

药师帮 (09885)

证券研究报告
2025年05月21日

平台+自营+首推，数字化解决方案赋能全产业链

平台+自营+首推，院外数字化龙头首次扭亏为盈

药师帮成立于2015年，是中国院外医药产业最大的数字化综合服务平台。公司持续聚焦与深耕院外医药市场，近年来已完成“平台+自营+首推”业务模式的拓展，全面覆盖院外医药产业链布局。2019-2024年，公司收入规模持续增长，由32.52亿元增长至179.04亿元，cagr为40.66%。同时2024年公司实现净利润超3001万元，首次全面转正，经调净利润达1.57亿元，同比增长20.1%，标志着公司已经全面迈入持续正向的盈利新阶段。

平台业务：向上丰富药品供给，向下拓展终端，经营效率持续优化

公司的平台业务的卖家为上游药品经销商，买家主要为下游药店与基层医疗机构。1) 向上：公司持续巩固供应链能力，丰富药品SKU供给，截止至2024年，公司平台月均SKU数已持续增长至超过390万个。2) 向下：加速下游买家拓展，连锁药店及基层医疗机构快速增长。截至2024年，公司累计注册下游买家数超82.7万家，其中药店终端49.1万家，2020-2024年cagr为19.2%，基层医疗机构33万家，2020-2024年cagr为38.8%。规模效应下，公司平台业务佣金率与补贴率之前净差不断扩大，经营效率持续提升。

自营业务：常规自营+厂牌首推，聚焦独家战略合作品牌及自有品牌

公司常规自营持续推进“多、快、好、省”四大战略，丰富SKU供给；厂牌首推业务聚焦独家战略合作品牌以及自有品牌。截至2024年底，公司独家战略合作品牌及自有品牌产品SKU数超过830个，同比增长超过720个；独家战略合作品牌及自有品牌GMV达6.51亿元，同比增长约152%，占厂牌首推业务交易规模的比重也由2023年的约24%提升至约56%。

“光谱小屋”硬件+SaaS+AI，助力实现基层医疗平权

在数字化浪潮席卷医疗行业的大背景下，公司持续致力于提高基层医生的诊疗能力，助力基层医生扩大服务范围，提升基层医生的综合服务能力。2024年，公司推出了“光谱小屋”基层智慧医疗整体解决方案，通过集成先进的即时检验及监测硬件设备“未来光谱”系列产品，数字化的诊所管理系统“光谱云诊”SaaS，以及智能的AI医生辅助系统“光谱智医”，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。截至2024年底，“光谱云诊”付费用户已超过660家。

盈利预测与估值

公司作为国内最大的院外医药市场数字化平台，向上持续拓展SKU，向下持续拓展覆盖终端，规模化下盈利能力持续改善。我们预测药师帮2025-2027年营业收入分别为206.93/242.15/286.89亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为1.56/3.73/6.02亿元。采用相对估值法对公司进行估值，选取京东健康、阿里健康、医脉通作为可比公司，考虑到2025年为公司利润释放的起步阶段，可给予一定估值溢价，参考可比公司，给予40倍PE，合理估值为62亿元，目标价为9.15元，对应港币为9.88港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：业务拓展不及预期风险，平台下游终端消费力下滑风险，自营业务合作风险

投资评级

行业 医疗保健业/药品及生物科技

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 8.35 港元

目标价格 9.88 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	681.95
港股总市值(百万港元)	5,694.28
每股净资产(港元)	3.71
资产负债率(%)	65.07
一年内最高/最低(港元)	9.08/5.18

作者

李臻 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524120005
lizhenb@tfzq.com杨松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 平台+自营+首推，院外医药数字化平台龙头布局持续完善.....	4
1.1. 平台+自营，打造全产业链数字化解决方案.....	4
1.2. GMV 规模扩大驱动收入稳健增长，2024 年首次扭亏为盈.....	5
1.3. 毛利率保持平稳，经营效率持续提升.....	6
1.4. 管理团队技术及产业经验丰富，目光远见.....	7
2. 院外医药市场高度分散，数字化平台解决行业痛点.....	8
2.1. 政策驱动院外市场规模持续增长，高度分散格局下面临较多挑战.....	8
2.2. 数字化平台解决行业痛点.....	9
2.3. 行业集中度高，药师帮先发优势显著.....	10
3. 巩固平台+自营基本盘，持续挖掘业务增长点.....	11
3.1. 平台业务：向上丰富药品供给，向下拓展终端，经营效率持续优化.....	11
3.1.1. 向上巩固供应链能力，丰富药品 SKU 供给.....	11
3.1.2. 向下持续拓展终端数量，中小连锁及基层医疗机构快速增长，买家活跃度持续提升.....	12
3.1.3. 规模化下经营效率持续提升.....	13
3.2. 自营业务：常规自营+厂牌首推，推动自营业务高质量发展.....	14
3.2.1. 常规自营：“多、快、好、省”四大战略全面推进.....	14
3.2.2. 厂牌首推：聚焦独家战略合作品牌及自有品牌，完成收购一块医药.....	16
4. 技术为核心驱动力，AI 赋能基层医疗平权.....	18
5. 盈利预测与估值.....	19
6. 风险因素.....	21

图表目录

图 1：公司业务布局历程.....	4
图 2：公司业务模式.....	5
图 3：2019-2024 年公司收入及利润情况（百万元）.....	5
图 4：2019-2024 年公司收入构成（百万元）.....	6
图 5：2020-2024H1 公司 GMV 趋势（百万元）.....	6
图 6：2020-2024 年公司毛利率.....	6
图 7：2020-2024 年公司费用率变化情况（%）.....	7
图 8：2020-2024 年公司运营效率情况（天）.....	7
图 9：公司核心管理层介绍.....	7
图 10：2018-2027 中国医药流通市场 GMV 金额（十亿元）.....	8
图 11：院外数字化医药流通服务市场业务模式.....	9
图 12：2018-2027 按 GMV 计的中国院外数字化医药流通服务市场（十亿元）.....	10
图 13：公司平台业务买家交易流程.....	11
图 14：2020-2024 年公司平台业务月均 SKU 数量（千个）.....	12

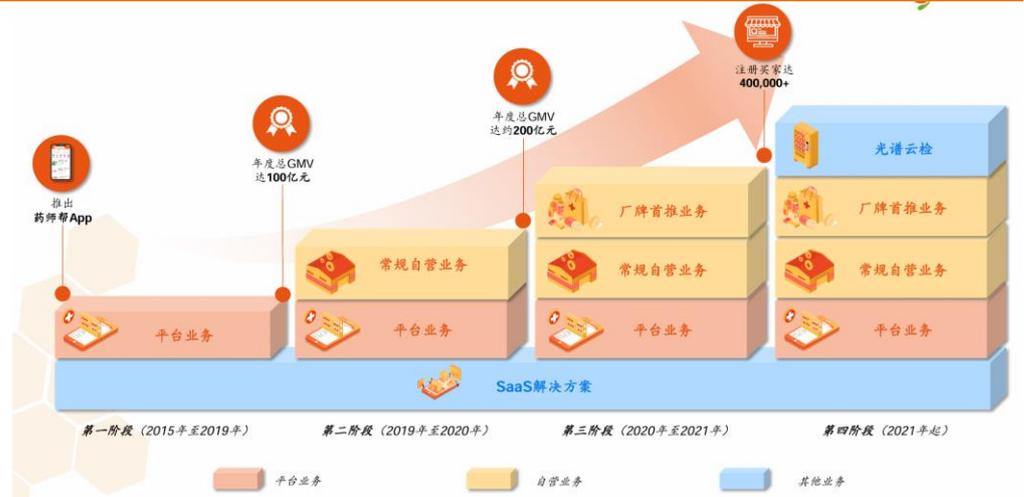
图 15: 2023-2024 中药饮片销售 GMV (百万元)	12
图 16: 2020-2024 年公司买家数量 (千家)	13
图 17: 2020-2024 年公司活跃买家及付费买家数量 (千家)	13
图 18: 公司是关注基层医疗机构需求的先行者	13
图 19: 2020-2024 年公司平台佣金率及补贴率	14
图 20: 2020-2024 年公司自营业务月平均可提供 SKU 数量 (千个)	14
图 21: 公司智慧供应链管理	15
图 22: 公司厂牌首推业务模式	16
图 23: 2020-2024 年公司厂牌首推业务 GMV (百万元)	16
图 24: 公司独家战略合作品牌及自有品牌 SKU 数量 (个)	17
图 25: 公司独家战略合作品牌及自有品牌交易规模 (百万元)	17
图 26: 一块医药自有品牌	18
图 27: 公司新兴业务	18
表 1: 院内外市场对比	9
表 2: 国内医药数字化流通市场格局 (数据截止至 2022 年)	10
表 3: 公司主营业务收入及毛利率预测	19
表 4: 利润表预测	20
表 5: 可比公司估值情况	20

1. 平台+自营+首推，院外医药数字化平台龙头布局持续完善

药师帮成立于2015年，2023年于香港联交所主板上市，是中国院外医药产业最大的数字化综合服务平台。公司致力于用数字化赋能院外医药市场的参与者，包括药企、药品分销商、药店及基层医疗机构，努力以安全高效的方式将医药健康产品及服务带给下游，使用户都能以公平且透明的价格轻松获得大量、全面且有品质保证的药品。

公司持续聚焦与深耕院外医药市场，近年来已完成“平台+自营+首推”业务模式的拓展，全面覆盖院外医药产业链布局，同时开拓了光谱云检等创新业务。

图 1：公司业务布局历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 平台+自营，打造全产业链数字化解决方案

