

# 信用展望 2025 | 医药流通业：医改政策冲击边际减缓，关注零售企业偿债能力变化

2025年3月11日  
行业展望

## 主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司  
工商企业评级部

徐宁怡

[xuny@cspengyuan.com](mailto:xuny@cspengyuan.com)

王建飞

[wang.jf@cspengyuan.com](mailto:wang.jf@cspengyuan.com)

李楠

[linan@cspengyuan.com](mailto:linan@cspengyuan.com)



医药流通行业下游需求刚性，预计市场规模仍将稳步增长，医改政策冲击边际减缓，细分市场增速分化。人口老龄化、居民可支配收入的持续增长及健康意识的提高将对医疗支出提供有力支撑，医药流通行业下游长期需求刚性。医改政策影响深远，但高峰期已过边际冲击有望缓解，细分市场增速分化，其中批发市场预计保持稳健增长，零售市场作为处方外流的有力承接者，中长期重要性抬升趋势确定，但受个账改革等政策影响短期快速扩张的可能性不大。

行业集中度有望进一步提升，整合并购加速，规模化、连锁化、线上布局为增长主线。监管政策趋严背景下，中小型企业利润空间遭受挤压，医药流通行业集中度不断提升。2024年“重庆医药—中国医药”组成联合体打破医药批发行业原有的四巨头格局，开启“1超4强+N”模式，五大全国性医药批发龙头市占率过半，显著的规模优势将带动行业继续集中；零售市场龙头格局初步成型，医药分业率对标发达国家仍有较大提升空间，未来连锁化率与网上布局为增长主线。

医改背景下样本企业整体运营效率及盈利指标有所下滑，预计业内分化加剧，重点关注零售企业偿债能力边际变化。受两票制影响，医药批发样本企业的账期有所拉长垫资压力加大，但回款风险可控，运营效率进一步分化，民营类中小型批发企业盈利能力面临挑战，央国企龙头企业具备一定的安全垫；医药零售行业竞争加剧，单店收入下降明显，需关注门店仍快速扩张带来的潜在商誉减值等风险，各梯队运营效率显著分化，第一梯队企业议价能力优势有望继续扩大，业绩承压背景下，或对偿债能力形成进一步不利影响。

## 一、行业运营环境

### (一) 医药流通市场规模预计稳步增长，细分市场增速分化

医药流通下游需求刚性，预计整体市场规模将稳步增长，其中零售行业受个账改革等政策影响短期快速扩张的可能性不大。近年，全国药品流通市场<sup>1</sup>销售规模稳步增长，2023年全国七大类医药商品销售总额29,304亿元，同比增长7.5%，增速提升1.5个百分点。人口老龄化、居民可支配收入的持续增长及健康意识的提高将对医疗支出提供有力支撑，预计药品需求的提升亦将持续带动医药流通市场规模稳步增长。从细分市场来看，2023年药品批发市场增速回升2.1个百分点，2025年有望持续稳健增长；2023年药品零售市场增速明显放缓，仅较2021年略有提升，受个账改革<sup>2</sup>等政策影响短期快速扩张的可能性不大。

图1 全国药品批发市场销售情况

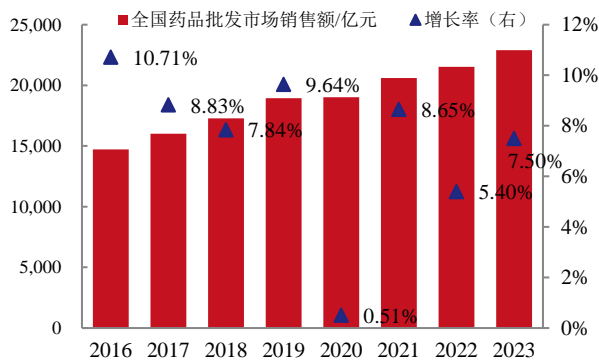
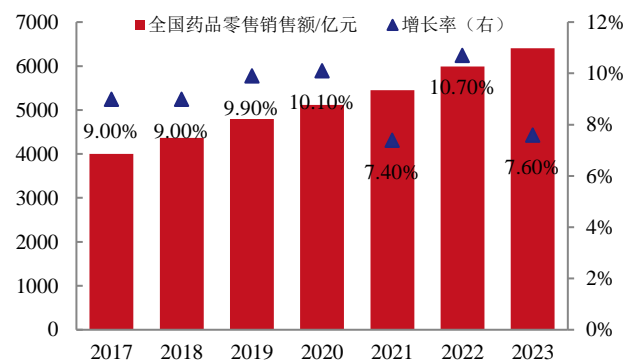


图2 全国药品零售市场销售情况



资料来源：商务部药品流通行业运行统计分析报告，米内网，中证鹏元整理

**受制于产业链的弱势地位，医药批发行业的垫资属性仍将维系。**从产业链位置来看，医药批发行业主要通过从上游医药生产企业采购货物并批发给下游经销商或直接出售给销售终端客户来赚取交易差价，因此进院资质是批发企业的重要竞争力因素。由于大中型医院相对中游批发企业处于较强势地位，医药批发行业作为资本密集型产业，为满足供销链上的长期资金缺口，在一定程度上承担了下游盈利和现金流向中游转移的压力。由于药品生产企业依赖流通批发企业回款和医保基金收支压力持续加大，预计医药批发行业的垫资属性仍将维系，且短期内难以替代。

**零售药店稳居第二大销售终端，中长期重要性抬升趋势确定但短期增速可能放缓，存量竞争加剧。**从终端销售结构来看，尽管公立医院仍占据主要市场，但销售占比逐年下降，而零售药店在终端销售的占比从

<sup>1</sup> 药品流通市场包括药品批发市场和药品零售市场。

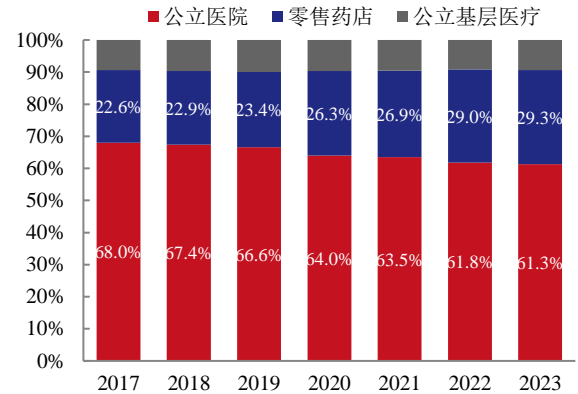
<sup>2</sup> 重点在于由单位医保缴费的30%不再计入医保个人账户。

2017 年的 22.6% 逐渐提升至 2023 年的 29.3%，第二大销售终端的地位稳固。作为处方外流的有力承接者，零售药店中长期的重要性抬升趋势较为确定，但药店终端对个账支付依赖性更强，因此受门诊共济、个账改革等政策影响较大，短期或受到一定冲击导致增速放缓。从经营效能看，零售药店的日均人效及日均坪效两大指标持续下滑，进入存量竞争阶段，零售药店经营承压，未来成本控制能力较好的企业或将率先走出困境。

图3 医药批发所处产业链地位



图4 药品销售终端构成



注：药品销售终端统计数据未包含“民营医院、私人诊所、村卫生室”

资料来源：商务部药品流通行业运行统计分析报告，米内网，中证鹏元整理

## (二) 医改政策影响深远，但边际冲击有所缓解

近年国内执行的一系列医改政策对医药流通行业的影响深远，但各类政策对细分市场的影响路径存在差异：

“两票制”等医改政策导致医药批发行业整体竞争压力加大，盈利能力面临挑战，但政策冲击的高峰期已过，边际影响预计将有所减缓。近年一系列医改政策对医药批发行业的影响路径存在一定差异：“两票制”政策通过压缩药品流通环节对批发企业的商业调拨业务产生较大冲击，工业-流通-医院成为行业主流模式，纯销业务的占比将提升，批发企业的资金周转压力加大，对成本控制和经营能力均提出更高要求；“药品零加成政策”下终端医院盈利能力受到负面冲击，但医院在产业中的强势地位使该压力将向中游批发企业转移，行业平均利润率从 2010 年的 2.2% 降至 2023 的 1.6%，整体呈现微利化下降化趋势；“处方外流”趋势得到强化，批发行业的下游客户结构将逐渐发生变化；“集中带量采购政策”使终端采购价格大幅下降，医药批发依靠价差换取利润的空间面临较大压缩压力；“医保控费改革”对医药批发企业尤其中小微企业的盈利以及转型提出新的挑战。一系列医改政策对医药批发行业经营冲击的高峰期已过，边际影响预计将有所减缓，但行业整体尤其中小企业仍面临盈利能力等方面的挑战。

