

远大医药(0512.HK)

核药管线多元拓展，STC3141具备脓毒症FIC潜力

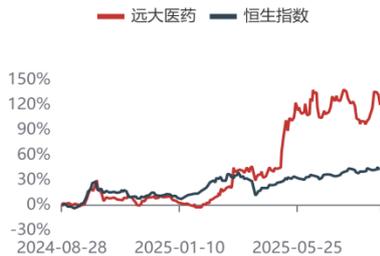
推荐（首次）

股价：9.40 港元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.grandpharm.com
大股东/持股	Outwit Investments Limited
实际控制人	胡凯军
总股本(百万股)	3549.57
流通B/H股(百万股)	841.12
总市值(亿港元)	322
每股净资产(港元)	4.83
资产负债率(%)	34.67

行情走势图



证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
韩盟盟	投资咨询资格编号 S1060519060002 hanmengmeng005@pingan.com.cn
张梦鸽	投资咨询资格编号 S1060525070003 ZHANGMENGGE752@pingan.com.cn

平安观点：

- 战略聚焦核药领域，产品布局全面多元。**据 BCC 预测，2024-2029 年全球核药市场复合年增长率为 16.4%，预计 2029 年达 219 亿美元，公司快速布局，凭借诊疗一体化技术和成都甲级核素生产基地的投产，有望在核药市场中抢占市场份额。公司在核药靶向抗肿瘤药物领域构建了覆盖研发、生产、销售的全球化全产业链布局，核心产品钇[90Y]微球注射液（易甘泰®）作为国内首个肝癌治疗核药，已累计治疗近 2000 例患者，2024 年国内销售收入达 5 亿港元（yoy+140%），并被纳入 CSCO 等国内外权威指南。公司通过收购 Sirtex、引进 Telix 的 RDC 技术和自主研发等方式，形成 12 款临床注册在研管线，覆盖前列腺癌（TLX591/TLX591-CDx）、肾癌（TLX250/TLX250-CDx）等癌种，其中 4 款国内管线进入临床 III 期。
- 呼吸及危重症业务增长显著，STC3141 脓毒症临床试验疗效显著。**2024 年公司制药科技板块呼吸及危重症方向收入同比增加 26.9%。全球首创重建免疫稳态疗法的脓毒症药物 STC3141 国内临床 II 期试验结果疗效显著，药物治疗组第 7 天 SOFA 评分（尤其高剂量组）降幅明显大于安慰剂组，上市指日可待，有望打破长期缺乏脓毒症针对性治疗药物的全球困境，为公司带来新的业绩增长点并提升公司在重症治疗领域的国际竞争力。
- 传统制药科技板块根基稳固，专科产品矩阵精研深筑疾病多领域。**公司专注于核药及心脑血管精准介入诊疗、制药科技、生物科技三大领域。2025 年上半年公司实现营收 61.1 亿港元（yoy+1.0%），实现归母净利润 11.7 亿港元（yoy-26.1%）；其中，公司制药科技占总营收 63.0%，重点产品包括五官科的血明目片和瑞珠，呼吸及重症抗感染的金嗓系列、切诺和恩卓润/恩明润。公司 260+ 医保品种，并有多款专科产品在研，传统制药科技板块兼具长期现金流稳定性与创新成长性。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	10530	11645	12050	13372	15383
YOY(%)	10.1	10.6	3.5	11.0	15.0
净利润(百万港元)	1880	2468	2021	2347	2756
YOY(%)	-9.6	31.3	-18.1	16.2	17.4
毛利率(%)	62.0	57.9	58.9	59.5	60.0
净利率(%)	18.0	21.2	16.9	17.7	18.0
ROE(%)	12.4	15.0	11.3	12.0	12.8
EPS(摊薄/港元)	0.53	0.70	0.57	0.66	0.78
P/E(倍)	17.8	13.5	16.5	14.2	12.1
P/B(倍)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **远大医药传统制药科技板块根基稳固，创新管线驱动有望实现未来高增长，首次覆盖给予“推荐”评级。** 公司是国内核药及高端制剂领域的企业，核药领域核心产品为钇[90Y]微球注射液，具备完整的“诊疗一体化”核药国际化研发管线，实现了对肝癌、前列腺癌、神经内分泌肿瘤等适应症的全面覆盖。公司业务丰富，除传统制药（呼吸急救、心脑血管、五官科）外，对核药抗肿瘤诊疗、心脑血管介入器械进行前瞻性布局。因此我们选取在 H 股上市同为创新药与高端仿制药模式结合的公司，包括绿叶制药、康哲医药、中国生物制药，作为远大医药的可比公司对公司进行估值。2025 年可比公司 PE 均值为 22 倍，远大医药 2025 年 PE 估值为 17 倍，低于可比公司均值。我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 20.21/23.47/27.56 亿港元、对应 PE 分别为 17/14/12 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示**：1. 行业政策风险。2. 行业政策风险。3. 产品研发不及预期风险。4. 市场竞争加剧风险。5. 产能释放销量增长不能与集采降价对冲风险等

正文目录

一、 创新领航核药发展，构建肿瘤诊疗优势护城河	5
1.1 精准诊疗领域技术领先，前瞻布局核药领域	5
1.2 业绩增长稳健，核药板块表现亮眼	5
1.3 全球型创新药企，市场遍及上百个国家	7
二、 核药管线步入收获期，差异化布局优势凸显	8
2.1 核药——精准抗肿瘤诊疗的新突破口	8
2.2 放射性配体核药精准治疗趋势明显，全球研发商业化加速	11
2.3 远大部署核药领域多年，在研产品丰富	16
2.4 易甘泰®——国内稀缺性极强创新型核药，肝癌治疗潜力巨大	17
2.5 TLX591 靶向放射疗法进展迅速，前期国际多中心临床验证其安全有效	18
三、 制药科技板块发展稳健，创新产品持续突破	19
3.1 制药科技板块根基深厚，多领域产品生态枝繁叶茂	19
3.2 脓毒症治疗市场潜力巨大，STC3141 展现突破性治疗前景	21
四、 盈利预测和估值评级	24
4.1 盈利预测假设与业务拆分	24
4.2 相对估值和评级	25
五、 风险提示	26

图表目录

图表 1	公司发展历程	5
图表 2	公司 2020-2025 年上半年营业收入及增速	6
图表 3	公司 2020-2025 年上半年归母净利润及增速	6
图表 4	公司 2020-2025 年上半年费用率情况	6
图表 5	公司 2020-2025 年上半年净利率和毛利率	6
图表 6	公司 2022-2025 年上半年各板块收入情况	7
图表 7	公司 2023-2025 年上半年各板块营收增速	7
图表 8	公司 2020-2024 年分红现金总额	7
图表 9	公司全球合作伙伴	8
图表 11	2017-2030E 年中国核药市场规模	9
图表 12	癌症主要治疗方式与优劣对比	9
图表 13	核药放射性核素特性与临床应用	10
图表 14	全球在研 III 期及以上核药靶点布局与对应适应症（截至 2025 年 5 月不完全统计）	10
图表 15	RDC 作用原理示意图	11
图表 16	全球放射性核素治疗用药物活跃临床全景图（截至 2024 年 12 月）	12
图表 17	全球上市核药布局一览（不完全统计）	12
图表 18	2019-2024 年全球 Pluvicto、Lutathera 放量情况	14
图表 19	全球核药研发进展（截至 2025 年 6 月不完全统计）	14
图表 20	公司核药在研管线	16
图表 21	SIR-Spheres®钇[90Y]微球注射液	17
图表 22	钇[90Y]微球国内外指南推荐	17
图表 23	钇[90Y]树脂微球选择性放疗机制	18
图表 24	镥[177Lu]治疗国内外指南推荐	19
图表 25	公司制药科技板块主要产品	19
图表 26	公司制药科技板块在研管线	21
图表 27	脓毒症病理生理学总结	22
图表 28	脓毒症和脓毒症休克的临床诊断流程	23
图表 29	脓毒症主要治疗手段推荐	23
图表 30	公司收入拆分	25
图表 31	可比公司估值比较	26

一、 创新领航核药发展， 构建肿瘤诊疗优势护城河

1.1 精准诊疗领域技术领先， 前瞻布局核药领域

公司深耕核药及精准介入领域， 构建覆盖研发、 生产、 商业化的产业链布局。 远大医药是一家专注于核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技、 制药科技、 生物科技三大领域的科技创新型国际化医药企业。 自成立以来， 公司收购 Sirtex、 北京九和、 西安碑林、 武汉弘元等多家公司， 持续深耕多个治疗领域。 公司拥有放射性药品生产许可证及丰富完整的核药产品管线， 联合山东大学成立放射药物研究院， 在成都创立甲级核药生产及研发平台， 核心产品易甘泰®钇[90Y]微球注射液（国内首个获批的肝癌放射性微球疗法）覆盖中国 22 个省市的 50 余家医院。 核药抗肿瘤诊疗全球销售网络涵盖 50 多个国家和地区， 累计治疗超 15 万例患者， 彰显国际化竞争力。

图表1 公司发展历程

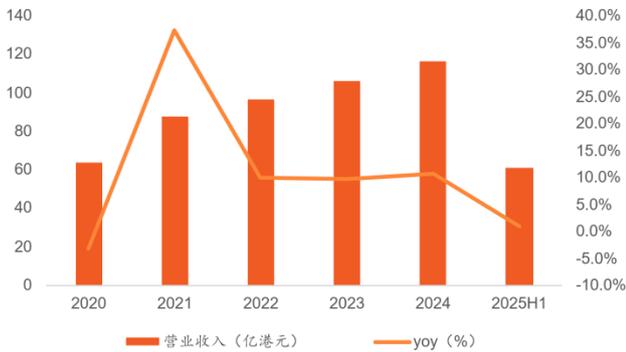


资料来源：公司官网、平安证券研究所

1.2 业绩增长稳健， 核药板块表现亮眼

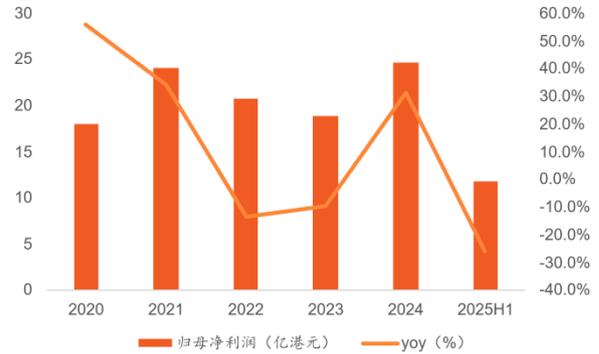
公司业绩稳中有升， 2025 年上半年实现收入 61.1 亿港元， 核药板块驱动近期业绩回升。 2020 年， 公司实现营业收入 63.9 亿港元 (yoy-3.24%)， 实现归母净利润 17.9 亿港元 (yoy+55.8%， 利润端包括了对 Telix 投资而带来的公允价值变动收益)。 收入端减少系受限于 COVID-19 疫情的影响， 处方药销售承压。 2021 年公司实现营业收入 87.7 亿港元 (yoy+37.2%)， 实现归母净利润 24.0 亿港元 (yoy+34.0%)， 主要受益于心脑血管急救产品和眼科产品的销售上升。 2022-2023 年公司营业收入稳健增加， 但是归母净利润出现下滑， 主要原因系 Telix 公允价值变动收益及 2023 年公司受到一次性行政处罚款 3.2 亿港元。 2024 年公司实现营收 116.5 亿港元 (yoy+10.6%)， 实现归母净利润 24.7 亿港元 (yoy+31.3%)， 主要得益于核药板块核心产品快速放量， 以及 Telix 公允价值变动收益增加。 2025 年上半年收益 61.1 亿港元 (yoy+1.0%)， 归母净利 11.7 亿港元 (yoy-26.1%)。

