

德源药业(832735)
专注糖尿病治疗药物 有丰富产品储备
基本数据

2016年10月13日	
收盘价(元)	12.55
总股本(万股)	4382
流通股本(万股)	1761
总市值(亿元)	5.50
每股净资产(元)	3.75
PB(倍)	3.34

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	175.19	198.38	222.19	248.85	278.71
净利润(百万元)	22.77	29.80	33.29	37.62	42.47
毛利率	85.0%	86.0%	85.0%	85.0%	85.0%
净利率	13.0%	15.0%	15.0%	15.1%	15.2%
ROE	21.7%	21.7%	19.8%	19.1%	18.5%
EPS(元)	0.52	0.68	0.76	0.86	0.97

投资评级：中性（首次）
流动性评级：D

专注于糖尿病治疗药物的研发生产。公司是专注于内分泌领域药物为主的制药公司，目前6个主要产品涉及糖尿病、高血压以及周围神经疾病等治疗领域。2015年，公司营业收入1.98亿元，其中98.98%来源于糖尿病类产品收入。

糖尿病药物市场潜力大，国内企业市场份额较低。随着糖尿病患病率的攀升及医疗服务水平的提高，我国糖尿病药物市场规模逐年扩容。目前我国糖尿病发病率很高但诊疗率很低，患者年人均治疗费用也低于其它国家。

我国糖尿病药物市场由跨国药企和众多的本土药企组成，市场集中度高，2012年市场份额排名前五位的均为外企，国内企业仅中美华东制药和北京万辉双鹤药业进入前十。

成长动力在于主打产品的市场渗透和新品开发。公司主打产品瑞彤和唐瑞的质量内控标准严格，具有较好的临床需求潜力，有望随着糖尿病药物市场扩容实现渗透。

公司在研产品近20个，均处于不同研究阶段。2016年上半年，在研新药琥珀酸索利那新原料药及片剂、安立生坦原料药及片剂、苯甲酸阿格列汀原料药及片剂取得国家药监总局的临床试验批件，同意进行人体生物等效性试验。

盈利预测

预测公司2016-2018年归属于上市公司股东的净利润分别为3329万元、3762万元、4247万元，每股收益分别为0.76元、0.86元、0.97元。

风险提示

研发风险，市场竞争风险，产品结构单一风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析	1
公司简介-专注于糖尿病治疗药物的研发生产	2
行业状况-糖尿病药物市场潜力巨大，药企实力待提升	3
公司优势-主打产品质量标准高，有丰富产品储备	5
公司经营-规模平稳增长，净利率持续提升	7
盈利预测与估值	9

图表目录

图表 1 公司高管变动情况.....	1
图表 2 公司主要产品介绍.....	2
图表 3 2016 年 6 月前十大股东持股情况.....	3
图表 4 2013 年和 2035 年 20-79 岁人群糖尿病患病人数前 10 位的国家或地区	3
图表 5 我国糖尿病药物市场规模及增长情况.....	4
图表 6 2013 年我国糖尿病患者年人均医疗消费	4
图表 7 2012 年糖尿病药物市场份额排名.....	5
图表 8 公司研发投入及占收入比重.....	5
图表 9 公司主要产品市场竞争情况.....	6
图表 10 公司收入、利润及增长情况.....	7
图表 11 公司费用率和利润率指标.....	8
图表 12 公司盈利预测.....	9

■ 风险分析

● 控制人与管理层

公司挂牌后，控股股东未减持股份，未发生股权质押等行为，发生两次高管人员变更。

图表 1 公司高管变动情况

日期	原任	新任
2015 年 8 月	-	任命杨齐兵、杨汉跃为副总经理
2016 年 4 月	董事邹美香辞职	张彩霞

资料来源：choice

● 行业与公司经营

研发风险。医药行业是典型的“高投入、高风险、高产出、长周期”行业，产品的研制、注册和认证都需要巨额、持续的资金投入，新产品研发周期漫长，从研制到投入生产需要经过小试、中试、临床、注册等诸多环节，在取得药品批准文号后方可销售。研制过程需进行大量实验，周期长、成本高且存在研发失败的可能性，取得药品批准文号存在一定的不确定性。

