



国药控股股份有限公司 2023 年度跟踪 评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0592 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果 国药控股股份有限公司 AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果 “20 国药 01”、“21 国药 01”和“21 国药 03” AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”或“公司”）股东背景实力雄厚、行业地位突出、分销业务竞争实力强、收入规模逐年增长、主营业务盈利能力持续提升、融资渠道畅通等方面的优势及良好的外部发展环境对公司整体信用实力提供了有力支持。同时中诚信国际也关注到应收账款规模较大、债务增长、财务杠杆水平较高等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，国药控股股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：下游回款出现超预期坏账令净利润出现大幅亏损、财务杠杆进一步大幅攀升、流动性恶化或其他导致信用水平显著下降的因素。

正面

- 外部发展环境良好，股东背景实力雄厚
- 作为全国最大的医药流通企业，规模优势突出
- 收入规模和主营业务盈利水平持续提升
- 备用流动性充足，融资渠道畅通

关注

- 应收账款规模大，对营运资金形成占用
- 债务增长且短期债务占比较高

项目负责人：田梦婷 mtian@ccxi.com.cn

项目组成员：刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

| 国药控股（合并口径） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
|-------------------|----------|----------|----------|-----------------|
| 资产总计（亿元） | 3,110.80 | 3,352.56 | 3,646.19 | 4,019.01 |
| 所有者权益合计（亿元） | 901.66 | 998.71 | 1,102.82 | 1,131.07 |
| 负债合计（亿元） | 2,209.14 | 2,353.85 | 2,543.37 | 2,887.94 |
| 总债务（亿元） | 1,027.70 | 1,052.78 | 1,074.61 | 1,208.05 |
| 营业总收入（亿元） | 4,564.15 | 5,210.51 | 5,521.48 | 1,455.18 |
| 净利润（亿元） | 121.05 | 130.56 | 143.30 | 28.10 |
| EBIT（亿元） | 189.75 | 205.66 | 219.37 | -- |
| EBITDA（亿元） | 225.86 | 245.16 | 261.36 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 111.55 | 93.08 | 209.64 | -406.93 |
| 营业毛利率（%） | 8.96 | 8.58 | 8.74 | 7.52 |
| 总资产收益率（%） | -- | 6.36 | 6.27 | -- |
| EBIT 利润率（%） | 4.16 | 3.95 | 3.97 | -- |
| 资产负债率（%） | 71.02 | 70.21 | 69.75 | 71.86 |
| 总资本化比率（%） | 53.27 | 51.32 | 49.35 | 51.65 |
| 总债务/EBITDA（X） | 4.55 | 4.29 | 4.11 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 6.60 | 6.52 | 7.40 | -- |
| FFO/总债务（X） | 0.16 | 0.17 | 0.19 | -- |

注：1、中诚信国际根据国药控股提供的其经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债中的超短期融资券，2023 年 3 月末货币等价物未调整受限货币资金。

评级历史关键信息 1

| 国药控股股份有限公司 | | | | | |
|------------|------|------------|------------|-------------------------------------|----------------------|
| 主体评级 | 债项评级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法和模型 | 评级报告 |
| AAA/稳定 | -- | 2022/07/07 | 刘钊博、刘逸伦 | 中诚信国际医药流通行业评级 方法 C100200 2019_02 | 阅读全文 |
| AAA/稳定 | -- | 2011/01/27 | 李欣、毛麒璟、吴继德 | -- | 阅读全文 |

注：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

| 国药控股股份有限公司 | | | | | |
|------------|------|------------|------------|----------|----------------------|
| 主体评级 | 债项评级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法和模型 | 评级报告 |
| AAA/稳定 | -- | 2019/08/27 | 周莉莉、赵屹 | 通用行业评级方法 | 阅读全文 |
| AAA/稳定 | -- | 2012/08/03 | 邵津宏、宋诚、蔡汤东 | -- | 阅读全文 |

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较（2022 年数据）

| 公司名称 | 营业总收入（亿元） | 净利润（亿元） | 现金周转天数（天） | 资产总额（亿元） | 资产负债率（%） |
|--------|-----------|---------|-----------|----------|----------|
| 华润医药控股 | 2,187.69 | 65.71 | 118.43 | 2,123.41 | 66.50 |
| 上海医药 | 2,319.81 | 69.92 | 80.49 | 1,981.35 | 60.63 |
| 国药控股 | 5,521.48 | 143.30 | 74.22 | 3,646.19 | 69.75 |

中诚信国际认为，与可比企业相比国药控股规模优势显著，收入与利润处于行业领先水平，其市场渠道覆盖深度、广度及保障能力突出，凭借较强的市场地位，现金周转天数处于可比企业中较低水平，整体业务风险很低；业务规模扩大及旺盛的营运资金需求令公司债务融资力度较大，财务杠杆水平相对较高。

