

医药生物

2025年07月14日

德源药业 (832735)

——慢病药企底蕴深厚，稳步推进“由仿转创”

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

市场数据： 2025年07月11日

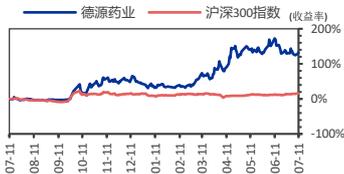
收盘价(元)	36.42
一年内最高/最低(元)	66.66/20.96
市净率	3.7
股息率%(分红/股价)	1.26
流通A股市值(百万元)	3,779
上证指数/深证成指	3,510.18/10,696.10

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年03月31日

每股净资产(元)	14.73
资产负债率%	19.73
总股本/流通A股(百万)	117/104
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818x
wangyq@swsresearch.com

- **德源药业：专攻慢性代谢性疾病，拥有仿制药特色产品群，起航新药研发。**截至25年3月末，公司共有化药注册批件32个，在售产品18个，拥有覆盖糖尿病全靶点（除胰岛素外）、心血管多适应症的立体化产品矩阵，并向高血脂、风湿免疫等慢病延伸品种。23年公司正式提出“仿创结合”战略，新药研发仍聚焦主业，围绕“差异化+创新”做管线布局。
- **慢性代谢性疾病：增量市场，仿制药与创新药并存。**国内高血压、糖尿病、血脂异常等病患者人数庞大，发病率呈上升态势，人口老龄化和生活方式转变是主要驱动因素，国家高度重视慢病防治，行业中长期存在扩容空间。分药品结构看，仿制药解决居民基础治疗需求，创新药聚焦尚未满足的临床需要。
- **糖尿病：公司降糖产品体系化，新药补齐重磅靶点短板。**23年国内院端非胰岛素降糖药物市场约343亿元，分结构看，新型药物（GLP-1、SGLT-2抑制剂、DPP-4抑制剂、复方等）占比36.4%，较海外约55%市场份额仍有提升空间。公司存量品种市占率稳定，新品种聚焦新型药物及新剂型，新品种一是应采尽采，二是可以依托公司现有成熟的慢病渠道销售，上市后销售有望较快增长。公司创新药方面取得实质性突破，DYX116（GIPR/GLP1R/GCGR三靶点激动剂）于25年3月启动临床I期，4月首例受试者入组，如进展顺利，预计25年底前完成I期临床，26年进入II期临床。**GLP-1药物市场广阔：**①**适应症方面**，降糖、减重为基本盘，在其他代谢性疾病、神经保护等领域具备用药前景；②**疗效方面**，多靶点具有疗效最大化、副作用降低、药动学性质更稳定等优点，是产品迭代方向；③**用药角度**，口服、长效产品更受慢病患者偏好。从竞争格局看，截至25年4月末，全球三靶点GLP-1药物管线数量约20款，公司DYX116进度靠前。
- **高血压：公司选品策略清晰，聚焦复方和未被满足需求。**23年国内院端高血压药物市场约676亿元，用药结构以单药为主，复方制剂是行业增长重心。公司核心品种波开清2011年上市，持续独占市场，25年新增1家过评，截至目前竞品稀缺。待上市复方产品沙库巴曲缬沙坦钠片市场空间大，提供新增长点。公司DYX216创新药布局难治性高血压（约10%的高血压患者是RH患者），作用机理使用抑制醛固酮合成酶从源头减少醛固酮产生，同类药物Baxdrostat全球最高及国内最高研发阶段均为III期临床，公司最新研发进展为初步确定潜在PCC分子。
- **投资分析意见：**我们预测公司2025-2027年归母净利润分别为1.92/2.18/2.00亿元，最新市值对应PE分别为22/20/21倍，可比公司25年PE均值为41倍。因公司目前收入全部来自仿制药，创新药业务处于投入期，给予合理PE为29倍，随着临床数据读出，公司估值有进一步提升可能。公司目标市值56亿元，较25/07/11收盘有30%涨幅空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**创新药研发不及预期、存量核心品种集采降价超预期、市场竞争加剧、核心研发人员流失等风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	868	255	1,065	1,234	1,212
同比增长率(%)	22.5	21.6	22.6	15.9	-1.8
归母净利润(百万元)	177	46	192	218	200
同比增长率(%)	28.3	31.0	8.8	13.5	-8.5
每股收益(元/股)					
毛利率(%)					
ROE(%)	16.0	4.0	15.2	14.7	11.9
市盈率	24		22	20	21

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

公司专攻慢性代谢性疾病，拥有仿制药特色产品群，23 年起航新药研发工作，稳步推进“由仿转创”进程。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.92/2.18/2.00 亿元，最新市值对应 PE 分别为 22/20/21 倍，可比公司 25 年 PE 均值为 41 倍。因公司目前收入全部来自仿制药，创新药业务处于投入期，给予合理 PE 为 29 倍，随着临床数据读出，公司估值有进一步提升可能。公司目标市值 56 亿元，较 25/07/11 收盘有 30% 涨幅空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

(1)糖尿病类药：公司 23 年起加快新品上市节奏，多层次产品矩阵将为公司提供稳定增长动力。公司短期收入将受到复瑞彤进入集采影响，我们假设 2025-2027 年收入增速分别为 20.0%、11.2%、-11.9%。存量核心品种集采直接压降毛利率，我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 79.1%、79.0%、67.6%。

(2)高血压类药：波开清为国内首家通过一致性评价，新增过评企业仅 1 家，25-27 年被集采的概率较低。公司有序推进复方制剂新品开发及上市工作，提供新增长点。我们假设 2025-2027 年收入增速分别为 27.0%、22.8%、13.4%。无集采干扰下毛利率有望维持稳定，假设 2025-2027 年毛利率分别为 93.7%、94.0%、93.9%。

(3)周围神经类等药物：基于慢病联防联控理念，公司向更广泛的慢病领域延伸品种，包括高血脂、高尿酸、周围神经、血管疾病等。假设 2025-2027 年收入增速分别为 67.3%、84.2%、64.6%；结合产品结构变化，假设 2025-2027 年毛利率分别为 74.6%、74.0%、73.2%。

有别于大众的认识

市场认为公司创新药管线单一，兑现度差。我们认为，集采常态化推进挤压仿制药利润空间，以仿转创是公司持续成长的重要战略，公司创新药研发投入具有持续性。业务起步阶段，子公司南京德源主要承接与药明康德等外部机构的项目合作，在此基础上形成自主创新能力。公司创新药项目来源丰富，有望逐步形成产品梯队，增强管线兑现的确定性。

股价表现的催化剂

DYX116 关键性临床数据读出；DYX216 取得 IND 批件；DYX116 潜在 BD 交易。

核心假设风险

创新药研发不及预期、存量核心品种集采降价超预期、市场竞争加剧、核心研发人员流失等风险。

目录

1.德源药业：底蕴深厚，稳步推进“由仿转创”进程	6
1.1 专攻慢性代谢性疾病，二十余年行业深耕	6
1.2 业务：拥有仿制药特色产品群，启航新药研发	7
1.3 销售：注重专业化推广，推动产品向基层下沉	9
1.4 财务：营收十年正增长，一体化保障盈利水平	9
2.慢性代谢性疾病：增量市场，仿制药与创新药并存	10
3.糖尿病：降糖产品体系化，新药补齐重磅靶点短板	12
3.1 降糖药物繁多，新型药物领跑行业，仍有增长空间	12
3.2 GLP-1 药物使患者多重获益，行业成长动能充沛	14
3.3 GLP-1 头部格局稳定，中小企业走差异化路线	18
3.4 公司：降低对复瑞彤依赖、布局三靶点 GLP-1 新药	20
4.高血压：选品策略清晰，聚焦复方和未被满足需求	22
4.1 复方制剂具备疗效和依从性优势，成为行业增长重心	22
4.2 公司：新药聚焦难治性高血压、布局主流靶点醛固酮	23
5.盈利预测与估值	24
5.1 盈利预测	24
5.2 估值	25
6.风险提示	26

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2025 年 3 月末)	7
图 3: 公司 2020-2025E 研发费用及构成 (单位: 万元, %)	8
图 4: 公司参与各类学术活动提高医生及患者对产品的认知 (未穷尽列举)	9
图 5: 公司 2015-2024 年营收及同比、归母净利及同比 (单位: 亿元、%)	10
图 6: 公司 2015-2024 年复瑞彤及波开清销售收入及同比 (单位: 亿元、%)	10
图 7: 公司 2015-2024 年毛利率及净利率 (单位: %)	10
图 8: 公司 2015-2024 年期间费用率 (单位: %)	10
图 9: 国内主要慢性代谢性疾病患病率变化情况 (2002-2018 年)	11
图 10: 我国人口老龄化情况 (2002-2024 年)	11
图 11: 2018-2023 年中国化学仿制药市场规模及增速	12
图 12: 2018-2023 年中国化学仿制药在整体药品市场规模中的占比	12
图 13: 中国 2 型糖尿病治疗指南 (2024 版) 提供的 2 型糖尿病治疗路径	13
图 14: 2023 年中国糖尿病治疗药物市场结构 (单位: %)	13
图 15: 2020 年全球糖尿病治疗药物市场结构 (单位: %)	13
图 16: GLP-1 作用机制示意图	14
图 17: 2018-2034(E)年全球肥胖患者人数 (单位: 亿人)	16
图 18: 2018-2034(E)年中国糖尿病药物市场规模及 GLP-1 药物占比 (单位: 亿元、%)	17
图 19: 2018-2034(E)年全球糖尿病药物市场规模及 GLP-1 药物占比 (单位: 亿美元、%)	17
图 20: 2018-2034(E)年中国超重/肥胖药物市场规模及 GLP-1 药物占比 (单位: 亿元、%)	18
图 21: 2018-2034(E)年全球超重/肥胖药物市场规模及 GLP-1 药物占比 (单位: 亿美元、%)	18
图 22: 2023 年国内 GLP-1 药物企业竞争格局	19
图 23: 2023 年国内 GLP-1 药物品种竞争格局	19
图 24: 2019-2023 年国内医院端高血压复方制剂销售额 (单位: 亿元)	22
图 25: 全球高血压药物市场结构	22

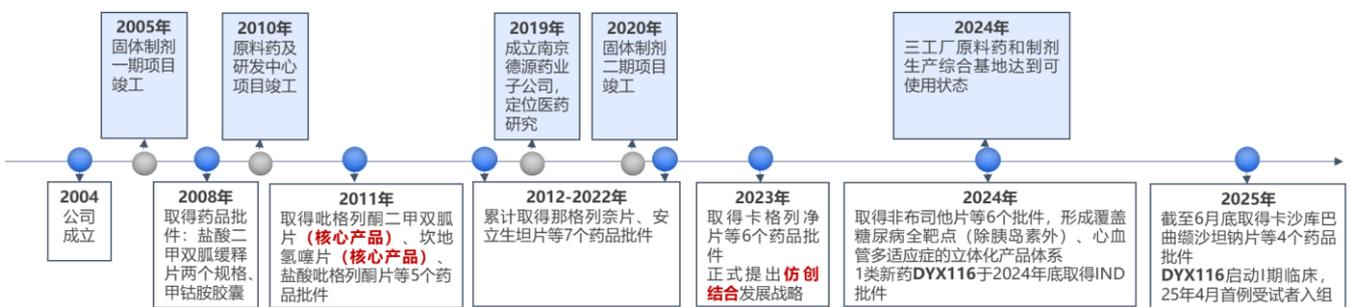
表 1: 公司固体制剂及原料药产能	6
表 2: 公司在售药品明细	7
表 3: 2022 年至今慢病防治相关的政策汇总	11
表 4: GLP-1RA 与其他糖尿病药物疗效对比	15
表 5: 代表性 GLP-1RA 减重效果及安全性数据	15
表 6: GLP-1RA 在研适应症拓展情况 (截至 2024 年末)	16
表 7: 全球 GLP-1 药物三靶点及二靶点药物 (不完全举例)	17
表 8: 诺和诺德及礼来公司管线布局 (截至 2025 年 4 月 30 日)	19
表 9: 公司已上市、待上市及研发阶段糖尿病药物明细	21
表 10: 全球范围 6 类高血压新型治疗药物	23
表 11: 公司已上市、待上市及研发阶段糖尿病药物明细	24
表 12: 公司营业收入拆分及预测 (单位: 万元)	25
表 13: 德源药业及可比公司情况	25
表 14: 德源药业及可比公司估值表	26

