

传统业务远航稳舵,核药布局大业新程

华泰研究

2025年5月19日 | 中国香港

首次覆盖

生物医药

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

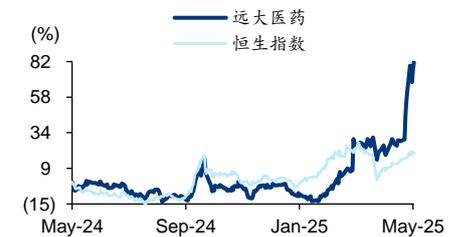
10.15

研究员	代雯
SAC No. S0570516120002	daiwen@htsc.com
SFC No. BFI915	+(86) 21 2897 2078
研究员	沈卢庆
SAC No. S0570519060001	shenluqing@htsc.com
SFC No. BNL372	+(86) 21 2897 2228
研究员	孙茗馨
SAC No. S0570524020003	sunmingxin019077@htsc.com
SFC No. BSZ633	+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	10.15
收盘价(港币截至5月16日)	8.43
市值(港币百万)	29,923
6个月平均日成交额(港币百万)	70.15
52周价格范围(港币)	4.04-8.95
BVPS(港币)	4.64

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖远大医药, 给予“买入”评级, 目标价 10.15 港币(25年 17x PE)。公司是业务横跨制药科技、生物科技、核药及心血管精准介入的国际化布局药企。我们看好其发展为中国核药产业最重要的参与者之一。此外, 传统业务(制药科技+生物科技板块)维持稳健增长, 为公司未来发展提供坚实基础。

核药: Y90 微球焕发商业化新机, 差异化管线聚焦肿瘤诊疗一体化

公司有国内稀缺的兼具商业化产品及差异化管线的核药布局。该板块收入或于 25-27 年快速爬坡: 1)Y90 微球(销售峰值或超 30 亿港元): 目前该疗法渗透率非常低, 后续医院准入+新适应症拓展+潜在商保普及或驱动该产品放量。2)全球进展领先的核药管线: 通过 BD 收获 12 款产品(介入治疗+RDC), 专注肿瘤诊疗一体化。3)成都生产基地投入运营或驱动板块效率提升。

制药科技: 专注独家品种潜力挖掘, 多元业务奠定长期稳定增长基础

我们看好该板块 25-27 年收入 CAGR 约 7%: 1)呼吸: 切诺凭借独家优势+需求旺盛稳定增长, 双恩持续放量。2)心脑血管: 利舒安短期受集采影响有所波动, 但看好板块并购/自研的新品稳定增长。3)五官科: 独家产品或稳定增长+脉血康并表整合, 眼科创新产品获批在即或驱动板块收入增长。此外, 4) STC3141 或存 BD 出海潜力, 为板块稳健增长添砖加瓦。

生物科技发展成熟或维持稳健, 心脑血管精准介入进入新品放量期

生物科技板块 25-27 年收入体量或维持稳健, 考虑半胱氨酸/牛磺酸市场格局较稳定, 叠加公司市场份额领先(23 年全球牛磺酸市占率近 50%)。此外, 心血管介入板块或受益新品上市及入院, 板块收入或于 25-27 年快速增长。

与市场不同的观点: 有国际竞争力的核药市场参与者, 创新价值有望重塑

市场对公司的担忧涵盖利舒安集采的影响及创新产品的商业化兑现, 我们认为: 1)公司已发展为中国核药产业链最重要的市场参与者之一, 我们看好管线进展下, 远大医药的创新价值重塑; 2)Y90 受益国内商保变革及院端开拓, 在 25-27 年间能够快速放量; 3)利舒安集采的影响整体可控, 在 BD 加速、存量大产品稳健的基础上, 我们预计 25 年经营性利润可维持稳健。

盈利预测与估值

考虑公司传统业务维持稳健增长+Y90 放量, 叠加公司降本增效, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 21/23/27 亿港元 (-14%/+10%/+15% yoy, 不考虑任何对外 BD 授权收入/利润增厚), 给予 25 年 17 倍 PE (与其港股可比公司一致), 目标价 10.15 港币, 给予“买入”评级。

风险提示: 1) 集采风险; 2) 核药商业化风险; 3) 原料药竞争趋于激烈; 4) 研发风险; 5) 减值相关风险; 6) 海外贸易相关风险; 7) 汇率风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(港币百万)	10,530	11,645	12,650	14,056	15,438
+/-%	10.12	10.59	8.63	11.12	9.83
归属母公司净利润(港币百万)	1,880	2,468	2,120	2,334	2,681
+/-%	(9.59)	31.30	(14.12)	10.10	14.88
EPS(港币, 最新摊薄)	0.53	0.70	0.60	0.66	0.76
ROE(%)	12.83	15.61	12.39	12.59	13.26
PE(倍)	15.73	12.12	14.12	12.82	11.16
PB(倍)	1.95	1.82	1.69	1.55	1.42
EV EBITDA(倍)	11.17	9.61	10.20	8.87	7.40

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,530	11,645	12,650	14,056	15,438
销售成本	(4,006)	(4,907)	(5,538)	(6,134)	(6,708)
毛利润	6,524	6,738	7,112	7,922	8,730
销售及分销成本	(2,568)	(3,257)	(3,416)	(3,655)	(3,859)
管理费用	(1,234)	(1,365)	(1,366)	(1,476)	(1,621)
其他收入/支出	(155.46)	761.52	283.15	134.39	115.99
财务成本净额	(197.40)	(173.93)	(207.30)	(229.81)	(256.00)
应占联营公司利润及亏损	(25.01)	148.72	100.00	80.00	80.00
税前利润	2,344	2,852	2,506	2,776	3,189
税费开支	(448.76)	(386.30)	(388.48)	(444.16)	(510.25)
少数股东损益	15.44	(2.32)	(1.99)	(2.19)	(2.52)
归母净利润	1,880	2,468	2,120	2,334	2,681
折旧和摊销	(392.21)	(503.75)	(488.42)	(521.85)	(557.00)
EBITDA	2,934	3,530	3,202	3,528	4,002
EPS (港币, 基本)	0.54	0.70	0.60	0.66	0.76

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,389	1,371	1,557	1,725	1,886
应收账款和票据	3,068	3,455	3,439	3,706	3,943
现金及现金等价物	1,340	1,341	2,980	4,907	7,100
其他流动资产	1,220	1,859	1,859	1,859	1,859
总流动资产	7,016	8,026	9,835	12,197	14,788
固定资产	3,533	3,784	4,021	4,100	4,173
无形资产	1,657	2,083	2,098	2,123	2,159
其他长期资产	10,309	11,099	11,071	11,041	11,009
总长期资产	15,499	16,966	17,189	17,264	17,341
总资产	22,515	24,991	27,025	29,461	32,129
应付账款	3,162	3,169	3,543	3,890	4,218
短期借款	2,353	3,146	3,416	3,793	4,164
其他负债	217.08	258.20	258.20	258.20	258.20
总流动负债	5,731	6,573	7,216	7,942	8,640
长期债务	1,052	1,297	1,405	1,557	1,706
其他长期债务	461.73	595.72	595.72	595.72	595.72
总长期负债	1,513	1,893	2,001	2,153	2,302
股本	35.50	35.50	35.50	35.50	35.50
储备/其他项目	15,122	16,438	17,718	19,274	21,093
股东权益	15,158	16,473	17,753	19,310	21,128
少数股东权益	112.80	52.13	54.12	56.31	58.82
总权益	15,271	16,525	17,807	19,366	21,187

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15.73	12.12	14.12	12.82	11.16
PB	1.95	1.82	1.69	1.55	1.42
EV EBITDA	11.17	9.61	10.20	8.87	7.40
股息率 (%)	3.12	3.04	2.83	3.12	3.58
自由现金流收益率 (%)	7.13	7.14	7.59	7.90	9.17

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	2,934	3,530	3,202	3,528	4,002
融资成本	197.40	173.93	207.30	229.81	256.00
营运资本变动	185.04	(360.86)	202.32	(86.50)	(71.47)
税费	(448.76)	(386.30)	(388.48)	(444.16)	(510.25)
其他	(442.59)	(1,059)	(410.63)	(455.25)	(506.97)
经营活动现金流	2,425	1,898	2,813	2,772	3,169
CAPEX	(497.69)	(621.88)	(712.07)	(596.07)	(634.29)
其他投资活动	(18.06)	(1,375)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(515.75)	(1,997)	(712.07)	(596.07)	(634.29)
债务增加量	(1,097)	1,076	378.41	529.32	520.14
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(496.94)	(910.47)	(910.47)	(847.94)	(933.60)
其他融资活动现金流	(295.06)	(135.18)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(1,889)	29.96	(532.06)	(318.62)	(413.47)
现金变动	19.75	(69.29)	1,568	1,857	2,122
年初现金	1,444	1,340	1,341	2,980	4,907
汇率波动影响	(124.06)	70.56	70.56	70.56	70.56
年末现金	1,340	1,341	2,980	4,907	7,100

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	10.12	10.59	8.63	11.12	9.83
毛利润	9.62	3.28	5.55	11.38	10.20
营业利润	(4.87)	12.12	(9.17)	11.94	15.01
净利润	(9.59)	31.30	(14.12)	10.10	14.88
EPS	(8.71)	29.76	(14.12)	10.10	14.88
盈利能力比率 (%)					
毛利率	61.96	57.86	56.22	56.36	56.55
EBITDA	27.86	30.31	25.31	25.10	25.92
净利率	17.85	21.20	16.76	16.60	17.37
ROE	12.83	15.61	12.39	12.59	13.26
ROA	8.38	10.39	8.15	8.26	8.71
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	13.62	18.83	10.37	2.29	(5.82)
流动比率	1.22	1.22	1.36	1.54	1.71
速动比率	0.98	1.01	1.15	1.32	1.49
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.47	0.49	0.49	0.50	0.50
应收账款周转天数	103.69	100.82	98.09	91.49	89.18
应付账款周转天数	270.51	232.26	218.16	218.11	217.56
存货周转天数	122.64	101.22	95.16	96.30	96.89
现金转换周期	(44.18)	(30.21)	(24.91)	(30.31)	(31.49)
每股指标 (港币)					
EPS	0.54	0.70	0.60	0.66	0.76
每股净资产	4.32	4.64	5.00	5.44	5.95

正文目录

投资要点	5
估值方法：PE 法下给予目标价 10.15 港币	9
远大医药：自研+收购并举，老牌药企焕发国际化新机	10
核药板块：90Y 放量在即，管线布局广而深	14
钇[90Y]微球：商业化放量在即，看好新适应症解锁+持续入院	15
管线布局：自研+收购双管齐下，策略兼顾短期/长期市场机遇	19
成都核药工厂或 25 年投入运营，看好解决核药产业链上下游掣肘+效率提升	21
制药科技：专注独家品种潜力挖掘，看好三大产品线齐头并进	22
呼吸及危重症板块：切诺独家优势有望维持，双恩步入放量期	22
心脑血管板块：利舒安面临国家集采影响，看好收购新品支撑板块维稳	25
五官科：独家品种院内外齐发力，产品线或逐步丰富	27
生物科技：氨基酸王者，合成生物驱动降本增效	29
布局品种市占率高，终端需求稳定	29
公司为国内氨基酸龙头，看好合成生物布局助力降本增效	30
心脑血管精准介入诊疗：自主研发+海外引进实现全方位布局	31
研发管线种类丰富，多款产品有望快速上市	31
盈利预测：核药板块驱动增长，制药科技板块长期有望向好	32
风险提示	34

图表目录

图表 1：远大医药：传统板块表现稳健+核药板块进入放量期，自研+收购激发管线远期活力	5
图表 2：核药板块：核心产品钇[90Y]微球即将放量，收购+自研打造管线深度	6
图表 3：制药科技：三大学科核心品种稳健增长，自研+收购新品聚焦高壁垒慢病领域	7
图表 4：生物科技：氨基酸龙头地位稳固，合成生物学打通利润增长空间	7
图表 5：远大医药：股价复盘	8
图表 6：远大医药：可比公司估值表	9
图表 7：远大医药：公司发展里程碑	10
图表 8：远大医药：制药科技领域部分产品品牌	10
图表 9：远大医药：全球化布局	11
图表 10：远大医药：2020-2024 收入表现	12
图表 11：远大医药：2020-2024 归母净利润表现	12
图表 12：远大医药：公司三大板块介绍	12
图表 13：远大医药：研发、生产和销售能力	13
图表 14：远大医药：年轻化+专业化的高管团队	13
图表 15：远大医药：核药管线布局图	14

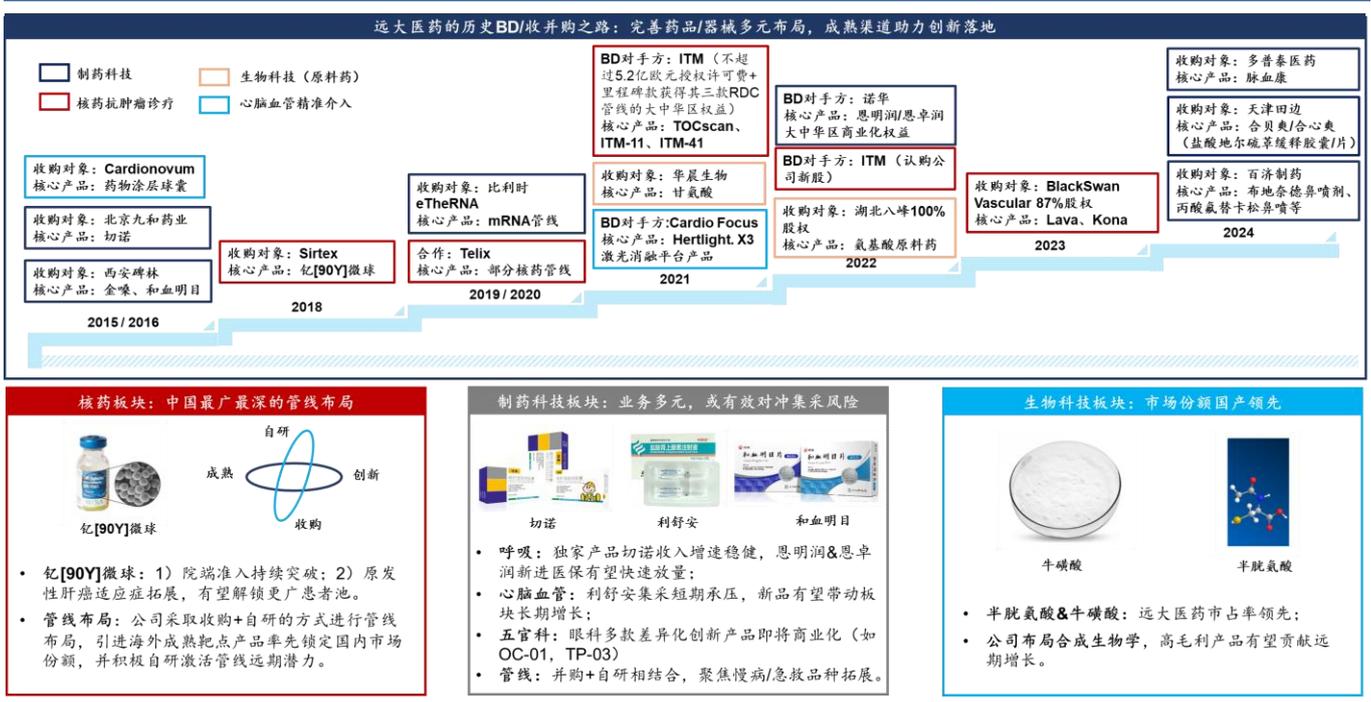
图表 16: 钇[90Y]微球: 收入预测.....	15
图表 17: 钇[90Y]微球: 使用方法及机制.....	16
图表 18: 钇[90Y]微球: 发展里程碑.....	16
图表 19: 钇[90Y]微球: 产品优势.....	16
图表 20: 钇[90Y]微球: 中国结直肠癌新发患者数情况.....	17
图表 21: 钇[90Y]微球: 中国肝癌新发患者数情况.....	17
图表 22: 钇[90Y]微球: 结直肠癌肝转移临床指南推荐疗法.....	17
图表 23: 原发性肝癌临床指南推荐疗法.....	18
图表 24: 钇[90Y]微球: 临床数据一览.....	19
图表 25: 钇[90Y]微球: 商业化布局.....	19
图表 26: 远大医药: 核药 BD 情况一览.....	20
图表 27: 远大医药: RDC 在研品种一览.....	20
图表 28: 远大医药: 成都温江甲级核素研发生产平台地理位置优势.....	21
图表 29: 制药科技: 板块收入预测.....	22
图表 30: 制药科技: 呼吸及危重症板块收入预测 (考虑并表百济制药).....	23
图表 31: 远大医药: 切诺优势.....	23
图表 32: 中国哮喘患者池及预测.....	24
图表 33: 成人/青少年中/重度哮喘推荐治疗途径.....	24
图表 34: 远大医药: 收购百济制药战略意义.....	24
图表 35: 脓毒症患者池规模 (中国).....	25
图表 36: 制药科技: 心脑血管板块收入预测 (考虑 24 年并表多普泰及天津田边).....	25
图表 37: 远大医药: 脉血康产品概述.....	26
图表 38: 远大医药: 收购天津田边战略意义.....	26
图表 39: 远大医药: 五官科产品一览.....	27
图表 40: 制药科技板块: 干眼产品布局.....	27
图表 41: 制药科技板块: 五官科管线布局.....	28
图表 42: 远大医药: 生物科技板块收入预测.....	29
图表 43: 远大医药: 氨基酸原料药产能布局.....	29
图表 44: 中国牛磺酸市场年产量 (2019-2023).....	29
图表 45: 远大医药: 心脑血管精准介入产品介绍.....	31
图表 46: 远大医药: 心脑血管精准介入管线布局图.....	31
图表 47: 远大医药: 收入拆分及预测.....	32
图表 48: 远大医药: 销售费用预测.....	33
图表 49: 远大医药: 管理费用预测.....	33
图表 50: 远大医药: 研发费用预测.....	34
图表 51: 远大医药: 归母净利润预测.....	34
图表 52: 远大医药: 股权结构图.....	34
图表 53: 远大医药 PE-Bands.....	35
图表 54: 远大医药 PB-Bands.....	35