注：“华润医药控股”为“华润医药控股有限公司”简称；“上海医药”为“上海医药集团股份有限公司”简称。

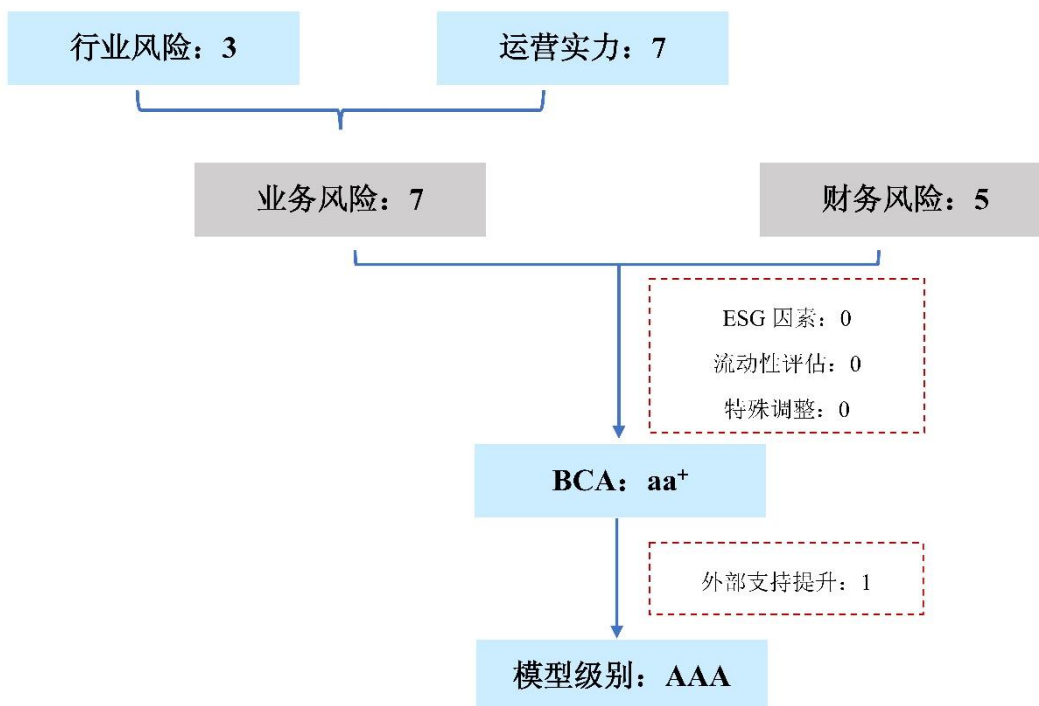
资料来源：中诚信国际整理

● 本次跟踪债项情况

| 债项简称 | 本次债项 评级结果 | 上次债项 评级结果 | 上次 评级时间 | 发行金额 (亿元) | 债项余额 (亿元) | 存续期 | 特殊条款 |
|----------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------------------------|------------------|
| 20 国药 01 | AAA | AAA | 2022/06/15 | 27.00 | 9.87 | 2020/07/28~2023/07/28 (2+1) | 票面利率选择 权、回售条款 |
| 21 国药 01 | AAA | AAA | 2022/06/15 | 10.00 | 10.00 | 2021/02/04~2024/02/04 | -- |
| 21 国药 03 | AAA | AAA | 2022/06/15 | 30.00 | 30.00 | 2021/11/03~2024/11/03 | -- |

评级模型

国药控股股份有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际医药流通行业评级方法与模型 C100200_2022_03

■ 业务风险:

国药控股属于医药流通行业，因药品刚性需求旺盛、医改持续深化推动行业呈现高质量发展态势，中国医药流通行业风险评估为中等；国药控股规模优势显著，行业龙头地位稳固，渠道覆盖广度、深度及渠道保障能力均处于行业内较优水平，业务风险评估为极低。

■ 财务风险:

国药控股收入及利润水平持续提升，但应收账款及存货对资金的占用较多，较为旺盛的营运资金需求使得公司债务融资力度较大，财务杠杆处于较高水平，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对国药控股个体基础信用等级无影响，国药控股具有aa+的个体基础信用等级，反映了其极低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

公司控股股东中国医药集团有限公司（以下简称“国药集团”）在规模、效益和综合实力持续保持中国和亚洲医药行业领先地位，经营实力很强。公司作为国药集团最重要的分销业务平台和收入来源，股东支持力度和支持意愿强，受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

国药控股股份有限公司发行的各期债券募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

表 1：截至 2023 年 3 月末公司债募集资金使用情况（亿元）

| 债券简称 | 募集资金总额 | 已使用募集资金 | 是否按照募集说明书用途使用 |
|----------|--------|---------|---------------|
| 20 国药 01 | 27.00 | 27.00 | 是 |
| 21 国药 01 | 10.00 | 10.00 | 是 |
| 21 国药 03 | 30.00 | 30.00 | 是 |

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

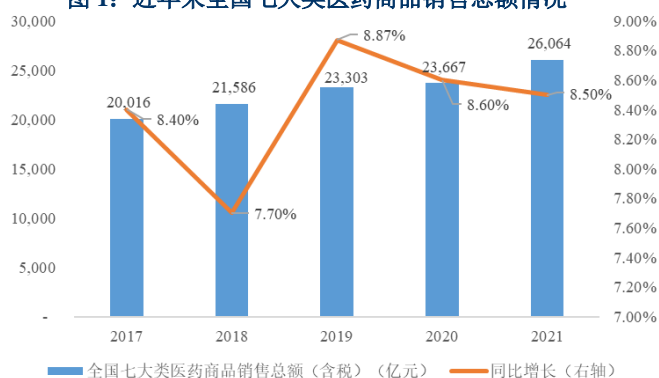
详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2021 年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，随着我国外部环境改善及医疗新基建的不断深入，医药流通行业增速保持恢复态势；随着医改持续深化，行业集中度不断提升，整体呈现转型升级、高质量发展态势。

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展。2021 年随着国内和国际部分诊断试剂销售大幅增长，加之外部环境改善扭转了终端药品市场的负增长状态。2021 年全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速逐渐恢复。据商务部药品流通行业管理系统数据显示，2021 年全国七大类医药商品销售总额 26,064 亿元（含税），扣除不可比因素同比增长 8.5%；其中，药品零售市场销售额为 5,449 亿元，扣除不可比因素同比增长 7.4%；药品批发市场销售额为 20,615 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.65%。

图 1：近年来全国七大类医药商品销售总额情况



资料来源：商务部，中诚信国际整理

医药卫生体制改革不断深化带动行业规模效应逐渐凸显，药品批发企业行业集中度持续提升，2021 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 74.5%，同比提高 0.8 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 44.2%，同比提高 1.6 个百分点。2021 年以来在带量采购常态化和深入化、器械带量采购的推行影响下，药品流通企业利润空间继续被压缩，具备较强资金实力、拥有较全面的网络覆盖和综合服务能力的大型流通企业规模优势得到体现，未来行业集中度或将进一步提升，行业结构将不断优化。同时，在新政策及新市场的驱动下药品流通企业亦将提升自身核心竞争力，实现从传统的药品分销商向高质量的医药供应链服务商，进而向健康综合服务商转型升级的全产业链运行模型。

