



内部编号:2023050103

广西柳药集团股份有限公司柳药转债

跟踪评级报告

分析师: 翁斯喆 俞明强 wsz@shxsj.com
黄梦姣 曹书廷 hmj@shxsj.com

评级总监: 张明海

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

评级声明

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100033】

评级对象：广西柳药集团股份有限公司柳药转债

柳药转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA/稳定/AA/2023年5月25日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2022年5月27日

首次评级：AA/稳定/AA/2019年8月16日

跟踪评级观点

主要优势：

- 良好的外部环境。随着国家医药卫生改革逐步推进，“两票制”等政策的实施使医药流通行业集中度持续提高，医药流通行业龙头企业发展前景向好。
- 区域内行业地位稳固。柳药集团是广西壮族自治区具备现代医药物流和药品第三方物流资质的少数核心企业之一，公司在区域内行业地位突出且稳固。
- 经营业绩整体稳定。跟踪期内，柳药集团业务规模持续扩大，公司营业收入和净利润同比均有所增长。

主要风险：

- 市场竞争加剧。随着国家各项医改政策的推进，药品流通行业进入结构调整期，行业竞争激烈，两极分化日趋明显，柳药集团面临的市场竞争压力加大。
- 盈利能力受医改政策的持续影响。跟踪期内，受国家医保控费、带量采购等政策影响，柳药集团批发业务毛利率有所下滑，公司仍面临一定的经营压力。
- 应收账款规模持续较快增长。柳药集团所处医药流通行业下游账款回收期普遍较长，近年来公司业务规模扩张使得应收账款规模增长较快，公司持续面临营运资金周转压力。
- 即期偿债压力进一步加大。跟踪期内，柳药集团的债务规模随着业务规模的扩张和项目资金的投入而快速增长，且增量以短期刚性债务为主，公司面临的即期偿债压力进一步加大。
- 可转债转股不达预期风险。柳药集团可转债转股情况需持续关注，若转股情况不理想，则公司需要偿还相关债券本息，将增加公司刚性债务负担。

未来展望

通过对柳药集团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；认为上述债券还本付息安全性很高，并给予上述债券 AA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	23.24	23.11	22.03	11.60
刚性债务（亿元）	33.35	35.52	36.79	40.35
所有者权益（亿元）	43.94	45.67	48.48	49.90
经营性现金净流入量（亿元）	5.36	2.16	2.19	-10.41
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	148.08	158.75	186.07	189.06
总负债（亿元）	93.63	100.68	122.42	122.83
刚性债务（亿元）	52.97	55.73	69.38	77.22

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
所有者权益（亿元）	54.45	58.06	63.65	66.23
营业收入（亿元）	156.69	171.35	190.53	53.35
净利润（亿元）	7.82	6.41	7.59	2.70
经营性现金净流入量（亿元）	6.65	3.33	5.06	-5.42
EBITDA（亿元）	11.63	10.92	13.03	—
资产负债率[%]	63.23	63.42	65.79	64.97
权益资本与刚性债务比率[%]	102.79	104.19	91.75	85.76
流动比率[%]	155.71	155.15	148.92	152.04
现金比率[%]	48.22	44.31	38.71	26.64
利息保障倍数[倍]	7.43	6.84	6.22	—
净资产收益率[%]	15.48	11.40	12.47	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.81	3.95	5.21	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.04	0.41	1.10	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.15	8.46	7.64	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.26	0.20	0.21	—

注：根据柳药集团经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由： 无。			
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	0	
	支持理由： 无。		
主体信用级别		AA	

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据				
	总资产（亿元）	营业收入（亿元）	净资产收益率（%）	资产负债率（%）	EBITDA/利息支出（倍）
上海医药	1,981.35	2,319.81	10.20	60.63	5.72
楚昌集团	987.02	1,435.01	7.77	72.72	3.30
南京医药	316.51	502.22	12.00	78.85	4.80
发行人	186.07	190.53	12.47	65.79	7.64

注 1：上海医药全称为上海医药集团股份有限公司，楚昌集团全称为楚昌投资集团有限公司，南京医药全称为南京医药股份有限公司。

注 2：企业上海医药、南京医药为公开发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广西柳药集团股份有限公司柳药转债信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据柳药集团提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 年第一季度财务报表及相关经营数据，对柳药集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2019 年 12 月获得中国证监会发行批复，核准公司向社会公开发行面值总额 8.022 亿元的可转换公司债券。2020 年 1 月，公司发行本金 8.022 亿元的柳药转债，期限 6 年，转股期为 2020 年 7 月 22 日至 2026 年 1 月 15 日，目前转股价格为 23.39 元/股。截至 2023 年 3 月末，累计 30.40 万元（12,440 股）“柳药转债”已转换成公司股份，占可转债发行总量的 0.0379%，期末尚未转股的“柳药转债”金额为 8.01896 亿元，占可转债发行总量的 99.9621%。截至 2023 年 3 月末，公司债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
柳药转债	8.022	6 年	0.30 ¹	2020.1.16	8.022 亿元/2019 年 12 月	正常付息，尚有 8.01896 亿元未转股

资料来源：柳药集团

该公司“柳药转债”实际募集资金净额为 7.82 亿元，原主要投资于“南宁中药饮片产能扩建项目²”、“连锁药店扩展项目”和“玉林物流运营中心项目”，拟使用募集资金合计 5.42 亿元，截至 2022 年末已使用募集资金合计 1.90 亿元。2023 年 3 月，公司拟变更“南宁中药饮片产能扩建项目”的募集资金投向和投资金额，将此项目尚未使用的募集资金中 1.22 亿元用于建设“医院器械耗材 SPD 项目³”，另外 0.51 亿元募集资金继续用于“南宁中药饮片产能扩建项目”增加生产设备和配套设备投入。此外，公司募集资金中 2.40 亿元已全部用于补充运营资金。

图表 2. 本次债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划投资总额	(变更前) 拟使用募集资金金额	(变更后) 拟使用募集资金金额	截至 2022 年末已使用募集资金金额
南宁中药饮片产能扩建项目	25,000.00	23,001.96	10,801.96	5,737.72
医院器械耗材 SPD 项目	41,000.00	0.00	12,200.00	0.00
连锁药店扩展项目	25,000.00	11,220.00	11,220.00	8,152.53
玉林物流运营中心项目	20,000.00	20,000.00	20,000.00	5,137.57
补充运营资金	24,000.00	24,000.00	24,000.00	24,000.00
合计	111,000.00	78,221.96	78,221.96	43,027.82

资料来源：柳药集团

¹ 柳药转债的票面利率设定为：第一年 0.30%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。

² 截至 2022 年末，南宁中药饮片产能扩建项目部分完工投产（中药饮片生产车间和仓库已正常投产，产能约 2,000 吨）。

³ 医院器械耗材 SPD 项目同时也为公司拟非公开发行股票募投项目，项目情况详见“运营规划/经营战略”。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

2022 年以来，在政府加大医药卫生投入和居民健康消费需求升级的背景下，受益于“全民医保”、人口老龄化进程加快、疾病谱变化、慢性病需求增大、人均用药水平提高以及大众消费升级等利好因素，药品流通市场规模有所扩大；同时，以“医药分开”为导向的医改政策给药品零售业务带来巨大的增量市场。国家陆续推行“两票制”、“营改增”、“带量采购”、新版 GSP 等政策，客观上推动了药品流通行业结构调整，提升了行业的集中度。

A. 行业概况

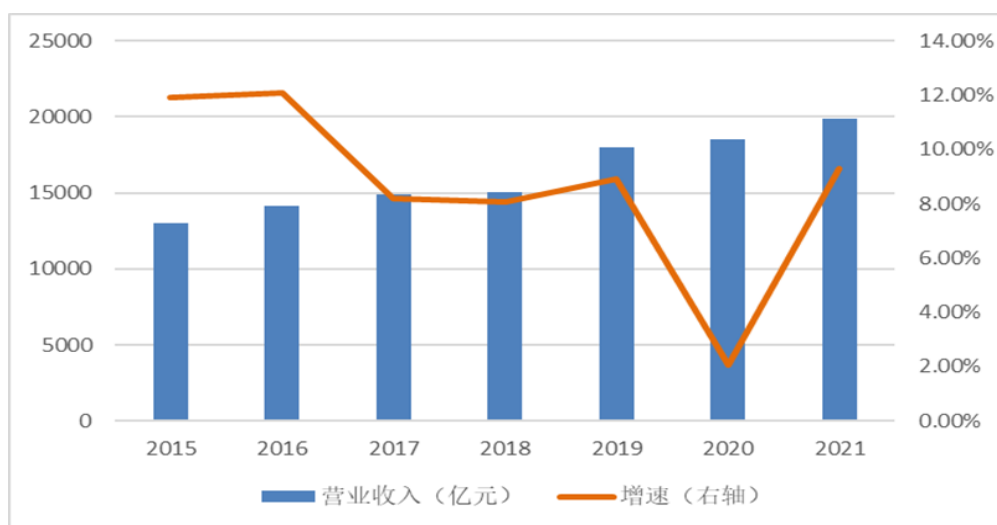
我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。

