

药师帮 (09885.HK)

24 年净利润全面转正，院外医药产业互联网龙头未来可期

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16972	17904	20327	23375	27120
增长率 yoy (%)	18.9	5.5	13.5	15.0	16.0
归母净利润 (百万元)	-3189.2	30.0	124.0	378.7	720.4
增长率 yoy (%)	-114.2	100.9	313.1	205.4	90.3
ROE (%)	-166.1	1.3	5.1	13.4	20.3
EPS 最新摊薄 (元)	-4.69	0.04	0.18	0.56	1.06
P/E (倍)	-1.3	139.8	33.8	11.1	5.8
P/B (倍)	2.2	1.8	1.7	1.5	1.2

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 2025 年 3 月 17 日, 公司发布 2024 年报, 2024 年, 公司实现营业收入 179.04 亿元, 同比增长 5.49%, 实现归母净利润 0.30 亿元, 由大幅亏损首次转正。

中国医药市场呈稳步上升趋势, 院外医药流通市场增长强劲, 预计将成为整体医药流通市场增长的主要驱动力。 受到药品供应多样化和用药需求不断增长的驱动, 中国医药市场呈现稳步上升趋势。根据灼识咨询, 中国医药市场规模预计将从 2023 年的 17,639 亿元增长至 2030 年的 27,116 亿元, CAGR 达 6.3%。近年来, 受国家关于处方药外流的有利政策、医疗资源下沉、科技和新业务模式助力院外市场等因素驱动, 院外医药流通市场增长强劲。根据弗若斯特沙利文, 院外医药流通市场规模由 2018 年的 3,716 亿元 (占整体医药流通市场的 27.6%) 增至 2022 年的 6,397 亿元 (占整体医药流通市场的 36.5%), CAGR 达 14.5%; 预计院外医药流通市场规模将由 2022 年的 6,397 亿元 (占整体医药流通市场的 36.5%) 增至 2027 年的 10,110 亿元 (占整体医药流通市场的 47.1%), CAGR 达 9.6%。

院外市场的上游供应商及下游终端呈现高度分散的格局。 根据公司招股说明书, 从上游供应商看, 截至 2022 年末, 医药经销商约 14,000 家, CR3 约 27%; 下游零售端主要为药店和基层医疗机构 (包括卫生服务中心、村卫生室、私人诊所等), 从药店终端看, 截至 2021 年末, 药店约 600,000 家, 而 2020 年 CR20 约 27%; 从基层医疗机构看, 截至 2021 年末, 基层医疗机构约 977,790 家, 大部分分布在低线城市和偏远地区。

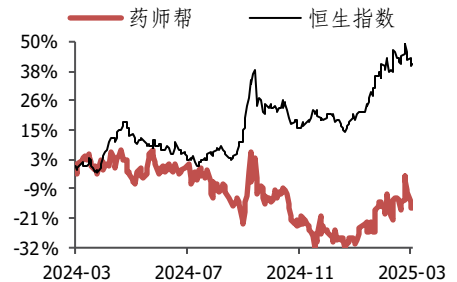
院外数字化医药流通服务模式解决了传统的工业化流通模式中存在的难以解决的问题和市场需求, 行业呈现高景气度。 传统模式下的院外医药流通行业存在众多问题, 包括市场分散, 供需失衡, 多层次流通环节导致效率低、交易成本高; 信息不流畅、不对称, 导致价格不透明、产品溯源难、不公平竞争等问题。院外数字化医药流通行业通过“数字化”为院外医药市场的上下游参与者“降本增效”, 使得医药交易实现线上化、标准化、规模化、智能化。近年来, 中国院外数字化医药流通服务市场高速增长, 根据弗若斯特沙利文, 按 GMV 计, 中国院外数字化医药流通服务市场规模由 2018 年的 535 亿元增至 2022 年的 1,802 亿元, CAGR 达 35.5%; 截至 2022 年, 按 GMV 计, 中

买入 (首次评级)

股票信息

行业	医药
2025 年 3 月 26 日收盘价 (港元)	6.680
总市值 (百万港元)	4,545.63
流通市值 (百万港元)	4,545.63
总股本 (百万股)	680.48
流通股本 (百万股)	680.48
近 3 月日均成交额 (百万港元)	29.81