竞争加剧风险。公司主打的糖尿病药物领域是国家重点支持的发展领域，目前处于快速成长阶段，市场需求巨大。随着新竞争对手的出现以及医疗卫生制度改革的深入以及各地招标政策的不断变化，药品销售价格持续降低是必然趋势，公司将面临着行业竞争加剧、市场份额下降及经营利润空间进一步收窄的经营压力。

主导产品结构单一风险。公司主导产品为瑞彤（盐酸吡格列酮片），2014 年、2015 年以及 2016 年上半年，盐酸吡格列酮片销售收入占总收入比重分别为 76%、71%和 64.85%，盐酸吡格列酮片的生产销售状况基本决定了公司的收入和盈利水平。尽管公司其他产品也有较大市场需求，但目前收入中的比重较小，公司主导产品结构单一的风险将在一段时间内存在。

● 财务

根据公开信息，未发现公司财务方面相关风险。

■ 公司简介-专注于糖尿病治疗药物的研发生产

公司是专注于内分泌领域药物为主的制药公司，目前6个主要产品涉及糖尿病、高血压以及周围神经疾病等治疗领域，分别是：“瑞彤”（盐酸吡格列酮片、国家1类新药）；“唐瑞”（那格列奈片、国家2类新药）；“复瑞彤”（吡格列酮二甲双胍片、国家3类新药）；“波开清”（坎地氢噻片、国家3类新药）；盐酸二甲双胍缓释片以及甲钴胺胶囊。

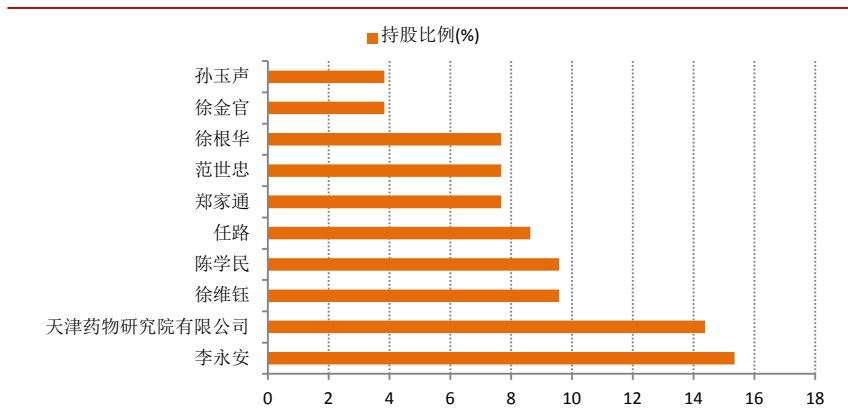
图表 2 公司主要产品介绍

产品	图示	适合人群
瑞彤 (盐酸吡格列酮片)		适用于2型糖尿病（非胰岛素依赖性糖尿病，NIDDM）患者。
唐瑞 (那格列奈片)		适用于早期和轻度糖尿病患者，采用二甲双胍或噻唑烷酮类药物不能有效控制的糖尿病患者，可以加用那格列奈。
复瑞彤 (吡格列酮二甲双胍片)		适用于2型糖尿病患者。
波开清 (坎地氢噻片)		用于治疗高血压（不适用于高血压的初始治疗），适用于单用坎地沙坦酯或氢氯噻嗪不能有效控制血压的成年人原发性高血压，或两药联合用药同剂量的替代治疗。
盐酸二甲双胍缓释片		肥胖型糖尿病患者，可用来降低2型糖尿病患者空腹及餐后高血糖。
甲钴胺胶囊		周围神经病患者。

资料来源：公开转让说明书

股权结构比较分散。2015年1月，公司自然人股东李永安、陈学民、徐维钰、任路、郑家通、范世忠、徐根华、徐金官、孙玉声、张作连、何建忠签订了《一致行动人协议》，截至2016年6月30日，上述11名自然人股东合计持有公司81.47%股份，均承诺在股东大会及董事会行使一致的表决权。11名自然人股东为公司控股股东及实际控制人。

