

买入
全面布局核药高壁垒市场，创新管线不断丰富
远大医药 (512.HK)

2025-12-12 星期五

【投资要点】
➤ 创新药推动收入增长

25 年中期实现总营业收入 61.1 亿港元，人民币口径同比增长 2.0%；实现归母净利润 11.69 亿元，人民币口径同比减少 24.2%，正常化溢利 10.2 亿港元，人民币口径同比下降 5.0%。主要业务板块中，制药科技产品贡献最大，收入为港币 38.45 亿元，人民币口径同比上涨 2.9%；生物技术产品收入为港币 16.84 亿元，人民币口径同比下降 12%，主要受市场竞争加剧及产品生命周期影响。核药抗肿瘤诊疗收入为港币 4.2 亿元，人民币口径同比增长 105.5%，增长主要源于易甘泰®钇[90Y]微球。FDA 基于突破性中期临床数据，提前正式批准了 SIR-Spheres®钇[90Y]微球注射液用于不可切除 HCC 的适应症，且未限制肿瘤直径大小。成为全球首个且目前唯一获 FDA 批准用于治疗不可切除 HCC 和结直肠癌肝转移双重适应症的选择性内放射治疗「SIRT」产品。

➤ 创新药管线丰富，重点布局核药

公司拥有 5 大技术平台和 8 大研发中心，25 年上半年研发及项目投入为 10.2 亿港元。公司重点布局创新核药，拥有全球领先的核药管线，涵盖放射性核素偶联药物（RDC）及肿瘤介入产品，如 TLX591、TLX250、GPN02006 等，均处于 III 期临床或获批新增适应症阶段。创新核药管线当前已达到 27 条，其中自研产品占比 50%，注册研发阶段储备 15 款创新产品，涵盖 5 种核素，覆盖 7 个癌种。创新药 STC3141 治疗脓毒症在中国开展的临床二期达到临床终点，药物治疗组第 7 天 SOFA 评分较基线均有明显下降，尤其是高剂量组，降幅明显大于安慰剂组，差异具有统计学显著性和临床意义；次要终点的趋势与主要终点一致。是全球首个以重新构建免疫稳态为核心的脓毒症治疗方案。

➤ 给予买入评级,目标价 11.88 港元

公司创新产品逐步上市,推动业绩持续增长。预计未来公司业绩将持续增长,预计 2024-2026 年收入分别为 123.5 亿和 133.9 亿、147.9 亿港元;EPS 分别为 0.59、0.66、0.77 港币。创新药研发顺利推进,管理效率高。核药市场空间广阔,将推动公司业绩继续上升,并有望提升估值,我们给予公司目标价格为 11.88 港元,对应 2026 年 18 倍 PE,较现价有 45.23% 的上涨空间。维持‘买入’评级。

百万港元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业额	10529.60	11644.89	12350.00	13390.00	14791.00
同比增长 (%)	10.12%	10.59%	6.06%	8.42%	10.46%
归母净利润	1880.00	2468.38	2078.95	2346.78	2722.83
同比增长 (%)	-9.55%	31.30%	-15.78%	12.88%	16.02%
每股盈利 (港元)	0.53	0.70	0.59	0.66	0.77
PE@8.18HKD	15.45	11.76	13.97	12.37	10.67

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价: **11.88 港元**
 现价: **8.18 港元**
 预计升幅: **45.23%**

重要数据

日期	2025-12-12
收盘价 (港元)	8.18
总股本 (亿股)	35.50
总市值 (亿港元)	290
净资产 (亿元)	157.0
总资产 (亿元)	240.2
52 周高低 (港元)	10.20/3.78
每股净资产 (元)	4.39

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 (8.62%)

相关报告

 深度报告: 远大医药 (0512.HK)
 -20200330

 更新报告: 远大医药 (0512.HK)
 -20210323

 更新报告: 远大医药 (0512.HK)
 -20220815

更新报告: 远大医药 (0512.HK)

