

德源药业 (832735.BJ)

2022年11月14日

专注内分泌药物专精特新，打造品牌细分市场
——北交所首次覆盖报告
投资评级：增持（首次）

日期	2022/11/11
当前股价(元)	17.70
一年最高最低(元)	27.33/14.51
总市值(亿元)	11.55
流通市值(亿元)	7.95
总股本(亿股)	0.65
流通股本(亿股)	0.45
近3个月换手率(%)	7.42

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 专注内分泌药物的专精特新企业，2022Q1-Q3 营收同比增长 24.74%

德源药业成立于 2004 年，是一家专注于内分泌领域药物为主的研发、生产和销售的制药公司，已发展成为国内有一定知名度的代谢病综合征、慢病药物供应商，被认定为“国家高新技术企业”，2020 年江苏省专精特新企业。2022 三季度实现营收 4.70 亿元（+24.83%）。参考 2022 年半年报，德源营收中糖尿病类药物、高血压类药物销售收入占比分别为 76.47%、22.96%。从 2014 年以来，德源药业期间费用率持续下降，研发费用率稳定保持在 10% 以上，目前共有 20 项授权专利。我们预计 2022-2024 年的归母净利润分别为 9,004/10,938/14,192 万元，对应 EPS 分别为 1.38/1.68/2.18 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 12.4/10.2/7.9 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

● 糖尿病与高血压药市场逐年增长，未来用药潜力大

根据 IDF 预测数据，2045 年全球糖尿病患者人数预计达到 7.8 亿。2021 年中国成年发病人数为 140.9 百万人，糖尿病市场规模增速突破了 18%。IDF 预计，2045 年，中国成年发病人数会突破 174 万人。高血压患病人群有年轻化趋势，18-44 岁年龄组的患病人数增长率最高，为 25.47%；60 岁以上的老人患病率逼近 60%。考虑到我国人口基数，未来糖尿病与高血压用药市场较大。德源药业产品服务患者人数逐渐增加，促进了销售规模的扩大，产品销售数量 1-9 月同比增长 26.83%，7-9 月同比增长 37.64%，为销售收入增长打下了坚实的基础。

● 品牌细分市场优势，主要产品市场占有率可观

德源药业先后打造出“瑞彤”、“复瑞彤”等多个行业知名品牌，主要产品在细分市场中均取得了一定的占有率。主要产品在细分市场中均取得了一定的占有率。根据公司的招股书数据，2019 年公司盐酸吡格列酮片（瑞彤）市场占有率 19.54%，排名第二；吡格列酮二甲双胍片（复瑞彤）市场占有率 6.79%，排名第二；盐酸二甲双胍缓释片市场占有率 0.87%，排名第十三；那格列奈片（唐瑞）市场占有率 25.97%，排名第二；坎地氢噻片（波开清）市场占有率 100%，在糖尿病等领域树立了良好企业知名度与较强的品牌优势。

● 风险提示：产品研发风险、主要原辅材料供应风险、在售药品一致性评价风险
财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	397	514	642	790	987
YOY(%)	27.9	29.6	24.9	23.1	24.9
归母净利润(百万元)	64	78	90	109	142
YOY(%)	36.6	21.7	15.6	21.5	29.7
毛利率(%)	82.5	78.2	79.1	77.2	78.7
净利率(%)	16.1	15.2	14.0	13.8	14.4
ROE(%)	19.3	11.3	11.8	12.8	14.5
EPS(摊薄/元)	0.98	1.19	1.38	1.68	2.18
P/E(倍)	17.4	14.3	12.4	10.2	7.9
P/B(倍)	3.4	1.6	1.5	1.3	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

北交所研究团队

目 录

1、公司情况：专注内分泌的专精特新“小巨人”	3
1.1、业务布局：糖尿病类药物为主力产品，高血压类产品占比大幅增长	3
1.2、创新研发：获 20 项授权专利，研发费用率稳定保持 10%以上	6
2、行业情况：糖尿病药市场稳增长，高血压患病率达 27.5%	8
2.1、糖尿病类药物市场稳健增长，2021 年增速突破 18%	8
2.2、高血压药市场：患者群体年轻化，总增长率 27.5%	8
2.3、仿制药市场：“集采”政策推动“仿制药替代”效应持续加强	9
3、公司看点：拓展产品多样化，打造品牌细分市场壁垒	11
4、盈利预测与投资建议	11
5、风险提示	12
附：财务预测摘要	13

