

远大医药(512 HK)

布局创新药已入收获期，产品结构优化

公司 191H 盈利增加受益于产品结构持续优化

公司 191H 收入 35.9 亿港元，同比增长+10.9%；毛利 22.7 亿港元，同比增长+21.7%；公司股东应占溢利为 5.5 亿港元，同比+73.4%；每股盈利 0.17 港元。公司盈利增加主要受益产品结构优化，医药及器械板块的带动。

公司近两年持续调整产品结构，医药及器械板块收入同比+28.4%达 20 亿元人民币，占公司主营收入的 64.4%，其中耳鼻喉呼吸及五官科独家产品“切诺”、心脑血管产品增势迅猛，同比分别增 32.8%、27.1%、57.2%至 8.18 亿、5.54、6.51 亿人民币，使公司于期内的平均毛利率从 18 年 57.7%提高至约 63.4%。生物及营养板块则受到成本和政策影响，191H 收入 7.4 亿元人民币，同比微增 5.0%；原料药板块同比微跌 0.83%至 3.57 亿，管理层强调原料制剂一体化布局会助力公司在未来竞争中获势。

公司近年来一直通过外延式收购及自主研发布局创新药，公司储备的多个高技术壁垒新药正逐步进入收获期，收购的澳洲 Sirtex (权益 49%) 晚期肝癌靶向治疗产品 SIR-Spheres-Y-90 树脂微球有望 2021 年上市，预计中国市场渗透率达 5.5%，五年实现收入 2-3 倍数增长，预期达到 20 亿元以上；191H 获得新型复方鼻喷剂 Ryaltris 中国区域独家销售权，预计 2023 年上市；罕见病用药产品线卡谷氨酸片（治疗高氨血症）、氨己烯酸片（主治难治性癫痫）已被列入优先审评审批名单，预计于 2019 年内获批上市；入股加拿大 Conavi 的血管内超声光学相干断层同步成像系统已进入优先审批阶段；由德国联营公司研发的涂层球囊预计 19 年底陆续上市。

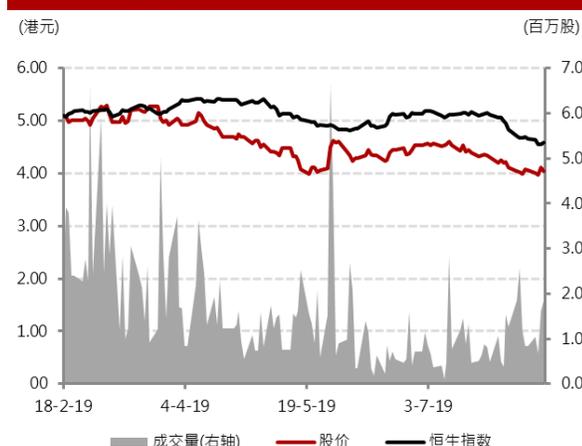
公司业绩稳定盈利能力在持续增强，资产负债率趋降，研发产品线丰富，“内生外延”的发展战略值得期待，据彭博一致预测，公司 19E/20E 收入为 72.4/87.3 亿港元，净利为 10.1/13.4 亿港元，EPS 为 0.34/0.45 港币，对应 11.9/8.9 倍市盈率水平。

公司基本资料 (更新至 2019 年 8 月 15 日)

最新价	4.05	(港元)
市值	136.8	(亿港元)
流通股比例 (%)	41.83	
已发行总股本 (百万)	3,377.57	(百万股)
52周价格区间	3.26-5.73	(港元)
3个月平均每日成交	5.01	(百万港元)
主要股东	Outwit	48.16%

来源：彭博

价格及成交量走势



来源：彭博

分析师

赵红梅 (May.Zhao)
may.zhao@ztsc.com.hk

图表 1：远大医药 (512 HK) 主要财务指标一览

(百万港元)	17A	18A	181H	191H
总收入	4,771	5,958	3,236	3,587
净利润	486	736	315	547
每股盈利(摊薄)	0.19	0.26	0.13	0.17

来源：彭博，公司资料，中泰国际研究部

业绩会问答环节：

1、收购和整合方面，收购的澳洲 sirtex 项目如果中国落地，国产化如何部署？

答：希望尽快通过创新医疗器械特别审批“绿色通道”加速审批，SIR-Spheres Y-90 已有 8-9 个院士级别人士呼吁这个产品尽快进入中国市场，50-60%的中晚期肝癌患者里 5%会失去生命，产品已在德国、法兰克福、波士三个地区生产，50 多个国家销售，我们会先从新加坡拿货。

2、公司过去几年外延式收购，今后几年公司和产品落地和销售做好，还是继续收购？

答：公司 2014 年之后做了一些重大投资，尤其是 2018 年，在战略发展和落地上，我们的主要团队都在公司服务了十年以上，制定和实行发展规模有经验，中国是仿药大国，外延性收购没有停手，我们的收购纵深和补强的，熟悉和国产化，最近 5 年做了很多收购企业的管理，未来 1-2 年可以看到我们的收购项目落地和消化能力。

3、今年上半年行政费上升 21.14%，财务成本下降 18.66%的原因？

答：财务费用下降主要是还了鼎辉的一个可转债，分销成本上升 14%属于正常范围，收入增加，销售同比增加也是正常，我们也在控制销售费用增长，随着一系列医药新政策出来，从行业引导和发展角度来说，行业内不规范现象会有所改善。

4、上半年公司整体取得了优异业绩，心血管产品同比增速 60%，比过去几年 30%大幅提升，怎么做到的？Sirtex+旭东海普对净利润贡献 1642 万，分别占比是多少？自有研发的规划和规模是如何？可否给一下研发费用指引？

答：公司在心脑血管产品领域盘踞比较久，市场占有率较高，我们在国内的心脑血管领域是龙头，在急救领域我们的药品是组合型的，对我们的成本控制上都有优势。今年上半年的心脑血管的增长较快，主要是国家要求对急救药品有三个月库存，受政策影响，医院需求突然加大。心血管产品方面我们是希望维持 20%到 30%的增长。

旭东海普今年上半年收入有 5.7 亿，一个多亿利润，澳洲这个公司每年都有盈利，我们股权占 49%，未经审计共计有 1642 万利润贡献，占整个收入只有二点几贡献，旭东海普还能保持 20%增长。在产品结构和储藏产品上公司会有一些新发展，我们做了 3-5 年规划，也有股权激励机制。自住研发上有 100 多人团队，有 2 亿开支预算，有部分计入表内财务费用，有些不计入，现有研究院会在一致性评价和创新药上努力，我们也会从海外或者国内科研机构购买好的研发前端产品，再做临床等。

5、公司应收账款多了 3 个亿，什么原因？切诺发展的如何？

答：切诺学术推广做的很好，质量和适应症上效果都很好，产品有上百亿很大的市场空间，生产制造也在做一些未来规划，维持 20-30%增长可以预期，德国球囊有三个产品，有两个希望今年年底前拿到证，明年有收入贡献。

应收帐款上，从政策来讲，我们要求年终结平，所以年底前会把当年的销售金额都收回来。制剂上，收入有 28%的增长，自然会有应收账款相应增加，年底是要求 98%的回账，60-90 天的账期。OTC 市场上销售有 100 多人的团队，销售占比 5%逐渐提升，10%比较理想，凯德诺 (Cardionovum) 已经 100 多场上市预热会议，今年要是拿到 2 个批文，就能更好的为患者服务。

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。