

## 多业务齐头并进，核药引领发展

——（远大医药 0512.HK）首次覆盖报告

买入|首次推荐

### 报告要点：

#### ● 历史悠久的制药企业，三大板块齐头并进

公司历史底蕴深厚，前身为武汉制药厂，2002年加入中国远大集团，在2008年于香港上市。公司积极并购，进行全球化布局，目前已经形成制药科技、核药抗肿瘤和心脑血管精准介入诊疗科技、生物科技三大业务领域。2023年实现收入105.3亿港元(+10.12%)，归母净利润18.8亿港元(-9.59%)。

#### ● 创新管线全面布局，核药抗肿瘤领先发展

目前全球癌症患者数量庞大，中国癌症患者数量快速增加，为癌症治疗市场带来广阔空间。公司积极布局核药抗肿瘤领域，加大研发投入，丰富核药管线，其中公司重磅产品易甘泰®钇[90Y]微球注射液针对原发性肝癌以及结直肠癌肝转移患者的治疗效果显著。结直肠癌是世界第三大常见癌症，约占所有癌症病例的10%，肝癌又是中国特有的高发癌种，2018年我国肝癌新发病例已占全球肝癌新发病例的47%左右，易甘泰®钇[90Y]微球注射液结直肠癌肝转移已经获批上市，原发性肝癌适应症也有望尽快获批，预计易甘泰®钇[90Y]微球注射液将成为公司业绩的重要增长点。

#### ● 多方位布局心脑血管精准介入诊疗平台

公司创新转型始于2015年，通过资本并购进入心脑血管医疗器械领域，此后积极进行高端医疗器械介入平台建设，目前正在心脑血管、外周血管、结构性心脏病和电生理及心衰等领域实现布局。公司已上市的药物涂层球囊产品商业化后快速放量，未来有望实现国产化生产；NovasightHybrid血管腔内双模成像系统、HeartLightX3激光消融平台以及Saturn等产品未来应用前景广阔，有望逐步贡献业绩。

#### ● 传统板块根基稳定，创新研发走在前沿

公司在心脑血管急救，五官科，呼吸科，生物技术产品及精品原料药这些传统板块深耕已久，具有一定品牌影响力和稳定的市场份额。同时公司在传统板块也稳步推进全球化研发布局，积极开发创新药品，其中干眼症、过敏性鼻炎等产品市场空间广阔，未来有望成为新增长点。

#### ● 投资建议与盈利预测

预计公司核药抗肿瘤板块有望迎来快速增长，心脑血管、呼吸等板块以及生物科技板块未来有望保持稳定增长。我们预计2024-2026年公司收入为120.04/139.24/153.17亿港元，归母净利润为22.77/23.97/25.82亿港元，EPS为0.64/0.68/0.73港元/股，对应PE分别为7.41/7.04/6.53倍。首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

#### ● 风险提示

行业竞争加剧风险，国家带量采购降价风险，海外发展不及预期等风险。

### 附表：盈利预测

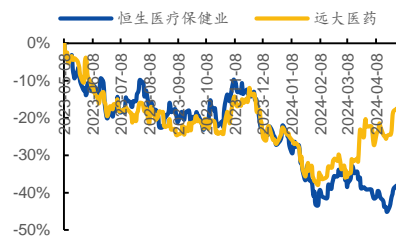
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	9562.29	10529.59	12003.73	13924.33	15316.76
收入同比(%)	11.22%	10.12%	14.00%	16.00%	10.00%
归母净利润(百万港元)	2,079.42	1,880.00	2,276.77	2,396.55	2,582.16
归母净利润同比(%)	-13.45%	-9.59%	21.10%	5.26%	7.74%
每股收益(港元)	0.59	0.53	0.64	0.68	0.73
市盈率(P/E)	8.11	8.97	7.41	7.04	6.53

资料来源：wind，国元证券研究所

### 基本数据

52周最高/最低价(港元):5.180/3.170  
H股流通股(百万股): 3549.57  
H股总股本(百万股): 3549.57  
流通市值(百万港元): 18031.82  
总市值(百万港元): 18031.82

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

## 目录

1.历史悠久的制药企业，三大业务板块齐头并进 .....	4
1.1 远大公司医药旗舰，历史悠久的制药企业 .....	4
1.2 业绩稳健增长，三大板块齐头并进 .....	5
2.创新管线全面布局，核药抗肿瘤引领发展.....	7
2.1 癌症市场规模增长，传统诊疗缺点明显 .....	7
2.2 内生外延加速推进，核药管线日益完善 .....	9
2.3 结直肠癌空间广阔，钇[90Y]成为患者福音 .....	10
2.4 肝癌市场空间广阔，易甘泰®引领中国进入“钇时代” .....	14
3.多方位布局心脑血管精准介入诊疗平台 .....	18
3.1 收购实现精准介入器械布局，争取各产品分梯次上市 .....	18
3.2 药物涂层球囊优势明显，潜在市场空间较大.....	19
3.3 高端化、差异化创新布局多年，心脑血管赛道步入收获期.....	22
4.传统板块根基稳定，创新研发走在前沿 .....	24
4.1 眼科板块 .....	27
4.2 呼吸及重症抗感染板块.....	28
4.3 心脑血管板块 .....	29
4.4 生物科技板块 .....	31
5.盈利预测和投资建议 .....	33
6.风险提示.....	35

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2024.3.20） .....	4
图 3：公司近年来并购情况 .....	5
图 4：近年营收及增长率（亿港元，%） .....	5
图 5：近年归母净利润及增长率（亿港元，%） .....	5
图 6：公司近年收入结构情况（%） .....	6
图 7：公司近年毛利率变化情况（%） .....	6
图 8：公司近年净利率变化情况（%） .....	6
图 9：公司近年销售、管理、财务费用率（%） .....	7
图 10：公司研发费用及占营业收入比重（百万港元，%） .....	7
图 11：世界癌症发病数预测趋势图（单位：万人） .....	8
图 12：中国肿瘤药物市场规模预测趋势图（单位：亿元） .....	8
图 13：易甘泰®钇[90Y]微球注射液.....	11
图 14：钇 90 微球治疗整体流程.....	11
图 15：2014-2030E 中国结直肠癌新发病例数（单位：万） .....	12
图 16：结直肠癌肝转移示意图 .....	13
图 17：指南推荐不可手术 mCRC 治疗方式 .....	13

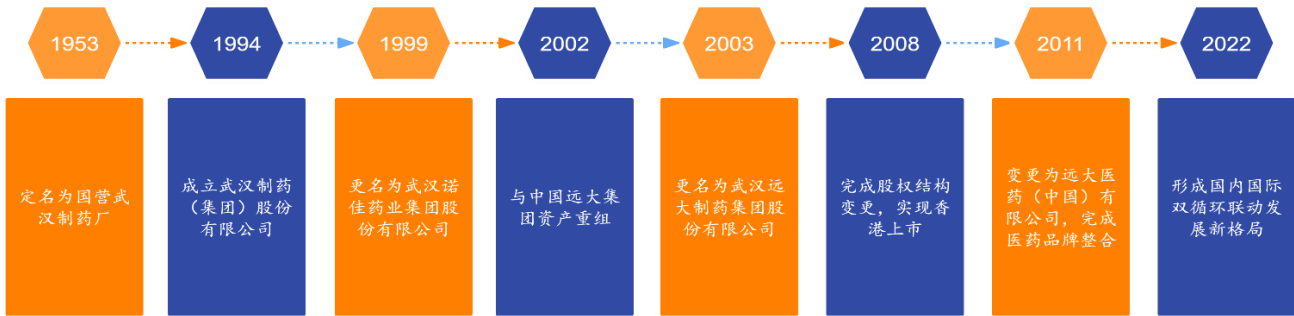
图 18: SIRT 在 mCRC 中的临床应用 .....	14
图 19: 2014-2030E 中国肝癌新发病例数 (单位: 万) .....	15
图 20: 肝癌分期治疗与治疗路线图 .....	15
图 21: 90Y-SIRT 在 HCC 治疗路径上的主要应用场景 .....	16
图 22: 90Y-SIRT 在 HCC 中的应用 .....	17
图 23: 药物涂层球囊 (DCB) 作用机理 .....	19
图 24: 凯德诺药物球囊产品 .....	20
图 25: 药物涂层球囊行业竞争格局 .....	21
图 26: 中国 PCI 手术量和增速预测 (万台, %) .....	21
图 27: 中国 DCB 市场规模预测 (单位: 亿元) .....	21
图 28: Novasight 设备组成示意图 .....	22
图 29: Novasight 手术影像 .....	22
图 30: HeartlightX3 手术示意图 .....	23
图 31: 中国房颤电生理手术量预测 (单位: 万例) .....	23
图 32: 中国心脏电生理器械市场规模预测 (单位: 亿元) .....	23
图 33: Saturn 产品示意图 .....	24
图 34: 中国 TMV 介入治疗市场规模预测 (单位: 亿元) .....	24
图 35: 公司眼科板块营收情况 (单位: 亿港元) .....	27
图 36: 医院端公司聚乙烯醇滴眼液销售情况 (亿元, %) .....	27
图 37: 医院端公司和血明目片销售情况 (亿元, %) .....	28
图 38: 医院端公司按柠蒎肠溶软胶囊销售情况 (亿元, %) .....	29
图 39: 医院端公司金嗓利咽胶囊销售情况 (万元, %) .....	29
图 40: 公司心脑血管急救板块营收情况 (亿港元) .....	29
图 41: 肾上腺素自动注射笔使用方法 .....	30
图 42: 全球氨基酸市场规模预测 (亿美元) .....	31
图 43: 全球及中国细胞培养基市场规模预测 (亿美元) .....	31
图 44: 公司生物技术产品及营养产品销售情况 (亿港元, %) .....	32
图 45: 精品原料药及其他产品销售情况 (亿港元, %) .....	32
表 1: 癌症主要治疗方法原理和比较 .....	8
表 2: 核药战略发展历程 .....	9
表 3: 核药抗肿瘤创新产品管线布局 .....	10
表 4: 90Y 微球的种类和特性 .....	16
表 5: 公司心脑血管精准介入治疗产品布局 .....	18
表 6: 药物涂层球囊与药物洗脱支架区别 .....	20
表 7: 远大医药传统板块主要产品 .....	24
表 8: 传统板块创新管线布局 .....	26
表 9: 远大医药收入拆分 (百万港元, %) .....	33
表 10: 公司盈利预测 (百万港元, %) .....	34

## 1. 历史悠久的制药企业，三大业务板块齐头并进

### 1.1 远大公司医药旗舰，历史悠久的制药企业

赓续红色基因，远大医药历史悠久。远大医药（00512.HK）原为武汉制药厂，于1939年在革命根据地太行山创立，2002年加入中国远大集团。远大医药在2008年完成股权结构变更，间接实现香港上市，并逐渐成为远大集团核心企业。远大医药的核心业务由制药科技，核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗技术和生物科技三大领域构成，已有超过九十款产品列入国家基本药物目录，超过两百多款产品列入国家基本医疗保险，工伤保险和生育保险药品目录，并在2023年荣登2022年度中国化药企业TOP100排行榜第19位。

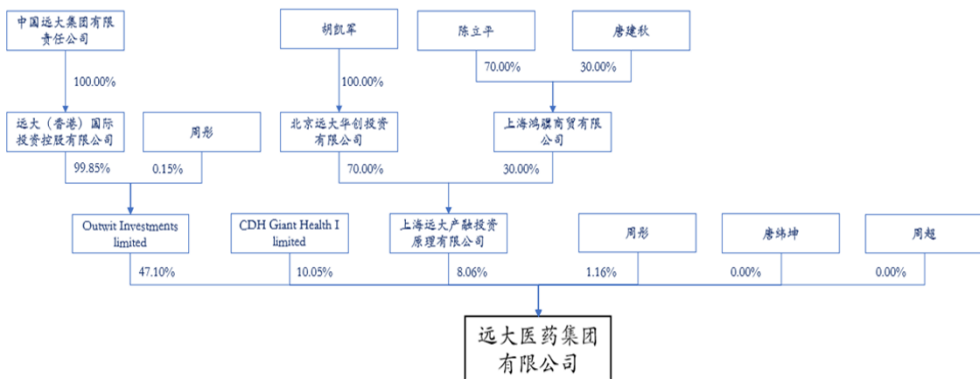
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司股权结构持续稳定。公司第一大股东为 Outwit Investments Limited，持股比例为 47.1%。公司实际控制人为胡凯军，通过中国远大公司有限责任公司、北京远大华创投资有限公司等合计持有公司 56.32% 的股份。公司经营业务广泛，下辖多家子公司，分别开展核药业务，心脑血管精准介入诊疗业务，呼吸及重症抗感染业务，心脑血管急救业务、五官科业务以及生物科技等多个业务。

图 2：公司股权结构（截至 2024.3.20）



资料来源：iFind，国元证券研究所

公司积极进行战略并购，加速全球化布局。公司从 2008 年开始进行并购，当年 11 月收购了武汉远大弘元股份有限公司，此后数年公司通过持续的战略并购整合，不断增加产品管线，拓展业务范围，优化产品结构，形成多元化经营、多板块齐发力的发展格局。同时，公司加速新药开发和产品更新迭代，注重差异化布局和优异的产品竞争力。近年来公司在细分领域的市场影响力不断提升。

图 3：公司近年来并购情况



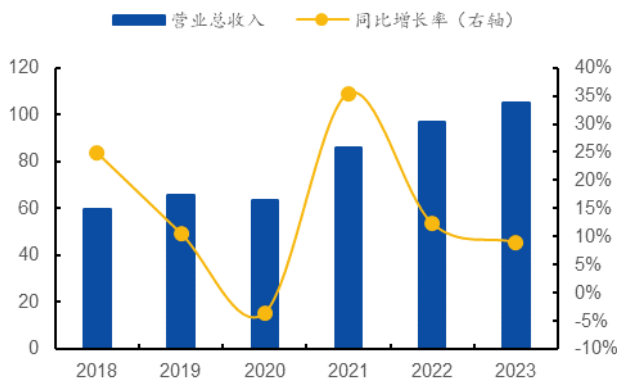
资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 1.2 业绩稳健增长，三大板块齐头并进

