



中裕

(4147.TWO/4147 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 February 26 (NT\$)	108.0
12 個月目標價 (NT\$)	173.0
前次目標價 (NT\$)	171.0
調升 (%)	1.2
上漲空間 (%)	60.2

焦點內容

1. TMB-365/380 合併用藥 2a 核心組試驗年底完成，2025 啟動授權，未來極有機會成為一線長效型抗 HIV 藥物，對比 Cabenuva。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	27.33 / 866
流通在外股數 (百萬股)：	253.0
外資持有股數 (百萬股)：	19.39
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.84
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	71.20 - 132.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	28.6	-0.5	35.7
相對表現 (%)	19	-15.5	13.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	(0.47)A	(0.30)A	(0.14)A	(0.15)A
2023	(0.32)A	(0.19)A	(0.02)A	(0.08)F
2024	(0.17)F	(0.06)F	0.08F	0.06F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

陳宣甫
886.2.2181.8724
hsuan.chen@kgi.com

孫瑞隆
886.2.2181.8745
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

中裕 TMB-365/TMB-380 抗體複方 1b/2a 先鋒組試驗將於 3 月於 CROI 發布數據，2a 核心組試驗也即將於近期 first dosing，由於此試驗的患者必須停用原來藥物，可檢驗 TMB-365/380 是否能成為單獨抗愛滋用藥的長效劑型，也關係大藥廠的授權時間與規模，從各自的機轉與 1b/2a 先鋒組試驗結果，我們對核心組試驗結果審慎樂觀，若結果正向，未來開發風險大幅降低，為中裕能否翻轉的關鍵一役，相關數據預計 2024 年底或明年初揭曉。

評論及分析

避免重蹈 Trogarzo 的覆轍，TMB-365/380 為全新故事。Trogarzo 銷售成績不理想有幾個原因：(1)Trogarzo 當初授權給 Thera (加)而非大藥廠，是因大廠簽約金高但銷售權利金低，扣除繳交給 Biogen (美)與 Genentech (美)的權利金後所剩無幾，而放棄授權大廠導致後續銷售不理想；(2)長效劑型當時不是主流，疫情與 Rukobia 口服藥的推出，也造成銷售疲弱，(3)定位不明，Trogarzo 雖臨床試驗有明確的療效，實際使用時原來服用藥物仍需繼續，顯示不出 Trogarzo 的優勢，(4) Trogarzo 為後線用藥，一年市場約服務 1200 人。而 TMB-365/380 則為全新故事，包含(1)一線用藥，潛在病人數>60 萬人；(2)Viiv/GSK (英)與 Gilead (美)近 3 年積極發展長效控制藥物，如銷售峰值預測>30 億美元的 Cabenuva 與 Sunlenca，已確認長效療法為主流趨勢；(3)小分子藥有 Off-target 等副作用，故大廠積極開發抗體藥，但仍須與小分子藥搭配，不如 TMB-365/380 單一治療方案單純；(4) 2a 核心組試驗將檢驗單獨用藥療效，若成功可以避開 Trogarzo 必須合併用藥的市場劣勢；(5)此次將瞄準大廠授權，若搭配生產製造授權，理論上整體授權金額應不低於 5 億美元，預計在 2a 數據公布(2024 年底)後發生(2025 年)。

Trogarzo 營運擺脫谷底。Thera 庫存問題解決，中裕 1 月營收 0.44 億元，年增 75.7%，預期 2024 年 Trogarzo 營收整體年增>50%。

投資建議

我們維持中裕「增加持股」評等，以 2030 年 TMB-365/TMB-380 上市，預估 EPS 23 元，折現率 15%，PE 20 倍計算，目標價 173 元。