药品流通行业是连接上游医药生产企业和下游医疗机构、零售终端的重要环节。药品流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再批发给下游的医疗机构、零售药店和下游分销商等，通过交易差价及提供增值服务获取利润。药品流通企业通过规模化、专业化、现代化的物流配送体系，可以大大降低药品流通环节的成本，提高了流通效率，保障了人民的用药需求，有着巨大的社会效益。随着我国药品流通体制改革的深入，药品流通行业发展势头良好。特别是近十年来，国家加大医疗卫生投入和建立覆盖城乡居民的基本保障制度刺激了市场需求增长。两票制、带量采购等医药政策相继落地实施，互联网信息技术发展带来的居民消费习惯转变，政策与技术双向驱动，药品流通行业呈现集中度提升、渠道下沉、供应链数字化的趋势。由于人口增长，老龄化进程加快，医保体系不断健全，居民支付能力增强，人民群众日益提升的健康需求逐步得到释放，我国已成为全球药品消费增速最快的地区之一。根据国家统计局公布数据，2020~2022年我国居民人均医疗保健消费支出分别为1,843元、2,115元和2,120元，医疗保健支出占居民人均消费支出的比重分别为8.69%、8.78%和8.64%。

2021年，药品流通行业收入稳步增长，但盈利能力增速仍呈下降态势，根据商务部药品流通统计系统数据显示，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8.50%；根据中国药店数据，2021年全国七大类医药商品销售总额同比增长8.75%，其中实体零售市场销售规模同比增长3.21%，2021年医疗机构销售额和零售药店销售额占比分别为73.73%和26.27%。2021年，我国药品流通直报企业主营业务收入为19,823亿元（不含税），扣除不可比因素，同比增长9.30%；利润为453亿元，扣除不可比因素，同比增长4.40%。

2022年以来，全国药品流通市场销售规模有所扩大，2022年前三季度全国药品流通直报企业主营业务收入为14,903亿元（不含税），扣除不可比因素，同比增长6.35%，增速同比下降5.02个百分点；利润为249亿元，扣除不可比因素，同比增长4.37%，增速同比下降0.86个百分点。根据国家药品监督管理局南方医药经济研究所统计公布数据（米内网），2022年我国三大终端六大市场⁴（不含民营医院、私人诊所、村卫生室）药品销售额达17,936亿元，同比增长1.1%。其中公立医院终端、零售药店终端和公立基层医疗终端占比分别为61.8%、29.0%和9.2%。

图表 3. 我国药品流通行业销售收入及增速情况



资料来源：Wind、《中国药品流通行业发展报告》

⁴ 三大终端分别为公立医院终端、零售药店终端和公立基层医疗终端；六大市场分别为城市公立医院市场、县级公立医院市场、实体药店市场、网上药店市场、城市社区卫生中心/站市场和乡镇卫生院市场。

B. 政策环境

目前，我国药品流通市场呈现出整体分散，趋于集中的竞争格局，随着新医改的深入进行，国家出台一系列政策鼓励药品流通行业的整合。

2020年3月，国务院通过了《关于深化医疗保障制度改革的意见》，倡导进行“一票制”，其若全面施行，可能会对部分医药流通企业带来冲击，服务能力和配送网络薄弱的医药流通企业将会出局。面对行业整合加剧，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式转变。2021年1月，国务院印发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，推动药品集中带量采购常态化及医保支付的实施和新医保目录的执行，促进以量换价和终端用药结构的调整，进而推动规模化运作和成本控制。2021年10月，商务部下发《“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》，加快建立布局合理的现代医药物流服务体系，提升全国医药物流网络的服务功能；并推进“互联网+药品流通”模式，支持药品流通企业与电子商务平台融合，发展智慧物流和智慧药房等新形态。

随着互联网技术的发展，医药电商销售成为医药零售的重要销售模式之一。近年，国家不断规范互联网诊疗和互联网医院的准入和执业管理机制，并在医保方面进一步完善了“互联网+”医疗服务价格和医保支付方式。2021年以来，随着药品集中带量采购政策的实施、互联网医院配送模式兴起与医药电商业务的快速增长，以及医药物资供应保障任务，药品流通企业在物流网络布局、冷链管理尤其是疫苗配送、仓储拆零拣选、运输调度、终端配送服务等方面加快物流技术和管理水平升级，特别是加快对冷链业务的战略布局。未来的医药电子商务不仅包括医药流通环节各企业间的网上交易，同时还包括零售药、医药流通企业对消费者的网上零售，将成为医药流通行业新的增长点。

整体看，未来在政策驱动下药品流通市场竞争将更加激烈，行业内企业的两极分化或将日益明显。大型药品流通企业占行业整体业务量的比重有望逐年提升，业务增速将高于行业平均水平；规模小、渠道单一的药品流通企业将难以为继。各项医改政策推行均有助于规范药品流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型药品流通企业有望受益。

C. 竞争格局/态势

行业竞争来看，根据国家药品监督管理局于2022年12月发布的《药品监管管理统计年度报告（2021年）》，截至2021年末，我国共有《药品经营许可证》持证企业60.97万家。其中，批发企业1.34万家，零售连锁总部6,696家，零售连锁门店33.74万家，单体药店25.23万家。

我国药品流通市场的集中度相对较低，带来了恶性竞争、无序经营的状况，直接导致我国药品流通企业经营效率低下，从政策和行业发展现状来看，整合是未来主要发展趋势。目前，我国已形成了“全国性龙头+区域性龙头”的药品流通市场格局，其中4家全国性龙头分别为国药控股、华润医药、上海医药和九州通集团。该公司是广西壮族自治区区域性医药流通龙头企业，在2021年药品批发企业主营业务收入排名中，柳药集团位列第16位，较上年下降1位；在药品零售企业销售总额排名中，柳药集团旗下的柳州桂中大药房连锁有限责任公司（简称桂中大药房）位列第12位，较上年上升2位。目前，广西壮族自治区区域性医药商业流通主要以公司和国药集团为主，合计占据自治区内大部分市场份额，两者之间竞争较为激烈。此外近年来华润医药、九州通等全国性医药流通企业纷纷进驻广西市场，未来竞争压力将进一步加大。

总体看，随着国家各项医改政策的推进，药品流通市场竞争将更加激烈，药品流通行业格局将进一步调整，两极分化日趋明显。全国性药品流通企业跨区域并购将进一步加快，区域性药品流通企业也将加速自身发展；规模小、渠道单一的药品流通企业将难以为继，行业集中度将进一步提高。

D. 风险关注

药品流通行业风险主要来自：（1）医改政策陆续出台对药品流通企业经营形成挑战；（2）由于药品关系到国计民生，行业内企业面临持续的合规经营与药品质量管理风险；（3）作为资金密集型的药品流通行业，账期普遍较长，企业面临较大的营运资金周转压力；（4）药品流通市场竞争明显加剧。

2. 业务运营

该公司是广西壮族自治区医药流通领域龙头企业，经营资质完备。跟踪期内，公司经营品类继续增加，销售渠道进一步完善，公司业务规模持续扩大，整体盈利能力有所回升，但受医改政策影响，整体毛利率继续下滑。需持续关注医保控费、带量采购等政策对公司批发业务的影响。

该公司主要在广西壮族自治区从事药品、医疗器械等医药产品的批发及零售业务。跟踪期内，公司经营规模保持扩张态势，2022年及2023年第一季度分别实现营业收入190.53亿元和53.35亿元，同比分别增长11.19%和10.83%。从收入结构来看，公司医药流通主业突出，其中批发业务收入较大，占主营业务收入的比重超过80%；零售业务受调整门店品种结构的影响，收入规模小幅波动。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心区域	业务的核心驱动因素
医药流通	广西壮族自治区	规模/渠道/资质/资本

资料来源：柳药集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计	156.69	171.35	190.53	53.35	48.14
其中：医药流通营业收入	151.53	165.28	181.90	50.75	46.59
在营业收入中所占比重	96.71	96.46	95.47	95.12	96.79
其中：（1）批发业务收入	126.66	138.02	153.16	44.24	39.72
在医药流通业务收入中所占比重	83.58	83.50	80.39	82.92	85.26
（2）零售业务收入	24.88	27.26	28.73	6.51	6.87
在医药流通业务收入中所占比重	16.42	16.50	15.08	12.20	14.74
毛利率	12.44	11.42	11.51	12.07	12.11
其中：医药流通业务	11.03	9.78	9.65	10.30	10.60
其中：（1）批发业务	8.63	7.88	7.68	8.74	9.02
（2）零售业务	23.25	19.41	20.15	20.92	19.75

资料来源：柳药集团

A. 医药流通

规模和资质

该公司是广西壮族自治区医药流通领域龙头企业，具有广西壮族自治区药品监督管理局、柳州市市场监督管理局等部门颁发的《药品经营许可证》、《药品经营质量管理规范（GSP）认证证书》、《药品现代物流企业确认件》、《医疗器械经营许可证》、《第二类医疗器械经营备案凭证》、《麻醉药品、第一类精神药品运输证明》、《食品经营许可证》、《道路运输经营许可证》、《互联网药品信息服务资格证书》和《辐射安全许可证》等资质，经营资质完备。

