

德源药业 (832735.BJ)
首家通过坎地氢噻片一致性评价, 销售结构得以优化

2022年12月08日

——北交所信息更新

投资评级: 增持 (维持)
诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

日期	2022/12/7
当前股价(元)	17.89
一年最高最低(元)	27.33/14.51
总市值(亿元)	11.67
流通市值(亿元)	8.03
总股本(亿股)	0.65
流通股本(亿股)	0.45
近3个月换手率(%)	9.05

北交所研究团队
● 全国首家通过坎地氢噻片仿制药一致性评价, 维持“增持”评级

12月5日, 德源药业收到国家药品监督管理局下发的《药品补充申请批准通知书》: 药品坎地氢噻片已通过仿制药质量和疗效一致性评价。坎地氢噻片由血管紧张素II受体抑制剂(ARB)坎地沙坦酯和利尿剂氢氯噻嗪组成的复方制剂。ARB在体内通过选择性地阻断血管紧张素II与AT1受体的结合, 产生降压效果。当氢氯噻嗪与ARB联合使用时, ARB使血钾水平略有上升, 能拮抗噻嗪类利尿剂长期应用所致的低血钾等不良反应。ARB+噻嗪类利尿剂联合用药方案是我国高血压防治指南临床主要推荐应用的优化联合治疗方案中的一种。目前, 坎地氢噻片已被纳入2021版国家医保目录乙类产品。坎地氢噻片是由武田及其授权的企业阿斯利康共同开发, 2000年5月在瑞典首次上市, 2000年9月获得美国FDA批准, 商品名为: Atacand HCT。据公司公告, 目前在国内, 德源药业为该复方首家, 也是唯一一家持有批准文号的企业, 有利于提升该药品的市场竞争力, 为将来销售增长奠定坚实的基础。我们维持预计公司2022-2024的归母净利润分别为0.9/1.09/1.42亿元, 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12.9/10.6/8.2倍, 维持“增持”评级。

● 2022Q1-Q3 营收同比增长25%, 主推产品销售大幅增长, 销售结构优化

根据公司三季度报告, 公司前三季度营收4.7亿元(+24.74%); 归母净利润7,017.11万元(+26.68%)。坎地氢噻片(波开清)市占率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。重点推广的复瑞彤(吡格列酮二甲双胍片)和波开清销售有较大幅增长, 2015年二者销售占比为3.9%, 2018年已提高至15.62%; 2022年1-9月, 复瑞彤和波开清的销售收入同比增长56.49%, 销售占比由2021年1-9月的41.48%上升到2022年1-9月的52.04%, 7-9月销售收入同比增长36.82%, 销售占比由2021Q3的45.54%增至2022Q3的50.07%, 市场潜力良好, 产品销售结构优化, 有助于公司整体毛利率水平的稳定与提升。

● 风险提示: 国家政策变化、市场环境变化、产品研发风险等。

相关研究报告

《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》
-2022.11.14

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)	18.1	14.9	12.9	10.6	8.2
P/B(倍)	3.5	1.7	1.5	1.4	1.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

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	18.1	14.9	12.9	10.6	8.2
P/B	3.5	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	13.0	9.0	6.8	5.0	3.2

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（outperform）	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（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	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（underperform）	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9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