

远大医药 (00512.HK)

上半年营收同比微增，核药抗肿瘤板块进入快速放量期

优于大市

核心观点

收入同比微增，扣除 Telix 投资的公允价值变动的正常化溢利快速增长。

2024 年上半年公司实现收入 60.47 亿港元，同比增长 1.0%，扣除汇率变动影响同比增长约 5.4%；实现归母溢利 15.58 亿港元，同比增长 51.4%；若扣除对 Telix 投资的公允价值变动收益（4.77 亿港元），正常化归母溢利约 10.81 亿港元，同比增长约 35.1%，进一步扣除汇率变动的影响后同比增长约 41.0%。

呼吸类产品表现亮眼，核药抗肿瘤板块进入高速放量阶段。扣除汇率变动影响，2024 年上半年制药科技板块实现收入 37.73 亿港元，同比基本持平，其中呼吸及危重症业务收入 9.63 亿港元，同比增长约 21.0%，主要因为核心产品切诺的临床需求持续增长以及新产品恩卓润、恩明润的放量增长；五官科业务收入 12.31 亿港元，同比基本持平；心脑血管急救业务收入 11.67 亿港元，同比下降 16.6%，主要因为肾上腺素产品受到集采降价影响。核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技板块实现收入 3.43 亿港元，同比增长 140.8%，其中核药抗肿瘤收入 2.07 亿港元，同比增长 107.6%。生物科技板块实现收入 19.32 亿港元，同比增长 8.5%，其中氨基酸板块（含牛磺酸）收入 15.02 亿港元，同比增长 2.2%，板块收入平稳增长。

毛利率受集采拖累下滑，三项费用率均下降。2024 年上半年销售毛利率 59.4%（-5.2pp），预计部分与心脑血管急救产品受集采影响有关。销售费用率 26.3%（-1.0pp），公司实施精准营销策略使得销售效率显著提高；管理费用率 9.9%（-1.7pp），主要因为降本增效效果显著；财务费用率 1.4%（-0.5pp），主要因为置换美元贷款，降低借债成本；净利率为 25.9%（+8.3pp）。2024 年上半年公司已完成百济制药、多普泰科技、天津田边等多个项目的并购，进一步巩固公司在呼吸和心脑血管市场的领导者地位。

投资建议：由于投资 Telix 带来的公允价值变动波动较大，因此予以扣除计算正常化的归母溢利，下调 2024-26 年盈利预测，预计 2024-26 年归母净利润 20.66/22.82/25.26 亿港元（原为 22.29/25.40/28.80 亿），同比增长 9.9%/10.5%/10.7%，当前股价对应 PE 为 7.4/6.7/6.1X。远大医药自 2015 年以来加速创新转型，已在抗肿瘤（核药、RDC 和基因疗法）、心脑血管精准介入和以及制药科技三个板块分别构建了“梯度化+差异化”的管线，期待钷[90Y]微球注射液的销售放量，维持“优于大市”评级。

风险提示：研发及产品注册不及预期；医保控费超预期；销售推广不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港币)	9,562	10,530	11,611	12,912	14,144
(+/-%)	11.2%	10.1%	10.3%	11.2%	9.5%
净利润(百万港币)	2079	1880	2066	2282	2526
(+/-%)	20.2%	-9.6%	9.9%	10.5%	10.7%
每股收益(港币)	0.59	0.53	0.58	0.64	0.71
EBIT Margin	26.7%	25.9%	23.4%	23.3%	23.6%
净资产收益率 (ROE)	14.7%	12.4%	12.7%	13.0%	13.3%
市盈率 (PE)	7.4	8.2	7.4	6.7	6.1
EV/EBITDA	9.2	8.3	7.7	6.9	6.2
市净率 (PB)	1.09	1.01	0.95	0.88	0.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 化学制药

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	4.33 港元
总市值/流通市值	15370/15370 百万港元
52 周最高价/最低价	5.04/3.01 港元
近 3 个月日均成交额	8.24 百万港元