图表2 公司 2020-2025 年上半年营业收入及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所
注: 左轴代表营业收入, 右轴代表增速。

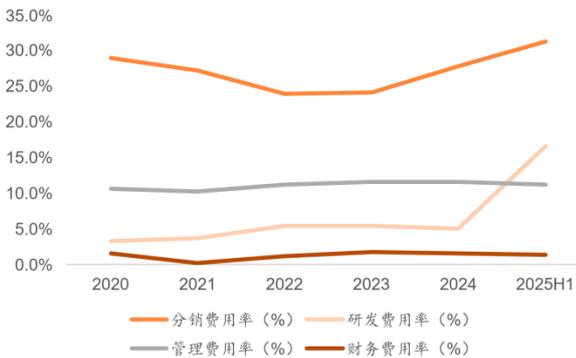
图表3 公司 2020-2025 年上半年归母净利润及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所
注: 左轴代表归母净利润, 右轴代表增速。

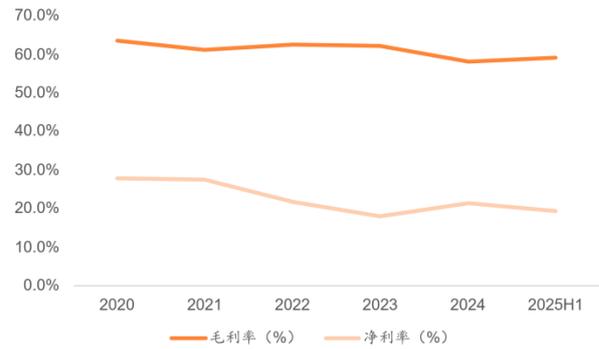
新产品推广致销售费用率提升, 毛利率触底回升至 58.9%。从 2022-2025 上半年期间费用率来看, 除销售、研发费用率有所提升外, 管理、财务费用率均保持相对稳定。2025 年上半年销售、研发、管理、财务费用率分别为 31.0%、16.7%、11.3%、1.3%。2025 年上半年毛利率、净利率分别为 58.9%、19.2%。

图表4 公司 2020-2025 年上半年费用率情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

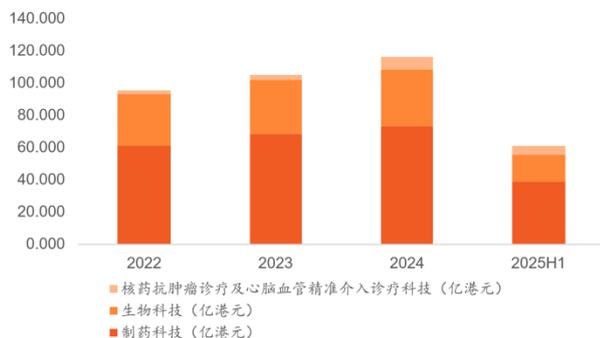
图表5 公司 2020-2025 年上半年净利率和毛利率



资料来源: wind, 平安证券研究所

各板块收入态势良好, 核药抗肿瘤诊疗业务增长迅猛。2025 年上半年各业务板块收入占比依次为制药科技 63.0%, 生物科技 27.6%, 核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技 9.5%。各板块收入总体呈现增长态势, 尤其是核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗板块表现突出, 收入 5.8 亿港元, 实现了 68.6% 的同比增长, 其中核药抗肿瘤诊疗业务板块实现收入 4.2 亿港元, 同比增长 105.5%。制药科技板块保持了稳定的增长, 收入 38.5 亿港元, 同比增加 1.9%, 其中呼吸及危重症同比增加 9.9%, 五官科同比增加 22.6%, 心脑血管急救板块由于部分产品受到集采降价的影响, 较上年同期下降了 21.8%。生物科技收入 16.8 亿港元, 同比下降 12.8%, 其中氨基酸收入下降 9.5%。

图表6 公司 2022-2025 年上半年各板块收入情况



资料来源: wind, 公司公告, 平安证券研究所

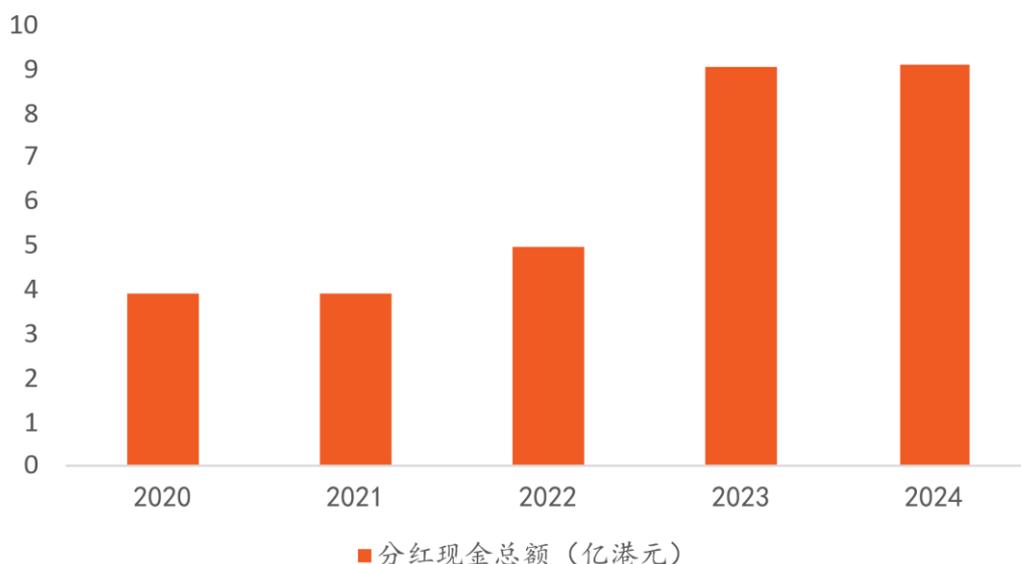
图表7 公司 2023-2025 年上半年各板块营收增速

业务板块	2023 年	2024 年	2025 年上半年
核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技	26.7%	148.3%	68.6%
制药科技	17.1%	9.6%	1.9%
生物科技	12.4%	5.9%	-12.8%

资料来源: wind, 公司公告, 平安证券研究所

分红政策稳定,持续回馈股东。公司连续多年为股东提供持续稳定的分红回报,近五年来整体趋势上分红现金总额逐年增加,2020-2021 年分红现金总额保持不变,为 3.9 亿港元;2022 年较上年增长 27.3%,分红 5.0 亿港元;2023 年较上年同比增长 82.1%,分红 9.1 亿港元;2024 年与上年相近,分红 9.1 亿港元,分红率达 36.9%。

图表8 公司 2020-2024 年分红现金总额



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.3 全球型创新药企,市场遍及上百个国家

五大技术平台引领多领域突破,国际化运营彰显综合竞争优势。公司拥有全球 5 大技术平台,9 大研发中心,30 多家国内外成员企业,超 320 位海外员工,在美国、澳大利亚、比利时、波兰、英国等 5 国获得 8 项临床批件,涉及肝癌、脓毒症等适应症。专利布局彰显技术实力,累计获有效专利 756 项(发明专利 468 项),抗感染核心专利在欧美日等 8 国获授权。氨基酸板块全球化表现突出,产品通过多国认证,销往 140 余个国际和地区,海外业务占比超 40%。核药抗肿瘤诊疗销售网络覆盖全球 50 多个国家和地区,超 15 万人次使用。

图表9 公司全球合作伙伴



资料来源：公司官网，平安证券研究所

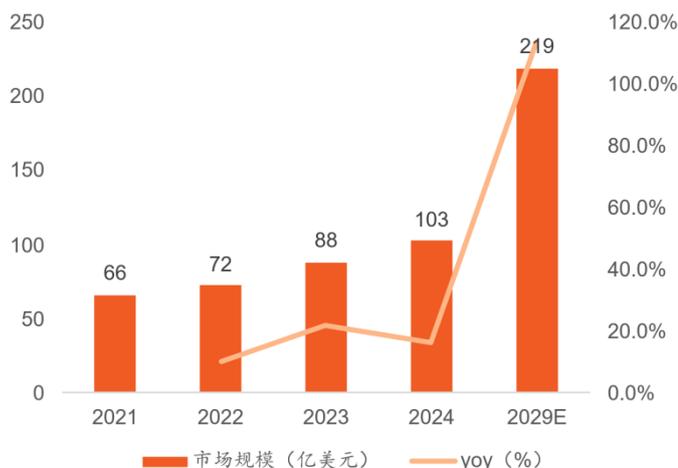
二、核药管线步入收获期，差异化布局优势凸显

2.1 核药——精准抗肿瘤诊疗的新突破口

精准抗癌的“核武器”，诊疗一体突破肿瘤治疗瓶颈。放射性药物（也称“核药”）是指含有放射性核素（同位素），用于疾病诊断、治疗或医学研究的特殊药物。由前体和放射性核素组成，前体结构是由螯合物、连接体和配体（小分子探针）三部分组成。核心原理是通过前体中靶向配体（如抗体、多肽和小分子等）精准定位肿瘤，连接体上携带的螯合物则将放射性核素递送至病灶，实现分子级精准放疗。前体搭配不同核素可以成为诊断性靶向核药（i-TR）或治疗性靶向核药（t-TR）。