图表 3 2016 年 6 月前十大股东持股情况



数据来源: choice

■ 行业状况-糖尿病药物市场潜力巨大，药企实力待提升

● 我国糖尿病患者人数急剧增加

近 30 年来我国糖尿病患者人数急剧增加，患病率增长约 10 倍。2013 年糖尿病患者人数（20-79 岁）已达 9840 万，占全球糖尿病患者总数约四分之一，其中城市约 3910 万，农村约 5930 万，同时有 6981 万糖尿病前期患者，我国已是糖尿病第一大国，且每年新增 120 万。

图表 4 2013 年和 2035 年 20-79 岁人群糖尿病患病人数前 10 位的国家或地区

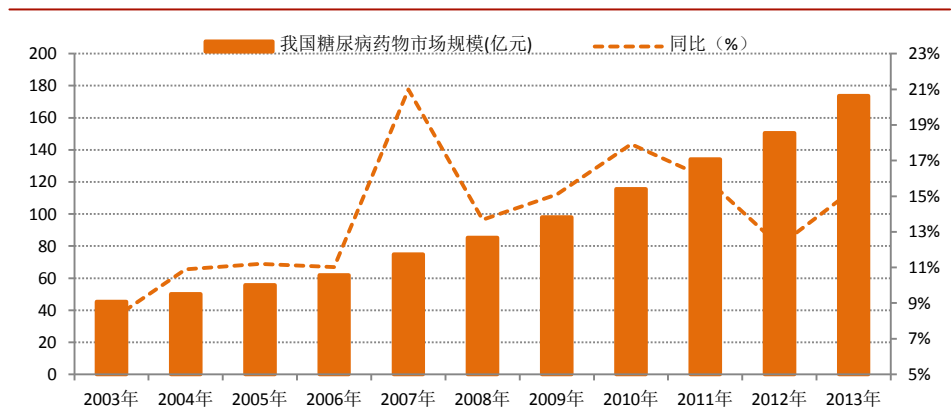
国家/地区	2013 以百万计	国家/地区	2035 以百万计
中国	98.4	中国	142.7
印度	65.1	印度	109.0
美国	24.4	美国	29.7
巴西	11.9	巴西	19.2
俄罗斯联邦	10.9	墨西哥	15.7
墨西哥	8.7	印度尼西亚	14.1
印度尼西亚	8.5	埃及	13.1
德国	7.6	巴基斯坦	12.8
埃及	7.5	土耳其	11.8
日本	7.2	俄罗斯联邦	11.2

资料来源: 公开转让说明书

据 IDF 的最新数据显示,我国 20 岁以上成年人糖尿病患病率约为 10.36%,糖尿病前期患病率约为 5.37%,更为严峻的是我国约 60.7%的糖尿病患者未被诊断而无法及早进行有效的治疗。IDF 估计,到 2035 年中国的糖尿病患病人数将达到 1.43 亿。

● 糖尿病治疗药物市场规模持续较快增长

图表 5 我国糖尿病药物市场规模及增长情况

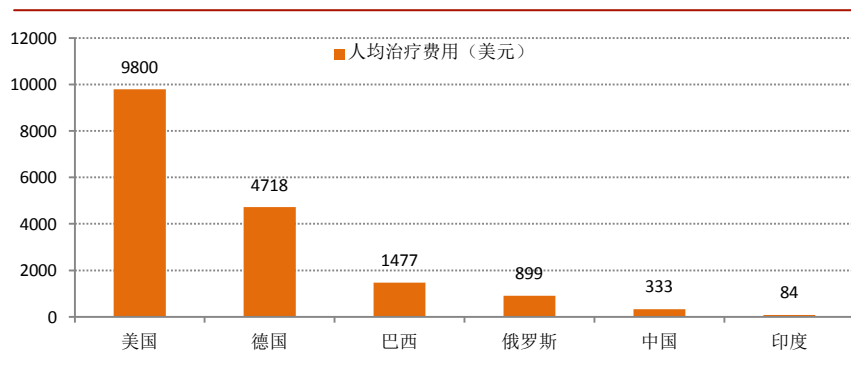


数据来源：公开转让说明书

随着我国糖尿病患病率的不断攀升及医疗服务水平的提高，糖尿病药物市场规模逐年扩容。据南方所统计，我国糖尿病药物临床用药市场规模已从 2002 年的 41.87 亿元上升到 2013 年的 173.77 亿元，持续较快增长。

