

漱玉平民大药房连锁股份有限公司 相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【478】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

漱玉平民大药房连锁股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
漱玉转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：漱玉平民大药房连锁股份有限公司（以下简称“漱玉平民”或“公司”，股票代码：301017.SZ）作为山东省医药零售行业龙头企业，跟踪期内聚焦深耕山东省内市场，区域市场份额保持领先，2025年扭亏为盈，周转提速改善现金流，销售回款保持稳健；同时中证鹏元关注到公司财务杠杆高企，短期偿债压力加大削弱流动性，成本控制、资金营运能力仍弱于上市同行，且存在一定区域政策风险、商誉减值风险及经营合规风险。

评级日期

2026年6月29日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	98.27	94.08	92.73	93.34
归母所有者权益	21.45	21.31	20.40	22.92
总债务	54.41	52.99	54.59	51.70
营业收入	26.01	103.27	95.70	91.91
净利润	0.09	1.17	-2.05	1.40
经营活动现金流净额	0.55	8.03	4.89	1.43
净债务/EBITDA	--	6.71	6.83	4.20
EBITDA 利息保障倍数	--	4.73	4.06	6.57
总债务/总资本	84.20%	84.53%	80.77%	73.00%
FFO/净债务	--	4.67%	4.12%	12.64%
EBITDA 利润率	--	6.38%	6.57%	9.82%
总资产回报率	--	3.61%	-0.86%	3.58%
速动比率	0.59	0.56	0.64	0.65
现金短期债务比	0.36	0.31	0.39	0.47
销售毛利率	25.94%	26.16%	25.37%	28.33%
资产负债率	76.56%	75.62%	77.08%	74.65%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：吕凤鸣
 lvfm@cspengyuan.com

项目组成员：周捷
 zhouj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司深耕山东市场，继续巩固区域领先地位。**跟踪期内，公司聚焦大本营山东市场，加密省内布局，2025年在山东省内收购了754家门店，当年末直营门店数量逆势净增长，带动当年营收同比增长，同时完善了青岛、济宁等地区的营销网络布局，在山东省内的市场份额仍保持明显领先，区域品牌知名度进一步巩固，线上业务持续拓展。
- **2025年公司扭亏为盈，周转提速改善现金流，经营获现能力稳健增强。**2025年，得益于确认业绩补偿款公允价值变动收益、销售毛利率小幅提升及费销比小幅下降，且当年无商誉减值发生，公司净利润实现扭亏为盈，EBITDA、FFO同比增加，相关偿债指标有所改善，存货及应收账款周转加快、票据支付占比提高优化上游账期使得净营业周期有所缩短，营运能力持续改善，整体经营获取现金能力稳健增强。

关注

财务杠杆高企，短期偿债压力加大，流动性仍偏弱。跟踪期内，公司资产负债率、债务资本比率仍较高，门店并购及日常经营融资需求使得净债务有所增长，且随着公司提高票据支付、增加保理及售后回租融资、长期借款及融资租赁借款临近到期，短期债务占比进一步提高，短期偿债压力增加，流动性指标表现仍欠佳且略有下滑。

- **经营区域较为集中，仍面临一定区域政策风险。**公司门店主要分布在山东省内，2025年山东区域收入占比高达81.82%，区域集中导致公司经营受当地政策影响较大，相比湖南、湖北及东南沿海区域，山东省处方外流、药店门诊统筹落地节奏较慢，导致公司未能充分享受门诊统筹所释放的引流红利，反而因慢病患者回流基层医疗机构而受到短期负面影响。
- **仍存在一定商誉减值风险。**2025年公司溢价收购青岛紫光医药连锁有限公司70%股权、济宁市广联医药连锁有限公司31.00%股权、青岛医保城176家门店，进一步推高商誉规模，公司商誉占总资产比重在同行中已较高，若未来并购门店所在区域市场竞争加剧、消费需求波动、政策变动或经营违规，导致盈利不及预期，将产生一定商誉减值风险。
- **仍存在一定经营合规风险。**医药行业监管日趋严格，医保飞检常态化推进，处罚力度不断加大，对门店经营和管理提出了更高的要求，跟踪期内公司部分门店因违规受到地方医保局解除或暂停医保协议处罚。公司在收购门店扩张的同时，如无法根据行业和政策的变化，及时调整经营模式和保障内部控制的有效执行，则可能面临一定的经营合规风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为医药零售行业进入存量调整阶段、集中度提升利好头部上市连锁企业，公司作为山东省连锁药店龙头，持续加密省内布局，推进门店多元化、品类多样化、轻医保化改革，优化存量门店提质增效，预计将继续维持区域领先优势。

同业比较（单位：亿元）

指标	大参林	益丰药房	老百姓	一心堂	健之佳	公司
门店数量	17,758	14,831	14,975	11,112	5,137	8,869
总资产	264.87	274.52	198.45	156.08	97.54	94.08
营业收入	275.02	244.33	222.37	173.36	89.21	103.27
净利润	13.59	18.31	5.40	2.72	1.48	1.17
销售毛利率	34.32%	39.36%	32.30%	32.62%	36.14%	26.16%
资产负债率	67.30%	54.91%	64.75%	52.22%	72.61%	75.62%
期间费用率	26.93%	29.51%	27.74%	29.23%	32.78%	25.15%
净营业周期	-83.90	-81.14	-36.66	7.82	34.26	-2.56