投资要点

远大医药：收购+自研并举，老牌药企焕发国际化新机。远大医药的前身是 1939 年成立的武汉制药厂，2008 年完成股权结构变更，实现香港上市。经过公司数十年的经营探索，现已成为集制药科技、生物科技、核药及心血管介入治疗三大板块的国际化药企（拥有境内外附属公司超 30 家）。公司历史上制药科技及生物科技板块表现稳健，核药板块商业化成果初现（2020-2024 年收入/利润 CAGR 分别为 12/16%），分板块的核心看点如下：

- 核药板块步入快速放量期：**
 - 首款商业化产品钷[90Y]微球（首发适应症为结肠癌肝转移）目前渗透率低，我们认为其有望开启快速放量，受益入院持续加速+肝癌适应症临床进展+医保支付端变革（商保渠道逐步成熟），看好 2033 年冲击超 30 亿港币峰值。
 - BD 引入海外多款处临床后期的 RDC 产品，打造国内最全核药管线。同时，自建成都核药工厂+积极打通上下游掣肘。
- 制药科技短期集采风险可控，看好收购举措驱动多元化发展：**
 - 利舒安短期或因集采降价略有承压，但公司 24 年并购加速，我们看好公司新收购公司的并表能够有效对冲利舒安风险；
 - 呼吸、五官科独家产品（如“切诺”、“金嗓”系列、和血明目等）收入侧表现有望维持稳健增长；
 - 管线以并购+自研相结合，注重现有优势科室的协同，聚焦竞争格局优秀的慢病产品。
- 生物科技核心品种价格处于低位，收入有望维持稳健：**
 - 国内氨基酸龙头企业，主要产品半胱氨酸&牛磺酸终端需求稳定且价格处于历史低位。
 - 布局合成生物学，有望对板块利润端实现进一步优化。

图1：远大医药：传统板块表现稳健+核药板块进入放量期，自研+收购激发管线远期活力



资料来源：公司公告，华泰研究

核药板块：低渗透+支付端变革或驱动钷[90Y]微球快速放量，背靠国内最广核药管线。公司通过自主研发和战略收购，拥有 12 个创新核药产品/管线(含商业化产品钷[90Y]微球，22 年上市，首发适应症结肠癌肝转移)。2024 年该板块实现收入 5.89 亿港币(+171%yoy)，我们看好公司该板块 2025-2027 年收入迅速爬坡(+56/32/37% yoy)，考虑：1) 钷[90Y]微球：受制于医院准入及支付端限制，目前该疗法渗透率非常低（我们估测 2024 年受治疗患者人数仅 1500 人左右），考虑后续商保纳入及适应症拓展（根据 24 年原发性肝癌诊疗指南，中国潜在患者池超 37 万人），我们看好该产品有望于 2033 年冲击超 30 亿港币销售峰值。2) 公司通过 BD 及股权投资的形式引进海外成熟 RDC 管线（重点品种如 TLX591、TLX591-CDx 等），看好驱动该板块长期增长。3) 公司成都核药生产基地预计 2025 年投入运营，我们看好上下游打通后公司产品放量加速且利润端有望优化。

图表2: 核药板块: 核心产品钇[90Y]微球即将放量, 收购+自研打造管线深度

钇[90Y]微球产品优势

精准: 选择性聚焦在肿瘤内部, 对周围正常组织损伤更小。

高效: 一次手术即有机会将不可手术转化为可手术。



成熟: 技术成熟, 国外为门诊手术, 国内术后2-3天即可出院。

个体化: 可根据患者肿瘤特征制定个性化治疗方案。

商业化布局&管线

商业化布局:

- 钇[90Y]微球国内学术推广人员超350人
- 已对70家医院超1100名医生培训
- 纳入NCCN、ESMO、CSCO等多个指南推荐
- 建立成都生产基地, 预计2025年投入运营
- 指南推荐:



管线潜力:

与Telix、ITM达成BD合作, 引入海外成熟品种TLX591和ITM-11, 率先锁定国内市场份额。

海外收购

自主研发

成熟产品
锁定市场

创新产品
投入未来

RDC管线布局											
核药管线中国目标患者池 (2023) (万人)	产品	适应症	靶点	同位素	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市
54.2	TLX591	前列腺癌	PSMA	177Lu	●				●		
37.8	TLX591-CDx	前列腺癌-诊断	PSMA	68Ga					●		●
13.8	TLX250	肾透明细胞癌	CAIX	177Lu	●			●			
9.0	TLX250-CDx	肾透明细胞癌-诊断	CAIX	89Zr					●	●	
6.9	TLX101	脑胶质瘤	LAT-1	131I			●	●			
12.3	TOCscan®	胃肠胰神经内分泌瘤-诊断	SSTR	68Ga	●						●
	ITM-11	胃肠胰神经内分泌瘤	SSTR	177Lu					●	●	
	ITM-41	恶性肿瘤骨转移	FPPS	177Lu	●	●					

● 中国 ● 海外

注: 脑胶质瘤新发患者数基于6.4例/10万人计算得到; 肾透明细胞癌新发患者数基于70%肾癌占比计算得到。
资料来源: 公司公告, 医药魔方, 中国恶性肿瘤学科发展报告(2022), 肾细胞癌诊疗指南(2022), 华泰研究

制药科技: 三大产品线齐头并进, 看好管线出海可能性。公司制药科技板块涵盖呼吸及重症、心脑血管、五官三大学科, 为公司稳健增长构筑坚实基础(24年收入占比63%)。我们看好该板块2025-2027年收入稳健增长(约7%收入CAGR), 考虑: 1) 呼吸及重症: 独家+医保产品“切诺”收入稳增, 双恩新进医保(25年销量有望翻番); 2) 心脑血管: “利舒安”受集采影响短期承压, 收购产品地尔硫卓系列及其他新品放量有望驱动板块维持稳健。3) 五官科: “金嗓系列”为处方药+OTC双跨品种, 具备市场下沉空间, 收购产品“脉血康”整合后稳健增长, 且多款眼科新品进入临床II/III期, 有望驱动板块长期增长; 4) 公司管线聚焦高壁垒慢病领域, 自研+BD并行打通未来增长空间。

图表3：制药科技：三大学科核心品种稳健增长，自研+收购新品聚焦高壁垒慢病领域

呼吸及危重症板块

切诺（桉柠蒎肠溶胶囊，祛痰药）：公司独家+医保品种，院端渗透或驱动24-26年收入持续增长。

恩卓润/恩明润（茚达特罗/莫米松吸入粉雾剂，哮喘治疗）：23年底新近医保，入院有望持续加速驱动产品放量。

管线/新品：1) Ryaltris鼻喷剂或于2025年获批上市。2) STC3141（脓毒症）有望于1H25二期数据读出，看好出海潜力。3) 百济制药布地奈德鼻喷剂等24年并表。

心脑血管板块

利舒安（盐酸去甲肾上腺素，急救）：24年国家集采品种，原料/制剂一体化。

其他产品：1) 能气朗（辅酶Q10）；2) 依普利酮片（高血压）2024年新进医保，25年有望开启放量。3) 天津田边并表（核心产品如合贝爽/合心爽）。

五官科板块

传统产品：1) 和血明目为独家品种，被纳入多个临床指南，销售表现稳健增长；2) 金嗓系列开拓OTC渠道，具备市场下沉空间。

创新产品：聚焦眼科领域，多个产品处于临床II/III期阶段，看好2026年陆续获批上市。

制药科技管线布局

领域	板块	方向	产品	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市		
制药科技	五官科	眼科	GPN00136 (BRM421)	干眼症				●	●				
			GPN00153 (CBT-001)	翼状胬肉						●	●		
			GPN00833	眼部炎症							●		●
			GPN00884	近视防治				●					
	呼吸及危重症	呼吸	Ryaltris	过敏性鼻炎							●	●	
			STC3141	脓毒症					●				
	心脑血管	急救	APAD	脓毒症				●					
			GPN00816	严重过敏反应			●					●	
	mRNA平台	肿瘤		ARC01(A002)	HPV16型阳性实体瘤			●	●				

● 中国 ● 海外

资料来源：公司公告，华泰研究

生物科技：氨基酸龙头，合成生物助力降本增效。公司深耕氨基酸领域，成立以来已拥有超10家氨基酸及原料药附属公司，半胱氨酸市占率全球第一，牛磺酸市占率全球第二。公司2024年生物科技板块实现收入35亿港元（+3.8%yoy），我们看好该板块2025-2027年收入体量维持稳健，考虑：1) 公司龙头地位在竞争中更具优势，且下游产品为保健品、药品等，我们看好人口老龄化背景下上述终端需求维持稳定；2) 半胱氨酸及牛磺酸价格下行空间或有限；3) 公司布局合成生物学，多个新品处于小试阶段。

图表4：生物科技：氨基酸龙头地位稳固，合成生物学打通利润增长空间

板块核心看点

- 半胱氨酸市占率第一，牛磺酸市占率第二，龙头地位稳固
- 人用保健品、药品等下游市场发展稳健，终端需求稳定
- NEW 布局合成生物学，新品贡献高毛利

合成生物学布局

药品类：

- 高端肠外营养制剂
- 创新多肽类药物
- 细胞培养基

营养类：

- 膳食营养补充剂
- 特医食品
- 婴配食品

大健康消费类：

- 美妆
- 宠物食品

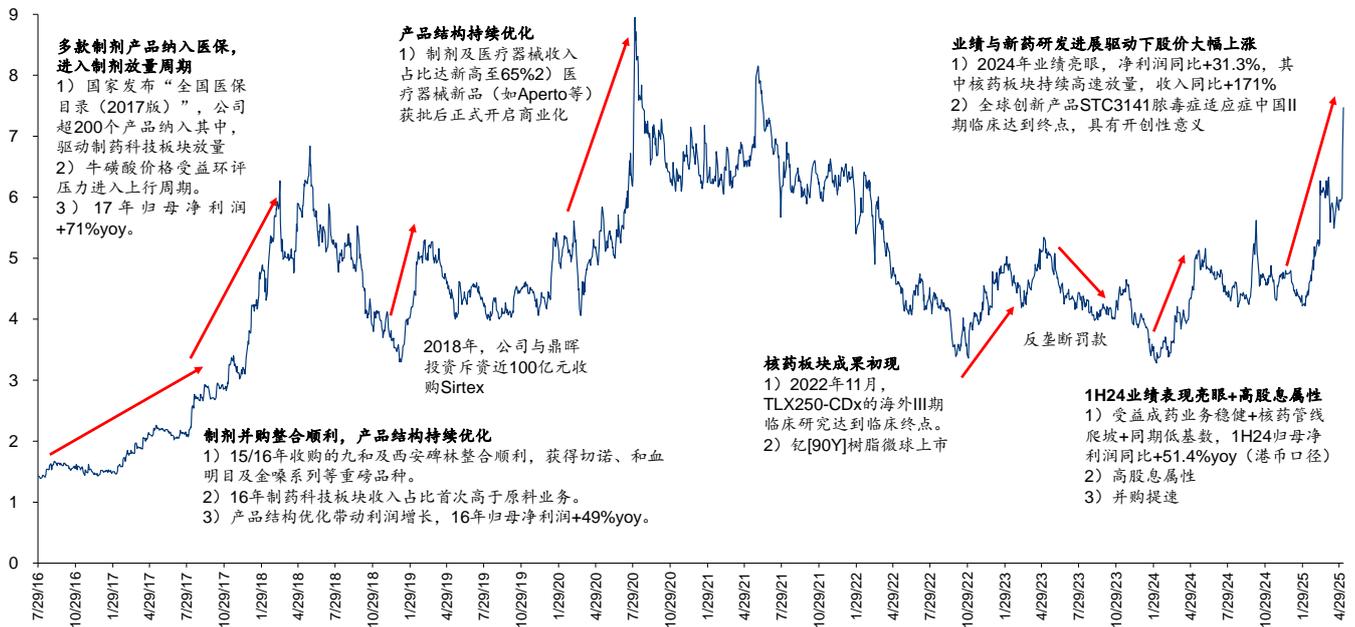
资料来源：公司公告，华泰研究

与市场不同的观点:

- 核药及其他创新管线进展驱动公司创新价值重塑:**公司已发展为中国核药产业链最重要的市场参与者之一(重点品种涵盖 Y90、TLX591、TLX591-CDx 等)。我们梳理公司管线未来一年的潜在进展催化,涵盖: a) 我们预计 TLX591-CDx 于 25 年有望在国内递交上市申请; b) TLX591 治疗型 RDC 的三期数据陆续读出; c) STC3141 或于 25 年内披露完整二期临床数据,我们看好其具备解锁对外 BD 的潜力(若成功落地,该笔交易会远大医药发展历史上解锁的第一笔对外授权,具备里程碑意义)。
- 国内商保变革或驱动 Y90 放量:**我们认为 Y90 作为公司首款商业化核药品种,或具备直接受益国内商保市场发展的潜力,而地方惠民保等产品或解决部分患者支付问题。考虑 25 年公司或积极驱动 Y90 进院工作(24 年公司已对国内 70 家医院超 1100 名医生进行培训),我们看好 Y90 于 2025-2027 年间快速放量。
- 利舒安集采影响整体可控:**公司核心品种盐酸去甲肾上腺素(利舒安)被纳入第十批集采且价格降幅较大;由于其被集采前属于独家品种,市场普遍认为在此背景下,远大 25 年的经营性利润或承压。我们认为公司如下应对措施或可抵御本轮集采影响,使得经营性利润(剔除 Telix 公允价值变动后的利润)平稳: a) 公司 24 年 BD 提速(24 年 BD 涵盖多普泰、百济制药、天津田边的并购),25 年正式全年并表后,或增厚 25 年收入/利润; b) 存量产品中,切诺、能气朗仍有望实现稳定增长,且 Y90 放量或有望加速; c) 公司整体降本增效。此外,利舒安已在 2H24 开启渠道去库存,因此我们认为进入 2H25,公司内生部分的业绩压力或有望显著降低。而进入 26/27 年,我们看好公司归母净利润回归 10%-15%左右同比增长。