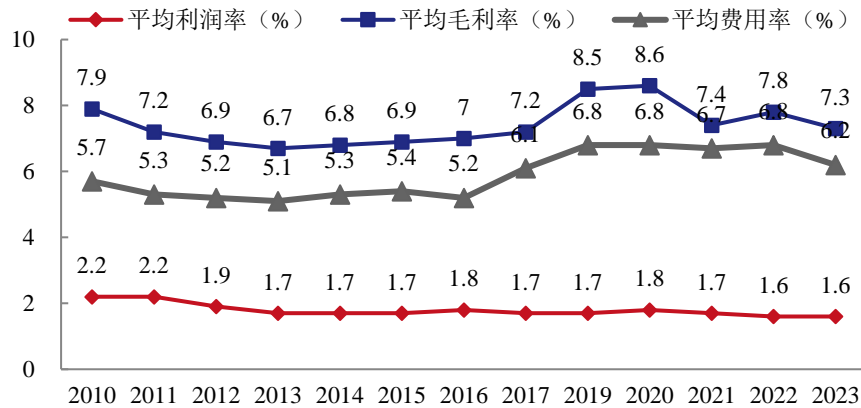
表1 近年主要医改政策对医药批发行业的影响

| 政策类型 | 政策内容 | 对医药批发企业的影响 |
|------|------|------------|
|------|------|------------|

|       |   |   |
|-------|---|---|
| 两票制   | 生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票                 | 流通环节被压缩，工业-流通-医院成为主流模式，缺乏进院资质和医院渠道的企业面临淘汰；商业调拨业务减少，纯销业务占比提升，回款周期拉长，资金周转压力加大，对批发企业的成本控制和经营能力提出更高要求 |
| 带量采购  | 集采主体和企业直接签订购销合同，明确规定了预付和回款时间节点                | 药品价格下降，医药批发价差空间下降，行业竞争进一步加剧；现金回流能力有所改善，网络布局广的大型流通批发企业成为优先选择对象                                     |
| 药品零加成 | 所有公立医院全部取消药品加成                                | 进一步导致处方外流，医药批发企业的下游客户结构将发生变化；药品价格下降，医药批发价差空间下降，行业竞争进一步加剧  |
| 医保控费  | 从过去医保基金向医疗机构“按项目付费”为主，改革为“按病种付费”为主；加强医保基金预算管理 | 医保控费导致药价下滑，这对医药批发企业的收入和利润产生负面影响；对医药批发行业提出了供应链和营销渠道的优化，控制成本；从传统的药品分销向提供综合服务的现代医药流通服务商转型            |

数据来源：公开资料，中证鹏元整理

图5 全国药品流通直报企业的平均利润率趋于平稳



数据来源：商务部，中证鹏元整理

“处方外流”进程下医药零售行业长期向上趋势不改，短期或受到“个账改革”等政策扰动。近年我国出台多项医改政策，旨在通过降低药占比、取消药品加成、试点电子处方流转平台等方式促进处方外流，2023年我国处方药的零售药店占比约20%，对标发达国家美国和日本医药分业率约65%-75%的水平，国内处方外流空间仍较大，医药零售行业长期仍有向上空间。短期看，部分政策对零售终端或有一定冲击，门诊共济政策提升了门诊在医疗保障中的重要性，医疗机构诊疗人次有所回流，医保个账改革导致个账收入缩水，对个账支付依赖性更强的药店终端形成一定挑战。

表2 主要政策及内容

| 时间     | 发布单位      | 发布文件                           | 主要内容                                    |
|--------|-----------|--------------------------------|---|
| 2021.5 | 国家医保局、卫健委 | 《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》 | 提出定点零售药店要与医保信息平台、电子处方流转平台等对接，保证电子处方顺畅流转 |
| 2021.7 | 国家医保局     | 《关于优化医保领域便民服务的意见》              | 提出实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务               |

|         |               |                            |  |
|---------|---------------|----------------------------|--|
| 2021.8  | 国家医保局、<br>卫健委 | 《长期处方管理规范（试行）》             | 规定医师开具长期处方后，患者可以自主选择在医疗机构或者社会零售药店进行调剂取药        |
| 2023.2  | 国家医保局         | 《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》 | 鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，为参保人员提供门诊统筹用药保障      |
| 2024.10 | 国家医保局         | 《关于规范医保药品外配处方管理的通知》        | 配备“双通道”药品的定点零售药店均需通过电子处方中心流转“双通道”药品处方，不再接受纸质处方 |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

### （三）行业集中度进一步提升，规模化、连锁化、数字化趋势为增长主线

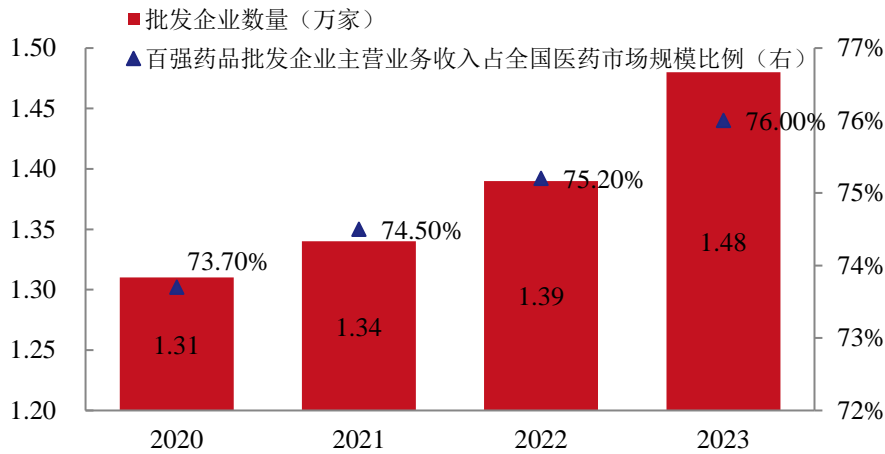
医药流通行业整体集中度有望进一步提升，各细分市场的竞争格局与主流发展趋势存在差异，其中批发市场随着“重庆医药-中国医药联合体”的组建形成“1超4强+N”新格局，五大全国性医药批发龙头市占率过半，规模优势下行业将继续集中，央国企整合步伐加快；零售市场龙头格局初步成型，对标日本仍有较大提升空间，未来连锁化率与线上布局为增长主线。

**2024年“重庆医药-中国医药”联合体的组建开启医药批发行业“1超4强+N”新格局，持续体现的规模效应有望带动龙头企业的市场占有率继续增长。**近年国内药品批发企业数量持续上升，企业数量较多但平均规模及竞争力不强。从行业集中度来看，2023年TOP4/TOP10/TOP100药品批发企业占全国医药市场总规模的比重分别为51.3%/59.6%/76%，较上年度均有提升，且龙头企业的收入增速及市占率提升更为明显。随着医改政策的推进以及行业竞争压力的持续加大，全国性流通批发企业纷纷通过兼并重组、整合渠道资源等方式进一步拓展网络覆盖面以提升自身的市场影响力。2024年国资委提出把市值管理纳入央企控股上市公司的考核体系内，进一步推动央国企类批发企业的整合并购，其中2024年2月起，重庆医药和中国医药两大集团宣布将开展战略整合的相关事宜，并持续推进股权变更<sup>3</sup>，“重庆医药—中国医药”作为联合体出现在医药批发行业，打破了原有的“4+N”格局，开启“1超4强+N”新模式，五大龙头市占率过半。全国性医药批发龙头较区域性代表企业在主要经营指标方面均有明显优势，中小医药批发企业面临压力较大。整体来看，国内医药批发行业仍有较大整合空间，大型龙头批发企业的市场占有率仍将持续提升，且在政策和市场的驱动下有望逐渐实现从传统的药品分销商向健康综合服务商的转型升级。

<sup>3</sup> 2024年12月18日，通用技术集团取得国务院国资委《关于重庆医药健康产业有限公司国有股权无偿划转有关事项的批复》，同意通用技术集团无偿划入重庆化医控股（集团）公司持有的重庆医药健康产业有限公司2%股权，重药控股实际控制人由重庆市国资委变更为国务院国资委。截至2024年12月27日，上述股权变更工商变更尚未完成。



图6 药品批发企业数量较多，但百强企业市场占有率超七成



数据来源：商务部，中证鹏元整理

表3 2023年龙头医药批发企业收入增速及市占率提升更为明显

|        | 2023年主营业务收入增速 | 占全国医药市场规模比重 | 市占率变化  |
|--------|---------------|-------------|--------|
| TOP4   | 9.6%          | 51.3%       | 1.5pct |
| TOP10  | 8.9%          | 59.6%       | 1.3pct |
| TOP100 | 7.6%          | 76%         | 0.8pct |

