



# 国药控股股份有限公司

## 2024 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[2024]跟踪 0216 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 15 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	国药控股股份有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“21 国药 03”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	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。	
<b>评级观点</b>	<p>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、行业地位与规模优势突出、2023 年营业总收入与利润总额同比增长、主营业务盈利能力很强、备用流动性充足、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信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到较大规模的应收账款与存货对营运资金形成占用以及总债务规模持续增长且短期债务占比较高等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>下游回款出现超预期坏账令净利润出现大幅亏损、财务杠杆大幅攀升、流动性严重恶化或其他导致信用水平显著下降的因素。</p>	

### 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，行业地位与规模优势突出
- 2023年营业总收入与利润总额同比提升，主营业务盈利能力很强
- 备用流动性充足，融资渠道畅通

### 关注

- 较大规模的应收账款与存货对营运资金形成占用
- 总债务规模持续增长且短期债务占比较高

**项目负责人：**刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn  
**项目组成员：**陈光远 gychen@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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	3,352.56	3,646.19	3,832.39	4,130.66
所有者权益合计（亿元）	998.71	1,102.82	1,205.19	1,228.62
负债合计（亿元）	2,353.85	2,543.37	2,627.20	2,902.04
总债务（亿元）	1,052.78	1,074.61	1,116.62	1,249.34
营业总收入（亿元）	5,210.51	5,521.48	5,965.70	1,472.66
净利润（亿元）	130.56	143.30	149.91	23.98
EBIT（亿元）	205.66	219.37	219.19	--
EBITDA（亿元）	245.16	261.36	263.69	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	93.08	209.64	171.73	-474.81
营业毛利率（%）	8.58	8.74	8.25	7.18
总资产收益率（%）	--	6.27	5.86	--
EBIT 利润率（%）	3.95	3.97	3.67	--
资产负债率（%）	70.21	69.75	68.55	70.26
总资本化比率（%）	51.32	49.35	48.09	50.42
总债务/EBITDA（X）	4.29	4.11	4.23	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.51	7.40	8.83	--
FFO/总债务（X）	0.17	0.19	0.16	--

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 2021~2022 年度审计报告、经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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，2024 年 3 月末货币等价物未调整受限货币资金。

## 同行业比较（2023 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	2,456.98	78.96	107.86	2,443.63	64.16
上海医药	2,602.95	51.67	79.65	2,119.73	62.11
国药控股	5,965.70	149.91	67.02	3,832.39	68.55

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，其分销区域覆盖深度、广度及渠道保障能力突出，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

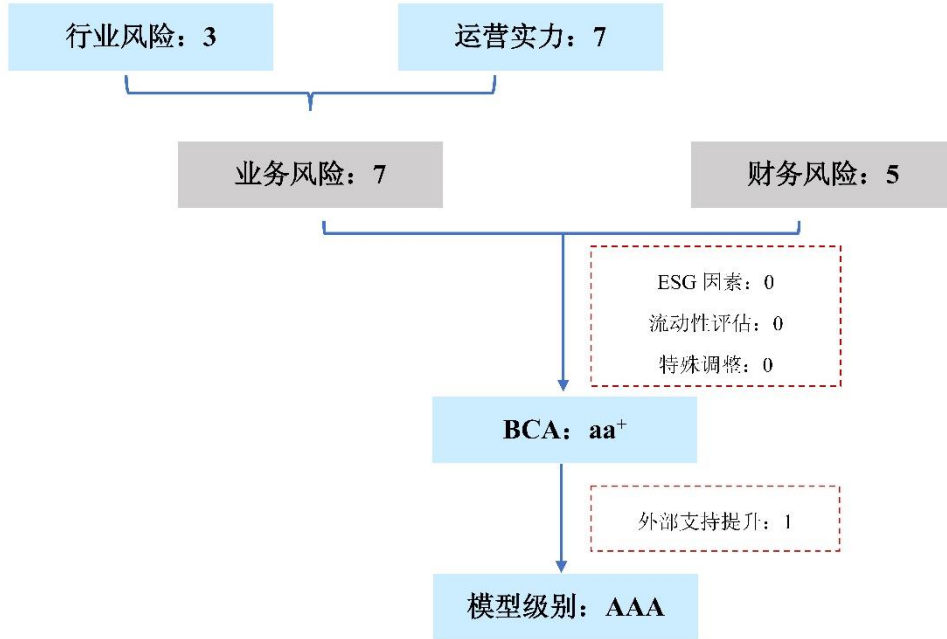
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 国药 03	AAA	AAA	2023/6/20 至本报告出具日	30.00	30.00	2021/11/03~2024/11/03	--