治疗用核药未来潜力巨大，未来核药市场规模有望突破千亿级别。根据 BCC Research 数据，2024 年全球核药市场规模约 102.6 亿美元，2021-2024 年复合增长率 16.1%，当前市场以诊断用核药为主，但未来随治疗用核药的陆续获批上市，市场规模将进一步持续扩大，预计 2029 年达到 219.3 亿美元。据沙利文数据，2021 年中国核药市场规模已达 30 亿人民币，四年复合年增长率为 9.0%，未来预期仍以平稳较高的复合年增长率持续扩大，预计 2030 年市场规模将进一步增加至 260 亿元人民币（注：1 CNY = 0.14 USD）。

图表10 2021-2029E 年全球核药市场规模



资料来源: BBC Research, 平安证券研究所

注: 左轴代表全球核药市场规模, 右轴代表增速。

图表11 2017-2030E 年中国核药市场规模



资料来源: 沙利文《中国放射性药物产业现状与未来发展蓝皮书》, 平安证券研究所

注: 左轴代表国内核药市场规模, 右轴代表增速。

相比传统抗肿瘤手段, 核药具备三大颠覆性优势: 可视化更精准、降低耐药性和诊疗一体化。可视化精准打击, 传统放疗需凭经验划定照射范围, 易误伤正常组织; 而核药通过 PET/SPECT 成像实时显示肿瘤位置、大小及药物分布, 甚至能量化病灶放射剂量, 实现精确性靶向定位, 从而实现“诊疗一体化”, 在治疗同时通过影像动态监控肿瘤消退情况。核药克服耐药难题, 化疗和靶向药易因肿瘤基因突变失效, 而核药通过 α/β 射线直接破坏癌细胞 DNA, 辐射杀伤与肿瘤代谢途径无关, 显著降低耐药概率。

图表12 癌症主要治疗方式与优劣对比

治疗方式	治疗原理	优势	劣势
手术治疗	通过手术直接切除肿瘤组织, 适用于早期、局部未扩散的肿瘤	肿瘤治疗的最直接手段, 能够根除部分恶性肿瘤, 早期癌症根治率高	不适用于中、晚期肿瘤; 创伤大, 可能影响器官功能; 难以清除微小转移灶
放射治疗	利用高能射线 (如 X 射线、 γ 射线等) 破坏癌细胞 DNA, 抑制其生长	精准照射肿瘤, 减少对周围组织的损伤; 适用于无法手术的肿瘤 (如食管癌、肺癌)	治疗同时会杀死正常细胞, 产生毒副作用; 对远处转移的肿瘤效果有限
化学治疗	通过药物干扰癌细胞 DNA 合成或分裂, 杀死快速增殖的癌细胞	全身性治疗, 适用于转移性癌症 (如白血病、淋巴瘤); 可辅助手术或放疗, 减少复发风险	可能会导致骨髓抑制、消化道反应、脱发等不良反应; 可能产生耐药性, 长期疗效受限
靶向治疗	针对癌细胞特有的基因或异常分子设计药物, 精准抑制肿瘤生长	副作用较化疗小	适用于特定基因突变的患者; 价格昂贵, 可能产生耐药性
免疫治疗	激活患者自身免疫系统攻击癌细胞	对部分晚期癌症效果显著; 可能产生长期免疫记忆, 减少复发	部分患者可能出现免疫相关副作用; 费用极高

资料来源: 默沙东官网, 上海市浦东新区人民医院, 四川省第二中医医院等, 平安证券研究所

核素特性与载体靶向性共同决定核药临床用途。核素是指具有一定数目质子和一定数目中子的一种原子，大多数元素包含多种核素；质子数相同而中子数不同的同一元素的不同核素互称为同位素。放射性是指原子核自发衰变释放 $\alpha/\beta/\gamma$ 射线的性质，具有该性质的核素称为放射性核素。当前放射性核素治疗药物主要分为 β -发射体（如 ^{177}Lu 、 ^{90}Y ）和 α 发射体（如 ^{225}Ac 、 ^{223}Ra ）两大类。 β -粒子通过电子发射实现中等穿透深度，而 α 粒子虽射程虽（小于 $100\mu\text{m}$ ），但能产生更高密度的DNA损伤。常见核素例如 ^{177}Lu 凭借6.65天半衰期及可成像 γ 射线成为最常用核素可实现“诊疗一体”， ^{225}Ac 则因其长半衰期和高线性能量转移等在靶向 α 治疗中崭露头角，而 ^{68}Ga 则因短半衰期进而更适合快速成像。

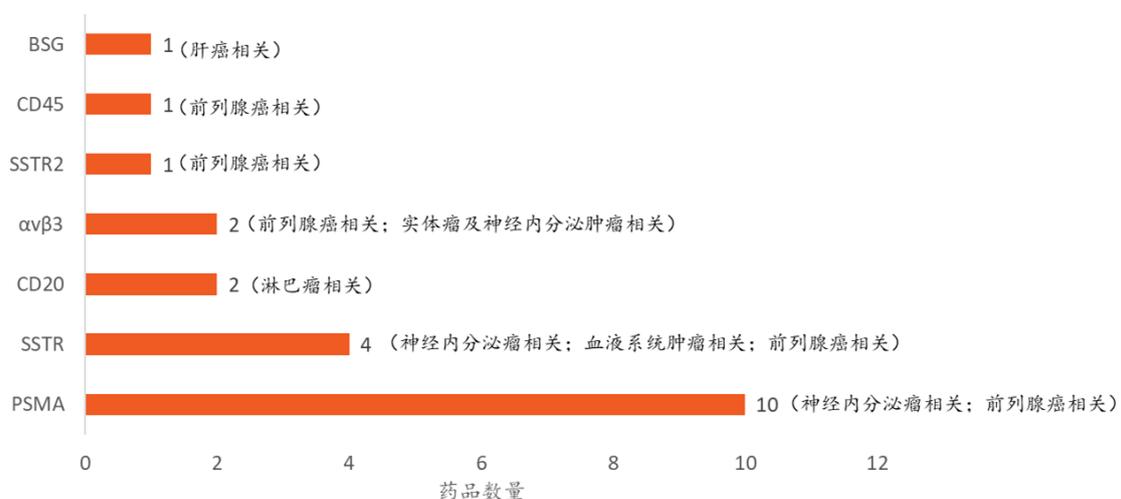
图表13 核药放射性核素特性与临床应用

放射性核素	射线类型	体内近似发射范围 (mm)	能量最大值	放射性核素半衰期	诊断/治疗
^{90}Y	β^-	5.3	2.3 MeV	64.1 h	治疗
^{177}Lu	β^-	0.62	497 keV	6.6 days	诊断+治疗
^{131}I	β^-	0.8	606 keV	8.0 days	治疗
^{225}Ac	α	0.05-0.08	8.4 MeV	10.0 days	治疗
^{223}Ra	α	0.05-0.08	80 keV	11.4 days	治疗
^{64}Cu	β^-/β^+ (PET)	/	β^- (579 keV) / β^+ (653 keV)	12.7 h	诊断+治疗
^{68}Ga	β^+ (PET)	/	1.9 MeV	68 min	诊断
^{18}F	β^+ (PET)	/	511 keV	110 min	诊断

资料来源: Sgouros G 等《Radiopharmaceutical therapy in cancer: clinical advances and challenges》, Lapi, Suzanne E 等《Recent advances and impending challenges for the radiopharmaceutical sciences in oncology》, Henrich U 等《[^{68}Ga]Ga-PSMA-11: The First FDA-Approved ^{68}Ga -Radiopharmaceutical for PET Imaging of Prostate Cancer》, Zhang S 等《Radiopharmaceuticals and their applications in medicine》, 平安证券研究所

靶点决定药物选择性和特异性，靶向分子结合能力指导药物的递送和蓄积。靶点是指在病变组织中高表达、而在正常组织中低表达的分子（如膜蛋白、受体等），例如PSMA常在前列腺癌细胞表面表达，SSTR在神经内分泌瘤细胞表面表达，CD20常见于B细胞表面表达。靶向结合可显著减少放射性对正常组织的损伤，提升疗效同时降低毒副作用，而靶向分子的结合能力决定了放射性核素是否能有效累积于病灶部位，直接影响药物的治疗效率（治疗性核药）或成像清晰度（诊断性核药）。全球在研III期及以上临床研究中PSMA、 $\alpha\text{v}\beta3$ 、SSTR2、CD45等靶点应用于前列腺癌相关疾病诊疗，PSMA和SSTR同时也常见于神经内分泌瘤相关疾病治疗研究中。

图表14 全球在研III期及以上核药靶点布局与对应适应症（截至2025年5月不完全统计）



资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

放射性核素偶联药物 (Radionuclide–drug conjugate, RDC) ——凭借偶联靶向配体实现精准诊疗。RDC 药物延续了核药“靶向配体-连接体-螯合物”的三元结构设计, 但其将放射性核素与高特异性抗体或配体偶联, 实现更精准的靶向递送。相比于核药, RDC 药物在选择性和药代动力学方面更优, 能更有效集中放射剂量于肿瘤部位, 减少正常组织损伤, 是肿瘤诊疗一体化的新发展方向。