市场走势



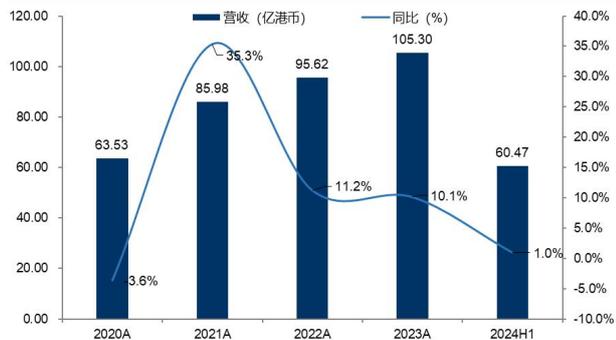
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《远大医药 (00512.HK) —2023 年营收增长 10%，核药抗肿瘤板块快速放量》——2024-05-15
- 《远大医药 (00512.HK) —2023 年半年报点评：上半年营收增长 15%，在研管线已形成良好梯队效应》——2023-10-08
- 《远大医药 (00512.HK) —2022 年年报点评：营收稳健增长，期待钷[90Y]微球注射液销售放量》——2023-04-13
- 《远大医药 (00512.HK) —海外公司快评：RDC 药物研发进展顺利，核药抗肿瘤诊疗平台加速全方位布局》——2022-10-24

收入同比微增，扣除 Telix 投资的公允价值变动的正常化溢利快速增长。2024 年上半年公司实现收入 60.47 亿港币，同比增长 1.0%，扣除汇率变动影响同比增长约 5.4%；实现归母溢利 15.58 亿港币，同比增长 51.4%；若扣除对 Telix 投资的公允价值变动收益（4.77 亿港币），正常化归母溢利约 10.81 亿港币，同比增长约 35.1%，进一步扣除汇率变动的影响后同比增长约 41.0%。

图1：远大医药营业收入及增速（单位：亿港币、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

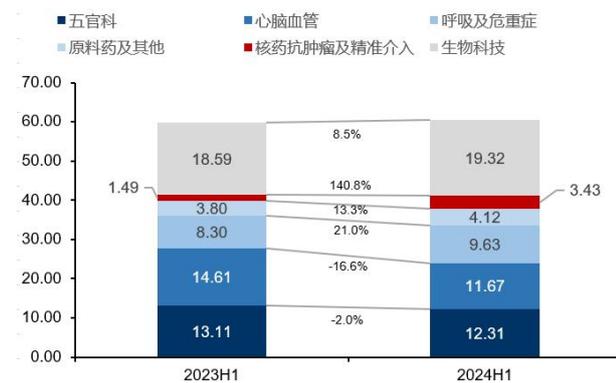
图2：远大医药归母净利润及增速（单位：亿港币、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

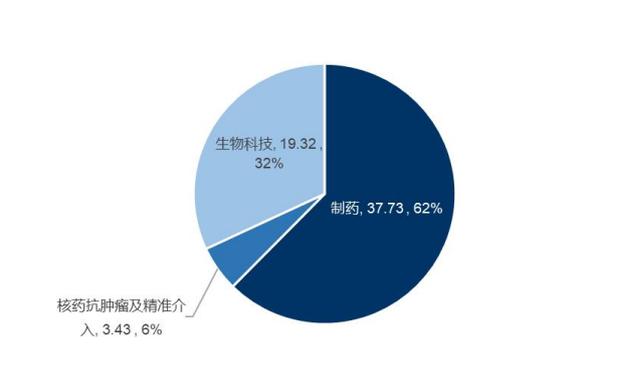
呼吸类产品表现亮眼，核药抗肿瘤板块进入高速放量阶段。扣除汇率变动影响，2024 年上半年制药科技板块实现收入 37.73 亿港币，同比基本持平，其中呼吸及危重症业务收入 9.63 亿港币，同比增长约 21.0%，主要因为核心产品切诺的临床需求持续增长以及新产品恩卓润、恩明润的放量增长；五官科业务收入 12.31 亿港币，同比基本持平；心脑血管急救业务收入 11.67 亿港币，同比下降 16.6%，主要因为肾上腺素产品受到集采降价影响。核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技板块实现收入 3.43 亿港币，同比增长 140.8%，其中核药抗肿瘤收入 2.07 亿港币，同比增长 107.6%。生物科技板块实现收入 19.32 亿港币，同比增长 8.5%，其中氨基酸板块（含牛磺酸）收入 15.02 亿港币，同比增长 2.2%，板块收入平稳增长。

