

老百姓大药房连锁股份有限公司

公开发行 2016 年公司债券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2016)010488】

评级对象: 老百姓大药房连锁股份有限公司公开发行 2016 年公司债券 (本次债券/债项)

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA (未安排增级)

评级时间: 2016 年 6 月 29 日

计划发行: 不超过 8 亿元 (含 8 亿元)

本次发行: 不超过 8 亿元 (含 8 亿元)

存续期限: 不超过 5 年

增级安排: 无

发行目的: 补充流动资金

偿还方式: 每年付息一次, 到期还本付息

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	2.04	2.16	4.17	4.66
刚性债务	4.18	5.66	3.14	4.85
所有者权益	4.60	6.23	17.71	17.90
经营性现金净流入量	1.02	-0.30	-0.51	1.01
合并数据及指标:				
总资产	21.80	25.30	38.01	41.36
总负债	12.63	14.44	15.09	17.56
刚性债务	5.02	6.70	4.47	5.86
所有者权益	9.16	10.86	22.92	23.80
营业收入	33.21	39.43	45.68	13.29
净利润	1.94	2.38	2.78	0.88
经营性现金净流入量	1.37	2.47	2.57	1.01
EBITDA	3.16	3.93	4.42	—
资产负债率[%]	57.95	57.08	39.69	42.45
权益资本与刚性债务比率[%]	182.59	161.96	513.12	406.29
流动比率[%]	121.28	124.10	155.99	150.11
现金比率[%]	31.97	34.57	53.05	49.17
利息保障倍数[倍]	18.55	15.69	42.89	—
净资产收益率[%]	23.48	23.77	16.45	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.72	18.26	17.42	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.91	2.48	-21.03	—
EBITDA/利息支出[倍]	22.11	18.62	51.78	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.77	0.67	0.79	—

注: 根据老百姓经审计的 2013~2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

熊梓 xh@shxsj.com

王婷亚 wty@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

王婷亚

评级观点

➤ 主要优势/机遇:

- **行业发展前景良好。**我国医药零售行业发展空间较大, 行业加速整合为包含老百姓在内的具有一定规模优势的企业带来发展机遇。
- **规模优势及区域市场领先地位。**“老百姓”是国内知名医药零售品牌, 近年来通过新建门店、并购等方式, 老百姓经营规模不断扩大, 经营网络现已覆盖全国 15 个省市、自治区, 拥有一千多家医药零售门店, 经营已具备了一定规模优势, 并已在湖南等区域市场形成领先地位。
- **资本实力增强。**2015 年 4 月, 老百姓完成 IPO 并在上海证券交易所挂牌上市, 募集资金净额约 10.10 亿元。公司所有者权益迅速增长, 资本实力有所提升。此外公司目前正在筹划非公开发行 A 股股票事项, 募集资金不超过 12.96 亿元。该事项若完成, 公司资本实力将进一步增强。
- **现金流情况较好。**随着经营规模的扩大, 老百姓收入规模逐年扩大, 经营性现金流有所增长, 为其债务偿付提供了基本保障。

➤ 主要劣势/风险:

- **政策及市场竞争影响。**作为医药零售企业, 医药行业相关政策变化、医药零售市场竞争加剧、线上医药零售发展等可能对老百姓的业务发展带来压力或不确定性。
- **门店培育及成本控制压力。**老百姓通过新建及并购方式取得的门店较多, 新增门店的经营管理面临一定的培育和整合期, 或影响经营效益。此外, 门店租金及人工成本的上升也或制约着公司盈利水平的提升。
- **商誉减值风险。**老百姓在企业并购过程中形成

了一定规模的商誉，若被并购企业的业绩不达预期，则公司将面临较大的商誉减值风险。

- **资本支出压力大。**老百姓通过新开及并购门店的方式扩大经营规模，未来业务扩张仍需要较大的资金投入，或面临一定的资本性支出压力。
- **未来股权结构变更影响。**老百姓目前第一大股东泽星投资计划在公司股份锁定期满后（锁定期为公司上市交易之日起 36 个月）对公司股票进行减持，届时公司股东及实际控制人或将发生变化。

➤ 未来展望

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



声明

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

本评级机构与评级人员履行了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。

本信用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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《工商企业评级方法概论》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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、出售或以任何方式外传。

老百姓大药房连锁股份有限公司公开发行 2016 年公司债券

信用评级报告

一、公司概况

该公司前身为成立于 2005 年的湖南老百姓医药连锁有限公司，设立时股东为湖南老百姓医药投资管理有限公司（简称“医药投资”）、自然人陈秀兰和石展，注册资本 1000 万元。2007 年，经股权转让，公司新增股东武汉生达星科贸发展有限公司（简称“生达星”），公司注册资本保持不变。2008 年，通过股权转让，公司引入新股东泽星投资有限公司（简称“泽星投资”）¹，后者同时向公司货币增资 0.36 亿美元（折合人民币 2.47 亿元²），其后经资本公积转增资本，公司注册资本增至 1.20 亿元。此次股权转让和增资完成后，公司由内资有限责任公司变更为台港澳与境内合资的有限责任公司。2009 年公司更名为老百姓大药房连锁有限公司（简称“老百姓有限”）。2010 年，公司继续引入新股东长沙正和投资合伙企业（有限合伙）、长沙瑞途投资合伙企业（有限合伙）和西安圣大投资发展有限公司，同时生达星退出投资。此次增资和股权转让后，公司注册资本增至 1.28 亿元。2011 年，经老百姓有限董事会同意及湖南省商务厅《湖南省商务厅关于老百姓大药房连锁有限公司整体变更为外商投资股份有限公司的批复》（湘商外资[2011]48 号），公司整体变更为股份有限公司，企业类型变更为外商投资股份有限公司，并更名为现名。公司以截至 2010 年 12 月 31 日经审计的净资产为基数，按一定比例折为股本，溢价部分作为资本公积，变更后公司股本总额为 2.00 亿元，股东结构以及出资比例不变。

2015 年 4 月，经中国证券监督管理委员会《关于核准老百姓大药房连锁股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监发行字[2015]548 号文）核准，该公司首次公开发行人民币普通股 0.67 亿股，募集资金 10.99 亿元（净募集资金 10.10 亿元），并在上海证券交易所挂牌上市，股票简称：老百姓，股票代码：603883。截至 2016 年 3 月末，公司总股本 2.67 亿元³。

¹ 其控制方为 EQT。EQT 通过 EQT GC II GP LP 作为私募股权投资基金 EQT Greater China II Limited Partnership 的普通合伙人，根据有限合伙协议负责基金的投资决策及日常管理。出于投资目的，EQT 设立了一系列特殊目的公司，并通过泽星投资持有该公司股份。

² 其中增加注册资本人民币 3,894,678 元，溢价部分计入资本公积。

³ 净募集资金与新增股本的差额 9.43 亿元计入资本公积。

该公司成立以来经历了一系列增资及股权转让,2008 年以来泽星投资和医药投资始终是公司的前两大股东,谢子龙、陈秀兰夫妇(共同控制医药投资)和 EQT 通过直接和间接控股方式共同为公司的实际控制人。谢子龙、陈秀兰夫妇、EQT,以及泽星投资和医药投资于 2012 年 1 月 20 日签署了《共同控制协议书》,对公司自 2008 年 9 月以来的共同控制权进行了确认,并约定在公司上市后三年内⁴继续保持对公司的共同控制。