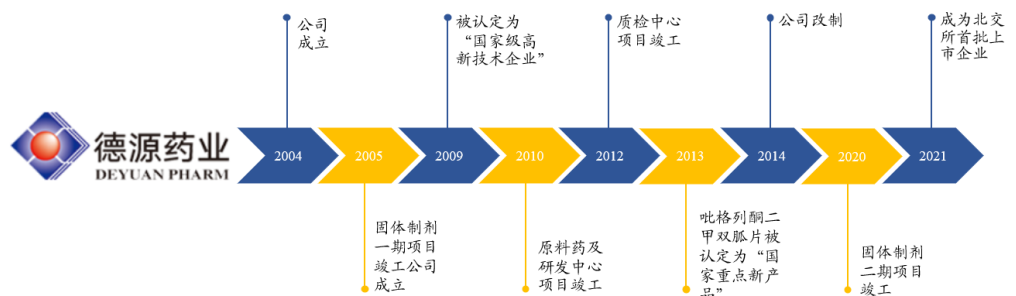
图表目录

图 1：2021 年成为北京证券交易所首批上市企业	3
图 2：历史收入持续增长，近 4 年来增长率逐年上升	4
图 3：归母净利润持续增长	4
图 4：产品结构向多元化改善	5
图 5：治疗糖尿病类的产品是营收主力	5
图 6：毛利率高，净利率稳定在 15%	5
图 7：期间费用率逐年降低	6
图 8：管理费用率逐年降低	6
图 9：销售费用率基本稳定	6
图 10：财务费用率近两年均为负值	6
图 11：研发费用率稳定保持在 10%以上	7
图 12：德源重视创新专利研发	7
图 13：2021 年，我国糖尿病药物市场规模增长率突破了 18%	8
图 14：患者群体年轻化，18-44 年龄组增长率高达 25.47%	9
图 15：2021 年全球医药市场规模达到 13934 亿美元	10
图 16：2020 年，中国药品市场结构仿制药占比最高	10
表 1：目前主要产品涉及糖尿病、高血压以及周围神经疾病治疗领域	3
表 2：获得多项省级和国家级创新方面荣誉	6
表 3：2022 年那格列奈片等完成一致性评价，卡格列净片等新品研究有进展	7
表 4：糖尿病患者人数（20 岁至 79 岁）排名前十的国家（百万）	8
表 5：政策推进仿制药的一致性评价	10
表 6：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）	12

1、公司情况：专注内分泌的专精特新“小巨人”

德源药业成立于 2004 年，是一家专注于内分泌领域药物为主的研发、生产和销售的医药制造企业，已发展成为国内有一定知名度的代谢病综合征、慢病药物供应商，被认定为“国家高新技术企业”。公司于 2014 年 12 月完成了股份制改造，2015 年 7 月 14 日成功在新三板挂牌。自 2016 年以来连年进入新三板创新层，并于 2021 年 1 月成功在新三板精选层挂牌上市，11 月 15 日成为北京证券交易所首批上市企业。德源药业还在南京设立了南京德源药业有限公司，为致力于药品研发、生产、技术咨询与服务的专业人才提供更广阔的发展空间。

图1：2021 年成为北京证券交易所首批上市企业



资料来源：公司官网、开源证券研究所

德源拥有化学药品注册批件 14 个，原料药注册批件 2 个，另有 5 个原料药批准在上市制剂中使用，在售产品涉及糖尿病、高血压、周围神经疾病、肺动脉高压、膀胱过度活动症等治疗领域，分别是瑞彤（盐酸吡格列酮片）、盐酸二甲双胍缓释片、唐瑞（那格列奈片）、复瑞彤（吡格列酮二甲双胍片）、波开清（坎地氢塞片）、甲钴胺胶囊、安立生坦片、琥珀酸索利那新片等。

1.1、业务布局：糖尿病类药为主力产品，高血压类产品占比大幅增长

德源药业自设立以来，高度重视产品研发及技术储备工作，已建立相对完善的研发体系，配备有一定规模的研发团队。产品线上在不断完善糖尿病和高血压产品群的同时，已向糖尿病并发症、高血脂、膀胱过度活动症等其他慢性病、代谢综合征领域扩展。

目前德源药业的 10 个主要产品涉及糖尿病、高血压以及周围神经疾病治疗领域。“瑞彤”盐酸吡格列酮荣获 2016 江苏省医药行业优秀产品品牌（内分泌及激素类）荣誉称号；“复瑞彤”吡格列酮二甲双胍片国家科学技术部评定为国家重点新产品。公司产品的一致性评价工作有序推进，主要品种均通过或视同通过一致性评价。

表1：目前主要产品涉及糖尿病、高血压以及周围神经疾病治疗领域

产品药物名称	适应症	进度
吡格列酮二甲双胍片（复瑞彤）	2 型糖尿病	全国首家通过一致性评价
盐酸吡格列酮片（瑞彤）	2 型糖尿病	全国首家通过一致性评价（30mg）
那格列奈片（唐瑞）	2 型糖尿病	全国首家通过一致性评价，2022 年 5 月完成增加原辅料供应商备案
坎地氢塞片（波开清）	高血压	2021 年 6 月完成了 BE 备案，2021 年 12 月申报一致性

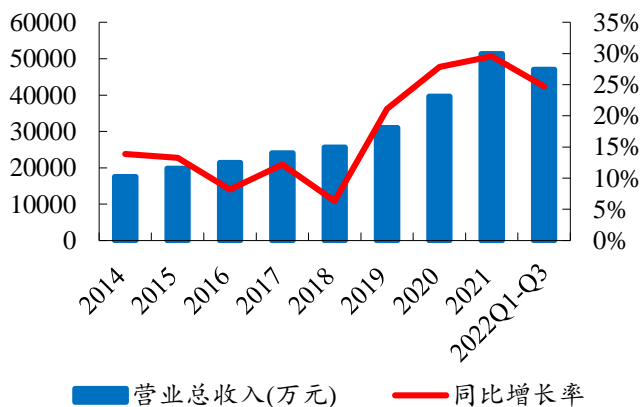
产品药物名称	适应症	进度
盐酸二甲双胍缓释片	2型糖尿病	评价并获受理，2022年6月收到CDE补充资料通知，目前正在进行相关补充研究
甲钴胺胶囊	周围神经病	全国首家通过一致性评价(0.5mg)
安立生坦片	肺动脉高压	停止一致性评价
琥珀酸索利那新片	用于膀胱过度活动症患者伴有的尿失禁和/或尿频、尿急症	获得药品注册证书，且视同通过一致性评价
依帕司他片	糖尿病性神经病变	获得药品注册证书，且视同通过一致性评价
阿卡波糖片	2型糖尿病	获得药品注册证书，且视同通过一致性评价