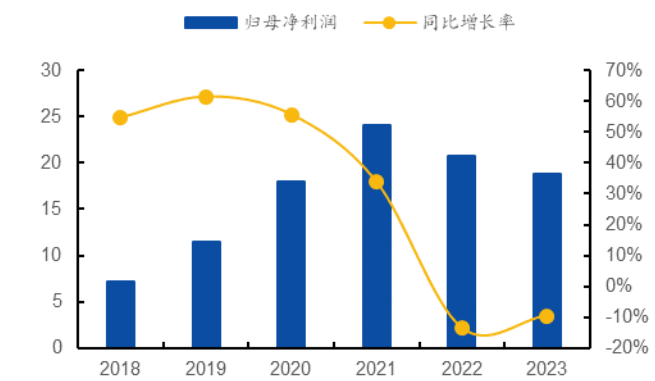
公司业绩增长稳健。公司营收从 2018 年的 59.58 亿港元增长至 2023 年的 105.3 亿港元，年均复合增长率 12.06%；公司的归母净利润从 2018 年的 7.13 亿港元增长至 2023 年的 18.8 亿港元。公司 2023 年的营收为 105.3 亿港元，较上年同比增长 10.12%；受市场环境、人民币汇率以及公允价值变动等非经常性因素影响，归母净利润近两年增速较往年有所下滑。整体来看，受益于公司广泛的产业分布与全球化的布局，公司综合优势得以体现，业绩持续实现稳步增长。

图 4：近年营收及增长率（亿港元，%）

图 5：近年归母净利润及增长率（亿港元，%）



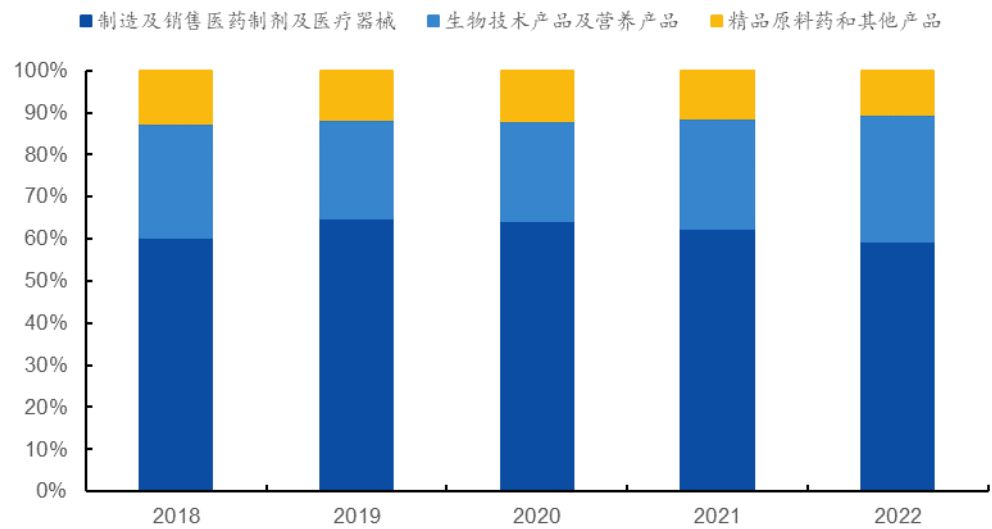
资料来源：iFind，国元证券研究所



资料来源：iFind，国元证券研究所

按业务分收入结构上看，以制药科技为主要收入贡献领域。公司在制药科技、核药抗肿瘤和心脑血管精准介入诊疗科技、生物科技三大业务领域发力，业务涵盖心脑血管、五官科、呼吸及危重症、肿瘤等板块。2023 年制药科技占总营业收入的比重为 64.7%。

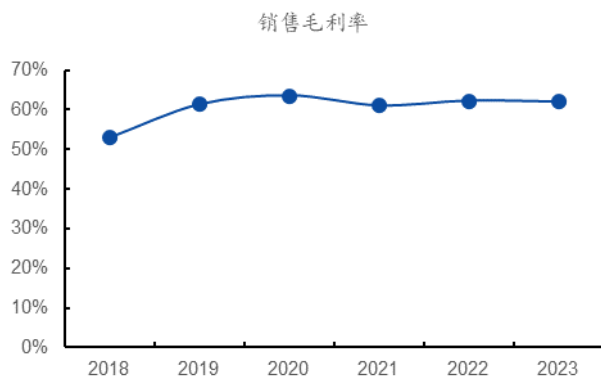
图 6：公司近年收入结构情况（%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

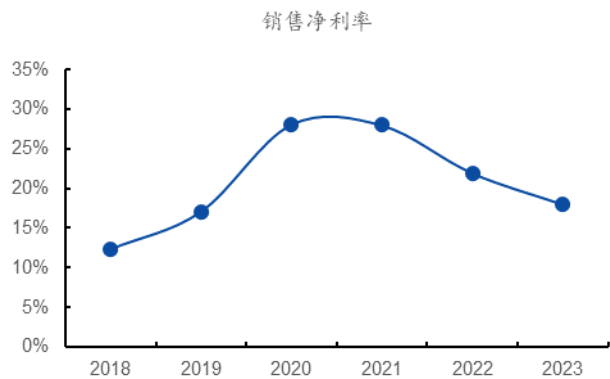
公司盈利能力较强，近年来销售毛利率保持在 60% 以上。销售毛利率和销售净利率自 2018 年至 2020 年期间大幅提升，之后受新冠疫情和集采等因素的影响毛利率小幅下降，净利率下滑较大与公司研发投入增大有关，2023 年销售净利率为 18%，预计未来有望维持平稳。

图 7：公司近年毛利率变化情况（%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

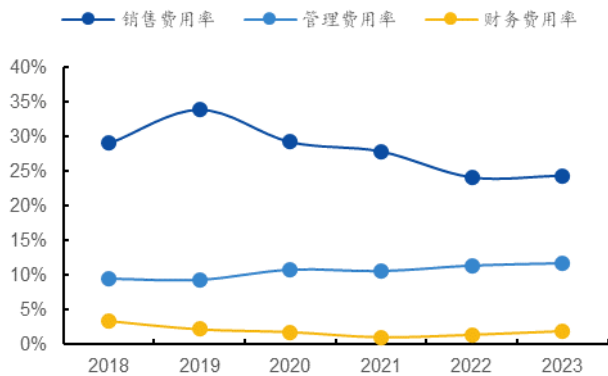
图 8：公司近年净利率变化情况（%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

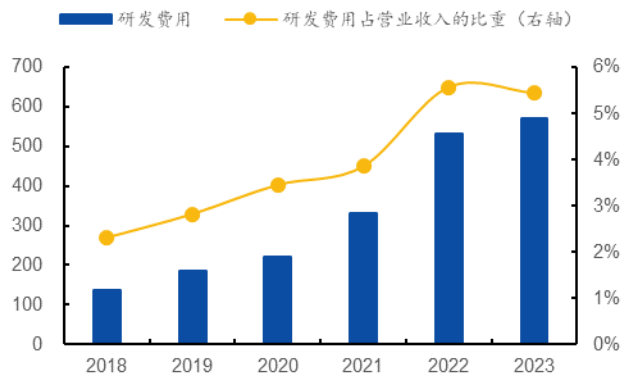
公司三项费用率整体管控良好，研发费用逐年上升。销售费用率自 2019 年的 33.98% 下降至 2023 年的 24.38%；管理费用率自 2019 年的 9.30% 上升至 2023 年的 11.72%；财务费用率自 2019 年的 2.22% 下降至 2023 年的 1.95%；公司的研发费用从 2019 年的 1.86 亿港元上涨到 2023 年的 5.72 亿港元，研发费用占收入比重从 2019 年的 2.82% 提升至 2023 年的 5.43%，整体来看，公司研发投入力度持续加大，销售费用率持续下降，规模效应凸显。

图 9：公司近年销售、管理、财务费用率（%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 10：公司研发费用及占营业收入比重（百万港元，%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

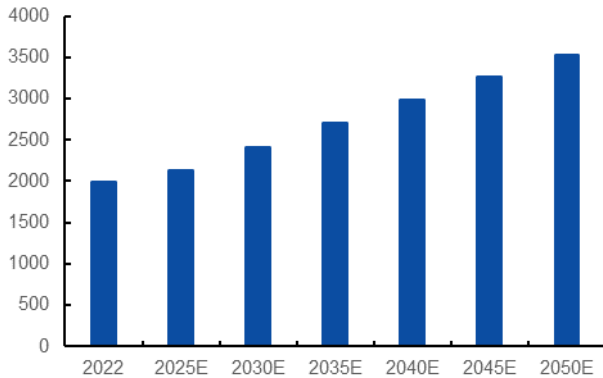
## 2.创新管线全面布局，核药抗肿瘤引领发展

### 2.1 癌症市场规模增长，传统诊疗缺点明显

癌症正成为目前医疗面临的重大问题。癌症是一种由异常细胞无限制增生所致的疾病，这些细胞可以侵犯或转移至身体其他部位。正常情况下，人体细胞会按需增长和分裂，形成新细胞来替换老旧或受损的细胞。然而，在癌症中，这种有序的过程被破坏。细胞变得不受控制地增长并继续分裂，这些多余的细胞可以形成肿瘤。肿瘤可以是良性的（不侵犯其他组织）或恶性的（可以侵犯和破坏周围正常组织），恶性肿瘤一般称为癌症。此外，恶性肿瘤可以通过血液或淋巴系统传播到身体其他部位，是人类目前面临的最大的医疗卫生问题。

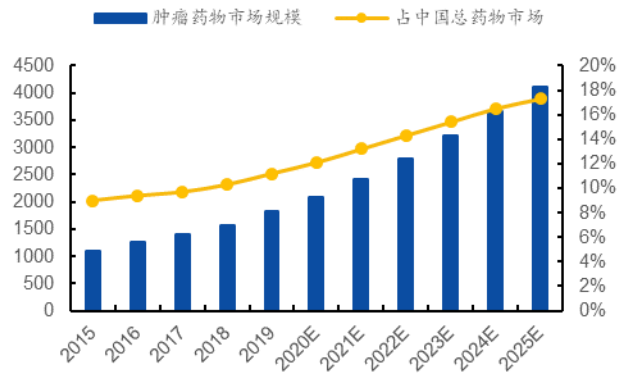
中国癌症患病人数增加，相关市场规模逐步提升。中国近年来癌症发病数逐年上升，每年新增患病例数从 2015 年的 395.2 万人增长至 2019 年的 440 万人，复合增长率为 2.7%。预计 2023 年的新增患病人数 486.5 万人。2017 年国务院印发《中国防治慢性病中长期规划（2017—2025 年）》，目标到 2025 年总体癌症 5 年生存率提高 10%。随着治疗需求的不断增长和医疗科技的不断发展，中国肿瘤药物的市场规模不断拓展，自 2015 年至 2019 年的五年间从 1102 亿元增长至 1827 亿元，复合增长率为 13.47%，预计 2023 年将达到 3221 亿元。

图 11：世界癌症发病数预测趋势图（单位：万人）



资料来源：WHO，国元证券研究所

图 12：中国肿瘤药物市场规模预测趋势图（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

传统的癌症诊断和治疗方法虽然在历史上取得了重大成就，但它们也存在一些明显的局限性。诊断方面，传统方法（如生物标志物检测、影像学检查、组织病理学分析）往往依赖于肿瘤的大小和位置，这可能导致在癌症早期难以检测到病变。此外，这些方法可能无法提供关于肿瘤生物学特性的全面信息，让医院难以为患者制定个性化治疗计划。在治疗方面，传统方法虽然在某些情况下效果显著，但它们通常伴随着显著的副作用。化疗和放疗可能会对健康的细胞产生毒性作用，导致多种副作用。手术治疗则可能无法完全移除微小的肿瘤细胞，增加复发的风险。这些传统治疗方法往往缺乏针对性，无法有效区分正常细胞和癌细胞，从而限制了其治疗效果和应用范围。

表 1：癌症主要治疗方法原理和比较

治疗方式	治疗原理	治疗优点	治疗缺点
手术治疗	外科手术切除肿瘤组织，常用于早期诊断的癌症病例。	可以在体内直接切除癌组织，适用于早期癌症治疗，有较高根治率。	可能会导致创伤、出血、感染等并发症，而且可能无法完全切除所有癌细胞，导致复发。
化疗	使用化学药物杀死癌细胞或阻止其生长，常用于治疗晚期癌症或转移性癌症。	是一种全身性的治疗手段，对一些有全身转移倾向的肿瘤及已经转移的中晚期肿瘤，化疗都是主要的治疗手段。	化疗药物不仅会杀死癌细胞，也会影响健康细胞，导致一系列副作用，如恶心、呕吐、脱发、免疫系统抑制等。
放疗	利用高能射线照射肿瘤组织，破坏癌细胞的 DNA，以抑制其生长和扩散。	能够定向照射肿瘤组织，避免损伤周围健康组织，适用于局部治疗和减轻症状。	可能会导致皮肤灼伤、疲劳、恶心、呕吐等副作用，而且长期暴露可能增加癌后并发症风险。
靶向治疗	利用特定的药物干预癌细胞的生长信号通路或靶点，以阻断癌细胞生长和扩散。	可以更精确地干预癌细胞的生长信号通路，减少对健康细胞的损害，提高治疗效果。	某些靶向药物可能会产生耐药性，而且成本较高，不适用于所有类型的癌症。
免疫治疗	利用患者自身的免疫系统来攻击和摧毁癌细胞。	利用患者自身的免疫系统来攻击癌细胞，可能具有持久的治疗效果，适用于某些晚期癌症的治疗。	部分患者对免疫治疗可能产生免疫相关性的副作用，如免疫性肺炎、免疫性甲状腺疾病等。

