



Research and
Development Center

运用数字化拥抱医药下沉市场，业绩渐入收获期
—药师帮(9885.HK)深度报告

2025年6月12日

唐爱金 医药行业首席分析师
S1500523080002
tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
S1500524030003
zhangzhongtao@cindasc.com

证券研究报告

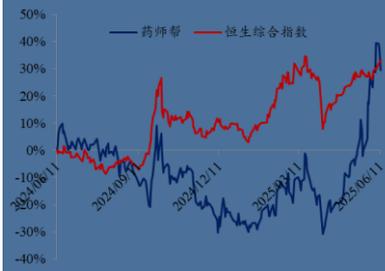
公司研究

深度报告

药师帮 (9885.HK)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港元)	10.10
52 周内股价波动区间 (港元)	5.099-11.28
最近一月涨跌幅 (%)	35%
总股本 (亿股)	6.82
流通 H 股比例 (%)	100
总市值 (亿港元)	68.88

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

运用数字化拥抱医药下沉市场, 业绩渐入收获期

2025 年 06 月 12 日

报告内容摘要:

- ◆**核心逻辑:** ①**公司已跨过资本投入阶段, 现已步入收获期, 我们预计 2024-2027 年归母净利润 CAGR 约 164%。**2024 年公司归母净利润实现扭亏为盈 (24 年利润为 0.3 亿元, 净利率约 0.17%), 预计 2025-2027 年间公司厂牌首推业务 (即 CSO 业务+自有品牌业务) 将维持高速增长, 2025 年厂牌业务有望实现 106% 增长 (规模达 24 亿元, 高速增长一方面系公司 24 年并入一块医药, 另一方面系公司内生增长驱动), 2026-2027 年间厂牌首推业务有望实现 25% 增长。②**稀缺性在于市场足够下沉&现金周转足够快&强现金流。**截至 2024 年末公司注册买家渗透了全国 98.9% 的县域和 91.2% 的乡镇, 2024 年公司现金循环周期达 -31 天 (应收账款账期约 1 天, 存货周转天数约 33 天, 应付账款账期约 65 天), 公司账面上现金及现金等价物约 34 亿, 占总资产约 52%; 同时, 现金周转快也为公司带来大额的资金沉淀, 2024 年公司由沉淀资金产生的利息收入达 0.79 亿元 (占总收入比例的 0.44%)。③**做深渠道后公司后续业务扩张亮点较多。**诸如通过实现厂牌首推业务改善公司盈利结构, 例如通过 POCT 检测设备渗透基层医疗机构, 同时带动 AI 辅助诊断等 SaaS 服务销售, 并提升基层医疗机构药品采购渗透率; 例如与越疆达成的战略合作, 在药店、药仓具身智能机器人领域展开合作等等。
- ◆**市场核心关注点:** ①**关于公司业绩释放潜力以及确定性的问题。**我们认为, 公司当前已跨过资本投入阶段, 而公司在仓储、供应链、客户均储备完成后, 公司有望通过提升毛利率以及降低费用率来改善净利率水平。我们预计 2024-2027 年间公司归母净利润复合增速有望达 164%。②**关于药店关店潮影响及集中度提升的问题。**我们认为, 单体店目前为公司的主要客户群体, 因而我们认为关店潮对药师帮业绩冲击相对有限。同时, 公司目前正在开拓基层医疗机构市场, 未来或将贡献新渠道动力。此外, 我们认为用药量不会随着门店数量减少而减少, 门店数量的减少有助于销售额集中度的提升。③**关于与传统流通商及电商巨头竞争的问题。**我们认为, 当前公司已经经历过一轮市场出清阶段, 公司逐步具备规模优势, 潜在进入者威胁风险小, 且存量竞争对手竞争加剧可能性小。
- ◆**公司拥有稀缺性:** ①**拥抱下沉市场, 做好用户体验, 用户黏性强。**公司所布局的渠道足够下沉, 同时公司有效解决了长尾客户的痛点。②**“快周转+强现金流”是公司的亮点。**医药分销往往属于垫资的商业模式, 公司现金循环周期为 -31 天 (主要药店、基层医疗机构采购具有小额、多频、先款后货等特点)。充足的现金流一方面可支撑公司进一步扩张高毛业务以及拓展新兴业务 (诸如 AI 应用、机器人应用、健康险等), 另一方面充足现金流可支撑公司持续回馈投资者 (诸如高分红、回购等)。
- ◆**盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别约为 208 亿元、235 亿元、267 亿元, 同比增速分别约为 16%、13%、14%, 实现归母净利润分别为 1.49 亿元、3.2 亿元、5.5 亿元, 同比分别约增长 395%、116%、71%, 对应 2025/6/11 股价 PE 分别约为 42 倍、20 倍、11 倍。考虑公司业绩处于快速增长阶段, 叠加公司商业模式在医药领域具备稀缺性, 首次覆盖, 我们给予“买入”评级。
- ◆**风险因素:** 药店关店潮超预期, B2B 市场竞争加剧, 药品质量问题及合规问题, 用户粘性降低导致用户流失, 渗透率提升不及预期, 厂牌首推业务增长不及预期。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	17904	20828	23510	26697
增长率 YoY %	5%	16%	13%	14%
归属母公司净利润(百万元)	30	149	320	550
增长率 YoY%	101%	395%	116%	71%
毛利率%	10.13%	10.89%	11.28%	11.82%
净资产收益率 ROE%	1.29%	6.14%	11.68%	16.68%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.22	0.47	0.81
市盈率 P/E(倍)	103.23	42.44	19.67	11.47
市净率 P/B(倍)	1.50	2.61	2.30	1.91

资料来源: ifind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 6 月 11 日收盘价

投资聚焦

1. 市场最关心的三大问题

关于公司业绩释放潜力以及确定性的问题。我们认为，公司当前已跨过资本投入阶段，截至 2024 年底平台累计注册买家达 82.7 万家（其中药店 49.1 万家，基层医疗机构 33 万家），月均活跃买家 43.3 万家，月均付费采购买家 40.1 万家。仓储、供应链、客户均储备完成后，公司有望通过提升毛利率以及降低费用率来改善净利率水平。我们预计 2024-2027 年间公司归母净利润复合增速有望达 164%。

关于药店关店潮影响及集中度提升的问题。我们认为，对于药师帮而言，单体店目前为公司的主要客户群体，因而我们认为关店潮对药师帮业绩冲击相对有限。同时，公司目前正在开拓基层医疗机构市场，未来或将贡献新渠道动力。此外，我们认为用药量不会随着门店数量减少而减少，门店数量的减少有助于销售额集中度的提升。

关于与传统流通商及电商巨头竞争的问题。我们认为，当前公司已经经历过一轮市场出清阶段，公司 2023 年公司 GMV 已突破 460 亿元，逐步具备规模优势，潜在进入者威胁风险小，且存量竞争对手竞争加剧可能性小。首先，医药 B2B 行业核心竞争要素在于规模，叠加医药 B2B 行业的净利率水平相对较低，对于潜在进入者而言前期投入较大且投入周期较长，因而行业潜在进入者风险较小。其次，公司存量竞争对手在客户群和业务模式上有所差异，对应的仓储物流配置、产品结构配置以及业务模式设置等很难短时间内完成全部调整，因而我们认为短时间难以与公司形成直接竞争。

2. 重视公司自身的稀缺性：医药下沉市场+快周转+强现金流

拥抱下沉市场，做好用户体验，用户黏性强：①公司所布局的渠道足够下沉，截至 2024 年药师帮覆盖 49.1 万家药店及 33 万家基层医疗机构，渗透全国 98.9% 的县域和 91.2% 的乡镇。②公司有效解决了长尾客户的痛点，诸如公司平台月均 SKU 数量超 390 万个，其品类的丰富度有效满足客户的选品需求。2022 年公司每笔订单 GMV 为 409 元，其中平台业务每笔订单 GMV 为 374 元，而自营业务每笔订单 GMV 为 475 元，对于单体药店、基层医疗机构而言采购较为自由且灵活。③公司用户的黏性较强，2024 年公司月均活跃买家达 43.3 万家，付费率达 93%，月均订单约 29 单。

“快周转+强现金流”是公司的亮点：①医药分销往往属于垫资的商业模式，公司现金循环周期为-31 天（主要药店、基层医疗机构采购具有小额、多频、先款后货等特点，应收账款账期约 1 天，存货周转天数约 33 天，应付账款账期约 65 天）。公司账面上现金及现金等价物约 34 亿，总资产约 52%；虽公司资产负债率为 65%，主要系应付账款等无息负债，短期借款仅 0.21 亿元。同时，现金周转快也为公司带来大额的资金沉淀，2024 年公司由沉淀资金产生的利息收入达 0.79 亿元（占总收入比例的 0.44%）。②随着公司 GMV 的提升，预计公司现金流规模也将持续扩张，届时充足的现金流一方面可支撑公司进一步扩张高毛业务以及拓展新兴业务（诸如 AI 应用、机器人应用、健康险等），同时也可回馈投资者（诸如高分红、回购等），2024 年公司分红比例达 175%，同时公司拟采用 1 亿港元进行回购注销（截至 2025/6/6 公司已累计回购约 4130 万元）。

一、深耕院外医药 B2B 市场十载，公司正式步入收获期	6
1.1 深耕院外医药 B2B 市场十载，坐拥国内最大的数字化医药交易与服务网络	6
1.2 公司处于无实控人状态，业务布局明晰	6
1.3 2024 年战略性扭亏为盈，公司正式步入收获期，“快周转+大额现金沉淀”具备稀缺性	8
二、做好买家体验以提升买家黏性，做深渠道覆盖以巩固自身壁垒	15
2.1 平台业务积累用户习惯，厂牌首推业务改善盈利能力，创新业务或是未来第二成长曲线	15
2.2 月活买家数量持续提升，买家具备“高频&小额&粘性高”特征	16
2.3 院外市场受益于处方外流，公司 GMV 及月活买家数量均处于院外 B2B 市场第一	17
2.4 核心竞争力：从覆盖范围&营销服务满足卖家需求，从“多快好省”四个维度着手做优买家体验	18
三、厂牌首推业务有望改善盈利结构，平台业务的中药饮片或将是突破重点	20
3.1 自营业务：常规自营业务支撑收入基本盘，厂牌首推业务改善盈利结构且有望高速增长	20
3.2 平台业务：平台活跃度&丰富度逐步提升，中药饮片业务或将是增收增利的重点	25
3.3 其他业务：光谱小屋渗透基层医疗市场，SaaS 解决方案满足卖家和买家需求，逐步布局医药机器人领域	27
四、聚焦市场关心问题，重视公司稀缺性	32
4.1 聚焦市场核心关注点	32
4.2 公司稀缺性：医药下沉市场+快周转+强现金流	33
五、业务拆分、盈利预测及市值展望	35
5.1 业务拆分	35
5.2 盈利预测	36
5.3 估值及市值展望	37
六、风险因素	38

表目录

表 1: 药师帮上市前多轮融资分析	7
表 2: 近年其他收入构成分析（单位：亿元）	9
表 3: 药师帮经调利润分析（单位：亿元）	10
表 4: 2 期股权激励方案的情况	10
表 5: 销售及营销费用结构分析	11
表 6: 药师帮营运能力分析	12
表 7: 同行公司营运能力分析	13
表 8: 公司经营现金流分析	13
表 9: 2024 年底公司现金情况分析	14
表 10: 近年公司买家基本运营数据变动	17
表 11: 一块医药或有对价的绩效目标要求	23
表 12: 近年平台业务运营数据变动	26
表 13: 2024Q4 全国药店门店数量变动	32
表 14: 2025 年公司回购进展	34
表 15: 药师帮业务拆分	35
表 16: 盈利预测	36
表 17: 同行业公司净利率对比	36
表 18: 可比公司估值	37
表 19: 药师帮市值敏感性分析（市值单位：亿港元）	37

图目录

图 1: 药师帮核心发展历程回顾	6
图 2: 药师帮股权结构及核心附属公司分布（截至 2024Q4）	7
图 3: 近年公司营收变动趋势	8
图 4: 近年公司营收结构变动	8
图 5: 近年公司总 GMV 变动趋势	8
图 6: 近年公司平台及自营 GMV 变动趋势	8
图 7: 2022 年公司整个平台产品结构	9
图 8: 2022 年公司自营业务产品结构	9
图 9: 近年公司经调整净利润变动趋势	9
图 10: 近年公司归母净利润变动趋势	9
图 11: 近年公司毛利率变动	11
图 12: 近年公司费用率变动趋势	11
图 13: 近年公司人员结构变动	12

图 14: 近年公司销售人效变动.....	12
图 15: 公司 APP 买家流程示意图.....	15
图 16: 药师帮商业模式简介.....	16
图 17: 近年全国三大终端药品销售额变动.....	17
图 18: 近年三大终端药品销售占比变动.....	17
图 19: 近年中国院外数字化医药流通服务市场 GMV 变动趋势.....	18
图 20: 行业竞争格局解读.....	18
图 21: 近年自营业务收入变动趋势.....	20
图 22: 近年自营业务 GMV 构成.....	20
图 23: 近年常规自营业务 GMV 变动趋势.....	20
图 24: 近年厂牌首推业务 GMV 变动趋势.....	20
图 25: 近年自营业务毛利率走势.....	21
图 26: 厂牌首推业务商业模式示意图.....	21
图 27: 近年独家战略合作品牌及自有品牌 SKU.....	22
图 28: 近年独家战略合作及自有品牌交易规模.....	22
图 29: 乐药师产品矩阵图示.....	22
图 30: 一块医药产品矩阵.....	23
图 31: 近年仓储物流布局图示.....	24
图 32: 近年物流支出方面.....	24
图 33: 近年平台业务收入变动.....	25
图 34: 近年平台业务 GMV 变动.....	25
图 35: 近年平台业务佣金率和补贴率变动.....	25
图 36: 近年平台业务毛利率变动.....	26
图 37: 近年平台业务销售成本及交易手续费率.....	26
图 38: 近年平台业务中药饮片销售额变动.....	27
图 39: 近年平台业务中药饮片 SKU 数 (万个).....	27
图 40: 近年其他业务收入变动.....	27
图 41: 近年其他业务毛利率变动.....	27
图 42: 光谱小屋布局思路.....	28
图 43: AI 辅助诊疗应用示意图.....	29
图 44: 云商通及掌店易相关界面.....	29
图 45: 越疆科技产品矩阵.....	31