该公司主要通过自有营销网络从事药品及其他健康相关商品的销售,是国内规模领先的医药零售业务的连锁企业之一,2014 年在中国药品零售发展研究中心主导评选的“中国药品零售企业竞争力百强”排行榜中取得运营力、管理力冠军,其品牌“老百姓”为中国驰名商标。截至 2015 年末,公司已形成覆盖全国 15 个省、自治区和直辖市,共 1,483 家门店的营销网络,日常经营的药品及其他健康相关商品品规达 5.3 万余种。

二、债项概况

(一) 本次债券概况

该公司拟公开发行不超过 8 亿元、期限不超过 5 年的公司债券。本次发行采取向符合《公司债券发行与交易管理办法》规定的合格投资者公开发行公司债券的方式,以一期或多期形式在中国境内公开发行,不向公司原股东优先配售(本期债券主要发行条款详见图表 1),所募集资金拟将用于补充流动资金。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	老百姓大药房连锁股份有限公司公开发行 2016 年公司债券
总发行规模:	不超过人民币 8 亿元(含 8 亿元)
本次发行规模:	不超过人民币 8 亿元(含 8 亿元)
本次债券期限:	不超过 5 年
债券利率:	由发行人与主承销商根据询价结果协商确定
定价方式:	按面值发行

⁴ 根据 EQT Greater China II Limited Partnership 合伙协议的规定,基金合伙期限为 10 年,将于 2016 年 5 月 31 日到期。公司上市时,EQT 以 Greater China II Limited Partnership 的普通合伙人的身份书面声明,将在基金期限届满前,就基金期限延续额外两年以使基金终止日变为 2018 年 5 月 31 日事宜咨询顾问委员会,在进行此等咨询后,普通合伙人即可将基金期限延至 2018 年 5 月 31 日。

偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
增级安排:	未安排增级

资料来源：老百姓

（二）本次债券募集资金用途

该公司拟使用募集资金用于补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境

2016 年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有所增加，导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年第一季度,中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上,财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行,对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用,中国地方政府债务的风险总体上仍然可控;在积极的财政思路下,本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上,在进一步降息、降准空间有限的背景下,中国央行适当增加了基础货币投放的力度,在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本,有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016 年,中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下,2016 年第一季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%,仍然存在一定的下行压力,但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖,说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看,以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高,信用风险和违约事件有所扩散,但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力,在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下,中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势;在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下,证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高,但不至于引发系统性风险。

从中长期看,随着中国对外开放的不断提高,在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下,中国经济仍将保持稳定的增长;在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下,在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中,中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险,以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

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

造)。

从国内医药行业来看，刚性需求、城镇化进程和消费升级继续推动制药行业持续稳定的发展，新医改制度的医保扩容刺激了医药行业需求释放。

近年来我国经济不断发展，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。

从医药上游制造业来看，近年来我国医药制造收入及利润增速尽管有所下降，但总体仍呈持续增长趋势。2014年，我国医药制造业实现销售收入 23,325.61 亿元。2015 年 1~11 月，合计实现销售收入 22813.00 亿元，同比增长 9.00%；利润总额 2294.90 亿元，同比增长 13.60%。

从医药流通行业来看，近年来行业也保持着持续增长，药品流通行业商品销售额由 2011 年 9,426 亿元增长至 2014 年 15,021 亿元，其中流通行业零售商品销售额由 2011 年 1,885 亿元增长至 3,004 亿元，药品流通行业销售额及药品零售商品销售额均保持逐年增长，虽然增长率均有所下降，但仍保持在 15%以上。从后续发展态势来看，鉴于国内基本医保已覆盖全国 96%以上人口，居民用药需求的增长预计将趋于稳定，加之现阶段宏观经济环境仍面临增长放缓的压力，药品流通市场销售增速预计将逐步转向中高速增长阶段。

长期来看，随着医疗体制改革的进一步深化，人口城镇化率和人民生活水平的提高，人口寿命的延长以及老龄化趋势的增强，我国医药行业有着继续稳步增长的空间。但同时，近年来国内医改工作不断纵深推进，医药行业的相关政策进入密集出台与加紧落实阶段，医疗体系改革、基本药物目录扩容、药品价格调整、行业竞争加剧等因素加大了医药相关企业的经营压力。此外，医药产品安全问题、医药反商业贿赂等事件也使得医药企业经营的不确定性增加。

我国医药零售行业快速发展，未来仍有较大的增长空间。目前行业集中度较低、竞争较为激烈，通过并购等方式实现规模化和竞争优势是行业发展的主要方向。此外，国家医药产业相关政策的实施、“医药分开”的进展、医药电商产业发展等会对医药零售产业发展带来不确定性。

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

根据商务部《2014年药品流通行业运行统计分析报告》，截至2013年底，全国共有药品批发企业1.49万家；药品零售连锁企业3,570家、下辖门店15.82万家，零售单体药店27.44万家，零售药店门店总数达43.26万家。2014年药品零售市场保持增长，但随着国家宏观经济增长放缓，零售企业经营成本上升，医保控费日趋严格，加之基层医疗机构用药水平持续提升和药品零加成政策的推广在短期内挤占零售药店市场空间等原因，使得药店业务增长空间收窄，零售市场销售总额增速有所回落。

从医药流通行业格局来看，目前我国医药流通行业中零售商品销售额占比仅20%左右，且大量药品仍主要通过医疗机构进入终端患者；而美国药品销售中零售药店销售占比约60%，与发达国家相比我国药品零售市场仍存在较大的发展空间。同时，目前我国医药零售行业集中度仍较低，根据商务部《2014年药品流通行业运行统计分析报告》，2014年前百位药品零售企业销售额占零售市场总额的28.1%，比上年下降0.2个百分点。其中销售额在10亿元以上的药品零售企业有15家，同比减少1家；其中销售额在40亿元以上的药品零售企业有6家，同比增加3家。

我国医药零售行业集中度较低，竞争较为激烈，而零售药店的竞争能力与企业规模密切相关，较大规模的营销网络及采购渠道能够有效降低运营成本，提升经营效率。近几年为了应对行业竞争，零售药店不断通过连锁化、横向整合等方式达到规模效应、提高竞争实力成为行业的重要发展趋势。我国零售药店行业规模化趋势已经逐步显现，零售连锁门店在总门店中的占比已由2010年的34.35%上升至2014年的36.57%，包含老百姓在内的行业内规模较大的医药零售企业在行业内并购现象也时有发生。目前行业内前几大医药零售企业，诸如海王星辰、国大药房、老百姓等在区域布局上各有差异。由于现阶段我国零售药店集中度

仍较低，与《全国药品流通行业发展规划纲要》提出的“十二五”期间我国药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上等目标仍存在距离，未来我国零售药品行业内发展、整合空间仍较大，行业内排名靠前的企业将迎来发展机遇。

值得注意的是，在国家“互联网+”的战略推动下，医药电子商务发展速度加快。据国家食品药品监督管理总局统计，截至 2014 年 12 月末，全国累计共有 353 家企业拥有食品药品监管部门发放的《互联网药品交易服务资格证书》，较上年增加 154 家，增幅创历史新高。从业务形式看，B2C（向个人消费者提供药品）的发展最为迅速，全国累计共有 264 家企业拥有交易证照，比上年增加 127 家。现阶段医药网络零售仍处于起步阶段，在监管政策、管理、人才储备等方面仍存在不足或缺失，但在政府力推医药电商发展的大环境下，其未来发展可期，同时其对于实体医药零售门店的分流影响有待持续关注。