资料来源：中国抗癌协会，CancerQuest，默沙东，国元证券研究所

**传统疗法间接催生新型疗法。**传统的诊断和治疗方法在癌症诊疗中仍发挥着重要作用，但它们的局限性也催生了对更精确、个性化的癌症诊断和治疗方法的需求，如靶向治疗，免疫疗法和核药抗肿瘤诊疗。核药在集采常态化，医保谈判严格控费等政策影响下受政策影响小且兼具高壁垒，高增长的特性，是创新药市场的“弄潮儿”，未来市场前景广阔。

## 2.2 内生外延加速推进，核药管线日益完善

**核药抗肿瘤具有独特优势，公司积极布局相关领域。**核药抗肿瘤诊疗是一种利用放射性药物来诊断和治疗肿瘤的医学方法，为肿瘤的精确诊断和个性化治疗提供了重要手段。这种方法尤其适用于难以通过传统方法诊疗的肿瘤类型。远大医药在该领域布局多年，通过并购手段快速进入市场。2018年，远大医药与鼎晖投资斥资近100亿人民币收购澳大利亚上市公司 Sirtex Medical Pty Limited(“Sirtex”)100%股权，该公司核心产品为用于治疗肝癌的钇(90Y)树脂微球，初步打入肿瘤介入治疗领域。2020年，远大医药收购美国纳斯达克上市公司 OncoSec 控股权，从而拓展了在肿瘤免疫治疗药物 TAVO 的研发及商业化方面的业务版图。2021年，远大医药成功收购申命医药，该公司拥有治疗肝癌的创新温度敏感性栓塞剂的专利，从而进一步拓展肿瘤介入治疗产品管线。近年来，公司联合 Sirtex 并先后与核药创新企业, Telix Pharmaceutical Limited(“Telix”)和全球最大的核原料供应商之一 ITM Isotope Technologies Muncich SE(“ITM”)达成国际战略合作，搭建了具有国际化一流水平的肿瘤介入和放射性核素偶联药物(RDC)研发平台。

**表 2: 核药战略发展历程**

时间	核药战略发展历程
2018	与鼎晖投资收购社泰医疗(Sirtex) 100%股权
2020	收购上市公司 OncoSec 控股权
2021	全面收购申命医药
2022	联合 Sirtex, Telix 与 ITM 合作

资料来源：公司官网，国元证券研究所

**核药准入门槛较高，公司在国内取得较大优势。**得益于核药抗肿瘤领域的前瞻性布局，公司目前核药管线拥有14款创新产品，包括有9款在研RDC，其中4款RDC产品在国内进入临床阶段，3款处于临床三期，核药产品数量及管线丰富。核药由于其放射性，受到国家的严格监管，需要获得特殊的生产和环保许可证，准入门槛高。国内从事核药产业的企业不多，主要因为新企业通常产品少、资金和市场布局有限，难以与成熟企业竞争。远大医药通过全面准备，迅速在核药研发、生产、销售和监管方面实现了全方位布局。同时公司联合山东大学成立研究院，共同开发RDC药物；在准入方面，公司获得了包括生产和经营许可在内的多项资质；在政策方面，与多家研究所合作参与制定相关技术指导原则。公司为核药抗肿瘤领域的发展打下了坚实的基础。

**表 3: 核药抗肿瘤创新产品管线布局**

板块	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
核药抗肿瘤诊疗	介入治疗	钇[90Y]微球注射液	原发性肝癌					▲		
		温敏栓塞剂	富血管性实质脏器肿瘤		▲					
		Lava	外周血管动脉出血							▲
		AuroLase®	前列腺癌						▲	
		Kona	脑动静脉畸形						▲	
核药抗肿瘤诊疗 (RDC)	放射性核素偶联药物	TLX591(177Lu-rosapatumab)	前列腺癌	▲				▲		
		TLX591-CDx(68Ga-PSMA-11)	前列腺癌-诊断					▲		▲
		TLX599-CDx(99mTc-EDDA/HYNIC-iPSMA)	前列腺癌-诊断	▲				▲		
		TLX250(177Lu-girentuximab)	肾透明细胞癌	▲				▲		
		TLX250-CDx(89Zr-girentuximab)	肾透明细胞癌-诊断					▲	▲	
		TLX101(131I-IPA)	脑胶质瘤			▲		▲		
		TOCscan®	胃肠胰腺神经内分泌瘤-诊断	▲						▲
		ITM-11	胃肠胰腺神经内分泌瘤					▲	▲	
		ITM-41	恶性肿瘤骨转移	▲				▲		

▲ 中国大陆    ▲ 海外

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

### 2.3 结直肠癌空间广阔, 钇[90Y]成为患者福音

易甘泰®钇[90Y]微球注射液在世界应用广泛, 为中国患者带来希望。易甘泰®钇[90Y]

微球注射液作为远大医药的重磅全球创新产品，已在全球 50 多个国家和地区被广泛应用，超过 15 万人次使用，并且得到了包括 NCCN、ESMO、EASL 和 NICE 等多个国际权威机构的治疗指南推荐，同时也被纳入《二零二二年 CSCO 原发性肝癌诊疗指南》、《原发性肝癌诊疗指南（2022 版）》、《中国结直肠癌肝转移诊断和综合治疗指南（2018 版）》、《中国肝癌肝移植临床实践指南（2018 版）》等多项中国权威的临床实践指南当中。该产品于 2022 年 1 月在中国获得上市许可，旨在治疗经标准治疗失败的不可手术切除的结直肠癌肝转移患者。它为中国肝脏恶性肿瘤患者提供了一种新的有效治疗选项，不仅有助于提供转化治疗的可能，还为患者带来了手术切除和临床治愈的机会。易甘泰®钇[90Y]微球注射液的推出填补了中国结直肠癌肝转移局部治疗的空白，有望为患者提供更有效、更安全的治疗选择，帮助他们延长生存时间并改善后期的生活质量。

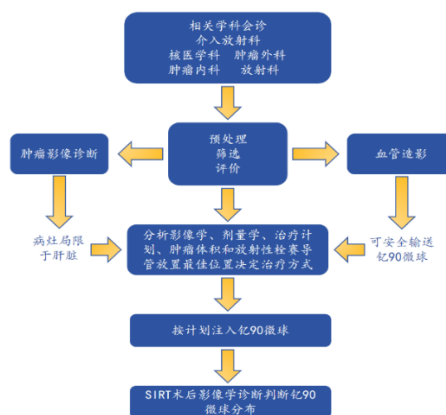
图 13：易甘泰®钇[90Y]微球注射液



资料来源：公司官网，国元证券研究所

易甘泰®钇[90Y]与传统治疗手段相比，具有显著优势。易甘泰®钇[90Y]是一种治疗性核素微球，通过选择性内放射治疗（SIRT）机制，经肝动脉输送高能量β射线杀灭肝肿瘤细胞。其临床优势包括高能量局部内放射治疗、术后反应小、易于管理和控制等。钇 90 微球治疗可以实现对大肿瘤的全面杀伤，有效治疗门静脉癌栓，精准杀伤肿瘤，同时能增大余肝体积，为不能手术切除的患者提供治疗机会。易甘泰®钇[90Y]是一种全新的治疗手段，与传统的治疗手段相比，具有精准、有效、安全的特点。

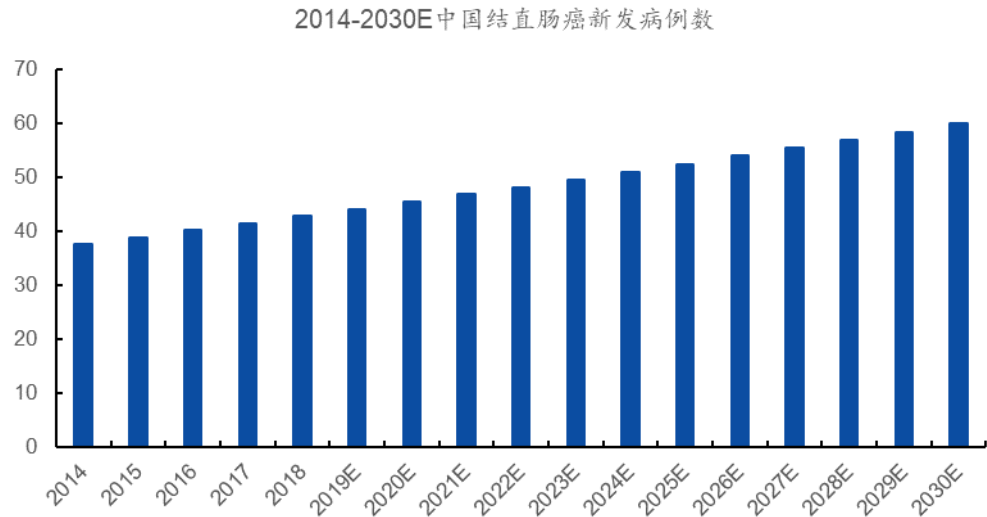
图 14：钇 90 微球治疗整体流程



资料来源：《钇 90 微球管理专家共识》宋莉和邹英华，国元证券研究所

中国迈入老龄化，预期结直肠癌患者持续上升。结直肠癌是全世界第三大常见癌症，约占所有癌症病例的 10%，它也是全世界癌症相关死亡的第二大原因。患结直肠癌的风险往往随着年龄的增加而增加，且大多数患者为老年人群。中国正逐步迈入老龄化社会，预计到 2040 年中国 60 岁以上人口的比例将达到 28%，相关人群患病规模将会上升。

图 13：2014-2030E 中国结直肠癌新发病例数（单位：万）



资料来源：泽璟制药招股说明书，国元证券研究所

**肝转移是结直肠癌患者的主要死亡原因。**肝脏是结直肠癌血行转移最主要的靶器官，结直肠癌肝转移是结直肠癌治疗的重点和难点之一。15%~25%的结直肠癌患者在确诊时即合并肝转移，而另有 15%~25%的患者将在结直肠癌原发灶根治术后发生肝转移。**结直肠癌肝转移患者占结直肠癌患者 30%-50%**，其中 80%~90%的肝转移灶初始无法获得根治性切除。肝转移也是结直肠癌患者最主要的死亡原因，未经治疗的肝转移患者的中位生存期仅 6.9 个月，无法切除患者的 5 年生存率低于 5%。而肝转移灶能完全切除（或可以达到“无疾病证据”状态）患者的中位生存期为 35 个月，患者 5 年生存率显著提升，可达 30%~57%。

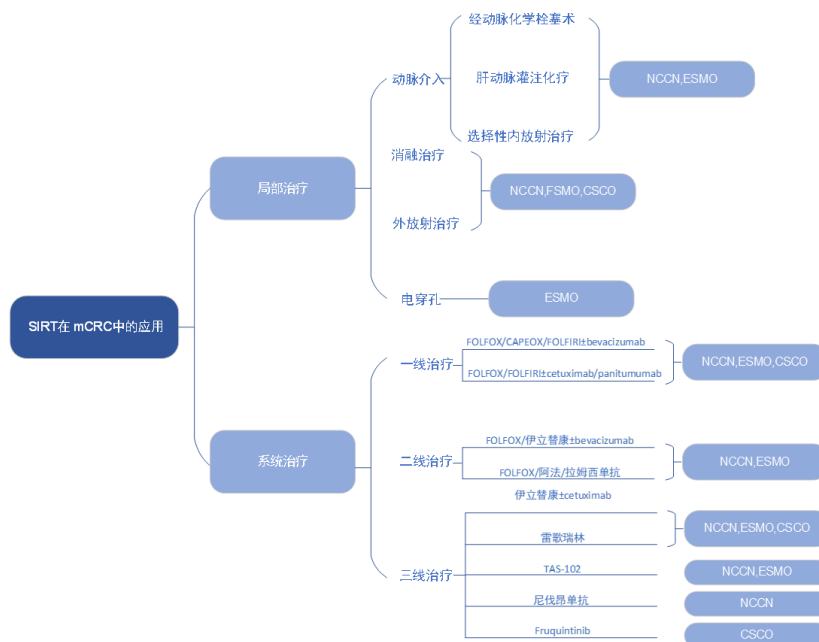
图 16：结直肠癌肝转移示意图



资料来源：Sirtex 官网，国元证券研究所

**90Y 微球 SIRT 对结直肠癌肝转移患者具有疗效。**放射性核素钇-90 微球选择性内放射治疗（SIRT）在国外已有近 20 年的临床使用经验，大量临床研究证明了 90Y 微球 SIRT 治疗肝脏肿瘤的疗效和安全性。对于结直肠癌肝转移患者的**姑息治疗**（单独使用或联合使用）和**转化治疗**（降期治疗、增加余肝体积）具有较高效用。90Y 微球 SIRT 可与多种药物进行联用，从而提升患者治疗效果。