图表5: 远大医药: 股价复盘

(港币)



注: 数据截止至 2025 年 5 月 16 日

资料来源: Wind, 华泰研究

估值方法：PE 法下给予目标价 10.15 港币

远大医药核心业务横跨制药科技（制药）、生物科技（原料药）、核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技三大领域。考虑公司制药科技及生物科技均能产生稳定利润及现金流，我们采用 PE 法为公司进行估值。此外，我们选取港股医疗健康板块中，同样拥有原料药及传统制剂业务，并且积极投入创新药研发的公司为远大医药的可比公司（如石药集团、中国生物制药、翰森制药、联邦制药）。

我们预计远大医药 2025/2026/2027 年归母净利润为 21/23/27 亿港元(-14/+10/+15% yoy)，归母 EPS 为 0.60/0.66/0.76 港币。我们给予公司 25 年 17 倍 PE（与其港股可比公司均值一致），对应目标价 10.15 港币。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表6：远大医药：可比公司估值表

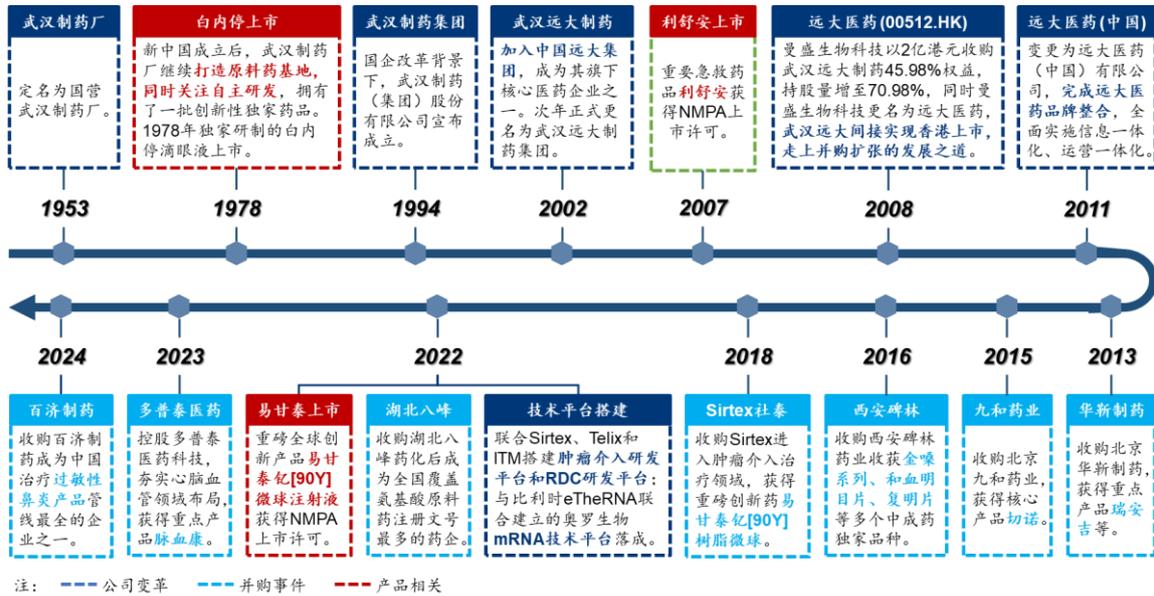
公司名称	股票代码	收盘价 (港币)		总市值 (十亿港元)	归母净利润 (百万港币)			P/E(x)		
		2025/5/16	2025/5/16		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
石药集团	1093 K	5.89	5.89	67.84	4,674	5,354	5,885	15	13	12
中国生物制药	1177 HK	4.05	4.05	76.02	3,779	3,916	4,431	20	19	17
翰森制药	3692 HK	23.45	23.45	139.46	4,721	4,845	5,236	30	29	27
联邦制药	3933 HK	13.20	13.20	23.98	2,872	3,940	3,486	8	6	7
平均值								18	17	16

注：1) 数据截至 2025 年 5 月 16 日；2) 上述公司归母净利润预测采用 0.92RMB/HKD 进行换算
资料来源：Wind 一致预测，华泰研究

远大医药：自研+收购并举，老牌药企焕发国际化新机

远大医药：依靠自研+并购进行国际化转型的老牌药企。远大医药是一家集制药科技、核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技、生物科技于一体的科技创新型国际化医药企业，前身为创建于1939年的武汉制药厂。公司于2002年加入中国远大集团，成为旗下核心医药企业之一；2008年完成股权结构变更，间接实现香港上市并至此走上并购扩张之路，通过自研和收购并举不断丰富公司创新研发管线和经营覆盖范围。公司定位“稳增长、强创新、谋布局”，并秉承“综合优势、创新引领和全球拓展”的发展理念，采用“自主研发和全球拓展双轮驱动，全球化运营布局 and 双循环经营发展”策略，形成国内国外双循环联动发展并相互促进的新格局。截至2024年底，公司拥有5个技术平台和9个研发中心，业务涵盖心脑血管、五官科、呼吸及危重症、原料药、mRNA平台、核药抗肿瘤诊疗、心脑血管精准介入诊疗、高品质氨基酸等板块。

图表7：远大医药：公司发展里程碑



资料来源：公司公告，华泰研究

历史多轮并购，驱动国际化布局。公司自2008年开启投资并购之路，通过收购全球标的逐步实现业务版图的扩张，现旗下拥有超30家成员企业。1) 制药科技板块持续扩充成熟产品线，多元化布局驱动收入提升（例如2015年通过收购北京九和药业获得切诺、2024年收购百济制药成为中国治疗过敏性鼻炎产品管线最全的企业之一等）。2) 核药抗肿瘤板块，2018年通过收购Sirtex(澳大利亚)进入肿瘤介入治疗领域，获得重磅创新药易甘泰®[90Y]树脂微球，后续通过收购或控股申命医疗和BlackSwan(美国)深化肿瘤免疫疗法和肿瘤介入治疗产品管线布局。3) 心脑血管精准介入板块，公司2015年进入心脑血管介入治疗领域，形成心血管诊断+治疗双条线业务布局。

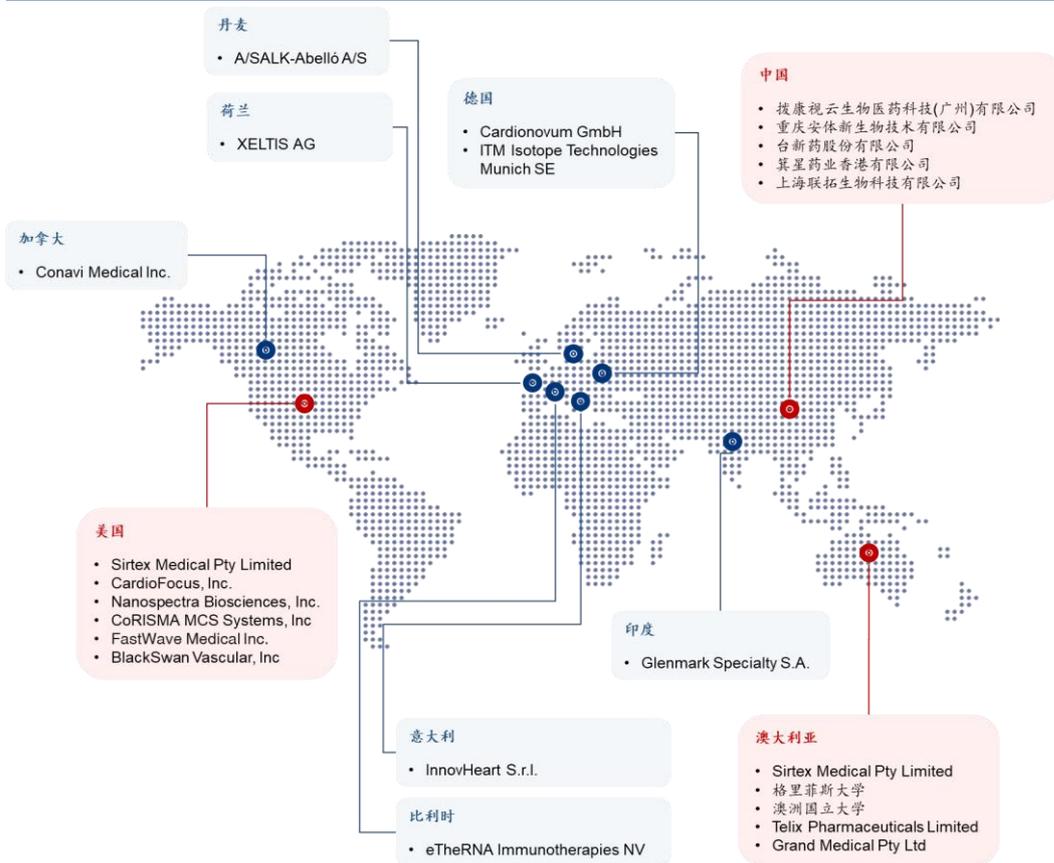
图表8：远大医药：制药科技领域部分产品品牌



资料来源：公司官网，华泰研究

“自主研发+全球拓展”双轮驱动，形成国内国际双循环联动发展新格局。近年来，公司在全球范围内挖掘优质项目，先后在美、澳、德、比利时等国家布局了具有广阔市场前景的创新药械产品，覆盖了核药抗肿瘤诊疗、心脑血管精准介入诊疗、危重症等重点领域，逐步实现创新和国际化转型。截至 2024 年 12 月，公司在全球范围内投入运营了 5 个研发技术平台和 9 个研发中心，海外员工总数超 320 人，多款全球创新产品的海外临床试验有序推进（共计 8 项临床批件，涉及原发性肝癌、脓毒症等多个适应症），与世界领先的医药企业、大学和科研机构建立了深入的合作关系。

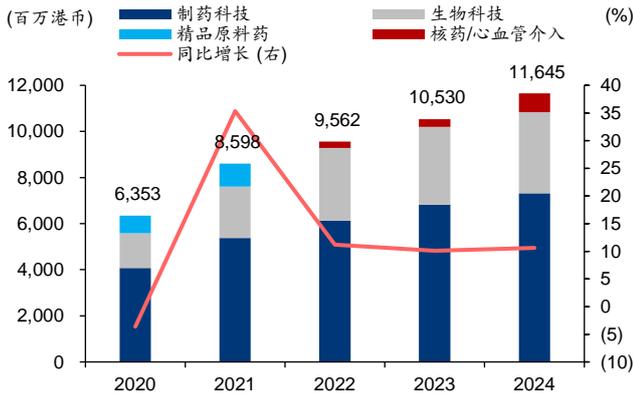
图表9：远大医药：全球化布局



资料来源：公司公告，华泰研究

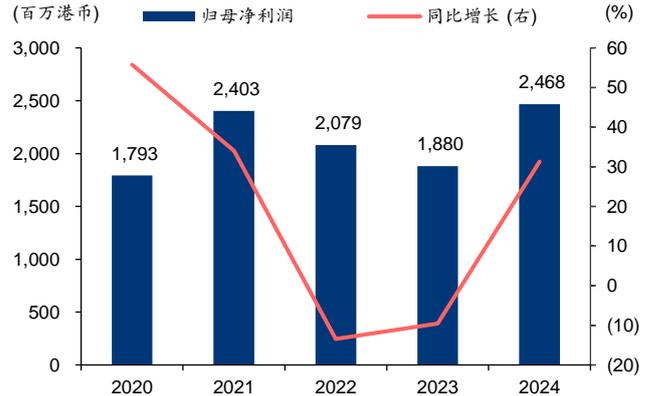
财务情况：三大板块并驾齐驱，收入稳定增长。公司 2024 年实现收入 116 亿港元(+11%yoy, 2020-2024 CAGR 12%)，归母净利润达 24.68 亿港元(+31.3% yoy, 22/23 年同比分别有所下滑主因 22 年 Telix 投资的公允价值变动和股权出售影响, 23 年反垄断罚款影响)，剔除 Telix 公允价值变动影响后归母净利润达 17.61 亿港元(+2.5% yoy)。其中：1) 制药科技板块实现收入 73.2 亿港元(+7.4% yoy)，主因切诺、能气朗等稳定放量, 叠加脉血康等新品并表增厚；2) 生物科技板块实现收入 35.1 亿港元(+3.8% yoy)，主因氨基酸/牛磺酸类原料药价格维稳，而公司市占率领先背景下销量稳步提升；3) 核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入板块实现收入 8.2 亿港元(+143 % yoy)，驱动于 Y90 微球商业化进程初见曙光 (24 年收入+171%yoy)。

图表10: 远大医药: 2020-2024 收入表现



注: 2022年后原料药收入拆分后分别并入制药科技及生物科技领域;
资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 远大医药: 2020-2024 归母净利润表现



资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 远大医药: 公司三大板块介绍

核药抗肿瘤诊疗领域

- 实现了研发、生产、销售、监管资质等多个环节的全方位布局,建立了完整的产业链。
- 是集团全球化程度最高的板块之一。
- 主要分为介入治疗和RDC两类。

心脑血管精准介入诊疗

- 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,搭建高端医疗器械产品集群。
- “无源+有源”创新器械平台的全面建设。

核心领域

制药科技领域

- 在五官科、呼吸及危重症、心脑血管等领域深耕多年,现有多款市场份额领先的高壁垒产品和独家品种,储备多款创新产品。
- 此外也包含公司mRNA研发平台。

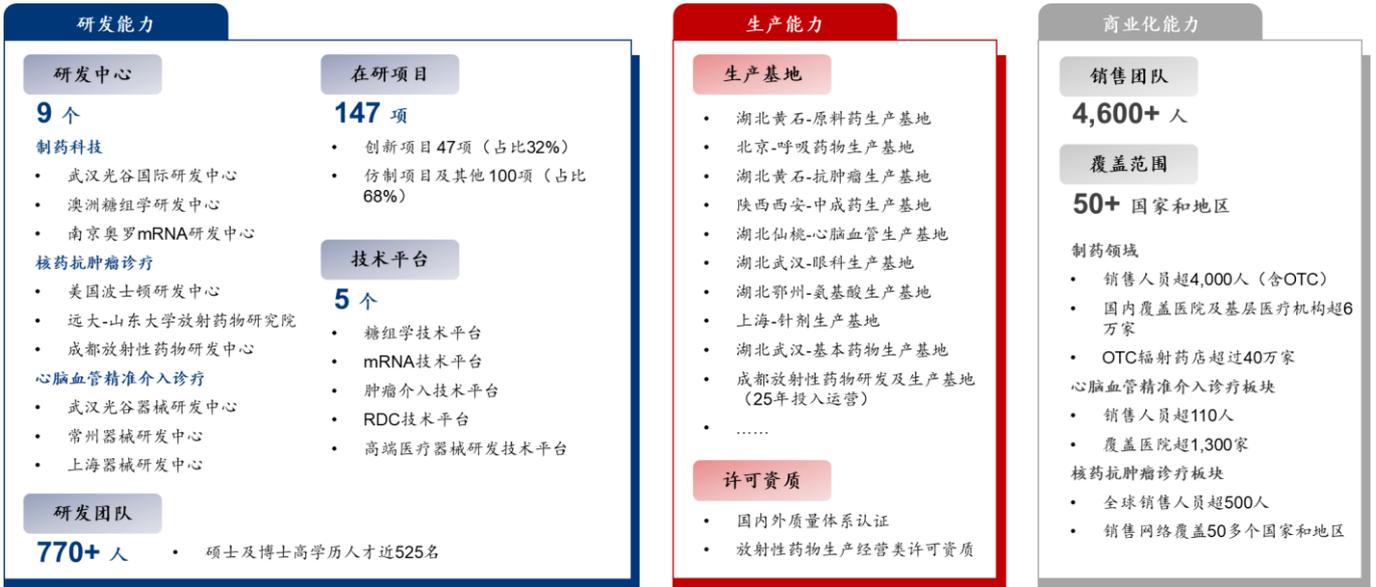
生物科技领域

- 围绕通路管理、结构性心脏病、电生理以及以氨基酸产品和生物农药为核心,定位于全球高质量氨基酸和高端生物农药优质供应商。
- 在氨基酸领域深耕20余年,核心产品半胱氨酸系列市场地位和产能规模位居世界第一。