政策方面，新修订的《药品经营质量管理规范》于 2013 年 6 月开始实施，对药品流通监管政策进行了较大调整，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，有助于推动行业升级。药价方面，2015 年 5 月，国家发改委、卫生计生委等部门联合发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，决定从 2015 年 6 月 1 日起除麻醉药品和第一类精神药品外，取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。短期来看，放开的药品零售价将使部分品种价格反弹，但中长期来看，受药品招标、医保控费等综合影响，预计上涨空间有限。此外，同年 5 月，国务院办公厅先后发布《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》及《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，旨在推进公立医院医药分开的实现。若医药实现分离，零售药店凭借低价位、多品种、网点分布广、服务优良等优势将迎来较好的发展机遇。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

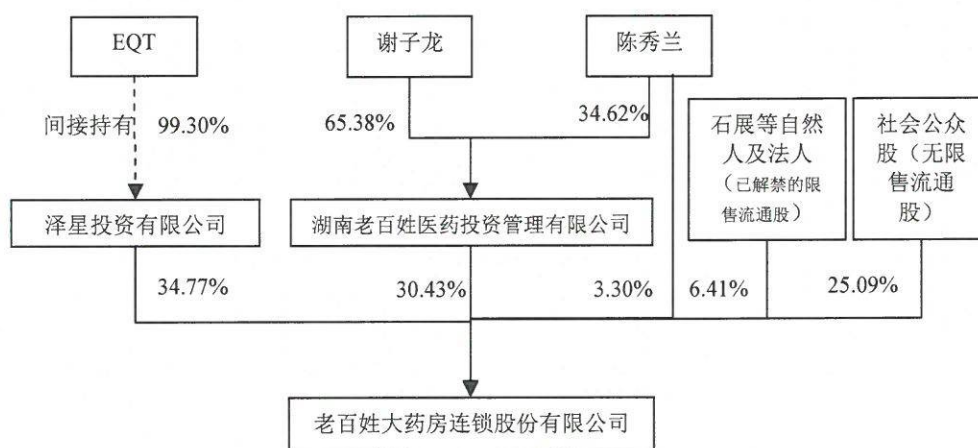
该公司为上市公司，产权结构清晰。公司目前第一大股东泽星投资计划在公司股份锁定期满后减持公司股份，届时公司股东及实际控制人或将发生变更。

该公司于 2015 年 4 月完成 IPO 并在上海证券交易所挂牌上市。公司自成立以来股权结构历经多次变更,2008 年至今前两大股东分别为泽星投资和医药投资,其相关控制方 EQT 和谢子龙、陈秀兰夫妇经《共同控制协议书》确认,共同为公司的实际控制人。

该公司目前第一大股东泽星投资拟在公司股票锁定期满后开始减持,锁定期为公司上市交易之日起 36 个月,届时公司股东及实际控制人或将发生变化。

目前该公司拟进行非公开发行 A 股股票,拟募集资金总额不超过 12.96 亿元,发行数量不超过 3,100 万股(以最终证监会核准的发行数量为准),用于新店建设、收购少数股东权益等项目⁵。本次发行完成后,公司各控制人持股比例或将发生变化,其中 EQT 控制的泽星投资持股比例将不低于 31.15%,谢子龙、陈秀兰夫妇及其控制的医药投资持股比例合计将不低于 31.25%,届时上述控制人仍为公司共同实际控制人,本次非公开发行不会导致公司的控制权发生变化。

图表 2. 公司实际控制人关系图



注: EQT 通过一系列特殊目的公司间接持有泽星投资 99.30% 的股权。

根据公司提供的资料绘制(截至 2016 年 3 月末)

(二) 公司法人治理结构

作为上市公司,该公司法人治理结构不断完善,与股东之间保持了应有的独立性。

该公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法

⁵ 具体见该公司 2016 年 5 月 20 日公告《老百姓大药房连锁股份有限公司非公开发行 A 股股票之反馈意见答复》。

规和中国证监会、上海证券交易所关于上市公司治理规范性文件的要求，建立、健全及完善公司治理结构。公司与控股股东之间在资产、机构组织、财务核算等经营管理各个环节保持了应有的独立性，控股股东主要通过董事会及相关治理机制对公司施加影响。

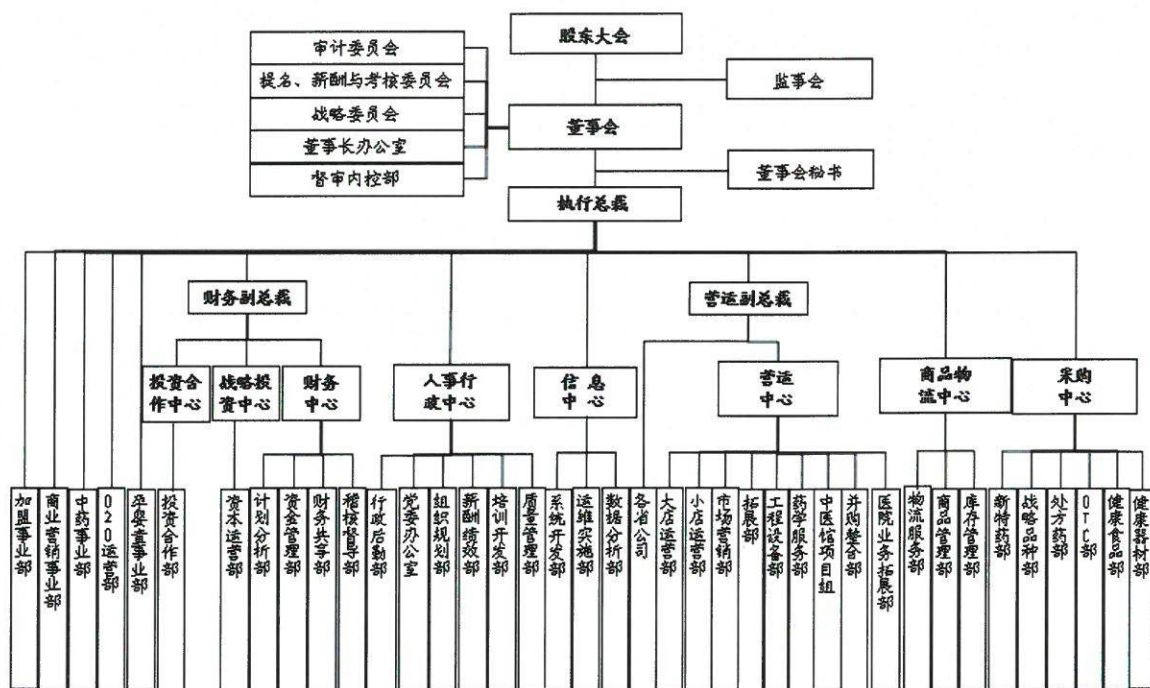
（三）公司管理水平

该公司根据现阶段的经营特点和管理需要设置职能部门，并通过制度建设和落实明确各部门的权责分工。

该公司创始人及董事长谢子龙先生拥有近 20 年的药品经营企业管理经验，从业经验较丰富。公司其他董事会成员也普遍具有境内外药品采购、零售连锁企业运营管理经验。高管层方面，公司高管团队成员大多由公司内部培养，在公司任职时间较长，稳定性较高。另外，公司根据现阶段的经营特点和管理需要设置职能部门（见图表 2），并通过制度建设和落实明确各部门的权责分工。

