

买入

业绩持续增长，创新药械管线丰富

远大医药 (0512.HK)

2023-04-13 星期四

目标价:	8.28 港元
现价:	4.75 港元
预计升幅:	74.31%

重要数据

日期	2023-04-12
收盘价 (港元)	4.75
总股本 (亿股)	35.5
总市值 (亿港元)	169
净资产 (亿元)	126
总资产 (亿元)	200
52周高低 (港元)	5.19/4.14
每股净资产 (元)	3.56

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
 更新报告: 远大医药(0512.HK)-20220815

研究部

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

业绩处于高速发展阶段，研发加快步伐

2022 年公司录得收入约 95.6 亿港元，剔除汇率影响后同比增长 15.1%，2018-2022 年营收 CAGR=15%，毛利额 59.5 亿港元，同比增长 13.4%，毛利率同比增长 1.2pp；归母净利润 21.4 亿港元（剔除 Telix 投资影响），剔除汇率影响后同比增长 15.4%，2018-2022 年归母净利润 CAGR=36%，2022 年净利润率同比增长 0.1pp 至 22.4%。2022 年，公司的武汉光谷国际研发中心、南京 mRNA 研发中心、武汉有源器械研发中心和远大医药-山东大学放射性药物研究院投入使用，生产方面也陆续投产或开工了有源器械生产基地、氨基酸生产基地和小品种药品生产基地，研发及生产进度得到充分保障。

制药领域恢复在望，易甘泰表现强劲

公司拥有 6 大技术平台和 10 大研发中心，硕士及博士人才占比超过 60%，加速研发创新和高端人才培养；2022 年，公司的眼科处方药、慢性病手术用药受疫情影响较大，年底疫情调整后，公司在急抢救和呼吸用药方面发力突破，使业务逐步恢复疫情前水平，预计将延续至 2023 年；易甘泰®钆[90Y]微球注射液对国内外肝癌患者带来了巨大的临床改善，ORR 超过 50%，2023 年一季度需求表现强劲，公司计划准入 60-70 家医院，完成 100 位术者培训；公司秉持“自主研发+全球扩展”战略，实现 4.75 多个商业化全球创新产品引进，增资并购节奏加速，全球化步伐不断加快。

再次覆盖给予买入评级，目标价 8.28 港元

公司创新产品逐步上市，推动业绩持续增长。预计未来公司业绩增速维持 20% 左右，预计 2023-2025 年收入分别为 121 亿和 152 亿、179 亿港元；EPS 分别为 0.83、1.05、1.22 港币。创新药研发顺利推进，管理效率高，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 2023 年 10 倍 PE，较现价有 74% 的上涨空间。维持‘买入’评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	6352.9	8598.0	9562.3	12078	15191	17869
同比增长(%)	-3.61%	35.34%	11.22%	26%	26%	18%
净利润	1792.7	2402.6	2079.4	2953	3731	4326
同比增长(%)	55.76%	34.02%	-13.45%	42%	26%	16%
净利润率(%)	27.88%	27.43%	21.47%	24%	25%	24%
每股盈利(元)	0.52	0.68	0.59	0.83	1.05	1.22
PE@4.75HKD	9.41	7.02	8.11	5.71	4.52	3.90

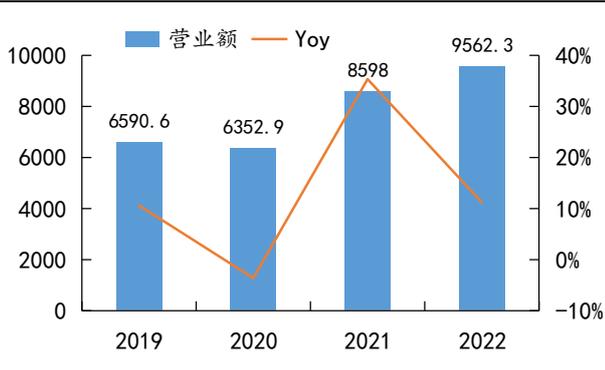
资料来源: Wind、远大医药公司年报、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