-20241224

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email: linxq@gyqz.com.hk

【報告正文】

➤ 創新藥推動收入增長

25 年中期實現總營業收入 61.1 億港元，人民幣口徑同比增長 2.0%；實現歸母淨利潤 11.69 億元，人民幣口徑同比減少 24.2%，正常化溢利 10.2 億港元，人民幣口徑同比下降 5.0%。主要業務板塊中，製藥科技產品貢獻最大，收入為港幣 38.45 億元，人民幣口徑同比上漲 2.9%；生物技術產品收入為港幣 16.84 億元，人民幣口徑同比下降 12%，主要受市場競爭加劇及產品生命週期影響。核藥抗腫瘤診療收入為港幣 4.2 億元，同比增長 105.5%，增長主要源於易甘泰® 釷[90Y]微球。FDA 基於突破性中期臨床數據，提前正式批准了 SIR-Spheres® 釷[90Y]微球注射液用於不可切除 HCC 的適應症，且未限制腫瘤直徑大小。成為全球首個且目前唯一獲 FDA 批准用於治療不可切除 HCC 和結直腸癌肝轉移雙重適應症的选择性內放射治療「SIRT」產品。

➤ 創新藥管線豐富，重點布局核藥

公司擁有 5 大技術平台和 8 大研發中心，25 年上半年研發及項目投入為 10.2 億港元。公司重點布局創新核藥，擁有全球領先的核藥管線，涵蓋放射性核素偶聯藥物（RDC）及腫瘤介入產品，如 TLX591、TLX250、GPN02006 等，均處於 III 期臨床或獲批新增適應症階段。創新核藥管線當前已達到 27 條，其中自研產品占比 50%，註冊研發階段儲備 15 款創新產品，涵蓋 5 種核素，覆蓋 7 個癌種。創新藥 STC3141 治療膿毒症在中國開展的臨床二期達到臨床終點，作為全球首個以重新構建免疫穩態為核心的膿毒症治療方案，有望推動全球膿毒症治療邁入新紀元。

1. 核藥易甘泰® 釷[90Y]微球注射液：在全球共有 50 多個國家和地區超過了 15 萬人次使用，並被巴塞羅那臨床肝癌指南(BCLC)、美國國立綜合癌症網絡（NCCN）、歐洲腫瘤內科學會指南（ESMO）、歐洲肝臟研究學會(EASL)、英國國家健康照護專業組織（NICE）等多個國際權威機構的治療指南推薦，並進入了《二零二四年 CSCO 原发性肝癌診療指南》、《原发性肝癌診療指南（2024 版）》、《中國結直腸癌肝轉移診斷和綜合治療指南（2023 版）》、《中國肝癌肝移植臨床實踐指南（2021 版）》等多項中國權威的臨床實踐指南當中。目前

已进入北京普惠健康保、上海沪惠保、武汉福汉康、重庆渝快保、南京宁惠保等 50 多个惠民保和 3 个特药险，覆盖超过 24 个省级行政区，100 余个城市。

2. TLX591 与 TLX591-CDx: TLX591 是一款靶向前列腺特异性膜抗原(PSMA)的治疗性 RDC 药物，其海外早期临床研究显示出了积极治疗结果，影像学无进展生存期(rPFS)中位数为 8.8 个月，且安全性良好，该产品已在海外开展了国际多中心 III 期临床研究，并于二零二五年四月向中国药监局递交了加入国际多中心 III 期临床研究申请，于同年七月获得中国药监局正式批准。TLX591-CDx 是靶向 PSMA 的诊断 RDC 药物，可与 TLX591 形成前列腺癌的放射诊疗一体化组合。已经在美国加拿大澳大利亚等国获批上市，中国注册方面，于 2025 年 5 月完成全部患者入组。

图 1: 公司在创新核药研发的布局

方向	产品	适应症	研发进度						
			临床前	IND/型检	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					●		
	温敏性塞剂	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				●			
放射性核素偶联药物(RDC)	TLX591	前列腺癌					●	●	
	TLX591-CDx	前列腺癌-诊断	●					●	●
	TLX250	肾透明细胞癌	●			●			
	TLX250-CDx	肾透明细胞癌-诊断					●	●	
	TLX101	脑胶质瘤			●	●			
	TOCscan®	胃肠胰神经内分泌瘤-诊断	●						●
	ITM-11	胃肠胰神经内分泌瘤					●	●	
	ITM-41	恶性肿瘤骨转移	●	●					
GPN02006	肝细胞癌-诊断	●							