注：以上各指标均为 2025 年度/末数据。

资料来源：choice，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				2
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）公司经营状况评分接近区间上限，作为山东省内最大医药零售企业，随着市场整合出清，预计公司将持续承接其他中小零散门店出清市场客流，其在省内的品牌知名度、市场份额、客户粘性有望进一步提高，区域竞争力持续增强；且 2025 年公司扭亏为盈，部分并购门店对赌条款对其经营业绩有一定兜底，并有较大意愿通过补充权益资本压降杠杆率，公司偿债压力整体仍相对可控，实际个体信用状况较上次评级未显著变化，故对其做一定补充调整。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
漱玉转债	8.00	7.96	2025-6-20	2028-12-14

一、 债券募集资金使用情况

公司于2022年12月发行6年期8亿元可转换债券，募集资金计划用于投资建设漱玉平民现代物流项目（二期）、漱玉（枣庄）现代化医药物流项目、数字化建设项目及补充流动资金。其中，漱玉（枣庄）现代化医药物流项目已于2025年6月25日结项，项目节余募集资金0.88亿元已用于永久补充流动资金。漱玉平民现代物流项目（二期）已于2025年底实际投入使用，竣工决算尚未完毕，公司将根据募集资金使用进展及时审议结项事项。数字化建设项目因公司战略规划及行业发展趋势，预计达到可使用状态时点由2025年末延期至2027年末。

截至2025年末，本期债券募集资金专项账户余额为0.51亿元，使用闲置募集资金暂时补充流动资金尚未归还金额1.40亿元（已于2026年5月12日提前归还）。截至2026年5月12日，尚未使用可转债募集资金余额为1.86亿元，2026年5月20日公司公告计划使用不超过人民币1.20亿元的部分闲置募集资金暂时补充流动资金。2026年2月5日，公司公告拟使用部分闲置募集资金不超过人民币 4,000 万元进行现金管理。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人均未发生变更。截至2026年6月3日，公司总股本、注册资本均为4.06亿元，控股股东和实际控制人仍为李文杰先生，2025年末李文杰先生通过直接及间接控制的公司股份比例为41.08%，股权结构详见附录二。截至2026年2月4日，实控人李文杰累计质押5,286万股，占其直接持有股份比例39.30%，占同时点公司总股本13.03%，主要用于个人融资。2025年10月10日公司公告，依据新公司法等相关法律规定，不再设置监事会，监事会的职权由董事会审计委员会行使。跟踪期内，公司增补2名董事（岳鹏、娄新珍）。“漱玉转债”自2023年6月21日可转换为公司股份，初始转股价格为 21.27 元/股，经多次调整，至2026年6月18日为14.91元/股，当日公司股票收盘价为13.10元/股。截至2026年4月15日，累计39,949张“漱玉转债”完成转股（占比0.50%），合计转成26.71万股。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结

构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

国内医药零售行业龙头格局已定、集中度持续提升，长期处方外流空间仍大；虽短期受医保改革及竞争加剧影响增速放缓、经营承压，但具备强成本控制与精细化运营能力的企业有望率先走出困境

人口老龄化加速、居民可支配收入提升及全民健康意识增强，为国内医疗健康支出扩容提供支撑，药品刚性需求持续释放将带动医药流通市场稳步上行。但行业已从高速增长转入稳健发展阶段，根据商务部数据，2024年全国七大类医药商品销售总额29,470亿元，同比仅增长0.6%；其中药品零售市场销售额6,500亿元，同比增长1.3%，增速明显放缓。

从行业格局看，零售药店龙头格局初步成型，集中度呈持续提升态势。2024年TOP10连锁药店销售额占全国零售市场总额的23.1%，百强连锁占比38.0%；相较日本TOP10零售药房约70%的市占率，国内龙头集中度仍有较大提升空间。2024年末全国零售药店门店总数68.37万家，连锁化率达57.0%。2025年受监管趋严及医保合规要求升级影响，中小连锁及单体药店生存空间被挤压，行业加速出清，头部企业凭借资本与合规优势通过“自建+并购+加盟”持续整合。

作为处方外流的核心承接者，零售药店中长期重要性抬升趋势确定。但短期来看，药店终端对医保个人账户支付依赖较强，受门诊共济保障改革及医保严监管影响，处方外流实际放量节奏低于预期、增速放缓，叠加线上渠道分流与同业竞争加剧，实体药店经营承压。从技术迭代看，行业正从传统“搬运式流通”向“数字化+服务化”转型，智能仓储、药品追溯、SPD管理平台逐步普及，零售端依托O2O、慢病管理系统提升运营效率。从经营效能看，受供给过剩及分流影响，门店日均人效、坪效持续下滑，行业进入存量整合与精细化运营阶段，未来具备较强成本控制能力、供应链优势及专业化服务能力的企业有望率先走出困境。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司营业收入仍主要来源于直营门店的医药连锁零售业务，2025年逆势并购扩张带动收入增长；批发业务仍系对加盟门店的商品配送，收入占比及毛利率仍较低；对厂家供应商的陈列推广业务为公司提供一定利润补充，但规模仍较小。跟踪期内得益于产品品类优化、门店调改，2025年销售毛利率略有提升。

表1 收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
零售	22.87	87.92%	25.32%	89.99	87.14%	25.83%	83.04	86.77%	24.96%
批发	2.15	8.27%	4.14%	9.46	9.16%	4.26%	9.25	9.67%	4.39%
促销、陈列与咨询服务	0.74	2.83%	100.00%	2.80	2.71%	100.00%	2.58	2.70%	100.00%
其他业务收入	0.25	0.98%	51.93%	1.03	1.00%	55.71%	0.83	0.87%	67.98%
合计	26.01	100.00%	25.94%	103.27	100.00%	26.16%	95.70	100.00%	25.37%

