014~2016 年，公司营业收入年均增幅 18.79%，2016 年为 62.49 亿元，同比增长 17.44%；2014~2016 年，公司营业成本年均增幅为 17.94%，略低于营业收入的增速。近三年，公司营业利润率有所波动，分别为 39.88%、41.42%和 40.63%。

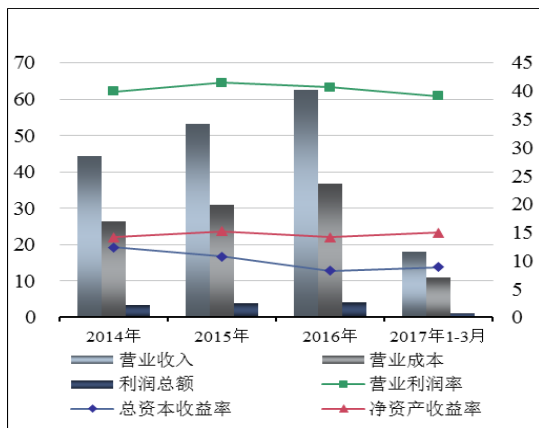
随着公司经营规模的扩大和连锁门店数量

的增加，期间费用相应增加。近三年，公司期间费用年均复合增长 24.06%，2016 年为 21.02 亿元，同比增长 18.30%，占营业收入的比重为 33.64%。公司期间费用中销售费用占比较大，主要由职工薪酬和房租费用构成；2016 年，公司产生销售费用为 17.51 亿元，占期间费用比重为 83.27%。总体看，期间费用对公司利润形成侵蚀，公司费用控制能力有待提高。

公司利润总额保持较快增长，2014~2016 年复合增长率分别为 8.88%，2016 年公司实现利润总额 4.09 亿元，同比增长 4.94%。从盈利指标来看，近三年，公司总资本收益率呈下降趋势，2016 年为 8.28%；净资产收益率有所波动，2016 年为 14.15%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.14 亿元，同比增长 22.65%。同期，公司营业利润率为 39.11%，较上年变动不大。公司期间费用继续快速增长，占当期营业收入的比重为 31.96%；受此影响，公司实现利润总额 1.12 亿元。

图3 公司盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信整理

总体看，近年来，公司收入和利润规模呈增长态势，整体盈利能力较强；但期间费用增长较快，对利润形成侵蚀。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均有所波动。截至

2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 162.07%和 111.40%，较 2015 年底分别提高 4.03 个百分点和个 7.08 百分点。由于流动负债规模持续增长，2014~2016 年，公司经营现金流动负债比呈下降趋势，2016 年为 7.11%，同比下降 2.63 个百分点。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 179.28% 和 115.96%。考虑到公司现金类资产充裕，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 4.27 亿元、5.29 亿元和 5.48 亿元；有息债务规模增长带来利息支出的增加，公司 EBITDA 利息倍数下降呈下降趋势，分别为 52.77 倍、25.94 倍和 14.63 倍；全部债务/EBITDA 分别为 0.84 倍、2.13 倍和 4.06 倍。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2017 年 3 月底，公司从各商业银行获得授信额度合计 17.90 亿元，未使用额度 15.54 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 2017 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 2017 年 7 月 27 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

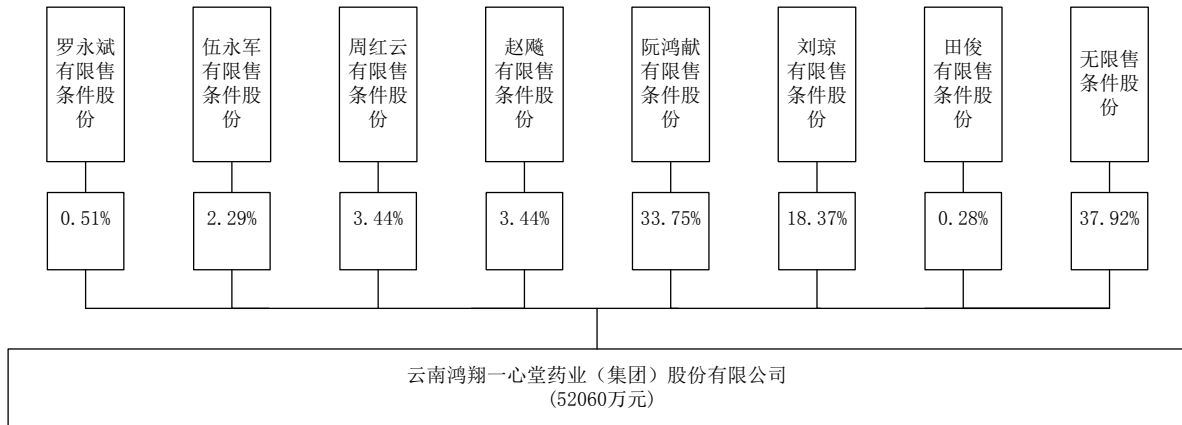
中国药品流通行业市场空间广阔，公司拥有庞大的线下直营实体门店网络系统，以持续地信息化建设，拓展线上销售系统，进而推进全渠道营销网络体系，通过渠道管理和供应链战略整合价值。公司资产与收入规模快速上升，盈利能力强，整体财务状况良好。基于对公司自身经营和财务风险，以及所处药品流通行业前景的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、结论

