

核药增速快，脓毒症 STC3141 有望成为全球大药

买入（首次）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,576	11,645	12,203	13,292	14,663
同比(%)	9.78	10.11	4.80	8.92	10.31
归母净利润（百万元）	1,880	2,468	2,076	2,422	2,764
同比(%)	(9.59)	31.30	(15.88)	16.63	14.15
EPS-最新摊薄（元/股）	0.53	0.70	0.58	0.68	0.78
P/E（现价&最新摊薄）	15.99	12.18	14.48	12.41	10.88

投资要点

- 传统业务稳定增长，新赛道贡献高增长：**公司主营覆盖核药及心脑血管精准介入、制药科技、生物科技三大板块，近年通过自研+收并购，我们判断核药 RDC、脓毒症、眼科等领域有望诞生多款大单品，助力业绩新突破。
- 以钇[Y90]为核心商业化品种，推进 RDC 产研一体化：**核药需求伴随老龄化及癌症发病率不断提升，推动核药相应的诊断及治疗市场扩容。公司自2018年起加速核药板块整合，与国际头部企业 Telix、ITM、Sirtex 等在 RDC 领域联合研发。核心商业化品种易甘泰®钇[90Y]微球 2024 年增速超 140%，源于已有 70 多家医院的 1100 多名医生进行了其手术培训，并纳入了 45 个惠民保等较长的准入积累；基于前期积累，我们判断钇[90Y]将持续带来高增速。截至 2024 年年报，公司已储备 12 款创新 RDC，其中 4 款已获批开展临床研究，3 款已进入 III 期临床阶段，包括 TLX591-CDx（前列腺癌诊断，PSMA 靶点）、TLX250-CDx（肾透明细胞癌诊断，CA9 靶点）、ITM-11（胃肠胰腺神经内分泌瘤治疗，SSTR 靶点）。其中，2024 年 TLX591-CDx 海外收入 7.83 亿澳币，2025Q1 销售 1.51 亿美元 (yoY+35%)，鉴于其海外的优异市场情况，我们判断其在国内 2026 年获批上市后也将快速放量。公司核药板块围绕肿瘤诊疗一体化布局宽广，有望引领公司业绩高增长。
- 原有品种已过密集集采期，脓毒症 STC3141、眼科等新产品放量空间大：**公司原有品种覆盖面较广，涉足领域及产品种类多元化，构筑稳健护城河。2024 年利舒安®去甲肾上腺素纳入第十批国家集采，对业绩造成短期压制。然而公司三年内的增量品种较多，覆盖面较广，有望贡献部分业绩增量，包括 1) 呼吸及危重症领域，STC3141 脓毒症产品 II 期临床达到终点，我们根据其患病人数约 500 万人，假设治疗率 65%，并中性假设达峰时，STC3141 市占率 20% 且单价为 8 千元，风险校正后中性预测销售峰值 100 亿元，有望成为大单品，建议密切关注其临床研发至上市进度及海外授权进展、2022 年诺华合作产品恩卓润/恩明润®茚达格莫和茚达特罗莫米松吸入粉雾剂、2024 年新收购的产品布地奈德鼻喷雾剂、2025 年 4 月首仿上市的丙酸氟替卡松；2) 五官科领域，伐尼克兰鼻喷雾剂于 2024 年底获批上市、脉血康于 2024 年收购多普泰医药获得、在研还有术后抗炎镇痛、翼状胬肉、干眼症、蠕形螨睑缘炎等多管线并进；3) 心脑血管急救领域，2025 年收购天津田边获得合心爽/合贝爽®地尔硫卓片/胶囊、安步乐克®沙格雷酯、2023 年底首仿上市的力美通®依普利酮片。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计 2025-2027 年，公司营业收入分别为 122.03/132.92/146.63 亿港元，归母净利润为 20.76/24.22/27.64 亿港元，对应当前市值的 PE 为 15/13/11 倍。相较于可比公司平均 PE 为 25/23/20x，我们认为公司仍被低估。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**新药研发进展不及预期风险，核药政策改革风险，药品销售不及预期风险，投资风险等。

2025 年 06 月 25 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

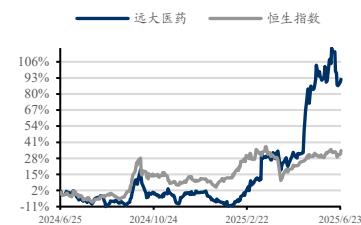
zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘若彤

执业证书：S0600525040006

liurt@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	8.68
一年最低/最高价	4.04/10.20
市净率(倍)	1.87
港股流通市值(百万港元)	30,810.28

基础数据

每股净资产(港元)	4.64
资产负债率(%)	33.88
总股本(百万股)	3,549.57
流通股本(百万股)	3,549.57

相关研究

内容目录

1. 远大医药：核药领域增速突出，五官科和呼吸及危重症领域多款大单品有望近期上市	5
2. 核药抗肿瘤领域：以钇[Y90]为核心商业化品种，推进 RDC 产研一体化	8
2.1. 核药行业快速发展，通过并购整合乘风起	8
2.2. 钇[Y90]针对肝转移痛点，经前期学术和商保积累，进入商业化放量	10
2.3. RDC 管线研发+甲级生产基地，整合产研一体化	13
3. 制药科技板块：原有品种已过密集集采期，脓毒症、眼科等新产品放量空间大	15
3.1. 呼吸及危重症领域：切诺、双恩粉雾剂、鼻喷剂形成高度协同	15
3.2. 呼吸及危重症领域：脓毒症 STC3141 有望成为全球大药，关注临床研发至上市进度及海外授权进展	17
3.3. 五官科领域：术后抗炎镇痛、翼状胬肉、干眼症、蠕形螨睑缘炎等多管线并进	19
3.4. 心脑血管急救领域：集采影响出清，收并购丰富管线宽度	20
4. 生物科技板块：氨基酸及牛磺酸产能规模位居世界前列	21
5. 心脑血管精准介入板块	22
6. 盈利预测与投资评级	24
6.1. 盈利预测	24
6.2. 投资评级	25
7. 风险提示	26

图表目录

图 1: 远大医药历史发展历程	5
图 2: 远大医药股权结构稳定 (截至 24 年年报)	6
图 3: 远大医药拥有多个核心技术平台	6
图 4: 公司营业收入 (亿港元) 及增速	7
图 5: 公司归母净利润 (亿港元) 及增速	7
图 6: 公司各板块营收占比 (标注为销售收入/亿港元)	7
图 7: 公司销售毛利率及净利率	7
图 8: 公司四大费用率	8
图 9: 公司分红现金总额 (亿港元)	8
图 10: 全球核药市场规模 (亿美元)	9
图 11: 中国核药市场规模 (亿元)	9
图 12: 钇[Y90]微球注射液产品示意图	10
图 13: 钇[Y90]微球微创介入治疗示意图	10
图 14: 肝是恶性肿瘤常见转移部位	11
图 15: 肝细胞癌分期及生存期	11
图 16: 结直肠癌和肝癌的发病率死亡率高	11
图 17: 肝转移是结直肠癌治疗难点	11
图 18: 肝癌发病率和死亡率分别位列第六和第三	12
图 19: 中国肝癌临床分期和治疗指南	12
图 20: 核药板块销售额(亿港币)	13
图 21: 钇[90Y]多维度赋能加速商业化放量	13
图 22: Telix 公司治疗性核药后期管线	14
图 23: ITM 公司核药管线	14
图 24: 公司已获甲级辐安证	15
图 25: 公司成都温江核药基地	15
图 26: 阻塞性气管疾病吸入剂市场规模	16
图 27: 切诺销售额	16
图 28: 呼吸板块吸入制剂平台产品	16
图 29: 成人脓毒症诊断路径	17
图 30: 脓毒症治疗路径	17
图 31: 五官科领域产品	19
图 32: 心脑血管急救领域产品	21
图 33: 全球氨基酸市场规模 (亿美元)	21
图 34: 公司氨基酸及牛磺酸销售额 (百万元)	21
图 35: 生物科技板块子公司及产品	22
图 36: 心脑血管精准介入板块产品	23
图 37: 内源性组织修复 aXess 临床效果优异	23
图 38: 二尖瓣置换系统 Saturn 示意图	23
表 1: 公司核药板块在研管线	9
表 2: STC3141 全球多国家及适应症临床研究进展	18

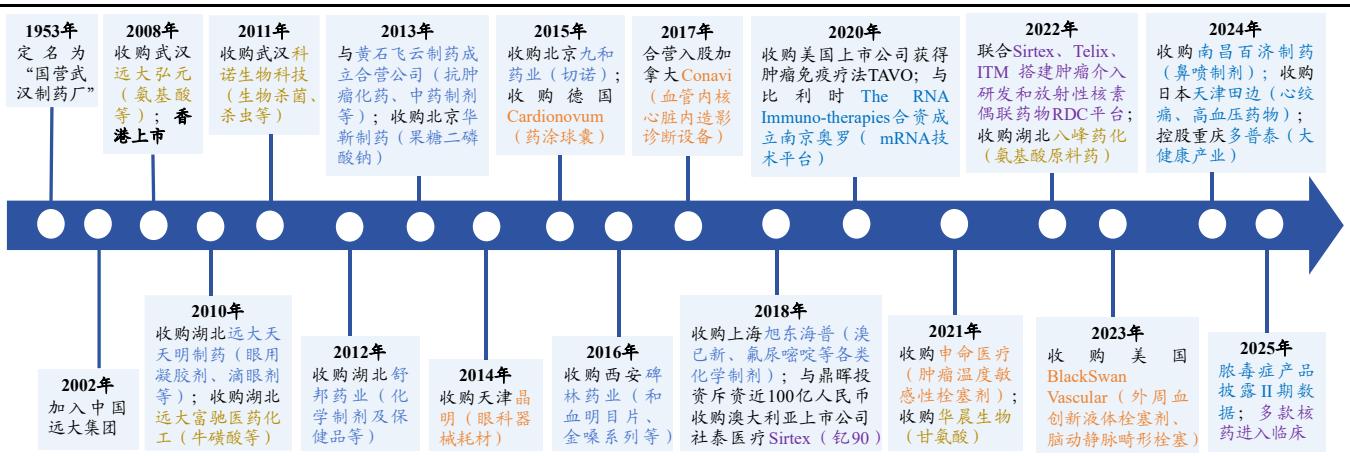
表 3: STC3141 全球多国家及适应症临床研究进展	19
表 4: 制药科技板块在研管线	20
表 5: 心脑血管精准介入板块在研管线	24
表 6: 收入拆分 (百万港元) 及预测	25
表 7: 可比公司估值表	25

1. 远大医药：核药领域增速突出，五官科和呼吸及危重症领域多款大单品有望近期上市

远大医药集团现拥有 30 多家成员企业，是集制药科技、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。发展历史分为(1) 1953-2008 年：前身是成立于 1953 年的国营武汉制药厂，2002 年加入中国远大集团，2008 年香港上市。(2) 2008-2018 年：开启并购扩张之路，不断拓展业务范围与产品线，聚焦于呼吸及危重症、五官科、心脑血管急救和氨基酸等领域。(3) 2018 年至今：入军核药领域，通过收购澳大利亚社泰医疗 Sirtex 获得核心产品钇[90Y]并实现快速放量，与国际核药企业 Telix 合作引进多款放射性核素偶联药物 (RDC)，联合 Sirtex、Telix 和 ITM 搭建了具有国际一流水平的肿瘤介入研发平台。公司业务主要包含：