资料来源：公司提供，Choice，中证鹏元整理

2025年公司逆势并购扩张带动收入增长，但经营规模仍处行业第二梯队，需关注并购整合风险及重资产扩张带来的短期财务压力

医药零售行业已从跑马圈地的野蛮扩张阶段进入提质增效的存量时代，与上市同行直营门店净减少形成对比，为快速完善青岛、济宁等地区的营销网络布局，2025年公司在山东省内收购了754家门店，尽管年内优化关闭了部分低效门店，当年末公司直营门店数量仍实现了净增长，直接带动了公司当年营收增长，但需关注后续对并购门店的运营整合进展和历史遗留问题的潜在合规风险，以及高负债重资产扩张带来的短期财务压力。

与此同时，跟踪期内公司加盟门店持续减少，部分系被公司收购，部分为加盟到期未续约所致，考虑公司后续将审慎推进加盟业务、不追求加盟规模，公司加盟费标准较同行低且无销售分成，预计批发收入短期内仍将保持较低占比。大参林、益丰药房、老百姓等仍在扩张加盟业务，通过轻资产全国拓店、下沉市场，该模式负债率低、盈利性及现金流稳定，通过扩大采购规模提高对上游议价能力、便于自有品牌产品推广，有助于提升短期财务表现。

美国、日本零售药店在行业增量萌芽阶段曾大规模推行加盟/代理模式快速拓市，但一旦进入存量洗牌、大规模行业出清整合阶段，头部连锁都逐步淘汰加盟体系，转向重资产收购+全直营管控，国内当下在行业整合出清时期加盟扩张是适配当前国内政策与资本环境的阶段性折中过渡方案（兼顾活下去、扩份额、筑供应链壁垒），长期行业集中度持续提升、监管进一步收紧后，预计头部企业将逐步降低加盟依赖，向直营整合收敛。

表2 公司门店数量变化情况

项目	2026年1-3月	2025年	2024年
当期并购直营门店（家）	0	754	395
当期新建直营门店（家）	0	6	57
当期关闭直营门店（家）	45	291	118
期末直营门店数量（家）	4,862	4,907	4,438
其中：医保资质门店（家）	4,641	4,681	4,117
医保资质门店占比	95.45%	95.39%	92.77%
期末加盟门店数量（家）	3,585	3,962	4,597
门店总数（家）	8,447	8,869	9,035

资料来源：公司提供，公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

截至2025年末，从全国范围来看，公司门店数量、营收规模与大参林、老百姓、益丰药房等仍存在较大差距，处于行业第二梯队，在《中国药店》销售百强药店排行榜（2025）排名第8位，医保门店占比与同行差异较小。

表3 2025年主要上市连锁药房门店数量变化情况（单位：家、亿元）

公司	期末药店总数	期末直营门店	期末加盟门店	新增直营门店	关闭直营门店	净增加直营门店	直营门店净增长率	医保店占比	营业收入
大参林	17,758	10,468	7,290	501	536	-35	-0.33%	97.15%	275.02
老百姓	14,975	9,732	5,243	84	333	-249	-2.49%	92.42%	222.37
益丰药房	14,831	10,518	4,313	193	547	-354	-3.26%	未知	244.33
一心堂	11,112	11,112	未知	352	576	-224	-1.95%	未知	173.36
漱玉平民	8,869	4,907	3,962	760	291	469	10.57%	95.39%	103.27
健之佳	5,137	5,137	0	49	85	-36	-0.70%	96.83%	89.21

注：直营门店净增长率=当期净增加直营门店数量/期初直营门店数量。

资料来源：各公司 2025 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司收缩省外门店，加密山东省内布局，省内市场份额维持领先，线上业务持续拓展，需关注市场集中所带来的区域政策风险、省外门店合规经营风险及电商平台竞争风险

跟踪期内，公司收缩省外布局、关闭低效门店，聚焦大本营山东省内市场，通过并购中小药店加密省内布局，山东区域门店数量、营收同比增长，其他上市公司同行重点布局区域与公司形成差异化竞争，公司在山东省内的市场份额仍保持领先（门店数量占比超过20%，远超第二名山东立健药店连锁有限公司），具有一定品牌认知度。区域深耕也导致公司经营受当地政策影响较大，如相比湖南、湖北及东南沿海区域，山东省处方外流、药店门诊统筹落地节奏较慢，导致公司未能如益丰药房、老百姓等享受门诊统筹所释放的引流红利，反而因慢病患者回流基层医疗机构而受到短期负面影响。

表4 公司零售与批发收入区域分布情况（亿元）

项目	2025年		2024年	
	金额	占营收比重	金额	占营收比重
山东省	84.50	81.82%	78.34	81.85%
福建省	5.45	5.27%	5.22	5.46%
辽宁省	3.74	3.62%	3.60	3.76%
黑龙江省	1.00	0.97%	1.85	1.94%
吉林省（批发）	1.04	1.01%	1.33	1.39%
陕西省（批发）	2.76	2.68%	0.92	0.96%
河南省	0.27	0.26%	0.34	0.35%
甘肃省	0.50	0.48%	0.59	0.62%
中国香港、日本及其他（电商）	0.20	0.19%	0.10	0.11%
合计	99.45	96.30%	92.29	96.44%