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

分析师 蔡航

执业证书编号: S1070522050002

邮箱: caihang@cgws.com

相关研究

国院外数字化医药流通服务市场对整体院外医药流通市场的渗透率仅为 28.2%，较美国同期超过 35% 的数字化率，预计仍有进一步增长空间；预计 2027 年，中国院外数字化医药流通服务市场规模将达 3,583 亿元，2022-2027CAGR 达 14.7%。

公司持续巩固行业领先的平台业务和自营业务基本盘优势，赋能院外医药市场的上下游参与者。从总体上看，根据公司 2023 年报，2023 年，公司总 GMV 达 469.12 亿元，同增 24.0%。根据公司 2023、2024 年报，截至 2024 年底，公司累计注册买家数超过 82.7 万家（同增 17.7 万家），其中药店 49.1 万家（同增 9.0 万家），基层医疗机构 33.0 万家（同增 8.4 万家）；2024 年，公司月均活跃买家数 43.3 万家，同增 18.0%，月均付费买家数 40.1 万家，同增 17.2%，付费率（即月均付费买家占月均活跃买家数）达 92.7%。

➤ **平台业务：**公司于 2015 年开始经营基于移动互联网的平台业务，构建了一个供注册卖家及买家进行交易的数字化平台。公司通过大数据分析和用户需求洞察，持续提升平台产品丰富度，以满足更多客户需求。根据公司 2024 年报，截至 2024 年底，超过 15,000 个上游卖家及 820,000 个下游买家在公司平台上进行交易，月均 SKU 数达 390 万个（同增 40 万个）。针对中药饮片消费升级趋势，公司持续提升中药饮片业务的规模和质量，2024 年，平台业务共向下游客户提供中药饮片超过 13 万个 SKU，销售额达 20.73 亿元，同增 62.8%；通过直接对接中药饮片厂，平台减少了中间环节，降低成本的同时保证了产品的高品质，截至 2024 年底，平台已完成 271 个金方标准的制定。2024 年，平台业务平均佣金率达 3.3%（同增 0.1pct），补贴率达 0.6%（与上年持平）。

➤ **自营业务：**包括常规自营业务和厂牌首推业务。

1) **在常规自营业务方面，**根据公司招股说明书，自 2019 年开始发展自营业务，通过公司自身经营的在线数字化商店，致力于为下游客户提供医药健康服务。根据公司 2024 年报，公司基于平台业务的交易历史及对买家需求及交易偏好的大数据分析，持续完善自营业务的全品类布局，挑选出采购频率更高且质量好的 SKU。截至 2024 年底，自营业务的供应商达 1.16 万家（同增 1,100 家）；向下游的买家提供月均 SKU 数达 35.0 万个（同增 0.9 万个）。退货率持续下降，由 2023 年的 0.5% 下降至 2024 年的 0.4%。

2) **在厂牌首推业务方面，**根据公司招股说明书及 2024 年报，自 2020 年开始发展厂牌首推业务，基于多年深耕行业累积的经营和洞察力，一方面，通过与药企建立深度合作，协助药企将针对下游需求定制的产品推向更广阔的市场；另一方面，依托公司构建的品牌影响力和渠道优势，战略性地推进自有品牌“乐药师”产品的拓展。2024 年，公司厂牌首推业务交易规模达 11.57 亿元，同增 5.8%；独家战略合作品牌及自有品牌产品 SKU 数超过 830 个（同增 720 个），交易规模达 6.51 亿元（同增 152%）。此外，2024 年，公司收购一块医药，其拥有元典、安泰邦等 8 个子品牌，进一步丰富了公司产品与服务矩阵，有望在药品品类、供应链能力及市场覆盖方面的协同效应得到提升。

通过持续的供应链管理优化，推动长期发展。根据公司 2024 年报，依托先进的算法技术及在广泛交易中所累积的深刻洞见，公司实现了供应链前后端

的深度融合与全面整合，贯穿了从采购到仓储，再到支付的全链条流程。2024年，在部分主仓所在城市及周边上线了同城配送服务。截至 2024 年底，公司已在全国 15 个城市共计开通了超过 146 条物流线路，实现了半日达、当日达。得益于智慧供应链管理，2024 年，公司应付账款周转天数约 66.1 天，存货周转天数约 33.4 天，应收账款周转天数约 1.3 天，现金循环周期约 -31.5 天。在支付环节，供应链金融业务通过优化下游用户的资金流管理，显著缓解了其资金周转压力，同时大幅增强了连锁药店在公司平台的采购粘性。2024 年，下游订单融资产品活跃用户数超过 9,500 户，累计放款金额约 82.75 亿元，同增 40.0%；其中，下游连锁药店客户订单融资产品累计放款金额约 65.16 亿元，同增 42.8%。

