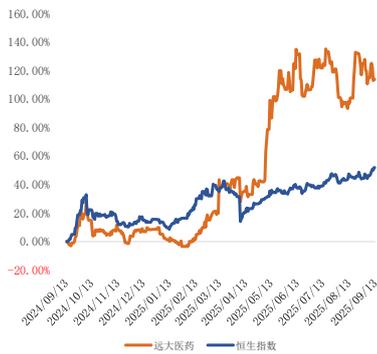


点亮核药蓝海市场，创新药械促新成长

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	5.1	-17.9	62.1
绝对收益	8.5	-7.5	114.0

注：相对收益与恒生指数相比

分析师：张德燕

证书编号：S0500521120003

Tel: (8621) 50295326

Email: zhangdy@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 点亮核药蓝海市场，创新药械铸就成长新基石

公司加大创新转型，根据2024年年报披露，共布局47项目创新管线，治疗领域聚焦核药抗肿瘤诊疗、心脑血管精准介入诊疗，两大领域项目数量分别为14个、12个，合计占比达到56%。同时产异化布局呼吸及危重症和五官科领域，在研项目占比合计达到30%。

核药领域公司建立了完整的产业链，在产业布局深度及产品管线广度等方面形成了稳固的竞争优势，截至2025年上半年，已获批上市产品易甘泰快速放量，同时4款产品处于三期临床阶段。心脑血管精准介入诊疗板块，公司围绕通路管理、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。呼吸及危重症领域，全球创新产品STC3141脓毒症的II期临床研究成功达到主要临床终点。

□ 集采影响有望出清，创新管线业绩持续兑现

公司业绩呈现稳健增长，根据2025年中期业绩报告，2025年上半年实现营业收入61.1亿元（以下货币单位均为港币），同比增长约1.0%，撇除第十批集采的影响，人民币口径营业收入同比上涨约13.0%，创新和高壁垒产品收入占比达到51%，同比提升了14.9个百分点，公司创新产品保持快速增长，有效对冲短期集采压力。归母净利润11.69亿元，同比下降24.2%。剔除Telix投资收益影响（2025上半年为1.51亿元，同比下降68%），归母净利润为10.2亿元，同比下降5.9%。2025年上半年核药及心脑血管介入诊疗、五官科板块营业收入呈现快速增长，呼吸及危重保持平稳增长，心脑血管急救、生物科技板块营业收入呈现下降。制药科技实现营业收入38.45亿元，同比增长1.9%。其中，呼吸及危重症板块实现营业收入10.47亿元，同比增长8.7%；五官科板实现营业收入14.95亿元，同比增长21.4%；心脑血管急救板块实现营业收入9.04亿元，同比下降22.5%。核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技产品实现营业收入5.78亿元，同比增长68.5%，其中核药抗肿瘤板实现营业收入4.22亿元，同比增长103.9%。生物科技产品实现营业收入16.84亿元，同比下降12.8%。

□ 投资建议

公司存量产品集采影响逐步出清，同时核药管线处于快速放量期，有望带动业绩恢复增长，同时呼吸及危重症领域全球创新产品STC3141脓毒症II期临床研究成功达到主要临床终点，拟国内外同步推进三期临床，后续海外合作值得期待。我们预计2025-2027年营业收入同比增速分别为0.2%/12.8%/13.9%，归母净利润分别为20.1/22.92/26.76亿元（以下货币单位均为港币），同比增速分别为-18.6%/14%/16.8%，EPS分别为0.57/0.65/0.75元，2025年9月16日股价对应2025-2027年PE分别为15.5/13.6/11.6倍，低于可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

创新药临床数据低于预期风险；或有商誉减值风险；核药竞争格局加剧风

险；国内医药生物政策低于预期风险；中美生物技术博弈相关风险；国际地缘冲突风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11645	11670	13164	15000
同比增速	10.6%	0.2%	12.8%	13.9%
归母净利润	2468	2010	2292	2676
同比增速	31.3%	-18.6%	14.0%	16.8%
毛利率	57.9%	59.1%	59.6%	60.1%
ROE	15.0%	11.4%	12.0%	13.0%
每股收益 (元)	0.70	0.57	0.65	0.75
PE (倍)	12.6	15.5	13.6	11.6
PB (倍)	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所；单位：港币百万元