表 2：医药批发企业主营业务收入前 10 强

| 位序 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|----|-----------------|-----------------|-----------------|
| 1 | 中国医药集团有限公司 | 中国医药集团有限公司 | 中国医药集团有限公司 |
| 2 | 上海医药集团股份有限公司 | 上海医药集团股份有限公司 | 上海医药集团股份有限公司 |
| 3 | 华润医药商业集团有限公司 | 华润医药商业集团有限公司 | 华润医药商业集团有限公司 |
| 4 | 九州通医药集团有限公司 | 九州通医药集团有限公司 | 九州通医药集团有限公司 |
| 5 | 广州医药有限公司 | 中国医药-重庆医药联合体 | 中国医药-重庆医药联合体 |
| 6 | 深圳市海王生物工程股份有限公司 | 广州医药股份有限公司 | 广州医药股份有限公司 |
| 7 | 南京医药股份有限公司 | 深圳市海王生物工程股份有限公司 | 南京医药股份有限公司 |
| 8 | 华东医药股份有限公司 | 南京医药股份有限公司 | 深圳市海王生物工程股份有限公司 |
| 9 | 中国医药健康产业股份有限公司 | 华东医药股份有限公司 | 华东医药股份有限公司 |
| 10 | 瑞康医药集团股份有限公司 | 安徽华源医药集团股份有限公司 | 浙江英特集团股份有限公司 |

资料来源：中国医药商业协会

零售企业亦保持较好的发展态势，截至 2021 年末连锁化率提升至 57.2%，行业集中度不断提高。随着医院药品零加成、两票制、双通道药房、取消院内药房等促进处方外流政策的陆续落地，国家药品集采的持续推进，为未来药品零售企业带来更多的市场空间和发展机遇，但同时对其供应链管理、信息化建设、专业化服务、用药安全控制提出更高要求，集团化、专业化、连锁化药店将更具备竞争优势。

随着外部环境的逐渐转好，其对医药行业的影响有所减弱，但 2021 年国内各地区个别区域的生产、生活受到外部环境的极大影响，医院等传统医疗机构门诊量和住院人数大幅下降，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。2022 年下半年以来，国内四类药品（退烧、止咳、抗病毒、抗生素类药品）销售逐步放开限制，居民对相关药品采购备货热情高涨，抗原检测试剂、血氧仪等监测仪器用量亦明显激活，加之后期医疗新基建相关举措的逐步深入，相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长，但需对新阶段下相关产品需求的持续性保持关注。

此外，2021 年 10 月商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》明确了完善城乡药品流通功能、着力提升药品流通能级、稳步发展数字化药品流通、持续优化流通行业结构，未来建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。同时，“互联网+医药”、医保线上支付等政策的实施，叠加外部环境催化作用，医药电商或将成为行业新增长点。

运营实力

中诚信国际认为，国药控股作为医药流通行业龙头企业规模优势突出，行业地位稳固，拥有全国最大的分销网络，与多家国内外知名医药企业保持长期稳定的战略合作关系，加速拓展医疗器械综合服务，不断完善仓储物流网络布局与医药物流配送体系，在销售区域覆盖广度、深度及渠道保障能力方面均处于行业领先水平，对企业信用实力提供了有力支撑。同时持续加强零售业务网络布局和区域覆盖，推动专业药房和传统药房均衡发展。

公司医药分销主业突出，拥有全国最大的分销网络，并持续提升网络覆盖程度和拓展重点区域，跟踪期内分销业务收入进一步增长，作为头部企业规模优势突出，抗风险能力强。

公司为中国最大的药品、医疗器械分销商，拥有全国最大的药品分销网络，截至 2022 年末，分销网络已覆盖全国 31 个省、直辖市及自治区，地级行政区覆盖率达 99%、县级行政区覆盖率达 96%。2022 年以来，公司继续加强分销网络的服务能力，在持续提升业务网络的覆盖和渗透比率的同时，两广、华中、长三角以及华北等重点区域的增速和收入占比得到进一步提升，受益于此医药分销板块收入呈持续增长态势。跟踪期内，公司继续作为全国最大的医药流通企业，规模优势突出。

随着网络覆盖能力持续增强，公司终端布局实现优化，截至 2022 年末，公司直接客户包括 22,517 家医院（仅指分级医院，包括最大型最高级别的三级医院 3,051 家），基层医疗机构 150,457 家。虽然受外部环境影响 2022 年以来等级医院分销业务占比略有波动，但仍系收入的主要来源；同时面向基层医疗机构和零售药房业务占比处于近年较高水平。

表 3: 近年来公司分客户类型医药分销业务收入占比(%)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|-------------|-------|-------|-------|----------|
| 等级医院 | 59.89 | 61.74 | 59.60 | 60.46 |
| 商业分销 | 17.58 | 16.24 | 16.72 | 16.77 |
| 零售药店及其他医疗机构 | 22.53 | 22.02 | 23.67 | 22.77 |

注: 公司提供, 中诚信国际整理

公司与众多知名药企保持良好的合作关系, 经销品种基本覆盖全部治疗领域, 跟踪期内积极拓展创新和原研类产品合作、提升带量采购品种并丰富进口品类, 加速拓展医疗器械综合服务, 进一步完善仓储物流网络布局与医药物流配送体系, 保持很强的市场竞争力及渠道保障能力。

供应商方面, 公司继续与阿斯利康制药有限公司、北京诺华制药有限公司等国内外知名药企保持长期稳定的战略合作关系, 同时推进与生产厂商在创新和原研类产品合作, 截至 2022 年末公司与诺华中国、参天制药、辉瑞、勃林格等诸多境内外知名企业签署战略合作协议, 包括诺华的 4 个抗肿瘤药在内的多个营销代理品种当期销售收入同比增长超过 40%。2022 年公司前五大供应商采购金额占比均低于 3%, 合计占比 8.64%, 供应商较为分散。

经营品种方面, 公司经销品种基本覆盖了全部治疗领域, 其中多数是新药特药品种及合资、进口产品, 普药相对较少。2022 年以来带量采购涉及品种获取率进一步提升, 为业绩增长提供一定保障; 此外, 公司拓展进口和代理服务能力, 持续构建多口岸联动的进口服务模式, 形成以上海为中心, 北京、天津、广州等地为辅的全国一体化进口网络平台, 进口品类结构得到丰富。2022 年公司前十大销售品种共实现销售收入 255.51 亿元, 集中度很低。

表 4: 2022 年公司前五大供应商情况 (亿元、%)

| 供应商 | 采购金额 | 占比 |
|----------------|--------|------|
| 阿斯利康制药有限公司 | 142.26 | 2.91 |
| 北京诺华制药有限公司 | 78.73 | 1.63 |
| 拜耳医药保健有限公司 | 78.66 | 1.63 |
| 辉瑞制药有限公司 | 65.84 | 1.36 |
| 罗氏(上海)医药贸易有限公司 | 53.46 | 1.11 |
| 合计 | 418.96 | 8.64 |