1) 平台业务奠定业绩基石，打通产业链上下游。公司于2015年开始经营基于移动互联网的平台业务，构建了一个连接上游医药供应商和下游药店、基层医疗机构的在线交易平台。

平台业务有助于简化中国院外医药市场的多层结构，并简化医药交易流程；与传统线下交易相比，通过在线交易平台，买卖双方可以便捷地完成商品信息查询、下单、支付、物流追踪等流程，大大提高了交易效率。截至2024年底，公司吸引了超过15000个上游卖家及超过820000个下游买家在公司的平台上进行交易。

2) 常规自营稳定客户群体，厂牌首推业务打开利润增长空间。随着平台业务上下游参与者日益增长，公司于2019年开始发展自营业务。基于平台业务的交易历史以及对买家需求及交易偏好的大数据分析，公司能够根据下游需求作出采购决策，挑选出采购频率更高且质量好的SKU，并自行对该等产品进行更高水平的质量控制。截至2024年底，自营业务的供应商有11600家，与上年同期相比，增加了超过1100家，自营业务向下游买家提供的月均SKU数量达到35万个，较上年同期增加了9000个。

凭借多年运营平台业务及自营业务的丰富经验带来的强大洞察力，公司于2020年推出厂牌首推业务，能够识别出具有某些特征的产品的销售潜力，例如需求量大但品牌知名度有限的药品、在医院销售良好但在院外药店未得到充分推广的药品、在某个地区推广良好因而知名度较高但在其他地区知名度较低的药品。一方面寻求与药企合作，帮助其推广为下游需求量量身定制的产品，将潜在的市场机会转化为可实现的产品销售。另一方面在公司已经形成的品牌、渠道优势基础上，有针对性地进行自有品牌“乐药师”的产品开发，推出品类丰富且更符合市场需求的自有品牌产品。**厂牌首推业务在持续优化公司自营业务毛利结构方面有重要的贡献。**截止至2024年底，公司已经与超过500家药企进行合作推广，超过千万元销售额的品种11个。

图 2：公司业务模式



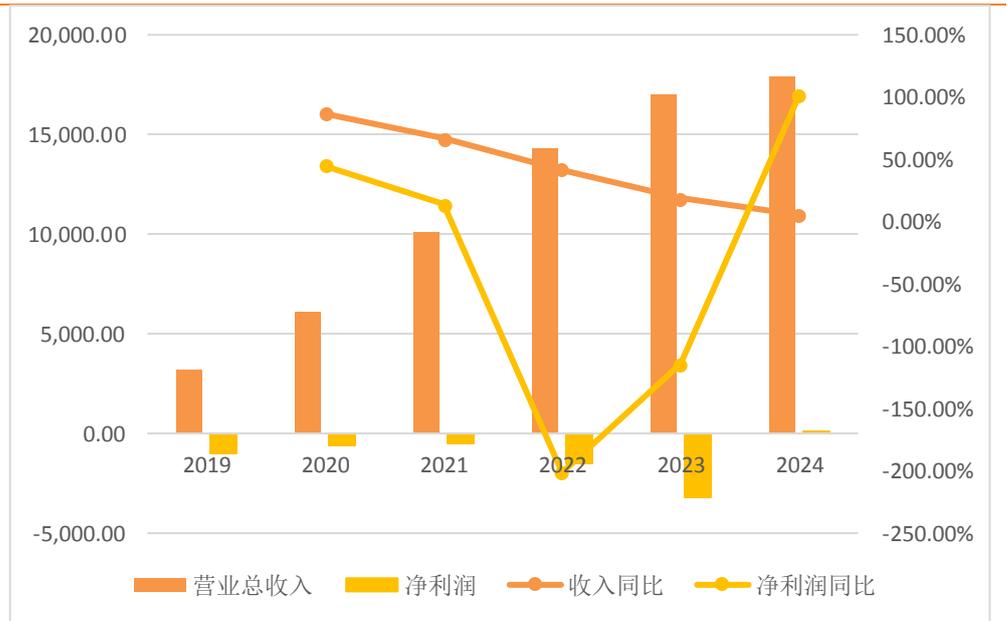
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. GMV 规模扩大驱动收入稳健增长，2024 年首次扭亏为盈

收入规模稳健增长，利润扭亏为盈。2019-2024 年，公司收入规模持续增长，由 32.52 亿元增长至 179.04 亿元，cagr 为 40.66%。

2025 年 3 月 18 日，公司发布 2024 年业绩公告。2024 年全年营业收入达 179.04 亿元，同比增长 5.5%，净利润超 3001 万元，首次全面转正，经调净利润达 1.57 亿元，同比增长 20.1%，标志着公司已经全面迈入持续正向的盈利新阶段。同时公司拟向全体股东首次派发分红，每股派现 0.075 元人民币，占每股收益的 170%。

图 3：2019-2024 年公司收入及利润情况（百万元）

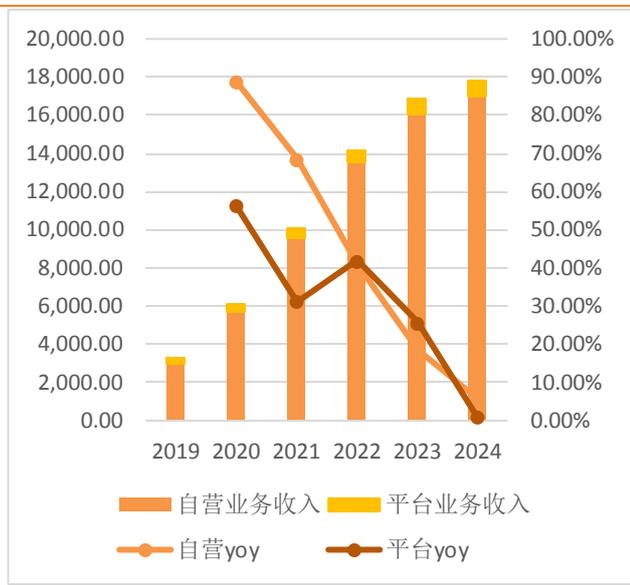


资料来源：wind，天风证券研究所

收入的高速增长主要得益于公司 GMV 规模扩大。从收入构成来看，公司主要收入来自于自营业，收入贡献占比持续维持在 90%以上，2024 年，自营业实现收入 169.73 亿元，

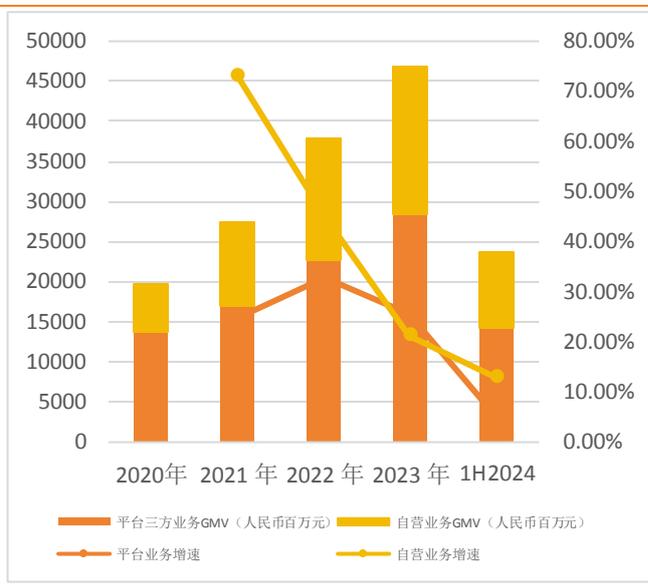
同比+6%，平台业务实现收入 8.81 亿元，同比+1%。2020-2023 年，公司平台业务及自营业务的总 GMV 呈现高速增长，由 2020 年的 196.91 亿元增长至 2023 年的 469.12 亿元，cagr 为 33.6%。其中自营业务 GMV 由 2020 年 104.73 亿元增长至 2023 年的 184.47 亿元，cagr 为 44.98%；平台业务 GMV 由 2020 年 136.38 亿元增长至 2023 年的 284.65 亿元，cagr 为 27.80%。

图 4：2019-2024 年公司收入构成 (百万元)



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 5：2020-2024H1 公司 GMV 趋势 (百万元)

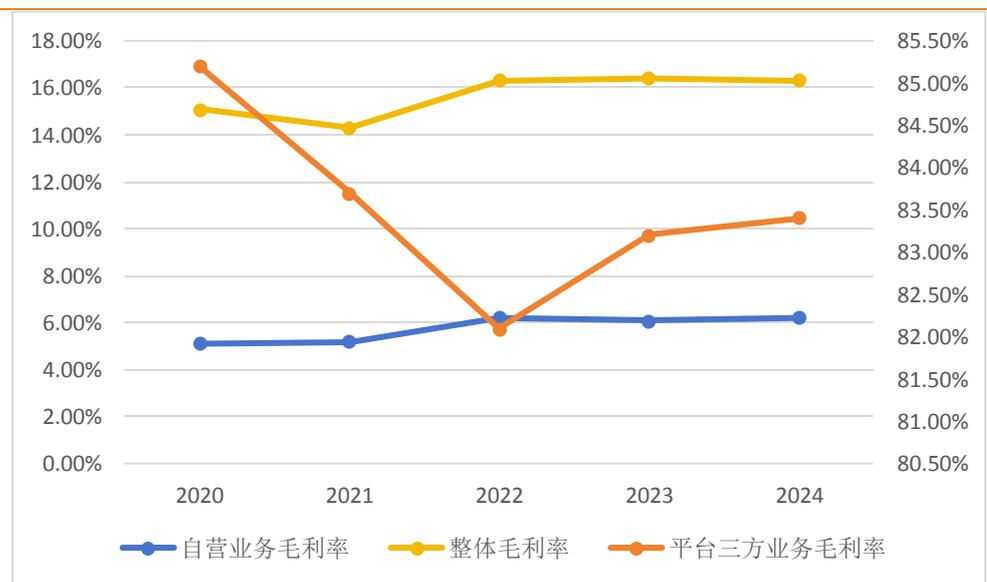


资料来源：公司公告, 天风证券研究所

1.3. 毛利率保持平稳，经营效率持续提升

公司毛利率长期维持稳定。2020-2024 年，公司整体毛利率保持平稳，从 2020 年的 10% 提升至 2024 年的 10.1%。其中，自营业务毛利率从 2020 年的 5.1% 提升至 2024 年的 6.2%；平台业务毛利率从 2020 年的 85.2% 回落至 2024 年的 83.4%。

