

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

## 漢達

(6620.TWO/6620 TT)

## 增加持股 · 首次評等

收盤價 June 19 (NT\$)	166.5
12 個月目標價 (NT\$)	200.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	20.1

## 焦點內容

首評漢達，HND-020 與明年 HND-033 成功表示其已轉型為 505(b)(2)新藥公司，與利基型學名藥與雙箭頭將帶來獲利爆發，2023、2024 EPS 分別為 9、16 元，給予目標價 200 元。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	23.35 / 761
流通在外股數 (百萬股)：	140.2
外資持有股數 (百萬股)：	74.88
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.53
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	45.80 - 216.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	0.6	64.9	225.2
相對表現 (%)	-11.2	45.2	214.8

## 每股盈餘

NT\$	1H	2H
2022	(0.71)	0.37
2023	3.63F	5.37F
2024	7.08F	8.91F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

## 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

## 由學名藥廠成功轉型 505(b)(2)新藥公司，營運轉骨

## 重要訊息

漢達用於治療多發性硬化症的 505(b)(2)藥品 HND-020，2 月上市，穩健成長；利基型學名藥 HND-002(Dexlansoprazole)目前市占 37%，戒菸輔助劑 HND-032 規劃 4Q23 再送件，505(b)(2)藥品 HND-033 已經取得兩項孤兒藥資格，預估 2024 9 月前上市。

## 評論及分析

**HND-020 於 2023 2 月上市，4Q23-1Q24 有望認列部分銷售里程碑金。** HND-020 0.5mg 為治療復發性多發性硬化症 (MS) 的 505(b)(2)新藥，2023 2 月上市，銷售穩健成長，且藥價相近於原廠 Novartis 的 Gilenya，4Q23-1Q24 有望認列部分銷售里程碑金並收取分潤。HND-020 可在口中溶解，解決了許多多發性硬化症患者面臨的吞嚥問題。2023 潛在市價值超過 14 億美元，漢達授權對象 Cycle pharmaceuticals 專精利基型藥品，並承接諾華完整的病人管理專案，預估 1Q24 佔 Gilenya 原來美國目標族群的 25%，漢達將享有 20% 以上的銷售分潤。

**Dexlansoprazole 熱銷。** Dexlansoprazole 是一種治療各等級食道炎與胃食道逆流的藥物，漢達 HND-002 4Q22 上市，該產品在美國營收 2023 預估 6 億美元，目前銷售夥伴 Par 已搶佔 >30% 市佔，由於印度生產有成本製造優勢，無懼其他學名藥削價競爭。

**HND-032 規劃 4Q23 再送件，HND-033 補件後預計 2H24 上市。** HND-032 正執行實驗確認亞硝酸胺來源，規劃 4Q23 再送件；另一 505(b)(2)藥品 HND-033 與 FDA 諮詢後拚今年 9 月補件，2024 9 月前上市，授權金與市場規模不亞於 HND-020。

**反壟斷訴訟預計 2H23 達成和解。** 美國漢達公司在 2019 年被提起反壟斷訴訟，因在 2011 年獲得美國 FDA 批准其 PIV 學名藥 Quetiapine 時沒有立即上市，與原廠 AstraZeneca (英) 達成協議，到 2016 年才上市。經過近四年的訴訟，漢達預計可在 2H23 達成和解並計畫在 2023 年底推動 IPO。

## 投資建議

我們預估漢達 2023 年 EPS 為 9 元，2024 將近 16 元，以本益比 16 倍計算，給予目標價 200 元。

## 投資風險

反壟斷訴訟遲而未決導致 IPO 延期，未取得 FDA 上市許可或產品上市延宕。

## 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)	29	29	198	1,572	2,550
營業毛利 (NT\$百萬)	27	28	179	1,558	2,528
營業利益 (NT\$百萬)	(317)	(254)	(88)	1,263	2,241
稅後淨利 (NT\$百萬)	(282)	(248)	(40)	1,172	2,080
每股盈餘 (NT\$)	(2.44)	(2.10)	(0.32)	9.00	15.98
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
每股盈餘成長率 (%)	50.7	(13.8)	(84.9)	0.0	77.6
本益比 (x)	N.A.	N.A.	N.A.	18.5	10.4
股價淨值比 (x)	35.7	43.9	30.1	11.5	5.5
EV/EBITDA (x)	N.A.	N.A.	N.A.	15.6	8.1
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 (%)	(41.5)	(49.4)	(6.8)	89.6	70.9

資料來源：公司資料，凱基

## 公司評價

## 首評給予「增加持股」評等以及 12 個月目標價 200 元

漢達生技奠基於台南科學園區，以台灣做為全球營運及研發中心，藉由美國子公司與中國杭州孫公司跨入美國與中國世界前兩大藥物銷售區域，規劃國際化營運佈建，成為全球化研發特長之專業製藥公司。