依托现有业务优势，公司持续挖掘增量价值：

➤ 推出“光谱小屋”基层智慧医疗整体解决方案，从设备升级、管理提效、诊疗赋能等多维度发力，全方位提升基层医疗机构运营水平与基层医生业务能力。“光谱小屋”核心业务包括三大板块：

1) 即时检验及监测硬件设备“未来光谱”系列产品。根据公司 2024 年报，基于公司平台庞大的用户基数和海量的市场数据，针对基层医疗领域中疾病预防、快病治疗、慢病康复、重症筛查以及流行病监测治疗等常见的应用场景中的潜在需求，2024 年 8 月，公司推出 3 款“未来光谱”系列即时检测设备，分别为免疫小方盒、慢病检测仪以及微型血球仪，在慢病监测、急性诊断感染、呼吸道病原诊断等诊疗场景中为基层医生提供更全面、准确的诊断依据。从产品上市截至 2024 年底，三款设备成功覆盖了超过 11,000 家终端用户，投放超过 14,000 台。根据药师帮投资者关系公众号，2024 年 12 月检测及服务超 10 万人次，2025 年 1 月快速增长到逾 15 万人次，并成功实现规模化且可持续的商业收入。

2) 数字化的诊所管理 SaaS 系统“光谱云诊”。根据公司 2024 年报，“光谱云诊”整合了快速接诊、问诊开方、患者管理、药品管理等功能，亦可对接当地医保，为基层医疗机构提供全方位的数字化解决方案，提升其经营管理效率。截至 2024 年底，“光谱云诊”付费用户已超过 660 家，已完成广东、山东和吉林三省医保对接，完成广州、深圳和佛山卫健系统对接。

3) 智能的 AI 医生辅助系统“光谱智医”。根据药师帮投资者关系公众号，公司作为院外基层医疗最大的入口，接入 DeepSeek 等 AI 大模型后，将深度融合并开启私有化部署，深入推进“光谱智医”AI 医生辅助系统的应用，全面提升医检服务的数字化和智能化，实现更高效更高质量的辅助诊断诊疗、检测项目推荐、开方审方辅助、智能报告解读、开药用药建议、患者教育与互动、患者深度管理服务，重新定义基层智慧诊疗。

➤ 以提升院外医药产业链上下游参与者的经营效率为核心，持续升级面向上游卖家和下游买家的 SaaS 解决方案：

1) 为上游卖家提供的 SaaS 系统“云商通”：根据公司 2024 年报，“云商通”SaaS 系统帮助上游卖家实现库存管理、订单处理、市场分析等环节的数字化升级，提升运营效率与市场响应速度。截至 2024 年底，“云商通”向超过 8,400 名卖家提供该服务，同增 1,400 家。

2) 为下游买家提供的 SaaS 系统“掌店易”：根据公司 2024 年报，

“掌店易” SaaS 系统为基层医疗机构提供一站式采购、库存管理、销售分析等工具，帮助其实现高效运营与精准决策。截至 2024 年底，“掌店易”共为约 60,000 名买家提供该服务，同增超过 10,000 家；同时，“掌店易”帮助 231 个城市的买家连接了社保部门。此外，公司旗下“一块医药”转为连锁药店打造的“PHDS 药房健康诊断系统”已接入逾 1,000 家连锁总部。

营收保持持续稳健增长，净利润全面转正，数字化商业模式的可持续性不断验证。根据公司 2024 年报，2024 年，公司实现营业收入 179.04 亿元，同增 5.5%。其中，自营业务实现营收 169.73 亿元，同增 5.8%，毛利率达 6.2%，同增 0.1pct；平台业务实现营收 8.81 亿元，同增 0.9%，毛利率达 83.4%，同增 0.2pct。公司实现归母净利润 0.30 亿元，由大幅亏损首次转正；实现经调净利润 1.57 亿元，同增 20.1%；实现经营性现金流 6.56 亿元，同增 45.4%。此外，公司沉淀资金创造持续收益，有效补充盈利。根据公司招股书、2024 年报，2020-2024 年，公司沉淀资金收益（由其他收入减去政府补贴所得，主要包括银行利息收入、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的投资收入）达 3,999 万元/4,842 万元/6,575 万元/6,664 万元/7,904 万元，占营收比达 0.66%/0.48%/0.46%/0.39%/0.44%。