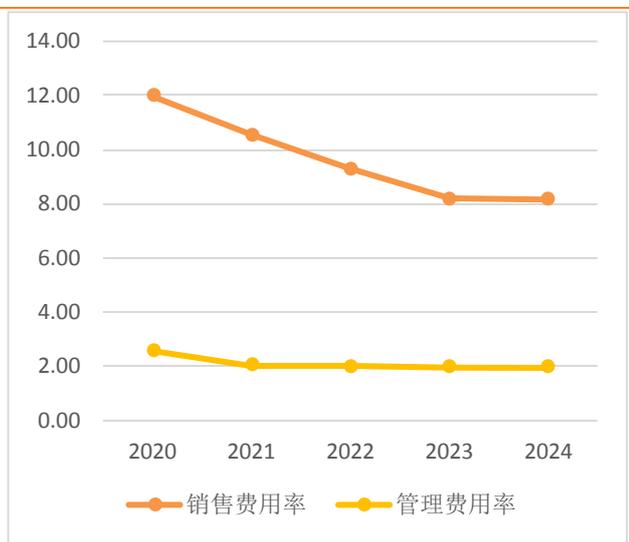
图 6：2020-2024 年公司毛利率



资料来源：wind, 天风证券研究所，注：平台三方业务毛利率对应右侧坐标轴

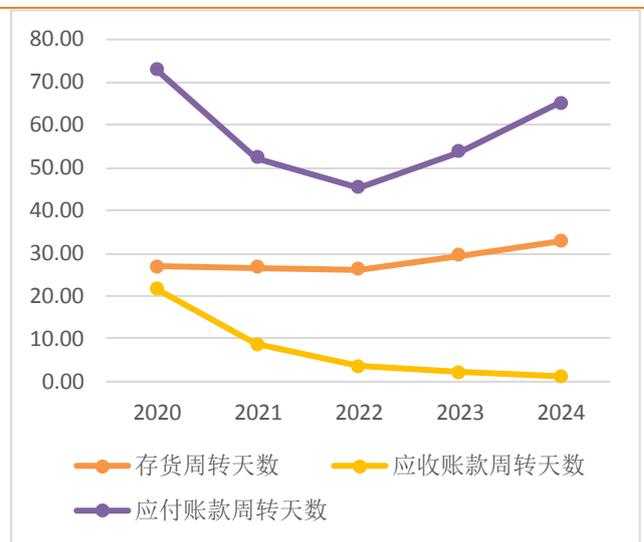
经营效率逐年改善，费用率持续优化，资金周转效率持续提高。公司持续致力于改善经营效率，2020-2024年，公司销售费用率及管理费用率呈现稳步下降的态势，净利率首次回正。同时公司运营资金周转效率不断提高。

图 7：2020-2024 年公司费用率变化情况 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2020-2024 年公司运营效率情况 (天)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 管理团队技术及产业经验丰富，目光远见

公司核心管理团队兼备医药产业经验及信息技术能力。公司董事会主席兼首席执行官张步镇在管理互联网科技公司 and 为企业开发技术解决方案方面拥有超过 20 年的丰富经验，曾在房天下任职 15 年，负责技术开发及商业管理；执行董事兼首席财务官陈飞拥有超过 10 年投资银行及金融服务行业经验；公司副总裁肖浩东则拥有丰富的医药产业经营，曾任职西安杨森制药超 15 年，担任南部地区商务销售总监。技术、金融及产品背景融合的管理团队，有助于公司制定目光远见的长期发展规划。

图 9：公司核心管理层介绍

张步镇
董事会主席兼首席执行官

Fang.com

- 在管理互联网科技公司和为中国企业开发技术解决方案方面拥有**超过20年**的丰富经验
- 在房天下任职**15年**，负责技术开发和商业管理

陈飞
执行董事兼首席财务官

UBS HSBC

- 前任士巴免集团首席财务官兼董事会秘书
- 拥有**超过10年**投资银行及金融服务行业经验

肖浩东
副总裁

西安杨森 神州医药有限公司 强生

- 曾于西安杨森制药有限公司任职**超过15年**，担任南部地区商务销售总监
- 曾于广州医药有限公司大众药品销售分公司担任总经理
- 曾于强生(上海)医疗器械有限公司，担任渠道管理总监

陈焯杞
首席技术官

VTRON 新邮通信 POSTCOM

- 曾担任威创集团股份有限公司系统架构师
- 曾就职于新邮通信设备有限公司

#+ 相关工作经验

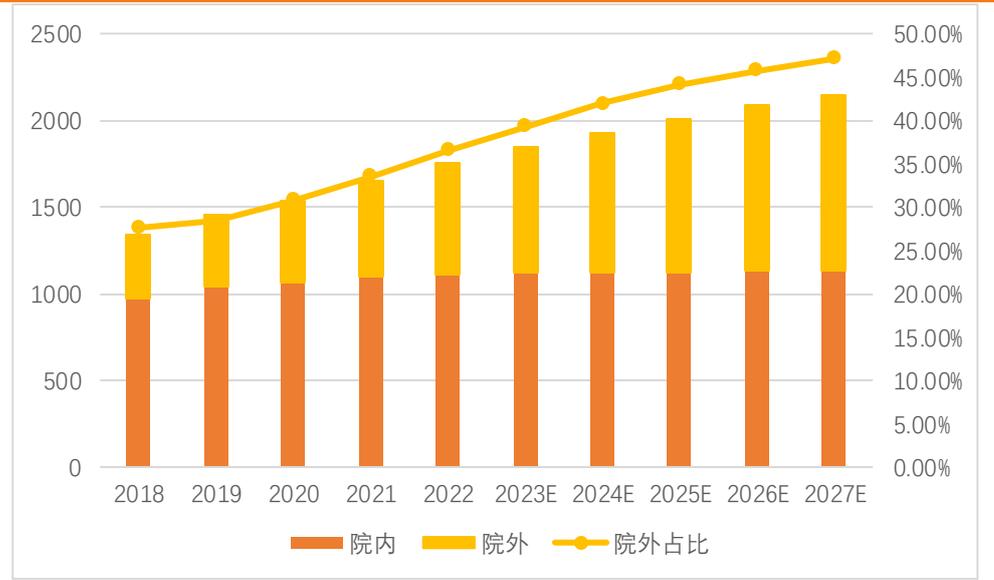
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 院外医药市场高度分散，数字化平台解决行业痛点

2.1. 政策驱动院外市场规模持续增长，高度分散格局下面临较多挑战

根据弗若斯特沙利文数据，中国医药流通市场的 GMV 规模经历了较快增长，由 2018 年的 1.3 万亿元增至 2022 年的 1.8 万亿元，年复合增长率为 6.9%。其中院外医药流通市场成为整体医药流通市场增长的主要驱动力，院外市场 GMV 规模由 2018 年的 3716 亿元增至 2022 年的 6397 亿元，年复合增长率为 14.5%，占整体医药流通市场的相应百分比由 2018 年的 27.6% 增至 2022 年的 36.5%。弗若斯特沙利文预计 2022-2027 年院外市场规模复合增长率仍可达 9.6%。

图 10：2018-2027 中国医药流通市场 GMV 金额（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，天风证券研究所

院外市场高度分散，存在较多挑战。与院内市场终端相比，国内院外市场终端（特别是基层医疗层级终端）数量更多、规模更小以及分布分散。此外，院外市场终端的服务区域范围有限，仅服务于一定地区内的终端客户。因此，院外市场终端的药品采购具有频次高、单次采购金额小、以零散的 SKU 需求为主等特点。目前院外流通市场存在以下挑战：

- 1) **市场分散，供需失衡。**中国院外医药交易及服务市场分散且区域化。大型卖家缺乏动力满足小规模零散买家的需求，尤其是对长尾 SKU 的需求。由于缺乏规模及资源，小型卖家可能无法或不愿满足某些下游需求。因此，买家在诸多方面存在服务缺口，例如 SKU 选择不足、产品的数量及质量受限、流程复杂导致履约及交付缓慢以及缺乏售前咨询与售后服务。
- 2) **多层级市场导致高交易成本及低效率。**中国医药流通市场层级过多，在基层医疗层级尤其如此。多层级结构导致效率低下，交易成本提高，买家体验不佳。此外，卖家缺乏有效技术工具来快速识别及定位市场需求，因此无法完全抓住潜在的市场机会。
- 3) **价格不透明、产品溯源难。**市场高度分散、层级过多，导致行业参与者信息不对称，进一步导致价格不透明、产品溯源难、不公平竞争等问题，从而损害医药价值链各参与者的利益及医药交易的整体安全性。
- 4) **基层医疗层级缺乏数字化管理工具。**缺乏数字化管理工具导致基层医疗层级的供应链管理、店内管理及技术培训等基本管理及运营需求方面存在较大的未被满足的需求。

