

圓祥生技

(6945.TWO/6945 TT)

未評等

收盤價 February 19 (NT\$)	61.50
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

焦點內容

1. 圓祥 IBI302 1-2 年內可能再授權，可取得雙位數百分比授權分潤。
2. T-cube 平台極具潛力搶佔免疫療法的市場(10年內 CAGR 19%)。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	3.98 / 127.1
流通在外股數 (百萬股)：	64.75
外資持有股數 (百萬股)：	3.75
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.05
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	41.85 – 78.70

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	16.7	17.8	N.A.
相對表現 (%)	8.4	4	N.A.

每股盈餘

NT\$	1H	2H
2021	(3.32)	(4.42)
2022	(3.33)	(2.40)
2023	(1.82)	N.A.

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

圓祥為具有傲視國際研發實力的雙特異性抗體新藥研發公司，在崇尚炒作的資本市場殊為難得，其全人源抗體噬菌庫平台已開發出授權給中國信達(中)的 IBI302，隨時可能再授權國際大廠，而國際雙抗授權金額>20 億美元，圓祥可獲得再授權金分潤約雙位數百分比；同平台開發的 AP505，已將中國、香港、澳門等權利授權給天士力(中)，也有機會啟動國際授權。相同靶點的康方 AK112 及普米斯生技 PM8002，分別以 50 億美元與 10 億美元授權給 Summit Therapeutics (美)及 BioNTech (德)；圓祥另一平台 T-cube 開發的雙抗藥物，可以在避免免疫風暴的狀況下激活 T 細胞，搶食 2030 年達 1,481 億美元的免疫療法市場，是值得期待的獨角獸型公司。

評論及分析

創造現金流的授權模式。 IBI302 為治療濕性黃斑部病變的雙功能重組蛋白，可同時抑制血管新生和補體活化，臨床 2 期數據顯示視力矯正上有不亞於競品 Eylea(年營收 96 億美元)的療效，且較 Eylea 等血管新生抑制劑，更能因活化補體而減少黃斑萎縮和纖維化，目前由信達進行臨床 3 期，參照近幾年雙抗國際授權案，IBI302 隨時可能再以>20 億美元授權國際大廠，若授權再分潤雙位數百分比，可潛在貢獻圓祥超過 90 億元營收(非一次收足，分簽約金、里程碑金與銷售里程碑金)。

T-cube 平台搶食免疫療法抗體藥物市場。 傳統以 CD3 為標靶的雙抗藥物由於 CD3 在成熟 T 細胞普遍表現，容易引起免疫風暴，T-cube 的雙抗則必須同時與腫瘤抗原的靶點結合，並結合 T 細胞的 CD137 後，才會活化 T 細胞，進而毒殺腫瘤細胞，目前的產品有 AP203 (PD-L1 x CD137)、AP402 (HERv x CD137)與 AP601 (CD73 x CD137)，AP203 已進入臨床 1 期。

投資建議

目前未評等，視授權進度納入評等。

投資風險

臨床 3 期試驗不順導致再授權失敗。

主要財務數據及估值

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入 (NT\$百萬)	-	138	7	-
營業毛利 (NT\$百萬)	-	138	7	-
營業利益 (NT\$百萬)	(62)	45	(187)	(297)
稅後淨利 (NT\$百萬)	(65)	42	(188)	(289)
每股盈餘 (NT\$)	(5.41)	1.52	(7.78)	(5.48)
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-
每股盈餘成長率 (%)	0.0	0.0	(611.8)	(29.6)
本益比 (x)	N.A.	40.5	N.A.	N.A.
股價淨值比 (x)	52.7	2.2	2.7	3.6
EV/EBITDA (x)	N.A.	32.3	N.A.	N.A.
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益報酬率 (%)	0.0	12.7	(31.2)	(34.8)

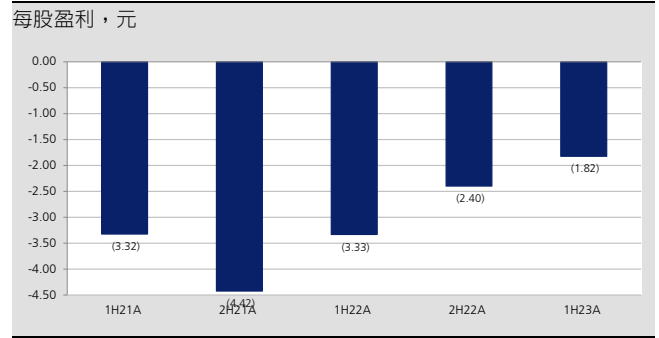
資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 公司概況