资料来源：choice，中证鹏元整理

2025年，新并购门店小幅拉低了山东门店平均坪效，但省内存量门店总体运营相对成熟，坪效仍高于省外；黑龙江省收入及门店坪效大幅下滑系收购的哈尔滨宝丰大药房连锁有限公司深业店（原公司销售额前十的DTP药房）被处罚闭店所致，当年子公司哈尔滨宝丰大药房连锁有限公司名下另有多家门店亦被处罚¹，需关注该区域收购门店合规经营情况；福建省、甘肃省坪效同比下降，闭店优化效果欠佳。

表5 公司直营门店分布及经营效率变化情况（单位：家、元/平方米）

区域	2025年门店数量	2024年门店数量	2025年日均坪效	2024年日均坪效
山东省	4,177	3,633	46	47
福建省	390	438	34	40
辽宁省	258	275	27	25
甘肃省	46	49	25	28
黑龙江省	28	35	52	96
河南省	8	8	36	32
合计	4,907	4,438	44	45

注：河南省日均坪效提升系门店经营面积减少所致。福建省收入增长、门店数量减少，但经营面积增加，故坪效下降。

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

表6 2025年末主要上市连锁药店企业门店布局情况

公司	布局省份	重点省份
大参林	21	广东*、广西、海南、黑龙江
老百姓	18	湖南*、湖北、江西、河南
益丰药房	10	湖南*、湖北、江苏
一心堂	10	云南*、四川、广西
健之佳	7	云南*、重庆、河北
漱玉平民	6	山东*、福建、辽宁

¹ 哈尔滨宝丰大药房连锁有限公司深业店、振兴店、建国店、红旗店因违规结算医保基金被哈尔滨市医保局予以行政处罚，合计罚款金额不超过 20 万元。

注：*为总部所在主营省份

资料来源：各公司 2025 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司线上销售额保持增长，线上销售占比与同行接近²，但线上业务毛利率整体低于线下，且公司线上业务旨在补充赋能线下门店，不采用低价补贴方式抢占市场，预计短期内不会有爆发式增长。2025年公司开始拓展跨境电商业务，在中国香港地区、日本等有所突破，但目前经营规模尚小。此外，需关注电商系平台在B2C渠道及线下新建实体门店可能带来的竞争。

表7 公司线上销售情况（单位：亿元）

项目	2026年1-3月	2025年	2024年
O2O	2.40	9.92	8.13
B2C	1.12	4.95	4.60
合计	3.52	14.87	12.73
占营收比重	15.30%	14.40%	13.30%

注：O2O指线上下单门店配送，如外卖形式等；B2C指线上下单，公司统一快递物流寄送，如淘宝、京东等平台。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司营运能力有所提升，销售回款良好，但门店经营效率小幅下滑，成本控制、资金周转效率仍弱于头部同行

跟踪期内，公司加快存货及应收周转、通过提高票据支付占比优化上游账期，净营业周期显著缩短，营运能力持续改善，销售回款情况良好，收现比大于1，但坪效略有下滑，主要系2025年山东省内新并购门店规模较小拉低总体坪效所致，需持续关注公司未来融合提质、闭店优化成效。账期方面，跟踪期内公司采购账期约60天，医保结算平均账期约60天，批发业务平均账期约40天（标准授信期限为30天）。

表8 公司营运能力主要指标情况（单位：天）

项目	2026年1-3月	2025年	2024年
存货周转天数	90.03	89.32	99.79
应收账款周转天数（含应收票据）	37.94	41.62	49.69
应付账款周转天数（含应付票据）	152.48	133.51	111.09
净营业周期（含应付票据）	-24.51	-2.56	38.40
收现比	103.06%	106.54%	108.11%
日均坪效（元/平方米）	44	44	45

资料来源：Choice，中证鹏元整理

与上市同行对比，公司成本控制、资金营运能力仍偏弱。受山东省区域医药消费特性（滋补养生消费意愿不及南方两广地区）、公司品类结构（药占比较高）及门店规模（中小型门店居多）影响，2025年公司门店坪效仍偏低，叠加采购议价能力偏弱，2025年公司毛利率仍显著低于同行；存货周转效率尚可，应收应付周转效率弱于同业。

² 公开年报显示，2025年线上销售占比：公司（14%）、老百姓（14%）、益丰（12%）、健之佳（30%，战略侧重）

表9 2025年主要上市连锁药店企业经营效率情况（单位：元/平方米、天）

公司	销售毛利率	门店日均坪效	净营业周期 (含应收票据)	存货周转天数	应收账款周 转天数(含 应收票据)	应付账款周 转天数(含 应付票据)
益丰药房	39.36%	55 ↑	-81.14	111.34	30.09	222.58
健之佳	36.14%	38 ↓	34.26	165.62	29.97	161.33
大参林	34.32%	74 ↑	-83.90	82.40	16.75	183.04
一心堂	32.62%	未知	7.82	119.59	32.35	144.12
老百姓	32.30%	48 ↑	-35.66	86.40	37.09	159.15
公司	26.16%	44 ↓	-2.56	89.32	41.62	133.51

注：净营业周期（含应收票据）= 应收账款周转天数（含应收票据）+ 存货周转天数-应付账款周转天数（含应付票据）
 资料来源：各公司 2025 年年度报告，Choice，中证鹏元整理

跟踪期内，公司门店及产品多元化程度、自有品牌占比仍有待提升，供应商相对稳定，仓储物流配送能力可满足当前需求

近年来公司一直致力于多元化门店建设，但宏观经济环境变化、消费偏好调整导致保健品消费减少，叠加公司 DTP 药房销售额增速较高（公司 DTP 药房销售额占营收比重从 2024 年的 18% 提升到 2025 年的 21%），2025 年公司非药占比进一步下降，略低于国内同行，远低于美日等发达国家（超过 60%）。2025 年公司自有品牌销售占比提升约 1 个百分点至约 14%，但因发展起步较晚，与行业头部企业仍有一定差距³。