1. 德源药业：底蕴深厚，稳步推进“由仿转创”进程

1.1 专攻慢性代谢性疾病，二十余年行业深耕

深耕慢性代谢性疾病市场，稳步推进“由仿转创”进程。公司2004年成立，从仿制药起步，2011年降压复方制剂**波开清**在国内首家上市，同年降糖复方制剂**复瑞彤**（国内首家通过一致性评价）上市，成为往后多年收入增长引擎。2012年至今，公司不断开发新品种，形成覆盖糖尿病全靶点（除胰岛素外）、心血管多适应症的立体化产品体系。2023年，公司提出“仿创结合”发展战略，新药研发仍聚焦主业，围绕“差异化+创新”做管线布局。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，申万宏源研究

顺应行业发展趋势，布局原料+制剂一体化产能。公司拥有三处生产基地，一工厂为综合制剂厂区；二工厂为原料药厂区；三工厂为原料药和制剂生产综合基地，于25年初投入试运行，预计25Q3申报GMP符合性检查。公司目前仿制药产品注册申报均是“原料+制剂”形式，随着三工厂投产，公司将自产主要原料药，在集采提质扩面背景下保持产品竞争力并保障自身盈利水平。若有富余产能，公司将筛选高附加值原料药，组织生产并对外销售。

表 1：公司固体制剂及原料药产能

生产基地	产能
一工厂	片剂 12 亿片/年、胶囊 2 亿粒/年
二工厂	原料药：氢溴酸沃替西汀 50kg/年；盐酸吡格列酮 4 吨/年；那格列奈 5 吨/年
三工厂	原料药：那格列奈 50 吨/年、盐酸吡格列酮 10 吨/年、列汀类 13 吨/年、依帕司他 5 吨/年。25 年初投入试运行

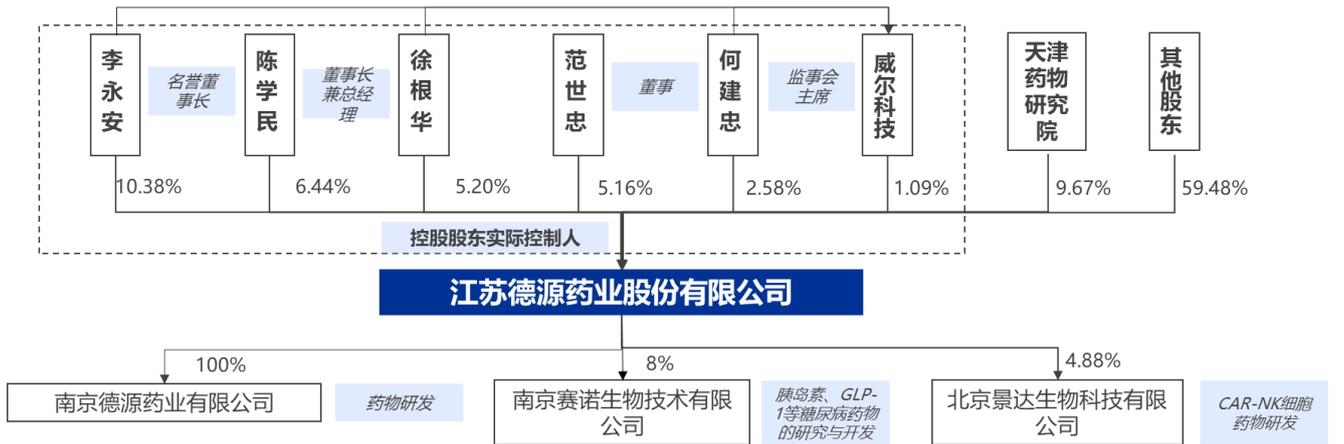
资料来源：公司精选层公开发行说明书、公司2024年4月及8月投资者关系公告，申万宏源研究

董事长及总经理曾任职于恒瑞集团，行业积淀深厚。2024年2月，公司解除原一致行动关系（11位自然人共同签署），实控人变更为李永安、陈学民等5位自然人，合计持有公司30.85%股份。实控人之一李永安先生曾长期就职于恒瑞集团，是集团核心管理成员之一，是公司创始人之一并长期担任公司董事长，现任名誉董事长。陈学民先生也曾就职于

恒瑞集团，联合创立公司后任总经理，23年起升任董事长兼总经理。公司核心管理层产业背景浓厚，带领公司持续稳健发展。

参股两家生物科技公司，探索主业领域新疗法、新技术。公司2018年参股南京赛诺，持股比例8%，南京赛诺主要专注于胰岛素、GLP-1等糖尿病药物的研究与开发，研发方向主要为开发更加长效或更方便使用的剂型。22年参股北京景达，北京景达专注于CAR-NK细胞药物研发，可与公司医药健康领域研发协同互补。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司 2025 年一季报、Wind，申万宏源研究

1.2 业务：拥有仿制药特色产品群，启航新药研发

仿制药：以糖尿病防治为核心向更广泛的慢病领域延伸品种，前期研发投入自 23 年起集中兑现，将保持较快的产品转化节奏。截至 25 年 3 月末，公司共有化药注册批件 32 个，在售产品 18 个，其中，糖尿病药物已形成产品群，贡献主要收入（24 年收入占比 69.4%）。公司高血压药物波开清为国内首家通过一致性评价，竞争格局好，公司通过积极的学术推广打开市场，24 年收入占比达 29.4%。基于慢病联防联控理念，公司向更广泛的慢病领域延伸品种，包括高血脂、高尿酸、周围神经、血管疾病等。**公司仿制药选品逻辑：**筛选未集采、可替代性弱的仿制药项目，以赶上首轮集采为目标。**新品节奏：**公司研发积累自 23 年起集中兑现，23/24 年分别取得 6/7 个化药注册批件，截至 24 年末尚有 30 多个在研品种。

表 2：公司在售药品明细

产品分类	名称	规格	适应症	基药目录	医保目录	是否被集采
糖尿病类 (6.03 亿元, 69.4%)	瑞彤 (盐酸吡格列酮片)	15mg、30mg	糖尿病	是	是	是 (30mg)
	盐酸二甲双胍缓释片	0.25g、0.5g、0.75g	糖尿病	是	是	是
	唐瑞 (那格列奈片)	120mg	糖尿病	否	是	是
	复瑞彤 (吡格列酮二甲双胍片)	15mg/500mg、15mg/850mg	糖尿病	否	是	否
	阿卡波糖片	50mg、0.1g	糖尿病	是	是	否
	卡格列净片	.g	糖尿病	否	是	否

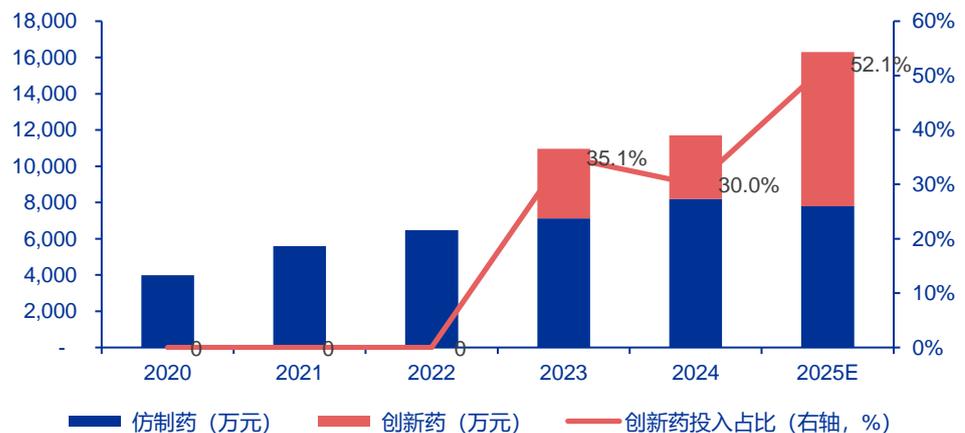
产品分类	名称	规格	适用症	基药目录	医保目录	是否被集采
	恩格列净片	10mg	糖尿病	否	是	否
	依帕司他片	50mg	糖尿病性神经病变	否	是	是
	磷酸西格列汀片	100mg	糖尿病	是	是	是
	西格列汀二甲双胍片	50mg/850mg	糖尿病	否	是	是
	二甲双胍恩格列净片	850mg/5mg	糖尿病	否	是	否
	利格列汀片	5mg	糖尿病	是	是	是
高血压类 (2.55 亿元, 29.4%)	波开清 (坎地氢噻片)	8mg/12.5mg、 16mg/12.5mg	高血压	否	是	否
周围神经类 (611 万元, 0.7%)	甲钴胺胶囊	0.5mg	周围神经病变	是	是	否
	甲钴胺片	0.5mg	周围神经病	否	是	否
泌尿系统类 (56 万元, 0.1%)	琥珀酸索利那新片	5mg	膀胱过度活动症	否	是	否
罕见病类 (360 万元, 0.4%)	安立生坦片	5mg	肺动脉高压	否	是	否
风湿免疫类 (7 万元, 0.0%)	非布司他片	40mg	痛风	否	是	否

资料来源：Wind、摩熵医药，申万宏源研究

注：括号内是 2024 年产品大类收入规模及收入占比

创新药：研发活动有序开展，逐步建立产品梯队。公司通过自主研发、合作研发、项目引进等方式推进创新药业务。业务起步阶段，南京德源主要承接与药明康德、中国药科大学、上海药物所等机构的项目合作，在此基础上形成自主创新能力。23/24 年公司投向创新药的研发费用分别为 0.38/0.35 亿元，占研发费用的 35.1%/30.0%。根据公司 25 年 6 月投资者关系公告，25 年公司研发投入预算 1.63 亿元，其中创新药投入 0.85 亿元，占比达 52.1%。今明年公司重点投入两个创新产品，一是 DYX116 (GIPR/GLP-1R/GCGR 三重激动剂多肽)，已申报降糖和减重适应症，降糖适应症正在 I 期临床试验；二是 DYX216，治疗难治性高血压，目前处于药物发现阶段。

图 3：公司 2020-2025E 研发费用及构成 (单位：万元，%)



资料来源：公司 2023 及 2024 年年报，公司 25 年 6 月投资者关系公告，申万宏源研究

1.3 销售：注重专业化推广，推动产品向基层下沉

以学术推广为基本营销策略，打造慢病专业品牌形象。公司组建一支学术型营销队伍，截至 24 年末团队共 353 人，占员工总数的 34.8%。区别于以销售业绩为导向，公司营销策略以多样化学术推广活动为核心，通过提高医生及患者的认知促进销售。为提高产品认知，公司积极参与内分泌全国年会、糖尿病全国年会、华东六省内分泌论坛、湘雅论坛、中山论坛、金陵论坛、海西论坛、CIC 年会等大型学术活动。同时组建在内分泌、心血管领域具有影响力的专家队伍，通过参加专家建议、论文征集、展台活动、项目推广等活动提高品牌影响力。