表 1：院内外市场对比

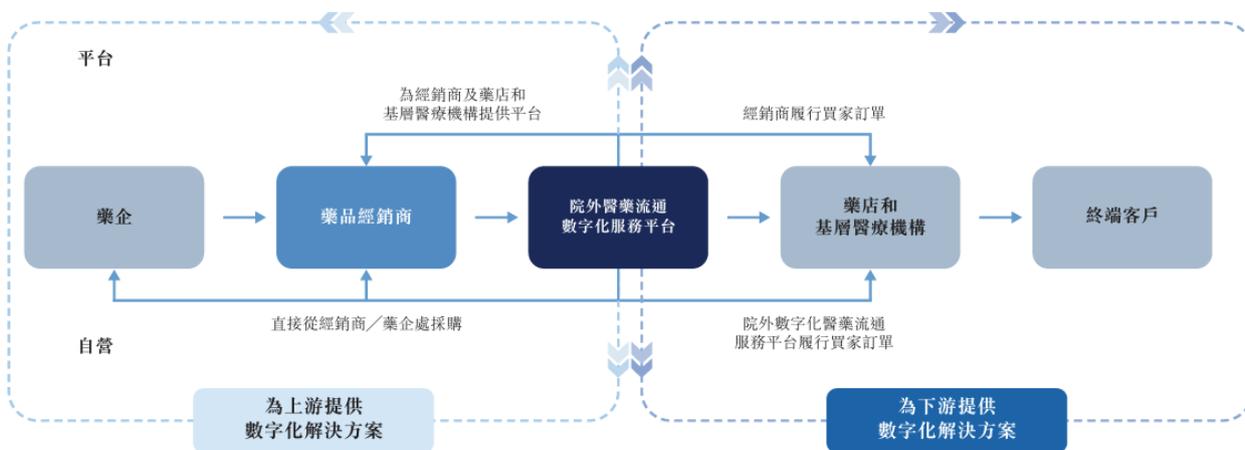
市场类型	下游终端	上游供应商	SKU	采购频次	配送要求	资金周转
院内市场	一级医院	全国性大型医药经销商	处方药	频次低，每单需求量大	要求低，难度小	3 至 6 个月
	二级医院		非处方药			
	三级医院					
院外市场	药店	全国性大型医药经销商	非处方药（初级）	频次高，每单需求量大	要求高，难度大	0 至 3 个月
	基层医疗机构		处方药			
			区域性中小规模经销商	非医药保健品		

资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

2.2. 数字化平台解决行业痛点

互联网和大数据的发展推动了院外业务向数字化服务发展，该等技术的应用不仅促进线上医药流通，还为院外市场参与者提供数字化解决方案。数字化医药流通交易可分为平台模式和自营模式两种业务模式。就平台模式而言，其作为平台连接上游的卖家和下游的买家并撮合医药线上交易。就自营模式而言，参与者自建并自营供应链，在平台上以电商交易的形式直接为院外终端供应药品。

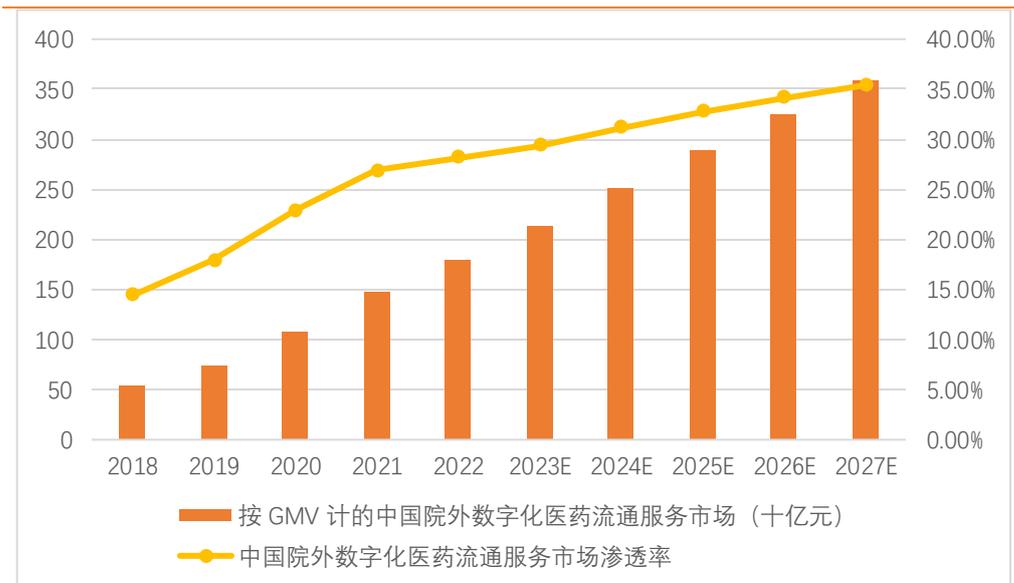
图 11：院外数字化医药流通服务市场业务模式



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，天风证券研究所

数字化平台可以针对性解决院外流通市场痛点：1) 线上平台打破地域疆界，无缝连接业务上下游；2) 数字化解决方案提升运营效率；3) 使用数据洞见发现商机并使之商业化。根据弗若斯特沙利文数据，中国院外数字化医药流通服务市场近年来高速增长，按 GMV 计，中国院外数字化医药流通服务市场的市场规模由 2018 年的人民币 535 亿元增至 2022 年的人民币 1802 亿元，年复合增长率为 35.5%。然而，院外医药流通的数字化仍处于早期阶段。中国院外医药流通的数字化始于 2008 年至 2010 年前后，且主要基于个人计算机。伴随着 4G 及 5G 等信息技术的良好发展，基于移动设备的数字化模式始于 2014 年至 2015 年前后。截至 2022 年，按 GMV 计，中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%，相较于美国同期超过 35% 的数字化率，弗若斯特沙利文预计中国院外市场数字化率会有相当大的进一步增长空间。

图 12：2018-2027 按 GMV 计的中国院外数字化医药流通服务市场（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，天风证券研究所

2.3. 行业集中度高，药师帮先发优势显著

按数字化医药流通业务的业务模式划分，中国院外数字化医药流通服务市场的参与者可分为纯线上平台以及传统线下医药经销商自建并运营的线上平台 2 类，第一类参与者是市场的主力军，其主要的业务模式包括匹配上游供应及下游需求并收取佣金的平台业务，以及建立及运营自有供应链并通过电商交易形式向下游直销的自营业务。

根据弗若斯特沙利文的资料，截止至 2022 年，中国院外数字化医药流通服务市场竞争集中，前五大参与者占据市场份额 63.5% 以上，其中药师帮在总 GMV、活跃买家数量等指标中均位列国内首位。数字化平台的核心竞争力主要体现在用户群与参与度；产品质量与品牌知名度；数据分析与技术能力等方面，公司有望借助先发优势，巩固市场地位。

表 2：国内医药数字化流通市场格局（数据截止至 2022 年）

公司	2022 年 GMV (人民币百万元)	市场份额 (按 GMV 计算)	市场排名 (按 GMV 计算)	2022 年月均活跃买家	市场排名 (按月均活跃买家计算)	2022 年平台模式 GMV 的百分比	2022 年自营模式 GMV 的百分比
药师帮	37,833	21.0%	1	308,000	1	59.8%	40.2%
竞争对手 A	23,000	12.8%	2	120,000	4	99.0%	1.0%
竞争对手 B	20,000	11.1%	3	230,000	2	100%	0
竞争对手 C	17,969	10.0%	4	175,000	3	25.4%	74.6%
竞争对手 D	17,101	9.5%	5	110,000	5	<5%	>95%