注: 上表为采购无税金额。

资料来源: 公司提供

表 5: 2022 年公司前十大药品销售情况 (亿元)

| 药品名称 | 收入 | 药品名称 | 收入 |
|-------------|--------|-----------|--------|
| 人血白蛋白 | 47.59 | 硝苯地平控释片 | 23.61 |
| 贝伐珠单抗注射液 | 28.00 | 甲磺酸奥希替尼片 | 20.95 |
| 注射用 A 型肉毒毒素 | 27.91 | 达格列净片 | 19.43 |
| 阿托伐他汀钙片 | 26.09 | 注射用盐酸瑞芬太尼 | 19.40 |
| 注射用曲妥珠单抗 | 24.05 | 丁苯酞氯化钠注射液 | 18.48 |
| 合计 | 255.51 | 合计 | 255.51 |

资料来源: 公司提供

医疗器械方面, 公司加速拓展综合服务和研发项目, 扩大市场份额。依托网络覆盖和服务优势, 2022 年新增 72 个 SPD 项目, 在提升收入的同时逐步扩大院内托管和服务品种项目。持续加强对器械制造业务的研发, 完成了 4K 除雾内窥镜系统、4K 荧光内窥镜系统、数字化外科诊疗交互平台亮相的设计。受益于此, 2022 年公司医疗器械板块实现收入 1,588.62 元, 同比增长 14.52%, 体外诊断试剂和耗材业务占比有所提升。

仓储物流建设方面, 2022 年公司对物流设施及信息系统建设投入 7.80 亿元, 截至年末已建立 37 个省级物流中心, 288 个地市级物流网点, 40 个中转站, 30 个零售物流网点, 208 个器械物流网点, 总网点数达到 603 个, 拥有超过 368 万平方米的仓储空间。上述物流中心拥有先进的仓储条件, 能运用信息管理系统对各区域的药品统一调配, 有利于供应链服务深化转型。此外, 物流配送系统的升级以及信息化水平的提高也将为公司节约成本、提高运营效率。

跟踪期内，公司持续加强零售业务网络布局 and 区域覆盖，推动专业药房和传统药房均衡发展，零售业务保持较好增长态势。

2022 年以来公司持续加强零售业务的网络布局 and 区域覆盖，重点提升对全国业务空白地区以及面向医院业务的覆盖率，并兼顾运营效率以调整门店布局，截至 2022 年末，零售板块新增门店 494 家，其中 SPS+专业药房减少 21 家，国大药房新增 515 家；同期末国大药房全国门店合计 9,313 家，其中直营店 7,730 家，加盟店 1,583 家。同时，公司不断优化品类结构，加速双通道等统筹医保资质获取，同期末双通道资质门店总数同比增长 120%至 883 家，其中国大药房 309 家、专业化药房 574 家，已覆盖全国 90%开放双通道业务资质的城市和地区。整体来看，专业药房和传统药房实现均衡发展，带动医药零售板块实现收入 378.50 亿元，同比增长 12.25%。尽管同分销业务相比，公司医药零售业务收入、利润占比均较低，对其整体运营影响较小，但其销售规模行业内排名位列第一，保持了很强的竞争实力。依托公司自身批零协同优势，以及医药零售政策推动作用，未来零售业务规模和盈利能力有望持续提升。

在建拟建项目主要为物流中心和医药产业园，未来资本支出压力不大。

公司抓住医药行业发展契机，在巩固商贸流通网络优势的基础上，挖掘分销和零售、药品和器械的协同能力，在全国范围内新建多个物流中心和医药产业园，以巩固网络优势，提升区域竞争力。截至 2022 年末，公司在建拟建项目主要为各地物流中心和医药产业园，计划总投资合计 12.32 亿元，其中在建项目计划总投资 5.08 亿元，已投资 1.86 亿元，未来资本支出压力不大。

表 6：截至 2022 年末公司在建项目情况（平方米、亿元）

| 项目名称 | 建筑 面积 | 计划 总投资 | 截至 2022 年末投资 额 | 2023 年 计划投资额 | 预计完工时间 | 工程进 度(%) | 资金 来源 |
|----------------|---------------|-------------|----------------------|-----------------|-------------|-------------|----------|
| 国药乐仁堂秦皇岛物流中心项目 | 16,113 | 0.82 | 0.55 | 0.20 | 2023 年 5 月 | 70.00 | 自筹 |
| 国药乐仁堂沧州物流中心项目 | 15,500 | 0.93 | 0.46 | 0.40 | 2023 年 12 月 | 50.00 | 自筹 |
| 国控四川川南物流中心项目 | 18,828 | 1.04 | 0.36 | 0.60 | 2023 年 8 月 | 35.00 | 自筹 |
| 国药乐仁堂保定物流中心项目 | 23,840 | 1.60 | 0.37 | 0.80 | 2024 年 4 月 | 20.00 | 自筹 |
| 国控南通物流中心二期项目 | 12,000 | 0.69 | 0.12 | 0.40 | 2023 年 8 月 | 15.00 | 自筹 |
| 合计 | 86,281 | 5.08 | 1.86 | 24.40 | -- | -- | -- |

资料来源：公司提供

表 7：截至 2022 年末公司拟建项目情况（亿元）

| 项目名称 | 开工时间 | 计划总 投资 | 2023 年计划 投资额 | 2024 年 计划 投资额 | 投运时间 | 资金 来源 |
|-------------------|-------------|-------------|-----------------|---------------------|-------------|----------|
| 国控湖南医药创新产业园（一期）项目 | 2023 年 8 月 | 4.53 | 1.00 | 2.00 | 2025 年 8 月 | 自筹 |
| 国控上海生物医药产业园项目 | 2023 年 8 月 | 2.01 | 0.50 | 1.00 | 2025 年 2 月 | 自筹 |
| 国控新疆库尔勒物流中心项目 | 2023 年 10 月 | 0.70 | 0.20 | 0.30 | 2024 年 12 月 | 自筹 |
| 合计 | -- | 7.24 | 1.70 | 3.30 | -- | -- |

资料来源：公司提供

财务风险

中诚信国际认为，2022 年以来国药控股业务规模持续扩张，带动营业收入与利润总额同比增长；资产与负债规模持续增加，应收账款和存货对资金形成较大占用，总债务规模增加，财务杠杆仍处在较高水平，债务期限结构得到一定调整；经营获现水平大幅提升，偿债指标得以增强。