注: 核药抗肿瘤与心脑血管精准介入报表口径合并为同一板块
资料来源: 公司公告, 华泰研究

治理体系稳定,为长期稳定发展保驾护航。远大医药成立已逾80年,依托远大集团资源+自身长期摸索,目前已经形成了稳定的治理体系,在生产质量管理、供应商管理、知识产权保护等方面具有较高的管治水平。公司从研发、生产和销售三方面着力: 1) 在研产品充足,形成了良好的梯队效应,超770人构成的研发团队正有序推进创新项目的全球开发工作。2) 全国范围内布局生产基地,手握丰富的生产资质及许可。3) 强大的商业化能力赋能创新产品上市(以核药抗肿瘤诊疗板块为例,易甘泰®钆[90Y]微球注射液的入院及学术推广工作正在中国积极进行)。

图表13：远大医药：研发、生产和销售能力



资料来源：公司公告，华泰研究

年轻化+专业化的高管团队。公司 4 名执行董事专业背景涉及生物医药/法律/投资等多个领域，且在医药相关行业具有多年从业经历：1) 董事会主席唐伟坤博士 (40 岁) 于 2021 年被委任为总裁，全面负责公司业务；2) 执行董事周超先生 (35 岁) 于 2021 年被委任为行政总裁，主要负责公司内部管理。从近年业务表现来看，公司已基本平稳度过“传承窗口期”，年轻董事的继任为公司注入新的血液，从而驱动公司的稳定发展。

图表14：远大医药：年轻化+专业化的高管团队



资料来源：公司公告，华泰研究

核药板块：90Y 放量在即，管线布局广而深

公司通过自研+收购收获了国内最广的核药管线，目前已储备 12 款创新产品（涵盖 5 种核素并覆盖 7 个癌种，核心深耕适应症包括前列腺癌、肝癌、脑癌等），其中核心产品钇[Y90]微球已于 2022 年在国内获批上市。2024 年公司核药板块收入 5.89 亿港币（+171%yoy），我们看好该板块为公司未来中长期的重要增长引擎（25-27 年收入 CAGR 41%），考虑：1）钇[90Y]微球注射液放量在即，看好为结直肠癌肝转移提供疗法新思路（我们预计销售峰值有望冲击超 30 亿港币）；2）公司研发管线布局广而深，看好后续探索新靶点 RDC 与差异化射线，并解锁更加广阔患者池；3）公司与海外经验丰富厂家积极合作，看好上下游环节打通，经营效率持续优化。

图表 15：远大医药：核药管线布局图

方向	产品	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	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 (177Lu-rosapatumab)	前列腺癌	●				●		
	TLX591-CDx (68Ga-PSMA-11)	前列腺癌-诊断					●		●
	TLX250 (177Lu-girentuximab)	肾透明细胞癌	●			●			
	TLX250-CDx (89Zr-girentuximab)	肾透明细胞癌-诊断					●	●	
	TLX101 (131I-HPA)	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 ● 海外

资料来源：公司公告，华泰研究

钇[90Y]微球：商业化放量在即，看好新适应症解锁+持续入院

我们看好钇[90Y]微球 25 年持续顺利放量，2025-2027 年收入+56/32/37% yoy (超 30 亿港元销售峰值)，考虑：1) 90Y 半衰期对比其他核药较长，不需要核药房支持销售，看好在国内核药房建设尚未成熟时期抓住市场机遇；2) 钇[90Y]微球海外技术应用相对成熟，且具备精准选择性聚焦肿瘤内部+杀瘤效果优秀的特征，看好驱动国内渗透率提升；3) 原发性肝癌适应症拓展或打开新市场；4) 在市场拓展初期，公司需关注或解决医院核素使用资质/使用量限制、医生/患者教育等问题，随着销售团队的不断成熟和市场经验的逐步积累，我们看好销售团队效率提升，且入院层面得到进一步突破；5) 国内商保发展，或为 Y90 的支付端贡献新的支撑 (截至 2025 年初，Y90 已经进入了 45 个惠民险和 3 个特药险)。

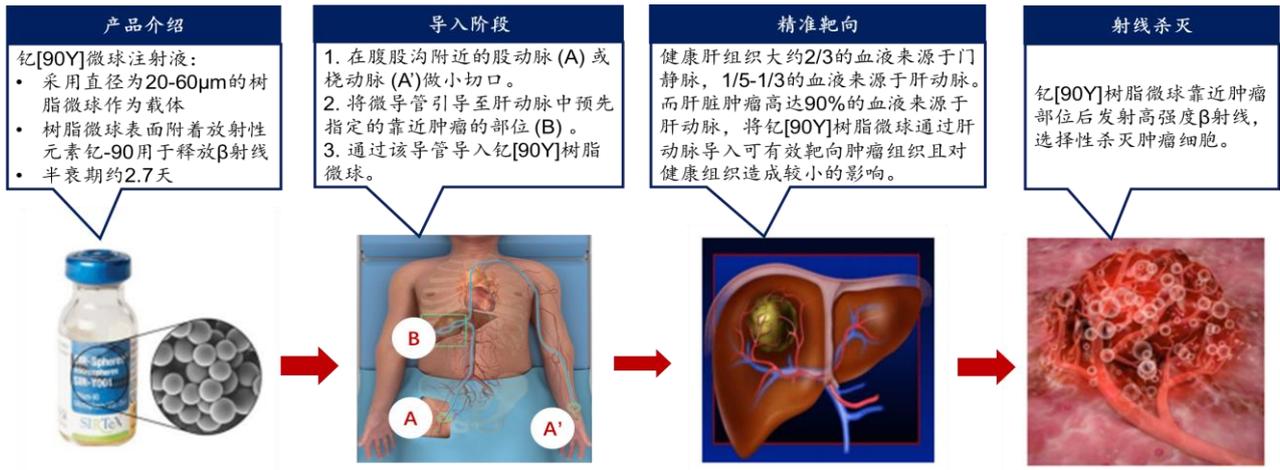
图表16：钇[90Y]微球：收入预测

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
中国结直肠癌患者数 (万)	51.7	54.2	54.1	54.6	55.2	55.7	56.2	56.7	57.3	57.8	58.4	58.9
结直肠癌肝转移患者比例 (%)	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
接受治疗患者比例 (%)	50%	50%	52%	53%	54%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
接受 2L+ 治疗患者比例 (%)	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
结直肠癌肝转移 2L+ 患者数 (万)	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.9	3.9
选择钇[90Y]微球治疗患者占比 (%)	0.5%	1.7%	4.5%	6.8%	8.3%	8.3%	8.5%	8.7%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
选择钇[90Y]微球治疗患者数量	155	559	1,515	2,363	2,967	3,050	3,154	3,258	3,365	3,397	3,429	3,462
远大医药市占率 (%)	100%	100%	100%	100%	100%	90%	85%	80%	75%	70%	65%	65%
年治疗费用 (万港币)	38.9	38.9	38.9	38.9	38.9	38.9	29.2	29.2	26.3	26.3	26.3	26.3
yoy		0%	0%	0%	0%	0%	-25%	0%	-10%	0%	0%	0%
结直肠癌肝转移收入 (亿港元)	0.6	2.2	5.9	9.2	11.5	10.7	7.8	7.6	6.6	6.2	5.9	5.9
中国原发性肝癌患者数 (万)	36.8	37.1	37.4	37.8	38.1	38.5	38.9	39.2	39.6	40.0	40.3	40.7
不可接受手术患者比例 (%)	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
接受治疗患者比例 (%)	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
不可切除原发性肝癌患者数 (万)	14.7	14.8	15.0	15.1	15.2	15.4	15.5	15.7	15.8	16.0	16.1	16.3
选择钇[90Y]微球治疗患者占比 (%)					0.1%	1.0%	2.8%	3.5%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
选择钇[90Y]微球治疗患者数量					152	1,539	4,351	5,491	7,919	9,592	11,297	13,034
远大医药市占率 (%)					100%	100%	100%	100%	95%	90%	85%	80%
年治疗费用 (万港币)					38.9	38.9	29.2	29.2	26.3	26.3	26.3	26.3
yoy						0%	-25%	0%	-10%	0%	0%	0%
原发性肝癌收入 (亿港元)					0.6	6.0	12.7	16.0	19.8	22.7	25.2	27.4
钇[90Y]微球-中国销售	0.6	2.2	5.9	9.2	12.1	16.7	20.5	23.6	26.4	28.9	31.1	33.3
yoy (%)			171%	56%	32%	37%	23%	15%	12%	10%	7%	7%

资料来源：国家癌症中心，原发性肝癌诊疗指南 (2024 版)，华泰研究预测

钇[90Y]微球：微球疗法兼具高效+精准，具备较长半衰期。我们认为该产品机制结合疗效和便利性，主要基于其以下特点：1) 精准：将钇-90 搭载在树脂微球载体上，通过血管介入手术直接注入肝脏肿瘤的供血动脉，瞄准病灶位置精准治疗，对周边正常细胞伤害小；2) 高效：治疗周期更短，一般仅需进行一次治疗即可将不可手术转换为可手术状态；3) 便捷：钇-90 半衰期较长 (2.7 天)，无需核药房辅助支持进行储存销售。我们看好钇[90Y]微球的临床应用优势和储存销售便利性推动产品快速放量。

图表17: 钇[90Y]微球: 使用方法及机制



资料来源: 公司公告, Sirtex 官网, 华泰研究

图表18: 钇[90Y]微球: 发展里程碑



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表19: 钇[90Y]微球: 产品优势

产品优势

- 精准:** 选择性聚焦在肿瘤内部, 杀灭效果更强, 且对周围正常组织损伤更小。
- 高效:** 高强度纯β射线杀灭肿瘤细胞, 无需特别防护, 一次手术即有机会将不可手术转化为可手术。
- 成熟:** 技术成熟, 国外为门诊手术, 国内术后2-3天即可出院, 不良反应少, 安全性好, 根治率提高, 患者耐受好, 生存质量好。
- 个体化:** 可根据患者肿瘤特征制定个性化治疗方案, 能与多种治疗方式联用, 对多种治疗手段失败或不耐受的患者仍然有效。

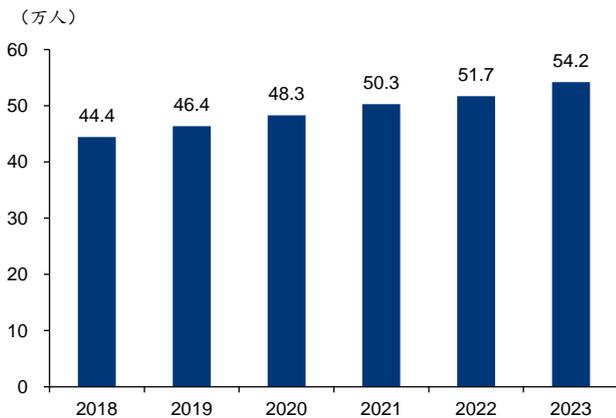
资料来源: 公司公告, 华泰研究

市场规模：结直肠癌肝转移发生率高，看好解锁广阔患者池。我们认为该产品主要适应症过往缺乏治疗手段，钇[90Y]微球的创新疗法有望带来突破，考虑：

1) 结直肠癌肝转移：a) 中国 2018-2023 年结直肠癌新发患者数呈现上升态势，医药魔方数据显示 2023 年新发患者数超 50 万人。根据中国结直肠癌肝转移诊断和综合治疗指南，结直肠癌肝转移发生率高达 30-50%。b) 目前针对结直肠癌肝转移的主要治疗方案为 FOLFOX 等化疗方案联合靶向治疗，治疗手段较为单一(一般二线治疗为化疗方案的切换)，钇[90Y]微球用于该适应症的治疗已获批上市，伴随产品的持续入院，我们看好该治疗新思路得到更多医生认可。

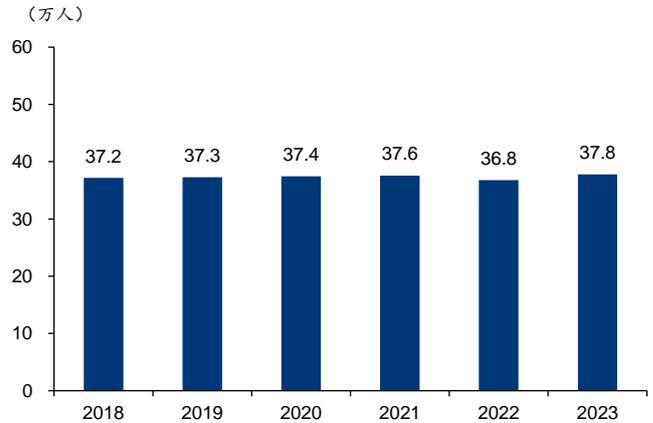
2) 原发性肝癌：a) 医药魔方数据显示中国 2018-2023 年肝癌新发患者数保持在 37-38 万人左右，人数变化趋于平稳。b) 由于肝癌隐蔽性较高，一般确诊时已是中晚期不可手术切除阶段，目前针对原发性肝癌的主要治疗方案为免疫治疗联合靶向治疗。考虑该产品可有效将晚期患者转换为可切除状态，我们看好其有望在原发性肝癌治疗领域得到良好放量。

