

德源药业 832735.BJ

医药生物行业

分析师：吴春红

执业证书编号：S1410524050001

投资评级： 买入（首次）

当前价格： 34.8元

市场数据

总股本(百万股)	78.21
A股股本(百万股)	78.21
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	88.44
12个月最高/最低(元)	39.99/16.22
第一大股东	李永安
第一大股东持股比例(%)	10.38
上证综指/沪深300	3309.78/3907.04

数据来源：聚源注：2024年11月27日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	9.15	-30.55	-9.32
绝对收益	8.07	64.31	3.74

数据来源：聚源注：相对收益与北证50相比

相关研究报告

以仿促创，加速创新药研发，领跑国内慢性病市场

投资要点：

- ◆国内慢性病领域的领先企业。江苏德源药业股份有限公司作为一家深耕内分泌治疗药物领域的医药制造企业，凭借丰富的产品线、稳定的销售渠道、持续的研发投入以及良好的财务状况，展现出较强的竞争优势与发展潜力。公司在糖尿病和高血压治疗领域拥有广阔的市场空间，有望实现业绩的稳步增长。公司通过持续的研发创新和市场拓展，致力于成为国内慢性病领域的领先企业。
- ◆公司坚持“以仿为主、仿创结合、以仿养创”的产品研发策略。公司通过自主研发、合作开发、项目引进等方式进一步丰富产品管线。2024H1公司拥有24个化学药品注册批件和14个原料药批准在上市制剂中使用，在售产品13个。公司产品包括吡格列酮片、盐酸二甲双胍缓释片、复瑞彤（吡格列酮二甲双胍片）、唐瑞（那格列奈片）、波开清（坎地氢噻片）等多种治疗糖尿病和高血压的药物。吡格列酮片在市场上具有较高的安全性评价，且公司市场份额较高。公司对研发创新高度重视，2024H1研发投入同比增长69.74%，占营业收入的15%。
- ◆营收和净利稳定增长。公司近年营收和净利稳定增长，糖尿病用药占比超60%，高血压用药稳步提升。从单季度看，营收增长率趋势从2023Q4开始扭转，归母净利润增长率趋势从2024Q1开始改善。利润增长的主要原因是销售收入稳步增长，产品销售毛利率和净利率均有所提升，管理效率提升，期间费用控制良好。
- ◆中国糖尿病与高血压用药市场潜力大。全球医药行业市场规模持续增长，预计到2027年将达到约1.9万亿美元。中国作为全球第二大药品消费市场，糖尿病患者人数居全球之首，预测2040年中国糖尿病患者数量将达到1.51亿人。为医药行业带来显著的市场需求增长。为公司提供了广阔的市场空间和发展机遇。
- ◆估值和投资建议：我们预计2024-2026年公司营业收入分别为831.33/990.78/1,136.63百万元，同比增长17.22%/19.18%/14.72%；2024-2026年公司归母净利润分别为159.34/242.73/257.52百万元，同比增长15.48%/52.33%/6.09%。当前市值对应2024-2026年PE分别为17.08/11.21/10.57倍。公司凭借持续的创新能力和稳健的财务基础，展现出较强的竞争优势与发展潜力，有望成为国内慢性病领域领先企业，预计公司业绩稳步增长。首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆风险提示：产品研发风险，行业竞争加剧的风险，主要原辅材料供应风险。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	635.05	709.21	831.33	990.78	1,136.63
增长率(%)	23.59%	11.68%	17.22%	19.18%	14.72%
归母净利润(百万元)	120.59	137.98	159.34	242.73	257.52
增长率(%)	54.82%	14.42%	15.48%	52.33%	6.09%
ROE(%)	14.75%	14.55%	14.76%	18.71%	16.85%
EPS最新摊薄(元/股)	1.54	1.76	2.04	3.10	3.29
P/E(倍)	22.57	19.73	17.08	11.21	10.57
P/B(倍)	3.33	2.87	2.52	2.10	1.78

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司介绍：内分泌治疗领域的创新者与领航者	1
1.1 发展历程：二十而砺·德启未来，从初创到辉煌	1
1.2 公司荣誉：国家级博士后科研工作站诸多荣誉	2
1.3 公司股权结构相对稳定	4
1.4 公司高管团队稳定并拥有丰富的管理经验	4
1.5 公司产品线丰富及客户关系稳固，持续加大研发创新	6
1.5.1 公司拥有丰富的产品线	6
1.5.2 公司建立了稳定的医药合作关系	17
1.5.3 研发策略：仿创结合，自主研发与合作开发双轮驱动	18
2 财务分析：聚焦糖尿病与高血压用药市场，营收利润双增长	20
2.1 公司糖尿病用药占比超 60%，高血压用药稳步提升	20
2.2 近五年营业收入和净利稳定增长	22
2.3 管理效率提升，研发费用率稳健增长	23
3 行业分析：国内糖尿病患者居全球之首	24
3.1 全球医药行业市场规模持续增长	24
3.2 全球人口增长与老龄化趋势凸显	26
3.3 公司主要产品所在糖尿病和高血压领域分析	26
3.3.1 中国的糖尿病患者人数居全球之首	27
3.3.2 国内成年人高血压患病率约为 27.5%	28
4 盈利预测及估值	29
4.1 盈利预测	29
4.2 估值及建议	31
5 风险提示	32

图表目录

图 1、发展历程	2
图 2、公司荣誉：国家级高新技术企业	3
图 3、公司荣誉：省级企业技术中心	3
图 4、公司荣誉：国家级博士后工作站等 18 项荣誉	3
图 5、公司一致行动人股份明细图	4
图 6、公司股权结构	4
图 7、吡格列酮作用机制	8
图 8、吡格列酮和胰岛素联用，进一步提高治疗效果	8
图 9、吡格列酮市场份额占比（2019 年），公司位居第二	9
图 10、二甲双胍降糖机制	9
图 11、二甲双胍缓释片和普通剂型对比	9
图 12、二甲双胍市场份额分布（2019 年），公司位列第十三位	10
图 13、吡格列酮二甲双胍降糖机制	10
图 14、吡格列酮二甲双胍与二甲双胍单药降糖效果对比	10
图 15、吡格列酮二甲双胍与其他复方制剂降糖效果对比	11
图 16、吡格列酮二甲双胍与磺脲类复方制剂对比	11

图 17、吡格列酮二甲双胍市场份额分布（2019 年），公司位居第二	11
图 18、那格列奈降糖机制	12
图 19、那格列奈低血糖发生率对比	12
图 20、那格列奈市场分布情况（2019 年），公司位居第二	12
图 21、波开清作用机理	13
图 22、波开清的降压效果	13
图 23、甲钴胺作用机理	14
图 24、甲钴胺和进口弥可保的生物等效性对比	14
图 25、公司二甲双胍恩格列净片	15
图 26、医药行业的产业链	17
图 27、公司四大研发平台	19
图 28、公司科研成果	20
图 29、公司近年产品用药营业收入占比情况	20
图 30、公司产品营收占比（单位：万元）	20
图 31、公司按产品分类的营业收入分布（单位：万元）	21
图 32、公司营业收入近五年增长情况（单位：亿元）	22
图 33、公司归母净利润近五年增长情况（单位：亿元）	22
图 34、公司单季度营业收入增长率和净利润增长率趋势分析	22
图 35、公司近五年销售毛利率和销售净利率变化趋势	23
图 36、公司近五年三大费用率变化趋势	23
图 37、公司近五年三大费用以及同比增长率趋势分析（单位：亿元）	24
图 38、全球医药市场预测	24
图 39、全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势	25
图 40、全球药品支出规模（2021 年，单位：亿美元）	25
图 41、全球人口增长情况	26
图 42、中国老龄化问题凸显	26
图 43、1 型糖尿病，2 型糖尿病特征	27
图 44、糖尿病类型	27
图 45、全球糖尿病人口分布情况	28
图 46、中国糖尿病药物市场规模（单位：亿元）	28
表 1、公司管理团队	5
表 2、公司在售产品的具体情况(截至 2024Q3)	6
表 3、公司近年主要客户关系年度销售占比情况，国药控股稳居第一	17
表 4、公司研发项目情况（截止 2024H1）	18
表 5、公司产品 2024H1 财务分析(单位：元)	21
表 6、销售收入结构预测	30
表 7、可比公司估值	31

1 公司介绍：内分泌治疗领域的创新者与领航者

江苏德源药业股份有限公司（德源药业）成立于2004年，于2021年11月在北京证券交易所首批上市，公司在售产品涉及内分泌、心血管、泌尿、神经科学和罕见病等治疗领域，其中糖尿病市场是一个超长的广泛流行的慢性病赛道，公司拥有完整的管线布局，基本实现了除胰岛素外的全靶点覆盖。公司共有三个厂区，总占地面积25.8万平方米。其中，制剂工厂拥有国内领先的智能车间系统，实现了产业智能化、自动化。2020年公司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。

1.1 发展历程：二十而砺·德启未来，从初创到辉煌

公司历经二十多年的发展，成为一家专注于内分泌治疗药物研发、生产、销售的医药制造企业。

初创与奠基阶段（2003-2010年）

2003年：公司正式筹建，标志着公司内分泌治疗药物研发之旅的起点。

2005年：固体制剂一期项目竣工，为公司发展提供了坚实的基础。

2009年：公司被认定为国家高新技术企业，标志着其在内分泌治疗药物研发领域的实力得到了国家层面的认可。

2010年：原料药及研发中心项目竣工，提升了公司产业化水平。

快速发展与转型阶段（2012-2019年）

2012年：质检中心项目竣工，确保了公司产品质量的稳定性和可靠性。

2013年：吡格列酮二甲双胍片被认定为“国家重点新产品”。

2014年：完成股份制改造，更名为“江苏德源药业股份有限公司”，为公司的上市奠定了坚实的基础。

2019年：南京德源药业有限公司成立，标志着公司进入集团化运营阶段。

上市与持续创新阶段（2020-2023年）

2020年：固体制剂二期项目竣工，增强公司的生产能力和市场竞争力。

2021年：成为北京证券交易所首批上市企业，标志着公司进入了资本市场，为公司的发展提供了更多的融资渠道。

2022年：公司坎地氢噻片全国首家通过一致性评价，阿卡波糖片获得国家药品监督管理局颁发的药品注册证书，并视同通过一致性评价。此外，公司还获得了多项发明专利，显示了公司在研发和创新方面的强大实力。

2023年：公司在多个药品研发、注册和卡格列净片专利保护等方面取得了显著成就，进一步巩固了其在内分泌治疗药物领域的领先地位。

展望（2024年及以后）

公司计划2024年上半年增产3亿片制剂，并预计同年12月新原料药和制剂生产基地一期工程试产，将大幅提升产能。截至2024年三季度，公司在非布司他片、西格列汀二甲双胍片(II)、二甲双胍恩格列净片(III)、甲钴胺片、利格列汀片、羟苯磺酸钙胶囊等药品获得注册证书和一致性评价，标志着公司产品线进一步丰富和市场竞争力的提升。这些药品的上市将为患者提供更多治疗选择，也为公司带来更多的市场机遇。

公司将继续秉承“专注内分泌治疗药物研发，为患者提供高质量药品”的企业使命，不断加大研发投入，提升创新能力，努力成为内分泌治疗药物领域的领军企业。同时，公司也将积极拓展国内外市场，加强与国内外知名企业和研究机构的合作与交流，共同推动内分泌治疗药物行业的发展和进步。

图1、发展历程



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

1.2 公司荣誉：国家级博士后科研工作站诸多荣誉

公司被认定为“国家级高新技术企业”、“省级企业技术中心”、“国家级博士后工作站”、“省级工程技术研究中心”和“省优秀企业技术中心”。公司产品吡格列酮二甲双胍片被科技部认定为“国家重点新产品”、荣获“江苏省高新技术产品”、“江苏省医药行业优秀品牌奖”等20多项荣誉和认证。