1 转型成果显现，创新药械引领新成长

远大医药是一家集核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技、制药科技、生物科技于一体的创新型国际化医药企业。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。公司持续加大创新转型，创新管线涵盖核药、高端医疗器械、糖组学、mRNA 等前沿技术领域，创新管线丰富，同时研发项目拓展至美国、澳大利亚、欧洲等全球主流市场，全面打通创新药的全球价值兑现路径。

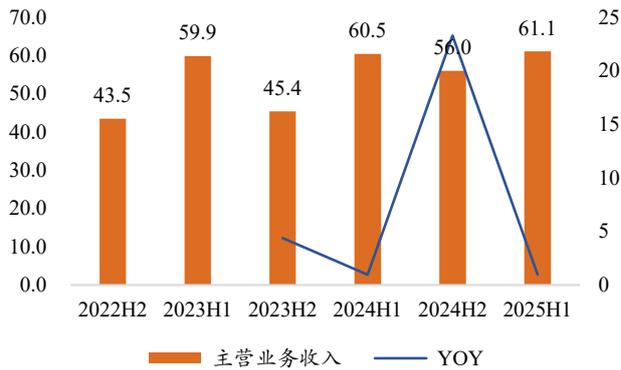
图 1 远大医药业务板块情况



资料来源：远大医药集团内刊、湘财证券研究所

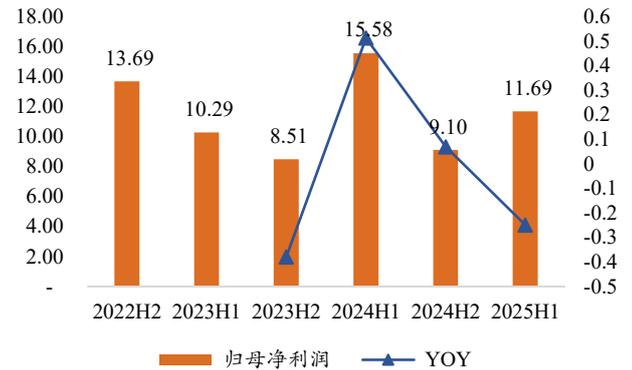
公司业绩呈现稳健增长，2025 年上半年实现营业收入 61.1 亿元（以下货币单位均为港币），同比增长约 1.0%，撇除第十批集采的影响，人民币口径营业收入同比上涨约 13.0%，创新和高壁垒产品收入占比达到 51%，同比提升了 14.9 个百分点，公司创新产品保持快速增长，有效对冲短期集采压力。归母净利润 11.69 亿元，同比下降 24.2%。剔除 Telix 投资收益影响（2025 上半年为 1.51 亿元，同比下降 68%），归母净利润为 10.2 亿元，同比下降 5.9%。

图 2 2022-2025 远大医药半年度营业收入 (亿元, %)