图表20：钇[90Y]微球：中国结直肠癌新发患者数情况



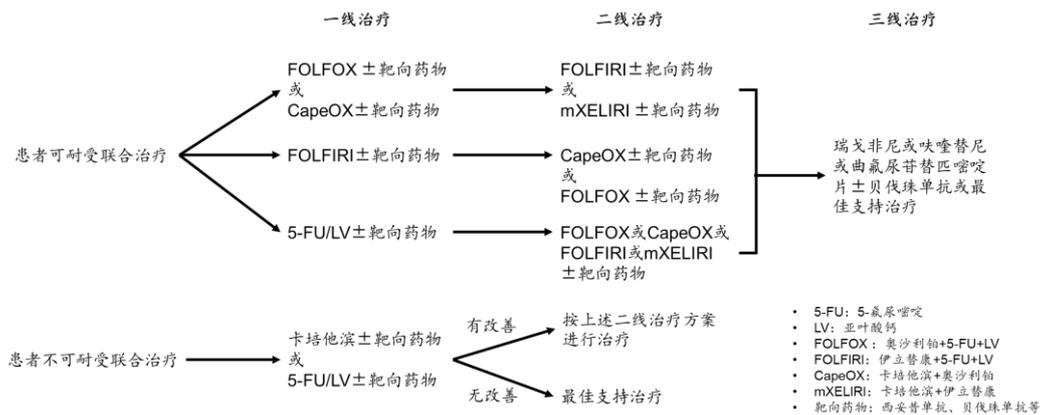
资料来源：医药魔方，华泰研究

图表21：钇[90Y]微球：中国肝癌新发患者数情况



资料来源：医药魔方，华泰研究

图表22：钇[90Y]微球：结直肠癌肝转移临床指南推荐疗法



资料来源：中国结直肠癌肝转移诊断和综合治疗指南，华泰研究

图表23: 原发性肝癌临床指南推荐疗法

线程	治疗人群	治疗方案	疗效	评价
一线	不可切除肝癌患者	阿替利珠单抗+贝伐珠单抗	较索拉非尼, 死亡风险降低 47%, 疾病进展风险降低 40%。	证据等级 1, 推荐 A
	不可切除或转移性肝癌患者	信迪利单抗+贝伐珠单抗类似物	较索拉非尼, 死亡风险下降 43%, 疾病进展风险下降 44%。	证据等级 1, 推荐 A
	不可切除或转移性肝癌患者	阿帕替尼+卡瑞丽珠单抗	较索拉非尼, 死亡风险下降 38%, 疾病进展风险下降 48%。	证据等级 1, 推荐 A
	不可切除肝癌患者	多纳非尼	较索拉非尼, 死亡风险下降 17%, 中位 PFS 相近。	证据等级 1, 推荐 A
	不可切除的肝功能 Child-Pugh A 级的晚期肝癌患者	仑伐替尼	较索拉非尼, OS 达到非劣, 中位 PFS 显著延长, ORR 更高。	证据等级 1, 推荐 A
	不可切除的肝功能 Child-Pugh A/B 级的晚期肝癌患者	索拉非尼	相对于肝功能 Child-Pugh B 级, Child-Pugh A 级的患者生存获益比较明显。	证据等级 1, 推荐 A
	不适合手术切除或局部治疗的 部晚期和转移性肝癌患者	FOLFOX4(5-FU+LV+ 奥沙利铂)		证据等级 1, 推荐 A
晚期肝癌患者	三氧化二砷	具备一定的姑息作用。	证据等级 3, 推荐 C	
二线	既往接受过索拉非尼治疗的肝癌患者	瑞戈非尼:	与安慰剂相比, 死亡风险显著降低 37%, 疾病进展风险下降 54%。	证据等级 1, 推荐 A
	一线治疗失败或不耐受的肝癌患者	阿帕替尼	与安慰剂相比, 死亡风险降低 21.5%, 疾病进展风险下降 52.9%。	证据等级 1, 推荐 A
	既往接受过索拉非尼治疗且 AFP≥400 ng/mL 的肝癌患者	雷莫西尤单抗	与安慰剂相比, 死亡风险降低 14.6%, 疾病进展风险降低 51.2%。	证据等级 1, 推荐 A
	既往接受过索拉非尼或含奥沙利铂化疗的肝癌患者	帕博利珠单抗	与安慰剂相比, 死亡风险降低 21%, 疾病进展风险降低 26%。	证据等级 1, 推荐 A
	既往接受过索拉非尼和/或含奥沙利铂化疗的肝癌患者	卡瑞丽珠单抗	ORR 为 14.7%, 6 个月生存率为 74.4%, 12 个月生存率为 55.9%。	证据等级 3, 推荐 B
	既往接受过索拉非尼或仑伐替尼或含奥沙利铂全身化疗的晚期肝癌患者	替雷利珠单抗	中位 PFS2.7 个月, 中位生存时间 13.2 个月。总人群的 ORR 为 13%。	证据等级 3, 推荐 B

资料来源: 原发性肝癌诊疗指南, 华泰研究

疗效: 海外临床应用相对成熟, 看好国内渗透率提升。我们认为钇[90Y]微球临床实践效果优秀, 考虑以下方面得以验证: 1) 有效性及安全性表现突出: a) 结直肠癌肝转移: 钇[90Y]微球在一线/二线治疗中皆呈现出更优的有效性(OS/PFS/ORR 均有获益); b) 原发性肝癌: 钇[90Y]微球较传统靶向治疗≥3 级不良事件发生率降低接近一倍。2) 海外临床应用广: 钇[90Y]微球于 2002 年在美国首次获批上市, 目前已在全球积累了大量的临床应用经验, 多个临床显示钇[90Y]微球可提高肿瘤反应率, 使肿瘤缩小、降期, 并为患者提供重获肝切除术的机会。3) 得到多个临床指南认可: 钇[90Y]微球已被 NCCN、ASCO、ESMO 等多个国内外专业机构纳入指南推荐药物, 指南的推荐有望加强该产品于中国的渗透率爬坡。

图表24: 钇[90Y]微球: 临床数据一览

适应症	患者人群	临床阶段	组别	给药方案	患者数	mPFS	mOS	ORR	TTLP	TTP	≥3级 AE
结直肠癌	肝转移	III 期	试验组	钇[90Y]微球注射液	23			10	5.5	4.5	
	标准化疗失败		对照组	5-FU 化疗	21			7.3	2.1	2.1	
结直肠癌	肝转移, 有限的肝外转移	III 期	试验组	钇[90Y]微球注射液 +mFOLFOX6 化疗	554	10.7		76.40%			73.40%
			对照组	mFOLFOX6 化疗	433	10.2		68.10%			85.40%
肝癌	亚洲	III 期	试验组	钇[90Y]微球注射液	182			8.8			27.70%
			对照组	索拉非尼	178			10			50.60%
肝癌	法国	III 期	试验组	钇[90Y]微球注射液	237			8			9.00%
			对照组	索拉非尼	222			9.9			19.00%

资料来源: 医药魔方, 华泰研究

商业化布局: 商业化团队持续壮大, 看好团队效率持续提升。根据公司 24 年年报, 公司中国核药学术推广团队超 350 人。我们看好公司商业化团队效率提升, 加速产品推广节奏, 考虑: 1) 加速入院: 截至 2024 年, 近 70 家医院完成核素转让资质, 并在 22 个省 50 余家医院正式开展手术。2) 积极培训: 公司集中全球资源对中国医生进行手术指导, 目前已对 70 家医院超 1100 名医生开展了相关培训。3) 生产保障: 公司在成都医学城建设放射性药物研发生产基地(公司指引或于 25 年投入运营), 我们看好该生产基地的建设有望助力钇[90Y]微球在国内的量产销售并推动公司在研及潜在管线的开发进程。

图表25: 钇[90Y]微球: 商业化布局

入院工作

- 近70家医院完成核素转让资质
- 22个省50余家正式开展手术
- 建立7个手术、治疗及技术培训中心



2022年9月28日, 清华长庚医院成功实施北京市首例钇[90Y]微球注射液手术

医生培训及学术推广

- 已对70家超1100名医生开展培训, 170位医生获得钇[90Y]微球手术医师登记
- 国内超350人学术推广团队
- 钇[90Y]微球进入NCCN、ESMO、CSCO等多个指南推荐




原发性肝癌诊疗指南 (2022年版)

惠民保险

- 钇[90Y]微球已进入45个惠民保和3个特药险, 实现覆盖21个省30余个城市
- 依托“钇朵小红花”专项基金, 惠及更多肝癌患者



2023年11月19日, 由河南省阳光医疗健康发展基金会主办、远大医药支持的“钇朵小红花健康基金项目”正式启动

生产基地建设

- 公司于成都医学城建设放射性药物研发生产基地, 一期项目于2023年10月动工, 预计2025年投入运营
- 主要建设核药车间一座, 大分子药物车间一座以及配套的辅助设施等
- 拟生产产品有钇[90Y]微球、锆[89Zr]注射液、镥[177Lu]注射液等



成都生产基地效果图

资料来源: 公司公告, 华泰研究

管线布局: 自研+收购双管齐下, 策略兼顾短期/长期市场机遇

短期: 引入海外成熟品种进入国内市场, TLX591/TLX591-CDx 国内临床进展领先。公司在 2020-2021 年间先后与 Telix 与 ITM 达成 BD 合作(截至 2024 年 12 月, 公司共拥有 3 款介入治疗类核药产品以及 9 款治疗/诊断类 RDC 产品, 涵盖 5 种放射性核素, 覆盖肝癌、前列腺癌、胃肠胰腺神经内分泌瘤等 7 个瘤种)。我们看好公司通过引入成熟产品率先锁定中国市场份额, 并形成诊疗一体化的产品体系, 考虑: 1) TLX591、ITM-11 分别采用与诺华已上市产品 Pluvicto、Lutathera 相同靶点及同位素, 海外临床均进入 III 期, 产品成药概率高, 国内研发进度领先(诺华 Pluvicto 中国处申报上市阶段, 其他厂家均处于 I 期/临床前阶段)。2) 公司 BD 合作注重诊疗一体化, 引入诊断类品种 TLX591-CDx (III 期)、TLX250-CDx (III 期), 我们看好通过诊断类产品的先发优势为后续配套治疗类产品销售进行铺垫。

图表26：远大医药：核药 BD 情况一览

交易对手	时间	资产	靶点	适应症	交易细节	交易金额
Sirtex	2018年6月	钇[90Y]树脂微球		结直肠癌肝转移、肝癌的治疗	远大医药与鼎晖资本一并认购100% Sirtex 股份, 进一步深入发展 Sirtex 之现有全球业务, 尤其是开拓 Y-90 树脂微球在中国市场的潜力。	远大医药与鼎晖资本共同出资超19亿澳元(近人民币100亿元), 其中远大医药出资比例为49%, 将持有49% Sirtex 已发行股本。
Telix	2020年11月	TLX591	PSMA	前列腺癌的治疗	授予远大医药3款产品在大中华地区的独家开发、生产及商业化权益。	远大医药以2500万美元认购Telix约7.6%的股本权益。 针对TLX591、TLX250、TLX101: 远大医药根据开发和销售情况向Telix支付预付款及里程碑款项最多2.25亿美元, 并根据产品在授权区域内的年度净销售额支付若干比例的专利权。 针对TLX591-CDx、TLX250-CDx、TLX599-CDx: 远大医药将向Telix采购相关产品用于大中华地区的生产和销售。
		TLX250	CAIX	透明细胞肾细胞癌的治疗		
		TLX101	LAT-1	胶质母细胞癌的治疗		
		TLX591-C Dx	PSMA	前列腺癌的影像诊断	授予远大医药3款产品在大中华地区的生产及商业化权益。	
		TLX250-C Dx	CAIX	透明细胞肾细胞癌的影像诊断		
		TLX599-C Dx	PSMA	前列腺癌的影像诊断		
ITM	2021年12月	TOCscan	SSTR	胃肠胰腺神经内分泌瘤的诊断	授予远大医药3款产品在大中华地区的独家开发、生产及商业化权益。	远大医药根据开发和销售情况支付不超过5.2亿欧元的授权签约费及里程碑款项。
		ITM-11	SSTR	胃肠胰腺神经内分泌瘤的治疗		
		ITM-41	FPPS	恶性肿瘤骨转移的治疗		

资料来源：公司公告，华泰研究

长期：差异化布局，有望避免国内靶点内卷。除引入海外成熟产品外，公司还引进了TLX101 (131I+LAT-1, 获FDA孤儿药认定)、ITM-41 (177Lu+FPPS) 等创新靶点产品。我们看好公司后期差异化产品上市后迅速放量，驱动板块长远发展，考虑当前国内核药研发思路主要以海外成熟的β射线为主，公司通过引入β射线产品打通销售入院渠道，保证前期市场占有率。此外，公司与山东大学联合成立远大医药-山东大学放射药物研究院，进行RDC药物的自研工作，早期研发阶段产品储备达12款（我们认为公司临床前产品或布局差异化核素/靶点品种）。

图表27：远大医药：RDC在研品种一览

产品	同位素	靶点	射线种类	适应症	临床进展	国内竞争厂家
TLX591	177Lu	PSMA	β射线	前列腺癌	海外：III期 中国：III期临床试验申请获受理	诺华：24年11月国内申报上市；先通医药：I/II期
TLX591-CDx	68Ga	PSMA	γ射线	前列腺癌-诊断	海外：已上市 中国：III期	诺华：III期
TLX599-CDx	99mTc	PSMA	γ射线	前列腺癌-诊断	海外：III期 中国：临床前	均处临床前
TLX250	177Lu	CAIX	β射线	肾透明细胞癌	海外：II期 中国：临床前	均处临床前
TLX250-CDx	89Zr	CAIX	γ射线	肾透明细胞癌-诊断	海外：申请上市 中国：III期	
TLX101	131I	LAT-1	β射线	脑胶质瘤	海外：I/II期 中国：I期	
TOCscan®	68Ga	SSTR	γ射线	胃肠胰腺神经内分泌瘤-诊断	海外：已上市 中国：临床前	诺华：III期
ITM-11	177Lu	SSTR	β射线	胃肠胰腺神经内分泌瘤	海外：III期 中国：I期	诺华：III期；
ITM-41	177Lu	FPPS	β射线	恶性肿瘤骨转移	海外：I期 中国：临床前	

注：竞争格局仅涵盖进入临床的品种

资料来源：公司公告，医药魔方，华泰研究

成都核药工厂或 25 年投入运营, 看好解决核药产业链上下游掣肘+效率提升

公司成都生产基地建于成都医学城, 我们看好成都温江生产基地竣工投产后驱动核药产品放量+效率提升, 主因: 1) 上游供应优势: 全国共有 5 个医用核反应堆, 3 个位于四川省内, 公司成都生产基地建于成都医学城内, 与 3 个核反应堆形成“2 小时放药产业生态圈”, 上游医用同位素供应得以保障; 2) 生产安全优势: 四川省采用“一站一库一处置”的方式对放射性药物进行监测和处置, 确保生产安全性的同时核废统一处置可进一步降低生产成本; 3) 运输优势: 成都市拥有两个机场及 9 家道路运输机构, 产品生产完成后可实现海内外的快速投放; 4) 临床应用及政策优势: 2022 年, 四川在全国率先发布《四川省医用同位素及放射性药物产业发展行动计划(2022—2025 年)》, 计划 2025 年底实现省内三级医院核学科全覆盖, 政策支持有望进一步帮助公司产品推广临床应用, 加快临床研发速度。

图表28: 远大医药: 成都温江甲级核素研发生产平台地理位置优势



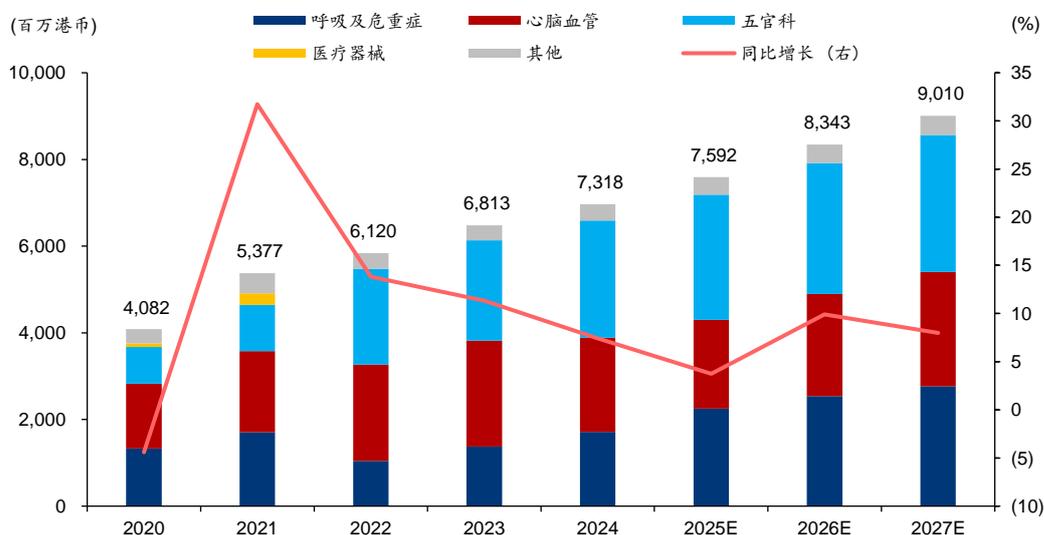
资料来源: 公司公告, 华泰研究

制药科技：专注独家品种潜力挖掘，看好三大产品线齐头并进

制药科技领域涵盖公司主要成药业务，收入体量较大的核心品种包括切诺、金嗓系列等。我们认为公司成药品种布局专注自研+收购相互整合协同：1) 自研品种围绕优势急救科布局，并逐步向高壁垒慢病品种拓展；2) 收购品种专注市场空间广阔、竞争格局优秀的独家慢病品种，最大化公司院端渠道优势。公司制药科技领域 2024 年实现收入 73 亿港元 (+7.4%yoy, 总收入占比 62.8%，呼吸/心脑血管/五官板块收入占比 23/30/37%)，我们看好该板块 25-27 年收入稳健增长（约 7% 25E-27E 收入 CAGR，25-27 年分别同比增长 4/10/8%），考虑：