资料来源：公司官网、公司2022年半年度报告、开源证券研究所

德源的制剂生产线和原料药生产线全部通过新版GMP认证，并通过质量管理体系（ISO9001）、环境管理体系（ISO14001）、职业健康安全管理体系（ISO45001）和能源管理体系（ISO50001）认证，2020年通过两化融合管理体系认定，并首批获得江苏省绿色工厂称号。固体制剂工厂拥有国内领先的智能车间系统，实现了生产和管理智能化、自动化。

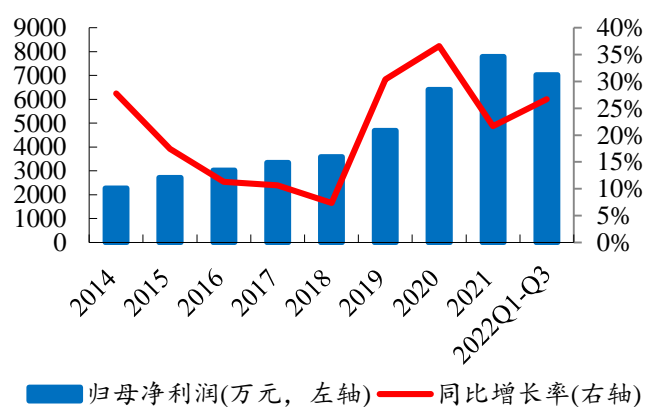
德源药业的历史业绩稳健，近年来的营收和归母净利润增速都维持在20%~30%。2022Q1-Q3期间，德源药业实现销售收入4.70亿元，同比增长24.74%；归母净利润7,017.11万元，同比增长26.68%，实现扣非净利润6,013.95万元，同比增长18.89%。

图2：历史收入持续增长，近4年来增长率逐年上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

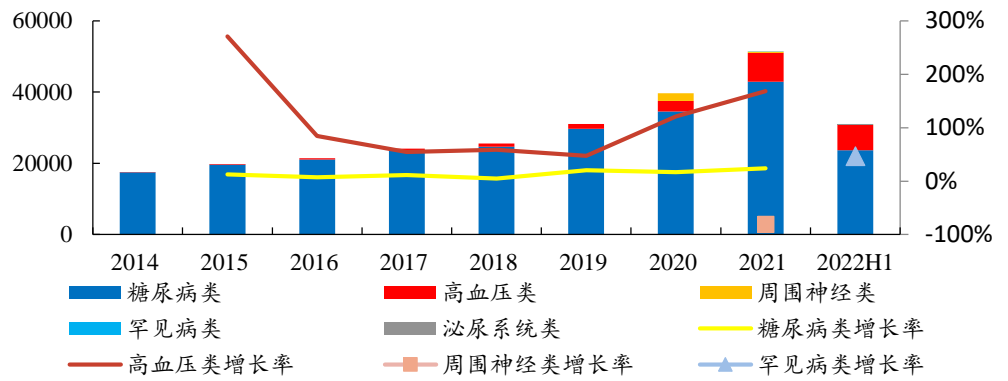
图3：归母净利润持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

产品结构向多元化改善。根据德源2022年半年报披露，糖尿病药品占比从2016年的98.25%下降至76.47%，高血压类药占比从2016年的1.75%增加至2022年的22.96%。目前在售高血压产品仅一个，为坎地氢噻片。

图4：产品结构向多元化改善

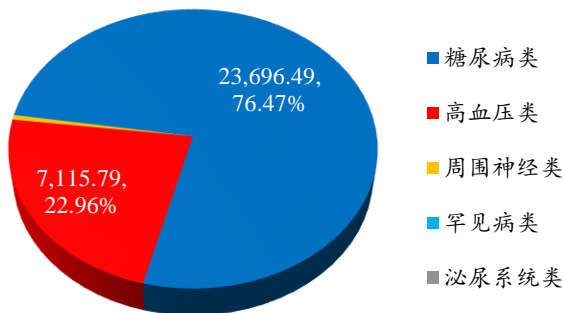


数据来源：Wind、开源证券研究所

高血压产品的销售增长率在所有产品中最高，2021年的增长率达到了168.53%。2022上半年的罕见病类药的销售收入对比2021年全年的数据的增长率已经达到了46.69%。

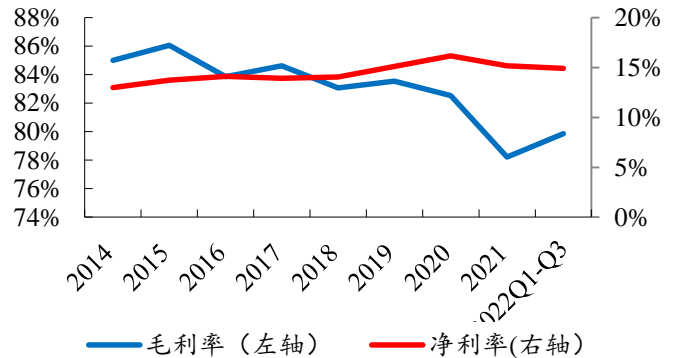
综合来看，德源药业的主要产品线为治疗糖尿病类的盐酸吡格列酮片，其他产品如那格列奈片、盐酸二甲双胍缓释片、吡格列酮二甲双胍片和坎地氢噻片等也有较大市场需求，近两年销售增长趋势明显，逐步降低了主导产品结构单一的风险。