推动产品向基层下沉，实现对全国市场深度覆盖。公司在全国设立 7 个事业部，3 个特别发展区，50 余个销售办事处，销售网络覆盖全国广泛地区。在慢性病、常见病药品向基层下沉背景下，公司加大对基层医院的产品推广力度，与国内大型医药流通企业加深合作，实现对全国市场的深度覆盖。

图 4：公司参与各类学术活动提高医生及患者对产品的认知（未穷尽列举）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

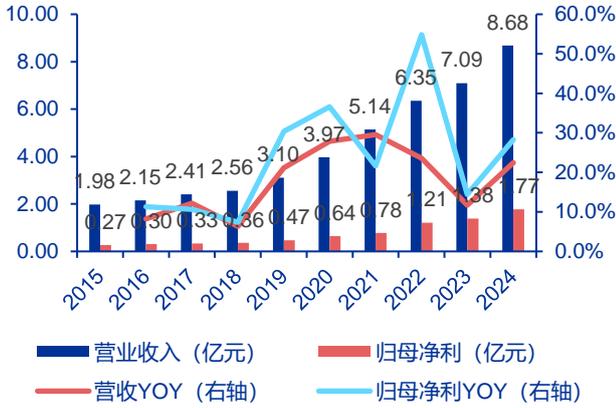
1.4 财务：营收十年正增长，一体化保障盈利水平

两大品种驱动营收十年增长，原料制剂一体化发展增厚利润规模。2015-2024 年，公司两大复方制剂复瑞彤及波开清销售未受集采影响，收入规模从 0.08 亿元增长至 6.04 亿元，带动公司整体收入增长。因公司扩大原料药自产比例压降生产成本，多数期间利润增幅高于收入。

注重费用管控，适当提高研发强度。公司销售团队深耕行业多年，学术推广体系成熟，销售费用率基本稳定；为推进创新药业务，公司适当提高研发费用预算，23 年研发费用率同比增加 5.3Pcts 至 15.5%。公司注重平衡研发投入与利润的关系，将通过优化费用支出、增强成本管控等方式减少新药研发对利润的侵蚀。

2025Q1 收入利润保持较快增长,因产品结构变化,毛利率同比增加 2.78pcts 至 86.0%。
2025Q1 公司实现营收 2.55 亿元,同比+21.6%;实现归母净利润 0.46 亿元,同比+31.0%,
主要系 25Q1 收入增长及收入结构变化致毛利率同比增加 2.78pcts 至 86.0%。

图 5: 公司 2015-2024 年营收及同比、归母净利润及同比 (单位: 亿元、%)



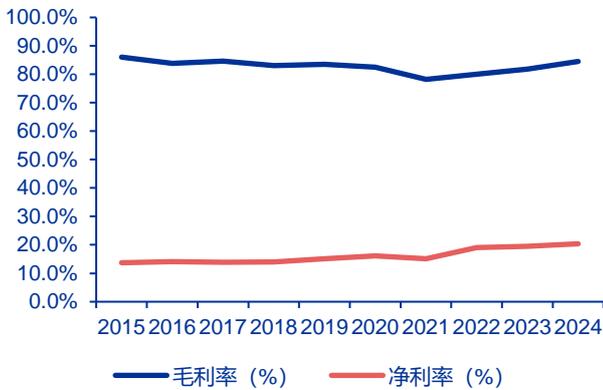
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 6: 公司 2015-2024 年复瑞彤及波开清销售收入及同比 (单位: 亿元、%)



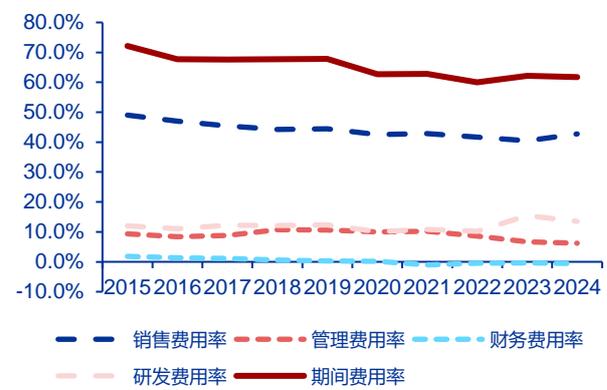
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 7: 公司 2015-2024 年毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 8: 公司 2015-2024 年期间费用率 (单位: %)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2. 慢性代谢性疾病: 增量市场, 仿制药与创新药并存

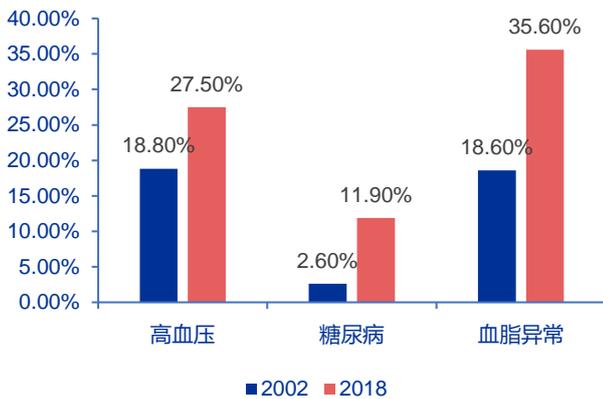
慢性代谢性疾病: 是以代谢异常为主要特征的疾病, 包括**高血压、糖尿病、血脂异常、痛风**等。这类疾病病因复杂, 病程长, 引发的心脑血管疾病、慢性肾脏疾病等并发症形成较高的致死率和致残率。

慢性代谢性疾病的发病率呈上升态势, 人口老龄化和生活方式转变是主要驱动因素。

根据 Wen Peng 等人 2023 年发表的一篇汇总性的全国调查报告, 2002-2018 年, 国内成

年人高血压患病率从 18.8% 升至 27.5%，糖尿病患病率从 2.6% 升至 11.9%，血脂异常患病率从 18.6% 升至 35.6%。从人群特征看，慢性代谢性疾病在老年人中更加普遍，因为长时间的风险因素积累、遗传易感性等原因，此外，高盐高脂饮食、缺乏体育锻炼、吸烟和过度饮酒等行为普及也是患病率升高的主要原因。

图 9：国内主要慢性代谢性疾病患病率变化情况 (2002-2018 年)



资料来源：Wen Peng 等《Trends in major non-communicable diseases and related risk factors in China 2002–2019: an analysis of nationally representative survey data》，申万宏源研究

图 10：我国人口老龄化情况 (2002-2024 年)



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

国家高度重视慢病防治，陆续出台政策提高药品可及性，行业中长期存在扩容空间。

2022 年以来，国家多措并举健全社会保障体系、深入医疗卫生体制改革、建设分级诊疗体系，促进医疗资源向基层下沉。2024 年 11 月，国家卫健委联合五部门发布《关于完善改革基层药品联动管理机制，扩大基层药品种类的意见》，明确高血压、糖尿病、慢阻肺病等慢性病用药不受“一品两规”限定。我们认为政策将进一步提高慢病治疗率、患者的依从性，有利于慢病市场扩容。短期集采降价压力持续存在，但在挤出药价虚高“水分”后，随着慢性代谢性疾病知晓率、治疗率、控制率的提升，行业具有较明确的增长空间。

表 3：2022 年至今慢病防治相关的政策汇总

时间	文件	部门	内容
2022 年 5 月	《“十四五”国民健康规划》	国务院	实施慢性病综合防控策略。加强国家慢性病综合防控示范区建设，到 2025 年覆盖率达到 20%；推进“三高”（高血压、高血糖、高血脂）共管，高血压、II 型糖尿病患者基层规范管理服务率达到 65% 以上
2023 年 2 月	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	国务院	到 2025 年，乡村医疗卫生机构功能布局更加均衡合理，基础设施条件明显改善，智能化、数字化应用逐步普及
2023 年 3 月	《健康中国行动 2023 年工作要点》	健康中国行动推进委员会办公室	加强高血压、糖尿病等慢性病患者健康管理，推进医防融合，提升服务质量
2023 年 8 月	《基层卫生健康便民惠民服务举措》	国家卫健委	社区卫生服务中心、乡镇卫生院全面实施高血压、糖尿病两慢病长期处方服务，并逐步扩大慢性疾病病种覆盖范围

时间	文件	部门	内容
2024年9月	《关于做好2024年基本公共卫生服务工作的通知》	国家卫健委、财政部、国家中医药局、国家疾控局	对慢性病患者和老年人提供分类分级健康服务
2024年11月	《关于完善改革基层药品联动管理机制，扩大基层药品种类的意见》	国家卫健委、工业和信息化部等五部门	规范和优化基层用药种类，切实增强慢性病、常见病患者用药可及性；建立健全基层药品联动配备使用机制，高血压、糖尿病、慢阻肺病用药不受“一品两规”限定

资料来源：中国政府网，申万宏源研究

分药品结构看，仿制药解决居民基础治疗需求，创新药聚焦尚未满足的临床需要。慢性代谢性疾病造成的医疗负担重，仿制药保障最基础的治疗需求。集采虽然压降仿制药价格，但提高了药品渗透率，自2019年底集采全面执行以来，化药仿制药规模维持在9000亿上下。随着人们支付能力增长&健康意识提升，对具有更好疗效、更少副作用的创新药的需求日益迫切，叠加国家采取多种政策鼓励创新药发展，自2018年起，创新药市场规模稳步增加。

图 11：2018-2023 年中国化学仿制药市场规模及增速



资料来源：《中国仿制药发展报告(2023年版)》，申万宏源研究

图 12：2018-2023 年中国化学仿制药在整体药品市场规模中的占比



资料来源：《中国仿制药发展报告(2023年版)》，申万宏源研究

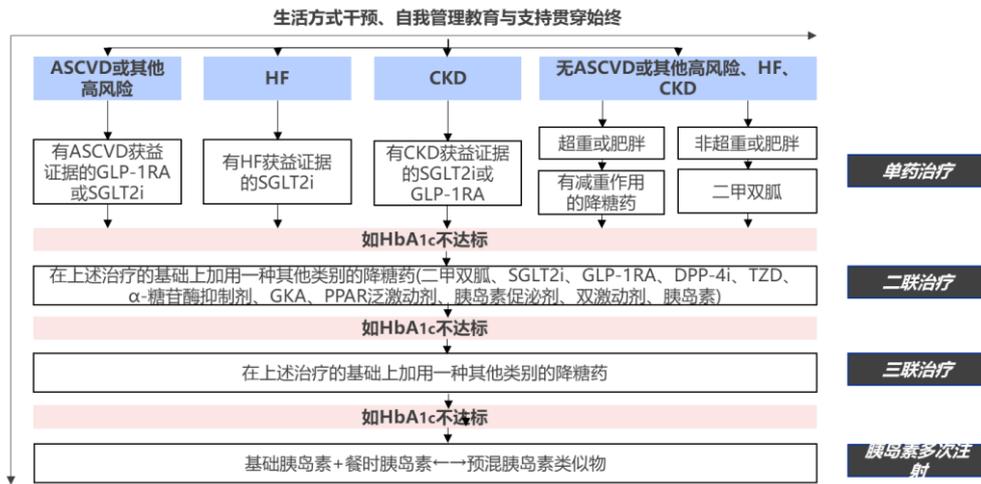
3. 糖尿病：降糖产品体系化，新药补齐重磅靶点短板

3.1 降糖药物繁多，新型药物领跑行业，仍有增长空间

糖尿病是一种慢性进展性疾病，根据个体病症及病程进展用药。2型糖尿病患者占有病例的90%以上，治疗药物分为胰岛素类和非胰岛素类。非胰岛素药物进一步分为促进胰岛素分泌降糖药物（磺脲类、格列奈类、DPP-4抑制剂、GLP-1RA）和通过其他机制降糖药物（双胍类、TZDs、α-糖苷酶抑制剂、SGLT-2抑制剂）。通常起始降糖药物取决于患者的临床特征，二甲双胍最常用，如果伴有ASCVD或其高风险、HF或CKD，选择GLP-1RA、SGLT-2抑制剂等其他单药治疗。若单药治疗无法有效控制血糖，根据病程进展，进行二联