组织架构方面，该公司质量管理部负责制定及完善各项公司质量管理体系制度及流程以及公司商品经营资质、GSP 认证等相关资质的申报及检查指导；市场营销部负责公司品牌全国性推广活动的策划与实施；药品管理部/非药品管理部负责制定公司采购策略与采购规范并组织实施供应商及商品品类开发、商务谈判、合同签署及信息维护；商品规划管理部负责执行公司经营理念及商品政策，按照公司质量方针和目标的要求，负责公司商品的进销存调管理和相关流程建设。此外，公司还设置了信息管理部、投资发展部、物流管理部、财务部等基本职能部门。

图表 3. 公司组织结构图



注：根据老百姓提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

人力方面，截至 2015 年末该公司员工人数合计为 11,901 人，其中销售人员占比最大，人数为 9,538 位，占总员工数的 80.14%。公司拥有本科及以上学历的员工占比为 8.24%。以上员工结构主要与公司门店广泛，所需营业人员较多有关。公司门店营业人员 97%左右在校期间从事医学、药学、护理等专业学习，通过参加各地相关机构的培训，取得医药从业资质，另外公司内部设置了员工培训，进一步提升员工整体素质。

该公司注重管理制度的建设与执行，以保障业务的有序运营。

业务管理上，该公司制定了现金及门店资金管理、对外投资、对外担保等方面的制度，以保证内部管理及业务的开展。其中现金方面，公司根据子公司及门店日常管理和经营实际需要，订立了兑零和行政备用金额度标准并严格执行每日清点制度，并且采用每月定期盘点和不定期抽查相结合的方式对现金进行盘点，以保证现金的安全性。各门店营业款每日缴存，门店各项费用资产购买所需资金除极少部分水电费、办公用品购买等由门店以行政备用金支付外，其余均由公司及各子公司总部统一支付。

采购管理上，该公司制订了《药品购进管理制度》、《采购合同管理流程》和《供应商评审管理制度》等质量管理文件，对于供应商选择、商品具体采购流程、供应商评审等方面进行了明确规定，确保购进企业

和购进商品合法。

对外投资方面，该公司制订了《对外投资管理办法》，规定公司对外投资遵循集中决策、统一管理原则。对外投资由公司总部集中进行，全资或控股子公司确有必要进行对外投资的，需事先经公司批准后方可进行。

对外担保方面，未经股东大会或董事会批准，该公司不得对外担保，同时公司对于担保总额超过净资产 50%或超过总资产 30%、担保对象资产负债率超过 70%等必须经股东大会审议的事项进行了规定。

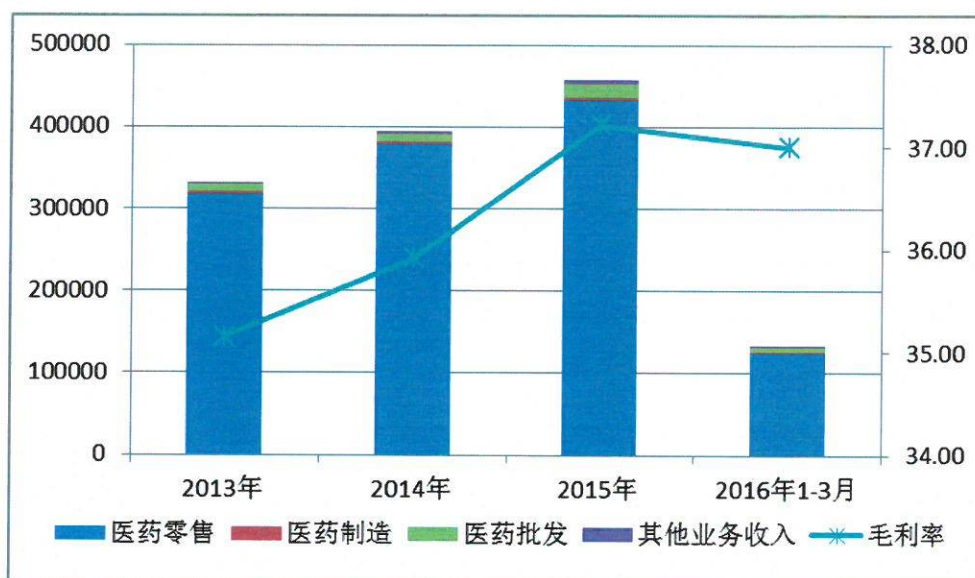
（四）公司经营状况

该公司是国内少数拥有全国性直营药品零售网络的企业之一，其“老百姓”品牌在行业内已具备较高知名度。近年来，通过新设门店和外延式并购，公司医药零售网络及经营规模不断扩大，现已覆盖全国 15 个省市、自治区，形成了一定的规模优势，并在湖南等区域市场具备了领先地位。

该公司主营医药相关的零售、批发和制造业务。其中医药零售业务是公司最主要的业务，近年来在营业收入中占比超过 94%。另外，公司经营少量医药批发和制造业务，规模均较小。其中医药制造业务主要为公司下属全资子公司药圣堂（湖南）制药有限公司经营的中药相关产品，包括中药饮片等，主要通过公司自有门店进行销售。

近年来，通过新设及并购等方式，该公司医药门店数量逐年增多，医药零售业务经销网络不断扩大，加之在医药市场需求的较好支撑下，公司营业收入实现逐年增长，2013-2015 年公司营业收入分别为 33.21 亿元、39.43 亿元和 45.68 亿元。同期公司毛利率逐年小幅提升，分别为 35.92%、37.00%和 37.22%。2016 年 1-3 月，公司营业收入和毛利率分别为 13.29 亿元和 36.77%，其中营业收入较上年同期增加 26.86%，毛利率降低 1.22 个百分点。

图表 4. 公司营业收入构成及毛利率变化 (单位: 万元、%)



资料来源: 根据公司提供的资料整理、绘制

2015 年, 该公司营业收入为 45.68 亿元, 同比增长 15.87%, 主要是公司继续保持新开店量, 同时公司于本年先后收购合肥为民大药房连锁有限公司、湖南娄底康一馨大药房零售连锁有限公司、常州市庆和堂大药房连锁有限公司等企业, 涉及门店 200 多家, 公司经营规模进一步扩大。2015 年公司毛利率为 37.22%, 同比小幅上升 0.22 个百分点。

图表 5. 2012 年以来公司主要外部收购情况

时间	收购标的及价格
2012 年	安徽百姓缘 19.99% 股权, 价格 4,997.5 万元
2013 年	安徽百姓缘剩余 80.01% 股权, 价格 20,002.50 万元
2014 年	1、常德民康 100% 股权价格, 4,740 万元; 2、西安龙盛 100% 股权, 价格 4,800 万元; 3、安乡康源 18 家门店及资产, 价格 733.12 万元; 4、湘乡市 14 家零售药店及资产, 价格 1,304.04 万元; 5、长沙市 18 家零售药店及资产, 价格 2,667.48 万元
2015 年	1、合肥为民大药房连锁有限公司 25 家药店及资产, 价格 2,365 万元; 2、湖南省康一馨大药房零售连锁有限公司 55 家门店及资产, 价格不超过 1.06 亿元; 3、常州市庆和堂大药房连锁有限公司 39 家门店及资产, 不超过 1.15 亿元; 4、河南省医药超市有限公司 51% 的股权 (门店 58 家), 价格 3,570 万元; 5、马鞍山市百缘药房连锁有限公司 12 家门店的业务及相关资产, 价格 2,056.6 万元; 6、安阳市杏林医药连锁有限责任公司 27 家门店的业务及相关资产, 价格 5,200 万元; 7、湖南福寿堂大药号零售连锁有限公司 34 家门店的业务及相关资产, 价格 4,400 万元; 8、天津敬一堂药店有限公司 46 家门店的业务及相关资产, 价格 2,900 万元。

