

买入

业绩持续快速增长，创新药械进入收获期

远大医药 (0512.HK)

2022-08-15 星期一

目标价:	8.28 港元
现价:	4.36 港元
预计升幅:	90%

重要数据

日期	2022-08-15
收盘价 (港元)	4.36
总股本 (亿股)	35.5
总市值 (亿港元)	155
净资产 (亿元)	116
总资产 (亿元)	185
52周高低 (港元)	6.98/3.95
每股净资产 (元)	3.27

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Outwit Investments Limited (47.10%)
CDH Giant Health I Limited (10.05%)
上海远大产融投资管理有限公司 (7.19%)

相关报告

深度报告: 远大医药(0512.HK)-20200330
点评报告: 远大医药(0512.HK)-20200604
更新报告: 远大医药(0512.HK)-20210323

研究部

姓名: 林兴秋
 SFC: BLM040
 电话: 0755-21519193
 Email: linxq@gyzq.com.hk

业绩持续快速增长:

公司 2022 年中期实现收益 52.13 亿港元, 同比增长约 14.1%; 如撇除对 Telix 投资的公允价值变动亏损, 股东应占溢利为 10.90 亿港元, 同比增长 20.07%。公司制药科技产品收入约 35.99 亿港元, 同比增长 7.5%。其中, 眼科板块收入增长 14.7%; 呼吸及重症抗感染板块收入增长约 10.7%; 心脑血管急救板块收入轻微下跌约 7.7%。公司核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技产品收入为 1.26 亿港元, 同比增长 36.2%, 生物科技产品收入 14.88 亿港元, 同比增长 32.0%。

深度布局多领域创新药物及器械产品:

公司在多个治疗领域进行创新药物及器械研发管线深度布局, 在核药抗肿瘤板块, 易甘泰®钇[90Y]微球注射液在 2022 年 2 月于中国获批上市, 这是全球首款获得美国 FDA 正式批准针对肝脏恶性肿瘤的内放射核素产品。RDC 为核药领域另一重点方向, 目前公司布局了 9 款 RDC 产品, 两款产品已在国内申报了 IND 并获得受理, 其他产品在海外的临床也取得诸多的进展, 已成立远大医药-山东大学放射药物研究院和美国波士顿研发中心进行核药的研发工作。在心脑血管精准介入板块, 神经介入产品 OTW 颅内球囊扩张导管彩鹞®获批上市; 融合血管超声以及光学相干断层扫描两种成像技术的诊断设备 NOVASIGHT Hybrid, 于 2022 年 6 月递交的上市申请已获得受理, 有望于 2023 年上半年在中国获批上市。在呼吸及重症抗感染领域, 有两款治疗哮喘的二联及三联产品将在下半年商业化; 创新产品 Ryaltris 复方鼻喷剂在中国开展的三期临床试验完成首例患者给药; 用于治疗脓毒症等重症的全球创新药物 STC3141 在欧洲开展的用于治疗重症新冠肺炎 (COVID-19) IIa 期临床试验成功达到主要临床研究终点, 在中国开展的用于治疗急性呼吸窘迫综合征 (ARDS) Ib 期临床试验已完成全部患者入组, 并在比利时获批开展用于治疗脓毒症的 Ib 期临床研究, 全球多中心临床全面推进。

再次覆盖给予买入评级, 目标价 8.28 港元

公司业绩持续过往几年的快速增长态势。预计未来公司业绩增速 20% 以上, 预计 2022-2024 年收入分别为 106 亿、132.3 亿和 168.5 亿港元; EPS 分别为 0.79、0.97、1.21 港币。创新药顺利推进, 将推动公司业绩继续上升, 我们给予公司目标价格为 8.28 港元, 对应 2022 年 10.5 倍 PE, 较现价有 90% 的上涨空间。维持‘买入’评级。

百万港元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	6352.92	8597.98	10601.05	13227.04	16846.
同比增长(%)	-3.61%	35%	23%	25%	27%
净利润	1792.67	2402.56	2809.33	3430.71	4191.02
同比增长(%)	56%	34%	17%	22%	26%
净利润率(%)	28%	28%	27%	26%	26%
每股盈利(港元)	0.5	0.68	0.79	0.97	1.21
PE@4.36HKD	8.72	6.41	5.52	4.49	3.60

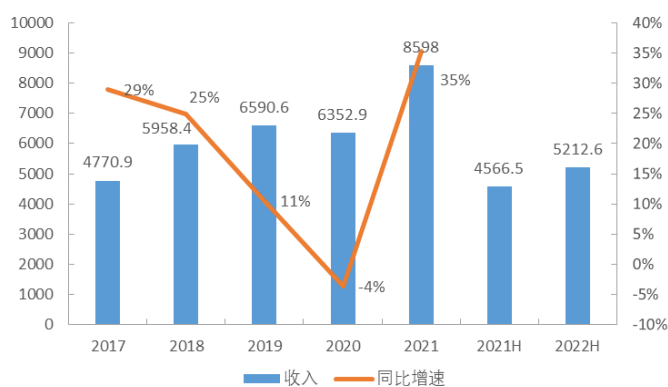
数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

2022 年中期業績簡述：

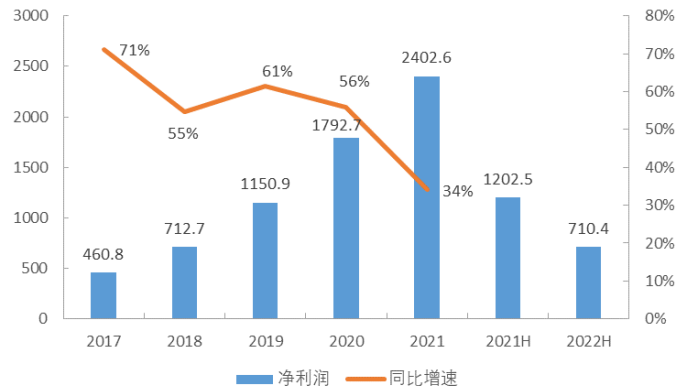
截止 2022 年 6 月 30 日，公司獲得收益約為 52.13 億港元，同比同期增長約 14.1%。如撇除對 Telix 投資的公允價值變動虧損，股東應占溢利為 10.90 億港元，同比增長 20.07%。期間毛利率錄得為 62.5%，與 2021 年同期相比下跌 0.8%，但與 2021 年全年相比增長了 1.5%。在研發及項目投入方面，截至 2022 年 6 月 30 日止，研發費用共計 2.53 億港元。若加上新項目的預付款及其他投入，2022 年上半年公司於研發工作及各個項目的投入約 16 億港元。

圖 1：2017-2021 年公司收入情況（百萬港元）



資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

圖 2：2017-2021 年公司淨利潤情況（百萬港元）



資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

公司 2022 年中期各版塊業務增長

公司主要分為 3 大板塊業務，分別為：製藥科技、核藥抗腫瘤診療及心腦血管精準介入診療科技和生物科技。

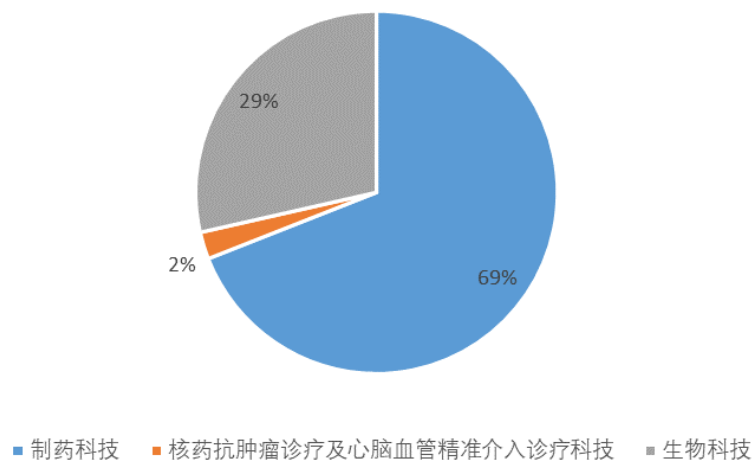
製藥科技產品收入約 35.99 億港元，同比增長 7.5%，其上漲主要是因為銷售的進一步拓展。其中，眼科板塊收入增長 14.7%；呼吸及重症抗感染板塊收入增長約 10.7%；心腦血管急救板塊收入輕微下跌約 7.7%。細分科目方面：1) 公司眼科產品在售近 30 款，其適應症主要集中在干眼症、眼底出血、青光眼、白內障、抗炎及近視相關。主要產品有瑞珠及和血明目片等。其中瑞珠為人工淚液，是治療干眼症的一線用藥，和血明目片用於治療眼底出血，為國家中藥保護品種。截至 2022 年 6 月 30 日，公司眼科產品共計收入 6.61 億港幣，同比增長 14.7%，其增長主要是由於核心產品瑞珠和和血明目片的市場推廣正在穩步增長。2) 呼吸及重症抗感染產品覆蓋鼻炎、咽炎、支氣管炎、哮喘、肺炎等多個適應症。主要產品有切諾和金嗓系列，都為獨家產品，切諾持續多年領跑口服止咳祛痰藥物市場，金嗓系列覆蓋喉科全病種，部分產品兼具處方藥和非處方藥雙跨屬性。該板塊收入為 10.51 億港幣，同比增長 10.7%，其增長主要是由於臨床應用的拓展。3) 心腦血