图 2、公司荣誉：国家级高新技术企业



图 3、公司荣誉：省级企业技术中心



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

图 4、公司荣誉：国家级博士后工作站等 18 项荣誉



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

1.3 公司股权结构相对稳定

公司股权结构相对稳定。截至 2024 年三季报公告显示，公司一致行动人李永安、陈学民、徐根华、范世忠与何建忠直接持有公司 29.74% 的股份。

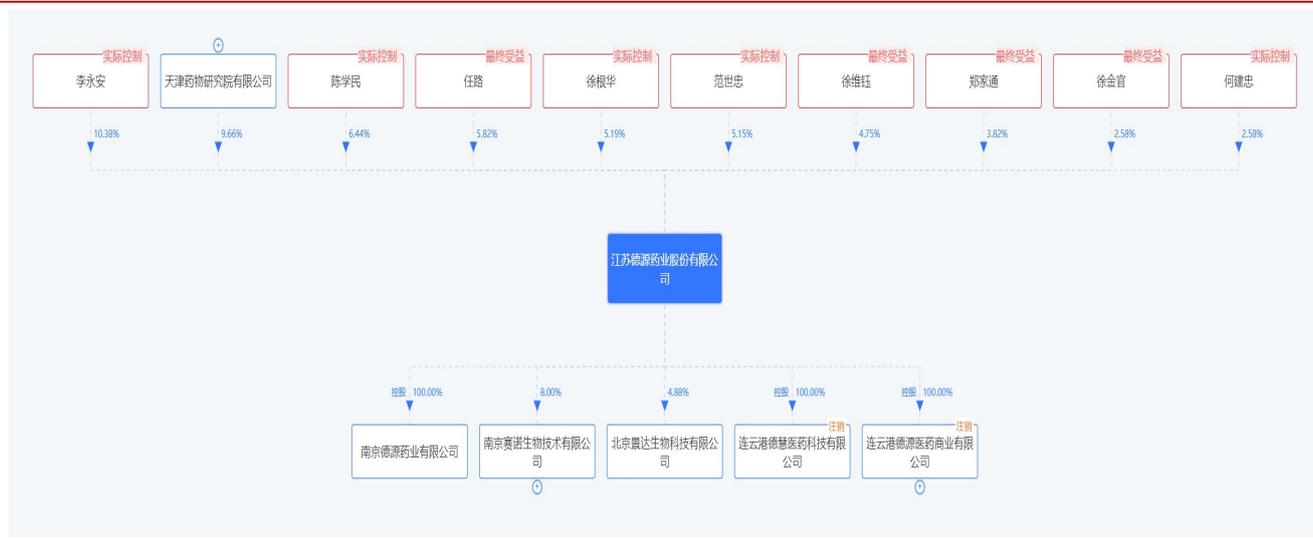
图 5、公司一致行动人股份明细图



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

此外，李永安、徐根华、何建忠通过其控制的威尔科技间接持有公司 1.05% 的股份，上述 5 名自然人合计持有公司 30.78% 的股份。上述 5 名自然人股东均承诺在股东大会及董事会行使一致的表决权，且一致表决权的行使对公司股东大会、董事会的重大决策和公司生产经营活动能产生重大影响。

图 6、公司股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.4 公司高管团队稳定并拥有丰富的管理经验

公司高管团队多位成员在公司服务多年，不仅深入认同公司的文化、战略与业务，更凭借深厚的行业背景、丰富的管理经验，确保了公司战略的连

续性和稳定性，为公司的长期发展奠定了坚实基础。其中，董事长兼总经理陈学民，以其深厚的专业技术背景及丰富的医药企业工作经验，对行业的技术研发及管理拥有独到见解，成为引领公司持续增长和创新发展核心力量。

表 1、公司管理团队

姓名	职务	个人简历
陈学民	总经理, 董事长	1968 年 1 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，1990 年 7 月毕业于华东理工大学（原华东化工学院）化学制药专业，本科学历，高级工程师，执业药师。1990 年 8 月至 1993 年 1 月任连云港制药厂实验室及车间技术员；1993 年 1 月至 1998 年 3 月任连云港市医药管理局科技科科员；1998 年 3 月至 2004 年 10 月曾先后任连云港恒瑞集团有限公司发展部副部长、副总经理；2004 年 10 月至 2014 年 11 月任江苏德源药业有限公司董事、总经理；2014 年 12 月至今任江苏德源公司董事、总经理。
范世忠	副总经理, 董事	1968 年 11 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，1990 年 8 月毕业于北京大学国民经济管理专业，本科学历。1990 年 8 月至 1999 年 12 月在江苏经济管理干部学院担任讲师；2000 年 1 月至 2004 年 12 月任教于南京财经大学，任广告教研室主任；2004 年 12 月至 2014 年 11 月任江苏德源药业有限公司董事、副总经理；2014 年 12 月至今任江苏德源药业股份有限公司董事、副总经理。
王齐兵	财务负责人, 董事会秘书, 副总经理	1979 年 1 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，2002 年 6 月毕业于武汉纺织大学（原武汉科技学院）会计学专业，大学本科学历，注册会计师（非执业），CIE 职业领导之财务管理高级技师，会计师职称。2002 年 6 月至 2005 年 1 月就职于连云港中金医药包装有限公司（现江苏中金玛泰医药包装有限公司）财务部；2005 年 2 月至 2012 年 12 月任江苏德源药业有限公司财务部经理；2013 年 1 月至 2014 年 11 月任江苏德源财务总监；2014 年 12 月至 2015 年 8 月任江苏德源公司财务负责人、董事会秘书；2015 年 8 月至今任江苏德源药业公司副总经理、财务负责人、董事会秘书。
杨汉跃	副总经理, 研究所所长	1971 年 3 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，1994 年 7 月毕业于南京大学应用化学专业，大学本科学历，2010 年 12 月毕业于南京大学化学工程专业，硕士学位，正高级工程师，执业药师。1994 年 7 月至 2000 年 12 月任江苏省台南盐场化工厂生产科科员、副科长、技术科科长；2001 年 1 月至 2002 年 4 月任江苏恒瑞医药股份有限公司研究所研究员；2002 年 5 月至 2004 年 12 月任连云港恒瑞集团有限公司发展部科员；2005 年 1 月至 2014 年 11 月任江苏德源药业公司研发总监、研究所所长；2014 年 12 月至 2015 年 8 月任江苏德源药业公司研发总监、研究所所长；2014 年 12 月至今任江苏德源药业股份有限公司副总经理、研究所所长。
张慧	副总经理	1980 年 8 月出生，中国国籍，大学本科学历。2004 年 10 月至 2006 年 5 月任江苏德源药业有限公司业务部员工；2006 年 6 月至 2006 年 12 月任江苏德源药业有限公司业务部副经理；2007 年 1 月至 2014 年 11 月任江苏德源药业有限公司业务部经理；2014 年 12 月至 2021 年 12 月任江苏德源药业股份有限公司业务部经理；2014 年 12 月至 2023 年 12 月任江苏德源药业股份有限公司职工代表监事；2022 年 1 月至今任江苏德源药业股份有限公司业务总监；2019 年 2 月至今任南京德源药业有限公司监事。
贾鹏	董事	1984 年 5 月，硕士，中国。2009.07-2013.09 国药集团中国国际医药卫生公司国际医疗合作部经理；2013.10-2018.02 华润医疗集团投资发展部投资总监；2018.03-2020.10 招商局集团健康产业事业部投资总监；2020.10-2021.11 天津药物研究院有限公司副总经理兼董事会秘书；2021.10-至今天津泰普沪亚医药科技有限责任公司（中美合资）董事长；2021.10-至今海南帕克生物科技有限公司董事长；2021.12-至今天津药物研究院有限公司常务副总经理兼董事会秘书；2022.01-至今天融（香港）医药科技有限公司董事。
李睿	副总经理, 董事	1986 年 5 月出生，中国国籍，大学本科学历。2008 年 9 月至 2009 年 12 月任日本三信贸易株式会社销售工程师；2010 年 1 月至 2013 年 2 月任江苏德源药业股份有限公司无锡办事处经理；2013 年 3 月至 2014 年 11 月任江苏德源药业有限公司河南销售事业部总经理；2014 年 12 月至 2018 年 5 月任江苏德源药业股份有限公司河南销售事业部总经理；2018 年 6 月至今任江苏德源药业股份有限公司健康安全环保总监；2022 年 1 月至今兼任江苏德源药业股份有限公司综合生产基地建设项目负责人；2023 年 12 月至今任江苏德源药业股份有限公司董事。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.5 公司产品线丰富及客户关系稳固，持续加大研发创新

公司专注于糖尿病、高血压等多个治疗领域的药品销售，凭借坚实的合作基础和全国性的销售网络，为各大医疗终端提供卓越服务。在激烈的市场角逐中，公司面临两大劲敌：一是国外医药巨头及国内合资企业，它们以出口原研药为主导，部分合资企业亦涉足仿制药市场，直接与公司形成竞争态势，其中不乏日本武田药品工业株式会社、百时美施贵宝等国际知名企业，以及北京诺华制药有限公司等合资企业；二是国内仿制药制造商，它们同样在公司核心业务领域内展开直接竞争，如杭州中美华东制药有限公司等。据药学会重点城市样本医院销售数据统计，2021 年公司产品在市场上表现突出：二甲双胍缓释片市场份额达 1.42%，那格列奈片高达 67.05%，吡格列酮二甲双胍片占 12.49%，盐酸吡格列酮占 23.54%，而坎地氢噻片占 100%。公司持续拓宽慢性病治疗领域的产品线，并已累计获得 21 项专利授权，充分彰显了其在内分泌药物市场的强大竞争力和广阔的发展前景。

1.5.1 公司拥有丰富的产品线

截至 2024 年 H1，公司拥有化学药品注册批件 24 个，另有 14 个原料药批准在上市制剂中使用。公司在售产品 13 个，涉及糖尿病、高血压、周围神经病变、膀胱过度活动症等治疗领域。公司产品主要包括：瑞彤（盐酸吡格列酮片），唐瑞（那格列奈片），复瑞彤（吡格列酮二甲双胍片）、波开清（坎地氢噻片），盐酸二甲双胍缓释片等。其中公司的盐酸吡格列酮片、盐酸二甲双胍缓释片、那格列奈片荣获“江苏省医药行业优秀产品品牌”，吡格列酮二甲双胍片荣获“国家重点新产品”“江苏省高新技术产品”“连云港市科技进步奖”“江苏省医药行业优秀产品品牌”。

表 2、公司在售产品的具体情况(截至 2024Q3)

序号	名称	规格	适用症	基药目录	医保目录	图片
1	瑞彤（盐酸吡格列酮片）	15mg、30mg	糖尿病	是	是	
2	盐酸二甲双胍缓释片	0.25g、0.5g、0.75g	糖尿病	是	是	

序号	名称	规格	适用症	基药目录	医保目录	图片
3	唐瑞(那格列奈片)	120mg	糖尿病	否	是	
4	复瑞彤(吡格列酮二甲双胍片)	15mg/500mg、 15mg/850mg	糖尿病	否	是	
5	波开清(坎地氢噻片)	8mg/12.5mg、 16mg/12.5mg	高血压	否	是	
6	甲钴胺胶囊	0.5mg	周围神经病变	是	是	
7	安立生坦片	5mg	肺动脉高压	否	是	
8	琥珀酸索利那新片	5mg	膀胱过度活动症	否	是	
9	依帕司他片	50mg	糖尿病性神经病变	否	是	
10	阿卡波糖片	50mg、0.1g	糖尿病	是	是	
11	卡格列净片	0.1g	糖尿病	否	是	

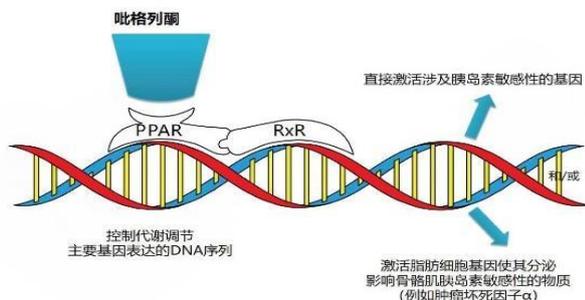
序号	名称	规格	适用症	基药目录	医保目录	图片
12	恩格列净片	10mg	糖尿病	否	是	
13	非布司他片	40mg	痛风	否	是	