2022 年以来，公司收入规模稳步扩大，经营性业务利润作为利润主要来源实现较好增长，盈利指标保持在行业内较高水平。

2022 年以来，公司各板块发展态势良好，带动营业总收入同比均实现增长。但近年来受集中采购政策下药品降价等影响，医药分销毛利空间缩小使得公司分销业务毛利率延续下滑趋势，其中 2022 年分销毛利率略有下滑，2023 年一季度同比下滑波动略大。随着公司持续加强零售业务网络布局 and 区域覆盖，加之依托批零协同优势，2022 年以来医药零售业务毛利率有所提升。上述因素使得公司 2022 年整体毛利率同比增加 0.16 个百分点，2023 年一季度毛利率同比下降 0.33 个百分点。

表 8：近年来公司各板块营业收入及毛利率情况（亿元、%）

| | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023.1~3 | |
|--------------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|
| | 营业收入 | 毛利率 | 营业收入 | 毛利率 | 营业收入 | 毛利率 | 营业收入 | 毛利率 |
| 医疗分销 | 4,223.56 | 8.13 | 4,781.53 | 7.69 | 5,026.02 | 7.67 | 1,360.15 | 6.40 |
| 医药零售 | 268.82 | 17.06 | 337.20 | 16.91 | 378.50 | 17.00 | 71.04 | 21.40 |
| 其他 | 51.62 | -- | 67.72 | -- | 89.29 | -- | 17.40 | -- |
| 其他业务 | 20.15 | 38.40 | 24.06 | 24.49 | 27.67 | 49.60 | 6.59 | 29.59 |
| 营业总收入/营业毛利率 | 4,564.15 | 8.96 | 5,210.51 | 8.58 | 5,521.48 | 8.74 | 1,455.18 | 7.52 |

注：公司其他收入主要包括实验室用品、化学试剂和药品的制造商销售收入；其他业务收入主要包括原材料销售、咨询服务、经营租赁、零售加盟和进口代理等非主营业务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年以来，以销售费用和管理费用为主的期间费用在业务规模扩大的态势下进一步增加，但受益于较好的期间费用控制能力，公司整体期间费用率稳中有降。毛利率提升带动经营性业务利润增长，并仍是利润最主要来源，公司主营业务盈利能力很强。2022 年公司确认商誉及无形资产减值损失有所下降，但公司计量的金融资产终止而确认的损失对利润总额形成一定侵蚀。综合以上因素，2022 年公司利润总额同比小幅增长，相关盈利指标变动不大，整体保持行业内较好的盈利水平。2023 年一季度，受益于主营业务规模稳步发展，公司利润总额和净利润分别同比增长 15.49%和 15.73%。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用 | 141.42 | 154.38 | 167.20 | 41.33 |
| 管理费用 | 64.63 | 70.75 | 75.27 | 17.38 |
| 财务费用 | 27.04 | 31.90 | 29.33 | 5.60 |
| 期间费用率(%) | 5.15 | 4.98 | 4.98 | 4.49 |
| 经营性业务利润 | 169.02 | 180.34 | 200.01 | 42.21 |
| 资产减值损失 | 4.19 | 6.48 | 1.01 | 0.21 |
| 信用减值损失 | 7.41 | 5.81 | 6.28 | 7.66 |
| 投资收益 | -1.20 | -0.07 | -8.59 | 1.78 |
| 利润总额 | 156.07 | 169.92 | 185.45 | 36.38 |
| EBIT | 189.75 | 205.66 | 219.37 | -- |
| EBIT 利润率 | 4.16 | 3.95 | 3.97 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年以来，公司业务规模扩大使得公司总资产和总负债持续增加，应收账款和存货仍对资金形成较大占用；营运资金需求较大推升总债务规模，财务杠杆仍处在较高水平，债务期限结构得到一定调整，但短期债务较高。

2022 年以来，公司总资产规模随着业务规模的扩张保持增长态势，结构上仍以流动资产为主，截至 2023 年 3 月末流动资产占总资产比重为 88.30%。具体来看，经营获现水平提升，公司账面保持较大规模的货币资金，截至 2022 年末为 672.60 亿元，其中 120.38 亿元作为保证金或三个月以上银行存款使用等受限，受限比例为 17.90%。受益于加强回款管理，2022 年末应收账款同比略有下降，现金周转天数变动不大，在同行业中处于较优水平。此外，公司存货亦随营业规模扩大而增长，与应收账款共同对营运资金形成占用。2023 年 3 月末货币资金较上年末下降，仍需关注营运资金占用及回现情况。

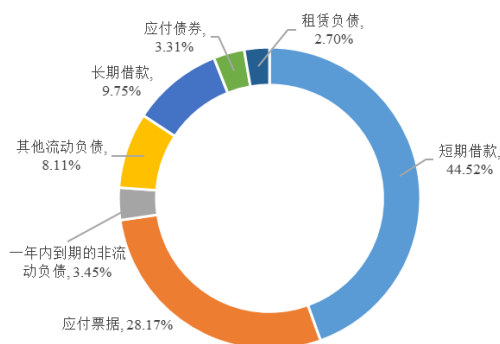
公司总负债主要为应付账款、其他应付款和总债务。经营规模的扩张带动 2022 年以来应付账款和其他应付款大幅增长，其中应付账款主要为应付货款，其他应付款主要为应付保理业务还款和应付保证金。2022 年以来总债务持续增长，但新增债务多为长期借款，债务期限结构得到一定调整。受益于利润积累、少数股东权益增加，公司所有者权益稳步提升。受益于加强回款、偿还借款，2022 年末财务杠杆降至近年较低水平，但随着营运资金投放，2023 年 3 月末，资产负债率有所提高。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、天）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3 |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金 | 602.08 | 532.24 | 672.60 | 471.96 |
| 应收账款 | 1,341.20 | 1,587.43 | 1,525.85 | 2,043.72 |
| 存货 | 459.92 | 500.14 | 591.21 | 673.26 |
| 现金周转天数 | -- | 74.21 | 74.22 | 85.94* |
| 总资产 | 3,110.80 | 3,352.56 | 3,646.19 | 4,019.01 |
| 应付账款 | 786.87 | 918.37 | 994.51 | 1,150.40 |
| 其他应付款 | 225.65 | 222.77 | 263.48 | 339.68 |
| 短期债务/总债务 | 88.18 | 88.92 | 86.08 | 84.25 |
| 总债务 | 1,027.70 | 1,052.78 | 1,074.61 | 1,208.05 |
| 总负债 | 2,209.14 | 2,353.85 | 2,543.37 | 2,887.94 |
| 未分配利润 | 313.76 | 367.01 | 428.70 | 444.89 |
| 少数股东权益 | 336.53 | 378.32 | 420.64 | 432.69 |
| 所有者权益合计 | 901.66 | 998.71 | 1,102.82 | 1,131.07 |
| 资产负债率 | 71.02 | 70.21 | 69.75 | 71.86 |
| 总资本化比率 | 53.27 | 51.32 | 49.35 | 51.65 |