数据来源：商务部，中证鹏元整理

医药零售行业整合加速，龙头格局初步成型，市场集中度与连锁化率有望进一步提升。全国性和区域性龙头连锁药店通过资产和股权收购等方式实现行业加速整合，规模优势和品牌影响力逐步凸显，2020年至今，医药行业前五大企业及排名均保持不变，销售额持续增长，2023年增速显著放缓。行业集中度来看，2023年全国百强零售药店的销售总额为2,423亿元，同比增长11.0%，占全国零售市场总额的37.8%，同比提高1.3个百分点，此外TOP5/10零售药店的市场占有率分别为17.3%/23.3%，较2022年分别增长0.1/1.0个百分点，行业整体集中度呈提升态势，但相较日本TOP10零售药房约70%的市占率，国内龙头药店的集中度仍有较大提升空间。连锁化率来看，2023年末，全国零售药店门店总数达66.7万家，其中零售连锁门店数量达38.6万家，连锁率达57.8%，预计未来仍有一定提升空间。

图7 百强零售企业销售额及市场份额

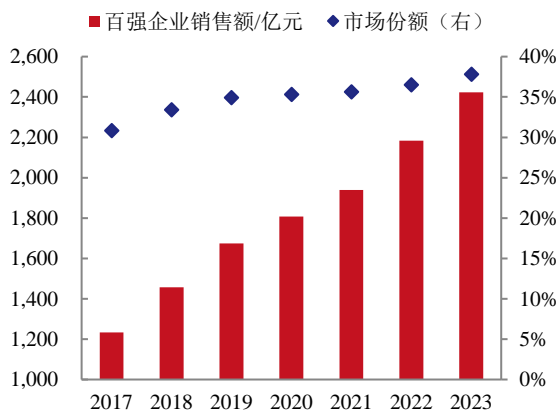
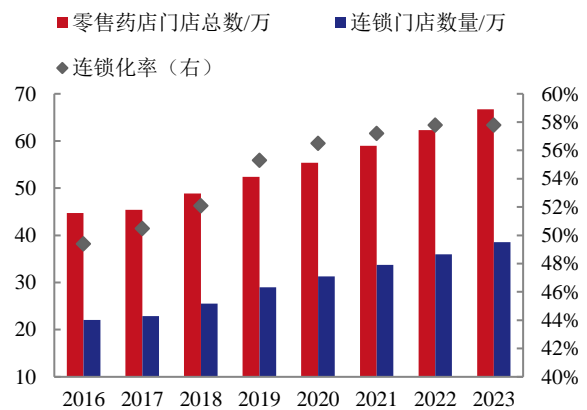


图8 零售药店连锁化率提升



资料来源：国家药品监督管理局，中证鹏元整理

**网上药店发力空间更大。**目前医药零售端包括实体及网上药店两种类型，其中实体药店市场份额仍占主导地位，近年医药零售行业积极推进数字化转型并加大线上业务布局，网上药店作为后起之秀，市场份额持续提升，2023年网上药店市场药品销售额增速高达30.8%，高于实体药店增速27.2个百分点。随着2023年底线上医保支付开始在北上广深等大城市逐步放开，预计未来网上药店发力空间更大。

图9 实体及网上药店两大零售终端市占率情况

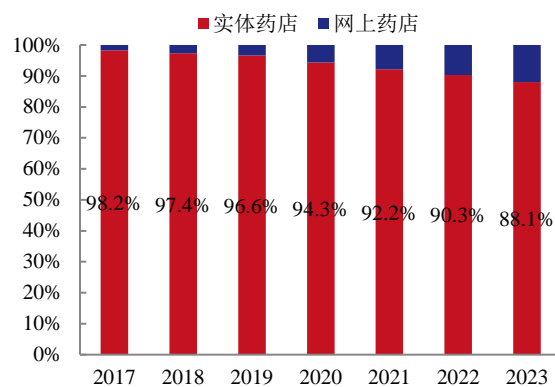
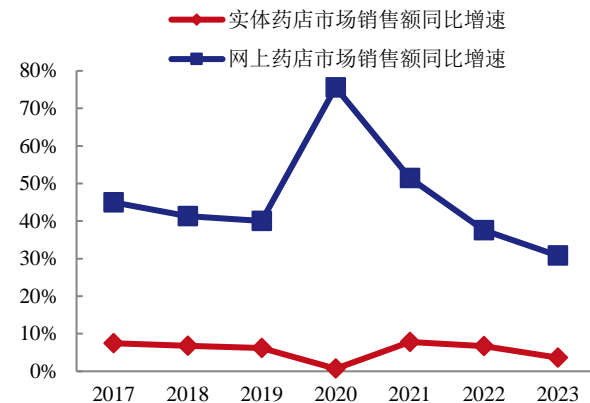


图10 两大零售市场销售额同比增速情况



资料来源：米内网，中证鹏元整理

## 二、样本企业的财务数据表现

### (一) 医药批发行业样本企业的财务数据表现

#### 1、样本企业选取

本次以医药批发行业的上市公司或者有存续公开债的企业作为标准，共选取样本企业 19 家<sup>4</sup>。从业务区域来看，包含 4 家全国性医药批发龙头企业、主要区域性医药批发龙头企业及部分区域性企业；从是否为上市企业来看，共有 16 家内地主板上市企业，3 家港股上市企业，股权融资渠道相对通畅；从是否有存续债的企业来看，目前有存续债的共 9 家，且除个别企业外，大部分企业存续债券规模均较小。从企业规模来讲，业务规模相对较大的企业以央企和地方性国企为主，大部分民营企业业务规模相对较小。

**表4 医药批发行业主要已发债/已上市主体（单位：亿元）**

| 公司全称            | 业务区域                 | 企业性质 | 存续债券规模 | 主体级别 | 是否上市 | 证券代码      |
|-----------------|----------------------|------|--------|------|------|-----------|
| 国药控股股份有限公司      | 全国性龙头                | 央企   | 60.00  | AAA  | 是    | 01099.HK  |
| 上海医药集团股份有限公司    | 全国性龙头                | 地方国企 | 60.00  | AAA  | 是    | 601607.SH |
| 上海上实（集团）有限公司    |                      | 地方国企 | 100.00 | AAA  | 否    | --        |
| 华润医药集团有限公司      | 全国性龙头                | 央企   | 0.00   |      | 是    | 3320.HK   |
| 华润医药控股有限公司      |                      |      | 20.00  | AAA  | 否    | --        |
| 九州通医药集团股份有限公司   | 全国性龙头                | 民企   | 33.10  | AA+  | 是    | 600998.SH |
| 楚昌投资集团有限公司      |                      | 民企   | 16.30  | AA+  | 否    | --        |
| 中国医药健康产业股份有限公司* | 区域性龙头（重庆医            | 央企   | 0.00   | AAA  | 是    | 600056.SH |
| 重庆医药（集团）股份有限公司* | 药一中国医药联合             | 地方国企 | 77.22  | AA+  | 否    | --        |
| 重药控股股份有限公司*     |                      | 体）   | 地方国企   | 0.00 | --   | 是         |
| 广州医药集团有限公司      | 华南地区龙头               | 地方国企 | 55.00  | AAA  | 否    | --        |
| 广州医药股份有限公司      |                      | 地方国企 | 10.00  | AA+  | 是    | H01529.HK |
| 南京医药股份有限公司      | 江苏省龙头                | 地方国企 | 50.00  | AA+  | 是    | 600713.SZ |
| 南京新工投资集团有限责任公司  |                      | 地方国企 | 25.00  | AAA  | 否    | --        |
| 深圳市海王生物工程股份有限公司 | 山东/河南/湖北等省<br>具有规模优势 | 民企   | 0.00   | --   | 是    | 000078.SZ |
| 华东医药股份有限公司      | 浙江省龙头之一              | 民企   | 0.00   | --   | 是    | 000963.SZ |
| 浙江英特集团股份有限公司    | 浙江省龙头之一，辐<br>射华东六省一市 | 地方国企 | 7.06   | AA+  | 是    | 000411.SZ |
| 嘉事堂药业股份有限公司     | 北京地区龙头               | 央企   | 0.00   | --   | 是    | 002462.SZ |
| 瑞康医药集团股份有限公司    | 山东省龙头                | 民企   | 0.00   | --   | 是    | 002589.SZ |
| 广西柳药集团股份有限公司    | 广西省龙头                | 民企   | 8.02   | AA   | 是    | 603368.SH |
| 鹭燕医药股份有限公司      | 福建省龙头                | 民企   | 0.00   | -    | 是    | 002788.SZ |

<sup>4</sup> 从公开市场总计可获取 25 家样本企业的经营及财务数据，样本企业均为上市公司或者有存续公开债的企业，考虑到样本企业中存在 5 对主体为母子公司关系，统计中均只统计母公司的数据并作为单一企业统计，故下述分析中无特别说明样本统计数量为 19 家。



|                  |      |      |      |    |   |           |
|------------------|------|------|------|----|---|-----------|
| 四川合纵药易购医药股份有限公司  | 川渝区域 | 民营   | 0.00 | -- | 是 | 300937.SZ |
| 浙江震元股份有限公司       | 长三角  | 地方国企 | 0.00 | -- | 是 | 000705.SZ |
| 湖南达嘉维康医药产业股份有限公司 | 湖南省  | 民营企业 | 0.00 | -- | 是 | 301126.SZ |
| 北海国发川山生物股份有限公司   | 广西   | 民企   | 0.00 | -- | 是 | 600538.SH |

