

藥華藥 (6446 TT) PharmaEssentia

4Q23 本業虧損收斂，美國用藥人數成長仍待觀察

評等：持有-超越同業

目標價 (12 個月)：NT\$385.0

收盤價 (2024/02/29)：NT\$328.5
隱含漲幅：17.2%

交易資料表

市值	NT\$111,790百萬元
外資持股比率	15.9%
董監持股比率	14.7%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$85.51

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	2,882	5,106	9,129	13,778
EPS (元)	(4.84)	(1.93)	6.87	16.21
EPS YoY (%)	--	--	--	135.9
本益比 (倍)	--	--	47.8	20.3
股價淨值比 (倍)	8.2	4.4	3.8	3.2
ROE (%)	(16.8)	(2.6)	8.0	15.9
現金殖利率 (%)	0	0	0	1.5%

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

事件

藥華藥公布 4Q23 財報，營收為 16.5 億元，QoQ+26%/YoY+96%，毛利率 84.7%，QoQ-5.9ppt/YoY-3.5ppt，營業虧損 1.32 億元，EPS 0.36 元，QoQ-41.6%，優於預期，主因認列所得稅利益。

評論

4Q23 認列所得稅利益，EPS 0.36 元優於預期

藥華藥 4Q23 營收 16.47 億元，QoQ+26%/YoY+96%；毛利率 84.7%，優於預期 3.7ppt，主因美國新藥營收佔比高；營業費用維持高檔，使得營業虧損 1.32 億元，較前季虧損 6.45 億元收斂，但劣於預期；業外認列匯兌損失 2.98 億元較少；基於過去累積虧損認列所得稅利益 3.31 億元，使得稅後獲利 1.16 億元，EPS 0.36 元，優於預期。

醫療指引推薦、留存率增加，為美國用藥人數成長動能

藥華藥在美國透過專業藥局(SP)及專業經銷通路(SD)銷售真性紅血球增生症(PV)新藥 Besremi，銷售量佔比大致各半。基於專業藥局處方箋數量，管理層推估 2023 年底在美國使用 Besremi 的病患數接近 1,500 人，較我們估算的 1,150 人多，主因 PV 病程發展慢，實際上病患一個月平均使用 1.7-1.8 針 Besremi，低於仿單建議的每月 2 針。Besremi 在美國上市以來，公司總共說服醫生為約 2,400 名病患開立處方箋，但有保險給付的病患數僅約 1,800 名，持續用藥的病患數約 1,500 名，反映保險給付流程不順利，也有部分病患沒有持續用藥。展望 2024 年，NCCN 指引將 Besremi 推薦順序往前，目前 Besremi 同時為低風險及高風險 PV 病患的首選治療藥物，有助於提高保險公司給付意願。公司也會加強病患用藥後醫護人員的關心，以期提升持續用藥的比例，預估 2024 年美國用藥人數增加 800-1,000 人。

ET 臨床三期預計年底取得數據，新適應症開發為下一動能

藥華藥專注於開發 Ropeg (Besremi)用於血小板增生症(ET)、早期原發性骨髓纖維化(PMF)等其他骨髓增生性腫瘤(MPN)適應症。全球 ET 三期臨床試驗(SURPASS-ET)預計 4Q24-1Q25 完成主要療效指標及數據收集，美國 ET 單臂三期試驗(EXCEED ET)於 2024 年底完成收案，預計最快 2025 年底取得藥證。以 2024-2033 年風險調整淨現值模型之評價 393 元，及 23 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 評價 373 元為基準，取兩者評價平均推得目標價 385 元，維持持有評等，後續美國新藥推廣仍待觀察。

相關圖表

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大 前次預估	市場預估	元大	市場
營業收入	842	1,306	1,647	26.1%	95.7%	1,647	2,096	0.0%	-21.4%
營業毛利	742	1,184	1,395	17.8%	88.0%	1,334	1,698	4.6%	-17.8%
營業利益	-580	-645	-132	-	-	-39	-129	-	-
稅前利益	-617	191	-215	-	-	-378	-544	-	-
稅後淨利	-150	199	116	-41.6%	-	-378	-560	-	-
調整後每股盈餘 (元)	-0.53	0.62	0.36	-41.6%	-	-1.17	-1.74	-	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	88.2%	90.7%	84.7%	-5.9	-3.5	81.0%	81.0%	3.7	3.7
營業利益率	-68.9%	-49.4%	-8.0%	-	-	-2.4%	-6.1%	-	-
稅後純益率	-17.9%	15.2%	7.0%	-8.2	-	-23.0%	-26.7%	-	-

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 2：藥華藥穩健成長且多元化的全球產品線

技術/產品	適應症	市場	臨床前 試驗	臨床I/II期	臨床III期	藥證申請	核准上市	Partnership
Ropeginterferon alfa-2b (P1101)	真性紅血球增多症 (PV)	歐盟、瑞士、 以色列						AOP ORPHAN
		美、台、韓、日						
		中、港、星、馬					預計'24上市	
	原發性血小板過多症 (ET)	全球					最快'25年底 取證	
	早期原發性骨髓纖維化	全球				預計'24開始收緊		
	成人T細胞白血病	日、台、中						
	慢性骨髓性白血病	韓國						
P1101 + anti PD-1	肝癌	全球						
TCRT	實體腫瘤	美國、台灣						
anti PD-1 (P1801)	實體腫瘤	全球						
PEG-GCSF (P2203)	嗜中性白血球減少症	全球						
PEG-cytokines (X, Y...)	實體腫瘤, 免疫疾病	全球						
Novel checkpoint Abs	實體腫瘤, 血液腫瘤	全球						

資料來源：公司資料

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

藥華藥 (6446 TT) - 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney · 元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 敦化南路二段
65 號 10 樓、71 號 10 樓