资料来源: Wind、湘财证券研究所; 备注: 港币; 右轴为 YOY

图 3 2022-2025 远大医药半年度归母净利润



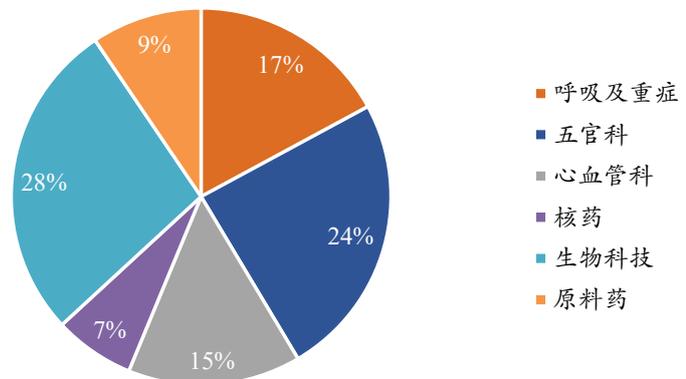
资料来源: Wind、湘财证券研究所; 备注: 亿元港币; 右轴为 YOY

2025 年上半年核药及心脑血管介入诊疗、五官科板块营业收入呈现快速增长,呼吸及危重保持平稳增长,心脑血管急救、生物科技板块营业收入呈现下降。

制药科技实现营业收入 38.45 亿元 (以下货币单位均为港币), 同比增长 1.9%。其中,呼吸及危重症板块实现营业收入 10.47 亿元, 同比增长 8.7%; 五官科板实现营业收入 14.95 亿元, 同比增长 21.4%; 心脑血管急救板块实现营业收入 9.04 亿元, 同比下降 22.5%。核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技产品实现营业收入 5.78 亿元, 同比增长 68.5%, 其中核药抗肿瘤板块实现营业收入 4.22 亿元, 同比增长 103.9%。

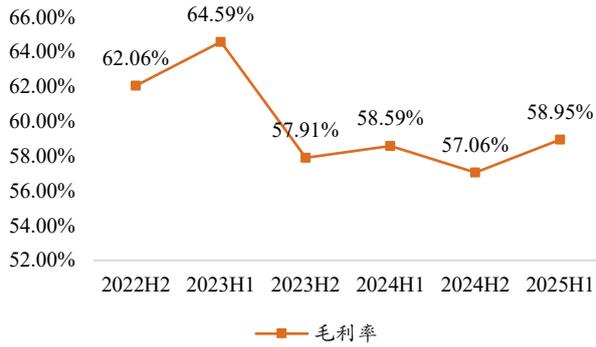
生物科技产品实现营业收入 16.84 亿元, 同比下降 12.8%。

图 4 2025 年上半年远大医药业务板块收入分布



资料来源: 2025 远大医药半年报、湘财证券研究所

图 5 2022-2025 远大医药半年度毛利率



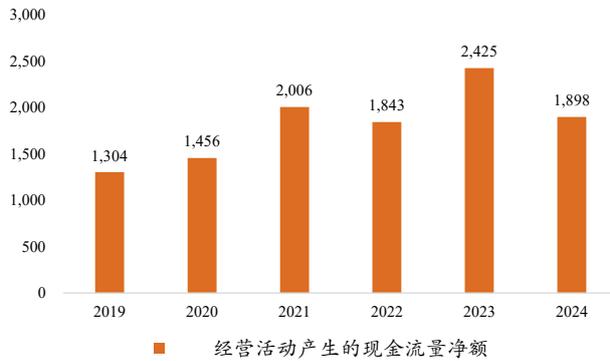
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 2022-2024 远大医药半年度研发费用率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 2019-2024 远大医药经营性现金流净额



资料来源：Wind、湘财证券研究所；备注：港币百万元

图 8 2019-2024 远大医药净资产收益率 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图9 远大医药核药抗肿瘤诊疗板块在研产品管线

方向	产品	适应症	研发进度						
			临床前	IND/型检	I期	II期	III期	NDA/注册	上市
介入治疗	钇[90Y]微球注射液	肝细胞癌				●			●
		结直肠癌肝转移							●●
		肝内胆管癌							●
		神经内分泌瘤引起的肝转移							●
		其他适应症		●●					
	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	前列腺癌					●●		
	TLX591-CDx	前列腺癌-诊断					●		●
	TLX250	肾透明细胞癌	●			●			
	TLX250-CDx	肾透明细胞癌-诊断					●	●	
	TLX101	脑胶质瘤			●	●			
	TOCscan®	胃肠胰神经内分泌瘤-诊断	●						●
	ITM-11	胃肠胰神经内分泌瘤					●●		
	ITM-41	恶性肿瘤骨转移	●●						
GPN02006	肝细胞癌	●							

●中国大陆 ●海外

资料来源：远大医药公众号 2025 年中期业绩可视化报告、湘财证券研究所

表1 远大医药核药外其他在研产品管线

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	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	脓毒症				●			
mRNA平台	肿瘤	ARC01 (A002)	HPV16型阳性實體瘤			●●				
心脑血管精准介入 診療	通路管理	外周血管介入	aXess	血液透析	●		●			
			GPG03961	外周血管疾病		●				
	神经介入	GPN01037	颅内狭窄病变	●						
	结构性心脏病	结构性心脏病	Saturn	二尖瓣返流	●		●			
心衰	心衰	CoRisma	心衰	●●						