注：债券余额为截至 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
国药控股	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/06~2024/07/06

● 评级模型

国药控股股份有限公司评级模型打分(C100200\_2024\_04\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 公司间接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，跟踪期内外部支持无变化。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。

**方法论:** 中诚信国际医药流通行业评级方法与模型 C100200\_2024\_04

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023 年中国经济实现恢复性增长但复苏力度较为温和，在多项有利因素支撑下，2024 年中国经济有望延续向好，但经济运行仍将面临多重压力，“进”与“立”的政策措施仍需加快落实。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/10948?type=1>

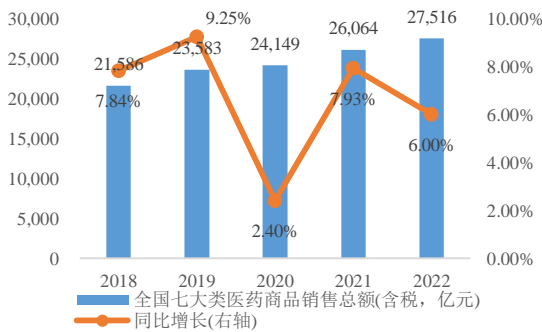
## 业务风险

中诚信国际认为，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，行业集中度持续提升，整体呈现转型升级、高质量发展态势。

### 医药流通

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。2022 年随着人口老龄化和医疗消费升级的推动，药品流通市场需求和活力进一步扩大，全国药品流通市场销售规模稳中有升。据商务部药品流通行业管理系统数据显示，2022 年全国七大类医药商品销售总额 27,516 亿元（含税），扣除不可比因素同比增长 6.0%；其中，药品零售市场销售额为 5,990 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.7%；药品批发市场销售额为 21,526 亿元，扣除不可比因素同比增长 5.4%。医药批发企业集中度有所提高。2022 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 75.2%，同比提高 0.7 个百分点，占同期全国药品批发市场总规模的 96.1%。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 45.5%，同比提高 1.3 个百分点；前 10 位占 57.0%，同比提高 0.2 个百分点。医药流通行业专业化服务水平不断提升，企业积极拓展医疗器械、第三方医药物流等业务，推动多业态协同联动，强化业务一体化管理。未来药品批发企业持续完善城乡供应网络，增强综合服务能力，加快“渠道下沉、城乡联动”一体化发展，提升药品供应“最后一公里”服务能力。

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

表 1：2023 年医药批发企业主营业务收入前 10 强

位序	2023 年度
1	中国医药集团有限公司
2	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
4	九州通医药集团有限公司
5	重药控股股份有限公司
6	南京医药股份有限公司
7	广州医药股份有限公司
8	华东医药股份有限公司
9	中国医药健康产业股份有限公司
10	深圳市海王生物工程股份有限公司

资料来源：中诚信国际整理

零售企业亦保持较好的发展态势，截至 2022 年末连锁化率提升至 57.8%，行业集中度持续提高。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。



中诚信国际认为，跟踪期内，国药控股作为医药流通行业龙头企业规模优势突出，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，同时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保持行业领先水平，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。

*2023 年以来公司产权结构无重大变化，董监事及高管层变动较小<sup>1</sup>，取得及处置子公司对合并范围及业务结构无重大影响，公司持续推进子公司上市进程，战略方向较为明确。*