➤ 2022 年年度業績簡述：

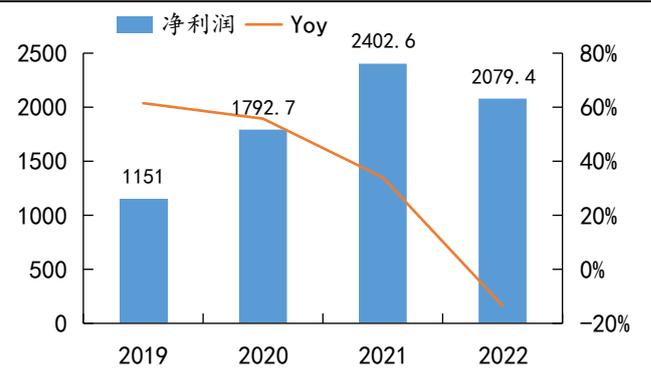
2022 年實現收益 95.6 億元港幣，同比上升 15.1%，2018-2022 年 CAGR=15%；毛利額為 59.5 億元港幣，同比增長 13.4%，毛利率同比增長 1.2pp，歸母淨利潤為 21.4 億元，剔除匯率影響後同比上升 15.4%，2018-2022 年間歸母淨利潤 CAGR=36%；研發投入為 5.32 億港元，同比增長 60.5%。

圖 1：2018 至 2022 年收入情況（人民幣百萬元）



資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

圖 2：2018 至 2022 年淨利潤情況（人民幣百萬元）



資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

➤ 2022 年聚焦核藥抗肿瘤診療，前瞻性創新布局優勢逐步兌現

公司核心業務板塊包括製藥科技、核藥抗肿瘤診療及心腦血管精準介入診療科技、生物科技。

1. 核藥易甘泰®⁹⁰Y 微球注射液是全球唯一一款用於結直腸癌肝轉移選擇性內放射治療(SIRT)的產品，國內已有 50 多家醫院完成了核素轉讓手續，正式手術已在國內 17 個省市的 30 余家醫院展開，已建立 7 個手術、治療及培訓中心，通過加大醫院准入力度、渠道建設及醫生培訓工作，易甘泰自上市以來實現收入 6026 萬元港幣，為核藥板塊長遠發展奠定基礎，另有四款 RDC 藥物取得研發進展，蓄勢待發。

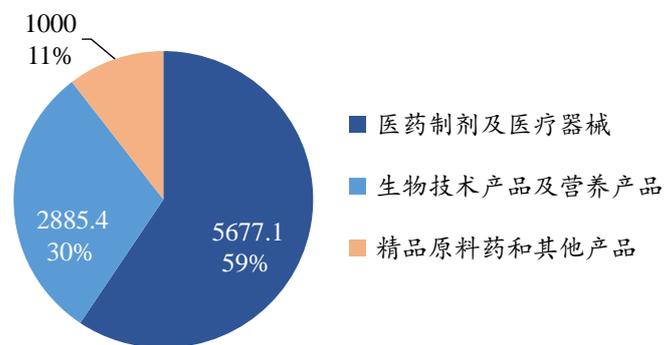
2. 心腦血管介入領域仍然以穩健立發展為戰略，HeartLight X3 在瑞金海南醫院順利完成中國首例特許准入房顫激光消融手術，在各方面較頻射消融、冷凍消融均具有領先優勢，另有顱內球囊擴張導管彩鵝、封堵球囊導管鵝鵝獲批上市。

3. 製藥方面，用於治療哮喘的創新複方製劑恩卓潤及恩明潤進入國家醫保目錄，用於心腦血管院內急救、院前急救及社會急救布局和開發臨床急需的在研產品超過 20 款，眼科產品打造了大眾護眼生態圈，以近視、干眼症、翼狀胬肉、眼科術後抗炎鎮痛布局了 4 款創新藥物：GPN00153（翼狀胬肉改良新藥）、GPN00833（術後抗炎鎮痛改良新藥激素納米混懸滴眼液）、GPN00136（干眼症全球創新藥物）、GPN00884（近視防治新型眼用製劑）。