该公司经营模式为从上游供应商采购商品，经过公司的验收、存储、分拣、物流配送等环节，销售给下游客户。多年来公司在区域市场积累了丰富的医药商业运作经验、资源和品牌知名度，2021年在全国药品批发企业主营业务收入排名中位列第16位、子公司桂中大药房在全国药品零售企业销售总额排名中位列第12位。

该公司经营品类齐全，涵盖各类药品、医疗器械、耗材和检验试剂等，2022年新增经营品规7,100多个，期末公司经营品规合计约70,000多个，基本覆盖了医院的常规用药和新特用药。受益于医院端的销售规模增加，2022年及2023年第一季度公司医药流通业务收入分别为181.90亿元和50.75亿元，

同比分别增长 10.05%和 8.93%；受带量采购等医改政策的影响，医院端药品降价导致占收入比重较大的批发业务毛利率下降，同期医药流通业务毛利率分别同比下降0.13个百分点和0.30个百分点至9.65%和 10.30%。

渠道建设

采购方面，该公司药品、医疗器械采购由采购供应部统一负责。跟踪期内，公司继续加强对上游供应商的服务，加之“两票制”的实施使得公司的渠道优势、客户资源优势和服务优势进一步凸显，公司获得上游配送权的能力持续提升。2022 年以来，公司加大对创新药、罕见病用药和器械耗材、检测试剂品种的引进，2022 年新增上游供应商 661 家，截至 2023 年 3 月末，公司上游供货商超过 5,000 家，公司与大部分全国医药工业百强企业，以及辉瑞、罗氏、阿斯利康等国际知名外资/合资制药企业保持良好的业务合作关系，公司基本上为其在广西区域内的一级经销商，2022 年公司新增独家代理品种 52 个。从采购集中度来看，2022 年公司向前五名供应商采购额合计占比 7.08%，较上年下降 2.00 个百分点。

该公司针对销售渠道的不同，采购模式上略有差异。“医疗机构销售”模式下，公司根据医疗机构的订单向药品生产企业订货。“商务终端”模式下，公司按照“以销定购”的采购原则，根据公司的销售计划、市场调查和分析所掌握的市场需求信息以及仓储情况及计算机库存限额报警，综合考虑制定采购计划。从货款结算方式看，2022 年公司采购货款账期保持稳定，除部分“独家药品”需预付货款，其余均为货到后 45 天或 60 天付款。从库存管理情况看，公司常销品种必备库存基本保持 1 个月的可销售量，并随销售随时补货；临时采购计划需各销售部门申请并经审批后进行采购，一般区内 7 天、区外 10 天内采购完毕。

销售方面，该公司药品、医疗器械销售渠道主要分为批发和零售，以批发业务为主，分为医疗机构销售和商业终端两类；零售业务主要由全资子公司桂中大药房负责，近年来公司加快零售业务的布局 and 专业化团队建设，并积极推进 DTP 药店⁵业务。

图表 6. 批发的业务模式分类介绍

业务模式	简介
医疗机构销售	是指公司作为上游供应商的配送商，面向各级医院，包括城市规模以上及医疗机构以及县乡基层医疗卫生机构、卫生院和城镇社区卫生服务中心等提供配送服务。
商务终端	是指公司作为上游供应商的经销商，将采购的商品销售给其他医药流通企业、连锁药店、个人药店、个体诊所等非公立医疗机构。

资料来源：柳药集团

a) 批发

该公司药品、医疗器械主要通过批发渠道进行销售，2022 年及 2023 年第一季度公司批发业务收入分别为 153.16 亿元和 44.24 亿元，同比分别增长 10.98%和 11.38%，同期批发业务毛利率分别为 7.68%和 8.74%，同比分别下降 0.20 个百分点和 0.28 个百分点，2022 年以来带量采购、医保控费等医改政策继续实施，医院端药品降价明显，持续对批发业务毛利率产生较大影响。

根据终端销售对象和渠道的不同，该公司将批发业务分为医疗机构销售和商务终端两类，2022 年及 2023 年第一季度，医疗机构销售收入占批发业务收入的比重分别为 91.28%和 91.21%，占公司营业收入比重分别为 73.38%和 75.64%；公司商业终端收入占比相对较小。跟踪期内，公司凭借品种和渠道优势，以及医疗器械和检验试剂品种销售规模扩大，推动批发业务收入进一步增长，其中 2022 年及 2023 年第一季度医疗机构销售收入同比分别增长 11.06%和 9.92%至 139.81 亿元和 40.35 亿元，同期商业终端收入分别为 13.35 亿元和 3.89 亿元，同比分别增加 10.15%和 29.24%。

⁵ DTP (Direct to Patient) 药店，核心产品是新特药和高价值药，主要是医院或医院附近的药店，在药品销售的基础上配备专业的药师进行药品咨询等附加服务。

图表 7. 公司批发业务收入分类情况（单位：亿元）

分类	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年第一季度	2022 年第一季度
医疗机构销售	115.88	125.89	139.81	40.35	36.71
商务终端	10.78	12.12	13.35	3.89	3.01
合计	126.66	138.01	153.16	44.24	39.72

资料来源：柳药集团

该公司批发业务收入以医疗机构销售为主，占比约 90%，商务终端占比较小。公司医疗机构销售业务主要面向广西壮族自治区内二级、三级规模以上医院，并且基本实现自治区内业务全覆盖，其中二级以上医院覆盖率达 100%。公司与各大医院签订《购销合同》，根据其订单进行发货，但回款账期较长，一般为 4-6 个月，对公司资金形成较大占用。公司商务终端业务主要面向其他医药流通企业、个体诊所等非公立医疗机构及其他医药分销商，与其建立配送关系后根据订单发货，货款账期在 1~3 月左右。由于下游分销商数量较多且规模较小，公司商业终端业务回款风险相对较大且利润低，近年来公司持续加强商业终端业务回款风险控制，2022 年及 2023 年第一季度未产生实际坏账。

在医药物流网络建设方面，该公司持续在区内布局物流建设，随着玉林物流运营中心项目的竣工并投入使用，公司已形成以南宁、柳州、玉林三大物流基地为核心，以桂林、百色、梧州等主干城市作为配送节点，形成覆盖 200 公里自送半径并延伸至 400 公里的配送能力，建立起全面辐射自治区 14 个地级市的高效物流配送网络。2019 年，公司建成“医院供应链延伸服务项目一期”⁶和“医疗器械、耗材物流配送网络平台”项目⁷并投入使用，合计投资 6.96 亿元，资金来源于 2016 年非公开发行的募集资金，进一步加强了公司的营销配送网络布局和下沉力度，有助于推动城乡一体化配送及区域集中配送模式实现。此外，公司通过搭建药械供应链管理平台、合理用药平台、处方流转平台等信息系统应用，持续开展医院供应链延伸项目、器械耗材 SPD 项目、检验试剂集约化管理等增值服务，稳固与中高端医院客户的关系。2022 年多家医疗机构签订物流延伸项目合作协议，目前公司开展供应链增值服务项目的合作医院合计超过 100 家。

未来，该公司将继续积极推进现代物流延伸服务，探索和发展医药电子商务、第三方物流业务等新商业模式，与现有的三大物流中心构建医药物流平台，进一步发挥物流平台与分销网络的协同效应。

b) 零售

该公司药品零售业务经营实体是桂中大药房及其子公司，旗下药店品牌包括“桂中大药房”、“新友和”和“永和堂”等。2018 年 6 月，为拓展公司在南宁市主城区核心地段的的市场，公司在桂中大药房旗下设立孙公司广西新友和古城大药房有限责任公司（简称新友和），并收购了广西友和古城大药房有限责任公司（简称旧友和）所持的 39 家门店资产。2019 年 1 月，桂中大药房与广西荣和堂医药连锁有限公司（简称荣和堂）共同投资设立控股孙公司广西永和堂医药连锁有限责任公司（简称永和堂），并收购荣和堂旗下 17 家门店资产，以拓展贺州市场。2020 年 4 月，永和堂更名为贺州桂中大药房连锁有限责任公司。

跟踪期内，该公司优化零售药店布局。截至 2022 年末，公司在广西地区共拥有 736 家直营门店，较上年末新增门店 21 家、关闭门店 24 家，其中 667 家为医保定点零售药店，较上年末增加 42 家。此外，在近年医院“药品占比”、“零加成”的要求日趋严格以及“处方外流”的逐步推进的背景下，公司通过在医院内部及周边开设自费药店和便民药店，持续推进 DTP 药店业务，其主要经营高价值药品和自费药品，2022 年末公司共开设 174 家 DTP 药店，较上年末增加 62 家。2022 年公司 DTP 业务销售收入（含税）为 18.74 亿元，同比增长 3.27%。

⁶ “医院供应链延伸服务项目一期”系在自治区内 15~20 家三甲医院和 30~50 家二甲医院实施，项目主要是通过构建从药品、器械供应商到医院的供应链平台，实现工业企业、流通企业和医院三方的物流信息共享，项目通过帮助医院提供增值服务，加强对医院用药情况、库存情况的反应能力，进一步巩固与医院的合作关系，提高药品配送份额和提升议价能力。

⁷ “医疗器械、耗材物流配送网络平台”项目主要是对公司南宁物流中心物流设施进行完善。

图表 8. 公司直营门店数量变动情况（单位：个）⁸

品牌	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
“桂中大药房”	621	639	635	637
“新友和”	62	56	56	56
“永和堂”	17	16	16	16
“北海民康”	8	10	10	10
其他	—	18	19	20
合计	708	739	736	739