管急救核心产品覆盖国家急抢救药品目录中的六大类、十四个品种，该板块收入约 9.97 亿港币，同比下降 7.7%。

核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技产品收入为 1.26 亿港元，同比增长 36.2%，其上涨主要是由于公司的心脑血管精准介入产品获得医生和患者的进一步认可并进入了增长期。核药抗肿瘤板块钇[90Y]微球注射液已获国家药监局批准上市。其用于不可手术切除的结直肠癌肝转移患者的治疗，为中国肝脏恶性肿瘤患者提供了潜在的手术切除机会，实现临床治愈，弥补了结直肠癌肝转移局部治疗的空白，改善中国肝癌患者群体的远期治疗效果，也标志公司核药产品进入突破期。心脑血管精准介入方面，主要围绕通路管理、结构性心脏病、电生理以及心衰三个方向搭建高端医疗器械产品集群，已上市的重点产品为 RESTORE DEB 和 APERTO OTW，RESTORE 是目前国内唯一一个具有支架内再狭窄及原发冠脉血管病变双适应症产品。APERTO 是目前全球唯一一款针对肾衰患者肾透析通路专用高压药物涂层球囊。

生物科技产品收入 14.88 亿港元，同比增长 32.0%。其中高品质氨基酸板块收入为 12.51 亿港元，同比增长约 40.3%，其上涨主要是由于供应链的稳定支持以及高端国际市场需求的的增长。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。

图 3：2022 年中期公司收入构成及占比情况



数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

公司于多领域多管线深度布局：

公司在不同治疗领域进行创新药物及器械研发管线深度布局。

1) 在眼科领域，公司打造大众护眼生态圈的同时，亦在近视、干眼症、翼状胬肉、眼科术后抗炎镇痛存在明确临床需求的方向布局了四款创新药物。GPN00153

(CBT-001) 为治疗翼状赘肉改良型新药，对新生血管生成和组织纤维化均有抑制作用。在美国完成的 II 期临床结果显示，其安全性高、临床疗效显著。CBT-001 于 2022 年 6 月进入 III 期临床阶段，预计于 2022 年下半年递交 IND 申请。其他产品在中国的注册工作也在稳步推进中。

2) 在呼吸及重症抗感染领域，公司目前在研管线上有 4 款全新作用机制的创新药物，其中重点创新药物 STC3141 是一种全新作用机制的小分子化合物，可用于多种重症适应症。目前 STC3141 在全球范围内开展了 3 组临床研究：其中，在中国开展的用于治疗 ARDS 的 Ib 期临床研究已完成全部患者入组，预期年底完成该临床研究；在欧洲开展的用于治疗重症 COVID-19 的 IIa 期临床试验已完成全部临床研究，并达到了临床方案预设的主要终点，未发生药物相关的严重不良反应，患者耐受性良好；在澳洲和比利时开展的用于治疗脓毒症的 Ib 期临床研究预计在 2023 年底完成。另一款治疗脓毒症的药物 APAD，目前已经完成化合物筛选并正处于临床前开发阶段，APAD 可拮抗多种病原体相关分子，与 STC3141 以拮抗机体过度免疫反应来治疗脓毒症的作用形成互补，可在脓毒症等重症的治疗方面形成良好的协同效应。脓毒症全球每年新发人数为 3150 万，且病死率高，无针对性药物上市，在中国人均费用大于 1 万美元，相信该药可以在未来为公司获得丰厚利润。

3) 在心脑血管急救领域，公司布局的 GPN00816 是一款内涵肾上腺素无菌溶液的一次性自动注射器，可对由昆虫叮咬、食物、药物或运动引起的突然且危及生命的严重过敏反应进行紧急治疗。目前 GPN00816 已在欧洲、韩国及中国香港地区上市，在中国大陆递交的 IND 申请已于 2022 年 7 月获 NMPA 受理。

4) 在肿瘤免疫治疗领域，公司目前已储备三款全球创新产品，覆盖五个癌种。重点项目 TAVO™ DNA 免疫治疗产品药物为公司在免疫治疗领域一重要布局，前期临床研究的中期数据显示，TAVO™ 能够把免疫检查点无效的患者客观缓解率提高 30%。目前正在开展的联合抗 PD-1 药物 KEYTRUDA (可瑞达) 针对抗 PD-1 检查点耐药转移性黑色素瘤的 IIb 期临床试验有望于 2022 年底完成，其针对三阴性乳腺癌、鳞状细胞癌等适应症的临床研究也在稳步推进。另一款针对 HPV 阳性头颈部癌的 mRNA 免疫治疗产品 A002 预计将在 2023 年上半年向 NMPA 递交临床申请。

5) 在核药抗肿瘤诊疗领域，公司围绕介入治疗和放射性核素偶联药物 (RDC) 进行布局，其重点产品易甘泰® 钇[90Y]微球注射液已于 2022 年 2 月在中国获批上市，其在美国针对原发性肝癌的临床研究也在推进中。RDC 为核药领域另一重点方向，目前公司拥有 9 款在研产品，其中用于治疗前列腺癌诊断的产品 591-CDx 已在美国、澳洲、巴西获批上市，于 2022 年 7 月向 NMPA 提交 IND 申请并获受理，

有望于今年内启动临床试验；肾透明细胞癌的诊断产品 250-CDx 于 2020 年 7 月获美国 FDA 授予的突破性疗法认定，于 2022 年 7 月向 NMPA 提交 IND 申请并获受理，有望于今年内启动临床试验；其他多款产品在国外的注册工作也在积极的准备当中。

6) 在心脑血管精准介入诊疗领域，公司围绕通路管理、结构性心脏病、电生理及心衰三个方向进行全方位布局，目前已布局 16 款产品。其中重点项目为诊断设备 NOVASIGHT Hybrid，该设备融合血管超声以及光学相干断层扫描两种成像技术，可以同时同向同轴同位地展示超声以及光学图像，是全球第一款商业化的双模成像系统。在冠脉血管的成像以及腔内介入手术领域都会有广阔的应用前景。该产品已在美国、加拿大及日本完成上市，2019 年中国 NMPA 注册中进入特别评审绿色通道，目前已经完成临床研究，2022 年 6 月递交的 NDA 申请获得受理，有望于 2023 年上半年在中国获批上市。此外，其他产品也在积极推进中国临床注册工作。

维持买入评级，目标价位 8.28 港元

公司业绩持续过往几年的快速增长态势。预计未来公司业绩增速 20% 以上，预计 2022-2024 年收入分别为 106 亿、132.3 亿和 168.5 亿港元；EPS 分别为 0.79, 0.97, 1.21 港币。创新药顺利推进，将推动公司业绩继续上升，我们给予公司目标价格为 8.28 港元，对应 2022 年 10.5 倍 PE，较现价有 90% 的上涨空间。维持‘买入’评级。