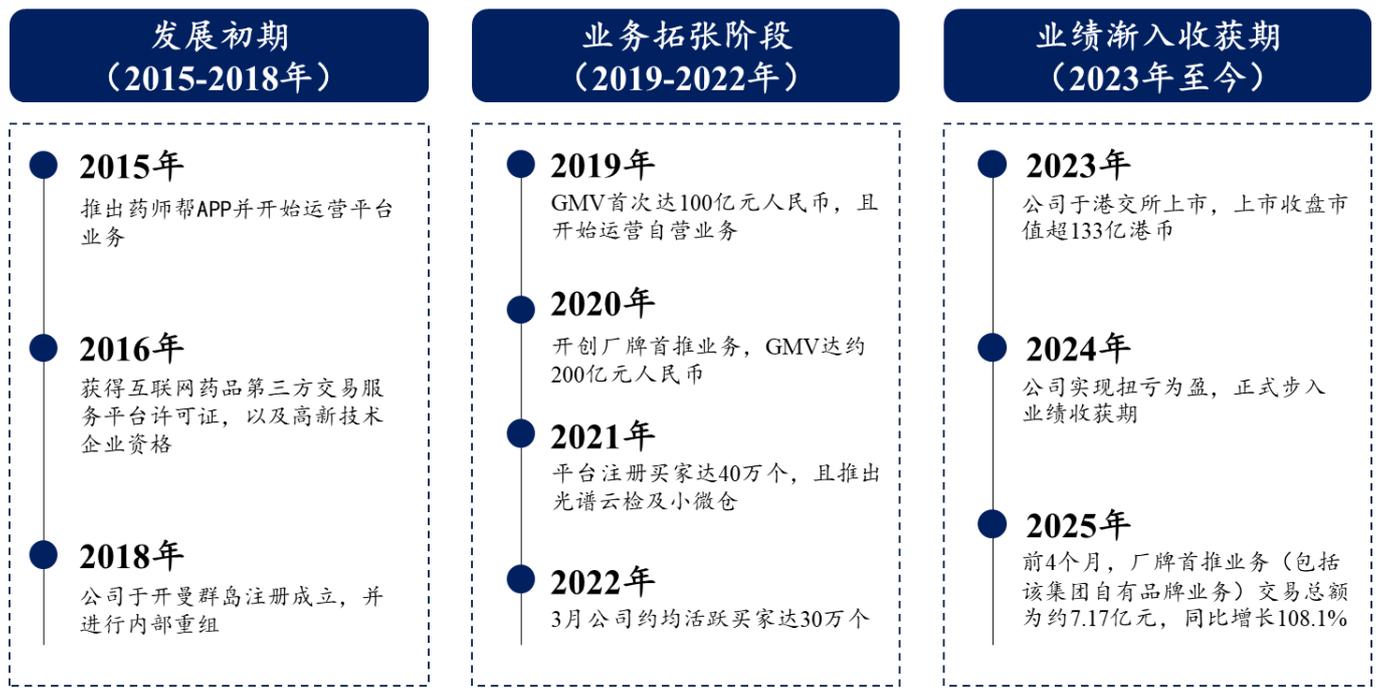
一、深耕院外医药 B2B 市场十载，公司正式步入收获期

1.1 深耕院外医药 B2B 市场十载，坐拥国内最大的数字化医药交易与服务网络

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。药师帮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。药师帮以让好医好药普惠可及为使命，驱动医疗健康生态系统整体效率的提升。通过深耕基层市场，药师帮积累了强大的数据能力，构建并不断完善业务模式，以满足院外医药市场数字化日益增长的需求。**截至 2024 年，药师帮覆盖 49.1 万家药店及 33 万家基层医疗机构，渗透全国 98.9% 的县域和 91.2% 的乡镇，其中月均活跃买家达到 43.3 万个，建立起国内最大的数字化医药交易与服务网络。**

回顾公司发展历程，公司可划分为 3 个发展阶段：①发展初期（2015-2018 年），2015 年公司推出了药师帮 APP 并开始运营平台业务，2018 年公司于开曼群岛注册成立，并进行内部重组。②业务拓张阶段（2019-2022 年），2019 年公司 GMV 首次突破 100 亿元人民币，并开始运营自营业务。2020 年公司开创厂牌首推业务，且 GMV 约 200 亿元人民币。2021 年公司注册买家达 40 万个，且推出光谱云检及小微仓。③业绩渐入收获期（2023 年至今），2023 年公司于港交所上市，2024 年公司实现扭亏为盈，2025 年前 4 个月厂牌首推业务（包括该集团自有品牌业务）交易总额为约 7.17 亿元，同比增长 108.1%。

图 1: 药师帮核心发展历程回顾



资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

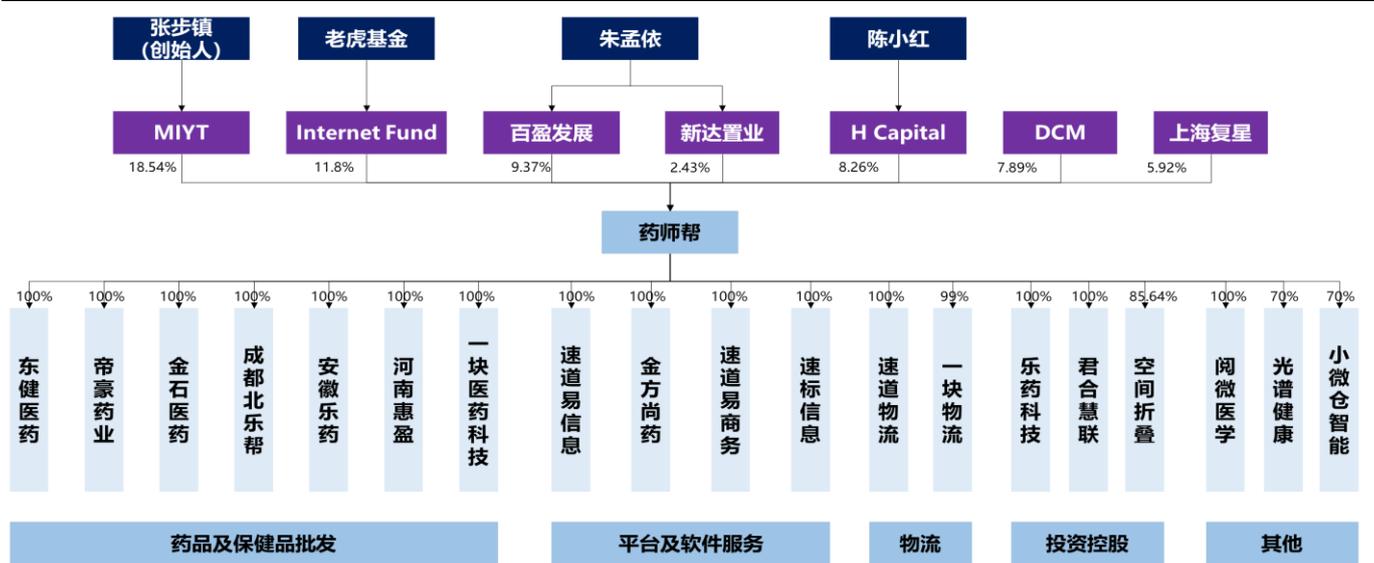
1.2 公司处于无实控人状态，业务布局明晰

从**股东结构**上看，目前公司处于无实控人状态，目前公司的大股东为 MIYT（截至 2024 年末持股比例为 18.54%），MIYT 的实际控制人为创始人张步镇先生。公司第二大股东为 Internet Fund（持股比例为 11.8%），其控股股东为老虎基金。百盈发展（持股比例为 9.37%）及新达置业（持股比率为 2.43%）的实际控制人均为朱孟依先生。H Capital（持股比例为 8.26%）的实际控制人为陈小红女士。此外，DCM 持股比例为 7.89%，而上海复星持股比例为 5.92%。

从**附属公司布局**上看，子公司可划分为 5 个类别，分别为药品及保健品批发、平台及软件服务、物流、投资控股及其他。在药品及保健品批发方面，公司拥有诸如东健医药、帝豪药业、金石药业等附属公司。在平台

及软件服务方面，公司的核心附属公司为速道易信息、金方尚药、速道易商务和速标信息。在物流服务方面，公司核心的附属公司为速道物流和一块物流。在投资控股领域，公司核心附属公司为乐药科技、君合慧联和空间折叠。此外，阅微医学和光谱健康主要从事医学检测服务，而小微仓智能则主要从事智能药房服务。

图2: 药师帮股权结构及核心附属公司分布 (截至 2024Q4)



资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

公司上市前经过多轮融资: ①天使轮到C轮融资。2015年4月至2018年6月期间, 在上市公司注册成立前, 上市公司强生广州速道进行了多轮境内融资。2018年12月公司对当时集团进行内部重整, 此后广州速道当时部分股东成为上市公司的股东, 而广州速道则成为上市公司的附属公司。因此, 公司向最初认购广州速道股份的投资者发行公司天使轮至C2轮优先股。②D轮融资有3家公司参与, 分别为Internet Fund (持有2000万股)、H Capital (持有1000万股) 以及DCM (持有约330.81万股)。③E轮融资有5家公司参与, 公分别为百盈发展 (持有1735.78万股, 对价1.5亿美元)、百度 (持有约347.16万股, 对价0.3亿美元)、阳光人寿 (持有约347.16万股认股权证, 对价0.3亿美元)、Genius II Found (持有267.04万股认股权证, 对价约0.23亿美元)、广州新星花城 (持有57.86万股认股权证, 对价约500万美元)。此外, 公司上市进行1股分拆为4股, 因而每股成本需除以4来推算上市后的持股成本。

表1: 药师帮上市前多轮融资分析

轮次	最后完成时间	募集金额	上市分拆前每股成本	上市分拆后每股成本
天使轮	2015/5/22	人民币0.16亿元	人民币 2.15元	人民币 0.54元
A轮	2016/9/12	人民币0.55亿元	人民币 3.76元	人民币 0.94元
B轮	2018/4/2	人民币1.08亿元	人民币 7.84元	人民币 1.96元
C1轮	2018/7/2	人民币1.6亿元	人民币 14.71元; 人民币 16.34元	人民币3.68元; 人民币 4.09元
C2轮	2018/9/14	0.408亿美元	2.71美元	0.68美元
D轮	2019/1/30	1.332亿美元	4美元	1美元
E-1轮	2021/2/5	1.5亿美元	8.64美元	2.16美元
E-2轮	2022/4/15	0.852亿美元	8.64美元	2.16美元

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

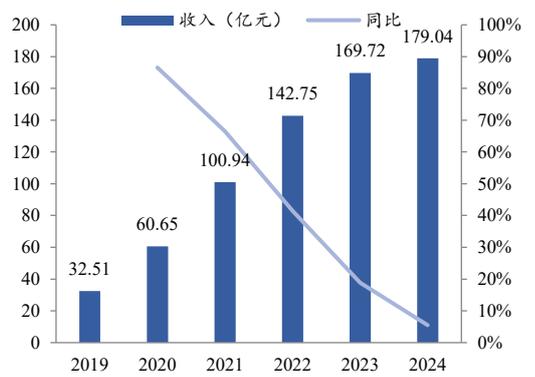
注: 公司上市后每股0.00001美元的股份分拆为4股每股面值为0.0000025美元的股份

1.3 2024 年战略性扭亏为盈，公司正式步入收获期，“快周转+大额现金沉淀” 具备稀缺性

◆ **规模&成长性分析：近 4 年收入 CAGR 约 21%，2024 年战略性扭亏为盈，公司正式步入收获期**

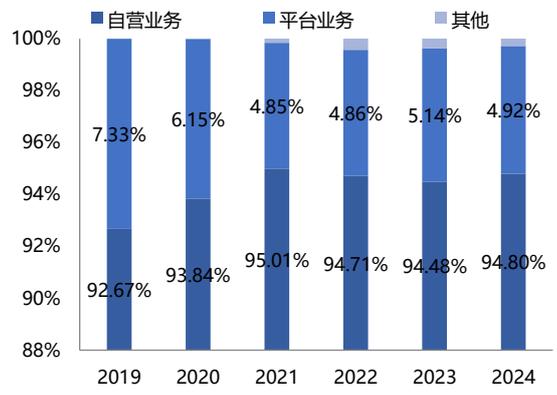
从营收的维度上看，2021-2024 年间公司收入 CAGR 约 21%，2019-2024 年间公司收入 CAGR 约 41%。2024 年宏观经济及医药行业整体承压，在这样的背景下，公司收入端仍实现约 5% 增长，其中自营业务增长约 6%，平台业务增长约 1%。从收入构成上看，目前公司以自营业务为主，2024 年公司自营业务收入占比约 94.8%，而平台业务收入占比约 4.92%。

图3: 近年公司营收变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

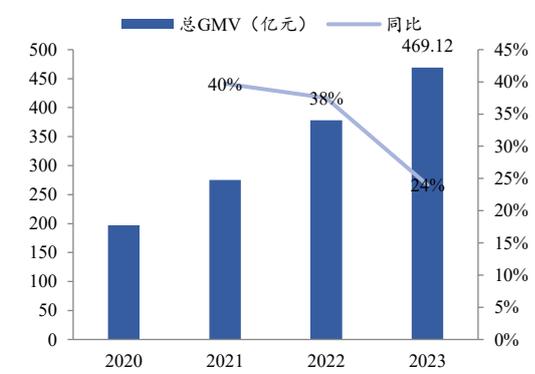
图4: 近年公司营收结构变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

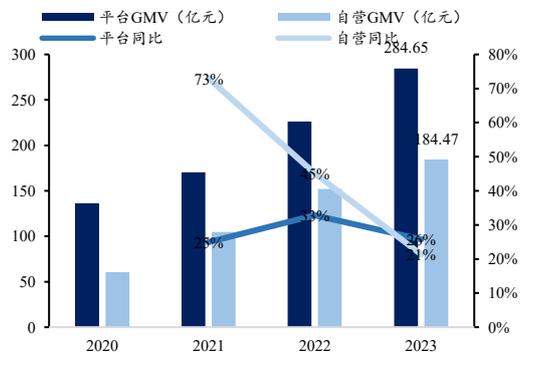
2020-2023 年间公司总 GMV 复合增速约达 34%，2023 年公司总 GMV 达 469 亿元。其中，2020-2023 年间平台 GMV 复合增速约 28%，2023 年平台 GMV 为 285 亿元；2020-2023 年间自营业务 GMV 复合增速达 45%，2023 年自营 GMV 为 184 亿元。

图5: 近年公司总 GMV 变动趋势



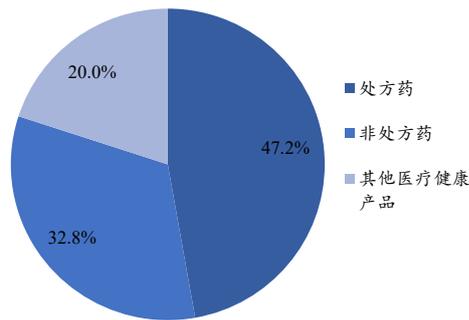
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图6: 近年公司平台及自营 GMV 变动趋势

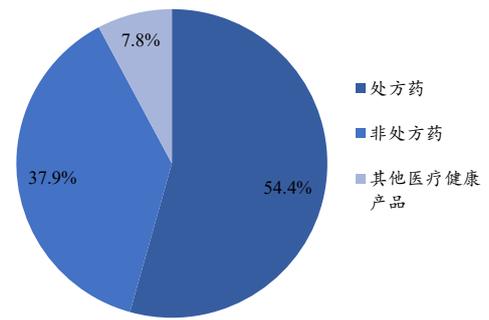


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从产品类别上看，2022 年药师帮 APP 上所交易产品结构分别为处方药占比约 47.2%，非处方药占比约 32.8%，而其他医疗健康产品占比约 20%。单从自营业务上看，处方药占比约 54.4%，非处方药占比约 37.9%，而其他医疗健康产品占比约 7.8%。

图7: 2022 年公司整个平台产品结构


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图8: 2022 年公司自营业务产品结构


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

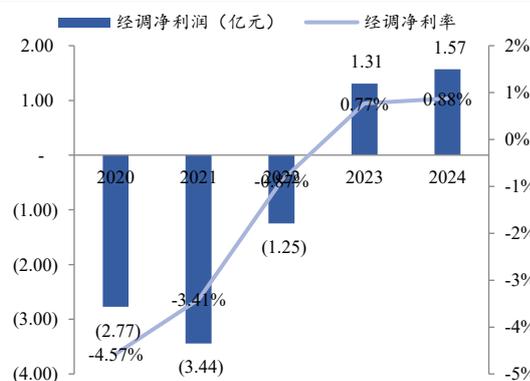
从其他收入的构成上看, 该项目主要由政府补助以及沉淀资金收益组成(诸如银行利息收入、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产投资收入以及其他), 由于公司的资金周转较快, 叠加存在沉淀资金, 因而沉淀资金为公司贡献额外收入, 自 2024 年沉淀资金收益占收入比例约 0.44%。