资料来源：远大医药 2025 半年报、湘财证券研究所；备注：红色为国内，蓝色为海外

2 盈利预测及投资建议

2.1 盈利预测

1、核药和心脑血管精准介入：公司在核药抗肿瘤诊疗板块打造丰富差异化产品管线，其中核药已上市产品易甘泰实现快速增长，产品主要适应症为结直肠癌肝转移和原发性肝癌患者，存在较大未满足临床需求，随着渗透率逐步提升，易甘泰有望保持持续高增长。在研管线方面，根据 2025 年半年报披露，4 款产品处于三期临床阶段，随着产品陆续上市，核药产品组合有望驱动持续增长。心脑血管精准介入诊疗板块，公司围绕通路管理、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，也有望成为公司新的增长点。

2、制药科技：五官科及呼吸重症科在创新产品及独家产品推动下，保持快速增长，根据 2024 年年报披露，公司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睑板腺功能障碍等存在明确临床需求的方向布局了 5 款创新药物，构建差异化竞争优势。心血管急救产品利舒安集采影响有望出清。随着创新产品陆续上市，板块有望恢复稳健增长。

3、生物科技：公司在氨基酸领域已深耕 20 余年，处于行业龙头地位，2025 年上半年受到行业周期性震荡影响呈现一定下滑，预计随着需求端逐步回暖，板块有望恢复正增长。

表 2 远大医药核心业务营业收入预测（港币百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11645	11670	13164	15000
YOY	10.6%	0.2%	12.8%	13.9%
毛利率	57.9%	59.1%	59.6%	60.1%
1、核药和心脑血管精准介入	816	1307	1820	2404
YOY	144%	60%	39%	32%
2、制药科技	7318	6992	7974	9057
YOY	10%	3%	14%	14%
3、生物科技	3511	3,371	3,371	3,539
YOY	6%	-4%	0%	5%

资料来源：远大医药 2024 年报、湘财证券研究所

2.2 投资建议

公司存量产品集采影响逐步出清，同时核药管线处于快速放量期，有望带动业绩恢复增长，同时呼吸及危重症领域全球创新产品 STC3141 脓毒症 II 期临床研究成功达到主要临床终点，拟国内外同步推进三期临床，后续海外合作值得期待。我们预计 2025-2027 年营业收入同比增速分别为 0.2%/12.8%/13.9%，归母净利润分别为 20.1/22.92/26.76 亿元（以下货币单位均为港币），同比增速分别为 -18.6%/14%/16.8%，EPS 分别为 0.57/0.65/0.75 元，2025 年 9 月 16 日股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 15.5/13.6/11.6 倍，低于可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3 可比公司估值对比（港币亿元）

公司简称	市值	PE (倍)			PS (倍)		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
石药集团	1214	22.8	21.2	19.4	4.0	3.8	3.6
康哲药业	373	22.4	19.4	15.8	4.5	3.9	3.4
中国生物制药	1636	39.6	36.6	31.1	4.9	4.5	4.0
均值	1074	28.3	25.7	22.1	4.5	4.1	3.7
远大医药	311	15.5	13.6	11.6	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind、湘财证券研究所；市值、PE、PS 取值日期为 2025 年 9 月 16 日，除远大医药外其余均为 Wind 一致预测

3 风险提示

创新药临床数据低于预期风险：公司呼吸重症在研管线 STC3141 自主开发的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脓毒症。该产品作用机制创新，二期临床达到终点，有望填补该领域治疗空白。产品后续将进入三期临床阶段，若临床数据低于预期，会对公司造成不利影响。

核药竞争格局加剧风险：公司核药管线先发优势突出，随着竞品公司产品管线不断获批上市公司先发优势存在一定被削弱风险，同时随着国内上游核素稳定性逐步提升，药品成本有望下降，若公司核药国内地产化进度低于预期，会对公司产品竞争力造成一定不利影响。