治疗，或进一步进行三联治疗，最终三联治疗无效的患者采用末线治疗，即多次胰岛素注射。

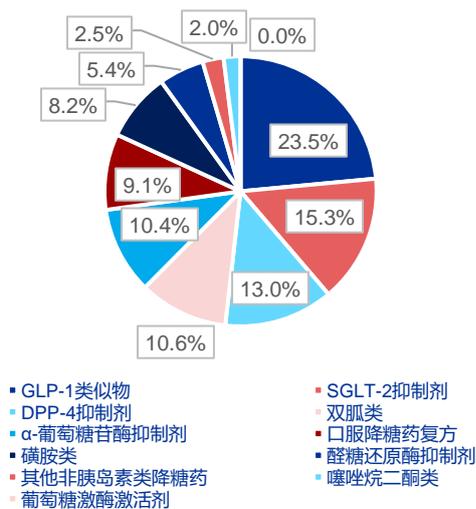
图 13: 中国 2 型糖尿病治疗指南 (2024 版) 提供的 2 型糖尿病治疗路径



资料来源:《中国 2 型糖尿病治疗指南 (2024 版)》，申万宏源研究

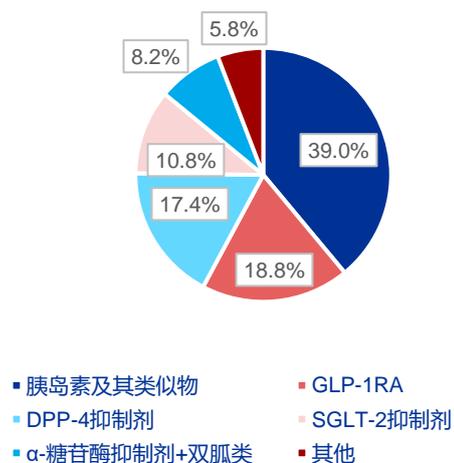
新型降糖药物在降糖同时延缓并发症进展，成为驱动行业增长的主要动力。糖尿病并发症是患者致死、致残的主要原因，包括 GLP-1 药物、SGLT-2 抑制剂、DPP-4 抑制剂、复方制剂在内的新型降糖药物兼具降糖、减重、防控心血管和肾脏疾病并发症等效果，为患者创造多重临床获益。随着海外专利陆续到期，国内仿制药产品上市，新型降糖药物市场快速增长，据摩熵医药数据，GLP-1 药物、SGLT-2 抑制剂、DPP-4 抑制剂、复方制剂合计市场份额从 2020 年的 11.6% 升至 2023 年的 36.4%。对比看，2020 年全球新型降糖药物市场份额约为 55%，国内仍有提升空间。

图 14: 2023 年中国糖尿病治疗药物市场结构 (单位: %)



资料来源: 摩熵医药, 申万宏源研究

图 15: 2020 年全球糖尿病治疗药物市场结构 (单位: %)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 申万宏源研究

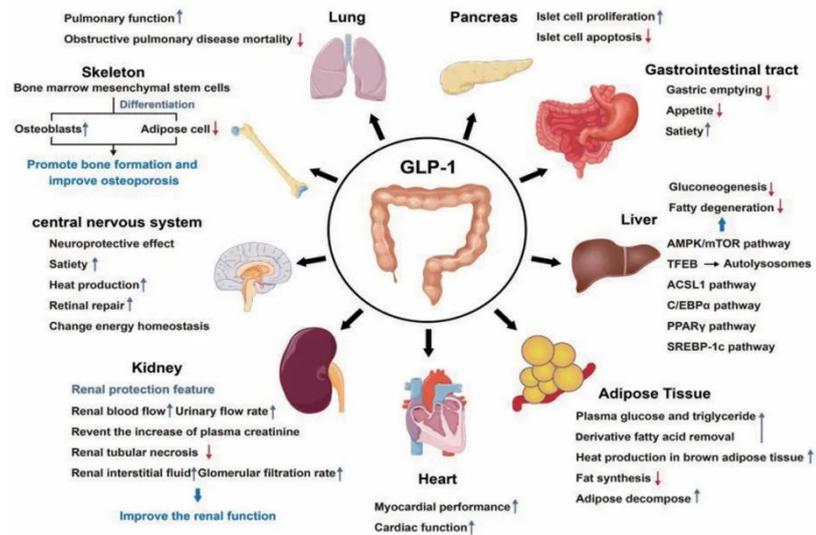
3.2 GLP-1 药物使患者多重获益，行业成长动能充沛

GLP-1 受体是 2 型糖尿病的关键治疗靶点，发挥以降糖减重为核心的多效性作用。GLP-1 是一类肠促胰素，通过与 GLP-1 受体结合，受体广泛分布于胰腺、肝脏、脂肪、心脏等组织，通过激活 cAMP 信号通路发挥降糖、减重、心血管获益、肾脏保护等作用。

GLP-1 血糖调控机制：①**胰腺：**促进胰岛β细胞增殖。目前多数治疗药物并不直接作用于β细胞，因此延缓疾病进展的疗效有限；②**肝脏：**抑制α细胞胰高血糖素分泌；③**中枢神经系统：**抑制食欲，延缓胃排空，调节能量平衡。

GLP-1 心血管及肾脏保护机制：**心血管：**直接作用于心肌细胞，通过增强心肌收缩力提高心脏输出量，同时改善血管内皮功能；**肾脏：**GLP-1 通过抗炎和抗氧化应激机制减轻肾脏损伤，延缓肾功能恶化。

图 16：GLP-1 作用机制示意图



资料来源：Tong Bu 等《Glucagon-Like Peptide-1: New Regulator in Lipid Metabolism》，申万宏源研究

GLP-1 市场广阔，成长动力来自适应症拓展、提高产品疗效和提高患者依从性：

1. 适应症：降糖、减重为基本盘，探索其他代谢性疾病、神经保护、成瘾疾病领域治疗潜力

(1)**糖尿病市场：**GLP-1 药物基于优异的疗效及联合疗法扩大市场份额。国外大量临床研究及荟萃分析显示，GLP-1 药物克服了传统治疗药物中的一些缺陷，拥有良好的心血管结局和安全性，并具有多重代谢获益。2022 年 ADA/EASD 共识取消了二甲双胍的一线地位，建议伴 ASCVD/高风险因素人群使用 GLP-1 药物。2024 年版中国糖尿病防治指南中强调，一线治疗应该首先进行 T2DM 并发症与合并症的评估，并推荐首选有 ASCVD 获益证据的 GLP-1 药物。GLP-1 药物在国内外各大指南中推荐地位稳步上升，将对传统降糖药物及新型药物形成一定替代。此外，为提供更全面的血糖控制，有药企探索涉及 GLP-1 药物

和其他药物的联合疗法，或是未来糖尿病治疗的优先选择，如诺和诺德的 CagriSema（司美格鲁肽+卡格列肽）。

表 4：GLP-1RA 与其他糖尿病药物疗效对比

药物种类	血糖控制		减重能力		低血糖风险	对心血管的影响		对肾脏的影响	常见副作用
	低	高	减重	中性		增重	主要心血管事件 (MACE)		
GLP-1RA	有益	有益	有益	中性	无	有益	中性	有益	肠道影响
二甲双胍	有益	有益	中性	中性	无	潜在有益	中性	中性	肠道影响
TZDs	有益	有益	中性	中性	无	潜在有益	提高风险	中性	水肿
磺脲类药物	有益	有益	中性	中性	有	中性	中性	中性	低血糖
DPP-4i	有益	有益	中性	中性	无	中性	中性	中性	N/A
SGLT2i	有益	有益	有益	中性	无	潜在有益	潜在有益	潜在有益	尿路感染
胰岛素	有益	有益	中性	中性	有	中性	中性	中性	低血糖
GKA	有益	有益	中性	中性	无	N/A	N/A	中性	N/A

资料来源：《中国 2 型糖尿病治疗指南（2024 版）》、灼识咨询，申万宏源研究

(2)减重市场：GLP-1 药物疗效显著，打破安全性瓶颈，已成为药物干预中的核心治疗选择之一，直接受益于全球肥胖患者人数增长。有效性，肥胖治疗路径依次为生活方式干预→药物治疗→减肥手术。生活方式干预可将体重降低约 5%，传统减重药物约 10%，目前 GLP-1RA 药物约 15%-25%，并在多种肥胖并发症方面显示益处。**安全性**，早期获批的减重药物普遍存在严重的不良反应而退出市场，如**芬氟拉明**（与心脏瓣膜病和肺动脉高压症的严重副作用相关）、**西布曲明**（与非致命性心肌梗死和中风方面副作用相关）、**利莫那班**（与严重精神和心理健康问题相关）等，少数仍然上市的药物（如奥利司他、芬特明）同样因潜在的副作用和安全性隐患未成为主流药物。GLP-1 药物不良反应主要为胃肠道不适，是减重药物普遍存在的问题，随着药物耐受度提高，症状会有一定缓解，因此相对来说是更为安全的减重产品。根据弗若斯特沙利文预测，全球超重/肥胖人群将在高基数基础上继续增长，预计至 2028 年全球肥胖/超重患者将达 29.2 亿人，24-28(E)年 CAGR 为 2.9%。

表 5：代表性 GLP-1RA 减重效果及安全性数据

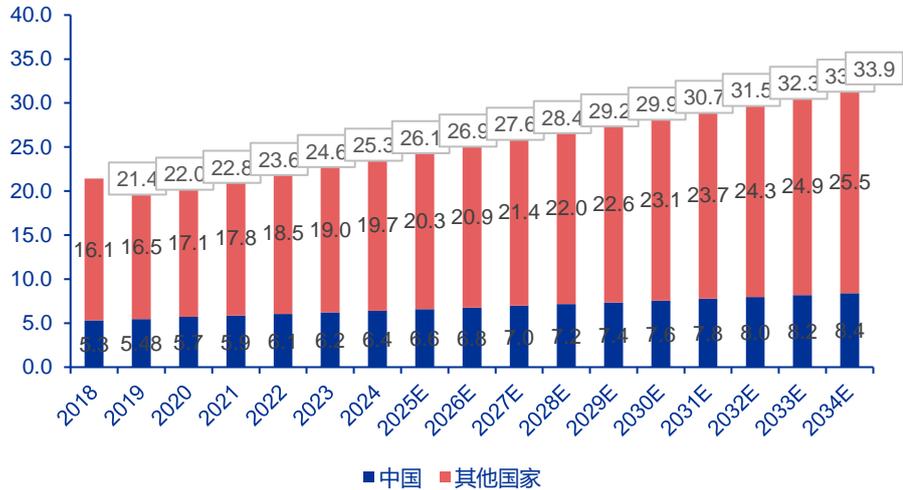
	组合法 (司美格鲁肽+卡格列肽)	替尔泊肽	玛仕度肽	瑞他鲁肽
给药方式	每周一次	每周一次	每周一次	每周一次
试验周期 (周)	68	72	32	48
有效性	2.4mg 试验组体重平均下降 22.7%，安慰剂组平均下降 2.3%	试验组体重平均下降 15.0% (5mg)、19.5% (10mg)、20.9% (15mg)，安慰剂组平均下降 3.1%	试验组体重平均下降 11.0% (4mg)、13.4% (6mg)，安慰剂组平均下降 0.2%	试验组体重平均下降 8.7% (1mg)、16.3% (4mg, 初始剂量 2mg)、17.8% (4mg, 初始剂量 4mg)、21.7% (8mg, 初始剂量 2mg)、23.9% (8mg, 初始剂量 4mg)、24.2% (12mg, 初始剂量 2mg)，安慰剂组平均下降 2.1%
安全性	胃肠道不良事件：2.8 每人/年；由于胃肠道不良事件导致的停药：.%	试验组中 79%-82%报告不良事件，安慰剂组为 72%；试验组中 5%-7%报告严重不良试验，安慰剂组为 %	治疗相关的停药：1.5%对比 6mg 对比安慰剂)	试验组中 73%~94%报告不良事件，安慰剂组为 70%；试验组中 0%-6%报告严重不良试验，安慰剂组为 %