表2: 近年其他收入构成分析 (单位: 亿元)

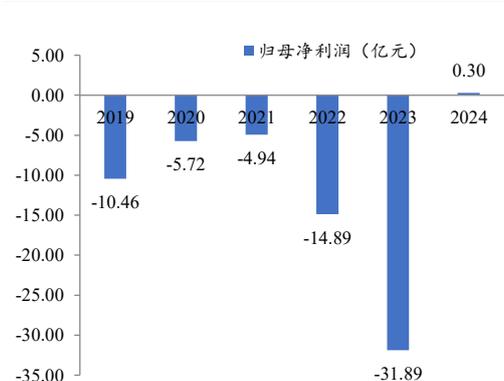
项目	2020	2021	2022	2023	2024
1、政府补助	0.04	0.14	0.23	0.21	0.12
2、沉淀资金收益	0.40	0.48	0.66	0.67	0.79
占收入比例	0.66%	0.48%	0.46%	0.39%	0.44%
①银行利息收入	0.25	0.28	0.43	0.49	0.53
②以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产投资收入	0.11	0.18	0.20	0.16	0.22
③其他	0.03	0.03	0.03	0.02	0.05
合计	0.44	0.62	0.89	0.88	0.91

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从利润维度上看: ①在经调整净利润方面, 2023 年公司经调整净利润扭亏为盈, 2024 年公司经调整净利润同比增长约 20% (2024 年公司经调整净利润达 1.57 亿元)。从净利率角度上看, 2024 年公司经调整净利率达 0.88% (同比提升 0.11 个百分点)。②在归母净利润方面, 2024 年公司实现扭亏为盈, 2024 年公司归母净利润达 0.3 亿元, 归母净利率达 0.17%。

图9: 近年公司经调整净利润变动趋势


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图10: 近年公司归母净利润变动趋势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2020-2023 年间公司税后利润均处于亏损状态，2022-2023 年间亏损额度较大，主要系 2022-2023 年间存在以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债的公允价值变动（主要系公司发行的优先股）。2023 年 6 月 28 日公司所有优先股于上市时自动转换为 491,225,068 股本公司普通股，且该等优先股于 2023 年 6 月 28 日的公允价值经参考每股股份 20 港元的首次公开发售发售价而计量，因而 2024 年起已不存在其公允价值变动而对利润产生影响。

表3: 药师帮经调利润分析 (单位: 亿元)

年份	经调净利润	税后利润	调整项目			
			以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债的公允价值变动	以权益核算的股份支付费用	上市费用	收购费用
2020	-2.78	-5.72	2.94			
2021	-3.44	-5.02	1.29	0.24	0.04	
2022	-1.25	-15.00	13.00	0.39	0.37	
2023	1.31	-32.07	31.72	1.18	0.47	
2024	1.57	0.15		1.38		0.04

资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

目前公司有 2 项股份激励计划，分别为 2019 年股份激励计划和 2023 年股份激励计划。根据 2019 年股份激励计划，公司能够授出购股权、单位购买权或单位奖励，使持有人每持有一份购股权/单位可获发两股股份。上市后，公司不再根据 2019 年股份激励计划授出任何新激励单位（或奖励）。根据 2023 年股份激励计划，公司能够授出购股权或限制性股份单位，使持有人每持有一份奖励可获发一股新发行或现有股份。

根据 2019 年股份激励计划及 2023 年股份激励计划，就于 2024 年内向合资格参与者授出的所有购股权及奖励可予发行 11,775,400 股新股，相当于公司已发行股份加权平均数约 1.79%。

表4: 2 期股权激励方案的情况

项目	2019年股份激励计划	2023年股份激励计划
计划授权上限	4777.3万股	6323.5万股；且就有关现有股份奖励而言，须遵守年度上限为紧随上市后已发行股份总数的2%，此上限可于每年1月1日自动更新，最多为上一年度12月31日已发行股份总数的2%，并可由董事会不时调整
服务供应商分项限额	不适用	126.47万股
根据计划授出及未授出奖励的可供发行股份数量	3054.27万股	6224.78万股
购股权行使期	自授出日期起10年	①涉及新股授予而言：自授出日期起10年；②涉及现有股份授予而言：无
计划年限	自采纳日期起10年，计划年限约剩4年	自采纳日期起10年，计划年限约剩8年
接纳授予应付对价	无	无
厘定购股权行使价基准	无	新股购股权：按管理人锁定价格，行使价为下列两者较高者①股份于授出日期的收市价；②股份于紧接授出日期前5个营业日平均收市价。

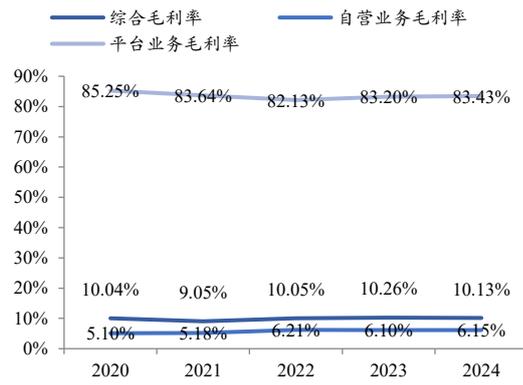
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

◆ **盈利能力分析：销售费用率稳步下降，盈利能力有望稳步提升**

在毛利率方面，2022-2024 年间公司综合毛利率均维持在 10% 以上，2024 年公司综合毛利率达 10.13%。若分业务看，公司平台业务毛利率较高（主要系平台业务的商业模式为根据 GMV 抽取佣金），2022-2024 年间平台业务毛利率维持在 82% 以上，2024 年平台业务毛利率达 83.43%。2022-2024 年自营业务毛利率均维持在 6% 以上，2024 年自营业务毛利率在 6.15%。

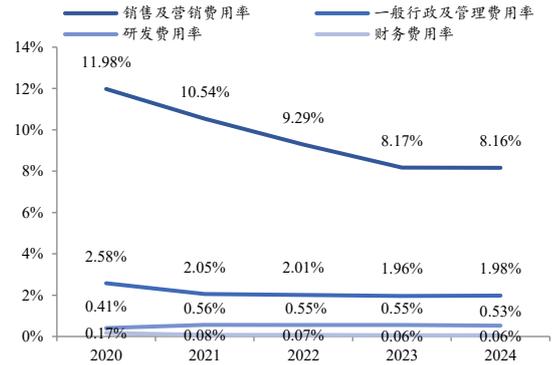
在期间费用率方面，公司核心的费用支出为销售费用。2024 年公司销售及营销费用率为 8.16%，一般行政及管理费用率为 1.98%，研发费用率为 0.53%，财务费用率为 0.06%。从趋势上看，销售及营销费用率下降显著，我们认为主要得益于销售人效提升，以及规模效应带来的综合作用。一般行政及管理费用率和研发费用率则较为稳定。

图11: 近年公司毛利率变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图12: 近年公司费用率变动趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

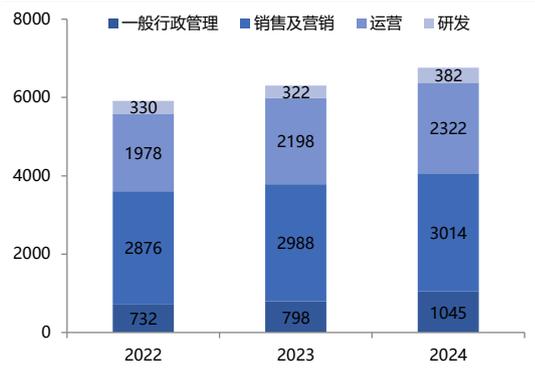
从销售及营销费用结构上看，公司核心销售及营销费用支出为薪金及福利、营销及推广费用以及履约费用。2023-2024 年公司暂未披露薪金及福利、营销及推广费用的具体明细，若以 2022 年分析，2022 年公司销售及营销费用率为 9.29%，其中薪金及福利费用率为 5.11%，营销及推广费用率为 1.44%，而履约费用率为 2.19%。由于规模效应以及精细化运营的综合作用，履约费用率从 2021 年的 2.35% 逐步下降至 2024 年的 1.74%。

表5: 销售及营销费用结构分析

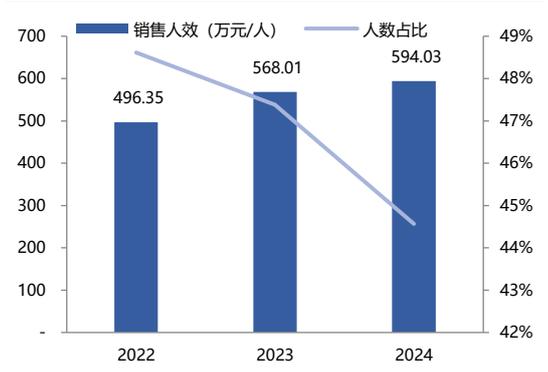
项目 (亿元)	2020	2021	2022	2023	2024
1) 薪金及福利	3.61	5.65	7.30	未披露	未披露
费用率	5.95%	5.60%	5.11%		
2) 营销及推广费用	1.74	1.87	2.06	未披露	未披露
费用率	2.87%	1.85%	1.44%		
3) 履约费用	1.41	2.38	3.13	3.15	3.12
费用率	2.32%	2.35%	2.19%	1.85%	1.74%
其中：物流	0.91	1.61	2.22	2.34	2.33
租金	0.39	0.64	0.70	未披露	未披露
公用设施	0.11	0.12	0.21	未披露	未披露
4) 物业、厂房及设备折旧及无形资产摊销	0.20	0.32	0.36	未披露	未披露
费用率	0.34%	0.31%	0.25%		
5) 其他	0.30	0.42	0.41	未披露	未披露
费用率	0.49%	0.42%	0.29%		
销售及营销费用合计	7.26	10.64	13.26	13.87	14.61
费用率	11.97%	10.54%	9.29%	8.17%	8.16%

资料来源：ifind，公司公告，信达证券研发中心

从人员结构上看，2024 年公司总人数有 6763 人（同比增长 7%），其中销售及营销人员人数有 3014 人（同比增长约 1%，占总人数的 45%）。从人效上看，2022-2024 年间公司销售人员的人效持续提升，从 2022 年的 496 万元/人提升至 2024 年的 594 万元/人。

图13: 近年公司人员结构变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图14: 近年公司销售人效变动


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

◆ **营运能力分析: 现金循环周期约-31天, 2024年末账面现金及现金等价物约达34亿元**

由于公司主要面向院外下沉市场, 业务模式具有小额、高频等特点, 因而整体周转效率较高。2024年公司现金循环周期约为-31天, 其中存货周转天数约33天, 应收账款周转天数约1天, 而应付账款周转天数约65天。**从趋势上看**, 2021年到2024年间公司现金循环周期持续优化, 从2021年的-17天到2024年的-31天。一方面系应收账款周转天数有所缩短, 另一方面系应付账款周转天数有所延长, 我们认为这主要是规模效应带来的公司对上下游议价能力的提升。

表6: 药师帮营运能力分析

项目 (天)	2021	2022	2023	2024
存货周转天数	26.74	26.13	29.38	32.83
应收账款周转天数	8.61	3.60	2.15	1.26
应付账款周转天数	52.31	45.32	53.63	65.05
现金循环周期	-16.96	-15.59	-22.10	-30.96

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从现金循环周期上看, 公司现金循环周期比九州通(约9天)、1药网(约7天)更强, 一方面系九州通的业务中有部分是医院批发配送且大部分是针对线下院外批发配送, 线上B2B规模相对九州通的基本盘而言较小, 另一方面1药网的客户群体与公司略有区别(因而1药网的账期略长于公司)。公司的现金循环周期介于京东健康和阿里健康, 主要是因为公司主要面向单体店等院外下沉市场, 业务模式具备小额、高频等特征, 因而现金流特征与京东健康和阿里健康较为类似。若与传统线下连锁药店相比, 公司的现金循环周期稍微弱些, 主要系线下连锁药店的应付账款账期较长, 2024年益丰药房应付账款及应付票据账期约221天, 而大参林约158天, 老百姓约163天, 而公司大概65天。

表7: 同行公司营运能力分析

应收账款及应收票据周转天数(天)					存货周转天数(天)				
公司	2021	2022	2023	2024	公司	2021	2022	2023	2024
益丰药房	22.40	26.44	31.73	31.88	益丰药房	102.63	99.62	95.72	104.14
大参林	12.58	14.88	16.44	17.08	大参林	109.62	102.18	92.19	85.95
老百姓	30.00	32.14	35.99	38.00	老百姓	86.46	87.47	96.35	93.07
九州通	76.34	69.92	63.25	64.75	九州通	48.44	45.50	48.68	55.25
1药网	9.72	13.68	13.81	13.83	1药网	28.78	37.20	37.26	37.23
京东健康	2.60	5.10	4.38	2.78	京东健康	36.59	44.15	47.87	43.85
阿里健康	7.40	7.26	7.36	10.81	阿里健康	40.62	32.99	31.22	21.87
药师帮	8.61	3.60	2.15	1.26	药师帮	26.74	26.13	29.38	32.83

应付票据及应付账款周转天数(天)					现金循环周期(天)				
公司	2021	2022	2023	2024	公司	2021	2022	2023	2024
益丰药房	169.86	173.13	192.56	220.67	益丰药房	-44.83	-47.07	-65.11	-84.65
大参林	155.46	147.97	148.79	158.30	大参林	-33.26	-30.91	-40.16	-55.27
老百姓	152.48	155.36	165.83	163.23	老百姓	-36.02	-35.75	-33.49	-32.16
九州通	104.34	102.12	103.54	111.38	九州通	20.44	13.30	8.39	8.62
1药网	36.90	44.19	42.82	43.90	1药网	1.60	6.69	8.25	7.16
京东健康	64.27	78.22	87.21	80.60	京东健康	-25.08	-28.97	-34.96	-33.97
阿里健康	66.46	61.90	60.18	48.20	阿里健康	-18.44	-21.65	-21.60	-15.52
药师帮	52.31	45.32	53.63	65.05	药师帮	-16.96	-15.59	-22.10	-30.96

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 为统一对比口径, 我们用“现金循环周期=应收账款及应收票据账期+存货周转天数-应付票据及应付账款周转天数”计算

注: 阿里健康财报周期与其他可比公司有差异, 我们用其2025年财报周期与其他公司2024年财报周期对比

2024年公司的应付账款账期有所延长, 致使公司账面沉淀资金增加; 叠加公司营运资金变动前经营现金流量有所改善, 最终公司经营活动所得现金净额有所提升(2024年经营活动所得现金净额为6.56亿元, 同比提升约2.05亿元)。

