

买入

2022年8月18日

重磅产品钷 90 今年上市，积极快速布局创新产品管线

► **2022年H1经调整归母净利润+20.7%**: 2021年H1公司实现营收52.1亿港元，同比增长14.1%。其中，(1)、制药科技收入约36.0亿港元(+7.5%)，其中眼科+14.7%至6.6亿港元，呼吸及重症抗感染+10.7%至10.5亿港元，心脑血管急救-7.7%至10.0亿港元；(2)核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗收入+36.2%至1.3亿港元；(3)、生物及营养产品收入约14.9亿港元(+32.0%)，(4)、精品原料药及其他收入约8.9亿人民币(+20%)。公司毛利率下降0.8个百分点至62.5%。销售费率下降4.6个百分点至26.3%，行政费用率上升1.2个百分点至10.6%。公司持续投入研发，H1研发投入为16亿港元，其中计入损益表的研发开支为2.5亿港元。公司归母净利润同比-40.9%至7.1亿港元，公司利润率-12.7个百分点至13.6%。撇除对Telix投资的公允价值变动收益(22年H1:3.8亿港元亏损)后同比增长20.7%至10.9亿港元，调整后净利率同比上升1个百分点至20.9%。22年中公司在手现金10.3亿港元，银行借贷35.6亿港元，净负债为25.2亿港元。

► **积极快速布局创新产品管线**: 公司正在快速向创新转型，**眼科领域**的产品有: GPN00153(治疗翼状胬肉, 海外III期, 国内H2提交IND), GPN00136(干眼症, 海外III期, 国内H2提交IND), GPN00833(术后抗炎镇痛, 海外III期, 国内H2提交IND); **呼吸及抗感染**管线: 恩明润/恩卓润(哮喘, 上市), Ryaltris(过敏性鼻炎, 国内III期), STC3141(脓毒症/ARDS呼吸窘迫综合症, 5个国家7个批件, 全球权益, I/II期, 预计II期后引入合作); **急救**管线: 预充式肾上腺素自动注射笔GPN00816(严重过敏反应, 海外上市, 22年7月中国IND); **核药抗肿瘤**板块: Y-90树脂微球(结直肠癌肝转移22年1月获批, 22年底提交原发肝癌IND); 放射性核素偶联药物TLX591/TLX591-CDx/TLX599-CDx(前列腺癌及伴随诊断, 海外III期/海外上市, 国内年底提交IND); TLX250/TLX250-CDx(肾透明细胞癌及伴随诊断, 海外II期/III期, 年底中国IND); TLX101(多形性脑胶质瘤RDC, 海外I/II期, 中国注册推进), TOCscan+ ITM-11(胃肠胰腺神经内分泌瘤及诊疗, 海外上市/III期, 中国临床前)等; **心脑血管精准介入平台**: NOVASIGHT(结合超声+光学图像的血管影像诊断设备, 23年H1中国上市); LEGFLOW(外周血管动脉狭窄, 海外已上市, 中国临床中); OTW彩鹬颅内球囊扩张导管(颅内动脉粥样硬化, 22年7月获批上市); 取栓支架LONG(缺血性脑卒中, 22年底完成临床入组); HeartLightX3激光消融平台(心房颤动, 海外上市, 中国临床前)等。

► **目标价7.0港元, 买入评级**: 我们核算产品管线价值(只核算以上提及产品), 给予公司目标价7.0港元, 对应2022年12倍市盈率, 较现价有65.3%上升空间, 维持买入评级。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

曲佳宜

852-25321597

coco.qu@firstshanghai.com.hk

主要数据

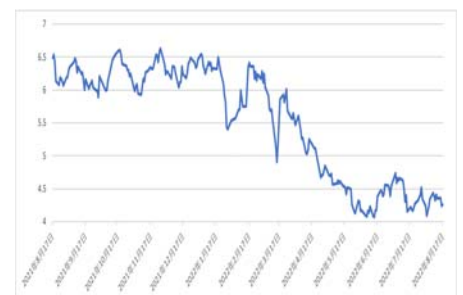
行业	医药
股价	4.26 港元
目标价	7.0 港元 (+65.3%)
股票代码	0512
已发行股本	35.5 亿股
市值	185.6 亿港元
52 周高/低	6.69 港元/3.95 港元
每股净资产	3.8 港元
主要股东	Outwit Investments Limited (47.1%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(百万港元)	6,353	8,598	10,562	12,044	13,858
变动(%)	-3.6%	35.3%	22.8%	14.0%	15.1%
净利润(百万港元)	1,793	2,403	2,025	2,543	3,075
每股摊薄收益(港仙)	52.0	67.7	57.0	71.6	86.6
变动(%)	51.2%	30.1%	-15.8%	25.6%	20.9%
市盈率@4.26港元(倍)	8.2	6.3	7.5	5.9	4.9
派息(港仙)	11.0	11.0	9.3	11.6	14.1
息率(%)	2.6%	2.6%	2.2%	2.7%	3.3%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



