

2024 年 5 月 2 日

研究員：李惟宇 A51438@cim.capital.com.tw

前日收盤價 93.70 元

目標價

3 個月 106.00 元

12 個月 106.00 元

## 智擎(4162 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

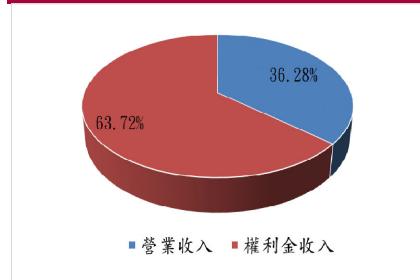
### 持續觀察一線胰臟癌業務推廣成效

**投資建議：**群益預估智擎 2024 年營收 8.45 億元(YoY+10.13%)，毛利率 93.1%，營業利益 3.74 億元(YoY+35.09%)，EPS 2.48 元。考量台灣胰臟癌一線用藥推廣成效尚需時間觀察，短線日幣貶值則不利智擎銷售權利金收入表現，歐洲一線胰臟癌用藥雖可於 1H24 取證，但由於歐洲市場推廣難度更高，而仍需時間等待發酵，故建議持續觀察一線胰臟癌業務推廣成效，給予 Trading buy 投資建議，目標價 106 元(43PER X 2024F EPS)。

#### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,457
市值(億元)	137
目前每股淨值(元)	27.08
外資持股比(%)	4.29
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	33.26
融資餘額(張)	7,777
現金股息配發率(%)	78.53

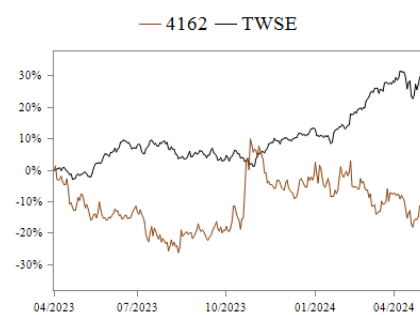
#### 產品組合



**1Q24 受健保降價影響，台灣市場年衰退達 10.9%：**1Q24 營收 1.64 億元(YoY-2.3%)，其中台灣市場 1Q24 受健保調降藥價及醫院端影響、營收 6,527 萬元(YoY-10.9%)，公司表示 2Q24 後可改善；歐亞銷售權利金收入 9,920 萬元(YoY+4.3%)，歐洲:亞洲營收比重為 4:6；毛利率 93.28%，費用則較 1Q23 增加，主要來自研發投入，營業利益 6,700 萬元(YoY-16.91%)，業外則受惠利息收入增加及持有美元部位，整體較去年同期增加 1,400 萬元，EPS 0.56 元，與去年同期持平。

**安能得擠身一線胰臟癌用藥，惟滲透率尚需時間觀察：**安能得已於 1Q24 分別取得美國、澳洲及台灣胰臟癌一線用藥適應症，其中美國的獲利並無法直接反映在智擎營運表現上，相對的，台灣及澳洲的銷售成績則可為智擎獲利帶來正向挹注；歐洲市場則會於 1H24 取得一線胰臟癌藥證，群益預估屆時將可認列一筆里程碑金，惟考量歐洲推廣難度明顯較台灣市場高，故群益認為對獲利的貢獻要等到 4Q24 後才會看到初步成效，另考量台灣一線胰臟癌兩大治療方案行之有年，也是醫師相對熟悉的治療手段，故接下來關注重點在智擎身為一線胰臟癌後進者的營銷策略及歐洲取證後的銷售成績。

#### 股價相對大盤走勢



(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	768	845	894	168	166	246	187	164	184	243	254	179
營業毛利淨額	719	787	823	155	153	234	176	153	171	227	235	165
營業利益	277	374	409	81	53	78	65	67	75	111	121	76
稅後純益	275	361	383	81	75	81	37	82	76	98	106	77
稅後 EPS(元)	1.89	2.48	2.63	0.56	0.52	0.55	0.26	0.56	0.52	0.67	0.73	0.53
毛利率(%)	93.66%	93.10%	92.11%	91.90%	92.40%	95.28%	94.21%	93.28%	92.87%	93.69%	92.58%	92.37%
營業利益率(%)	36.11%	44.29%	45.78%	48.17%	32.16%	31.52%	34.79%	40.97%	40.87%	45.69%	47.58%	42.37%
稅後純益率(%)	35.78%	42.73%	42.89%	48.34%	45.23%	32.85%	19.95%	49.69%	41.02%	40.51%	41.60%	43.00%
營業收入 YoY/QoQ(%)	17.31%	10.13%	5.74%	6.22%	-1.34%	48.10%	-23.83%	-12.20%	12.00%	31.65%	4.84%	-29.68%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-13.84%	31.55%	6.13%	51.78%	-7.70%	7.54%	-53.74%	118.68%	-7.54%	30.02%	7.65%	-27.31%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 14.57 億元計算。