资料来源：柳药集团

新型零售方面，该公司借助零售门店覆盖面广和客户资源等优势，进一步发展互联网医疗服务与网上药店、第三方配送平台、“桂中到家”平台与实体门店服务衔接的新型零售模式。2022 年末，桂中大药房已与 20 多家核心医疗机构开展处方外延项目，在柳州、南宁等 4 个城市建立了对接实体医疗机构与互联网医疗服务平台的 APP 客户端。

2022 年，该公司优化零售药店布局并推动网上药店等创新业务的发展，加之年末零售端客户需求大幅增长，公司零售业务收入同比增长 5.39%至 28.73 亿元；2023 年第一季度，由于公司减少毛利较低处方类针剂品种的销售，零售业务收入减少 5.24%至 6.51 亿元。2022 年及 2023 年第一季度，公司零售业务毛利率分别为 20.15%和 20.92%，同比分别上升 0.74 个百分点和 1.17 个百分点，主要系调整零售药店品种结构所致。总体看，公司零售板块经营状况整体稳定。

资本方面

受业务模式影响，该公司主业下游回款周期普遍较长，应收环节持续占用较大资金，加之日常备货需求等，随着公司业务规模的不断拓展，对流动资金需求相应增加。近年来公司融资主要依赖债务融资，同时作为上市公司，公司也具备一定资本市场直接融资能力。近年来公司获得的金融机构授信规模不断扩大，2023 年 3 月末，公司获得的授信额度 106.87 亿元。同时，公司可通过发行债券或者非公开发行股票等方式融入资金。公司近年来融资成本适中，近年来综合融资成本保持在 3.48%-4.63%之间。

B. 其他

近年来，该公司向上游医药制造业进行拓展，开展药品研发和生产业务。跟踪期内，公司医药工业业务规模继续扩大，2022 年及 2023 年第一季度公司医药工业业务收入分别为 7.97 亿元和 2.46 亿元，同比分别增长 48.50%和 81.29%。但由于低毛利的常规药品、中药饮片品种销售量增加，医药工业毛利率有所下降，同期分别为 48.82%和 44.81%，同比分别下降 5.13 个百分点和 10.20 个百分点。2022 年公司持续加大在医药行业板块的产品技术研发投入，完成饮片加工技术、质量检测技术等 7 项专利申报，目前拥有专利 30 项。

该公司中药饮片生产和销售主要经营主体为全资子公司广西仙茱中药科技有限公司（简称仙茱中药科技），目前中药饮片产能为 5,000 吨/年。仙茱中药科技主要是采购各类中药原料进行加工包装销售，截至 2022 年末，经营中药饮品品种 1,100 多种，产品品规 8,000 多个，2022 年推出了陈皮、燕窝等多款主打精致饮片产品。2021 年南宁中药饮片产能扩建项目部分厂房完工投产后产能释放效果整体较好，2022 年产能利用率增至 83.27%。仙茱中药科技上游供应商主要为产地农户、产地合作社和医药公司等，销售对象主要为医药商业企业、医院及药厂等，依托公司销售渠道优势，销量同比增长 31.44%至 3,273.90 吨；但因市场需求增加，公司为增加部分产品的库存储备，产量同比大幅增长 74.19%至 4,163.71 吨，导致产销率同比下降 25.58 个百分点至 78.63%。2022 年，仙茱中药科技销售规模扩大带动营业收入增长较快，当年营业收入同比增长 91.23%至 4.34 亿元，净利润同比增长 105.87%至 0.81 亿元。

⁸ 其中 2020 年及之前桂中大药房数据中含医大药房，2021 年起拆分至其他。

图表 9. 仙荣中药科技中药饮片产销情况（单位：吨/年，吨）

年份	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2020 年	1,500	2,194.92	146.33%	2,037.96	92.85%
2021 年	5,000	2,390.30	47.81%	2,490.84	104.21%
2022 年	5,000	4,163.71	83.27%	3,273.90	78.63%

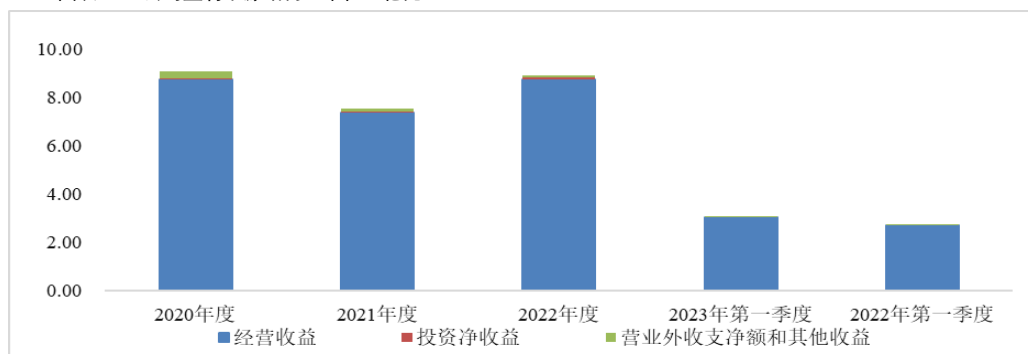
资料来源：柳药集团

该公司于 2016 年 3 月与广西医科大学制药厂合资成立广西医大仙晟生物制药有限公司（简称仙晟制药）进行中成药、制剂生产和销售，目前公司和广西医科大学制药厂分别持股 70%和 30%。该业务的经营主体为仙晟制药的下属子公司广西康晟制药有限责任公司⁹（简称康晟制药），康晟制药于 2019 年 1 月取得 GMP 证书，其制药生产线于 2019 年 3 月投入运营，其生产剂型包括中成药片剂、颗粒剂、丸剂、胶囊剂等。截至 2022 年末，康晟制药生产中成药片剂、颗粒剂、丸剂、胶囊剂等 6 个剂型共近 150 个品种。2022 年，康晟制药开展肾福康胶囊、舒血宁胶囊和蛭血通胶囊等制剂产品生产，并且开展了消毒类产品的研发，进行 84 消毒液产品的生产，后续还将陆续推出碘伏消毒液、珍珠软膏等其他消毒产品。2022 年康晟制药营业收入同比增长 19.81%至 0.81 亿元，净利润同比增长 55.37%至 773.10 万元。

2018 年 9 月，该公司出资 7.16 亿元收购广西万通制药有限公司（简称万通制药）60%的股权，形成商誉 6.68 亿元。万通制药主要生产中成药，主要产品为复方金钱草颗粒和万通炎康片（胶囊），其产品具有较高的市场认可度。受益于 2021 年新颗粒剂生产线完工投产，复方金钱草颗粒和万通炎康片销售额实现大幅增长，2022 年分别同比增长 77.44%和 8.87%。此外，2022 年万通制药还推出祛瘀健脾茶、安宫牛黄丸和六味丸等新产品，并开展万通炎康片（胶囊）等核心产品在肺炎、咽喉炎等领域的抗菌消炎、抗病毒等适应症研究。受益于部分产品销售额增长，2022 年万通制药实现营业收入 2.80 亿元，同比增长 20.52%，净利润为 1.05 亿元，同比增长 6.44%。

（2）盈利能力

图表 10. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据柳药集团所提供数据绘制。

从收益结构看，该公司盈利基本来源于经营收益。2022 年及 2023 年第一季度，公司实现经营收益分别为 8.75 亿元和 3.05 亿元，同比分别增长 18.56%和 13.84%；营业外收支净额和其他收益合计分别为 0.08 亿元和 0.03 亿元，公司营业外收入和其他收益主要为少量的政府补助，营业外支出主要为公益性的对外捐赠。同期投资净收益分别为 0.07 亿元和 8.24 万元，主要是购买理财产品产生的收益。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	156.69	171.35	190.53	53.35	48.14

⁹ 仙晟制药不具有药品生产资质，因此通过收购康晟制药获得药品生产资质。康晟制药为医大制药厂于 2018 年 11 月设立的子公司，2019 年 1 月由仙晟制药收购，可生产医大制药产研发的产品。

公司营业利润结构	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业毛利（亿元）	19.49	19.56	21.92	6.44	5.83
期间费用率（%）	6.46	6.56	6.28	5.32	5.27
其中：财务费用率（%）	1.17	1.19	1.16	0.89	0.84
全年利息支出总额（亿元）	1.43	1.29	1.71	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	—	—	—	—	—

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

2022 年及 2023 年第一季度，该公司实现营业毛利分别为 21.92 亿元和 6.44 元，同比分别增长 12.06% 和 10.53%；同期综合毛利率分别为 11.51% 和 12.07%，同比分别上升 0.09 个百分点和下降 0.04 个百分点，整体较为稳定，公司盈利能力在医药流通行业处于中等水平。

