

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

藥華藥

(6446.TWO/6446 TT)

研發、製造到銷售一條龍的旗艦公司

增加持股 · 重啟評等

收盤價 May 23 (NT\$)	354.5
12 個月目標價 (NT\$)	419.0
前次目標價 (NT\$)	341.0
調升 (%)	22.9
上漲空間 (%)	18.2

焦點內容

我們正面看待 BESREMi 美國營收漸入佳境。2024 治療人數保守預估 2900 人，滲透率 8.5%，轉虧為盈，我們根據 2024 EPS 9.3 元，PE 45 倍，給予目標價至 419 元。維持「增加持股」評等。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	120.4 / 3,928
流通在外股數 (百萬股)：	339.5
外資持有股數 (百萬股)：	46.96
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.68
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	317.0 -619

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-28.2	-33.1	-3.4
相對表現 (%)	-31.9	-43.9	-3.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	(2.63)A	(2.08)A	(2.70)A	(3.41)A
2022	(1.96)A	(0.98)A	(1.44)A	(0.53)A
2023	(2.44)A	(2.03)F	(0.63)F	(0.59)F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

陳宣甫
886 2 2181 8724
hsuan.chen@kgi.com

許芝瑄
886 2 2181 8016
Serena.Hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

藥華藥(6446)第一季營收 8.87 億元，毛利率 85%，營收 YoY +252% (1Q22)，QoQ +5.45%(4Q22)，藥華藥是台灣第一間從研發、生產製造到銷售都獨立完成的新藥公司，BESREMi 美國持續維持成長動能，毛利繼續優化，4 月營收 3.37 億元，月減 2.9%、年減 4.51%，除歐美外，日本預計 3Q23 貢獻營收。

評論及分析

BESREMi 美國營收漸入佳境。美國約 15 萬多發性紅血球增生(PV)病人，85%被診斷出來的病人中 70%接受細胞減抑療法: BESREMi 目標對象為原本使用干擾素治療的族群，或 HU intolerant/resistance 的族群，包括部分的 Jakafi 使用者(Incyte 的 Jakafi 為 PV 第二線用藥)，甚至能擴展至第一線原本使用 HU 的族群，預計 2028 達總目標人數 50%滲透率，2024 治療人數保守預估 2900 人，滲透率 8.5%，2024 轉虧為盈，EPS 9.3。

為國內第一家自行銷售美國市場的新藥公司。ECLIPSE (PV) 為 Roppeg(BESREMi)高劑量對 PV 患者分子反應的試驗，此試驗對臨床推廣很重要，由於 BESREMi 的安全性，可以快速縮短提高劑量的時間，並讓 JAK2 突變消失，目前雖無實際證據證明 JAK2 突變與 PV 有絕對因果關係，但仍有可能被視為提高根治的機率；另外美國國家綜合癌症網路 NCCN 在最新的治療指南中，將 BESREMi 從「其他推薦」升格為「首選藥物」，亦有助於後續市場推廣。

其他市場與適應症。預計 3Q23 PV 適應症日本上市，實際貢獻營收，5 月申請香港、新加坡藥證，另治療 ET 新藥三期臨床持續收案。

投資建議

重啟評等，以 2024 EPS 9.3 元，PE 45 倍計算，給予目標價 419 元。維持「增加持股」評等。將視銷售進展動態調整目標價。

投資風險

銷售不如預期或 AOP 仲裁再起波瀾。

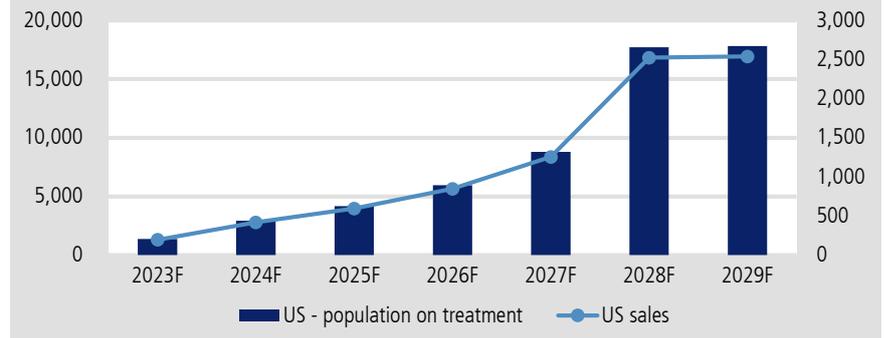
主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	557	657	2,882	5,486	11,731
營業毛利 (NT\$百萬)	184	278	2,070	4,168	8,681
營業利益 (NT\$百萬)	(1,716)	(2,822)	(2,028)	(1,697)	3,504
稅後淨利 (NT\$百萬)	(1,948)	(2,811)	(1,375)	(1,718)	2,805
每股盈餘 (NT\$)	(8.04)	(10.80)	(4.84)	(5.69)	9.30
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
每股盈餘成長率 (%)	109.0	34.4	(55.2)	17.7	0.0
本益比 (x)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	38.1
股價淨值比 (x)	23.8	23.1	8.8	9.4	7.5
EV/EBITDA (x)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	24.1
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益報酬率 (%)	(63.1)	(68.8)	(16.8)	(14.6)	21.9

資料來源：公司資料，凱基

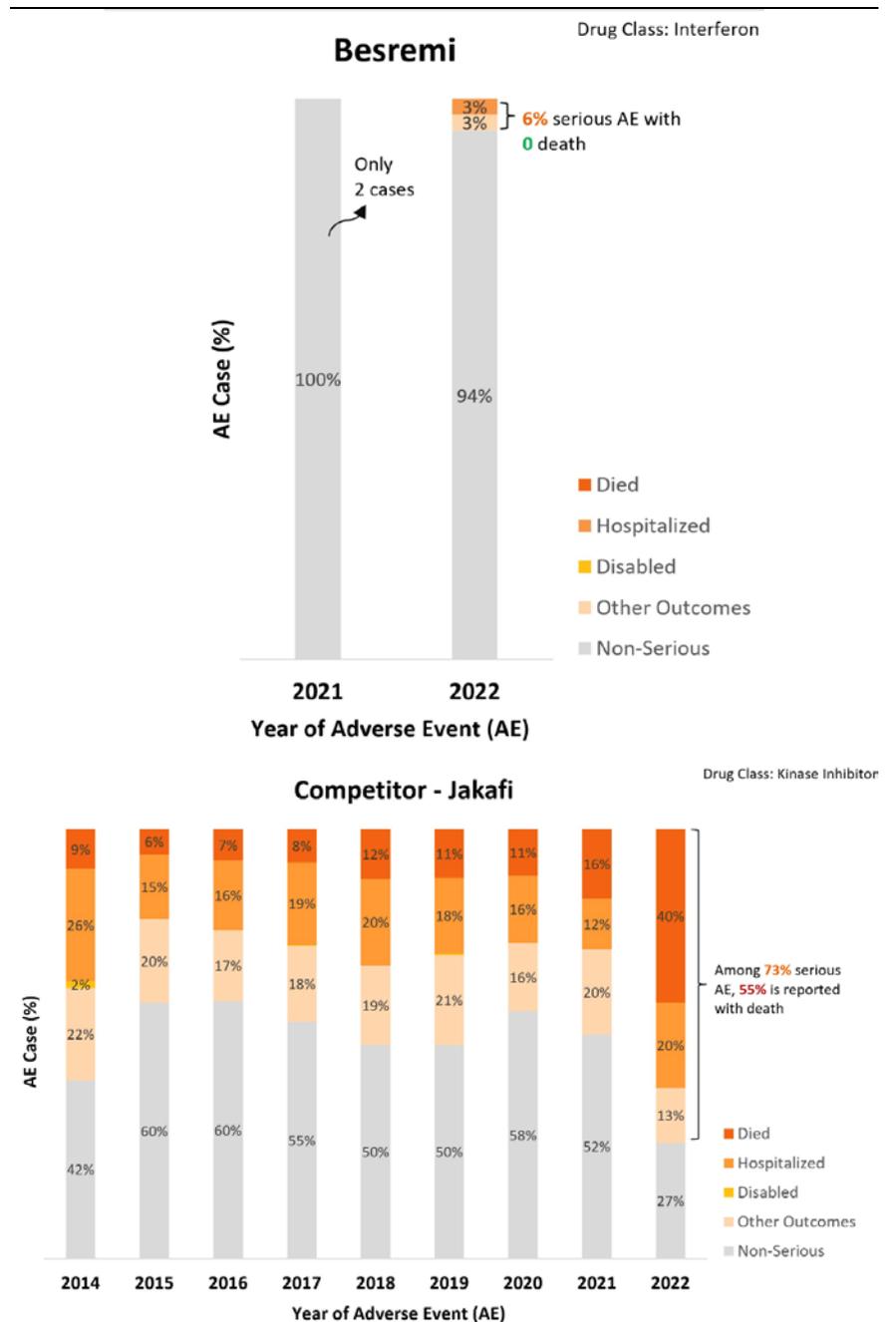
圖 1：BESREMi 治療人數與營收預估

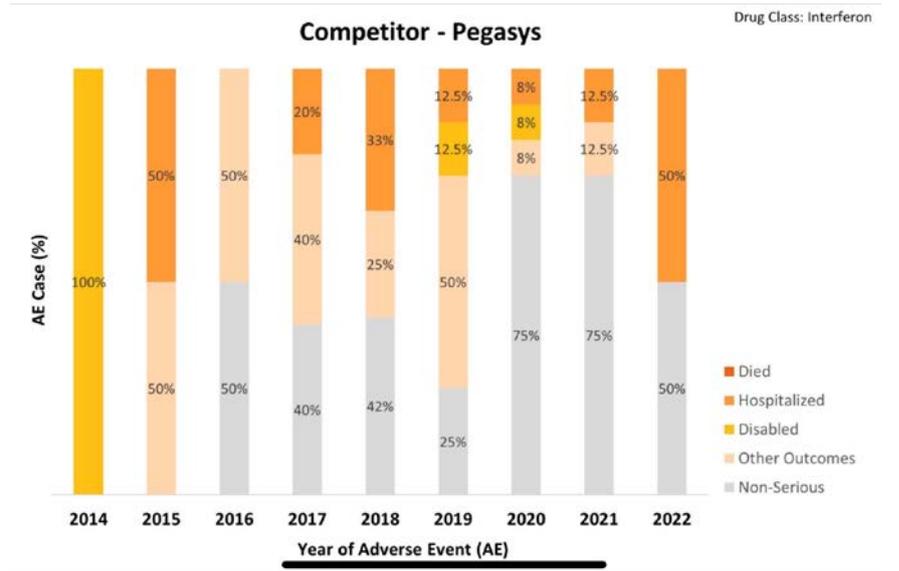
治療人數(左軸)；美國營收，百萬美元(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：BESREMi 與競品相比安全性最高，且可快速提升劑量達到治療濃度





資料來源：FDA Adverse Event Reporting System Public Dashboard：凱基

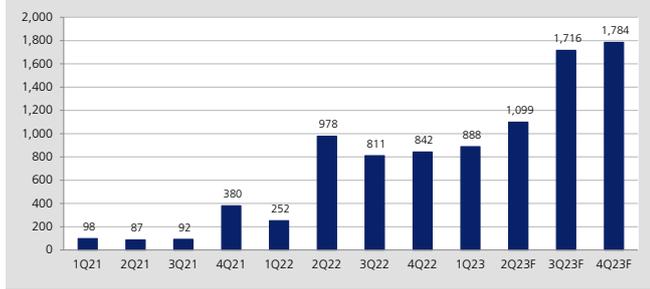
圖 3: 公司概況

藥華藥為台灣生技領導公司，其領先產品 Besremi 已經於 2019 年二月獲得 EMA 核准，並於 2021 11 月獲美 FDA 藥證 享 7 年銷售獨占權。Besremi 用於治療目前無有效治療方式的真性紅血球增生症(紅血球增多症)病患。約有 150,000~180,000 名紅血球增多症病患，潛在市場規模 25 億美元。除紅血球增多症外，藥華藥亦拓展適應證，未來並計畫將 PEG 平台技術搭配其他 Cytokine，開發免疫介導相關腫瘤疾病藥物。

資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

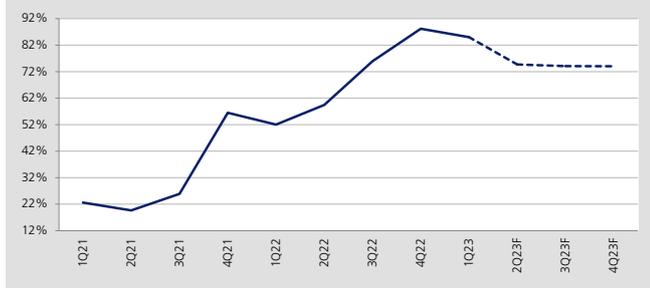
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

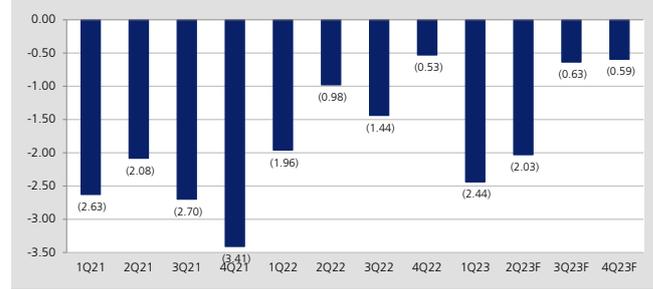
圖 4: Besremi (Ropeg)