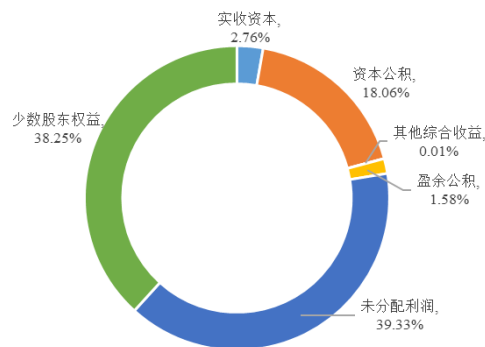
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营获现水平大幅提升，债务偿付能力得以增强；EBITDA 可有效覆盖利息，为债务本息偿付提供一定流动性支持。

2022 年，通过加强销售回款周期管理，公司经营活动净现金流同比大幅增长。因扩大分销渠道、升级物流配送系统等影响，投资活动现金流呈现净流出状态，2022 年支付长期保证金大幅增加使得净流出规模同比大幅增长。为满足业务规模扩张和营运资金需求，公司提高债务融资力度，筹资活动现金流入规模同比增长使得筹资活动净流出规模同比有所下降。2023 年一季度，受流通行业年底回款特性及增大债务融资力度影响，经营活动净现金流为负，同时筹资活动现金流为大幅净流入态势。

偿债指标方面，2022 年公司经营获现水平的提升使得 FFO 对总债务的覆盖能力增加；盈利水平提升使得 EBITDA 对债务本息保障能力提高；货币等价物对短期债务覆盖程度增强。整体来看，公司保持很强的偿债能力。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|---------------|--------|---------|--------|----------|
| 经营活动净现金流 | 111.55 | 93.08 | 209.64 | -406.93 |
| 投资活动净现金流 | -22.03 | -12.67 | -35.90 | 4.16 |
| 筹资活动净现金流 | 20.26 | -146.93 | -56.93 | 211.11 |
| FFO/总债务 | 0.16 | 0.17 | 0.19 | -- |
| 总债务/EBITDA | 4.55 | 4.29 | 4.11 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数 | 6.60 | 6.51 | 7.40 | -- |
| 货币等价物/短期债务 | 0.59 | 0.51 | 0.66 | 0.51 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 144.32 亿元，占当期末总资产的 3.96%，其中受限货币资金 120.38 亿元，主要作为借款担保、银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金、及三个月以上的银行存款受限。

截至 2022 年末，公司无对外担保、重大未决诉讼、仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的相关资料，2020~2023 年 5 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测¹

假设

——2023 年，国药控股业务规模稳步扩大，营业总收入保持增长；受医保谈判和带量采购等政策持续深入影响，毛利率略有下降。

——2023 年，国药控股资本支出主要为物流中心和医药产业园，无重大收并购事项。

¹ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——2023 年，业务扩张及营运资金需求带动国药控股债务规模小幅增长。

预测

表 12: 预测情况表

| 重要指标 | 2021 年实际 | 2022 年实际 | 2023 年预测 |
|---------------|----------|----------|-------------|
| 总资本化比率(%) | 51.32 | 49.35 | 45.00~48.00 |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.29 | 4.11 | 3.80~4.10 |

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，国药控股及部分子公司均为上市公司，融资渠道畅通，银行授信亦可为公司提供较好流动性支持，未来一年流动性来源能够对流动性支出形成覆盖。

2022 年公司经营获现水平得到提升，拥有一定规模的现金及等价物储备。截至 2023 年 3 月末，共获得银行授信额度 2,659.97 亿元，其中尚未使用额度 1,391.53 亿元，未使用授信充足，对债务覆盖程度较高。公司与子公司国药集团药业股份有限公司以及国药集团一致药业股份有限公司均为上市公司，资本市场融资渠道畅通，财务弹性较好。此外，公司债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。

公司资金流出主要用于医药产业园和物流中心建设、投资并购及偿付债务本息，资本支出压力不大。公司债务以短期借款为主，公开债务为超短期融资券和公司债，整体债务接续能力良好。总体而言，凭借畅通的外部融资渠道和较好的财务弹性，若未来无重大收并购事项，公司未来一年流动性来源对流动性需求覆盖能力较强。

表 13: 截至 2022 年末公司主要债务到期分布情况（亿元）

| 项目 | 2023 | 2024 | 2025 及以后 |
|--------|--------|-------|----------|
| 银行借款 | 421.06 | 73.22 | 6.55 |
| 应付票据 | 12.57 | -- | -- |
| 超短期融资券 | 150.00 | -- | -- |
| 公司债 | 9.87 | 40.00 | -- |

注：1、超短期融资券及公司债仅列示本金余额；2、上表统计口径未包含租赁负债、一年内到期的长期应付款
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析²

中诚信国际认为，公司积极履行作为行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，作为医药流通企业，公司面临的环境问题较少。社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司设立了包括股东大会、董事会、监事会及各专业委员会在内的治理结构，法人治理结构健全。股东大会系公司的最高权力机构，决定公司一切重大决策事项，董事会对股东

² 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

大会负责，由 15 名董事组成。董事会下设战略与投资委员会、审核委员会、薪酬委员会、提名委员会以及法律合规与 ESG 委员会，并在财务管理、资金管理、合规风控管理和投融资管理等各方面设立完备的内控制度体系。资金归集方面，公司资金部通过资金集中管理平台对子公司实行存量资金的集中管理以及在上存余额内由资金部安排资金下拨。