从费用支出情况看，随着经营规模的扩大，该公司期间费用持续增长，2022 年及 2023 年第一季度分别为 11.96 亿元和 2.84 亿元，同比分别增长 6.42% 和 11.95%；期间费用率分别为 6.28% 和 5.32%，同比分别下降 0.28 个百分点和上升 0.05 个百分点。其中，管理费用分别为 4.17 亿元和 1.13 亿元，同比分别增长 1.19% 和 15.97%，2023 年第一季度同比增长较多主要是公司支付的职工薪酬等增加所致；研发费用分别为 0.26 亿元和 0.08 亿元，同比分别大幅增长 38.62% 和 88.82%，主要是仙荣中药科技和万通制药等研发新产品投入增加所致；销售费用分别为 5.34 亿元和 1.16 亿元，同比分别增长 9.00% 和 3.25%，主要是销售人员职工薪酬等费用增加所致；财务费用分别为 2.20 亿元和 0.48 亿元，同比分别增长 7.86% 和 18.58%，主要是债务规模扩大使得利息支出增加所致。从资产减值情况看，同期公司信用减值损失分别为 0.51 亿元和 0.44 亿元，主要是应收账款规模持续扩大，计提的相关坏账准备。

图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
投资净收益	458.83	199.28	741.17	8.24	14.14
营业外收入与其他收益	3,657.73	1,874.59	1,121.20	357.91	265.56
其中：政府补助	3,388.98	1,700.09	1,085.58	264.70	239.74

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

该公司投资净收益规模小，2022 年及 2023 年第一季度分别为 741.17 万元和 8.24 万元，主要是公司购买理财产品产生的收益。营业外收入与其他收益主要来源于政府补助，同期公司获得政府补助分别为 1,085.58 万元和 264.70 万元。整体看，跟踪期内公司主业盈利能力有所提升，带动营业利润和净利润实现增长，2022 年及 2023 年第一季度公司营业利润同比分别增长 18.19% 和 14.07% 至 8.90 亿元和 3.09 亿元，净利润同比分别增长 18.39% 和 17.04% 至 7.59 亿元和 2.70 亿元。

（3）运营规划/经营战略

未来，该公司坚持立足大健康产业，继续以行业规范化、集约化、数字化发展为契机，推动传统业态数字化转型，有效整合批发、零售渠道资源，推动智慧医药供应链服务和医药“新零售”服务落地，夯实核心业务发展根基。在品种方面，在创新药代理营销和器械耗材、检验试剂市场快速突破，同时以构建中药全产业链为基础，做大做强医药工业业务，提升产品附加值，发挥商业渠道优势加快自品种的市场拓展。此外，发展第三方医药物流、中药代煎煮等配套服务产业，构建完善公司医药大健康体系，实现企业由传统单一的配送商向综合性医药产品和智慧医药服务供应商转型，在巩固公司区域医药流通领域龙头地位的同时将柳药工业体系打造成为全国知名医药制造品牌。

在项目投资方面，该公司本部及子公司有一定规模在建和拟建项目，主要包括武鸣宿舍及车间扩建改造、医院器械耗材 SPD 项目等，预计总投资金额合计 11.94 亿元，资金来源以非公开发行股票和柳药转债的募集资金为主，截至 2023 年 3 月末已投入 2.067 亿元，预计 2023 年 4~12 月、2024 年和 2025 年分别计划投资 4.71 亿元、3.61 亿元和 1.56 亿元。

2023年4月，该公司发布《2023年度向特定对象发行A股股票预案》，拟向不超过35名（含35名）符合中国证监会规定条件的特定对象发行数量不超过108,668,493股（含本数）A股股票，拟募集资金总额不超过100,000.00万元（含本数）。募集资金拟投资于医院器械耗材SPD项目（2.88亿元）、健康产业园项目之中药配方颗粒生产及配套增值服务项目（一期）（1.12亿元）、柳州物流运营中心项目（2.00亿元）、信息化建设项目（1.00亿元）和补充流动资金（3.00亿元）。

图表 13. 公司主要在建/拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资额	计划投资额			预计完工时间	资金来源
			2023年4~12月	2024年	2025年		
在建项目合计	1.54	0.017	0.67	0.85	—	—	—
其中：武鸣宿舍及车间扩建改造	0.04	0.014	0.02	—	—	2023年	自有资金
柳药玉林中药产业园项目二期工程	1.50	0.003	0.65	0.85	—	2024年	自有资金
拟建项目合计	10.40	2.05	4.04	2.76	1.56	—	—
其中：医院器械耗材SPD项目	4.10	—	1.64	1.44	1.03	2025年	柳药转债募集资金1.22亿元、非公开发行募集资金2.88亿元、自有资金
健康产业园项目之中药配方颗粒生产及配套增值服务项目（一期）	3.30	2.05 ¹⁰	0.74	0.36	0.15	2025年	非公开发行募集资金1.12亿元、自有资金
柳州物流运营中心项目	2.00	—	1.28	0.64	0.08	2025年	非公开发行募集资金2.00亿元
信息化建设项目	1.00	—	0.38	0.32	0.30	2025年	非公开发行募集资金1.00亿元

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

其中，医院器械耗材SPD项目由该公司本部实施，项目计划总投资4.10亿元，拟使用柳药转债募集资金1.22亿元和非公开发行募集资金2.88亿元，用于搭建器械耗材SPD管理平台，并将医院器械耗材仓库改造升级为SPD中心库，以及配置专业器械耗材智能管理设备等，投资建设期3年。截至2023年3月末，该项目处于项目备案和环评手续（如需）的准备过程。项目收入来源于器械配送及平台服务费，正式运营后预计年均营业收入为20.22亿元。

健康产业园项目之中药配方颗粒生产及配套增值服务项目（一期），由该公司本部及子公司仙荣制药实施，项目计划总投资3.30亿元，拟使用募集资金1.12亿元，用于综合楼装修及部分设备购置等，投资建设期6年。项目收入来源于销售中药产品，正式运营后预计年均营业收入为11.95亿元。

柳州物流运营中心项目由该公司本部实施，项目计划总投资2.00亿元，拟全部使用募集资金，用于建设总部办公大楼和仓库、购置办公及物流设备软件等，投资建设期3年。项目建成后不产生直接的经济效益。

信息化建设项目由该公司本部及子公司桂中大药房实施，项目计划总投资1.00亿元，拟全部使用募集资金，用于中心机房扩容改造和硬软件设备投入，投资建设期3年。项目建成后不产生直接的经济效益，有利于提升公司运营管理效率及降低经营成本。

管理

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，朱朝阳仍为公司第一大股东和实际控制人。公司建立了较为规范的公司治理结构，跟踪期内进一步完善公司章程、内部治理和内控体系。

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，朱朝阳仍为公司第一大股东和实际控制人。截至2023年3月末，公司第一大股东朱朝阳持有公司27.89%的股份，其持有的股份中38.60%用于质押，质押筹资金

¹⁰健康产业园项目之中药配方颗粒生产及配套增值服务项目（一期）系健康产业园项目（又名洛维园区项目）的子项目，截至2023年3月末，其累计已投资额包括洛维园区项目已投资额2.05亿元（洛维园区项目生产车间、仓库和综合楼的建设已完成，并购置了主要的生产设备）。

要用于认购公司非公开发行股票、为员工持股计划提供借款支持以及个人资金周转。

该公司已制定了涵盖了业务运营各环节、财务、投融资以及对外担保等方面的内部控制制度，以规范业务运营、控制经营管理风险及保障资金安全。跟踪期内，公司进一步完善公司章程、各项内部管理制度和内控体系，并持续提高公司治理水平。高管变动方面，2023年3月，公司完成第五届董事会、第五届监事会股东代表的换届选举，非独立董事仍为朱朝阳、唐春雪、陈洪和张华；独立董事由CHEN, CHUAN、钟柳才和陈建飞变更为陶剑虹、黄言茂和马念谊；监事会主席仍为股东代表陈晓远，股东代表监事由莫晓萍变更为吴晓彤，职工代表监事仍为梁震；此外聘任曾祥兴为副总裁，财务总监由苏春燕变更为曾祥兴。其他高管无变动，董事、监事和高管团队总体有所变动。

近年来，该公司的关联交易均为合并范围内的关联担保。截至2022年末，公司本部作为担保方，为子公司广西南宁柳药药业有限公司和桂中大药房等提供担保金额合计21.66亿元；公司本部作为被担保方，朱朝阳先生为公司本部担保金额合计0.66亿元。

根据该公司提供的2023年4月4日、10日和13日《企业信用报告》所载，公司本部和核心子公司不存在欠贷、欠息情况。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息查询结果，跟踪期内未发现公司存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，随着业务规模扩大，该公司资金需求持续增加，债务规模增长较快，负债经营程度在行业中仍处于中等水平。公司刚性债务主要集中在短期且增长较快，即期债务压力加大。公司营运周期总体较长，在应收款、存货环节沉淀资金量大，随着业务规模的扩大，将进一步增加公司营运资金周转压力。但同时，公司经营性现金流状况较好，且拥有一定规模的非受限货币资金，可为债务偿付提供基本保障。

1. 数据与调整

中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2022年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006版）及其补充规定，以及财政部2014年以来发布的多项具体会计准则和报告格式修订通知。公司2023年一季报未经审计。