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 每股盈利

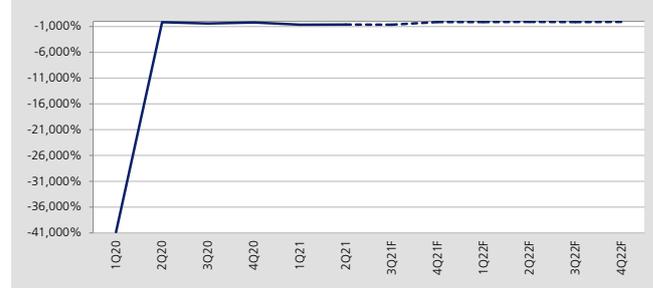
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	252	978	811	842	888	1,099	1,716	1,784	2,882	5,486	11,731
營業成本	(121)	(397)	(195)	(100)	(133)	(278)	(444)	(463)	(812)	(1,318)	(3,050)
營業毛利	131	581	616	742	754	821	1,271	1,321	2,070	4,168	8,681
營業費用	(688)	(908)	(1,180)	(1,322)	(1,480)	(1,430)	(1,459)	(1,496)	(4,098)	(5,865)	(5,177)
營業利益	(557)	(327)	(565)	(580)	(725)	(609)	(187)	(175)	(2,028)	(1,697)	3,504
折舊	(60)	(50)	(48)	(45)	(44)	(58)	(58)	(72)	(204)	(232)	(277)
攤提	(6)	(6)	(6)	(6)	(7)	(6)	(6)	(4)	(24)	(24)	(12)
EBITDA	(491)	(270)	(511)	(529)	(674)	(546)	(124)	(98)	(1,800)	(1,442)	3,792
利息收入	1	3	6	31	23	1	2	2	40	29	20
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	21	52	154	(56)	0	1	2	2	171	4	8
總營業外收入	22	55	160	(26)	24	2	4	4	212	33	28
利息費用	(2)	(3)	(3)	(11)	(19)	(3)	(6)	(6)	(19)	(34)	(19)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(4)	(0)	(1)	(2)	(39)	(1)	(2)	(2)	(7)	(44)	(7)
總營業外費用	(6)	(3)	(4)	(12)	(58)	(5)	(8)	(8)	(25)	(78)	(25)
稅前純益	(541)	(275)	(409)	(617)	(760)	(612)	(191)	(179)	(1,842)	(1,742)	3,506
所得稅費用[利益]	-	-	-	467	24	-	-	-	467	24	(701)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(541)	(275)	(409)	(150)	(736)	(612)	(191)	(179)	(1,375)	(1,718)	2,805
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(541)	(275)	(409)	(150)	(736)	(612)	(191)	(179)	(1,375)	(1,718)	2,805
每股盈餘 (NT\$)	(1.96)	(0.98)	(1.44)	(0.53)	(2.44)	(2.03)	(0.63)	(0.59)	(4.84)	(5.69)	9.30
獲利率 (%)											
營業毛利率	52.0	59.4	75.9	88.2	85.0	74.7	74.1	74.1	71.8	76.0	74.0
營業利益率	(221.2)	(33.4)	(69.7)	(68.9)	(81.7)	(55.5)	(10.9)	(9.8)	(70.4)	(30.9)	29.9
EBITDA Margin	(194.9)	(27.7)	(63.0)	(62.8)	(76.0)	(49.7)	(7.2)	(5.5)	(62.5)	(26.3)	32.3
稅前純益率	(214.8)	(28.1)	(50.4)	(73.4)	(85.6)	(55.7)	(11.2)	(10.0)	(63.9)	(31.8)	29.9
稅後純益率	(214.8)	(28.1)	(50.4)	(17.9)	(82.9)	(55.7)	(11.2)	(10.0)	(47.7)	(31.3)	23.9
季成長率 (%)											
營業收入	(33.8)	288.4	(17.1)	3.8	5.5	23.8	56.2	4.0			
營業毛利	(39.0)	343.4	6.0	20.6	1.7	8.8	54.9	3.9			
營業收益增長	(41.5)	(41.4)	73.0	2.6	25.1	(16.0)	(69.2)	(6.8)			
EBITDA	(44.9)	(44.9)	88.8	3.5	27.6	(19.1)	(77.3)	(20.6)			
稅前純益	(39.0)	(49.2)	48.8	51.0	23.1	(19.5)	(68.7)	(6.6)			
稅後純益	(39.0)	(49.2)	48.8	(63.2)	389.0	(16.8)	(68.7)	(6.6)			
年成長率 (%)											
營業收入	157.7	1026.9	780.8	121.5	252.6	12.4	111.6	112.0	339.0	90.4	113.8
營業毛利	493.6	3307.0	2485.4	245.7	475.9	41.3	106.5	78.0	645.5	101.4	108.3
營業收益	(10.7)	(39.9)	(19.7)	(39.1)	30.3	86.6	(66.8)	(69.9)	(28.1)	(16.3)	
EBITDA	(13.8)	(44.6)	(21.1)	(40.7)	37.5	101.8	(75.8)	(81.4)	(30.6)	(19.9)	
稅前純益	(20.8)	(49.2)	(41.6)	(30.4)	40.5	122.8	(53.2)	(71.0)	(34.5)	(5.4)	
稅後純益	(20.8)	(49.2)	(41.6)	(83.0)	36.0	122.8	(53.2)	18.9	(51.1)	24.9	

