

## 买入

## 业绩快速增长，创新药及器械进入收获期

**远大医药 (0512.HK)**

2022-03-23 星期三

目标价:	<b>10 港元</b>
现价:	5.91 港元
预计升幅:	69.2%

### 重要数据

日期	2022-03-23
收盘价 (港元)	5.91
总股本 (亿股)	35.5
总市值 (亿港元)	210
净资产 (亿元)	109
总资产 (亿元)	172
52 周高低 (港元)	8.33/4.84
每股净资产 (元)	3.08

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%)  
 钧信国际有限公司 (9.40%)  
 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@gyqz.com.hk

#### 2021 年业绩持续快速增长:

公司 2021 年获得收入 85.98 亿港元, 同比增长 35.3%; 归属普通股股东净利润为 24.03 亿港元, 同比增长 34.02%; 如撇除对 Telix 投资的公允价值变动收益及其他海外联营公司业绩, 归属普通股股东净利润为 20.6 亿港元, 同比增长 20.51%。报告期内公司各主要业务板块均实现双位数增长, 眼科产品收入增长 26.8%; 呼吸及耳鼻喉科产品收入增长 28.1%; 心脑血管急救产品收入增长 32.7%; 医疗器械收入增长 211%; 生物技术产品及健康产品增长 48.5%; 精品原料药及其他产品增长 28.8%。

#### 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, 在抗肿瘤领域, SIR-Spheres 钆 90Y 树脂微球在 2022 年 2 月于中国获批上市, 这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。RDC 为核药领域另一重点方向, 目前公司布局了 9 款 RDC 产品权益, 并在海外的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。在抗病毒抗感染领域, 用于治疗脓毒症全球创新药物 STC3141 在 2021 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, 有望 22 年底上市。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%。公司与专注于 mRNA 平台搭建及项目开发的 eTheRNA 公司组建了联营公司南京奥罗生物, 已完成生产和研发平台建设。

#### 再次覆盖给予买入评级, 目标价 10 港元

公司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 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 10 港元, 对应 2022 年 12.66 倍 PE, 较现有价有 69.2% 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@5.91HKD	11.82	8.69	7.48	6.09	4.88

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 報告正文

### 2021 年業績簡述：

截止 2021 年 12 月 31 日，公司獲得收益約為 85.98 億港元，同比同期增長 35.3%。歸母淨利潤為 24.03 億港元，同比同期增長 34.02%。如撇除對 Telix 投資的公允價值變動收益，公司歸母淨利潤為 20.6 億港元，同比增長 20.5%。期間毛利率錄得為 61%，與 2020 年同期相比下跌 2.5%。在研發投入方面，截至 2021 年 12 月 31 日止，研發費用共計 3.31 億港元。若加上新項目的預付款及其他投入，2021 年公司於研發工作及各個項目的投入超過 23 億港元。

圖 1：2017-2021 年公司收入情況（百萬港幣）

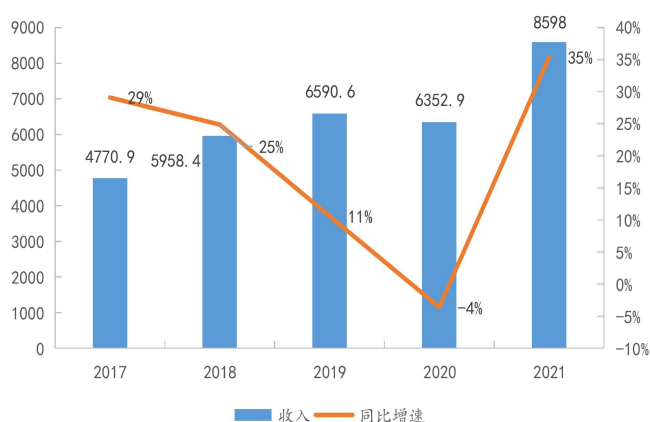
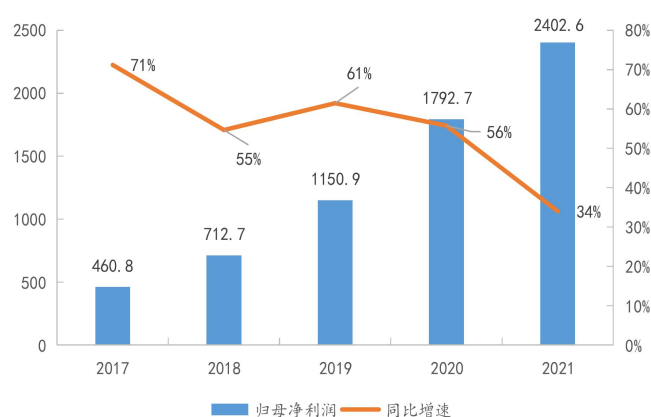