表10 公司各类产品收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目（按品 种）	2026年 1-3月			2025年			2024年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
中西成药	21.26	81.75%	21.25%	82.91	80.28%	21.80%	73.73	77.04%	21.78%
中药饮片	1.17	4.48%	41.39%	5.22	5.06%	39.90%	5.55	5.80%	32.65%
保健食品	0.77	2.97%	35.13%	3.16	3.06%	35.52%	4.62	4.83%	28.29%
健康器械	1.10	4.21%	37.82%	4.48	4.33%	34.28%	4.73	4.94%	30.88%
其他商品	0.72	2.77%	26.42%	3.68	3.56%	22.75%	3.66	3.83%	13.58%
促销、陈列与咨 询服务收入	0.74	2.83%	100.00%	2.80	2.71%	100.00%	2.58	2.70%	100.00%
其他业务收入	0.25	0.98%	51.93%	1.03	1.00%	55.71%	0.83	0.87%	67.98%
合计	26.01	100.00%	25.94%	103.27	100.00%	26.16%	95.70	100.00%	25.37%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司采购、物流配送模式未发生变化，前五大供应商相对稳定，仍以全国性大型医药流通企业为主，采购集中度小幅上升，但无单一供应商依赖情况。

³ 各公司 2025 年报及公开资料显示其自有品牌销售占比：大参林 26%、老百姓 22.5%、健之佳 15%-16%

表11 近年公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

时间	客户名称	采购金额	比例
2026年 1-3月	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	39,798.04	19.74%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	27,319.22	13.55%
	上药控股有限公司及其关联单位	26,426.86	13.11%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	20,479.79	10.16%
	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位	7,518.20	3.73%
	合计	121,542.11	60.29%
2025年	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	140,269.16	18.90%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	101,404.85	13.66%
	上药控股有限公司及其关联单位	86,571.82	11.66%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	61,643.55	8.31%
	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位	20,516.43	2.76%
	合计	410,405.81	55.29%
2024年	九州通医药集团股份有限公司及其关联单位	105,182.93	15.20%
	上药控股有限公司及其关联单位	77,318.69	11.18%
	华润医药集团有限公司及其关联单位	68,060.47	9.84%
	国药控股股份有限公司及其关联单位	52,136.25	7.54%
	江苏恒瑞医药股份有限公司及其关联单位	19,376.16	2.80%
	合计	322,074.50	46.56%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

可转债募投项目中的漱玉（枣庄）现代化医药物流项目已于 2024 年完工转固，济南漱玉平民现代物流项目（二期）已于 2025 年底实际投入使用，截至 2026 年 3 月末，公司物流仓库配送能力可满足目前需求，仅青岛李沧一个仓库在建，预计 2026 年 9 月完工投入使用，投资规模较小，除此暂无其他重大在建工程。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）⁴审计并出具标准无保留意见的2025年审计报告及2026年1-3月未经审计的财务报表。跟踪期内合并范围变化情况详见附录三。2025年公司根据客观情况进行了会计估计变更⁵，延长了固定资产折旧、长期待摊费用（门店转让费、装修费）摊销的

⁴ 原审计机构已连续 7 年为公司提供审计服务，为保证公司审计工作的独立性和客观性，故做变更，详见 2025-12-11《漱玉平民：关于拟变更会计师事务所的公告》。

⁵ 详见 2025-04-29《漱玉平民：关于会计估计变更的公告》。

年限，合计增加利润总额0.35亿元。

跟踪期内，公司扭亏为盈，现金流及偿债能力小幅修复，销售回款表现稳健，但财务杠杆仍高企，短期偿债压力加大，流动性及核心盈利增长动能偏弱

资本实力与资产质量

2025年末公司利润留存小幅提高所有者权益，但净资产规模仍较小，产权比率维持高位，自有资本底盘仍显单薄。截至2026年3月末，公司所有者权益主要来源于IPO募资，自身经营留存积累有限，整体资本实力及结构质量仍弱于上市同行。

图1 公司资本结构

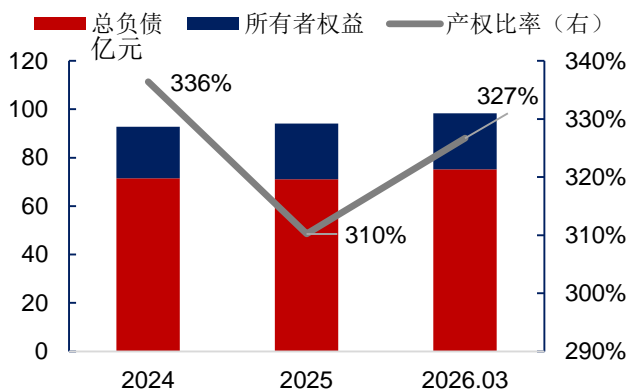
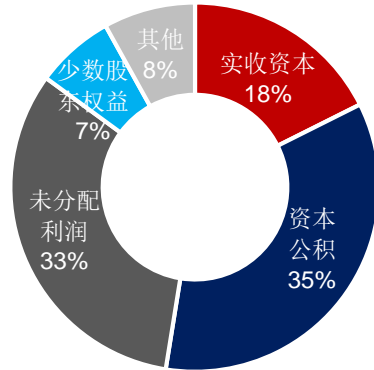