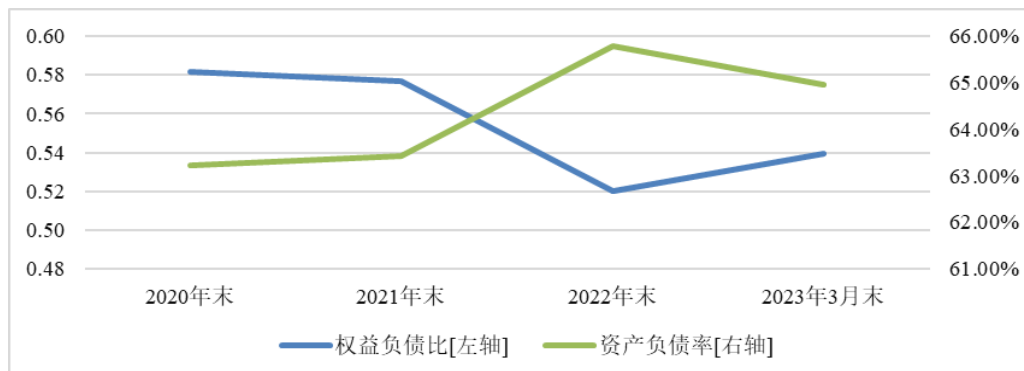
截至2022年末，该公司合并范围子公司22家，较上年末新增1家，减少2家；其中新增并表子公司为广西自贸区柳药药业有限公司（注册资本200万元，持股比例100%，主营药品批发），减少并表子公司为广西坤健医疗管理有限公司（公司将持有其100%股权转让给张紫军）和广西仙荣中药有限公司（简称仙荣中药，公司将持有其100%股权划转至子公司仙荣中药科技）。

截至2022年末，该公司合并范围孙公司22家，较上年末新增6家，其中划转1家（仙荣中药），新设立5家，分别为河池桂中大药房有限责任公司、梧州桂中大药房有限责任公司（注册资本均为50.00万元，持股比例均为100.00%，主要经营药品批发）、广西仙荣道地药材有限责任公司（注册资本为200万元，持股比例为100.00%，主要经营中药材购销）、广西柳药安盛医疗器械有限公司和广西柳药盛江医疗器械有限公司（注册资本均为1,000.00万元，持股比例均为100.00%，主要经营医疗器械生产）。2023年1~3月，公司合并范围较2022年末未发生变化。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势



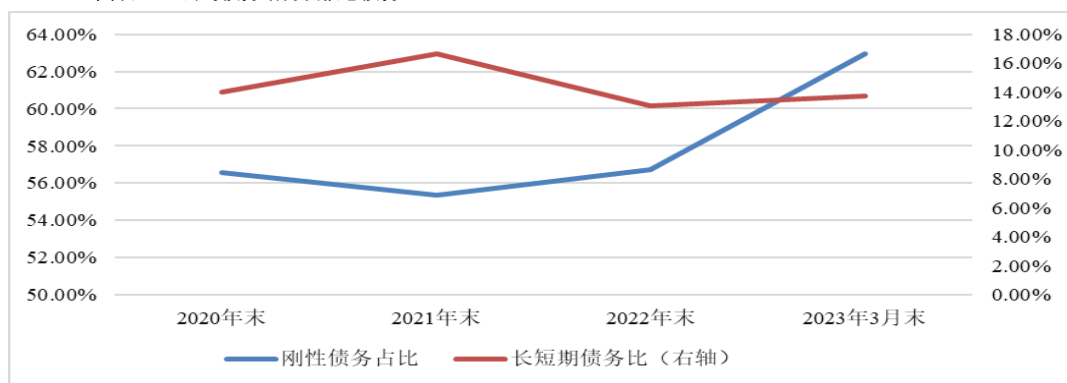
资料来源：根据柳药集团所提供数据绘制。

跟踪期内，主要随着经营积累的增加，该公司净资产规模继续增长，2022年末及2023年3月末公司所有者权益分别为63.65亿元和66.23亿元，分别较上年末增长9.63%和4.05%。2022年末，公司实收资本为3.62亿元，资本公积¹¹略增至19.80亿元，两者合计占净资产比重为36.80%；同期未分配利润为32.36亿元，较上年末增长19.48%，占净资产比重为50.83%。2022年度公司拟以利润分配实施公告确定的股权登记日的公司总股本为基数，向全体股东每10股派发现金股利人民币5.08元(含税)，后续公司分红情况需持续关注。2022年“柳药转债”新增转股数量3,472股，期末减少其他权益工具1.58万元至1.53亿元。

跟踪期内，该公司债务规模随业务规模的扩大而增长，2022年末及2023年3月末负债总额分别为122.42亿元和122.83亿元，分别较上年末增长21.58%和0.33%；资产负债率分别为65.79%和64.97%，分别较上年末上升2.37个百分点和下降0.82个百分点，公司负债经营程度整体有所上升，目前在行业中尚处于中等水平。同期末，公司权益负债比分别为0.52倍和0.54倍，整体保持稳定。

(2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020年末		2021年末		2022年末		2023年第一季度末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
刚性债务	52.97	56.57	55.73	55.35	69.38	56.68	77.22	62.87
应付账款	27.75	29.64	28.88	28.69	36.25	29.61	29.92	24.36

¹¹ 2022年末，公司限制性股票激励计划减少资本公积14.34万元，公司发行的柳药转债转股增加资本公积7.75万元，本期收购少数股东股权增加资本公积92.14万元。

核心债务	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年第一季度末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
其他应付款	8.88	9.49	8.83	8.77	8.97	7.33	9.31	7.58

资料来源：根据柳药集团所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司主要开展药品、医疗器械等医药产品的流通业务，对流动资金的需求大，负债结构以流动负债为主，2022 年末及 2023 年 3 月末长短期债务比分别为 13.06%和 13.72%。

从债务构成看，该公司的负债以刚性债务和应付账款为主。2022 年末及 2023 年 3 月末刚性债务占负债总额的比重分别为 56.68%和 62.87%，其中以短期刚性债务为主。公司应付账款主要为应付药品、医疗器械采购款，同期末余额分别为 36.25 亿元和 29.92 亿元。此外，同期末其他应付款余额分别为 8.97 亿元和 9.31 亿元，近年来变化不大，2022 年末主要是业务代理保证金为 8.52 亿元。

图表 16. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第一季度末
短期刚性债务合计	44.35	46.29	59.70	66.95
其中：短期借款	27.72	27.11	29.96	33.35
应付票据	16.64	19.15	29.01	33.52
一年内到期的长期借款	—	—	0.66	—
其他短期刚性债务	—	0.04	0.07	0.08
中长期刚性债务合计	8.61	9.43	9.68	10.27
其中：长期借款	1.98	2.46	2.38	3.06
应付债券	6.63	6.97	7.30	7.22
综合融资成本（年化，%）	3.63	3.48	4.63	3.86

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理

跟踪期内，该公司刚性债务规模持续增长，2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 69.38 亿元和 77.22 亿元，较上年末分别增长 24.50%和 11.30%。公司刚性债务以短期刚性债务为主，同期末短期刚性债务占比分别为 86.05%和 86.69%。公司短期刚性债务由短期借款和应付票据构成，其中短期借款分别为 29.96 亿元和 33.35 亿元，分别较上年末增长 10.51%和 11.30%；应付票据主要为应付药品、医疗器械货款，同期末余额分别为 29.01 亿元和 33.52 亿元，分别较上年末增长 51.54%和 15.54%，其中 2022 年末大幅增长主要系办理汇票结算货款增加所致。公司中长期刚性债务由长期借款和应付债券构成，其中长期借款分别为 2.38 亿元和 3.06 亿元，分别较上年末减少 3.25%和增长 28.36%，其中 2023 年 3 月末增量为公司向广发银行南宁分行的信用借款 1.20 亿元；应付债券为公司发行的本金 8.022 亿元的柳药转债。

从银行借款方式看，该公司银行借款以信用借款和保证借款为主，2023 年 3 月末分别占比 66.09%和 23.40%，其中保证借款主要是公司为子公司借款提供的保证担保，公司银行借款利率区间为 0.70%~5.12%。近年来，公司综合融资成本约在 3.48%~4.63%之间，总体呈波动上升态势，符合社会融资成本变动趋势。

图表 17. 公司 2023 年 3 月末刚性债务期限结构（单位：亿元）

到期年份	1 年以内 (含 1 年)	1~2 年 (含 2 年)	2~3 年 (含 3 年)	3~5 年 (含 5 年)	5 年及以上	合计
合并口径	66.95	0.66	8.42	1.20	—	77.22
母公司口径	30.24	0.50	8.42	1.20	—	40.35

资料来源：柳药集团。

3. 现金流量

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
营业周期（天）	184.80	185.92	199.43	-	-
营业收入现金率（%）	110.25	108.10	111.17	83.17	78.53
业务现金收支净额（亿元）	7.15	6.05	8.17	-5.05	-6.03
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.50	-2.73	-3.10	-0.37	-1.15
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.65	3.33	5.06	-5.42	-7.18
EBITDA（亿元）	11.63	10.92	13.03	-	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.26	0.20	0.21	-	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	8.15	8.46	7.64	-	-

