

医药行业研究组

分析师：吴春红

执业证书编号：S1410524050001

投资评级： 买入（维持）

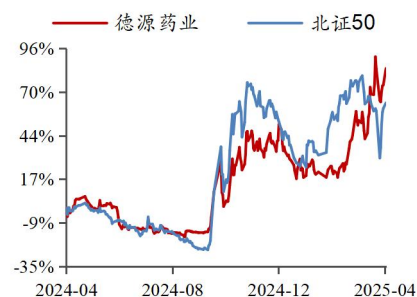
当前价格： 47.14元

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)	49.98/20.96
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	3262.81/3759.14

数据来源：聚源注：2025 年 4 月 14 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	27.56	27.20	21.11
绝对收益	20.53	45.49	82.35

数据来源：聚源注：相对收益与北证 50 相比

相关研究报告

1. 江海证券-公司深度报告（首次覆盖）- 德源药业-832735.BJ：以仿促创，加速创新药研发，领跑国内慢性病市场 - 2024.12.06

德源药业 832735.BJ

医药生物行业

营收利润超预期，公司研发管线稳步推进

事件：

公司公布 2024 年年报，公司实现营业总收入 8.68 亿元，同比增长 22.46%，归母净利润 1.77 亿元，同比增长 28.26%，扣非归母净利润 1.7 亿元，同比增长 35.23%。毛利率提升至 84.56%（较 2023 年增加 2.69 个百分点）。经营性现金流净额 1.16 亿元，同比增长 23.4%，显示公司经营质量稳健。业绩快报对比，业绩超预期，净利润略微提高，说明公司主营业务发展较好，并且降本增效成本费用管控好。

投资要点：

◆ **公司业绩增长的驱动因素多元且稳健。**一方面，核心产品表现稳健，市场策略精准有效。产品“复瑞彤”和“波开清”销量持续稳定增长，销售额较 2023 年大幅增长 26.17%，成为业绩增长的先锋。与此同时，依帕司他片、阿卡波糖片、卡格列净片、恩格列净片等其他产品也呈现出销售规模稳步扩大的良好态势，销售额占比较 2023 年提升 2.80 个百分点，进一步为经营业绩的增长添砖加瓦。其中，在糖尿病类药物“复瑞彤”和高血压类药物“波开清”销售规模不断扩大的带动下，公司糖尿病类产品实现收入 6.03 亿元，同比增长 20.78%，高血压类产品收入 2.55 亿元，同比增长 24.24%，两类产品合计占总营收的 98.81%。另一方面，新兴领域实现快速突破，周围神经类药物和罕见病类药物收入同比增幅均超过 130%，充分展现了公司在细分市场强大的拓展潜力。此外，降本增效成果显著，公司通过精细化管理、优化采购策略，持续优化产品销售结构，实现产销量稳步增长，加之部分原辅料采购价格降低，使得产品综合毛利率得以提升。公司还不断强化内部管理，优化人员结构，严格管控费用支出，全方位降本增效，进而提升了整体盈利能力。

◆ **公司管线布局稳步推进，新药进展亮眼。**2024 年公司在研发与创新领域成果较好，加速推进管线布局，新药研发进展格外亮眼。公司始终将研发创新作为核心驱动力，全年投入研发经费达 11,696.48 万元，较 2023 年增长 6.74%，为研发工作提供了强有力的资金支持。在仿制药研发上，公司 2024 年成功取得 7 个药品注册证书，多个产品顺利进入医保目录或中选全国药品集中采购，2025 年更是乘胜追击，再获 3 个证书，且有 12 个产品在 CDE 审评中稳步推进，同时制定了 2025 - 2027 年每年审批通过 7 个左右品种的目标，持续丰富仿制药产品矩阵。创新药研发稳步推进，与上海药明康德合作开发的 1 类新药 DYX116（GIPR/GLP - 1R/GCGR 三重激动剂）于 2024 年 12 月获临床试验批准，I 期试验正紧锣密鼓筹备，此外还与中国药科大学等科研机构开展多项合作，积极探索创新药研发新路径。公司坚持“以仿为主、仿创结合、以仿养创”的研发策略，在巩固糖尿病和高血压产品群优势的基础上，大力拓展慢性病等领域产品管线，目前在研品种多达 30 余个。知识产权方面截至 2024 年底，公司共获授权专利 21 项，涵盖发明、外观设计和实用新型专利，全方位筑牢了公司持续发展的根基。

◆ **估值和投资建议：**我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 1,055.79 /1,209.62/1,451.55 百万元，同比增长 21.57%/14.57%/20.00%；2025-2027 年公司归母净利润分别为 228.73 /266.35 /313.23 百万元，同比增长