资料来源：公司公告，公司官网，江海证券研究发展部

1、瑞彤（盐酸吡格列酮片）

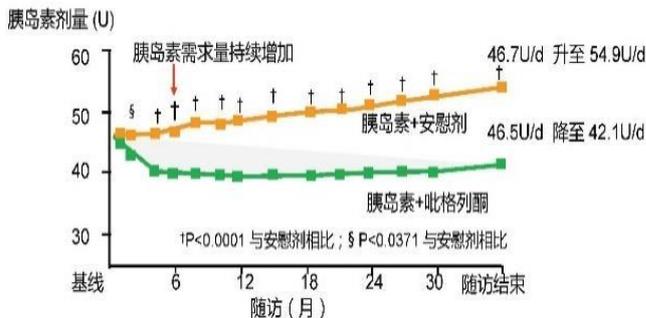
胰岛素抵抗是2型糖尿病重要的病理基础，吡格列酮直击胰岛素抵抗，保护β细胞，强效持久降糖。吡格列酮与细胞核特异性受体PPAR γ 结合，在基因和分子水平增加与葡萄糖和脂肪代谢有关的酶和蛋白质的表达，具有正向调节血脂，改善血压，保护心血管的功能，可以通过改善胰岛素抵抗调节代谢紊乱，也可以延缓IGT（葡萄糖耐量异常）进展为糖尿病。

图7、吡格列酮作用机制



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图8、吡格列酮和胰岛素联用，进一步提高治疗效果



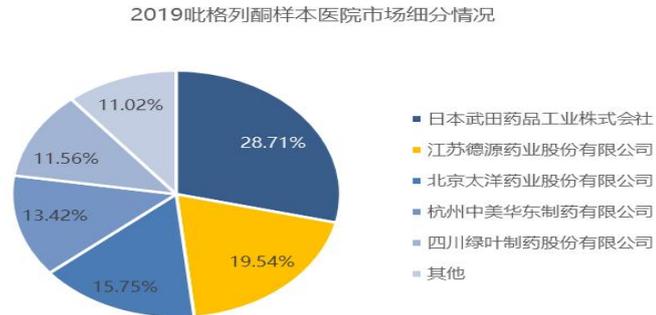
资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

公司生产的吡格列酮片安全性高，发生低血糖风险低，肾功能不全患者使用无须调整剂量，并且长期服用吡格列酮可降低心梗、卒中、全因死亡等心血管事件的发生，减少大血管事件的发生率，延缓动脉粥样硬化的进展，降糖同时带来更多获益。公司盐酸吡格列酮片（30mg）于2019年12月全国首家通过一致性评价，在一致性评价实验中，公司生产的盐酸吡格列酮片（30mg）功效与国外原研药“艾可拓”做到了基本一致。

根据药学会重点城市样本医院销售数据显示，2019年我国国内吡格列酮销售排名前5位的为日本武田药品工业株式会社的“艾可拓”、德源药业的“瑞彤”、北京大洋药业股份有限公司的“艾汀”、杭州中美华东制药有限公司的“卡司平”、四川绿叶制药股份有限公司的“贝唐宁”占据了88.98%

的份额。其中德源药业的市场份额为 19.54%，位居第二位。

图 9、吡格列酮市场份额占比（2019 年），公司位居第二



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

2、盐酸二甲双胍缓释片

二甲双胍具有良好的控糖疗效和药物安全性，是一线药物治疗的主要药品，也是目前全球广泛应用的口服降糖药之一。二甲双胍是糖尿病治疗中贯穿全程的药物，可以和胰岛素、吡格列酮等药物联用，我国及国外主要糖尿病指南均建议，无论对于超重还是体重正常的 II 型糖尿病患者，除非存在禁忌证或无法耐受，否则都应从一开始就使用二甲双胍治疗，且联合治疗的方案中都应包括二甲双胍。二甲双胍改善高血糖主要机制包括：作用于肝脏，抑制糖异生，减少肝糖输出；作用于外周组织（肌肉、脂肪），改善肌肉糖原合成，降低游离脂肪酸，提高胰岛素敏感性，增加对葡萄糖的摄取和利用；作用于肠道，抑制肠壁细胞摄取葡萄糖，提高 GLP-1 水平。

图 10、二甲双胍降糖机制



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 11、二甲双胍缓释片和普通剂型对比

剂型	缓解胃肠道副作用	减少服药次数	有效吸收	特点
普通片	×	×	×	服药次数多，胃肠道反应大
肠溶片	√	×	×	不能延长药物的作用时间，有效吸收较差
缓释片	√	√	√	有效滞留，稳定释放

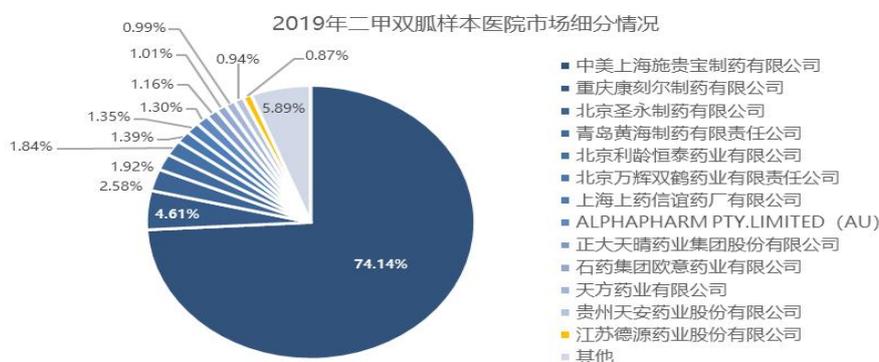
资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

公司生产的盐酸二甲双胍缓释片采用了先进的亲水凝胶骨架技术，骨架遇水膨胀并在表面形成水凝胶，使得药物持久稳定释放，减少胃肠道刺激；延长药物滞留时间，提高有效吸收；依从性高，有效克服了普通片剂和肠溶片剂服药次数多、吸收性差等不足，适合糖尿病患者长期服用。公司盐酸二

甲双胍缓释片 (0.5g) 于 2018 年 11 月全国首家通过一致性评价, 在一致性评价实验中, 公司生产的盐酸二甲双胍缓释片 (0.5g) 功效与国外原研药“格华止”缓释片 (0.5g) 做到了基本一致。

我国国内二甲双胍主要以百时美施贵宝的格华止为主。根据药学会重点城市样本医院销售数据显示, 2019 年排名第一的是百时美施贵宝的“格华止”, 占据 70.01% 的市场份额, 第二位的是重庆康刻尔制药有限公司的盐酸二甲双胍缓释片 II, 占 4.61% 的市场份额。第三位北京圣永药业有限公司生产的盐酸二甲双胍肠溶胶囊, 市场份额为 2.58%。公司生产的盐酸二甲双胍缓释片在同类市场所占的份额仍然较低, 占有 0.87% 的市场份额, 位列第十三位。

图 12、二甲双胍市场份额分布 (2019 年), 公司位列第十三位

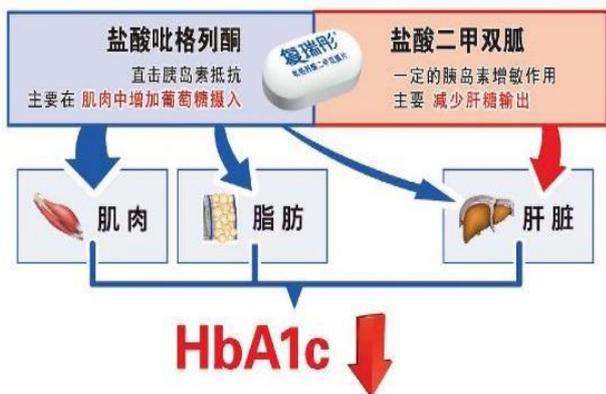


资料来源: 公司公告, 江海证券研究发展部

3、复瑞形 (吡格列酮二甲双胍片)

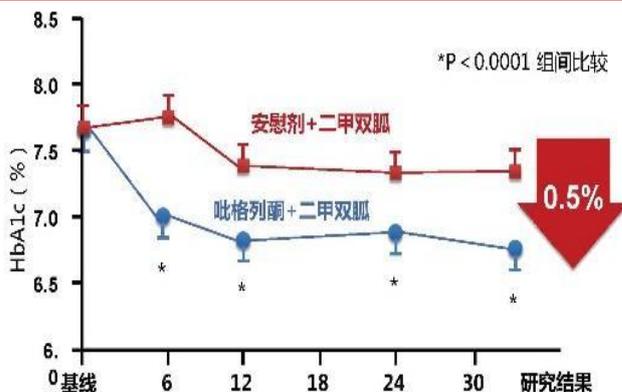
复瑞形是吡格列酮和二甲双胍的复方制剂, 两药联合比单药治疗可以更好地控制血糖。吡格列酮与二甲双胍机制互补, 二甲双胍主要作用部位在肝脏, 减少肝糖输出, 提高肝脏的敏感性; 吡格列酮作用于外周组织器官, 主要作用于骨骼肌, 改善胰岛素敏感性, 有效保护胰腺β细胞, 控糖更持久。同时, 两药联用不会引起低血糖, 而且二甲双胍可以抵消吡格列酮的“增重”。

图 13、吡格列酮二甲双胍降糖机制



资料来源: 公司公告, 江海证券研究发展部

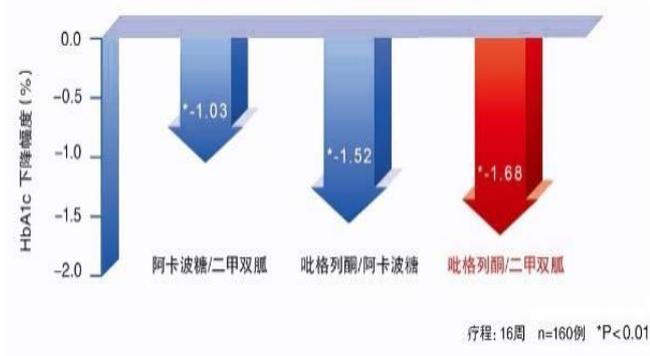
图 14、吡格列酮二甲双胍与二甲双胍单药降糖效果对比



资料来源: 公司公告, 江海证券研究发展部

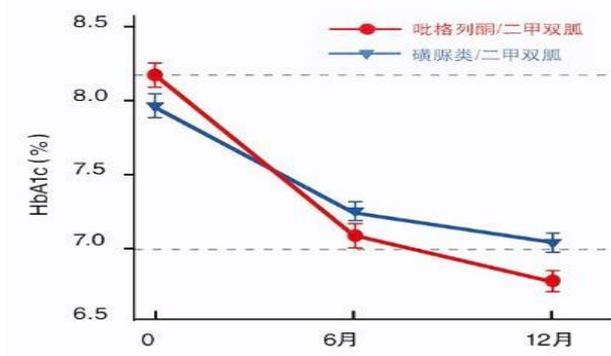
公司生产的吡格列酮二甲双胍片作为单片复方制剂，服药简便，依从性高，可以更好的控制血糖。复瑞彤显著降糖同时还可以正向调节血脂（降低甘油三酯和低密度脂蛋白水平，轻度升高高密度脂蛋白水平），带来血脂获益。同时可以解决胰岛素分泌的相对不足，长期使用可以减少“心梗、卒中、动脉粥样硬化”等心血管事件带来心血管获益，在保证良好降糖效果和多重获益同时减轻患者医疗负担，更好控制患者血糖，提高降糖达标率。基于吡格列酮二甲双胍片的临床优势、循证医学证据和高性价比，吡格列酮二甲双胍片作为糖尿病治疗的常规用药被纳入《2019版国家医保目录》。

图 15、吡格列酮二甲双胍与其他复方制剂降糖效果对比



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 16、吡格列酮二甲双胍与磺脲类复方制剂对比



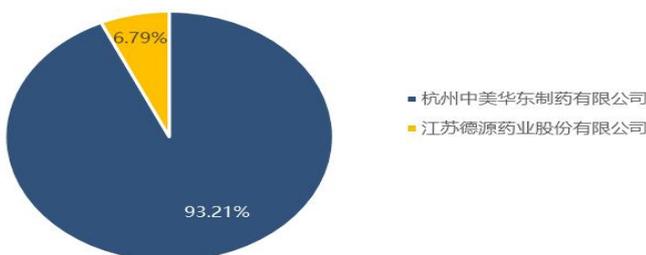
资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

公司吡格列酮二甲双胍片 (15mg/500mg) 于 2020 年 7 月全国首家通过一致性评价，在一致性评价实验中，公司生产的吡格列酮二甲双胍片 (15mg/500mg) 功效与国外原研药“ACTOPLUSMET”做到了基本一致。