资料来源：医药魔方数据库，申万宏源研究

组合疗法 (司美格鲁肽+卡格列肽)	替尔泊肽	玛仕度肽	瑞他鲁肽
-------------------	------	------	------

注: 临床试验数据来源: 1. 组合疗法(司美格鲁肽+卡格列肽): REDEFINE 1; 2. 替尔泊肽: SURMOUNT-1; 3. 玛士度肽: GLORY-1; 4. 瑞他鲁肽: NCT04881760

图 17: 2018-2034(E)年全球肥胖患者人数 (单位: 亿人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 申万宏源研究

(3)其他适应症: GLP-1 药物具有多重作用机制, 随着临床前及临床研究证据的不断积累, 在多系统疾病显现治疗潜力, 在研适应症包括治疗多种代谢性疾病 (NAFLD、心血管疾病、慢性肾病等)、神经保护 (阿尔茨海默病、帕金森病等) 和治疗成瘾疾病等。

表 6: GLP-1RA 在研适应症拓展情况 (截至 2024 年末)

疾病分类	适应症	上市药物或在研管线示例
代谢性疾病	阻塞性睡眠呼吸暂停	礼来公司替尔泊肽: 已获批
	慢性肾脏病	诺和诺德司美格鲁肽: 已获批
	脂肪性肝炎	礼来替尔泊肽、诺和诺德司美格鲁肽、勃林格殷格翰 GCGR/GLP-1R 双靶激动剂、韩美制药三靶点激动剂等处于临床试验
神经系统疾病	阿尔茨海默病	诺和诺德司美格鲁肽处于临床阶段
	帕金森病	Kariya Pharmaceuticals 公司的一款 GLP-1/GIP 双靶点激动剂处于临床阶段
成瘾疾病	阿片类药物使用障碍	诺和诺德司美格鲁肽处于临床阶段

资料来源: 药渡, 申万宏源研究

2. 疗效角度, 多靶点迭代单靶点, 提供更优疗效及更低的副作用。与施用单一激动剂相比, 单分子多重受体激动剂因不同信号通路可被同时激活, 具有疗效最大化、副作用降低、药动学性质更稳定等优点。目前以 GLP-1 为基础的单分子多重受体激动剂主要分五类, GLP-1/GIP 双靶点、GLP-1/GCG 双靶点、GLP-1/GIP/GCG 三靶点、GLP-1/GCG/FGF21 三靶点和 GLP-1/GIP/IGF-1/GCG 四靶点。根据医药魔方数据, 全球范围 GLP-1 单靶点竞争非常激烈, 多靶点成为药企差异化竞争方向, 截至 25 年 4 月末, 三靶点/双靶点在研管线数量分别为 20/39 个, 三靶点竞争相对温和。

表 7: 全球 GLP-1 药物三靶点及二靶点药物 (不完全举例)

GLP-1R/GCGR/GIPR 激动剂 (全球: 20)				GLP-1R/GIPR 激动剂 (全球: 39)			
排名	药品名称	研发机构	全球最高研发阶段	排名	药品名称	研发机构	全球最高研发阶段
1	瑞他鲁肽 (retatrutide)	礼来公司 (Lilly)	III 期临床	1	替尔泊肽	礼来公司	已上市
2	MWN101	民为生物	II 期临床	2	HRS9531	Kailera; 恒瑞医药	III 期临床
3	UBT251	联邦制药; 诺和诺德 (Novo)	II 期临床	3	HS-20094	翰森制药	III 期临床
4	ZX2021	中新医药(康缘药业)	II 期临床	4	BGMO504	博瑞医药	III 期临床
5	HZ010	和泽医药; 道尔生物	I 期临床	5	RAY1225	众生睿创	III 期临床
6	HM15275	Hanmi Pharmaceuticals	I 期临床	6	CT-868	Carmot Therapeutics (Roche)等	II 期临床
7	HRS-4729	Kailera Newco; 恒瑞医药	I 期临床	7	VK2735	Viking Therapeutics	II 期临床
8	DYX116	德源药业	I 期临床	8	NNC0519-0130	诺和诺德	II 期临床
9	HEC-007	广东东阳光药业	申报临床	9	CT-388	Carmot Therapeutics (Roche)等	II 期临床
				10	GMA106	鸿运华宁; 中国生物制药	II 期临床
				11	THDBH120	药明康德; 通化东宝	II 期临床

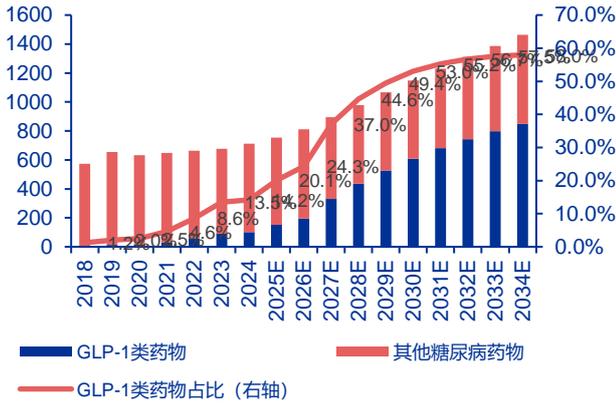
资料来源: 医药魔方数据库, 申万宏源研究

注: 数据统计截至 2025/04/30

3. 用药角度, 慢病患者关注用药便利性和生活质量, 推升口服、长效产品需求。口服剂型研发主要两个方向: 多肽类 GLP-1 和小分子 GLP-1。多肽类 GLP-1 已有司美格鲁肽成功获批, 因小分子的生物利用度相较多肽更高, 且产业化成本大幅降低, 因此小分子 GLP-1 成为目前研发主流。口服剂型开发难度较大, 截至目前全球仅十余个在研管线。已上市 GLP-1RA 主要为一周一次制剂, 因慢病患者并非出于“病急就医”状态, 长效产品(两周一次或四周一次或每月一次)将进一步提高患者依存性。

以 GLP-1 药物降糖、减重两个主要的适应症看, 多靶点、口服剂型、长效配方等驱动产品升级, 全球及中国市场规模望持续扩大。根据弗若斯特沙利文预测, 2028 年中国及全球糖尿病药物市场规模分别为 979 亿元/1232 亿美元, GLP-1 药物占比分别升至 44.6%/53.2%。2028 年中国及全球肥胖/超重药物市场规模分别为 217 亿元/369 亿美元, GLP-1 药物占比分别升至 95.3%/91.5%。

图 18: 2018-2034(E)年中国糖尿病药物市场规模及 GLP-1 药物占比 (单位: 亿元、%)
图 19: 2018-2034(E)年全球糖尿病药物市场规模及 GLP-1 药物占比 (单位: 亿美元、%)



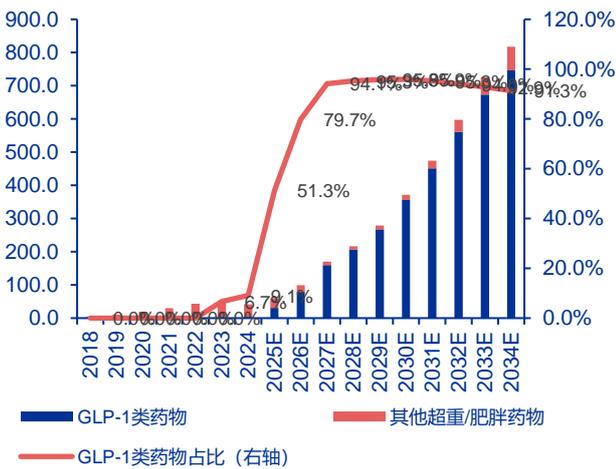
资料来源: 弗若斯特沙利文, 申万宏源研究



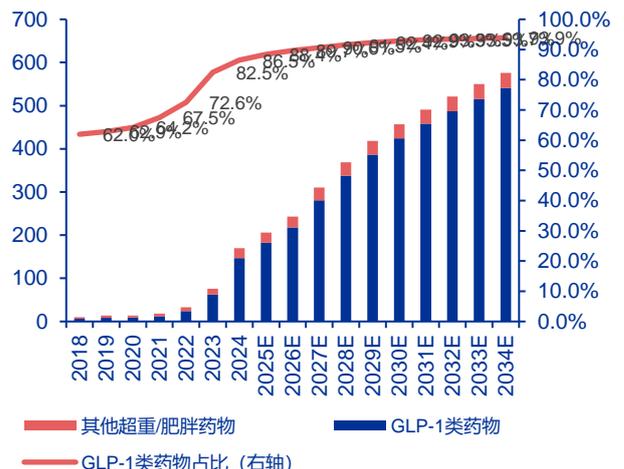
资料来源: 弗若斯特沙利文, 申万宏源研究

图 20: 2018-2034(E)年中国超重/肥胖药物市场规模及GLP-1 药物占比 (单位: 亿元、%)

图 21: 2018-2034(E)年全球超重/肥胖药物市场规模及GLP-1 药物占比 (单位: 亿美元、%)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 申万宏源研究



资料来源: 弗若斯特沙利文, 申万宏源研究

3.3 GLP-1 头部格局稳定, 中小企业走差异化路线

全球 GLP-1 药物市场由诺和诺德和礼来主导。根据医药魔方数据库, 2024 年诺和诺德 Wegovy、Saxenda、Ozempic、Victoza、Rybelsus 产品全球销售额合计 311.12 亿美元, 礼来公司 Zepbound、Mounjaro、度拉糖肽全球销售额合计 217.20 亿美元, 两家公司产品覆盖度超 95%。

两家跨国药企通过构建管线组合巩固市场地位。诺和诺德和礼来的产品开发策略不一, 但均已形成行业领先的产品矩阵。诺和诺德深挖司美格鲁肽治疗潜力, 在降糖、减重基础上有序开发治疗心衰、慢性肾病、NASH、阿尔兹海默症等适应症, 同时, 公司通过 license-in 模式快速布局多靶点药物; 礼来聚焦减重市场做产品创新, 如新适应症围绕肥胖合并症做扩展, 通过双靶点、三靶点和小分子口服药物提升减重药物疗效及提高患者依从性。

表 8: 诺和诺德及礼来公司管线布局 (截至 2025 年 4 月 30 日)