注：（1）存续债规模数据统计截至 2024 年 12 月 23 日；（2）中国医药与重庆医药于 2024 年达成战略合作，组成重庆医药—中国医药联合体，经营规模合计超千亿，业务覆盖全国，经营层面的分享中本文将该联合体认定为全国性龙头，其中重庆医药主要聚焦西南区域；考虑到两家主体未达到报表合并条件，以下样本的财务分析中暂时将其作为独立的两家主体。

资料来源：Wind，评级报告，中证鹏元整理

## 2、样本企业资产结构

**医药批发行业经营规模近年保持增长，资产以货币资金、应收账款和存货为主；受“两票制”政策持续落地的影响，应收账款规模占比小幅上涨，下游公立医院账期有所拉长但回款风险相对可控；部分主体商誉规模占比较高，需关注并购重组后的效益实现情况**

近年，医药批发样本企业资产规模、营业规模保持良好增长，但受“两票制”、“医保控费”等政策的影响，医药批发样本企业净利润有所波动，整体竞争压力进一步加大，盈利能力面临挑战。从资产结构来看，医药批发样本企业以货币资金、应收账款和存货为主，轻资产属性明显。随着“两票制”政策的大面积落地，医药批发企业应收账款账期拉长，样本企业的应收账款占总资产比重近年小幅上涨；受医药批发企业一般年终与下游企业结账的行业惯例影响，2024 年 9 月末应收账款占比总资产较高。考虑到医药批发企业 90%以上的应收账款账期在 1 年以内，且主要以公立医院为主，相比于商业调配业务回款风险更为可控。近年，样本企业的存货规模占比变化不大，在 15%左右，由于医药批发企业的存货具有周转快、流量大、品种多的特点，整体减值风险较可控。

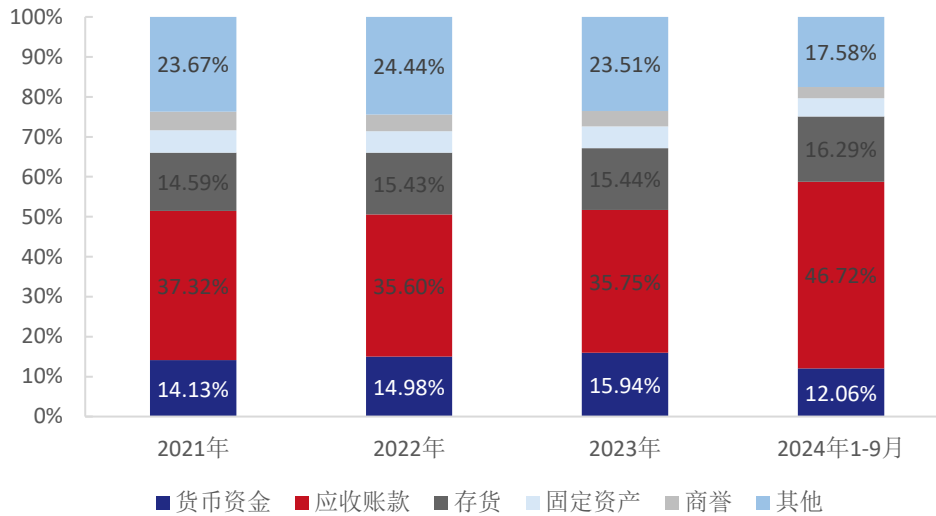
**表5 样本企业经营规模近年保持良好增长（单位：亿元）**

|      | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 1-9 月 |
|------|--------|--------|--------|--------------|
| 总资产  | 611.28 | 660.04 | 698.86 | 621.49       |
| 净资产  | 209.34 | 225.21 | 243.75 | 199.23       |
| 营业收入 | 791.01 | 842.29 | 894.19 | 611.36       |
| 净利润  | 21.18  | 21.08  | 21.34  | 12.58        |

注：华润医药（3320.HK）为港股上市公司，未公布 2024 年 1-9 月财务报表；广药集团为非上市公司，仅在交易所市场有存续的公开债，未公布 2024 年 1-9 月财务报表；2024 年 1-9 月财务数据均不包含这 2 个样本；因此，2024 年 1-9 月，财务数据相比 2023 年末数据较小。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

图11 样本企业应收账款占总资产比重波动上升

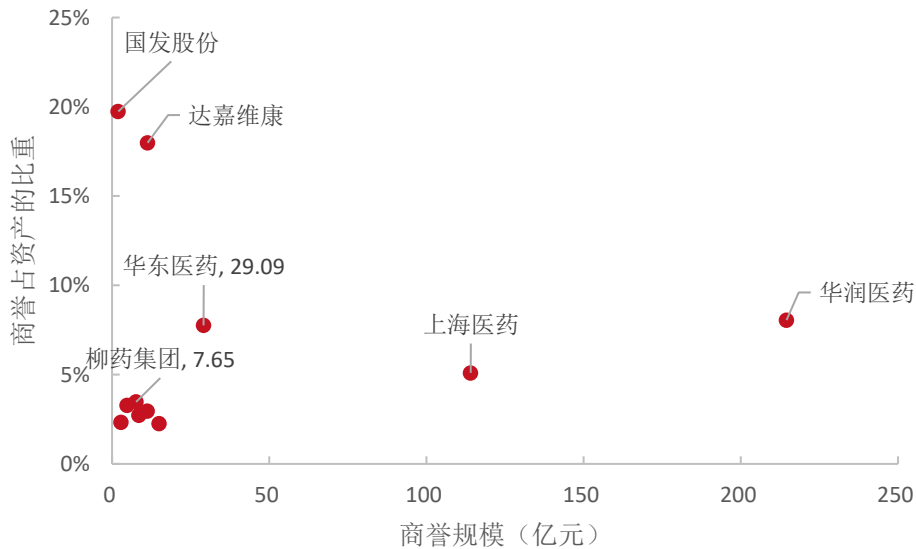


注：华润医药（3320.HK）为港股上市公司，未公布 2024 年 1-9 月财务报表；广药集团为非上市公司，仅在交易所市场有存续的公开债，未公布 2024 年 1-9 月财务报表；2024 年 1-9 月财务数据均不包含这 2 个样本。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

此外，华润医药、上海医药等部分主体的商誉规模及占比较高，主要系对空白区域市场的商业网络布局以及对医药工业等板块的拓展形成，并购重组后未来对下属企业的经营管理及效益实现情况值得持续关注。

图12 部分主体商誉规模及占总资产比重较高（2024 年 9 月末）



注：华润医药和广州医药未公布 2024 年 9 月末财务数据，采用 2024 年 6 月末数据

数据来源：Wind，中证鹏元整理

### 3、样本企业营运及盈利能力

行业竞争压力加大背景下，样本企业近年运营效率有所下降，且进一步分化，关注部分应收账款周转

### 率较低的民营批发企业；医药批发行业盈利性持续下降，行业尤其中小企业盈利能力面临挑战

在医改政策持续推进及行业竞争压力加大的背景下，近年样本企业的净营业周期和总资产周转天数均有所上升，整体运营效率出现下降，主要系下游医院客户回款时间有所延长导致应收账款周转天数上升。

存货周转方面，样本企业的存货周转天数在 40-60 天左右，部分龙头企业由于涉及布局医药工业板块，对存货周转效率形成一定拖累，但整体仍保持较强的存货周转能力。应收账款周转方面，“两票制”和“药品零加成”等医改政策下终端医院盈利能力受到负面冲击，但医院在产业链中的强势地位使该压力向中游批发企业转移，整体样本企业应收账款周转天数明显拉长；全国性批发龙头、区域性批发龙头以及其他普通企业的应收账款周转效率出现进一步分化，体现出龙头国有企业在产业链中更强的话语权；此外，海王生物、瑞康医疗和国发股份等民营企业的应收账款周转天数相对较高（170 天以上），账款周转压力相对较大。应付账款及票据周转方面，在样本企业应收账款周转天数拉长的情况下，应付账款及票据周转天数有所上升。