图表15 RDC 作用原理示意图

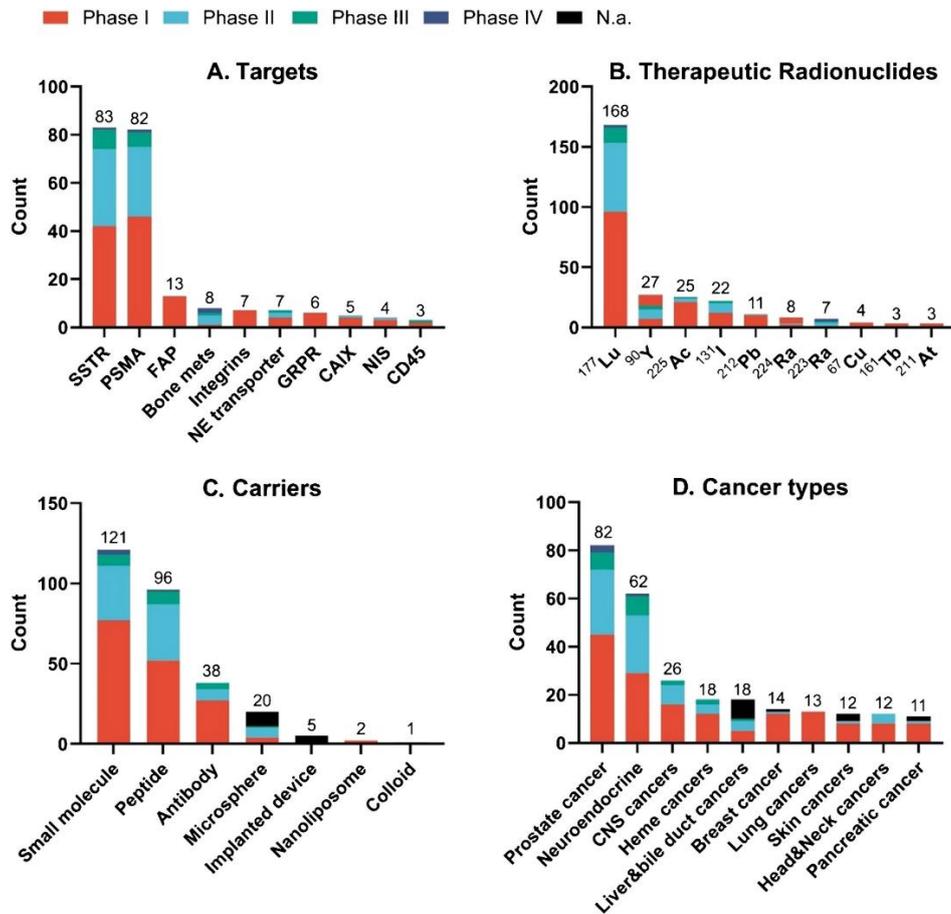


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

2.2 放射性配体核药精准治疗趋势明显, 全球研发商业化加速

全球治疗用核药临床研究全景: SSTR/PSMA 主导靶点格局, $^{177}\text{Lu}/^{90}\text{Y}/^{225}\text{Ac}$ 核素为研究主流。当前全球治疗用核药临床试验仍以生长抑素受体(SSTR)和前列腺特异性膜抗原(PSMA)为两大核心靶点, 相关研究主要围绕 ^{177}Lu]Lu-DOTATATE 和 ^{177}Lu]Lu-PSMA-617 展开。除传统靶点外, 成纤维细胞活化蛋白(FAP)、整合素、胃泌素释放肽受体(GRPR)等新兴靶点正加速布局。核素选择方面, ^{177}Lu 凭借诊疗一体化优势占据主导地位, 而 α 核素 ^{225}Ac 因其高效杀伤特性跃居第三大治疗核素。配体开发以小分子和多肽为主流, 但抗体类药物(包括双抗、纳米抗体等新型结构)正逐步进入临床验证阶段。适应症方面仍聚焦前列腺癌和神经内分泌肿瘤, 中枢神经系统肿瘤、血液系统恶性肿瘤及泛癌种为未来重要探索方向。

图表16 全球放射性核素治疗用药物活跃临床全景图（截至2024年12月）



资料来源: Ha H. Tran 等《Radiotheranostic landscape: A review of clinical and preclinical development》, 平安证券研究所

核药在肿瘤精准治疗中优势显著，全球研发正快速推进。核素应用早期以 153Sm、223Ra、99mTc 等核素为主，近年转向以 177Lu 等为代表的诊疗一体化核素；2017 年后靶向药物集中上市，如诺华 177Lu-PSMA/SSTR 靶向药；适应症拓展从骨转移/幽门螺杆菌诊断逐步覆盖前列腺癌、神经内分泌肿瘤等实体瘤。整体治疗性核药种类逐渐丰富，放射性核素偶联药物管线越发密集。研发企业方面，诺华、拜耳等 MNC 走在核药前列，部分产品已在欧美上市，国内先通医药、远大药业等企业正在快速追赶。

图表17 全球上市核药布局一览（不完全统计）

药品名称	企业	靶点	作用机制		适应症	上市阶段	RD C
			放射性核素	偶联物			
英西单抗	Johnson & Johnson	myosin	钷	anti-myosin 抗体	诊断试剂	美国上市 (1996/07) 欧洲上市 (1989/05)	√
得替曲膦	GE Healthcare		99mTc		心肌灌注显像; 心肌梗塞等	美国上市 (1996/02) 欧洲上市 (2008/04) 中国上市 (2008/10)	

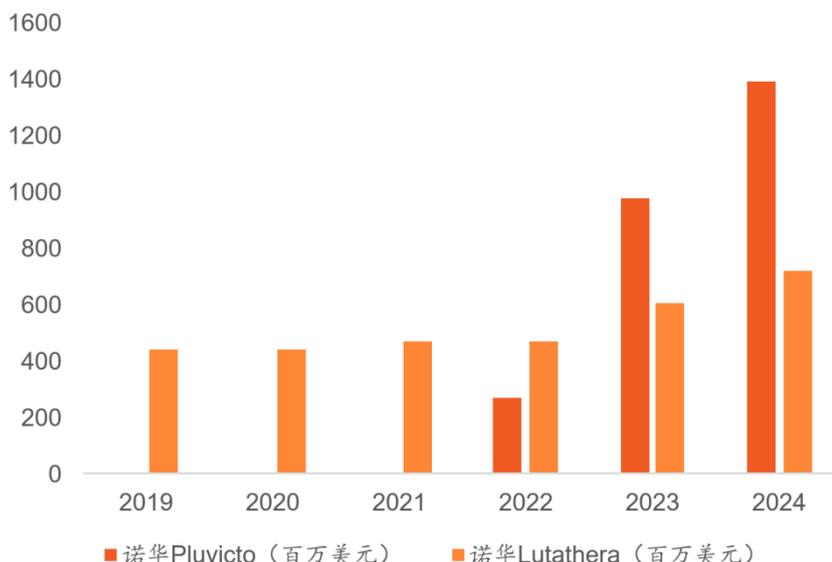
尿素 [13C]	Otsuka		13C		诊断试剂等	美国上市 (1996/09) 欧洲上市 (1997/08) 中国上市 (2008/05)	
卡罗单抗喷地肤	EUSA Pharma (Recordati)	PSMA	铟	anti-PSMA 抗体	前列腺癌; SPECT 显像	美国上市 (1996/10)	√
来昔决南钐	Lantheus; Curium Pharma		153Sm		骨转移疼痛; 癌症骨转移等	美国上市 (1997/03) 欧洲上市 (1998/02) 中国上市 (2001/12)	
尿素 [14C]	Avent		14C		幽门螺杆菌感染; 诊断试剂	美国上市 (1997/05) 欧洲上市 (2005/06) 中国上市 (2000/12)	
锆地普奥肽	Bayer	SSTR	99mTc	anti-SSTR 多肽	癌症; 放射性核素显像	美国上市 (1999/08) 欧洲上市 (2000/11)	√
碘氟潘	GE Healthcare; Curium Pharma	DAT	123I		SPECT 显像; 帕金森病; 路易体痴呆	美国上市 (2011/01) 欧洲上市 (2000/07)	
替伊莫单抗	Acrotech; Schering AG (Bayer); Spectrum Pharma (Assertio Holdings); Servier 等	CD20	90Y	anti-CD20 抗体	非霍奇金淋巴瘤; 滤泡性淋巴瘤等	美国上市 (2002/02) 欧洲上市 (2004/01)	√
SIR/Spheres Y/90 树脂微球	Sirtex Medical		90Y		结直肠癌; 癌症肝转移; 肝细胞癌等	美国上市 (2002/03) 中国上市 (2022/01)	
法索单抗	Palatin Technologies	CD15	99mTc	anti-CD15 抗体	放射性核素显像	美国上市 (2004/07)	√
technetium Tc/99m tilmanocept	先通医药; University of California, San Diego; Navidea Biopharmaceuticals	CD206	99mTc		放射性核素显像; 乳腺癌; 黑色素瘤等	美国上市 (2013/03) 欧洲上市 (2014/11)	
氯化镭	Bayer; Algeta (Bayer)		223Ra		去势抵抗前列腺癌; 癌症骨转移; 激素敏感性前列腺癌; 前列腺癌等	美国上市 (2013/05) 欧洲上市 (2013/11) 中国上市 (2020/08)	
gallium Ga/68 dotatate	Advanced Accelerator Applications (Siemens Healthineers)	SSTR	68Ga	anti-SSTR 多肽	PET 显像; 神经内分泌肿瘤; HR 阳性乳腺癌等	美国上市 (2016/06) 欧洲上市 (2016/12)	√
镓伊索曲肽	IASON (Curium Austria); 远大医药; AAA (Siemens Healthineers) 等	SSTR	68Ga	anti-SSTR 多肽	神经内分泌肿瘤; PET 显像; 垂体瘤; 胃肠胰神经内分泌肿瘤等	美国上市 (2019/08) 欧洲上市 (2016/12)	√
镓氧奥曲肽	Novartis; FUJIFILM Toyama (PeptiDream)	SSTR	177Lu	anti-SSTR 多肽	胃肠胰神经内分泌肿瘤; 类癌; 胃肠道神经内分泌肿瘤等	美国上市 (2018/01) 欧洲上市 (2017/09)	√
铜氧奥曲肽	Novartis;	SSTR	64Cu	anti-SSTR	神经内分泌肿	美国上市 (2020/09)	√

	RadioMedix; Curium Pharma			多肽	瘤;PET 显像等		
镓戈泽肽	Novartis; University of California, Los Angeles 等	PSMA	68Ga	anti-PSMA 多肽	前列腺癌;PET 显像;激素敏感性前列腺癌;去势抵抗前列腺癌等	美国上市 (2020/12) 欧洲上市 (2022/12)	✓

资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

诺华 Pluvicto®和 Lutathera®累计放量近 60 亿美元。诺华旗下核药核心产品 Pluvicto® (镧[177Lu]特昔维匹肽) 最早于 2022 年 3 月获批, 用于治疗曾接受 ARPI 和紫杉醇治疗的 PSMA 阳性 mCRPC 成年患者。Pluvicto®上市后 3 年内迅速放量, 2024 年全球销售额居核药首位达 13.92 亿美元, 同比增长 42%, 累计收入超 26 亿美元。Lutathera®(镧[177Lu]氧奥曲肽) 于 2018 年和 2024 年先后获 FDA 批准, 用于治疗 12 岁及以上的 SSTR 阳性 GEP-NETs 患者。2024 年 Lutathera®销售额 7.24 亿美元, 累计收入超 33 亿美元。

图表18 2019-2024 年全球 Pluvicto、Lutathera 放量情况



资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

全球核药管线研发密集, 适应症广泛, 核素、靶点百花齐放。目前, 全球申报在研核药创新品种中国共 15 款处于临床 III 期。适应症方面, 前列腺癌、神经内分泌瘤、实体瘤和肝癌相关癌症热度较高; 核素种类方面, 18F 核素药品共 5 款, 177Lu 共 3 款, 90Y 上市与研发进展较快药品共 2 款。临床在研管线的靶点布局方面与已上市药品一致, 主要集中在 PSMA 和 SSTR。

图表19 全球核药研发进展 (截至 2025 年 6 月不完全统计)