- 1) 呼吸及重症板块：切诺或凭借独家+医保优势稳定增长，双恩受益医保进入放量期；
- 2) 心脑血管板块：优势品种利舒安短期受影响于集采有所波动，但我们看好公司新品放量（如依普利酮）驱动板块维持稳健；
- 3) 五官科板块：金嗓及和血明目稳定增长，叠加脉血康并表，眼科新品有望驱动长期增长。
- 4) 我们看好公司后续 BD 持续聚焦独家但院端开发不成熟的慢病品种，为制药科技领域稳健增长添砖加瓦。

图表29：制药科技：板块收入预测

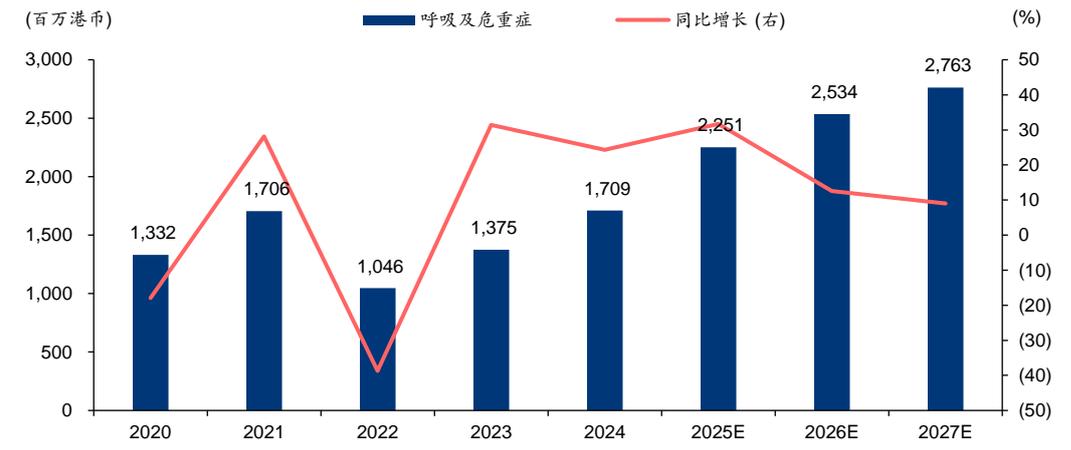


资料来源：公司公告，华泰研究预测

呼吸及危重症板块：切诺独家优势有望维持，双恩步入放量期

公司呼吸及重症板块 2024 年收入 17.09 亿港元（我们估测绝大部分收入由切诺贡献），我们看好公司呼吸板块收入实现 2025-2027 年 CAGR 17%，考虑：1) 切诺为公司独家医保产品，短期集采风险弱，销售峰值有望超 20 亿港元（2025 年收入同比增速有望冲击 20%）；2) 双恩新进医保，看好哮喘广阔患者池驱动放量；3) 远大 24 年内收购百济制药并开始并表，进一步布局过敏性鼻炎相关产品线（完善补充激素类鼻喷雾剂生产线），并有望与切诺/双恩产生科室协同；4) Ryaltris 复方鼻喷剂（过敏性鼻炎适应症，已提交上市注册申请，我们预计其有望 25 年获批上市）上市后开启收入爬坡。

图表30: 制药科技: 呼吸及危重症板块收入预测 (考虑并表百济制药)



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

切诺(桉柠蒎肠溶胶囊): 尚未纳入参比制剂, 独家优势有望维持。我们认为切诺有望在 2025 年保持 20% 的收入同比增速, 考虑: 1) 纯植物提取成分, 短期内或无竞品上市: 从药物成分而言, 切诺为纯植物提取成分, 且没有被纳入参比制剂目录, 因此我们认为其短期无竞品上市及国家集采的风险。2) 国内独家产品, 市场竞争格局优秀。3) 适应症广泛, 安全性高, 且临床疗效确切。4) 医保目录内的成熟品种, 叠加同适应症其他药物退出市场, 看好等级医院及基层市场突破上量。

图表31: 远大医药: 切诺优势

1 纯植物提取成分, 短期内无竞品上市

- 主要成份为桉油精, 柠檬烯及 α-蒎烯, 由桃金娘科桉属和芸香科桉属及松科松属植物的提取物所组成。
- 切诺未被纳入仿制药参比制剂目录, 预期短期无竞品上市, 集采降价风险低。
- 切诺与标准桃金娘油胶囊 (商品名: 吉诺通, 注册批文到期后已退出中国市场) 在活性成分种类及适应症上有相近之处, 但切诺属化药分类, 标准桃金娘油属中药分类, 前者对有效成分的种类及含量的控制更精准严格, 质量标准更高。

3 适应症广泛, 安全性高, 临床疗效确切

- 可重建上、下呼吸道的黏液纤毛清除功能, 显著增加黏液移动速度, 促进气道和鼻窦黏膜纤毛功能。
- 可用于急、慢性鼻窦炎、急性慢性支气管炎、肺炎、支气管扩张、肺脓肿、慢性阻塞性肺部疾病、肺部真菌感染、肺结核和矽肺等呼吸道疾病。
- 可用于支气管造影术后促进造影剂的排出。
- 可与常规用药联合发挥协同作用, 更好地改善临床症状和患者预后。

2 中国独家产品, 同类产品竞争格局优秀

- 切诺于 2005 年上市, 为九和药业自主研发的全国独家品种。
- 该产品成功打破了国内黏液溶解促排剂市场十几年来由国外产品垄断的格局, 连续多年占据国内医院市场口服止咳祛痰药市场份额第一位, 为领域内领军品牌。
- 相关专利有效期至 2040 年: 桉柠蒎肠溶微球及其制备方法 (CN113116856A/B); 桉柠蒎肠溶微囊及其制备方法 (CN114504564A/B)。

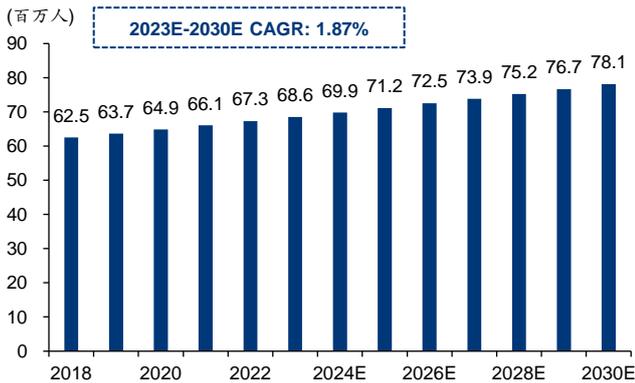
4 等级医院成熟产品, 基层上量

- 切诺于 2009 年首次进入地方医保目录, 2017 年进入国家医保目录, 2018 年进入国家基药目录。
- 该药物同时被慢阻肺、咳嗽、急性慢性支气管炎等疾病的基层诊疗指南及基层合理用药指南推荐; 收录于支气管扩张症、尘肺病、胸外科围手术期气道管理等指南与专家共识中。
- 临床地位突出, 医生及患者认可程度高, 持续领跑口服止咳祛痰药物市场, 易于在基层医疗机构和 OTC 渠道推广。
- 近 5 年各地区采购价格保持稳定。

资料来源: 公司官网, 医药魔方, 华泰研究

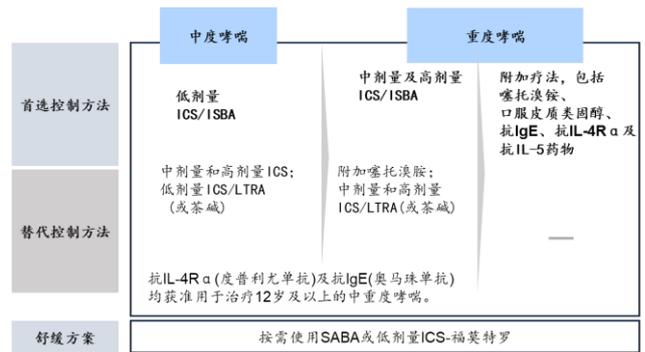
恩卓润/恩明润 (“双恩”，茚达格莫吸入粉雾剂 II/III)：新进医保放量期，看好准入加速。远大医药在 2022 年以 2,000 万美金及一定比例的销售提成为代价，从诺华集团处获得了“双恩”的大中华商业化权益。恩明润/恩卓润分别是治疗哮喘的二联/三联创新复方制剂，我们估测其对于呼吸板块的收入贡献仍非常微小，但我们看好其 25-27 进入收入快速爬坡期，考虑：1) 双恩被纳入 2022 年国家医保目录，受益公司商业化团队驱动医院准入加速，25 年或持续放量。2) 双恩所面临患者池广阔(根据 Frost & Sullivan，中国哮喘患者人数 2022 年达到 6,730 万人，其中中/重度患者人数达到 2,360 万人)。3) 恩卓润是国内首款获批的三联制剂 (ICS、LABA、LAMA 三种有效成分协同方案)。4) 装置操作简单且服药频率一天一次，有望提升慢病患者用药依从性。

图表 32: 中国哮喘患者池及预测



资料来源: 荃信生物招股书, Frost & Sullivan 预测, 华泰研究

图表 33: 成人/青少年中/重度哮喘推荐治疗途径



资料来源: 荃信生物招股书, Frost & Sullivan, 华泰研究

2024 年收购百济制药，看好整合后效率提升+产品线协同放量。远大医药并购百济制药的核心信息包括：1) 交易对价：2.6 亿元；2) 百济制药从事激素类鼻喷剂的研发和生产，三款核心产品包括布地奈德鼻喷剂（2023 年 11 月国内首仿上市）、丙酸氟替卡松鼻喷剂（11M23 提交首仿上市申请）、康酸莫米松鼻喷剂。我们认为该笔并购的意义在于：1) 完善过敏性鼻炎产品布局（远大管线品种 Ryaltris），满足患者治疗需求（根据北京卫健委数据，国内成人患病率 17.6%，患者池 2.5 亿人）；2) 公司成熟注册团队或驱动核心管线品种上市进程；3) 双恩 24 年进入医保开启放量，百济产品有望与双恩形成协同。

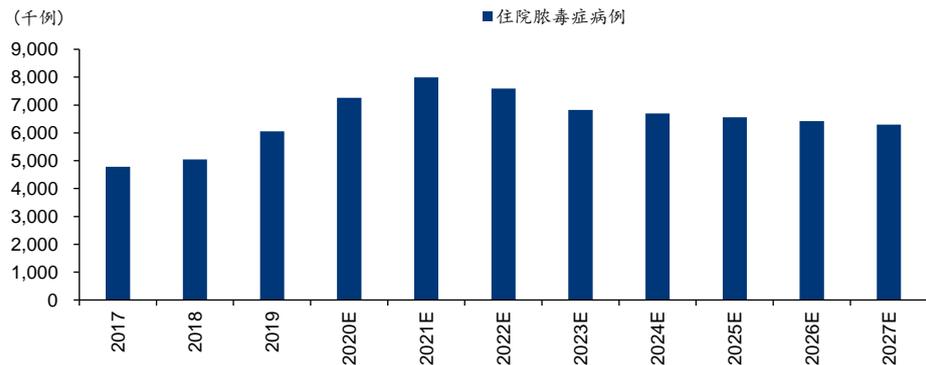
图表 34: 远大医药：收购百济制药战略意义



资料来源: 公司公告, 华泰研究

STC3141 (脓毒症, 临床 II 期): 二期数据揭盲, 看好解锁重症治疗新突破+潜在出海可能。 脓毒症是一种由感染引发的全身炎症反应综合症, 经常导致多器官功能障碍, 死亡率高 (根据 Lancet, 全球 2017 年有近 5,000 万脓毒症病例, 患病死亡人数超 1,100 万人, 超 1/5 的患者死亡), 而目前针对脓毒症的药物多以抗菌药物为主。STC3141 主要通过中和胞外组蛋白和中性粒细胞诱捕网来逆转机体过度免疫反应造成的器官损伤, 因此有潜力应用于脓毒症和急性呼吸窘迫综合症。该管线 II 期临床数据已抵达终点: 1) 该药物治疗组第七天 SOFA (序贯器官衰竭评估) 评分较基线均有明显下降; 2) 此外 STC3141 安全性、耐受性良好, 且药代动力学特征均良好。我们看好该管线 25 年内披露完整二期数据, 考虑脓毒症对应患者群广阔, 我们看好其具备对外授权的潜力。

图表35: 脓毒症患者池规模 (中国)



资料来源: Critical Care, 华泰研究

心脑血管板块: 利舒安面临国家集采影响, 看好收购新品支撑板块维稳

公司心脑血管板块核心产品涵盖利舒安 (盐酸去甲肾上腺素)、能气朗 (辅酶 Q10)、脉血康等产品。2024 年该板块实现收入 21.8 亿港元 (-11% yoy), 我们认为公司板块收入于 2025 年略有下滑, 而 2026-2027 年间稳健增长, 考虑: 1) 利舒安被纳入第十批国家集采 (根据药智网, 集采中选价格降幅达 94%), 我们预计该事件核心影响 2H24-1H25 公司表现, 2H25 及之后收入增速回归平稳。2) 存量心脑血管成熟品种中, 我们看好能气朗受益终端需求提升及集团推广, 虽然是公司老产品, 但仍能够维持稳健增速。3) 公司 24 年收购且并表多普泰及天津田边两家子公司, 核心产品分别为脉血康、地尔硫革及沙格雷酯, 我们看好公司成熟商业化渠道及生产能力驱动上述两家公司收入爬坡及经营效率提升。4) 依普利酮新进入 2024 年医保, 看好 25 年起正式放量。

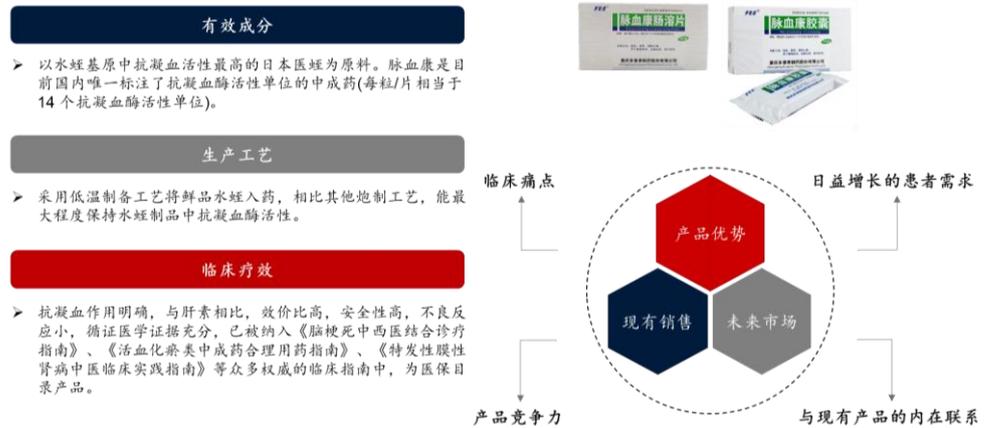
图表36: 制药科技: 心脑血管板块收入预测 (考虑 24 年并表多普泰及天津田边)