表8: 公司经营现金流分析

	截至12月31日止年度	
	2024年 人民幣千元	2023年 人民幣千元
經營活動		
稅前利潤(虧損)	14,368	(3,210,197)
就下列各項作出調整:		
財務費用	11,338	10,032
銀行利息收入	(52,763)	(49,139)
以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融資產的投資收入	(21,596)	(15,717)
物業、廠房及設備折舊	34,542	41,449
使用權資產折舊	77,843	78,685
無形資產攤銷	16,201	13,936
臨期存貨撤減(撥回撥減)	2,243	(99)
以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融資產的公允價值變動	(24,983)	(5,015)
以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融負債的公允價值變動	-	3,171,903
應付或有對價公允價值變動	(5,922)	-
根據預期信貸虧損模式撥回的減值虧損淨額	(265)	(2,540)
股份支付費用	137,692	118,278
出售物業、廠房及設備虧損	2,295	329
外匯(收益)虧損淨額	(3,061)	3,300
營運資金變動前經營現金流量	187,932	155,205
存貨減少(增加)	150,147	(454,026)
貿易及其他應收款項(增加)減少	(56,624)	56,080
貿易及其他應付款項增加	373,975	708,069
合約負債增加(減少)	428	(14,126)
經營所得現金	655,858	451,202
已付所得稅	-	-
經營活動所得現金淨額	655,858	451,202

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从存量现金上看, 2024年末公司现金及现金等价物约33.75亿元, 其中定期存款约5.36亿元(占比16%), 以公允价值计量及其变动计入当期损益的金融资产约6.96亿元(占比21%), 受限制银行存款约11.35亿元(占比34%), 银行结余及现金约10.09亿元(占比30%)。

表9: 2024 年底公司现金情况分析

项目	金额 (亿元)	占比	备注
1、定期存款	5.36	16%	24年末定期存款平均利率2.49% (23年为4.96%)
流动	2.82	8%	
非流动	2.54	8%	
2、以公允价值计量及其变动计入当期损益的金融资产	6.96	21%	
理财产品	3.90	12%	可随时酌情决定赎回
票据及投资基金	2.96	9%	可随时酌情决定赎回或于1年规定期限内通过发出60个营业日通知赎回
非上市公司股权投资	0.10	0%	
3、受限制银行存款	11.35	34%	指于指定银行账户持有并用于发行银行承兑汇票的存款, 24年末年利率介于0.1%至2.5% (23年为0.25%至2%)
4、银行结余及现金	10.09	30%	按现行市场利率计息
合计: 现金及现金等价物	33.75		

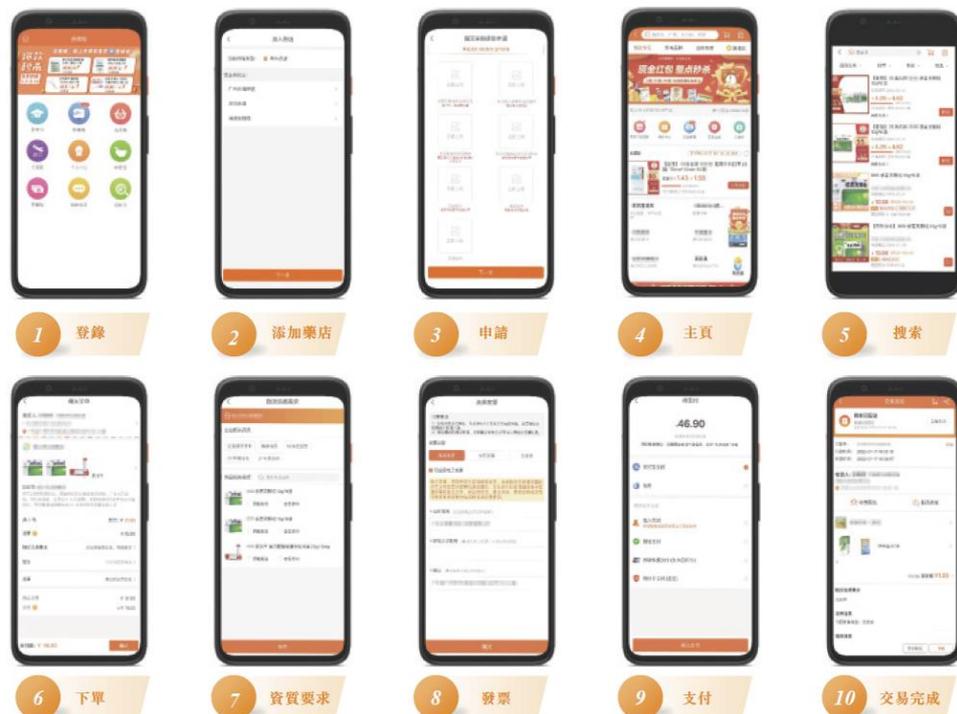
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

二、做好买家体验以提升买家黏性，做深渠道覆盖以巩固自身壁垒

公司是中国院外数字化医药产业服务平台，2023年公司总GMV达469亿元。若以弗若斯特沙利文的数据估算2023年中国院外数字化医药流通服务市场的GMV约2134亿元，据此推算2023年公司在院外数字化医药流通服务市场中约占22%的市场份额。

作为院外医药与医疗服务市场数字化的推动者，公司开发了以技术为后盾的解决方案，连接和赋能上游（包括药企及经销商）及下游（包括药店及基层医疗机构）。基层医疗机构是指非医院或药店的下游医药零售商，包括但不限于私人诊所、乡镇卫生院、村卫生室及社区卫生服务中心。公司已让医药交易与服务流程实现数字化、标准化及规模化。自成立以来，公司一直致力于解决院外医药市场参与者面临的痛点，并通过深耕基层医疗层级培养了能力和积累了宝贵的经验。

图15: 公司APP买家流程示意图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.1 平台业务积累用户习惯，厂牌首推业务改善盈利能力，创新业务或是未来第二成长曲线

目前公司的业务主要分为平台业务、自营业务以及创新业务。

- ◆ **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。公司构建了一个供注册卖家及买家进行交易的数字化平台，并根据卖家在平台业务中销售金额的一定比例向其收取佣金。截至2024年末，平台业务月均SKU数已增长至390万个，2023-2024年间公司平台业务平均佣金率分别为3.2%及3.3%，而2023-2024年间平台业务的补贴率均为0.6%。
- ◆ **自营业务。**随着公司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年开始发展自营业务。自营业务的盈利模式主要系从产品销售中产生收入。自营业务可进一步划分为厂牌首推业务以及常规自营业务，其中厂牌首推业务系2020年推出的新型业务，公司从药企及其选定的主要经销商采购并销售至买家，并从已采购药品的销售中产生收入。为更好地利用公司深厚的行业专业知识，公司进行市场分析以帮助药企更好地理解及捕捉下游需求，确定针对这些需求量身定制的产品，并与药企合作通过公司的数字化营销解决方案推广其产品。就上游参与者而言，厂牌首推业务与常规自营业务的主要区别包括：厂牌首推业务的供应商涵盖药企。就产品选择而言，公司倾向于关注新产品及具

有某些特征的现有产品，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。

- ◆ **创新业务。**创新业务包括光谱小屋、Saas 服务等业务。在“**光谱小屋**”**基层智慧医疗整体解决方案**方面，公司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。基于平台庞大的用户基数和海量的市场数据，公司精准捕捉到了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且关键的应用场景中的潜在需求。在**SaaS 服务**方面，公司不断升级为上游卖家提供的“云商通”SaaS 服务，帮助其实现库存管理、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 12 月 31 日，公司向超过 8400 名卖家提供该项服务（同比新增约 1400 家）。同时，公司不断精进为下游买家提供“掌店易”SaaS 服务，为药店及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 12 月 31 日，“掌店易”共为约 60,000 名买家提供该项服务（同比新增超过 10,000 家）；同时，“掌店易”帮助了 231 个城市的买家连接了社保部门。

图16: 药师帮商业模式简介



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2.2 月活买家数量持续提升，买家具备“高频&小额&粘性高”特征

截至 2024 年末公司累计注册买家 82.7 万家，其中药店约 49.1 万家，基层医疗机构约 33 万家。其中，月均活跃买家 43.3 万家（2021-2024 年间 CAGR 约 19.1%），而月均付费采购买家约 40.1 万家（2021-2024 年间 CAGR 月 21.7%），付费率约 93%。若从买家消费习惯上看，单个付费买家月均订单约 29 单，购买频次较高。**截至 2024 年末，公司注册买家渗透了全国 98.9% 的县域和 91.2% 的乡镇，公司渠道网络足够下沉。**此外，截至 2024 年末，公司的业务拓展团队由约 2600 名成员组成，与 2023 年同期相比，业务拓展团队的人效进一步提升，每名成员平均可管理超过 180 家药店，较 2023 年同期上升超过 50 家。

从近年用户数据变动趋势上看，公司的客户具有一定黏性，一方面系公司的付费率在持续提升，同时买家月均采购订单数量也呈现持续提升趋势（除 2024 年略有下降）。同时，每笔订单 GMV 相对较小，2022 年公司每笔订单 GMV 为 409 元，其中平台业务每笔订单 GMV 为 374 元，而自营业务每笔订单 GMV 为 475 元。

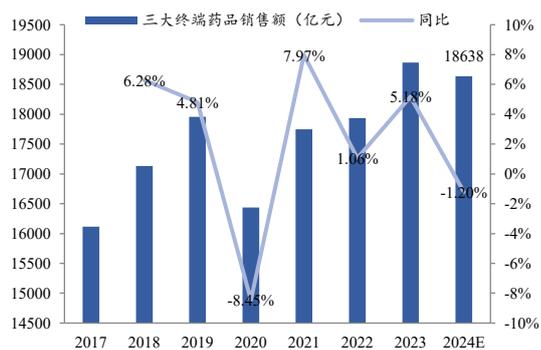
表10: 近年公司买家基本运营数据变动

项目	2020	2021	2022	2023	2024
注册买家 (万家)	33.2	43.4	52.7	65	82.7
药店 (万家)	23.4	30.5	35.4	40.1	49.1
基层医疗机构 (万家)	8.9	13	17.3	24.6	33
月均活跃买家 (万家)	20.2	25.6	30.8	36.7	43.3
月均付费买家 (万家)	16.1	22.3	28.3	34.3	40.1
付费率	80%	87%	92%	93.30%	93%
月均订单 (单)	12.6	21.7	27.3	29.6	28.5
每笔订单GMV (元)	806	474	409	-	-
平台业务每笔订单GMV	798	434	374	-	-
自营业务每笔订单GMV	821	559	475	-	-

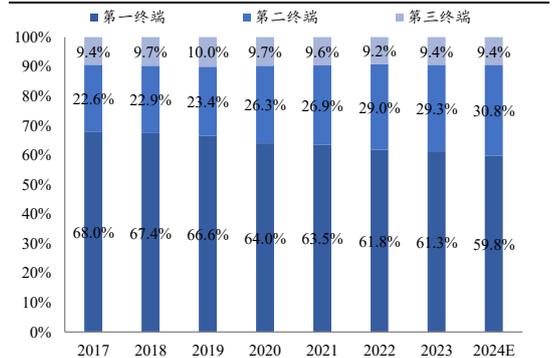
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.3 院外市场受益于处方外流, 公司 GMV 及月活买家数量均处于院外 B2B 市场第一

根据米内网数据, 2024年全国三大终端药品销售额约为18638亿元, 其中第一终端(公立医院)约占59.8%, 而第二终端(零售药店)约占30.8%, 第三终端(公立基层医疗机构)约占9.4%。从近年发展趋势上看, 处方药外流趋势持续加快, 第二终端药品销售额占比持续提升, 院外市场规模持续扩大。

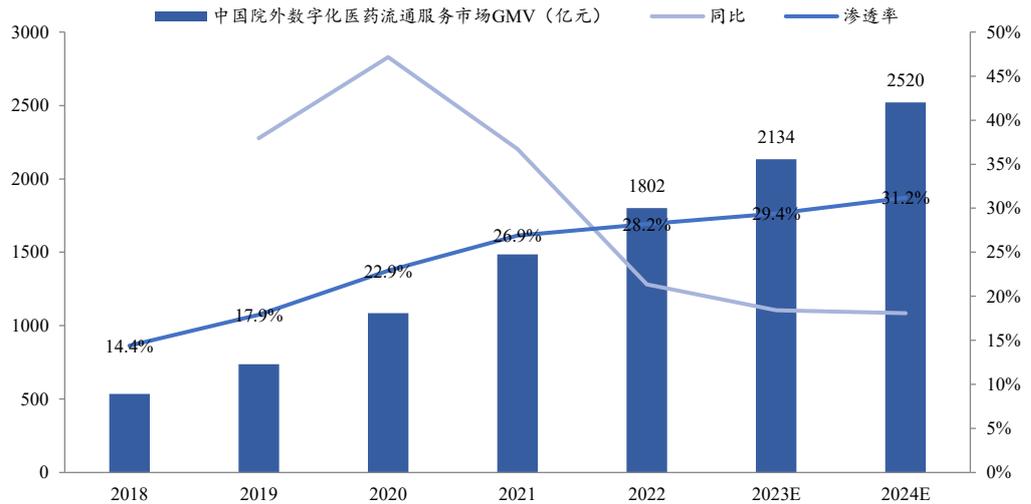
图17: 近年全国三大终端药品销售额变动


资料来源: 米内网, 信达证券研发中心

图18: 近年三大终端药品销售占比变动


资料来源: 米内网, 信达证券研发中心

根据弗若斯特沙利文数据, 2022年中国院外数字化医药流通服务市场GMV约1802亿元, 2018-2022年间中国院外数字化医药流通服务市场GMV的复合增速约36%。2023年中国院外数字化医药流通服务市场GMV约为2134亿元, **而2023年公司总GMV达469亿元, 据此推算2023年公司在院外数字化医药流通服务市场中约占22%的市场份额。**

图19: 近年中国院外数字化医药流通服务市场 GMV 变动趋势


资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

根据招股说明书，2022 年公司有 4 个主要竞争对手，而公司在 GMV 和月均活跃买家数排名上看均处于第一名。2022 年公司 GMV 达 378.33 亿元（市占率约 21%，第二名市占率约 12.8%），而月均活跃买家数量达 30.8 万家（月均活跃买家数量排名第二的竞争对手，其数量为 23 万家）。其次，从业务占比上看，公司平台业务和自营业务占比较为均衡，2022 年公司平台 GMV 占比约 59.8%，而自营 GMV 占比约 40.2%；竞争对手 A 则主要以平台业务为主（平台 GMV 占比达 99%），竞争对手 B 同样以平台业务为主（占比 100%），竞争对手 C 和竞争对手 D 均以自营业务为主。

图20: 行业竞争格局解读

公司 ⁽¹⁾	GMV (人民币百万元, 2022年十二个月)	市场份额 (按GMV计算)	市场排名 (按GMV计算)	月均活跃买家 (2022年十二个月的月均数)	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
药师帮股份有限公司	37,833	21.0%	1	308,000	1	59.8%	40.2%
竞争对手A ⁽²⁾	23,000	12.8%	2	120,000	4	99.0%	1.0%
竞争对手B ⁽³⁾	20,000	11.1%	3	230,000	2	100%	0
竞争对手C ⁽⁴⁾	17,969	10.0%	4	175,000	3	25.4%	74.6%
竞争对手D ⁽⁵⁾	17,101	9.5%	5	110,000	5	<5%	>95%