药品	企业	靶点	中国最高临床进展	适应症	最高临床进展时间
注射用亚锡替曲膦	GE Healthcare AS	not available	已上市	[获批]放射性核素显像; 心肌灌注显像	2022-03-29
钪[90Y]微球注射液	Sirtex Medical	not available	已上市	[获批]癌症肝转移; 结直肠癌 [在研]肝癌	2022-01-30
氯化镭[223Ra]注射液	拜耳	not available	已上市	[获批]去势抵抗前列腺癌 [在研]癌症骨转移; 乳腺	2020-08-26

				癌	
碘[131I]美妥昔单抗注射液	成都华神生物技术有限责任公司	BSG	已上市	[获批]肝癌; 肝细胞癌; 病毒性肝炎	2006-10-12
碘[131I]肿瘤细胞核人鼠嵌合单克隆抗体注射液	美恩生物	not available	已上市	[获批]未知	2006-08-31
氯化锶[89Sr]注射液	原子科兴	not available	已上市	[获批]骨转移疼痛; 癌症诱发的骨痛	2004-08-27
镥[177Lu] 特昔维匹肽注射液	Novartis Pharmaceuticals Corporation	PSMA	申请上市	[在研]前列腺癌; 激素敏感性前列腺癌; 去势抵抗前列腺癌	2024-11-13
镓[99mTc]胍基烟酰胺聚乙二醇双环 RGD 肽注射液	中国科学院生物物理研究所; 北京大学; 佛山瑞迪奥	$\alpha v \beta 3$	申请上市	[在研]肺癌; 放射性核素显像; SPECT 显像	2024-08-29
镥[177Lu] 氧奥曲肽注射液	Aaa Usa Inc	SSTR	Phase III	[在研]小细胞肺癌; 胃肠胰神经内分泌肿瘤; 神经内分泌肿瘤	2025-06-27
INR101 注射液	云核医药(天津)有限公司	PSMA	Phase III	[在研]前列腺癌; PET 显像	2025-05-09
[225Ac]Ac-PSMA-617 注射液	Novartis Institutes for Biomedical Research; 北京诺华制药; SOFIE Biosciences	PSMA	Phase III	[在研]去势抵抗前列腺癌	2025-04-29
钇[90Y] 炭微球注射液	纽瑞特医疗	not available	Phase III	[在研]肝癌; 肝细胞癌; 癌症肝转移; 结直肠癌	2025-04-15
镥[177Lu] 依多曲肽注射液	远大医药(中国)	SSTR	Phase III	[在研]胰腺神经内分泌肿瘤; 神经内分泌肿瘤	2025-02-18
XTR006 注射液	先通医药	Tau	Phase III	[在研]癌症; 认知障碍; 轻度认知障碍; 痴呆; 阿尔茨海默病; PET 显像	2024-08-29
注射用 EC-DG	联辉医药; Cell>Point	not available	Phase III	[在研]肺癌; 非小细胞肺癌; PET 显像	2024-04-28
锆[89Zr] 吉伦妥昔单抗注射液	Telix International; 远大医药(中国)	CAIX	Phase III	[在研]PET 显像; 肾透明细胞癌; 乳腺增生症	2024-02-26
氟[18F] 思睿肽注射液	蓝纳成生物	PSMA	Phase III	[在研]前列腺癌; PET 显像	2024-01-15
氟[18F] 司他明注射液	原子高科	PSMA	Phase III	[在研]前列腺癌; PET 显像	2023-10-20
[18F]MNI-958 注射液	新旭医药	Tau	Phase III	[在研]认知障碍; 轻度认知障碍; 阿尔茨海默病性痴呆; 阿尔茨海默病; 进行性核上性麻痹; PET 显像	2022-02-14
钇[90Y] 玻璃微球系统	昆翎医药	not available	Phase III	[在研]肝癌	2021-09-24
氟[18F] 阿法肽注射液	蓝纳成生物; 施美康; 启瑞医药	$\alpha v \beta 3$	Phase III	[在研]实体瘤; 肺癌; 非小细胞肺癌; PET 显像; 肿	2020-08-06

				瘤	
碘[123I]氟潘注射液	Ge Healthcare Inc	DAT	Phase III	[在研]多系统萎缩; 路易体痴呆; 阿尔茨海默病; 进行性核上性麻痹; SPECT显像; 特发性震颤; 帕金森病	2020-06-28
氟[18F]纤抑素注射液	蓝纳成生物	FAP	Phase II/III	[在研]实体瘤; 腹膜转移癌; 胃癌; PET显像	2025-01-16

资料来源: 医药魔方, 平安证券研究所

2.3 远大部署核药领域多年, 在研产品丰富

核药创新管线多维覆盖+全球化双轨驱动, 打造可持续肿瘤诊疗生态圈。集团在精准医疗领域深度布局, 围绕肿瘤“诊疗一体化”的核心战略, 已构建了全面的放射性药物研发管线, 目前, 除去临床前, 处于研发注册阶段的创新产品达 12 款, 覆盖 68Ga、177Lu、131I、90Y 及 89Zr 5 种关键放射性核素, 囊括肝癌、前列腺癌、脑癌等高发癌种。其中前列腺癌诊断药海外上市两年收入超 7 亿美元, 肾癌诊断药获 FDA 优先审评, 国内 III 期同步推进。国内目前暂无 177Lu 核药获批上市, 远大集团共有 2 款 177Lu 的 RDC 药物即将面世: TLX591 和 TLX250。TLX591 是靶向前列腺特异性膜抗原 (PSMA) 的治疗性 RDC 药物, 可与 TLX591-CDx 形成前列腺癌放射诊疗一体化组合; TLX250 是靶向碳酸酐酶 IX (CA9) 的治疗性 RDC 药物, 可与 TLX250-CDx 形成肾透明细胞癌的放射诊疗一体化组合。

图表 20 公司核药在研管线

板块	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	
核药抗肿瘤诊疗	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							●	
		优护	前列腺癌		●						
	优爱MRD	尿路上皮癌				●					
	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-诊疗						●	●	
		TLX101 (131HPA)	脑胶质瘤			●	●				
		TOCscan®	胃肠胰腺神经内分泌瘤-诊断	●							●
ITM-11		胃阳胰腺神经内分泌瘤						●	●		
ITM-41	恶性肿瘤骨转移	●	●								
GPN02006	肝细胞癌	●									

● 中国大陆 ● 海外

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

2.4 易甘泰®——国内稀缺性极强创新型核药，肝癌治疗潜力巨大

钇[90Y]微球注射液 (SIR-Spheres®/易甘泰®) 正在兑现广阔的潜力。易甘泰®作为肝癌的精准内放射治疗产品，自国内获批上市后快速放量,截至 2024 年末,已累计治疗近 2,000 例患者,2024 年国内实现近 5 亿港元销售收入,同比增速超 140%。国际上, SIR-Spheres®在全球共有 50 多个国家和地区超过了 15 万人次使用。该治疗方案被多个国际权威机构的治疗指南推荐,并进入多项中国权威的临床实践指南当中。

图表21 SIR-Spheres®钇[90Y]微球注射液



资料来源：公司官网，平安证券研究所

钇[90Y]微球治疗获多个国际权威指南推荐,主要应用于肝癌的选择性内放射治疗(SIRT),不可手术切除中晚期原发性肝癌、结直肠癌肝转移等。易甘泰®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。直肠癌肝转移(CCLM)是结直肠癌最常见的远处转移形式,根据丁香园数据,约 15%~25%患者初诊即伴肝转移,另有 15%~25%术后出现转移,其中 80%~90%初始无法根治切除。肝转移是结肠癌患者的主要死亡原因,未经治疗的肝转移患者的中位生存期仅 6.9 个月,无法切除患者的 5 年生存率低于 5%。CCLM 治疗手段以靶向药和化疗为主,众多治疗手段中,核药精准性治疗方式优势明显,钇[90Y]微球治疗方案具有副反应小、治疗过程舒适等优点。它显著提高肿瘤反应率,使患者肿瘤缩小、降期并重获肝切除术机会。

图表22 钇[90Y]微球国内外指南推荐

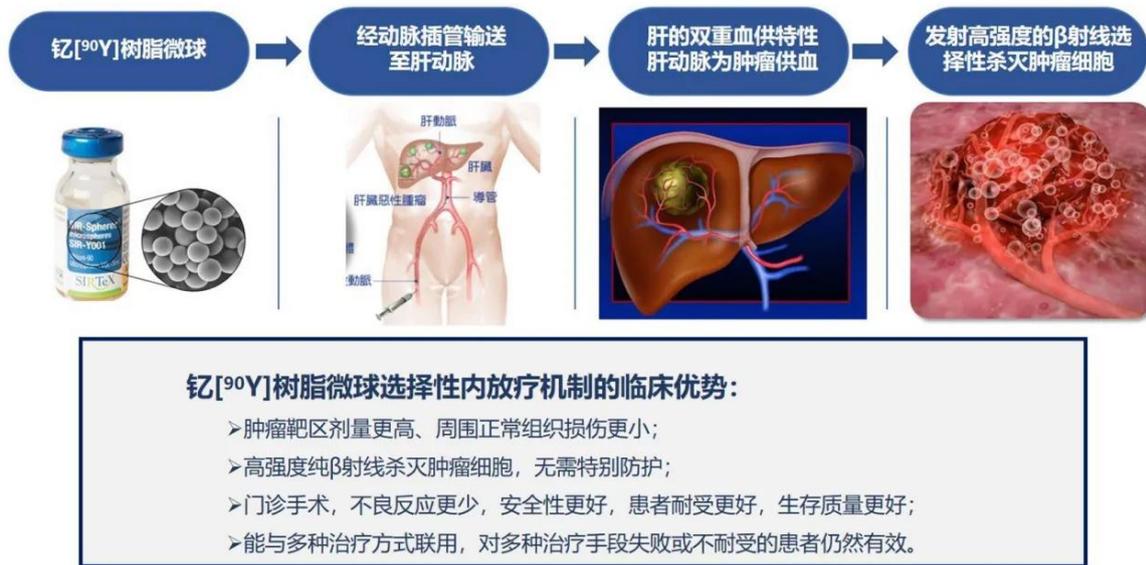
指南或机构	推荐
国际	
巴塞罗那临床肝癌指南 (BCLC)	推荐钇 90 治疗用于小于等于 8cm 的原发性肝癌治疗
美国国立综合癌症网络 (NCCN)	“当肝转移灶因残余肝体积不足而不适合手术切除者,可考虑术前门静脉栓塞、分期肝切除和 TACE 栓塞” (2A 类推荐)
欧洲肿瘤内科学会指南 (ESMO)	“对于肝脏局限性结直肠癌肝转移肿瘤患者,如果化疗方案无效,应考虑使用钇[90Y]微球进行选择性地内放射治疗” (2B 类推荐)
英国国家健康照护专业组织 (NICE)	建议在化疗耐药和化疗不耐受的病人中使用 SIR-Spheres Y-90 微球