图5：治疗糖尿病类的产品是营收主力



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：毛利率高，净利率稳定在15%



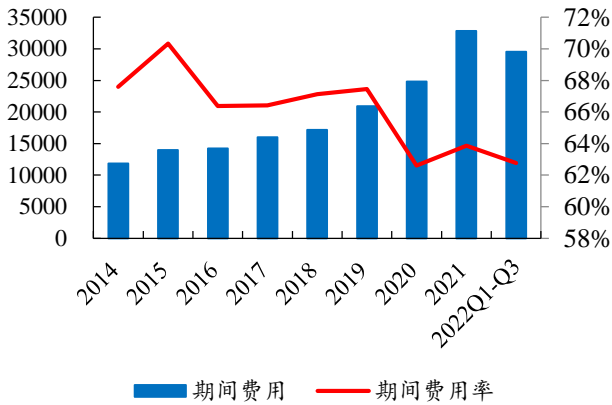
数据来源：Wind、开源证券研究所

因为业务结构的逐步调整，德源药业的毛利率处于78%-85%，净利率基本稳定维持在15%左右。

自2014年以来，德源药业的期间费用逐年升高，但是期间费用率的趋势为逐年降低，从70%左右降低至60%。长期趋势上，德源药业的管理费用自2017年以来呈增长趋势，但管理费用率基本稳定在10%。总体来说，期间费用率和管理费用率整体管控较好，随着公司规模的增长而逐年降低。

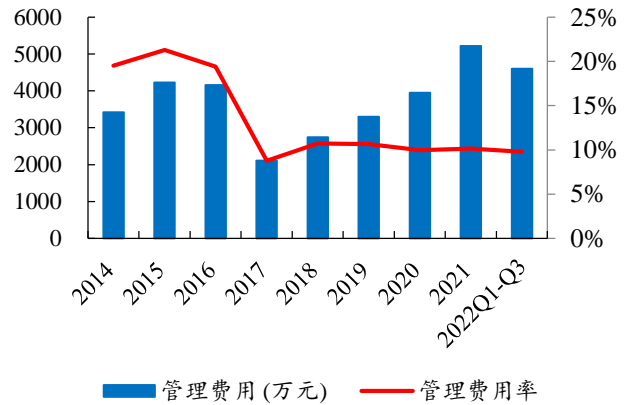
2022年1-9月的销售费用为19844.11万元，较上年同期增长29.15%，占销售收入比率为42.19%。主要原因是销售费用中工资薪金的增长和坎地氢噻片、吡格列酮二甲双胍片等在售产品的营销推广投入支出的增加。销售费用率自2015年达到最高占比49.02%后，随着公司经营规模的扩大，销售费用率占比有所下降，2022年销售费用率为42.19%。

图7：期间费用率逐年降低



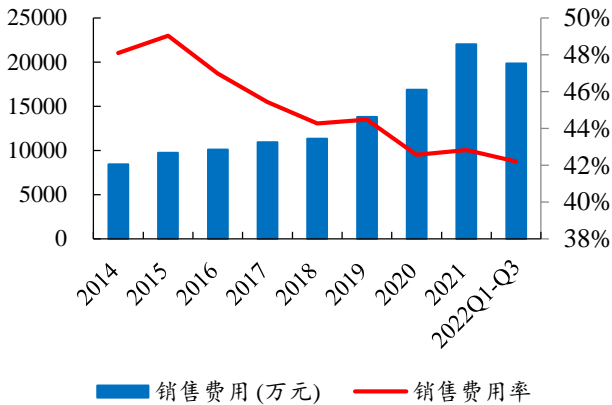
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：管理费用率逐年降低



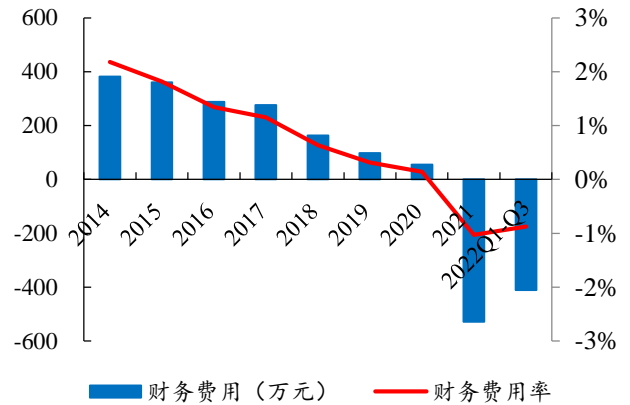
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：销售费用率基本稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：财务费用率近两年均为负值



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、创新研发：获 20 项授权专利，研发费用率稳定保持 10% 以上

德源药业重视创新专利研发，为国家级高新技术企业，是 2020 年度省专精特新“小巨人”企业，获得过多项省级和国家级创新方面荣誉。

表2：获得多项省级和国家级创新方面荣誉

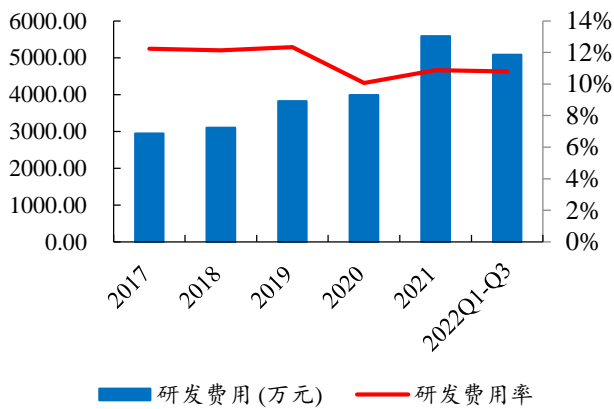
荣誉	认定单位	是否由认定单位统一组织认定	是否存在由认定单位签发的证明文件
国家级高新技术企业	江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、国家税务总局、江苏省税务局	是	是
国家级博士后科研工作站	人力资源社会保障部、全国博士后管理委员会	是	是
江苏省科技型中小企业	江苏省经济贸易委员会、江苏省中小企业局	是	是
江苏省企业技术中心	江苏省经济和信息化委员会	是	是
省级工程技术研究中心	江苏省科学技术厅	是	是
省级博士后创新实践	江苏省人力资源和社会保障厅	是	是