资料来源：弗若斯特沙利文

附注：

- 主要参与者的身份属于商业敏感信息。对有关信息的披露可能会对我们的经营造成负面影响。
- 竞争对手A是于2017年正式推出的药品批发平台，向终端（包括药店和基层卫生机构）提供全国范围的医药流通服务。公司A亦可以提供数字解决方案（如ERP系统）以提高其客户的业务效率。
- 竞争对手B是一家于2015年在武汉成立的医药服务公司，主要在平台模式下提供B2B医药流通服务，数字医疗培训服务是其创新业务的一部分。
- 竞争对手C是一家于纽交所上市的医药电子商务公司，于2013年在上海成立，主要提供平台模式和自营模式下的B2B医药流通服务。
- 竞争对手D是一家于上海证券交易所上市的医药服务公司，于1999年在武汉成立，主要提供自营模式下的B2B医药流通服务、医药物流服务、医药零售服务及医药制造服务。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.4 核心竞争力：从覆盖范围&营销服务满足卖家需求，从“多快好省”四个维度着手做优买家体验

◆ 对上游：提供最广的覆盖&专业营销服务

触达最大的买家网络。公司为上游提供省时及低成本的方式触达不同的买家群体，尤其是位于基层及来自偏

远地区的买家。公司为上游参与者提供一个连接良好的平台，有效地触达地理位置分散的买家，分销他们的产品及增加销量。

- **高效的销售与营销解决方案。**因直接面对医疗健康及医药价值链的所有接触点，公司能够捕捉及分析大量的数据。上游参与者可从公司的反馈中受益，了解市场趋势，并作出战略决策以满足下游需求。其次上游参与者也可以监控销售及推广，跟踪其产品并提供售后服务。公司尤其为药企提供有关市场机会的洞察，以使它们能够更好地满足下游需求。公司亦为上游参与者提供一系列数字化直销解决方案，包括团购及直播。
 - **数字化管理解决方案。**公司是院外医药市场中首批为卖家提供 SaaS 解决方案的平台之一。这些数字化解决方案帮助卖家管理运营及销售。
 - **新的业务机遇。**公司为赋能下游而提供的解决方案，也使整个生态系统具有活力。公司吸引及保留更多活跃的买家加入药师帮的生态系统，进而为上游带来新的业务机遇。
- ◆ **对下游：站在客户角度，提供“多快好省”服务**

为下游带来的价值主张。买家的体验是公司业务的核心。公司已提高安全、舒适及实惠的产品及服务在中国的可及性，尤其是对于过往医疗健康资源有限地区的药店及基层医疗机构。

- **“多”：丰富的产品种类。**公司为买家提供丰富的 SKU，包括处方药、非处方药、保健产品及医疗器械。通过平台业务，公司满足了对长尾医药的需求，并缓解了基层医疗层级供应不足的问题。通过自营业务，公司提供全面可供选择的核心 SKU，尤其是买家采购频次最高的 SKU。截至 2024 年 12 月 31 日，公司自营业务的供应商 11,600 家，相比 2023 年同期，增加了超过 1,100 家。其次，2024 年公司自营业务向下游的买家提供月均 SKU 数达到 350,000 个，相比 2023 年同期增加了 9,000 个。2024 年平台卖家数量约 15000 家。同时，平台月均 SKU 数也持续丰富，2024 年平台月均 SKU 数超 390 万个。
- **“快”：及时及可靠的履约。**公司仓储及配送系统经过战略性设计，可提供安全、快速及可靠的配送。公司已设计并建立一个系统，可自动为每笔订单设计最优的配送计划。公司能够以经济的方式向基层医疗层级及偏远地区配送大量小额订单，2022 年公司平均配送速度较行业平均水平快约 20%。截至 2024 年公司自营业务实现仓库平均约 3 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。2024 年公司从下单到送达仅需半日的订单占比提升至 68.9%（2024 年为 58.6%）。
- **“好”：高质量及稳定的供应。**公司对平台上的交易设置了严格的标准。公司的仓储与交付管理系统确保产品的稳定供应。同时，公司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 年公司常规自营业务的退货率持续下降，自 2023 年的 0.5%下降至 2024 年的 0.4%。
- **“省”：透明且有竞争力的价格。**公司以数字化方式使买家形成一个虚拟联盟，并提高他们的议价能力，获得更优的价格。公司为他们提供透明的价格。公司亦通过减少或消除多层级结构来简化交易过程，从而压缩不必要的交易成本。对于自营业务，公司采购了大量的产品，该规模效应使药师帮能够获得有利的定价条款，并将节省的价格空间惠及公司的买家。

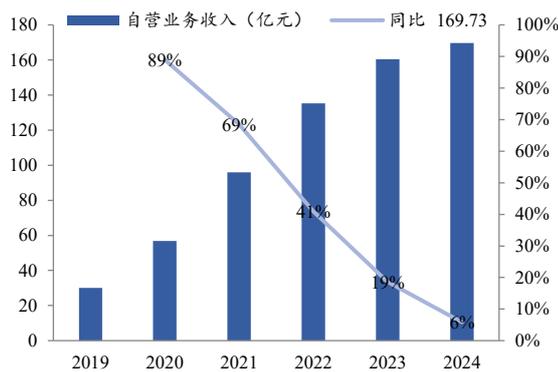
三、厂牌首推业务有望改善盈利结构，平台业务的中药饮片或将是突破重点

3.1 自营业务：常规自营业务支撑收入基本盘，厂牌首推业务改善盈利结构且有望高速增长

◆ 自营业务支撑起收入基本盘，厂牌首推业务或将是改善盈利能力重点

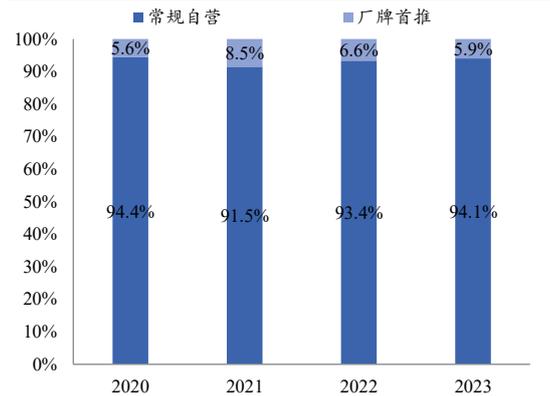
从收入上看，2024年公司自营业务收入约170亿元，2019年公司开始从事自营业务，2019-2024年间公司自营业务收入CAGR约41%，而2021-2024年间自营业务收入CAGR约21%。若从收入结构上看，2020年公司开始从事厂牌首推业务，2020年自营业务中厂牌首推业务收入占比为5.6%，2023年自营业务中厂牌首推业务占比达5.9%。

图21: 近年自营业务收入变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图22: 近年自营业务 GMV 构成

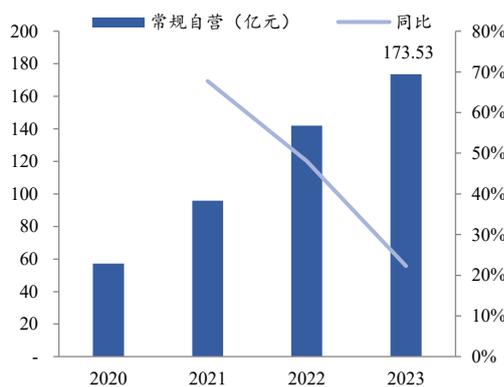


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 2024 年末披露自营业务 GMV 数据

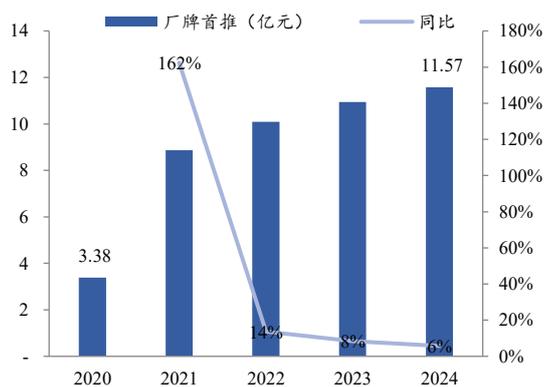
2020-2023 年间常规自营业务收入 CAGR 约 45%，2024 年常规自营业务未披露 GMV；2020-2024 年间厂牌首推业务 GMV 的复合增速约 36%，2020-2023 年间厂牌首推 GMV 的复合增速为 48%，略高于常规自营业务，2024 年厂牌首推业务 GMV 达 11.57 亿元。

图23: 近年常规自营业务 GMV 变动趋势



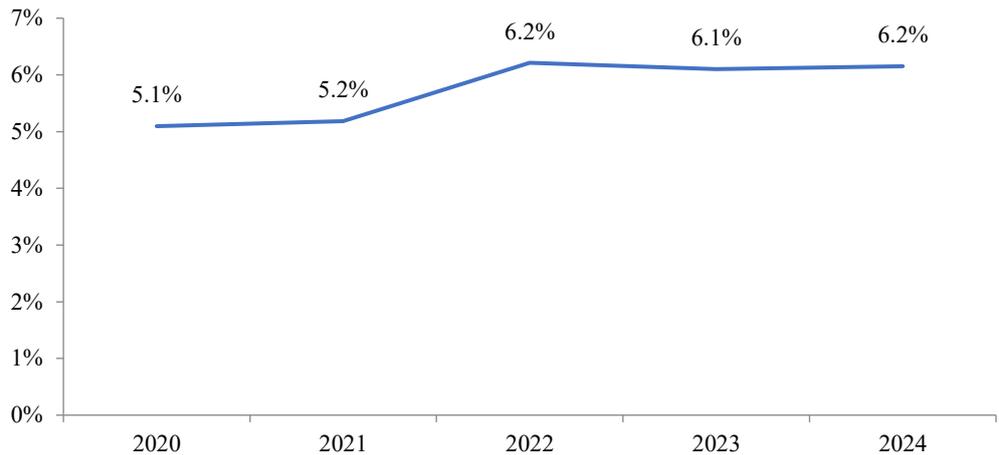
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图24: 近年厂牌首推业务 GMV 变动趋势



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从毛利率走势上看，2020-2024 年间公司自营业务综合毛利率有所提升，从 2020 年的 5.1% 提升到 2024 年的 6.15%，一方面系常规自营业务规模化效应带来的议价力提升，另一方面系厂牌首推业务增速较快且该业务毛利率相对较高，两者综合作用下，自营业务综合毛利率提升较快。

图25: 近年自营业务毛利率走势


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

◆ **2024 年结构性调整厂牌首推业务, “一块医药” 并表或可贡献更多自有品牌新势力**

厂牌首推业务包括与药企合作推广业务以及公司自有品牌业务。在与药企合作推广方面, 公司凭借多年运营平台业务及自营业务的丰富经验带来的洞察力, 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。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, 并在药师帮的网络中销售。此外, 公司为药企提供一系列数字化营销解决方案, 例如直播, 以提高销售额。在自有品牌业务方面, 公司致力于推出品类丰富且紧密贴合市场需求的高质量自有品牌产品, 目前公司拥有“乐药师”和“一块医药”两大平台。截至 2024 年末公司独家战略合作品牌及自有品牌产品 SKU 数超过 830 个, 2024 年独家战略合作品牌及自有品牌交易规模达 6.51 亿元 (同比增长 152%), 占厂牌首推业务交易规模比重提升至 56% (2023 年仅 24%)。此外, 截至 2024 年末公司已经与约 500 家药企进行合作推广, 超千万销售额的品种达 11 个。

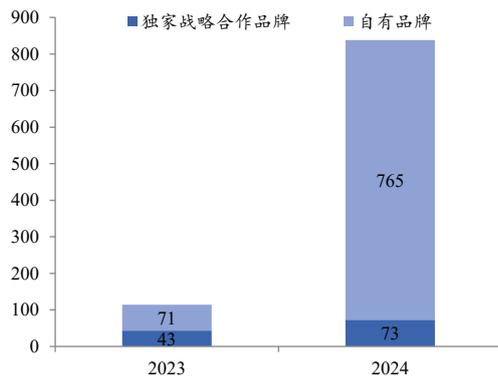
图26: 厂牌首推业务商业模式示意图


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

厂牌首推业务是公司未来发展重点业务, 也是提升公司整体盈利能力的重点。2024 年厂牌首推业务增速为 6%, 主要系公司 2024 年进行产品结构的调整, 即提升独家战略合作品牌和自有品牌的占比。2024 年公司独家战略合作品牌和自有品牌 SKU 数量达 838 个 (其中, 自有品牌 SKU 数量达 765 个, 独家战略合作品牌达 73 个), 同比增长约 635%。其次, 2024 年独家战略合作品牌&自有品牌交易规模达 6.51 亿元, 占厂牌首推总交易规模

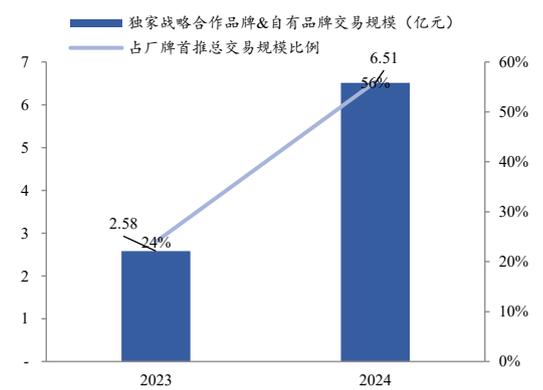
的 56%（同比提升约 32 个百分点）。

图27: 近年独家战略合作品牌及自有品牌 SKU



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图28: 近年独家战略合作及自有品牌交易规模



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

目前自有品牌方面主要为乐药师和一块医药负责。其中，乐药师的药品专家团队，专注于日常消费者常见病的用药场景，结合不同病症及用药差异，实地深入调研 2000 多家药企，从药材甄选、生产工艺、品质管控等核心节点进行全行业严选，与品牌药企携手，为药店、诊所提供专业用药服务，为消费者提供“好药材、好工艺、好品质”的“严选好药”，让消费者就近买到放心好药，为消费者提供全方位健康守护。

图29: 乐药师产品矩阵图示



资料来源: 乐药师公司官网, 信达证券研发中心

2024 年 10 月公司以 10.35 亿元人民币收购一块医药 100% 股权。其中，10.35 亿元的对价包括：1) 收购完成时支付卖方（创始人卖方、投资者卖方及管理人卖方）约 3.6 亿元人民币现金，以及配发约 3886.89 万股股票（每股对价 12 港元，汇率为 1 港元兑人民币 0.91037 元，下同），即股票支付部分对价约 4.25 亿元人民币，两者合计约 7.85 亿元人民币。2) 达成绩效目标后，公司需支付创始人卖方约 0.6 亿元人民币现金，以及配发约 1306.53 万股股票，即股票支付部分对价约 1.43 亿元人民币，两者合计约 2.03 亿元人民币。3) 若所有条件达成后，公司需向管理人卖方（即一块医药管理团队的持股平台）配发约 435.76 万股股票，对应约 0.48 亿元人民币。

针对创始人卖方的或有对价部分，此部分主要分成 2 部分：1) 第一部分或有对价合计人民币 0.6 亿元及 618.89

万股股票，此部分对价分 3 期支付，除非第一部分或有对价各期的绩效目标均已达成，否则第一部分或有对价的分期付款不予支付；2) 第二部分或有对价为 687.65 万股，此部分对价分 2 期支付。除非第一部分或有对价对应 2025 年、2026 年各适用绩效目标均已达成，以及第二部分或有对价各绩效目标至少达成 95%，否则第二部分或有对价分期付款不予支付。