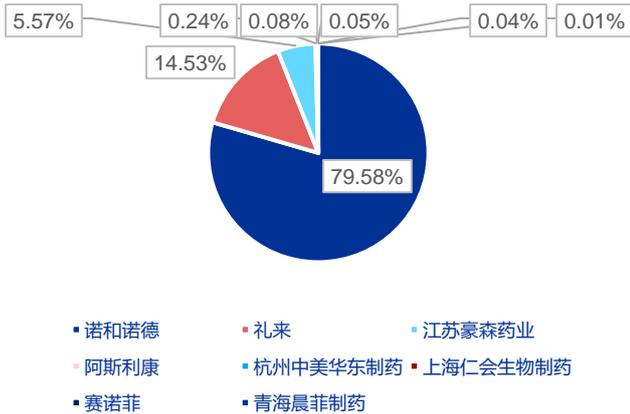
分类	注射剂					口服制剂		
单靶	产品: 利拉鲁肽 进度: 批准上市 靶点: GLP-1R	产品: 司美格鲁肽 进度: 批准上市 靶点: GLP-R	产品: Cagrilintide 进度: III 期临床 靶点: amylin	产品: Amylin355 进度: I 期临床 靶点: amylin	产品: amylin1213 进度: I 期临床 靶点: amylin (长效)	产品: 司美格鲁肽 进度: 申请上市 靶点: GLP-1R	产品: Monlunabant 进度: II 期临床 靶点: CB1 作用机制: CB1 反向激动剂	产品: INV-347 进度: I 期临床 靶点: CB1 作用机制: CB1 反向激动剂
	产品: LY307161 进度: II 期临床 靶点: GLP-1R	产品: Eloralintide 进度: II 期临床 靶点: AMYR	产品: Macupatide 进度: I 期临床 靶点: GIPR			产品: Orforglipron 进度: III 期临床 靶点: GLP-1R	产品: LY3549492 进度: I 期临床 靶点: GLP-1R	
双靶	产品: CagriSema 进度: III 期临床 靶点: GLP-1R、amylin	产品: NN9541 进度: II 期临床 靶点: GLP-1R、GIPR	产品: NN9542 进度: II 期临床 靶点: GLP-1R、GIPR	产品: amycretin 进度: II 期临床 靶点: GLP-1R、AMYR		产品: amycretin 进度: I 期临床 靶点: GLP-1R、AMYR		
	产品: 替尔泊肽 进度: 批准上市 靶点: GLP-1R、GIPR	产品: 玛仕度肽 进度: 申请上市 靶点: GLP-1R、GCCR	产品: LY3537031 进度: I 期临床 靶点: GLP-1R、GIPR	产品: Bimagrumab 进度: II 期临床 靶点: ACVR2B、ACVR2A		引进 AMYR CALCR 双激动剂 研发阶段未知 靶点: AMYR、CALCR		
三靶	产品: UBT251 进度: II 期临床 靶点: GIPR、GLP-1R、GCCR	产品: NN9662 进度: I 期临床 靶点: 未知				引进口服小分子 研发阶段未知 靶点未知		
	产品: Retatrutide 进度: III 期临床 靶点: GIPR、GLP-1R、GCCR							

资料来源: 医药魔方《全球肥胖领域 GLP-1 赛道分析报告》, 申万宏源研究

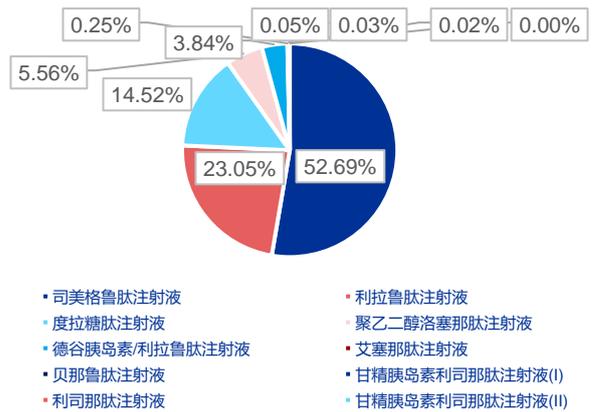
注: 白色底纹是诺和诺德 GLP-1 药物管线布局, 浅蓝色底纹是礼来公司布局

国内市场同样高度集中。2023 年诺和诺德和礼来市场份额分列第一和第二, 分别为 79.6%/14.5%, 受市场认可度和专利限制等原因, 其他药企及国内厂商占比较小。分产品看, 诺和诺德司美格鲁肽、利拉鲁肽, 礼来度拉唐肽等明星产品占据 90%以上市场份额。豪森药业开发的聚乙二醇洛塞那肽是首个国产长效 GLP-1 药物, 公司深耕糖尿病市场, 销售网络完善, 品牌力强, 助力聚乙二醇洛塞那肽的销售放量。

图 22: 2023 年国内 GLP-1 药物企业竞争格局
图 23: 2023 年国内 GLP-1 药物品种竞争格局



资料来源：摩熵咨询，申万宏源研究



资料来源：摩熵咨询，申万宏源研究

GLP-1 药物局限性在快速普及中显现，新靶点或新技术为后来者提供战略机遇。有效性方面，最突出的问题是停药后体重反弹和代谢指标恶化；此外存在部分患者应答率不高的问题；**安全性方面**，使用 GLP-1 药物后恶心、呕吐和腹泻等胃肠道疾病发病比率较高；长期接受 GLP-1R 药物治疗可能导致肌肉损失等问题。对于新靶点的探索或在特定技术路线上，参与者有限且产品多处于临床前或早期临床阶段，后来者有突围可能。如**先为达生物**，全球首创具有 cAMP 偏向性的 GLP-1 药物（伊诺格鲁肽注射液），降糖及减重适应症上市申请已获国家药监局受理，可能为现有获批 GLP-1 受体激动剂治疗减重效果不足的患者，提供实现更大幅度体重下降的新选择。**银诺生物**，较早洞察人源化与长效化研发趋势，核心产品苏帕格鲁肽 α 是我国首个自主知识产权的人源化长效 GLP-1 药物。

3.4 公司：降低对复瑞彤依赖、布局三靶点 GLP-1 新药

仿制药：丰富降糖产品矩阵，降低对复瑞彤单品依赖。截至 25 年 3 月末，公司共 12 款降糖产品在售。**盐酸二甲双胍缓释片**：公司产品 0.5g 规格中选第三批国采，目前样本医院市占率稳定在 7%左右。**那格列奈片**：国内首家通过一致性评价，中选第四批国采，21 年起持续占据国内市场主要份额。**盐酸吡格列酮片**：国内首家通过一致性评价，中选第七批国采，23 年样本医院市占率 14.1%。**吡格列酮二甲双胍片（产品名：复瑞彤）**：复方降糖品种中的主流用药，据摩熵医药数据，23 年院端市场规模达 14.62 亿元，尚未纳入集采。目前吡格列酮二甲双胍片过评情况 3+1，从第十批集采规定看，至少 7 家企业生产才能被纳入，故产品被纳入第十一批集采中的概率较小。复瑞彤是公司核心品种，后续集采中标可能导致单品收入业绩大幅下滑，考虑到公司自 23 年起保持较快的新品开题，审评和上市转化节奏，预计新品上市增量能够较好弥补复瑞彤集采后的收入缺口。**阿卡波糖片、卡格列净片、恩格列净片**均为近年获批品种，依托公司专业的推广团队，产品上市后保持较好的增长势头。**利格列汀片、西格列汀二甲双胍片（II）、磷酸西格列汀片、依帕司他片**也是公司近年新获批品种，已中选第十批集采，将借助集采快速放量。

保持研发投入，布局降糖新品种、新剂型，做强产品群。公司仍有充足的降糖产品待上市销售，包括 3 款已获批产品，分别是苯甲酸阿格列汀片，羟苯磺酸钙胶囊，达格列净片；5 款在 CDE 审评阶段产品，分别是西格列汀二甲双胍缓释片、格列齐特缓释片、达格列净二甲双胍缓释片、非奈利酮片、恩格列净片（补充）。随着降糖产品矩阵扩充，糖尿病全程管理能力提升，公司专业品牌形象将进一步凸显。

创新药：为与仿制药产品相互渗透，形成战略互补，公司推进 GIPR/GLP1R/GCGR 多靶点激动剂管线。公司仿制药产品已覆盖糖尿病主流靶点，包括多个新型药物靶点，从完善产品矩阵角度，公司战略布局 GIPR/GLP1R/GCGR 三靶点激动剂，补齐重磅靶点短板。公司 DYX116 的 I 期临床申报降糖适应症，2025 年 3 月启动，4 月首例受试者入组，如进展顺利，预计 25 年底前完成 I 期临床，26 年进入 II 期临床。公司于 25 年 5 月向 CDE 申报 DYX116 减重适应症，有序拓展适应症广度。

表 9：公司已上市、待上市及研发阶段糖尿病药物明细

1. 已上市糖尿病药物明细					
靶点	名称	规格	2023 年样本医院市场 规模 (亿元)	2023 年公司样本医 院市占率	说明
传统-TZDs 类	瑞彤 (盐酸吡格列酮片)	15mg、30mg	0.09	14.1%	中选第七批国采
传统-双胍类	盐酸二甲双胍缓释片	0.25g、0.5g、0.75g	0.54	7.5%	中选第三批国采
传统-格列奈类	唐瑞 (那格列奈片)	120mg	0.07	78.6%	中选第四批国采
新型-复方制剂	复瑞彤 (吡格列酮二甲双胍片)	15mg/500mg、 15mg/850mg	1.88	13.2%	核心产品, 预计进入 第十一批集采目录 的概率较低
传统-α-糖苷酶抑制剂	阿卡波糖片	50mg、0.1g	1.71	无数据	
新型-SGLT-2 抑制剂	卡格列净片	0.1g	0.49	无数据	
新型-SGLT-2 抑制剂	恩格列净片	10mg	1.32	无数据	
醛糖还原酶抑制剂	依帕司他片	50mg	2.52	无数据	中选第十批集采
新型-DPP-4 抑制剂	磷酸西格列汀片	100mg	3.92	无数据	中选第十批集采
新型-复方制剂	西格列汀二甲双胍片	50mg/850mg	1.91	无数据	中选第十批集采
新型-复方制剂	二甲双胍恩格列净片	850mg/5mg	0.35	无数据	
新型-DPP-4 抑制剂	利格列汀片	5mg	3.77	无数据	中选第十批集采
2. 待上市糖尿病药物明细					
靶点	名称	产品进度	2023 年样本医院市 场规模 (亿元)	通过一致性评价的 企业数量	说明
新型-DPP-4 抑制剂	苯甲酸阿格列汀片	已获批待上市	0.78	6	/
/	羟苯磺酸钙胶囊	已获批待上市	0.45	13	/
新型-SGLT-2 抑制剂	达格列净片	已获批待上市	8.05	28	/
新型-复方制剂	西格列汀二甲双胍缓释片	CDE 审评中	1.91	6	/
传统-磺胺类	格列齐特缓释片	CDE 审评中	0.72	17	/
新型-复方制剂	达格列净二甲双胍缓释片	CDE 审评中	无数据	7	/
非甾体选择性盐皮质激素受体	非奈利酮片	CDE 审评中	无数据	尚无过评企业	/
新型-SGLT-2 抑制剂	恩格列净片 (补充)	CDE 审评中	1.32	31	/
3. 创新管线					
靶点	名称	产品进度	2023 年样本医院市 场规模 (亿元)	同类在研管线	说明
新型R/GLPR/GCGR	DYX	临床 I 期	.	全球范围 个在研	计 年底前完成