跟踪期内，公司产权结构无重大变化，截至 2023 年末，国药集团直接或通过国药产业投资有限公司间接持有公司合计 57.00% 股权，公司控股股东为国药集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员的离任（含变更）人数为 7 人，包括独立非执行董事、非执行董事、监事和非执行副总裁的辞任和聘任事项，整体变动较小，公司治理架构稳定，上述人员变动对公司正常生产经营无重大影响。

战略方面，作为中国医药流通行业的领军者，公司将以新修订的“十四五”战略规划为指引，以“科技创新”为战略支撑，明确“高效医药供应链组织者”和“产业链综合服务方案提供者”的全新定位，聚焦“数智化、一体化、平台化、国际化”，全面打造顺应国家发展战略的供应链综合服务能力，加速构建优势显著的“国家医药网”；同时，公司将加快培育战略性新兴产业，加大器械制造投资并购力度，推进“产、学、研、用”的深度融合，打造自主化工工业支撑平台，推动智慧供应链、医疗服务等业态多元化发展，全面夯实公司中长期发展的全新增长动能。

*跟踪期内，公司作为医药分销龙头企业规模优势突出，在销售区域覆盖广度、深度及渠道保障能力方面均保持行业领先水平。*

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 2023 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%。2023 年以来，公司在医药分销方面寻找新的细分市场和增长潜力，网络覆盖能力持续增强，在北京、上海、江浙等重点区域和市场实现业务的稳定增长，甘肃、宁夏等西北市场的业务亦得到了快速发展，同时依托分销网络协同优势和黏性，逐步搭建覆盖肿瘤、感染等重症慢病领域的营销体系；在器械分销方面积极适应带量采购提速扩面，优化产品结构，深化器械业务网络覆盖，并在流通配送主页基础上延伸供应链服务，承接开展设备资产管理和维修服务、SPD 服务、医学检验项目等器械专业服务项目，受益于以上因素，2023 年公司医药分销板块收入保持稳步增长态势，公司继续作为全国最大的医药分销企业，规模优势突出，在销售区域覆盖广度、深度及渠道保障能力方面均保持行业领先水平。

随着网络覆盖能力持续增强，公司终端布局实现优化，截至 2023 年末，公司直接客户包括 26,663 家医院（仅指分级医院，包括最大型最高级别的三级医院 3,212 家），医院客户数量同比增长 18.41%；基层医疗机构 140,200 家，基层医疗机构客户数量同比小幅下降。2023 年以来公司分客户类型医药分销业务收入构成变动不大，等级医院客户仍为公司分销收入的主要来源。

<sup>1</sup> 2022 年 6 月公司第十届董事会、监事会完成换届选举。第十届董事会由 9 名董事组成，非独立董事 6 名，独立董事 3 名。董事会中董事长（执行董事）及 2 名副董事长（非执行董事）被选举留任，2 名非执行董事因工作原因变动辞任，递补 1 名，现空缺 1 名非执行董事。高级管理人员无变化。

表 2: 近年来公司分客户类型医药分销业务收入占比(%)

	2021	2022	2023	2024.1~3
等级医院	61.74	59.60	61.91	61.63
商业分销	16.24	16.72	16.46	15.52
零售药店及其他医疗机构	22.02	23.67	21.63	22.85

注: 公司提供, 中诚信国际整理

**跟踪期内, 公司与众多知名药企保持良好的合作关系, 进一步完善仓储物流网络布局与医药物流配送体系, 整体保持很强的市场竞争力及渠道保障能力, 同时持续加强零售业务网络布局 and 区域覆盖, 零售业务保持较好增长态势。**

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, 公司自 2,800 多家国内外医药公司采购产品, 包括全部全球 50 强医药公司和 98 家中国 100 强医药公司, 同时在中国分销 50 种全球最畅销药品品种的 38 种, 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。2023 年公司前五大供应商采购金额占比均低于 3%, 合计占比 7.68%, 供应商较为分散; 2023 年公司前十大销售品种共实现销售收入 397.29 亿元, 集中度很低。