图2 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年，公司溢价收购青岛紫光医药连锁有限公司70%、济宁市广联医药连锁有限公司31.00%股权、青岛医保城176家门店，进一步推高商誉规模，公司商誉占总资产比重在同行中已较高，若未来并购门店所在区域市场竞争加剧、消费需求波动、政策变动或经营违规，导致盈利不及预期，可能带来一定商誉减值风险（特别是连续不达对赌业绩目标的资产组）。因支付并购费用及偿还借款，2025年末公司现金及现金等价物被大量消耗，同时公司为延长上游账期、主动提高票据支付比例，票据保证金规模显著增加，进而导致期末公司货币资金受限比例较高。跟踪期内，公司加大关闭优化低效门店力度，结合市场行情积极推动存量门店降租控费，使用权资产规模进一步下降。2025年末，固定资产增加主要系可转债募投项目之一的漱玉平民现代物流项目（二期）完工转固（权证尚未办妥），期末固定资产因抵押或售后回租受限的比例为35.66%。其他应收款增加主要系应收青岛春天之星医药连锁有限公司⁶（以下简称“青岛春天”）标的业绩承诺补偿款1.27亿元、辽宁漱玉平民一明大药房连锁有限公司的业绩承诺补偿196.40万元、福建恒生大药房有限公司业绩承诺补偿279.53万元，公司近三年收购的部分企业存在历

⁶ 详见 2025-04-29 《漱玉平民:关于青岛春天之星医药连锁有限公司业绩承诺实现情况的公告》、《漱玉平民:关于辽宁漱玉平民一明大药房连锁有限公司业绩承诺实现情况及实施业绩补偿的公告》、《漱玉平民:关于福建恒生大药房有限公司业绩承诺实现情况及实施业绩补偿的公告》。

史拆借款合计0.21亿元⁷，需关注上述款项后续回款情况。公司应收账款账龄主要在两年以内，规模略有下降，系公司优化客户信用管理、提高应收账款周转所致。

表12公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.61	14.87%	12.41	13.19%	14.05	15.15%
应收账款	10.91	11.11%	10.61	11.28%	12.69	13.68%
其他应收款	3.06	3.12%	3.13	3.33%	1.91	2.06%
存货	19.61	19.96%	18.93	20.12%	18.91	20.39%
流动资产合计	54.51	55.48%	50.20	53.36%	53.21	57.38%
固定资产	6.90	7.02%	7.02	7.47%	5.08	5.48%
使用权资产	5.29	5.38%	5.46	5.80%	7.54	8.13%
商誉	22.64	23.04%	22.64	24.07%	17.53	18.90%
非流动资产合计	43.75	44.52%	43.88	46.64%	39.52	42.62%
资产总计	98.27	100.00%	94.08	100.00%	92.73	100.00%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

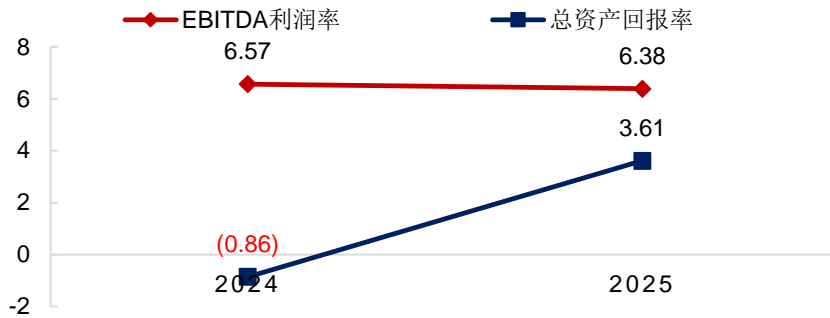
盈利能力

2025年，得益于青岛春天业绩补偿款（公允价值变动收益）、销售毛利率小幅提升及费销比小幅下降（固定资产及长期待摊费用因折旧摊销期限延长而减少、降租使得使用权资产规模下降而减少使用权资产折旧摊销），且当年无商誉减值发生，公司净利润实现扭亏为盈，总资产收益率回正；剔除折旧摊销影响后的真实运营费用率上涨，抵消了销售毛利率提升的红利，使得EBITDA利润率略有下滑。整体来看，公司盈利水平有所改善。

2026年一季度公司净利润同比大幅下滑，主要原因：一是上年同期一月流感高基数，2026年一季度流感季节性回落，相关品类营收及利润同比下降；二是漱玉平民现代物流项目（二期）折旧增加、可转债利息停止资本化，相关费用同比上升。但考虑到行业加速出清、市场份额向头部集中，公司作为区域龙头持续承接出清市场客流，长期收入增长确定性增强，山东区域未来门诊统筹、处方流转改革跟进落地将释放处方药增量红利，自建物流中心投产后供应链物流规模效应释放摊薄长期配送成本，门店多元化调改及低效门店优化持续推进改善单店盈利，且新并购门店尚有一定降租控费优化空间，故短期扰动不改变中长期盈利向好趋势。

⁷ 公司 2025 年年度报告披露，福建惠百姓医药连锁有限公司 601.54 万元，福建恒生大药房有限公司 744.40 万元，福建省民心医药连锁有限公司 775.79 万元。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，公司财务杠杆仍较高，并购及日常经营需求使得净债务有所增长，且随着公司提高票据支付、增加保理及售后回租融资、长期借款及融资租赁借款临近到期，短期债务占比进一步提高，公司短期偿债压力增加。但公司作为零售贸易型企业，票据到期相对分散，每月可开票滚续，提高票据支付占比有利于释放营运现金、拉长无息账期、降低融资成本，公司应付票据占负债比重仍远低于同业第一梯队企业。公司长期借款融资成本在3.10%-4.20%，其他流动负债利率约5.5%。“漱玉转债”存续期内利率逐年提高，且募投项目完工后将全部费用化，将增加利息及现金流支出。此外，2026年底“漱玉转债”将进入最后两个计息年度，需关注转股进度及股价下跌可能触发的回售压力。