我国糖尿病发病率很高但诊疗率很低，2013 年糖尿病患者中，预计有 60% 的人未诊断，23% 的未接受治疗，11% 未达到疗效，只有 6% 达到预期疗效。

图表 6 2013 年我国糖尿病患者年人均医疗消费



资料来源：公开转让说明书

我国糖尿病患者年人均治疗费用还很低。以美国为例，2013 年糖尿病患者年人均医疗消费是 9800 美元，而我国大约为 2000 元。

● 市场被外资巨头垄断，内企夹缝生存

我国糖尿病市场主要由跨国药企和成百上千的本土药企(品种单一、老化)组成，市场集中度高，2012 年市场份额排名前五位的均为外企，国内企业仅中美华东制药和北京万辉双鹤药业进入前 10。

图表 7 2012 年糖尿病药物市场份额排名

排名	企业	市场份额	代表品种
1	诺和诺德 (Novo Nordisk)	27.75%	胰岛素和瑞格列奈
2	拜耳 (BAYER)	18.41%	阿卡波糖
3	赛诺菲安万特 (Sanofi-Aventis)	13.44%	甘精胰岛素
6	中美华东制药	-	-
8	北京万辉双鹤药业	-	-

资料来源：公开转让说明书

● 药品一致性评价设置资质壁垒

2015 年，食品药品监管总局会同相关部委起草了《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见(征求意见稿)》。该意见稿对一致性评价对象及时限、参比制剂遴选原则、研究方法、主体责任等进行了明确规定。

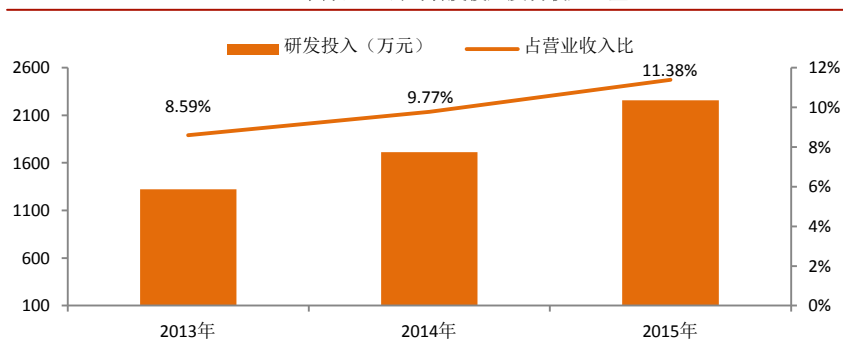
征求意见稿规定，如果企业不能按期通过一致性评价，将被注销药品批准文号；或者是自首家品种通过一致性评价后，其他生产企业的相同品种在 3 年内仍未通过评价的，注销药品批准文号；同一品种达到 3 家以上通过一致性评价的，在集中采购等方面不再选用未通过评价的品种。

■ 公司优势-主打产品质量标准高，有丰富产品储备

● 较强的研发实力，丰富的产品储备

公司目前已经取得 6 项发明专利和 2 项外观设计专利，另有 4 项发明专利已进入实质审查阶段。2015 年 9 月，公司的博士后科研工作站被认定为国家级博士后科研工作站，是对公司在技术创新、高端研发人才培养方面的肯定，也是公司在内分泌领域药物研发优势的体现。

图表 8 公司研发投入及占收入比重



数据来源：公司年报、公开转让说明书

公司建有完善的药品研发体系，研发人员近 50 人，其中博士及硕士近 20 人，相关专业配备齐全。研究所设有化学研究室、制剂研究室、质量研究室、医学室和综合室，能够独立开展研究工作，关键仪器设备采用国际一流设备，其余仪器设备为国内先进。

公司在研产品近 20 个，治疗领域涉及糖尿病、高血压、高血脂、精神疾病、

老年病等领域，均处于不同研究阶段。

● 新产品竞争优势强，主打产品质量标准高

降压药新产品“波开清”（坎地氢噻片、国家3类新药），2011年在国内首家上市，至今为国内独家产品，预计未来5年仍为国内独家产品，因其治疗效果佳，临床需求潜力大，有望成为公司未来5年重要销售品种之一。