表 3: 2023 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	109.02	2.21
北京诺华制药有限公司	90.76	1.84
拜耳医药保健有限公司	65.10	1.32
辉瑞制药有限公司	59.25	1.20
罗氏(上海)医药贸易有限公司	56.70	1.11
<b>合计</b>	<b>380.83</b>	<b>7.68</b>

注: 上表为采购无税金额。

资料来源: 公司提供

表 4: 2023 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	69.35	阿托伐他汀钙片	36.38
贝伐珠单抗注射液	49.30	注射用盐酸瑞芬太尼	33.86
注射用曲妥珠单抗	42.52	甲磺酸奥希替尼片	32.07
达格列净片	39.42	吸入用布地奈德混悬液	29.03
注射用 A 型肉毒素	38.76	注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠	26.61
<b>合计</b>	<b>397.29</b>	<b>合计</b>	<b>397.29</b>

资料来源: 公司提供

仓储物流建设方面, 2023 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, 运用现代化的信息管理系统对各个区域的药品进行统一调配, 能够有效的节约成本, 提高整体运营效率。

零售业务方面, 公司深入推进“批零协同”和“药械联动”等核心战略落地, 不断加强零售业态的网络布局 and 区域覆盖, 重点提升对业务空白地区以及面向医疗机构的覆盖率, 截至 2023 年末, 公司零售药房店铺总数为 12,109 家, 相较年初净增 1,356 家, 其中国大药房 10,516 家, 相较年初净增 1,203 家; 专业药房 1,593 家, 相较年初净增 153 家, 公司零售业务已经覆盖全国 30 个省、市、自治区, 305 个地级行政区, 医药零售业态竞争力持续增强。同时, 公司不断优化品类结构, 承接各省市处方流转中心、互联网医院的处方外流, 截至 2023 末, 公司“双通道”资质门店达 1,127 家, 同比增长约 28%, 门店网络布局进一步完善。**中诚信国际认为**, 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, 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, 依托公司自身分销业务协同优势, 未来零售业务规模和盈利能力有望持续提升。



公司在建及拟建项目主要为物流中心和物流枢纽项目，资本支出保持一定规模但压力不大。

公司围绕国家战略和行业发展趋势，不断加强全国及省级两级集中采购体系建设，强化全国一体化物流平台建设，截至 2023 年末，公司主要在建及拟建项目以物流中心、物流枢纽项目等为主，计划总投资 53.19 亿元，其中在建项目 2024 年计划投资 0.80 亿元，拟建项目 2024~2025 年分别计划投资 3.12 亿元和 8.10 亿元，资金来源均为自筹，公司近三年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金保持在 20 亿元左右，考虑到公司固定资产投资节奏较为可控以及账面货币资金充足，整体资本支出压力不大。

表 5：截至 2023 年末公司在建项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	建筑 面积	计划 总投资	截至 2023 年 末投资额	2024 年 计划投资额	预计完工 时间	工程 进度	资金 来源
国药控股乐仁堂保定物流中心项目	2.38	1.60	0.84	0.60	2024 年 3 月	80%	自筹
国药控股乐仁堂沧州物流中心项目	1.56	0.93	0.68	0.20	2024 年 4 月	80%	自筹
合计	3.93	2.53	1.53	0.80	--	--	--