表11: 一块医药或有对价的绩效目标要求

第一部分或有对价			
期间	绩效目标	对价股份数量 (万股)	现金金额 (亿元)
2024年第四季度或2027年第一季度	1) 2024年核心业务收入增速至少达20%	123.38	0.12
	2) 2024年第四季度净利润至少达人民币600万元, 或2027年第一季度净利润与2026年第一季度相比增加不少于20%		
	3) 仅就2024年第四季度而言, 2024年关键雇员流失率不超过20%		
2025年	1) 2025年核心业务收入增速至少达20%	247.55	0.24
	2) 2025年净利润至少达人民币2000万元		
	3) 2025年关键雇员流失率不超过20%		
2026年	1) 2026年核心业务收入增速至少达20%	247.55	0.24
	2) 2026年净利润至少达人民币3000万元		
	3) 2026年关键雇员流失率不超过20%		
第二部分或有对价			
期间	绩效目标	对价股份数量 (万股)	现金金额 (亿元)
2025年	1) 2025年核心业务收入增速至少50%	343.83	-
	2) 2025年净利润至少达人民币6000万元		
2026年	1) 2026年核心业务收入增速至少50%	343.83	-
	2) 2026年净利润至少达人民币1.2亿元		

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从产品矩阵上看, 一块医药拥有 8 个自有品牌, 500 个自有品牌的 SKU, 同时品类覆盖包括治疗心脑血管类、呼吸系统类、抗菌消炎类等 70+ 常见用途的用药。此外, 目前一块医药主要采购额来自于连锁药店。

图30: 一块医药产品矩阵



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

当前市场对后续厂牌首推业务能否实现高速增长存在疑虑, 在此我们可以提供 3 个思路去回应此问题: 1) 2024 年公司“乐药师藿香正气口服液”销售额突破 3800 万元, 覆盖 11.5 万家终端用户, 在产品上市第二年就

实现如此成绩也可见公司在渠道端的覆盖能力以及数字化营销潜力。2) 我们认为公司在厂牌首推业务这块核心策略仍是“以量取胜”，2024 年公司自有品牌 SKU 达 765 个，若公司能实现多品种均贡献销售额，则公司有望达成相应增长目标。3) 从销售人效的角度考虑，2024 年末公司的业务拓展团队由约 2600 名成员组成，与 2023 年同期相比，业务拓展团队的人效进一步提升，每名成员平均可管理超过 180 家药店，较 2023 年同期上升超过 50 家。若相应药店采购的 SKU 有所提升，则意味着销售人效有所提升。我们认为，这种精细化运营能力正是公司能在众多 B2B 医药平台实现突破的竞争力所在。

◆ “主仓+分仓相结合”搭建高效物流配送链，在确保配送效率的同时优化物流费用率

经过 10 年的耕耘，公司建立了高效的采购、仓储和物流配送系统。截至 2024 年 6 月 30 日，公司在全国建立了 20 个战略中心仓及 2 个智能分仓，开创了主仓与分仓相结合的仓储布局。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。公司建立了物流平台，组织车辆并监测其装车、运输、送货等全流程的服务与效率。

从配送效率来看，达成从下单到送达仅需半日的订单占比自 2023 年的 58.6% 提升到 2024 年的 68.9%。这种又快又好的采购体验提升了下游客户采购的品种数和频次。另外，公司还在广州和佛山试点了医药冷链配送服务，93.5% 的订单从下单到送达仅需半日，进一步扩大了对下游用户供给的覆盖广度和速度。

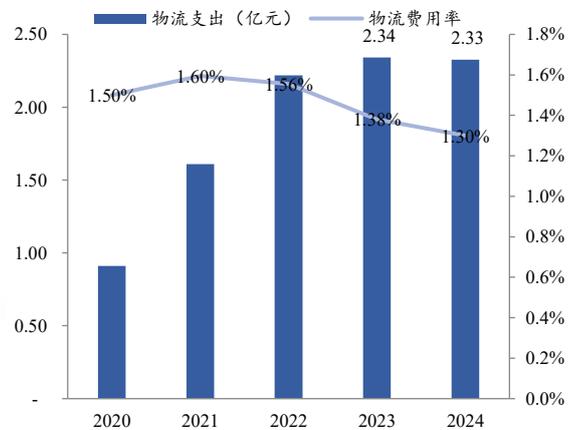
从成本开支上看，截至 2024 年 12 月 31 日，公司已在全国 15 个城市共计开通了超过 146 条物流线路，实现了同城订单半日达、当日达。得益于路线规划的优化、配送效率的提升，公司自营仓同城配送的单位履约成本（等于单个配送班次总运费/单个配送班次的用户数之和）下降了 12.87%。

图31: 近年仓储物流布局图示



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图32: 近年物流支出方面



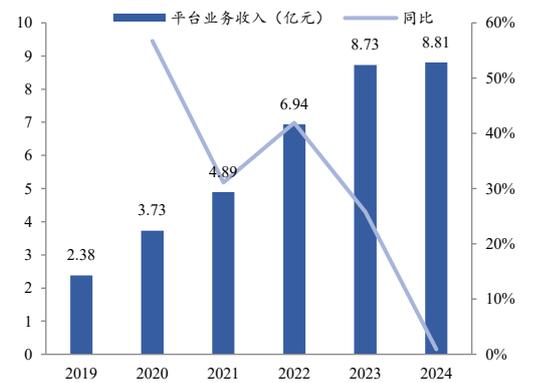
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 平台业务：平台活跃度&丰富度逐步提升，中药饮片业务或将是增收增利的重点

◆ 近3年平台收入 CAGR 约 22%，平台佣金率与补贴率息差逐步扩大，规模效应有望逐步显现

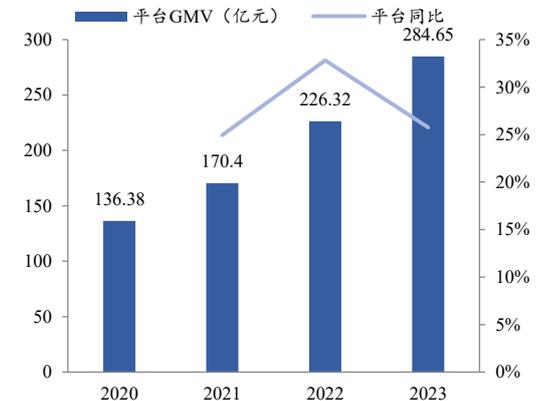
从收入规模上看，2024 年公司平台业务收入约 8.81 亿元，2019-2024 年间公司平台业务收入 CAGR 约 30%，而 2021-2024 年间平台业务收入 CAGR 约 22%。若从 GMV 规模上看，2023 年公司平台业务 GMV 达 284.65 亿元，2020-2023 年间平台业务 GMV 的复合增速达 28%，而期间平台业务收入的复合增速达 33%，收入增速快于平台 GMV 增速主要系因为公司平台业务佣金率有所提升。

图33: 近年平台业务收入变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

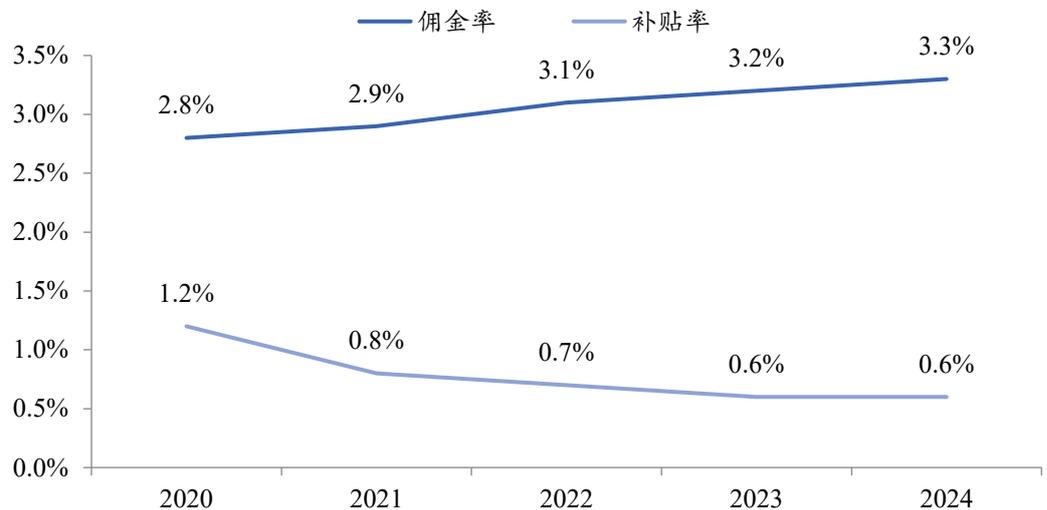
图34: 近年平台业务 GMV 变动



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

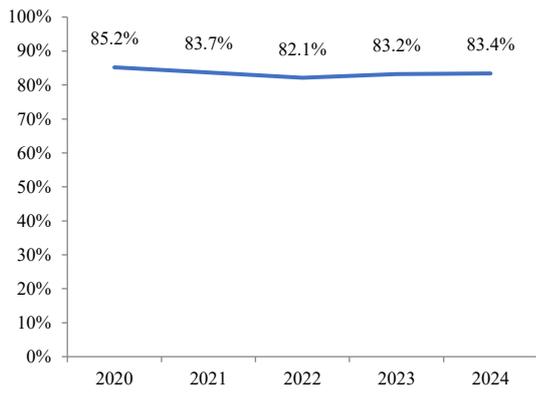
随着公司平台业务 GMV 的持续扩大，公司的佣金率呈现出逐步提升趋势，公司佣金率从 2020 年的 2.8% 提升至 2024 年的 3.3%，近 2 年以来佣金率年均提升 0.1 个百分点。同时，随着买家消费习惯的养成，公司的补贴率也呈现出逐步下降趋势，2024 年的公司补贴率为 0.6%。

图35: 近年平台业务佣金率和补贴率变动

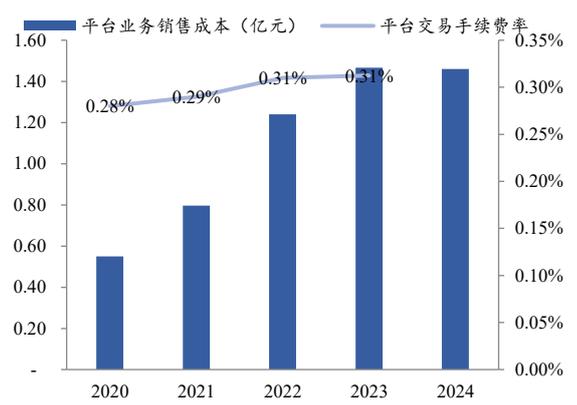


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

在毛利率方面，近3年平台业务毛利率均维持在82%以上，2024年公司平台业务毛利率达83.43%。公司平台业务的销售成本主要系支付给第三方支付服务提供商的交易手续费，我们预估2023年平台交易手续费率在0.31%（根据2023年平台业务销售成本除以公司总GMV得到该平台交易手续费率）。

图36: 近年平台业务毛利率变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图37: 近年平台业务销售成本及交易手续费率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 2023 年平台交易手续费率我们根据平台业务成本除以公司总 GMV 推算得到

◆ **平台活跃度及 SKU 丰富度逐步提升, 中药饮片或将是下一步增收增利重点**

从平台业务的运营数据上看, 平台卖家数量持续快速增长, 反映出了公司平台的吸引力, 2024 年平台卖家数量约 15000 家。同时, 平台月均 SKU 数也持续丰富, 2024 年平台月均 SKU 数超 390 万个。

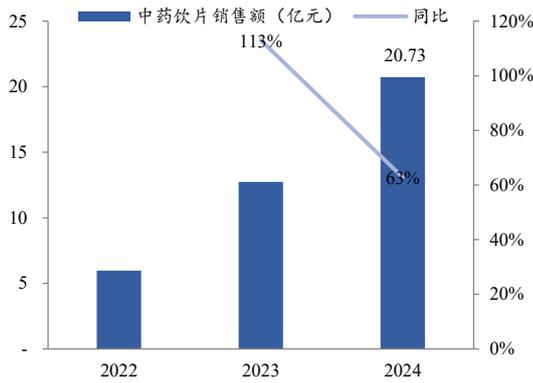
表12: 近年平台业务运营数据变动

项目	2020	2021	2022	2023	2024
平台卖家数量 (家)	3599	4703	6072	8100	15000
同比		31%	29%	33%	85%
平台月均SKU数 (万个)	150	240	330	350	390
平台月均付费买家 (万家)	14.5	20.7	26.9	-	-
平台每付费买家月均订单量 (笔)	9.8	15.8	18.8	-	-
平台业务每笔订单GMV (人民币元)	798	434	374	-	-

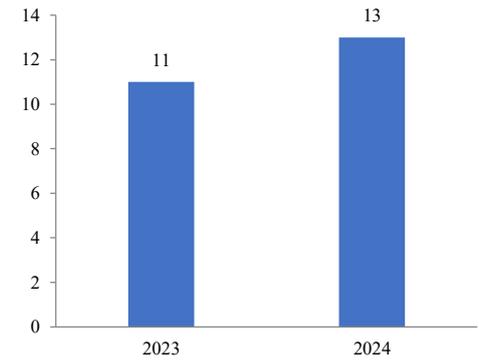
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 2023-2024 年平台业务月均付费买家、每付费买家月均订单量及每笔 GMV 未披露

中药饮片是当前公司重点发力业务, 同时公司坚持以中药饮片厂为新拓主体, 截至 2024 年底公司已成功引入约 600 家中药饮片厂商, 并且树立院外医药市场中药饮片交付的新标干“金方标准”。从规模上看, 2024 年中药饮片销售额约 20.73 亿元, 2022-2024 年间中药饮片销售额 CAGR 约 86%。从 SKU 数量上看, 2024 年中药饮片的 SKU 数量约达 13 万个, 品类较丰富。我们认为, 中药饮片业务的拓展不仅展示了公司有能力拓展平台业务的能力圈, 同时也为后续公司平台业务增收增利打下基础。

图38: 近年平台业务中药饮片销售额变动


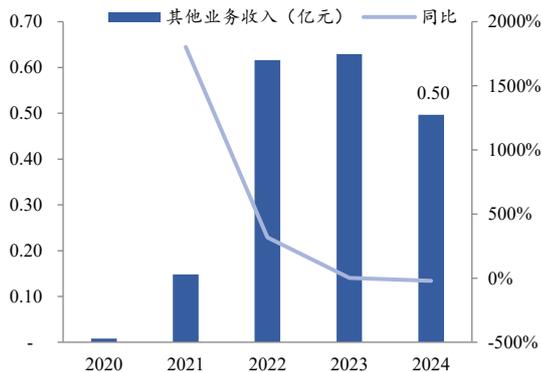
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图39: 近年平台业务中药饮片 SKU 数 (万个)


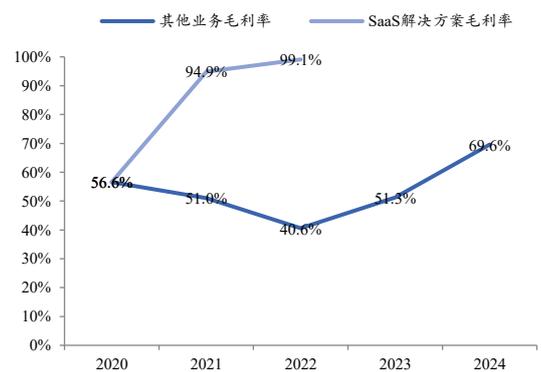
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.3 其他业务: 光谱小屋渗透基层医疗市场, SaaS 解决方案满足卖家和买家需求, 逐步布局医药机器人领域

