

买入

业绩持续快速增长，深度布局创新药及器械

远大医药 (0512.HK)

2021-08-20 星期五

目标价:	10 港元
现价:	6.1 港元
预计升幅:	63.93%

重要数据

日期	2021-08-20
收盘价 (港元)	6.1
总股本 (亿股)	35.50
总市值 (亿港元)	232.14
净资产 (亿元)	113.44
总资产 (亿元)	169.84
52 周高低 (港元)	8.33/5.53
每股净资产 (元)	3.17

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Outwit Investments Limited (47.09%)
 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@gzq.com.hk

► 2021 年中期业绩持续快速增长:

公司上半年收益约为 45.66 亿港元, 同比同期增长 40.3%。归母净利润为 12.02 亿港元, 同比同期增长 67.4%。如撇除对 Telix 投资的公允价值变动收益, 公司收益为 9.1 亿港元, 同比增长 26.3%。期间毛利率录得为 63.3%, 与 2020 年同期相比增加 0.6%。版块方面, 医药制剂及医药器械收益为 24.30 亿人民币, 同比 2020 年同期增长 27.8%; 生物技术产品及健康产品上半年共录得收入约 9.4 亿人民币, 同比增长 34.7%; 精品原料药和其他产品录得收入大约是 4.4 亿人民币, 较上年同期同比增长 24.9%。

► 深度布局多领域创新药物产品及器械:

公司在不同领域创新药物研发管线及器械开发都有深度布局, 在抗病毒抗感染领域, 重点项目为用于治疗脓毒症全球创新药物 STC3141 在今年 3 月获得国内针对 ARDS 的 I 期临床批件, 目前美国 IND 正在准备中。在心脑血管精准介入领域, 重点项目为诊断设备 NOVASIGHT, 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, 目前为全球唯一的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着非常广阔的应用前景。在抗肿瘤领域, 重点产品 SIR-Spheres 钇 90Y 树脂微球, 是全球唯一获得美国 FDA 正式批准针对肝脏恶性肿瘤的内放射核素产品, 在中国落地工作顺利进行中, 预计产品于 2021 年年底获批上市。放射性核素偶联药物为核药领域另一重点方向, 目前公司拥有的 6 款产品涵盖三个癌种, 上半年 RDC 产品在海外临床也取得诸多的进展, 目前该领域产品在国外的注册工作也在积极的准备当中。TAVO 质粒 DNA 药物为公司在免疫治疗领域一重要布局, 其能够把免疫检查点无效的患者客观缓解率提高 30%。公司与 eTheRNA 公司联营公司南京奥罗生物, 其主要专注于 mRNA 平台搭建及项目开发, 预计于今年下半年 10 月左右投入使用。

► 再次覆盖给予买入评级, 目标价 10 港元

公司中期业绩恢复过去增长态势。预计未来公司业绩增速 20% 以上, 预计 2021-2023 年收入分别为港元 82.2 亿、102.28 亿和 130.45 亿; EPS 分别为港元 0.62, 0.83, 1.16。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 10 港元, 对应 2021 年 16.06 倍 PE, 较现有价有 63.93% 的上涨空间。维持‘买入’评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	6590.64	6352.92	8219.56	10227.62	13044.59
同比增长(%)	10.61%	-3.61%	29.38%	24.43%	27.54%
净利润	1150.94	1792.67	2211.11	2935.17	4122.80
同比增长(%)	61.50%	55.76%	23.34%	38.17%	40.46%
净利润率(%)	17.46%	28.22%	26.90%	28.70%	31.61%
每股盈利(元)	0.32	0.5	0.62	0.83	1.16
PE@6.1HKD	18.82	12.08	9.79	7.38	5.25

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

2021 年中期业绩简述：

截止 2021 年 6 月 30 日止 6 个月，公司上半年收益约为 45.66 亿港元，同比同期增长 40.3%。归母净利润为 12.02 亿港元，同比同期增长 67.4%。如撇除对 Telix 投资的公允价值变动收益，公司收益为 9.1 亿港元，同比增长 26.3%。期间毛利率录得为 63.3%，与 2020 年同期相比增加 0.6%。在研发投入方面，截至 2021 年 6 月 30 日止，研发费用共计 1.71 亿港元。若加上新项目的预付款及其他投入，2021 年上半年公司于研发工作及各个项目的投入超过 15.3 亿港元。

图 1：远大医药年度收入与中期收入对比

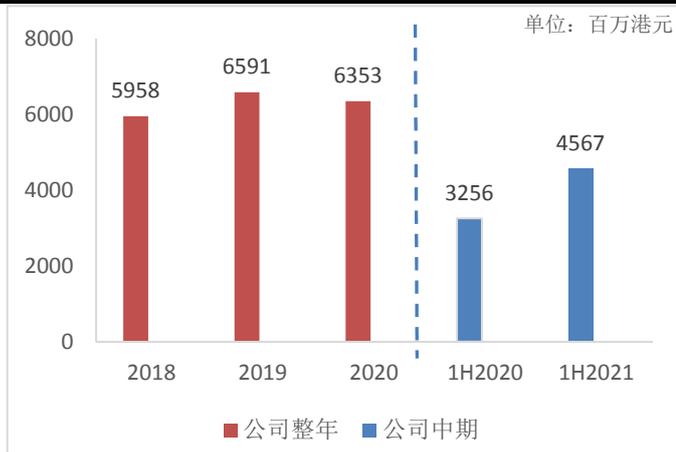
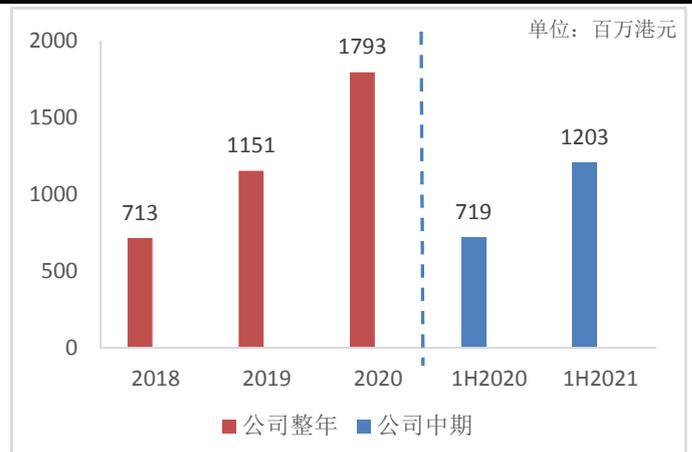


图 2：远大医药年度归母净利润与中期归母净利润对比



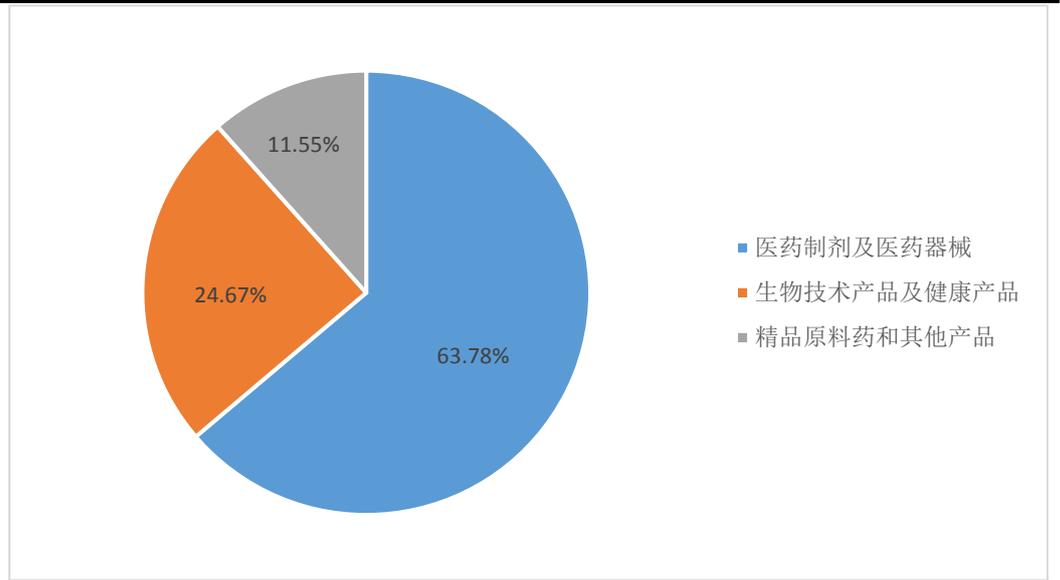
数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

公司 2021 年中期各版块业务增长

公司主要分为 3 大板块业务，分别为：医药制剂及医药器械、生物技术产品及健康产品和精品原料药和其他产品。医药制剂及医疗器械为公司主要盈利贡献来源，截止 2021 年 6 月 30 日止 6 个月，其收益为 24.30 亿人民币，同比 2020 年同期增长 27.8%，该版块下两个细分科目：呼吸及五官科和心脑血管，呼吸及五官科上半年录得收入为 12.7 亿人民币，同比增长 22.4%，增长主因为疫情影响消减，医院恢复运营及处方药物销售恢复正常；心脑血管上半年收入大约是 9.8 亿人民币，同比增长 47.1%，其中急救四核心产品共录得收入约 8.8 亿人民币，同比增长 41.9%，其增长主要原因是该业务板块为公司传统优势领域，有着良好效果及口碑。同时销售方面也有策略改进及提升推广，共同推动核心产品的持续增长；生物技术产品及健康产品上半年共录得收入约 9.4 亿人民币，同比增长 34.7%，主要得益于牛磺酸的销量较去年同期增长大约是 6000 多吨，同板块其他产品也进行工艺改进的产能上升，对应市场强劲需求，从而形成收入的大幅增长；精品原料药和其他产品录得收入大约是 4.4 亿人民币，较上年同期同比增长 24.9%，上涨原因主要是得益于公司提早调整市场销售策略，从而扩大市场占有率。

图 3：2021 年公司中期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

公司于多领域多项管线深度布局：

公司在不同领域创新药物研发管线及器械开发都有深度布局，在抗病毒抗感染领域，公司目前在研管线上有 3 款全新作用机制的创新药物，其中重点项目用于治疗脓毒症全球创新药物 STC3141 在今年 3 月获得国内针对 ARDS 的 I 期临床批件，在比利时针对新冠肺炎的 II 期临床实验在 4 月份获得临床批件，并在 5 月份完成首例患者给药，目前美国 IND 正在准备中。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，与 STC3141 以拮抗机体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。在心脑血管精准介入领域，公司已经布局血管及心脏影像设备，尿毒球囊、震波球囊、神经取栓支架、激光消融平台以及治疗心衰的相关新产品，全面涵盖血管介入、神经介入、结构性心脏病、电生理及心衰 5 个战略方向。其中重点项目为诊断设备 NOVASIGHT，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的去展示超声以及光学图像，也是目前全球唯一的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着非常广阔的应用前景。该产品已在美国、加拿大及日本完成上市，中国 NMPA 注册中 2019 年进入特别评审绿色通道，目前进入临床阶段。在抗肿瘤领域，公司围绕核素产品及免疫治疗进行布局，其重点产品 SIR-Spheres 钇 90Y 树脂微球，是全球唯一获得美国 FDA 正式批准针对肝脏恶性肿瘤的内放射核素产品，在中国落地工作顺利进行中，预计产品于 2021 年年底获

批上市。放射性核素偶联药物为核药领域另一重点方向，目前公司拥有的6款产品涵盖三个癌种，其中用于治疗前列腺癌诊断的产品591-CDx在美国FDA递交NDA申请，并且已经获得受理；肾透明细胞癌的诊断产品250-CDx获得美国FDA批准的突破性疗法认定；脑胶质瘤的治疗产品TLX101获得FDA孤儿药的资质，上半年RDC产品在海外的临床也取得诸多的进展，目前该领域产品在国内的注册工作也在积极的准备当中。TAVO质粒DNA药物为公司在免疫治疗领域一重要布局，TAVO能够把免疫检查点无效的患者客观缓解率提高30%。公司与eTheRNA公司联营公司南京奥罗生物，其主要专注于mRNA平台搭建及项目开发，预计于今年下半年10月左右会投入使用。

维持买入评级，目标价位 10 港元

公司中期业绩恢复过去增长态势。预计未来公司业绩增速20%以上，创新药顺利推进，将推动公司业绩上升，我们预计公司2021-2023年收入分别为港元82.2亿、102.28亿和130.45亿；EPS分别为港元0.62，0.83，1.16。我们给予公司目标价格为10港元，对应2021年16.06倍PE，较现有价有63.93%的上涨空间，给予‘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

财务报表摘要:
损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
收入	5958	6591	6353	8220	10228	13045
销售成本	(2797)	(2549)	(2318)	(2992)	(3825)	(4879)
毛利	3162	4041	4035	5228	6402	8166
其他收入	24	18	36	100	85	85
分销开支	(1760)	(2239)	(1860)	(2251)	(2566)	(2925)
行政费用	(564)	(613)	(685)	(692)	(699)	(706)
经营盈利	846	1141	1509	2385	3223	4620
财务开支	(191)	(135)	(97)	(190)	(188)	(188)
应占联营公司利润						
其他开支	230	351	662	430	442	442
税前盈利	884	1356	2074	2625	3477	4874
所得税	(147)	(230)	(292)	(394)	(522)	(731)
少数股东应占利润	24	(25)	(11)	(20)	(20)	(20)
其他全面收入	0	0	0	0	0	0
净利润	713	1151	1793	2211	2935	4123
折旧及摊销	243	477	573	687	824	989
EBITDA	1089	1618	2081	3072	4047	5609
总收入 (%)	25%	11%	-4%	29%	24%	28%
EBITDA (%)	49%	29%	48%	32%	39%	39%
净利润 (%)	55%	61%	56%	23%	33%	40%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
现金	912	1059	1837	2876	4264	6466
其他短期投资	0	0	0	0	0	0
应收账款	1627	1750	1930	2122	2244	2433
存货	770	814	955	962	969	976
其他流动资产	74	121	31	34	37	41
流动资产	3383	3816	5319	5994	7515	9917
固定资产	2875	2920	3033	3124	3218	3314
贷款	7193	10894	8632	7200	7207	7209
非流动资产	10068	13813	11665	10324	10425	10524
总资产	13451	13813	16984	16319	17940	20441
流动负债	4967	0	4303	6255	6189	6148
应付账款						
短期银行贷款	2324	1496	1657	1574	1495	1421
其他短期负债	1305	3590	3591	3662	3736	3810
非流动负债	1095	1713	1337	1638	1681	1725
长期银行贷款	320	1063	799	838	880	924
其他负债	775	650	539	800	801	801
总负债	6062	5302	5640	7893	7871	7873
少数股东权益	197	136	105	250	251	250
股东权益	7388	8511	11344	8425	10070	12568

财务分析

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
盈利能力						
毛利率 (%)	53%	61%	64%	64%	63%	63%
EBITDA 利率 (%)	18%	25%	33%	37%	40%	43%
净利率 (%)	12%	17%	28%	27%	29%	32%
ROE	10%	14%	16%	26%	29%	33%
ROA	5%	8%	11%	14%	16%	20%
营运表现						
SG&A/收入 (%)						
实际税率 (%)	17%	17%	14%	15%	15%	15%
股息支付率(含优先股)	0%	-20%	0%	0%	0%	0%
库存周转天数	10338%	12669%	15100%	11782%	9283%	3652%
应付账款天数	0%	0%	0%	0%	0%	0%
应收账天数	9967%	9689%	11086%	9423%	8010%	6808%
财务状况						
资产负债率	0.5	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4
收入/总资产	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
总资产/股本	1.8	1.6	1.5	1.9	1.8	1.6

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	713	1151	1793	2211	2935	4123
折旧与摊销	243	477	573	687	824	989
营运资本变动	298	(350)	(451)	(582)	(750)	(968)
其他非现金调	154	25	3	0	0	0
营运现金流	1408	1304	1917	2317	3009	4144
资本开支	(377)	(599)	(611)	(624)	(636)	(649)
其他投资活动	(3678)	156	293	298	304	310
投资活动现金流	(4055)	(444)	(319)	(325)	(332)	(339)
负债变化	(402)	(291)	(505)	(747)	(1020)	(1327)
股本变化	3427	(188)	500	500	501	502
股息	0	(232)	0	0	0	0
其他融资活动	(63)	(710)	(717)	(724)	(732)	(739)
融资活动现金流	2962	(710)	(722)	(971)	(1250)	(1564)
汇率变动影响	(44)	147	(40)	(40)	(39)	(39)
现金变化	315	150	877	1020	1427	2241
期初持有现金	641	912	1059	1896	2876	4264
期末持有现金	912	1059	1896	2876	4264	6466

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

免责声明

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>