注：因四舍五入，合计数存在尾差。

资料来源：公司提供

表 6：截至 2023 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	2024 年计划 投资额	2025 年计划 投资额	投运时间	资金 来源
国药控股湖南医药创新产业园（一期）项目	2024 年 2 月	4.53	1.11	2.00	2025 年 12 月	自筹
国药控股上海生物医药产业园项目	2024 年 3 月	2.01	0.02	1.00	2025 年 6 月	自筹
国药控股新疆库尔勒物流中心项目	2024 年 3 月	0.70	0.09	0.30	2024 年 12 月	自筹
国药控股洛阳智慧医药供应链中心项目	2024 年 2 月	1.42	0.39	0.50	2025 年 2 月	自筹
国药控股沈阳智慧医药供应链产业园项目	2024 年 7 月	8.46	0.39	1.00	2026 年 12 月	自筹
国药控股生命健康（南沙）产业园一期大湾区物流枢纽项目	2024 年 8 月	13.76	-	1.00	2027 年 1 月	自筹
国药控股上海松江智慧医药供应链产业园	2024 年 10 月	11.32	0.30	1.00	2027 年 4 月	自筹
国药控股西部智慧医药供应链产业园项目	2024 年 8 月	4.65	0.81	0.50	2026 年 7 月	自筹
国药控股江西智慧医药供应链产业园	2024 年 9 月	2.85	-	0.40	2026 年 8 月	自筹
国药控股国药物流上海浦东机场综保区租赁库装修	2024 年 1 月	0.95	0.008	0.40	2024 年 10 月	自筹
合计	--	50.66	3.12	8.10	--	--

资料来源：公司提供

## 财务风险

中诚信国际认为，2023 年以来国药控股业务规模进一步扩张，带动营业总收入与利润总额同比增长，主营业务盈利能力很强；资产与负债规模持续扩张，应收账款和存货对资金形成较大占用，总债务规模增加且短期债务占比仍较高，财务杠杆水平基本稳定；经营获现水平良好，公司整体保持很强的偿债能力。

### 盈利能力

2023 年，受益于公司医药分销业务网络覆盖能力持续增强及医药零售业务门店布局扩张，公司主营业务板块发展态势良好，营业总收入规模进一步增长，但受国家及地方集采常态化推进等政策因素影响，药品及器械价格下降使得公司毛利空间缩小，营业毛利率有所承压，但受益于较好的期间费用控制能力及综合融资成本下降，公司整体期间费用率继续压降，经营性业务利润稳中有升，主营业务盈利能力很强，但较大规模的应收账款导致信用减值损失有所增加，加之摊余成本计量的金融资产终止确认损失较多，对利润总额形成一定侵蚀。综合以上因素，2023 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。2024 年

一季度，受益于主营业务规模稳步发展，公司营业总收入同比小幅增长，但当期营业毛利率下滑及确认信用减值损失较多令利润总额同比减少 13.91%。

### 资产质量

跟踪期内，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 2024 年 3 月末，流动资产占总资产比重为 88.25%。具体来看，受应收账款对营运资金的占用影响，公司账面货币资金有所波动，截至 2023 年末为 748.20 亿元，其中 110.11 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 14.72%。业务规模扩张及保理业务规模缩减等令应收账款保持较大规模<sup>2</sup>，但其增速与收入增速基本匹配，应收账款与存货周转速度小幅提升带动现金周转天数实现压降，在同行业中处于较优水平，但较大规模的应收账款与存货共同对营运资金形成占用。2024 年 3 月末，受医药流通行业资金周转周期性特点影响，期末货币资金较 2023 年末降幅较大，仍需关注营运资金占用及现金周转情况。

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 2023 年以来以应付货款为主的应付账款持续增长，其他应付款主要为应付保理业务还款和应付保证金，其规模有所波动。为满足较为旺盛的营运资金需求，2023 年以来公司总债务持续增长，短期债务占比保持较高水平，与资产期限匹配程度较好。受益于良好的利润积累，公司所有者权益稳步提升，财务杠杆水平基本稳定。

### 现金流及偿债情况

2023 年，保理业务规模下降及营运资金占用规模增加令公司经营活动净现金流同比有所减少，但经营获现能力能保持良好水平；受分销渠道进一步扩张、物流体系建设投入等影响，投资活动现金流仍呈现净流出状态，但净流出规模有所减少。此外，受债券发行量减少、对股东分红及债务付息等影响，筹资活动现金流净流出规模有所增加。2024 年一季度，受医药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，筹资活动现金流为大幅净流入态势。

偿债指标方面，2023 年公司经营获现有所下降使得 FFO 对总债务的覆盖能力小幅弱化，EBITDA 对总债务覆盖倍数亦有所下滑，但仍能对利息支出形成良好保障；货币等价物对短期债务覆盖倍数进一步上升。整体而言，公司保持很强的偿债能力，短期偿债压力可控。截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 3,050.59 亿元，其中尚未使用额度为 1,586.07 亿元，备用流动性均较充足。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。