从市场竞争格局来看，2019 年国内仅有杭州中美华东制药有限公司和德源药业具有生产资格。2019 年杭州中美华东制药有限公司销售额占该药样本医院销售额的 93.21%，德源药业占剩余的 6.79%，位居第二。

图 17、吡格列酮二甲双胍市场份额分布 (2019 年)，公司位居第二

2019年吡格列酮二甲双胍样本医院市场细分情况



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

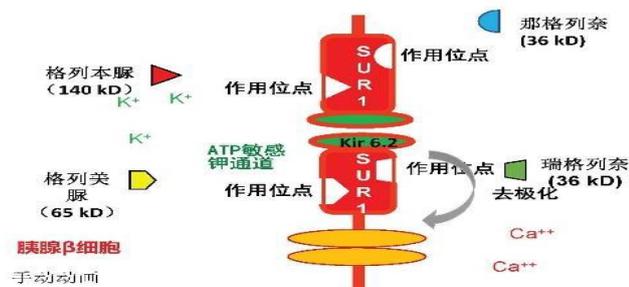
4、唐瑞（那格列奈片）

那格列奈属于格列奈类药物，通过抑制胰腺β细胞膜上 ATP 敏感的钾离

子通道(Kir6.2/SUR1)，抑制 K⁺的外流，导致细胞膜去极化，从而开放钙离子通道。格列奈类药物具有“快开-快闭”的特性，其“快开”作用刺激胰岛素分泌的模式与食物引起的生理性早期相胰岛素分泌相似，可以有效地增强早期胰岛素的分泌；而“快闭”作用不会同时导致基础或第2相胰岛素分泌的升高，能够预防高胰岛素血症，并减少低血糖倾向。由于其特性，格列奈类药物能够起到模仿生理性胰岛素分泌的作用，具有保护β细胞的功能，同时其促分泌作用具有葡萄糖敏感性，即使在空腹状态下服用，也不会引起低血糖风险。

公司那格列奈片(0.12g)于2019年11月全国首家通过一致性评价，在一致性评价实验中，公司生产的那格列奈片(0.12g)功效与国外原研药“Starlix”做到了基本一致。

图 18、那格列奈降糖机制



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 19、那格列奈低血糖发生率对比



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

那格列奈在2019年国内除进口药品“唐力”外，还有江苏德源药业股份有限公司、河南天方药业股份有限公司、临沂罗欣医药有限公司、复星实业集团等多家企业生产该产品。市场主要由诺华的唐力主导，2019年唐力的市场份额为70.57%，德源药业的市场份额为25.97%，位居第二。

图 20、那格列奈市场分布情况(2019年)，公司位居第二



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

5、波开清（坎地氢噻片）

坎地氢噻片是坎地沙坦酯和氢氯噻嗪的复方制剂，用于治疗高血压。该药目前为国内独家品种，2021年国内仅有公司一家具有生产资质。市场竞争方面，截止2021年，尚未有原研公司对应产品在国内上市，本公司是国内唯一的坎地氢噻片生产厂家，市场占有率100%。

坎地氢噻片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，或适用于两药联合用药同剂量的替代治疗。坎地氢噻片的主要成分为坎地沙坦酯和氢氯噻嗪，其中坎地沙坦酯可以阻断AT1受体，从而扩张外周血管，同时抑制醛固酮释放促进排Na⁺；氢氯噻嗪可以抑制水、Na⁺重吸收，从而促进水、Na⁺排泄降低血容量，同时降低血管平滑肌细胞内Na⁺含量，扩张外周血管。两药联合实现强效降压的作用。

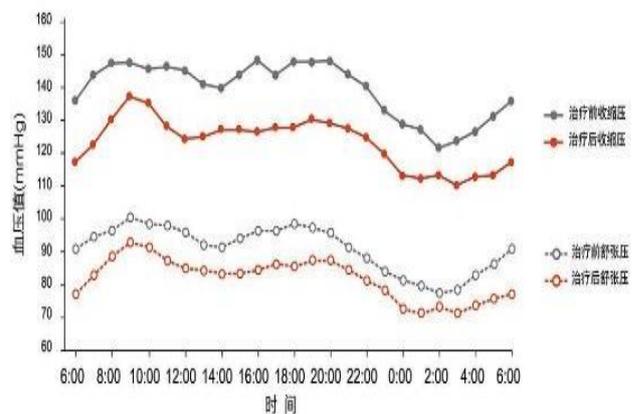
坎地氢噻片与AT1受体结合紧密度更高，高达95%，显著优于其他同类产品；结合强度更强，解离半衰期更长，降压更强效，更持久；坎地氢噻片的谷峰比值更高，平滑指数更高，降压更平稳；坎地沙坦被FDA批准用于治疗心力衰竭；足剂量坎地沙坦可以充分抑制患者体内过度激活的RAS系统，充分体现其靶器官保护作用，有效改善高血压患者预后。

图 21、波开清作用机理



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 22、波开清的降压效果

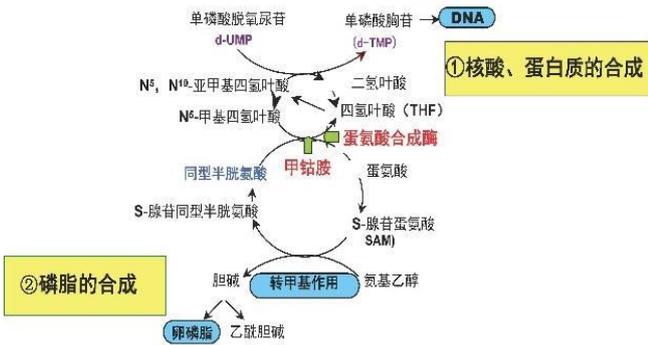


资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

6、甲钴胺胶囊

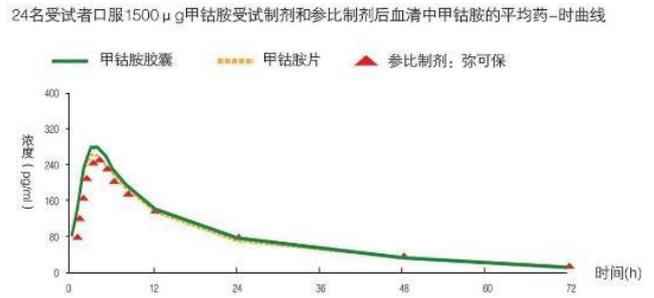
甲钴胺胶囊主要用于治疗周围神经病变。甲钴胺为内源性维生素B12，存在于血液、髓液中，与维生素B12相比，其对神经元的传导有良好的改善作用，可通过甲基转换反应促进核酸-蛋白-脂肪代谢，其作为甲硫氨酸合成酶的辅酶，可使高半胱氨酸转化为甲硫氨酸，参与脱氧核苷合成胸腺嘧啶过程，促进核酸、蛋白合成，促进轴索内输送和轴索再生及髓鞘的形成，防止轴突变性，修复被损害的神经组织。

图 23、甲钴胺作用机理



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 24、甲钴胺和进口弥可保的生物等效性对比



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

甲钴胺胶囊可以用来治疗糖尿病周围神经病变。糖尿病周围神经病变是糖尿病常见的慢性并发症之一，是以糖尿病高血糖为特征的机体代谢障碍而累及神经系统的疾病。甲钴胺可以浓集于神经细胞，促进磷脂合成，修复髓鞘，加速核酸和蛋白质的合成，修复病变轴突，提高神经传导速度，有效缓解各种症状（麻木、疼痛等）。

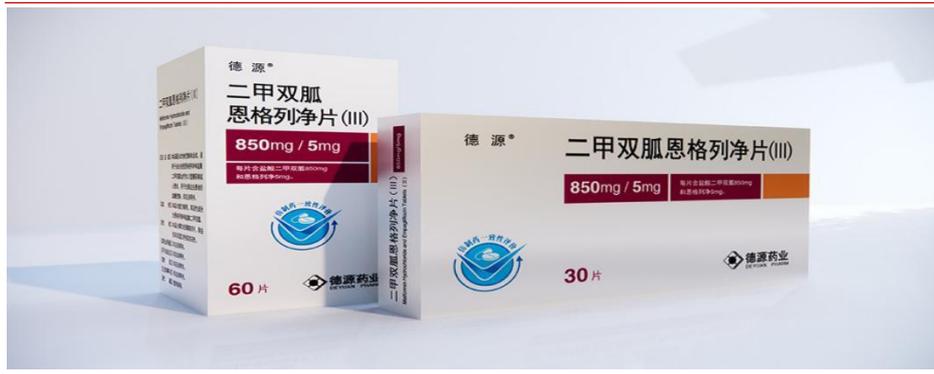
甲钴胺临床使用经验丰富，是目前国内治疗周围神经病变的一线用药，是治疗周围神经病变的有效、安全药物，可以显著改善患者症状和体征。与其它维生素比，甲钴胺对神经组织具有更好的传递性，效率更高。同时，甲钴胺是全科用药，不仅可治疗周围神经病变，还用于治疗巨幼红细胞贫血症等其它疾病。

7、二甲双胍恩格列净片（III）

2024年4月，德源药业的二甲双胍恩格列净片（III）（规格：850mg/5mg）通过仿制药质量和疗效一致性评价，取得生产批件。二甲双胍恩格列净片的原研企业是勃林格殷格翰，2015年8月在美国获批上市，商品名：SYNJARDY；2015年5月在欧盟获批；2019年2月在中国批准进口。

截至2024年4月，除原研外，国内有杭州中美华东制药有限公司、遂成药业股份有限公司和北京百奥药业有限责任公司3家企业取得二甲双胍恩格列净片的批准文号，规格均为500mg/5mg，**德源药业公司是首家获批二甲双胍恩格列净片850mg/5mg规格的仿制企业**。二甲双胍恩格列净片是二甲双胍和恩格列净组成的复方制剂，用于治疗2型糖尿病。恩格列净属于钠-葡萄糖协同转运蛋白2(SGLT-2)抑制剂，主要通过抑制肾脏对葡萄糖的重吸收、降低肾糖阈、促进尿糖的排泄而发挥降糖作用，盐酸二甲双胍主要通过减少肝脏葡萄糖的输出，增加外周组织对葡萄糖的摄取和利用而降低血糖，两者机制互补，协同降糖，有效降糖的同时还可以降低患者体重，改善血压，降低心血管死亡风险和肾脏病进展，给患者带来多重获益。

图 25、公司二甲双胍恩格列净片



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

8、西格列汀二甲双胍片（II）

2024 年 5 月 21 日，公司取得国家药监局核准签发的西格列汀二甲双胍片（II）（每片含磷酸西格列汀 50mg（以西格列汀计）和盐酸二甲双胍 850mg）的药品注册证书，且视同通过一致性评价。西格列汀二甲双胍片的原研企业是默沙东，2007 年 4 月在美国获得上市批准，商品名：Janumet；2008 年 7 月在欧盟获批；2012 年 7 月在中国批准进口，商品名为捷诺达。截至 2024 年 5 月，除原研外，国内共有 8 家企业持有批准文号。

西格列汀二甲双胍片由 DPP-4 抑制剂西格列汀和盐酸二甲双胍组成的复方制剂。2 型糖尿病是一种进展性疾病，随着病程的进展，血糖有逐渐升高的趋势，控制高血糖的治疗强度也应随之加强。联合用药对糖尿病治疗至关重要，如单独使用二甲双胍治疗而血糖仍未达标，则应进行二联治疗。按照中国 2 型糖尿病防治指南（2020 年版）的推荐，二甲双胍作为 2 型糖尿病患者控制高血糖药物联合中的基本用药，而 DPP-4 抑制剂西格列汀是主要联合用药中的一种。本次西格列汀二甲双胍片（II）的获批，能够进一步增加患者用药选择，提高患者用药的便利性和依从性，巩固并提升公司在糖尿病领域的品牌效应和市场竞争能力。

9、甲钴胺片

2024 年 6 月 25 日，公司取得了国家药品监督管理局核准签发的甲钴胺片（0.5mg）的药品注册证书，且视同通过一致性评价。甲钴胺临床使用经验丰富，是目前国内治疗周围神经病的一线用药，也是治疗周围神经病变的有效、安全药物，其能显著改善患者症状和体征。截至 2024 年 6 月，国内已有 17 家企业通过一致性评价。