投資風險

TMB-365/TMB-380 2a 臨床試驗結果不如預期。

主要財務數據及估值

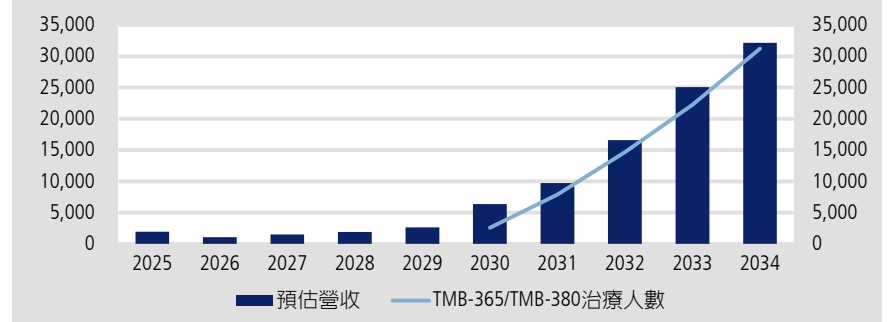
	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	413	563	492	713	1,949
營業毛利 (NT\$百萬)	84	216	232	343	1,560
營業利益 (NT\$百萬)	(486)	(192)	(162)	(39)	1,180
稅後淨利 (NT\$百萬)	(471)	(269)	(155)	(20)	960
每股盈餘 (NT\$)	(1.87)	(1.07)	(0.62)	(0.08)	3.80
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
每股盈餘成長率 (%)	156.8	(42.8)	(42.3)	(87.0)	0.0
本益比 (x)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	28.4
股價淨值比 (x)	9.3	10.0	10.7	10.7	7.8
EV/EBITDA (x)	N.A.	N.A.	90.2	68.6	15.4
淨負債比率 (%)	Net cash	17.0	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益報酬率 (%)	(14.8)	(9.5)	(5.9)	(0.8)	31.8

資料來源：公司資料，凱基

長效型維持療法逐漸成為新主流。長效抗逆轉錄病毒藥物已成為 HIV 感染者令人期待的治療選項。與每日口服療法相比，長效方案可以改善給藥的順從性、便利性、耐受性和成本，避免口服治療相關的恥辱感，提高依從性。Cabenuva 為 Cabotegravir 與 rilpivirine 的組合，是注射型的 HIV 小分子治療藥物，2021 年 1 月獲得 FDA 批准每月使用一次，2022 年 2 月核准每 2 個月使用一次，市場預估 2026 年營收可達 24 億美元。相較於 Cabotegravir，中裕的抗體藥物專一性更高，副作用更少，更不會產生抗藥性，也沒有肌肉注射的疼痛感，TMB-365/TMB-380 較 Cabotegravir 有更大優勢。

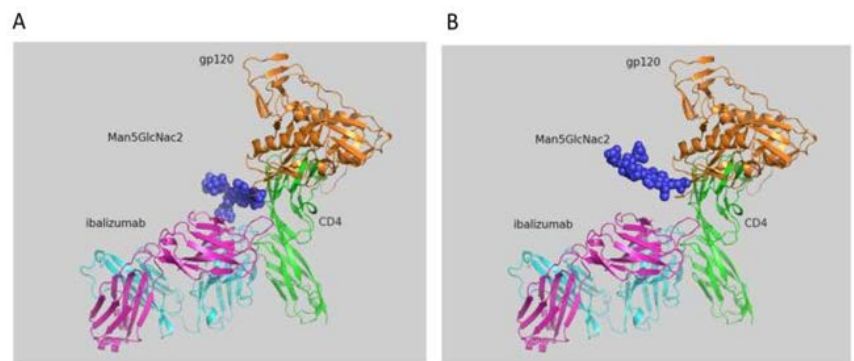
圖 1: 中裕營收及 TMB-365/ 380 治療人數預估

預估營收，百萬元(右軸)；治療人數(左軸)



資料來源：凱基預估

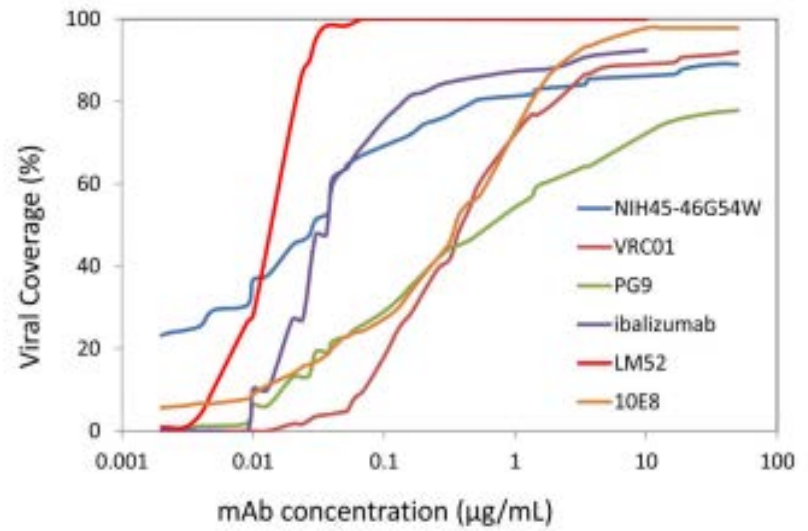
圖 2: 何大一博士改良後的 TMB355(即 TMB365)有更低的抗藥性



TMB-365 與 CD4 受體的結合能力與 TMB-355 非常類似。改良的 TMB-355 (TMB-365) 在單株抗體的輕鏈第 52 個胺基酸上，加上一個多醣 (圖中藍色分子)，不管 HIV-1 的 gp120 V5 上是否有糖，都會產生立體障礙，進而阻止 HIV-1 感染 T 細胞。

資料來源：Nat Biotechnol. Author manuscript; available in PMC 2014 May 1

圖 3: TMB-365 較前一代 TMB-355 效力更強、活性範圍更廣



相較於 TMB-355 (ibalizumab) 、PG9 、或其他可以中和 HIV gp120 的抗體 (如 VRC01, NIH45) , TMB-365 (桃紅色: LM-52) 具有更強的效力 (IC50 更低) 與更廣的抗病毒活性範圍 (% coverage) 。

資料來源: Nat Biotechnol. Author manuscript; available in PMC 2014 May 1

圖 4: 公司概況

中裕新藥成立於 2007 年 9 月 4 日，願景是成為以創新為本，專精於 HIV 治療之世界級生技企業。公司 2007 年與 Genentech 簽訂 Ibalizumab (亦稱 TMB-355) 授權合約。Trogarzo™，也就是 TMB-355，已經在 2018 年 3 月 7 日取得藥證，早於預期的 4 月 3 日。Trogarzo™ 的終端售價為一年 11.8 萬美金。Trogarzo™ 已在美國上市，歐盟也在 9 月 27 日授予藥證核可。

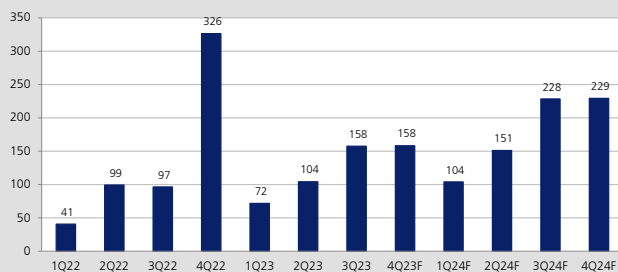
資料來源：凱基

圖 5: Trogarzo™


資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 季營業收入

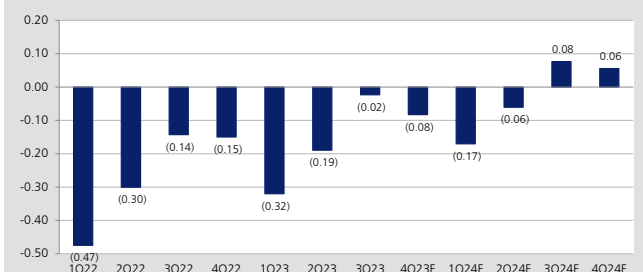
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 每股盈利

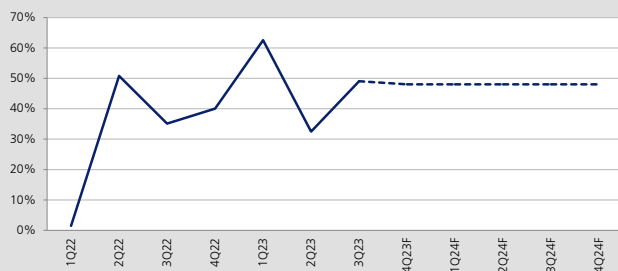
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 毛利率

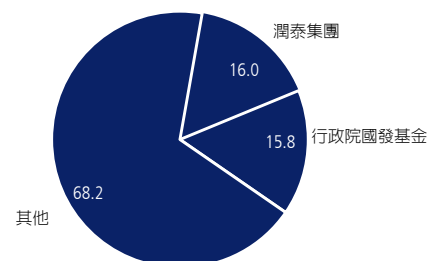
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 潤泰集團與台灣政府為主要股東