国内	
《2024 年 CSCO 原发性肝癌诊疗指南》	“内放射治疗包括钇 90 微球疗法、碘 131 单抗、碘 125 粒子植入等，可以降低局部复发率，改善病人生存”（2 类推荐）
《中国肝癌肝移植临床实践指南（2021 版）》	“肝癌肝移植术前降期治疗的方法主要有肝动脉栓塞化疗、钇-90 微球肝动脉放射栓塞和局部消融治疗等”（II 级推荐）

资料来源：权威机构官方网站，平安证券研究所

根据《中华肝脏病杂志》，2022 年国内肝癌新发病例 36.7 万，易甘泰®的市场潜力尚未充分释放，有望惠及新发肝癌患者，并进一步拓展至术后辅助及联合靶向等后线治疗场景。易甘泰®的新适应症用于不可切除肝细胞癌（HCC）已获 FDA 提前批准。钇[90Y]微球注射液先通过微创介入手术，将微球直接送入肝脏肿瘤供血动脉，微球在肿瘤内释放高能量 β 射线，精准杀伤肿瘤细胞。其优势显著：（1）精准性高，微球直径仅 20~60 微米，可精准停留在肿瘤微脉管系统，保护正常肝组织，突破体外放疗剂量极限；（2）疗效显著，术后 3 个月影像复查显示肿瘤病灶可完全缓解，标志物水平大幅下降；（3）适用范围广，可使不可切除肿瘤降期为可切除，延长患者生存期，改善生活质量，还可与多种治疗方式联用；（4）安全性良好，已经全球范围内超 20 年临床使用经验验证。

图表 23 钇[90Y]树脂微球选择性放疗机制



资料来源：山东省千佛山医院官方公众号，公司官网，平安证券研究所

2.5 TLX591 靶向放射疗法进展迅速，前期国际多中心临床验证其安全有效

177Lu-PSMA 是首个转移性去势抵抗性前列腺癌（mCRPC）靶向放射性疗法，显著延长 PSMA 阳性患者生存期。据中国抗癌协会肿瘤核医学专业委员会等的《177LU-PSMA 放射性配体疗法治疗前列腺癌的临床实践专家共识（2024 年版）》，前列腺癌是男性高发恶性肿瘤，2022 年全球新发 157 万例，中国仅 1/3 患者确诊时为早期，多数已进展至中晚期，5 年生存率不足 70%。约 10%-20% 的晚期患者可能进展为去势抵抗性前列腺癌（CRPC），其中 84% 患者在 CRPC 确诊时存在转移。177Lu-PSMA 是首个靶向 PSMA 阳性 mCRPC 的放射性核素疗法，其机制是通过 PSMA 配体递送 β 射线至肿瘤细胞，诱导 DNA 损伤。前期 VISION 试验显示，177Lu-PSMA 将患者中位总生存期（OS）从 11.3 个月延长至 15.3 个月，无进展生存期（PFS）从 3.4 个月提升至 8.7 个月。

图表24 镥[177Lu]治疗国内外指南推荐

指南或机构	推荐
《美国国家综合癌症网络临床指南：前列腺癌（2025年第1版）》（NCCN）	镥[177Lu]是既往接受过AR抑制剂和紫杉烷化疗后的优选方案（1类推荐）
《中国临床肿瘤学会前列腺癌诊疗指南：2024年版》	mCRPC患者，新型内分泌及多西他赛治疗均失败后，SOC基础上联用（2类推荐）
《177Lu-PSMA放射性配体疗法治疗前列腺癌的临床实践专家共识（2024年版）》	对于已经获批的适应证，如果患者满足治疗条件，建议推荐使用（A类）；若有充足证据表明患者可从治疗中显著获益，且风险可控，也应考虑使用（A类）；对于正在进行的临床研究和无其他治疗方式可选择的情况，需结合临床判断是否可以进行相关治疗（C类）

资料来源：权威机构官方网站，平安证券研究所

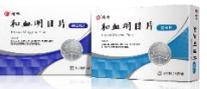
三、 制药科技板块发展稳健，创新产品持续突破

3.1 制药科技板块根基深厚，多领域产品生态枝繁叶茂

公司制药科技板块构建了覆盖呼吸及危重症、心脑血管急救、五官科、mRNA技术平台的多元化产品矩阵。在五官科领域，重点产品金嗓系列、和血明目、瑞珠系列。呼吸板块以切诺以及双恩为核心，脓毒症创新药STC3141为研发重点项目。mRNA技术平台重点开发抗肿瘤药物，其中ARC01作为国内首个HPV-16阳性实体瘤mRNA治疗性疫苗已进入I期临床。通过战略收购（如天津田边）持续完善心脑血管急救产品线，目前多数产品已纳入国家医保，显著提升用药可及性。该板块依托全球化研发体系，实现了从创新引入到自主开发的完整产业链布局。

图表25 公司制药科技板块主要产品

方向	主要产品	产品介绍	产品优势
呼吸板块吸入制剂平台	 <p>布地奈德鼻喷雾剂</p>	强效局部抗炎作用，直接作用于鼻黏膜，治疗季节性/常年性/过敏性，常年非过敏性鼻炎	过敏性鼻炎一线首仿用药，有望改善同通用名外资垄断格局，纳入最新过敏性鼻炎诊疗指南，鼻息肉切除术后预防再生
	 <p>切诺®按柠蒎肠溶胶囊</p>	独家黏液溶解祛痰药	覆盖全年龄段呼吸道疾病治疗，获10+权威指南推荐，持续领跑祛痰药市场，医保基药双重复盖提升可及性

	<p>恩卓润®比 斯海乐®(茚 达格莫吸入 粉雾剂 II) 恩明润®比 斯海乐®(茚 达特罗莫米 松吸入粉雾 剂 II、III)</p> 	<p>中国首款哮喘三联吸入制 剂</p>	<p>ICS+LABA+LAMA 三效协同, 急性发作风 险降低 43%, 装置三重给药确认, 日服 一次提升依从性</p>
	<p>Ryaltris 复 方鼻喷雾剂</p> 	<p>用于治疗过敏性鼻炎治的 新产品</p>	<p>与百济制药产品形成产品组合, 全面满 足轻、中、重度过敏性鼻炎患者的用药 需求</p>
<p>心 脑 血 管 急 救 板 块</p>	<p>能 气 朗® (辅酶 Q10 片)</p> 	<p>用于改善心肌代谢和能量 供应</p>	<p>上市 30 余年来, 具有高度安全性、有 效性及长期临床应用验证, 进入多个权 威指南与专家共识</p>
	<p>力美通®(依 普利酮片)</p> 	<p>新型的盐皮质激素受体拮 抗剂 (MRA), 通过与醛固 酮受体结合, 阻断其过度 启动引发的心脏病变和血 管损伤, 主要用于治疗高 血压和心力衰竭等心血管 疾病</p>	<p>新型 MRA 药物, 2023 年首仿上市, 填 补了中国国内二代选择性醛固酮受体 拮抗剂药物的空白, 众多国内外主流临 床指南和专家共识推荐使用心血管疾 病</p>
	<p>合心爽® / 合贝爽® (地尔硫革 系列)</p> 	<p>作为经典的钙离子通道阻 滞剂, 用于高血压及冠心 病心绞痛, 具有明确的临 床疗效和较高的安全性</p>	<p>多种剂型满足不同治疗场景的需求, 被 广泛认可, 具有显著的临床地位</p>
	<p>安步乐克®</p> 	<p>用于治疗高血压及相关心 血管疾病的药物</p>	<p>作为新增商业化产品, 具备良好的临床 疗效和安全性, 满足多样化治疗需求</p>
<p>五 官 科</p>	<p>金 噪 系 列</p> 	<p>适应症包括声带小结、声 带息肉、慢性咽喉炎等喉 科疾病</p>	<p>被纳入多个权威指南和共识, 金噪散结 胶囊和金噪开音胶囊已纳入国家医保 目录, 金噪开音和金噪清音属于双跨品 种</p>
	<p>和 血 明 目 片</p> 	<p>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 起的眼底疾病</p>	<p>中国全国独家品种, 国家中药保护药 物, 治疗眼底出血有丰富临床资料, 纳 入多部权威指南</p>
	<p>脉 血 康 系 列</p> 	<p>用于治疗冠心病、急性脑 梗死、缺血性脑卒中、不 稳定性心绞痛等心脑血管 疾病</p>	<p>保和基本药物目录品种, 目前国 标注了抗凝血酶活性单位的中 成药; 被纳入多个指南和共识, 为临床 使用提供了有力的文献支持</p>

<p>瑞珠滴眼液</p>		<p>单支装无防腐剂的人工泪液，治疗干眼的一线用药</p>	<p>纳入多个国内权威专家共识中作为推荐用药，2017 年获得中国驰名商标，2016 年至 2024 年连续九年获得西普金奖——“健康产业品牌榜”</p>
<p>诺通</p>		<p>用于缓解鼻塞症状的鼻减充血剂</p>	<p>不含激素和麻黄碱，剂型多样，已被纳入多个权威指南和专家共识</p>
<p>OC-01 (酒石酸伐尼克兰鼻喷雾剂)</p>		<p>高选择性的乙酰胆碱能受体激动剂，通过启动三叉神经副交感神经通路，增加天然泪液的分泌，从而治疗干眼症</p>	<p>III 期临床结果良好，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，已在多个国家和地区获批上市，并纳入多项权威指南</p>

资料来源：公司官网，公司公告，平安证券研究所

制药科技板块在研管线布局广泛，展现多元化研发实力和对未满足临床需求的深度探索。科领域，重点开发眼科创新药物，包括 GPN00136 (BRM421) 治疗干眼症、GPN00153 (CBT-001) 针对翼状胬肉、GPN00833 用于眼部炎症、TP-03 针对蠕形螨相关眼睑疾病，以及 GPN00884 用于近视防治。呼吸及危重症领域，Ryaltris 开发过敏性鼻炎疗法，STC3141 与 APAD 聚焦脓毒症治疗研究。肿瘤领域，基于 mRNA 平台的 ARC01 (A002) 针对 HPV16 阳性实体瘤研发创新疗法。

图表 26 公司制药科技板块在研管线

板块	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
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			●				
呼吸及危重症	呼吸	Ryaltris	过敏性鼻炎						●	●
	危重症	STC3141 APAD	脓毒症 脓毒症			●	●			
mRNA 平台	肿瘤	ARC01 (A002)	HPV16 型阳性实体瘤			●	●			