图表 9 公司主要产品市场竞争情况

产品	市场情况
瑞彤	该类药物的国内企业市场份额达到80%以上。 前5位为北京太洋药业的“艾汀”、德源药业的“瑞彤”，杭州中美华东制药的“卡司平”、天津武田药品的“艾可拓”、四川宝光药业的“贝唐宁”。
唐瑞	国内除进口药品“唐力”外，还有德源药业、珠海联邦制药、江苏万邦生化医药、扬子江药业集团等多家企业生产，但市场主要由诺华的唐力主导。
复瑞彤	国内生产厂家有2家，德源药业和杭州中美华东制药，产品属于新品，国内上市不久，目前市场销量不大。
波开清	2000年美国FDA批准阿斯利康的同类型产品上市，国内厂商中只有公司获得药品生产批件。
盐酸二甲双胍缓释片	该药有数十家企业生产，主要以百时美施贵宝的“格华止”为主，占据该药78.78%的市场份额。 排第二的是利龄恒泰药业的盐酸二甲双胍肠溶片，占14.19%。 信谊药厂生产的盐酸二甲双胍片的市场份额为4.81%。 公司的盐酸二甲双胍缓释片所占份额较低。

资料来源：公开转让说明书

降糖药新产品“复瑞彤”（吡格列酮二甲双胍片、国家3类新药）为公司主打产品瑞彤的升级产品，2011年上市，目前国内仅有两家企业获得批准文号，具有较好的临床需求潜力。

公司主打产品瑞彤和唐瑞的质量内控标准严格，其中，唐瑞的质量标准高于国家药典标准。两个产品使用的自产原料药质量标准亦高于国家药典标准。

● 自产原料药破除上游约束

为保证公司原料药供应，公司在2013年3月份获得了原料药（盐酸吡格列酮、那格列奈）的生产批件，大浦原料药厂区于2013年10月通过原料药（盐酸吡格列酮、那格列奈）GMP认证，开始生产原料药。自2013年12月开始，公司主要产品盐酸吡格列酮片以及那格列奈片的原料药均为公司自主生产，其余原辅料以及包装材料等市场竞争激烈，供应商议价能力相对较弱，因此，公司主要产品实现原料药自主生产后，上游原料对公司的制约基本破除。

● 健全的营销网络

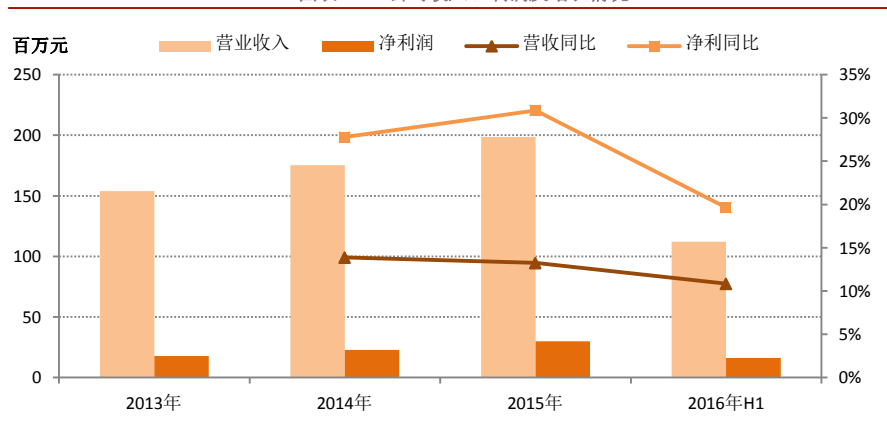
公司建立了覆盖全国的销售网络，拥有高素质、专业化的营销队伍，营销人员具有较强的产品知识和相关药学知识。

公司在糖尿病领域有良好的企业形象与较强的品牌优势。公司每年围绕内分泌和心血管两大领域，参与数十次全国性或省级的学术活动，组织大量的区域级、地市级的学术会议，通过学术活动将产品的优势信息整合到热点学术知识内，利用学术平台及权威专家的影响力，对产品进行宣传。