**表6 样本企业整体运营压力持续提升（单位：天）**

|                    | 2021 年        | 2022 年        | 2023 年        |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>存货周转天数</b>      | <b>49.35</b>  | <b>50.99</b>  | <b>53.49</b>  |
| 全国龙头               | 45.84         | 47.58         | 48.89         |
| 区域龙头               | 49.99         | 51.47         | 50.80         |
| 其他                 | 50.39         | 52.06         | 56.14         |
| <b>应收账款周转天数</b>    | <b>104.54</b> | <b>108.20</b> | <b>108.82</b> |
| 全国龙头               | 93.48         | 93.40         | 90.55         |
| 区域龙头               | 86.97         | 92.51         | 90.40         |
| 其他                 | 114.95        | 119.28        | 122.17        |
| <b>应付账款及票据周转天数</b> | <b>80.75</b>  | <b>89.93</b>  | <b>93.39</b>  |
| 全国龙头               | 89.90         | 92.49         | 93.85         |
| 区域龙头               | 75.50         | 77.89         | 78.99         |
| 其他                 | 79.34         | 93.37         | 98.46         |
| <b>净营业周期</b>       | <b>94.29</b>  | <b>96.59</b>  | <b>94.72</b>  |
| 全国龙头               | 67.50         | 66.98         | 64.00         |
| 区域龙头               | 79.00         | 83.98         | 81.58         |
| 其他                 | 109.59        | 111.94        | 110.66        |
| <b>总资产周转天数</b>     | <b>310.84</b> | <b>324.81</b> | <b>345.58</b> |
| 全国龙头               | 272.78        | 274.50        | 271.69        |
| 区域龙头               | 269.60        | 288.75        | 288.37        |
| 其他                 | 339.68        | 356.21        | 393.26        |

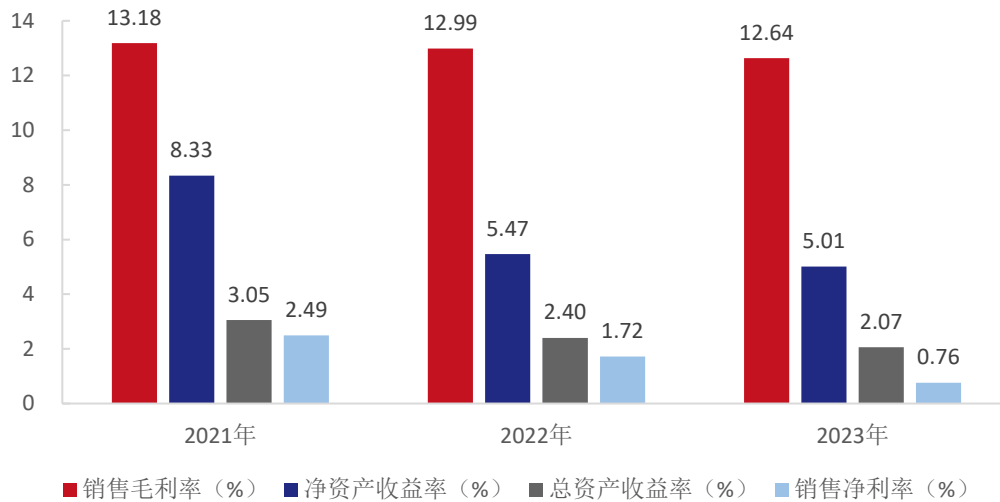
注：国药控股、上海医药、华润医药和九州通为全国龙头企业；重药控股、广州医药、南京医药和华东医药为区域龙头。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

盈利能力方面，受集采政策下药品降价导致批发业务价差空间面临收缩压力等因素影响，样本企业的销

售毛利率和总资产收益率均呈现一定程度的下降，医药批发行业盈利性整体呈现微利化，尤其中小微企业盈利能力面临挑战。2023年，两家民营企业海王生物和国发股份均处于亏损状态，此外国发股份已公告2024年业绩预告持续亏损，未来需持续关注上述公司的盈利能力变化情况。

图13 样本企业近年整体盈利能力保持稳定



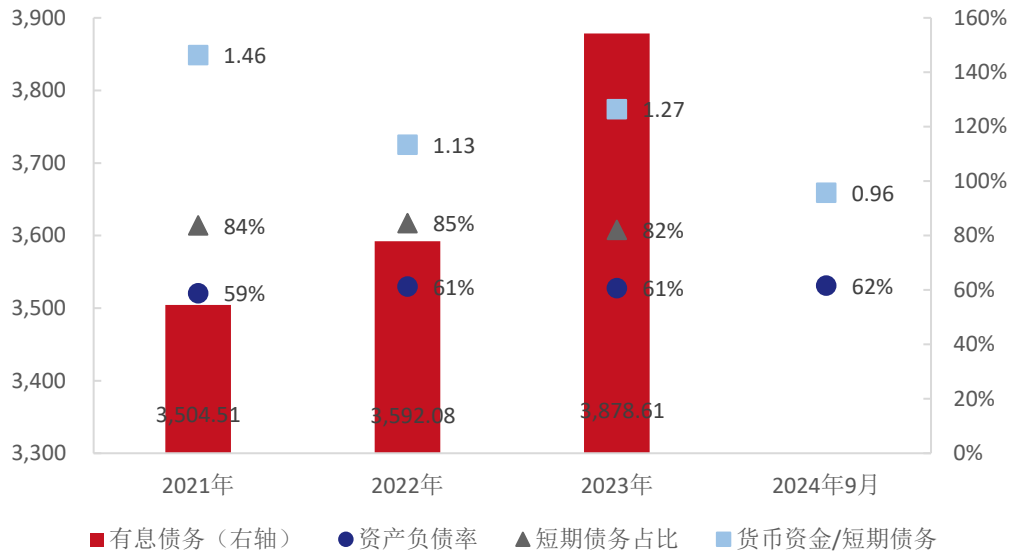
数据来源：Wind，中证鹏元整理

#### 4、样本企业偿债能力

样本企业近年有息债务规模持续增长且短期债务占比高，货币资金对短期债务的覆盖能力走弱，债务负担重；存续债主体以央企和地方国企为主，整体再融资能力较好，且股东支持意愿较强，具备一定的安全垫

从负债结构来看，样本企业以有息负债和应付账款为主，近年随业务规模扩大均持续增长，主要系批发业务产生的流动性需求及对上游的未结算采购货款。样本企业平均资产负债率由2021年的59%提升至2024年9月末的62%，海王生物、鹭燕医药、重药集团、广州医药、南京医药等主体资产负债率均已超过70%；近年样本企业有息债务规模持续增长，债务负担重；处于产业链弱势地位的医药批发企业受上下游占款严重，短期债务占比较高，2023年末样本企业短期债务占比达82%，近年货币资金对短期债务的保障能力整体呈走弱趋势，其中民营企业海王生物、瑞康医药、九州通的短期债务占比已超90%，短期债务压力较大。此外，考虑到医药批发行业下游应收款项账期较短，存续债主体以央企和地方国企为主，再融资能力较好，且股东支持意愿较强，具备一定的安全垫；但未来需持续关注部分民营医药批发企业面临的短期债务压力及融资能力。

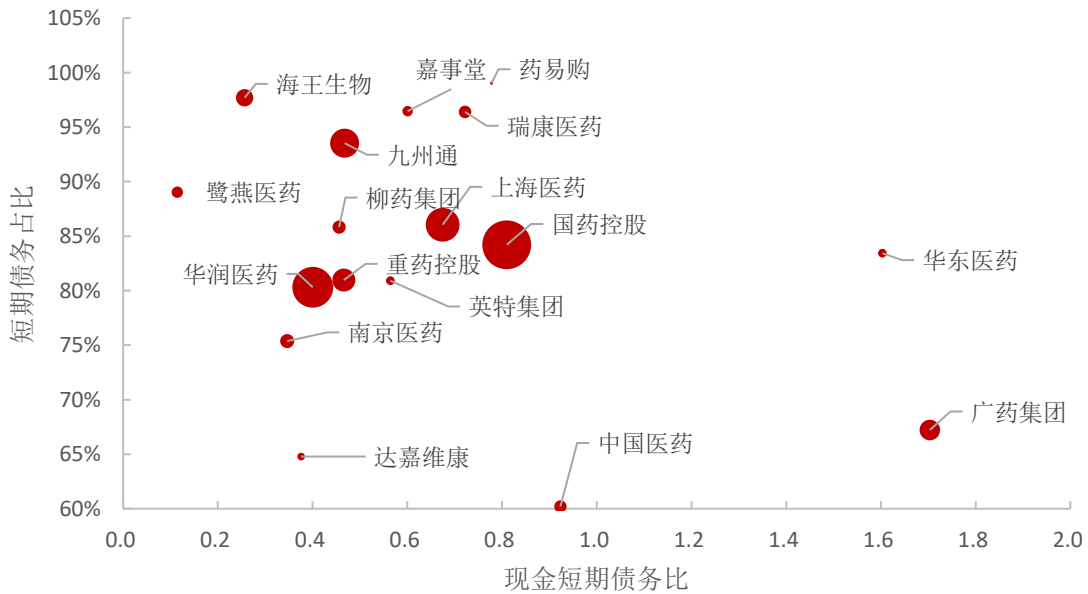
图14 样本企业有息债务规模持续增长，债务负担重（单位：亿元）



注：（1）华润医药（3320.HK）为港股上市公司，未公布2024年1-9月财务报表；广州医药集团有限公司为非上市公司，未公布2024年1-9月财务报表；2024年1-9月财务数据均不包含这2个样本；（2）未获取样本企业2024年9月末有息债务数据。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