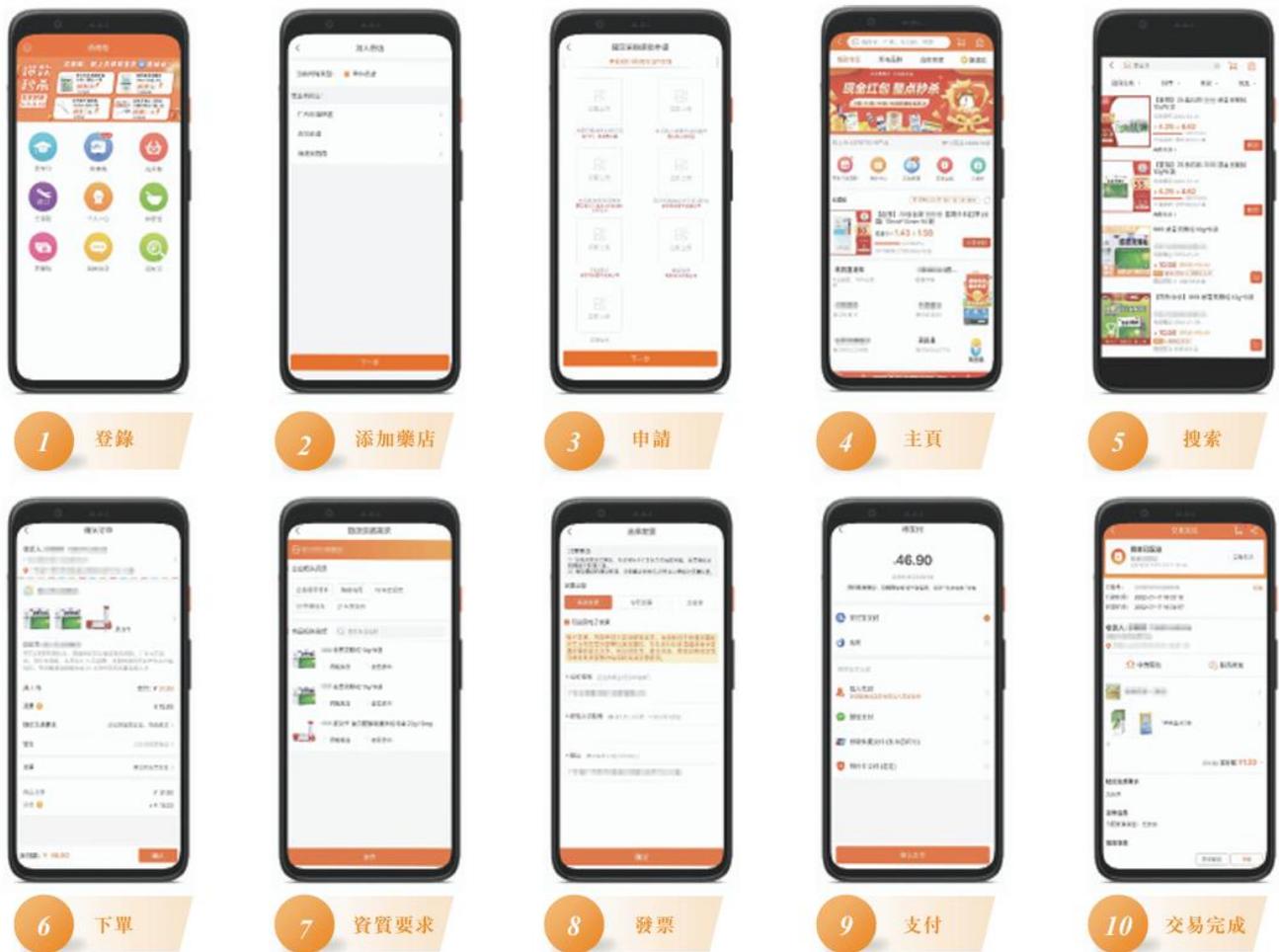
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

3. 巩固平台+自营基本盘，持续挖掘业务增长点

3.1. 平台业务：向上丰富药品供给，向下拓展终端，经营效率持续优化

公司的平台业务通过提供一个无缝连接的平台解决了院外医药市场的多层问题，卖家为上游药品经销商，买家主要为下游药店与基层医疗机构。买家可以直接自由地选择及订购卖家的产品，有助于降低交易成本及提高交易的整体效率，公司根据上游卖家在平台业务中销售金额的一定比例向其收取佣金。近年来，公司持续加强数字化能力建设，优化用户体验，将平台的服务能力做厚做实，进一步提升了用户满意度和市场竞争力，截至 2024 年底，公司吸引了超过 15000 个上游卖家及超过 820000 个下游买家在平台上进行交易。

图 13：公司平台业务买家交易流程

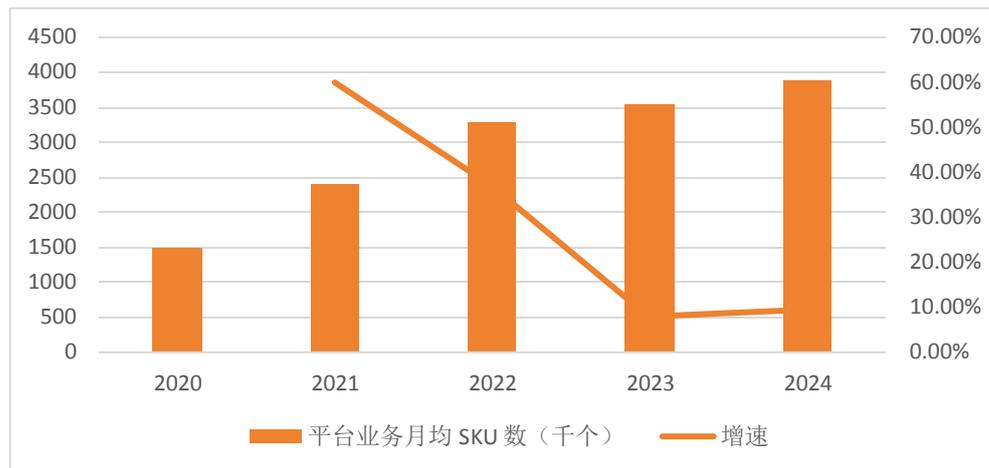


资料来源：公司招股书，天风证券研究所

3.1.1. 向上巩固供应链能力，丰富药品 SKU 供给

公司持续提升平台产品丰富度，通过运营策略支持、技术赋能和生态共建，成功吸引了大量优质第三方卖家入驻，同时通过大数据分析和用户需求洞察，精准选品，优化扩充品类，确保上架商品符合市场需求。截止至 2024 年，公司平台月均 SKU 数已持续增长至超过 390 万个。

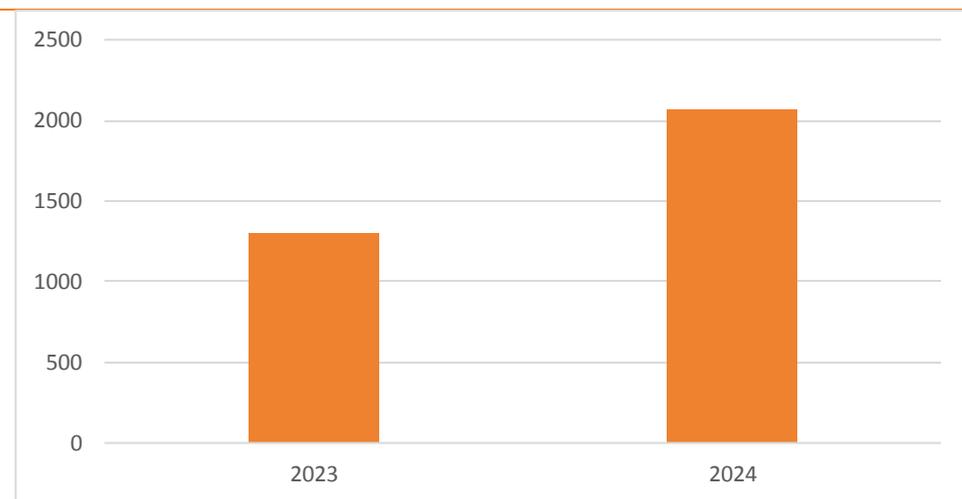
图 14：2020-2024 年公司平台业务月均 SKU 数量（千个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

高质量 SKU 增长，极大程度满足了买家多样化的需求，中药饮片业务成为新增长点。公司精准对接下游用户多样性需求，实现产品矩阵多元化与品质化并进，2024 年，公司平台业务非药类产品 SKU 数量已实现约 50% 的增长，采购用户群体持续扩大。其中，针对中药饮片消费升级趋势，公司通过优化供应方、推广金方标准、加强用户教育和覆盖，全面提升了中药饮片业务的规模和质量。2024 年，公司平台业务中药饮片销售 GMV 约 20.73 亿元的中药饮片，同比增长约 62.8%，平台与多家知名中药饮片厂建立了深度合作关系，确保产品质量的稳定性和供应的持续性。通过直接对接中药饮片厂，平台减少了中间环节，降低了成本，同时保证了产品的高品质，严格执行中药饮片的质量控制标准，截至 2024 年底，公司已完成共计 271 个金方标准的制定。

图 15：2023-2024 中药饮片销售 GMV（百万元）

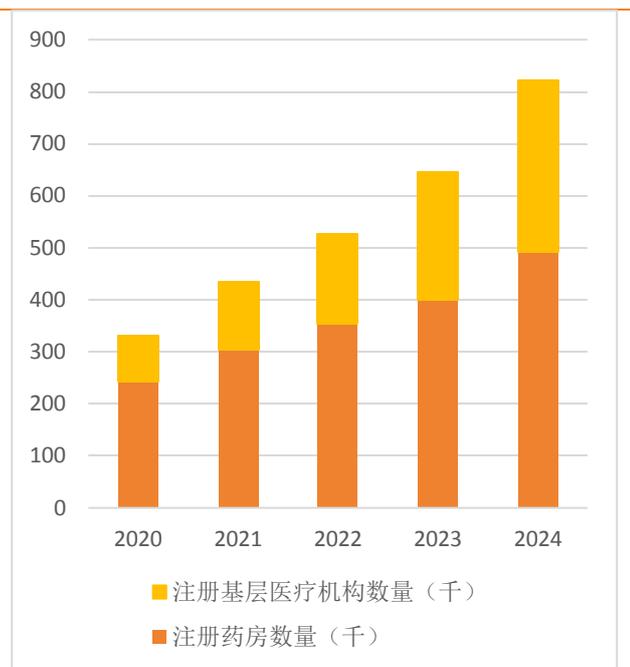


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.2. 向下持续拓展终端数量，中小连锁及基层医疗机构快速增长，买家活跃度持续提升
加速下游买家拓展，连锁药店及基层医疗机构快速增长。凭借在院外医药领域多年的深耕