资料来源: 根据老百姓提供的资料整理

1. 采购

采购方面，该公司采用“统采”和“地采”两种方式进行商品采购。统采是指公司总部采购部门与主要供应商进行统一谈判、确定采购条件并予以执行的采购模式。公司对于单品销售量较大、使用区域范围较广的产品采用统采方式进行采购，并且尽量与制药企业直接确定供货关系，以利用采购的规模效益降低采购成本及控制商品的质量风险。近几年，公司统采占比有所提升，目前在采购比例中占比接近 40%。地采是指下属各省级公司根据区域运营需要，与相关供应商进行谈判，并在一定区域内进行的采购模式。地采产品由各省公司直接与供应商签订采购合同，并报送总部采购部门进行审核。公司对于销售量相对较小的品牌商品，或者销售区域性较强的商品采用地采方式进行采购，这部分商品由于品种较多、采购金额相对较小，一般通过批发企业进行商品采购。

图表 6. 2013 年以来公司采购金额及占比情况（单位：亿元、%）

采购方式	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比	金额	占比
统采	10.81	39.12	12.28	39.89	13.77	38.99	3.97	38.03
地采	16.77	60.80	18.51	60.11	21.54	61.01	6.47	61.07
合计	27.58	100.00	30.79	100.00	35.31	100.00	10.44	100.00

资料来源：根据老百姓提供的资料整理

该公司通过招标、询价等方式确定供应商，针对不同商品类别有所差异。对非标准化的中药饮片、养生中药类商品一般采用季度现场集中招标会形式招标，这种方式有利于保证非标准化商品的质量控制；对标准化程度较高的商品，则采用向至少三家合格供应商进行询价的方式招标。另外公司依托覆盖全国多个省份的营销网络广泛进行市场调查，各省公司每月定期对主要商品采购价格与第三方采购价格进行对比分析，当出现公司采购条件劣于其他零售商时，则会采取及时要求供应商对差价部分进行补偿，并更新采购协议的相关条款等措施。此外，公司每年根据各品类商品销售数据情况进行商品目录优化，对销售贡献度低、同品类中销售表现较差的商品进行选择性的淘汰。2015 年公司新引进商品品规数为 12,901 种，淘汰品规数为 13,112 种。

图表 7. 公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

2014 年			2015 年		
供应商名称	采购金额	采购占比	供应商名称	采购金额	采购占比
国药控股湖南有限公司	1.23	3.98	国药控股湖南有限公司	1.45	4.40
华润湖南瑞格医药有限公司	0.57	1.85	山东东阿阿胶股份有限公司	0.89	2.70
九州通医药集团股份有限公司	0.55	1.78	华润湖南瑞格医药有限公司	0.63	1.92

2014 年			2015 年		
供应商名称	采购金额	采购占比	供应商名称	采购金额	采购占比
山东东阿阿胶股份有限公司	0.50	1.62	华润湖南医药有限公司	0.58	1.77
浙江英特药业有限责任公司	0.49	1.59	九州通医药集团股份有限公司	0.55	1.67
合计	3.33	10.83	合计	4.11	12.46

资料来源：根据老百姓提供的资料整理

该公司供应商类型主要包括药企、大型医药流通企业及代理商等，结算方式包括实销月结、票据结算等。与供应商签订购销协议，当公司采购金额达到一定条件或进行特定营销活动，供应商将给予公司一定的返利。2013-2015 年，公司从供应商处获得的返利分别为 6,472.79 万元、7,816.76 万元和 8,283.14 万元，分别占当期毛利的比例为 5.43%、5.36% 和 4.96%。

物流方面，该公司已建立了包括湖南长沙全国物流中心、浙江杭州区域物流中心及各省级配送中心的物流配送网络，并通过采用仓库管理系统（WMS）、仓库控制系统（WCS）、无线射频等管理系统及信息技术，提高信息采集及货物分拣效率，以及门店配送准确度。

2. 销售

该公司是全国规模领先的医药零售连锁企业之一，也是国内少数拥有全国性直营药品零售网络的企业之一。公司自设立以来，以湖南为出发点，沿京广线和沪昆线进行销售网络的布局和拓展，目前已形成中南、华东、华北三大区域市场，并主要在一、二线城市布点。截至 2016 年 3 月末，公司营销网络已覆盖 15 个省级区域，其中湖南、安徽、陕西、浙江、广西、天津和湖北等 7 个省级市场占据领先地位。从近年情况来看，各区域市场收入均保持了持续增长势头。

图表 8. 公司主营业务收入分区域情况（单位：亿元、%）

地区	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
中南区域	15.70	47.67	18.18	46.48	23.28	51.35	6.79	51.52
华东区域	8.69	26.39	10.60	27.11	10.89	24.01	2.98	22.61
华北区域	8.55	25.94	10.33	26.41	11.17	24.64	3.41	25.87
合计	32.94	100.00	39.11	100.00	45.34	100.00	13.18	100.00

资料来源：根据老百姓提供的资料整理

注：中南区域包括广东、广西、湖南、湖北、江西；华北区域包括：陕西、河北、北京、天津、山东、河南；华东区域包括：江苏、上海、浙江、安徽。

该公司不断通过新开门店及并购等方式扩大经营网络，门店数量逐年增加，截至 2016 年 3 月末，公司在全国 15 个省市、自治区已拥有 1,599

家医药直营连锁门店，日常经营的药品品规超过 5.3 万余种。其中包括中西成药、中药饮片、养生中药等在内的药品类商品在数量和销售额上占绝对比重，另外公司还经营健康器材、健康食品、个人护理品、生活用品等与人们生命健康及日常生活相关的产品。

图表 9. 2013-2015 年及 2016 年 1-3 月公司门店增减变化情况 (单位: 家)

年份	新建门店	并购新增门店	关闭门店	期末门店数
2013 年	71	-	23	545
2014 年	107	150	19	783
2015 年	257	286	59	1483
2016 年 1-3 月	72	54	10	1599

资料来源: 根据老百姓提供的资料整理

图表 10. 公司主要商品的销售情况 (单位: 亿元、亿件、元/件)

项目	2015 年			2016 年 1-3 月		
	金额	数量	单位价格	金额	数量	单位价格
中西成药	34.80	1.70	20.46	10.03	0.46	21.76
中药饮片、养生中药	4.47	1.27	3.53	1.19	0.32	3.66
健康食品、普通食品	5.67	0.12	46.03	1.58	0.03	51.06
健康器材	2.72	0.24	11.18	0.78	0.07	11.59
个人护理、生活用品	0.85	0.18	4.67	0.18	0.03	6.17