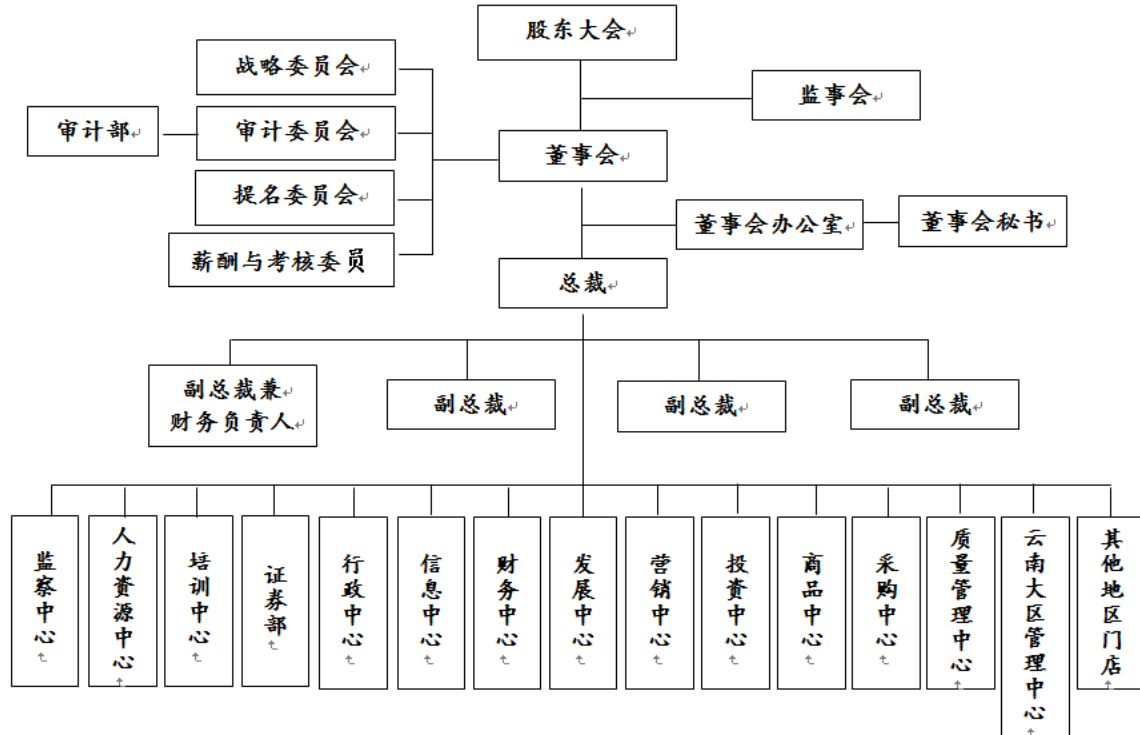
近年来，受益于医药卫生体制改革的逐步深入、中国经济发展带动居民消费意识和消费能力的升级，中国药品流通行业面临良好的发展机遇。公司作为区域性大型医药连锁企业，建立了完备的连锁药店管理体系以及良好的供应链体系，区域市场份额领先，并在线上线下同时复制拓展。近年来，公司营业收入快速增长，保持了较好的盈利水平；同时公司资产质量较好，经营获现能力较强。未来，公司在保证云南市场健康发展的前提下将不断加大其他省级市场门店布局，拓展线上销售系统，实现线上线下资源互相促进。

综合分析，公司的主体信用风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.63	10.38	15.95	11.16
资产总额(亿元)	29.41	41.86	60.13	56.65
所有者权益(亿元)	20.83	22.73	24.98	25.95
短期债务(亿元)	3.60	11.29	14.32	9.81
长期债务(亿元)	0.00	0.00	7.94	7.95
全部债务(亿元)	3.60	11.29	22.27	17.76
营业收入(亿元)	44.28	53.21	62.49	18.14
利润总额(亿元)	3.45	3.90	4.09	1.12
EBITDA(亿元)	4.27	5.29	5.48	--
经营性净现金流(亿元)	1.76	1.86	1.93	-1.92
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.20	18.30	17.02	--
存货周转次数(次)	3.84	3.45	3.06	--
总资产周转次数(次)	1.77	1.49	1.23	--
现金收入比(%)	115.52	115.41	114.19	105.52
营业利润率(%)	39.88	41.42	40.63	39.11
总资本收益率(%)	12.41	10.78	8.28	--
净资产收益率(%)	14.17	15.24	14.15	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	24.12	23.44
全部债务资本化比率(%)	14.74	33.19	47.13	40.63
资产负债率(%)	29.19	45.70	58.46	54.19
流动比率(%)	280.33	158.04	162.07	179.28
速动比率(%)	190.76	104.32	111.40	115.96
经营现金流动负债比(%)	20.59	9.74	7.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	52.77	25.94	14.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.84	2.13	4.06	--

注：1. 公司 2017 年一季度财务数据未经审计；

2. 短期债务中考虑了其他流动负债中的有息债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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/主营业务收入×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%
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成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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：

级别设置	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

联合资信评估有限公司关于 云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。