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	5,531	6,198	15,333	14,749	18,034
流動資產	4,147	4,927	13,375	12,821	15,389
現金及短期投資	3,212	3,454	11,280	9,318	7,825
存貨	395	861	1,102	1,788	4,127
應收帳款及票據	451	466	799	1,521	3,243
其他流動資產	90	146	194	194	194
非流動資產	1,384	1,272	1,958	1,928	2,645
長期投資	95	66	84	578	1,320
固定資產	408	360	544	504	478
什項資產	880	846	1,330	846	846
負債總額	1,611	1,948	3,191	3,326	3,805
流動負債	1,087	1,412	2,550	2,707	3,190
應付帳款及票據	177	176	231	375	865
短期借款	56	32	1,006	1,019	1,011
什項負債	853	1,204	1,313	1,313	1,313
長期負債	525	536	641	619	616
長期借款	99	87	75	53	50
其他負債及準備	426	449	566	566	566
股東權益總額	3,920	4,250	12,141	11,423	14,228
普通股	2,634	2,769	3,025	3,025	3,025
保留盈餘	(2,144)	(2,811)	(4,186)	(5,903)	(3,098)
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	82.3%	17.8%	339.0%	90.4%	113.8%
營業收益增長	102.0%	64.5%	(28.1%)	(16.3%)	
EBITDA	116.5%	68.4%	(30.6%)	(19.9%)	
稅後純益	131.1%	44.3%	(51.1%)	24.9%	
每股盈餘成長率	109.0%	34.4%	(55.2%)	17.7%	
獲利能力分析					
營業毛利率	33.0%	42.3%	71.8%	76.0%	74.0%
營業利益率	(307.9%)	(429.9%)	(70.4%)	(30.9%)	29.9%
EBITDA Margin	(276.5%)	(395.3%)	(62.5%)	(26.3%)	32.3%
稅後純益率	(349.6%)	(428.2%)	(47.7%)	(31.3%)	23.9%
平均資產報酬率	(45.9%)	(47.9%)	(12.8%)	(11.4%)	17.1%
股東權益報酬率	(63.1%)	(68.8%)	(16.8%)	(14.6%)	21.9%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	4.0%	2.8%	8.9%	9.4%	7.5%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	(235.0)	(280.9)	(98.4)	(50.3)	189.5
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	2.2	2.5	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	(176.3)	(246.9)	(81.3)	(80.3)	(25.6)
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(22.5)	(58.6)	(1.5)	(2.6)	(0.5)
流動比率 (x)	3.8	3.5	5.2	4.7	4.8
速動比率 (x)	3.5	2.9	4.8	4.1	3.5
淨負債 (NT\$百萬)	(3,045)	(3,335)	(9,223)	(7,270)	(5,788)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	(8.04)	(10.80)	(4.84)	(5.69)	9.30
每股現金盈餘 (NT\$)	(6.01)	(9.46)	(5.30)	(9.04)	(1.58)
每股淨值 (NT\$)	14.88	15.35	40.14	37.77	47.04
調整後每股淨值 (NT\$)	16.18	16.34	42.72	37.87	47.17
每股營收 (NT\$)	2.30	2.52	10.14	18.19	38.89
EBITDA/Share (NT\$)	(6.36)	(9.98)	(6.33)	(4.78)	12.57
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.13	0.11	0.27	0.36	0.72
應收帳款周轉天數	295.9	259.1	101.2	101.2	101.2
存貨周轉天數	387.1	829.9	495.2	495.2	495.2
應付帳款周轉天數	173.6	169.9	103.8	103.8	103.8
現金轉換周轉天數	509.5	919.1	492.6	492.6	492.6

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	557	657	2,882	5,486	11,731
營業成本	(373)	(379)	(812)	(1,318)	(3,050)
營業毛利	184	278	2,070	4,168	8,681
營業費用	(1,900)	(3,100)	(4,098)	(5,865)	(5,177)
營業利益	(1,716)	(2,822)	(2,028)	(1,697)	3,504
總營業外收入	60	29	212	33	28
利息收入	7	5	40	29	20
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	53	25	171	4	8
總營業外費用	(292)	(18)	(25)	(78)	(25)
利息費用	(8)	(10)	(19)	(34)	(19)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(284)	(8)	(7)	(44)	(7)
稅前純益	(1,948)	(2,811)	(1,842)	(1,742)	3,506
所得稅費用 [利益]	(0)	-	467	24	(701)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	-	(0)	-	-
稅後淨利	(1,948)	(2,811)	(1,375)	(1,718)	2,805
EBITDA	(1,541)	(2,595)	(1,800)	(1,442)	3,792
每股盈餘 (NT\$)	(8.04)	(10.80)	(4.84)	(5.69)	9.30