风险提示：

- 1) 行业政策风险，药品价格的下降风险；
- 2) 新产品研发进度低于预期

財務報表摘要：
損益表

百萬港元，財務年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	6591	6353	8598	10601	13227	16847
銷售成本	(2549)	(2318)	(3351)	(3965)	(4947)	(6301)
毛利	4041	4035	5247	6636	8280	10546
其他收入	18	36	349	85	85	85
分銷開支	(2239)	(1860)	(2398)	(2758)	(3447)	(4378)
行政費用	(613)	(685)	(910)	(928)	(1160)	(1473)
經營盈利	1141	1509	2289	3036	3758	4781
財務開支	(135)	(97)	(93)	(188)	(188)	(188)
應占聯營公司利潤						
其他開支	351	662	590	442	442	442
稅前盈利	1356	2074	2786	3290	4012	5035
所得稅	(230)	(292)	(381)	(461)	(562)	(705)
少數股東應占利潤	(25)	(11)	2	(20)	(20)	(20)
其他全面收入	0	0	0	0	0	0
淨利潤	1151	1793	2403	2809	3431	4310
折舊及攤銷	477	573	340	407	489	587
EBITDA	1618	2081	2628	3443	4247	5367
總收入 (%)	11%	-4%	35%	23%	25%	27%
EBITDA (%)	21%	29%	26%	31%	23%	26%
淨利潤 (%)	61%	56%	34%	17%	22%	26%

資產負債表

百萬港元，財務年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
現金	1059	1837	1753	3564	4572	5917
其他短期投資	0	0	0	113	0	0
應收賬款	1750	1930	2675	2803	2973	3219
存貨	814	955	1117	1124	1131	1138
其他流動資產	121	31	8	8	9	10
流動資產	3816	5319	6779	7500	8685	10284
固定資產	2920	3033	3409	3511	3617	3725
貸款	10894	8632	10869	7380	7384	7393
非流動資產	13813	11665	14278	10891	11000	11118
總資產	13813	16984	21057	18391	19685	21402
流動負債	0	4303	5566	5394	5261	5157
應付帳款						
短期銀行貸款	1496	1657	2117	2011	1910	1815
其他短期負債	3590	3591	2159	2202	2246	2291
非流動負債	1713	1337	2048	2387	2466	2550
長期銀行貸款	1063	799	1510	1586	1665	1748
其他負債	650	539	538	801	801	802
總負債	5302	5640	7614	7780	7727	7707
少數股東權益	136	105	50	251	250	250
股東權益	8511	11344	13443	10611	11958	13695

財務分析

百萬港元，財務年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力						
毛利率 (%)	61%	64%	61%	63%	63%	63%
EBITDA 利率 (%)	25%	33%	31%	32%	32%	32%
淨利率 (%)	17%	28%	28%	27%	26%	26%
ROE	14%	16%	18%	26%	29%	31%
ROA	8%	11%	11%	15%	17%	20%
營運表現						
SG&A/收入 (%)						
實際稅率 (%)	17%	14%	14%	14%	14%	14%
股息支付率 (%含優先股)	-20%	0%	0%	0%	0%	0%
庫存周轉天數	126.69	163.19	122.08	103.82	83.72	32.97
應付賬款天數	0%	0%	0%	0%	0%	0%
應收賬款天數	96.89	110.86	113.55	96.52	82.04	69.73
財務狀況						
資產負債率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
收入/總資產	0.5	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
總資產/股本	1.6	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6

現金流量表

百萬港元，財務年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
淨利潤	1151	1793	2403	2809	3431	4310
折舊及攤銷	477	573	340	407	489	587
營運資本變動	(350)	(451)	(582)	(750)	(968)	(1249)
其他非現金調	25	3	0	0	0	0
營運現金流	1304	1917	2161	2466	2952	3648
資本開支	(599)	(611)	(624)	(636)	(649)	(662)
其他投資活動	156	293	298	304	310	316
投資活動現金流	(444)	(319)	(325)	(332)	(339)	(345)
負債變化	(291)	(505)	(747)	(1020)	(1327)	(1673)
股本變化	(188)	500	500	500	500	500
股息	(232)	0	0	0	0	0
其他融資活動	(710)	(717)	(724)	(732)	(739)	(746)
融資活動現金流	(710)	(722)	(971)	(1251)	(1566)	(1919)
匯率變動影響	147	(40)	(40)	(39)	(39)	(38)
現金變化	150	877	864	883	1047	1383
期初持有現金	912	1059	1896	2720	3564	4572
期末持有現金	1059	1896	2720	3564	4572	5917

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>