表 7：近年来公司各板块营业收入及毛利率情况（亿元、%）

业务板块	2021		2022		2023		2024.1-3	
	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
医药分销	4,781.53	7.69	5,026.02	7.67	5,414.05	7.21	1,379.53	6.19
医药零售	337.20	16.91	378.50	17.00	444.39	14.79	76.71	18.95
其他业务	91.78	24.49	116.96	27.98	107.26	33.79	16.42	35.87
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>5,210.51</b>	<b>8.58</b>	<b>5,521.48</b>	<b>8.74</b>	<b>5,965.70</b>	<b>8.25</b>	<b>1,472.66</b>	<b>7.18</b>

注：公司其他业务收入包括实验室用品、化学试剂和药品的制造商销售收入以及原材料销售、咨询服务、经营租赁、零售加盟和进口

<sup>2</sup> 截至 2023 年末，公司办理的不附追索权的应收账款贴现（保理业务）未收回金额为 581.60 亿元，相较 2022 年末的 595.85 亿元同比小幅下降。

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

表 8：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
期间费用率	4.98	4.98	4.67	4.38
经营性业务利润	180.34	200.01	205.30	38.44
信用减值损失	5.81	6.28	6.81	8.85
投资收益	-0.07	-8.59	-8.65	1.50
利润总额	169.92	185.45	194.87	31.23
EBIT 利润率	3.95	3.97	3.67	--
货币资金	532.24	672.60	748.20	489.06
应收账款	1,587.43	1,525.85	1,653.98	2,152.55
存货	500.14	591.21	588.67	645.87
现金周转天数	--	74.22	67.02	86.65*
总资产	3,352.56	3,646.19	3,832.39	4,130.66
应付账款	918.37	994.51	1,089.53	1,162.02
其他应付款	222.77	263.48	249.48	344.10
短期债务/总债务	88.92	86.08	84.55	85.54
总债务	1,052.78	1,074.61	1,116.62	1,249.34
总负债	2,353.85	2,543.37	2,627.20	2,902.04
所有者权益合计	998.71	1,102.82	1,205.19	1,228.62
资产负债率	70.21	69.75	68.55	70.26
总资本化比率	51.32	49.35	48.09	50.42
经营活动净现金流	93.08	209.64	171.73	-474.81
投资活动净现金流	-12.67	-35.90	-9.45	2.56
筹资活动净现金流	-146.93	-56.93	-76.44	221.54
FFO/总债务	0.17	0.19	0.16	--
总债务/EBITDA	4.29	4.11	4.23	--
EBITDA 利息保障倍数	6.51	7.40	8.83	--
货币等价物/短期债务	0.45	0.57	0.63	0.43

注：2021~2023 年，公司合并口径分配现金股利 21.53 亿元、23.40 亿元和 25.59 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计 128.46 亿元，占年末总资产的 3.35%，受限比例低，其中受限货币资金 110.11 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 2023 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《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 5 月 11 日，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<sup>3</sup>

### 假设

- 2023 年，国药控股持续推进分销网络覆盖及零售业务发展，收入与盈利规模提升。
- 2023 年，国药控股持续推进物流项目建设，投资支出金额保持稳定。
- 2023 年，国药控股营运资金需求进一步增长，债务规模稳步扩张。

### 预测

表 9：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	49.35	48.09	45.56~48.37
总债务/EBITDA(X)	4.11	4.23	4.03~4.45

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 调整项

**ESG**表现方面，国药控股注重可持续发展和安全管理，并积极履行作为行业头部企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，国药控股经营获现能力强，未使用授信额度充足，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固定资产投资、投资并购及偿付债务本息，整体资本支出压力不大，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，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 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以生命健康为主业的中央企业，集团规模、效益和综合实力居于全球同行业领先地位，拥有科技研发、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、金融投资大健康全产业链。国药集团在 2023 年《财富》世界 500 强企业榜单中位列第 113 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。2023 年，公司作为国药集团最重要的分销业务平台和收入来源，系国药集团未来发展的重要业务板块，股东对公司支持意愿很强。