1. 已上市糖尿病药物明细

靶点	名称	规格	2023 年样本医院市场规模 (亿元)	2023 年公司样本医院市占率	说明
				管线, 其中国内 7 个	临床 I 期

资料来源: 米内网、医药魔方数据库、公司官网, 申万宏源研究

注: DYX116 样本医院规模统计范围是国内已上市的 GLP-1RA; DYX116 同类在研管线数量为截至 25 年 4 月底数据

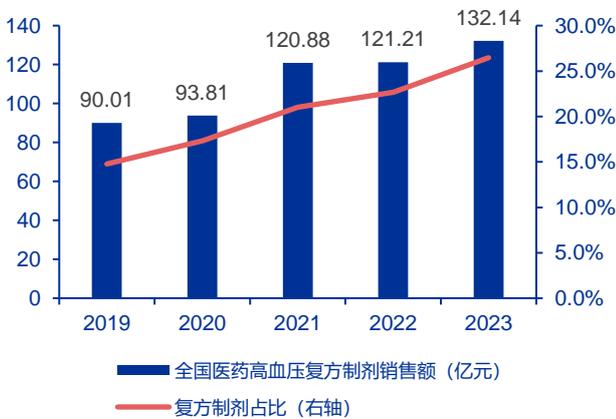
4. 高血压: 选品策略清晰, 聚焦复方和未被满足需求

4.1 复方制剂具备疗效和依从性优势, 成为行业增长重心

高血压初始治疗使用 6 类单药及组成的单片复方, 单药带来的获益相似, 复方制剂具备疗效优势, 并能改善治疗依从性。目前一线降压药包括: 钙通道阻滞剂 (CCB)、血管紧张素转化酶抑制剂 (ACEI)、血管紧张素受体拮抗剂 (ARB)、噻嗪类利尿剂、β受体阻滞剂、血管紧张素受体脑啡肽酶抑制剂 (ARNI) 以及由前述药物组成的联合疗法。降压治疗的获益主要源于血压的降低, 虽然不同单药的作用机理不同, 但总的来说单药带来的获益相似。复方制剂通过机制互补, 兼顾控制高血压多重危险因素增加疗效, 因复方制剂服用方便, 患者容易坚持, 能够改善治疗的依从性。

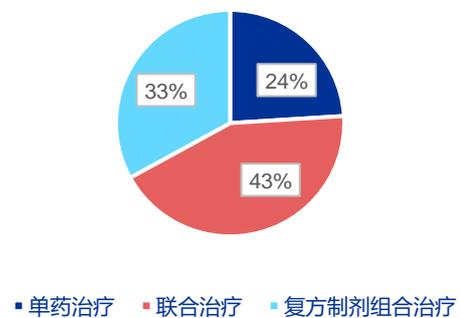
国内高血压药物治疗以单药为主, 复方制剂逐渐被广泛应用, 成为行业增长重心。2019-2023 年, 国内高血压复方制剂市场规模稳步增长, 2023 年医院端销售额为 132.14 亿元, 市占率达 26.5%, 成为第二大高血压药物。相比全球范围复方制剂和联合治疗药物占据主流市场, 国内复方制剂仍有提升空间。

图 24: 2019-2023 年国内医院端高血压复方制剂销售额 (单位: 亿元)



资料来源: 摩熵医药, 申万宏源研究

图 25: 全球高血压药物市场结构



资料来源: 头豹研究院《2023 年中国抗高血压复方制剂行业概览》, 申万宏源研究

降压药物的研发方向集中，以提高传统药物疗效或减少副作用为主，基于全新机制的药物研发聚焦难治性高血压，具有重要的临床价值。因传统药物及单片复方可以满足绝大部分高血压患者需求，药企以改进传统药物为研发重心，基于全新机制的高血压药物聚焦尚未被满足的临床需求，截止目前全球范围共 6 类新型药物，适应症以治疗难治性高血压为主。**难治性高血压** (refractory hypertension, 简称 RH) 指应用了足量且合理联合的 3 种降压药物 (包括利尿剂) 后，血压仍在目标水平之上，或最少需要 4 种药物才能使血压达标，约 10% 的高血压患者是 RH 患者。RH 患者通常已经过高血压三、四线治疗，病情仍未控制或产生耐药性，靶器官损害风险增加，预后差，亟需针对性药物。由 Idorsia 开发的 Aprocitentan 是一种双重内皮素受体拮抗剂，是新型、有效且耐受性良好的治疗难治性高血压的方法，2024 年获美国 FDA 批准上市，国内处于 III 期临床。阿斯利康在研一款通过抑制 CYP11B2 酶来抑制醛固酮合成的小分子药物，有望成为难治性高血压有效药物，全球最高及国内最高研发阶段均为 III 期临床。

表 10：全球范围 6 类高血压新型治疗药物

药物类型	作用机理	代表性药物	靶点	全球最高研发阶段	中国最高研发阶段	适应症
双重内皮素受体拮抗剂 (ERA)	阻断盐皮质激素受体过度激活，抑制醛固酮分泌	Aprocitentan (由 Idorsia 开发)	ETAxETB	已上市	III 期临床	难治性高血压、高血压等
醛固酮合成酶抑制剂 (ASI)	抑制醛固酮合成酶以减少醛固酮合成	Baxdrostat (由阿斯利康在研)	CYP11B2	III 期临床	III 期临床	难治性高血压、原发性醛固酮增多症以及慢性肾病合并高血压等
非甾体类盐皮质激素受体拮抗剂 (MRA)	抑制盐皮质激素受体的过度激活	Esaxerenone (由日本第一三共制药开发)	MR	已上市	无	高血压
氨基酶 A 抑制剂 (APA)	抑制血管紧张素转化酶	Firibastat (由 Quantum Genomics ENPEP SA 在研)		III 期临床	无	难治性高血压、高血压、心脏衰竭
心房钠利尿肽类似物	促进钠排泄减少血容量同时扩张血管降低外周阻力	LHW090 (由诺华在研)	NEP	II 期临床	无	高血压
肝血管紧张素原抑制剂	干扰血管紧张素原 mRNA	Zilebesiran (由 Alnylam 在研)	AGT	II 期临床	无	难治性高血压、阿尔茨海默症

资料来源：智慧芽全球新药情报库，申万宏源研究

4.2 公司：新药聚焦难治性高血压、布局主流靶点醛固酮

仿制药：核心品种波开清竞品稀缺，新增沙库巴曲缬沙坦钠片大市场空间品种。坎地氢噻片是坎地沙坦酯和氢氯噻嗪的复方制剂，具有强效降压作用。公司产品 2011 年上市销售，截至目前国内仅新增 1 家企业过评，原研药未进入国内市场。公司 24 年取得沙库巴曲缬沙坦钠片批件，沙库巴曲缬沙坦钠片的原研药为诺华的诺欣妥 (Entresto)，24 年全球销售额 78.22 亿美元，是诺华主打产品之一。沙库巴曲缬沙坦钠片能对心血管起到双重保护作用且具有良好的临床获益，已被列为心力衰竭与高血压诊疗指南推荐的一线用药。

创新药：聚焦难治性高血压，布局主流靶点醛固酮。难治性高血压发生机制可能与醛固酮增多紧密相关，醛固酮靶向治疗方式主要分两类：**一是**使用醛固酮受体拮抗剂(MRA)，目前临床首选方案，其中甾体 MRA（如螺内酯、依普利酮）是非选择性的，可能导致高钾血症、激素相关副作用；非甾体 MRA 降压能力各不相同。**二是**使用抑制醛固酮合成酶，从源头上减少了醛固酮的产生，如 Baxdrostat。Baxdrostat 的 II 期临床试验显示 Baxdrostat 可显著降低难治性高血压患者的血压水平，此外，对醛固酮合成酶（CYP11B2）具有高度选择性，即降压同时减少不必要的副作用。公司目前与药明康德合作的 DYX216 作用机理与 Baxdrostat 相近，最新研发进展已初步确定潜在 PCC 分子。

表 11：公司已上市、待上市及研发阶段糖尿病药物明细

1. 已上市糖尿病药物明细					
药物类型	名称	规格	2023 年样本医院市场规模 (亿元)	2023 年公司院端市占率	说明
血管紧张素受体拮抗剂和利尿剂	波开清 (坎地氢噻片)	8mg/12.5mg、16mg/12.5mg	0.12	100%	短期被集采的概率较低
2. 待上市糖尿病药物明细					
药物类型	名称	产品进度	2023 年样本医院市场规模 (亿元)	通过一致性评价的企业数量	说明
血管紧张素受体拮抗剂	沙库巴曲缬沙坦钠片	已获批待上市	8.88	26	/
β受体拮抗剂和钙通道阻滞剂	比索洛尔氨氯地平片	CDE 审评	0.04	10	/
3. 创新管线					
靶点	名称	产品进度	2023 年样本医院市场规模 (亿元)	同类在研管线	说明
醛固酮合成酶 (CYP11B2)	DYX216	药物发现阶段	无数据	据不完全统计，海外在研产品 Lorundrostat、Baxdrostat 等，国内信立泰 SAL0140 处于临床 I 期，箕星药业 PB6440 处于临床 I 期等	/

资料来源：米内网、智慧芽全球新药情报库、公司 2024 年年报，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

盈利预测核心假设如下：

(1)糖尿病类药：核心品种复瑞彤预计 27 年进入集采，有降价压力，其他存量品种集采影响已基本出清。公司 23 年起加快新品上市节奏，通过扩充产品矩阵降低对单品依赖，新品一是应采尽采，借助集采放量；二是可以依托公司现有成熟的慢病渠道销售。构建产品矩阵为公司提供稳定增长动力，但短期收入将受到复瑞彤进入集采影响，我们假设 2025-2027 年收入增速分别为 20.0%、11.2%、-11.9%。存量核心品种集采直接压降毛利率水平，我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 79.1%、79.0%、67.6%。

(2)高血压类药：波开清为国内首家通过一致性评价，新增过评企业仅 1 家，竞争格局好，从目前该品种 CDE 在审数量看，25-27 年被集采的概率较低。公司有序推进复方制剂新品开发及上市工作，提供新增长点。我们假设 2025-2027 年收入增速分别为 27.0%、22.8%、13.4%。无集采干扰下毛利率有望维持稳定，假设 2025-2027 年毛利率分别为 93.7%、94.0%、93.9%。

(3)周围神经类等药物：基于慢病联防联控理念，公司向更广泛的慢病领域延伸品种，包括高血脂、高尿酸、周围神经、血管疾病等。假设 2025-2027 年收入增速分别为 67.3%、84.2%、64.6%；结合产品结构变化，假设 2025-2027 年毛利率分别为 74.6%、74.0%、73.2%。

表 12：公司营业收入拆分及预测（单位：万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	70,920.78	86,846.46	106,450.75	123,376.98	121,207.63
YOY		22.5%	22.6%	15.9%	-1.8%
毛利率	81.9%	84.6%	83.4%	83.7%	77.6%
1. 糖尿病类药	49,934.17	60,312.89	72,346.50	80,441.26	70,887.61
YOY		20.8%	20.0%	11.2%	-11.9%
毛利率	77.1%	80.2%	79.1%	79.0%	67.6%
收入占比	70.4%	69.4%	68.0%	65.2%	58.5%
2. 高血压类药	20,524.28	25,500.11	32,375.14	39,750.17	45,075.18
YOY		24.2%	27.0%	22.8%	13.4%
毛利率	93.7%	95.4%	93.7%	94.0%	93.9%
收入占比	28.9%	29.4%	30.4%	32.2%	37.2%
3. 周围神经类等药物	462.33	1033.46	1729.11	3185.56	5244.84
YOY		123.5%	67.3%	84.2%	64.6%
毛利率	69.5%	73.6%	74.6%	74.0%	73.2%
收入占比	0.7%	1.2%	1.6%	2.6%	4.3%