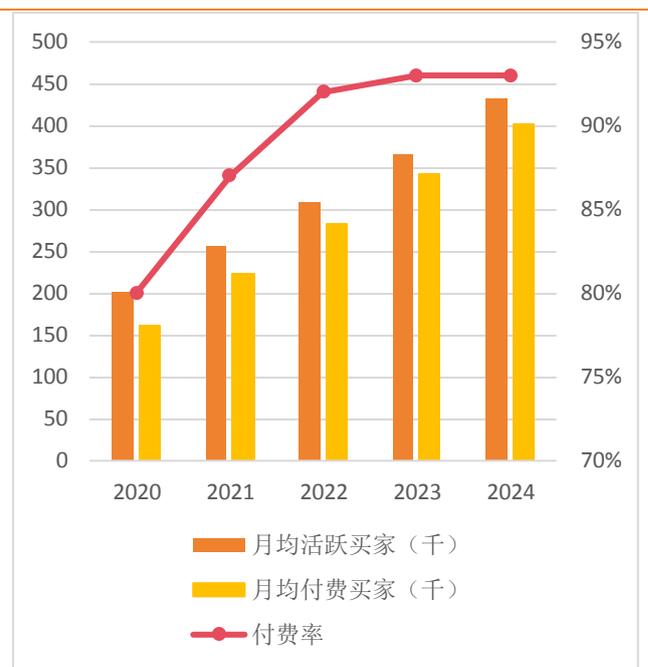
细作，公司积累了丰富的行业经验，培养出精准的市场洞察能力、高效的资源调配能力以及卓越的客户服务能力。基于这些核心优势，公司定制了契合自身发展与市场需求的业务拓展战略，下游买家拓展成效显著。截至 2024 年，公司累计注册下游买家数超 82.7 万家，其中药店终端 49.1 万家，2020-2024 年 cagr 为 19.2%，基层医疗机构 33 万家，2020-2024 年 cagr 为 38.8%。2024 年月均活跃买家数 43.3 万家，同比增长 18.0%；日均付费买家数达到 40.1 万家，同比增长 17.2%；付费率，即日均付费买家数占日均活跃买家数的比例达到了 92.7%，且每个付费买家日均订单数约 28.5 单。

图 16：2020-2024 年公司买家数量（千家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：2020-2024 年公司活跃买家及付费买家数量（千家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司专注基层医疗需求，提高基层医疗机构药品可及性，截止至 2024 年底，公司注册买家渗透了全国 98.9% 的县域和 91.2% 的乡镇。

图 18：公司是关注基层医疗机构需求的先行者

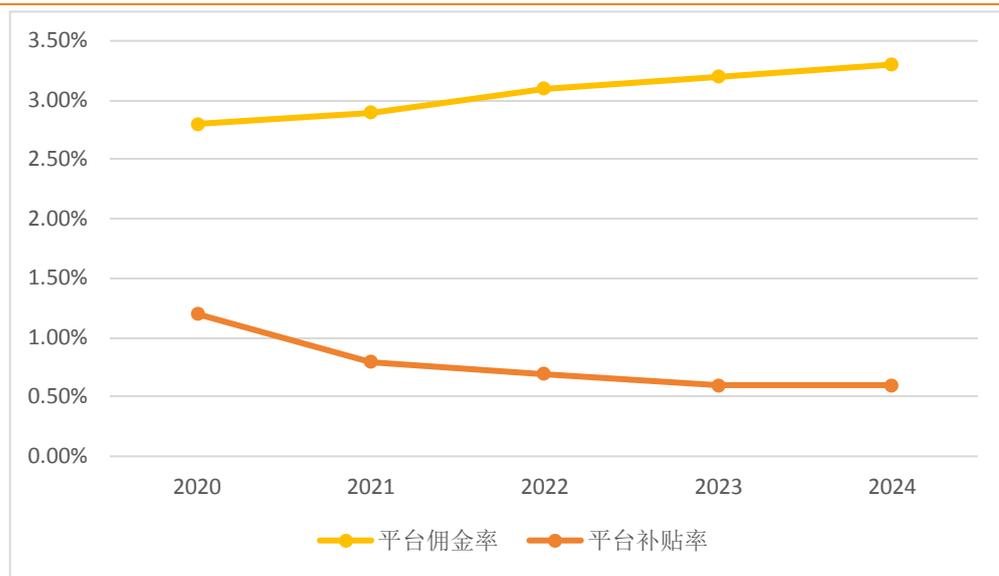


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.3. 规模化下经营效率持续提升

平台业务佣金率与补贴率之间净差不断扩大。2020-2024 年，随着平台业务规模的持续扩大，平台业务的佣金率及补贴率净差持续扩大，公司经营效率持续提升。

图 19：2020-2024 年公司平台佣金率及补贴率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 自营业务：常规自营+厂牌首推，推动自营业务高质量发展

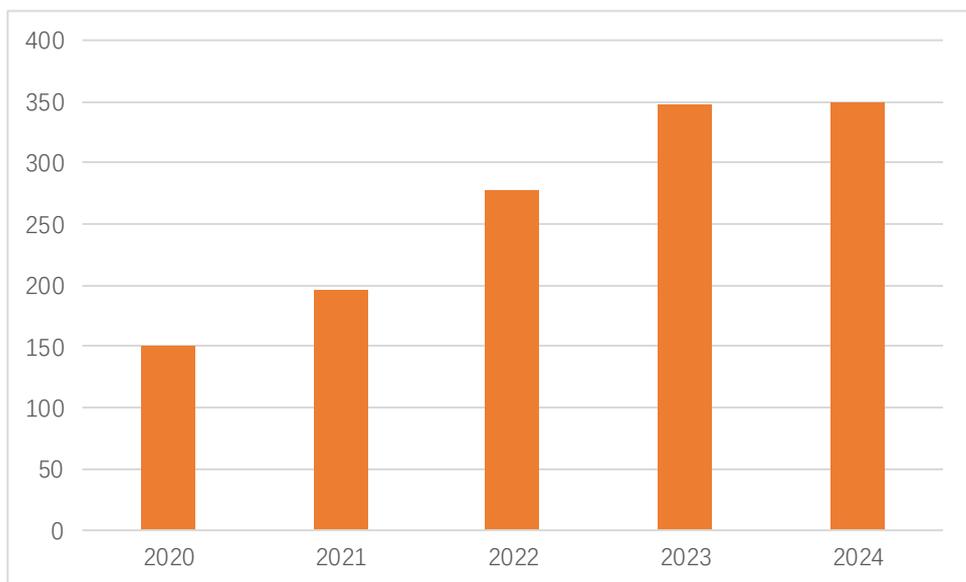
自营业务与平台业务协同整合，充分满足客户需求。公司以协同业务模式规模化地运营，平台业务及自营业务相辅相成，共同作为一个战略整体。平台业务与自营业务的协同配合满足了所有买家的需求。对于需求更为确定、频繁和稳定的买家来说，自营业务提供了高质量产品和快速可靠的履约服务。对于拥有长尾、分散或无法预测需求的买家来说，公司的平台业务可以通过以良好的价格提供更全面的 SKU 来满足该等需求。公司的买家可以在药师帮的两种业务下无缝转换，更方便采购产品。

3.2.1. 常规自营：“多、快、好、省”四大战略全面推进

随着公司的平台日益聚拢上下游参与者，为进一步提升履约能力与买家服务，公司于 2019 年开始发展常规自营业务，公司先向药企及经销商采购，再在平台上销售给药店及基层医疗机构，从产品销售中产生收入。近年来，公司围绕“多、快、好、省”四大核心维度的全面进阶，持续提升自营业务的运营能力，实现了自营业务的稳健发展。自营业务通过公司自身经营的在线数字化商店开展，致力于为下游广大用户提供便捷、高效、优质的医药健康服务。

多：持续完善品类布局。基于平台业务的交易历史以及对买家需求及交易偏好的大数据分析，公司能够根据下游需求作出采购决策，挑选出采购频率更高且质量好的 SKU，并自行对产品进行更高水平的质量控制。公司不仅进一步引入了各类常见疾病的治疗药物，同时也丰富了医疗器械、滋补佳品等相关品类，满足下游用户多元化的健康采购需求。通过与更多优质供应商建立合作，产品品类得以持续丰富，为用户提供了更广泛的选择。截至 2024 年 12 月 31 日，自营业务的供应商达 11600 家，较上年同期增加了超过 1100 家。2024 年，自营业务向下游的买家提供月均 SKU 数达到 35 万个，较上年同期增加了 9000 个。

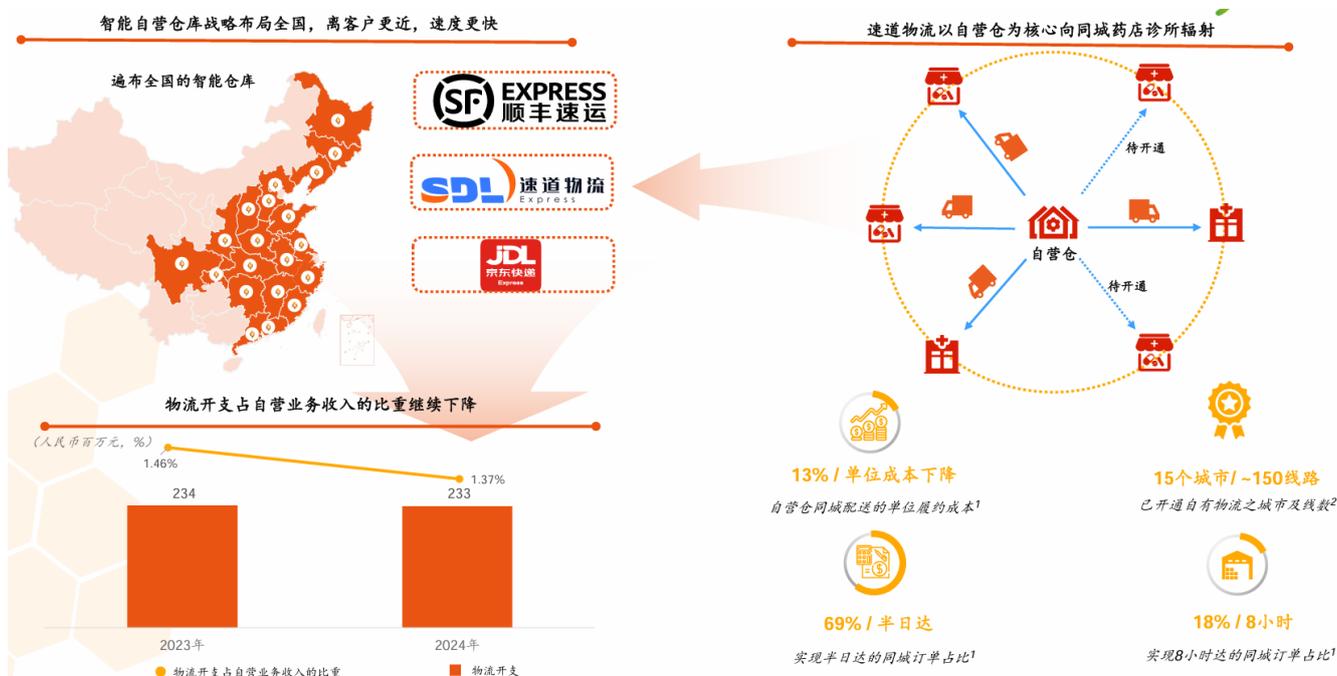
图 20：2020-2024 年公司自营业务月平均可提供 SKU 数量（千个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

