

医药生物

2025年08月23日

# 德源药业 (832735)

——收入利润符合预期，创新药研发顺利，年内催化剂丰富

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

**市场数据：** 2025年08月22日  
 收盘价(元) 42.99  
 一年内最高/最低(元) 66.66/20.96  
 市净率 4.3  
 股息率(分红/股价) 1.07  
 流通A股市值(百万元) 4,461  
 上证指数/深证成指 3,825.76/12,166.06  
 注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2025年06月30日  
 每股净资产(元) 9.95  
 资产负债率% 19.02  
 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



申万宏源研究微信服务号

事件：

- **公司发布 2025 年半年报：**公司 25H1 实现收入 5.24 亿元，同增 21.3%；归母净利 0.98 亿元，同增 21.9%；扣非归母 0.95 亿元，同增 26.7%。25Q2 收入 2.69 亿元，同增 21.0%；归母净利 0.51 亿元，同增 14.8%；扣非归母 0.49 亿元，同增 23.1%。公司上半年收入利润均符合预期。

投资要点：

- **仿制药业务：收入增长与结构优化并行，保持较好的产品获批节奏。**25H1，糖尿病类及高血压类药物收入占比 98.6%。其中，**糖尿病类**实现收入 3.48 亿元，同比+18.3%，主要系：(1)核心品种复瑞彤销量稳定增长；(2)恩格列净片、二甲双胍恩格列净片(III)、阿卡波糖片及卡格列净片等市场大品种实现较快增长；(3)第十批集采中标产品从 3 月份起执行集采。**高血压类**实现收入 1.69 亿元，同比+26.7%，全部来自药品波开清，延续较快增长势头。25 年 1 月新获批产品沙库巴曲缬沙坦钠片因原研晶型专利仍在保护期，暂未形成收入。其他疾病领域，公司上市推广产品增多，包括琥珀酸索利那新片、非布司他片、依折麦布片等，提供销售新增长点。25H1 公司取得 4 个药品批件，11 个产品处于 CDE 审评，在研品种 30 余个。根据公司 25 年 3 月投资者关系活动公告，公司力争 25-27 年每年获批 7 个左右品种。产品策略，一是构建覆盖全面的糖尿病产品群，二是向高血脂、高尿酸等疾病扩展，塑造德源专业慢病品牌形象。
- **创新药业务：DYX116 项目进展顺利，DYX216 项目进度超预期，年内催化剂丰富。**(1)**DYX116** 三靶点多肽降糖适应症正在进行 I 期临床，减重适应症于 25 年 7 月获批临床。116 降糖 I 期预计今年 12 月完成，届时推进 BD 合作；(2)**DYX216** (醛固酮合酶抑制剂治疗难治性高血压) 提前确定临床前候选化合物，预计 25 年底申报 IND，26 年启动 I 期临床。相同机制药物阿斯利康 Baxdrostat25 年 7 月完成关键 III 期临床，验证该类药物的积极疗效。公司与药明康德、中国药科大学、中科院上海药物所合作新药开发，新储备口服 GLP-1 小分子、小核酸药物项目。
- **盈利能力平稳，预计 H2 创新药投入环比增加，但费用率可控。**25H1 公司毛利率 83.8%，同比减少 0.8Pcts，主要系产品结构调整；期间费用率 59.6%，同比减少 2.9Pcts，主要系研发费率下降，去年同期支付药明康德大额里程碑款项形成高基数。考虑下半年 DYX216 项目达到关键节点，加之 116 临床试验推进，预计研发费用环比增加，其他临床前项目研发投入较小，预计整体研发费率可控。25H1 公司净利率 18.6%，同比增加 0.1Pcts。
- **维持“买入”评级。**维持盈利预测，预计公司 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 26/23/25 倍，随着临床数据读出，公司估值有进一步提升可能。公司以仿创结合为引擎，仿制药获批节奏较好，创新药推进顺利，维持“买入”评级。
- **风险提示：**创新药研发不及预期、核心品种集采降价超预期、核心研发人员流失等风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	868	525	1,065	1,234	1,212
同比增长率(%)	22.5	21.3	22.6	15.9	-1.8
归母净利润(百万元)	177	98	192	218	200
同比增长率(%)	28.3	21.9	8.8	13.5	-8.5
每股收益(元/股)	2.28	0.83	1.64	1.86	1.70
毛利率(%)	84.6	83.8	83.4	83.7	77.6
ROE(%)	16.0	8.4	15.2	14.7	11.9
市盈率	28		26	23	25

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	709	868	1,065	1,234	1,212
其中：营业收入	709	868	1,065	1,234	1,212
减：营业成本	129	134	176	202	271
减：税金及附加	10	12	14	16	16
主营业务利润	570	722	875	1,016	925
减：销售费用	287	371	443	512	461
减：管理费用	47	54	65	73	72
减：研发费用	110	117	163	200	185
减：财务费用	-3	-5	0	0	0
经营性利润	129	185	204	231	207
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-2	-1	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	17	14	11	12	15
营业利润	144	199	213	242	222
加：营业外净收入	0	-1	0	0	0
利润总额	144	198	213	242	222
减：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
归属于母公司所有者的净利润	138	177	192	218	200

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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”）在中华人民共和国境内（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。