荣誉	认定单位	是否由认定单位 统一组织认定	是否存在由认定单位 签发的证明文件
基地			
江苏省代谢综合征治 疗药物工程中心	江苏省发展与改革委员会	是	是
省优秀企业中心	江苏省经济和信息化委员会	是	是

资料来源：公开发行说明书、开源证券研究所

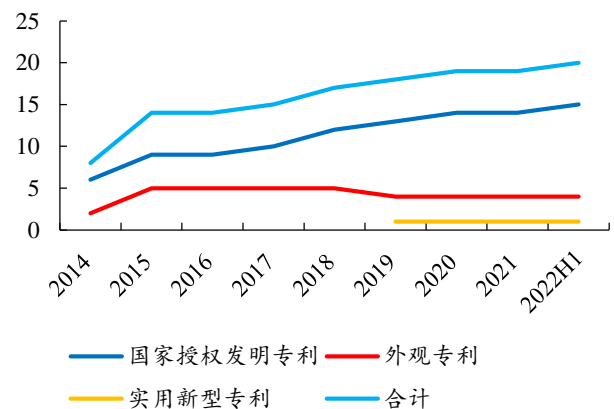
截至 2022 年半年度报告资料，德源药业共获得授权专利 20 项，包括发明专利 15 项，外观专利 4 项，实用新型 1 项。

图11：研发费用率稳定保持在 10%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：德源重视创新专利研发



数据来源：德源药业各年年报、开源证券研究所

在新产品研究方面，2022 年前三季度，德源药业共投入科研经费 5080.57 万元，占母公司销售收入的比例为 10.80%。

表3：2022 年那格列奈片等完成一致性评价，卡格列净片等新品研究有进展

产品名称	分类	进度
那格列奈片	在售产品	首家完成一致性评价；2022 年 5 月完成增加原辅料供应商备案
坎地氢噻片	在售产品	1.2021 年 6 月完成了 BE 备案；2021 年 12 月申报一致性评价并获受理；2022 年 6 月收到 CDE 补充资料通知，目前正在相关补充研究
卡格列净片	新产品研究	2022 年 3 月完成复核检验并提交 CDE，目前 CDE 技术审评中
磷酸西格列汀原料药及片剂	新产品研究	完成磷酸西格列汀片药理学研究和 BE 试验，于 2022 年 4 月申报生产并获得受理通知书，目前 CDE 技术审评中
盐酸二甲双胍缓释片 (0.75g)	新产品研究	2021 年 10 月向 NMPA 申报补充申请并获得受理通知书，目前 CDE 技术审评中
恩格列净原料药及片剂	新产品研究	2021 年底向 NMPA 申请上市登记或申报生产并获得受理通知书，目前 CDE 技术审评中
吡格列酮二甲双胍片 (15/850mg)	新产品研究	已完成 BE 试验
阿卡波糖片	新产品研究	50mg 规格的阿卡波糖片于 2022 年 1 月取得药品注册证书（视同通过一致性评价）；100mg 规格的阿卡波糖片于 2022 年 5 月申报生产且获得 CDE 受理通知书

资料来源：公司 2022 年半年度报告、开源证券研究所

2、行业情况：糖尿病药市场稳增长，高血压患病率达 27.5%

2.1、糖尿病类药物市场稳健增长，2021 年增速突破 18%

糖尿病是一种由于胰岛素分泌或作用缺陷而导致的慢性疾病。糖尿病患者无法有效利用葡萄糖，长期的高血糖（高血糖症）会损伤机体组织。

2021 年 12 月 6 日，IDF 全球糖尿病概览（第 10 版）发布：2021 年，20-79 岁的成年人中有 5.37 亿（10.5%）糖尿病患者，预计到 2030 年糖尿病总人数增至 6.43 亿（11.3%），超过 120 万儿童和青少年患有 1 型糖尿病。一半以上（54%）在 15 岁以下；全球估计有 2.4 亿人糖尿病人未确诊；2021 年糖尿病导致 670 万人死亡。

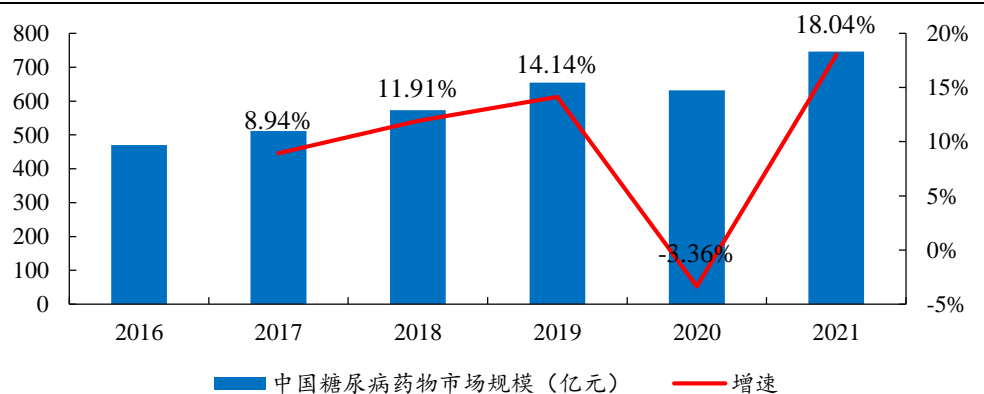
表4：糖尿病患者人数（20 岁至 79 岁）排名前十的国家（百万）

国家	2021	2045
中国	140.9	174.4
印度	74.2	124.9
巴基斯坦	33	62.2
美国	32.2	36.3
印度尼西亚	19.5	28.6
巴西	15.7	23.2
墨西哥	14.1	22.3
孟加拉国	13.1	21.2
日本	11	20
埃及	10.9	13.4