目前 HND-020 與 HND-002 已取得藥證並銷售，HND-020(即 Tascenso ODT) 為漢達自行開發治療多發性硬化症的 505(b)(2)新藥，HND-020 有 0.25 毫克與 0.5 毫克兩個劑量，前者於 2021 年 12 月通過美國 FDA 新藥申請審查取得最終核准，適用於 40KG 以下多發性硬化症病患；後者於 2022 年 12 月取得最終核准，適用對象為成人，市場佔比分別為 7%及 93%；多發性硬化症影響美國一百萬人，每周約 200 新增病例，其中，85%的人是復發型，而在這類病人中 35-50%有吞嚥困難的症狀，HND-020 是改良諾華製藥(Novartis)的暢銷藥品「Gilenya Capsules」，漢達以獨立研發的藥物製劑技術將 Gilenya 原本吞嚥困難的膠囊劑型改良為易吞嚥服用、不具苦味且具較佳安定性的口溶速崩劑型；HND-020 美國市場獨家銷售授權給英國 Cycle Pharmaceuticals 公司，5600 萬美金權利金中，目前已認列簽約金與藥證取得里程碑金，上市里程碑金，Gilenya 2021 年全球市場銷售金額為 27.87 億美元(美國市場 14.27 億美元)，藥價約 US\$300/capsule，HND-020 為 505(b)(2)新藥，故藥價不致於差太多，預估 HND-020 治療人數可在 4Q23-1Q24 達 Novartis Gilenya 的 25%，同時享有銷售里程碑金與 20%以上分潤，愈有把握銷售的廠商通常會支付較高的簽約金與法規/上市里程碑金，較無把握的廠商則會支付較高的銷售里程碑金，而分潤佔毛利或淨利的百分比也隨藥物價值而有不同，505b2 不似學名藥可以快速取代市場，通常是穩健取得市佔，而且享有高藥價與極長的藥物生命週期，預估 2024 年 HND-020 貢獻 EPS NT\$6 元。

HND-002 2022 年合作的行銷夥伴 Par Pharmaceutical 生產由美國轉移到印度，減低生產成本以防止未來削價競爭，目前已取得約 37%市佔，總體市場銷售額預估 6 億美金，由於之前 Quetiapine 的經驗，HND-002 現已由印度廠生產大批量，成本優勢下，無懼未來其他學名藥廠如 Apotex、Dr. Reddy's 的價格戰。

戒菸輔助劑 HND-032 美國市場約 6 億美元，該藥物製程必須脫水與保持正確劑型，漢達克服製程門檻，已做到亞硝酸胺含量符合 FDA 等級，FDA 希望進一步釐清製程步驟與亞硝酸胺含量的關聯性，以及亞硝酸胺有無增長的關係，預計 4Q23 補件，審核期 6 個月。

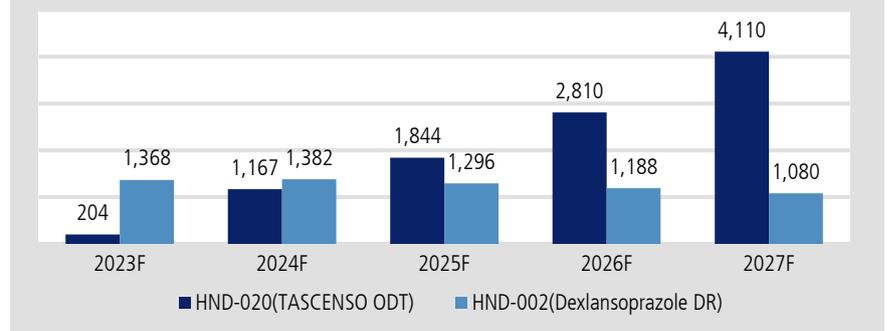
HND-033 是由漢達的 ONCOR 技術平台開發，為必治妥(BMS)原廠藥 Sprycel 的新劑型藥物(505(b)(2))，治療慢性骨髓性白血病(CML)，利用特殊微粒包覆藥物，使其不受制酸劑影響而導致吸收變差，也可避免與食物交互作用，增加吸收效率，HND-033 在 PH 值 1~2 的胃酸裡不會釋出，到 PH 值為 6.8 的小腸中包覆微粒會崩解，引導藥物釋放，避免原廠藥物因受制酸劑影響，降低吸收效率導致癌症病人死亡的風險，由於這樣的病人次族群大約 20 萬人，符合孤兒藥病人數標準，故 HND-033 分別取得慢性骨髓性白血病與

急性淋巴性白血病的孤兒藥資格認定，預計 2024 9 月前取證與上市，並啟動授權，金額規模優於 HND-020。

綜合以上參數，我們預估漢達 2023 年 EPS 為 NT\$9 元，2024 將近 NT\$16，以本益比 15 倍計算，給予目標價 195 元。

圖 1: 漢達營收預估

營收，百萬元



資料來源：凱基預估

圖 2: 漢達產品研發進度(不包含早期研發產品)