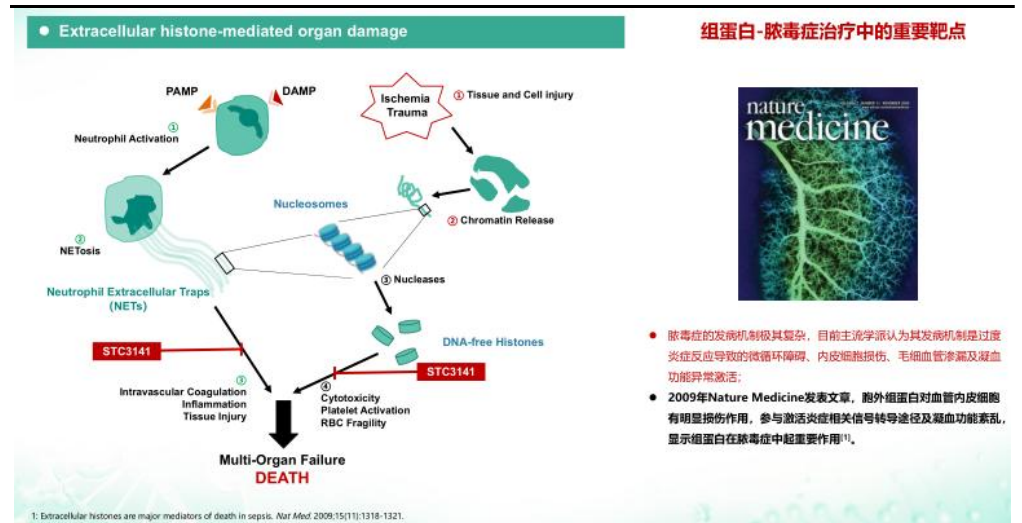
资料来源: 公司演示材料、国元证券经纪(香港)整理

3. TLX250 与 TLX250-CDx: 形成了透明细胞肾细胞癌的放射诊疗一体化组合。TLX250-CDx 在二零二零年七月获 FDA 授予的突破性疗法，其海外 III 期临床研究在二零二二年十一月成功达到临床终点。根据试验结果显示，对于通过目前临床常用诊断方法电子扫描(CT)或磁力共振(MRI)提示存在肾脏肿块但无法判断是否为 ccRCC 的患者，TLX250-CDx 正电子发射断层成像(PET)在诊断 ccRCC 的敏感性和特异性上分别达到 86%和 87%，远超过 FDA 要求的预设阈值(敏感性和特异性均大于或等于 70%)，阳性预测值可达 93%。

4. 介入治疗-全球创新温度敏感性栓塞剂 GPN00289: 是一款获得中国药监局创

新型医疗器械资质认定的温度敏感性栓塞材料，用于治疗富血管的良性及恶性肿瘤。于常温下，凝胶具有良好的流动性，通过微导管输送到病变组织的血管后，在人体温度下凝胶形成从末梢血管到主供血管的原位固化，实现病变组织血管的栓塞，适用于各种富血管性实质脏器肿瘤，特别是肝脏富血管的良性及中恶性肿瘤的栓塞治疗。该产品已于二零二五年十月完成了注册性临床研究的全部患者入组，该临床研究正在顺利推进中。

图 2：STC3141 对脓毒症治疗的突破



资料来源：公司演示材料、国元证券经纪（香港）整理

5.治疗脓毒症的 STC3141：为公司自主开发的全新作用机制的小分子化合物，通过中和胞外游离组蛋白和中性粒细胞诱捕网来逆转机体过度免疫反应造成的器官损伤，可用于多种重症适应症。STC3141 是全球首个以重新构建免疫稳态为核心的脓毒症治疗方案，实现了治疗维度的重大升级，目前该产品已在中国、澳大利亚、比利时、英国、波兰五个国家，在脓毒症、ARDS 等四个适应症上获批七个临床批件，完成了四项针对患者的临床研究并成功达到了临床终点。在中国开展的针对脓毒症的二期临床研究于二零二五年五月成功达到主要临床终点，临床结果显示，药物治疗组第 7 天 SOFA 评分较基线均有明显下降，尤其是高剂量组，降幅明显大于安慰剂组，差异具有统计学显著性和临床意义；次要终点的趋势与主要终点一致，符合预期。此外，STC3141 安全性、耐受性良好，且药代动力学特征也符合预期。