资料来源: 根据老百姓提供的资料整理

截至 2015 年末，该公司 1,483 家门店中，具备医保资格的有 1,113 家，占比约 75%。从门店物业性质来看，公司基本以租赁物业为主，一般与业主方签订五年甚至更长期限的租赁合同，并要求享有优先续租权。公司门店一般位于经济较发达地区的商圈、居民社区、医疗机构等的周边位置，受人流、交通、商业等因素影响，租金水平相对较高。公司相应面临一定租金上涨、业主断租、租约到期而引发关店等风险或压力。公司通过标准化制度流程对门店进行管理，并针对来客数、利润指标等数据对门店进行考核。

图表 11. 2015 年公司门店经营效率情况

年份	门店数 (家)	门店经营面积 (平方米)	日均销售额 (万元)	日均坪效 (元/平方米)
旗舰店	77	47,455	549.5	121.3
大店	118	31,405	177.94	74.3
中小成店	1,288	157,730	539.62	44.1
合计	1,483	236,590	1,267.06	63.6

资料来源: 根据老百姓提供的资料整理

除实体门店外，该公司也逐步尝试通过官网，开设京东、天猫、1 号店等电商平台旗舰店等渠道发展线上业务，但目前整体销售规模仍较小。公司通过会员体系进行客户管理和维护，经过多年经营，公司已形成了规模较大、稳定的会员体系。公司日常销售坚持“平价”策略，并通过开展“会员日”、主题营销等方式促进销售。截至 2015 年末，公司在—

年以内进行消费的会员数为 1,600 万人，其中活跃会员数 800 多万，会员人数较上年增加近一倍，会员消费总额占比为 71%。结算方面，作为医药零售企业，公司一般门店以现金或银行卡等支付方式为主，资金回笼较为及时；同时，针对具有医保资格的门店，客户可选择采用医保卡进行结算，由于各地医保系统对账结算周期不同，公司销售资金回笼时间或存在较大差异。

3. 业务规划

战略方面，该公司计划利用五到十年的时间，积极参与零售药店行业的整合和扩张，以省级优势区域为基础实施密集扩张策略，强化公司在湖南省零售药店市场的主导地位，大力拓展浙江、陕西、天津、广西、湖北、安徽等优势省级市场，并适时进入其他省份的市场，进一步巩固公司作为中国境内医药零售连锁企业龙头的市场地位。公司将充分挖掘品牌优势、管理优势和资源优势，不断提升物流配送体系和信息管理系统运作效率，为消费者提供更齐全的高性价比、高附加价值商品，强化“老百姓”作为具有全国广泛知名度和美誉度的首选药店品牌概念；建立专业、强大的健康专家团队，为消费者提供健康增值服务；大力发展 B2C 和 O2O 等电商业务，改善消费者对于商品和服务的可及性；率先在全国拓展中医诊所网络，使公司成为主营业务突出、运营体系完善、经营效率领先、大健康服务完善的中国药品零售行业领军企业和适应电商发展趋势的大健康服务型企业。

（五）公司财务质量

该公司提供了 2013-2015 年及 2016 年 1-3 月财务报表，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2013-2015 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2016 年 1-3 月财务报表未经审计。公司执行《企业会计准则—基本准则》、各项具体会计准则及相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 38.01 亿元，所有者权益为 22.92 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 22.14 亿元）；当年度实现营业收入 45.68 亿元，净利润为 2.78 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 2.41 亿元）。

截至 2016 年 3 月末，该公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为 41.36 亿元，所有者权益为 23.80 亿元（其中归属于母公司所有者

权益为 22.98 亿元)；2016 年 1-3 月，实现营业收入 13.29 亿元，净利润 0.88 亿元，分别较上年同期增长 26.86%和 17.86%。

近年来该公司资产总额随经营规模扩张，合并范围有所扩大。公司 2015 年因 IPO 完成且上市成功，资本实力大幅提升，资产负债率也明显降低。公司总体运营较为平稳，收入和盈利均有一定幅度增长，经营性现金流随公司规模扩大逐步增长，为其债务偿付提供了基本保障。

六、公司盈利能力及偿债能力

(一) 公司盈利能力

医药零售业务为该公司主要盈利来源，公司近年来不断扩大经营规模，营业收入和利润得到不同程度的增长。同时，期间费用也随着营业规模的扩大而增加，未来盈利提升可能会受到一定的制约。

随着该公司医药销售门店数量的增加以及部门新开门店陆续进入盈利期，公司收入及毛利逐年增长。2013-2015 年，公司营业收入分别为 33.21 亿元、39.43 亿元和 45.68 亿元，营业毛利分别为 11.93 亿元、14.59 亿元和 17.01 亿元，其中医药零售业务是公司收入和利润的主要来源，近三年在公司营业收入占比中超过 94%，毛利占比超过 98%。同期公司毛利率分别为 35.15%、35.92%和 37.22%，逐年小幅上升。

图表 12. 公司营业毛利及毛利率变化情况 (单位：万元、%)



注：根据老百姓提供的数据计算绘制

该公司期间费用随着营业规模增长而逐年增加，2013-2015 年分别

为 9.10 亿元、11.24 亿元和 13.14 亿元；期间费用率分别为 27.39%、28.51% 和 28.75%，逐年小幅上升。2015 年公司销售费用和管理费用分别为 10.69 亿元和 2.37 亿元，其中销售费用主要是销售人员工资、门店房租等，管理费用主要是人员工资、业务招待费等。随着人力、租赁等成本的上升，公司盈利提升受到期间费用的一定制约。

2013-2015 年，该公司营业利润分别为 2.48 亿元、3.02 亿元和 3.48 亿元；公司营业外收支规模较小，利润总额分别为 2.53 亿元、3.11 亿元和 3.58 亿元；净利润分别为 1.94 亿元、2.38 亿元和 2.78 亿元。同期公司总资产报酬率分别为 13.99%、14.07%和 11.57%，净资产收益率分别为 23.48%、23.77%和 16.45%，降幅明显，主要是完成 IPO 后所有者权益增加所致。

2016 年 1-3 月，该公司实现营业收入 13.29 亿元，同比增长 26.86%，主要是随着门店扩张，业务规模扩大所致；同期公司营业利润、利润总额和净利润分别为 1.05 亿元、1.13 亿元和 0.88 亿元，同比也均有不同程度的增长。

（二）公司偿债能力

近年来该公司持续拓展经营，债务规模逐年上升，但随着 IPO 完成，权益资本实力得到增厚，资产负债率降低，公司债务结构得到改善。公司商誉规模及其占比较大，一旦相关企业经营业绩下滑，或将面临商誉减值风险，对公司资产质量产生一定影响。