- **核药抗肿瘤及心脑血管精准介入诊疗科技板块：**实现核药的研发、生产、销售、监管资质等全方位布局，建立了完整产业链，核心在售产品为易甘泰钇[90Y]微球注射液，并储备了 12 款创新 RDC 产品，包含 68Ga、177Lu、131I、90Y、89Zr 等放射性核素。在心脑血管精准介入领域围绕通路、结构心脏病和心衰三个方向布局，重点产品包括两款药涂球囊、血管成像设备、颅内取栓支架等。
- **制药科技板块：**呼吸急危重症以切诺、恩卓润/恩明润为核心用药，创新布局过敏性鼻炎、脓毒症、呼吸窘迫综合征等；五官科用药以瑞珠、和血明日片、金嗓系列为核心用药，布局干眼症、蠕形螨睑缘炎、眼科术后抗炎镇痛、翼状胬肉等产品；心血管用药以能气朗、依普利酮片、合心爽/合贝爽等为核心产品，在研 20 余款急救与慢病治疗产品。
- **生物科技板块：**以氨基酸及其衍生物产品群为核心业务，获得海外多国认证和注册，强化国际市场竞争力。

图1：远大医药历史发展历程

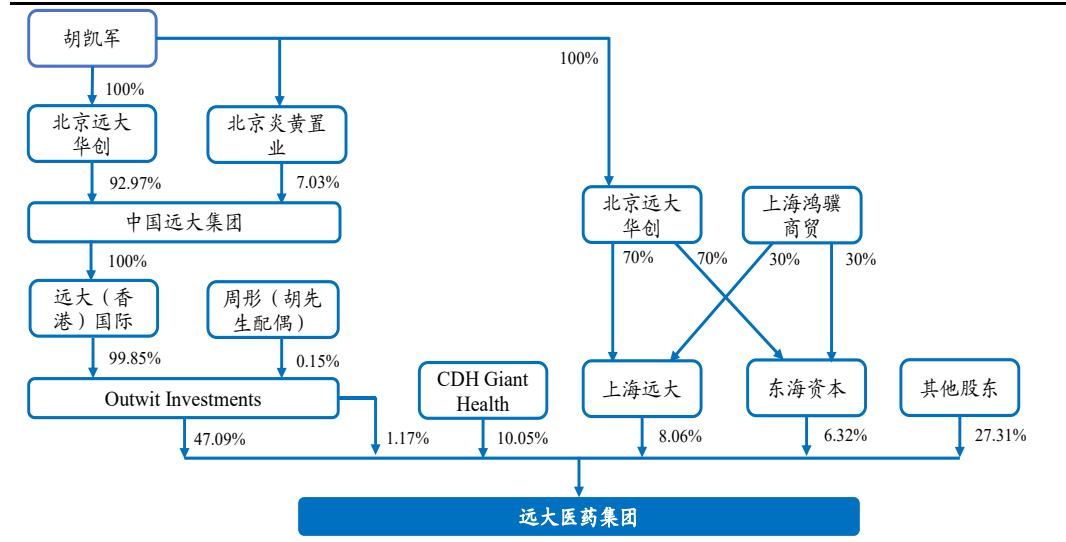


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构稳定，业务板块多元布局。截至 2024 年年报，远大医药第一大股东为 Outwit Investments Limited，持股比例为 47.10%。公司实际控制人为胡凯军，通过中国

远大集团、北京远大华创等合计持有公司 56.32%的股份，近年来实控人控股比例较为稳定、股权较为集中。公司通过收并购多家子公司及联营企业拓展业务领域并补充核心产品，并在全球多个国家和地区开展业务，在欧洲多国、美国、澳大利亚和印度等地区拥有多家独立运营的海外公司。

图2：远大医药股权结构稳定（截至 24 年年报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

建设多个研发中心，构建高端研发团队：公司目标夯实核药、呼吸及危重症、眼科、心脑血管精准介入等领域的创新转型成效，加快推进临床研究和产品商业化进程，加强与国内外领先医疗机构的研发合作，从研发团队、平台建设等方面进一步提升公司研发实力。截至 2024 年年报，公司共有在研项目 147 个，其中创新项目 47 个，占比 32%。公司累计有效专利数 741 项，其中有效发明专利 453 项，其中创新领域专利 174 项，2024 年围绕抗感染、肿瘤、医疗器械及 mRNA 技术平台等创新领域新增专利申请 44 项，占集团新增专利申请总量的 45%。公司及连同联营公司研发人员超 770 人，其中硕士及博士高学历人才超 525 名，占比约 68%。各板块专业负责人及团队核心成员均具备临床医学或药学学术背景，部分有海外学习或工作经历。

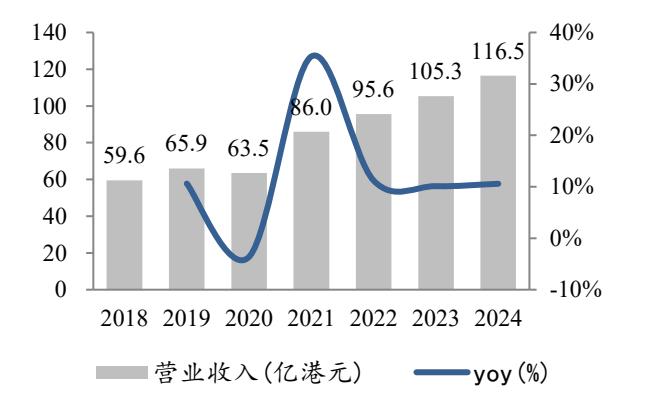
图3：远大医药拥有多个核心技术平台

板块	研发中心	技术平台
制药科技	武汉光谷国际研发中心	高端制剂
	澳洲研发中心	糖组学（用于抗病毒药物）
	中国南京研发中心	mRNA（肿瘤及抗感染类、罕见病及蛋白替代疗法等）
核药抗肿瘤诊疗	美国波士顿研发中心	肿瘤介入
	中国远大山东大学放射药物研究院；中国成都放射性药物研发中心	放射性核素偶联药物（RDC）
心脑血管精准介入诊疗	武汉光谷器械研发中心；常州器械研发中心；上海器械研发中心	高端医疗器械研发

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

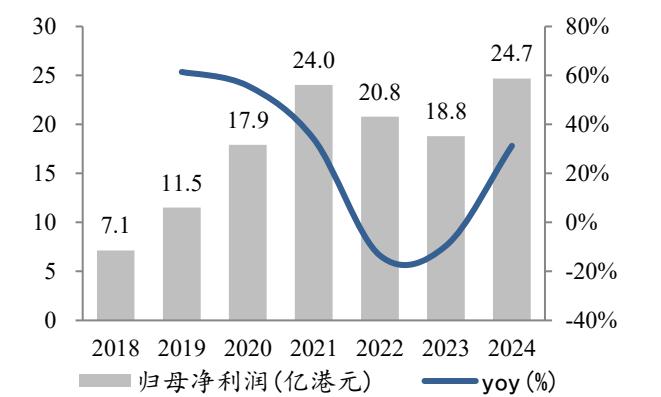
整体收入及利润保持稳定的近双位数增长。2024年，公司实现营收116.45亿港币(+10.59%，括号内为同比增速，下同；剔除汇率影响后同比+12.8%)，归母净利润24.68亿港币(+31.28%；剔除汇率影响后同比+34.0%)。2019-2024年公司营收CAGR为12.06%；剔除2024年Telix公允价值变动影响后，公司实现归母净利润17.61亿港币(+2.5%)，2019-2024年归母净利润CAGR为8.88%。

图4：公司营业收入（亿港元）及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

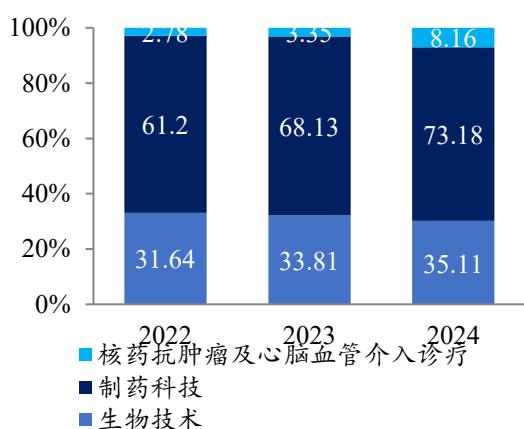
图5：公司归母净利润（亿港元）及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

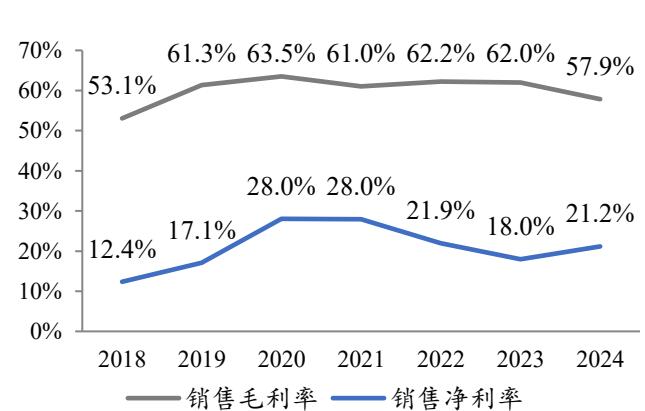
公司以呼吸及危重症、五官科、心脑血管急救领域产品占主要营收，核药板块高速增长，氨基酸等原料药保持稳定。公司主营业务分为三大板块，2024年，核药抗肿瘤及心脑血管精准介入诊疗板块营收8.16亿港币(+148.3%)，营收占比7.0%，其中核药抗肿瘤领域营收5.89亿港币(+176.6%，钇[Y90]快速放量)，以及心脑血管精准介入领域营收2.27亿港币；制药科技板块营收73.18亿港币(+9.6%)，营收占比62.8%，其中呼吸及危重症领域营收17.1亿港币(+26.9%，新品恩卓润、恩明润、布地奈德鼻喷雾剂等放量)，五官科领域营收27.0亿港币(+19.3%，新品销售增长)，心脑血管急救领域营收21.8亿港币(-9.3%，主要系集采降价影响)；生物技术板块营收35.11亿港币(+5.9%)，营收占比30.2%，其中主要系氨基酸及牛磺酸收入保持稳定微增。

图6：公司各板块营收占比（标注为销售收入/亿港元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

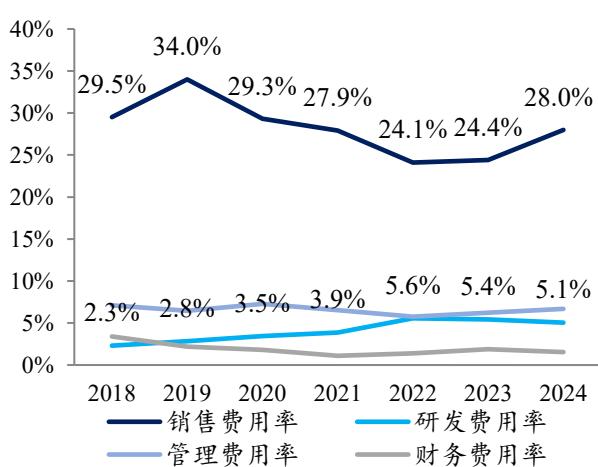
图7：公司销售毛利率及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