甲钴胺片主要用于治疗周围神经病。甲钴胺是一种内源性的辅酶 B12，参与一碳单位循环，在由同型半胱氨酸合成蛋氨酸的转甲基反应过程中起重要作用。动物实验发现，甲钴胺比氰钴胺易于进入神经元细胞器，参与脑细胞和脊髓神经元胸腺嘧啶核苷的合成，促进叶酸的利用和核酸代谢，且促进核

酸和蛋白质合成作用较氟钴胺强。甲钴胺能促进轴突运输功能和轴突再生，使链脲霉素诱导的糖尿病大鼠坐骨神经轴突骨架蛋白的运输正常化，对药物引起的神经退变具有抑制作用，如阿霉素、丙烯酰胺、长春新碱引起的神经退变及自发高血压大鼠神经疾病等。在大鼠组织培养中发现甲钴胺可以促进卵磷脂合成和神经元髓鞘形成。甲钴胺能使延迟的神经突触传递和神经递质减少恢复正常，通过提高神经纤维兴奋性恢复终板电位诱导，能使饲以胆碱缺乏饲料的大鼠脑内乙酰胆碱恢复到正常水平。本次甲钴胺片的获批，将进一步丰富公司产品线，优化产品结构，提高公司市场竞争力，增加销售的增长点。

10、利格列汀片

2024年10月29日，公司的利格列汀片（5mg）获得国家药品监督管理局（NMPA）核准签发的药品注册证书，且视同通过一致性评价。利格列汀片的原研企业是BoehringerIngeleheim，2011年在美国获批上市，后相继在欧盟、日本等获批上市；2013年在中国批准进口，该产品已纳入国家乙类医保用药目录（2023版）。截至2024年10月，除原研外，国内已有8家企业视同通过一致性评价。

利格列汀片是强效和高选择性二肽基肽酶-4（DPP-4）抑制剂，可以升高活化肠促胰岛素激素的浓度，以葡萄糖依赖性的方式刺激胰岛素释放，降低循环中的胰高血糖素水平。已上市DPP-4抑制剂类药物主要通过肾脏排泄消除，而利格列汀片主要由肝肠系统消除（85%），仅约5%经肾脏排泄且没有活性代谢产物，肾脏安全性更高、肝肾功能不全患者无需调整剂量。利格列汀心血管安全性和肾脏微血管结局研究（CARMELINA）显示，利格列汀不增加肾脏复合结局（肾性死亡、进展为终末期肾病或持续eGFR下降 $\geq 40\%$ ）的风险。本次利格列汀片的获批，进一步丰富了公司在糖尿病领域的产品管线，并与现有糖尿病领域产品形成协同效应，巩固并提升公司在糖尿病领域的品牌效应和市场竞争力。

11、羧苯磺酸钙胶囊

2024年10月29日，羧苯磺酸钙胶囊（0.5g）获得国家药品监督管理局（NMPA）核准签发的药品注册证书，且视同通过一致性评价。羧苯磺酸钙硬胶囊的原研企业是ViforPharma，1980年9月在奥地利上市，随后在意大利、法国、匈牙利等多个欧盟国家上市；2007年在中国批准进口，该品种已纳入国家乙类医保用药目录（2023版）。除原研外，2024年10月，国内已有10家企业通过或视同通过一致性评价。

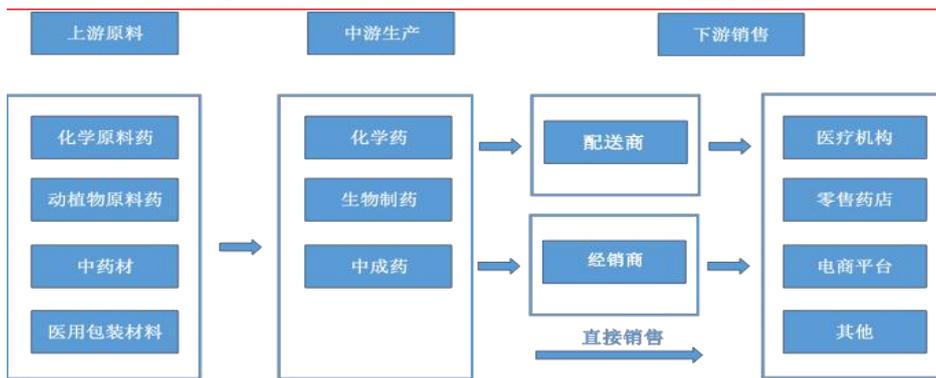
羧苯磺酸钙胶囊主要用于微血管病和慢性静脉功能不全及其后遗症的辅助治疗。羧苯磺酸钙通过增加毛细血管的强度和降低毛细血管的病理通透性，

从而起到保护血管的作用。此外，其还能抑制血小板聚集增加，降低全血和血浆粘度升高。在微循环障碍的情况下，羟苯磺酸钙可以消除或减轻临床症状（水肿、毛细血管出血、腿部沉重、压力感）。本次羟苯磺酸钙胶囊的获批，将进一步丰富公司慢性病领域的产品线，优化产品结构，提高公司市场竞争力，增加销售的增长点。

1.5.2 公司建立了稳定的医药合作关系

医药行业的产业链主要由三部分组成：医药原料、医药研发与制造、医药流通。产业链上游的医药原料是用作生产化学药、中药和生物药的原料，包括化学原料药、中药材及动植物原料药；中游的医药研发与制造主要包含化学药研发与制造、中药研发与制造、生物药研发与制造；下游医药流通则包括经销商（如国药集团等）和终端客户平台（药店、医院等），一般中游企业多选择将药品销售给经销商，再由经销商统一向终端客户平台销售。

图 26、医药行业的产业链



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

公司经过多年发展与国内大型医药商业公司建立了稳定的合作关系，前五大客户年度销售占比稳定在 50% 以上，国药控股稳居第一。客户关系的稳定有助于公司产品在全国范围内的推广和销售。

表 3、公司近年主要客户关系年度销售占比情况，国药控股稳居第一

序号	客户	2023Y	2022Y	2021Y	2020H1
1	国药控股股份有限公司	25.59%	22.51%	23.02%	24.24%
2	鹭燕医药股份有限公司	11.55%	8.94%	7.12%	7.62%
3	上海医药集团股份有限公司	8.55%	9.55%	8.26%	8.96%
4	南京医药股份有限公司	7.43%	8.32%	9.04%	10.87%
5	华润医药商业集团有限公司	6.26%	4.69%	6.40%	7.82%
	合计	59.38%	54.01%	53.84%	59.51%

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

1.5.3 研发策略：仿创结合，自主研发与合作开发双轮驱动

公司高度重视产品研发及技术储备，秉持“以仿为主、仿创结合、以仿养创”的研发策略，采用自主研发与合作开发并重的模式，聚焦于生产工艺技术提升与新产品立项开发。核心策略与进展如下：**加大研发投入，加速研发进程**：公司持续增加研发投入，确保研发工作高效推进。2024年，公司要求各部门紧密协作，全力支持研发工作。**深耕仿制药市场**：公司积极筛选未集采、可替代性弱的仿制药项目，前瞻性地做好立项工作，并围绕年度研发计划，落实项目分解。**推进创新药合作**：与中国药科大学、上海药物所、药明康德等科研机构合作，整合多方资源，加快创新药研发进度。特别是与上海药明康德新药开发有限公司共同开发的降糖治疗1类新药项目，已累计确认研发费用4,350.00万元，支付3,759.00万元，目前目标产品仍处于临床前期研发阶段。**自主研发与合作研发并重**：加强与高校、科研机构的合作，积极稳妥开展新药探索开发，丰富公司产品管线布局。**完善研发流程与薪酬分配**：提高研发合规性和效率，改革薪酬分配体制，激发研发人员积极性。**人才培养与团队建设**：重点培养项目负责人和分项负责人，完善述职管理，加大人才引进力度，为项目开展提供人才保障。**强化交叉互动与沟通协作**：提高研发人员综合能力，加强部门间、专业间、学科间的交叉互动，实现高效快速联动。**紧抓临床试验资源**：确保BE试验快速推进、高质完成，认真学习和研究药品审评政策，推进注册工作稳步开展。

公司致力于通过持续的研发投入和高效的研发模式，不断推动产品升级和创新，为公司的长期发展奠定坚实基础。公司2024H1共投入科研经费6,485.52万元，同比增长69.74%，占营业收入的比例为15.00%。研发工作主要成绩如下：

表4、公司研发项目情况（截止2024H1）

序号	研发项目名称	所处阶段/项目进展
1	非布司他片	2022年10月按照化药4类申报生产并获得受理通知书，2024年2月取得药品注册证书，且视同通过一致性评价。
2	西格列汀二甲双胍片	2022年11月按照化药4类申报生产并获得受理通知书，2024年5月取得药品注册证书，且视同通过一致性评价。
3	甲钴胺片	2023年1月按照化药4类申报生产并获得受理通知书，2024年6月取得药品注册证书，且视同通过一致性评价。
4	二甲双胍恩格列净片	2023年1月按照化药4类申报生产并获得受理通知书，2024年4月取得药品注册证书，且视同通过一致性评价。
5	利格列汀片	2023年9月按照化药4类申报生产并获得受理通知书，CDE审评中。
6	羧苯磺酸钙胶囊	2023年9月按照化药4类申报生产并获得受理通知书，CDE审评中。

序号	研发项目名称	所处阶段/项目进展
7	依折麦布片	2023年10月按照化药4类申报生产并获得受理通知书，CDE审评中。
8	沙库巴曲缬沙坦钠片	2023年11月按照化药4类申报生产并获得受理通知书，CDE审评中。
9	米拉贝隆缓释片	2023年12月按照化药4类申报生产并获得受理通知书，CDE审评中。
10	达格列净片	2023年12月按照化药4类申报生产并获得受理通知书，CDE审评中。
11	西格列汀二甲双胍缓释片	2023年12月按照化药3类申报生产并获得受理通知书，CDE审评中。
12	甲巯咪唑片	2024年5月按照化药4类申报生产并获得受理通知书。
13	非诺贝特胶囊	2024年6月按照化药4类申报生产并获得受理通知书。
14	别嘌醇片	2024年6月按照化药3类申报生产并获得受理通知书。
15	格列齐特缓释片	已完成药学研究，正在开展BE试验。
16	DYX116	1类新药，已完成临床前研究。

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

公司高度重视产品研发及技术储备工作，建有4000多平方米的研发中心，近年来研发费用投入占营业收入比例均超过10%，2024年占比达到15%。以博士、硕士学历人员为主要研发力量，已建立相对完善的研发体系。公司在完善糖尿病和高血压产品群的同时，不断扩大或拓展慢性病、代谢综合征治疗领域产品管线，持续开发糖尿病并发症、高血脂、高尿酸、膀胱过度活动症等细分领域产品，全力推进公司重点领域产品研发和产业化。依托于“国家级博士后工作站”、“省级企业技术中心”、“省级工程技术研究中心”，立足于完善的研发体系建设，设立了南京德源药业有限公司，并建立与科研院所、高校的深度合作，全力推进公司重点领域产品研发和产业化。

图 27、公司四大研发平台



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

公司积极与国内各大科研院所密切合作，持续增大研发投入，力求保持企业持久的科技创新发展能力。截至2024年H1公司共获得授权专利21项，包括发明专利16项，外观专利4项，实用新型1项。吡格列酮二甲双胍片（复

瑞彤) 被国家科学技术部评定为国家重点新产品。公司将持续加大研发投入, 以临床价值为导向, 通过自主研发、合作开发、项目引进等方式进一步丰富产品管线, 持续开发细分领域产品, 基于质量与创新提升患者生活品质 and 驱动生命价值。

图 28、公司科研成果



资料来源: 公司网站, 江海证券研究发展部

2 财务分析: 聚焦糖尿病与高血压用药市场, 营收利润双增长

2.1 公司糖尿病用药占比超 60%, 高血压用药稳步提升

公司主要产品分为糖尿病类、高血压类、周围神经类、罕见病类、泌尿系统类。尤其在糖尿病用药领域具有显著的市场地位, 糖尿病市场公司拥有完整的管线, 基本实现了除胰岛素外的全靶点覆盖。公司营收聚焦于糖尿病与高血压两类产品, 糖尿病类药占营业收入比重较高, 近年占比一直超 60%, 高血压类药占比逐年提升至 30% 以上。