公司的其他业务主要由光谱小屋业务和 SaaS 解决方案业务构成, 2024 年该业务收入约 0.5 亿元, 2024 年公司其他业务收入下滑约 21%, 主要系公司对光谱云检的营运/服务模式进行调整。2024 年其他业务的毛利率达 69.6%, 主要系公司的毛利率较高的 SaaS 解决方案收入同比增长带动结构性毛利润改变。根据招股说明书数据, 2022 年公司 SaaS 解决方案毛利率约 99.1%, 而 2021 年光谱云检毛利率约 36.2%。

图40: 近年其他业务收入变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图41: 近年其他业务毛利率变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

◆ 光谱小屋: “硬件设备+SaaS 服务+AI 医生辅助系统” 多维度赋能基层医生服务能力

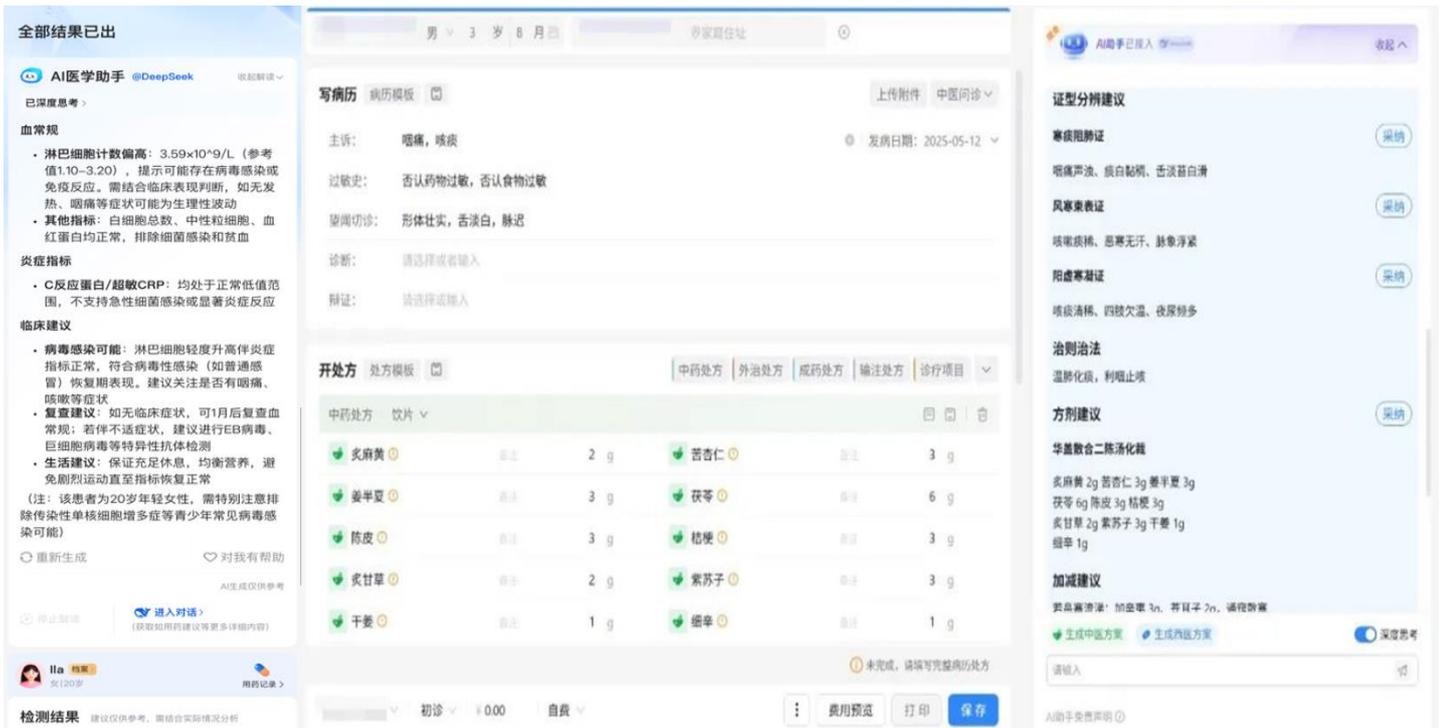
在数字化浪潮席卷医疗行业的大背景下, 公司持续致力于提高基层医生的诊疗能力, 助力基层医生扩大服务范围, 提升基层医生的综合服务能力。目前公司推出了“光谱小屋”基层智慧医疗整体解决方案, 通过集成先进的即时检验及监测硬件设备“未来光谱”系列产品, 数字化的诊所管理系统“光谱云诊”SaaS, 以及智能的 AI 医生辅助系统“光谱智医”, 从设备升级、管理提效、诊疗赋能等多维度发力, 全方位提升基层医疗机构运营水平与基层医生业务能力。基于平台庞大的用户基数和海量的市场数据, 公司精准捕捉到了基层医疗领域中疾病预防、快病治疗、慢病康复、重症筛查以及流行病监测治疗等常见且关键的应用场景中的潜在需求。

图42: 光谱小屋布局思路


资料来源：光谱小屋官网，信达证券研发中心

2024年8月公司推出3款“未来光谱”系列即时检测设备，分别为光谱免疫小方盒、光谱慢病检测仪以及光谱微型血球仪。这些设备具备即刻测、多项目、体型小、好操作等优势，大大提高了基层医疗检测效率，迅速获得市场认可。从上市截至2024年12月31日仅约4个月，这三款设备便凭借其强大的功能和出色的性能，成功覆盖了超过11,000家终端用户，投放了超过14,000台。其在慢病监测、急性诊断感染、呼吸道病原诊断等众多诊疗场景中发挥了重要作用，高效赋能基层医疗服务，为基层医生提供了更为全面、准确的诊断依据，从而推动基层医生精准用药，提高基层医疗服务的质量和效果，为广大基层患者的健康保驾护航。

此外，公司持续优化并升级专为基层医疗机构打造的“光谱云诊”SaaS服务。该服务以智能化、便捷化为核心，整合了快速接诊、问诊开方、患者管理、药品管理等功能，也可对接当地医保，为基层医疗机构提供全方位的数字化解决方案，提升基层医疗机构的经营管理效率，得到了西医、中医和中西医综合诊所等众多客户好评。截至2024年12月31日，“光谱云诊”付费用户已超过660家。同时，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43: AI 辅助诊疗应用示意图


资料来源：公司公众号，信达证券研发中心

◆ **SaaS 解决方案：依靠自身技术优势满足卖家和买家需求**

依托公司的云计算、大数据、算法等技术优势，公司为整个价值链的行业参与者提供一系列的 SaaS 解决方案。目前公司 SaaS 解决方案主要有针对卖家的“云商通”以及针对买家的“掌店易”。公司技术人员负责分析来自上下游的市场资料，以及设计、开发、测试及推出 SaaS 解决方案，以满足卖家和买家的需求。

图44: 云商通及掌店易相关界面


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

卖家 SaaS 解决方案“云商通”：①公司的云商通可提供一系列门店管理解决方案，如与药师帮平台无缝对接。云商通提供（其中包括）价格、存货及订单状态的实时交互及信息更新。云商通亦提供云商快打（一键打印应用程序），便于卖家高效打印并传输认证、资质及订单信息。公司对云商快打（云商通的一键打印功能）收取一次性安装费及年度订阅费。**②截至 2024 年 12 月 31 日，公司向超过 8400 名卖家提供该项服务，2024 年公司新增约 1400 家客户。**

买家 SaaS 解决方案“掌店易”：①掌店易帮助药店简化存货管理并连接到社保系统。掌店易提高了下游药店的能力以及整个医药流通过程的效率。过去，更新采购信息需要三到四个人，而在掌店易的帮助下，只需一个人便可在在线处理。掌店易为药店提供库存更新及管理功能，兼容 400 多种装箱清单。它还与社保部门所管理的信息相连接，以促进有效的信息传输及现金回流。公司对掌店易收取一次性安装费及年度订阅费。**②截至 2024 年 12 月 31 日，掌店易共为约 60000 名买家提供该项服务，2024 年新增超过 10000 家；同时，掌店易帮助了 231 个城市的买家连接了社保部门。**

◆ 药师帮 4.0 时代逐步布局，医药行业机器人时代或将来临

2025 年 6 月公司与越疆科技（2432.HK）订立战略合作与业务部署协议。越疆科技创立于 2015 年，凭借自有全栈协作机器人开发技术，已推出二十余款协作机器人以满足医疗健康、汽车、半导体、化工、新零售等诸多场景的使用需求，是协作机器人行业的卓越代表。

战略协议概要：双方基于植根行业多年的领先优势和高度协同的业务生态，决定建立全面战略合作伙伴关系，将以医药协作机器人、医药 AI 大模型、药品物联网技术等为核心，共同探索协作机器人及相关 AI 产品在药品研发、仓储、配送、即时零售、用药服务等领域的应用，推动机器人与医药产业融合升级，努力实现公司“让好医好药普惠可及”和越疆科技“实现人机协作的最优配置”的使命与愿景。

最新业务部署进展：在战略合作初始阶段，双方将率先在药店、药仓协作机器人领域展开合作。目前，双方已确定首个落地项目计划，已完成可行性论证、技术路线研判、技术方案交换、合适部署环境选定等工作，并已开始搭建测试平台。双方在合作中将遵循协力创新、共赢发展的原则，共享技术资料及合作中产生的知识产权、商业秘密等。在约定条件下，越疆科技享有独家生产该项目机器人的权利，而公司则享有在医药行业独家销售该项目机器人的权利。以此项目为基础，依托各自优势，双方将在战略合作协议框架下不断开展更多新项目。

图45: 越疆科技产品矩阵



六轴协作机器人 CRA 系列

- CRAF 力控系列 new
- CR20A new
- CRA-IP68 new
- VX500 智能相机 new
- 柔性智能工作站 new



具身智能机器人

- Atom new
- RoboPilot new
- X-Trainer new



六轴协作机器人 Nova 系列

- Nova 2 new
- Nova 5 new



六轴协作机器人 CR 系列

- CR3
- CR5
- CR7
- CR10
- CR12
- CR16



六轴协作机器人 CRS 系列

- CR3S
- CR5S
- CR10S



工业级桌面四轴协作机器人

- MG400



四轴 SCARA 协作机器人

- M1 Pro



教育

- Magician E6 new
- Magician
- Magician Lite
- DOBOTLAB

资料来源: 越疆科技官网, 信达证券研发中心

四、聚焦市场关心问题，重视公司稀缺性

4.1 聚焦市场核心关注点

当前市场存在 3 个核心关注点：1) 公司业绩释放潜力如何以及确定性如何，2) 在药店关店潮的背景下公司影响程度如何，3) 公司如何与传统流通商及电商巨头竞争。

◆ 公司业绩释放潜力如何以及确定性如何？

我们认为公司当前仓储设施及供应链均已搭建完成，截至 2024 年底平台累计注册买家达 82.7 万家（其中药店 49.1 万家，基层医疗机构 33 万家），月均活跃买家 43.3 万家，月均付费采购买家 40.1 万家。仓储、供应链、客户均储备完成后，公司有望通过提升毛利率以及降低费用率来改善净利率水平。

在毛利率提升方面：①公司有望通过厂牌首推业务（诸如独家战略合作品牌和自有品牌）来改善公司的盈利能力，此类产品毛利率高于公司常规自营业务。**2025 年 1-4 月公司厂牌首推业务收入达 7.17 亿元（同比 +108.1%），其中自有品牌业务收入达 5.6 亿元（同比增长 532.3%），当前厂牌首推业务已呈现出较强的增长态势，我们认为随着厂牌首推业务的快速增长，公司综合毛利率有望迎来改善。**②随着公司整体 GMV 提升，公司对上游厂商的议价力有望提升，公司自营业务的采购成本或存下降空间，从而常规自营业务的毛利率或有提升潜力。③随着公司平台 GMV 的提升，平台业务的佣金率或有望缓慢增长，近 2 年平台业务佣金率年均提升 0.1 个百分点。

在费用率优化方面：随着公司规模效应的呈现以及销售人效的提升，公司销售费用率从 2020 年的 11.98% 下降至 2024 年的 8.16%，年均下降约 0.96 个百分点。其中，物流费用率从 2020 年的 1.5% 下降至 2024 年的 1.3%，年均下降 0.05 个百分点。我们认为，随着公司 GMV 的持续扩展以及销售人效的提升，公司的销售费用率仍有进一步缩减的空间。

在以上因素的综合作用下，我们认为公司利润存在快速增长潜力，我们预计 2024-2027 年间公司归母净利润复合增速有望达 164%。

◆ 在药店关店潮的背景下公司影响程度如何？

根据中康药店通的数据，24Q4 全国 Top10 连锁门店增速达 7.3%（门店数占比 11.3%），Top11-30 连锁门店增速达 0.3%（门店占比 4.2%），Top31-100 连锁门店增速达 9%（门店数占比 5.4%），213 家规模过亿连锁门店增速 -12.6%（门店占比 4.8%），5357 家其他小连锁门店增速 -0.4%（门店占比 27.1%），单体店门店增速 4%（门店占比 47.2%）。由此可见，在 24 年关店压力较大的背景下，中小连锁承压较大，而大连锁及单体店门店仍处于增长趋势。

表 13: 2024Q4 全国药店门店数量变动

全国连锁结构		门店数	同比增速	门店占比
5670 家连锁	TOP 10 连锁	79341	7.3%	11.3%
	TOP 11-30 连锁	29679	0.3%	4.2%
	TOP 31-100 连锁	37929	9.0%	5.4%
	213 家规模过亿连锁	33472	-12.6%	4.8%
	5357 家其他小连锁	189949	-0.4%	27.1%
	单体店	330511	4.0%	47.2%
	合计	700881	2.3%	100.0%

资料来源：中康药店通，信达证券研发中心

对于药师帮而言，单体店目前为公司的主要客户群体，因而我们认为关店潮对药师帮业绩冲击相对有限。同时，公司目前正在开拓基层医疗机构市场，未来或将贡献新渠道动力。此外，我们认为用药量不会随着门店数量减少而减少，门店数量的减少有助于销售额集中度的提升。

◆ 公司如何与传统流通商及电商巨头竞争？

药师帮成立于 2015 年，经过 10 年的投入和经营，2024 年实现扭亏为盈，我们认为公司已经经受住市场竞争考验，其自身供应链能力、数字化能力均有较强竞争力。其次，公司面向的客户群体与竞争对手存在差异化，公司核心客户群体为单体药店。同时，公司在业务配比上与竞争对手有所差别，参照“图 20: 行业竞争格局解读”，2022 年公司平台 GMV 占比约 59.8%，而自营 GMV 占比约 40.2%；竞争对手 A 则主要以平台业务为主（平台 GMV 占比达 99%），竞争对手 B 同样以平台业务为主（占比 100%），竞争对手 C 和竞争对手 D 均以自营业务为主。

总体上看，我们认为，当前公司已经经历过一轮市场出清阶段，公司 2023 年公司 GMV 已突破 460 亿元，逐步具备规模优势，潜在进入者威胁风险小，且存量竞争对手竞争加剧可能性小。首先，医药 B2B 行业核心竞争要素在于规模，叠加医药 B2B 行业的净利率水平相对较低，对于潜在进入者而言前期投入较大且投入周期较长，因而行业潜在进入者风险较小。其次，公司存量竞争对手在客户群和业务模式上有所差异，对应的仓储物流配置、产品结构配置以及业务模式设置等很难短时间完成全部调整，因而我们认为短时间难以与公司形成直接竞争。