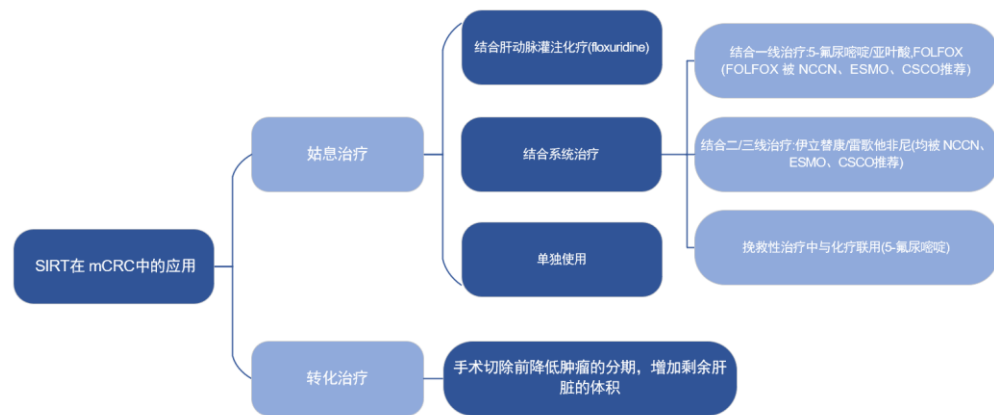
图 17：指南推荐不可手术 mCRC 治疗方式



资料来源：《90Y 微球选择性内放射治疗在结直肠癌肝转移中的应用及研究进展》张迎强和林岩松，国元证券研究所

不可切除转移性结直肠癌（mCRC）患者的治疗中，局部治疗的地位日益突出。姑息治疗方面，美国国立综合癌症网络（NCCN）在《结肠癌指南（2020年第4版）》和《直肠癌指南（2020）年第6版》均推荐肝动脉灌注化疗（HAIC）、经导管动脉内化疗栓塞（TACE）及 90Y 微球 SIRT 等动脉介入治疗、消融及外放疗等治疗手段。欧洲肿瘤内科学会（ESMO）于 2016 年发布的《转移性结直肠癌共识指南》将 mCRC 分为两大类：寡转移性疾病和广泛转移性疾病。OMD 指“转移部位≤2 个”和“总转移数目≤5 个”的肿瘤，针对 OMD 的治疗目标是争取达到无瘤状态（NED），建议在系统性治疗的基础上考虑局部毁损性治疗（LAT）。LAT 手段主要包括热力学和非热力学治疗及 SIRT 等动脉介入治疗。中国临床肿瘤学会（CSCO）发布的《结直肠癌诊疗指南（2019）》将局部治疗作为 III 级推荐。转化治疗方面，NCCN 建议将系统性治疗及 HAIC 作为不可手术 mCRC 的转化治疗手段。ESMO 建议一线诱导治疗应选择强烈治疗，且在系统性治疗应答后联合局部治疗。CSCO 对于潜在可切除组 mCRC 患者，I 级和 II 级推荐强烈治疗，III 级推荐局部治疗。

图 18: SIRT 在 mCRC 中的临床应用

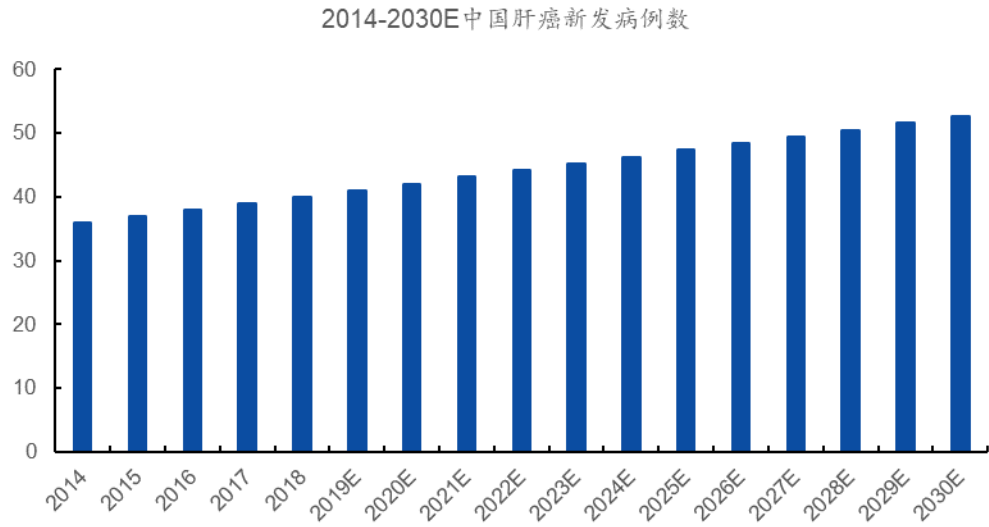


资料来源：《90Y 微球选择性内放射治疗在结直肠癌肝转移中的应用及研究进展》张迎强和林岩松，国元证券研究所

## 2.4 肝癌市场空间广阔，易甘泰®引领中国进入“钇时代”

中国肝癌患者群体较多，且肝癌一般确诊时间较晚。肝癌是中国特有的高发癌种，2018 年我国肝癌新发病例占全球肝癌新发病例的 47% 左右，中国肝癌粗发病率是全球肝癌粗发病率的 2.51 倍。因此无论是在诊疗还是预后，都存在着广阔的未被开发的市场空间。中国肝癌新发病例数逐年上升，并且预计在 2024 年达到 46.3 万人次。目前肝细胞癌的标准治疗方法主要包括手术、介入治疗、化疗和分子靶向治疗。然而，只有大约 20% 的肝癌患者能进行手术治疗，而且超过 70% 的患者在 5 年内会复发。超过 80% 的患者在被诊断时已经是晚期，这时他们只能通过化疗和分子靶向治疗来获得帮助，此时的治疗选择相对有限。

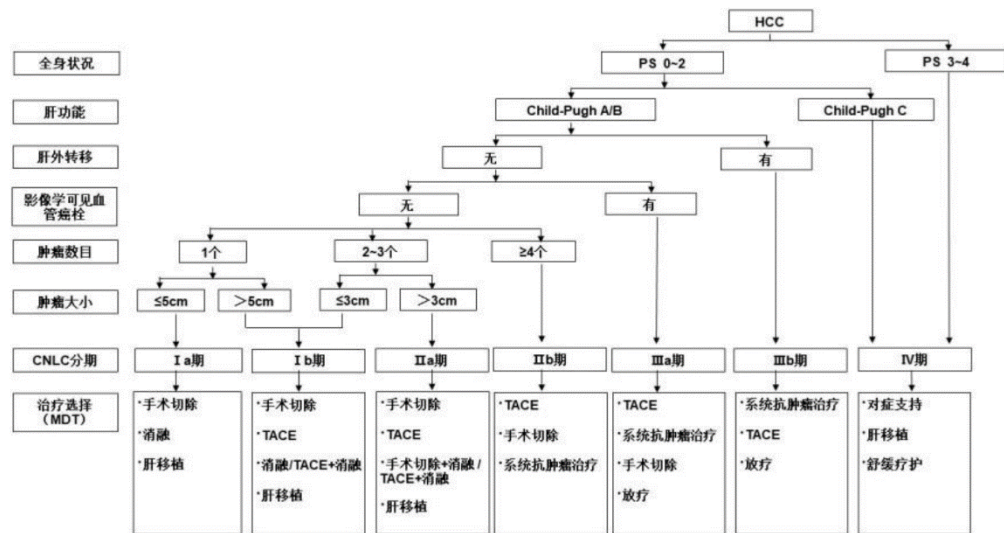
图 14: 2014-2030E 中国肝癌新发病例数 (单位: 万)



资料来源: 泽璟制药招股说明书, 国元证券研究所

钇[90Y]主要用于肝癌中晚期患者的治疗。钇[90Y]微球治疗主要用于中晚期肝癌患者的转化治疗(如降期治疗、桥接治疗)和姑息治疗(如不适合手术、TACE 治疗失败等情况), 以及用于结直肠癌肝转移患者的姑息治疗(单独使用或联合使用)和转化治疗(降期治疗、增加余肝体积)。

图 20: 肝癌分期治疗与治疗路线图

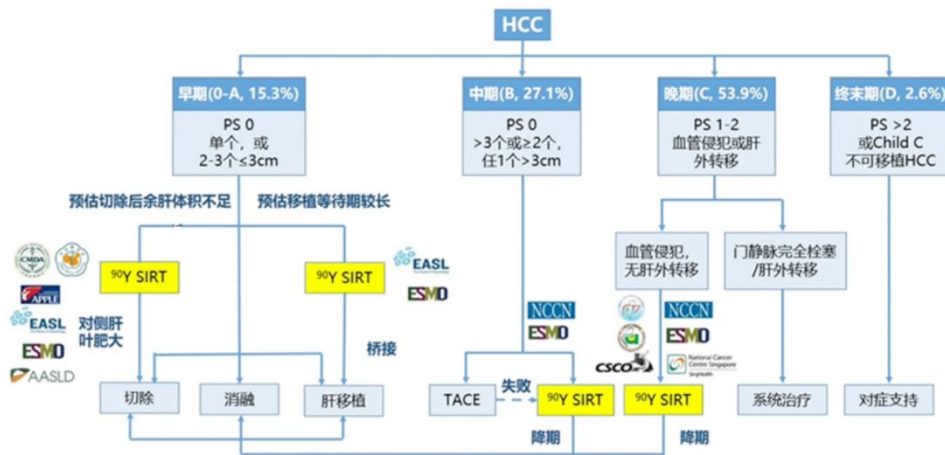


资料来源: 原发性肝癌诊疗指南(2022年版), 国元证券研究所

目标患者群体逐年上升, 未来应用场景广泛。在全球和中国范围内, 肝癌分别是导致癌症死亡的第三大原因和第二大原因。在肝癌中, 肝细胞癌大约占 85%~90%。根据钇 90-SIRT 在肝细胞癌(HCC)治疗中的主要应用场景可以发现, 钇 90-SIRT 在肝

细胞癌的治疗的早期、中期、晚期均可使用，且肝细胞癌患者中只有约 20% 的患者可以进行手术治疗，钇 90-SIRT 的应用场景十分广阔。并且根据中国肝癌新发病例数推断，钇 90-SIRT 的目标患者数量将逐年上升。

图 21：90Y-SIRT 在 HCC 治疗路径上的主要应用场景



资料来源：肝癌在线公众号，国元证券研究所

树脂微球在精确定位和广泛覆盖肿瘤治疗方面相比玻璃微球具有明显优势。90Y 树脂微球和 90Y 玻璃微球是两种不同的全球商业化供应的放射性微球，它们在物理特性和治疗效应上有所区别。树脂微球由于其较轻的质量能更好地在血液中悬浮并精准到达肿瘤部位，单位放射性活度较低使得它能更均匀地覆盖肿瘤区域，并且在治疗过程中有一定的栓塞作用。此外，树脂微球的注入速度较慢，使得在注入过程中可以进行数字减影血管造影（DSA），相对于玻璃微球来说可以更准确地定位。

表 4：90Y 微球的种类和特性

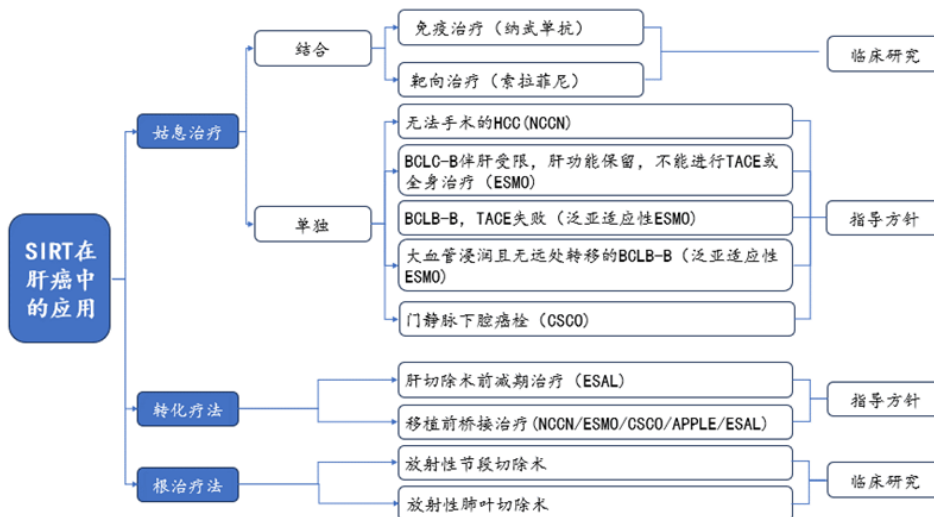
	90Y 树脂微球	90Y 玻璃微球
放射性核素纯度	99.99% <sup>90</sup> Y	长寿命放射性污染物如 <sup>60</sup> Co (半衰期 5.27 年), <sup>152</sup> Eu (半衰期 13.6 年) 和 <sup>154</sup> Eu (半衰期 8.8 年)
粒径 D/mm	20-60	20-30
比重 ρ <sub>B</sub> /(mg · dL <sup>-1</sup> )	1.6	360
每球活性/bp	40-70	2500
每小瓶球数	(40-80) × 10 <sup>6</sup>	(1.2-8) × 10 <sup>6</sup>
每瓶活动量	3	20
栓塞效应	温和	轻微

肿瘤覆盖率	充分的	不充分的
选择性导管插入术	选择性进入肿瘤	选择性进入肝脏
剂量	通过测量肝脏和肿瘤体积以及分流到肺的活性百分比进行计算	固定，分流到肺的活性百分比
给药速率	慢	快
可视化	术中 DSA 辅助定位	不可见
FDA 认证类别	PMA	HDE
已发表的 RCT 结果	HCC:6 mCRC:10	HCC:0 mCRC:1

资料来源：《<sup>90</sup>Y 微球选择性内放射治疗在肝细胞癌中的应用及研究进展》牛娜和林岩松，国元证券研究所

**R-SIRT（选择性内放射治疗）在治疗肝细胞癌（HCC）的不同分期中展现出了显著的治疗效果和广泛的应用潜力。**具体来说，对于那些不适合手术、TACE 或系统治疗的 HCC 患者，R-SIRT 能够提供显著的生存获益，这在晚期病例中体现的尤为明显。与 TACE 相比，R-SIRT 在客观缓解率更高，治疗相关的不良反应更少，同时对患者生活质量的影响较小。此外，R-SIRT 与索拉非尼的比较研究显示，尽管在总生存期上无显著差异，但 R-SIRT 在缓解疾病方面效果更好，副作用更少，且能提高患者的生活质量。在特定情况下，如 HCC 伴有门静脉血栓（PVT）的患者，R-SIRT 因其较小的栓塞效应而显示出更高的安全性。

图 22：<sup>90</sup>Y-SIRT 在 HCC 中的应用



资料来源：《<sup>90</sup>Y 微球选择性内放射治疗在肝细胞癌中的应用及研究进展》牛娜和林岩松，国元证券研究所

**R-SIRT 在 HCC 的治疗中表现出多方面的优势。**R-SIRT 不仅在生存率和安全性方面有所提升，而且在联合治疗和转化治疗领域展现出潜在的应用价值。R-SIRT 还可以与免疫检查点抑制剂（ICI）和索拉非尼联合使用，这种联合治疗策略可以提升治