图3：远大医药营业收入拆分和同比增长（单位：亿港币、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：同比增长为扣除汇率变动影响后的增速

图4：远大医药各版块营业收入占比（单位：亿港币，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率受集采拖累下滑，三项费用率均下降。2024 年上半年销售毛利率 59.4%（-5.2pp），预计部分与心脑血管急救产品受集采影响有关。销售费用率 26.3%（-1.0pp），公司实施精准营销策略使得销售效率显著提高；管理费用率 9.9%（-1.7pp），主要因为降本增效效果显著；财务费用率 1.4%（-0.5pp），主要因

为置换美元贷款，降低借债成本；净利率为 25.9% (+8.3pp)。

图5: 远大医药毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

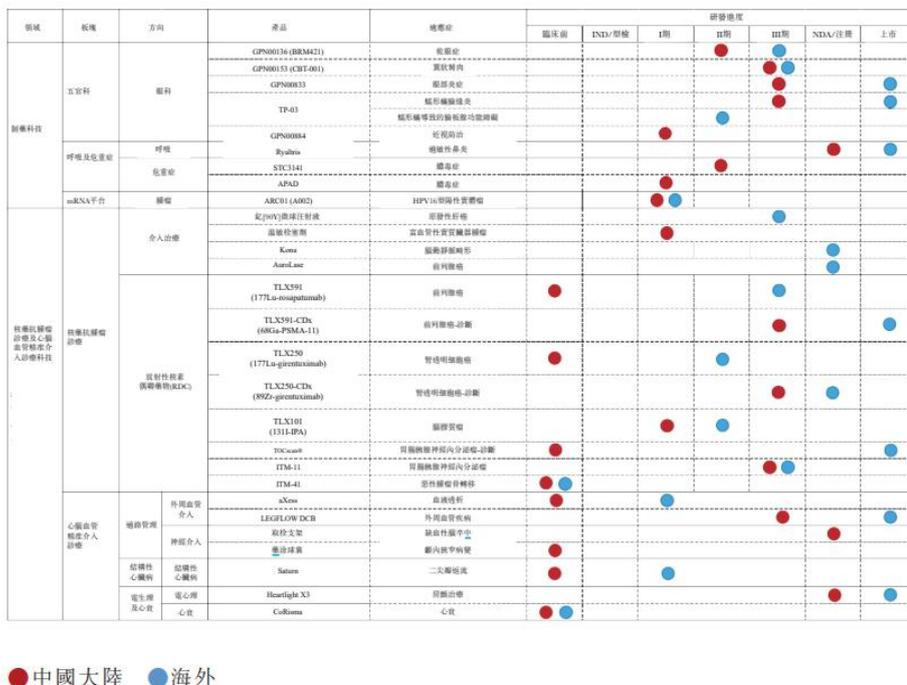
图6: 远大医药三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发管线持续推进，完成两项心脑血管领域重要并购。公司目前已有四款 RDC 获批开展临床试验，早期研发阶段的产品储备已达 12 款，并正在有序推进甲级资质核素生产平台的建设。2024 年上半年公司已完成百济制药 100% 的股权变更登记，并获得技术领先的鼻喷制剂平台。完成了对多普泰科技 90% 的股权收购，并获得核心中药产品脉血康系列的产品权益。完成天津田边 100% 的股权变更登记，进一步巩固公司在心脑血管急救市场上的领导者地位，也加速了公司进入心脑血管慢性疾病市场的进程。

图7: 远大医药各版块创新研发管线（截至 2024 年半年报）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表1: 远大医药传统业务板块综述