4.2 公司稀缺性：医药下沉市场+快周转+强现金流

拥抱下沉市场，做好用户体验，用户黏性强：①公司所布局的渠道足够下沉，截至 2024 年药师帮覆盖 49.1 万家药店及 33 万家基层医疗机构，渗透全国 98.9% 的县域和 91.2% 的乡镇。②公司有效解决了长尾客户的痛点，诸如公司平台月均 SKU 数量超 390 万个，其品类的丰富度有效满足客户的选品需求。2022 年公司每笔订单 GMV 为 409 元，其中平台业务每笔订单 GMV 为 374 元，而自营业务每笔订单 GMV 为 475 元，对于单体药店、基层医疗机构而言采购较为自由且灵活。③公司用户的黏性较强，2024 年公司月均活跃买家达 43.3 万家，付费率达 93%，月均订单约 29 单。

“快周转+强现金流”是公司的亮点：①医药分销往往属于垫资的商业模式，公司现金循环周期为-31 天（主要药店、基层医疗机构采购具有小额、多频、先款后货等特点，应收账款账期约 1 天，存货周转天数约 33 天，应付账款账期约 65 天）。公司账面上现金及现金等价物约 34 亿，占总资产约 52%；虽公司资产负债率为 65%，主要系应付账款等无息负债，短期借款仅 0.21 亿元。同时，现金周转快也为公司带来大额的资金沉淀，2024 年公司由沉淀资金产生的利息收入达 0.79 亿元（占总收入比例的 0.44%）。②随着公司 GMV 的提升，预计公司现金流规模也将持续扩张，届时充足的现金流一方面可支撑公司进一步扩张高毛业务以及拓展新兴业务（诸如 AI 应用、机器人应用、健康险等），同时也可回馈投资者（诸如高分红、回购等），**2024 年公司分红比例达 175%，同时公司拟采用 1 亿港元进行回购注销（截至 2025/6/10 公司已累计回购约 4130 万元）。**

表14: 2025年公司回购进展

回购日期	回购数量(万股)	回购金额(万元)	回购均价(元)	最高价(元)	最低价(元)
2025-05-07	30.00	210.44	7.01	7.02	6.98
2025-05-09	30.00	220.89	7.36	7.38	7.30
2025-05-12	55.00	410.64	7.47	7.55	7.40
2025-05-13	66.00	492.08	7.46	7.54	7.35
2025-05-14	70.00	519.91	7.43	7.52	7.34
2025-05-15	70.00	535.85	7.66	7.78	7.52
2025-05-16	39.68	305.56	7.70	7.80	7.57
2025-05-19	10.00	79.30	7.93	7.93	7.93
2025-05-21	75.00	624.64	8.33	8.36	8.27
2025-05-22	34.82	276.86	7.95	8.24	7.64
2025-05-23	17.00	132.77	7.81	7.81	7.81
2025-05-26	10.00	80.10	8.01	8.01	8.01
2025-05-27	10.00	81.20	8.12	8.12	8.12
2025-06-04	10.00	100.26	10.03	10.04	9.96
2025-06-05	6.00	59.56	9.93	9.98	9.86
合计	533.50	4,130.05	-	-	

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 回购数据截至2025/6/10

五、业务拆分、盈利预测及市值展望

5.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成自营业务、平台业务以及其他业务共三块业务。我们对公司三大业务做以下假设：

1) 自营业务：自营业务可进一步划分为常规自营业务以及厂牌首推业务，我们假设 2025-2027 年间常规自营业务收入增速分别为 10%、12%、12%，考虑 2024 年厂牌首推业务并入一块医药，我们预估 2025 年厂牌首推业务增速将达 106%，由于厂牌首推业务是公司近年发展重点，2024 年公司完成了结构调整，预计 2025-2027 年间重点发展，我们预估 2026-2027 年间该业务增速均为 25%。毛利率方面我们假设 2025-2027 年间毛利率分别为 7.09%、7.55%、8.18%，毛利率的提升主要得益于高毛利业务厂牌首推的快速增长。

2) 平台业务：考虑公司 GMV 持续提升，近 2 年公司佣金率年均提升 0.1 个百分点，我们预估 2025-2027 年间平台业务收入增速分别为 11%、10%、10%，平台业务收入增长一方面得益于 GMV 的增长，另一方面得益于佣金率的提升。毛利率方面我们假设 2025-2027 年间毛利率分别为 83.6%、83.8%、84%。

3) 其他业务：考虑 2024 年公司在调整光谱云检业务运营模式，叠加 2025 年公司持续推进 POCT 设备下沉，且该业务基数相对较低，我们认为 2025-2026 年收入增速能维持 30%，且随着规模效应的影响，毛利率我们预期 2025-2027 年能持续提升，我们预计毛利率分别为 70%、72%、74%。

表15: 药师帮业务拆分

项目 (亿元, 人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	179.04	208.28	235.10	266.97
同比	5.49%	16%	13%	14%
营业成本	160.90	185.60	208.58	235.43
毛利率	10.13%	10.89%	11.28%	11.82%
1-自营业务	169.73	197.83	223.48	254.02
同比	5.84%	17%	13%	14%
成本	159.29	183.80	206.60	233.25
毛利率	6.15%	7.09%	7.55%	8.18%
1) 常规自营业务	158.16	173.98	194.85	218.24
同比	5.85%	10%	12%	12%
2) 厂牌首推业务	11.57	23.86	28.63	35.78
同比	5.76%	106%	25%	25%
2-平台业务	8.81	9.80	10.78	11.85
同比	0.92%	11%	10%	10%
成本	1.46	1.61	1.75	1.90
毛利率	83.43%	83.6%	83.8%	84.0%
3-其他业务	0.50	0.65	0.85	1.10
同比	-20.63%	30%	30%	30%
成本	0.15	0.20	0.24	0.29
毛利率	69.80%	70%	72%	74%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

5.2 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别约为 208 亿元、235 亿元、267 亿元，同比增速分别约为 16%、13%、14%，实现归母净利润分别为 1.49 亿元、3.2 亿元、5.5 亿元，同比分别约增长 395%、116%、71%，对应 2025/6/11 股价 PE 分别约为 42 倍、20 倍、11 倍。

表 16: 盈利预测

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	17904	20828	23510	26697
增长率YoY %	5%	16%	13%	14%
归属母公司净利润(百万元)	30	149	320	550
增长率YoY%	101%	395%	116%	71%
毛利率%	10.13%	10.89%	11.28%	11.82%
净资产收益率ROE%	1.29%	6.14%	11.68%	16.68%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.22	0.47	0.81
市盈率P/E(倍)	103.23	42.44	19.67	11.47
市净率P/B(倍)	1.50	2.61	2.30	1.91

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至 2025/6/11)

我们认为，2024-2027 年间是公司业绩快速增长的阶段，一方面系公司高毛利的厂牌首推业务快速增长，由此可以推动整体毛利率提升；另一方面系公司的规模效应以及销售人效提升能带动销售费用率有所下降，从而净利率仍存在提升的潜力。我们预计 2024-2027 年间归母净利润 CAGR 约 164%，对应的 2027 年净利率有望提升至 2.06%。从同行业的公司近 2 年净利率均值上看：①在医药 B2C 平台领域，近 2 年净利率均值为 4.1%；②在医药 AI 应用方面，医脉通净利率为 60.1%；③在连锁药店方面，近 2 年净利率均值为 5.11%；④在医药流通方面，近 2 年净利率均值为 1.96%。从同行业的净利率对比上看，我们认为公司 2027 年达成净利率 2.06% 有较强的潜力。

表 17: 同行业公司净利率对比

类别	公司	2020	2021	2022	2023	2024	近2年均值
医药B2C平台	京东健康	-88.92%	-3.50%	0.82%	4.00%	7.15%	5.58%
	阿里健康	-0.16%	2.21%	-1.29%	2.00%	3.27%	2.63%
	均值	-44.54%	-0.64%	-0.24%	3.00%	5.21%	4.10%
医药AI应用	医脉通	39.90%	15.91%	40.25%	61.11%	59.15%	60.13%
连锁药店	益丰药房	6.59%	6.46%	7.18%	7.00%	6.87%	6.93%
	大参林	7.43%	4.80%	5.08%	5.02%	3.70%	4.36%
	老百姓	5.47%	5.01%	4.84%	5.01%	3.06%	4.04%
	均值	6.50%	5.43%	5.70%	5.67%	4.54%	5.11%
医药流通	九州通	3.05%	2.13%	1.63%	1.53%	1.84%	1.68%
	国药控股	2.65%	2.51%	2.60%	2.51%	1.78%	2.15%
	上海医药	2.92%	2.91%	3.01%	1.98%	2.13%	2.06%
	均值	2.88%	2.51%	2.41%	2.01%	1.92%	1.96%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 阿里健康 2024 年财报周期为 2023/4/1 至 2024/3/31, 其他标的 2024 年财报周期为 2024/1/1 至 2024/12/31

5.3 估值及市值展望

我们选取京东健康、阿里健康、医脉通、益丰药房和大参林作为药师帮的可比公司。对应 2025/6/11 股价，2025-2027 年药师帮可比公司的平均估值分别 29 倍、24 倍、21 倍，我们预计 2025-2027 年药师帮的估值分别为 42 倍、20 倍、11 倍。

表18: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元, 港股为港币, A股为人民币)	归母净利润 (亿元, 人民币)			估值 (PE)			
			2025E	2026E	2027E	PE-TTM	2025E	2026E	2027E
6618.HK	京东健康	1300.85	35.95	42.18	47.22	29.48	33.11	28.22	25.21
0241.HK	阿里健康	741.68	16.17	21.03	24.59	48.29	41.99	32.28	27.61
2192.HK	医脉通	119.17	3.28	3.77	4.38	35.67	33.24	28.91	24.90
603939.SH	益丰药房	308.20	17.69	20.50	23.65	19.61	17.43	15.03	13.03
603233.SH	大参林	188.93	10.94	12.79	14.70	19.35	17.27	14.77	12.85
均值		720.57	16.81	20.06	22.91	30.48	28.61	23.84	20.72
9885.HK	药师帮	68.88	1.49	3.20	5.50	216.50	42.44	19.67	11.47

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至 2025/6/11)

注: 可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期; 算港股 PE 估值时汇率采用 1 元=0.9152 港元

市值展望: ①由于当前公司处于业绩快速增长阶段, 我们认为可站在 2027 年的视角看公司潜在市值空间。②若按照保守视角, 按照 15 倍 PE, 10%折现率, 以及 1 元人民币=0.9152 港元汇率折算, 保守市值我们认为能给到 74 亿港元市值。③若中性视角, 按照 20 倍 PE, 同时按照 8%折现率, 按照 1 元人民币=0.9152 港元汇率折算, 则可中性给到 103 亿港元市值。④若乐观视角, 按照 25 倍 PE (同行医药 B2C 平台京东 PE-TTM 约 30 倍, 阿里健康 PE-TTM 约 48 倍, 考虑公司是 B2B 平台, 我们认为乐观估值可给到约 25 倍), 6%折现率, 按照 1 元人民币=0.9152 港元汇率折算, 则可中性给到 134 亿港元市值。考虑公司业绩处于快速增长阶段, 叠加公司商业模式在医药领域具备稀缺性, 首次覆盖, 我们给予“买入”评级。

表19: 药师帮市值敏感性分析 (市值单位: 亿港元)

折现率 \ 市盈率	10%	8%	6%
15	74	77	80
20	99	103	107
25	124	129	134

资料来源: 信达证券研发中心

注: 算港股估值时汇率采用 1 元=0.9152 港元

六、风险因素

- ◆ **药店关店潮超预期**：单体药店是公司核心的客户群体，若院外市场经营环境持续恶化，药店关店潮超预期，则公司核心客户群或有受损风险，届时公司的客户数量以及采购额或面临冲击。
- ◆ **B2B 市场竞争加剧**：医药 B2B 市场依托于数字化平台，相应的价格、品类等透明度相对较高，若后续存量竞争对手采取价格战等竞争策略，届时公司的经营压力或将提升。
- ◆ **药品质量问题及合规问题**：平台业务是公司起家的业务，也是公司储备买家和卖家的业务，若相应的药品质量存在问题，或者面临合规风险，则公司的业务或面临冲击。
- ◆ **用户粘性降低导致用户流失**：药师帮 APP 是数字化应用，平台需要维持用户黏性，若公司未能解决用户的真实需求，解决相应的痛点问题，用户粘性下降则或将影响平台的活跃度，从而影响公司 GMV 水平。
- ◆ **渗透率提升不及预期**：基层医疗机构以及连锁药店是公司下一阶段的开拓重点，若后续相应的客户群体渗透率提升不及预期，则相关的销售额提升预期或将受损。
- ◆ **厂牌首推业务增长不及预期**：公司毛利率改善的重要驱动力来自于厂牌首推业务，若厂牌首推业务的增长不及预期，或者毛利率提升进程不及预期，则公司整体的盈利提升或将面临挑战。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	5,168	5,891	6,817	8,066	
现金	1,041	1,151	1,510	2,107	
应收账款及票据	86	98	111	126	
存货	1,465	1,701	1,912	2,158	
其他	2,576	2,941	3,285	3,675	
非流动资产	1,327	1,275	1,225	1,178	
固定资产	67	65	63	61	
无形资产	1,002	952	904	859	
其他	258	258	258	258	
资产总计	6,495	7,166	8,043	9,244	
流动负债	3,873	4,442	4,994	5,640	
短期借款	21	21	21	21	
应付账款及票据	3,159	3,609	4,056	4,578	
其他	693	812	917	1,041	
非流动负债	354	354	354	354	
长期债务	0	0	0	0	
其他	354	354	354	354	
负债合计	4,226	4,796	5,348	5,994	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	2,326	2,427	2,750	3,303	
归属母公司股东权益	2,319	2,420	2,743	3,296	
少数股东权益	-50	-50	-48	-45	
股东权益合计	2,269	2,370	2,695	3,250	
负债和股东权益	6,495	7,166	8,043	9,244	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	17904	20828	23510	26697	
同比 (%)	5%	16%	13%	14%	
归属母公司净利润	30	149	320	550	
同比 (%)	101%	395%	116%	71%	
毛利率 (%)	10.13%	10.89%	11.28%	11.82%	
ROE%	1.29%	6.14%	11.68%	16.68%	
EPS (摊薄)(元)	0.05	0.22	0.47	0.81	
P/E	103.23	42.44	19.67	11.47	
P/B	1.50	2.61	2.30	1.91	
EV/EBITDA	16.00	24.62	12.65	6.93	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	17,904	20,828	23,510	26,697	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	16,090	18,560	20,858	23,543	
销售费用	1,461	1,679	1,848	2,072	
管理费用	354	417	447	481	
研发费用	94	112	125	139	
财务费用	11	11	11	11	
除税前盈利	14	149	322	553	
所得税	-1	0	0	1	
净利润	15	149	322	552	
少数股东损益	-15	1	2	3	
归属母公司净利润	30	149	320	550	
EBIT	26	160	333	564	
EBITDA	154	210	381	609	
EPS (元)	0.05	0.22	0.47	0.81	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	656	166	364	603	
净利润	30	149	320	550	
少数股东权益	-15	1	2	3	
折旧摊销	129	50	48	45	
营运资金变动及其他	512	-33	-6	6	
投资活动现金流	-254	2	2	2	
资本支出	-23	2	2	2	
其他投资	-230	0	0	0	
筹资活动现金流	-110	-62	-11	-11	
借款增加	-118	0	0	0	
普通股增加	19	0	0	0	
已付股利	0	-62	-11	-11	
其他	-11	0	0	0	
现金净增加额	296	110	359	598	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。