快：持续优化智能供应链体系。公司建立了高效的采购、仓储和物流配送系统，实现了更快速的订单处理和配送，特别是在偏远地区和基层市场，配送效率显著提升，满足了终端用户的即时需求。2024年，公司实现了仓库平均约3个小时内完成出库，跨省配送约38小时到城市，约49小时到乡镇。随着同城配送业务越来越成熟，公司在部分主仓所在城市及周边城市上线了同城配送服务。截至2024年底，已在全国15个城市共计开通了超过146条物流线路，实现了同城订单半日达、当日达。

图 21：公司智慧供应链管理



资料来源：公司公告，天风证券研究所，数据截止至2024年12月31日

好：把控产品质量，退货率持续降低。公司始终坚守品质底线，从医药健康产品采购源头开始，严格把控质量关，选择资质齐全、信誉良好的供应商进行合作。2024年，公司进一步升级了供应商服务平台，成功与公司的内部系统实现了数据交互，确保了供应商信息、

订单信息、订单状态等关键数据的实时更新与共享。该平台促进了信息在供应链各节点间的流通与共享，提升了整体供应链的响应速度和灵活性。同时，公司优化了流向管理系统的服务效能，实现对药品和健康产品销售渠道的全程追溯，以确保药品和健康产品的安全性和合规性。基于这种对品质的严格把控，2024 年，公司的退货率持续下降，自上年同期的 0.5% 下降至 0.4%。

省：厂家直供，为用户创造价值。2024 年，公司进一步加强了厂家直供模式，通过与厂家直接采购，持续优化采购渠道、降低运营成本，可以将药品和健康产品以更具竞争力的价格提供给下游用户。2024 年，公司和华润三九、华海药业、恒瑞医药等领先医药厂商开展集团官方合作，缩短医药工业直达广阔院外市场终端的链路，打通了从厂牌到终端的高效率高效益渠道。

3.2.2. 厂牌首推：聚焦独家战略合作品牌及自有品牌，完成收购一块医药

2020 年起，公司与药企合作开展厂牌首推业务，将潜在的市场机会转化为可实现的产品销售。公司通过市场分析识别潜在需求，凭借多年运营平台业务及自营业务的丰富经验带来的强大洞察力，能够识别出具有某些特征的产品销售潜力，例如需求量大但品牌知名度有限的药品、在医院销售良好但在院外药店未得到充分推广的药品、在某个地区推广良好因而知名度较高但在其他地区知名度较低的药品。随后，公司寻求与供应商合作，帮助其推广为下游需求量身定制的产品，并在公司的网络中销售，能够与供应商进行价格谈判，并将节省的价格空间惠及买家。

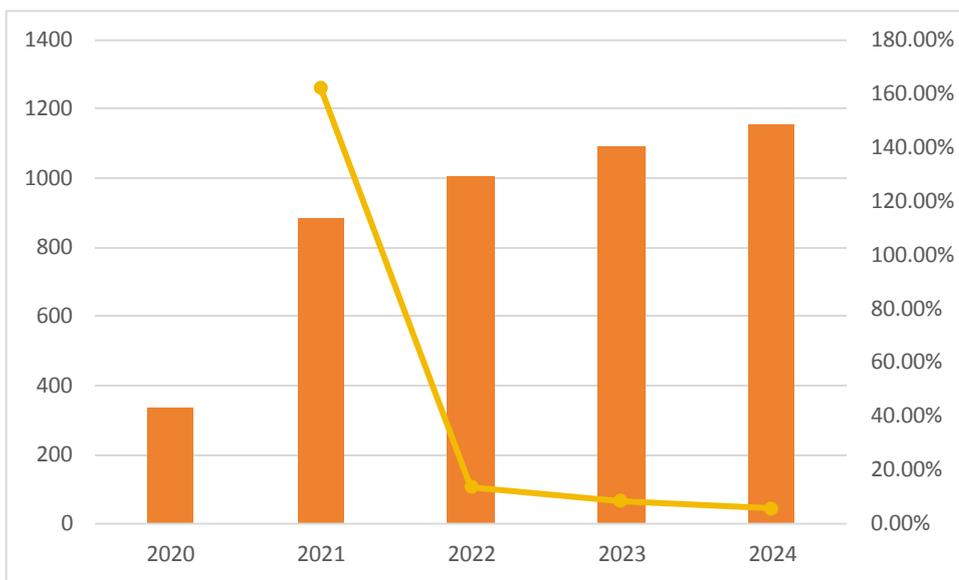
图 22：公司厂牌首推业务模式



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司凭借深厚的行业洞察与专业能力，构建了一套全方位、精细化、专业化的服务体系，为合作药企提供全方位的策略支持。截止至 2024 年，公司已经与约 500 家药企进行合作推广，超千万元销售额品种 11 个，考虑到一块医药的财务业绩综合入账，其核心业务计入厂牌首推业务，2024 年公司厂牌首推业务 GMV 合计达 11.57 亿元，同比增长 5.8%。

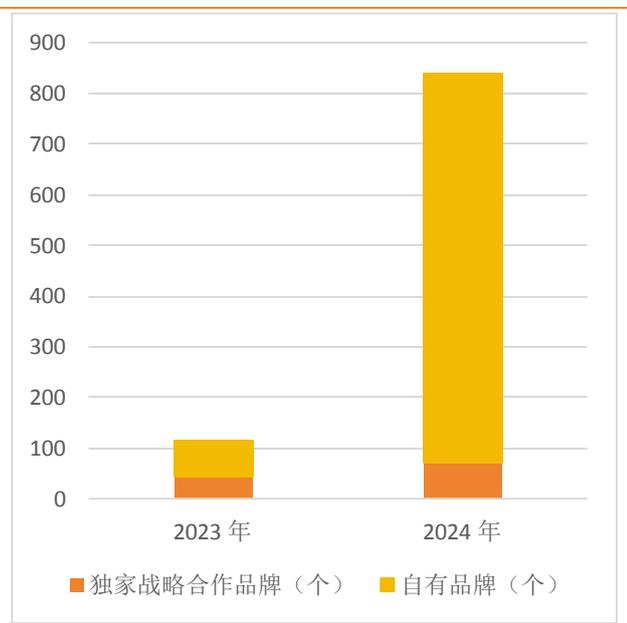
图 23：2020-2024 年公司厂牌首推业务 GMV (百万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

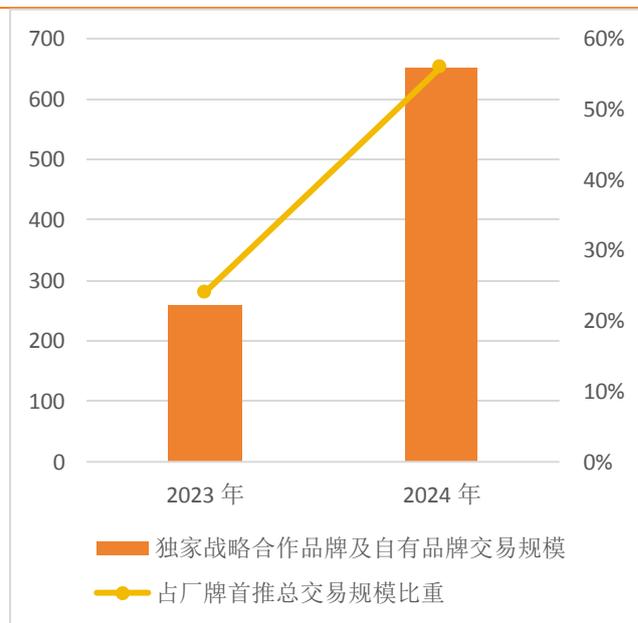
优化厂牌首推品种结构, 聚焦独家战略合作品牌以及自有品牌。2024 年, 公司把厂牌首推业务战略布局的重点聚焦于扩大独家战略合作品牌以及自有品牌 (包括“乐药师”及一块医药旗下自有品牌) 在下游药店及基层医疗机构的覆盖, 推动品牌影响力的深度渗透。截至 2024 年底, 公司独家战略合作品牌及自有品牌产品 SKU 数超过 830 个, 同比增长超过 720 个; 独家战略合作品牌及自有品牌 GMV 达 6.51 亿元, 同比增长约 152%, 占厂牌首推业务交易规模的比重也由 2023 年的约 24% 提升至约 56%。