疗效果，特别是在特定的患者群体中。在转化治疗方面，R-SIRT 可以帮助缩小肿瘤体积，使原本不适合手术的 HCC 患者有机会接受根治性手术，如肝切除或移植。此外，作为放射性肝段切除（RS）的一种形式，R-SIRT 为局限于两个肝段内的 HCC 患者提供了新的根治性治疗选择，特别适用于那些不适合传统手术切除的患者。

**国内肝癌治疗进入“钇时代”。**2022 年 5 月起，SIR-Spheres®在中国正式使用，标志着国内肝癌治疗进入了新的“钇时代”。50 多家医院已开始使用此治疗方案，而且已建立了 8 个手术、治疗及培训中心。初步随访结果显示，SIR-Spheres®治疗带来的临床疗效总体理想，其中有患者实现了肿瘤降期转化并成功实施了肝癌切除手术。在所有可随访 3 个月及以上的患者中，治疗的客观缓解率超过 50%，疾病控制率超过 95%，表现出显著的治疗效果。

### 3. 多方位布局心脑血管精准介入诊疗平台

#### 3.1 收购实现精准介入器械布局，争取各产品分梯次上市

公司通过资本并购进入心脑血管医疗器械领域，积极进行医疗器械平台建设。2015 年收购德国凯德诺（Cardio novum），公司正式进入心血管医疗器械领域。公司在三个方向进行全方位布局，分别为通路管理、结构性心脏病和电生理及心衰。目前该板块以布局 16 款产品，其中通路管理方向已经有 7 款产品在中国获批上市，Novasight 已于 2023 年 5 月于中国获批上市，HeartLightX3 激光消融平台已在中国递交上市注册申请，其他产品也在积极推进研发进度，争取实现分梯次上市，带动心脑血管精准介入诊疗板块全面发展。公司已经实现（无源+有源）创新器械平台建设，形成了中国四中心、海外多基地的研发生产布局，同时在国内国外积极进行新的研发中心与平台的建设。

表 5：公司心脑血管精准介入治疗产品布局

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
冠脉血管介入	IVLCAD	中/重度冠脉/外周动脉	▲						
	IALPAD	脉脉钙化	▲						
外周血管介入 通路管理	aXess	血液透析	▲		▲				
	LEGFLOW®	外周血管疾病					▲		
	DCB	疾病							▲
神经介入	取栓支架	缺血性脑卒中						▲	
	药涂球囊	颅内狭窄病变	▲						
结构性心脏病	结构性心脏病	Saturn 二尖瓣返流	▲	▲					

电生理及 心衰	电生理 心衰	HeartlightX3	房颤治疗	▲	▲
		CoRisma	心衰	▲	▲

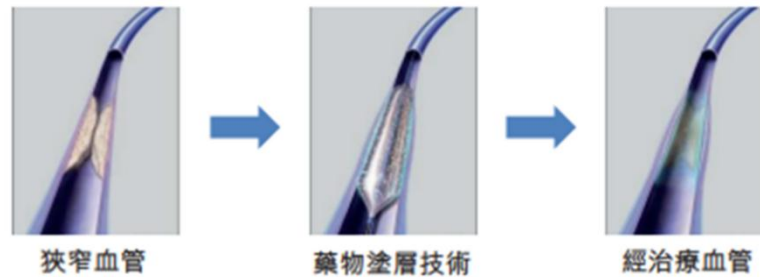
▲ 中国大陆    ▲ 海外

资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 3.2 药物涂层球囊优势明显，潜在市场空间较大

"药物涂层球囊" (Drug-Coated Balloon, DCB) 是一种用于心脏和外周血管介入治疗的医疗器械。这种球囊在扩张血管的同时释放药物，以预防血管再狭窄（血管内支架放置后常见的问题）。药物涂层球囊通常覆有抗增殖药物，这种药物可以抑制血管壁细胞的增生，从而减少血管再狭窄的风险。药物涂层球囊的使用范围广泛，包括治疗冠状动脉疾病、外周动脉疾病等。与传统的无药物球囊和支架相比，药物涂层球囊在减少血管再狭窄和需要再次介入治疗的风险方面表现出了优势。

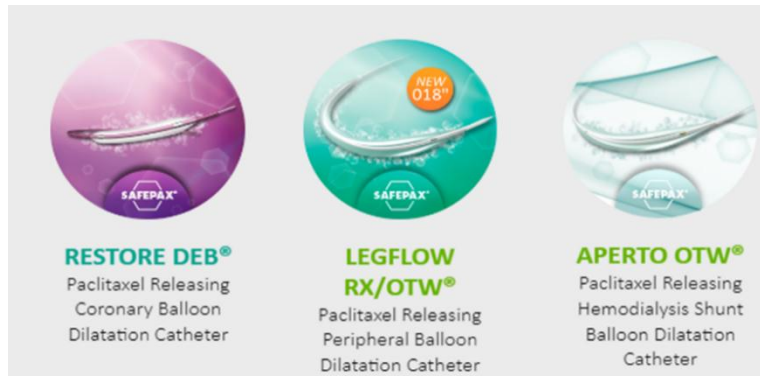
图 15：药物涂层球囊 (DCB) 作用机理



资料来源：先瑞达招股说明书，国元证券研究所

**药物涂层球囊技术国内领先。**凯德诺拥有全球领先的血管介入器械研发能力，其创始人 Michael Orłowski 是世界第一个上市的药涂球囊 Freeway 的发明人。远大医药收购凯德诺后获得旗下三款药物球囊产品，分别为 RESTOREDEB<sup>®</sup>，APERTO<sup>®</sup>OTW 与 LEGFLOW<sup>®</sup>OTW。RestoreDEB 已于 2019 年 9 月获批上市，是中国首款具有原发冠脉血管病变和支架内在狭窄双重适应症的药涂球囊。APERTO<sup>®</sup>OTW 于 2020 年 4 月获批上市，是首款针对透析患者动静脉内瘘狭窄适应症的药涂球囊，这款产品具有耐高压和药物涂层的双重特性，在延长内瘘的使用时间，改善透析患者的生活质量方面都明显优于普通高压球囊。LEGFLOW<sup>®</sup>OTW 目前处于 III 期临床阶段，有望在 2024 年上市，是一款用于治疗外周动脉狭窄的药涂球囊，为临床治疗外周动脉提供了安全有效的方法，可以确保血管的长期通畅。

图 24：凯德诺药物球囊产品



资料来源：凯德诺官网，国元证券研究所

**药物涂层球囊（DCB）在心脏病介入治疗中具有显著优势。**它的主要优点在于不留下任何永久性植入物，从而降低了长期并发症的风险，特别适用于那些需要避免长期服用抗血小板药物的患者。此外，DCB 通过扩张狭窄的血管并迅速释放药物到血管壁，有效减少了血管再次狭窄的可能性。由于无需留下支架，它简化了可能的后续治疗程序，并且通常只需要较短时间的抗血小板治疗。DCB 特别适用于小血管病变和支架内再狭窄这样的复杂情况，这些情况使用传统的药物洗脱支架（DES）可能更具挑战。此外，DCB 减少了慢性血管反应和慢性炎症的风险，有助于维护血管的长期健康。因此，在心脏介入治疗中，DCB 提供了一个重要且具有特定优势的治疗选项。随着国家药物集采的开展，DCB 的价格将会大幅降低，其渗透率也将大幅提升。

表 6：药物涂层球囊与药物洗脱支架区别

	药物涂层球囊（DCB）	药物洗脱支架（DES）
药物类型	紫杉醇（居多），雷帕霉素	雷帕霉素（居多），紫杉醇
药物剂量	300-600µg	100-200µg
药物递送载体	球囊	支架
药物存储方式	基质	聚合物涂层载体/纳米孔隙
药物分布	涂于球囊表面	支架金属结构表面
释放速度	快速释放	缓慢释放
优点	介入无植入，减少长期并发症风险，减少血栓形成可能性； 快速释放药物； 防止血管在狭窄方面优于 DES	医生使用多年，临床应用更为熟练； 价格相对 DCB 更低； 适应症更广泛

资料来源：第十二届中国中西部心血管学术会议，国元证券研究所

中国药物涂层球囊国产替代未来可期。中国药物涂层球囊行业起步较晚，发展时间较短，

且药物涂层球囊技术壁垒较高，全球范围内具备生产能力的企业也只有十余家。主要市场被国际巨头所垄断，相较于德国贝朗、波士顿科学及美敦力等国际医疗器械巨头，本土生产企业在规模研发实力以及资本方面均存在一定差距。随着国家政策扶持及企业研发投入的不断加大，以远大医药为代表的部分本土企业的自主核心产品性能已部分达到国际先进水平，具备一定市场竞争能力，并且开始在国内实现进口替代。

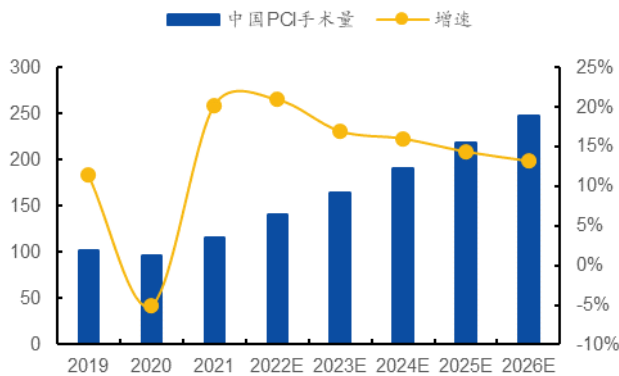
图 25：药物涂层球囊行业竞争格局



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

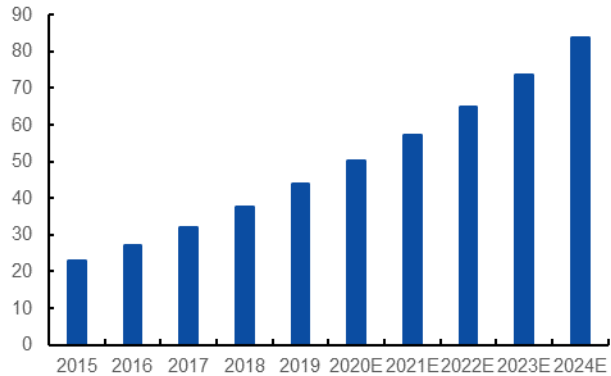
**中国 PCI 和 DCB 产品市场未来具有较大潜力。**随着老龄化加剧，基层市场扩容，集采降价等因素驱动下，中国 PCI 市场规模有巨大增长空间。据统计，中国 PCI 手术量不断增长，2020 年全国 PCI 手术略有下降，主要受新冠疫情影响。2021 年恢复涨势，达到 116 万例，并预测将于 2026 年增长至 248 万例。药物涂层球囊（DCB）应用范围广泛且中国 DCB 产品市场仍处于初步发展阶段，未来市场空间巨大。DCB 首次在中国首次获批用于 CAD 后，DCB 市场规模从 2015 年的 22.9 亿元人民币增长至 2019 年的 43.9 亿元人民币，复合增长率为 17.67%。随着治疗其他血管疾病的 DCB 产品获批进入市场，中国 DCB 市场将于 2024 年进一步增长至 83.8 亿元人民币。

图 26：中国 PCI 手术量和增速预测（万台，%）



资料来源：北芯生命招股说明书，国元证券研究所

图 27：中国 DCB 市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

### 3.3 高端化、差异化创新布局多年，心脑血管赛道步入收获期

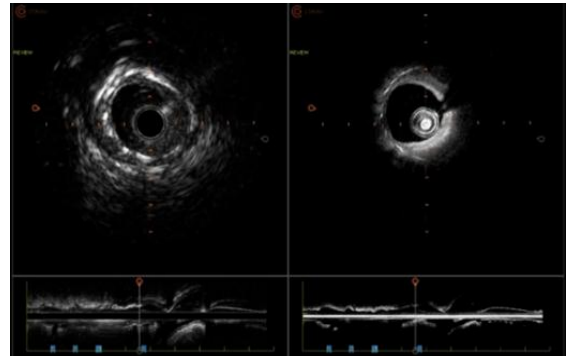
公司于 2017 年入股加拿大 Conavi Medical 公司，获得了该公司在研的血管内超声光学同步成像系统 Novasight Hybrid 在大中华区的独家代理权，Novasight Hybrid 于 2023 年 5 月成功在中国获批上市。

**Novasight Hybrid 系统是一种革命性的血管内成像技术。**它是首个能够同时使用血管内超声（IVUS）和光学相干断层扫描（OCT）进行侵入性冠状动脉评估的设备。这种双模式成像技术允许更准确地评估斑块形态和脆弱性，这对于在复杂病变中知道经皮冠状动脉介入（PCI）手术和识别风险较高的患者至关重要。Novasight 系统的一个关键创新是其共注册的成像能力。在这种模式下，IVUS 和 OCT 的光束物理上重叠并以相同的速率旋转，这意味着它们能在同一时间点对同一血管区域的不同深度进行成像。这种同步成像技术为医生提供了更加详细和准确的数据，有助于更好地评估和治疗心血管疾病。Novasight 系统的这种继承设计不仅提高了成像的准确性，还具有成本效益。传统上，医院需要分别购置和维护 IVUS 和 OCT 两套系统，而 Novasight 提供了一种二合一的解决方案。这不仅减少了设备购买的成本，也简化了操作流程，提高了工作效率。