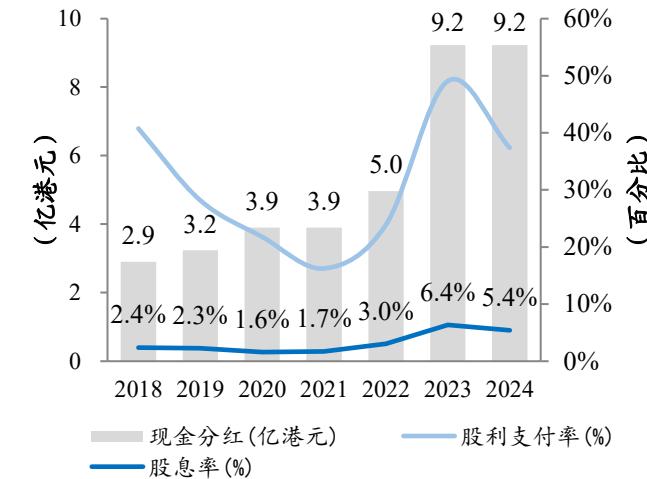
公司销售毛利率稳定在 60% 左右，净利率维持在 21% 左右，2024 年现金分红 9 亿港元，股利支付率近 40%。过去 5 年，公司毛利率有所升降主要是受到新冠疫情和集采的影响，而整体费用管控方面良好，2024 年，销售费用率 28.0% (+3.7pct，新品推广力度加大)，行政费用率 11.7% (-0.1pct，费用绝对额增加系新增子公司并表所致)，其中管理费用率 6.7%，研发费用率 5.1% (-0.3pct)，财务费用率 1.55% (-0.3pct，置换贷款使得综合利率下降)。公司实现连续六年分红，2024 年公司分红现金总额达 9.1 亿港元，股利支付率近 40%，股息率约 5.4%。

图8：公司四大费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：公司分红现金总额（亿港元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 核药抗肿瘤领域：以钇[Y90]为核心商业化品种，推进 RDC 产研一体化

2.1. 核药行业快速发展，通过并购整合乘风起

远大医药自 2018 年起加速核药板块整合，与国际头部企业 Telix、ITM 等在 RDC 领域联合创新研发。围绕肿瘤诊疗一体化的治疗理念，截至 2024 年报，在研发注册阶段已储备 12 款创新产品，涵盖 68Ga、177Lu、131I、90Y、89Zr 在内的 5 种放射性核素，覆盖了肝癌、前列腺癌、脑癌等在内的 7 个癌种。RDC 药物已有 4 款产品获批开展临床研究，其中 3 款已进入 III 期临床阶段，包括诊断前列腺癌的产品 TLX591-CDx、诊断肾透明细胞癌产品 TLX250-CDx，以及胃肠胰腺神经内分泌瘤治疗产品 ITM-11。伴随公司持续加强核药抗肿瘤诊疗板块的研发和建设，形成以钇[Y90]为核心的核药抗肿瘤诊疗产品集群，夯实全球核药抗肿瘤诊疗领域领军企业的地位。

表1：公司核药板块在研管线

产品	靶点	核素	适应症	临床前	I期	II期	III期	NDA/注册	上市
TLX591 (177Lu-DOTA-rosopatamab tetraxetan)	PSMA	Lu-177	前列腺癌	●					
TLX591-CDx (I11uccix®, Ga68-gozetotide)	PSMA	Ga-68	前列腺癌-诊断				●		●
TLX250 (177Lu-DOTA-girentuximab)	CA9	Lu-177	肾透明细胞癌	●		●			
TLX250-CDx (Zircaix®, 89Zr-DFO-girentuximab)	CA9	Zr-88	肾透明细胞癌-诊断				●	●	
TLX101 (131I-IPA)	LAT-1	I-131	脑胶质瘤		●	●			
ITM-14D (TOCscan®, 68Ga-DOTATOC)	SSTR	Ga-68	胃肠胰腺神经内分泌瘤-诊断	●					●
ITM-11 (177Lu-edotreotide)	SSTR	Lu-177	胃肠胰腺神经内分泌瘤				●	●	
ITM-41 (177Lu-zoledronate)	HA	Lu-177	恶性肿瘤骨转移	●	●				
GPN02006	GPC-3	Ga-68	肝细胞癌-诊断	●					

● 中国大陆 ● 海外

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

全球核药市场 107 亿美元，我国核药市场 50 亿元，核药行业潜力大。根据 Precedence Research 数据，2023 年，全球核药市场规模为 107 亿美元，并将于 2030 年达到 228 亿美元，2024-2033 年 CAGR 为 11.5%。根据弗若斯特沙利文测算，2023 年，中国显像诊断和治疗用放射性药物市场规模为 50 亿元人民币，并伴随中国放射性药物领域政策规划的推动、PET-CT 等设备增加、新治疗类核药研发获批等，预计到 2030 年，市场规模将增至 260 亿元人民币，2025-2030 年 CAGR 为 22.7%。

公司核药商业化能力强，有望随行业快速放量。远大医药在核药抗肿瘤诊疗板块已实现了研发、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，我们判断未来核药板块将迎来较快增长。团队方面，拥有全球约 800 名员工；放射性药物生产经营许可方面，拥有放射性药品生产许可证、放射性药品经营许可证及辐射安全许可证等资质；产业地位方面，参与制定《放射性体内治疗药物临床评价技术指导原则》和《关于改革完善放射性药品审评审批管理体系的意见》等规范文件；商业化经验方面，已有成熟品种钇[Y90]微球，2024 年实现营收近 5 亿港币(+140%)，具备核药入院推广、医患教育、惠民保商保等成熟经验。

图10：全球核药市场规模（亿美元）

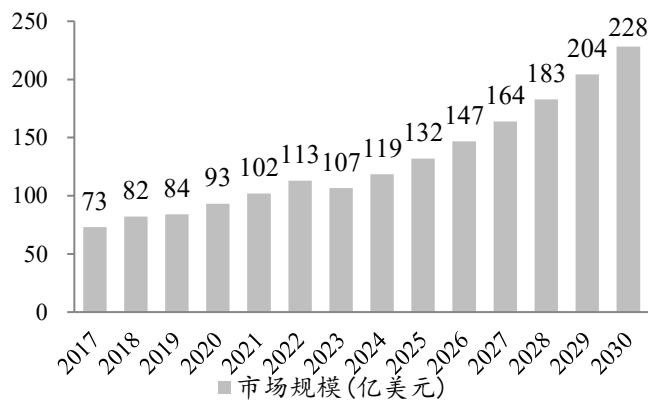
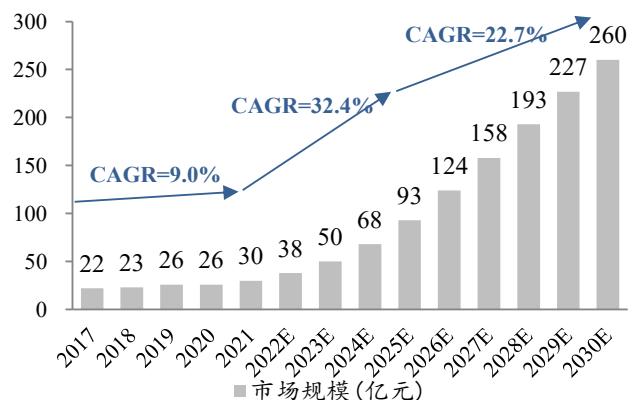


图11：中国核药市场规模（亿元）



数据来源: BCC Research (17-22 年数据), Precedence Research (23-30 年数据), 东吴证券研究所

数据来源: 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

2.2. 钇[Y90]针对肝转移痛点, 经前期学术和商保积累, 进入商业化放量

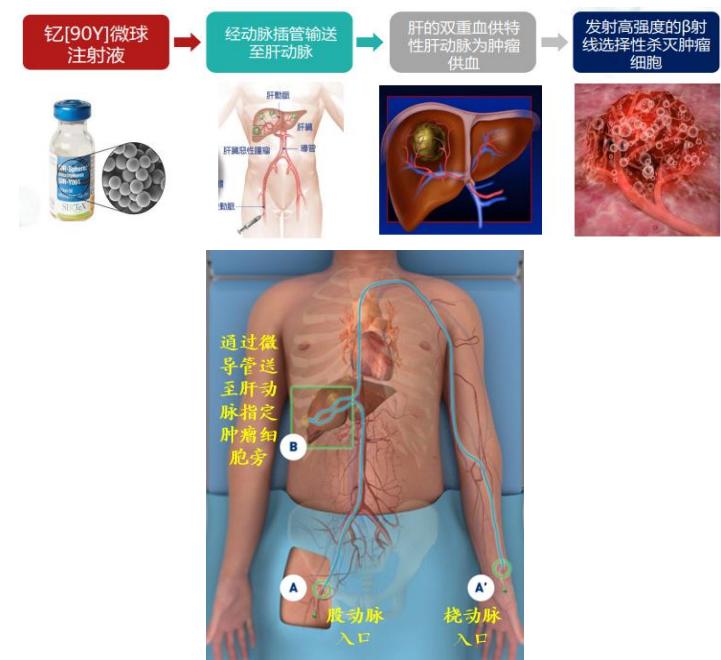
钇[Y90]半衰期短、辐射范围小, 微创介入内放射治疗不损伤正常组织。易甘泰®钇[Y90]微球注射液, 早于 2002 年 5 月获得美国 FDA 批准上市, 并于 2022 年 1 月获得我国药监局的上市许可, 主要应用于肝癌的选择性内放射治疗 (SIRT), 用于治疗不可手术切除结直肠癌肝转移、中晚期原发性肝癌等。带有放射性的钇[90Y]树脂微球是由钇[Y90]同位素结合具有生物相容性的树脂微球 (范围在 20~60 微米之间) 形成。钇[Y90]同位素原子发射纯 β 射线, 其半衰期短 (2.67 天/64.2 小时, 8 天释放 87%, 2 周释放 96%, 衰变成稳定无毒的锆 90)、组织穿透距离短 (在组织中的平均穿透距离为 2.5mm, 最大为 11mm)。钇[90Y]树脂微球可以通过微创介入治疗 (如图 14) 将微球直接递送至肝脏, 药物优先停留在肿瘤周围的微血管系统中, 利用其组织穿透距离短的特性, 最大限度地发挥杀伤肿瘤的作用, 相比体外放疗对正常肝组织影响有限, 突破了体外放疗的剂量极限。