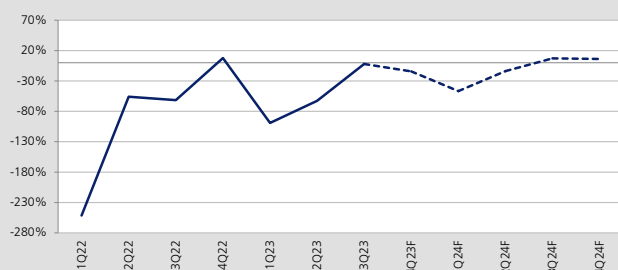
持股比例，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 營業利潤率

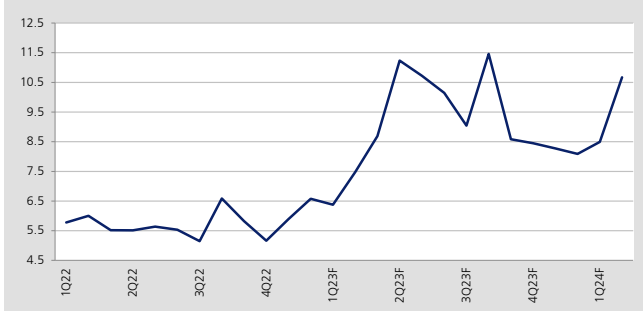
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	72	104	158	158	104	151	228	229	492	713	1,949
營業成本	(27)	(70)	(80)	(82)	(54)	(79)	(119)	(119)	(260)	(370)	(389)
營業毛利	45	34	77	76	50	73	110	110	232	343	1,560
營業費用	(116)	(99)	(81)	(99)	(99)	(93)	(93)	(96)	(394)	(381)	(380)
營業利益	(71)	(65)	(3)	(23)	(49)	(21)	16	14	(162)	(39)	1,180
折舊	(14)	(14)	(14)	(108)	(34)	(34)	(34)	(34)	(151)	(136)	(122)
攤提	(25)	(25)	(25)	(200)	(62)	(62)	(62)	(62)	(274)	(250)	(225)
EBITDA	(32)	(26)	35	286	48	76	113	111	263	347	1,527
利息收入	2	2	2	2	2	2	2	2	7	7	13
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	6	20	18	15	18	17	16	17	58	68	117
總營業外收入	7	22	20	16	19	19	18	19	66	75	130
利息費用	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(15)	(15)	(26)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(14)	(0)	(19)	(11)	(10)	(13)	(11)	(12)	(44)	(47)	(84)
總營業外費用	(17)	(4)	(23)	(15)	(14)	(17)	(15)	(15)	(59)	(62)	(110)
稅前純益	(81)	(48)	(6)	(21)	(43)	(19)	19	18	(155)	(25)	1,200
所得稅費用[利益]	-	-	-	-	-	4	-	(4)	-	5	(240)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(81)	(48)	(6)	(21)	(43)	(15)	19	14	(155)	(20)	960
非常項目	-	(0)	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(81)	(48)	(6)	(21)	(43)	(15)	19	14	(155)	(20)	960
每股盈餘 (NT\$)	(0.32)	(0.19)	(0.02)	(0.08)	(0.17)	(0.06)	0.08	0.06	(0.62)	(0.08)	3.80
獲利率 (%)											
營業毛利率	62.6	32.5	49.1	48.1	48.1	48.1	48.1	48.1	47.2	48.1	80.0
營業利益率	(99.1)	(62.6)	(2.1)	(14.3)	(46.7)	(13.7)	7.2	6.2	(33.0)	(5.4)	60.6
EBITDA Margin	(44.6)	(25.4)	22.5	180.6	46.0	50.2	49.4	48.2	53.4	48.7	78.4
稅前純益率	(112.6)	(45.9)	(3.7)	(13.2)	(41.4)	(12.6)	8.5	7.6	(31.6)	(3.5)	61.6
稅後純益率	(112.6)	(45.9)	(3.7)	(13.2)	(41.4)	(10.1)	8.5	6.1	(31.6)	(2.8)	49.2
季成長率 (%)											
營業收入	(78.0)	45.3	51.1	0.4	(34.2)	45.3	51.1	0.4			
營業毛利	(65.6)	(24.6)	128.2	(1.7)	(34.2)	45.3	51.1	0.4			
營業收益增長	(380.9)	(8.2)	(95.0)	586.8	115.2	(57.5)		(13.7)			
EBITDA	(149.7)	(17.3)		706.7	(83.3)	58.5	48.9	(2.0)			
稅前純益	113.9	(40.8)	(87.7)	254.8	106.6	(55.7)		(9.6)			
稅後純益	113.9	(40.8)	(87.7)	254.8	106.6	(64.6)		(27.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	76.5	5.0	63.1	(51.5)	45.0	45.0	45.0	45.0	(12.7)	45.0	173.3
營業毛利	7397.3	(32.9)	128.0	(41.8)	11.4	114.4	42.0	45.0	7.6	47.6	355.2
營業收益	(30.4)	17.5	(94.5)	(189.2)	(31.7)	(68.4)			(15.4)	(76.2)	
EBITDA	(49.3)	61.1		343.3			218.8	(61.3)		32.2	339.8
稅前純益	(32.5)	(36.9)	(83.7)	(44.8)	(46.7)	(60.1)			(42.3)	(83.8)	
稅後純益	(32.5)	(36.9)	(83.7)	(44.8)	(46.7)	(68.1)			(42.3)	(87.0)	