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

重庆多普泰：脉血康为核心产品，看好远大商业化渠道赋能整合。2023 年末，远大医药以 6.318 亿元人民币为代价取得多普泰科技 90% 的股权，而多普泰的核心产品为脉血康胶囊/肠溶片（抗凝血药，中成药）。我们看好公司经过 2024 年的整合工作，能够使脉血康市场份额在 2025-2026 年间进一步上行，考虑：1) 远大医药心脑血管产品渠道成熟，此笔收购将丰富远大集团产品管线，并巩固公司在心脑血管领域的竞争力；2) 脉血康本身为国家医保和基药目录产品，且被纳入众多权威临床指南和专家共识（如《脑梗死中西医结合诊疗指南》、《活血化淤类中成药合理用药指南》等）；3) 中成药集采或驱动脉血康胶囊市占率进一步上行。

图表37：远大医药：脉血康产品概述



资料来源：公司公告，华泰研究

天津田边：完善远大心血管慢病布局。天津田边并购的核心信息包括：1) 交易对价：4.88 亿元。2) 主要产品涉及心脑血管、内分泌代谢、胃肠道等慢性疾病领域，包括合贝爽/合心爽（盐酸地尔硫革缓释胶囊/片，用于治疗轻/中度高血压及心绞痛）、安步乐克（盐酸沙格雷酯片）等。我们认为该笔并购的意义在于：1) 远大心血管领域传统优势品种为急救药品利舒安，我们认为该笔收购有望巩固公司心血管慢病领域布局，并协助对冲利舒安集采影响；2) 远大原料药领域优势或驱动天津田边产品的原料/制剂一体化进程，从而进一步提升经营效率。

图表38：远大医药：收购天津田边战略意义



资料来源：公司公告，华泰研究

五官科：独家品种院内外齐发力，产品线或逐步丰富

2024年五官科板块实现收入27亿港元(+16.9% yoy)，我们看好该板块于25-27年间保持稳定增长，主因：1) 该板块收入构成较为多元(如公司独家品种和血明目、金嗓系列等，及成熟品种瑞珠、复明片、白内停等)，看好相对应眼科/耳鼻喉科终端需求稳健；2) 管线层面，公司布局眼科术后抗炎镇痛、翼状胬肉、干眼、近视等临床需求明确的适应症，看好中长期解锁广阔市场。

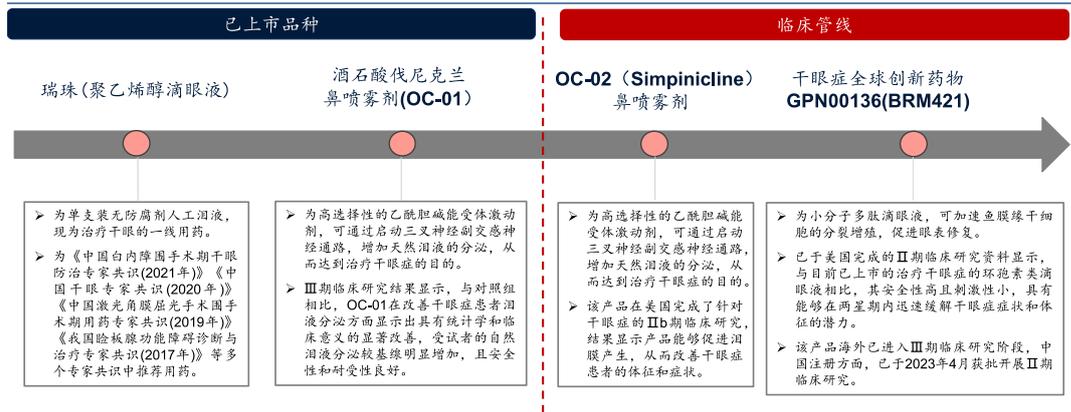
图表39：远大医药：五官科产品一览

商品名	适应症	是否纳入医保
和血明目片	由四物汤、二至丸和生蒲黄汤三个经典名方化裁而成，具有凉血止血、滋阴化痰、养肝明目的功效，主要用于阴虚肝旺，热伤络脉所引起的眼底出血。	国家医保目录-乙类 (2023年版)
“诺通”盐酸赛洛唑啉鼻用喷雾剂/滴鼻液	用于减轻急、慢性鼻炎、鼻窦炎、过敏性鼻炎、肥厚性鼻炎等疾病引起的鼻塞症状。	国家医保目录-乙类 (2024年版)
“奥可安”甲硝唑口颊片	用于治疗牙龈炎、牙周炎、冠周炎及口腔溃疡。	
“白内停”吡诺克辛钠滴眼液	主要治疗初期老年性白内障、轻度糖尿病性白内障或并发性白内障等。	
“瑞珠”氧氟沙星滴眼液	适用于治疗细菌性结膜炎、角膜炎、角膜溃疡、泪囊炎、术后感染等外眼感染。	国家医保目录-乙类 (2024年版)
“瑞珠”聚乙烯醇滴眼液	可作为一种润滑剂预防或治疗眼部干涩、异物感、眼疲劳等刺激症状或改善眼部的干燥症状。	

资料来源：公司官网，医药魔方，华泰研究

围绕干眼大适应症强化布局。我们认为，由于国人用眼习惯的改变、屈光手术的普及等因素，中国干眼症人群的患者池及治疗率或有所提升。根据公司公告，中国干眼症发病率大约在21-30% (患者人群保守估计约3.6亿人)。而在医疗机构门诊就诊干眼症的患者占眼科总就诊人数的30%以上，并且该比例预计在未来5-10年上升至40%。公司围绕干眼症布局了“瑞珠”聚乙烯醇滴眼液(已上市，“人工泪液”，目前干眼的一线治疗方式)、GPN00136(II期临床)，并在2024年通过BD，获得了箕星医药首创干眼症创新产品酒石酸伐尼克兰鼻喷雾剂(已上市，OC-01)及OC-02鼻喷雾剂在大中华区的独家开发及商业化权益。我们看好公司凭借上述成熟及创新产品布局，解锁干眼广阔市场。

图表40：制药科技板块：干眼产品布局



资料来源：公司公告，华泰研究

其他研发管线：剑指眼科未满足临床需求。公司五官科临床管线还有如下布局：1) TP-03（蠕形螨睑缘炎）：已完成 III 期临床，中国上市申请已经得到受理；2) GPN00833（抗炎镇痛，激素纳米混悬滴眼液）：已完成国内 III 期临床；3) GPN00153（CBT-001，翼状胬肉）：已在 2024 年 3 月完成国内 III 期临床首例给药；4) GPN00884（儿童近视防控）：已经在 2024 年 6 月完成中国 I 期临床首例患者入组给药。

图表41：制药科技板块：五官科管线布局

板块	方向	产品	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市	
五官科	眼科	GPN00136 (BRM421)	干眼症				●	●			
		GPN00153 (CBT-001)	翼状胬肉					● ●			
		GPN00833	眼部炎症					●		●	
		TP-03	蠕形螨睑缘炎							●	●
			蠕形螨导致的睑板腺功能障碍					●			
GPN00884	近视防治				●						

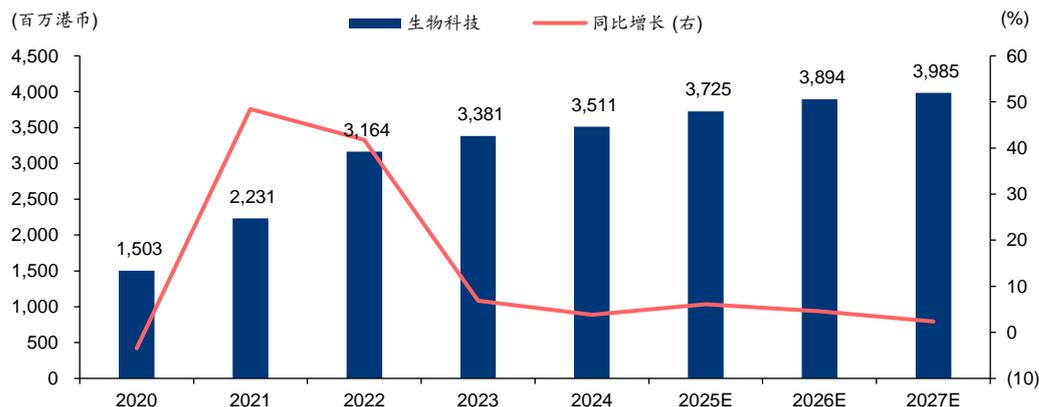
● 中国 ● 海外

资料来源：公司 2024 年年报，华泰研究

生物科技：氨基酸王者，合成生物驱动降本增效

公司生物科技领域 2024 年实现收入 35 亿港币 (+3.8%yoy, 总收入占比 30%), 主要产品为氨基酸类原料药 (含牛磺酸)。我们预计该板块收入有望在 2025-2027 年间保持平稳, 考虑: a) 半胱氨酸/牛磺酸市场格局及终端需求均较为稳定; b) 半胱氨酸/牛磺酸价格底部盘整, 看好需求与竞争格局稳定下价格趋于平稳; c) 公司产品丰富 (公司拥有 25 个氨基酸原料药注册文号, 是国内氨基酸原料药注册文号最多的制药企业) 且部分品种市场份额领先, 叠加合成生物技术优化, 内部氨基酸产业链或将不断完善。

图表42: 远大医药: 生物科技板块收入预测



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

布局品种市占率高, 终端需求稳定

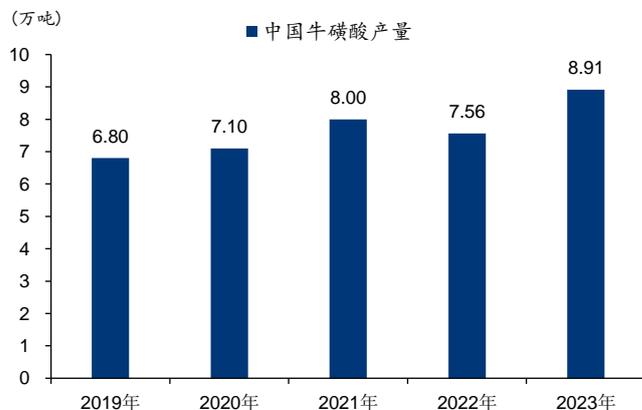
2024 年远大的氨基酸类及牛磺酸原料实现收入 27.62 亿港币 (+0.2% yoy), 核心产品包括氨基酸类原料药 (含牛磺酸、半胱氨酸系列)。主要特点涵盖: 1) 竞争格局略分散, 但远大市场份额高, 具备更优规模效应 (根据公司 23 年年报, 公司的半胱氨酸系列市场地位和产能规模位居世界第一, 牛磺酸产能规模位居世界第二)。2) 销售网络广阔, 海外收入占比高。公司销售网络覆盖包括中国、欧美日等主流市场在内的全球 140 多个国家和地区, 2024 年海外业务收入占比超 40%。3) 下游客户关系稳健: 长期客户包含赞邦、赛诺菲、雀巢等境内外优质企业, 具有扎实稳定的客户基础, 在全球范围内建立了较高的品牌知名度和市场口碑。

图表43: 远大医药: 氨基酸原料药产能布局

子公司	产品	产能
远大弘元	多种氨基酸 (包括半胱氨酸及其衍生物): 位于湖北仙桃的生产基地已正式完工并全面进入试生产阶段, 为公司氨基酸板块后续的利润增长提供持续动能	
远大生科	牛磺酸: 是全球牛磺酸的重要供应商	
沧州华展	工业级甘氨酸: 主要应用于农药中间体、饲料添加剂及食品添加剂等领域	30000吨/年
富驰化工	牛磺酸	25000吨/年
远大九孚	多种食用氨基酸	
湖北八峰	氨基酸原料药和制剂的研发、生产与经营	3000吨/年

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表44: 中国牛磺酸市场年产量 (2019-2023)



资料来源: 观研天下, 华泰医药



公司为国内氨基酸龙头，看好合成生物布局助力降本增效

公司氨基酸板块以合成生物学为核心，经过多年研发创新，目前已建成合成生物学、酶工程、发酵工程、过程优化、质量研究、应用转化等八大技术平台，掌握了以菌种构建优化为核心的发酵法生产工艺和以固定化酶为核心的酶促转化生产工艺等。当前市场上，小品种氨基酸发展较快但长期受限于生产技术水平，较小的产能与较高的成本阻碍了其在日化、食品等领域的应用。随着基因工程改造等手段的应用，高附加值小品种氨基酸将持续呈现蓬勃发展态势，未来公司将重点布局高附加值领域（高端肠外营养制剂、创新多肽类药物、细胞培养基等）及大健康消费领域（功能型膳食营养补充剂、特医及婴配食品、美妆及宠物食品等）。

心脑血管精准介入诊疗：自主研发+海外引进实现全方位布局

公司围绕“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。截至 25 年 3 月，该板块共布局 27 款产品，其中通路管理方向已有 20 款产品在中国获批上市，结构性心脏病方向已有一款产品在中国获批上市，并已实现“有源+无源”创新器械平台全面建设。其中：1) Novasight Hybrid 已于 2023 年 5 月获得药监局批准在中国上市；2) 公司与上海安通医疗合作的 Iberis RDN 已经于 2025 年 2 月获批上市，我们看好该产品聚焦广阔难治性高血压市场，或于 2H25 逐步开启放量。3) 临床管线中的产品积极推进中国临床注册工作，我们看好公司在研管线分阶段上市，带动该板块业务稳定增长。

图表 45：远大医药：心脑血管精准介入产品介绍

产品名称	来源	产品用途	产品特点
微导管蛇蝎	自主研发	神经介入产品，用于建立神经血管及外周血管系统介入手术的通路，适用于液体或其它器械选择性输送至神经血管及外周血管的目标部位。	多段硬度渐变的外层材料平滑过渡，实现柔软性和稳定性。管身采用绕簧结构及树脂材料，提供抗扭结性和支撑性，便于支架等治疗器械的稳定输送及释放。全闭环显影环的设计，可实现360度清晰显影，术中精准定位导管位置。
远程通路导管昆鹰	自主研发	神经介入产品，用于建立神经血管及外周血管系统介入手术的通路。	采用复合增强结构，多阶段平滑过渡，达到推送性、支撑性及耐用性的完美平衡。导管充分有效的远端柔软段，可顺畅通过远端迂曲血管，为内腔器械提供更接近病变部位的支撑。其可塑形无创锥形尖端，可在减少血管损伤的同时增强迂曲血管通过能力，提高远端血管到位率。
封堵球囊导管鹤鹑	自主研发	针对颅内缺血性疾病的封堵球囊导管，用于临时封堵外周血管或神经血管，亦可阻断或控制血流。	具有球囊高顺应性，更加贴合血管壁，从而阻断血流，减少栓子逃逸。同时还具有良好的器械兼容性，能够满足临床多种选择需求。
颅内球囊扩张导管彩鹇	自主研发	OTW 设计颅内球囊扩张导管，适用非急性期症状性颅内动脉粥样硬化性狭窄病人的介入手术治疗。	具有高通过性与到位性。
RESTORE DEB	Cardionovum	中国首款具有原发冠脉血管病变和支架内再狭窄双重适应症的药涂球囊。	药物涂层均一稳定，且脱落率小。被纳入《中国经皮冠状动脉介入治疗指南》、《药物涂层球囊临床应用中国专家共识》
APERTO OTW	Cardionovum	首款针对透析动静脉内瘘狭窄适应症的药涂球囊。	具有耐高压和药物涂层双重特性，在术后六个月靶病变通畅率具有显著优势，对延长内瘘的使用时间、改善透析患者的生活质量都能起到重大贡献。
Novasight Hybrid	Conavi Medical	是用于冠状动脉成形的血管内双模成像设备经皮冠状动脉介入治疗（PCI）提供精准血管成像。	能够同时实现超声和光学两种成像，可同步满足医生对分辨力和穿透力的要求，简化医生操作，提高成像的准确性。