➤ 给予买入评级, 目标价 11.88 港元

公司创新产品逐步上市, 推动业绩持续增长。预计未来公司业绩将持续增长, 预计 2024-2026 年收入分别为 123.5 亿和 133.9 亿、147.9 亿港元; EPS 分别为 0.59、0.66、0.77 港币。创新药研发顺利推进, 管理效率高。核药市场空间广阔, 将推动公司业绩继续上升, 并有望提升估值, 我们给予公司目标价格为 11.88 港元, 对应 2026 年 18 倍 PE, 较现价有 45.23% 的上涨空间。维持‘买入’评级。

表 1: 行业相关上市公司估值

代码	证券简称	总市值(亿港元)	市盈率 PE			市净率 PB
			TTM	25E	26E	
1276.HK	恒瑞医药	4,569.6	58.91	49.74	46.52	7.39
6160.HK	百济神州	3,112.95	559.48	145.45	57.04	9.29
2359.HK	药明康德	3,018.79	19.28	19.72	18.45	3.97
3692.HK	翰森制药	2,546.8	48.58	46.24	44.48	7.47
1801.HK	信达生物	1,473.01	118.63	131.4	67.46	9.31
2269.HK	药明生物	1,359.8	29.55	28.04	24.75	2.76
1177.HK	中国生物制药	1,271.98	29.96	24.12	24.55	3.48

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

【风险提示】

- (1) 新产品研发进度可能低于预期
- (2) 产品商业化进展不达预期
- (3) 国际形势复杂度超预期, 创新药国际化进度低于预期

【财务报表摘要】
损益表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
收入	9562.00	10529.60	11644.89	12350.00	13390.00	14791.00
销售成本	(3611.00)	(4005.60)	(4906.58)	(5088.20)	(5516.68)	(6093.89)
毛利	5951.00	6524.00	6738.32	7261.80	7873.32	8697.11
其他收入	0.00	(108.00)	241.73	86.00	87.00	88.00
分销开支	(2306.00)	(2568.00)	(3256.89)	(3387.17)	(3624.27)	(3877.97)
管理费用	(1090.00)	(1234.00)	(1365.37)	(1460.95)	(1533.94)	(1672.05)
经营盈利	2555.00	2614.00	2911.27	2499.69	2802.06	3235.09
财务开支	(136.00)	(197.00)	(188.00)	(169.00)	(164.00)	(164.00)
应占联营公司利润						
	70.00	(102.00)	847.93	96.00	100.80	105.84
税前盈利	2516.00	2344.00	2852.36	2426.69	2738.86	3176.93
所得税	(418.60)	(449.00)	(386.30)	(339.74)	(383.44)	(444.77)
少数股东应占利润	(18.80)	(15.00)	(2.32)	(8.00)	(8.64)	(9.33)
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	2078.60	1880.00	2468.38	2078.95	2346.78	2722.83
折旧及摊销	407.42	392.21	503.75	549.09	598.51	646.39
EBITDA	2962.42	3006.21	3415.02	3048.78	3400.56	3881.48
总收入 (%)	11.21%	10.12%	10.59%	6.06%	8.42%	10.46%
EBITDA (%)	#REF!	1.48%	13.60%	-10.72%	11.54%	14.14%
净利润 (%)	-13.48%	-9.55%	31.30%	-15.78%	12.88%	16.02%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
现金	1444.01	1339.71	1340.98	1332.79	1497.68	1845.47
其他短期投资	113.20	0.00	0.00	3514.00	0.00	0.00
应收账款	3031.13	3120.53	2582.91	3619.42	3335.58	3131.90
存货	1340.47	1388.65	1370.58	1377.58	1384.58	1391.58
其他流动资产	1.36	32.67	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	6886.92	7016.15	8025.52	8134.79	8058.94	8246.87
固定资产	3505.14	3531.55	3782.69	3896.17	4013.06	4133.45
贷款	#REF!	11967.63	13182.96	11541.23	11730.80	11924.17
非流动资产	#REF!	15499.18	16965.65	15437.40	15743.85	16057.61
总资产	22371.06	22515.33	24991.17	23572.20	23802.79	24304.49
流动负债	6454.60	5731.44	6573.23	5168.40	5060.22	4979.95
应付账款						
短期银行贷款	3243.13	2317.99	1890.03	1795.53	1705.75	1620.46
其他短期负债	1870.68	1678.92	#REF!	1910.00	1948.20	1987.16
非流动负债	1707.80	1513.38	1892.60	2122.09	2189.05	2259.30
长期银行贷款	1162.29	990.03	1256.28	1319.09	1385.05	1454.30
其他负债	545.51	523.35	636.32	803.00	804.00	805.00
总负债	8162.40	7244.82	8465.83	7290.50	7249.27	7239.25
少数股东权益	68.32	112.80	52.13	53.69	55.30	56.96
股东权益	14208.66	15270.51	16525.34	16281.70	16553.52	17065.24

