

医药生物

2025年11月01日

德源药业 (920735)

——Q3 利润超预期，新药管线多点进发

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据:	2025年10月31日
收盘价(元)	41.30
一年内最高/最低(元)	66.66/29.68
市净率	3.9
股息率(分红/股价)	1.11
流通A股市值(百万元)	4,285
上证指数/深证成指	3,954.79/13,378.21

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025年09月30日
每股净资产(元)	10.48
资产负债率%	19.71
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 年三季报:** 公司 25Q1~Q3 实现收入 7.96 亿元, 同增 21.9%; 归母净利润 1.59 亿元, 同增 37.9%; 扣非归母净利润 1.54 亿元, 同增 42.3%。25Q3 实现收入 2.71 亿元, 同增 23.1%; 归母净利润 0.61 亿元, 同增 74.2%; 扣非归母净利润 0.59 亿元, 同增 77.5%。公司 Q3 利润超预期。

投资要点:

- **25Q3 收入端: 复瑞彤及波开清两大核心单品驱动, 收入保持较快增长。** 截至目前, 公司拥有 35 个药品注册批件, 产品矩阵覆盖糖尿病全靶点(除胰岛素外)及心血管多适应症。公司目前收入结构以复瑞彤及波开清占主导, 但随着获批产品陆续进院推广, 开始贡献业绩增量, 收入结构将趋于优化。公司仿制药选品聚焦竞争格局好、可替代性弱的品种, 如今年 8 月获批**甲硫咪唑片**, 作为该产品国内首家通过一致性过评的企业, 甲硫咪唑片用于甲状腺功能亢进症的药物治疗, 是甲状腺化药 TOP2 产品, 据 PDB 数据, 2024 年国内全渠道甲硫咪唑制剂销售额为 3.42 亿元。
- **25Q3 盈利端: 毛利率维持高位, 研发费率因本期无重大创新药项目支出同比明显下降, 带动净利率同比增加 6.6Pcts 至 22.5%。** Q3 毛利率 84.6%, 同比-1.3Pcts, 主要受产品结构变化影响。Q3 期间费用率 57.6%, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 42.0%/5.9%/9.9%/-0.1%, 分别同比-1.8Pcts/-0.6Pcts/-5.1Pcts/+0.2Pcts, 研发费率同比明显下降主要因去年同期支付合作研发项目里程碑款项形成高基数, 从公司新药项目进展看, 预计 Q4 研发支出平稳, 无重大研发项目支出。
- **创新药管线多点布局, 有序推进。** ①三靶 GLP-1 多肽预计年内完成 I 期临床, 公司申报降糖、减重适应症, 预计 26H1 进入 II 期临床。礼来双靶替尔泊肽 2025 年前三季度大卖 248 亿美金, 反映多靶点临床优势和旺盛市场需求; ②GLP-1 口服小分子已确定 PCC 分子, 预计年内与上海药物所签订合作研发协议; ③醛固酮合酶抑制剂治疗难治性高血压已确定 PCC 分子, 预计 26 年提交 IND; ④推进两款小核酸药物研发合作。
- **上调盈利预测, 维持“买入”评级。** 因公司 Q3 利润超预期且预计 Q4 研发支出平稳, 我们上调 25 年盈利预测, 维持 26-27 年不变, 预计公司 25-27 年归母净利润分别为 2.15/2.18/2.00 亿元(25 年原值为 1.92 亿元), 最新市值(25/10/31 收盘)对应 PE 分别为 23/22/24 倍。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, 目前新药管线有序推进, 期间关键里程碑事件有望催化股价。看好公司“以仿转创”进程, 维持“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	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	868	796	1,065	1,234	1,212
同比增长率(%)	22.5	21.9	22.6	15.9	-1.8
归母净利润(百万元)	177	159	215	218	200
同比增长率(%)	28.3	37.9	21.5	1.6	-8.5
每股收益(元/股)	2.28	1.35	1.83	1.86	1.70
毛利率(%)	84.6	84.1	83.4	83.7	77.6
ROE(%)	16.0	12.9	16.7	14.5	11.7
市盈率	27		23	22	24

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	138	200	185
减：财务费用	-3	-5	0	0	0
经营性利润	129	185	229	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	238	242	222
加：营业外净收入	0	-1	0	0	0
利润总额	144	198	238	242	222
减：所得税	6	21	23	24	22
净利润	138	177	215	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	215	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 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@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。