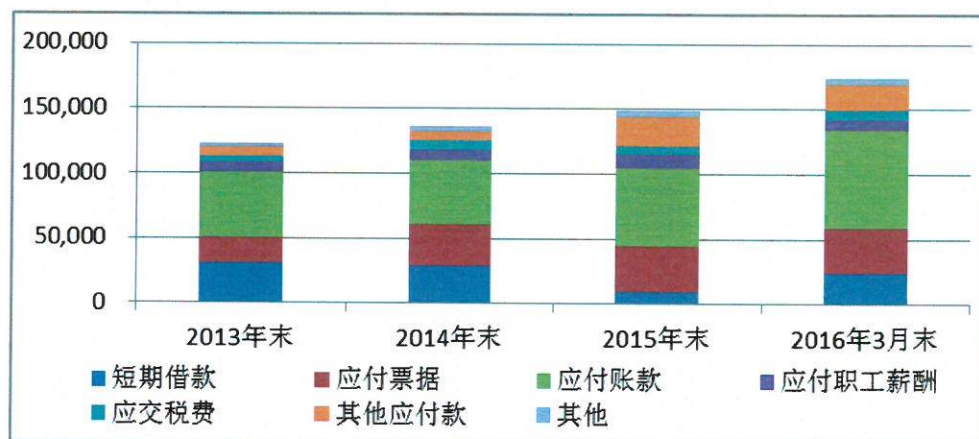
1. 债务分析

随着近年来业务的持续拓展及经营规模的扩大，该公司债务规模有所上升，2013-2015 年末，公司总负债分别为 12.63 亿元、14.44 亿元和 15.09 亿元，资产负债率分别为 57.95%、57.08%和 39.69%。2013-2014 年末，公司债务规模及所有者权益均逐年增长，资产负债率缓慢上升。但 2015 年 4 月，公司实现 IPO 并在上海证券交易所挂牌上市，首轮融资 10.99 亿元（扣除发行费用后募集资金净额为 10.10 亿元），公司所有者权益得到增厚，资产负债率迅速降低。2016 年 3 月末，公司负债总额为 17.56 亿元，资产负债率为 42.45%，债务规模有所回升，但负债经营程度仍处于合理水平。

该公司负债以流动负债为主，主要由短期借款、应付票据和应付账款等构成，三项合计占比超过 80%。2015 年末，公司短期借款为 1.00

亿元，全部为保证借款，由子公司丰沃达医药物流（湖南）有限公司提供保证，较上年末减少 65.04%；应付账款为 6.00 亿元，金额较上年增加 23.17%，主要是商品采购增多；其他应付款金额为 2.28 亿元，较上年增加 221.4%，其中账龄超过一年的金额为 1.59 亿元，主要是房屋转租押金、应付工程质量保证金及厂商保证金等。2016 年 3 月末，公司短期借款增至 2.40 亿元；应付账款较上年同期增长 27.07%。

图表 13. 公司负债结构变化（单位：万元）



注：根据老百姓提供的数据计算绘制

该公司非流动负债规模较小，且由于公司偿还全部长期借款，2015 年末公司非流动负债降低为 0.16 亿元。2016 年 3 月末，非流动负债较年初变化不大。

或有负债

截至 2016 年 3 月末，该公司无对外担保。

此外，该公司目前存在 3 笔未决诉讼，涉及金额较小，预计负债金额 42.56 万元。

公司过往债务履约情况

根据公开市场信息、2016 年 5 月 12 日人行征信系统信息、审计报告披露信息和该公司提供的信息，公司自成立以来未发生债务违约记录。

2. 现金流分析

该公司经营活动产生的现金流量持续为正，其中现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金，2013 年以来随着业务规模扩大现金流入量逐年增大。经营活动现金流出主要是主业相关的购买商品、支付劳务支付的现金以及门店经营相关的租赁费及押金、水电费、新门店开办等支出。2013-2015 年公司营业收入现金率分别为 112.95%、113.70%和

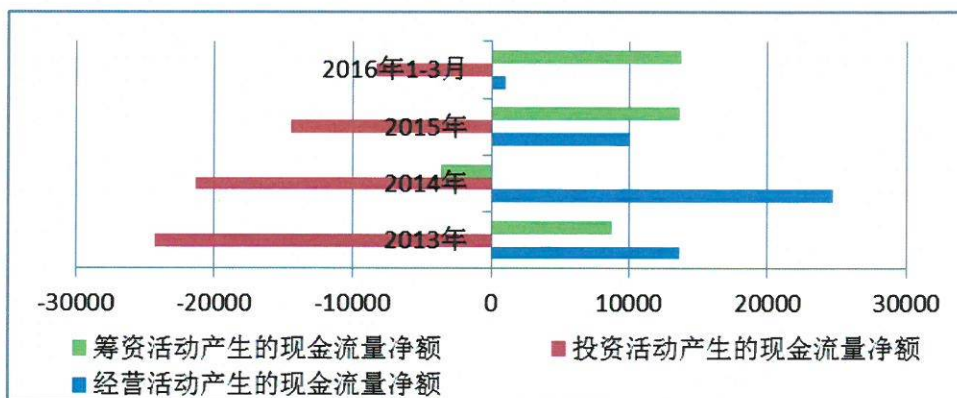
113.69%，经营性现金净流量分别为 1.37 亿元、2.47 亿元和 2.57 亿元，现金回笼情况较好。随着债务规模增长，公司经营性现金流对债务的覆盖程度有所波动，公司经营性现金净流入量对流动负债的覆盖率分别为 12.95%、19.07%和 18.01%，对总负债的覆盖率分别为 12.72%、18.26%和 17.42%。

该公司投资活动现金流表现为净流出，2013-2015 年净流出量分别为 2.43 亿元、2.14 亿元和 5.68 亿元，主要是由于近几年公司新建及收购股权及门店资产等活动导致流出规模较大。

2013-2015 年，该公司筹资活动净现金流分别为 0.87 亿元、-0.36 亿元和 6.63 亿元，筹资活动现金流出现一定波动，与公司债务的举借和偿付活动相关，2015 年净流量大幅增加是因为当年收到发行股票募集资金所致。

2016 年 1-3 月，该公司经营活动现金净流量 1.01 亿元，同比变化不大；投资活动现金净流出为 1.44 亿元，与上年同期相比净流出增加 1.15 亿元，主要是公司新建、新增门店所致；筹资活动净现金流为 1.36 亿元，同比增加 1.73 亿元，主要是当期借款增加所致。

图表 14. 公司各环节现金净流量（单位：万元）



注：根据老百姓提供的数据计算绘制

3. 资产质量分析

随着该公司 IPO 的完成，公司资本实力得到大幅增强，资本稳定性也大幅提高。截至 2016 年 3 月末公司所有者权益为 23.80 亿元，其中股本及资本公积合计为 13.52 亿元。