图15 样本企业2023年整体短期债务占比高，偿付压力较大



注：气泡大小代表2023年末企业有息债务规模

数据来源：Wind，中证鹏元整理



## (二) 医药零售行业样本企业的财务数据表现

### 1、样本企业选取

本文共选取医药零售行业上市公司 8 家，除第一医药为地方国企外，均为民营企业，样本企业已形成各自的业务优势区域，并通过自建、并购及加盟等形式对外拓展市场，行业竞争格局初步成型。根据主要经营规模指标将样本企业分为三个梯队，其中第一梯队包括益丰药房、大参林、一心堂和老百姓，第二梯队包括健之佳和漱玉平民，第三梯队包括华人健康和第一医药。

**表7 医药零售行业主要主体（单位：亿元）**

| 公司简称 | 主要业务区域               | 企业性质 | 存续债券规模 | 主体级别 | 证券代码      |
|------|----------------------|------|--------|------|-----------|
| 益丰药房 | 中南、华东地区（分布全国 10 个省份） | 民营企业 | 17.97  | AA   | 603939.SH |
| 大参林  | 广东省（分布全国 21 个省份）     | 民营企业 | 14.05  | AA   | 603233.SH |
| 一心堂  | 云南省（分布全国 10 个省份）     | 民营企业 | --     | --   | 002727.SZ |
| 老百姓  | 华中、华东地区（分布全国 18 个省份） | 民营企业 | --     | --   | 603883.SH |
| 健之佳  | 西南地区（分布全国 7 个省份）     | 民营企业 | --     | --   | 605266.SH |
| 漱玉平民 | 山东省（分布全国 6 个省份）      | 民营企业 | 8.00   | AA-  | 301017.SZ |
| 华人健康 | 安徽省（分布全国 4 个省份）      | 民营企业 | --     | --   | 301408.SZ |
| 第一医药 | 上海市                  | 地方国企 | --     | --   | 600833.SH |

注：（1）存续债规模数据统计截至 2024 年 12 月 23 日；（2）业务区域数据：益丰药房、大参林、华人健康为 2024 年半年度数据、第一医药为 2023 年末数据，其余为 2024 年 9 月末数据。

资料来源：Wind，评级报告，中证鹏元整理

**表8 2023 年末样本企业主要经营规模对比（单位：亿元）**

|      | 样本企业             | 总资产        | 净资产       | 营业收入       | 净利润      |
|------|------------------|------------|-----------|------------|----------|
| 第一梯队 | 益丰药房、大参林、一心堂、老百姓 | >160       | >70       | >170       | >5       |
| 第二梯队 | 漱玉平民、健之佳         | 90< X <100 | 20< X <30 | 90< X <100 | 1.4≤X <5 |
| 第三梯队 | 华人健康、第一医药        | <50        | <20       | <40        | <1.4     |

注：第一梯队净利润除一心堂为 5.6 亿元外，其余主体超过 10 亿元。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 2、样本企业资产及经营情况

医药零售样本企业的资产及经营规模保持增长但增速放缓，资产结构稳定，但仍需关注政策、市场等变化带来的潜在存货跌价风险。此外，行业竞争加剧，需关注并购门店经营业绩不达预期带来的商誉减值风险

医药零售样本企业的资产及营收规模随门店数量提升同步保持增长，2023 年开始增速有所放缓，净利润增长有限，存量竞争加剧。资产结构来看，医药零售企业主要包括货币资金、存货和商誉，其中货币资金主要系银行存款，受限情况一般，部分样本企业购买了一定规模的理财产品，资金充裕度尚可，存货主要系库

存商品，近年随着各样本企业门店数量的扩张，备货需求持续提升，应收对象主要为各省市医保管理中心，账龄主要在1年以内，坏账风险有限，上述资产在总资产中占比基本稳定。中证鹏元认为随着国家医改政策的推进，部分药品价格存在下降的可能，且因市场需求变化可能出现滞销情况，因此仍需关注存货潜在的跌价风险。经营情况看，除2023年第一医药营收降幅较大，第三梯队平均营收规模同比略有下降外，营收规模整体保持上升趋势，净利润增幅不及收入增幅，行业增收不增利现象需持续关注。

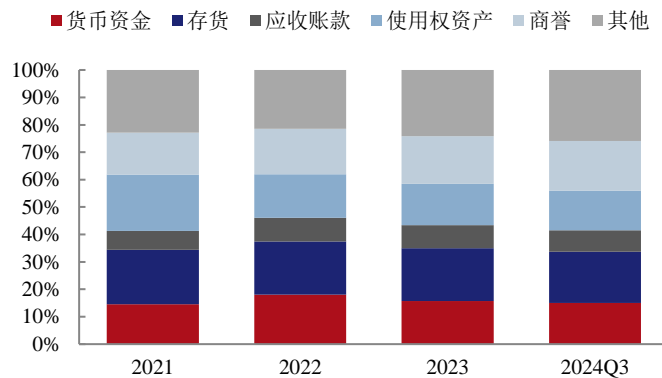
表9 样本企业经营规模持续增长（单位：亿元）

|             | 2021年        | 2022年         | 2023年         | 2024年9月末/1-9月 |
|-------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>总资产</b>  | <b>99.01</b> | <b>126.65</b> | <b>139.87</b> | <b>147.90</b> |
| 第一梯队        | 164.21       | 198.64        | 215.35        | 228.58        |
| 第二梯队        | 51.08        | 86.24         | 96.41         | 99.98         |
| 第三梯队        | 16.53        | 23.08         | 32.37         | 34.45         |
| <b>净资产</b>  | <b>38.28</b> | <b>46.68</b>  | <b>52.18</b>  | <b>53.33</b>  |
| 第一梯队        | 63.13        | 76.53         | 83.87         | 86.11         |
| 第二梯队        | 19.04        | 24.13         | 26.05         | 25.32         |
| 第三梯队        | 7.81         | 9.53          | 14.92         | 15.77         |
| <b>营业收入</b> | <b>95.83</b> | <b>125.00</b> | <b>138.53</b> | <b>106.53</b> |
| 第一梯队        | 155.92       | 196.85        | 217.34        | 166.93        |
| 第二梯队        | 52.78        | 76.69         | 91.36         | 69.07         |
| 第三梯队        | 18.68        | 29.59         | 28.08         | 23.19         |
| <b>净利润</b>  | <b>5.04</b>  | <b>6.75</b>   | <b>6.57</b>   | <b>4.37</b>   |
| 第一梯队        | 8.75         | 11.24         | 11.24         | 7.91          |
| 第二梯队        | 2.07         | 2.98          | 2.77          | 0.35          |
| 第三梯队        | 0.60         | 1.52          | 1.03          | 1.32          |

注：上述指标均为算术平均值。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图16 样本企业资产以货币资金、存货和商誉为主

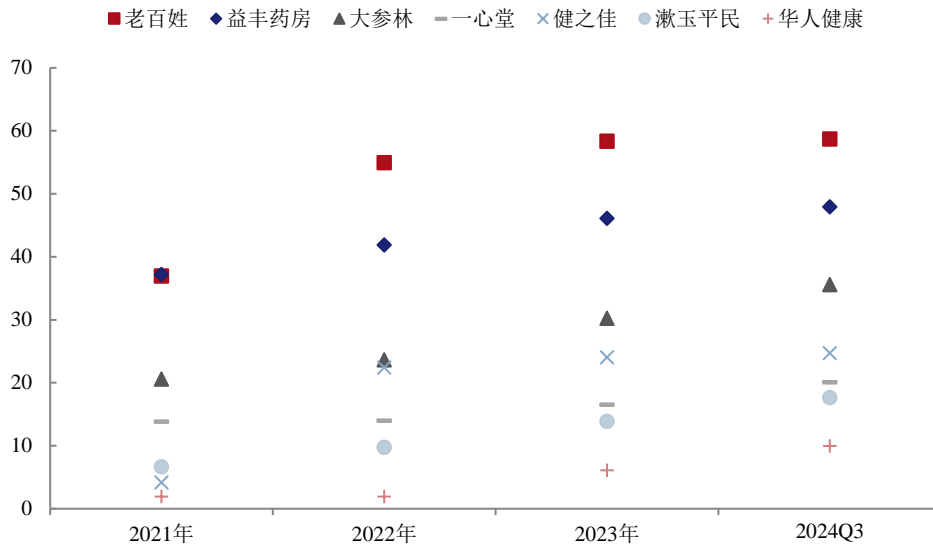


资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年医药零售企业并购规模与其行业所处顺序基本匹配，整体均为持续扩张态势，商誉规模及占比随着