板块	主要产品	产品介绍	竞争优势
五官科	瑞珠滴眼液 (聚乙烯醇滴眼液)	非处方药, 基药; 采用“吹-灌-封”技术的产品; 不含防腐剂; 安全性、有效性得到广泛认可, 受益行业需求和市场份额提升	OTC 品种, 受医保控费影响小; 主打无防腐剂概念
	和血明目系列(中药)	国家医保乙类以及中药保护品种, 用于治疗阴虚肝旺, 热伤络脉所引起的眼底出血, 是西安碑林的独家品种	西安碑林拳头产品 经典中药
	金嗓系列(处方中成药)	中药保护品种、国家医保乙类, 治疗急慢性咽炎的中成药处方药	西安碑林拳头产品 经典中药
	其它	<ul style="list-style-type: none"> 诺明: 青光眼首仿药, 原研为爱尔康的苏为坦(曲伏前列素) 贝美前列腺素: 首仿药, 原研艾尔建 	
呼吸及重症 抗感染	切诺(桉柠蒎肠溶软胶囊)	粘液促排剂; 远大九和独家品种, 受专利保护, 国家医保品种, 可以治疗多种呼吸道疾病	来源于天然药, 竞品审批难度高
	复方鼻喷剂(Ryaltris)	新型糖皮质激素和抗组胺药的复方鼻喷剂, 目前已在美国、澳洲、韩国、俄罗斯、英国和欧盟等国家和地区获批上市。该产品 NDA 已于 2024 年 2 月正式获得中国药监局受理	
	恩卓润@比斯海乐(茚达格莫吸入粉雾剂 II)	治疗哮喘的复方制剂, 成功进入 2022 版国家医保目录	国内首款获批哮喘适应症的三联复方吸入制剂
	恩明润@比斯海乐(茚达特罗莫米松吸入粉雾剂 II、III)		
心脑血管急救	其它	诺通: 非处方药, 赛洛唑啉滴鼻剂, 用于减轻急/慢性鼻炎、鼻窦炎、过敏性鼻炎	
	利舒安(肾上腺素注射液)	用于治疗心脏骤停、过敏性休克; 国家医保甲类, 临床抢救必备用药, 受国家急救药物政策的支持, 增长迅猛	急救药物
	诺福康(盐酸甲氧明注射液)	用于治疗低血压、循环不稳; 升压作用温和, 推荐于围术期预防性使用; 竞争格局占优	国内首仿
	瑞安吉(果糖二磷酸钠口服液)	用于治疗心绞痛、心肌梗死等; 作为一种能量代谢类辅助用药, 被多个指南共识推荐, 市场份额较高	
原料药	脉血康系列	具有抗凝、抗血栓、抗纤维化、改善血液循环等功效, 可用于治疗冠心病、急性脑梗死、缺血性脑卒中、不稳定性心绞痛等心脑血管疾病	国家医保和基本药物目录品种, 目前国内唯一标注了抗凝血酶活性单位的中成药
	地尔硫卓系列	钙离子通道阻滞剂, 具有临床疗效明确且安全性高等特点, 拥有口服常释剂型、缓释剂型和注射剂型, 可以极大程度的满足高血压、冠心病等心脑血管疾病患者的临床需求	
	其它	西地兰: 去乙酰毛花苷, 治疗急性和慢性心力衰竭 能气朗(辅酶 Q10 片): 用于改善心肌代谢和能量供应	
生物科技		围绕心脑血管、抗感染、解热镇痛及消化系统四大领域重点布局, 全面支持制药科技领域的制剂生产	上下游产业优势的整合
		<ul style="list-style-type: none"> 氨基酸: 半胱氨酸、牛磺酸等 生物农药等 	以合成生物学为核心, 建成 8 大技术平台

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 由于投资 Telix 带来的公允价值变动波动较大, 因此予以扣除计算正常化的归母溢利, 下调 2024-26 年盈利预测, 预计 2024-26 年归母净利润 20.66/22.82/25.26 亿港元(2024-26 年原为 22.29/25.40/28.80 亿), 同比增长 9.9%/10.5%/10.7%, 当前股价对应 PE 为 7.4/6.7/6.1X。远大医药自 2015 年以来加速创新转型, 已在抗肿瘤(核药、RDC 和基因疗法)、心脑血管精准介入和以及制药科技三个板块分别构建了“梯度化+差异化”的管线, 期待钷[90Y]微球注射液的销售放量, 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24/9/20)	总市值 亿港元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
1093.HK	石药集团	4.99	586	0.49	0.53	0.57	0.61	9.1	8.5	7.9	7.4	18%	1.3
1177.HK	中国生物制药	3.36	631	0.13	0.19	0.17	0.20	24.1	16.4	17.9	15.3	5%	1.0
2005.HK	石四药集团	3.81	113	0.44	0.45	0.51	0.56	8.6	8.4	7.5	6.8	18%	1.1
0512.HK	远大医药	4.33	154	0.54	0.58	0.64	0.71	8.1	7.4	6.7	6.1	13%	0.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 港股股价、总市值以港币计价, 远大医药和石四药集团 EPS 为港币计价, 其余均为人民币计价。除远大医药和石四药集团为国信预测外, 其余皆为 Wind 一致预测。