战略方面，作为中国医药流通行业的领军者，公司充分发挥全网络优势，持续巩固全国物流一体化，保障医药资源稳定、高效供应。同时，公司继续推进数字化转型战略，制定数字化转型目标，构建全新医药健康数字产业生态，实现公司的转型升级。

总体而言，公司治理结构与内控制度完善，ESG 因素对其持续经营和信用风险负面影响较小。

外部支持

间接控股股东国药集团在规模、效益和综合实力持续保持中国和亚洲医药行业领先地位，经营实力很强；公司作为国药集团最重要的分销业务平台和收入来源，可获得股东较大支持。

公司控股股东国药集团是由国务院国资委直接管理的唯一一家以生命健康为主业的中央医药企业，是国家创新型企业，是中央医药储备单位，是中国和亚洲综合实力和规模领先的综合性医药健康产业集群，拥有集科技研发、工业制造、物流分销、零售连锁、医疗健康、工程技术、专业会展、国际经营、金融投资等为一体的大健康全产业链。国药集团在 2022 年《财富》世界 500 强企业榜单中位列第 80 位，全球制药企业第 1 位；净资产收益率、国有资产保值增值率居于中央企业首位，其在规模、效益和综合实力持续保持中国和亚洲医药行业领先地位，连续 9 年度被评为“中央企业负责人经营业绩考核 A 级企业”，经营实力极强。目前公司作为国药集团最重要的分销业务平台和收入来源，亦是集团未来发展的重要业务板块，股东对公司支持意愿很强。

同行业比较

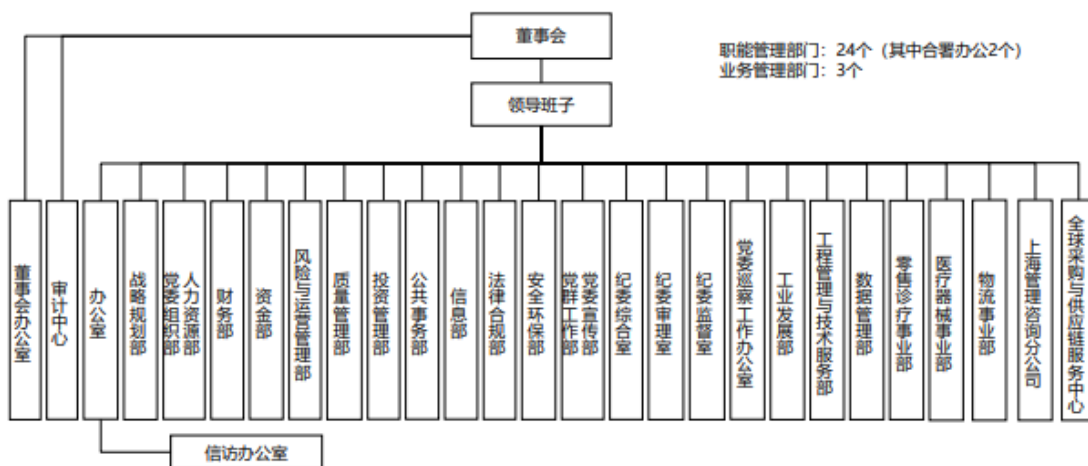
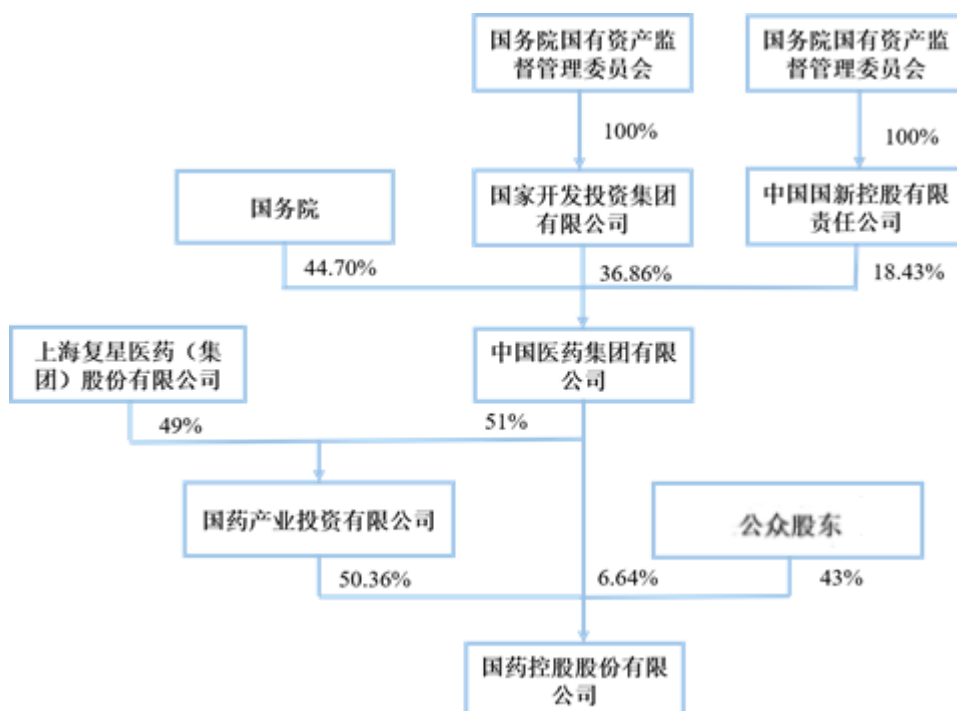
中诚信国际选取了华润医药控股有限公司（以下简称“华润医药控股”）和上海医药集团股份有限公司（以下简称“上海医药”）作为国药控股的可比公司，上述三家公司为全国药品批发企业主营业务收入排名前三位，且均为央企和国企，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，国药控股作为全国药品批发企业排名第一的企业，规模优势突出，拥有全国最大的分销网络，渠道覆盖广度、深度及渠道保障能力均处于行业领先水平，整体业务风险很低。财务指标方面，医药流通企业 2022 年下游回款速度整体相对均较慢，凭借较强的市场竞争力及加强回款管理，现金周转天数优于可比企业；但业务规模的持续扩张和营运资金需求增加，财务杠杆水平相对可比企业偏高。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持国药控股股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 国药 01”、“21 国药 01”和“21 国药 03”的信用等级为 **AAA**。