数据来源：IDF《全球糖尿病地图（第 10 版）》、开源证券研究所

IDF 预测，2045 年，全球糖尿病人预计达到 7.8 亿，中国成年发病人数预计突破 174 万人。近年来，除了 2020 年糖尿病市场规模为负增长之外，其余年份的糖尿病药物市场规模增速长期在 10% 以上，2021 年的增速达到了 18.04%。

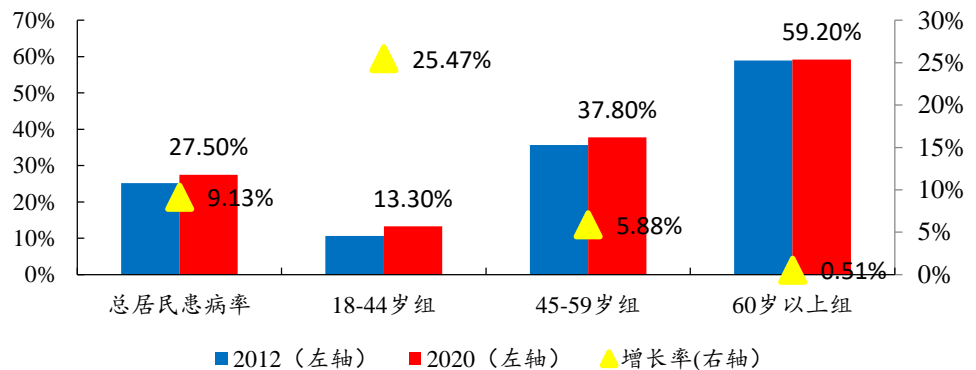
图13：2021 年，我国糖尿病药物市场规模增长率突破了 18%



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

2.2、高血压药市场：患者群体年轻化，总增长率 27.5%

高血压是一种常见的心血管慢性疾病。近年来，人口老龄化、生活水平提高、生活习惯改变等因素共同作用，导致了我国高血压患者人数不断增多。

图14：患者群体年轻化，18-44 年龄组增长率高达 25.47%


数据来源：《中国卫生健康统计年鉴（2021）》、开源证券研究所

据《2021 中国卫生健康统计年鉴》数据，2020 年，我国 18 岁以上人群高血压患病率为 27.5%，60 岁以上的老人患病率逼近 60%，而患病率最低的 18-44 岁区间的患病人数在 2012 到 2020 期间的增长率高达 25.47%。考虑到我国人口基数，未来高血压用药市场较大。

2.3、仿制药市场：“集采”政策推动“仿制药替代”效应持续加强

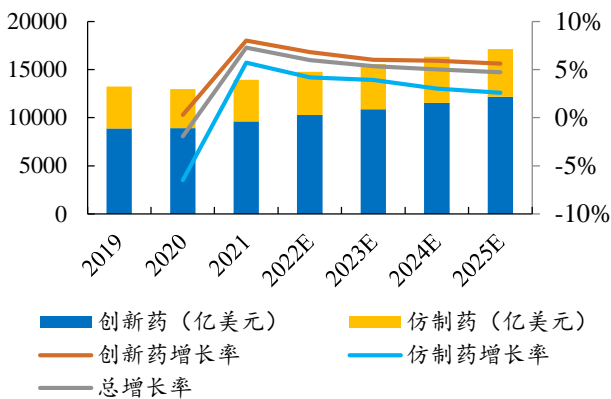
从专利角度，药品（中药产品除外）可以分为专利药、原研药、仿制药等。专利药是最早研发并提出专利申请并获得专利保护的商品名药品，一般有 17-20 年的保护期，在保护期内，其他企业未经许可不能仿制和销售。当专利药过了专利保护期，由原生产商生产的药品称为原研药。当专利药过了专利保护期，其他生产商生产仿制出的药品称为仿制药。

Evaluate Pharma 此前发布的一份报告显示，药品专利到期预计将于 2022-2026 年间使全球 2140 亿美元的处方药面临市场销售风险。根据 CPM 数据，2021、2022 年专利到期药物分别为 38 种、29 种。大批世界级畅销专利名药相继到期为国际通用市场的繁荣提供了强大原动力，进而带动 API 需求量持续增加。

2019 年 9 月，第一批国家药品“集采”扩展到全国范围。在首批国家“集采”的 25 种药品中，中选仿制药达 22 个，占 88%。2021 年，开展胰岛素专项采购，首次将集采从化学药品拓展到生物药领域。2022 年来，不论是国采还是地方集采，“提速扩面”将成为带量采购的核心关键。截至 2022 年 2 月，国家集采已经开展六批 7 轮（含“4+7 扩围集采”），覆盖 234 种药品，涉及金额约 2400 亿元，占公立医疗机构化药和生物药采购金额约 30%。除第六批胰岛素专项集采外，前五批针对的均为化药领域，覆盖 218 个品种。