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

跟踪期内，该公司继续加强账款催收力度，应收账款回收情况有所好转，但季度性回款情况仍有待提升，由于行业特性导致公司回款压力短期内较难改善。2022 年及 2023 年第一季度，营业收入现金率分别为 111.17%和 83.17%。同期公司经营性现金净流量分别为 5.06 亿元和-5.42 亿元，2022 年经营性现金净流量同比大幅增长 52.14%，主要系现金结算收到的货款增长所致。2022 年公司经营性现金流量净额与流动负债比率为 5.21%，与负债总额的比率为 4.54%，较上年均有所上升。

随着盈利能力的增强，2022 年该公司 EBITDA 有所增长，为 13.03 亿元。由于公司刚性债务规模的快速增长，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度变化不大，2022 年为 0.21 倍。因公司列入财务费用的利息支出有所增加，2022 年 EBITDA 对利息支出的保障程度下降至 7.64 倍，总体对利息支出的保障程度较好。

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	0.05	-0.33	0.00	-0.03	-0.06
其中：理财产品投资回收与支付净额	0.05	-0.33	0.00	0.00	-0.06
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.50	-2.64	-1.83	-0.29	-0.44
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.01	0.04	-2.00	-0.25	-1.00
投资环节产生的现金流量净额	-2.44	-2.93	-3.83	-0.55	-1.50

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

随着该公司玉林中药产业园¹²、南宁中药饮片产能扩建、连锁药店扩展项目等的推进，2022 年及 2023 年第一季度，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 1.83 亿元和 0.29 亿元。同期，公司收到和支付其他与投资活动有关的现金全部为赎回和购买的理财产品，其净额分别为-2.00 亿元和-0.25 亿元。受上述因素的影响，2022 年及 2023 年第一季度公司投资活动现金流净额分别为-3.83 亿元和-0.55 亿元。公司前期多个建设项目逐步投资完毕，后续主要投资非公开发行募投项目，公司投融资压力整体可控，但需持续关注在建项目建成后的运营状况。

¹² 玉林中药产业园分两期建设，目前正在建的第一期即募投项目中的玉林物流运营中心项目。

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
权益类净融资额	-2.28	-2.51	0.24	0.00	0.00
债务类净融资额	13.84	2.23	-0.36	1.70	5.25
其中：现金利息支出	1.16	1.28	3.79	1.92	0.47
筹资环节产生的现金流量净额	11.63	-2.41	-7.31	-1.71	2.25

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

跟踪期内，该公司主要通过新增金融机构借款等债务性融资方式满足投资及运营资金需求，2022 年及 2023 年第一季度公司筹资活动产生的现金净流量分别为-7.31 亿元和-1.71 亿元，其中 2022 年同比大幅减少主要是支付的融资保证金较上年同期增加 19.66 亿元至 24.34 亿元所致；2023 年第一季度筹资活动产生的现金转为净流出状态，主要系取得借款收到的现金同比减少 41.00%至 11.36 亿元所致。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	127.86	133.88	161.25	164.21
其中：现金类资产（亿元）	86.35	84.33	86.66	86.86
应收账款（亿元）	39.60	38.23	41.91	28.77
存货（亿元）	63.64	72.85	87.13	99.74
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	15.66	18.05	24.62	26.98
其中：固定资产（亿元）	20.21	24.87	24.82	24.84
无形资产（亿元）	13.65	15.67	13.34	13.14
商誉（亿元）	6.74	8.18	9.63	9.73
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2.08	2.27	2.57	2.51
受限资产账面余额/总资产（%）	7.65	7.65	7.65	7.65
期末全部受限资产账面金额（亿元）	10.20	13.68	24.89	21.46
受限资产账面余额/总资产（%）	2.98	1.94	13.37	11.35
期末抵质押融资余额（亿元）	6.89	8.62	12.88	11.16

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

随着该公司经营规模的扩大，其资产规模也保持增长态势，2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产总额分别为 186.07 亿元和 189.06 亿元，分别较上年末增长 17.21%和 1.60%，其中货币资金、应收账款和存货等流动资产的占比较高，符合医药流通行业特性。

从流动资产构成情况看，2022 年末及 2023 年 3 月末该公司流动资产余额分别为 161.25 亿元和 164.21 亿元，分别较上年末增长 20.45%和 1.84%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。同期末公司现金类资产分别为 41.91 亿元和 28.77 亿元，包含货币资金和应收银行承兑汇票，其中货币资金余额分别为 38.55 亿元和 26.15 亿元（受限货币资金分别为 12.01 亿元和 10.30 亿元，主要是融资保证金）；应收银行承兑汇票分别为 3.36 亿元和 2.62 亿元。公司应收账款主要为应收药品、医疗器械款，由于行业特性，公司应收账款余额规模很大，且随着业务规模扩大而不断增长，同期末分别为 87.13 亿元和 99.74 亿元，分别较上年末增长 19.59%和 14.47%，其中 2023 年 3 月末下游客户中应收三级医院和二级医院的款项合计占比超过 82.00%，应收账款回收风险总体可控；从应收账款账龄分布来看，2022 年末账龄为一年以内和 1 至 2 年的应收账款余额占比分别为 94.18%和 5.29%；公司合计计提坏账准备 1.72 亿元；同期末公司应收账款前五名合计 11.72 亿元，占应收账款的比例为 13.20%。2022 年末及 2023 年

3月末，公司存货余额分别为24.62亿元和26.98亿元，分别较上年末增长36.40%和9.57%，其中2022年末存货主要由原材料、在产品和库存商品构成，期末余额分别为1.58亿元、0.18亿元和21.08亿元。2022年公司应收账款周转速度和存货周转速度分别为2.38次和7.90次，公司资产周转效率仍有待提升。

从非流动资产构成来看，2022年末及2023年3月末该公司非流动资产余额分别为24.82亿元和24.84亿元，整体变动较小，主要由固定资产、无形资产和商誉构成，其中固定资产净额分别为9.63亿元和9.73亿元，主要为房屋及建筑物，其中2022年末固定资产净额较上年末增长17.69%，主要系公司洛维园区项目和新成品仓库完工等转入固定资产所致（合计增加1.38亿元）；在建工程分别为0.14亿元和0.02亿元，2022年末在建项目主要为高端医疗器械生产研发项目（0.12亿元）；无形资产主要由土地使用权构成，2022年末及2023年3月末余额分别为2.57亿元和2.51亿元，分别较上年末增长13.08%和减少2.21%，其中2022年增量主要是土地使用权（0.50亿元）；同期末商誉余额均为7.65亿元，仍为收购万通制药形成商誉6.68亿元及收购广西友和古城大药房有限责任公司的39家连锁药店形成商誉0.97亿元，未发生商誉减值。此外，同期末使用权资产分别为2.26亿元和2.33亿元，较上年末分别减少18.97%和增加3.03%，2022年末主要系房屋及建筑物折旧增加所致。其他科目虽有变动但影响较小。

截至2023年3月末，该公司受限资产合计21.46亿元，占总资产比重为11.35%，主要包括用于质押借款的万通制药60%股权（7.16亿元）、用于抵押贷款的固定资产和无形资产（合计2.02亿元）、用于质押的应收账款和应收款项融资（合计1.98亿元）和受限货币资金（10.30亿元）。

5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年第一 季度末
流动比率 (%)	155.71	155.15	148.92	152.04
速动比率 (%)	133.73	130.99	121.98	122.94
现金比率 (%)	48.22	44.31	38.71	26.64

资料来源：根据柳药集团所提供数据整理。

该公司资产流动性水平整体较稳定，2022年末及2023年3月末，公司流动比率分别为148.92%和152.04%，速动比率分别为121.98%和122.94%。同期末，公司现金比率分别为38.71%和26.64%，分别较上年末同比下降5.60个百分点和12.07个百分点，主要系公司流动负债上升所致。

6. 表外事项

截至2023年3月末，该公司不存在对外担保等表外事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司业务主要集中在本部，下设子、孙公司主要是按区域划分的销售平台，子公司的资金由本部统一进行管理，公司本部对下属子公司控制力强。2022年及2023年第一季度，公司本部分别实现营业收入163.69亿元和43.27亿元，同比分别增长12.41%和9.88%；净利润分别为4.75亿元和1.54亿元，同比分别增长23.49%和9.75%；经营性现金流净额为2.19亿元和-10.41亿元，同比分别增长1.60%和减少101.88%。2023年3月末，公司本部所有者权益为49.90亿元，较上年末增长2.92%。同期末公司本部刚性债务余额40.35亿元，主要为银行借款和发行的“柳药转债”，公司本部货币资金11.60亿元，仍面临一定的刚性债务偿付压力，后续本部项目投资压力不大，且货币资金余额尚可，可为到期债务的偿付提供一定的保障。

外部支持

该公司具有较好的偿债信用记录，与多家银行保持着良好合作关系，通过间接融资渠道获得资金周转与补充的能力较强。截至 2023 年 3 月末，公司合并口径获得授信总额为 106.87 亿元，其中尚未使用的授信余额为 37.01 亿元，政策性银行和五大国有商业银行在综合授信额度和可用授信的占比分别为 30.96%和 23.31%。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 柳药转债：发行人赎回条款及投资者回售选择权

本次债券设置发行人赎回条款及投资者回售选择权。在本次发行的可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债；在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果该公司股票在连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，投资者有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。回售条款的设置，使该公司面临一定的提前偿付压力。