附一：国药控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：国药控股股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 货币资金 | 6,020,795.78 | 5,322,395.70 | 6,725,962.37 | 4,719,644.50 |
| 应收账款 | 13,411,998.27 | 15,874,270.47 | 15,258,484.20 | 20,437,174.02 |
| 其他应收款 | 487,778.30 | 515,737.59 | 643,510.86 | 707,045.44 |
| 存货 | 4,599,164.61 | 5,001,355.42 | 5,912,085.65 | 6,732,575.48 |
| 长期投资 | 847,287.57 | 918,427.93 | 984,045.93 | 1,005,471.51 |
| 固定资产 | 1,050,581.19 | 1,050,879.68 | 1,065,739.76 | 1,048,352.06 |
| 在建工程 | 51,984.70 | 71,853.34 | 80,005.42 | 86,220.81 |
| 无形资产 | 478,086.73 | 452,909.62 | 441,428.94 | 434,637.82 |
| 总资产 | 31,108,013.89 | 33,525,579.32 | 36,461,923.54 | 40,190,126.04 |
| 其他应付款 | 2,256,454.08 | 2,227,727.24 | 2,634,764.51 | 3,396,807.84 |
| 短期债务 | 9,062,375.21 | 9,361,014.55 | 9,250,475.04 | 10,177,418.55 |
| 长期债务 | 1,214,639.67 | 1,166,739.34 | 1,495,615.44 | 1,903,104.34 |
| 总债务 | 10,277,014.89 | 10,527,753.88 | 10,746,090.49 | 12,080,522.89 |
| 净债务 | 5,259,188.39 | 6,174,811.12 | 5,223,928.04 | 7,360,878.39 |
| 总负债 | 22,091,399.45 | 23,538,469.56 | 25,433,740.35 | 28,879,414.76 |
| 所有者权益合计 | 9,016,614.43 | 9,987,109.77 | 11,028,183.19 | 11,310,711.28 |
| 利息支出 | 341,962.85 | 376,324.49 | 353,349.49 | -- |
| 营业总收入 | 45,641,461.06 | 52,105,123.54 | 55,214,755.01 | 14,551,777.40 |
| 经营性业务利润 | 1,690,187.62 | 1,803,388.91 | 2,000,089.48 | 422,055.63 |
| 投资收益 | -11,951.37 | -661.02 | -85,940.61 | 17,778.95 |
| 净利润 | 1,210,470.10 | 1,305,571.76 | 1,433,045.92 | 280,996.95 |
| EBIT | 1,897,452.61 | 2,056,648.04 | 2,193,669.11 | -- |
| EBITDA | 2,258,635.35 | 2,451,589.92 | 2,613,601.20 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | 1,115,460.93 | 930,808.49 | 2,096,378.73 | -4,069,344.82 |
| 投资活动产生现金净流量 | -220,275.93 | -126,696.41 | -358,962.21 | 41,601.39 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 202,585.22 | -1,469,300.72 | -569,348.15 | 2,111,063.11 |

| 财务指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
|-------------------------|-------|-------|-------|-----------------|
| 营业毛利率(%) | 8.96 | 8.58 | 8.74 | 7.52 |
| 期间费用率(%) | 5.15 | 4.98 | 4.98 | 4.49 |
| EBIT 利润率(%) | 4.16 | 3.95 | 3.97 | -- |
| 总资产收益率(%) | -- | 6.36 | 6.27 | -- |
| 流动比率(X) | 1.31 | 1.32 | 1.35 | 1.34 |
| 速动比率(X) | 1.08 | 1.09 | 1.10 | 1.08 |
| 存货周转率(X) | -- | 9.92 | 9.23 | 8.51* |
| 应收账款周转率(X) | -- | 3.56 | 3.55 | 3.26* |
| 资产负债率(%) | 71.02 | 70.21 | 69.75 | 71.86 |
| 总资本化比率(%) | 53.27 | 51.32 | 49.35 | 51.65 |
| 短期债务/总债务(%) | 88.18 | 88.92 | 86.08 | 84.25 |
| 经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X) | 0.07 | 0.05 | 0.17 | -- |
| 经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X) | 0.08 | 0.06 | 0.19 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X) | 3.26 | 2.47 | 5.93 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 4.55 | 4.29 | 4.11 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.25 | 0.26 | 0.28 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 6.60 | 6.51 | 7.40 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 5.55 | 5.47 | 6.21 | -- |
| FFO/总债务(X) | 0.16 | 0.17 | 0.19 | -- |

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券调整至短期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

| 指标 | 计算公式 |
|---------------------|---|
| 短期债务 | 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| 资本结构 | |
| 总债务 | 长期债务+短期债务 |
| 经调整的所有者权益 | 所有者权益合计-混合型证券调整 |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总额 |
| 总资本化比率 | 总债务/(总债务+经调整的所有者权益) |
| 非受限货币资金 | 货币资金-受限货币资金 |
| 利息支出 | 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出 |
| 长期投资 | 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资 |
| 经营效率 | |
| 应收账款周转率 | 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) |
| 存货周转率 | 营业成本/存货平均净额 |
| 现金周转天数 | (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额) |
| 营业毛利率 | (营业收入-营业成本)/营业收入 |
| 期间费用合计 | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用 |
| 期间费用率 | 期间费用合计/营业收入 |
| 盈利能力 | |
| 经营性业务利润 | 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项 |
| EBIT (息税前盈余) | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项 |
| EBITDA (息税折旧摊销前盈余) | EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| 总资产收益率 | EBIT/总资产平均余额 |
| EBIT 利润率 | EBIT/营业收入 |
| 现金流 | |
| 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额 | 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出 |
| FFO | 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加) |
| 偿债能力 | |
| EBIT 利息保障倍数 | EBIT/利息支出 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA/利息支出 |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/利息支出 |

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》证监会公告[2008]43号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估 (BCA) 等级符号 | 含义 |
|----------------------|---|
| aaa | 在无外部特殊支持下，受评对象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 | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。 |
| a | 在无外部特殊支持下，受评对象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 | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| bb | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| b | 在无外部特殊支持下，受评对象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 | 在无外部特殊支持下，受评对象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 | 在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。 |
| c | 在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。 |

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

| 主体等级符号 | 含义 |
|--------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象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 | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债项等级符号 | 含义 |
|-----------|-------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 短期债项等级符号 | 含义 |
|----------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| 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，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息能力较低，有很高的违约风险。 |
| C | 还本付息能力极低，违约风险极高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn