

远大医药(0512.HK)

核药龙头全球化进阶，诊疗一体平台价值凸显

公司是极少数实现核药诊疗一体化全球布局的中国药企。核心产品易甘泰®（钆[90Y]）2024 年收入近 5 亿港元（yoy+140%），累计治疗近 2000 例患者，并于 2025 年 7 月获 FDA 批准不可切除肝细胞癌（HCC）适应症，成全球首个且唯一获 FDA 批准 HCC 及初始不可切除结直肠癌肝转移（CRLM）双适应症的 SIRT 产品，全球竞争力卓越。成都甲级生产基地的投产解决了中国紧缺同位素依赖进口的难题，支撑公司核药在研管线全球开发，其中 TLX591-CDx（前列腺癌 PSMA 诊断）等 4 款 RDC 产品进入临床 III 期，引领中国核药浪潮。

STC3141 颠覆脓毒治疗格局，全球 FIC 潜力迎来价值重估

公司全球首创药物 STC3141 中国 II 期临床成功，高剂量组第 7 天 SOFA 评分较基线显著下降（降幅>安慰剂组， $p<0.05$ ），次要终点（28 天死亡率、ICU 住院时间等）趋势一致，疗效数据全球领先。该药通过中和组蛋白/NETs 创新机制直击脓毒症免疫失调核心，有望填补全球 40 余年无针对性药物的空白，上市后不仅开辟百亿级蓝海市场，更将极大提升公司在重症领域的国际影响力与估值天花板。建议关注 STC3141 后续 3 期临床数据读出和全球注册临床开展计划。

传统业务提供稳健现金流，创新产品驱动结构优化

公司基本盘稳固，拥有 260+个医保品种，切诺®等呼吸核心产品 2024 年推动板块增长近 27%。2025H1 创新和壁垒产品收入占比已快速提升至 51%（vs 去年同期 36.1%），转型成效显著。明星产品易甘泰®、恩卓润®/恩明润®（哮喘吸入制剂）、Lava™、能气朗®、合心爽®/合贝爽®等正加速放量，形成“传统业务稳增长、创新业务爆发出”的良性格局，兼具防御性与成长性。未来，随着核药放量、创新药上市及传统业务稳健支撑，公司有望进入价值重估周期。

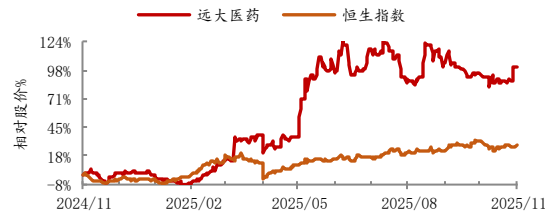
盈利预测&投资建议

随着核药板块的爆发性增长及创新产品的持续放量，同时传统业务提供稳健支撑，我们预测公司 2025-2027 年总收入将达 122.7/134.6/147.0 亿港元，yoy +5.4%/+9.7%/+9.1%；预计公司 2025-2027 年归母净利润为 20.1/22.5/25.6 亿港元，同比增长 -18.6%/+12.1%/+13.5%，对应 EPS 分别为 0.57/0.63/0.72 港元。对应 2025 年 11 月 7 日 8.42 港元收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 15、13、12 倍；考虑到公司核药全链条壁垒、创新药陆续落地，公司估值存在较大上行空间。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	8.42
股票代码：	0512
52 周最高价/最低价(港元)：	10.2/4.04
总市值(亿港元)	298.87
自由流通市值(亿港元)	298.87
自由流通股数(百万)	3,549.57



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：程仲瑶

邮箱：chengzy@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523120001
联系电话：

相关研究

1.

创新药研发及审评存在不确定性；新产品商业化进程可能低预期；行业政策与集采带来降价压力；市场竞争加剧或影响份额与定价；核药供应链环节存在中断风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	10529.59	11644.89	12272.45	13464.53	14696.33
YoY (%)	10.12%	10.59%	5.39%	9.71%	9.15%
归母净利润(百万港元)	1880.00	2468.38	2009.14	2251.76	2555.46
YoY (%)	-9.59%	31.30%	-18.60%	12.08%	13.49%
毛利率 (%)	61.96%	57.86%	58.50%	59.00%	60.00%
每股收益 (港元)	0.54	0.70	0.57	0.63	0.72
ROE (%)	0.12	0.15	0.11	0.11	0.11
市盈率	7.63	6.81	14.36	12.82	11.29

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 远大医药：以全球化创新为引擎，构建多元业务矩阵	5
1.1. 创新与全球化双轨驱动，核药领军释放增长新动能	5
1.2. 业绩稳健增长，结构持续优化	7
2. 核药：技术革新破局临床痛点，诊疗一体引领全球布局	8
2.1. 行业背景：技术+政策+需求驱动，核药进入黄金期	8
2.2. 全球领先基地投产，远大医药实现“研-产-销”全链条闭环	13
2.3. 易甘泰®：全球肝癌介入放疗，引领核药“Go Global”战略	16
3. 制药科技：研发全球化和高端化双轮驱动，打造领先创新药平台	19
3.1. 呼吸及危重症：高景气赛道，创新药+复方制剂双驱动	21
3.2. 五官科：创新驱动打造眼科领导地位，多款重磅产品进入收获期	25
3.3. 心脑血管板块：短期承压，基石稳固	27
4. 生物科技：氨基酸龙头，技术升级提效率	28
5. 心脑血管精准介入诊疗：全球研产+全局创新，建立高端器械壁垒	30
6. 盈利预测	32
7. 风险提示	34

图表目录

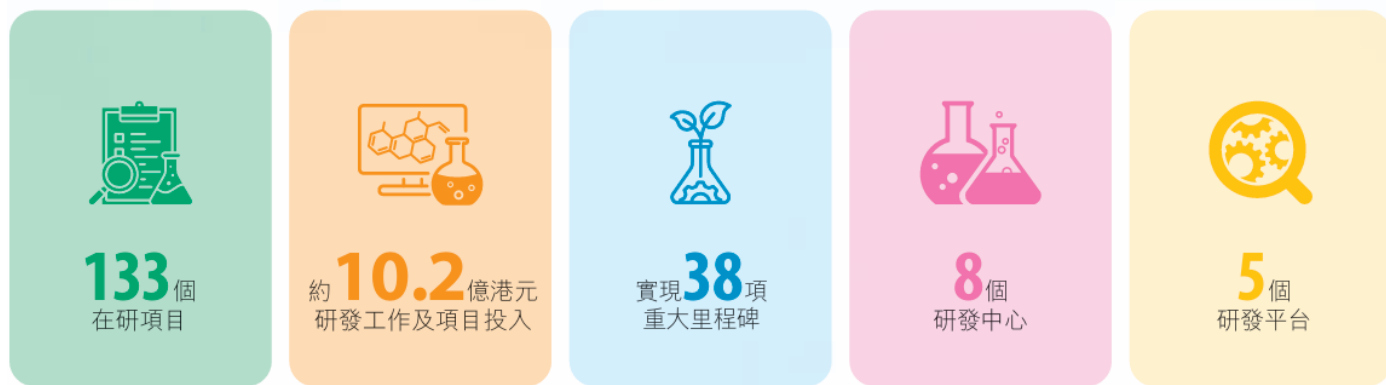
图 1 研发实力凸显，多元布局构筑创新（2025H1）	5
图 2 133 个研发项目分类情况（截至 2025H1）	6
图 3 42 个创新项目治疗领域分布（截至 2025H1）	6
图 4 公司营业收入&归母净利润及其增长（亿港元）	8
图 5 公司近年毛利率和归母净利率	8
图 6 核药及精准诊疗产品占比攀升	8
图 7 公司各业务板块营收情况（亿港元）	8
图 8 全球核医学市场规模（十亿\$）	9
图 9 中国核药医院端市场规模（亿元）	9
图 10 全球批准上市的放射性创新药类型分布	12
图 11 中国申请上市的放射性创新药类型分布	12
图 12 远大医药成都生产基地亮点	15
图 13 2019-2028 年中国结直肠癌药物市场呈持续增长	18
图 14 公司部分呼吸及危重症板块产品	21
图 15 全球脓毒症药物市场规模（十亿\$）	23
图 16 切诺（按柠蒎肠溶胶囊）独家品种	24
图 17 布地奈德鼻喷雾剂：全新外观焕新登场	24
图 18 公司部分五官科产品	25
图 19 OC-01 对干眼症状的改善效果显著	27
图 20 公司部分心脑血管板块产品	28
图 21 公司部分氨基酸板块产品	29
图 22 公司部分心脑血管精准介入诊疗板块产品	30
图 23 DEEPQUAKE-C 临床优势对比：高成功率 + 零 MACE 事件	32
图 24 中国神经血管病介入治疗医用耗材市场（亿元）	32
表 1 公司重大发展历程	6
表 2 公司管理层团队	7
表 3 放射性药物分类及特点	10
表 4 全球已上市 RDC 产品梳理（截至 2024 年 12 月）	11
表 5 中国 TOP 核药品种医院端销售情况	12
表 6 近年部分重磅核药并购交易	13
表 7 远大医药在核药领域的收购布局情况梳理	13
表 8 远大医药在核药抗肿瘤诊疗研发管线布局（截止 2025H1）	15
表 9 易甘泰®国际化关键里程碑	16
表 10 易甘泰®销售表现与增长动能	17
表 11 易甘泰®竞品差异化竞争分析	18
表 12 易甘泰®同类核素竞品分析	18
表 13 公司在制药科技领域的研发管线布局（截至 2025H1）	19
表 14 公司在制药领域的全球合作与业务发展	20
表 15 多国家批件覆盖多适应症，已完成研究均显积极信号	21
表 16 复方制剂是主流趋势，三联疗法为重度哮喘提供解决方案	24
表 17 产品差异化优势显著，构建长期竞争壁垒	25
表 18 远大医药眼科创新药管线全球进展一览（截至 2025H1）	26
表 18 公司氨基酸原料药产能布局	29
表 19 公司心脑血管精准介入诊疗板块 10 款核心产品（截至 2025H1）	30
表 20 公司心脑血管精准介入在研产品介绍（截至 2025H1）	32
表 21 公司业绩拆分情况（百万元）	33
表 22 可比公司估值情况（20251028）	34

1.远大医药：以全球化创新为引擎，构建多元业务矩阵

1.1.创新与全球化双轨驱动，核药领军释放增长新动能

远大医药集团（00512.HK）是一家立足中国、面向全球的科技创新型医药企业，其发展历程融合了深厚的工业积淀与前瞻性的国际视野。公司核心业务覆盖核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技、制药科技、生物科技三大板块，形成了“自主研发+全球拓展”双轨并行的战略体系。2025H1 公司实现收入 61.07 亿港元（同比+1.0%），创新和壁垒产品收益占比显著提升至 51%，显示出业务结构持续优化与产品梯队迭代的强大动能。

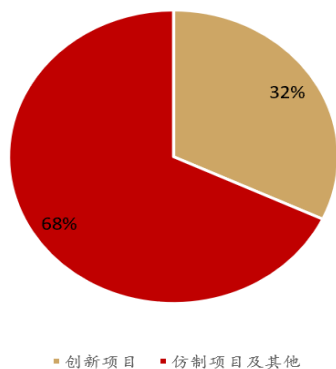
图 1 研发实力凸显，多元布局构筑创新（2025H1）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

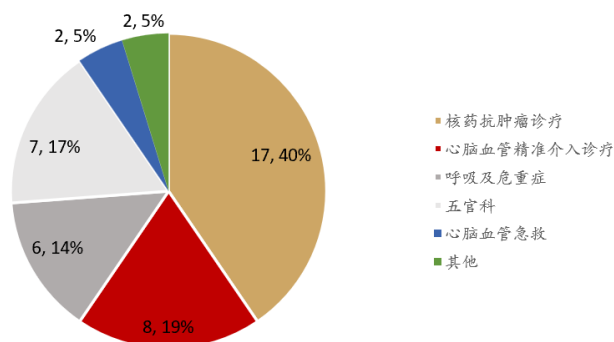
公司坚持研发驱动与全球资源整合。公司前身为国营武汉制药厂，历经多年发展目前已成为药品和医疗器械领域多元布局的国际化企业。公司 2002 年加入中国远大集团，2008 年完成股权结构变更，成为中国香港上市公司。近年来公司通过自主研发结合全球拓展合作加速创新转型，逐步从传统制剂企业升级为覆盖制药科技、核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技、生物科技三大专业领域的科技创新型国际化医药企业。截至 2025H1，公司全球员工总数超过 12,000 人，在中国及海外拥有 30 余家附属公司，建有覆盖中国、美国、澳大利亚、欧洲的全球研发与生产网络；搭建了 mRNA 技术、糖组学、肿瘤介入、RDC 药物以及高端医疗器械等多个前沿技术平台；拥有在研项目 133 个，其中创新项目 42 个，占比 32%。在核药领域，远大医药已成为全球极少数实现诊疗一体化全链条布局的企业，核心产品易甘泰®钇[90Y]微球注射液为首个且目前唯一获美国 FDA 批准用于原发性肝癌及结直肠癌肝转移双重适应症，多款 RDC 药物进入国际 III 期临床（远大集团拥有大中华地区权益）。同时，公司通过外延并购强化心脑血管器械和五官科管线，如收购南京凯尼特、青海益欣等，持续提升在精准介入和中成药慢病治疗领域的竞争优势。

图 2 133 个研发项目分类情况（截至 2025H1）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 42 个创新项目治疗领域分布（截至 2025H1）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 1 公司重大发展历程

时间	事件
2002 年	加入中国远大集团，成为旗下核心医药企业之一
2005 年	更名为远大医药健康控股
2008 年	完成股权结构变更，实现中国香港上市；收购武汉远大弘元股份有限公司
2010 年	收购湖北远大天天明制药；收购湖北远大富驰医药化工股份有限公司
2015 年	收购北京九和药业；与合作伙伴收购 Cardionovum，进入心脑血管介入治疗领域
2017 年	合管入股加拿 Conavi 公司，进入心血管诊断领域
2018 年	收购上海旭东海普药业；与鼎晖斥资近 100 亿收购 Sirtex 100% 股权，进入肿瘤介入治疗领域
2020 年	与比利时 eTheRNA Immunotherapies NV 合资成立南京奥罗生物科技有限公司
2022 年	联合 Sirtex、Telix 和 ITM 合作，搭建肿瘤介入研发平台和放射性核素偶联药物研发平台；收购湖北八峰药化股份有限公司
2023 年	收购美国制药公司 BlackSwanVascular；收购天津田边；控股多普泰制药科技
2024 年	战略收购百济制药
2025 年	全球创新产品 STC3141 中国 II 期临床研究成功达到主要临床终点

资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

公司核心管理团队兼具深厚的产业经验与全球视野，形成“产、研、投”高效协同的领导体系。董事会主席唐伟坤博士作为微生物学专家，自 2012 年加入集团以来持续主导研发战略与产业布局。行政总裁周超先生凭借其法律与资本运作专长，成功

推动多项跨境并购与产品引进，完善集团产业链整合。团队其他成员覆盖医药研发、投资管理、企业治理等专业领域，多元背景有效支撑集团创新转型与国际化战略实施。

表 2 公司管理层团队

姓名	职务	简介
唐伟坤	执行董事、董事会主席	2012 年加入远大医药（中国）武大生命科学本科 + 微生物学博士，主导集团研发战略与核心业务布局，是集团战略决策的核心主导者。
周超	执行董事、行政总裁	2019 年 6 月加入集团，中国海洋大学法律本科 + 对外经贸国际法硕士，主导海内外大型并购，负责集团内部管理，擅长法务风控与跨国运营。
杨光	执行董事	中国药大 + 天津大学 + 中欧 MBA 背景，主导产业投资与资源整合，助力医药产业链拓展。
林芷伊	执行董事	超 20 年保险行业经验，聚焦投资者关系管理，提升集团与投资者沟通效率。
苏彩云	独立非执行董事	英 / 港特许会计师，负责财务治理、合规与审计监督，保障财务信息真实合规。
邢丽娜	独立非执行董事	医药战略管理总部高级业务总监。多年国家药监局医疗器械技术审评中心审评工作经验
胡野碧	独立非执行董事	荷兰管理硕士 + 北理工工科学历，20 余年证券金融 / 并购经验，为战略决策提供金融视角。

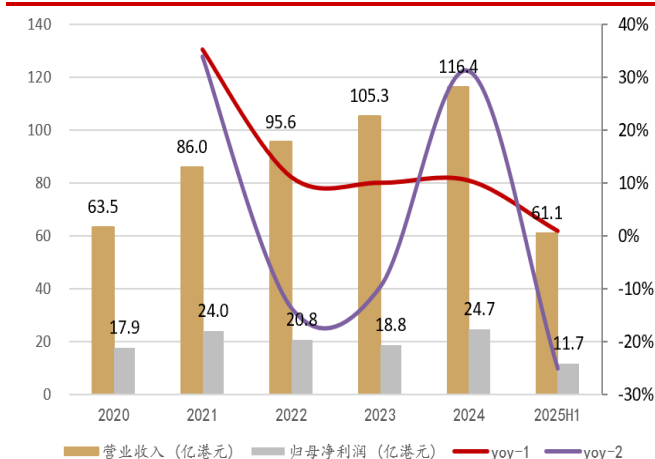
资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

1.2. 业绩稳健增长，结构持续优化

公司展现出卓越的跨周期增长韧性。公司 2024 年实现营业收入 116.4 亿港元，同比增长 10.6%，2020-2024 年复合年均增长率达 12.1%，验证其“创新+国际化”双轮驱动战略的有效性。2024 年归母净利润 24.68 亿港元，同比增长 31.3%，主要得益于核药板块爆发及创新药收入占比提升。若剔除 Telix 投资公允价值变动等非经常性因素影响，归母净利润增速保持稳定，反映出主营业务盈利能力的持续提升。

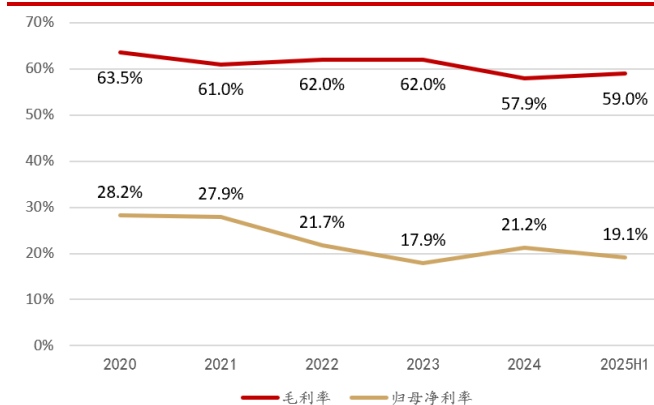
盈利质量显著提升，毛利率维持高位而净利率持续改善。2024 年毛利率保持在 57.9% 的较高水平（主要因核药、创新药等高毛利产品占比提升），归母净利率提升至 21.2%。2024 年销售费用率 28.0%（+3.7pct，系新品推广力度加大）；2024 年研发及项目投资合计达 22.7 亿港元，研发费用率为 5.1%（-0.3pct），研发投入聚焦核药、脓毒症、眼科创新药等前沿领域。公司实现连续六年分红，2024 年公司分红现金总额达 9.1 亿港元，股利支付率近 40%，股息率约 5.4%。

图 4 公司营业收入&归母净利润及其增长（亿港元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

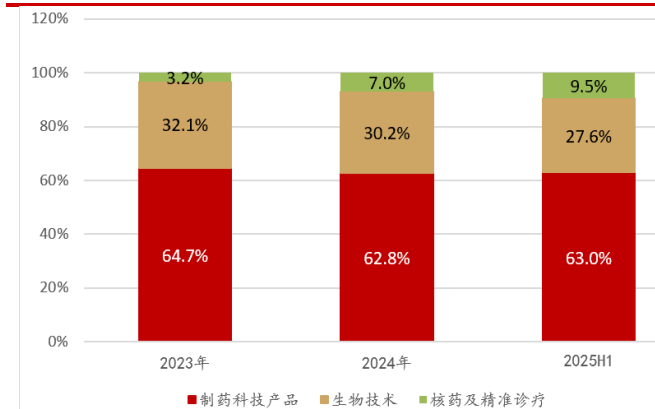
图 5 公司近年毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

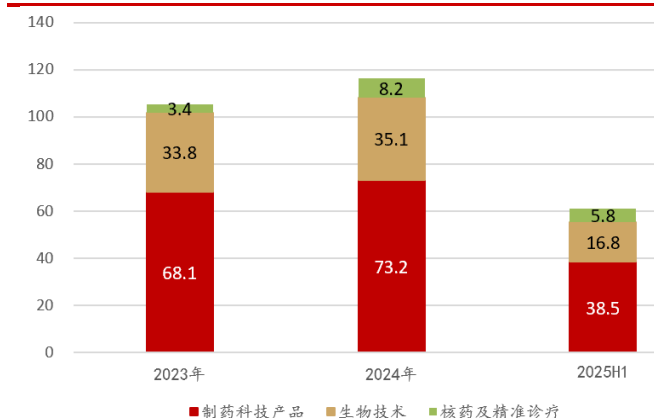
公司业务结构持续优化，形成“传统业务稳增长+创新业务爆发出”的良性发展格局。制药科技板块：2024 年实现收入 73.2 亿港元（yoy+9.6%），为核心现金流来源，主要驱动来自切诺、“双恩”组合等核心产品的稳定增长以及新产品的贡献。生物技术板块：收入 35.1 亿港元（yoy+5.9%），在氨基酸原料药市场价格稳定的背景下，凭借领先的市场份额实现销量提升。最具亮点的核药及精准诊疗板块呈现爆发式增长，收入达 8.16 亿港元，同比大幅增长 148%，其中易甘泰® 商业化加速（2024 年销售近 5 亿港元，+140%）。

图 6 核药及精准诊疗产品占比攀升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 公司各业务板块营收情况（亿港元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.核药：技术革新破局临床痛点，诊疗一体引领全球布局

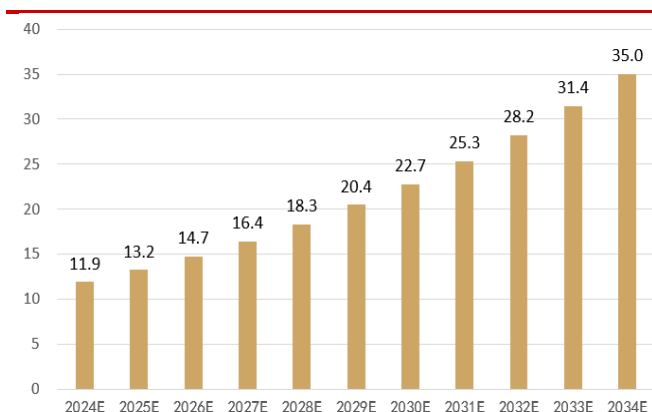
2.1.行业背景：技术+政策+需求驱动，核药进入黄金期

核医药已超越传统“诊断辅助”角色，跃升为精准医疗的核心驱动力——正通过“诊断-治疗-监测”一体化模式，系统性重构肿瘤治疗的临床路径。据 precedence research 预测，2024 年全球核医学市场规模估计为 118.5 亿美元，预计到 2034 年将达到约 350.4 亿美元（CAGR=11.45%）。按应用领域划分，肿瘤学领域占据了最大的市场份额，约为 41%；按产品划分，诊断领域在 2024 年占据了 82% 的市场份额。

根据摩熵医药销售数据库，中国终端医院销售额从 2018 年 13.6 亿元增长至 2024 年 42.4 亿元（CAGR=13.3%），预计未来 5 年仍持续保持高速增长态势。从临床用途分类看，核药销售以诊断类用药为主，销售额占比为 76%，但治疗用核药单品种销售额最高（如钇 [90Y] 微球注射液均价 35.8 万元/制剂），且大多品种竞争格局宽松（TOP10 品种在售企业数多为 1-5 家）。

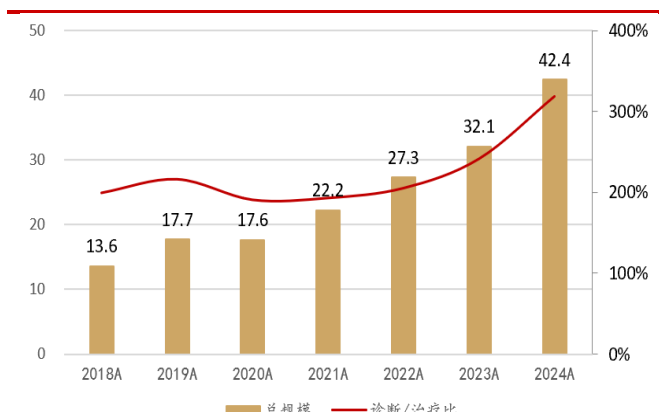
技术趋势：RDC 成主流，诊疗一体化落地。以 RDC（放射性核素偶联药物）为代表的创新方案，通过“靶向载体+放射性核素”的精准组合，显著提升肿瘤杀伤精度并降低毒副作用，为肝癌、前列腺癌等难治性肿瘤开辟了新路径；**在供应链侧：**伴随《医用同位素中长期发展规划》的落地与中核集团“和福一号”项目的推进，关键核素如镥-177 已实现规模化量产（年产能超万居里），成本降低约 30%，彻底突破国产核素“卡脖子”困境；**从临床端看：**大量未被满足的需求——如肝癌、前列腺癌及神经内分泌瘤等的高发与预后不佳——持续催生核药从单一诊断走向“诊疗协同”的一体化解决方案，真正实现从精准发现到精准消灭的闭环。

图 8 全球核医学市场规模（十亿\$）



资料来源：Precedence Research，华西证券研究所

图 9 中国核药医院端市场规模（亿元）



资料来源：摩熵咨询，华西证券研究所

按实际用途，核药可分为诊断类、治疗类、诊疗一体类

1. 诊断类核药：利用药物放射性获取体内靶器官或病变组织的影像或功能参数，包含体内诊断用核药、呼气试验药盒（不含放免药盒）；不同同位素需搭配 PET/SPECT 显像设备实现诊断功能。

2. 治疗类药物：利用放射性核素衰变发射的 α 、 β 、 γ 射线，对体内病灶进行针对性照射，产生电离辐射效应破坏病变组织。作用原理为，利用特定核素通过代谢等富集于特定组织器官中实现治疗目的；或利用穿刺、插管、植入或局部注射等介入方式将核药及载体聚集到肿瘤组织；生物靶向核药则利用靶向载体实现精准治疗，一直是核药关注焦点，通过合适的配体/载体搭配不同核素可实现诊疗一体化。

3. 诊疗一体类 (Theranostics): 基本原理是利用共同的特定分子靶点, 将诊断用的放射性核素与治疗用的放射性核素相结合或使用相似的配体, 以实现疾病的精准定位和治疗, 能够实现个性化精准治疗并降低治疗成本和周期。

放射性核素偶联药物 (RDC) 是最热门的研发方向, 是由靶向配体、连接子、放射性核素组成, 既可以与诊断核素结合, 影像中清晰展示病灶的形态和大小, 也可以与治疗核素相结合, 物理破坏癌细胞结构。由于 RDC 的兴起, 近年来放射性药物正在朝着诊疗一体化的方向进展。**(RLT 与 RDC 的区别在于使用的配体是小分子, 同样可实现诊疗一体化, 原理相似, 只是“RLT”这一术语不如 RDC 广泛)。****177Lu 目前是 RDC 最常用的核素**, 产生 β 粒子射线, 并且有着近一周的半衰期, 尤其适合小体积的肿瘤和转移灶的清除;**225Ac 是近两年逐渐步入临床的新同位素选择**, 产生 α 粒子射线, 有着 10 天的半衰期。

表 3 放射性药物分类及特点

分类	子类别	主要适应症	剂型	常用活性成分
诊断类	诊断用放射性药物 (体内诊断)	甲状腺、心血管、神经、肾脏、骨骼等系统疾病	注射液、口服液	99mTc、18F、131I、201Tl
	呼气试验药盒 (参与体内循环, 在体外诊断)	幽门螺杆菌感染	胶囊、颗粒	13C、14C
	放免药盒 (体外诊断, 不在研究范围内)	甲状腺、肝脏、肾脏、肿瘤等系统疾病	体外诊断试剂	125I
治疗类 (体内)	器官靶向放射性药物	甲状腺系统疾病、骨转移肿瘤等	口服液、胶囊	131I (甲状腺)、89Sr (骨)、32P (骨、肝脾、淋巴结)、223Ra (骨)
	内介入法放射性治疗药物	头颈部、胸部、消化道、生殖系统肿瘤, 手术补充治疗	植入剂 (手术、动脉插管、腔内植入)	125I、90Y
	生物靶向特异性放射性药物 (含 RDC、RLT 等)	神经内分泌瘤、前列腺癌	口服液、注射液	90Y、177Lu、111In、32P、99mTc
诊疗一体类 (体内)	诊断及治疗用放射性药物 (RDC、RLT 搭配不同核素可实现)	前列腺、胰腺、肺部、肝部肿瘤等	口服液	131I、125I、68Ga、177Lu

资料来源: 摩熵咨询《中国放射性药物产业白皮书》, 华西证券研究所

截至 2024 年 12 月, 目前全球共有 11 个 RDC 药物上市, 其中 9 个为诊断用 RDC, 2 个为治疗用 RDC (已撤市的碘[131I]-托西莫单抗、钆[90Y]-替伊莫单抗等未统计在内)。癌症的诊断和治疗是目前 RDC 药物的主要应用领域, 靶点集中于 PSMA 和 SSIR, 分别应用于前列腺癌和神经内分泌肿瘤的诊断和治疗; 诊断用 RDC 最常用的核素为镓[68Ga], 治疗用 RDC 目前上市产品的核素均为镥[177Lu]。诺华是全球 RDC 领域的主要竞争者。2017 年, 诺华以 39 亿美元收购法国创新药企业上市公司 Advanced Accelerator Applications (AAA, 全球首个获批上市的 RDC 产品 Netspot 及首个获批的治疗用 RDC 产品 Lutathera 的原研厂商)。2018 年又收购生物制药公司 Endocyte, 获得包括 177Lu-PSMA-617 在内的多个 RDC 研发产品, 2022 年 177Lu-PSMA-617 获批上市, 商品名 Pluvicto。Lutathera 和 Pluvicto 自上市以来市场表现强劲, 2024 年销售额分别达到 7.24 亿美元

(yoy+20%)和 13.92 亿美元。华尔街预计，Pluvicto 的销售峰值将达到 60 亿美元。
中国核药研发仍以诊断类为主，治疗类 RDC 存在显著临床空白。

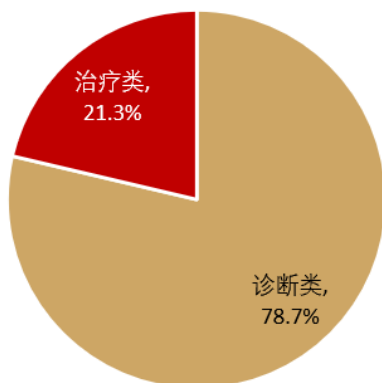
表 4 全球已上市 RDC 产品梳理（截至 2024 年 12 月）

药品名称	商品名	核素	靶点	最早获批时间	适应症	企业
治疗用						
镥 [177Lu]-vipivotide tetraxetan	Pluvicto	177Lu	PSMA	Mar-22	转移性去势抵抗性前列腺癌，转移性去势敏感性前列腺癌	诺华
镥 [177Lu]- 氧奥曲肽	Lutathera	177Lu	SSTR2	Sep-17	胃肠胰神经内分泌瘤	诺华
诊断用						
镓 [68Ga] 戈泽肽	Locametz	68Ga	PSMA	Mar-22	前列腺癌（PET 显像）	诺华
镓 [68Ga] 戈泽肽	Illucix	68Ga	PSMA	Dec-21	前列腺癌（PET 显像）	TELIX
18F-DCFPyL	Pylarify	18F	PSMA	May-21	前列腺癌（PET 显像）	Progenics Pharmaceuticals Inc
镓 [68Ga] 戈泽肽	GALLIUM GA 68	68Ga	PSMA	Dec-20	前列腺癌（PET 显像）	ANMI SA; Telix Pharmaceuticals Ltd
铜 [64]- 氧奥曲肽	Detectnet	64Cu	SSTR2	Sep-20	神经内分泌肿瘤（PET 显像）	RadioMedix、Curium
镓 [68Ga]-DOTATOC	Gallium dotatoc	68Ga	SSTR2	Aug-19	神经内分泌肿瘤（PET 显像）	UIHC PET IMAGING
镓 [68Ga]- 依度曲肽	TOcscan	68Ga	SSTR2	May-18	神经内分泌肿瘤（PET 显像）	Isotope Technologies Munich
镓 [68Ga]- 依度曲肽	SomaKit TOC	68Ga	SSTR2	Dec-16	胃肠胰神经内分泌肿瘤（PET 显像）	诺华
镓 [68Ga]- 氧奥曲肽	Netspot	68Ga	SSTR2	Jun-16	神经内分泌肿瘤（PET 显像）	诺华

资料来源：药渡数据，华西证券研究所

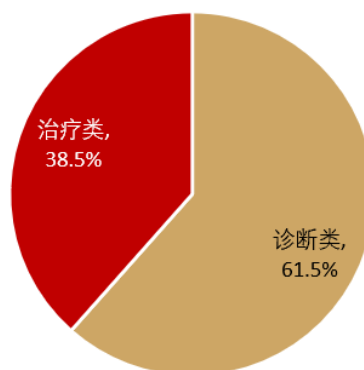
根据 insight 数据库，截至 2025 年 10 月，全球共有 60 款批准上市的放射性创新药，其中诊断类放射性药物独占鳌头，占比 78.7%。中国共有 26 款核药处于临床 3 期+阶段，依旧是诊断类核药一骑绝尘，占比 61.5%。

图 10 全球批准上市的放射性创新药类型分布



资料来源：Insight 数据库，华西证券研究所

图 11 中国申请上市的放射性创新药类型分布



资料来源：Insight 数据库，华西证券研究所

从中国 TOP10 核药品种医院端销售情况看，市场头部品种主要以诊断用药为主，且基本未纳入医保。2024 年医院端销售额 TOP2 品种分别是尿素[13C]呼气试验诊断试剂（7.5 亿元）、碘尿素[14C]呼气试验药盒（7.0 亿元），均为诊断用。放射性药物销售价格较高，其中钆[90Y]微球注射液 2024 年销售均价远超其余品种，达 35.7 万元（单位制剂）。可以看出目前大多核药品种在售企业数相对较少，市场竞争程度较低。

表 5 中国 TOP 核药品种医院端销售情况

药品名称	分类	2024 销售额/亿元	近 5 年 CAGR	在售企业数	2025 医保分类	2024 销售均价
尿素[13C]呼气试验诊断试剂	诊断用	7.5	20.6%	3	非医保	68
尿素[14C]呼气试验药盒	诊断用	7.0	13.8%	1	非医保	54
氟[18F]脱氧葡萄糖注射液	诊断用	5.7	12.3%	5	非医保	129
碘[131I]化钠口服溶液	诊断及治疗用	4.9	7.7%	3	乙类	151
碘[125I]密封籽源	治疗用	4.5	6.2%	7	乙类	446
钆[99Tc]亚甲基二膦酸盐注射液	诊断用	3.4	/	1	非医保	54
钆[99mTc]亚甲基二膦酸盐注射液	诊断用	2.9	8.2%	9	乙类	385
氯化锶[89Sr]注射液	治疗用	1.9	20.0%	5	乙类	12439
高钆[99mTc]酸钠注射液	诊断用	1.1	2.5%	9	非医保	55

资料来源：摩熵数据，华西证券研究所

国际巨头千亿资金涌入，RDC 赛道迎来价值重估浪潮。核药赛道正成为全球医药巨头争相布局的战略高地。近年来，礼来、BMS、阿斯利康及诺华等 MNC 纷纷通过超十亿美元级的并购切入 RDC 赛道，核心瞄准 α 核素药物等前沿平台。这股并购

浪潮不仅印证了 RDC 治疗平台的广阔前景，也为拥有领先管线和技术平台的企业带来了明确的价值重估机遇。

表 6 近年部分重磅核药并购交易

时间	收购方	被收购方	收购对价	核心产品/管线	核素	全球最高进展
2022 年 9 月	诺华	Clovis Oncology	总 6.8 亿美元	177Lu-FAP-2286 (FAP 靶向 RLT)	镥-177	II 期临床 (针对 FAP 阳性实体瘤)
2022 年 1 月	诺华	Endocyte	21 亿美元	Pluvicto (177Lu-PSMA-617)	镥-177	已上市 (2022 年 FDA 批准, 前列腺癌)
2023 年 10 月	诺华	Mariana Oncology	17.5 亿美元	MC-339 (基于镱的实体瘤 RLT)	镱-225	临床前 (针对小细胞肺癌等实体瘤)
2023 年 11 月	诺华	Bicycle Therapeutics	17.5 亿美元	双环肽放射性偶联药物平台	镥-177/镱-225	临床前及早期临床阶段 (针对多癌种)
2023 年 6 月	BMS	RayzeBio	41 亿美元	RYZ101 (225Ac-DOTATATE)	镱-225	III 期临床 (胃肠胰神经内分泌肿瘤)
2023 年 8 月	礼来	Point Biopharma	14 亿美元	PNT2002 (177Lu-PSMA-I&T)	镥-177	III 期临床 (针对 mCRPC)
2023 年 3 月	阿斯利康	Fusion Pharmaceuticals	24 亿美元	FPI-2265 (225Ac-PSMA)	镱-225	II 期临床 (针对 mCRPC)

资料来源：各公司公告、华西证券研究所

2.2.全球领先基地投产，远大医药实现“研-产-销”全链条闭环

公司是全球极少数实现“核素制备 - 药物研发 - 生产 - 临床 - 商业化”全链条布局的企业，核心壁垒包括：

- 核素自主化**：成都基地实现镥 [177Lu]、钇 [90Y] 等核药自主生产，摆脱进口依赖；
- 管线梯队**：覆盖肝癌、前列腺癌、神经内分泌瘤等大病种，从临床早期到上市产品形成梯队；
- 诊疗协同**：诊断类（如 TLX591-CDx、TLX250-CDx 等）与治疗类（如 TLX591、TLX250 等）RDC 产品搭配，实现“精准定位 + 精准杀伤”；
- 全球渠道**：通过 Sirtex 海外团队，产品覆盖欧美 50 余国，国际化优势显著。

公司通过收购 Sirtex（治疗，获钇 [90Y] 微球全球权益）、普尔伟业（开发、生产及经营资质）、BlackSwan（获外周血管栓塞剂，与核药形成“药械组合”）及投资入股 Telix（诊疗一体化，获 6 款 RDC 大中华区权益）、ITM（获神经内分泌瘤 RDC 权益），实现覆盖“核素制备 - 药物研发 - 生产 - 临床 - 商业化”全链条，形成国内领先的核药产业生态。

表 7 远大医药在核药领域的收购布局情况梳理

时间	交易对象	交易方式	收购金额	核心权益与技术	战略意义
----	------	------	------	---------	------

2018 年	澳大利亚 Sirtex	联合鼎晖投资以 19 亿澳元（约 14 亿美元）收购其 100% 股权， <u>远大医药持股 49%</u>	14 亿美元	获得全球首款钆[90Y]树脂微球（SIR-Spheres®）的全球权益，用于肝癌及结直肠癌肝转移治疗	切入核药治疗领域，填补国内放射性微球空白，产品于 2022 年在中国获批上市
2020 年 11 月	澳大利亚 Telix	签订授权协议，支付不超过 2.25 亿美元里程碑款，获得 6 款 RDC 产品在大中华区的开发、生产及商业化权益； <u>同时以 2500 万美元认购其 7.6% 股权</u>	不超过 2.5 亿美元	获得治疗前列腺癌（TLX591）、透明细胞肾细胞癌（TLX250）及胶质母细胞瘤（TLX101）的 RDC 产品，以及配套诊断剂（TLX591-CDx 等）的独家权益	构建“诊断 - 治疗”闭环，TLX591-CDx 于 2021 年在欧美上市，TLX591 进入 III 期临床
2020 年 11 月	北京普尔伟业	以不超过 1000 万元收购其 100% 股权	1000 万元	获得“放射性药品生产许可证”“辐射安全许可证”等资质，打通核药生产环节，支持 68Ga、177Lu 等核素药物的本土化生产	解决核药生产资质瓶颈
2022 年 2 月	德国 ITM	以 2500 万欧元认购其 1.31% 股权，并获得 3 款 RDC 产品在大中华区的独家权益	2500 万欧元	获得治疗胃肠胰神经内分泌瘤（ITM-11）、骨转移（ITM-41）及诊断剂（TOCscan®）的权益，ITM-11 于 2024 年进入中国 III 期临床	拓展神经内分泌瘤等罕见病领域，ITM-11 与 TOCscan® 形成诊疗一体化方案
2023 年 4 月	美国 BlackSwan	以不超过 3750 万美元收购其 87.5% 股权	3750 万美元	获得外周血管栓塞剂 Lava™ 和 Kona™ 的全球权益，与钆 [90Y] 微球形成“药械组合”，拓展实体肿瘤适应症	强化肿瘤介入领域布局，Lava™ 已于 2023 年获 FDA 批准，Kona™ 在 NDA 阶段，提升核药治疗的协同效应

资料来源：公司公告，华西证券研究所

全球领先基地投产，公司实现“研-产-销”全链条闭环。公司成都温江核药全球研发及生产基地已于 2025 年 6 月正式投入运营，以两年建设周期刷新行业纪录，并已率先获得国家甲级《辐射安全许可证》。该基地是目前全球核素种类最全、自动化程度最高的智能工厂之一，聚焦同位素制备、核药偶联等核心技术，覆盖从研发到精准配送的全生命周期管理。

基地总投资超 30 亿元，建有 14 条高标准 GMP 生产线，可实现镥[177Lu]、钆[90Y]、锆[89Zr]等多种关键诊断与治疗核素的自主生产，彻底突破国产核素产能瓶颈，为旗下易甘泰®、ITM-11、GPN02006 等重磅产品的研发与规模化生产提供了坚实保障，并预留了 α 核素生产线以备未来技术迭代，产品成本有望大幅降低。

图 12 远大医药成都生产基地亮点



- (1) 拥有比利时IBA回旋加速器，具备关键核素的自主化生产能力，解决了中国紧缺同位素依赖进口的难题
- (2) 核素全流程自动化生产，产能稳定性提升至国际领先水平；
- (3) 打造智能制造体系，自动化合成器构建精准控制“分子工厂”，大幅提高实验和生产稳定性；
- (4) 建立全自动分装系统，实现全流程“零接触”；
- (5) 自动化配体生产线实现多品类核药的并行开发，降低生产成本；
- (6) 构建全链路互联体系，生产效率提升300%；
- (7) 实现全链路AI智能运营，大幅提高运营效能；
- (8) 配备国际最高标准放射性操作热室，彻底阻断放射性物质外泄路径；
- (9) 打造全球首套放射性药物领域全流程辐射监测体系，实现“零外排”“零超标”；
- (10) “配体+核素+技术平台+智能化生产”“四位一体”打破国际垄断。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

管线储备：多癌种布局，多款产品进入后期。公司核药管线覆盖肝癌、前列腺癌、神经内分泌瘤等多个癌种。4款RDC产品处在临床III期阶段，其中用于**诊断前列腺癌的RDC药物TLX591-CDx**预计2025年递交中国上市申请，该产品于2024年全球实现销售额7.83亿澳元（5.17亿美元），2025Q1销售额为1.51亿美元（yoy+35%）；用于**诊断透明细胞肾细胞癌的RDC药物TLX250-CDx**向FDA递交的NDA已获得受理，并进入了优先审评，国内正进行三期临床，有望成为准确性高且无创的肾癌诊断新标准；**治疗胃肠胰腺神经内分泌瘤(GEP-NETs)的产品ITM-11**已于2025年3月完成国际多中心COMPOSE试验的中国首例患者入组给药，3期临床中。

ITM-11是一款基于放射性核素偶联技术靶向杀伤胃肠胰腺神经内分泌瘤的RDC产品，可将无载体¹⁷⁷Lu与生长抑素类似物偶联，通过与GEP-NETs表面高水平表达的生长抑素受体(SSTR)结合杀伤肿瘤细胞。这种技术具有比目前常用的有载体¹⁷⁷Lu产品（Lutathera）更高的比活度和纯度，同时杂质更少、半衰期更长，使得放射性废物更易处理，具有更好的环境友好性。未来将与诊断产品ITM-14D（TOCscan®，ITM公司未单独披露TOCscan的拆分销售额）形成诊疗一体化方案，填补国内GEP-NETs治疗缺口

海外III期COMPETE试验于2025年1月达主要终点，较标准癌症治疗药物依维莫司显著延长患者无进展生存期（PFS）近10个月。国内方面，加入的国际多中心III期COMPOSE试验完成首例患者入组给药，同步推进此前获批的COMPETE桥接试验（覆盖GEP-NETs全病程）；

据Frost & Sullivan数据，2020年中国GEP-NETs新发病例达7.13万例，且发病率呈逐年上升趋势。博研咨询数据显示，2023年国内GEP-NETs治疗市场规模已达125亿元，预计2025年将增长至160亿元，复合年增长率约为15%。

表 8 远大医药在核药抗肿瘤诊疗研发管线布局（截止 2025H1）

方向	产品	适应症	研发进度						
			临床前	IND	I期	II期	III期	NDA/注册	上市
介入治疗	钇[90Y]微球注射液	原发性肝癌				√			√
	温敏栓塞剂	富血管性实质脏器肿瘤				√			
	Kona	脑动静脉畸形						√√	
	AuroLase	前列腺癌						√	
	优护	前列腺癌		√					
	优爱 MRD	尿路上皮癌				√			
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-IPA)	脑胶质瘤			√	√			
	TOCscan	胃肠胰腺神经内分泌瘤-诊断	√						√
	ITM-11	胃肠神经内分泌瘤					√√		
	ITM-41	恶性肿瘤骨转移	√√						
	GPN02006	肝细胞癌-诊断	√						

资料来源：公司公告，华西证券研究所（√代表中国大陆，√海外）

2.3.易甘泰®：全球肝癌介入放疗，引领核药"Go Global"战略

易甘泰®微球注射液作为全球首个双适应症放射性内放射治疗（SIRT）药物，其上市布局呈现“欧美先发、中国放量、全球拓展”的阶梯式特征。产品20年临床应用经验覆盖全球50余国，累计治疗15万人次，安全性和有效性久经验证。获美国NCCN、欧洲ESMO/EASL及中国CSCO等权威指南推荐，奠定肝癌治疗标准地位。欧洲CE认证进一步拓展适应症至不可切除肝内胆管癌（ICC）、神经内分泌瘤肝转移（mNET）等肝脏原发及转移性肿瘤，构建“一药多能”的管线级解决方案。

表9 易甘泰®国际化关键里程碑

时间节点	关键进展	覆盖地区与意义
------	------	---------

2002 年	获 FDA（美国）与 EMA（欧洲）批准上市	奠定全球 SIRT 领域标杆地位，初始适应症聚焦 结直肠癌肝转移
2022 年	获中国 NMPA 批准上市	填补国内 结直肠癌肝转移选择性 内放射治疗空白，开启中国商业化进程
2025 年 7 月	FDA 批准新增不可切除肝细胞癌（HCC）适应症， 无肿瘤直径限制	成为全球唯一覆盖 HCC + 结直肠癌肝转移的 SIRT 药物，突破竞品肿瘤大小限制壁垒
2025 年 9 月	获欧洲 CE 标志认证新增适应症至不可切除肝内胆管癌 ICC、神经内分泌瘤引起的肝转移（mNET）等	实现欧美两大市场双适应症全覆盖，纳入 50 + 国家 / 地区医疗体系
截至 2025Q3	累计进入全球 15 万人次临床使用，覆盖中国 22 省市 50 余家医院	获 BCLC、NCCN、CSCO 等 10 + 国际 / 国内权威指南推荐，临床认可度行业领先

资料来源：公司公告，华西证券研究所

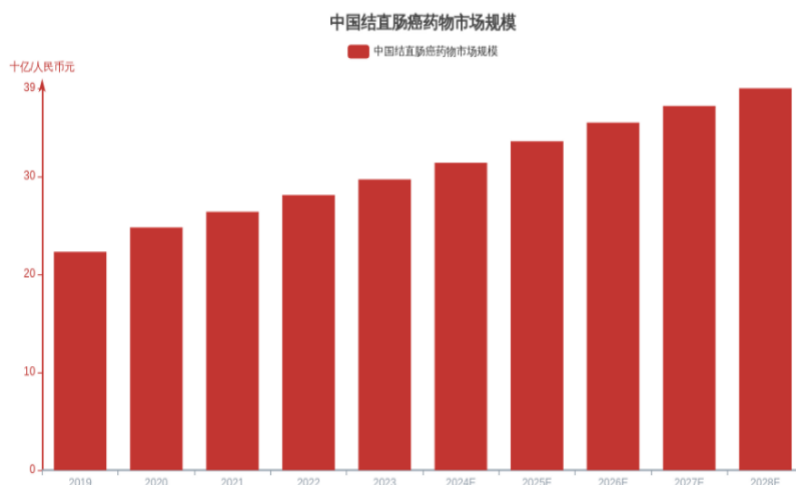
易甘泰® 商业表现亮眼且可及性提升，中美欧市场空间全面打开。自 2022 年在中国大陆上市以来，至今已惠及近 3000 例肝部肿瘤患者。2024 年销售收入近 5 亿港元（同比+140%），国内结直肠癌肝转移患者约 10 万，当前渗透率不足 2%，若 2030 年达 10-15%，销售额有望突破 50 亿港元。为提升患者可及性，公司积极推动医疗保障覆盖，该产品已纳入全国 50 个惠民保项目，覆盖 24 省 100 余城市。产品**通过惠民保覆盖超 2 亿人群**，单次约 40 万元治疗费用的支付压力显著缓解。随着 FDA 批准 HCC 适应症及欧洲拓展至 ICC、mNET 等新适应症，成功打开北美和欧洲高价值市场，为其出海提供广阔空间。

表 10 易甘泰®销售表现与增长动能

维度	2024 年销售额	患者积累	增长核心驱动因素
中国市场	近 5 港元收入，同比 + 140%+	中国累计治疗近 3000 例	医院覆盖 50 余家，50 个惠民保纳入；术者培训体系完善（覆盖 1100+医生）

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 2019-2028 年中国结直肠癌药物市场呈持续增长



资料来源：头豹研究院，华西证券研究所

全球范围内，目前仅有两款钇[90Y]微球治疗产品获上市批准，分别是树脂微球（SIR-Sphere）与玻璃微球（Thera-Sphere）。其中树脂微球是唯一获得美国 FDA 和中国 NMPA 双重认证的选择性内放射治疗（SIRT）产品，主要用于肝癌等肝脏恶性肿瘤治疗（中国仍处关键性 2 期临床）。公司的树脂微球（SIR-Sphere）凭借 99.99% 的 90Y 纯度、精准的 partition model 剂量计算、灵活的使用方式、更优的临床疗效及更低的安全风险，成为全球 SIRT 领域的标杆产品。

表 11 易甘泰®竞品差异化竞争分析

竞品类型	代表产品/疗法	易甘泰®核心优势	市场竞争态势
同类核药	波士顿科学钇 [90Y] 玻璃微球	无肿瘤直径限制，HCC 适应症覆盖更广；剂量更精准、使用灵活	易甘泰®欧美市场份额反超玻璃微球
介入治疗	TACE/HAIC 化疗栓塞	单次给药、副作用低、转化效果好	中晚期肝癌治疗首选率提升至 25%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 12 易甘泰®同类核素竞品分析

竞品类型	代表产品	研发阶段	核心优劣势
国际同核素上市品	波士顿科学玻璃微球	2021 年美国获批，已覆盖欧美、亚太等 50+ 国家，中国仍 3 期临床中	全球渠道成熟，但仅肝细胞瘤适应症
成都纽瑞特医疗	NRT6003	3 期临床（肝癌）；1 期临床（结直肠癌肝转移）	/

苏州迈得诺意医疗	MDN-001	1/2 期临床（肝癌）	/
东诚药业	钇 [90Y] 微球	临床前	成本控制潜力

资料来源：Insight 数据库，华西证券研究所

3. 制药科技：研发全球化和高端化双轮驱动，打造领先创新药平台

制药科技板块是公司三大核心业务矩阵的营收压舱石，聚焦成熟制剂与品牌仿制药的研发、生产及商业化。以“临床刚需为导向、全渠道覆盖为支撑”，构建了呼吸及危重症、五官科、心脑血管药物三大核心产品线，同时依托多技术平台布局高端制剂与创新药转型。板块承担着为公司核药、精准介入等创新板块提供稳定现金流战略职能，2024 年板块实现收入 73 亿港元(yoy+9.6%)，占公司总营收的 63%；其中高增长品类（呼吸及危重症、五官科）合计贡献 44 亿港元，占比提升至 60%，较 2023 年提高 6pp。

在产业布局上，板块形成“研发 - 生产 - 商业化”全链条能力：以武汉光谷国际研发中心为核心研发主体，配备国家级企业技术中心等多个创新平台，可开展小分子药物、多肽类药物及高端复杂剂型研究；生产端整合多家 GMP 认证基地，实现从原料药到制剂的垂直供应；商业化端依托覆盖全国 5 万余家医院及基层医疗机构、28 万余家药店的终端网络及 4300 人销售团队，构建起“医院 + 零售”双渠道优势。

在创新药研发方面，公司聚焦临床需求，布局了多款具有全球权益的创新药物。针对干眼症、翼状胬肉、近视防控等领域，GPN01768（TP-03）已在美国获批上市，中国 NDA 申请获受理；GPN00884 在中国的 IIa 期临床研究完成了首例患者入组。在呼吸与危重症领域，全球创新药物 STC3141 针对脓毒症取得突破性进展，中国 II 期研究达到主要终点，有望填补脓毒症对因治疗空白。

公司前瞻性布局 mRNA 等新兴技术平台，专注于抗肿瘤及抗感染药物开发。目前已完成 mRNA 生产及 LNP 递送技术平台搭建，针对 HPV-16 阳性实体瘤的治疗性疫苗 ARC01（A002）已于 2024 年在中国获批开展 I 期临床，成为中国首款针对 HPV 相关肿瘤的 mRNA 治疗性疫苗。该产品采用 TriMix®佐剂技术与 LNP 递送系统，有望显著增强免疫应答效果。

表 13 公司在制药科技领域的研发管线布局（截至 2025H1）

板块	方向	产品	适应症	研发进度				
				I 期	II 期	III 期	NDA	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 型阳性实体瘤	√√				

资料来源：公司公告，华西证券研究所（√：中国大陆，√：海外）

在国际化布局方面，公司通过战略合作加速创新药物全球化进程。与多家国际领先生物制药企业建立深度合作，引进多款具有全球权益的创新药物。其中，治疗干眼症的全球首创新药 OC-01 已在美国获批上市，并于 2024 年 11 月获得中国 NMPA 批准，2025 年 7 月实现中国大陆首批商业化处方落地。

表 14 公司在制药领域的全球合作与业务发展

合作企业	国家/地区	合作领域/产品	合作内容概要	财务条款/分成框架	意义/进展
eTheRNA Immunotherapies NV	比利时	mRNA 技术平台	组建合资公司南京奥罗生物，远大医药持股 75%，获得 eTheRNA 的 mRNA 生产技术和 LNP 递送技术在大中华地区的独家权益	1. 预付/投资：初始投资约 810 万欧元（取得合资公司 75% 股权）； 2. 分成机制：双方按持股比例（远大 75%、eTheRNA 25%）分享大中华区利润，eTheRNA 或额外收取特许权使用费（比例未公开）	建立 mRNA 研发生产平台，已开发 HPV 治疗性疫苗 ARC01（A002），该产品于 2024 年 1 月获中国批准开展 I 期临床研究
箕星药业（JVStar Therapeutics）	中国（香港）	干眼症治疗药物（OC-01、OC-02 鼻喷雾剂）	获得两款产品在大中华区（中国大陆、中国香港、中国澳门、中国台湾）的独家开发、生产及商业化权益	1. 付款结构：含首付款、里程碑付款（含销售里程碑）及基于年度净销售额的阶梯式特许权使用费； 2. 区域权益：远大拥有大中华区权益，向箕星支付许可费用，箕星或保留部分海外市场分成权益	OC-01 于 2024 年 11 月获中国 NMPA 批准上市，2025 年 7 月在中国大陆实现首批商业化处方落地；OC-02 处于研发推进中
PT Etana Biotechnologies Indonesia	印度尼西亚	应急药品供应（制剂和原料药）	远大医药为 Etana 供应印度尼西亚市场所需的小分子和多肽药物制剂或原料药	1. 合作性质：药品供应协议，非分成许可协议； 2. 财务安排：按采购订单约定的货物价格结算，远大赚取产品销售收入及制造利润，不涉及销售额分成	借助“一带一路”开拓东南亚市场，助力 Etana 成为当地优质药品供应商，完善国际化供应链布局
青海益欣药业	中国	中成药（丹珍头痛胶囊、利舒康胶囊等）	收购青海益欣 80% 股权，获得其 4 个中成药独家品种的产品权益	1. 交易对价：收购 80% 股权总代价为人民币 3.92 亿元；	丰富五官科、慢病治疗领域中成药管线

资料来源：Pharmcube、华西证券研究所

3.1.呼吸及危重症：高景气赛道,创新药+复方制剂双驱动

板块增长最快细分领域（2024年收入17亿港元，yoy+26.9%），精准切入呼吸系统疾病刚需场景。已上市重要产品包括：桉柠蒎肠溶胶囊、茆达格莫吸入粉雾剂 II、茆达特罗莫米松吸入粉雾剂 II、III、布地奈德鼻喷雾剂等产品，分别用于治疗祛痰（呼吸道疾病）、哮喘、过敏性鼻炎等。

图 14 公司部分呼吸及危重症板块产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.1.1.呼吸及危重症：深耕脓毒症蓝海，STC3141 打造免疫调控治疗新标杆

STC3141 作用机制创新，临床进展全球领先。STC3141 是远大医药通过与 Sirtex Technology Pty Ltd.和澳洲国立大学签订三方协议获得的、具有全球权益的全球创新小分子药物。其核心创新在于通过中和胞外组蛋白与中性粒细胞诱捕网（NETs），逆转机体过度免疫反应导致的器官损伤，从病理根源上调节免疫稳态，而非传统的对症支持治疗。该药物可覆盖脓毒症、急性呼吸窘迫综合征（ARDS）等多个高死亡率重症适应症，相关机制研究已发表于《Nature Communications》等顶级学术期刊，具备扎实的理论基础与学术认可度。

在研发战略上，STC3141 采用“全球化多中心”布局，已在中、澳、比、英、波等三大洲 5 个国家获得 7 个临床批件，覆盖脓毒症、急性呼吸窘迫综合征（ARDS）及重症 COVID-19 等多个适应症，完成四项针对不同重症患者的临床研究且均达终点，彰显其广谱重症治疗潜力。

表 15 多国家批件覆盖多适应症，已完成研究均显积极信号

国家 / 地区	获批临床批件数量	覆盖适应症	已完成临床研究类型	研究结果
中国	2 个	脓毒症、ARDS	脓毒症 II 期、ARDS Ib 期	脓毒症 II 期达主要终点，ARDS Ib 期显示器官功能改善信号
澳大利亚	1 个	脓毒症	脓毒症 Ib 期	安全性良好，无严重不良事件

比利时	2 个	脓毒症、重症 COVID-19	脓毒症 Ib 期、重症 COVID-19 IIa 期	耐受性良好，在缓解症状严重程度、帮助患者脱离升压药、脱离呼吸机和缩短 ICU 住院时间等指标方面体现了积极信号
英国、波兰	2 个	重症 COVID-19	重症 COVID-19 IIa 期	耐受性良好，在缓解症状严重程度、帮助患者脱离升压药、脱离呼吸机和缩短 ICU 住院时间等指标方面体现了积极信号

资料来源：公司公告、华西证券研究所

2025 年 5 月，远大医药宣布 STC3141 治疗脓毒症的 II 期临床研究成功，该多中心、随机、双盲、安慰剂对照试验共入组 180 例患者，结果显示显著临床价值：(1) 主要终点方面，药物治疗组第 7 天序贯器官衰竭评估 (SOFA) 评分（脓毒症诊断和评估疾病严重程度的标准）较基线明显下降，高剂量组降幅显著大于安慰剂组，差异具有统计学显著性与临床意义，证实其逆转器官功能衰竭的治疗潜力；(2) 次要终点：28 天死亡率、ICU 住院时间等趋势与主要终点一致；(3) 安全性方面表现良好，药代动力学特征符合预期，未发现新的安全性风险。

全球脓毒症新药研发竞争激烈，但成功率极低，众多项目折戟于临床阶段。新药主要围绕免疫调节、血流动力学支持与病原体清除三大方向展开。当前竞争格局呈现“赛道分散、多数停滞”的特点，多数在研药物或因靶点传统、或因疗效不足，仍困于早期临床，难以突破。STC3141 凭借其全球首创的“免疫稳态调节”机制和成功的 II 期数据，在这一格局中确立了显著的领先优势与差异化地位。

脓毒症治疗需求迫切，全球市场空间广阔。当前临床实践高度依赖《拯救脓毒症运动》(SSC) 指南和 CMS 核心集束化措施，但手段仍局限于抗感染、液体复苏和器官功能支持，缺乏针对脓毒症核心病理环节——免疫失衡的特异性治疗药物。抗生素虽能控制感染，但耐药性问题日益突出，且无法逆转过度炎症反应和继发免疫抑制导致的器官损伤。据 Wise Guy Reports 数据显示，2024 年全球脓毒症治疗药物市场规模预计达 125.4 亿美元，到 2032 年有望增长至 193.7 亿美元。根据《美国医学会杂志》(JAMA) 相关研究显示，全球每年脓毒症病例超过 4900 万例，其中约 1100 万患者死亡，占全球总死亡人数的 19.7%。在中国，脓毒症发病率呈上升趋势，院内死亡率高达 30%，治疗负担沉重，人均治疗费用超过 1 万美元。据《柳叶刀》研究数据推算，我国每年脓毒症相关住院病例超 500 万例，按人均 ICU 治疗费用 10 万元计算，潜在市场规模超 5000 亿元。但现有治疗手段对重症患者的器官保护效果有限，STC3141 若成功上市，将与公司现有呼吸管线形成协同，有望在国内打开百亿市场空间。

图 15 全球脓毒症药物市场规模（十亿\$）



资料来源：WISEGUY REPORTS，华西证券研究所

3.1.2.切诺®：呼吸板块现金牛，独家优势增长潜力大

切诺®凭借独家壁垒与临床刚需，成为公司呼吸板块稳健增长的压舱石。作为纯植物提取的黏液溶解性祛痰药，该产品为 2024 年呼吸板块收入的主要贡献产品，推动呼吸板块实现 26.9%同比增长。其核心优势在于：一是**独家品种地位**，未被纳入参比制剂目录，短期无集采风险；二是**广泛适应症覆盖**，纳入急性慢性支气管炎、肺炎等多项诊疗指南；三是**品牌认知度高**，荣登 2025 年健康产业止咳化痰药品牌榜。随着等级医院与基层市场双向渗透，该产品未来增长空间依旧巨大。

剂型创新与市场扩容双轮驱动，切诺®增长天花板持续打开。公司通过剂型创新拓展新增长极：2025 年 4 月推出切诺®丙酸氟替卡松鼻喷雾剂（中国首仿），切入 35 亿元鼻用制剂市场（米内 23 年数据），打破外资垄断；同步完成切诺®布地奈德包装升级，提升患者用药依从性。凭借医保独家地位和持续产品迭代，切诺®系列有望在呼吸道疾病用药市场获得更大份额，为远大医药提供持续现金流与增长动力。

图 16 切诺（桉柠蒎肠溶胶囊）独家品种

桉柠蒎肠溶胶囊（切诺）



适用症状：适用于急、慢性鼻窦炎；急慢性支气管炎、肺炎、支气管扩张、肺脓肿 慢性阻塞性肺部疾患 肺部真菌

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 17 布地奈德鼻喷雾剂：全新外观焕新登场



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.1.3.双恩开启哮喘复方制剂治疗新纪元，医保放量潜力可期

恩卓润®（茛达格莫吸入粉雾剂）作为国内首款获批哮喘适应症的三联复方吸入制剂（ICS+LABA+LAMA），填补了国内哮喘治疗领域的空白。这款全球创新型复方制剂采用了优化的药物组合：糠酸莫米松（更强的抑制气道炎症药物）、醋酸茛达特罗（更持久支气管扩张药物）和格隆溴铵（保护气道抑制气道重塑的长效抗胆碱能拮抗药物），三种组分精确结合，实现协同增益。临床研究数据证实，恩卓润®（160-150-50μg, qd）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 周中度急性发作风险的年化发生率显著降低了43%。

恩明润®（茛达特罗莫米松吸入粉雾剂）作为创新型二联复方制剂（ICS+LABA），同样表现出优异的临床效果。其 160μg 一天一次给药与舒利迭 500 一天两次相比，26 周即可改善 FEV1 谷值 28mL，52 周全部急性发作率降低 16%。其中的茛达特罗 5 分钟快速起效，24 小时长效，能更持久地控制哮喘症状。

表 16 复方制剂是主流趋势，三联疗法为重度哮喘提供解决方案

种类	细分类型	代表药物
β2 受体激动剂	SABA	沙丁胺醇（万托林 4 - 6h）、特布他林（博利康尼 4 - 6h）、丙卡特罗口服液
	LABA	福莫特罗（奥克斯都保 12h）、沙美特罗（施立稳 12h）、班布特罗
M 胆碱受体拮抗剂	SAMA	异丙托溴铵（爱全乐）、异丙托溴铵雾化液（可必特）
	LAMA	噻托溴铵（思力华、彼多益）
ICS	布地奈德（普米克令舒 / 都保 / 顺而畅）、丙酸氟替卡松气雾剂（辅舒酮）	
LABA + ICS	茛达特罗莫米松（恩明润 24h）、沙美特罗替卡松（舒利迭 12h）、布地奈德福莫特罗（信必可都保 12h）、信氯米松福莫特罗（启尔畅）、糠酸氟替卡松维兰特罗（24h）	
LABA + LAMA	茛达特罗格隆溴铵（杰润 24h）、格隆溴铵福莫特罗（百沃平 12h）、乌美溴铵维兰特罗（欧乐欣 24h）、噻托溴铵奥达特罗（思合华能倍乐 24h）	

LABA + LAMA + ICS	茚达格莫吸入粉雾剂（恩卓润）、布地格福吸入气雾剂（倍择瑞）、氟替美维吸入粉雾剂（全再乐）
-------------------	--

资料来源：宝安中医院肺病科公众号、华西证券研究所

市场准入方面，恩卓润®与恩明润®已于2023年1月成功纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2022年版）》乙类范围。远大医药在2022年与诺华合作引进了这两款粉雾剂，2022年11月，恩卓润®正式向全国各大医院和药房供货，成为中国目前唯一获批的哮喘三联吸入制剂正式进入临床应用。展望未来，随着医保准入的加速推进和医院覆盖范围的扩大，“双恩”组合有望在2025-2027年进入收入快速爬坡期，成为远大医药呼吸板块重要的增长驱动力。

表 17 产品差异化优势显著，构建长期竞争壁垒

特性	恩卓润®	恩明润®
获批时间	2021年5月	2021年6月
产品类型	三联复方制剂（ICS+LABA+LAMA）	二联复方制剂（ICS+LABA）
给药频率	一天一次	一天一次
临床优势	24周中度急性发作风险降低43%	重度、中重度和所有急性发作风险分别降低26%、22%和19%
适用人群	成年哮喘患者	成人及12岁以上青少年哮喘患者
装置特点	比斯海乐®装置，三重给药确认	比斯海乐®装置，三重给药确认

资料来源：公司公告、摩熵医药，华西证券研究所

3.2.五官科：创新驱动打造眼科领导地位，多款重磅产品进入收获期

公司五官科板块治疗领域广泛覆盖眼科、耳鼻喉科、口腔科等多科室疾病，形成了完善的产品体系。公司核心产品包括和血明目片、金嗓系列、脉血康、瑞珠、诺通以及全球创新产品酒石酸伐尼克兰鼻喷雾剂，板块2024年收入达27.0亿港元，yoy+19.3%。公司通过“自主研发+全球引进”双轮驱动策略，构建了丰富的产品梯队，涵盖化学制剂、中药制剂及健康产品，包含处方药、OTC、消费品等几大类，实现了院内院外全渠道覆盖。

图 18 公司部分五官科产品

奥可安®甲硝唑口颊片  适用症状：本品为口腔科用药类非处方药药品，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  适用症状：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  适用症状：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。	瑞珠®聚乙烯醇滴眼液  适用症状：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，华西证券研究所

公司五官科板块的多款全球创新药物近期取得重大进展，即将进入商业化收获期。用于治疗干眼症的酒石酸伐尼克兰鼻喷雾剂（OC-01）于2024年11月获得国家药监局批准上市，这是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。该产品通过激活三叉神经副交感神经通路，增加天然泪液分泌，从根本上治疗干眼症。OC-01自2021年10月在美国获批上市后，迅速成为干眼症治疗领域的明星药物，上市一周年便开出了超9.7万份处方，2023年该产品在美国实现销售收入约4200万美元。

全球首创治疗蠕形螨睑缘炎药物 GPN01768（洛替拉纳滴眼液）已于2024年12月向国家药监局递交新药上市申请并获得受理，并于2025年5月在中国澳门获批上市。该产品是FDA批准的首款也是唯一一款针对蠕形螨睑缘炎的药物，有望填补国内临床空白。其在美国上市的第二年（2024年）便取得了近2亿美元的销售收入；该产品针对全球超3亿患者的未满足需求，优于现有外用制剂，产品成为板块首个十亿级创新制剂。

用于治疗翼状胬肉的 CBT-001（GPN00153）是一款改良型新药，对新生血管生成和组织纤维化均有抑制作用。该产品已于2025年6月完成国际多中心III期临床试验的全球中心全部患者入组。翼状胬肉在全球影响着约9亿患者，在中国有约1.5亿的患者深受其扰。目前全球尚无针对性治疗药物，CBT-001有望填补这一临床空白。

用于推迟儿童近视进展的创新药物 GPN00884 近期已在中国完成了IIa期首例受试者入组给药；用于治疗抑郁症的中药创新药 GPN01360 在中国开展的II期临床研究完成了首例患者入组给药；用于眼科术后抗炎镇痛的激素纳米混悬滴眼液 GPN00833 完成了在中国开展的III期临床研究并成功达到了临床终点；创新眼科器械 GPN00680 在中国开展的临床研究完成了首例患者入组

表 18 远大医药眼科创新药管线全球进展一览（截至 2025H1）

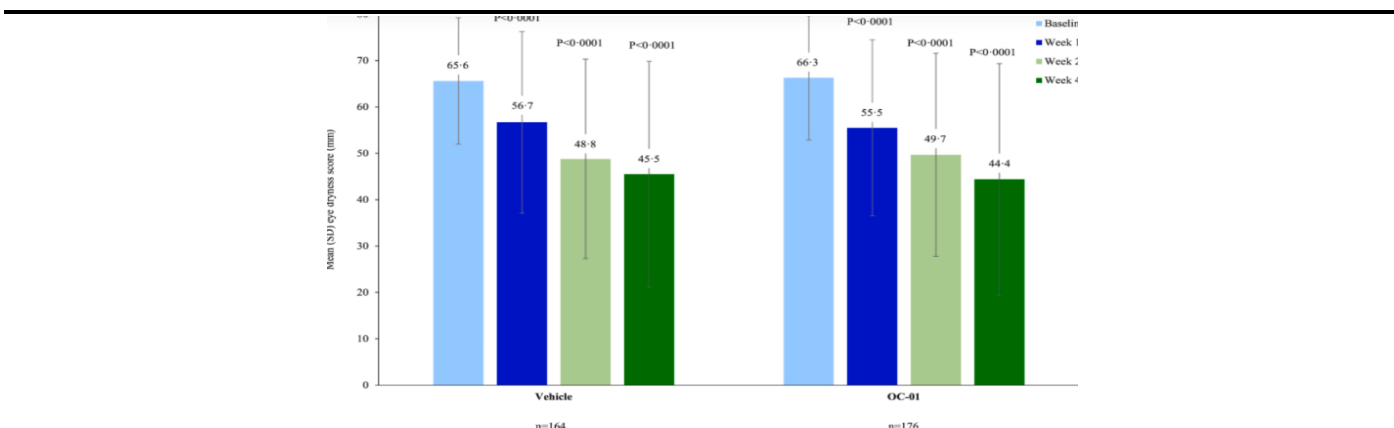
领域	产品名称 (基石品种标红)	靶点、作用机制	商业化 - 最快进展		主要适应症	
			CN	海外	CN	海外
眼科	GPN00153 (GBT-001)	尼达尼布（抑制新生血管生成和组织纤维化）	III 期（2024.03）	III 期	翼状胬肉	翼状胬肉
眼科	GPN00833 (APP13007) (丙酸氟倍他索纳米混悬滴眼液)	丙酸氟倍他索（糖皮质激素）	III 期完成（2024.11 达到临床终点，准备 NDA）	上市（US 2024 年 3 月）	眼科术后抗炎镇痛	眼科术后抗炎镇痛
眼科	GPN01768 (TP-03, 洛替拉纳滴眼液)	γ -氨基丁酸门控氯离子通道（GABA-C1）具有选择性的非竞争性拮抗剂	NDA（2024.12 受理）	上市（US 2023.07）	蠕形螨睑缘炎	蠕形螨睑缘炎（上市）、睑板腺功能障碍导致的睑缘炎（III 期）
眼科	酒石酸伐尼克兰鼻喷雾剂（OC-01）	高选择性的乙酰胆碱能受体激动剂	上市（2024.11）	上市（US 2021 年）	增加干眼患者的泪液分泌	治疗干眼症体征和症状

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：公司公告、华西证券研究所

中国眼科药物市场前景广阔，根据 Frost & Sullivan 发布的《眼科药物市场发展现状与未来趋势研究报告》，中国眼科药物市场规模 2025 年预计将达到 440 亿元，2030 年将达到 1,166 亿元（CAGR=19.8%）。在细分领域，干眼症市场增长潜力尤为显著：根据灼识咨询，国内干眼病药物市场预计将从 2019 年的 4.3 亿美元大幅增长至 2030 年的 67 亿美元。

图 19 OC-01 对于眼症状的改善效果显著



资料来源：摩熵医药，华西证券研究所

3.3.心脑血管板块：短期承压，基石稳固

板块传统支柱（2024 年收入 21.8 亿港元，yoy-9.3%），受集采政策影响短期收入下滑，但仍是现金流来源之一。我们预计该板块收入于 2025 年略有下滑，而 2026-2027 年将保持稳健增长。

心脑血管急救领域：依普利酮及卡谷氨酸首张处方落地，前者成功纳入 2024 年国家医保目录，药物可及性提升；板块新增 5 款药品，分别为合心爽®/合贝爽®系列、安步乐克®、力美通®依普利酮片、润漠德霖®曲前列尼尔注射液；另能气朗®辅酶 Q10 片已进入快速放量阶段，成功助力公司产品组合的更新迭代；

图 20 公司部分心脑血管板块产品

辅酶Q10片  适用症状：本品用于下列疾病的辅助治疗：1. 心血管疾病，如：病毒性心肌炎、慢性心功能不全。2. 肝炎，如：病毒性肝炎、亚急性肝坏死、慢性活动性	盐酸多巴酚丁胺注射液  适用症状：用于器质性心脏病时心肌收缩力下降引起的心力衰竭，包括心脏直视手术后所致的低排血量综合征，作为短期支持治疗。	盐酸肾上腺素注射液（预灌封）  适用症状：主要适用于因支气管痉挛所致严重呼吸困难，可迅速缓解药物等引	盐酸甲氧明注射液  适用症状：1.升高血压，用于治疗在全身麻醉时发生的低血压，并可防止心率失常的出现；也可用于椎管内阻滞所诱发的低血压，但有减低心排量之可
盐酸多巴胺注射液  适用症状：适用于心肌梗死、创伤、内毒素败血症、心脏手术、肾功能衰竭、充血性心力衰竭等引起的休克综合征；补充血容量后休克仍不能纠正者，尤其	盐酸肾上腺素注射液  适用症状：主要适用于因支气管痉挛所致严重呼吸困难，可迅速缓解药物等引起的过敏性休克，亦可用于延长浸润麻醉用药的作用时间。各种原因引起的心	重酒石酸去甲肾上腺素注射液  适用症状：用于某些急性低血压状态（如麻醉性低血压、休克等）	果糖二磷酸钠口服溶液  适用症状：用于改善冠心病的心绞痛、急性心肌梗死、心律失常和心力衰竭的心肌缺血以及病毒性心肌炎的辅助治疗。亦可用于改善脑梗死、脑出血等引
替米沙坦氢氯噻嗪片  适用症状：用于治疗原发性高血压。本品固定剂量复方制剂用于治疗那些单用替米沙坦不能充分控制血压的患者。	去痛片  适用症状：用于发热及轻、中度的疼痛。	安乃近片  适用症状：用于急性高热时的退热，也可用于急性疼痛的短期治疗，如头痛、偏头痛、肌肉痛、关节痛、痛经等。	盐酸曲美他嗪片  适用症状：作为添加药物，本品用于对一线抗心绞痛治疗控制不佳或无法耐受的稳定型心绞痛成年患者的对症治疗。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

4. 生物科技：氨基酸龙头，技术升级提效率

生物科技板块是公司三大核心业务矩阵的重要基石，以氨基酸产品为核心业务，定位于全球高质量氨基酸优质服务商，形成覆盖全球 140 多个国家和地区的销售网络，海外业务占比约 40%。2024 年板块实现收入 35 亿港元，同比增长 5.9%，占公司总营收的 30.2%；其中氨基酸业务收入 27.6 亿港元（+2.2%）。板块凭借 20 余年的技术积累，已构建“成熟产品贡献稳定现金流、高附加值领域驱动增长”的良性发展格局，是公司传统业务中兼具规模优势与创新潜力的核心板块。

在产业布局上，板块通过“自主研发+外延并购”持续完善产业链：2021 年收购沧州华晨生物、2022 年并购湖北八峰后，原料药注册文号数量跃居国内第一，形成

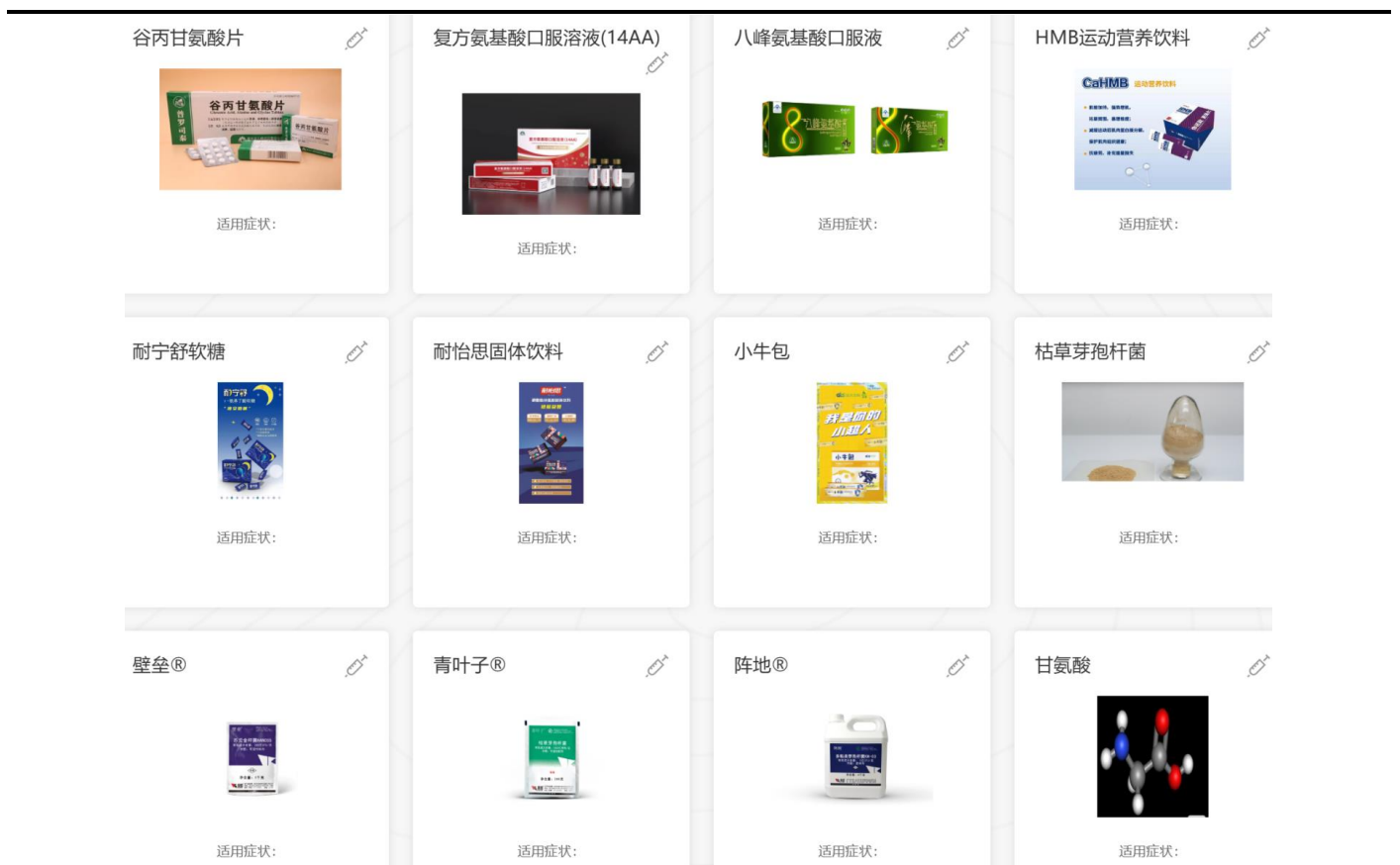
从基础原料到高端制剂的垂直整合能力；同时搭建以合成生物学为核心的技术平台，实现多种氨基酸的生物法工业化生产，打破传统化学合成的技术局限。

表 19 公司氨基酸原料药产能布局

子公司	产品
远大弘元	多种氨基酸（包括半胱氨酸及其衍生物）；湖北仙桃生产基地已完工并试生产，为氨基酸板块利润增长提供持续动能
远大生命	牛磺酸；全球牛磺酸重要供应商
沧州华晨	工业级甘氨酸；应用于农药中间体、饲料添加剂及食品添加剂等领域
湖北八峰	氨基酸原料药和制剂的研发、生产与经营

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 21 公司部分氨基酸板块产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

5.心脑血管精准介入诊疗：全球研产+全局创新，建立高端器械壁垒

心脑血管精准介入诊疗是公司三大核心战略板块之一，与核药抗肿瘤诊疗共同构成公司“高科技、高附加值”的业务矩阵。2024 年板块实现收入 2.3 亿港元，同比增长 92.1%，占公司总营收的 1.9%。板块秉承“精准治疗”理念，聚焦通路管理、结构性心脏病及心衰三大高潜力赛道，构建“无源 + 有源”一体化创新器械平台，形成覆盖诊断、治疗全链条的高端产品集群。

产业落地层面，公司已建成武汉光谷有源器械、常州无源器械两大生产基地及上海结构性心脏病研发中心，实现核心产品自主化生产，为商业化放量奠定产能基础。通过“自主研发 + 全球拓展”的双轮驱动模式，板块已布局超 30 款产品，其中 22 款在通路管理方向获批上市，结构性心脏病方向已有 1 款产品在中国获批上市，形成“成熟产品贡献现金流、创新产品驱动增长”的良性管线结构。

图 22 公司部分心脑血管精准介入诊疗板块产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 20 公司心脑血管精准介入诊疗板块 10 款核心产品（截至 2025H1）

产品名称	核心适应症/用途	核心技术/设计亮点	临床优势/认证/数据	协同性/前景
冠脉药涂球囊 RESTORE DEB®	原发冠脉病变、支架内再狭窄	独有 SAFEPA 专利技术，药物涂层均一稳定、脱落率低	获《中国 PCI 指南》等推荐	冠脉介入核心产品，填补双适应症空白
透析通路药涂球囊 APERTO® OTW	透析患者动静脉内瘘狭窄	耐高压 + 药涂双重特性	术后 6 个月靶病变通畅率显著优于普通高压球囊，成果发表于核心期刊，延长内瘘使用时间	后续可与 aXess 在透析领域形成协同
血管内双模成像设备 (NOVASIGHT)	冠脉血管成像、腔内介入手术规划	融合 IVUS+OCT 技术，同步展示超声/光学图像，实现“四同”	NOVASIGHT 获美国 FDA 批准，已在加、日上市；NOVASYNC（国产化）兼容	提升手术精准度，减少诊疗程序

T/NOVASYN C)		(同时/同向/同轴/同位)	进口设备、降成本，惠及更多冠心病患者	
颅内取栓支架 鸬鹚®	急性缺血性卒中取栓	圆丝编织结构，体外可调节直径，全程可视显影，全支架显影	适配闭塞血管能力强，提升血管再通率，减少血管损伤，为取栓治疗提供新选择	国产首款可调节取栓支架，填补临床差异化需求
肾动脉射频消融系统 Iberis™	控制不佳的原发性高血压	微创介入，射频能量消融肾交感神经，桡动脉/股动脉双入路设计	临床成果发表于《Circulation》(IF 35.5)，全球唯一获欧盟CE认证的双入路 RDN 产品，降压效果优异	国际认可度高，解决高血压临床治疗痛点
冠脉/外周冲击波系统 (DEEPQUAKE-CTM/DEEPQUAKETM)	冠脉钙化病变 (≥50% 狭窄)、外周血管钙化病变 (≥50% 狭窄)	非聚焦脉冲声压力波，能量五档调节，多电极排布 (能量均匀)；冠脉款柔性电极 (提升通过性)，外周款长规格 (覆盖长段病变)	高效击碎浅表/深层钙化斑块，安全性、有效性突出，为钙化病变提供多样化治疗选择	覆盖冠脉+外周双场景，填补钙化病变精准治疗空白
经导管二尖瓣夹系统 NeoNova®	二尖瓣反流修复	弹性自锁机制 (防瓣膜撕裂)，“一字型”夹合器 (应对复杂情况)，小控弯半径 (省操作空间)	微创介入，提升心功能，减少创伤，缩短恢复时间，操作便捷安全	国产首款二尖瓣夹系统
内源性组织修复产品 aXess	终末期肾病 (ESRD) 患者移植血管内瘘 (AVG) 建立	提供组织修复框架，加速透析通路建立	降低血栓及并发症风险，提升透析通路安全性/有效性	与 APERTO® OTW 协同；美国关键临床 2024.11 首入组，欧洲 2025.1 完成入组，中国注册推进中
二尖瓣置换系统 Saturn	二尖瓣置换	经房间隔介入植入，融合瓣环重建+瓣膜置换技术	2020 年欧洲开展经心间入路临床 (2022 年完组)，2024.5 欧洲完成经股静脉入路首入组，中国注册推进中	全球创新设计，减少手术创伤，适配多种二尖瓣结构
心室辅助器械 CoRISMA	三级/终末期心衰治疗	完全植入式，先进无线供电技术，微创手术	与耶鲁大学孵化企业合作开发，创伤小、无电源线感染风险，并发症少	解决终末期心衰治疗痛点，填补高端心室辅助器械空白

资料来源：公司公告、华西证券研究所

在研管线：储备下一代创新治疗方案。截止 2025H1，该板块员工超过 340 人，研发团队近 70 人，研发团队硕士和博士占比超过 65%，拥有医学、药学、材料、机械、电子等综合背景，致力于将该板块打造成为中国乃至全球领先的“心脑血管精准介入诊疗平台”。

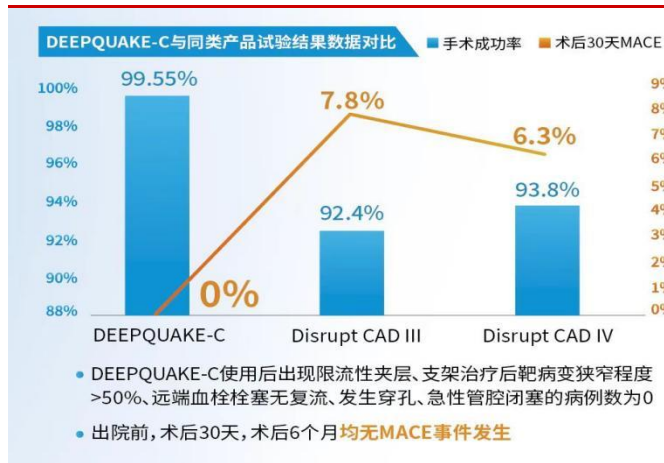
表 21 公司心脑血管精准介入在研产品介绍（截至 2025H1）

板块	方向	产品	适应症	研发进度				
				临床前	IND/型检	临床中	NDA	上市
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：公司公告，华西证券研究所（√：中国大陆，√：海外）