图 28: Novasight 设备组成示意图



图 29: Novasight 手术影像



资料来源：公司公告，国元证券研究所

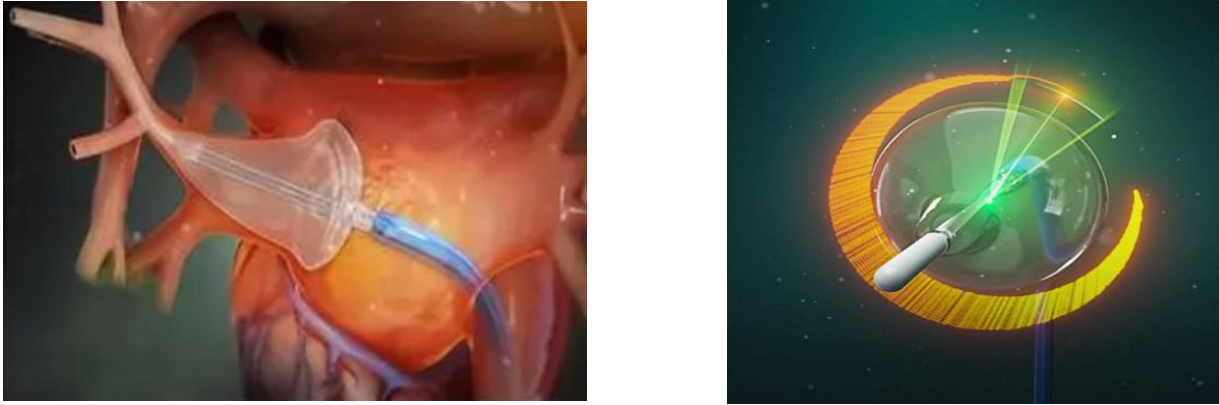
资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司与美国 **CardioFocus** 公司达成合作协议。公司于 2021 年 5 月与美国 CardioFocus 公司达成合作与展品独家授权协议，引进 CardioFocus 治疗房颤创新医疗器械 HeartLightX3 激光消融平台产品在中国大陆，香港以及澳门地区的独家商业化权利和附条件的核心技术转移权利，并享有 CardioFocus 在授权区域内其他产品的有限合作权利。旗下治疗房颤的 HeartLightX3 激光消融平台 2023 年在瑞金海南医院顺利完成中国首例特许准入房颤激光消融手术。

CardioFocus 是一家专注于开发治疗心房颤动等心脏疾病的医疗器械公司。该公司的一代、二代、三代 AF 消融产品已分别在美国、欧洲获批上市，第一代消融产品也已在日本获批上市。这些产品已与全球 100 多家医疗机构合作，临床应用超过 10,000 例，显示出显著的临床效果。HeartLightX3 激光消融平台是第三代 AF 消融技术产品，它采用平台独特的 RAPID 模式，结合直接组织可视化、可调节激光能量和顺应性球囊技术，实现精确且持续的能量输送，减少对单个病变的手动重迭处理，从而更有把握地进行完整的肺静脉隔离。这一平台兼顾了传统射频导管消融的可调节能量

点对点精准消融特点，同时又具有冷冻消融的操作简单、手术时间短的特点，对操作者的依赖程度也大幅降低。

图 30: HeartlightX3 手术示意图

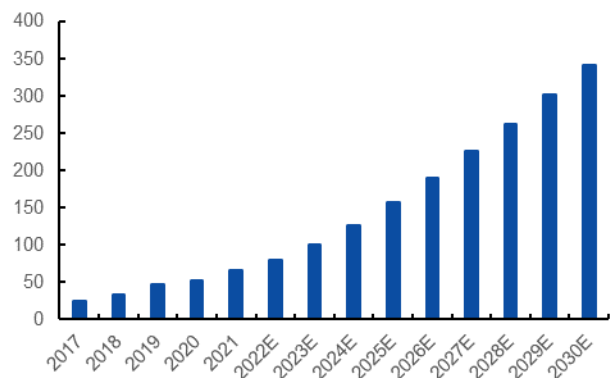
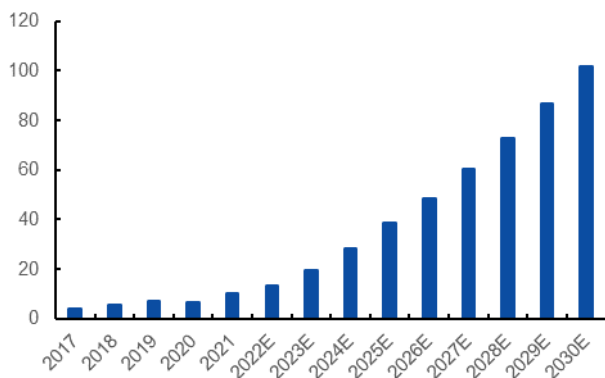


资料来源: CardioFocus 官网, 国元证券研究所

**HeartLightX3 未来应用前景广阔。**根据 Frost&Sullivan 的调研数据显示，中国房颤患者的电生理手术量从 2017 年的 4.35 万例增长到 2021 年的 10.08 万例，复合年增长率为 23.38%；同期，中国的电生理器械市场规模由 2017 年的 24.24 亿元增长至 2021 年的 65.8 亿元，复合年增长率为 28.36%。受人口老龄化加剧、心律失常患者人数增加以及消融手术普及和消融手术耗材产品升级等因素驱动，预计到 2025 年，中国的电生理器械市场规模将达到 157 亿元。未来，电生理领域将成为一个高速成长的器械细分市场。2023 年 HeartLightX3 激光消融平台在博鳌乐城完成了中国首例特许准入临床应用手术。

图 31: 中国房颤电生理手术量预测 (单位: 万例)

图 32: 中国心脏电生理器械市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: 锦江电子招股说明书, 弗若斯特沙利文, 国元证券研究所

资料来源: 锦江电子招股说明书, 弗若斯特沙利文, 国元证券研究所

**Saturn 产品为中国患者带来新的选择。**公司于 2021 年 11 月与 InnovHeart 公司达成股权投资及产品引进战略合作协议，获得 InnovHeart 二尖瓣置换的全球创新医疗器械 Saturn 在大中华区的独家开发、生产及商业化权利。InnovHeart 是一家位于意大利的医疗器械公司，专注于开发创新的经导管二尖瓣介入治疗 (TMV) 医疗系统。该公司的创始团队在心脏瓣膜疾病领域拥有十多年的深入研究和丰富的产品开发经

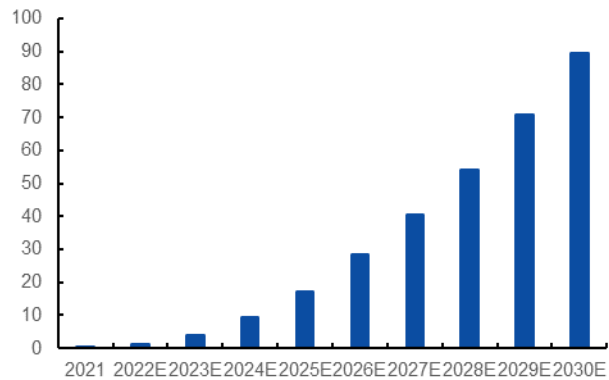
验。InnovHeart 的核心产品 Saturn 采用经房间隔的介入方式植入，旨在最大程度减少手术创伤并缩短术后恢复时间。这款产品创新地结合了瓣环重建技术和瓣膜置换技术，提高了器械的适配性，适用于各种常见的二尖瓣结构。Saturn 产品的推出有望使中国的二尖瓣反流（mitral regurgitation，简称“MR”）患者能够与全球患者同时享受到最先进的经导管二尖瓣置换术（transcatheter mitral valve replacement，简称“TMVR”）治疗方法。

根据 Frost&Sullivan 预测，中国的经导管二尖瓣（TMV）介入治疗市场将从 2021 年的 0.4 亿元增长到 2025 年的 17.36 亿元，其间的复合年增长率为 156.67%。到了 2030 年，该市场预计将进一步增长至人民币 89.43 亿元，而 2025 年至 2030 年的复合年增长率预计为 38.8%。

图 33: Saturn 产品示意图



图 34: 中国 TMV 介入治疗市场规模预测（单位：亿元）



资料来源: InnovHeart 官网, 国元证券研究所

资料来源: 纽脉医疗招股说明书, 弗若斯特沙利文, 国元证券研究所

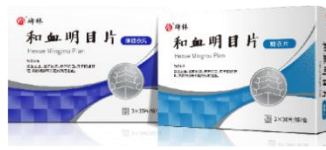
#### 4.传统板块根基稳定，创新研发走在前沿

远大医药在心脑血管急救，眼科，呼吸科，生物技术产品及精品原料药这些传统板块深耕已久，拥有多个市场领先的高端产品和专利药物，同时享有卓越的品牌影响力和稳定的市场份额。2014 年，该公司的生产重点从以原料药为主逐渐转向以医药制剂为核心。此后，公司通过内部研发与外部并购的双重策略，进一步深化在制剂细分市场的布局，并加强在核心业务领域的竞争优势，令其重点产品的市场表现持续增强。

表 7: 远大医药传统板块主要产品

板块	产品名称	产品图片	适用症状
眼科	瑞珠滴眼液（聚乙烯醇滴眼液）		可作为一种润滑剂预防或治疗眼部干涩、异物感、眼疲劳等刺激症状或改善眼部的干燥症状。

和血明目系列（中药）



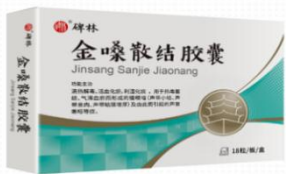
和血明目片，由四物汤、二至丸和生蒲黄汤三个经典名方化裁而成，具有凉血止血、滋阴化痰、养肝明目的功效，主要用于阴虚肝旺，热伤络脉所引起的眼底出血。

切诺（桉柠蒎肠溶软胶囊）



适用于急、慢性鼻窦炎；急慢性支气管炎、肺炎、支气管扩张、肺脓肿、慢性阻塞性肺部疾患、肺部真菌感染、肺结核和硅肺等呼吸道疾病；亦可用于支气管造影术后，促进造影剂的排出。

金嗓系列（处方中成药）



呼吸科

全国独家产品，覆盖喉科全病种，其中金嗓散结胶囊用于热毒蓄结、气滞血瘀而形成的慢喉暗（声带小结、声带息肉、声带黏膜增厚）及由此而引起的声音嘶哑等症。金嗓利咽散为治疗肝郁气滞、痰湿内阻所致咽喉疾病唯一中成药，也是临床中咽异感症，胃食管反流性咽炎、慢性肥厚性咽喉炎理想用药。金嗓开音胶囊针对急性咽炎、急性喉炎引起的咽喉红、肿、热、痛、声音嘶哑起效迅速。

恩卓润®比斯海乐®



全球创新型三联复方制剂，填补临床空白适用于使用长效 $\beta$ 受体激动剂和吸入性糖皮质激素联合维持治疗未能充分控制的成年哮喘患者的维持治疗

思明润®比斯海乐®



适用于吸入性糖皮质激素或使用长效 $\beta$ 2受体激动剂和低剂量吸入性糖皮质激素未能充分控制的成人及12岁以上青少年哮喘患者的维持治疗

利舒安（肾上腺素注射液）



主要适用于因支气管痉挛所致严重呼吸困难，可迅速缓解药物等引起的过敏性休克，亦可用于延长浸润麻醉用药的作用时间。各种原因引起的心脏骤停进行心肺复苏的主要抢救用药。

心脑血管急救

利舒安（盐酸肾上腺素注射液）



用于器质性心脏病时心肌收缩力下降引起的心力衰竭，包括心脏直视手术后所致的低排血量综合征，作为短期支持治疗。

诺复康（盐酸甲氧明注射液）



用于治疗在全身麻醉时发生的低血压，并可防止心率失常的出现；也可用于椎管内阻滞所诱发的低血压，但有减低心排量之可能；以及终止阵发性室上性心动过速的发作。

瑞安吉（果糖二磷酸钠口服液）



用于改善冠心病的心绞痛、急性心肌梗死、心律失常和心力衰竭的心肌缺血以及病毒性心肌炎的辅助治疗。亦可用于改善脑梗死、脑出血等引起的脑缺氧症状。

能气朗（辅酶 Q10 片）



用于心血管疾病，如：病毒性心肌炎、慢性心功能不全；肝炎，如：病毒性肝炎、亚急性肝坏死、慢性活动性肝炎；癌症的综合治疗：能减轻放疗、化疗等引起的某些不良反应。

资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司在传统板块积极开发创新药品，进行全球化研发布局。该公司在武汉光谷设立了国际级的制药科技研发中心，在澳大利亚建立了糖组学研究所，在南京和比利时建立了 mRNA 研究所，以及在美国设立了 DNA 研究所。这些研发机构和技术平台不断地为远大医药在传统板块的研究和创新活动提供强有力的技术支持，确保创新药品分梯次上市。

表 8：传统板块创新管线布局

板块	产品	适应症	研发进度
眼科	GPN00136 (BRM42)	干眼症	国内 II 期，国外 III 期
	GPN00153 (CBT-001)	翼状胬肉	国内 III 期，国外 III 期
	GPN00833	眼部炎症	国内 III 期，国外上市
	GPN00884	近视防治	国内 I 期
呼吸及重症抗感染	Ryaltirs®	过敏性鼻炎	国内 NDA，国外上市
	STC3141	脓毒症	国内 II 期
心脑血管急救	APAD	脓毒症	国内 I 期
	GPN00816	严重过敏反应	国内 IND，国外上市

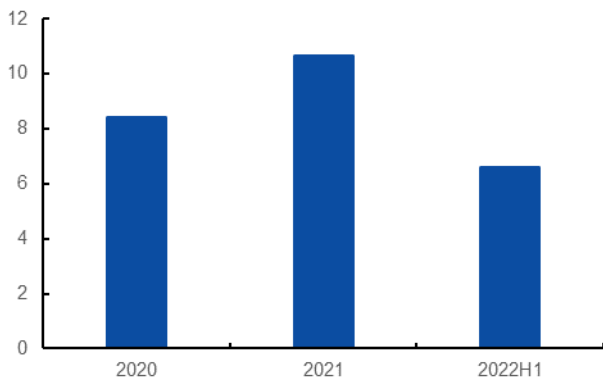
资料来源：公司公告，国元证券研究所

#### 4.1 眼科板块

公司在眼科板块的产品接近 30 款，主要聚焦于干眼症、眼底出血、青光眼、白内障、抗炎、近视相关等主流适应症，覆盖了化学制剂、中药制剂以及用眼健康产品，包含处方药、OTC、器械、消费品等。主要产品包括瑞珠（聚乙烯醇滴眼液）、和血明目片、复明系列、白内停、杰奇、诺明等。

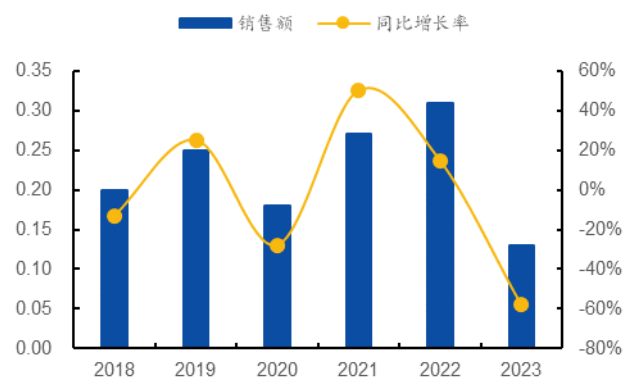
瑞珠（聚乙烯醇滴眼液），作为无防腐剂的单支包装人工泪液，已成为治疗干眼症的一线药物。这一药品在多份权威指南中被推荐，包括《2021 年中国白内障手术周围干眼防治专家共识》，《2020 年中国干眼专家共识》，《2019 年中国激光角膜屈光手术周围用药专家共识》以及《2017 年中国睑板腺功能障碍诊断与治疗专家共识》等。瑞珠因其卓越的品牌影响力，在 2017 年被授予中国驰名商标，并自 2016 年起至 2022 年连续七年荣获西普金奖——“健康中国·品牌榜”。该产品在处方药和非处方药市场都取得了显著的业绩增长。同时，公司加大了在电子商务平台的推广力度并通过学术活动提升销售，确保了瑞珠业绩的稳定增长。

图 35：公司眼科板块营收情况（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

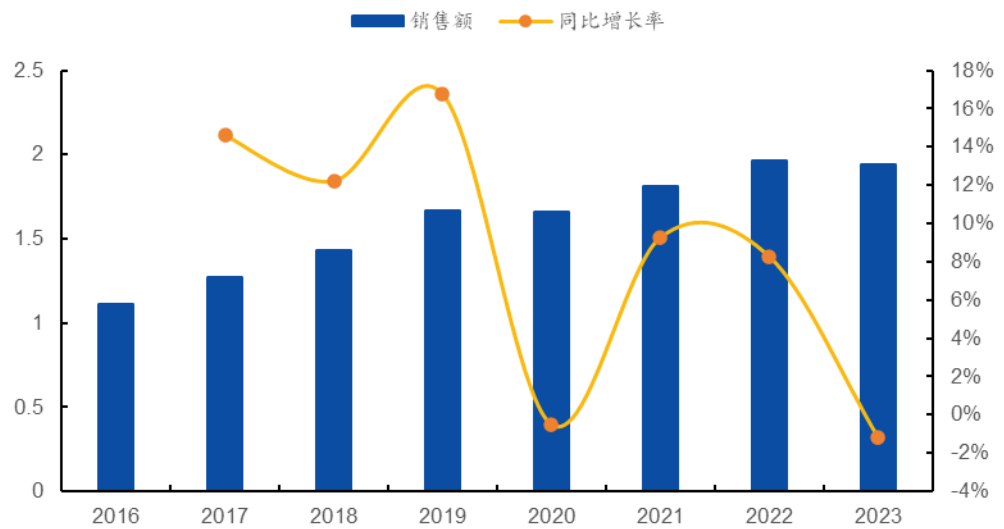
图 36：医院端公司聚乙烯醇滴眼液销售情况（亿元，%）



资料来源：药智数据，国元证券研究所

和血明目片，是由四物汤，二至丸和生蒲黄汤三个传统著名方剂创新组合而成的中药制剂。它主要具有凉血止血，滋阴化瘀和养肝明目的效果，专门用于治疗因阴虚肝旺和热伤络脉导致的眼底出血。作为中国全国独家品种，和血明目片被认定为国家中药保护品种，并被列入国家医保目录（2022 年版）和国家基本药物目录（2018 年版）。自上市以来的 20 多年间，该药品积累了丰富的眼底出血治疗方面的临床研究和应用经验。此外，和血明目片还被收录于《实用眼科药理学》，《和血明目片治疗湿性年龄相关性黄斑变性临床应用专家共识》等多本医学指南和专家共识中，为临床医生提供宝贵的参考。产品的销售呈现出持续稳定的增长态势。

图 37：医院端公司和血明目片销售情况（亿元，%）



资料来源：药智数据，国元证券研究所

## 4.2 呼吸及重症抗感染板块

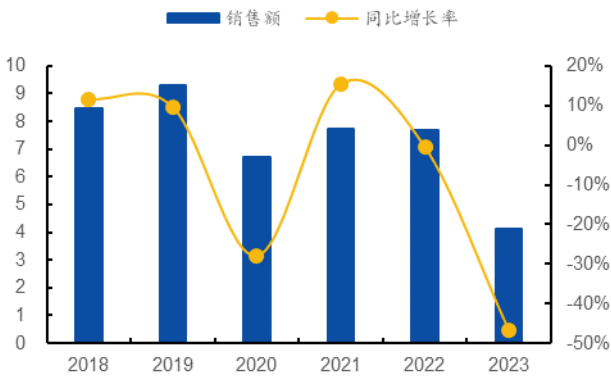
公司呼吸及重症抗感染板块在售产品超过 10 种，覆盖鼻炎、咽炎、支气管炎、哮喘等多个适应症，尤其对于新冠患者的对症治疗，基本可实现病程全覆盖。切诺（按柠蒎肠溶软胶囊）、金嗓系列（金嗓开音片/胶囊/丸/颗粒、金嗓清音片/胶囊/丸/颗粒、金嗓利咽片/胶囊/丸/颗粒、金嗓散结片/胶囊/丸/颗粒）、恩卓润<sup>®</sup>比斯海乐<sup>®</sup>和恩明润<sup>®</sup>比斯海乐<sup>®</sup>均为全国独家品种，诺通（盐酸赛洛唑啉）、力美松（尼美舒利）、抗病毒口服液等多个产品在其细分领域处于领先地位。

切诺（按柠蒎肠溶软胶囊）这款粘液溶解性祛痰药，专门用于治疗各类呼吸道疾病，包括急慢性鼻窦炎，急慢性支气管炎，肺炎，支气管扩张，肺脓肿，慢性阻塞性肺疾病，肺部真菌感染，肺结核，矽肺等。此外，它还可在支气管造影术后使用，帮助排出造影剂。该药品于 2017 年被纳入中国国家医保目录，2018 年进入国家基本药物目录，并在 2022 年被评为“健康产业品牌锐榜”上的佼佼者。目前已有 11 份指南和 12 份专家共识推荐其作为黏液溶解促排剂在临床上使用，其中 9 份指南和 5 份专家共识特别推荐按柠蒎肠溶胶囊或其活性成分，如《2021 年咳嗽的诊断与治疗指南》、《2020 年慢性阻塞性肺疾病基层合理用药指南》、《2015 年慢性气道炎症性疾病气道黏液高分泌管理中国专家共识》等。此外，北京卫健委还将其列入了“新冠病毒感染者用药目录”，使其在临床上的地位更加突出。

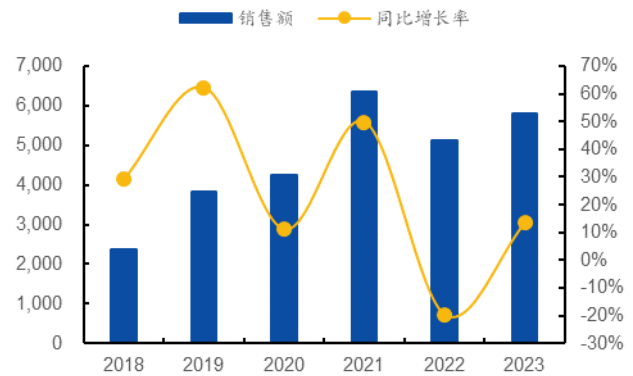
**金嗓系列产品为全国独家产品，覆盖喉科全病种。**其中**金嗓散结胶囊**具有清热解毒，活血化瘀，利湿化痰的作用。金嗓散结胶囊上市三十多年以来，在临床得到广泛应用。**金嗓利咽胶囊**具有燥湿化痰、疏肝理气的作用，为治疗肝郁气滞、痰湿内阻所致咽喉疾病唯一中成药，也是临床中咽异感症，胃食管反流性咽炎、慢性肥厚性咽喉炎理想用药。**金嗓开音胶囊**具有疏风清热、利咽开音双重咽喉保护作用，针对急性咽炎、急性喉炎引起的咽喉红、肿、热、痛、声音嘶哑起效迅速。几款产品均被纳入《中国耳

鼻咽喉科常见病诊疗指南》、《临床用药指南》、《常见眼耳鼻咽喉科中成药手册》、《实用耳鼻咽喉头颈外科学》等权威杂志，为多个临床路径、专家诊疗指南收录品种。2022年1月中华中医药学会发布《金嗓散结胶囊治疗声带小结、声带息肉临床应用专家共识》，为金嗓散结胶囊的效用提供有力佐证。金嗓散结和金嗓开音胶囊于2021年被纳入国家医保目录，金嗓开音、清音属于兼具处方药和非处方药属的双跨品种。

图 38: 医院端公司桉柠蒎肠溶软胶囊销售情况 (亿元, %) 图 39: 医院端公司金嗓利咽胶囊销售情况 (万元, %)



资料来源: 药智数据, 国元证券研究所

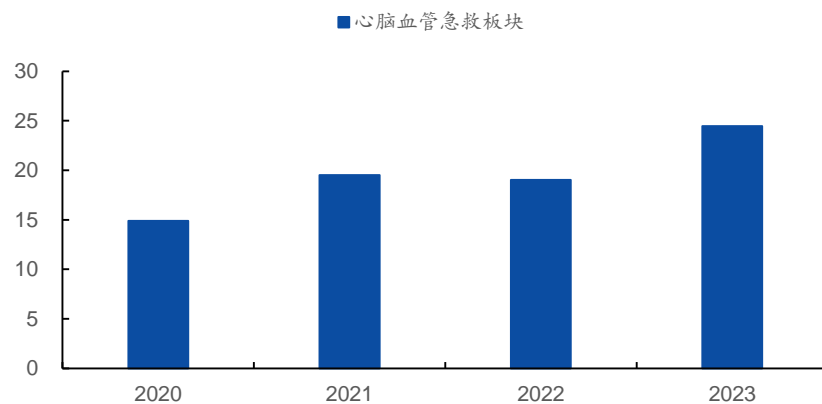


资料来源: 药智数据, 国元证券研究所

### 4.3 心脑血管板块

心脑血管板块是公司的传统优势板块，公司作为“国家基本用药生产基地”、“国家战备储备急救用药生产企业”、“国家小品种药（短缺药）集中生产基地建设单位”，拥有近 30 个品种，其中 14 个品种纳入了中国国家急救药品目录，16 个品种纳入了短缺药品目录，产品管线数量位居行业前列。产品主要覆盖血小板抑制剂、血压控制、血管活性药等领域，主要产品包括利舒安（重酒石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸肾上腺素注射液）、欣维宁（盐酸替罗非班氯化钠注射液）、诺复康（盐酸甲氧明注射液）、能气朗（辅酶 Q10 片）、瑞安吉（果糖二磷酸钠口服溶液）、去乙酰毛花苷注射液等。

图 40: 公司心脑血管急救板块营收情况 (亿港元)



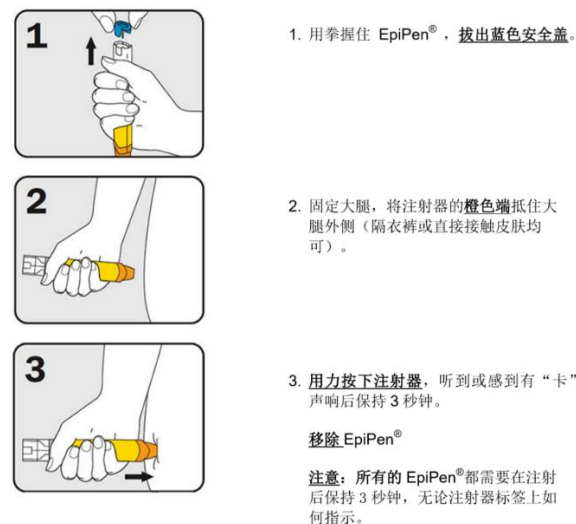
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

根据《中国心血管健康与疾病报告（2021）》，心脑血管疾病是中国城乡居民首要的死亡原因。目前，中国心脑血管病现患人数约 3.3 亿，其中脑卒中患者约 1300 万、冠心病患者约 1139 万。随着人口老龄化的进一步发展，心脑血管疾病的发病率和死亡率将继续保持上升态势。2021 年中国心脑血管疾病药品市场规模超过人民币 2500 亿元，其中中成药占比约 34%。未来，在心脑血管患病人群增长和国家中药支持政策的双重作用下，中成药的市场规模和占比有望得到进一步提升。

公司围绕院内急救、院前急救及社会急救三大急救场景，布局 and 开发临床急需的急救产品，并逐步向慢病领域覆盖。2022 年 7 月，公司的中国首仿产品盐酸肾上腺素注射液（预灌封）获批上市，该产品具有操作便捷、用药精确、避免玻璃屑引入、减少二次污染等特点，在优化产品品质的同时，可极大程度上为患者争取到宝贵的抢救时间；2023 年 8 月，公司与南京卡文迪许生物工程技术有限公司合作的依普利酮片获批上市，该产品为中国独家的二代选择性醛固酮受体拮抗剂（MRA）药物；2023 年 12 月，公司收购天津田边制药有限公司（天津田边）75.35% 的股权。天津田边的业务领域与公司的业务领域有着较强的协同作用，本次收购完成后，双方在资源上将得到全面的整合与升级；2024 年 1 月，公司与重庆多普泰制药股份有限公司（多普泰制药）达成第二次收购协议，合计收购重庆多普泰医药科技有限公司（多普泰医药科技）90% 的股权。多普泰医药科技是多普泰制药全资设立的核心子公司，主要从事核心产品脉血康胶囊、脉血康肠溶片的生产与销售。脉血康胶囊/肠溶片系列产品为国家医保和基本药物目录品种，是目前国内唯一标注了抗凝血酶活性单位的中成药，并已进入多个权威临床指南。