表 1: 远大医药已上市重点产品管线

领域	方向	产品	适应症	上市地点
制药科技	呼吸	Ryaltris	过敏性鼻炎	海外
	心脑血管急救	GPN00816	严重过敏反应	海外
核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技	核药抗肿瘤介入治疗	钷[90Y]微球注射液	肝脏恶性肿瘤	中国、海外
	核药抗肿瘤诊疗-放射性核素偶联药物 RDC	TLX591-CDx	前列腺癌-诊断	海外
		TOCscan	胃肠胰腺神经内分泌瘤-诊断	海外
	心脑血管精准介入诊疗-冠脉血管介入	Restore DCB	原发冠脉血管病变&支架内再狭窄	中国、海外
		Novasight	冠脉血管成像&腔内介入手术	海外
	心脑血管精准介入诊疗-外周血管介入	Aperto DCB	血液透析的动静脉内瘘治疗	中国、海外
		LEGFLOW DCB	外周血管疾病	海外
	心脑血管精准介入诊疗-神经介入	颅内球囊扩张导管	颅内狭窄病变	中国
		封堵球囊	通路	中国
	心脑血管精准介入诊疗-电生理	Heartlight X3	房颤治疗	海外

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 3: 2022 年远大医药收入结构


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

➤ 研发投入增长持续增长，创新管线充足、布局合理

公司报告期间累计在研项目 136 个，创新项目 55 个，分布于临床前到新药上市的不同阶段，布局合理，2022 年累计研发及产品投入 5.32 亿港元，同比增长 60.5%。

1. 除易甘泰®钷[90Y]微球注射液获批上市外，RDC 药物 TLX591 和 TLX250 均在中国递交了 IND 申请并获得批准，海外 III 期临床研究达到终点；TLX101 和 ITM-11 也在中国递交了 IND 并获受理。
2. 心脑血管领域的腔内诊断新型医学影像设备 NOVASIGHT Hybrid 在中国上市申请获受理；并扩充一款全球创新的用于血液透析的内源性组织修复产品 aXess；另一款全球创新医疗器械 HeartLight X3 激光消融平台在中国递交上市申请。

3. 制药方面在呼吸及重症抗感染领域分别有过敏性鼻炎创新产品 Ryaltris 复方鼻喷剂完成 III 期临床患者给药; STC3141 不同适应症均进入 Ib 或 IIa 期临床试验, 同时 STC3141 在比利时获批开展 Ib 期临床; 治疗脓毒症的全球创新药物 APAD 在中国递交 IND 申请并获受理; 眼科药物方面, 管线扩充一款用于近视防治的新型眼用制剂 GPN00884; 治疗干眼症全球创新药 BRM421 和术后抗炎镇痛的改良新药 GPN00833 在中国递交 IND 申请并获受理; 治疗翼状胬肉的创新改良新药 CBT-001 获国家药监局批准开展 III 期临床研究; 台盼蓝眼用前囊膜染色剂上市申请受理。

4. 心脑血管急救方面, 治疗严重过敏反应的 Jext 预充式肾上腺素自动注射笔获得粤港澳大湾区内地临床急需进口港澳药品批件。

另有 9 款仿制产品获批上市, 其中盐酸肾上腺素注射液为国内 3 类首仿上市产品; 有 3 款原料产品通过欧盟 CEP 注册。

维持买入评级, 目标价位 8.28 港元

公司创新产品逐步上市, 推动业绩持续增长。预计未来公司业绩增速维持 20% 左右, 预计 2023-2025 年收入分别为 121 亿和 152 亿、179 亿港币; EPS 分别为 0.83、1.05、1.22 港币。创新药研发顺利推进, 管理效率高, 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 2023 年 10 倍 PE, 较现价有 74% 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