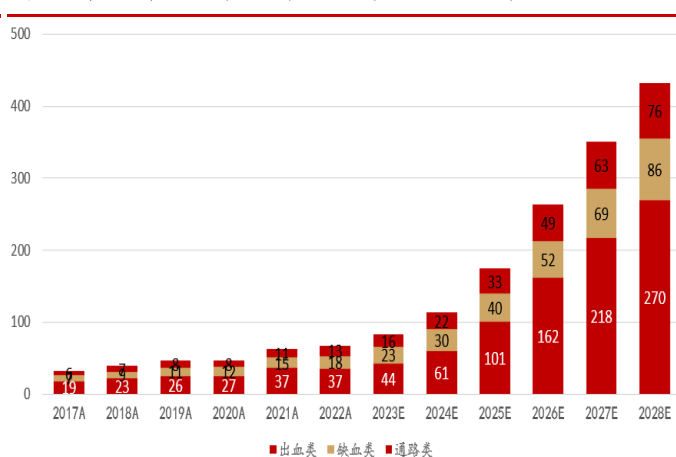
据沙利文数据显示，2017 年到 2022 年，中国神经血管病介入治疗医用耗材市场规模从 32.2 亿元增加到 66.8 亿元，CAGR=15.7%，预计到 2028 年中国神经血管病介入治疗医用耗材市场规模将达到 432.2 亿元，CAGR=36.5%。

图 23 DEEPQUAKE-C 临床优势对比：高成功率+零 MACE 事件



资料来源：远大医药公众号，华西证券研究所

图 24 中国神经血管病介入治疗医用耗材市场（亿元）



资料来源：沙利文，华西证券研究所

6. 盈利预测

1、核药板块：预计 2025-2027 年收入为 8.8 / 11.5 / 13.8 亿港元（同比 +50% / +30% / +20%）。核心驱动包括：（1）易甘泰®（钆 [90Y]）：凭借 FDA 新批肝癌适应症及欧洲适应症拓展，全球商业化加速。国内渗透率提升（我们预计 2030 年 CRLM 渗透率超 10%）及商保覆盖扩大（已入 50 多个惠民保）将驱动持续放量。（2）全球研发管线兑现：TLX591-CDx（前列腺癌诊断）国内 III 期已完成全部患者入组，公司预计

2025 年内申报 NDA。(2) **成都基地投产**：全球领先生产基地于 2025 年 6 月投产，规模化生产将优化成本，提升毛利率。

2、制药科技板块：预计 2025-2027 年收入增速为 +10.5%/+9.0%/+8.0%。(1) **呼吸与危重症**：核心产品切诺®凭借独家品种优势维持稳定增长；恩卓润®/恩明润®（“双恩”组合）医保放量进入加速期；全球创新药 STC3141（脓毒症）国内 II 期成功，有望于 2029 年上市，贡献增量收入；(2) **五官科**：拳头产品和血明目片、金嗓系列提供稳定现金流；创新药 OC-01（干眼症）、TP-03（睑缘炎）已于 2024 年 12 月 NDA，成为全新增长点 (2) **心脑血管及其他**：集采影响逐步出清，新品伊普利酮片（高血压）医保放量，收购品种脉血康、丹珍头痛胶囊等丰富产品矩阵。

3、生物科技板块：预计 2025-2027 年收入增速为 -5.0%/+0%/+3.0%。氨基酸原料药终端需求稳定，公司通过合成生物学技术平台（酶催化、发酵工程等）持续优化生产工艺，预计毛利率将稳步提升。

4、心脑血管精准介入（器械）：我们预计该板块 2025-2027 年间收入 yoy +30/+30/+18%，受益新品上市及入院。

综上，我们预测公司 2025-2027 年总收入将达 122.7/134.6/147.0 亿港元，yoy+5.4%/+9.7%/+9.1%。增长核心驱动力来自核药板块的爆发性增长及创新产品的持续放量，同时传统业务提供稳健支撑。

我们预计公司 2025-2027 年整体毛利率将稳步回升至 58.5% / 59.0% / 60.0%。主因高毛利核药及创新药收入占比持续提升，叠加成都生产基地规模化效应降本；预计公司 2025-2027 年归母净利润为 20.1 / 22.5 / 25.6 亿港元，同比增长 -18.6%/+12.1%/+13.5%，对应 EPS 分别为 0.57/0.63/0.72 港元。2025 年净利润增速承压主因研发投入加大及新品市场投入，随后两年将随核药及创新药业绩释放而加速增长。

表 22 公司业绩拆分情况（百万港元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	95.6	105.3	116.4	122.7	134.6	147.0
yoy		10.1%	10.5%	5.4%	9.7%	9.1%
毛利率	62.2	62.0	57.9	58.5	59.0	60.0
1、核药抗肿瘤诊疗&心血管介入						
营业收入	1.3	3.4	8.2	11.8	15.3	18.3
yoy		17.0%	3.8%	10.5%	9.0%	8.0%
占比	0.0%	3.2%	7.0%	9.6%	11.4%	12.5%
核药抗肿瘤诊疗	0.6	2.2	5.9	8.8	11.5	13.8
yoy	36%	280%	177%	50%	30%	20%
心脑血管精准介入诊疗	0.7	1.2	2.3	2.9	3.8	4.5
yoy	-96.3%	68.6%	92.1%	30.0%	30.0%	18.0%
2、制药科技						
营业收入	61.2	68.1	73.2	77.9	86.3	94.8
yoy	13.8%	17.0%	3.8%	10.5%	9.0%	8.0%
占比	64.0%	64.7%	62.9%	63.4%	64.1%	64.5%
呼吸及危重症板块	10.5	13.8	17.1	19.3	21.6	24.0

yoy	-39%	38%	24%	13%	12%	11%
五官科板块	22.1	23.1	27.0	31.1	34.8	38.6
yoy	108%	10%	17%	15%	12%	11%
心脑血管急救板块	22.2	24.5	21.8	19.6	21.6	23.3
yoy	19%	16%	-11%	-10%	10%	8%
其他	6.4	6.8	7.3	7.9	8.3	8.8

3、生物科技

营业收入	28.9	33.8	35.1	33.3	33.3	34.3
yoy	29.5%	17.0%	3.8%	-5.0%	0.0%	3.0%
占比	30.2%	32.1%	30.2%	27.2%	24.8%	23.4%

资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

公司具备“成熟业务稳现金流+创新产品拓空间+核药全产业链筑壁垒”的核心竞争力，当前处于“传统品类优化+创新品种培育”的关键转型期。短期来看，五官科、呼吸板块的高增长可支撑业绩稳健提升；中长期而言，眼科创新药、脓毒症创新药 STC3141 与核药高端制剂的落地将打开价值重估空间。选取绿叶制药、康哲药业、中国生物制药为可比公司，公司 PE 显著低于行业平均，对应 2025 年 11 月 7 日 8.42 港元收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 15、13、12 倍；主要因市场未充分反映核药、创新药的长期增长潜力。考虑到公司核药全链条壁垒、创新药陆续落地，公司估值存在较大上行空间。首次覆盖给予“增持”评级。

表 23 可比公司估值情况 (20251107)

代码	公司	市值 (亿港元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2186.HK	绿叶制药	112	4.7	6.4	8.0	9.5	27	20	16	13
0867.HK	康哲药业	315	16.2	16.6	19.1	23.5	21	21	18	15
1177.HK	中国生物制药	1181	35.0	48.0	47.1	52.2	38	27	28	25
	平均						28	23	21	18
0512.HK	远大医药	275	22.9	18.5	20.7	23.5	7	15	13	12

资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：可比公司数据来自于 Wind 一致性预期，换算汇率：1CNY=0.92HKD）

7. 风险提示

- 研发风险：**全球创新药物（如 STC3141、RDC 管线）的临床试验进展及最终审评结果存在不确定性，研发失败或延迟将影响长期增长动能。
- 商业化风险：**核药（易甘泰®）、高端器械及创新制剂（如“双恩”、OC-01）的医院准入、医生培训、患者支付能力及市场推广效果可能不及预期。
- 政策与集采风险：**制药科技板块核心品种仍面临国家或地方集采降价压力；医保动态调整政策可能影响新药定价与利润空间。
- 竞争加剧风险：**核药、脓毒症等前沿治疗领域吸引巨头布局，市场竞争日趋激烈，可能对公司市场份额和产品定价构成冲击。

(5) **生产与供应链风险：**放射性药物生产、质控、物流要求极高，任何环节出现中断都可能影响产品供应和商业表现。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万港元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万港元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11644.89	12272.45	13464.53	14696.33	净利润	2468.38	2009.14	2251.76	2555.46
YoY(%)	10.59%	5.39%	9.71%	9.15%	折旧和摊销	503.75	459.47	478.80	500.42
营业成本	4906.58	5093.06	5520.46	5878.53	营运资金变动	-420.48	-16.99	-135.80	-153.53
营业税金及附加					经营活动现金流	1898.10	2283.30	2367.58	2629.92
销售费用	3256.89	3006.75	3339.20	3718.17	资本开支	-621.88	-858.64	-923.65	-973.34
管理费用	1365.37	1288.61	1454.17	1595.17	投资	-180.89	-444.58	-559.71	-575.20
财务费用	180.24	83.39	67.73	53.33	投资活动现金流	-1997.34	-1065.30	-1135.97	-1148.25
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	148.72	0.00	55.79	67.84	债务募资	1138.69	284.08	257.64	358.40
营业利润	2042.68	2199.35	2398.24	2681.37	筹资活动现金流	29.96	177.22	144.00	237.07
营业外收支					现金净流量	1.27	1282.19	1262.59	1605.72
利润总额	2852.36	2398.68	2677.90	3028.33	主要财务指标				
所得税	386.30	381.99	419.56	466.34	成长能力				
净利润	2466.06	2016.69	2258.35	2561.99	营业收入增长率	10.59%	5.39%	9.71%	9.15%
归属于母公司净利润	2468.38	2009.14	2251.76	2555.46	净利润增长率	31.30%	-18.60%	12.08%	13.49%
YoY(%)	31.30%	-18.60%	12.08%	13.49%	盈利能力				
每股收益(元)	0.70	0.57	0.63	0.72	毛利率	57.86%	58.50%	59.00%	60.00%
资产负债表（百万港元）					净利率	21.20%	16.37%	16.72%	17.39%
货币资金	1340.98	2623.17	3885.76	5491.48	总资产收益率 ROA	9.88%	7.26%	7.41%	7.63%
预付款项					净资产收益率 ROE	14.98%	10.94%	10.98%	11.13%
存货	1370.58	1615.02	1708.27	1804.58	偿债能力				
其他流动资产	0.00	12.98	14.09	12.87	流动比率	1.22	1.38	1.55	1.72
流动资产合计	8025.52	10091.73	12188.86	14686.87	速动比率	1.01	1.16	1.33	1.51
长期股权投资	7791.03	7906.02	8068.37	8224.13	现金比率	0.20	0.36	0.49	0.64
固定资产	3782.69	3663.57	3565.26	3483.71	资产负债率	33.88%	33.41%	32.28%	31.29%
无形资产	3434.03	3952.32	4495.48	5049.96	经营效率				
非流动资产合计	16965.64	17583.66	18190.87	18819.56	总资产周转率	0.49	0.47	0.46	0.46
资产合计	24991.17	27675.39	30379.72	33506.43	每股指标（元）				
短期借款	3127.35	3411.42	3669.06	4027.46	每股收益	0.70	0.57	0.63	0.72
应付账款及票据	1217.36	1400.89	1521.38	1592.09	每股净资产	4.64	5.18	5.78	6.47
其他流动负债	1890.03	2048.36	2209.93	2421.24	每股经营现金流	0.53	0.64	0.67	0.74
流动负债合计	6573.22	7294.74	7853.75	8531.49	每股股利	0.26	0.00	0.00	0.00
长期借款	1256.28	1256.28	1256.28	1256.28	估值分析				
其他长期负债	636.32	695.37	695.37	695.37	PE	6.81	14.36	12.82	11.29
非流动负债合计	1892.60	1951.65	1951.65	1951.65	PB	1.03	1.57	1.41	1.26
负债合计	8465.83	9246.39	9805.40	10483.14					
股本	35.50	35.50	35.50	35.50					
少数股东权益	52.13	59.67	66.26	72.79					
股东权益合计	16525.34	18429.00	20574.32	23023.29					
负债和股东权益合计	24991.17	27675.39	30379.72	33506.43					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。