● 中国大陆 ● 海外

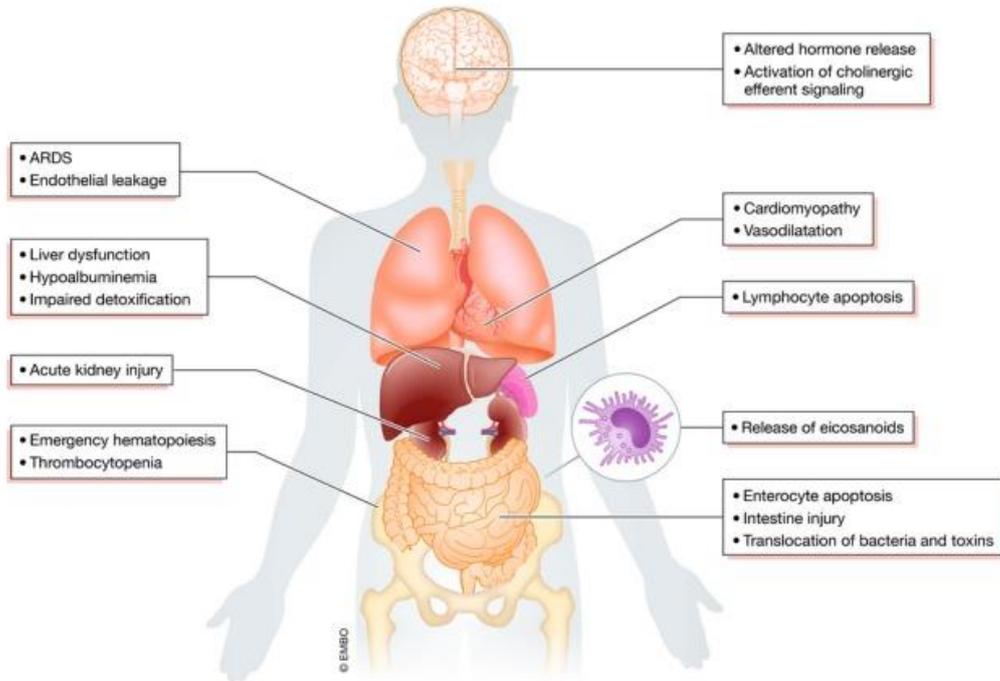
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 脓毒症治疗市场潜力巨大，STC3141 展现突破性治疗前景

脓毒症 (Sepsis) 存在一定发病率和较高病死率，已被 WHO 列为全球公共卫生优先事项。脓毒症是机体因急性感染引起的宿主反应失调所致的危及生命的器官功能障碍，是全球范围内导致死亡和长期残疾的主要原因之一。据 Wise Guy Reports 数据，2023 年脓毒症治疗药物市场规模估计 118.8 亿美元，预期将从 2024 年 125.4 亿美元增长至 2032 年 193.7 亿美元。脓毒症是感染引发的致命性器官功能障碍，全球脓毒症联盟指出全球年发病约 4,890 万例，死亡率约 28%。围术期医学论坛中专家推测我国每年约 480 万脓毒症患者。据冯伟等人的《脓毒症二次感染的免疫抑制机制研究进展》报道，脓毒症全球

平均治疗费用达 2 万-5 万美元，国内 ICU 患者中发生率高达 20%-50%，院内死亡率为 30%。NEJM 医学杂志指出，最常见的感染部位是肺部（占有病例的 40%~60%）、腹部（15%~30%）、泌尿生殖系统（15%~30%）、血流、皮肤或软组织，但也存在地域差异。多器官衰竭常见且存在器官间“交叉对话”加剧功能障碍。因此，脓毒症涉及感染、免疫紊乱与代谢失衡，宿主免疫反应的失调是脓毒症发病机制的关键，然而，现有治疗手段以抗生素类等传统药物为主，长期缺乏具有针对性且有效的治疗药物。

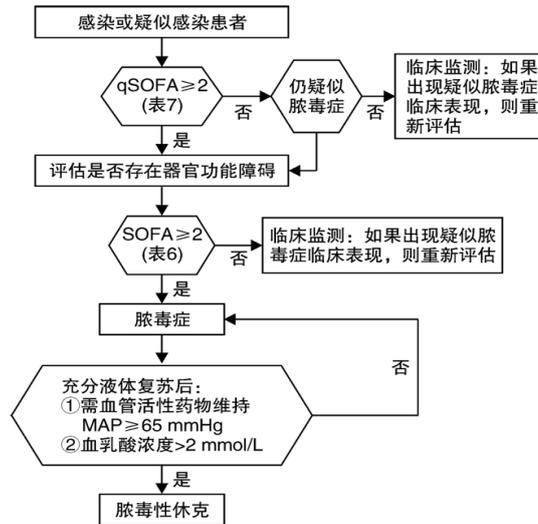
图表 27 脓毒症病理生理学总结



资料来源：Jean - Marc Cavallion 等《Sepsistherapies: learning from 30 years of failure of translational research to propose new leads》，平安证券研究所

脓毒症和脓毒性休克临床诊断结合 SOFA/qSOFA 评分和临床表现。对于非 ICU 环境患者，采用简化版 qSOFA，快速进行风险评估；对于 ICU 和住院患者，脓毒症诊断通常采用 SOFA（序贯器官衰竭）评分系统，SOFA 通过测定主要器官功能损害程度对患者进行预后判断，Sepsis-3 提出当患者达到“感染+SOFA 评分≥2 分”可以诊断为脓毒症。《中国脓毒症/脓毒性休克急诊治疗指南(2018)》也指出，脓毒性休克指脓毒症患者在充分液体复苏后仍需血管活性药物维持血压且血乳酸升高。两种评分系统结合临床表现进行诊断。

图表28 脓毒症和脓毒症休克的临床诊断流程



资料来源：中国医师协会急诊医师分会等《中国脓毒症/脓毒性休克急诊治疗指南(2018)》，平安证券研究所

目前脓毒症的治疗主要包括控制感染、恢复灌注和器官支持，尚无针对性治疗手段。国内外已有文献或指南指出，脓毒症治疗强调早期干预，在感染控制方面，确诊后尽早使用广谱抗菌药，并尽快清除感染源（如引流或手术）。液体复苏首选平衡晶液体（ $\geq 30\text{mL/kg}$ ，3h内），目标MAP $\geq 65\text{mmHg}$ ，一线血管活性药为去甲肾上腺素，无效时联用血管加压素。器官支持包括ARDS的小潮气量通气（ 6mL/kg ）及俯卧位、难治性休克考虑ECMO，辅助治疗涵盖血糖控制（ $\leq 10\text{mmol/L}$ ）、激素（氢化可的松 200mg/d ）及VTE预防。目前脓毒症治疗手段仍以综合管理为主，缺乏特异性疗法。

图表29 脓毒症主要治疗手段推荐

推荐	指南/文献
<ul style="list-style-type: none"> 感染控制（强推荐）： 对可能感染性休克或高度疑似脓毒症的患者，立即给予抗菌药物。 对无休克的疑似脓毒症患者，在3h内完成评估并给予抗菌药物（若持续怀疑感染）。 评估是否需要感染源控制（如引流或手术）。 移除可能为感染源的血管内装置（需先建立其他血管通路） 复苏（强推荐）： 脓毒症休克或低灌注时，3h内静脉输注$\geq 30\text{mL/kg}$晶液体。 首选晶液体复苏，平衡晶液体优于生理盐水。 初始目标平均动脉压（MAP）为65mmHg。 一线血管加压药选择去甲肾上腺素；若MAP仍不足，加用血管加压素。 	《Sepsis and Septic Shock》，Nuala J. Meyer et al.
<ul style="list-style-type: none"> 感染控制 抗菌药物：确诊后立即经验性用药（3h内），后续根据病原学调整。 感染源清除：手术/引流（如坏死组织、脓肿、化脓性病灶）。 循环支持 液体复苏：首选晶液体（30mL/kg），动态评估前负荷及乳酸水平。 血管活性药：去甲肾上腺素一线，无效时联用血管加压素或肾上腺素。 器官保护 ARDS：小潮气量通气（$6\sim 8\text{mL/kg}$），俯卧位（$>12\text{h/天}$）。 难治性休克/ARDS：考虑ECMO或血液净化。 辅助治疗 血糖$>10\text{mmol/L}$时胰岛素控制；休克需激素者用氢化可的松200mg/d；预防VTE（低分子肝素）。 	《团体标准 脓毒症诊断与治疗规范(2023)》
强推荐：	《中国脓毒症/脓毒性

- 液体复苏
初始复苏：脓毒性休克患者应在拟诊后 3h 内输注 $\geq 30\text{mL/kg}$ 晶体液（首选平衡晶体液）。液体选择上，禁用羟乙基淀粉（HES），仅当需大量晶体液时可联用白蛋白。
- 抗感染治疗
用药时机：抗菌药物应在 1h 内使用（休克患者）或 3h 内（无休克但确诊脓毒症）。
经验性治疗：覆盖所有可能的病原体，并根据病原学结果尽快降阶梯。
- 血管活性药物
一线药物：去甲肾上腺素（目标 MAP $\geq 65\text{mmHg}$ ）。
二线联用：若 MAP 不达标，加用血管加压素（最大剂量 0.03U/min ）。
- 感染源控制
原则：尽早明确感染部位并处理（如引流、清创或手术），不超过 6-12h。
- 机械通气（ARDS 患者）
保护性通气：潮气量 6mL/kg ，平台压 $\leq 30\text{cmH}_2\text{O}$ 。
俯卧位通气： $\text{PaO}_2/\text{FiO}_2 < 150\text{mmHg}$ 时每日俯卧位 $> 12\text{h}$ 。
- 糖皮质激素
适用条件：液体复苏及血管活性药治疗后仍血流动力学不稳定者，使用氢化可的松 200mg/d 。
- 血糖管理
目标：血糖 $\leq 10\text{mmol/L}$ ，避免低血糖（每 1-2h 监测，稳定后每 4h）。
- 其他
输血阈值：血红蛋白 $< 7.0\text{g/dL}$ 且无心肌缺血/出血时输注红细胞。
应激性溃疡预防：存在消化道出血风险因素时推荐使用。

休克急诊治疗指南
(2018)》

资料来源：Nuala J. Meyer 等《Sepsis and Septic Shock》，中国研究型医院学会《团体标准 | 脓毒症诊断与治疗规范(2023)》，齐文旗等《中国脓毒症/脓毒性休克急诊治疗指南(2018)》，平安证券研究所

