



国药控股股份有限公司

主动评级

信用等级: AAA-_{pi} 评级展望: 稳定
个体级别: aa+_{pi} 外部支持: +1
评级时间: 2022年10月28日

注: 本次评级适用评级方法和模型: 中国工商企业信用评级方法体系(通用类)(2020_06)。

| 主要财务指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022H1 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 现金类资产(亿元) | 626.01 | 714.01 | 658.23 | 514.63 |
| 资产总额(亿元) | 2697.38 | 3110.80 | 3352.56 | 3700.25 |
| 所有者权益(亿元) | 771.37 | 901.66 | 998.71 | 1029.59 |
| 短期债务(亿元) | 732.67 | 906.24 | 936.10 | 1089.64 |
| 全部债务(亿元) | 846.79 | 1027.70 | 1052.78 | 1227.06 |
| 营业总收入(亿元) | 4252.73 | 4564.15 | 5210.51 | 2614.72 |
| 利润总额(亿元) | 137.74 | 156.07 | 169.92 | 79.93 |
| EBITDA(亿元) | 191.35 | 209.91 | 228.72 | - |
| 经营净现金流(亿元) | 187.77 | 111.55 | 93.08 | -342.93 |
| 营业毛利率(%) | 8.92 | 8.96 | 8.58 | 8.41 |
| EBIT 利润率(%) | 4.05 | 4.17 | 3.98 | - |
| 总资产报酬率(%) | 6.81 | 6.55 | 6.42 | - |
| 资产负债率(%) | 71.40 | 71.02 | 70.21 | 72.18 |
| 全部债务资本化比率(%) | 52.33 | 53.27 | 51.32 | 54.38 |
| 流动比率(倍) | 1.29 | 1.31 | 1.32 | 1.30 |
| 现金类资产/短期债务(倍) | 0.85 | 0.79 | 0.70 | 0.47 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.43 | 4.90 | 4.60 | - |
| EBITDA 利息保障倍数(倍) | 5.58 | 6.14 | 6.08 | - |

资料来源: 公开资料, 公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年上半年财务报表。

市场服务

电话: 010-88090123

免责声明: 1、本报告为主动评级报告, 报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息, 未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料, 中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 2、本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等; 3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下, 不得在任何披露文件中被援引或提及, 中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任; 4、未经中债资信书面同意的情况下, 不得作为任何债券或证券发行文件的一部分予以披露, 不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及, 不得为投资人或其他任何人士所依赖。

评级结论

国药控股股份有限公司(以下简称“公司”或“国药控股”)成立于 2003 年 1 月, 2009 年 9 月在香港联交所上市, 股票代码: 1099.HK, 截至 2022 年 6 月末, 公司直接控股股东为国药产业投资有限公司(以下简称“国药产投”), 间接控股股东为中国医药集团有限公司(以下简称“国药集团”), 实际控制人为国务院国资委。公司主营医药流通业务, 中短期内业务结构将保持稳定, 中债资信认为医药流通行业集中度不断提高, 竞争格局相对稳定, 公司旗下拥有的国药集团药业股份有限公司为 A 股上市公司(证券代码: 600511.SH, 持股 54.72%)、国药集团一致药业股份有限公司为 A 股(证券代码: 000028.SZ, 持股 56.06%)及 B 股上市公司。公司是中国最大的药品、医疗器械分销商, 行业龙头地位稳固, 回款总体较有保障, 但需关注疫情对回款周期的影响, 盈利表现较好, 未来资本支出压力较小。公司资产质量一般, 债务负担较重且以短期债务为主, 符合医药流通行业特征, 短期偿债指标表现较弱, 长期偿债指标表现较好。外部支持具有较强的增信作用。综合上述因素, 中债资信评定公司主体信用等级为 AAA-_{pi}, 评级展望为稳定。

评级要素

■ 行业风险

医药流通行业产业链地位较低, 对上下游企业话语权均较弱。前期“两票制”政策施行后, 医药流通企业销售渠道下沉明显、整合进程加速, 中小流通企业逐步出清, 行业集中度不断提高, 龙头企业市场份额持续扩大, 目前已基本形成四大全国性药商和多个区域性大型流通企业竞争的行业格局。

■ 资源配置

● **规模和市场地位:** 公司是中国最大的药品、医疗器械分销商, 拥有国内最大的药品分销网络, 行业龙头地位稳固。

● **医药分销业务:** 公司的收入及利润主要来源于医药分销业务, 占主营业务收入比重超过 90%。公司拥有国内最大的分销网络, 截至 2021 年末, 公司分销网络覆盖全国 31 省、直辖市和自治区, 其中地级行政区覆盖率达 99%、县级行政区覆盖率达 96%。公司经销的药品种类繁多, 覆盖全部治疗领域, 此外公司还是国内三家特许麻醉药品全国分销商之一。同期末, 公司覆盖终端超过 50 万家, 直接客户包括 22,457 家等级医院(其中三级医院 3,047 家), 155,429 家基层医疗卫生机构等, 2021 年等级医院、商业分销、零售药店及其他医疗机构分销收入占比分别为 61.74%、16.24%和 22.02%。公司回款总体较有保障, 但需关注疫情对回款周期的影响。医疗器械分销方面, 公司 2018 年收购中国科学器材有限公司 60% 股权后持续完善医用器械分销网络, 器械业务已覆盖 335 个地级市以上地区, 2021 年实现医疗器械分销业务收入 1,081 亿元, 但随