图 29、公司近年产品用药营业收入占比情况



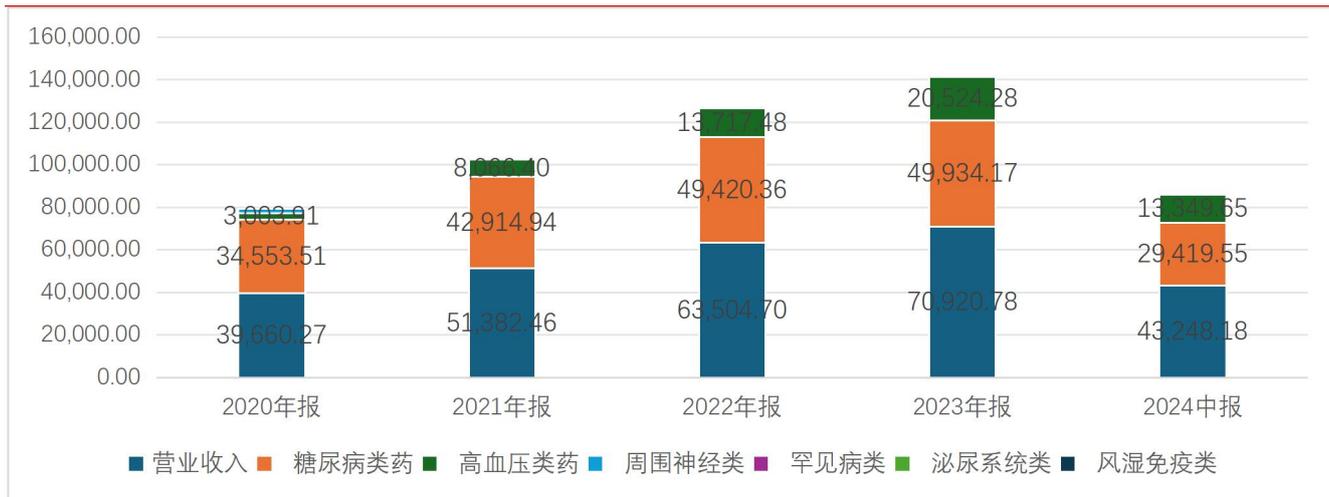
资料来源: 同花顺 iFinD, 江海证券研究发展部

图 30、公司产品营收占比 (单位: 万元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 江海证券研究发展部

图 31、公司按产品分类的营业收入分布（单位：万元）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司 2024H1，糖尿病类产品的营业收入较 2023H1 增长 14.25%，主要原因是：①产品复瑞形(吡格列酮二甲双胍片)销量稳定增长,营业收入较 2023H1 增长 24.95%，促进公司经营业绩稳步提高；②依帕司他片、卡格列净片、恩格列净片、阿卡波糖片等产品销售规模稳步增长，销售额占比较 2023H1 上升 3.06 个百分点，亦为公司业绩增长带来助力。

公司高血压类产品坎地氢噻片（波开清）销售规模继续保持稳定增长，2024H1 营业收入较 2023H1 增长 29.89%，展示出良好的市场潜力。该产品于 2022 年 11 月全国首家通过一致性评价，因其具有较高的安全性和稳定的降压效果，受到临床医生和患者的普遍认可，形成了较强的品牌优势。

公司产品甲钴胺胶囊（周围神经类）和安立生坦片（罕见病类）销售取得了较好的进展，2024H1 销售收入分别较 2023H1 增加 192.21 万元、75.99 万元，增幅均超 100%。公司新产品非布司他片（风湿免疫类）的上市销售将有利于公司进一步丰富产品线，优化产品结构，增加销售的增长点。

表 5、公司产品 2024H1 财务分析(单位：元)

类别/项目	营业收入	营业收入同比增减	毛利率	毛利率同比增减
糖尿病类	294,195,516.07	14.25%	79.94%	增加 2.09 个百分点
高血压类	133,496,462.56	29.89%	95.20%	增加 1.09 个百分点
周围神经类	3,052,984.48	169.97%	63.72%	增加 13.71 个百分点
罕见病类	1,468,161.90	107.31%	95.89%	减少 1.18 个百分点
泌尿系统类	268,287.22	9.37%	76.06%	减少 6.16 个百分点
风湿免疫类	393.63	-	94.92%	-
合计	432,481,805.86	-	-	-

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

2.2 近五年营业收入和净利稳定增长

公司近年营业收入和净利稳步增长。公司2020年-2024Q3分别实现营业收入3.97亿元/5.14亿元/6.35亿元/7.09亿元/6.53亿元。营业收入同比增长率依次是27.87%/29.56%/23.59%/11.68%/23.67%；2020年-2024Q3实现归母净利润0.64亿元/0.78亿元/1.21亿元/1.38亿元/1.15亿元，归母净利润同比增长率依次是36.6%/21.67%/54.82%/14.42%/36.43%。

图 32、公司营业收入近五年增长情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

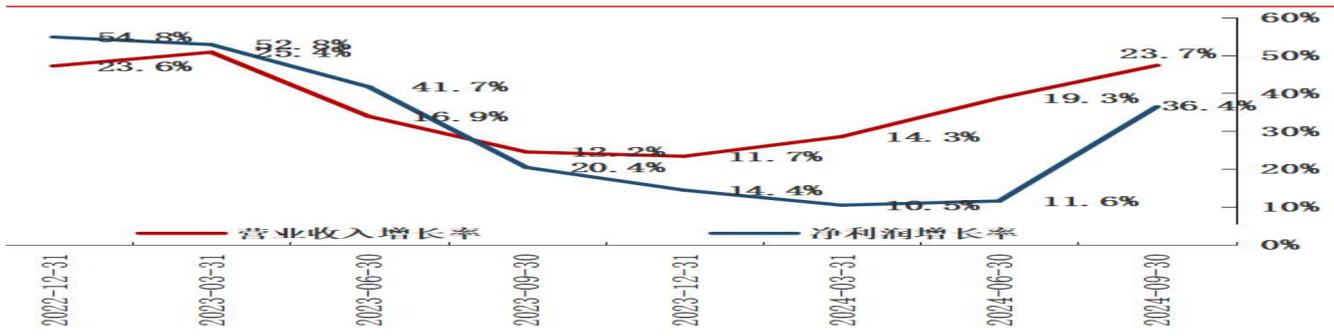
图 33、公司归母净利润近五年增长情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

从单季度看，营业收入增长率趋势从2023Q4开始扭转。归母净利润增长率趋势从2024Q1开始改善。公司利润增长的主要原因是销售收入稳步增长，产品销售毛利率和净利率均有所提升，期间费用控制良好。

图 34、公司单季度营业收入增长率和净利润增长率趋势分析

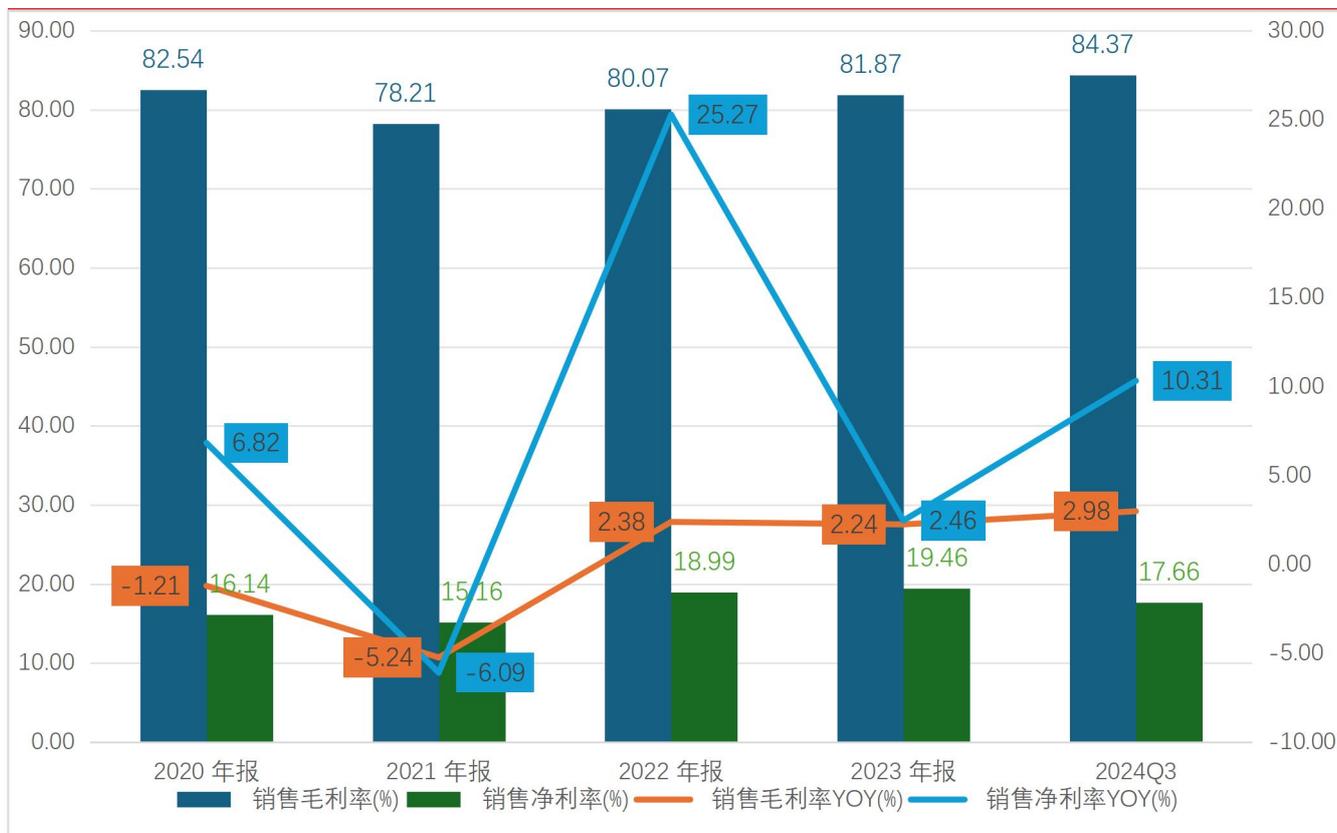


资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司持续强化销售基础工作，紧抓销售重点及市场开发工作，确保了在售产品销量的稳步增长。2024H1 公司产品销售数量较2023H1 增长20.64%，为销售收入增长打下了坚实的基础；复方产品“复瑞彤”（吡格列酮二甲双胍片）和“波开清”（坎地氢噻片）销量继续保持稳定增长；同时依帕司他片、阿卡波糖片、卡格列净片、恩格列净片等产品销售规模快速增长。公司2020年到2024Q3销售毛利率分别是82.54%/78.21%/80.07%/81.87%/84.37%。销售毛利率同比增长率依次是-1.21%/-5.24%/2.38%/2.24%/2.98%；2020年

-2024Q3 年销售净利率分别是 16.14%/15.16%/18.99%/19.46%/17.66%，销售净利率同比增长率依次是 6.82%/-6.09%/25.27%/2.46%/10.31%。

图 35、公司近五年销售毛利率和销售净利率变化趋势



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2.3 管理效率提升，研发费用率稳健增长

近年来公司在费用控制方面成效显著，三大费用（销售费用、管理费用、研发费用）总体保持平稳态势。2023 年公司通过提升经营管理效率，使管理费用率下降至 6.63%，展现出卓越的运营管理能力。同时，公司对创新药研发的持续加大投入，研发费用率逐年攀升，从 2020 年至 2024 年第三季度，从 10.08% 至 15.01% 的显著增长，彰显了公司对研发创新的重视。

图 36、公司近五年三大费用率变化趋势



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 37、公司近五年三大费用以及同比增长率趋势分析（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

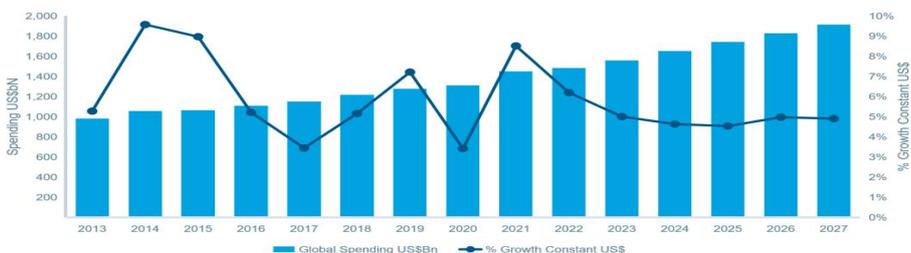
3 行业分析：国内糖尿病人群居全球之首

3.1 全球医药行业市场规模持续增长

随着世界经济发展、人口总量的增长、社会老龄化程度的提高以及创新类药物的持续研发创新和推广，全球医药市场将保持良好的增长态势。全球医药市场，预计到 2027 年全球医药市场的累计净值将增加约 5000 亿美元。预计全球药品市场（按标价或出厂价格计算）的年复合增长率为 3%-6%，到 2027 年市场规模将达到约 1.9 万亿美元。

图 38、全球医药市场预测

Exhibit 3: Global medicine market size and growth 2013–2027



Source: IQVIA Market Prognosis, Sep 2022; IQVIA Institute, Nov 2022
The Global Use of Medicines 2023: Outlook to 2027, Report by the IQVIA Institute for Human Data Science.