或有商誉减值风险：并购及资源整合是公司重要战略方向，若资产整合不及预期，存在一定商誉减值风险。

国内医药生物政策低于预期风险：医药生物相关政策对整个产业链影响较大，若集采、医保目录谈判、商保政策及院内相关政策低于预期，会对公司产品商业化造成不利影响，进而影响到业绩预测。

中美生物技术博弈相关风险：公司部分创新管线预计与海外公司合作进入国际市场，若知识产权交易及企业间合作受到行政干预等不利因素扰动，会对公司战略造成不利影响。

国际地缘冲突风险：若海外地缘冲突加剧导致宏观环境低于预期，会对公司造成不利影响。

附表 公司财务报表以及相应指标

资产负债表 (港币百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (港币百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1341	3501	3949	4500	营业收入	11645	11670	13164	15000
应收账款	2583	2590	2939	3370	营业成本	4907	4777	5323	5990
预付款项、按金及其他应收	795	797	899	1024	其他费用	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	3257	3233	3489	4050
存货	1371	1495	1577	1825	管理费用	1365	1342	1514	1710
其他流动资产	1936	1913	1928	1946	财务费用	180	200	181	130
流动资产总计	8026	10296	11292	12664	其他经营损益	0	0	0	0
长期股权投资	7791	7791	7791	7791	投资收益	149	0	0	0
固定资产	3784	3547	3310	3073	公允价值变动损益	4	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	营业利润	2089	2118	2657	3120
无形资产	2565	2308	2052	1795	其他非经营损益	763	300	100	100
长期待摊费用	0	0	0	0	税前利润	2852	2418	2757	3220
其他非流动资产	2826	2803	2779	2756	所得税	386	398	453	529
非流动资产合计	16966	16449	15932	15415	税后利润	2466	2020	2304	2691
资产总计	24991	26745	27224	28079	归属于非控股股东利润	-2	11	12	15
短期借款	3127	3665	2474	1376	归属于母公司股东净利润	2468	2010	2292	2676
应付账款	1217	1165	1167	1149	EBITDA	3536	3135	3456	3866
其他流动负债	2229	2281	2561	2913	NOPLAT	1958	1937	2372	2715
流动负债合计	6573	7110	6202	5437	EPS(港币元)	0.70	0.57	0.65	0.75
长期借款	1256	1256	1256	1256					
其他非流动负债	636	636	636	636					
非流动负债合计	1893	1893	1893	1893	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8466	9003	8094	7330	成长能力				
股本	35	35	35	35	营业收入增长率	10.6%	0.2%	12.8%	13.9%
储备	16438	16438	16438	16438	EBIT 增长率	19.0%	-13.7%	12.2%	14.0%
留存收益	0	1206	2581	4186	EBITDA 增长率	20.2%	-11.4%	10.2%	11.9%
归属于母公司股东权益	16473	17679	19054	20660	归母净利润增长率	31.3%	-18.6%	14.0%	16.8%
归属于非控股股东权益	52	63	75	90	盈利能力				
权益合计	16525	17742	19129	20750	毛利率	57.9%	59.1%	59.6%	60.1%
负债和权益合计	24991	26745	27224	28079	净利率	21.2%	17.3%	17.5%	17.9%
					ROE	15.0%	11.4%	12.0%	13.0%
现金流量表 (港币百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	ROA	9.9%	7.5%	8.4%	9.5%
税后经营利润	1674	1770	2221	2607	ROIC	11.4%	10.2%	12.8%	14.7%
折旧与摊销	504	517	517	517	估值倍数				
财务费用	180	200	181	130	P/E	12.6	15.5	13.6	11.6
其他经营资金	-460	-111	-265	-488	P/S	2.7	2.7	2.4	2.1
经营性现金净流量	1898	2376	2653	2766	P/B	1.9	1.8	1.6	1.5
投资性现金净流量	-1997	251	84	84	股息率	3.0%	2.6%	2.9%	3.4%
筹资性现金净流量	30	-467	-2289	-2298					
现金流量净额	-69	2160	448	551					

资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为恒生指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。