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	4,611	4,101	3,946	3,926	4,885
流動資產	2,335	2,165	2,335	2,600	3,807
現金及短期投資	961	645	2,067	1,931	2,894
存貨	1,168	1,382	142	506	533
應收帳款及票據	158	98	86	124	340
其他流動資產	48	39	39	39	39
非流動資產	2,276	1,936	1,611	1,325	1,079
長期投資	435	246	246	246	246
固定資產	980	928	878	841	820
什項資產	861	762	488	238	13
負債總額	1,669	1,386	1,386	1,386	1,386
流動負債	225	330	489	436	454
應付帳款及票據	123	0	0	0	0
短期借款	-	214	374	321	338
什項負債	102	115	115	115	115
長期負債	1,444	1,056	897	950	932
長期借款	536	522	362	415	398
其他負債及準備	908	535	535	535	535
股東權益總額	2,942	2,715	2,560	2,539	3,499
普通股本	2,523	2,526	2,526	2,526	2,526
保留盈餘	(471)	(740)	(896)	(916)	44
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	(42.8%)	36.2%	(12.7%)	45.0%	173.3%
營業收益增長	266.4%	(60.6%)	(15.4%)	(76.2%)	
EBITDA	(4795.3%)	(89.3%)		32.2%	339.8%
稅後純益	156.9%	(42.8%)	(42.3%)	(87.0%)	
每股盈餘成長率	156.8%	(42.8%)	(42.3%)	(87.0%)	
獲利能力分析					
營業毛利率	20.3%	38.3%	47.2%	48.1%	80.0%
營業利益率	(117.6%)	(34.1%)	(33.0%)	(5.4%)	60.6%
EBITDA Margin	(79.7%)	(6.3%)	53.4%	48.7%	78.4%
稅後純益率	(113.9%)	(47.8%)	(31.6%)	(2.8%)	49.2%
平均資產報酬率	(9.6%)	(6.2%)	(3.9%)	(0.5%)	21.8%
股東權益報酬率	(14.8%)	(9.5%)	(5.9%)	(0.8%)	31.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	18.2%	27.1%	28.8%	29.0%	21.0%
淨負債比率	Net cash	17.0%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	(62.3)	(25.7)	(9.5)	(0.7)	47.0
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	5.1	(0.8)	(0.1)	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	(28.4)	(59.9)	103.2	(2.4)	40.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(28.4)	(2.7)	3.9	(0.1)	2.9
流動比率 (x)	10.4	6.6	4.8	6.0	8.4
速動比率 (x)	5.2	2.4	4.5	4.8	7.2
淨負債 (NT\$百萬)	(16)	462	(960)	(824)	(1,787)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	(1.87)	(1.07)	(0.62)	(0.08)	3.80
每股現金盈餘 (NT\$)	(0.84)	(2.40)	6.03	(0.14)	4.21
每股淨值 (NT\$)	11.66	10.75	10.13	10.05	13.85
調整後每股淨值 (NT\$)	11.66	10.76	10.13	10.05	13.85
每股營收 (NT\$)	1.64	2.23	1.95	2.82	7.72
EBITDA/Share (NT\$)	(1.31)	(0.14)	1.04	1.37	6.05
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.08	0.13	0.12	0.18	0.44
應收帳款周轉天數	139.3	63.7	63.7	63.7	63.7
存貨周轉天數	1,294.1	1,452.6	200.0	500.0	500.0
應付帳款周轉天數	135.8	0.1	0.1	0.1	0.1
現金轉換周轉天數	1,297.6	1,516.2	263.6	563.6	563.6