<sup>3</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象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主体相关的重要假设，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>4</sup> 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。

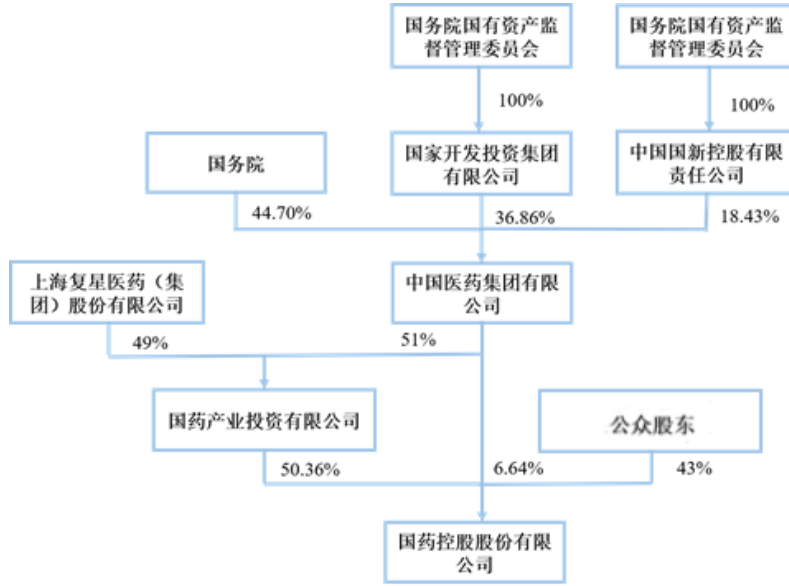
## 跟踪债券信用分析

“21 国药 03”募集资金 30 亿元，其中 70%用于偿还有息债务，30%用于补充流动资金，截至本评级报告出具日，上述募集资金已按募集资金用途使用完毕。

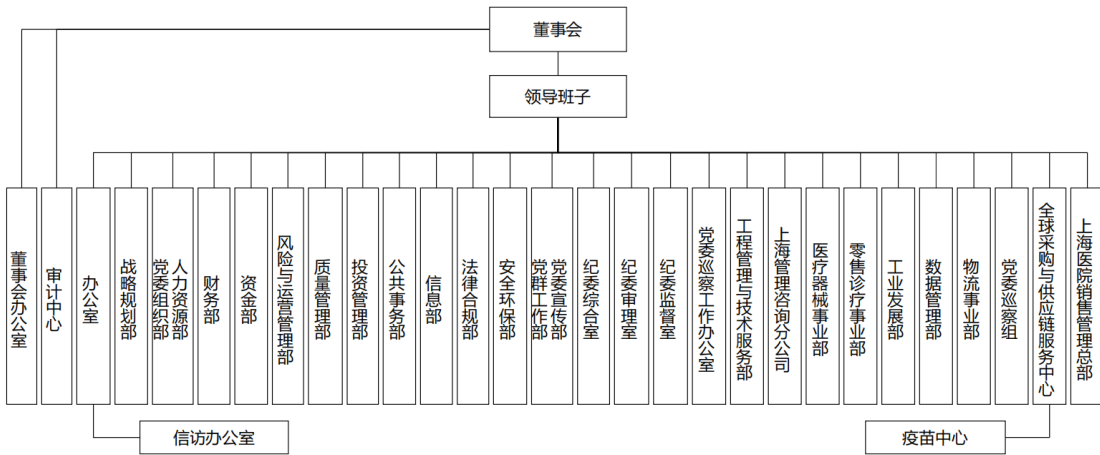
## 评级结论

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“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 年末）