高技術門檻學名藥開發進度

產品代號	適應症	合作夥伴	目前發展狀況	獲得藥證	上市銷售	2020年品牌藥美國市場銷售規模(百萬美元)
Dexlansoprazole 緩釋膠囊(60mg)	侵蝕性食道炎 (EE)與治療與症狀之非侵蝕性胃食道逆流 (GERD)相關之火燒心	Pharmaceutical (美)	美國市場之首發學名藥，已與原廠武田(日)達成和解。已經授權給Par，並將在產品上市後享有35%的分潤。	2017	4Q22F	600
HND-032	戒菸	Rhodes pharmaceutical (美)	實驗中，預計4Q23補件	GDUFA日期 預估2024	預估4Q24F	600-900

505(b)(2)新藥開發進度

HND-020	多發性硬化症復發	Cycle	Cycle Pharmaceutical簽訂授權合約	4Q22F	1Q23F	1,427
HND-0303	慢性骨髓性白血病 (CML)	N/A	預估2Q24F-3Q24取證並啟動授權	預估2H24F	預估2H24F	2,100
HND-027	慢性骨髓性白血病 (CML)	N/A	孤兒藥資格認定獲准。2H22申請NDA	預估2H24F		

資料來源：公司資料；凱基

投資理由

1. 漢達前瞻性的技術平台：公司具備利基型藥物控釋系統平台技術，可以開發 505(b)(2)或 NCE，增加藥物吸收，減少副作用，提高劑量等優勢。

包括

一般控制釋放傳輸系統

- 間質性控釋傳輸系統 Matrix System (Quetiapine XR Tablet)
- 儲存式控釋傳輸系統 Reservoir System
- 膜控制系統 Membrane system (HND-002)
- 結腸、滲透壓控制系統 Colon delivery/Osmotic Pump system

特殊控制釋放技術

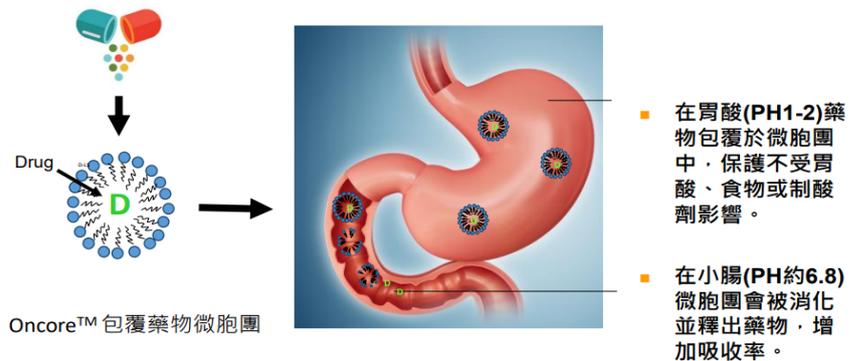
- 口崩錠劑 (Orally Disintegrating Tablets, ODT) (HND-020)
- 長效懸液劑 (Modified Release Suspension System, MRSUS)

- 眼用劑型控釋系統 (Ophthalmic Modified Release System, OPHMR)

**ONCORE platform**

- 新鹽型／晶型包覆技術 New salt/crystalline form (HND-033)
2. 國際化的法規與藥監專業知識，包括策略法規、專利申請、學名藥訴訟、談判和解與臨床試驗，例如 HND-033,HND-027 孤兒藥資格取得，HND-020,HND-002 取得藥證，與 Par Pharmaceutical 簽訂銷售合約，Cycle pharmaceuticals 授權。
  3. 成功的知識產權戰略和訴訟結果；開發的標的產品因具有許多專利障礙或是 BE 之高度挑戰性，高技術門檻產品上市後，其市場競爭者較少、可望減少價格競爭以及維持一定利潤，開發期間利用專利知識建立專利壁壘，而被原廠挑戰時也有能力應付訴訟，例如與 AstraZeneca 達成和解以及 Antitrust (反壟斷法) 訴訟。
  4. 與全球戰略合作夥伴的成功合作，包括 Par pharmaceutical, Sandoz, Catalent, Alvogen, TruPharma and FOSUN Pharma)。
  5. 雙引擎營運模式：分別發展高技術門檻學名藥與 505(b)(2)新藥。