表13 2025 年主要上市连锁药店企业应付票据情况（单位：亿元）

公司	应付票据	应付票据占总负债比重
益丰药房	68.70	45.57%
大参林	70.23	39.40%
老百姓	50.08	38.98%
公司	18.72	26.31%
一心堂	20.35	24.97%
健之佳	9.93	14.02%

资料来源：Choice，中证鹏元整理

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.90	14.49%	8.69	12.22%	16.85	23.57%
应付票据	17.48	23.23%	18.72	26.31%	13.53	18.93%
应付账款	16.34	21.72%	12.74	17.91%	11.57	16.18%
一年内到期的非流动负债	7.79	10.36%	7.61	10.70%	6.10	8.53%

其他流动负债	2.61	3.47%	2.64	3.71%	0.62	0.87%
流动负债合计	59.26	78.77%	55.47	77.97%	53.62	75.02%
长期借款	4.91	6.52%	4.58	6.43%	6.32	8.84%
应付债券	7.38	9.81%	7.36	10.34%	7.09	9.92%
租赁负债	2.47	3.28%	2.45	3.44%	3.43	4.79%
长期应付款	0.90	1.20%	0.97	1.36%	0.68	0.95%
非流动负债合计	15.98	21.23%	15.67	22.03%	17.86	24.98%
负债合计	75.23	100.00%	71.14	100.00%	71.48	100.00%
总债务	54.41	72.32%	52.99	74.49%	54.59	76.38%
其中：短期债务	38.75	71.22%	37.64	71.04%	37.08	67.91%
长期债务	15.66	28.78%	15.35	28.96%	17.52	32.09%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司募投项目存在一定资本开支，公司以重资产直营门店经营为主，每年固定资产、使用权资产等折旧摊销金额对利润影响很大，因此FFO更适合反映公司现金流情况。2025年，公司扭亏为盈，EBITDA、FFO同比增加，FFO/净债务、EBITDA利息保障倍数等偿债指标有所改善，得益于公司加快存货周转及应收周转及延长上游账期，2025年经营活动现金流净额大幅增加。

表15公司现金流及杠杆状况指标

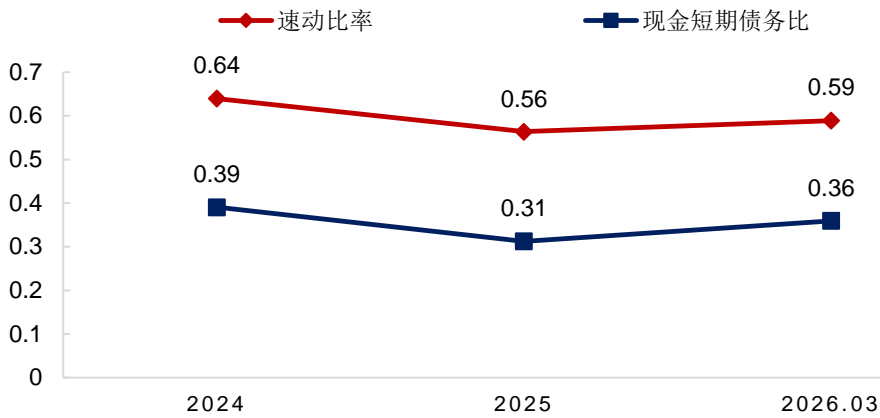
指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	0.55	8.03	4.89
FFO（亿元）	--	2.07	1.77
资产负债率	76.56%	75.62%	77.08%
净债务/EBITDA	--	6.71	6.83
EBITDA 利息保障倍数	--	4.73	4.06
总债务/总资本	84.20%	84.53%	80.77%
FFO/净债务	--	4.67%	4.12%
经营活动现金流净额/净债务	1.32%	18.14%	11.39%
自由现金流/净债务	1.13%	14.25%	7.35%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司流动性指标表现仍欠佳且略有下滑。但公司作为创业板上市公司且发行过可转债，也通过银行贷款、票据、保理、售后回租等方式满足日常融资需求，融资渠道相对多样且通畅，且公司也有一定增加权益资本的意愿⁸。截至2026年3月末，公司获得银行授信总额55.02亿元，未使用额度18.67亿元，具有一定备用流动性；公司房产、土地等不动产仍有一定抵质押融资空间。整体来看，公司获取流动性资源的能力仍较强。

⁸ 2026-04-29《漱玉平民：关于提请股东会授权董事会办理小额快速融资相关事宜的公告》。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

医药行业监管日趋严格，公司门店众多，需关注经营合规风险

随着医药行业监管日趋严格，药监、医保飞检常态化推进，处罚力度不断加大，对门店经营和管理提出了更高的要求，公司在门店扩张的同时，如无法根据行业和政策的变化，及时调整经营模式和保障内部控制的有效执行，则可能面临一定的经营合规风险⁹。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日：2026年4月27日）、重要子公司漱玉医药物流（山东）有限公司（查询日：2026年6月5日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月22日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