资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 估值

可比公司：我们选取信立泰、翰森制药、吉贝尔、华海药业 4 家上市公司为德源药业可比公司，主要因 4 家公司药物治疗领域涵盖慢性代谢性疾病，且以仿转创为发展模式。

信立泰（专注在以心脑血管为主的慢病领域，具有一系列具有竞争力的仿制药及创新药产品，不断丰富创新产品布局）；**翰森制药**（在抗肿瘤、抗感染、中枢神经系统、代谢等疾病领域拥有多个优势创新药及仿制药，具备丰富且具有竞争力的研发管线）；**吉贝尔**（产品功能覆盖提升白细胞、增强免疫力、治疗关节疾病、抗高血压、抗眼部感染、治疗支气管炎、保护肝功能等领域，致力于研发治疗抑郁症等疾病药物）；**华海药业**（公司药物治疗领域覆盖心血管类、精神障碍类、神经系统类、抗感染类等，产品结构以仿制药为主，原料药为辅，创新药管线即将兑现）。

表 13：德源药业及可比公司情况

证券代码	公司名称	主营业务
------	------	------

证券代码	公司名称	主营业务
002294.SZ	信立泰	药物治疗领域：以心脑血管为主的慢病领域 产品结构：拥有泰嘉和头孢呋辛等仿制药品种，信立坦、复立坦等创新药产品，不断丰富创新产布局
3692.HK	翰森制药	药物治疗领域：肿瘤、抗感染、中枢神经系统、代谢等疾病领域 产品结构：拥有奥氮平片、注射用培美曲塞二钠等仿制药品种，产品结构以创新药为主
688566.SH	吉贝尔	药物治疗领域：提升白细胞、增强免疫力、治疗关节疾病、抗高血压、抗眼部感染、治疗支气管炎、保护肝功能等领域 产品结构：从仿制药起步，目前产品结构以创新药为主
600521.SH	华海药业	药物治疗领域：心血管类、精神障碍类、神经系统类、抗感染类等领域 产品结构：以仿制药为主，原料药为辅，创新药管线即将兑现
832735.BJ	德源药业	药物治疗领域：慢性代谢性疾病领域 产品结构：以糖尿病、高血压仿制药为主，投入创新药研发

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

PE 估值：我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.92/2.18/2.00 亿元，最新市值对应 PE 分别为 22/20/21 倍，可比公司 25 年 PE 均值为 41 倍。因公司目前收入全部来自仿制药，创新药业务处于投入期，给予合理 PE 为 29 倍，随着临床数据读出，公司估值有进一步提升可能。公司目标市值 56 亿元，较 25/07/11 收盘有 30% 涨幅空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：德源药业及可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/07/11		归母净利润 (亿元)				PE			
		总市值 (亿元)	收盘价 (元)	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
002294.SZ	信立泰	501.78	45.01	6.02	6.65	7.91	9.16	83	75	63	55
3692.HK	翰森制药	1,705.76	31.50	43.72	45.45	48.24	54.71	39	41	39	34
688566.SH	吉贝尔	58.63	29.40	2.19	2.35	2.91	3.23	27	25	20	18
600521.SH	华海药业	307.83	20.56	11.19	12.65	14.77	17.29	28	24	21	18
均值									41	36	31
832735.BJ	德源药业	42.73	36.42	1.77	1.92	2.18	2.00	24	22	20	21

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：信立泰、翰森制药、吉贝尔、华海药业 25-27 年盈利预测使用 Wind 一致盈利预测

6. 风险提示

1. 创新药研发不及预期风险：创新药研发过程中可能存在因研发技术路线出现偏差、关键技术难点未能攻克、研发进度缓慢等因素而导致研发失败的风险。公司创新药管线 DYX116 目前处于临床 I 期，DYX216 处于临床前药物发现阶段，临床结果不及预期的风险较大。

2. 存量核心品种集采降价超预期风险：公司核心品种是“复瑞彤”和“波开清”，2024 年合计收入占比为 70%。两款核心产品均未被纳入集采，如果未来纳入，或集采降价幅度较大，将会对公司业绩产生负面影响。

3. 市场竞争加剧风险：糖尿病及高血压患者基数大，病因复杂，疾病负担重，国内外药企有多项在研产品布局，随着研发及上市申报的推进，存在市场竞争加剧的风险，进而导致公司产品销售不及预期。

4. 核心研发人员流失风险：随着医药行业市场竞争的加剧，人才的竞争也日趋激烈。公司重视对核心研发人员的管理和激励，报告期内公司研发团队较为稳定，但仍存在核心人员流失进而影响公司竞争力的风险。

财务摘要

合并损益表

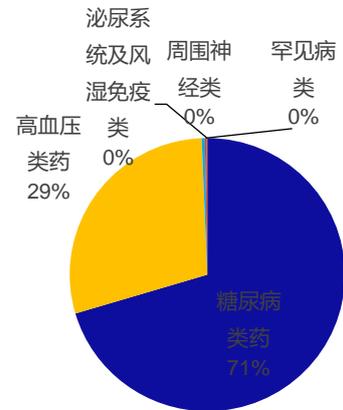
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	709	868	1,065	1,234	1,212
营业收入	709	868	1,065	1,234	1,212
糖尿病类药	494	499	603	723	804
高血压类药	137	205	255	324	398
周围神经类	3	3	6	7	7
罕见病类	0	2	4	4	4
泌尿系统及风湿免疫类	0	0	1	7	21
营业总成本	579	682	862	1,003	1,005
营业成本	129	134	176	202	271
糖尿病类药	115	114	120	152	169
高血压类药	10	13	12	20	24
周围神经类	1	1	2	2	3
罕见病类	0	0	0	0	0
泌尿系统及风湿免疫类	0	0	0	1	5
税金及附加	10	12	14	16	16
销售费用	287	371	443	512	461
管理费用	47	54	65	73	72
研发费用	110	117	163	200	185
财务费用	-3	-5	0	0	0
其他收益	11	9	6	7	10
投资收益	6	5	5	5	5
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-1	0	0	0
资产减值损失			0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	144	199	213	242	222
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	144	198	213	242	222
所得税	6	21	21	24	22
净利润	138	177	192	218	200
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	138	177	192	218	200

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

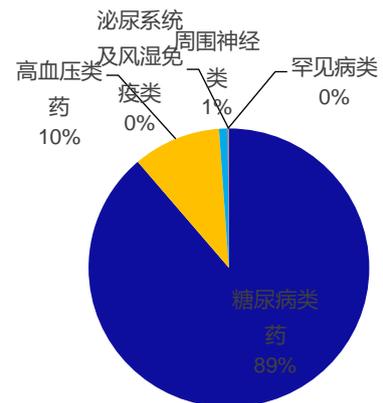
合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	138	177	192	218	200
加：折旧摊销减值	28	28	54	61	69
财务费用	1	1	0	0	0
非经营损失	-9	-8	-5	-5	-5
营运资本变动	-69	-83	-38	6	57
其它	6	2	0	0	0
经营活动现金流	94	116	204	281	322
资本开支	54	34	165	126	136
其它投资现金流	175	-191	-109	-109	-109
投资活动现金流	121	-225	-274	-235	-245
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-7	1	-1	0	0
支付股利、利息	24	29	36	0	0
其它融资现金流	-	-	-	-	-
融资活动现金流	-	-	-	-	-

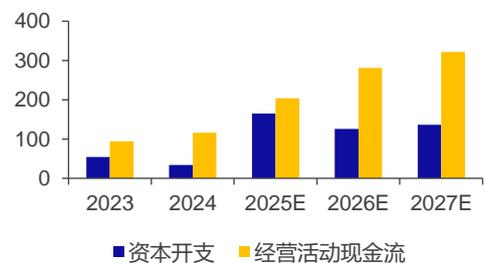
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



净现金流	184	-138	-107	45	77
------	-----	------	------	----	----

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

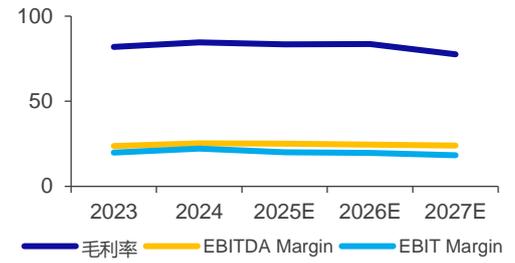
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	785	789	829	1,026	1,239
现金及等价物	530	496	503	662	853
应收款项	189	223	243	265	252
存货净额	62	70	83	99	134
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	0	0	0	0
长期投资	13	13	13	13	13
固定资产	298	436	547	613	680
无形资产及其他资产	57	145	145	145	145
资产总计	1,154	1,384	1,535	1,797	2,077
流动负债	181	222	216	260	340
短期借款	35	28	27	27	27
应付款项	124	171	166	209	289
其它流动负债	23	24	24	24	24
非流动负债	25	56	56	56	56
负债合计	206	278	273	316	396
股本	78	78	117	117	117
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	393	402	363	363	363
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	42	42	42	42	42
未分配利润	435	584	740	959	1,159
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	948	1,106	1,262	1,481	1,681
负债和股东权益合计	1,154	1,384	1,535	1,797	2,077

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

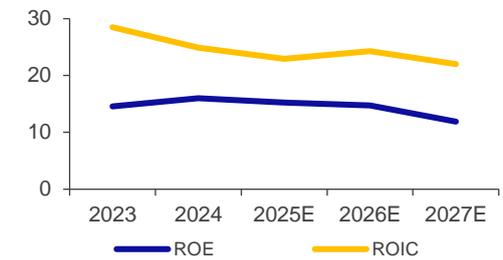
重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	1.18	1.51	1.64	1.86	1.70
每股经营现金流	0.80	0.99	1.74	2.39	2.75
每股红利	0.00	0.00	0.31	0.00	0.00
每股净资产	8.08	9.43	10.76	12.62	14.33
关键运营指标(%)					
ROIC	28.5	24.9	22.9	24.3	22.0
ROE	14.5	16.0	15.2	14.7	11.9
毛利率	81.9	84.6	83.4	83.7	77.6
EBITDA Margin	23.7	25.3	25.2	24.6	24.0
EBIT Margin	19.9	22.2	20.1	19.7	18.3
营业总收入同比增长	11.7	22.5	22.6	15.9	-1.8
归母净利润同比增长	14.4	28.3	8.8	13.5	-8.5
资产负债率	17.8	20.1	17.8	17.6	19.1
净资产周转率	0.75	0.79	0.84	0.83	0.72
总资产周转率	0.61	0.63	0.69	0.69	0.58
有效税率	4.6	10.7	10.0	10.0	10.0
股息率	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	31.0	24.1	22.2	19.6	21.4
P/B	4.5	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/Sale	6.1	5.0	4.1	3.5	3.6
EV/EBITDA	25.8	19.8	16.3	14.4	15.0

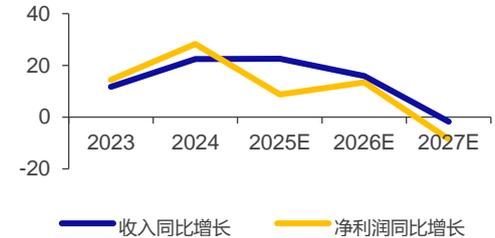
经营利润率(%)



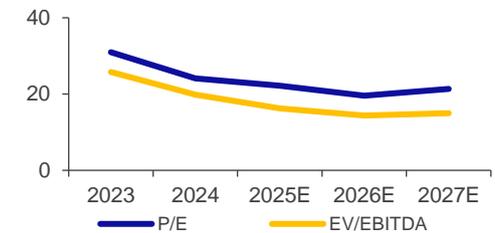
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。