**圖 3: ONCORE 平台，增進藥物吸收，並減緩食物與胃酸對酪氨酸激酶抑制劑 (Tyrosine kinase inhibitor, TKI) 的影響**



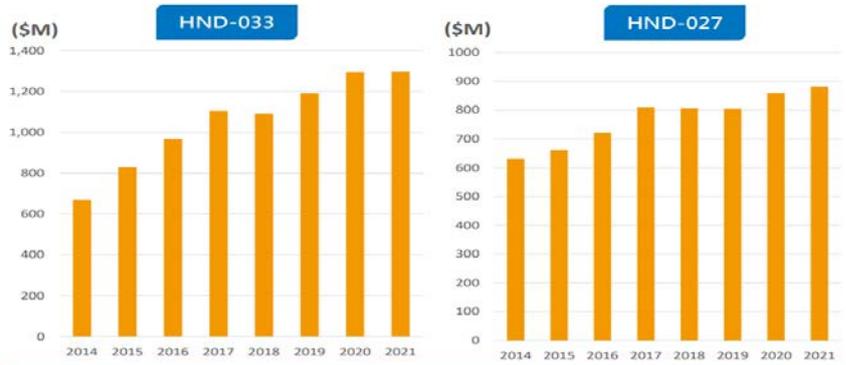
資料來源：公司資料

**圖 4: 雙引擎→505(b)(2)新藥及高技術門檻學名藥**

項目	505(b)(1)	505(b)(b2)	505(j)
申請類型	新藥 (New Drug Application, NDA)	新藥 (New Drug Application, NDA)	簡易學名藥 (Abbreviated New Drug Application, ANDA)
開發面			
開發時間	約8-15年	約2-5年	約1-2年
開發成本	極高	略高	較低
成功機率	較低	中等	高
技術面			
技術門檻	高	高	低
法規面			
審查要項	療效/安全性	療效/安全性	與原廠藥具一致性
臨床試驗	完整療效/安全性試驗報告資料	部分數據資料可來自於公開資料	生體(BE)相等性試驗
競爭面			
競爭者數目	少(具差異化)	少(具差異化)	多
獨賣期	專利期內(約20-25年)	3-7年市場獨賣期	Paragraph IV 可享180天市場獨賣

資料來源：公司資料

圖 5: ONCORE 平台開發的 505(b)(2)新藥：HND-033, HND-027，原廠藥美國銷售市場分額



資料來源：公司資料

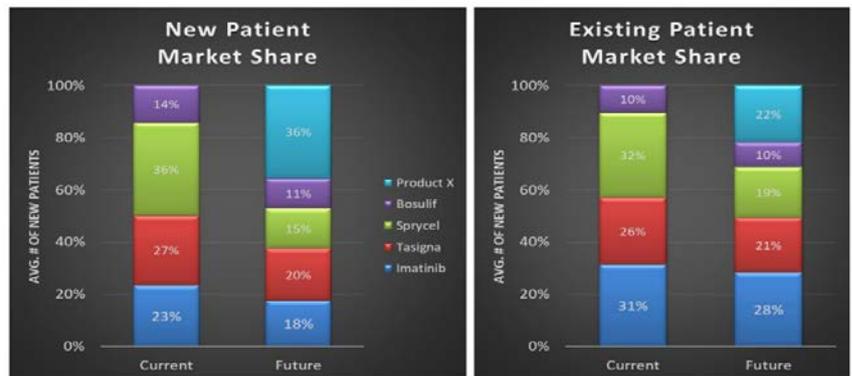
Source: Annual Reports of Brand Company

產業趨勢

漢達 HND-033 是原廠 SPRYCEL® (dasatinib)的 505(b)(2)新藥，治療患有慢性、加速或急性期慢性骨髓性白血病的病人，原廠藥一般無法與制酸劑併用，例如 Famotidine (H2 拮抗劑) 後 10 小時給予單劑量 SPRYCEL，可使 SPRYCEL 的 AUC(area under the curve,血藥面積) 和 Cmax (Maxium Concentration，血漿最高濃度) 分別降低 61% 和 63%；或給予 Omeprazole (PPI, Proton-pump inhibitor，氫離子幫浦阻斷劑) 後 22 小時投予單劑量 SPRYCEL，會使 SPRYCEL 的 AUC 和 Cmax 分別降低 43% 和 42%，因為原廠藥 SPRYCEL 與制酸劑併用時吸收變差，造成病人因藥效不足而癌化死亡，但有 1/4 接受 SPRYCEL 治療的族群會同時使用氫離子幫浦阻斷劑，而漢達的 HND-033 可避免這樣的問題，市場規模推估 2022 年全球有 21.65 億美元。

漢達 HND-027 是原廠 Tasigna(Nilotinib hydrochloride monohydrate) 的 505(b)(2)新藥，治療慢性期費城染色體陽性的慢性骨髓性白血病患，但原廠藥物與食物會產生交互作用，增加心臟長 QT 症候群而有猝死風險，因此原廠藥加註[服藥前 2 小時和服藥後 1 小時避免進食]警語，漢達 HND-027 利用 ONCORE 平台避免此風險，市場規模推估 2021 年 9 億美元。