图12: 钇[Y90]微球注射液产品示意图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

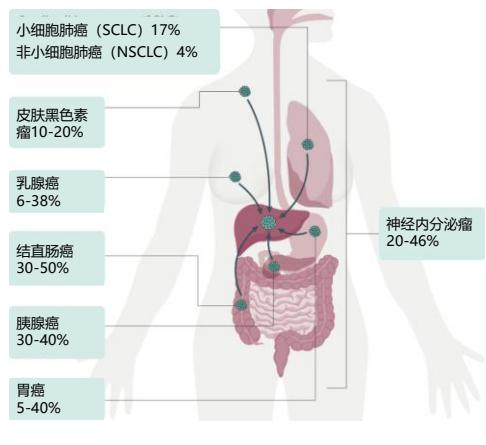
图13: 钇[Y90]微球微创介入治疗示意图



数据来源: Sirtex 官网, 东吴证券研究所

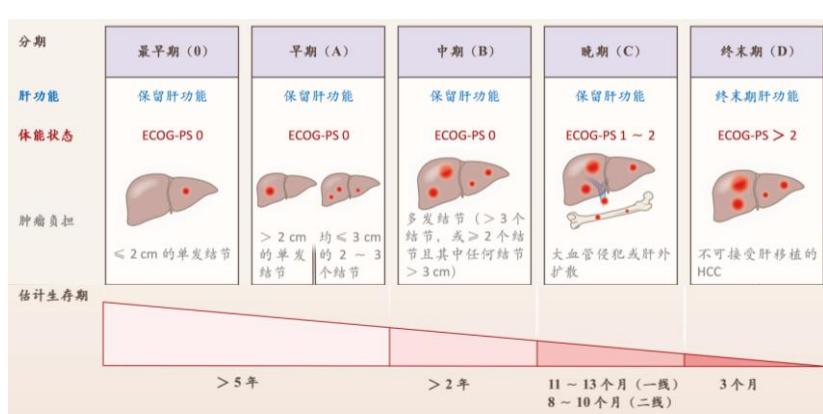
肝是恶性肿瘤常见转移部位, 且与患者生存率强相关。肝转移是恶性肿瘤最常见的转移靶器官之一, 多见于胃、胰腺、结直肠、乳腺、肺等器官。根据 240 万癌症患者数据统计, 5.14% 的患者有同步肝转移。肝转移与患者的生存率降低有显著相关, 所有肝转移患者的 1 年生存率为 15.1%, 而非肝转移患者的 1 年生存率为 24.0%。癌症肝转移的治疗和预后直接影响患者的生存期和生活质量。

图14: 肝是恶性肿瘤常见转移部位



数据来源：《Nature Reviews Disease Primers》，东吴证券研究所

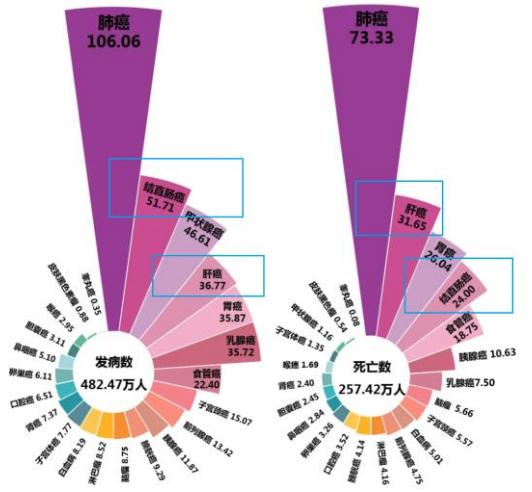
图15: 肝细胞癌分期及生存期



数据来源：《NEJM》，东吴证券研究所

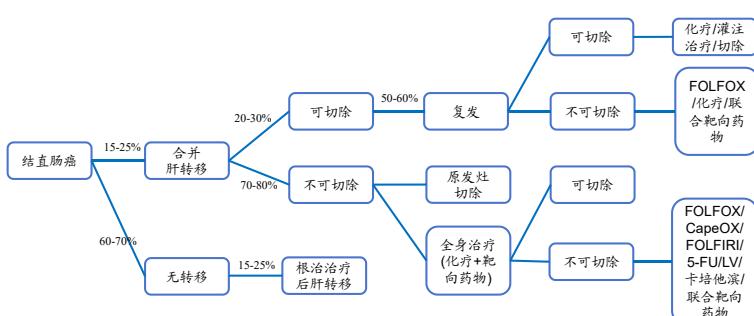
1) 结直肠癌肝转移: 根据国家癌症中心 2024 年发布的统计数据, 2022 年我国结直肠癌新发病例 51.71 万, 居恶性肿瘤第二位, 发病率为 20.1/10 万; 死亡病例 24 万, 死亡率为 8.56/10 万, 居第四位; 结直肠癌发病率随年龄增长而上升, 城市地区高于农村地区, 男性高于女性, 且 2000-2018 年我国结直肠癌的发病率与死亡率呈现上升趋势。
肝转移是结直肠癌难点, 尤其针对无法切除或术后复发的肝转移结直肠癌患者亟待创新综合疗法以提高生存收益。肝脏是结直肠癌最常见转移部位, 肝转移是导致结直肠癌患者死亡最重要的原因, 因此也是临床治疗的难点和热点。初诊时 15%-25% 的结直肠癌患者被发现有肝转移, 其中 20%-30% 的结直肠癌肝转移患者初始可切除, 但这部分患者手术后仍有 50%-60% 会发生复发; 同时, 完成结直肠癌根治术后仍有 15%-25% 的患者发生肝转移。结直肠癌发生肝转移后, 如不经治疗, 中位生存期 (mOS) 仅 6.9 个月; 通过化疗可以延长结直肠癌肝转移患者的总生存期, 但如肝转移癌无法切除, 患者的 5 年

图16: 结直肠癌和肝癌的发病率死亡率高



数据来源：《2024年全国癌症报告》，东吴证券研究所

图17: 肝转移是结直肠癌治疗难点

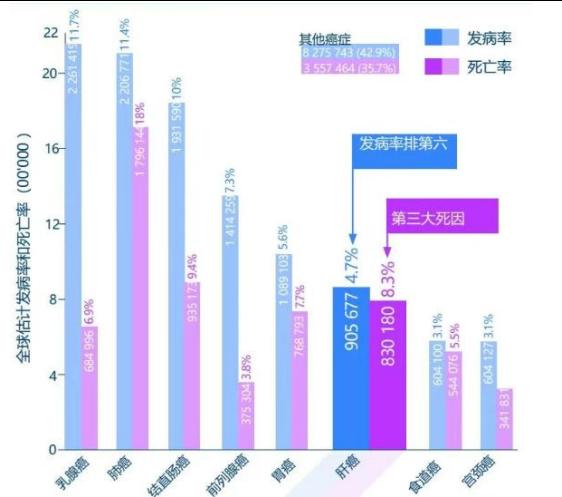


数据来源：《中国结直肠癌肝转移诊断和综合治疗指南（2023版）》，东吴证券研究所

生存率低于 5%；而如能获得原发肿瘤及肝转移癌的根治性切除，达到无疾病状态（no evidence of disease, NED），mPFS 可延长至 35 个月。因此对于占绝大多数的潜在可切除和不可切除结直肠癌肝转移患者，如何通过化疗、靶向治疗、免疫治疗、手术治疗等综合治疗后获益仍是临床痛点。

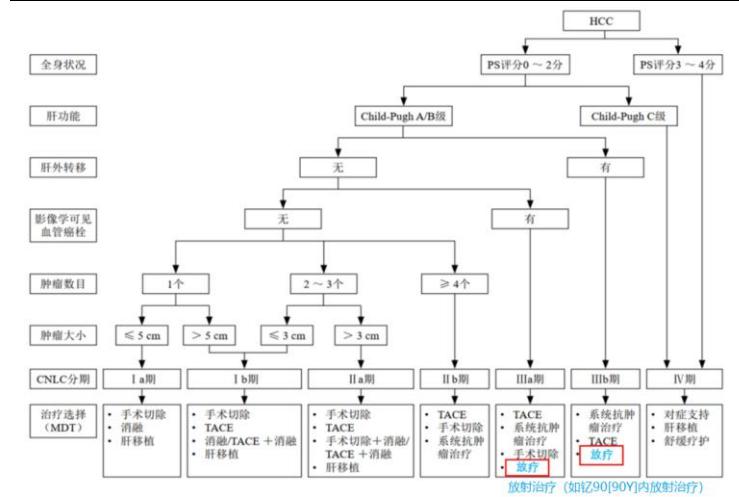
2) 中晚期肝癌：根据 GLOBOCAN 2022 年的数据，肝癌在我国的新发病例 36.8 万，居第四位；死亡病例 31.6 万，居第二位；在全球的新发病例 86.5 万，位居恶性肿瘤第六位；死亡病例 75.8 万，居第三位。肝癌在东亚和东南亚人群的发病率、病死率都排在世界前列。我国肝癌的发病率，男性明显高于女性，南方高于北方，沿海高于内地，农村高于城市，且中年人群（40-60 岁）老年人群（65 岁以上）。**中晚期肝癌恶性程度大，钇[Y90]可有效用于肝癌的缩瘤降期以及手术桥接治疗。**患者诊断肝癌时 70%-80% 左右为中晚期，仅有 30%-40% 能进行根治性治疗；且肝癌具有易复发转移的生物学特性，肝癌手术切除后 5 年复发率达 50%-70%，即使肝移植术后 5 年复发率也可达 4.3%-57.8%。对于中晚期患者，降期转化治疗往往能为后续手术创造机会；对于符合肝移植手术的患者，也需要接受桥接治疗降低脱落率。针对剩余肝体积不足而不可切除者，钇[Y90]治疗单侧肝叶，可使对侧肝叶增生，转化肿瘤为可切除；肿瘤负荷高或伴门静脉癌栓而不可切除者，钇[Y90]可使肿瘤缩小、癌栓消退，降期转化为可切除。对于等待肝移植的早期患者，钇[Y90]可长期控制肿瘤，使患者顺利桥接至肝移植，并降低移植后的复发风险。

图18：肝癌发病率和死亡率分别位列第六和第三



数据来源：《GLOBOCAN (2022)》，东吴证券研究所

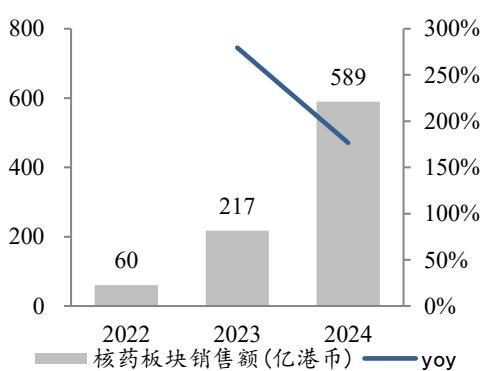
图19：中国肝癌临床分期和治疗指南



癌肝转移诊断和综合治疗指南（2023 版）》《中国肝癌肝移植临床实践指南（2021 版）》等多项中国权威的临床实践指南当中。

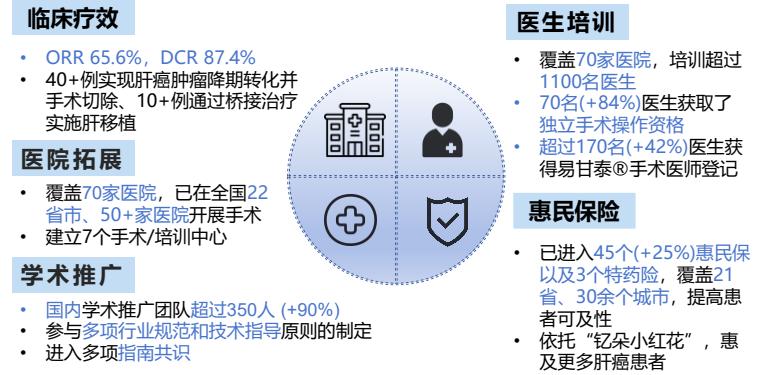
通过学术推广、医生培训及惠民保险等多维度赋能，助力钇[90Y]加速放量。自 2022 年 5 月，钇[90Y]中国正式投入使用，随后放量迅速，2024 年实现近 5 亿港币销售收入（+140%），累计治疗近 2,000 例患者。放量得益于 1) 医院发开，截至 2024 年年报，已完成近 70 家医院核素转让手续，正式手术已在中国 22 个省市的 50 余家医院开展，已建立 7 个手术、治疗及培训中心。2) 医生培训，易甘泰®钇[90Y]放射性介入的患者筛选知识、手术操作技巧、预后评估方法等方面，已对 70 家医院超过 1100 名医生进行培训，超过 170 名医师获得易甘泰®手术医师登记，其中 70 名医师获取了独立手术的操作资格，85 名医师具备助理手术操作资质，另有 16 位专家获得培训导师的资格，将进一步加快易甘泰®的临床普及。3) 疗效推广，随访结果显示，接受易甘泰®手术的大部分患者获得了良好的临床疗效。目前，已有 40 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，10 余名患者通过桥接治疗成功实施肝移植，实现临床治愈；在所有可随访到的患者中，易甘泰®治疗肝脏恶性肿瘤客观缓解率（ORR）达到 65.6%，超半数患者肿瘤大小有缓解，其中近 60 位患者症状完全缓解，无需切除，随访到的患者疾病控制率（DCR）达到 87.4%，治疗效果显著。4) 商保助力，已进入上海沪惠保、北京普惠健康保、杭州西湖益联保、成都惠蓉保等 45 个惠民保和 3 个特药险，覆盖 21 个省，30 余个城市，大大增加了肝癌患者对该产品的可及性。