圓祥生技成立於民國 102 年，為一臨床階段雙功能重組蛋白新藥研發公司，目前有全人源抗體噬菌庫平台與 T-cube 平台，並由 2 平台開發如下產品。IBI302：治療濕式黃斑部病變，授權信達；AP505：適應症為肝癌、非小細胞肺癌、腎臟癌，已將中國、香港、澳門的開發權利(簽約金、里程碑金、銷售分潤)授權天士力；AP203 (PD-L1 x CD137)：適應症為非小細胞肺癌、頭頸癌、食道癌；AP402 (HERv x CD137)：適應症為乳癌、胃癌、子宮內膜癌；AP601(CD73 x CD137)：適應症為肺癌、胰臟癌、膀胱癌、卵巢癌。

資料來源：凱基

圖 2: 每股盈利



資料來源：凱基

圖 3: 新藥開發進度

研發代號	靶點/作用機制	適應症	抗體篩選	臨床前	臨床1期	臨床2期	臨床3期	合作對象
IBI302	抑制補體活化與血管新生	老年(濕性)黃斑部病變 (nAMD)患者						Innovent Biologics (www-wide)
AP505	避免T細胞抑制與抑制血管新生	實體瘤						Tasly (China)
AP203	T-cube BsAb	非小細胞肺癌、頭頸癌與食道癌						
AP402	T-cube BsAb	乳癌						
AP601	T-cube BsAb	實體瘤						

資料來源：公司資料；凱基

損益表

	季度					年度		
	Jun-21A	Dec-21A	Jun-22A	Dec-22A	Jun-23A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
損益表 (NT\$百萬)								
營業收入	7	-	-	-	-	138	7	-
營業成本	-	-	-	-	-	-	-	-
營業毛利	7	-	-	-	-	138	7	-
營業費用	(87)	(107)	(165)	(132)	(125)	(93)	(194)	(297)
營業利益	(80)	(107)	(165)	(132)	(125)	45	(187)	(297)
折舊	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)	(6)	(8)	(7)
攤提	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
EBITDA	(76)	(102)	(161)	(128)	(121)	52	(178)	(289)
利息收入	0	0	0	2	5	0	0	3
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	0	0	0	0	0	0	0	0
總營業外收入	0	0	0	2	5	1	0	3
利息費用	-	-	-	-	(0)	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1)	(0)	3	4	2	(4)	(1)	6
總營業外費用	(1)	(0)	3	4	2	(4)	(1)	6
稅前純益	(81)	(107)	(162)	(126)	(118)	42	(188)	(289)
所得稅費用[利益]	-	-	-	-	-	-	-	-
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(81)	(107)	(162)	(126)	(118)	42	(188)	(289)
非常項目	-	-	-	-	-	-	0	(0)
稅後淨利	(81)	(107)	(162)	(126)	(118)	42	(188)	(289)
每股盈餘 (NT\$)	(3.32)	(4.42)	(3.33)	(2.40)	(1.82)	1.52	(7.78)	(5.48)
獲利率 (%)								
營業毛利率	100.0					100.0	100.0	
營業利益率	(1145.7)					32.7	(2670.1)	
EBITDA Margin	(1085.3)					38.0	(2543.4)	
稅前純益率	(1157.9)					30.3	(2682.8)	
稅後純益率	(1157.9)					30.3	(2682.8)	
季成長率 (%)								
營業收入		(100.0)						
營業毛利		(100.0)						
營業收益增長		33.0	55.0	(19.9)	(5.5)			
EBITDA		34.4	57.4	(20.1)	(5.8)			
稅前純益		31.7	52.3	(22.3)	(6.4)			
稅後純益		31.7	52.3	(22.3)	(6.4)			
年成長率 (%)								
營業收入					(100.0)		(94.9)	(100.0)
營業毛利					(100.0)		(94.9)	(100.0)
營業收益					56.0		(514.8)	59.3
EBITDA					59.2		(440.6)	62.4
稅前純益					45.8		(549.4)	53.8
稅後純益					45.8		(549.4)	53.8