圖 6:現有及未來使用酪氨酸激酶抑制劑 (Tyrosine kinase inhibitor, TKI) 的癌症患者來說，會有 25%-35%的病人改用漢達的 HND 系列藥品



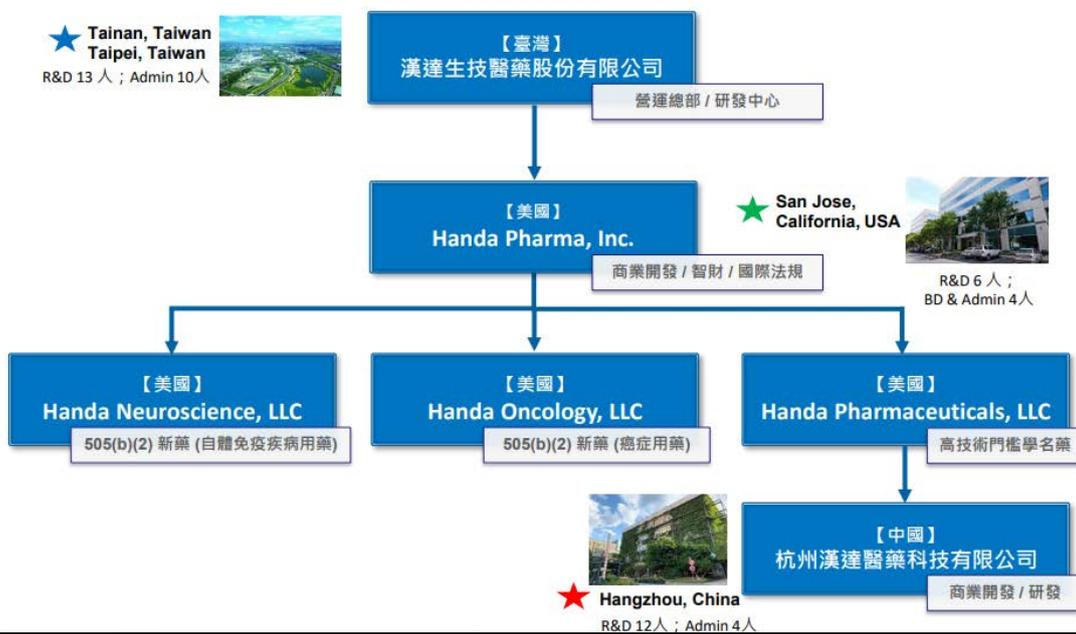
資料來源：公司資料

公司簡介

漢達生技以藥物劑型及處方設計為基礎之研發型特色專業製藥公司，產品開發聚焦於 505(b)(2)新藥以及高技術門檻之利基型學名藥，漢達生技位於台南科學園區，以臺灣做為全球營運及研發中心，藉由美國子公司與中國杭州孫公司跨入美國與中國世界前兩大藥物銷售區域，規劃國際化營運佈建，成為全球化研發特長之專業製藥公司。

在產品開發過程中，漢達具有的劑型研發能力、市場行銷經驗、專利分析團隊與法規策略規劃，可大幅縮短產品開發時間、並降低研發成本與風險，有利於加速產品進入市場並獲得營收。產品開發成功後，透過專利及獨賣期間之保護，可免除學名藥的直接競爭，延長產品生命週期，確保產品收益。

圖 7: 漢達集團架構



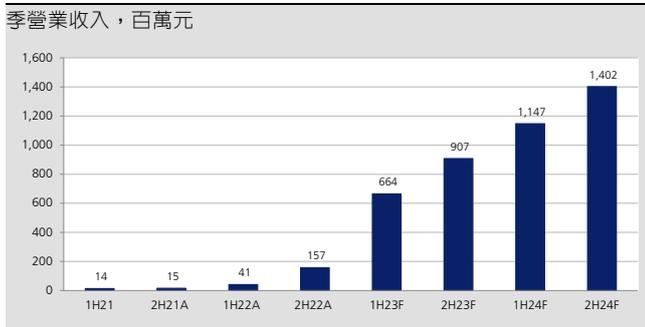
資料來源：公司資料

圖 8: 公司概況

漢達生技醫藥股份有限公司為一 505(b)(2) 新藥開發公司，改良藥物劑型以滿足現有的醫療缺口。漢達目前已成功開發市場首發(FTM)的 quetiapine 持續性藥效錠，於 2016 年獲美國 FDA 簡易新藥審查(ANDA)核准上市。由於學名藥產業競爭激烈，公司計劃轉移研發重心至 505(b)(2)新藥。公司目前開發進度最快的產品為治療多發性硬化症及癌症的 HND-020 及 HND-033。