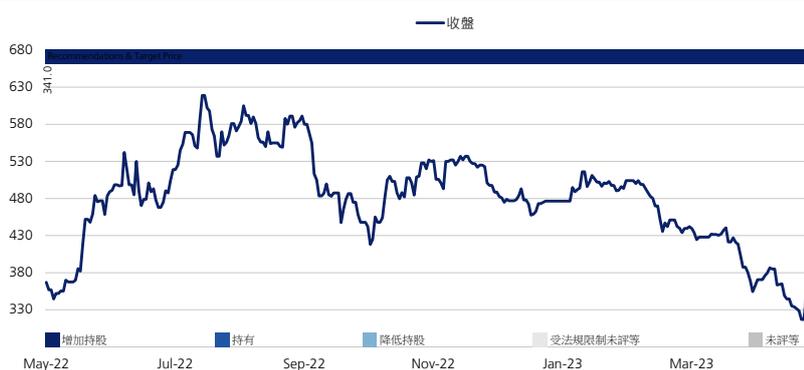
現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	(1,455)	(2,462)	(1,505)	(2,727)	(477)
本期純益	(1,948)	(2,811)	(1,375)	(1,718)	2,805
折舊及攤提	175	227	228	255	289
本期運用資金變動	(245)	(483)	(519)	(1,264)	(3,570)
其他營業資產及負債變動	563	605	160	-	-
投資活動之現金流量	(302)	(78)	(1,243)	(226)	(1,005)
投資用短期投資出售 [新購]	-	(25)	-	-	-
本期長期投資變動	(71)	-	(989)	(495)	(742)
資本支出淨額	(81)	(70)	(312)	(191)	(252)
其他資產變動	(150)	17	58	460	(12)
自由現金流	(1,872)	(3,154)	(2,141)	(2,897)	(742)
融資活動之現金流量	3,566	2,809	9,579	991	(11)
短期借款變動	50	(30)	974	-	-
長期借款變動	22	(7)	(12)	(9)	(11)
現金增資	3,813	2,727	8,647	1,000	-
已支付普通股股息	-	-	-	-	-
其他融資現金流	(61)	206	(30)	-	-
匯率影響數	(4)	(15)	19	-	-
本期產生現金流量	1,805	253	6,850	(1,962)	(1,492)
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	33.0%	42.3%	71.8%	76.0%	74.0%
- 銷管費用/營業收入	340.9%	472.2%	142.2%	106.9%	44.1%
= 營業利益率	(307.9%)	(429.9%)	(70.4%)	(30.9%)	29.9%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.2)	0.1	0.2	0.3	0.5
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.5	0.2	0.1	0.0
+ 什項資產/營業收入	1.6	1.3	0.5	0.2	0.1
= 資本周轉率	0.5	0.5	1.2	1.7	1.7
營業利益率	(307.9%)	(429.9%)	(70.4%)	(30.9%)	29.9%
x 資本周轉率	0.5	0.5	1.2	1.7	1.7
x (1 - 有效現金稅率)	100.0%	100.0%	74.6%	98.6%	80.0%
= 稅後 ROIC	(143.8%)	(217.4%)	(62.4%)	(52.9%)	41.8%

資料來源：公司資料，凱基

藥華藥 - 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2022-02-16	增加持股	341.0	272.5
2021-11-15	增加持股	169.0	118.5
2021-09-29	持有	101.0	98.4
2021-08-31	持有	101.0	88.5
2021-03-15	持有	101.0	114.0
2021-03-03	持有	101.0	114.0
2020-10-22	持有	84.0	92.7
2020-10-05	增加持股	143.0	100.5
2020-06-09	增加持股	152.0	116.5

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國 上海 上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室
郵政編號：200040

台灣 台北 104 台北市明水路 700 號
電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691

香港 香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓
電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800

泰國 曼谷 8th - 11th floors, Asia Centre Building
173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand
電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014

新加坡 珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈
郵政編號：068807
電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826

印尼 Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia
電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。