图20：核药板块销售额(亿港币)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：钇[90Y]多维度赋能加速商业化放量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. RDC 管线研发+甲级生产基地，整合产研一体化

远大医药自 2018 年起加速核药板块整合，联合收购了国际知名核药企业 Sirtex 构建核药抗肿瘤诊疗平台，并与国际头部企业 Telix、ITM、Sirtex 等在 RDC 领域联合创新研发。2018 年，与鼎晖投资斥资近 100 亿人民币，收购澳大利亚医药上市公司社泰医疗（Sirtex）100% 股权，其核心产品是用于治疗肝癌的钇[90Y]树脂微球。2020 年，收购北京普尔伟业，获得了放射性药品生产许可证和经营许可证，并与江苏省原子医学研究所和中国生态环境部核与辐射安全中心形成战略合作，构建了从研发、生产到监管的完

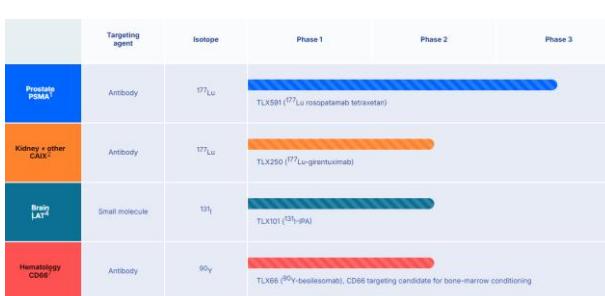
整合核药产业链；联合 Sirtex 与 Telix 和 ITM 搭建了具有国际一流水平的肿瘤介入研发平台。

收购 Sirtex 的 100% 股份：2018 年 6 月以 111.8 亿港币收购 Sirtex 的所有发行股本，获得其核心产品钇[90Y]树脂微球，Sirtex 已向全球超过 40 个国家供应，收入来源主要来自美国。公司由此进入核药以及肿瘤介入领域，迈向核药国际化，也是公司业绩高速增长的核心驱动力之一。

与 Telix 独家战略协议：2020 年 11 月与 Telix 首次合作，以 2,500 万美元认购 Telix 约 7.6% 的股本权益，签订独家授权、合作开发及商业化协议，将支付预付款及里程碑款项最多 2.25 亿美元以及特许权使用费，合作 6 款品种包括：1) 前列腺癌诊疗一体化组合的 **TLX591 (177Lu-DOTA-Rosopatamab)**，已经完成 II 期准备进入 III 期)、**TLX591-CDx (68Ga-gozetotide)**，2024 年海外收入 7.83 亿澳币，2025Q1 销售 1.51 亿美元 (yoY+35%)，中国进度于 2025 年 5 月完成 III 期临床的全部患者入组，并计划 25 年内递交 NDA) 和 **TLX599-CDx (99mTc-iPSMA)**，应用于 SPECT/CT)；2) 肾透明细胞癌诊疗一体化的 **TLX250 (177Lu-DOTA-Girentuximab)**，海外处于 II 期) 和 **TLX250-CDx (89Zr-DFO-Girentuximab)**，已获得 FDA 突破性疗法认定并递交 NDA，中国进度处于 III 期，有潜力成为准确性高且无创的肾癌诊断新标准)；3) 治疗胶质母细胞瘤的 **TLX101 (131I-IPA)**，已获得 FDA 孤儿药认定，2025 年 4 月公布了海外 II 期临床结果)。

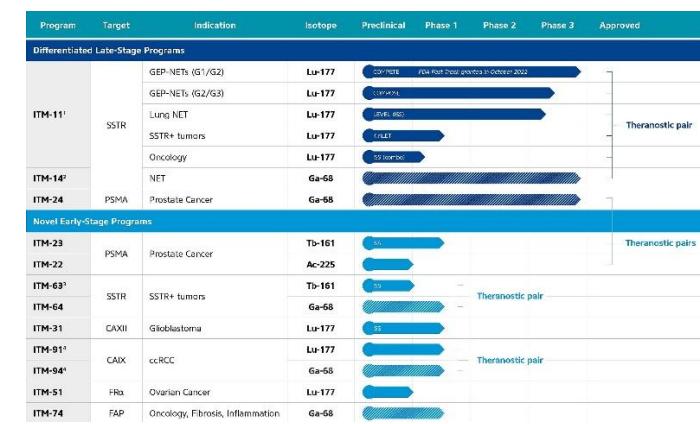
与 ITM 独家授权协定：2021 年 12 月与德国 ITM 达成产品战略合作，支付不超过 5.2 亿欧元的授权签约费及里程碑款项，获得 3 款 RDC 的大中华区独家权益：1) 胃肠胰腺神经内分泌瘤诊疗一体化的 **TOCscan® (68Ga-Edotreotide)**，已于 2018 年在德国、奥地利、法国获批上市) 和 **ITM-11 (177Lu-Edotreotide)**，已获得美国 FDA 和欧洲 EMA 的孤儿药资格，中国处于 III 期，相比于有载体的 177Lu，ITM-11 采用无载体的 177Lu，拥有更高的比活性和纯度，生产过程中产生的长半衰期杂质少，放射污染小；2) 治疗恶性肿瘤骨转移的 **ITM-41 (177Lu-Zoledronate)**，海内外同步进行)。

图22：Telix 公司治疗性核药后期管线



数据来源：Telix 官网，东吴证券研究所

图23：ITM 公司核药管线



数据来源：ITM 官网，东吴证券研究所

公司核素产研基地已获甲级辐安证，实现核药自动智能的工业化量产。公司于2025年5月公告，位于成都温江的核素研发生产平台预计将于2025年6月正式投入运营，已于2025年5月获得国家生态环境部颁发的甲级《辐射安全许可证》，公司将形成集研发、生产、运营为一体的核药全产业链版图，国产化落地更进一步。该基地占地面积50亩，总规划投资拟超30亿元。核药生产车间设有14条高标准GMP生产线，实现18F、64Cu、89Zr等多种同位素自主生产，多条核药注射剂生产线，同时预留 α 核素药物生产线，充分满足远大医药治疗性与诊断性核药的多品种、规模化制备需求。

图24：公司已获甲级辐安证



全国核技术利用单位辐射安全许可证信息公开查询平台
全国核技术利用单位辐射安全许可证信息公开查询平台是向社会公众提供境内核技术利用单位许可证信息查询平台。本系统可
通过单位名称、证书编号两项查询核技术利用单位许可证正本信息。

生态环境部发证辐射安全许可证信息查询

单位名称： 证书编号：

单位名称：成都社泰医疗科技有限公司
种类和范围：使用Ⅴ类放射源；使用Ⅳ类射线装置；生产、销售、使用非密封放射性物质，甲级非密封放射性物质工作场所。

证书编号：国环辐证[00560]
有效期至：2030-05-15
发证机关：生态环境部
发证日期：2025-05-15

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：公司成都温江核药基地



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 制药科技板块：原有品种已过密集集采期，脓毒症、眼科等新产品放量空间大

3.1. 呼吸及危重症领域：切诺、双恩粉雾剂、鼻喷剂形成高度协同

远大在呼吸及危重症领域2024年营收17.1亿港元(剔除汇率影响后同比+26.9%)，在售产品覆盖鼻炎、支气管炎、肺炎、哮喘、慢性阻塞性肺部疾病等多个适应症，目标打造气道慢病全周期管理产品集群和危重症产品管线。主要在售产品为桉柠蒎肠溶胶囊(切诺)：黏液溶解性祛痰药，可用于多种吸道疾病及炎症，也可用于促进造影剂的排出。切诺是公司自主研发的独家品种，属于医保乙类，国家基药目录品种。切诺已被数十项指南和专家共识推荐，临床地位及医患认可度高，持续领跑口服止咳祛痰药物市场。根据开思数据库，2024年阻塞性气管疾病吸入剂市场规模97.07亿元(-17.4%，市场规模受到乙酰半胱氨酸等品种纳入国家集采影响)；切诺销售额为12.92亿元(+11.3%)，市占率达13.3%。切诺凭借独到天然植物提取物成分，受消费者信赖，获得了2024年度“中国家庭常备药上榜品牌”和“2023年健康产业发展潜力品牌”等多项荣誉。

图26: 阻塞性气管疾病吸入剂市场规模



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

图27: 切诺销售额



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

增量产品包括 1) 恩卓润/恩明润 (茚达格莫和茚达特罗莫米松吸入粉雾剂): 用于治疗哮喘, 改善中重度哮喘患者临床症状和肺功能, 减少急性发作用风险。我国哮喘患者近 5000 万人, 其中中重度患者占比约 25%, 哮喘具有易复发、难根治、变应原多等难点, 对此 2022 年远大和诺华合作引进这两款粉雾剂。产品特点在于 A) 医保乙类, 独家品种, 稳居细分领域领先地位。 B) 创新复方, 恩卓润是国内首款获批哮喘适应症的三联复方吸入制剂 (糖皮质激素 ICS+β2 受体激动剂 LABA+乙酰胆碱受体拮抗剂 LAMA); 恩明润是二联创新复方制剂 (ICS+LABA)。C) 疗效突出, 恩卓润相较于高剂量沙美特罗替卡松粉雾剂联合噻托溴铵吸入喷雾剂的开放三联, 24 周中度急性发作用风险的年化发生率降低了 43%; 恩明润对比常规高剂量沙美特罗替卡松粉雾剂, 重度、中重度和所有急性发作类别风险分别降低了约 26%、22% 和 19%。D) 依从性强, 恩卓润每日一次给药, 改善患者依从性; 恩明润不仅可用于成人也适用于 12 岁以上青少年。E) 装置便捷, 采用比斯海乐®装置, 易于简易、规范操作。为长期接受哮喘治疗的人群提供新的治疗方案。