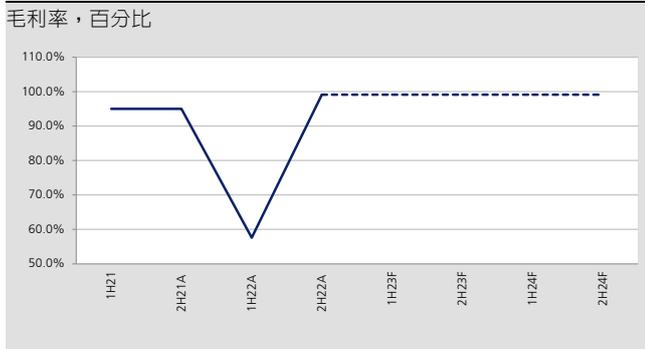
資料來源：凱基

圖 10: 季營業收入



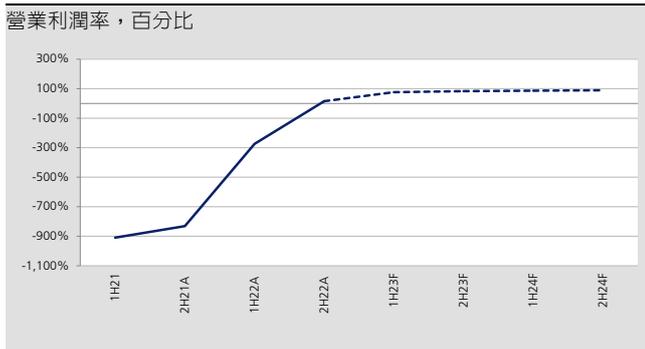
資料來源：凱基

圖 12: 毛利率



資料來源：凱基

圖 14: 營業利潤率



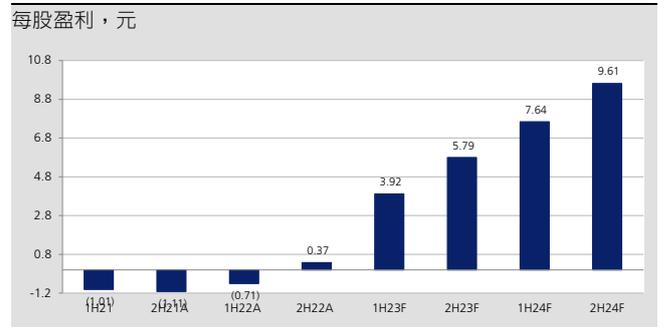
資料來源：凱基

圖 9: 漢達主要股東



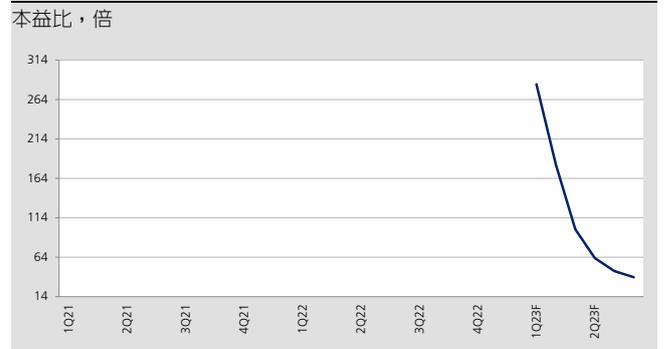
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 每股盈利