主要子公司	持股比例	截至 2023 年末		2023 年	
		总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
国药控股江苏有限公司	100%	147.45	39.46	331.79	3.75
国药集团一致药业股份有限公司	56%	475.71	209.78	754.77	19.58
国药乐仁堂医药有限公司	60%	183.12	33.84	320.42	6.19
国药控股河南股份有限公司	80%	210.81	46.07	316.18	77.24
国药控股湖北有限公司	82%	161.08	35.67	252.79	5.81
中国科学器材有限公司	60%	605.75	155.63	847.08	20.08
国药集团药业股份有限公司	55%	324.53	175.33	496.96	23.34
国药控股分销中心有限公司	100%	104.85	29.40	217.89	5.72



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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	5,322,395.70	6,725,962.37	7,481,961.48	4,890,605.13
应收账款	15,874,270.47	15,258,484.20	16,539,826.44	21,525,499.74
其他应收款	515,737.59	643,510.86	664,419.89	797,664.73
存货	5,001,355.42	5,912,085.65	5,886,662.71	6,458,678.81
长期投资	918,427.93	984,045.93	1,055,068.62	1,077,712.55
固定资产	1,050,879.68	1,065,739.76	1,080,976.33	1,083,023.13
在建工程	71,853.34	80,005.42	50,546.64	51,001.92
无形资产	452,909.62	441,428.94	429,671.78	431,183.10
资产总计	33,525,579.32	36,461,923.54	38,323,894.49	41,306,563.32
其他应付款	2,227,727.24	2,634,764.51	2,494,751.43	3,441,014.77
短期债务	9,361,014.55	9,250,475.04	9,440,751.08	10,687,361.84
长期债务	1,166,739.34	1,495,615.44	1,725,487.79	1,806,078.36
总债务	10,527,753.88	10,746,090.49	11,166,238.87	12,493,440.20
净债务	6,174,811.12	5,223,928.04	4,785,385.02	7,602,835.07
负债合计	23,538,469.56	25,433,740.35	26,271,987.36	29,020,354.76
所有者权益合计	9,987,109.77	11,028,183.19	12,051,907.13	12,286,208.57
利息支出	376,324.49	353,349.49	298,520.45	--
营业总收入	52,105,123.54	55,214,755.01	59,656,956.47	14,726,579.92
经营性业务利润	1,803,388.91	2,000,089.48	2,052,999.75	384,350.32
投资收益	-661.02	-85,940.61	-86,534.99	15,011.62
净利润	1,305,571.76	1,433,045.92	1,499,078.03	239,828.06
EBIT	2,056,648.04	2,193,669.11	2,191,928.33	--
EBITDA	2,451,589.92	2,613,601.20	2,636,931.69	--
经营活动产生的现金流量净额	930,808.49	2,096,378.73	1,717,303.00	-4,748,115.66
投资活动产生的现金流量净额	-126,696.41	-358,962.21	-94,453.49	25,612.02
筹资活动产生的现金流量净额	-1,469,300.72	-569,348.15	-764,396.95	2,215,445.44

财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	8.58	8.74	8.25	7.18
期间费用率(%)	4.98	4.98	4.67	4.38
EBIT 利润率(%)	3.95	3.97	3.67	--
总资产收益率(%)	--	6.27	5.86	--
流动比率(X)	1.32	1.35	1.39	1.36
速动比率(X)	1.09	1.10	1.15	1.12
存货周转率(X)	--	9.23	9.28	8.86*
应收账款周转率(X)	--	3.55	3.75	3.10*
资产负债率(%)	70.21	69.75	68.55	70.26
总资本化比率(%)	51.32	49.35	48.09	50.42
短期债务/总债务(%)	88.92	86.08	84.55	85.54
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.05	0.17	0.13	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.06	0.19	0.15	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.47	5.93	5.75	--
总债务/EBITDA(X)	4.29	4.11	4.23	--
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.28	0.28	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.51	7.40	8.83	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.47	6.21	7.34	--
FFO/总债务(X)	0.17	0.19	0.16	--

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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
	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
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款+应收款项融资调整项)
	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)
盈利能力	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
	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-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 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	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