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	413	563	492	713	1,949
營業成本	(329)	(347)	(260)	(370)	(389)
營業毛利	84	216	232	343	1,560
營業費用	(570)	(408)	(394)	(381)	(380)
營業利益	(486)	(192)	(162)	(39)	1,180
總營業外收入	54	73	66	75	130
利息收入	4	4	7	7	13
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	50	69	58	68	117
總營業外費用	(38)	(150)	(59)	(62)	(110)
利息費用	(7)	(10)	(15)	(15)	(26)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(31)	(140)	(44)	(47)	(84)
稅前純益	(471)	(269)	(155)	(25)	1,200
所得稅費用[利益]	-	-	-	5	(240)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	-	-	-	-
稅後淨利	(471)	(269)	(155)	(20)	960
EBITDA	(330)	(35)	263	347	1,527
每股盈餘 (NT\$)	(1.87)	(1.07)	(0.62)	(0.08)	3.80

現金流量

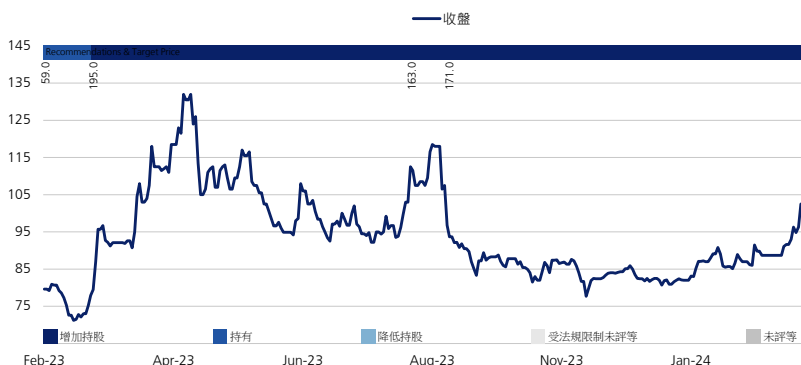
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	(211)	(605)	1,522	(36)	1,064
本期純益	(471)	(269)	(155)	(20)	960
折舊及攤提	157	156	425	386	347
本期運用資金變動	319	(277)	1,252	(402)	(243)
其他營業資產及負債變動	(216)	(215)	-	-	-
投資活動之現金流量	191	106	(100)	(100)	(100)
投資用短期投資出售[新購]	(18)	14	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(10)	(4)	(100)	(100)	(100)
其他資產變動	219	96	(0)	-	(0)
自由現金流	(119)	(414)	1,141	(397)	723
融資活動之現金流量	3	208	-	0	-
短期借款變動	-	200	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	-	-	-	-	-
其他融資現金流	3	8	-	0	-
匯率影響數	(3)	13	-	-	-
本期產生現金流量	(20)	(278)	1,422	(136)	964
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	20.3%	38.3%	47.2%	48.1%	80.0%
- 銷管費用/營業收入	137.9%	72.4%	80.2%	53.5%	19.5%
= 營業利益率	(117.6%)	(34.1%)	(33.0%)	(5.4%)	60.6%
1 / (營業運用資金/營業收入)	2.8	2.5	0.3	0.8	0.4
+ 淨固定資產/營業收入	2.4	1.6	1.8	1.2	0.4
+ 什項資產/營業收入	2.1	1.4	1.0	0.3	0.0
= 資本周轉率	0.1	0.2	0.3	0.4	1.2
營業利益率	(117.6%)	(34.1%)	(33.0%)	(5.4%)	60.6%
x 資本周轉率	0.1	0.2	0.3	0.4	1.2
x (1 - 有效現金稅率)	100.0%	100.0%	100.0%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	(16.3%)	(6.2%)	(10.7%)	(1.9%)	57.9%

資料來源：公司資料，凱基

中裕 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-09-08	增加持股	171.0	93.7
2023-08-21	增加持股	163.0	112.5
2023-03-22	增加持股	195.0	79.5
2022-03-09	持有	59.0	62.8
2021-09-23	持有	65.0	73.9
2021-06-01	持有	66.0	72.8
2021-05-07	持有	66.0	69.4

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。