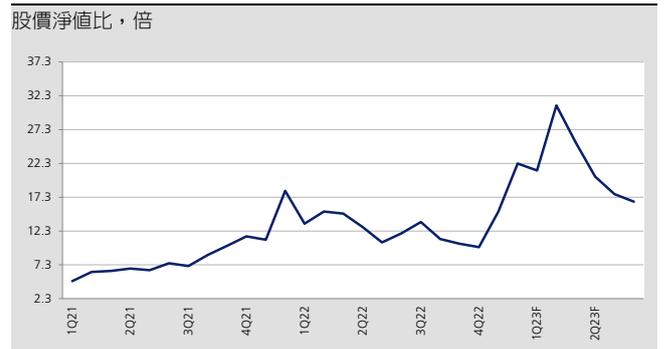
資料來源：凱基

圖 13: 本益比



資料來源：凱基

圖 15: 股價淨值比



資料來源：凱基

## 損益表

	季度						年度			
	2H21A	1H22A	2H22A	1H23F	2H23F	1H24F	2H24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>										
營業收入	15	41	157	664	907	1,147	1,402	198	1,572	2,550
營業成本	(1)	(17)	(1)	(6)	(8)	(10)	(12)	(19)	(13)	(22)
營業毛利	15	24	155	659	900	1,137	1,390	179	1,558	2,528
營業費用	(144)	(136)	(131)	(149)	(146)	(145)	(142)	(267)	(295)	(287)
營業利益	(129)	(112)	24	510	754	993	1,249	(88)	1,263	2,241
折舊	(8)	(7)	(7)	(19)	(19)	(19)	(19)	(15)	(39)	(40)
攤提	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EBITDA	(121)	(104)	32	529	773	1,012	1,268	(73)	1,303	2,282
利息收入	0	0	0	0	1	2	3	1	1	3
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	0	0	0	-	-	-	-	1	-	-
總營業外收入	0	1	1	0	1	2	3	1	1	3
利息費用	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(2)	31	13	-	-	-	-	44	-	-
總營業外費用	(2)	31	12	(0)	(0)	(0)	(0)	44	(1)	(1)
稅前純益	(131)	(80)	37	510	754	994	1,251	(43)	1,263	2,243
所得稅費用[利益]	(0)	(6)	9	(37)	(55)	(73)	(91)	3	(92)	(163)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(131)	(86)	46	473	699	921	1,160	(40)	1,172	2,080
非常項目	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(131)	(86)	46	473	699	921	1,160	(40)	1,172	2,080
每股盈餘 (NT\$)	(1.11)	(0.71)	0.37	3.63	5.37	7.08	8.91	(0.32)	9.00	15.98
<b>獲利率 (%)</b>										
營業毛利率	95.0	57.6	99.1	99.1	99.1	99.1	99.1	90.5	99.1	99.1
營業利益率	(831.7)	(273.8)	15.3	76.7	83.1	86.5	89.0	(44.6)	80.4	87.9
EBITDA Margin	(780.8)	(255.0)	20.1	79.6	85.2	88.2	90.4	(36.9)	82.9	89.5
稅前純益率	(845.9)	(196.3)	23.8	76.7	83.1	86.6	89.2	(21.8)	80.4	88.0
稅後純益率	(846.3)	(210.9)	29.6	71.1	77.0	80.3	82.7	(20.2)	74.5	81.6
<b>季成長率 (%)</b>										
營業收入	12.6	164.5	282.6	323.8	36.6	26.4	22.2			
營業毛利	12.6	60.3	558.7	323.8	36.6	26.4	22.2			
營業收益增長	3.0	(12.9)		2022.7	47.9	31.7	25.8			
EBITDA	23.6	(13.6)		1577.9	46.2	30.9	25.3			
稅前純益	0.9	(38.6)		1268.8	47.9	31.8	25.9			
稅後純益	12.4	(34.1)		919.0	47.9	31.8	25.9			
<b>年成長率 (%)</b>										
營業收入	(38.1)	209.1	904.2	4731.2	5760.1	2701.0	794.8	576.2	695.1	62.2
營業毛利	(39.6)	87.7	944.9	4942.2	6015.6	4722.0	794.8	544.4	770.7	62.2
營業收益	(1.1)	(27.1)					5100.4	(65.3)		77.4
EBITDA	(0.3)	(16.6)					3922.3	(66.7)		75.1
稅前純益	(2.9)	(48.0)					3258.7	(83.5)		77.6
稅後純益	11.3	(40.6)					2400.4	(83.8)		77.6

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
<b>資產總額</b>	<b>582</b>	<b>499</b>	<b>791</b>	<b>1,960</b>	<b>4,043</b>
<b>流動資產</b>	<b>409</b>	<b>314</b>	<b>593</b>	<b>1,799</b>	<b>3,920</b>
現金及短期投資	318	297	369	1,310	3,222
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	22	8	153	418	627
其他流動資產	70	10	71	71	71
<b>非流動資產</b>	<b>174</b>	<b>184</b>	<b>198</b>	<b>162</b>	<b>124</b>
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	32	30	14	(22)	(60)
什項資產	142	154	183	183	183
<b>負債總額</b>	<b>43</b>	<b>35</b>	<b>69</b>	<b>68</b>	<b>70</b>
<b>流動負債</b>	<b>38</b>	<b>30</b>	<b>45</b>	<b>44</b>	<b>46</b>
應付帳款及票據	9	1	6	4	7
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	29	29	39	39	39
<b>長期負債</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	-	-	5	5	5
<b>股東權益總額</b>	<b>539</b>	<b>463</b>	<b>721</b>	<b>1,893</b>	<b>3,973</b>
普通股股本	1,157	1,221	1,302	1,302	1,302
保留盈餘	(801)	(1,049)	(1,089)	83	2,163
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
<b>年成長率</b>					
營業收入	(65.7%)	1.3%	576.2%	695.1%	62.2%
營業收益增長	54.9%	(20.0%)	(65.3%)	77.4%	
EBITDA	39.9%	(16.4%)	(66.7%)	75.1%	
稅後純益	58.7%	(12.2%)	(83.8%)	77.6%	
每股盈餘成長率	50.7%	(13.8%)	(84.9%)	77.6%	
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	95.1%	95.0%	90.5%	99.1%	99.1%
營業利益率	(1100.1%)	(868.4%)	(44.6%)	80.4%	87.9%
EBITDA Margin	(906.1%)	(748.2%)	(36.9%)	82.9%	89.5%
稅後純益率	(977.5%)	(847.2%)	(20.2%)	74.5%	81.6%
平均資產報酬率	(38.7%)	(45.8%)	(6.2%)	85.2%	69.3%
股東權益報酬率	(41.5%)	(49.4%)	(6.8%)	89.6%	70.9%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	(706.4)	(1,123.1)	(152.6)	1,117.2	1,977.5
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	(681.0)	(772.6)	(752.9)	834.9	1,686.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(681.0)	(772.6)	(752.9)	834.9	1,686.4
流動比率 (x)	10.8	10.6	13.1	41.3	84.5
速動比率 (x)	10.8	10.6	13.1	41.3	84.5
淨負債 (NT\$百萬)	(280)	(263)	(366)	(1,308)	(3,219)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	(2.44)	(2.10)	(0.32)	9.00	15.98
每股現金盈餘 (NT\$)	(2.67)	(1.52)	(1.68)	7.26	14.71
每股淨值 (NT\$)	4.66	3.79	5.54	14.54	30.52
調整後每股淨值 (NT\$)	4.66	3.93	5.74	14.54	30.52
每股營收 (NT\$)	0.25	0.25	1.57	12.08	19.59
EBITDA/Share (NT\$)	(2.26)	(1.86)	(0.58)	10.01	17.53
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.04	0.05	0.31	1.14	0.85
應收帳款周轉天數	274.5	97.2	283.4	97.0	90.0
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	2,409.9	269.1	121.3	121.3	121.3
現金轉換周轉天數	(2,135.4)	(171.9)	162.1	(24.3)	(31.3)