目前心脑血管板块在研产品超过 20 款，其中 Jext® 预充式肾上腺素自动注射笔使用方法简单，可用于严重过敏反应的自我或家庭或社会救治，该产品已于 2023 年 1 月获广东省药品监督管理局正式批准，获得粤港澳大湾区内地临床急需进口港澳药品批件，填补了目前国内市场空白。

图 41：肾上腺素自动注射笔使用方法



资料来源：医学界，国元证券研究所

#### 4.4 生物科技板块

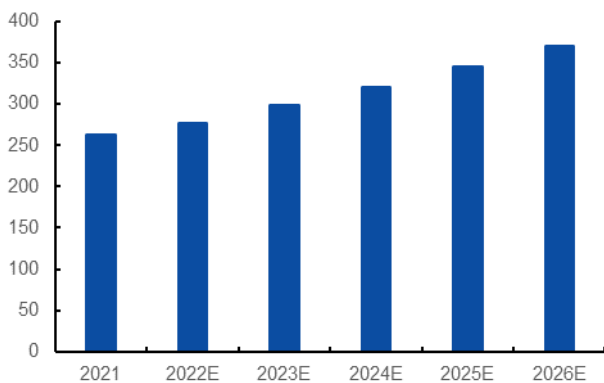
生物科技领域公司以氨基酸产品为核心业务，定位于全球高品质氨基酸优质供应商。公司在氨基酸领域深耕 20 多年，氨基酸生产技术位于行业领先。公司核心产品半胱氨酸系列市场地位和产能规模位居世界第一，牛磺酸产能规模位居世界第二。受益于国际业务以及大健康业务的拓展，公司氨基酸板块近年来保持高速增长。公司持续加强氨基酸产业拓展，以药品级和食品级氨基酸为基础，发挥产业优势，向多元化氨基酸方面继续延伸。

伴随经济的快速发展，人们的饮食及生活观念也逐渐发生改变，人们开始更加注重营养摄取，追求更加健康的高质量生活，世界氨基酸工业在此环境下得以迅速成长，氨基酸应用领域不断延伸。医药、食品和营养保健品等应用领域对氨基酸的需求不断加大，全球氨基酸市场规模也将呈现快速增长趋势。全球氨基酸市场规模在 2021 年已经达到 261.9 亿美元，预计在 2022 年至 2026 年间保持 7.5% 的年均复合增长率，2030 年全球氨基酸市场规模将达到 494.2 亿美元。

受益于我国医药行业的持续增长和近年来国家和社会对创新药的愈发关注，以及随着合成生物学等科学技术的不断发展及应用，氨基酸在医药方面所起的重要作用日益突出，医药行业对氨基酸及其衍生物的需求量将逐渐增加。**细胞培养基产品是制备及生产生物制品不可或缺的基础材料之一**，其制备与应用主要涉及生物制药生产领域和科学研究领域两方面。因而，近年来随着生物制药生产领域和科学研究领域的快速发展，培养基市场在供需端均飞速发展。就需求端而言，随着全球生物医药产业日益增长的需求驱动及医学技术的不断进步，全球培养基市场需求规模不断扩大。2021 年全球细胞培养基市场规模约 20.83 亿美元，预计 2026 年，将达到 34.66 亿美元。在需求推动下，我国进入培养基行业布局的企业数量开始增多，预计将优化全球细胞培养基市场价格，进一步推动培养基市场需求增加。

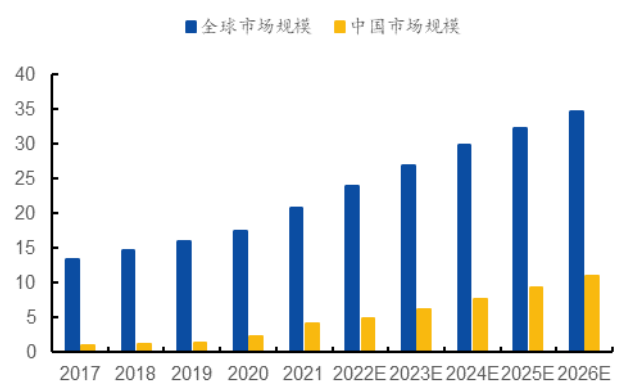
**氨基酸是培养基的必须成分**，为细胞蛋白合成，细胞增殖和生存提供原料，作为配置培养基的核心原料之一，氨基酸的品质，如纯度、杂质含量、细菌数等，对培养基的性能至关重要，其性能可直接影响产物表达量的高低，进而影响生物药的生产效率和生产成本。培养基市场需求的增加也进一步扩大培养基用氨基酸市场需求大幅增长。

图 42：全球氨基酸市场规模预测（亿美元）



资料来源：无锡晶海招股说明书，国元证券研究所

图 43：全球及中国细胞培养基市场规模预测（亿美元）

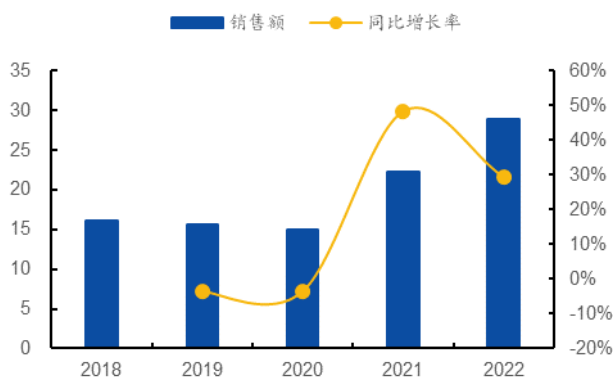


资料来源：iFind，多宁生物招股说明书，国元证券研究所

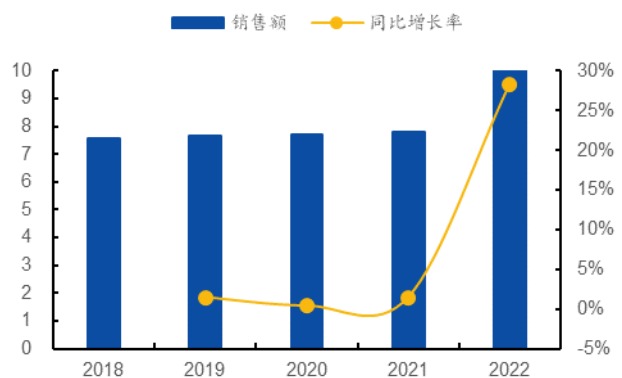
公司氨基酸产品国内外质量认证体系完善。公司多款产品通过欧美日、东南亚、中国等多个国家及地区的药品/食品体系认证和注册，包括欧盟 EUGMP 认证、日本医药品外国制造业者认定、韩国 KFDA 注册、巴西 MAPA 认证、阿根廷自由销售证明；以及 ISO 质量管制体系认证、FSSC22000 食品体系认证、美国 GRAS 认证、HALAL 清真食品认证、KOSHER 犹太食品认证等。公司氨基酸产品种类丰富，原料加制剂协同发展。公司拥有半胱氨酸系列、精氨酸系列、牛磺酸等氨基酸及其衍生品近 50 种，拥有 24 个氨基酸原料药注册文号，覆盖 70% 以上的同类注册文号，是国内氨基酸原料药注册文号最多的制药企业。公司氨基酸板块销售网络覆盖全球，具备国际竞争力。公司氨基酸板块销售网络覆盖了包括欧美日、东南亚、中国等主流市场在内的全球 140 多个国家和地区，海外业务占比超过 50%，其中部分氨基酸品种市场占有率名列前三。公司高度重视研发团队建设和产研紧密融合。目前氨基酸板块拥有以湖北省百人计划人才领衔的核心技术团队，与清华大学、武汉大学、天津科技大学等多家科研院校建立了长期的战略合作关系；现有研发人员超过 110 人，具有微生物学、应用化学、生物化工、药学、食品学等交叉学科专业背景。授权发明专利数量位居同行业领先水平，板块内核心子公司荣获国家和省级专精特新企业、国家级知识产权优势企业、中国轻工业含硫氨基酸绿色制造工程技术研究中心、中国外贸出口先导指数样本企业、省级隐形冠军企业等多项殊荣。

精品原料药及其他产品是公司产品领域中较为稳定的品类，作为原料药制剂一体化供应链前端的重要一环，公司积极提升技术水平以及产品质量，以及改进产品生产工艺以提高效率，积极适应市场需求调整自身产品结构，以提升市场竞争力和改善经济效益。随着《仿制药一致性评价》的推出以及国家对仿制药的质量的愈加重视，使得制剂生产企业对上游原料药供应的质量要求也更加严格。相对其他企业而言，公司对原材料的质量和价格都有更好的把控能力，在成本和品控端为公司“保驾护航”。

图 44：公司生物技术产品及营养产品销售情况（亿港元，%）      图 45：精品原料药及其他产品销售情况（亿港元，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 5. 盈利预测和投资建议

关键假设：

1、制药科技板块：眼科领域，瑞珠（聚乙烯醇滴眼液）以及和血明目片等核心品种预期稳步增长；呼吸及重症抗感染领域，切诺（桉柠蒎肠溶软胶囊）、金嗓系列以及恩卓润®比斯海乐®等全国独家品种预期在其细分领域继续维持领先优势；心脑血管急救领域，作为公司的传统优势板块，预计增长稳定，且多普泰医药科技公司的脉血康系列产品预期为公司提供增量收入。

2、核药抗肿瘤及心脑血管精准介入诊疗板块：核药抗肿瘤领域，易甘泰®钷[90Y]微球注射液针在国内上市，主要用于原发性肝细胞癌以及结直肠癌肝转移患者的治疗，国内患者群体数量庞大，预计未来产品将迎来放量；心脑血管精准介入诊疗领域，NovasightHybrid、HeartLightX3 激光消融平台以及 Saturn 产品未来在国内应用场景广泛，收入增量可期。

3、生物科技板块：氨基酸类产品和精品原料药板块预计维持平稳增长。

表 9：远大医药收入拆分（百万港元，%）

收入拆分		2022	2023	2024E	2025E	2026E
制药科技	收入	6120.29	6813.20	7523.98	8543.55	9203.39
	增速	7.50%	11.32%	10.43%	13.55%	7.72%
	成本	1503.43	1567.68	2158.48	2527.53	2744.15
	毛利	4616.86	5245.52	5365.49	6016.02	6459.24
	毛利率	75.44%	76.99%	71.31%	70.42%	70.18%
核药抗肿瘤及心脑血管精准介入诊疗科技	收入	277.67	335.40	720.60	1080.66	1383.25
	增速	5.98%	20.79%	114.85%	49.97%	28.00%
	成本	159.81	132.00	282.00	456.00	583.68
	毛利	117.86	203.40	438.60	624.66	799.56
	毛利率	42.45%	60.64%	60.87%	57.80%	57.80%
生物科技	收入	3160.33	3381.00	3759.16	4300.12	4730.13
	增速	29.00%	6.98%	11.18%	14.39%	10.00%
	成本	1945.12	2305.85	2481.05	2795.07	3074.59
	毛利	1215.21	1075.16	1278.11	1505.05	1655.54
	毛利率	38.45%	31.80%	34.00%	35.00%	35.00%
汇总	营业收入	9562.29	10529.59	12003.74	13924.33	15316.76
	增速	11.22%	10.12%	14.00%	16.00%	10.00%

营业成本	3610.80	4005.52	4921.53	5778.60	6402.41
毛利	5951.48	6524.07	7082.21	8145.73	8914.35
毛利率	62.24%	61.96%	59.00%	58.50%	58.20%

资料来源：iFind，国元证券研究所

我们预计 2024-2026 年公司收入为 120.04/139.24/153.17 亿港元，归母净利润为 22.77/23.97/25.82 亿港元，EPS 为 0.64/0.68/0.73 港元/股，对应 PE 分别为 7.41/7.04/6.53 倍。首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

**表 10：公司盈利预测（百万港元，%）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8597.98	9562.29	10529.59	12003.73	13924.33	15316.76
增长率	35.34%	11.22%	10.12%	14.00%	16.00%	10.00%
销售成本	3350.74	3610.81	4005.52	4921.53	5778.60	6402.41
毛利	5247.24	5951.48	6524.07	7082.20	8145.73	8914.36
毛利率	61.03%	62.24%	61.96%	59.00%	58.50%	58.20%
销售及经销开支	2397.85	2306.52	2567.63	3000.93	3481.08	3829.19
行政开支	909.62	1090.03	1234.38	1500.47	1782.31	1960.55
其他开支	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	113.86	-43.79	-25.01	0.00	0.00	0.00
其他收益或亏损净额	29.58	21.35	5.45	0.00	0.00	0.00
财务费用	92.96	137.49	205.15	92.90	37.09	27.43
金融资产减值亏损拨备净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	2785.83	2516.89	2344.20	2742.67	2919.74	3155.89
所得税开支	380.80	418.64	448.76	452.04	508.60	558.01
年内利润	<b>2405.03</b>	<b>2098.25</b>	<b>1895.44</b>	<b>2290.63</b>	<b>2411.14</b>	<b>2597.88</b>
以下各方应占：						
母公司所有人	2402.56	2079.42	1880.00	2276.77	2396.55	2582.16
非控股权益	2.47	18.83	15.44	13.86	14.59	15.72

资料来源：iFind，国元证券研究所

## 6.风险提示

- 1、行业竞争加剧风险：若未来有新进入者参与竞争，可能影响公司销售；
- 2、国家带量采购降价风险：如若未来公司核心产品被纳入国家带量采购范围，则可能产生产品降价风险；
- 3、海外发展不及预期等风险：地缘政治以及市场环境的变化等因素的影响，可能对公司海外发展造成不利影响。

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188