着高值耗材带量采购的落地，该业务收入和毛利水平或将承压。

●医药零售业务：公司医药零售板块的主要经营主体为国药控股国大药房有限公司（以下简称“国大药房”），其销售规模在医药零售行业排名第 1。截至 2021 年末，公司医药零售门店数量 10,259 家，覆盖全国 25 个省、直辖市和自治区，覆盖范围较广。近年来，公司医药零售板块依托分销供应链系统和客户资源优势，收入规模不断增加，但整体收入规模相较于医药分销业务较小，未来随着医药零售业务覆盖范围的进一步扩大及传统零售药店的转型，其收入规模有望进一步增加。

●盈利能力和现金流：公司近三年营业收入持续增长，受集中采购政策下药价下降影响，毛利率波动下行，2021 年营业毛利率降至 8.58%。公司期间费用收入比在 5% 左右波动，期间费用控制水平较好，利润总额主要为经营性业务利润，总体看盈利表现较好。现金流方面，受疫情影响下回款放缓及应收账款保理业务规模下降影响，经营现金净流入规模有所减少，现金收入比亦有所下降，近两年现金收入比略低于付现比；由于不断对物流系统及分销渠道的扩张进行投资，投资活动现金流呈持续净流出状态，经营活动现金净流入规模可覆盖投资支出需求；筹资活动现金流有所波动，其中 2020 年受 H 股股票发行等因素影响筹资活动现金流转为净流入。

●管理与战略：公司 2018 年以 51.08 亿元完成中科器收购项目后，近年来收购节奏有所放缓。截至 2021 年末，公司在建项目主要为各地物流中心，计划总投资 6.91 亿元，尚需投资 3.82 亿元，整体资本支出压力较小。未来公司将继续巩固其在医药流通销售网络渠道方面的领先地位。

■ 债务政策

●资产质量：公司资产主要由应收账款、存货和货币资金构成，截至 2022 年 6 月末合计占总资产比重约 80%。其中应收账款主要为应收货款，规模不断扩大，疫情影响下应收账款周转率有所下降，对营运资金造成一定占用；存货主要为产成品和库存商品。截至 2021 年末公司受限资产 120.55 亿元，资产受限比例 3.60%。整体来看公司资产质量一般。

●资本结构和偿债指标：公司债务规模持续上升，截至 2022 年 6 月末，公司全部债务为 1,227.06 亿元，以短期债务为主，符合医药流通行业特征；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 72.18% 与 54.38%，债务负担较重。偿债指标方面，截至 2022 年 6 月末，公司现金类资产/短期债务 0.47 倍，短期偿债指标表现较弱，但考虑到公司债务周转顺畅，实际偿债压力可控；2021 年公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.60 倍和 6.08 倍，长期偿债指标表现较好。截至 2022 年 3 月末，公司未使用授信额度 1,413.16 亿元，备用流动性充足，此外公司所持上市公司股权无质押情况，截至 2022 年 9 月末持股对应市值约 175 亿元，具有股权质押融资空间。

●对外担保：截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保。



■ 外部支持

公司间接控股股东国药集团实力雄厚，是国务院国资委直接管理的唯一一家以医药健康产业为主业的中央医药企业，布局大健康全产业链，行业龙头地位稳固。公司作为其最重要的分销业务平台及收入来源，可获得股东的大力支持，整体看外部增信作用较强。

附件一：

信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}、D_{pi}，其中AAA_{pi}至B_{pi}级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

| 等级符号 | 等级含义 |
|-------------------|---------------------------------|
| AAA _{pi} | 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 _{pi} | 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 _{pi} | 偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB _{pi} | 偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。 |
| BB _{pi} | 偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。 |
| B _{pi} | 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 _{pi} | 主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。 |
| CC _{pi} | 主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。 |
| C _{pi} | 主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。 |
| D _{pi} | 主体已经违约。 |

个体级别含义

中债资信个体级别主要考察受评主体在完全没有任何外部支持下的信用水平，排除了受评主体的股东、实际控制人或者相关政府部门对其支持的影响。中债资信的个体评级并非一般意义上的信用评级，是评级分析过程中对受评主体个体信用水平的评价结果，可以看作是受评主体评级的组成部分。中债资信的个体评级级别序列与主体评级相同，只是用小写字母表示。

信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对国药控股股份有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期资源配置和债务政策综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债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，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。