29.24%/16.45%/17.60%。当前市值对应 2025-2026 年 PE 分别为 16.12 /13.84/11.77 倍。公司凭借核心产品放量、成本优化及研发持续投入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，预计公司业绩保持稳步增长。维持“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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	709.21	868.46	1,055.79	1,209.62	1,451.55
增长率（%）	11.68%	22.46%	21.57%	14.57%	20.00%
归母净利润（百万元）	137.98	176.98	228.73	266.35	313.23
增长率（%）	14.42%	28.26%	29.24%	16.45%	17.60%
ROE（%）	14.55%	16.00%	17.14%	16.84%	16.70%
EPS 最新摊薄（元/股）	1.76	2.26	2.92	3.41	4.00
P/E（倍）	26.72	20.83	16.12	13.84	11.77
P/B（倍）	3.89	3.33	2.76	2.33	1.97

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	785	789	906	1301	1523
现金	454	306	388	689	817
应收票据及应收账款	186	221	274	293	387
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	3	2	4	3	5
存货	62	70	51	126	124
其他流动资产	80	190	190	190	190
非流动资产	369	595	647	676	726
长期股权投资	9	9	9	9	9
固定资产	143	152	234	288	346
无形资产	50	50	55	60	60
其他非流动资产	167	383	349	318	311
资产总计	1154	1384	1553	1977	2249
流动负债	181	222	162	339	317
短期借款	27	27	27	27	27
应付票据及应付账款	102	136	81	237	213
其他流动负债	52	59	54	75	77
非流动负债	25	56	56	56	56
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	56	56	56	56
负债合计	206	278	219	395	374
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	78	78	78	78	78
资本公积	401	402	402	402	402
留存收益	477	626	818	1047	1321
归属母公司股东权益	948	1106	1335	1581	1876
负债和股东权益	1154	1384	1553	1977	2249

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	94	116	150	370	222
净利润	138	177	229	266	313
折旧摊销	27	27	26	38	49
财务费用	-3	-5	-7	-13	-19
投资损失	-6	-5	-3	-4	-5
营运资金变动	-69	-83	-96	82	-119
其他经营现金流	8	5	1	1	2
投资活动现金流	121	-225	-74	-62	-94
资本支出	54	34	78	67	100
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	175	-191	4	5	5
筹资活动现金流	-31	-30	6	-7	0
短期借款	-7	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	13	-0	0	0	0
资本公积增加	-7	0	0	0	0
其他筹资现金流	-31	-31	6	-7	0
现金净增加额	184	-138	82	301	128

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	709	868	1056	1210	1452
营业成本	129	134	122	178	253
营业税金及附加	10	12	15	17	20
销售费用	287	371	459	508	595
管理费用	47	54	74	79	87
研发费用	110	117	158	163	189
财务费用	-3	-5	-7	-13	-19
资产和信用减值损失	-2	-1	-1	-2	-2
其他收益	11	9	11	12	11
公允价值变动收益	0	0	1	1	0
投资净收益	6	5	3	4	5
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
营业利润	144	199	248	292	340
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	144	198	248	291	340
所得税	6	21	19	25	26
净利润	138	177	229	266	313
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	138	177	229	266	313
EBITDA	168	220	267	316	369
EPS (元)	1.76	2.26	2.92	3.41	4.00

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	11.7	22.5	21.6	14.6	20.0
营业利润(%)	5.7	37.8	24.8	17.5	16.7
归属于母公司净利润(%)	14.4	28.3	29.2	16.4	17.6
获利能力					
毛利率(%)	81.9	84.6	88.4	85.3	82.6
净利率(%)	19.5	20.4	21.7	22.0	21.6
ROE(%)	14.5	16.0	17.1	16.8	16.7
ROIC(%)	13.4	14.5	15.7	15.3	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	17.8	20.1	14.1	20.0	16.6
净负债比率(%)	-41.6	-20.1	-22.9	-38.3	-39.1
流动比率	4.3	3.6	5.6	3.8	4.8
速动比率	4.0	3.2	5.2	3.5	4.4
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	5.8	5.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.1	1.5	2.4	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.76	2.26	2.92	3.41	4.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.49	1.91	4.73	2.84
每股净资产(最新摊薄)	12.13	14.14	17.07	20.22	23.98
估值比率					
P/E	26.7	20.8	16.1	13.8	11.8
P/B	3.9	3.3	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	19.1	14.9	12.0	9.1	7.5

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，17 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情的范围内，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。