样本企业对外并购增加均有所提升。第一梯队中，老百姓扩张势头最猛并于2021年赶超益丰药房，一心堂并购扩张始终较为谨慎；第二梯队中，健之佳2022年并购扩张规模大幅增长，商誉超越头部企业一心堂，对比而言，漱玉平民对外并购规模增长平稳；第三梯队中，地方国企第一医药未形成商誉，华人健康2023年上市，商誉规模排名靠后，但增幅较快。目前，行业进入存量竞争阶段，中证鹏元认为行业竞争加剧，并购门店业绩承压，或将面临一定的商誉减值风险。

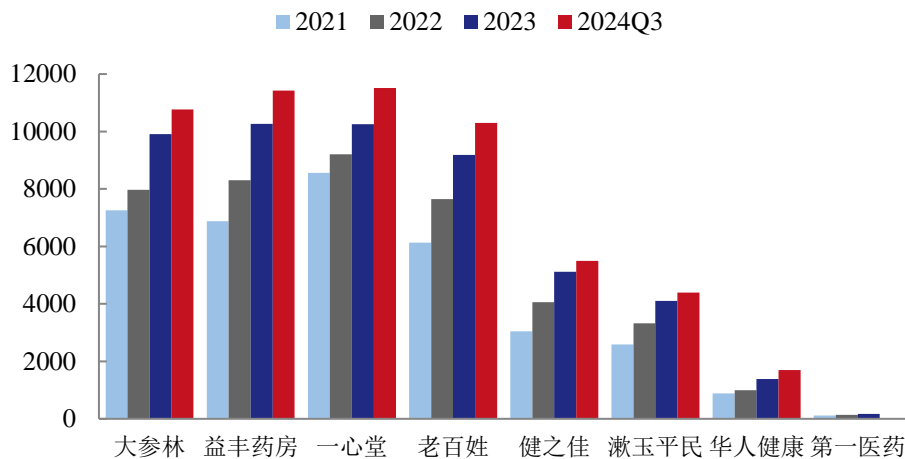
图17样本企业商誉基本匹配行业排名（亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从直营门店情况看，第一梯队中益丰药房、大参林和老百姓采用“自建+并购”方式，一心堂主要通过自建方式，因此其在直营门店扩张速度方面显著弱于其他三家主体，第二、三梯队中，健之佳、漱玉平民、华人健康上市时间稍晚，扩张势头正猛，整体来看，直营门店数量在各梯队间差异明显，与公司资金实力等呈正相关关系。

图18 直营门店扩张速度依然较快（单位：家）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 3、样本企业营运及盈利能力

整体运营效率有所下降，各梯队运营效率显著分化，第一梯队对上游流通企业的议价能力较第二、三梯队具备一定优势，预计随着医改政策推进及行业集中度提升，该优势将继续保持并不断扩大

净营业周期及总资产周转天数均在拉长，整体运营效率有所下降。具体看，样本企业的存货周转天数整体上升明显，各梯队间存在差异，第一梯队基本稳定，第二梯队存货周转天数明显增加，第三梯队相对缓和。应收账款及票据周转天数趋势保持一致，均呈现上升态势。应付账款及票据周转方面，2022年周转效率有所下降，2023年迅速提升但各梯队略有差异。综合上述因素看，第一梯队净营业周期变短，第二、三梯队净营业周期不同程度拉长，其中第三梯队净营业周期始终为正，运营效率显著分化，反应了各梯队企业面对流通企业的议价能力存在差异。中证鹏元认为随着医改政策的不断推进及行业集中度的持续提升，预计各梯队间的经营效率差异仍将延续且不断加大。

**表10 样本企业运营效率整体下降（单位：天）**

|                    | 2021年         | 2022年         | 2023年         | 2024年9月       |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>存货周转天数</b>      | <b>95.21</b>  | <b>92.95</b>  | <b>101.70</b> | <b>107.86</b> |
| 第一梯队               | 101.64        | 98.96         | 99.04         | 100.68        |
| 第二梯队               | 100.23        | 110.30        | 122.93        | 140.38        |
| 第三梯队               | 77.32         | 63.56         | 85.79         | 89.70         |
| <b>应收账款及票据周转天数</b> | <b>27.99</b>  | <b>29.75</b>  | <b>37.54</b>  | <b>37.85</b>  |
| 第一梯队               | 24.80         | 28.36         | 31.93         | 31.62         |
| 第二梯队               | 20.91         | 27.55         | 36.37         | 40.87         |
| 第三梯队               | 36.42         | 33.22         | 46.81         | 46.41         |
| <b>应付账款及票据周转天数</b> | <b>141.60</b> | <b>136.29</b> | <b>148.07</b> | <b>156.10</b> |
| 第一梯队               | 153.85        | 153.54        | 163.25        | 166.11        |
| 第二梯队               | 147.12        | 140.24        | 144.13        | 152.33        |
| 第三梯队               | 97.30         | 78.88         | 107.02        | 130.51        |
| <b>净营业周期</b>       | <b>-18.58</b> | <b>-24.40</b> | <b>-18.40</b> | <b>-13.60</b> |
| 第一梯队               | -18.32        | -28.00        | -27.41        | -26.22        |
| 第二梯队               | -41.68        | -43.73        | -25.97        | -2.38         |
| 第三梯队               | 7.49          | 9.09          | 16.44         | 17.91         |
| <b>总资产周转天数</b>     | <b>307.19</b> | <b>304.57</b> | <b>355.02</b> | <b>498.09</b> |
| 第一梯队               | 324.33        | 335.23        | 347.06        | 481.02        |
| 第二梯队               | 288.47        | 323.35        | 362.00        | 514.37        |
| 第三梯队               | 293.67        | 243.28        | 365.58        | 520.46        |

注：净营业周期=存货周转天数+应收账款及票据周转天数-应付账款及票据周转天数。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

单店收入下降明显，第三梯队受经营体量较小、扩张诉求相对较弱等因素影响，销售费用率较低，整体

### 看，在医改政策推行等影响下，预计各梯队盈利能力将继续承压

从单店收入来看，2023 年样本企业下降明显，2024 年进一步下降。其中第三梯队中第一医药主攻上海市场，兼顾客流与地理优势，单店收入显著高于其他 7 家主体，带动第三梯队单店营收以绝对优势领先，第一梯队中，各家单店收入水平大致相同，第二梯队中，漱玉平民前三季度继续保持扩张态势，营收增长不足，单店营收降至百万以内。

盈利能力整体承压。从毛利率来看，受药品集采、医保谈判及处方药占比提升等因素影响，样本企业的销售毛利率呈现下降趋势，从销售费用率来看，第三梯队受样本企业经营体量较小、扩张诉求相对较弱等因素影响，销售费用率较低，显著低于第一、二梯队。整体看，仅第三梯队销售净利率呈略微上升趋势，第一梯队中一心堂 2023 年受补税及税收滞纳金计提影响，销售净利率降幅明显高于其他主体，第二梯队中漱玉平民 2024 年前三季度销售净利率已为负。根据目前已披露的 2024 年业绩预告情况看，第一梯队一心堂、第二梯队健之佳及第三梯队第一医药盈利能力大幅下降，第二梯队漱玉平民业绩亏损。

综合来看，多数样本企业仍通过不断扩张门店抢占市场份额，但经营效率及盈利能力均不同程度的有所下降，中证鹏元认为医药零售行业在集中度提升的大背景下，仍将保持扩张态势，但受政策、议价能力、竞争加剧等影响，行业盈利能力预计将继续承压。

**表11 样本企业整体盈利能力下降（单位：万元，%）**

|              | 2021 年        | 2022 年        | 2023 年        | 2024 年 9 月    |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>单店收入</b>  | <b>190.26</b> | <b>196.29</b> | <b>170.08</b> | <b>114.22</b> |
| 第一梯队         | 189.49        | 195.38        | 169.96        | 114.52        |
| 第二梯队         | 165.33        | 161.26        | 146.73        | 95.69         |
| 第三梯队         | 375.58        | 523.28        | 361.43        | 248.30        |
| <b>销售毛利率</b> | <b>34.21</b>  | <b>33.75</b>  | <b>32.69</b>  | <b>32.80</b>  |
| 第一梯队         | 37.07         | 36.22         | 35.01         | 35.22         |
| 第二梯队         | 32.60         | 32.81         | 32.55         | 32.22         |
| 第三梯队         | 28.29         | 27.95         | 26.21         | 26.39         |
| <b>销售费用率</b> | <b>28.14</b>  | <b>26.30</b>  | <b>26.91</b>  | <b>28.18</b>  |
| 第一梯队         | 29.91         | 28.34         | 27.95         | 28.99         |
| 第二梯队         | 27.47         | 27.06         | 28.02         | 30.41         |
| 第三梯队         | 24.49         | 20.13         | 22.83         | 23.27         |
| <b>销售净利率</b> | <b>4.97</b>   | <b>5.45</b>   | <b>4.49</b>   | <b>5.01</b>   |
| 第一梯队         | 5.66          | 5.86          | 5.41          | 5.05          |
| 第二梯队         | 4.82          | 4.37          | 3.80          | 0.99          |
| 第三梯队         | 3.32          | 5.21          | 4.21          | 7.97          |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