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	6353	8598	9562	12078	15191	17869
销售成本	(2318)	(3351)	(3611)	(4759)	(5833)	(6969)
毛利	4035	5247	5951	7319	9358	10900
其他收入	36	349	0	85	85	86
分销开支	(1860)	(2398)	(2306)	(2883)	(3661)	(4210)
行政费用	(685)	(910)	(1090)	(1319)	(1675)	(1977)
经营盈利	1509	2289	2555	3203	4107	4800
财务开支	(97)	(93)	(136)	(188)	(188)	(188)
应占联营公司利润						
其他开支	662	590	70	442	442	442
税前盈利	2074	2786	2516	3457	4361	5054
所得税	(292)	(381)	(419)	(484)	(611)	(708)
少数股东应占利润	(11)	2	(19)	(20)	(20)	(20)
其他全面收入	0	0	0	0	0	0
净利润	1793	2403	2079	2953	3731	4326
折旧及摊销	573	340	407	489	587	704
EBITDA	2081	2628	2962	3692	4694	5504
总收入 (%)	-4%	35%	11%	26%	26%	18%
EBITDA (%)	29%	26%	13%	25%	27%	17%
净利润 (%)	56%	34%	-13%	42%	26%	16%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	1837	1753	1444	807	805	741
其他短期投资	0	0	113	0	0	0
应收账款	1930	2675	3031	3254	3479	3479
存货	955	1117	1340	1347	1354	1361
其他流动资产	31	8	1	1	2	2
流动资产	5319	6779	6887	5411	5640	5583
固定资产	3033	3409	3505	3610	3719	3830
贷款	8632	10869	#REF!	22522	22682	22840
非流动资产	11665	14278	#REF!	26132	26401	26670
总资产	16984	21057	22371	31543	32041	32254
流动负债	4303	5566	6455	6255	6078	5905
应付账款						
短期银行贷款	1657	2117	3243	3081	2927	2781
其他短期负债	3591	2159	1871	1908	1946	1985
非流动负债	1337	2048	1708	2021	2083	2148
长期银行贷款	799	1510	1162	1220	1281	1345
其他负债	539	538	546	801	802	803
总负债	5640	7614	8162	8276	8161	8054
少数股东权益	105	50	68	250	250	251
股东权益	11344	13443	14209	23267	23880	24200

财务分析

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力							
毛利率 (%)	61%	64%	61%	62%	61%	62%	61%
EBITDA 利率 (%)	25%	33%	31%	31%	31%	31%	31%
净利率 (%)	17%	28%	28%	22%	24%	25%	24%
ROE	14%	16%	18%	15%	13%	16%	18%
ROA	8%	11%	11%	9%	9%	12%	13%
营运表现							
SG&A/收入 (%)	17%	14%	14%	17%	14%	14%	14%
实际税率 (%)	-20%	0%	0%	19%	15%	13%	12%
股息支付率(%含优先股)	126.69	163.19	133.86	135.85	103.62	84.97	83.00
库存周转天数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
应付账款天数	96.89	110.86	113.55	115.70	98.35	83.60	71.06
应收账款天数							
财务状况							
资产负债率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
收入/总资产	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
总资产/股本	1.6	1.5	1.6	1.6	1.4	1.3	1.3

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	2025E
净利润	1151	1793	2403	2079	2953	3731	4326
折旧与摊销	477	573	340	407	489	587	704
营运资本变动	(350)	(451)	(582)	(750)	(968)	(1249)	(1611)
其他非现金调整	25	3	0	0	0	0	0
营运现金流	1304	1917	2161	1736	2474	3068	3419
资本开支	(599)	(611)	(624)	(636)	(649)	(662)	(675)
其他投资活动	156	293	298	(895)	(739)	(283)	(276)
投资活动现金流	(444)	(319)	(325)	(1531)	(1388)	(944)	(951)
负债变化	(291)	(505)	(747)	(778)	(1057)	(1370)	(1723)
股本变化	(188)	500	500	500	500	500	501
股息	(232)	0	0	390	429	472	519
其他融资活动	(710)	(717)	(724)	(732)	(739)	(746)	(754)
融资活动现金流	(710)	(722)	(971)	(1400)	(1725)	(2089)	(2495)
汇率变动影响	147	(40)	(40)	(39)	(39)	(38)	(37)
现金变化	150	877	864	(1196)	(639)	36	(26)
期初持有现金	912	1059	1896	2720	1485	807	805
期末持有现金	1059	1896	2720	1485	807	805	741

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>