财务分析

百万港元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
盈利能力						
毛利率 (%)	62.24%	61.96%	57.87%	58.80%	58.80%	58.80%
EBITDA 利率 (%)	30.98%	28.55%	29.33%	24.69%	25.40%	26.24%
净利润率 (%)	21.74%	17.85%	21.20%	16.83%	17.53%	18.41%
ROE	14.63%	12.31%	14.94%	12.77%	14.18%	15.96%
ROA	9.29%	8.35%	9.88%	8.82%	9.86%	11.20%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	16.64%	19.16%	13.54%	14.00%	14.00%	14.00%
实际税率 (%)	18.76%	26.43%	-8.03%	44.67%	40.36%	37.92%
股息支付率(%含优先股)	137.93	125.71	102.22	83.00	84.00	85.00
库存周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款天数	115.70	108.17	80.96	106.97	90.93	77.29
财务状况						
资产负债率	36.49%	32.18%	33.88%	30.93%	30.46%	29.79%
收入/总资产	42.74%	46.77%	46.60%	52.39%	56.25%	60.86%
总资产/股本	157.45%	147.44%	151.23%	144.78%	143.79%	142.42%

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2022E	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
净利润	2078.60	1880.00	2468.38	2078.95	2346.78	2722.83
折旧与摊销	407.42	392.21	503.75	549.09	598.51	646.39
营运资本变动	(750.44)	(123.18)	(420.48)	(458.32)	(499.57)	(564.52)
其他非现金调整	0.04	275.87	(653.55)	(78.43)	(85.48)	(96.60)
营运现金流	1735.63	2424.90	1898.10	2091.29	2360.23	2708.10
资本开支	(636.07)	(497.69)	(621.88)	(634.32)	(647.00)	(659.94)
其他投资活动	(895.05)	(18.06)	(1375.46)	(1413.91)	(1452.55)	(1493.36)
投资活动现金流	(1531.12)	(515.75)	(1997.34)	(2048.23)	(2099.55)	(2153.31)
负债变化	(778.41)	(1081.36)	1138.69	1116.66	1093.73	1069.90
股本变化	500.00	(81.01)	(910.47)	0.00	0.00	1.00
股息	390.00	496.94	(198.26)	928.68	947.25	1032.51
其他融资活动	(731.72)	(230.08)	#REF!	(202.23)	(206.27)	(210.40)
融资活动现金流	(1400.13)	(1889.39)	29.96	(14.25)	(59.79)	(172.00)
汇率变动影响	(39.00)	(124.06)	70.56	(37.00)	(36.00)	(35.00)
现金变化	(1195.62)	19.76	(69.28)	28.81	200.89	382.79
期初持有现金	2719.93	1444.00	1339.70	1340.98	1332.79	1497.68
期末持有现金	1444.00	1339.70	1340.98	1332.79	1497.68	1845.47

投资评级定义及免责条款

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>