圖 2：2017-2021 年公司淨利潤情況（百萬港幣）



資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

### 公司 2021 年各版塊業務增長

公司主要分為 3 大板塊業務，分別為：醫葯制劑及醫葯器械、生物技術產品及健康產品和精品原料葯和其他產品。

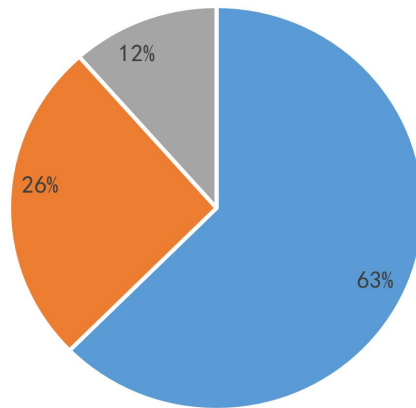
醫葯制劑及醫療器械為公司主要盈利貢獻來源，截止 2021 年 12 月 31 日，收益為 53.77 億港幣，同比 2020 年同期增長 31.7%，增長主要源於心腦血管急救產品和眼科產品的銷售上升。細分科目方面：1) 公司眼科產品共 30 餘款，其適應症主要集中在干眼症、眼底出血、青光眼、白內障、抗炎及近視相關。主要產品有瑞珠和和血明目片、復明系列等產品。其中瑞珠為人工淚液，是治療干眼症的一線用葯，和血明目片用於治療眼底出血，為國家重要保護品種。公司 2021 年眼科產品共計收入 10.63 億港幣，同比增長 26.8%。2) 呼吸及五官科和心腦血管，呼吸及五官科錄得收入為 17.06 億港幣，同比增長 28.1%，其中主要產品切諾增長 10.1%，金嗓系列增長 57.1%，增長主因為疫情影響消滅，醫院恢復運營及處方葯物銷售恢復正常。3) 心腦血管上全年收入大約是 18.72 億港幣，同比增長 32.7%，其中急救四核心產品共錄得收入約 18.33 億港幣，同比增長 34.4%，其增長主要原因是該業務板塊為公司傳統優勢領域，有著良好效果及口碑。同時銷售方面也有策略改進及提升推廣，共同推動核心產品的持續增長。4) 醫療器械領域方面，產品主要覆蓋冠脈介入和外周血管介入治療方向，重點產品為 RESTORE DEB 和 APERTO OTW，RESTORE 是目前國內唯一一個具有支架內再狹窄及原發冠脈血管病變雙適應症產品。APERTO 是目前全球唯一一款針對腎衰患者腎透析通路專

用高压药物涂层球囊。随着药物涂层球囊的概念被越来越多的医生和患者接受，这两种产品将面临广阔市场空间。2022年上市的钇[90Y]微球注射液用于不可手术接触的结肠癌肝转移患者的治疗，它填补了中国结肠癌肝转移治疗空白，并提供了潜在的手术切除机会，也标志公司核药产品进入突破期。2021年医疗器械领域共录得收入2.72亿港元，同比增长211%。

生物技术产品及健康产品全年共录得收入约22.31亿港元，同比增长48.5%，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9.9亿港元，较上年同期同比增长28.8%，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年公司收入构成及占比情况



■ 医药制剂及医疗器械 ■ 生物技术产品及健康产品 ■ 原料药及其他

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。1) 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2021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。

2) 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。

3) 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，预计产品已于 2022 年 2 月获批上市。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 已在美国、澳洲、巴西获批上市；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。目前该领域产品在国内的注册工作也在积极的准备当中。

4) 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 公司合资组建的联营公司南京奥罗生物，目前已经正式完成 mRNA 疫苗研发中心的建设，并投入使用。

### **维持买入评级，目标价位 10 港元**

公司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 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 10 港元，对应 2022 年 12.66 倍 PE，较现有价有 69.2% 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