资料来源: 彭博

主要财务报表

损益表					财务分析					
〈港币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉					〈人民币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉					
	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测
收入	6,352,919	8,597,975	10,562,049	12,044,453	13,858,141	盈利能力				
毛利	4,035,194	5,247,238	6,548,470	7,467,561	8,592,047	毛利率 (%)	63.5%	61.0%	62.0%	62.0%
销售及管理费用	(2,545,325)	(3,307,465)	(4,172,009)	(4,637,114)	(5,127,512)	EBITDA利率 (%)	33.5%	30.2%	28.8%	29.3%
其他费用	(6,353)	-	-	-	-	净利率 (%)	28.2%	27.9%	19.2%	21.1%
营运收入	1,483,516	1,939,773	2,376,461	2,830,446	3,464,535	营运表现				
其他净收入	383,552	349,016	349,016	349,016	349,016	SG&A/收入 (%)	40.1%	38.5%	39.5%	38.5%
财务开支-净额	(115,421)	(92,964)	(123,302)	(116,049)	(108,796)	实际税率 (%)	16.7%	17.3%	19.2%	17.0%
税前盈利	1,751,647	2,195,825	2,602,175	3,063,413	3,704,755	存货周转天数	262	110	110	110
所得税	(292,374)	(380,800)	(499,954)	(520,780)	(629,808)	应收账款天数	199	95	95	95
净利润	1,792,661	2,402,563	2,024,790	2,542,633	3,074,947	财务状况				
折旧及摊销	259,821	305,504	321,148	344,852	362,095	负债/权益	0.5	0.6	0.6	0.5
EBITDA	2,126,889	2,594,293	3,046,625	3,524,314	4,175,646	收入/总资产	0.4	0.4	0.5	0.5
增长						总资产/股本	4.93	5.92	6.34	7.02
总收入 (%)	-3.6%	35.3%	22.8%	14.0%	15.1%	盈利对利息偿债	18.4	27.9	24.7	30.4
EBITDA (%)	11.3%	22.0%	17.4%	15.7%	18.5%					
资产负债表					现金流量表					
〈人民币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉					〈人民币千元〉, 财务年度截至〈十二月〉					
	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测	2020预测	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测
现金	1,836,695	1,752,860	2,362,049	2,439,225	3,112,247	税前利润	2,073,583	2,785,832	2,499,768	3,063,413
应收账款	1,894,160	2,661,450	2,934,818	3,446,897	3,895,795	营运资金变化	(272,521)	(272,748)	420,500	(323,587)
存货	955,314	1,117,156	1,360,384	1,436,606	1,781,562	其他经营性现金流	(85,202)	(230,092)	403,300	419,750
其他流动资产	632,789	1,193,975	121,338	1,247,123	1,247,123	所得税	(259,914)	(277,317)	(499,954)	(520,780)
总流动资产	5,318,958	6,725,441	6,778,589	8,569,851	10,036,728	营运现金流	1,455,946	2,005,675	2,823,614	2,638,796
固定资产	3,165,912	3,576,334	3,917,252	4,104,757	4,301,638	资本开支	(209,011)	(471,570)	(662,067)	(532,357)
无形资产	881,843	1,009,764	1,009,764	1,009,764	1,009,764	其他投资活动	(2,616,422)	(3,364,147)	(1,100,000)	(1,500,000)
其他非流动资产	7,617,632	9,692,343	10,792,343	11,247,909	12,292,343	投资活动现金流	(2,825,433)	(3,835,717)	(1,762,067)	(2,032,357)
总资产	16,984,345	21,003,882	22,497,948	24,932,282	27,640,473	股本变化	-	-	-	-
应付账款	2,139,452	2,871,759	3,808,856	4,073,570	4,703,253	负债变化	774,269	(45,402)	(452,359)	(529,263)
短期借款	1,568,454	2,116,471	2,116,471	2,116,471	2,116,471	其他融资活动	-	(287,769)	-	-
其他短期负债	0	0	0	0	0	融资活动现金流	774,269	(333,171)	(452,359)	(529,263)
总短期负债	1,568,454	2,116,471	2,116,471	2,116,471	2,116,471	现金变化	(595,218)	(2,163,213)	609,189	77,177
长期借款	798,562	1,510,070	1,510,070	1,510,070	1,510,070	期初持有现金	1,059,269	1,836,695	1,752,860	2,362,049
其他长期负债	0	0	0	0	0	汇兑影响	60,374	12,640	-	-
总负债	5,640,136	7,988,842	8,551,265	8,815,979	9,445,662	期末持有现金	1,836,695	1,752,860	2,362,049	2,439,225
股东权益	11,344,209	13,442,862	13,946,683	16,116,303	18,194,811					
每股账面值	3.29	3.79	3.93	4.54	5.13					
营运资本	3,750,504	4,608,970	4,662,118	6,453,380	7,920,257					

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。