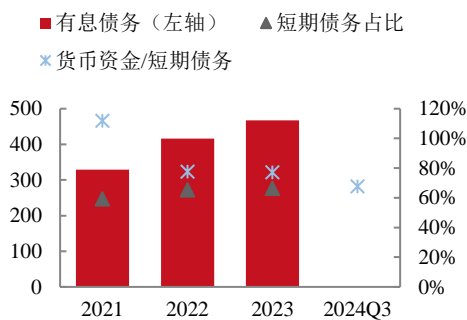
#### 4、样本企业偿债能力

样本企业有息债务规模保持增长，以短期债务为主且占比持续提升，主要偿债指标表现明显下滑，当前业绩承压背景下，门店继续快速扩张或对偿债能力形成进一步不利影响



近年样本企业的有息债务规模保持增长，资产负债率偏高、整体呈上升趋势。从负债结构来看，以应付账款和应付票据为主，合计规模增长与随着业务扩张而增加的备货需求趋势一致，存在一定的短期支付压力；融资主要为银行借款，仅益丰药房、大参林和漱玉平民有可转债存续且存续规模较大，有息债务中短期债务占比较高且持续提升。主要偿债指标表现下滑明显，考虑到医药零售样本企业前些年门店扩张速度较快，当前盈利承压背景下，或对偿债能力继续形成一定不利影响。

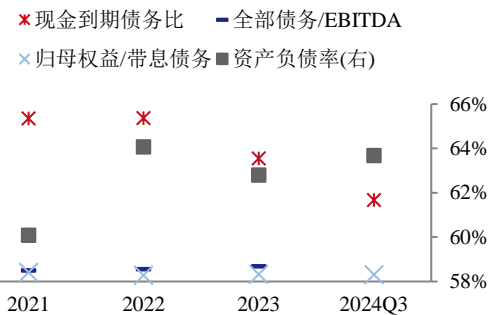
图19 样本企业有息债务规模持续增长，短期债务负担偏重（单位：亿元）



注：有息债务=长期借款+应付债券+租赁负债+一年内到期的非流动负债+短期借款+交易性金融负债+应付票据；短期债务=一年内到期的非流动负债+短期借款+交易性金融负债+应付票据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

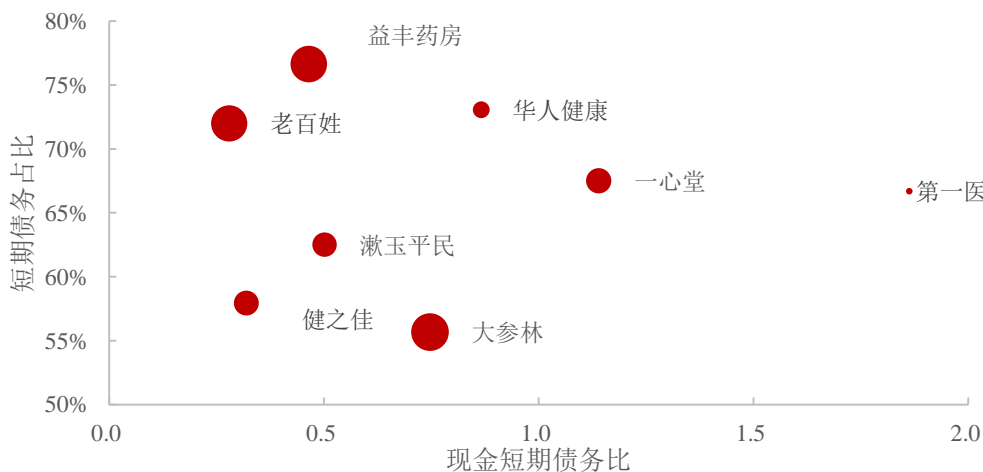
图20 样本企业主要偿债指标表现下滑



注：现金到期债务比=经营活动产生的现金流量净额 / (短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据)。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图21 样本企业整体短期债务占比高



注：气泡大小代表2023年末企业有息债务规模

数据来源：Wind，中证鹏元整理

**附录一 2023 年末医药批发样本企业主要财务数据（单位：亿元）**

| 序号 | 证券代码      | 企业简称 | 总资产      | 净资产      | 营业收入     | 净利润    |
|----|-----------|------|----------|----------|----------|--------|
| 1  | 1099.HK   | 国药控股 | 3,832.39 | 1,205.19 | 5,965.70 | 150.10 |
| 2  | 3320.HK   | 华润医药 | 2,467.70 | 929.75   | 2,447.04 | 77.75  |
| 3  | 601607.SH | 上海医药 | 2,119.73 | 803.26   | 2,602.95 | 51.67  |
| 4  | 600998.SH | 九州通  | 927.89   | 294.77   | 1,501.40 | 22.90  |
| 5  | H01529.HK | 广药集团 | 817.15   | 356.96   | 756.88   | 40.88  |
| 6  | 000950.SZ | 重药控股 | 635.24   | 155.07   | 801.19   | 7.72   |
| 7  | 600056.SH | 中国医药 | 374.10   | 138.88   | 388.24   | 12.42  |
| 8  | 000963.SZ | 华东医药 | 335.09   | 215.82   | 406.24   | 28.46  |
| 9  | 000078.SZ | 海王生物 | 323.05   | 42.17    | 364.19   | -17.19 |
| 10 | 600713.SH | 南京医药 | 284.10   | 72.55    | 535.90   | 7.13   |
| 11 | 603368.SH | 柳药集团 | 201.59   | 70.64    | 208.12   | 9.07   |
| 12 | 002462.SZ | 嘉事堂  | 171.21   | 60.92    | 299.96   | 3.77   |
| 13 | 002589.SZ | 瑞康医药 | 167.09   | 56.37    | 80.34    | 0.32   |
| 14 | 603108.SH | 润达医疗 | 143.10   | 54.47    | 91.47    | 4.43   |
| 15 | 000411.SZ | 英特集团 | 139.09   | 47.81    | 320.52   | 5.89   |
| 16 | 002788.SZ | 鹭燕医药 | 117.94   | 29.77    | 198.46   | 3.64   |
| 17 | 301015.SZ | 百洋医药 | 52.99    | 26.42    | 75.64    | 6.40   |
| 18 | 301126.SZ | 达嘉维康 | 52.78    | 17.82    | 39.04    | 0.38   |
| 19 | 000705.SZ | 浙江震元 | 29.39    | 19.99    | 41.06    | 0.85   |
| 20 | 300937.SZ | 药易购  | 16.87    | 8.56     | 44.30    | 0.57   |
| 21 | 603122.SH | 合富中国 | 14.61    | 11.69    | 10.93    | 0.47   |
| 22 | 600272.SH | 开开实业 | 13.27    | 6.07     | 9.25     | 0.41   |
| 23 | 600538.SH | 国发股份 | 10.56    | 8.79     | 3.69     | -0.81  |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

**附录二 2023 年末医药零售样本企业主要财务数据（单位：亿元）**

| 序号 | 证券代码      | 企业简称 | 总资产    | 净资产    | 营业收入   | 净利润   |
|----|-----------|------|--------|--------|--------|-------|
| 1  | 603939.SH | 益丰药房 | 241.37 | 104.47 | 225.88 | 15.81 |
| 2  | 603233.SH | 大参林  | 241.23 | 79.33  | 245.31 | 12.31 |
| 3  | 603883.SH | 老百姓  | 212.31 | 72.89  | 224.37 | 11.24 |
| 4  | 002727.SZ | 一心堂  | 166.47 | 78.77  | 173.80 | 5.60  |
| 5  | 605266.SH | 健之佳  | 99.49  | 28.45  | 90.81  | 4.14  |
| 6  | 301017.SZ | 漱玉平民 | 93.34  | 23.66  | 91.91  | 1.40  |
| 7  | 301408.SZ | 华人健康 | 46.12  | 19.77  | 37.97  | 1.18  |
| 8  | 600833.SH | 第一医药 | 18.63  | 10.08  | 18.20  | 0.89  |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

**深圳** 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518053  
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

**北京** 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022  
电话：010-66216006 传真：010-66212002

**上海** 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120  
总机：021-51035670 传真：021-51035670

**湖南** 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**江苏** 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019  
电话：025-87781291 传真：025-87781295

**四川** 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号  
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

**山东** 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室  
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

**陕西** 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**香港** 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼  
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140