⁹公开信息显示，2025 至 2026 年 5 月末，公司济南匡山小区二店、济南中海半山湾畔店、济阳稍门高楼店、平阴五岭路店、万象新天二店因违规被济南医保中心解除医保协议；泰安肥城新城路店因违规被山东肥城市医保局暂停医保协议；枣庄三店因提供数据不真实、追溯码信息问题被枣庄市医保局暂停医保协议。

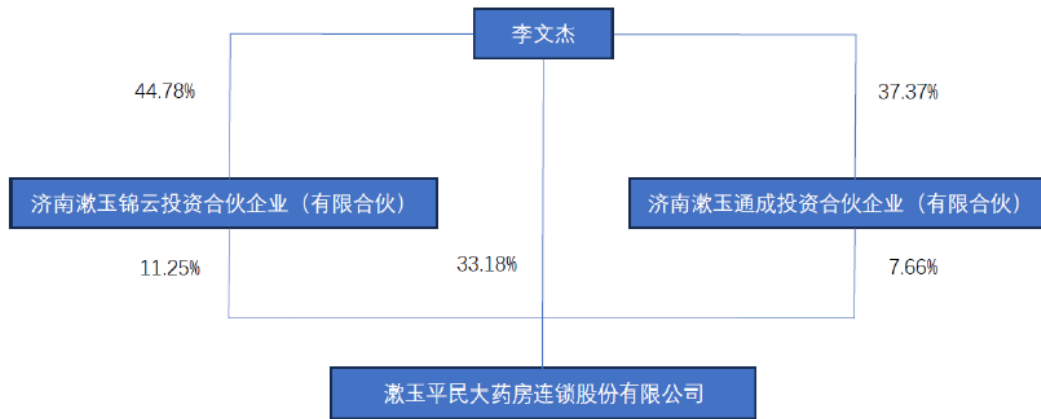
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	14.61	12.41	14.05	13.97
应收账款	10.91	10.61	12.69	12.00
存货	19.61	18.93	18.91	20.68
流动资产合计	54.51	50.20	53.21	55.11
商誉	22.64	22.64	17.53	13.87
非流动资产合计	43.75	43.88	39.52	38.23
资产总计	98.27	94.08	92.73	93.34
短期借款	10.90	8.69	16.85	16.31
应付票据	17.48	18.72	13.53	5.86
应付账款	16.34	12.74	11.57	13.12
一年内到期的非流动负债	7.79	7.61	6.10	5.70
流动负债合计	59.26	55.47	53.62	52.64
长期借款	4.91	4.58	6.32	6.58
应付债券	7.38	7.36	7.09	6.80
长期应付款	0.90	0.97	0.68	0.00
非流动负债合计	15.98	15.67	17.86	17.04
负债合计	75.23	71.14	71.48	69.67
总债务	54.41	52.99	54.59	51.70
其中：短期债务	38.75	37.64	37.08	34.99
长期债务	15.66	15.35	17.52	16.72
所有者权益	23.03	22.93	21.25	23.66
营业收入	26.01	103.27	95.70	91.91
营业利润	0.15	1.86	-1.78	1.98
净利润	0.09	1.17	-2.05	1.40
经营活动产生的现金流量净额	0.55	8.03	4.89	1.43
投资活动产生的现金流量净额	-0.63	-6.54	-2.30	-9.66
筹资活动产生的现金流量净额	1.79	-5.66	-2.77	1.42
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	6.59	6.29	9.02
FFO（亿元）	--	2.07	1.77	4.79
净债务（亿元）	41.24	44.26	42.97	37.93
销售毛利率	25.94%	26.16%	25.37%	28.33%
EBITDA 利润率	--	6.38%	6.57%	9.82%
总资产回报率	--	3.61%	-0.86%	3.58%
资产负债率	76.56%	75.62%	77.08%	74.65%
净债务/EBITDA	--	6.71	6.83	4.20
EBITDA 利息保障倍数	--	4.73	4.06	6.57

总债务/总资本	84.20%	84.53%	80.77%	73.00%
FFO/净债务	--	4.67%	4.12%	12.64%
经营活动现金流净额/净债务	1.32%	18.14%	11.39%	3.77%
速动比率	0.59	0.56	0.64	0.65
现金短期债务比	0.36	0.31	0.39	0.47
净营业周期（天）（含票据）	--	-2.56	38.40	48.92
存货周转天数（天）	--	89.32	99.79	105.54
应收账款及应收票据周转天数（天）	--	41.62	49.69	43.80
应付账款及应付票据周转天数（天）	--	133.51	111.09	100.42
管理费用率	3.11%	3.17%	3.25%	3.23%
期间费用率	25.14%	25.15%	26.43%	25.86%
销售费用率	20.55%	20.70%	21.74%	21.34%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年末）



资料来源：公司 2025 年年度报告

附录三 2025 年末公司合并范围主要变化情况

公司名称	持股比例	变动情况
青岛紫光医药连锁有限公司	70.00%	购买合并
济宁市广联医药连锁有限公司	35.60%	购买合并
武汉漱玉大药房有限公司	51.00%	新设
海南漱玉平民企业管理有限公司	100.00%	新设
福建众友医药有限公司	100.00%	股权转让处置
漱玉医药物流（河南）有限公司	65.00%	股权转让处置
福建漱玉通达企业管理有限公司	100.00%	注销
泉州鲤城东龙药业有限责任公司	60.00%	注销
漳州高新区万芝林医药有限公司	80.00%	注销

注：济宁市广联医药连锁有限公司通过表决权委托协议累计控制表决权比例为 55.60%。

资料来源：公司 2025 年年度报告，公开资料，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+经调整所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）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。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号