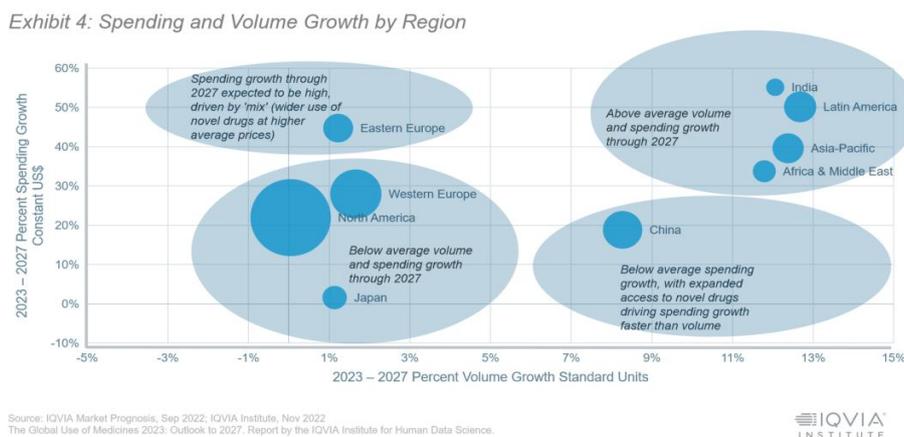
IQVIA INSTITUTE

资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势，五年总增长

率在不同的地区从不足 10%到超过 50%不等。在销量相对较低的地区，如东欧地区，预计 2023 年至 2027 年这五年的时间里，药品市场将增长约 45%，这主要是由于均价更高的创新药被更广泛地使用所驱动。在北美、西欧以及日本等销量增长较慢的市场，未来五年的药品销量增长和美元恒定支出增长预计都不高。在高销量市场如拉丁美洲、亚太地区、中东和非洲市场，预计未来五年的支出增长将从 35%到 55%不等。中国药品市场支出预计在接下来的五年里增长约 20%。因此，当我们纵观全球的情况时，会发现各个国家和地区的增长存在很大差异。

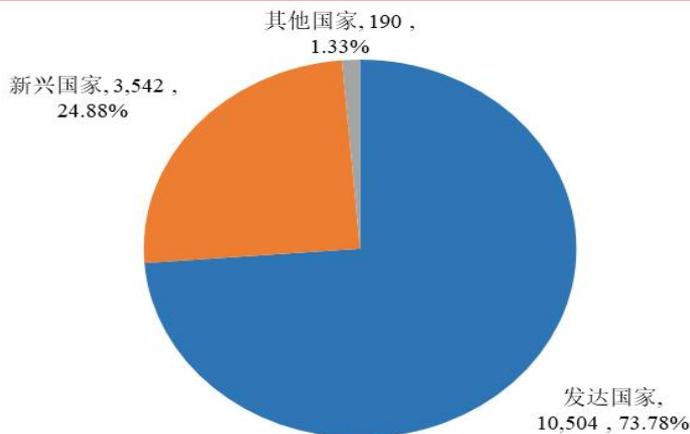
图 39、全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势



资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

全球药品市场竞争中，发达国家占主导，但新兴市场增长迅速。据艾昆纬数据，2021 年欧美日等发达国家药品支出占 73.78%，而新兴市场占比 24.88%，2017-2021 年复合增长率达 7.8%。预计 2022-2026 年，新兴市场将以 5%-8% 的增速增长，2026 年规模将达 4,700 亿至 5,000 亿美元。中国作为全球第二大药品消费市场，2021 年支出 1,694 亿美元，占全球 11.90%，新兴市场 47.83%。

图 40、全球药品支出规模（2021 年，单位：亿美元）



资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

3.2 全球人口增长与老龄化趋势凸显

全球人口增长与老龄化趋势凸显。《2024年世界人口展望》报告指出，到2024年中期，全球人口达到近82亿，预计在60年内还将增加20亿，到2080年代中期达到约103亿的峰值。随后，全球人口将降至102亿左右，比十年前的预期减少7亿。随着全球人口峰值的临近，近几年老龄化问题加剧。这一趋势为医药行业带来显著的市场需求增长，特别是在慢性疾病治疗等领域。特别是在一些发达国家和发展中国家的大城市中，老龄化问题尤为严重。这些地区的老龄化人口对医疗服务和产品的需求将更为迫切。

2024年1月，国务院常务会议研究发展银发经济、增进老年人福祉的政策举措。2024年1月，国务院办公厅发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，这是国家出台的首个支持银发经济发展的专门文件，提出了4个方面26项举措，要求加快银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展，培育高精尖产品和高品质服务模式。随着年龄增长，抵抗力逐渐下降而患病率提高，老年病、慢性病等用药需求增多。医药作为老年人的刚需，老年群体的不断增大将带动市场增量，为医药品市场强劲需求提供支撑。银发经济的崛起，有机会为医药及相关产业链的发展注入新动能。

图 41、全球人口增长情况



资料来源：《2024年世界人口展望》、江海证券研究发展部

图 42、中国老龄化问题凸显



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

3.3 公司主要产品所在糖尿病和高血压领域分析

国际糖尿病联盟(IDF)最新数据显示(来源:2022版IDF全球糖尿病地图, 2022年9月19日发布于2022EASD年会), 过去的10年间(2011年~2021年), 中国糖尿病患者人数由9000万增加至1.4亿。另约有1.7亿成年人伴有糖耐量受损(IGT), 处于糖尿病前期, 相比2011年增长6倍。中国糖尿病以及糖尿病前期患病率仍然处于上升阶段, 且上升幅度较大, 20年后, 中国糖尿病患者总数将增加到2030年的1.64亿和2045年的1.75亿。2022年6月《中国心血

管健康与疾病报告 2021》发布:中国高血压调查(CHHS)发现 2012~2015 年中国>18 岁居民高血压粗患病率为 27.9%，加权率为 23.2%，中国成人高血压患病人数为 2.45 亿。

2018 年，中国县域医院药品市场规模达 1,931 亿元，同比增长 4.4%，增速高于城市医院。县域医院慢病药物的市场增长率明显高于整体，如糖尿病用药、高血压用药的增速分别达到 14.4%和 18.0%。

3.3.1 中国的糖尿病患者人数居全球之首

糖尿病是一种因胰岛素分泌不足或作用减弱导致高血糖的代谢病。长期高血糖会损害身体多器官，特别是眼、肾、心脏、血管和神经，引发急性并发症，成为健康隐患。急性并发症如酮症酸中毒等可迅速危及生命，而慢性并发症如足病、肾病等则影响生活质量，是致残致死的主因。根据全球糖尿病联盟（International Diabetes Federation, IDF）认定，糖尿病有 3 种主要类型：1 型糖尿病，2 型糖尿病和妊娠糖尿病。除了上述 3 种类型糖尿病之外，还有其他特殊类型糖尿病。有些会随着原发疾病的治愈而缓解。这部分糖尿病患者比例较小，一般不足患者总数的 1%。在各类型糖尿病中，2 型糖尿病患者占糖尿病患者总数比例最高，根据《中国创新糖尿病药物市场研究》（Frost&Sullivan, 2019），我国 2 型糖尿病患者占糖尿病患者总数比例约占 90%左右。

图 43、1 型糖尿病，2 型糖尿病特征



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

图 44、糖尿病类型

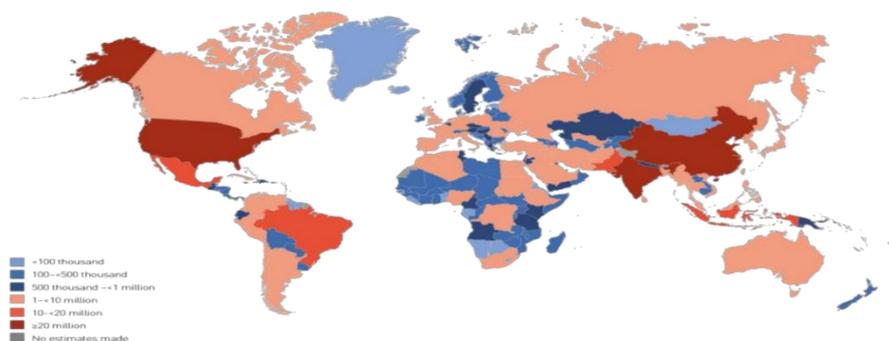


资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

根据国际糖尿病联盟(IDF)发布的最新全球糖尿病地图(IDFDiabetesAtlas)（第 9 版），2019 年全球约 4.63 亿 20-79 岁成人患糖尿病，其中前三位分别为中国、印度和美国，糖尿病患者（20-79 岁）数量分别为 1.164 亿、7700 万和 3100 万。预计到 2030 年，全球糖尿病患者会达到 5.784 亿，中国、印度和美国的前三位排名将保持不变。2019 年中国糖尿病患者人数约为 1.16 亿人，

中国已成为全球糖尿病患者人数最多的国家；与此同时，糖尿病患者数量仍在持续快速增长。预测 2040 年中国糖尿病患者人群数量将达到 1.51 亿人。

图 45、全球糖尿病人口分布情况



资料来源：IDFDiabetesAtlas（第 9 版），江海证券研究发展部

中国糖尿病患者人数居全球之首，城市化带来的生活方式变化以及人口老龄化，中国的糖尿病患者数量还将持续增加。2024 年中国成人糖尿病患病率约为 11.9%，糖尿病前期检出率为 35.2%，50 岁及以上成人糖尿病患病率更高。中国的抗糖尿病药物市场主要由传统药物占据，由新型药物 DPP-4、GLP-1 和 SGLT-2 带来的销售收入比例远不及全球其他发达国家。随着中国糖尿病患者的支付能力的增加、中国医保制度的完善和糖尿病创新药物的不断发展，预计中国的糖尿病药物市场将在 2030 年达到 2,592 亿人民币。

图 46、中国糖尿病药物市场规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

3.3.2 国内成年人高血压患病率约为 27.5%

高血压是一种全身性疾病，可导致脑卒中、冠心病、心力衰竭、肾功能衰竭等严重并发症。2024 年我国成年人高血压患病率约为 27.5%。高血压的有效防控不仅是个体健康的重要保障，也是遏制心脑血管疾病流行的重要措施。不健康饮食、身体活动不足、超重和肥胖等是高血压的危险因素。生活方式

干预，特别是营养和运动干预对高血压的防治具有重要作用。

高血压是一种动脉血压升高长期逐渐发展的慢性病。在国内，高血压已成为各种慢性疾病患病率之首，2019年中国疾控中心慢病防控中心公布的一项调查结果显示，我国高血压患者人数已突破3.3亿。随着人口老龄化的到来，高血压患病率逐年上升。高血压的高发病率推动了抗高血压药物市场销售规模的稳步增长。公司主要产品所处的糖尿病治疗领域、高血压治疗领域市场快速扩张，市场容量较大。公司高血压类产品坎地氢噻片（波开清）在2022年11月全国首家通过一致性评价，具有较高的安全性和稳定的降压效果，受到临床医生和患者的普遍认可，形成了较强的品牌优势，2024H1营业收入同比增长29.89%。

综述，公司面对严峻的市场竞争环境、医疗行业改革的持续深化，政策的不断调整及集采降价等因素的影响，紧抓行业发展机遇，公司扎实稳步推进研发创新，提升管理效率，促使公司经营业绩的稳健增长。