图 24: 公司独家战略合作品牌及自有品牌 SKU 数量 (个)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 25: 公司独家战略合作品牌及自有品牌交易规模 (百万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

在自有品牌的拓展方面, 公司坚持以品质与安全为核心, 根据下游药店及基层医疗机构的

实际需求，持续致力于挖掘具有渠道爆品潜力的产品，截至 2024 年底，公司自有品牌品种数突破 760 个，自有品牌 GMV 同比增长约 220%，占厂牌首推业务交易规模的比重达约 44%；其中，2024 年推出的大单品乐药师藿香正气口服液，覆盖了 11.5 万家终端用户，年销售额突破了 3800 万元。

收购一块医药，加速自有品牌业务发展。2024 年，公司通过发股和部分以现金支付的方式，以总对价人民币 10.35 亿元收购一块医药 100% 股权。本次收购标志着公司在“向上走”战略迈出了关键一步，进一步丰富了公司产品与服务矩阵，特别是在药品品类、供应链能力及市场覆盖方面的协同效应将得到显著提升。截至 2024 年底，一块医药有元典、安泰邦、辅太、培彤、多维佳、时珍令、博为、杏林泰等共计 8 个子品牌，其最主要购买用户来自连锁药店，有力地为公司厂牌首推业务的发展注入新活力，加速厂牌首推业务在产品开发、市场推广及渠道渗透等方面的突破。

图 26：一块医药自有品牌



资料来源：一块医药官网，天风证券研究所

4. 技术为核心驱动力，AI 赋能基层医疗平权

公司持续打造新兴业务，进一步增强买家参与度，培养品牌忠诚度，助推变现能力。例如，公司的 SaaS 解决方案将平台与买家 ERP 系统无缝连接，从而使他们在操作上和经济学上无法轻易转换平台；药师培训加强了公司与药师之间的联系。

“光谱小屋”硬件+SaaS+AI，助力实现基层医疗平权。在数字化浪潮席卷医疗行业的大背景下，公司持续致力于提高基层医生的诊疗能力，助力基层医生扩大服务范围，提升基层医生的综合服务能力。2024 年，公司推出了“光谱小屋”基层智慧医疗整体解决方案，通过集成先进的即时检验及监测硬件设备“未来光谱”系列产品，数字化的诊所管理系统“光谱云诊”SaaS，以及智能的 AI 医生辅助系统“光谱智医”，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。

截至 2024 年底，“光谱云诊”付费用户已超过 660 家。2024 年，公司加快试点城市医保卫健系统的对接开发，目前已完成广东、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。

图 27：公司新兴业务

推出“未来光谱”系列POCT设备，提高基层医疗检验效率

光谱免疫小方盒 光谱微型血球仪 光谱慢病检测仪

- 报告期内上市**仅4个月**
- 提供检测结果报告**智能解读**和**AI助手**入口
- 覆盖**超过11,000家**终端
- 投放**超过14,000台**，实现**规模化且可持续的商业收入**

数字化的诊所管理系统“光谱云诊”SaaS

- 扫码挂号，快速建档
- 问诊开方，处方模板
- 洞察病史，风险预警
- 一键发药，库存管理
- 海量药品，扫码入库

智能的AI医生辅助系统“光谱智医”

- 辅助检测，智能解读
- 辅助诊断，推荐用药
- 慢病管理，提醒预警
- 医学知识，提升水平
- 辅助经营，提升效率

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

公司作为国内最大的院外医药市场数字化平台，向上持续拓展 SKU，向下持续拓展覆盖终端，规模化下公司盈利能力有望持续改善，我们预计：

- 1) 自营业务：公司常规自营业务已打下坚实基础盘，新增长点厂牌首推业务规模持续扩大，随着公司聚焦自有品牌及独家战略品牌战略的推进，有望实现较快增长。考虑厂牌首推业务及自有品牌占比稳健提升，我们预计自营业务毛利率有望持续提升。
- 2) 平台业务：随着平台业务 SKU 的持续丰富，下游买家数量及买家活跃度持续提升，有望进一步提高渗透率，维持稳定增长。随着平台业务规模持续扩大，佣金率与补贴率之间净差不断扩大，我们预计平台业务毛利率有望持续提升。
- 3) 其他业务：公司持续推出新兴业务，如光谱云检、SaaS 解决方案、药师培训等，有望进一步赋能平台业务及自营业务的变现。
- 4) 我们认为，随着公司业务规模效应及持续的提质增效，整体运营费用率有望持续回落，净利润有望呈现快速增长。

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 206.93/242.15/286.89 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 1.56/3.73/6.02 亿元。

表 3：公司主营业务收入及毛利率预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10096.19	14277.92	16974.06	17903.61	20693.43	24215.18	28689.05
yoy	66.38%	41.42%	18.88%	5.48%	15.58%	17.02%	18.48%
整体毛利率	9.05%	10.05%	10.26%	10.13%	10.38%	10.79%	10.89%
自营业务收入	9,589.51	13,519.02	16,036.25	16,972.90	19,620.67	22,956.19	27,203.08
yoy	68.49%	40.98%	18.62%	5.84%	15.60%	17.00%	18.50%
自营业务毛利率	5.18%	6.21%	6.10%	6.20%	6.40%	6.80%	6.90%
平台业务收入	489.25	694.20	873.12	881.08	1010.71	1182.68	1392.85

yoy	31.26%	41.89%	25.77%	0.91%	14.71%	17.01%	17.77%
平台业务毛利率	83.71%	82.13%	83.20%	83.40%	84.00%	84.50%	85.00%
其他业务收入	14.78	61.59	62.91	49.64	62.05	76.3215	93.11223
yoy	1794.87%	316.71%	2.14%	-21.09%	25.00%	23.00%	22.00%
其他业务毛利率	50.98%	40.64%	50.00%	69.90%	69.50%	69.50%	69.50%

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 4: 利润表预测

单位: 百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,093.54	14,274.81	16,972.28	17,903.61	20693.43	24215.18	28689.05
毛利	913.83	1,434.72	1,740.92	1,813.45	2147.84	2613.43	3125.65
其他收入-经营	62.47	88.92	87.73	91.18	89.28	89.40	89.95
其他经营净收益	-8.62	19.96	0.90	30.23	17.03	16.05	21.10
销售费用	-1,063.82	-1,325.64	-1,387.29	-1,461.24	(1593.39)	(1791.92)	(2008.23)
销售费用率	-10.54%	-9.29%	-8.17%	-8.16%	-7.70%	-7.40%	-7.00%
研发费用	-56.61	-79.15	-93.60	-94.19	(103.47)	(121.08)	(143.45)
研发费用率	-0.56%	-0.55%	-0.55%	-0.53%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
管理费用	-207.00	-286.79	-332.60	-353.99	(393.18)	(435.87)	(487.71)
管理费用率	-2.05%	-2.01%	-1.96%	-1.98%	-1.90%	-1.80%	-1.70%
财务费用	-8.49	-10.23	-10.03	-11.34	(12.42)	(14.53)	(17.21)
财务费用率	-0.08%	-0.07%	-0.06%	-0.06%	-0.06%	-0.06%	-0.06%
上市费用	-4.35	-36.87	-46.87		/	/	/
除税前溢利	-503.07	-1,496.87	-3,210.20	14.37	134.83	340.41	559.47
所得税	-1.45	3.17	-3.69	-0.71	-6.66	-16.82	-27.64
净利润(含少数股东权益)	-501.62	-1,500.04	-3,206.51	15.08	141.50	357.23	587.12
归属于少数股东的净利润	-7.58	-11.35	-17.30	-14.93	-14.53	-15.59	-15.01
与综合收益总额							
归属于母公司的净利润与综合收益总额	-494.04	-1,488.69	-3,189.21	30.01	156.02	372.82	602.13

资料来源: wind, 天风证券研究所

采用相对估值法对公司进行估值, 考虑到公司核心业务为医药流通数字化平台, 我们选取京东健康、阿里健康为可比公司, 同时公司持续布局 AI 相关新兴业务, 我们选取医脉通作为可比公司。我们预测药师帮 2025-2027 年营业收入分别为 206.93/242.15/286.89 亿元, 归属于上市公司股东的净利润分别为 1.56/3.73/6.02 亿元。考虑到 2025 年为公司利润释放的起步阶段, 可给予一定估值溢价, 参考可比公司平均估值, 给予 40 倍 PE, 合理估值为 62 亿元, 目标价为 9.15 元, 对应港币为 9.88 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值情况

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2192.HK	医脉通	11.88	87	0.45	0.51	0.60	26.7	23.1	19.8
6618.HK	京东健康	40.45	1294	1.15	1.35	1.54	35.1	30.0	26.3
0241.HK	阿里健康	4.89	787	0.10	0.12	0.14	50.5	40.2	34.8
可比公司平均							37.4	31.1	27.0

资料来源：wind，天风证券研究所，数据来源为 wind 一致预期，截止至 2025.5.20

6. 风险因素

- 1、**业务拓展不及预期风险。**公司将继续执行若干新业务计划、策略及运营计划，旨在拓展业务多元化，但存在业务开拓不及预期风险。
- 2、**平台下游终端消费力下滑风险。**公司的业务依赖平台的买家，主要包括中小型药店及基层医疗机构。市场需求和终端客户购买力的重大变动可能会对公司的业务、财务状况及经营业绩产生不利影响。
- 3、**自营业务合作风险。**在自营业务下，公司向药企和经销商采购药品及保健产品，与这些药企和经销商的合作存在供应商未能及时供应足量的药品及保健产品，或供应的产品不符合相关质量标准的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com