柳药转债转股情况需持续关注，若转股情况不理想，则该公司需要偿还相关债券本息，增加公司刚性债务负担。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，朱朝阳仍为公司第一大股东和实际控制人。公司建立了较为规范的公司治理结构，跟踪期内进一步完善公司章程、内部治理和内控体系。

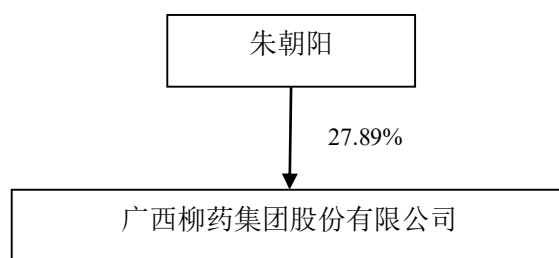
该公司是广西壮族自治区医药流通领域龙头企业，经营资质完备。跟踪期内，公司经营品类继续增加，销售渠道进一步完善，公司业务规模持续扩大，整体盈利能力有所回升，但受医改政策影响，整体毛利率继续下滑。需持续关注医保控费、带量采购等政策对公司批发业务的影响。

跟踪期内，随着业务规模扩大，该公司资金需求持续增加，债务规模增长较快，负债经营程度在行业中仍处于中等水平。公司刚性债务主要集中在短期且增长较快，即期债务压力加大。公司营运周期总体较长，在应收款、存货环节沉淀资金量大，随着业务规模的扩大，将进一步增加公司营运资金周转压力。但同时，公司经营性现金流状况较好，且拥有一定规模的非受限货币资金，可为债务偿付提供基本保障。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）该公司应收账款回收情况及面临的资金压力；（2）公司面临的债务压力及即期债务偿付情况；（3）各项医改政策对公司业务发展的影响；（4）本次债券及非公开发行募投项目的投资进展及项目收益实现情况等；（5）可转债转股情况。

附录一：

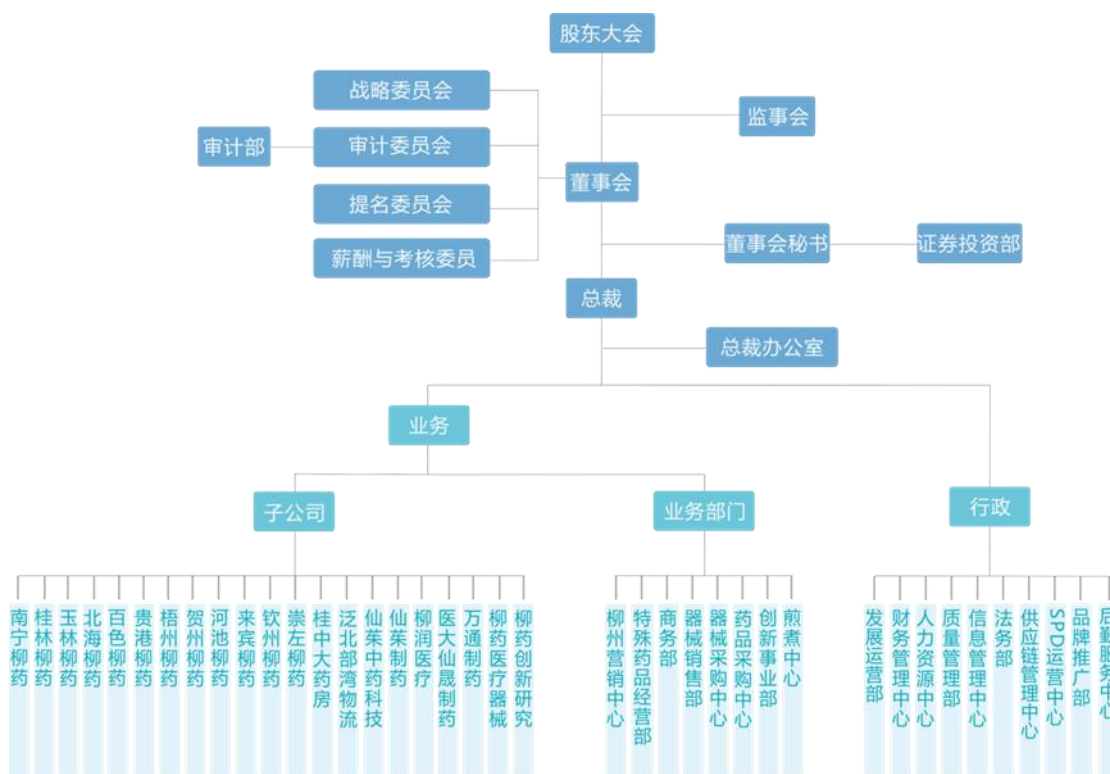
公司与实际控制人关系图



注：根据柳药集团提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据柳药集团提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况				2022年(末)主要财务数据(亿元)							
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	备注
广西柳药集团股份有限公司	柳药集团	本级	—	药品、医疗器械等医药产品的批发及零售业务	36.79	48.48	163.69	4.75	2.19	7.38	母公司口径
柳州桂中大药房连锁有限责任公司	桂中大药房	子公司	100.00	医药产品零售	7.63	6.29	28.92	1.21	1.92	1.90	
广西南宁柳药药业有限公司	南宁柳药	子公司	53.00	医药产品批发销售	18.68	3.45	44.42	0.20	3.92	0.77	
广西玉林柳药药业有限公司	玉林柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	0.50	0.64	8.47	0.12	1.11	0.16	
广西桂林柳药药业有限公司	桂林柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	-	0.70	-	0.02	-0.46	0.08	
广西百色柳药药业有限公司	百色柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	-	0.34	7.20	0.08	-0.68	0.14	
广西贵港柳药药业有限公司	贵港柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	-	0.33	4.34	0.05	-0.07	0.05	
广西梧州柳药药业有限公司	梧州柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	0.50	0.19	3.82	0.01	-0.39	0.01	
广西河池柳药药业有限公司	河池柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	0.50	0.24	5.87	-	0.05	0.02	
广西泛北部湾物流有限公司	泛北部湾物流	子公司	100.00	物流业务	-	0.19	0.23	0.02	0.02	0.04	
广西仙荣中药科技有限公司	仙荣中药科技	子公司	100.00	医药产品制造	0.76	2.81	4.34	0.81	-0.13	0.82	
广西医大仙晟生物制药有限公司	医大仙晟	子公司	49.00	医药产品制造	-	0.75	0.04	-0.08	0.03	-	
广西医大大药房有限公司	医大大药房	子公司	53.00	医药产品零售	0.17	0.37	3.66	0.04	-0.03	0.06	
广西柳润医疗科技有限公司	柳润医疗	子公司	51.00	批发及技术服务	-	1.33	1.08	0.11	-0.30	0.16	
广西仙荣国医馆有限公司	仙荣国医馆	子公司	51.00	医疗服务	0.01	-0.15	0.12	-0.06	-	-	
广西新友和古城大药房有限责任公司	新友和	子公司	100.00	医药产品零售	-	1.61	1.27	0.05	0.04	0.09	
广西万通制药有限公司	万通制药	子公司	60.00	医药产品制造	0.63	2.64	2.80	1.05	0.75	1.53	
广西贺州柳药药业有限公司	贺州柳药	子公司	100.00	医药产品批发销售	0.10	0.19	3.97	-0.01	3.89	-	
广西仙荣中药有限公司	仙荣中药	子公司	100.00	医药产品批发销售	0.17	0.04	2.48	0.00	-0.10	0.01	

注：根据柳药集团 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额 [亿元]	148.08	158.75	186.07	189.06
货币资金 [亿元]	34.96	34.16	38.55	26.15
刚性债务[亿元]	52.97	55.73	69.38	77.22
所有者权益 [亿元]	54.45	58.06	63.65	66.23
营业收入[亿元]	156.69	171.35	190.53	53.35
净利润 [亿元]	7.82	6.41	7.59	2.70
EBITDA[亿元]	11.63	10.92	13.03	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.65	3.33	5.06	-5.42
投资性现金净流入量[亿元]	-2.44	-2.93	-3.83	-0.55
资产负债率[%]	63.23	63.42	65.79	64.97
权益资本与刚性债务比率[%]	102.79	104.19	91.75	85.76
流动比率[%]	155.71	155.15	148.92	152.04
现金比率[%]	48.22	44.31	38.71	26.64
利息保障倍数[倍]	7.43	6.84	6.22	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	184.80	185.92	199.43	—
毛利率[%]	12.44	11.42	11.51	12.07
营业利润率[%]	5.77	4.40	4.67	5.79
总资产报酬率[%]	7.92	5.76	6.15	—
净资产收益率[%]	15.48	11.40	12.47	—
净资产收益率*[%]	15.03	10.68	12.28	—
营业收入现金率[%]	110.25	108.10	111.17	83.17
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.81	3.95	5.21	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.04	0.41	1.10	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.15	8.46	7.64	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.26	0.20	0.21	—

注：表中数据依据柳药集团经审计的2020~2022年及未经审计的2023年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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

附录五：

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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	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，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：
发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2019年8月16日	AA/稳定	翁斯喆、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022年5月27日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年5月25日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）	-
债项评级	历史首次评级	2019年8月16日	AA	翁斯喆、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022年5月27日	AA	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年5月25日	AA	翁斯喆、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）	-

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。