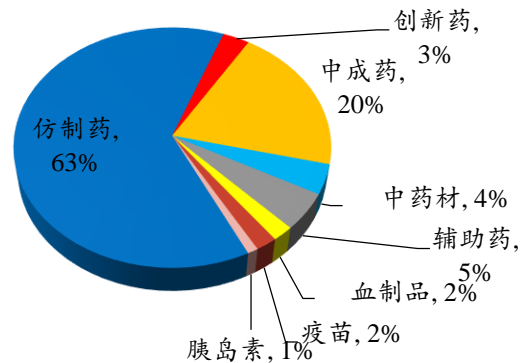
随着“集采”政策的持续实施，用药结构不断优化，“仿制药替代”效应持续加强。2021 年中选仿制药市场份额从实施前一年的 27.1% 增长到 84.4%，原研药市场份额从实施前一年的 28.9% 下降至 11.7%。

图15: 2021年全球医药市场规模达到13934亿美元



数据来源: 观研天下、开源证券研究所

图16: 2020年, 中国药品市场结构仿制药占比最高



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

目前, 在中国医药工业市场上, 仿制药占据了 70%以上的市场份额, 占比远超原研药; 90%以上的制药企业为仿制药生产企业, 大部分医药企业依旧以生产仿制药为主要业务。中国仿制药行业市场规模在过去五年间快速增长, 由 2014 年的 6,510.3 亿元增长至 2018 年的 7,792.1 亿元, 年复合增长率达 4.6%。近五年来, 得益于人口老龄化程度加剧、中国重磅专利药的持续到期以及政策支持等因素的影响, 中国仿制药行业市场规模持续快速增长。

趋势上, 率先通过一致性评价的仿制药迎来发展契机。多项政策加速推进我国仿制药一致性评价工作。率先通过一致性评价的品种市场份额大概率会大大提高, 同时还有机会获得优先采购权, 不仅有价格优待权, 还有社保部的医保报销支持。而在一致性评价中落下的低质量的仿制药等同于被迫退出医院市场, 未进入前三名的产品, 市场份额将会被优先通过一致性评价的产品逐渐占领, 行业集中度将进一步提升, 产品质量也将进一步提高。

表5: 政策推进仿制药的一致性评价

时间	政策	内容
2016年2月	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	明确评价对象和时限。化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药, 凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的, 均须开展一致性评价; 确定参比制剂遴选原则。参比制剂原则上首选原研药品, 也可以选用国际公认的同种药品; 合理选用评价方法。药品生产企业原则上应采用体内生物等效性试验的方法进行一致性评价
2017年1月	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	制药审评严格按照与原研药质量和疗效一致的原则进行; 加快推进已上市仿制药质量和疗效一致性评价
2018年4月	《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	制定鼓励仿制的药品目录; 加强仿制药技术攻关; 完善药品知识产权保护; 加快推进仿制药质量和疗效一致性评价工作; 提高药用原辅料和包装材料质量; 提高工艺制造水平等。
2020年3月	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	做好仿制药质量和疗效一致性评价受理与审评, 通过完善医保支付标准和药品招标采购机制, 支持优质仿制药研发和使用, 促进仿制药替代
2020年5月	《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》	已上市的化学药品注射剂仿制药, 未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的品种均需开展一致性评价。药品上市许可持有人应当依据国家药品监督管理局发布的《仿制药参比制剂目录》选择参比制剂, 并开展一致性评价研发申报
2021年1月	《国务院办公厅关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化	对通过仿制药质量和疗效一致性评价的药品优先纳入采购范围。挂网药品通过一致性评价的仿制药数量超过3个的, 在确保供应的前提下, 集中带量采购不再选用未通

时间	政策	内容
	开展的意见》	过一致性评价的产品
2021年12月	《关于不再接收一致性评价品种整改资料的通知》	CDE不再接收申请人提交的一致性评价品种现场检查相关资料

资料来源：NMPA 官网、开源证券研究所

2022 年全球仿制药市场规模达 22,273.96 亿元，中国仿制药市场规模达 5,869.19 亿元，据贝哲斯咨询预测，2028 年全球仿制药市场规模预计增长至 40,478.79 亿元，2022-2028 预测期间 CAGR 有望达到 10.58%。

3、公司看点：拓展产品多样化，打造品牌细分市场壁垒

德源药业是一家专注于内分泌治疗药物研发、生产、销售近 20 年的医药制造企业，拥有丰富的药品规模化生产管理和质量控制经验。把药品质量作为企业经营的根本，设立质量部对产品质量进行全面控制，设立研究所对产品质量不断深化改进。德源药业以 GMP 要求为基准，建立了质量方针、质量目标、质量策划、质量控制、质量保证和质量改进等一系列质量管理体系，形成完备的质量管理体系。

在研究创新方面，德源药业为“国家级博士后科研工作站”、“江苏省科技型中小企业”、“江苏省企业技术中心”、“省级工程技术研究中心”以及“省级博士后创新实践基地”目前一共获 20 项授权专利，研发费用率稳定保持 10% 以上。

品牌优势：主要产品在细分市场中均取得了一定的占有率。先后打造出“瑞彤”、“复瑞彤”等多个行业知名品牌，主要产品在细分市场中均取得了一定的占有率。根据公司的招股书数据，2019 年公司盐酸吡格列酮片（瑞彤）市场占有率 19.54%，排名第二；吡格列酮二甲双胍片（复瑞彤）市场占有率 6.79%，排名第二；盐酸二甲双胍缓释片市场占有率 0.87%，排名第十三；那格列奈片（唐瑞）市场占有率 25.97%，排名第二；坎地氢噻片（波开清）市场占有率 100%，在糖尿病等领域树立了良好企业知名度与较强的品牌优势。

产品优势：德源药业的主要产品盐酸二甲双胍缓释片（0.5g）于 2018 年 11 月通过一致性评价；那格列奈片（0.12g）于 2019 年 11 月通过一致性评价；盐酸吡格列酮片（30mg）于 2019 年 12 月通过一致性评价；吡格列酮二甲双胍片于 2020 年 7 月通过一致性评价。上述主要产品药品均为全国首家通过一致性评价，根据国家一致性评价相关政策，德源的产品优先通过一致性评价，为保持并不断提高市场份额提供了先发优势和壁垒优势。