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

公司2024年上半年进行制剂产能改造，新增一条生产线，该生产线计划产能3亿片，预计2024年9月投入使用。公司募投项目原料药和制剂生产综合基地一期工程预计于2024年12月进行试生产，工程完工并正式投产后，将形成年产原料药那格列奈（唐瑞）50吨、盐酸吡格列酮（瑞彤）10吨、列汀类13吨、依帕司他5吨的生产能力。公司先后打造出“瑞彤”、“复瑞彤”“波开清”等多个行业知名品牌，在细分市场中均取得了较高的市场份额。公司目前在研项目主要围绕降血糖、降血压、降血脂、降尿酸等代谢病相关方向开展。截止2024Q3，全年实现营收6.53亿元，同比提升23.67%；归母净利润1.15亿元，同比提升36.43%；随着产能的提升和产品销售结构变化，毛利较高的复瑞彤和波开清的销售占比逐年提升，一定程度提升了公司整体毛利率，2024Q3毛利率、净利率分别提高到84.37%/17.66%。基于以上情况，我们对公司主要产品分类别进行盈利预测如下：

糖尿病类药：2024H1公司糖尿病用药领域占比68.02%。糖尿病类产品的营业收入同比增长14.25%。产品复瑞彤销量稳定增长，营业收入同比增长24.95%。公司产品瑞彤、唐瑞、盐酸二甲双胍缓释片均参与国家集采，随着集采的带量以及新产品的上市推广和产能投产后放量，有望带动业绩增长。我们预计2024-2026年收入增速分别为13.00%/15.00%/13.00%。我们预计2024-2026年毛利率分别为78.76%/79.68%/79.32%。

高血压类药：2024H1 公司高血压用药领域占比 30.87%。公司降压药新产品“波开清”销售占比逐年提升。预计公司高血压类药品收入将保持稳步增长。我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 25.00%/28.00%/18.00%。我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 95.28%/96.13%/96.39%。

周围神经类药：甲钴胺作为治疗周围神经疾病药物，2024 年 6 月公司收到国家药监局签发的按照化学药品 4 类申报的甲钴胺片的药品注册证书，且视同通过一致性评价。新品甲钴胺片随着募投项目的建设，产能提速。我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 150.00%/25.00%/18.00%。我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 62.34%/63.85%/61.70%。

罕见病类药：公司的罕见病类药品安立生坦片的销售在 2023 年销售收入同比增加 303.83%。预计 2024-2026 年增速有望提升，我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 110.00%/35.00%/18.00%。我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 95.51%/96.34%/96.28%。

泌尿系统类药：公司泌尿系统类药品琥珀酸索利那新片的销售在 2023 年以来取得了较好的进展，销售收入同比增加 63.55%。预计 2024-2026 年增速有望提升，我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 50.00%/25.00%/15.00%。我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 78.79%/79.64%/78.75%。

综合毛利率：随着公司新药上市和产能放量以及对成本加强管控，高毛利率产品的放量，有望带动公司整体毛利率的提升。预计公司毛利率水平保持平稳增长，预计 2024-2026 年公司综合毛利率分别为 83.79%/85.08%/85.07%。

期间费用率：随着公司持续加大研发投入力度和新药上市的学术推广，研发费用、销售费用将会相应增加。管理费用会随着经营管理运营效率提升而降低，预计未来保持稳定，预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 43.00%/41.00%/42.00%；预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 15.00%/13.00%/13.00%。随着公司规模优势的呈现以及管理优化，管理费用将会有所改善，预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 6.00%/6.00%/7.00%。

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 831.33/990.78/1,136.63 百万元，同比增长 17.22%/19.18%/14.72%；2024-2026 年公司归母净利润分别为 159.34/242.73/257.52 百万元，同比增长 15.48%/52.33%/6.09%。当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 17.08/11.21/10.57 倍。

表 6、销售收入结构预测

收入(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计营收	635.05	709.21	831.33	990.78	1,136.63
YOY	23.59%	11.68%	17.22%	19.18%	14.72%

糖尿病类药	494.20	499.34	564.26	648.89	733.25
YOY	15.16%	1.04%	13.00%	15.00%	13.00%
高血压类药	137.17	205.24	256.55	328.39	387.50
YOY	70.06%	49.62%	25.00%	28.00%	18.00%
周围神经类药	3.03	2.64	6.61	8.26	9.75
YOY	-24.33%	-12.61%	150.00%	25.00%	18.00%
罕见病类药	0.39	1.56	3.27	4.42	5.21
YOY	2798.64%	303.83%	110.00%	35.00%	18.00%
泌尿系统类药	0.26	0.42	0.63	0.79	0.91
YOY	0.00%	63.55%	50.00%	25.00%	15.00%
毛利率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体	80.07%	81.87%	83.79%	85.08%	85.07%

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

4.2 估值及建议

公司是一家专注于内分泌治疗药物研发、生产、销售的医药制造企业。公司高度重视产品研发工作，坚持“以仿为主、仿创结合、以仿养创”的产品研发策略，全力推进公司重点领域产品研发和产业化。通过自主研发、合作开发、项目引进等方式丰富产品管线，积极推动与中国药科大学、上海药物所、药明康德等机构的合作，加快创新药研发进度。凭借持续的创新能力和稳健的财务基础，公司展现出较强发展潜力，有望成为国内慢性病领域的领先企业。我们选取华润双鹤、复星医药、通化东宝、康弘药业等公司作为可比公司。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 29.39 倍，参考可比公司平均估值情况，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS					PE				
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600062.SH	华润双鹤	1.12	1.28	1.68	1.85	2.01	18.85	16.46	12.55	11.43	10.49
600196.SH	复星医药	1.40	0.89	1.17	1.44	1.71	18.90	29.54	22.52	18.35	15.44
600867.SH	通化东宝	0.80	0.59	0.13	0.48	0.58	10.64	14.41	67.47	17.81	14.62
002773.SZ	康弘药业	0.97	1.14	1.35	1.56	1.73	20.74	17.80	15.02	12.99	11.71
	算术平均值						17.28	19.55	29.39	15.14	13.07
832735.BJ	德源药业	1.54	1.76	2.04	3.10	3.29	22.57	19.73	17.08	11.21	10.57

资料来源：同花顺 iFinD，数据截至 2024 年 11 月 27 日，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于同花顺 iFinD 一致预期）

5 风险提示

产品研发风险。截至 2024 年半年报，公司在研品种 20 余个，包含创新药，均处于不同研制阶段。医药行业产品研发具有“大投入、高风险、长周期”的特性，从前期立项到申报生产，药品研发历经药学研究、质量研究、放大研究、临床试验等众多环节，周期长且需持续大量的技术与资金投入。期间，任何技术失误或决策偏差都可能影响研究结果，埋下风险隐患，即便当前研究结果达到预期，最终能否通过上市审批仍具不确定性，致使公司存在产品研发风险。此外，公司推行“以仿为主、仿创结合、以仿养创”的研发策略，正逐步从仿制研发向仿创结合转型。公司已构建相对完备的仿制药研发体系，仿制药研发虽有技术挑战和市场竞争，但风险相对可控。然而，创新药研发刚起步，在新药物靶点研究、新化合物合成筛选、临床前和临床试验等环节充满不确定性，且对研发人员要求高，人才与前期研发费用投入会给公司当期经营目标带来一定压力。新药上市后还面临市场需求检验及降价风险，可能出现研发投入回报不及预期的情况。因此，公司创新药产品研发面临的风险在多个维度上明显大于仿制药，且更不可控。

行业竞争加剧的风险。医药行业是国民经济重要组成部分，近年来医药行业在政策引导、大健康产业发展、人口结构调整等多重作用下，逐渐迎来产业结构调整新的发展周期，同时也加剧了行业的内部竞争。公司主要涉及的糖尿病药物领域是国家重点支持的发展领域，随着糖尿病患病率的增加、患者知晓率及就诊率的提高以及医疗水平的提高，糖尿病治疗领域仍处于快速发展阶段，预计在较长时间内仍能保持持续增长势头。新竞争对手的不断出现、药品集中带量采购提质扩面、医保药品目录动态调整、医保支付方式改革、强化药品监督管理、推进数字化赋能医改、深化药品领域改革创新等政策的推进，使得药品销售价格持续降低是必然趋势，增加医药企业的运营成本，公司将面临市场份额可能下降和产品利润空间收窄的经营压力。

主要原辅材料供应风险。截至 2024 年半年报，公司部分在售产品的原辅料如甲钴胺、交联羧甲基纤维素钠等需要对外采购，产地分为国产和进口。原辅料供应持续性、稳定性及价格波动幅度对公司盈利具有影响。近年来受环保等宏观环境及国际形势影响，大宗商品价格波动，导致化工原料价格波动，不排除公司因原辅料价格上涨导致成本上升，及进口原辅料无法采购或国产供应商停产导致公司无法购买所需原辅料所带来的经营风险。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	729	785	898	1084	1271
现金	264	454	532	660	812
应收票据及应收账款	166	186	227	265	299
其他应收款	0	0	0	0	1
预付账款	0	3	1	4	2
存货	53	62	58	74	78
其他流动资产	245	80	80	80	80
非流动资产	270	369	397	432	454
长期股权投资	10	9	9	9	9
固定资产	152	143	187	230	258
无形资产	51	50	54	59	65
其他非流动资产	57	167	147	134	122
资产总计	999	1154	1295	1515	1725
流动负债	160	181	191	193	172
短期借款	33	27	80	27	27
应付票据及应付账款	59	102	67	119	95
其他流动负债	68	52	44	48	51
非流动负债	21	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	25	25	25	25
负债合计	181	206	216	218	197
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	65	78	78	78	78
资本公积	408	401	401	401	401
留存收益	362	477	603	794	999
归属母公司股东权益	818	948	1080	1297	1529
负债和股东权益	999	1154	1295	1515	1725

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	134	94	97	253	213
净利润	121	138	159	243	258
折旧摊销	22	26	21	29	37
财务费用	-3	-3	-11	-14	-20
投资损失	-3	-6	-2	-3	-4
营运资金变动	-23	-69	-71	-3	-59
其他经营现金流	20	9	1	1	1
投资活动现金流	-220	121	-47	-60	-55
资本支出	20	54	50	64	60
长期投资	-10	0	0	0	0
其他投资现金流	-189	175	3	3	4
筹资活动现金流	-22	-31	-26	-11	-6
短期借款	0	-7	53	-53	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	13	0	0	0
资本公积增加	12	-7	0	0	0
其他筹资现金流	-35	-31	-79	42	-6
现金净增加额	-108	184	25	182	151

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	635	709	831	991	1137
营业成本	127	129	135	148	170
营业税金及附加	9	10	12	14	16
销售费用	265	287	357	406	477
管理费用	55	47	50	59	80
研发费用	65	110	125	129	148
财务费用	-3	-3	-11	-14	-20
资产和信用减值损失	-2	-2	-1	-1	-2
其他收益	16	11	10	12	12
公允价值变动收益	2	0	1	1	1
投资净收益	3	6	2	3	4
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	137	144	175	262	280
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	136	144	175	262	280
所得税	15	6	15	19	22
净利润	121	138	159	243	258
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	121	138	159	243	258
EBITDA	155	167	185	277	297
EPS (元)	1.54	1.76	2.04	3.10	3.29

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	23.6	11.7	17.2	19.2	14.7
营业利润(%)	67.1	5.7	21.4	49.5	6.9
归属于母公司净利润(%)	54.8	14.4	15.5	52.3	6.1
获利能力					
毛利率(%)	80.1	81.9	83.8	85.1	85.1
净利率(%)	19.0	19.5	19.2	24.5	22.7
ROE(%)	14.7	14.5	14.8	18.7	16.8
ROIC(%)	13.4	13.4	12.6	17.1	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	18.1	17.8	16.7	14.4	11.4
净负债比率(%)	-24.6	-41.6	-39.6	-47.0	-49.7
流动比率	4.5	4.3	4.7	5.6	7.4
速动比率	4.2	4.0	4.4	5.2	6.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	6.4	5.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.0	2.1	3.5	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.54	1.76	2.04	3.10	3.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	1.21	1.24	3.24	2.72
每股净资产(最新摊薄)	10.46	12.13	13.80	16.59	19.55
估值比率					
P/E	22.6	19.7	17.1	11.2	10.6
P/B	3.3	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.7	13.5	12.0	7.4	6.4

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深300为基准；北交所以北证50为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%到15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%到5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%到10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：吴春红

从业经历：中南民族大学金融管理学硕士，16年证券从业经验，2009年入职江海证券。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。