财务预测与估值

资产负债表 (百万港币)						利润表 (百万港币)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1444	1340	2007	1865	2349	营业收入	9562	10530	11611	12912	14144
应收款项	3031	3121	3499	3891	3875	营业成本	3611	4006	4563	5093	5579
存货净额	1340	1389	1536	1849	2171	其他收入及收益	212	(108)	23	26	28
其他流动资产	1	33	116	194	354	销售费用	2307	2568	3019	3331	3635
流动资产合计	6887	7016	8559	9299	10349	管理费用	1090	1234	1405	1578	1692
固定资产	3503	3532	3883	4109	4214	财务费用	137	205	197	207	226
无形资产及其他	2099	2333	2240	2147	2053	应占联营公司业绩	(44)	(25)	40	40	40
投资性房地产	2502	2061	2061	2061	2061	金融资产减值拨备净额 (按摊销成本)	(0)	23	0	0	0
长期股权投资	7379	7573	7873	8073	8173	金融资产的公允价值变动 (按公允价值)	476	(131)	0	0	0
资产总计	22371	22515	24616	25689	26850	营业利润	2517	2344	2583	2862	3174
短期借款及交易性金融负债	3243	2318	3000	2800	2500	营业外净收支	0	0	(58)	(65)	(71)
应付款项	1341	1735	1477	1518	1520	利润总额	2517	2344	2525	2798	3103
其他流动负债	1871	1679	2323	2411	2573	所得税费用	419	449	429	476	528
流动负债合计	6455	5731	6800	6730	6593	少数股东损益	19	15	30	40	50
长期借款及应付债券	1162	990	890	740	590	归属于母公司净利润	2079	1880	2066	2282	2526
其他长期负债	546	523	573	473	373						
长期负债合计	1708	1513	1463	1213	963	现金流量表 (百万港币)					
负债合计	8162	7245	8264	7943	7556	净利润	2079	1880	2066	2282	2526
少数股东权益	68	113	143	183	233	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	14140	15158	16210	17563	19061	折旧摊销	395	0	342	367	389
负债和股东权益总计	22371	22515	24616	25689	26850	公允价值变动损失	67	(149)	0	0	0
						财务费用	137	205	197	207	226
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(893)	(123)	(173)	(753)	(403)
每股收益	0.59	0.53	0.58	0.64	0.71	其它	57	612	30	40	50
每股红利	0.14	0.26	0.29	0.26	0.29	经营活动现金流	1843	2425	2265	1936	2561
每股净资产	3.98	4.27	4.57	4.95	5.37	资本开支	(626)	(488)	(600)	(500)	(400)
ROIC	28%	26%	26%	26%	28%	其它投资现金流	(1734)	(28)	(265)	(100)	(100)
ROE	15%	12%	13%	13%	13%	投资活动现金流	(2360)	(516)	(1165)	(800)	(600)
毛利率	62%	62%	61%	61%	61%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	26%	23%	23%	24%	负债净变化	906	(1081)	(100)	(150)	(150)
EBITDA Margin	27%	26%	26%	26%	26%	支付股利、利息	(536)	(727)	(1014)	(929)	(1028)
收入增长	11%	10%	10%	11%	10%	其它融资现金流	(44)	(81)	682	(200)	(300)
净利润增长率	20%	-10%	10%	10%	11%	融资活动现金流	327	(1889)	(432)	(1279)	(1478)
资产负债率	37%	33%	34%	32%	29%	现金净变动	(190)	20	668	(142)	484
息率	3.2%	6.0%	6.6%	6.0%	6.7%	货币资金的期初余额	1753	1444	1340	2007	1865
P/E	7.4	8.2	7.4	6.7	6.1	货币资金的期末余额	1444	1340	2007	1865	2349
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	企业自由现金流	1632	2050	1825	1607	2351
EV/EBITDA	9	8	8	7	6	权益自由现金流	186	2044	2243	1085	1713

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032