**财务报表摘要:**
**损益表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	6591	6353	8598	10601	13227	16847
销售成本	(2549)	(2318)	(3351)	(3965)	(4947)	(6301)
毛利	4041	4035	5247	6636	8280	10546
其他收入	18	36	349	85	85	85
分销开支	(2239)	(1860)	(2398)	(2758)	(3447)	(4378)
行政费用	(613)	(685)	(910)	(928)	(1160)	(1473)
经营盈利	1141	1509	2289	3036	3758	4781
财务开支	(135)	(97)	(93)	(188)	(188)	(188)
应占联营公司利润						
其他开支	351	662	590	442	442	442
税前盈利	1356	2074	2786	3290	4012	5035
所得税	(230)	(292)	(381)	(461)	(562)	(705)
少数股东应占利润	(25)	(11)	2	(20)	(20)	(20)
其他全面收入	0	0	0	0	0	0
净利润	1151	1793	2403	2809	3431	4310
折旧及摊销	477	573	340	407	489	587
EBITDA	1618	2081	2628	3443	4247	5367
总收入 (%)	11%	-4%	35%	23%	25%	27%
EBITDA (%)	21%	29%	26%	31%	23%	26%
净利润 (%)	61%	56%	34%	17%	22%	26%

**资产负债表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	1059	1837	1753	3564	4572	5917
其他短期投资	0	0	0	113	0	0
应收账款	1750	1930	2675	2803	2973	3219
存货	814	955	1117	1124	1131	1138
其他流动资产	121	31	8	8	9	10
流动资产	3816	5319	6779	7500	8685	10284
固定资产	2920	3033	3409	3511	3617	3725
贷款	10894	8632	10869	7380	7384	7393
非流动资产	13813	11665	14278	10891	11000	11118
总资产	13813	16984	21057	18391	19685	21402
流动负债	0	4303	5566	5394	5261	5157
应付账款						
短期银行贷款	1496	1657	2117	2011	1910	1815
其他短期负债	3590	3591	2159	2202	2246	2291
非流动负债	1713	1337	2048	2387	2466	2550
长期银行贷款	1063	799	1510	1586	1665	1748
其他负债	650	539	538	801	801	802
总负债	5302	5640	7614	7780	7727	7707
少数股东权益	136	105	50	251	250	250
股东权益	8511	11344	13443	10611	11958	13695

**财务分析**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>						
毛利率 (%)	61%	64%	61%	63%	63%	63%
EBITDA 利率 (%)	25%	33%	31%	32%	32%	32%
净利率 (%)	17%	28%	28%	27%	26%	26%
ROE	14%	16%	18%	26%	29%	31%
ROA	8%	11%	11%	15%	17%	20%
<b>营运表现</b>						
SG&A/收入 (%)						
实际税率 (%)	17%	14%	14%	14%	14%	14%
股息支付率(%含优先股)	-20%	0%	0%	0%	0%	0%
库存周转天数	126.69	163.19	122.08	103.82	83.72	32.97
应付账款天数	0%	0%	0%	0%	0%	0%
应收账款天数	96.89	110.86	113.55	96.52	82.04	69.73
<b>财务状况</b>						
资产负债率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
收入/总资产	0.5	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
总资产/股本	1.6	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6

**现金流量表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	1151	1793	2403	2809	3431	4310
折旧与摊销	477	573	340	407	489	587
营运资本变动	(350)	(451)	(582)	(750)	(968)	(1249)
其他非现金调整	25	3	0	0	0	0
营运现金流	1304	1917	2161	2466	2952	3648
资本开支	(599)	(611)	(624)	(636)	(649)	(662)
其他投资活动	156	293	298	304	310	316
投资活动现金流	(444)	(319)	(325)	(332)	(339)	(345)
负债变化	(291)	(505)	(747)	(1020)	(1327)	(1673)
股本变化	(188)	500	500	500	500	500
股息	(232)	0	0	0	0	0
其他融资活动	(710)	(717)	(724)	(732)	(739)	(746)
融资活动现金流	(710)	(722)	(971)	(1251)	(1566)	(1919)
汇率变动影响	147	(40)	(40)	(39)	(39)	(38)
现金变化	150	877	864	883	1047	1383
期初持有现金	912	1059	1896	2720	3564	4572
期末持有现金	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>