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
<b>營業收入</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>198</b>	<b>1,572</b>	<b>2,550</b>
營業成本	(1)	(1)	(19)	(13)	(22)
<b>營業毛利</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>179</b>	<b>1,558</b>	<b>2,528</b>
營業費用	(345)	(282)	(267)	(295)	(287)
<b>營業利益</b>	<b>(317)</b>	<b>(254)</b>	<b>(88)</b>	<b>1,263</b>	<b>2,241</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>16</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>3</b>
利息收入	3	0	1	1	3
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	13	0	1	-	-
<b>總營業外費用</b>	<b>(19)</b>	<b>(8)</b>	<b>44</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>
利息費用	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(19)	(7)	44	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>(320)</b>	<b>(261)</b>	<b>(43)</b>	<b>1,263</b>	<b>2,243</b>
所得稅費用[利益]	38	13	3	(92)	(163)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>(282)</b>	<b>(248)</b>	<b>(40)</b>	<b>1,172</b>	<b>2,080</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(261)</b>	<b>(219)</b>	<b>(73)</b>	<b>1,303</b>	<b>2,282</b>
每股盈餘 (NT\$)	(2.44)	(2.10)	(0.32)	9.00	15.98

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(308)</b>	<b>(179)</b>	<b>(212)</b>	<b>945</b>	<b>1,914</b>
本期純益	(282)	(248)	(40)	1,172	2,080
折舊及攤提	56	35	15	40	40
本期運用資金變動	(7)	5	(125)	(266)	(206)
其他營業資產及負債變動	(75)	28	(61)	0	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>182</b>	<b>(3)</b>	<b>30</b>	<b>(3)</b>	<b>(2)</b>
投資用短期投資出售[新購]	189	4	31	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(7)	(6)	(1)	(3)	(2)
其他資產變動	(0)	(1)	(1)	(0)	(0)
<b>自由現金流</b>	<b>(277)</b>	<b>(225)</b>	<b>(193)</b>	<b>941</b>	<b>1,910</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(5)</b>	<b>163</b>	<b>314</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	162	320	-	-
已支付普通股股息	-	-	-	-	-
其他融資現金流	(5)	1	(6)	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>(29)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(130)</b>	<b>(17)</b>	<b>103</b>	<b>942</b>	<b>1,912</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	1195.2%	963.4%	135.1%	18.8%	11.2%
<b>= 營業利益率</b>	<b>(1100.1%)</b>	<b>(868.4%)</b>	<b>(44.6%)</b>	<b>80.4%</b>	<b>87.9%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	1.8	(0.4)	0.9	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	1.1	1.0	0.1	(0.0)	(0.0)
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.0</b>	<b>3.7</b>	<b>4.3</b>
營業利益率	(1100.1%)	(868.4%)	(44.6%)	80.4%	87.9%
x 資本周轉率	0.3	1.5	1.0	3.7	4.3
x (1 - 有效現金稅率)	88.0%	95.0%	92.7%	92.7%	92.7%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>(317.8%)</b>	<b>(1257.0%)</b>	<b>(41.9%)</b>	<b>275.8%</b>	<b>350.4%</b>

資料來源：公司資料，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	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
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		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
<b>泰國</b>	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
<b>新加坡</b>		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
<b>印尼</b>		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。