资料来源：公司公告，华泰研究

研发管线种类丰富，多款产品有望快速上市

- 通路管理方向**，aXess 是一款为终末期肾病患者建立移植血管内瘤开展血液透析治疗的全球创新型内源性组织修复产品。该产品已于 2024 年 11 月在美国完成首例患者的关键性临床入组，欧洲关键性临床已于 2025 年 1 月完成全部患者入组，中国注册工作目前正在推进中。该产品优势在于可以为患者自体组织修复提供基础架构框架，从而加快透析通路的建立，以降低血栓及相关并发症的发生。
- 结构性心脏病方向**，Saturn 是集团于 2021 年从 InnovHeart 公司引进的用于二尖瓣置换医疗器械，该产品用经房间隔的介入方式植入，最大程度避免手术创伤，缩短术后恢复时间。于 2024 年 6 月在美国完成首次人体实验的首例患者入组，在中国的注册工作也在积极推进中。
- 心衰方向**，CoRISMA 是一款治疗三级及终末期心衰的经导管完全植入的心室辅助医疗器械，具有微创、安全性高、无电源线感染、并发症少的优势。

图表 46：远大医药：心脑血管精准介入管线布局图

方向	产品	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市
通路管理	外周血管介入	aXess	血液透析	●		●			
		LEGFLOW DCB	外周血管疾病					●	●
	神经介入	药涂球囊	颅内狭窄病变	●					
结构性心脏病	Saturn	二尖瓣返流	●		●				
心衰	CoRisma	心衰	●	●					

● 中国 ● 海外

资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测：核药板块驱动增长，制药科技板块长期有望向好

我们预计远大医药 2025-2027 年收入为 127/141/154 港元(+9/11/10% yoy)，考虑：

我们预计制药科技板块 2025-2027 年收入为 76/83/90 亿港元 (+4/10/8% yoy)：

- 1) 五官科板块：我们看好该板块 2025-2027 年间收入+6.8/4.7/4.4% yoy，考虑：a) 和血明目或凭借独家优势保持稳定增长；b) “金嗓”系列为处方药+OTC 双跨品种，具备市场下沉空间；c) 瑞珠、复明片、白内停等产品收入维稳；d) 多款眼科新品处于临床末期，看好 2026 年陆续获批上市，驱动板块长期增长。
- 2) 呼吸及重症板块：我们看好该板块 2025-2027 年间收入+32/13/9% yoy，考虑：a) 独家产品切诺凭借独家优势和临床认可度保持稳定增长；b) “恩明润”和“恩卓润”新进医保，入院加速即将进入放量期，看好其收入快速增长；c) 在研新品 Ryaltris 鼻喷剂预计 2025 获批上市，贡献收入增量；d) 百济制药 24 年并表推高板块收入，看好 25-27 年持续整合。
- 3) 心脑血管：我们预计该板块 2025-2027 年间收入-6.0/+15.3/+12.0% yoy，考虑：a) “利舒安”受集采影响短期承压，或影响 1H25 板块收入，看好 2H25 后影响逐步出清；b) 24 年年初新收购的产品“脉血康”市场前景优秀，看好其收入稳定增长；c) “能气朗”进一步推广，看好其收入稳定增长；d) 伊普利酮片于 2023 年 8 月获批上市，看好 25 年新进医保驱动放量；e) 天津田边并表推高效应。

我们预计生物科技板块 2025-2027 年收入为 37/39/40 亿港元(+6.1/4.5/2.3% yoy)，考虑：

- 1) 主要产品半胱氨酸&牛磺酸终端需求稳定，且价格处于低位。
- 2) 公司布局合成生物学，多个新品处于小试阶段，看好新品上市驱动收入增长。

我们预计核药及心脑血管精准介入板块 2025-2027 年收入为 13.3/18.2/24.4 亿港元 (+63/36/34% yoy)，考虑：

- 1) 钷 90Y 微球注射液：我们看好该产品 2025-2027 年间收入+56/32/37% yoy，考虑：a) 钷[90Y]微球较传统疗法更加精准便捷，为治疗提供新思路；b) 公司积极进行适应症拓展；c) 24/25 年公司积极进院，为产品放量打下坚实基础。
- 2) 心脑血管精准介入：我们预计该板块 2025-2027 年间收入+65/35/18% yoy，受益新品上市及入院。

图表47：远大医药：收入拆分及预测



资料来源：公司年报，华泰研究预测

公司 2024 年毛利率为 57.9% (较 23 年同比下滑 4.1 个百分点), 我们认为主因部分制药科技产品区域联盟集采价格影响及利舒安国家集采价格执行前清理库存所致。我们预计远大医药 2025-2027 年毛利率为 56/56/57%, 综合考虑:

- 1) 制药科技板块 (我们预计 2025-2027 年板块毛利率为 74/74/74%), 考虑 25 年“利舒安”集采降价影响, 但其他产品放量增长带来规模效应, 该板块毛利率水平长期趋稳。
- 2) 生物科技板块 (我们预计 2025-2027 年板块毛利率为 26/26/26%), 考虑公司是国内氨基酸龙头企业, 我们预计该板块毛利率水平长期趋稳。
- 3) 核药及心血管介入板块 (我们预计 2025-2027 年板块毛利率为 39/40/42%), 考虑 Y90 与医疗器械新品销量爬坡驱动板块规模效应, 叠加后续成都工厂投入运营后或优化核药板块整体生产效率。

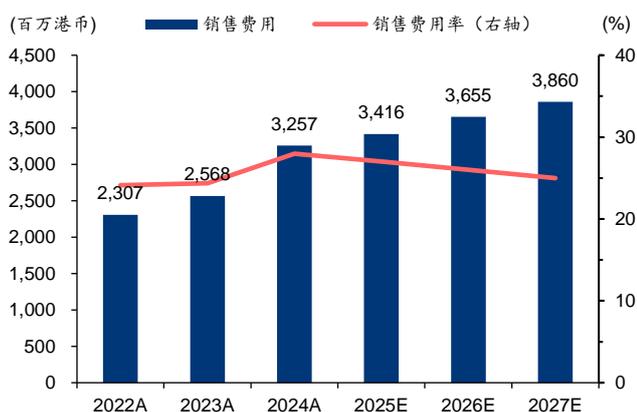
销售费用: 公司 2024 年销售费用为 32.57 亿港元 (销售费用率 28%), 我们预计公司 2025-2027 年销售费用为 34.2/36.5/38.6 亿港元 (销售费用率 27.0/26.0/25.0%), 销售费用率逐年下滑, 考虑: 1) 随着核药销售团队的不断成熟和市场经验的逐步积累, 销售效率有望持续提高; 2) “利舒安”集采后相应业务节约销售费用。

管理费用: 公司 2024 年管理费用 (报表口径中的行政费用剔除研发费用) 为 7.77 亿港元 (管理费用率 6.7%), 我们预测公司 2025-2027 年管理费用为 7.0/7.0/7.0 亿港元 (对应管理费用率 5.5/5.0/4.5%), 考虑公司降本增效及规模效应逐步凸显。

研发费用: 公司 2024 年研发费用为 5.88 亿港元 (研发费用率 5.1%), 我们预测公司 2025-2027 年研发费用为 6.7/7.7/9.3 亿港元 (对应研发费用率 5.3/5.5/6.0%), 研发费用率逐年缓慢提升, 考虑公司眼科、呼吸及危重症、RDC 管线逐步进入更大规模的后期临床阶段。

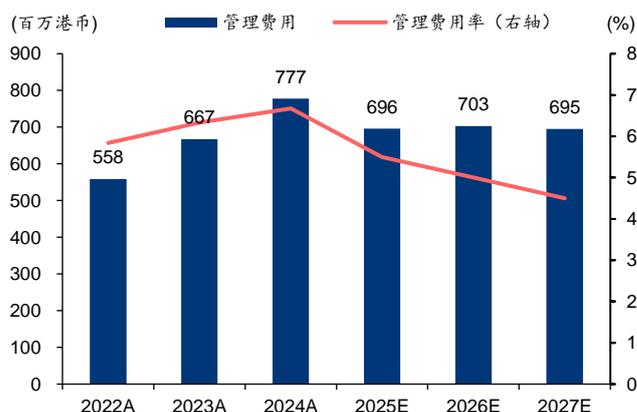
综上, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 21/23/27 亿港元 (-14/+10/+15% yoy), 对应 EPS 为 0.60/0.66/0.76 港币。

图表 48: 远大医药: 销售费用预测



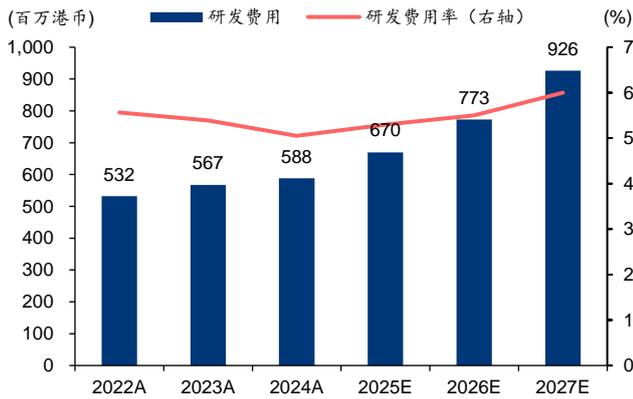
资料来源: 公司年报, 华泰研究预测

图表 49: 远大医药: 管理费用预测



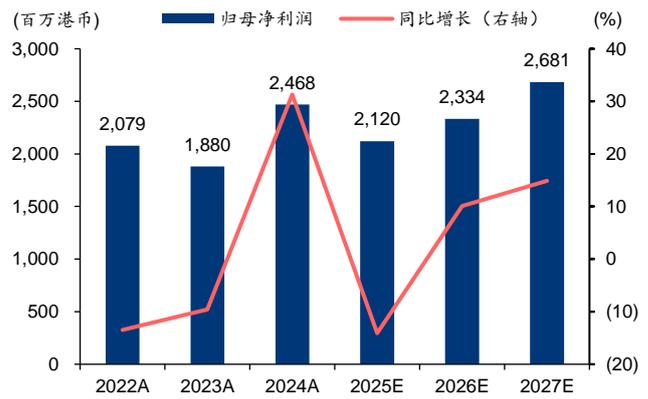
资料来源: 公司年报, 华泰研究预测

图表50: 远大医药: 研发费用预测



资料来源: 公司年报, 华泰研究预测

图表51: 远大医药: 归母净利润预测

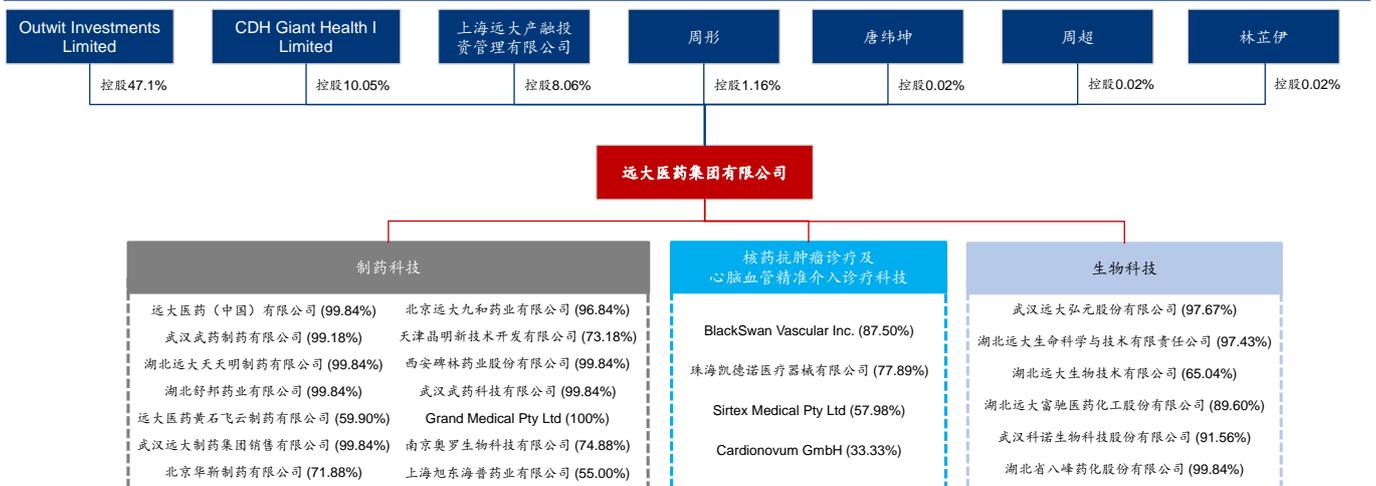


资料来源: 公司年报, 华泰研究预测

风险提示

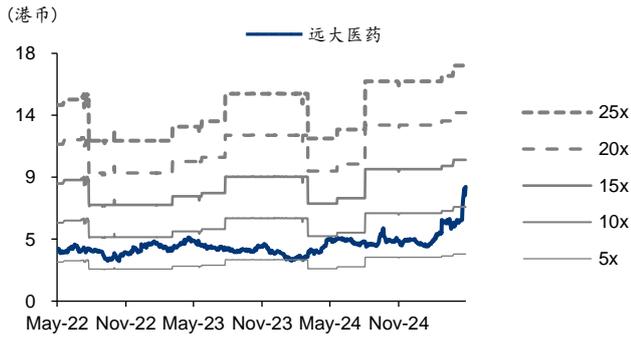
- 集采风险:** 第十批集采纳入公司核心产品“利舒安”，或对公司利润端带来负面影响。此外从中长期维度而言，若支付端持续收紧，或对公司产品收入增长产生影响。
- 核药商业化风险:** 国内涉及核药品进院的审批条件较为严格，且医院被批准每年能进行的核素手术量有上限，若公司无法持续拓展准入医院数量并解决 Y90 院内用量瓶颈，将对公司 Y90 收入增长带来挑战。
- 原料药竞争趋于激烈:** 若海内外供需格局发生改变，终端需求发生波动，或有新产能出现，公司原料药业务或将承压。
- 研发风险:** 创新药研发具有周期长、投入大、风险高等特点，临床数据不佳可能会影响产品商业化进程。
- 减值相关风险:** 公司历史经历多轮资产并购，若资产整合不顺利，或出现资产/商誉减值风险，影响公司净利润表现。
- 海外贸易相关风险:** 公司氨基酸板块海外业务收入占比超 40%（我们估测公司 2024 年海外收入占比超 10%），如果海外地缘政治出现不确定性，或对公司海外业务的收入及进展产生不利影响。
- 汇率风险:** 公司财务报表采用港币口径，若人民币兑换港币产生汇率波动，或对公司报表收入/利润表现产生影响。

图表52: 远大医药: 股权结构图



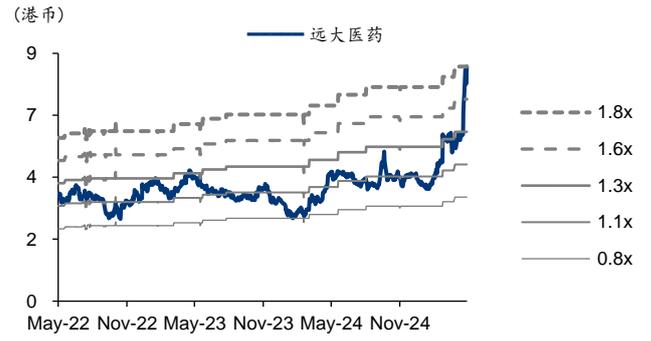
注: 数据截至 2024 年 12 月
资料来源: Wind, 华泰研究

图表53: 远大医药 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表54: 远大医药 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，代雯、沈卢庆、孙茗馨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 石药集团（1093 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、沈卢庆、孙茗馨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 石药集团（1093 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司