■ 公司经营-规模平稳增长，净利率持续提升

● 净利率持续提升

图表 10 公司收入、利润及增长情况



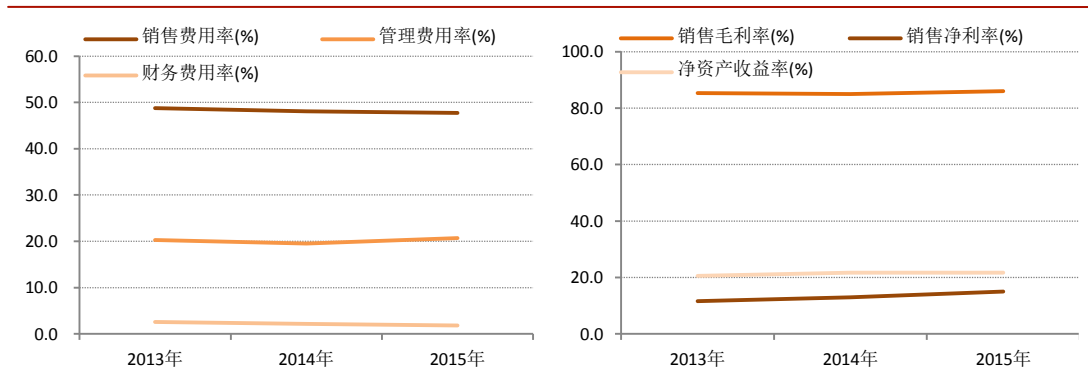
数据来源: choice

产品销量上升，价格下滑。公司近三年利润增长持续超收入增长，2015年，公司营业收入1.98亿元，同增13.24%，净利润2980.14万元，同增30.91%。销售收入增长主要由于市场开拓有效，销量大增，但因产品价格下降抵消了部分销量增长带来的增量，使整体营业收入增长幅度低于产品销量的增长幅度。

2016年上半年，营业收入1.12亿元，同增10.84%，净利润1614.4万元，同增19.65%。

高血压产品收入增长较快。公司收入主要来源于糖尿病类产品收入，2015年收入占98.98%，其他收入为高血压类产品销售收入。高血压类产品主要是坎地氢噻片，是公司重点推广的新产品，随着各地招标工作的开展，新品的市场推广及医院开发都在积极跟进，已取得明显成效，销售收入增幅较大。

图表 11 公司费用率和利润率指标



数据来源: choice

利润增幅持续超收入增幅，净利润率上升。公司近三年毛利率保持在80%以上，2015年，毛利率高的产品增长幅度较大，综合毛利率提升1个百分点。毛利率比较稳定的前提下，销售费用率和财务费用率均连续下降，公司净利润增幅持续超收入增幅，净利润率由2013年的11.59%提升至2015年15.02%。

● 成长动力在于主打产品的市场渗透和新品开发

糖尿病诊疗药物行业技术含量高、行业壁垒较多。目前我国糖尿病诊疗药物行业仍处于成长期，随着政府不断加强病患教育以及给予相关产业政策支持，公众的诊疗意识逐步提高，我国糖尿病用药市场也将得到进一步发展。公司主打产品具有一定竞争力，有望随着市场扩容实现渗透。

公司计划延伸内分泌、心血管等疾病治疗药物及其原料药的产业链，培育挖掘新的业务增长点。

新产品开发方面，2016年上半年，公司在研新药琥珀酸索利那新原料药及片剂、安立生坦原料药及片剂、苯甲酸阿格列汀原料药及片剂取得国家食品药品监督管理局颁发的药物临床试验批件，同意进行人体生物等效性试验(BE)。

■ 盈利预测与估值

根据对行业状况及公司情况的分析, 对公司进行盈利预测, 预测公司 2016-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 3329 万元、3762 万元、4247 万元, 每股收益分别为 0.76 元、0.86 元、0.97 元。

图表 12 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	175.19	198.38	222.19	248.85	278.71
净利润(百万元)	22.77	29.80	33.29	37.62	42.47
毛利率	85.0%	86.0%	85.0%	85.0%	85.0%
净利率	13.0%	15.0%	15.0%	15.1%	15.2%
ROE	21.7%	21.7%	19.8%	19.1%	18.5%
EPS(元)	0.52	0.68	0.76	0.86	0.97

资料来源: choice, 梧桐公会

公司10月13日成交价为12.55元, 对应2016-2018年预期EPS的市盈率分别为 16.5、14.6和13.0倍。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