STC3141 中国临床 II 期数据亮眼，有望打破脓毒症领域长期缺乏针对性药物的困境。远大医药 STC3141 针对脓毒症这一全球公认难治适应症，展现出显著治疗潜力。STC3141 通过中和循环组蛋白及中性粒细胞胞外网，调节免疫稳态，减轻炎症及组织损伤。国内 II 期临床结果表现突出，药物治疗组第 7 天 SOFA 评分(尤其是高剂量组)降幅明显大于安慰剂组，且具有良好安全性与耐受性。STC3141 在国际 I 期临床亦显示积极信号，具备成为全球首创 FIC 药物的潜力，该产品有望打破脓毒症领域长期缺乏针对性药物的困境，成为重症治疗领域首个具有开创性意义的突破性疗法。同时，公司另一在研管线 APAD 有望与 STC3141 协同干预脓毒症进程。

四、盈利预测和估值评级

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们将公司的营业收入按照主营业务板块进行拆分，主要按照制药科技、核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技以及生物科技业务板块进行拆分。核心假设如下：

1) 制药科技板块：公司当前营收占比最大的业务板块，分为五官科、呼吸及重症抗感染、心脑血管急救和原料药细分板块。五官科主要产品是金嗓系列、和血明目片和瑞珠。呼吸及重症抗感染主要产品是切诺和恩卓润/恩明润。心脑血管急救主要产品是利舒安和能气朗，利舒安重酒石酸去甲肾上腺素注射液在第十批国采中中标，价格下降影响心脑血管急救板块营业收入。其他三个板块的产品逐步消化集采影响，多元化产品结构实现平稳过渡，因此 2025 年三个板块收入增速放缓，后续逐渐恢复平稳增速。因此假设制药科技板块 2025/2026/2027 年营业收入增速为 0.2%/9.0%/10.7%。

2) 核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技板块：公司当前诊断性靶向核药上市产品为钷[90Y]微球注射液，自 2022 年上市后放量迅速；治疗前列腺癌的 TLX591 当前处于临床 III 期，上市后预计实现快速放量。因此假设核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技板块 2025/2026/2027 年营业收入增速为 40.7%/48.3%/54.6%。

3) 生物科技板块：公司以生产高品质氨基酸、生物农药和其他原料为主。新技术方面，公司承担国家工业强基-高端氨基酸产品“一条龙”应用示范项目，拥有产品近 50 种，且销售网络覆盖全球 140 多个国家和地区，海外业务占比超过 40%，其中

部分氨基酸品种市场占有率名列前三。未来，公司将聚焦高价值医药板块与大健康产业，发展高端肠外营养制剂、创新多肽类药物、细胞培养基等，并拓展大健康消费领域。因此假设生物科技板块 2025/2026/2027 年营业收入增速为 1.6%/3.0%/6.1%

综上所述，预计 2025-2027 年公司实现营业收入 120.5/133.7/153.8 亿港元，同比增长 3.5%/11.0%/15.0%。

毛利率假设：2025 年公司产品利舒安重酒石酸去甲肾上腺素注射液在第十批国采中中标，价格下降。但是核药板块的创新药产品钷[90Y]微球注射液持续放量带动整体毛利率提升，并且未来公司将推出更多的核药创新药。因此我们假设 2025/2026/2027 年毛利率为 58.9%/59.5%/60.0%。

我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 20.21/23.47/27.50 亿港元。2025 年的营业收入和毛利率上升主要由于 2025 年公司去甲肾上腺素注射液在第十批国采中中标价格下降，我们预计制药科技部分收入下滑，但核药上市后实现快速放量，高单价、高毛利的创新药收入占比提升，所以总体收入呈小幅上升趋势，平均毛利率呈现上升趋势。我们预计 2025 年归母净利润下滑的原因主要是：1) 由于 2025 年公司去甲肾上腺素注射液在第十批国采中中标价格下降，我们预计制药科技部分收入降幅较大；2) 公司为在临床推广核药所以销售费用增加，另外公司积极布局核药管线导致研发费用增加；3) 2024 年公司非经常项目损益较大，出于审慎性考虑，25 年暂未考虑较多非经常项目损益。后续年度随着创新药持续快速放量营收占比变大，集采产品陆续消化，我们预计 2026/2027 年收入及利润持续上升。

图表30 公司收入拆分

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
制药科技	收入 (亿港元)	68.13	73.18	73.34	79.95	88.52
	增速	6.5%	7.4%	0.2%	9.0%	10.7%
核药抗肿瘤 诊疗及心脑血管 精准介入 诊疗科技	收入 (亿港元)	3.35	8.16	11.48	17.02	26.31
	增速	19.6%	143.3%	40.7%	48.3%	54.6%
生物科技	收入 (亿港元)	33.81	35.11	35.68	36.75	39.00
	增速	17.2%	3.8%	1.6%	3.0%	6.1%
营业收入 (亿港元)		105.30	116.45	120.50	133.72	153.83
增速		10.1%	10.6%	3.5%	11.0%	15.0%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 相对估值和评级

远大医药传统制药科技板块根基稳固，创新管线驱动有望实现未来高增长，首次覆盖给予“推荐”评级。公司是国内核药及高端制剂领域的企业，核心产品为钷[90Y]微球注射液，具备完整的“诊疗一体化”核药国际化研发管线，实现了对肝癌、前列腺癌、神经内分泌肿瘤等适应症的全面覆盖。公司业务丰富，除传统制药（呼吸急救、心脑血管、五官科）外，对核药抗肿瘤诊疗、心脑血管介入器械进行前瞻性布局，重点产品 TLX591 临床 III 期进展迅速，有望实现快速放量。因此我们选取在 H 股上市同为创新药与高端仿制药模式的公司，包括绿叶制药、康哲医药、中国生物制药，作为远大医药的可比公司对公司进行估值。2025 年可比公司 PE 均值为 22 倍，远大医药 2025 年 PE 估值为 17 倍，低于可比公司均值。

我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 20.21/23.47/27.56 亿港元、对应 PE 分别为 17/14/12 倍。考虑公司是国内核药领域企业，依托传统制药板块（呼吸、心脑血管、五官科）的稳健表现和创新核药业务的快速放量，构建了“诊疗一体化”的差异化优势。公司 15 款在研核药管线覆盖多个癌种，其中前列腺癌治疗药物 TLX591（全球 III 期临床）与诊断药组合对标诺华 Pluvicto 创新药 STC3141 展现突破性疗效。通过收购 Sirtex 和布局成都核素生产基地，公司已建立全球化研发销售网络。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表31 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	市值 (亿港元)	EPS (港元)				PE(倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2186.HK	绿叶制药	130	0.13	0.17	0.23	0.2	16	18	13	15
0867.HK	康哲医药	317	/	0.68	0.79	0.97	11	18	15	12
1177.HK	中国生物制药	1452	0.19	0.24	0.24	0.28	16	29	29	26
	平均值						14	22	19	18
0512.HK	远大医药	322	0.7	0.57	0.66	0.77	14	17	14	12

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 除远大医药外, 可比公司2025-2027年EPS/PE预测均为wind一致预测(日期: 2025年8月28日)

五、 风险提示

1. 集采风险。

重酒石酸去甲肾上腺素注射液集采第十批在2025年执行, 存在价格大幅下降, 集采约定量不及预期风险, 若不参与集采同样存在销售量大幅下降的风险。公司其他已集采产品存在集采续约中, 价格再度下降, 或者集采续约中竞争加剧而失去原有市场份额的风险。

2. 行业政策风险。

国内医药行业受政策严格监管, 生物类似药的研发、上市、销售等环节均受政策影响, 药品审评审批政策、医保政策、准入政策等存在变化的风险。

3. 产品研发不及预期风险。

管线内产品研发存在临床试验数据不及预期风险。国内外的临床试验患者招募存在不及预期风险, 试验进展及随访存在不及预期风险, 试验数据分析进度存在不及预期风险。

4. 市场竞争加剧风险。

核药领域市场潜力大, 国内外药企有多项在研产品布局, 随着研发及上市申报的推进, 存在市场竞争加剧的风险, 进而导致销售不及预期风险。

5. 财务与运营风险。

过往并购项目存在潜在的业务整合挑战, 可能因协同效应未达预期而对财务表现产生影响。此外, 公司在创新领域的持续投入可能带来一定的资金压力, 若相关产品的市场表现不及预期, 或将对短期财务状况形成考验。

资产负债表

单位:百万港元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8026	8340	10231	13482
现金	1341	1205	2537	4927
应收票据及应收账款	2583	2464	2734	3145
其他应收款	0	0	0	0
存货	1371	1646	1800	2045
其他流动资产	1936	1917	1930	1950
非流动资产	16966	16330	15695	15060
长期投资	7791	7791	7791	7791
固定资产	3784	3429	3073	2717
无形资产	2565	2308	2052	1795
其他非流动资产	2826	2803	2779	2756
资产总计	24991	24670	25926	28542
流动负债	6573	4791	4350	4973
应付票据及应付账款	1217	1357	1484	1686
其他流动负债	2229	2592	2866	3287
非流动负债	1893	1893	1893	1893
长期借款	1256	1256	1256	1256
其他非流动负债	636	636	636	636
负债合计	8466	6684	6242	6866
股本	36	36	36	36
权益合计	16525	17987	19683	21676
负债和股东权益	24991	24670	25926	28542

利润表

单位:百万港元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11645	12050	13372	15383
营业成本	4907	4952	5416	6153
销售费用	3257	3362	3737	4300
管理费用	1365	1410	1571	1815
财务费用	180	143	73	48
其他收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	4	4	4
营业利润	2089	2187	2579	3072
利润总额	2466	2032	2360	2771
所得税	386	399	463	544
净利润	2852	2431	2823	3316
归属母公司净利润	2468	2021	2347	2756
EBITDA	3536.35	3209.39	3531.45	3998.90
EPS (元)	0.70	0.57	0.66	0.78

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	10.6	3.5	11.0	15.0
归属于母公司净利润(%)	31.3	-18.1	16.2	17.4
获利能力				
毛利率(%)	57.9	58.9	59.5	60.0
净利率(%)	21.2	16.9	17.8	18.0
ROE(%)	15.0	11.3	12.0	12.8
ROIC(%)	11.4	10.3	12.1	14.5
估值比率				
P/E	13.5	16.5	14.2	12.1
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6

现金流量表

单位:百万港元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1898	2654	2702	3009
净利润	1674	1824	2152	2563
折旧摊销	504	635	635	635
财务费用	180	143	73	48
投资活动现金流	-1997	208	208	208
筹资活动现金流	30	-2999	-1578	-827
现金净增加额	-69	-136	1332	2390

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层