高比例分红重视股东回报，彰显长期发展信心。根据公司 2025 年 3 月 17 日公告，公司拟向全体股东派发分红，每股派发现金红利 0.075 元，占每股收益 0.044 元的 170%。根据公司 2024 年报，预计在将来持续盈利的情况下，公司将采取长期稳定的现金分红政策。

投资建议：公司是国内院外医药产业数字化生态建设的领跑者，公司平台和自营业务稳健增长，随着公司持续拓展业务版图，不断开展医药产业链上下游的业务创新和服务升级，深化与上下游合作伙伴的系统合作，我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 203.27 亿元、233.75 亿元、271.20 亿元，归母净利润 1.24 亿元、3.79 亿元、7.20 亿元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 34X、11X、6X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业政策风险，行业监管风险，行业竞争加剧的风险，新业务拓展不及预期，技术迭代及应用不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,863	5,168	5,942	7,135	8,827
现金	1,780	2,144	2,899	3,937	5,386
应收票据及应收账款	39	86	95	106	119
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	413	494	562	650	758
存货	1,470	1,465	1,546	1,710	1,907
其他流动资产	1,161	979	840	732	658
非流动资产	349	1,327	1,195	1,063	931
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	70	67	56	46	35
无形资产	225	728	607	486	364
其他非流动资产	54	531	531	531	531
资产总计	5,212	6,495	7,137	8,198	9,758
流动负债	3,236	3,873	4,391	5,073	5,913
短期借款	58	21	0	0	0
应付票据及应付账款	2,656	3,159	3,590	4,134	4,800
其他流动负债	523	693	801	940	1,112
非流动负债	92	354	354	354	354
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	92	354	354	354	354
负债合计	3,328	4,226	4,744	5,427	6,266
少数股东权益	-36	-50	-50	-50	-50
股本	0	0	0	0	0
资本公积	1,920	2,319	2,319	2,319	2,319
留存收益	0	0	124	503	1,223
归属母公司股东权益	1,920	2,319	2,443	2,822	3,542
负债和股东权益	5,212	6,495	7,137	8,198	9,758

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	451	656	608	896	1332
净利润	-3207	15	124	379	720
折旧摊销	134	0	132	132	132
财务费用	10	11	-8	-12	-16
其他经营现金流	3514	629	360	397	496
投资活动现金流	-793	-254	161	130	100
资本支出	28	-262	0	0	0
其他投资现金流	-821	8	161	130	100
筹资活动现金流	255	-110	-13	12	16
短期借款	58	-36	-21	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	198	-74	8	12	16
现金净增加额	-86	292	756	1038	1449

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,972	17,904	20,327	23,375	27,120
营业成本	15,231	16,090	18,199	20,811	24,002
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	1,387	1,461	1,616	1,765	1,939
管理费用	473	448	396	432	475
财务费用	10	11	-8	-12	-16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-129	-107	124	379	720
其他非经营损益	-3,081	122	0	0	0
利润总额	-3,210	14	124	379	720
所得税	-4	-1	0	0	0
净利润	-3,207	15	124	379	720
少数股东损益	-17	-15	0	0	0
归属母公司净利润	-3,189	30	124	379	720
EBITDA	-3,066	26	248	499	836
EPS (元/股)	-4.69	0.04	0.18	0.56	1.06

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	18.9	5.5	13.5	15.0	16.0
营业利润 (%)	-113.8	100.5	722.1	205.4	90.3
获利能力					
毛利率 (%)	10.3	10.1	10.5	11.0	11.5
净利率 (%)	-18.9	0.1	0.6	1.6	2.7
ROE (%)	-166.1	1.3	5.1	13.4	20.3
ROIC (%)	2.3	-15.4	13.1	62.7	235.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.9	65.1	66.5	66.2	64.2
净负债比率 (%)	-91.4	-93.6	-121.2	-142.1	-154.2
流动比率	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	3.3	2.8	2.8	2.9	2.8
应收账款周转率	434.4	207.5	214.7	221.2	228.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-4.7	0.0	0.2	0.6	1.1
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.7	1.0	0.9	1.3	2.0
每股净资产 (最新摊薄)	2.8	3.4	3.6	4.1	5.2
估值比率					
P/E	-1.3	139.8	33.8	11.1	5.8
P/B	2.2	1.8	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	0.4	-55.9	-7.5	-5.1	-4.3

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686