图28: 呼吸板块吸入制剂平台产品



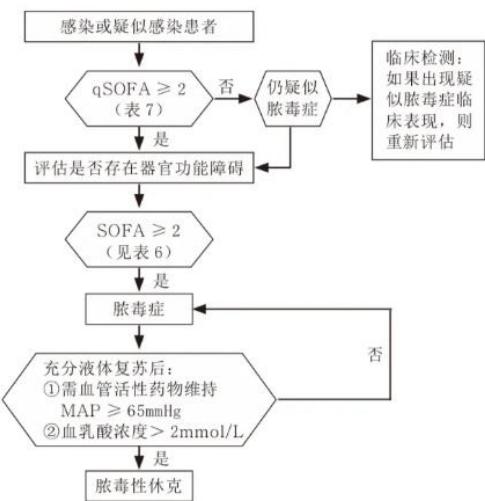
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) 布地奈德鼻喷雾剂: 作为鼻用皮质类固醇具有局部抗炎抗过敏的作用, 适用于治疗鼻炎和鼻息肉。我国成人过敏性鼻炎患病率约 17.6%, 患病群体已近 2.5 亿人口; 然而诊断率仅 37.3%, 治疗率为 45.0%, 存在极大的临床未满足需求。根据米内网 2023 年数据, 鼻用药物市场规模近 35 亿元, 2019-2023 年 CAGR 达 10.4%, 其中, 布地奈德和丙酸氟替卡松的销售基本以外资为主, 国产替代机会较大。2024 年远大收购了百济制药 100% 的股权并获得其技术领先的鼻喷制剂平台, 三款核心产品为布地奈德 (2023 年 11 月首仿上市)、丙酸氟替卡松 (2025 年 4 月我国首仿上市) 和糠酸莫米松鼻喷雾剂。

3.2. 呼吸及危重症领域: 脓毒症 STC3141 有望成为全球大药, 关注临床研发至上市进度及海外授权进展

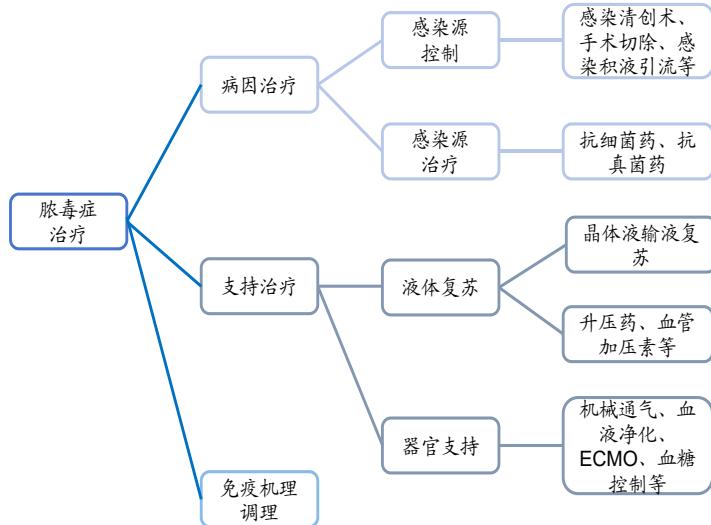
脓毒症是感染过度反应导致的器官功能障碍综合征。脓毒症是一种由感染引起全身炎症反应综合症, 多由创伤、感染诱发, 常见于肺炎、消化道感染、腹膜炎、胆管炎、泌尿系感染、蜂窝织炎、菌血症及多发伤等严重创伤或感染性疾病的患者, 是重症监护病房 (ICU) 中常见的危重症之一。高危人群为老年人、免疫力低下者、慢性病 (糖尿病、肝硬化) 患者、创伤或术后患者。脓毒症的诊断核心为感染证据+器官功能障碍, 推荐临床使用序贯器官衰竭估计评分 (SOFA) 评分或床旁快速评估工具 qSOFA。机理来说, 感染后细菌及毒素激活机体的炎症反应细胞, 释放 TNF- α 、IL-1 β 、IL-6 等炎性介质, 引发局部或全身炎性失控并伴免疫抑制, 则进展为脓毒症, 标志机体免疫炎症反应陷入失代偿。此时免疫抑制引发的严重感染将进一步加剧全身炎症反应, 多种病理学恶化, 导致或加重器官衰竭甚至死亡。

图29: 成人脓毒症诊断路径



数据来源: 中国脓毒症/脓毒性休克急诊治疗指南(2018), 东吴证券研究所

图30: 脓毒症治疗路径



数据来源: 中国脓毒症早期预防与阻断急诊专家共识, 东吴证券研究所

脓毒症发病率死亡率较高，我国市场规模约 230 亿元，全球约 125 亿美元。据全球范围内每年新发脓毒症约 4,900 万例，超 1/5 的患者死亡，约占全球总死亡人数的 20%；国内重症监护病房的脓毒症发生率为 20.6% ~ 50.8%，按推测中国每年约有 480 万人患有脓毒症，约 1/3 的患者发生院内死亡。在高收入国家，脓毒症患者的全院平均治疗费用超过 3.2 万美元。根据贝哲斯咨询，2022 年中国脓毒症治疗市场规模约为 230.7 亿元人民币；根据 Wise Guy Reports，2024 年全球脓毒症治疗药物市场规模为 125.4 亿美元，预计到 2032 年市场规模将达到 193.7 亿美元，期间 CAGR 为 5.58%。

免疫调理是脓毒症发病关键，亟需针对性新药。近期研究显示，脓毒症发生过程中存在固有免疫和适应性免疫受到抑制的现象，包括成熟粒细胞减少以及成熟比例下降、单核-巨噬细胞“内毒素耐受”现象、树突状细胞减少、淋巴细胞减少等。因此恢复免疫平衡是预防和治疗脓毒症的重要环节之一。然而目前脓毒症的临床治疗重点是控制感染、恢复灌注和器官支持，针对宿主免疫反应失调的发病机制及免疫学特征的用药仍是空白。

表2：STC3141 全球多国家及适应症临床研究进展

国家	适应症	获批时间	临床研究阶段	完成时间	是否达到临床终点
中国	脓毒症	2023年7月	II期	/	是
澳洲	脓毒症	2020年4月	Ib期	2023年6月	是
比利时	脓毒症	2022年1月	Ib期	2023年6月	是
中国	ARDS	2021年3月	Ib期	2022年10月	是
比利时	重症新冠病毒感染肺炎	2021年4月	IIa期	2022年7月	是
波兰	重症新冠病毒感染肺炎	2021年9月	IIa期	2022年7月	是
英国	重症新冠病毒感染肺炎	2021年10月	IIa期	2022年7月	是

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

STC3141 的 II 期临床达到终点，有望填补脓毒症重建免疫平衡的用药空白。STC3141 是远大医药自主开发的、拥有全球知识产权的、具有全新作用机制的小分子化合物，通过中和胞外游离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，可用于多种重症适应症。2025 年 5 月，STC3141 用于治疗脓毒症的 II 期临床研究成功达到临床终点 (CTR20233109)，入组了 180 名患者，主要终点为第 7 天 SOFA 评分较基线的变化值。结果显示治疗组第 7 天 SOFA 评分较基线均有明显下降，尤其是高剂量组，降幅明显大于安慰剂组，差异具有统计学显著性和临床意义。全球临床开发方面，STC3141 已在中国、澳大利亚、比利时、英国、波兰五大洲五个国家获批七个临床批件，完成了四项针对患者的临床研究并全部成功达到了临床终点。STC3141 作为全球首个以重新构建免疫稳态为核心的脓毒症治疗方案，针对机体免疫失调的核心病因，有望打破脓毒症领域长期缺乏针对性药物的困境。

表3: STC3141 全球多国家及适应症临床研究进展

	乐观	中性	悲观	备注
脓毒症发病率(人/十万人)	422			发病率根据2023年文献引自《Critical Care》，患病人数根据中国人口推算；假设届时65%的人能被正确诊断并选择治疗
脓毒症人数(万人)	591			
治疗率	65%			
免疫调节类药物渗透率	50%			我们假设选择免疫治疗的患者占比50%；公司作为脓毒症首款病因药物享有较高市占率
STC3141市占率	30%	20%	10%	
平均用药时长(次)	5			我们考虑达峰时已降价以及国内患者支付能力，假设平均单价8千元
平均单价(元)	8000			
获批风险系数	65%			远大已完成多项I期临床，且180人的II期临床成功达到主要终点，我们假设该药上市的风险系数为65%
风险校正后销售额(亿元)	149.71	99.81	49.90	

数据来源: Critical Care, 专家交流, 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 五官科领域: 术后抗炎镇痛、翼状胬肉、干眼症、蠕形螨睑缘炎等多管线并进

远大在五官科领域 2024 年营收 27.0 亿元 (剔除汇率影响后同比+19.3%)，产品覆盖包括眼科、耳鼻喉科、口腔科等多科室疾病，形成了覆盖全国的营销网络，建立了专业化营销团队，涵盖化学制剂、中药制剂及健康产品、器械、OTC、处方药等几大类别。核心产品包括和血明目片、金嗓系列、脉血康、瑞珠和诺通等。远大在眼科术后抗炎镇痛、翼状胬肉、干眼症、近视、蠕形螨睑缘炎及蠕形螨导致的眼板腺功能障碍等存在明确临床需求的方向布局了五款创新药物研发管线。

酒石酸伐尼克兰鼻喷雾剂 OC-01 治疗干眼症: 通过分布在鼻腔内的三叉神经激活副交感神经系统，导致基础泪液分泌增加，从而达到治疗干眼的目的。根据《国人干眼多中心大数据报告》，中国干眼症患者约有 3.6 亿人；并根据药渡数据库，预计 2030 年中国干眼症药物市场规模将增至 67 亿美元。2024 年 11 月伐尼克兰鼻喷雾剂于我国获批上市。

图31: 五官科领域产品

五官科领域产品		
中成药	OTC	创新药
<p>金嗓系列</p> <ul style="list-style-type: none"> 全国独家品种，喉科全病种覆盖 金嗓开音、清音属于兼具处方药和非处方药属性的双跨品种 <p>和血明目片</p> <ul style="list-style-type: none"> 用于眼底疾病，为中国全国独家品种，国家中药保护品种，国家医保目录和国家基本药物目录收载品种 <p>脉血康系列</p> <ul style="list-style-type: none"> 目前国内唯一标注了抗凝血酶活性单位的中成药 	<p>瑞珠 聚乙二醇滴眼液</p> <ul style="list-style-type: none"> 单支装无防腐剂人工泪液产品，治疗干眼的一线用药 <p>瑞珠 赛洛唑啉鼻喷剂</p> <ul style="list-style-type: none"> 缓解鼻塞的鼻减充血剂，不含有激素和麻黄碱，成人和儿童均可适用 鼻用喷雾剂为国产独家剂型 	<p>OC-01 伐尼克兰鼻喷雾剂</p> <ul style="list-style-type: none"> 目前全球首款且唯一一款获批治疗轻、中、重度干眼的无防腐剂、多剂量、无菌包装鼻喷雾剂 <p>TP-03</p> <ul style="list-style-type: none"> 2023年7月获得FDA批准上市，是目前FDA批准的首款也是唯一一款针对蠕形螨睑缘炎的药物。(中国待上市)

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

GNP01768/TP-03/洛替拉纳滴眼液治疗蠕形螨睑缘炎：选择性抑制蠕形螨体内的 γ -氨基丁酸门控氯离子通道 (GABA-Cl)，使虫体麻痹和死亡，彻底治愈蠕形螨睑缘炎。蠕形螨睑缘炎是蠕形螨感染睑缘所致的慢性炎性反应性疾病，约占所有睑缘炎病例的 60% 以上，中国目前有超过 4,000 万蠕形螨睑缘炎患者，且并未有针对蠕形螨睑缘炎的药物上市。已于 2023 年 7 月获得 FDA 批准上市 (Tarsus 的 Xdemvy)，是 FDA 目前批准的首款也是唯一一款针对蠕形螨睑缘炎的药物，2024 年便实现销售额 1.80 亿美元，共计售出约 16.3 万瓶；2025Q1 销售额 7,830 万美元 (同增+18%)。在我国已于 2024 年 12 月获得 CDE NDA 受理，我们预计将于 2026 年获批上市销售。

丙酸氯倍他索眼用纳米混悬液 GPN00833 用于术后抗炎镇痛：具有局部抗炎活性和较强的毛细血管收缩作用。根据观研网数据，我国 60-89 岁人群白内障发病率是 80%，90 岁以上发病率达 90% 以上，预计我国 2025 年白内障病人超 15,000 万人。该产品已于 2024 年 3 月获得美国 FDA 批准上市；2024 年 11 月完成了中国开展的 III 期临床并顺利达到临床终点。

脉血康胶囊/片：属于医保和国家基药目录品种，用于改善血液循环，可用于治疗冠心病、急性脑梗死、缺血性脑卒中、不稳定型心绞痛等心脑血管疾病，通过 2024 年收购多普泰制药获得该产品。

多管线推进中：1) GPN00136 治疗干眼症：2023 年 4 月在我国获批 II 期临床。**2) CBT-001 治疗翼状胬肉：**2025 年 6 月完成国际多中心 III 期全部患者入组。**3) GPN00884 用于延缓儿童近视：**2024 年 8 月已经完成中国 I 期临床全部受试者入组给药。

表4：制药科技板块在研管线

板块	方向	产品	适应症	I期	II期	III期	NDA/注册	上市
五官科	眼科	GPN00153 (CBT-001)	翼状胬肉					
		GPN00833 (APP13007)	抗炎镇痛					
		GPN00136 (BRM421)						
		OC-01	干眼症					
		OC-02						
		GPN01768 (TP-03)	蠕形螨睑缘炎					
		GPN00884	蠕形螨导致的睑板腺功能障碍					
呼吸及危重症	呼吸	Ryaltris	近视防治					
	危重症	STC3141	过敏性鼻炎					
		APAD	脓毒症					
mRNA 平台	肿瘤	ARC01 (A002)	脓毒症					
● 中国大陆		● 海外						

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 心脑血管急救领域：集采影响出清，收并购丰富管线宽度

远大在心脑血管急救领域 2024 年营收 21.8 亿元 (剔除汇率影响后同比-9.3%)，拥有超过 30 个品种，急救方面，14 个品种纳入了中国国家急救药品目录，16 个品种纳入了短缺药品目录；慢病管理方面，核心产品能气朗、合心爽/合贝爽、依普利酮片等持续

领跑细分市场。其中利舒安®去甲肾上腺素注射液为公司过往最大品种，2024年纳入第十批国家集采，采购额为4.7亿元，集采后对业绩短期压制。

公司心脑血管急救领域研发产品超过20款，持续开发急抢救与慢性疾病管理两大方向。增量品种包括1)合心爽/合贝爽®地尔硫草片+胶囊，用于冠心病心绞痛的畅销心血管急救药，和2)安步乐克®沙格雷酯，用于下肢动脉粥样硬化病变的二级预防，通过2024年收购天津田边，3)力美通®依普利酮片，新一代盐皮质激素受体拮抗剂(MRA)降压药，2023年首仿上市并纳入乙类医保，单价相较于原研药大幅降低，给高血压患者带来更多选择。

图32：心脑血管急救领域产品

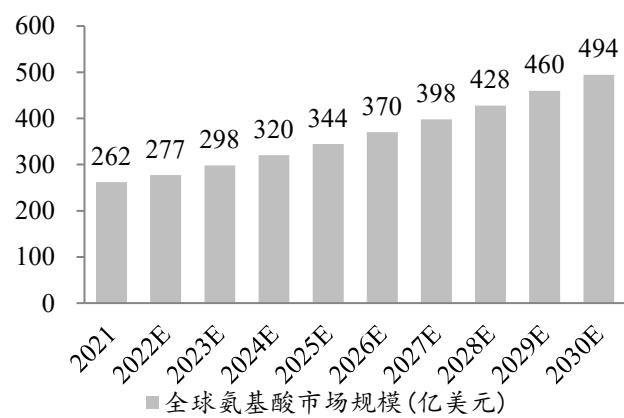


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 生物科技板块：氨基酸及牛磺酸产能规模位居世界前列

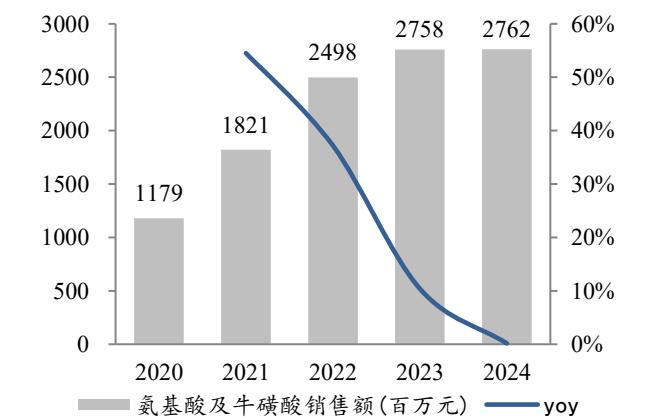
生物科技领域以氨基酸产品为核心业务，定位于全球高品质氨基酸优质服务商。截至2024年年报，拥有发明专利近300项，拥有完备的国内外质量体系认证，荣获国家绿色工厂、国家制造业单项冠军示范企业、国家专精特新企业、国家知识产权示范企业等多项殊荣。

图33：全球氨基酸市场规模（亿美元）



数据来源：无锡晶海招股书，东吴证券研究所

图34：公司氨基酸及牛磺酸销售额（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

氨基酸：氨基酸原料药主要用于输液制剂，营养补充剂，治疗药物等。医药、食品和营养保健品等应用领域对氨基酸的需求不断加大，全球氨基酸市场规模也将呈现快速增长趋势。**市场规模：**根据 Polaris Market Research 数据，全球氨基酸市场规模从 2021 年 261.9 亿美元增至 2030 年 494.2 亿美元，预计在 2022-2030 年 CAGR 为 7.5%。根据 QY Research，2024 年全球氨基酸原料药市场销售额达到 17.2 亿美元，预计 2031 年将达到 27.98 亿美元，2025-2031 年 CAGR 为 7.3%。**竞争格局：**国内氨基酸主要企业有远大医药、华恒生物、无锡晶海、佳禾生物、冀荣药业等。远大医药在氨基酸领域深耕 20 余年，以合成生物学为核心，是国内首家获得氨基酸“同线同标同质”三同认证证书的企业，保障了中国高品质氨基酸的安全稳定供应。公司氨基酸产业部分核心产品市占率位居世界前三，牛磺酸产能规模位居世界第二。

牛磺酸：牛磺酸在下游市场主要是食品饮料（占比约 45%）、宠物食品（30%）、保健品（14%）三大领域，特别是在饮料和保健食品领域需求增长迅速，近两年宠物消费也快速崛起，另有植物基饮料、化妆品领域等新需求。主要生产厂家为永安药业、远大医药、圣元环保和江阴华昌等。

公司氨基酸相关产品优势在于，**1) 高质量与国际认证**，拥有完善的国内外质量认证体系，核心产品通过了欧美日、东南亚、中国等多国药监/食品体系认证，展现出强大的海外市场拓展能力。**2) 产业链规模**，远大拥有各类氨基酸及其衍生品近 50 种，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企业。**3) 原料药制剂一体化**，公司积极拓展制剂产品，自主研发的两款功能性膳食营养补充剂已获得美国 FDA 认证，并已在美国实现了商业化；国内已有十余款自主研发的功能性食品获批上市。**4) 国际化**，氨基酸销售网络覆盖了欧美日、东南亚、中国等全球 140 多个国家和地区，海外业务占比超过 40%。

图35：生物科技板块子公司及产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5. 心脑血管精准介入板块

远大医药秉承“精准治疗”的治疗理念，围绕通路管理、结构性心脏病及心衰三个

方向进行全方位布局，搭建高端医疗器械产品集群。实现“无源+有源”创新器械平台的全面建设，员工超过220人，其中，研发团队超过50人，且硕士和博士占比超过60%，并已经和美国、加拿大、德国、意大利、瑞士等多国临床中心或者研发平台进行技术合作，开启迈向全球化研发新进程。目前板块已布局27款产品，其中20款通路管理产品、1款结构性心脏病产品在中国获批上市，三个方向均有重点在研产品：

图36：心脑血管精准介入板块产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

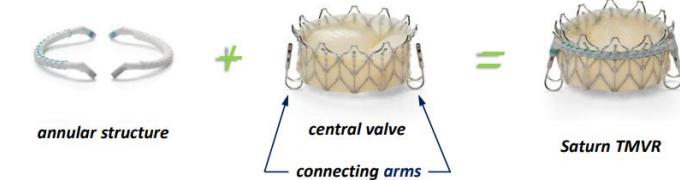
1) 通路管理方向：全球创新型内源性组织修复产品 aXess：用于终末期肾脏病(ESRD)患者建立移植植物血管内瘘(AVG)开展血液透析治疗的全球创新内源性组织修复产品。为患者自体组织修复提供基础结构框架，加快透析通路的建立，降低血栓以及相关并发症的发生。aXess 临床效果优异，欧洲 FIM 研究显示次级通畅率为 100%、一次辅助通畅率为 78%，感染发生率为 0。2024 年 11 月 aXess 在美国获批开展的关键性临床完成首例入组，2025 年 1 月在欧洲开展的关键性临床研究完成了全部患者入组，在中国的注册工作也在积极地推进中，有望与 APERTO® OTW 在血液透析领域形成协同。

图37：内源性组织修复 aXess 临床效果优异



数据来源：MedTF 公众号，东吴证券研究所

图38：二尖瓣置换系统 Saturn 示意图



数据来源：InnovHeart 官网，东吴证券研究所

2) 结构性心脏病方向：全球创新型二尖瓣置换系统 Saturn：用于二尖瓣置换，创新性地将瓣环重建技术与瓣膜置换技术相结合，提升器械适配性，通过经房间隔的介入方式植入，避免手术创伤，缩短术后恢复时间。2024 年 6 月在美国完成首例患者入组，

中国注册工作也在积极地推进中。

3) 心衰方向: 全球创新型心室辅助器械 CoRISMA: 治疗三级和终末期心衰的经导管完全植入的心室辅助医疗器械, 采用能量传输技术无线供电, 目前正与耶鲁大学孵化的创新性医疗器械公司进行产品的合作开发。

表5: 心脑血管精准介入板块在研管线

细分方向	产品	适应症	临床前	临床	上市
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	●●		

● 中国大陆 ● 海外

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 盈利预测

- **核药及心脑血管精准介入板块:** 核药领域市场来说, 根据弗若斯特沙利文测算, 2023 年, 中国显像诊断和治疗用放射性药物市场规模为 50 亿元人民币, 并伴随中国放射性药物领域政策规划的推动, 放射性药物的市场规模将在后续保持稳定增长, 预计 2021-2025 年 CAGR 为 32.4%。预计到 2030 年, 市场规模将增至 260 亿元人民币, 2025-2030 年 CAGR 为 22.7%。2024 年核药板块增速超预期, 实现收入 5.89 亿港元 (剔除汇率后同增 176.6%), 源于易甘泰®钇[90Y]已有 70 多家医院的 1100 多名医生进行了其手术培训, 并纳入了 45 个惠民保, 前期较长的准入积累带来了快速放量; 基于前期积累, 我们判断钇[90Y]将持续带来高增速。同时, TLX591-CDx (68Ga-gozetotide) 的中国进度于 25 年 5 月完成了 III 期临床的全部患者入组给药, 并计划 25 年内递交 NDA, 我们判断 26 年或将获批上市。鉴于 TLX591-CDx 在海外的优异市场情况, 2024 年海外收入 7.83 亿澳币, 2025Q1 销售 1.51 亿美元 (yoY+35%), 我们判断其在国内上市后也将快速放量。心脑血管精准介入领域公司已布局 27 款产品, 其中 20 款通路管理产品、1 款结构性心脏病产品在中国获批上市, 通过与器械企业不断进行研发、商业化开发等合作, 搭建高端医疗器械产品集群, 迎来较快增长。
- **制药科技板块:** 主要在售产品为切诺®桉柠蒎肠溶胶囊、甲硝唑口颊片、和血明目片、金嗓系列、能气朗辅酶 Q10 等产品, 深受消费者信赖, 保持稳定增长; 然而利舒安®去甲肾上腺素为公司过往最大品种, 2024 年纳入第十批国家集采, 将对业绩短期压制。公司增量品种包括呼吸及危重症领域 2022 年诺华合作产品恩卓润/恩明润®茚达格莫和茚达特罗莫米松吸入粉雾剂、2024 年新收购的产品布地奈德鼻喷雾剂、2023 年 11 月递交 NDA 并即将上市的产品丙

酸氟替卡松；五官科领域伐尼克兰鼻喷雾剂于2024年底获批上市、脉血康于2024年收购多普泰医药获得；心脑血管急救领域2025年收购天津田边获得合心爽/合贝爽®地尔硫草片/胶囊、安步乐克®沙格雷酯、2023年底首仿上市的力美通®依普利酮片，增量品种有望贡献部分业绩增量。

➤ **生物技术板块：**主要产品为氨基酸及牛磺酸等产品。公司在氨基酸产业核心产品半胱氨酸系列市场地位及产能规模位居世界第一，牛磺酸产能规模位居世界第二。我们预计根据目前价格较为稳定的情况，将保持较为稳定的业绩体量。

表6：收入拆分（百万港元）及预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	11,645	12,203	13,292	14,663
YoY	10.11%	4.80%	8.92%	10.31%
毛利率	59.9%	58.9%	59.0%	59.2%
核药及心脑血管精准介入	816	1224	1636	2440
YoY	148%	50%	34%	49%
制药科技	7318	7363	7932	8386
YoY	9.60%	0.61%	7.73%	5.72%
生物技术	3511	3616	3725	3836
YoY	5.90%	3.00%	3.00%	3.00%

数据来源：wind，东吴证券研究所

6.2. 投资评级

我们预计2025-2027年，公司营业收入分别为122.03/132.92/146.63亿港币，归母净利润为20.76/24.22/27.64亿港币，对应当前市值的PE为14/12/11倍。我们选择与公司仿创药业务相近的中国生物制药、翰森制药、石药集团作为可比公司，均有较为稳定的成熟产品，同时加强创新药研发。2025-2027年可比公司平均PE为25/23/20x，远大医药的PE为15/13/11倍，我们认为公司仍被低估；同时具备创新核药平台，STC3141、术后抗炎镇痛、翼状胬肉、干眼症等后线产品具备大单品潜力，我们判断公司当前创新属性尚未完全体现，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：可比公司估值表

证券简称	证券代码	总市值 (亿港元)	归母净利润（亿港元）					PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中国生物制药	1177.HK	981	38	39	45	51	16	25	22	19
翰森制药	3692.HK	1,743	47	50	53	60	22	35	33	29
石药集团	1093.HK	919	47	58	61	67	12	16	15	14
平均值								17	25	23
远大医药	0512.HK	308	25	21	24	28	7	15	13	11

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 远大医药数据为东吴证券研究所预测数据, 可比公司数据为 wind 一致预期, 预测时间为 2025 年 6 月 24 日

7. 风险提示

新药研发进展不及预期风险: 公司基于未来发展所需, 每年投入大量资金用于药品的研发。药物从实验室研究、中试、获得药品注册批件到正式生产需要经过多个环节的审批, 前期的资金、技术投入较大, 周期较长, 行业进入门槛高。随着国家监管法规、注册法规的日益严格, 药品研发存在不达预期以及药品注册周期可能延长的风险。

医药政策改革风险: 近年来, 随着医药体制改革不断深入, 国家对医药行业的管理力度不断加大。药品审批、质量监管、药品招标、公立医院改革、医保控费、两票制、药品集中采购等系列政策措施的实施, 为整个医药行业的未来发展带来重大影响, 使公司面临行业政策变化带来的风险。

药品销售不及预期风险: 价格降幅超预期的风险及市场格局竞争加剧的风险。

投资风险: 投资风险被定义为任何一项投资相对于其预期回报出现亏损的可能性。公司进行了多项子公司收并购及股权投资, 存在收益不及预期的风险。

远大医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,025.52	10,378.55	13,759.95	17,660.30	营业总收入	11,644.89	12,203.31	13,292.39	14,662.81
现金及现金等价物	1,340.98	2,955.55	5,530.72	8,443.15	营业成本	4,906.58	5,015.56	5,449.88	5,982.43
应收账款及票据	2,582.91	2,539.06	2,789.66	3,097.62	销售费用	3,256.89	3,331.50	3,522.48	3,841.66
存货	1,370.58	1,590.44	1,686.43	1,836.48	管理费用	1,365.37	1,385.08	1,462.16	1,583.58
其他流动资产	2,731.05	3,293.50	3,753.13	4,283.05	研发费用	588.14	622.37	664.62	733.14
非流动资产	16,965.64	16,530.66	16,189.45	15,883.86	其他费用	73.38	38.54	48.91	57.81
固定资产	3,782.69	3,404.42	3,063.98	2,757.58	经营利润	2,042.68	1,810.26	2,144.34	2,464.19
商誉及无形资产	3,434.03	3,262.33	3,099.21	2,944.25	利息收入	0.00	24.14	53.20	99.55
长期投资	7,791.03	7,906.02	8,068.37	8,224.13	利息支出	180.24	159.41	169.70	181.41
其他长期投资	422.08	422.08	422.08	422.08	其他收益	989.93	748.47	796.40	840.27
其他非流动资产	1,535.82	1,535.82	1,535.82	1,535.82	利润总额	2,852.36	2,423.46	2,824.23	3,222.60
资产总计	24,991.17	26,909.21	29,949.40	33,544.15	所得税	386.30	339.28	395.39	451.16
流动负债	6,573.22	7,259.43	7,800.22	8,552.98	净利润	2,466.06	2,084.17	2,428.84	2,771.44
短期借款	3,127.35	3,411.42	3,669.06	4,027.46	少数股东损益	(2.32)	7.80	7.08	7.06
应付账款及票据	1,217.36	1,379.57	1,501.93	1,620.23	归属母公司净利润	2,468.38	2,076.38	2,421.75	2,764.37
其他	2,228.52	2,468.44	2,629.24	2,905.28	EBIT	3,032.61	2,558.73	2,940.73	3,304.46
非流动负债	1,892.60	1,892.60	1,892.60	1,892.60	EBITDA	3,536.35	3,108.70	3,444.29	3,765.82
长期借款	1,256.28	1,256.28	1,256.28	1,256.28					
其他	636.32	636.32	636.32	636.32					
负债合计	8,465.83	9,152.03	9,692.82	10,445.58					
股本	35.50	35.50	35.50	35.50	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	52.13	59.93	67.01	74.07	每股收益(元)	0.70	0.58	0.68	0.78
归属母公司股东权益	16,473.21	17,697.25	20,189.56	23,024.50	每股净资产(元)	4.64	4.99	5.69	6.49
负债和股东权益	24,991.17	26,909.21	29,949.40	33,544.15	发行在外股份(百万股)	3,549.57	3,549.57	3,549.57	3,549.57
					ROIC(%)	13.28	10.16	10.62	10.61
					ROE(%)	14.98	11.73	12.00	12.01
					毛利率(%)	57.86	58.90	59.00	59.20
					销售净利率(%)	21.20	17.01	18.22	18.85
					资产负债率(%)	33.88	34.01	32.36	31.14
					收入增长率(%)	10.11	4.80	8.92	10.31
					净利润增长率(%)	31.30	(15.88)	16.63	14.15
					P/E	12.18	14.48	12.41	10.88
					P/B	1.83	1.70	1.49	1.31
					EV/EBITDA	5.68	10.22	8.55	7.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为港元,港元汇率为2025年6月22日的0.9146,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

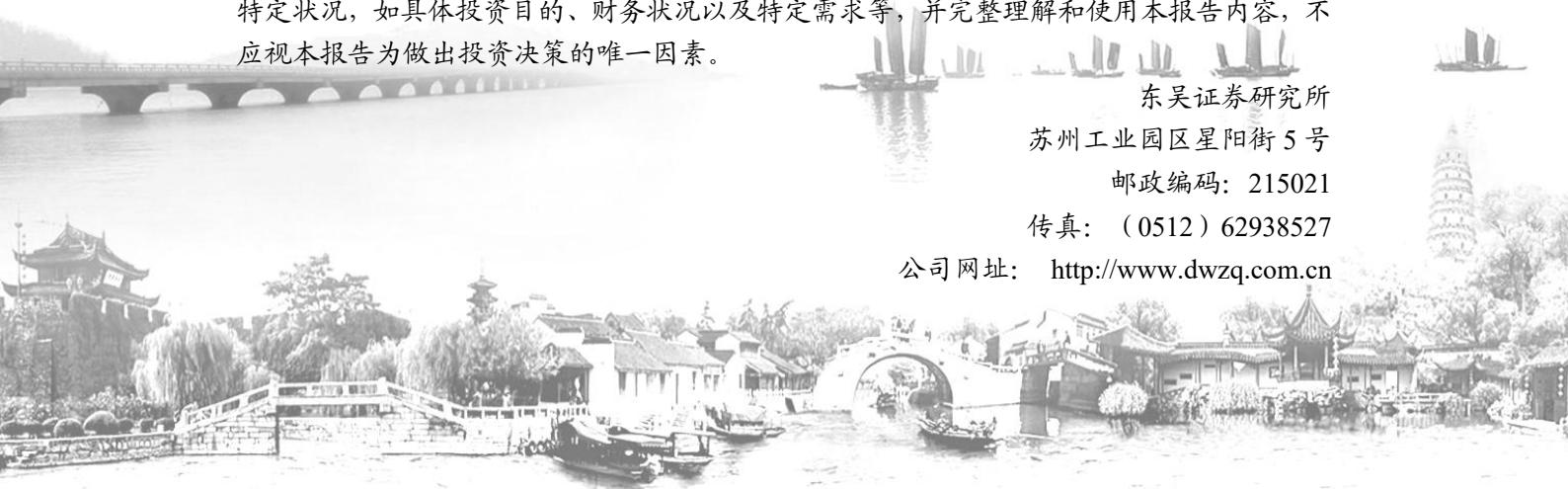
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>