除上述产品外，德源降压药产品“波开清”（坎地氢噻片、原国家 3 类新药），2011 年在国内首家上市，至今为国内独家产品，预计未来一段时间内仍为国内独家产品，其治疗效果佳，临床需求潜力大，有望成为重要销售品种之一，进一步提高行业竞争优势。

4、盈利预测与投资建议

德源药业专注于内分泌领域药物为主的研发、生产和销售，产品以治疗 2 型糖尿病类的药物为主力产品，高血压类药物为近年来高增长产品类别，其他类别的产品发展也有有效的增加德源产品多样化，带领公司业务收入稳步增长。

我们预计德源药业 2022-2024 年的归母净利润分别为 9,004/10,938/14,192 万元，

对应 EPS 分别为 1.38/1.68/2.18 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 12.4/10.2/7.9 倍。近年来仿制药一致性检验的推进和德源对创新研究的投入，德源的可比公司对应 2022 年 PE 预测均值为 25.1，估值水平较可比公司估值均值比较低，首次覆盖给予“增持”评级。

表6：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）

公司名称	股票代码	收盘价	总市值	PE TTM	EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
华润双鹤	600062.SH	17.76	185.28	17.19	1.07	1.20	1.32	16.26	14.51	13.25
北陆药业	300016.SZ	6.63	32.62	67.23	0.58	0.73		16.30	12.90	
甘李药业	603087.SH	33.99	190.87	21.63	0.77	0.97	1.31	49.39	39.23	29.03
通化东宝	600867.SH	8.78	175.04	9.63	0.82	0.59	0.67	10.93	15.30	13.22
博雅生物	300294.SZ	32.11	161.91	38.04	0.97	1.09	1.36	32.94	29.15	23.30
均值		19.46	19.85	30.74	0.84	0.92	1.17	25.16	22.22	19.70
德源药业	832735.BJ	17.12	11.17	12.71	1.38	1.68	2.18	12.4	10.2	7.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：北陆药业预测数据来自开源证券，其他可比公司预测数据来自 Wind，数据截至 20221024）

5、风险提示

产品研发风险、主要原辅材料供应风险、在售药品一致性评价风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	253	617	683	790	939
现金	78	368	386	448	540
应收票据及应收账款	128	145	161	167	183
其他应收款	0	0	2	0	2
预付账款	5	4	5	6	7
存货	39	48	59	80	76
其他流动资产	3	51	70	90	130
非流动资产	183	221	222	225	212
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	98	149	150	155	143
无形资产	20	52	50	48	46
其他非流动资产	65	20	21	23	23
资产总计	436	838	905	1016	1151
流动负债	90	115	112	131	143
短期借款	33	33	33	33	33
应付票据及应付账款	17	25	33	38	48
其他流动负债	41	58	46	60	61
非流动负债	14	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	31	31	31	31
负债合计	104	147	143	162	174
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	46	65	65	65	65
资本公积	86	396	396	396	396
留存收益	200	261	328	412	520
归属母公司股东权益	332	691	762	854	977
负债和股东权益	436	838	905	1016	1151

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	55	91	82	119	154
净利润	64	78	90	109	142
折旧摊销	12	20	20	22	24
财务费用	1	-5	-7	-7	-7
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-27	-21	-21	-7	-5
其他经营现金流	5	20	1	1	1
投资活动现金流	-12	-99	-39	-46	-51
资本支出	20	53	20	26	11
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	8	-47	-19	-19	-40
筹资活动现金流	-17	297	-26	-11	-11
短期借款	-0	-0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	20	0	0	0
资本公积增加	3	309	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-32	-26	-11	-11
现金净增加额	26	289	17	62	93

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	397	514	642	790	987
营业成本	69	112	134	180	210
营业税金及附加	6	7	10	12	15
营业费用	169	220	263	308	375
管理费用	40	52	67	83	109
研发费用	40	56	77	95	128
财务费用	1	-5	-7	-7	-7
资产减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	4	11	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	77	82	105	127	164
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	75	82	104	126	164
所得税	11	4	14	17	22
净利润	64	78	90	109	142
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	64	78	90	109	142
EBITDA	87	92	114	138	175
EPS(元)	0.98	1.19	1.38	1.68	2.18

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	27.9	29.6	24.9	23.1	24.9
营业利润(%)	41.4	6.7	27.8	21.3	29.7
归属于母公司净利润(%)	36.6	21.7	15.6	21.5	29.7
获利能力					
毛利率(%)	82.5	78.2	79.1	77.2	78.7
净利率(%)	16.1	15.2	14.0	13.8	14.4
ROE(%)	19.3	11.3	11.8	12.8	14.5
ROIC(%)	16.7	9.0	9.9	10.9	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	23.9	17.5	15.8	16.0	15.1
净负债比率(%)	-9.0	-42.1	-42.2	-44.9	-48.7
流动比率	2.8	5.3	6.1	6.0	6.6
速动比率	2.3	4.9	5.5	5.4	6.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	4.9	5.8	6.5	6.5	7.7
应付账款周转率	4.9	7.2	6.5	6.8	6.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.19	1.38	1.68	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.40	1.26	1.82	2.36
每股净资产(最新摊薄)	5.09	10.60	11.68	13.08	14.98
估值比率					
P/E	17.4	14.3	12.4	10.2	7.9
P/B	3.4	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	12.5	8.5	6.4	4.7	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn