买入

创新推动业绩持续增长，创新药 RDC 管线丰富

远大医药（0512.HK）

2024-12-24 星期二

目标价：	8.28 港元
现　价：	4.74 港元
预计升幅：	74.6%

重要数据

日期	2024-12-23
收盘价（港元）	4.74
总股本（亿股）	35.5
总市值（亿港元）	169
净资产（亿元）	159
总资产（亿元）	249
52 周高低（港元）	5.62/3.0
每股净资产（元）	4.43

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Outwit Investments Limited（47.10%）
CDH Giant Health I Limited（10.05%）
上海远大产融投资管理有限公司（7.19%）

相关报告

深度报告:远大医药(0512.HK)-20200330
点评报告:远大医药(0512.HK)-20200604
更新报告:远大医药(0512.HK)-20210323
更新报告:远大医药(0512.HK)-20220815

研究部

姓名：林兴秋
SFC：BLM040
电话：0755-21519193
Email:linxq@gyzq.com.hk

➢ 创新药推动业绩持续增长

24 年中期公司实现营收约 60.47 亿港元，同比增长 1.0%（剔除汇率影响后增长 5.4%）。期内，公司拥有人应占溢利约为 15.58 亿港元，同比增长 51.4%（剔除汇率影响后增长 58.0%）。主要业务板块中，核药抗肿瘤及心脑血管精准介入诊疗科技产品表现尤为突出，录得收入 3.43 亿港元，同比增长 140.8%，主要得益于核心产品易甘泰®钇[90Y]的临床需求快速增加。新药如呼吸及危重症板块的恩卓润®比斯海乐®和恩明润®比斯海乐®、心脑血管急救板块的能气朗®辅酶 Q10 片以及依普利酮片已进入快速放量阶段。

➢ 易甘泰疗效突出，创新药管线丰富

易甘泰®钇[90Y]微球自上市以来在国内累计治疗超过 1200 例患者，在所有可随訪到 3 個月及以上的患者中，客观缓解率达到 62.6%，超半数患者肿瘤大小有缓解，疾病控制率约 85%，治疗效果显著。公司拥有 5 大技术平台和 8 大研发中心，目前 141 个在研项目，其中创新药为 49 个，24 年上半年研发投入为 14.8 亿港元。公司秉持“自主研发+全球扩展”战略，目前国内已有四款 RDC 创新产品获批开展临床试验，3 款处于临床研究 III 期。NOVASYNC 作为 NOVASIGHT 的国产替代，于近日获批上市，是全球创新的血管内双模成像系统，融合了 IVUS 和 OCT 两种成像技术，标志着公司已成功完成心血管介入设备的技术转移和全面国产化。创新药 STC3141 治疗脓毒症在中国开展的临床二期完成全部患者入组，市场空间广阔。

➢ 再次覆盖给予买入评级,目标价 8.28 港元

公司创新产品逐步上市，推动业绩持续增长。预计未来公司业绩将持续增长，预计 2024-2026 年收入分别为 113.5 亿和 123.5 亿、137.9 亿港币；EPS 分别为 0.60、0.61、0.68 港币。创新药研发顺利推进，管理效率高。RDC 市场空间广阔，将推动公司业绩继续上升，并有望提升估值，我们给予公司目标价格为 8.28 港元，对应 2024 年 13.8 倍 PE，较现价有 74.6%的上涨空间。维持‘买入’评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	8598.0	9562.3	10529.60	11350.00	12350.00	13790.00
同比增长(%)	35.34%	11.22%	10.12%	7.79%	8.81%	11.66%
净利润	2402.6	2079.4	1880.00	2132.67	2182.58	2426.46
同比增长(%)	34.02%	-13.45%	-9.55%	13.44%	2.34%	11.17%
净利润率(%)	27.43%	21.47%	17.85%	18.79%	17.67%	17.60%
每股盈利(元)	0.68	0.59	0.53	0.60	0.61	0.68
PE@4.74HKD	7.02	8.11	8.97	7.91	7.73	6.96

资料来源：Wind、远大医药公司年报、国元证券经纪（香港）整理

证券研究报告

报告正文

➢ **2024 年中期业绩简述：**

公司实现营收约 60.47 亿港元，同比增长 1.0%（剔除汇率影响后增长 5.4%）。期内，公司拥有人应占溢利约为 15.58 亿港元，同比增长 51.4%（剔除汇率影响后增长 58.0%）。主要业务板块中，核药抗肿瘤及心脑血管精准介入诊疗科技产品表现尤为突出，录得收益 3.43 亿港元，剔除汇率影响后同比增长 140.8%，主要得益于核心产品的临床需求快速增加。制药科技产品收益 37.73 亿港元，剔除汇率影响后与去年基本持平，其中呼吸及危重症板块增长 21.0%（剔除汇率影响），五官科板块和心脑血管急救板块分别基本持平和下降 16.6%（剔除汇率影响）。生物科技产品收益 19.32 亿港元，剔除汇率影响后同比增长 8.5%，氨基酸板块收入平稳增长。分銷成本和行政费用分别下降 2573 万港元和 8969 万港元，主要得益于精准营销策略和降本增效措施。财务费用下降 2711 万港元。

➢ **聚焦核药抗肿瘤诊疗，**

公司核心业务板块包括制药科技、核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技、生物科技。公司秉持“自主研发+全球扩展”战略，拥有 5 大技术平台和 8 大研发中心，目前 141 个在研项目，其中创新药为 49 个，24 年上半年研发投入为 14.8 亿港元。

1. 核药管线丰富，RDC 方面：TLX591：靶向前列腺特异性膜抗原（PSMA）的治疗性 RDC 药物，已完成海外 III 期国际多中心临床研究的首例患者入组。TLX591-CDx：靶向 PSMA 的诊断 RDC 药物，已在澳大利亚、美国、巴西、加拿大获批上市，中国 III 期临床研究已完成首例患者入组。TLX250：用于透明细胞肾细胞癌（ccRCC）的治疗，正在海外开展 II 期临床研究。TLX250-CDx：用于 ccRCC 的诊断，美国已完成了 III 期临床研究并成功达到全部主要临床终点和次要临床终点，中国 I 期临床研究已完成，进入确证性临床试验阶段。TLX101：用于脑胶质瘤，在中国获批开展 I 期临床试验。ITM-11：用于胃肠道胰腺神经内分泌瘤（GEP-NETs）的治疗，根据肿瘤不同的病程阶段，已在中国开展了两个的 III 期临床试验。TOCscan®和 ITM-41：用于 GEP-NETs 的诊断和恶性肿瘤骨转移的治疗，正在开发中。

核药易甘泰®钇[90Y]微球注射液是全球唯一一款用于结直肠癌肝转移选择性内放射治疗(SIRT)的产品，易甘泰®钇[90Y]微球自上市以来在国内累计治疗超过 1200 例患者，在所有可随訪到 3 個月及以上的患者中，客观缓解率达到 62.6%，超半数患者肿瘤大小有缓解，疾病控制率约 85%，治疗效果显著。40 多位患者症状完全缓解，无需切除，10 余名患者顺利实现肝癌肿瘤降期转化并实施了肝癌切除手术，实现临床治愈。

2.心脑血管介入领域围绕通路管理、结构性心脏病、电生理以及心衰三个方向进行全方位布局。目前已布局 20 款产品，其中通路管理方向已有 14 款产品在中国获批上市。

NOVASYNC 近日获批上市，是全球创新的血管内双模成像系统，融合了 IVUS 和 OCT 两种成像技术，可以同时、同向、同轴、同位展示血管内的超声及光学图像。NOVASYNC 的成功上市标志着公司已成功完成 NOVASIGHT 的技术转移和全面国产化。

鸽鹐：用于缺血性脑卒中的颅内取栓支架，已在中国获批上市。结构性心脏病：Saturn：用于二尖瓣置换，已在美国完成首次人体实验的首例患者入组，中国注册工作也在推进中。

电生理及心衰：HeartLight X3：用于治疗心房颤动（AF），已在中国完成首例特许准入的房颤激光消融手术，已递交中国上市注册申请并获受理。CoRISMA：用于治疗三級和终末期心衰，正在与耶鲁大学孵化的创新性医疗器械公司进行产品合作开发。

3. 制药方面，Ryaltris®：用于治疗过敏性鼻炎，已向药监局递交上市申请并获得受理。STC3141：用于治疗脓毒症、ARDS、重症新冠病毒感染（COVID-19）及 COVID-19 引发的 ARDS，已在多个国家获得多个临床批件，完成多项临床研究并达到临床终点，在中国进入临床二期完成全部患者入组，市场空间广阔。APAD：用于治疗脓毒症，已在中国开展 I 期临床研究并完成，达到临床终点。GPN00833：用于眼科术后抗炎镇痛，已在美国获批上市，中国已经完成了 III 期临床试验并成功达到了临床终点。TP-03：用于治疗蠕形螨睑缘炎及蠕形螨导致的睑板腺功能障碍，已在中国递交 NDA。GPN00884：用于延缓儿童近视进展，已在中国开展 I 期临床研究并完成首例患者入组。

图 1：远大医药核药产品管线

方向	产品	适应症	研发进度						
			临床前	IND/型检	I期	II期	III期	NDA/注册	上市
介入治疗	钇[90Y]微球注射液	原发性肝癌					●		
	温敏栓塞剂	富血管性实质脏器肿瘤			●				
	Kona	脑动静脉畸形						●	
	AuroLase	前列腺癌						●	
放射性核素偶联药物(RDC)	TLX591	前列腺癌	●				●		
	TLX591-CDx	前列腺癌-诊断					●		●
	TLX250	肾透明细胞癌	●			●			
	TLX250-CDx	肾透明细胞癌-诊断					●	●	
	TLX101	脑胶质瘤			●	●			
	TOCscan®	胃肠胰腺神经内分泌瘤-诊断	●						●
	ITM-11	胃肠胰腺神经内分泌瘤					● ●		
	ITM-41	恶性肿瘤骨转移	● ●						

● 中国大陆
● 海外

资料来源：公司半年报、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，目标价位 8.28 港元

公司创新产品逐步上市，推动业绩持续增长。预计未来公司业绩增速维持 20%左右，预计 2023-2025 年收入分别为 121 亿和 152 亿、179 亿港币；EPS 分别为 0.83、1.05、1.22 港币。创新药研发顺利推进，管理效率高，将推动公司业绩继续上升，我们给予公司目标价格为 8.28 港元，对应 2023 年 10 倍 PE，较现价有 74.6%的上涨空间。维持‘买入’评级。

风险提示：

1）行业政策风险，药品价格的下降风险；

2）新产品研发进度低于预期

财务报表摘要：

损益表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	8597.98	9562.00	10529.60	11350.00	12350.00	13790.00
销售成本	(3350.74)	(3611.00)	(4005.60)	(4687.55)	(4940.00)	(5516.00)
毛利	5247.24	5951.00	6524.00	6662.45	7410.00	8274.00
其他收入	349.02	0.00	(108.00)	30.00	86.00	87.00
分销开支	(2397.85)	(2306.00)	(2568.00)	(2876.16)	(3307.58)	(3737.57)
行政费用	(909.62)	(1090.00)	(1234.00)	(1567.18)	(1849.27)	(2015.71)
经营盈利	2288.79	2555.00	2614.00	2249.11	2339.14	2607.72
财务开支	(92.96)	(136.00)	(197.00)	(188.00)	(169.00)	(164.00)
应占联营公司利润						
其他开支	590.01	70.00	(227.00)	442.00	391.00	401.00
税前盈利	2785.83	2516.00	2344.00	2503.11	2561.14	2844.72
所得税	(380.80)	(418.60)	(449.00)	(350.44)	(358.56)	(398.26)
少数股东应占利润	2.47	(18.80)	(15.00)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	2402.56	2078.60	1880.00	2132.67	2182.58	2426.46
折旧及摊销	339.52	407.42	392.21	470.65	564.78	677.74
EBITDA	2628.31	2962.42	3006.21	2719.76	2903.93	3285.46
总收入 (%)	35.34%	11.21%	10.12%	7.79%	8.81%	11.66%
EBITDA (%)	26.29%	12.71%	1.48%	-9.53%	6.77%	13.14%
净利润 (%)	34.02%	-13.48%	-9.55%	13.44%	2.34%	11.17%

财务分析

百万港元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力						
毛利率 (%)	61.03%	62.24%	61.96%	58.70%	60.00%	60.00%
EBITDA 利率 (%)	30.57%	30.98%	28.55%	23.96%	23.51%	23.82%
净利率(%)	27.94%	21.74%	17.85%	18.79%	17.67%	17.60%
ROE	17.87%	14.63%	12.31%	21.39%	21.82%	23.55%
ROA	11.41%	9.29%	8.35%	12.29%	12.62%	13.83%
营运表现						
SG&A/收入(%)						
实际税率 (%)	13.67%	16.64%	19.16%	14.00%	14.00%	14.00%
股息支付率(%含优先股)	0.00%	18.76%	26.43%	23.77%	23.69%	21.73%
库存周转天数	133.86	137.93	126.86	108.95	83.00	84.00
应付账款天数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款天数	113.55	115.70	108.17	91.95	78.15	66.43
财务状况						
资产负债率	36.16%	36.49%	32.18%	42.55%	42.16%	41.25%
收入/总资产	40.83%	42.74%	46.77%	65.41%	71.42%	78.62%
总资产/股本	156.64%	157.45%	147.44%	174.06%	172.90%	170.22%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	1752.90	1444.01	1339.71	1363.38	1387.03	1634.07
其他短期投资	0.00	113.20	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	2674.80	3031.13	3120.53	2859.11	2644.36	2509.79
存货	1117.20	1340.47	1388.65	1395.65	1402.65	1409.65
其他流动资产	7.60	1.36	32.67	35.94	39.53	43.48
流动资产	6778.70	6886.92	7016.15	5654.08	5473.57	5596.99
固定资产	3409.20	3505.14	3531.55	3637.50	3746.62	3859.02
贷款	10869.20	#REF!	11967.63	8059.78	8071.51	8083.35
非流动资产	14278.40	#REF!	15499.18	11697.28	11818.13	11942.37
总资产	21057.10	22371.06	22515.33	17351.35	17291.71	17539.37
流动负债	5566.20	6454.60	5731.44	5541.45	5396.14	5285.14
应付帐款						
短期银行贷款	2116.50	3243.13	2317.99	2202.09	2091.99	1987.39
其他短期负债	2158.50	1870.68	1678.92	1712.50	1746.75	1781.68
非流动负债	2048.10	1707.80	1513.38	1841.53	1894.51	1950.08
长期银行贷款	1510.10	1162.29	990.03	1039.53	1091.51	1146.08
其他负债	538.00	545.51	523.35	802.00	803.00	804.00
总负债	7614.30	8162.40	7244.82	7382.98	7290.65	7235.22
少数股东权益	50.20	68.32	112.80	250.00	251.00	252.00
股东权益	13442.80	14208.66	15270.51	9968.38	10001.05	10304.15

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022E	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2402.56	2078.60	1880.00	2132.67	2182.58	2426.46
折旧与摊销	339.52	407.42	392.21	470.65	564.78	677.74
营运资本变动	(581.74)	(750.44)	(123.18)	(158.90)	(204.98)	(264.43)
其他非现金调整	0.37	0.04	275.87	33.10	3.97	0.48
营运现金流	2160.71	1735.63	2424.90	2477.53	2546.35	2840.25
资本开支	(623.59)	(636.07)	(497.69)	(507.64)	(517.80)	(528.15)
其他投资活动	298.33	(895.05)	(18.06)	302.85	308.99	315.20
投资活动现金流	(325.26)	(1531.12)	(515.75)	(204.79)	(208.81)	(212.95)
负债变化	(746.83)	(778.41)	(1081.36)	(1471.80)	(1525.17)	(1579.85)
股本变化	500.00	500.00	(81.01)	0.00	0.00	0.00
股息	0.00	390.00	496.94	506.88	517.02	527.36
其他融资活动	(724.48)	(731.72)	(230.08)	(232.38)	(234.70)	(237.05)
融资活动现金流	(971.30)	(1400.13)	(1889.39)	(2211.06)	(2276.89)	(2344.26)
汇率变动影响	(40.00)	(39.00)	(124.06)	(38.00)	(37.00)	(36.00)
现金变化	864.15	(1195.62)	19.76	61.68	60.65	283.04
期初持有现金	1895.78	2719.93	1444.00	1339.70	1363.38	1387.03
期末持有现金	2719.93	1444.00	1339.70	1363.38	1387.03	1634.07

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称"国元证券经纪（香港）"）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电　　话：(852) 3769 6888
传　　真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：http://www.gyzq.com.hk