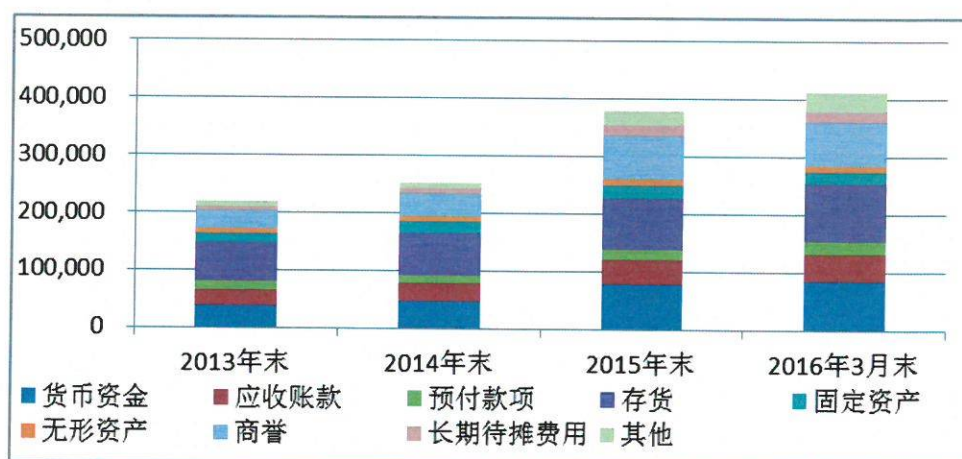
该公司的资产总额随着经营规模的扩张、合并范围扩大以及上市融资而逐年增大，2013-2015 年末及 2016 年 3 月末，总资产分别为 21.80 亿元、25.30 亿元、38.01 亿元和 41.36 亿元，其中流动资产占比在 62% 以上。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货等构成。2015 年末，公司货币资金为 7.84 亿元，其中受限货币资金 2.06 亿元，为开具承兑汇票及申请银行借款相关的保证金；应收账款为 4.20 亿元，较上年末增长 34.31%，主要随销售额增长有所增加，应收账款中应收医保款 3.62 亿元，主要是公司与医保机构签订合作协议，部分客户以医保卡方式进行消费，而医保销售具有一定账期（一般在 3 个月以内），对资金会产生一定占用，2015 年公司应收账款周转速度为 12.47 次；预付款项为 1.78 亿元，主要是预付房屋租赁费和预付货款；存货为 9.02 亿元，主要是库存商品 8.64 亿元，2015 年公司存货周转速度为 3.49 次。此外，公司其他应收款为 0.26 亿元，主要是门店备用金、员工借支等。2016 年 3 月末，公司货币资金为 8.56 亿元，其中的受限货币资金为 2.15 亿元；预付款项、应收账款和存货分别为 2.15 亿元、4.72 亿元和 9.91 亿元，较年初分别增长 20.78%、12.39%和 9.81%，主要与业务规模的扩大有关。

随着 2015 年 IPO 募集资金的到位及银行借款的偿还，该公司流动性得到较明显提升，当年末公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 155.99%、83.65%和 53.05%，处于较好水平。

该公司非流动资产主要是固定资产、无形资产、商誉和长期待摊费用等，2015 年末以上几项占非流动资产的 85%以上。2015 年末，公司固定资产为 2.10 亿元，主要是房屋建筑物、电子及办公设备等；无形资产为 1.20 亿元，主要是土地使用权、商标权和软件等；商誉为 7.60 亿元，因当年公司收购门店多达 200 多家，故较上年末上升 90.50%；长期待摊费用为 1.68 亿元，其中经营租入固定资产改良和承租费用分别为 1.10 亿元和 0.57 亿元。此外，公司将门店房屋的租赁押金计入长期应收款（一年内到期的房屋租赁押金在“一年内到期的非流动资产”列示），2015 年末为 0.50 亿元。2016 年 3 月末，公司非流动资产科目变化不大。公司近年来发生的并购活动较多，已形成一定规模的商誉，若被并购企业的业绩不达预期，则公司将面临较大的商誉减值风险。

图表 15. 公司 2013 年以来资产构成变化情况（单位：万元）



注：根据老百姓提供的数据计算绘制

七、公司抗风险能力

（一）自身抗风险能力

该公司在行业中处领先地位，也是国内少数拥有全国性直营药品零售网络的企业之一，销售网络覆盖面较广，具有一定的规模优势。公司因 IPO 完成并在上海交易所成功上市，资本实力有所增厚，所有者权益快速增长，资产负债率得到下降。

（二）外部支持

该公司是上海证券交易所上市公司，可以通过资本市场增发股票获得融资。公司与多家商业银行保持了较好的合作关系，截至 2016 年 3 月末，各家银行给予公司的授信总额为 11.55 亿元，公司资产负债率为 42.45%，后续融资空间较大。

八、本次债券偿付保障分析

（一）收入规模逐年增长

在医药行业持续增长，以及自身主业不断拓展的影响下，该公司经营规模不断扩大，收入和利润均持续增长，并保持了较好的盈利性。2013-2015 年，公司营业收入分别为 33.21 亿元、39.43 亿元和 45.68 亿元，营业利润分别为 2.48 亿元、3.02 亿元和 3.48 亿元；2016 年 1-3 月，

公司实现营业收入 13.29 亿元，营业利润 1.13 亿元，分别同比增长 26.86% 和 155.59%，保持了较好的盈利能力。

（二）经营性现金流持续净流入

该公司经营活动产生的现金流量持续为正，公司主业资金回笼能力相对较强，2013-2015 年及 2016 年 1-3 月公司营业收入现金率分别为 112.95%、113.70%、113.69%和 116.42%，同期经营性现金净流量分别为 1.37 亿元、2.47 亿元、2.57 亿元和 1.01 亿元，能对偿债形成基本的保障。

九、结论

该公司在行业内知名度较高，且近年来通过不断扩张主业，扩大经营规模，在全国范围内形成了一定的规模优势与品牌优势，具有较强的竞争力。因公司经营规模扩大，营业收入和利润也得到不同程度的增长，但期间费用也随之增加，未来盈利可能会受到成本的制约。另外，公司在门店收购过程中，形成了一定规模的商誉，未来还需关注减值风险。

2015 年，随该公司 IPO 的完成，在上海交易所成功上市，公司资本实力得到增强，资本稳定性也大幅提高，资产负债率得到一定程度的下降，且经营性现金流状况良好，可为公司债务偿还提供较大保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
资产总额 [亿元]	21.80	25.30	38.01	41.36
货币资金 [亿元]	3.91	4.66	7.84	8.56
刚性债务[亿元]	5.02	6.70	4.47	5.86
所有者权益 [亿元]	9.16	10.86	22.92	23.80
营业收入[亿元]	33.21	39.43	45.68	13.29
净利润 [亿元]	1.94	2.38	2.78	0.88
EBITDA[亿元]	3.16	3.93	4.42	—
经营性现金净流量[亿元]	1.37	2.47	2.57	1.01
投资性现金净流量[亿元]	-2.43	-2.14	-5.68	-1.44
资产负债率[%]	57.95	57.08	39.69	42.45
长期资本固定化比率[%]	72.52	71.83	63.79	63.61
权益资本与刚性债务比率[%]	182.59	161.96	513.12	406.29
流动比率[%]	121.28	124.10	155.99	150.11
速动比率 [%]	55.40	59.40	83.65	80.86
现金比率[%]	31.97	34.57	53.05	49.17
利息保障倍数[倍]	18.55	15.69	42.89	—
有形净值债务率[%]	283.57	289.38	121.39	132.35
营运资金与非流动负债比率[%]	749.40	406.97	5,194.56	5,561.61
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	13.91	13.61	12.47	—
存货周转速度[次]	3.67	3.52	3.49	—
固定资产周转速度[次]	25.60	23.22	23.34	—
总资产周转速度[次]	1.75	1.67	1.44	—
毛利率[%]	35.92	37.00	37.22	36.77
营业利润率[%]	7.46	7.67	7.62	7.93
总资产报酬率[%]	13.99	14.07	11.57	—
净资产收益率[%]	23.48	23.77	16.45	—
净资产收益率*[%]	22.03	22.77	15.10	—
营业收入现金率[%]	112.95	113.70	113.69	116.42
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	12.95	19.07	18.01	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	12.72	18.26	17.42	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-10.08	2.59	-21.75	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-9.91	2.48	-21.03	—
EBITDA/利息支出[倍]	22.11	18.62	51.78	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.77	0.67	0.79	—

注：表中数据依据老百姓经审计的 2013~2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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

附录三：

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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务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	债务人不能偿还债务

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。