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
資產總額	96	652	579	1,103
流動資產	75	632	564	1,094
現金及短期投資	74	631	557	1,079
存貨	-	-	-	-
應收帳款及票據	-	-	-	-
其他流動資產	1	2	7	15
非流動資產	21	20	15	9
長期投資	-	-	-	-
固定資產	12	12	9	3
什項資產	9	8	7	6
負債總額	82	9	21	5
流動負債	23	9	21	5
應付帳款及票據	-	-	-	-
短期借款	-	-	-	-
什項負債	23	9	21	5
長期負債	58	-	-	-
長期借款	-	-	-	-
其他負債及準備	58	-	-	-
股東權益總額	14	643	558	1,099
普通股股本	120	226	244	647
保留盈餘	(236)	(194)	(188)	(289)
少數股東權益	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
年成長率				
營業收入			(94.9%)	(100.0%)
營業收益增長			(514.8%)	59.3%
EBITDA			(440.6%)	62.4%
稅後純益			(549.4%)	53.8%
每股盈餘成長率			(611.8%)	(29.6%)
獲利能力分析				
營業毛利率		100.0%	100.0%	
營業利率		32.7%	(2670.1%)	
EBITDA Margin		38.0%	(2543.4%)	
稅後純益率		30.3%	(2682.8%)	
平均資產報酬率		11.2%	(30.5%)	(34.3%)
股東權益報酬率		12.7%	(31.2%)	(34.8%)
穩定 \ 償債能力分析				
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)				
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)				
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)				
流動比率 (x)	3.2	69.0	26.7	242.1
速動比率 (x)	3.2	69.0	26.7	242.1
淨負債 (NT\$百萬)	(74)	(631)	(527)	(1,048)
每股資料分析				
每股盈餘 (NT\$)	(5.41)	1.52	(7.78)	(5.48)
每股現金盈餘 (NT\$)	2.61	(0.62)	(6.99)	(5.24)
每股淨值 (NT\$)	1.17	28.49	22.90	16.97
調整後每股淨值 (NT\$)	1.17	23.41	23.15	20.87
每股營收 (NT\$)	-	5.01	0.29	-
EBITDA/Share (NT\$)	(4.99)	1.90	(7.38)	(5.49)
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-
資產運用狀況				
資產周轉率 (x)		0.37	0.01	-
應收帳款周轉天數		-	-	-
存貨周轉天數				
應付帳款周轉天數				
現金轉換周轉天數				

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入	-	138	7	-
營業成本	-	-	-	-
營業毛利	-	138	7	-
營業費用	(62)	(93)	(194)	(297)
營業利益	(62)	45	(187)	(297)
總營業外收入	0	1	0	3
利息收入	0	0	0	3
投資利益淨額	-	-	-	-
其他營業外收入	-	0	0	0
總營業外費用	(3)	(4)	(1)	6
利息費用	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-
其他營業外費用	(3)	(4)	(1)	6
稅前純益	(65)	42	(188)	(289)
所得稅費用[利益]	-	-	-	-
少數股東損益	-	-	-	-
非常項目	-	-	0	(0)
稅後淨利	(65)	42	(188)	(289)
EBITDA	(60)	52	(178)	(289)
每股盈餘 (NT\$)	(5.41)	1.52	(7.78)	(5.48)

現金流量

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營運活動之現金流量	31	(17)	(169)	(276)
本期純益	(65)	42	(188)	(289)
折舊及攤提	2	7	9	9
本期運用資金變動	-	-	-	-
其他營業資產及負債變動	94	(66)	10	4
投資活動之現金流量	(13)	(7)	(35)	(3)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	(30)	(1)
本期長期投資變動	-	-	-	-
資本支出淨額	(13)	(7)	(4)	(1)
其他資產變動	(0)	(0)	(1)	(1)
自由現金流	(73)	44	(183)	(292)
融資活動之現金流量	-	581	100	800
短期借款變動	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-
現金增資	-	581	100	800
已支付普通股股息	-	-	-	-
其他融資現金流	-	-	-	-
匯率影響數	-	-	-	-
本期產生現金流量	18	557	(104)	521

投資回報率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
1 - 營業成本/營業收入				
- 銷管費用/營業收入		67.3%	2770.1%	
= 營業利率		32.7%	(2670.1%)	
1 / (營業運用資金/營業收入		(0.1)	(2.0)	
+ 淨固定資產/營業收入		0.1	1.3	
+ 什項資產/營業收入)		0.0	0.1	
= 資本周轉率	-	21.6	(1.5)	-
營業利率		32.7%	(2670.1%)	
x 資本周轉率	-	21.6	(1.5)	-
x (1 - 有效現金稅率)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
= 稅後 ROIC	770.8%	706.5%	3953.4%	(2036.7%)

資料來源：公司資料，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。