2024 年 5 月 2 日

## 智擎 ESG：

智擎公司於 2012 年首次發行 2011 年企業社會責任報告書(2021 年更名為永續報告書)，至今已連續第 12 年發行。2022 年的永續目標多如期完成，包含完成範疇一及範疇二的碳盤查、採購具永續環保標章之電腦設備、於 2022 年 11 月 17 日舉辦全球胰臟癌日提升胰臟癌相關知識的普及與關懷、與醫院合作舉辦病友會及與大專院校舉辦產業經驗的分享、加強員工對於人權、資安及內線交易的知識與防範，同年我們正式導入 ISO27001 資通管理系統並於 2023 年 1 月取得認證，另已開始進行第一階段範疇三溫室氣體盤查作業，預計 2024 年底前完成。

## 公司簡介：

智擎成立於 2003 年，並專注於癌症疾病的治療，主力產品為安能得®(ONIVYDE®)，其是利用奈米科技開發喜樹鹼類抗癌藥物之微脂體製劑，並使用於胰腺癌病人在接受過標準藥物 gemcitabine 失敗後的治療，已分別於台灣、美國、歐洲、韓國、新加坡、日本及中國等 40 多個國家上市。2024/2 智擎授權夥伴法國 IPSEN 公司於美國取得療轉移性胰臟癌病人之一線合併療法新藥補充申請藥證，同年 3 月，智擎亦順利取得澳洲、台灣轉移性胰臟癌一線合併療法藥證。

另一項產品 PEP07，是智擎於 2020/11 與英國 Sentinel Oncology Limited 公司簽署獨家授權合作契約書，PEP07 是一種細胞損傷調控酵素抑制劑(checkpoint kinase 1 inhibitor, CHK1 inhibitor)新藥，目前正進行第一期臨床試驗。

## 1Q24 受健保降價影響，台灣市場年衰退達 10.9%：

1Q24 營收 1.64 億元(YoY-2.3%)，其中台灣市場 1Q24 受健保調降藥價及醫院端影響、營收 6,527 萬元(YoY-10.9%)，公司表示 2Q24 後可改善；歐亞銷售權利金收入 9,920 萬元(YoY+4.3%)，歐洲：亞洲營收比重為 4:6；毛利率 93.28%，費用則較 1Q23 增加，主要來自研發投入，營業利益 6,700 萬元(YoY-16.91%)，業外則受惠利息收入增加及持有美元部位，整體較去年同期增加 1,400 萬元，EPS 0.56 元，與去年同期持平。

## 安能得擠身一線胰臟癌用藥，惟滲透率尚需時間觀察：

安能得已於 1Q24 分別取得美國、澳洲及台灣胰臟癌一線用藥適應症，其中美國是由合作夥伴 IPSEN、而非智擎負責銷售，故美國的獲利並無法直接反映在智擎營運表現上，相對的，台灣及澳洲的銷售成績則可為智擎獲利帶來正向挹注。以台灣市場觀察，目前胰臟癌一線用藥已有兩種治療途徑，分別為市占率 80%的 Gem. based regiment，及 20%的 FOLFIRINOX，公司表示上市後首要目標是先搶食 FOLFIRINOX 使用人口，同時評估取代 Gem. based regiment 的機會，2024 年健保給付額則待後續申請後才能確定。

歐洲市場則會於 1H24 取得一線胰臟癌藥證，群益預估屆時將可認列一筆里程碑金，惟考量歐洲推廣難度明顯較台灣市場高，故群益認為對獲利的貢獻要等到 4Q24 後才會看到初步成效，另考量台灣一線胰臟癌兩大治療方案行之有年，也是醫師相對熟悉的治療手段，故接下來關注重點在智擎身為

2024 年 5 月 2 日

一線胰臟癌後進者的營銷策略及歐洲取證後的銷售成績。

## 日幣貶值不利安能得銷售表現：

安能得既有二線胰臟癌治療的表現上，台灣市場受健保持續降價影響，可從 2023 年銷售額僅與 2022 年相當觀察到成長動能出現放緩；收取銷售權利的日本市場，短線將受日幣持續偏弱影響，不利安能得的銷售表現；中國市場雖已於 2022/4/15 取證、2023/8 開賣，但未納入醫保的情況下，目前貢獻有限。

PEP07 臨床進度方面，血液腫瘤第一期人體臨床試驗已於 2023 年 8 月開始第一位病患投藥，公司預計於 2025 年完成收案；實體腫瘤第一期人體臨床試驗已於 2024 年 4 月開始第一位病患投藥，公司預計 2026 年完成收案。其他 pipeline 上產品，PEP08、PEP09、PEP10，則處於臨床前開發階段，由於 PEP07 正式進入臨床實驗，故智擎預估 2024 年研究費用將落於 2~3 億元，與 2023 年相當。

## 投資建議為 Trading buy：

群益預估智擎 2024 年營收 8.45 億元(YoY+10.13%)，毛利率 93.1%，營業利益 3.74 億元(YoY+35.09%)，EPS 2.48 元。考量台灣胰臟癌一線用藥推廣成效尚需時間觀察，短線日幣貶值則不利智擎銷售權利金收入表現，歐洲一線胰臟癌用藥雖可於 1H24 取證，但由於歐洲市場推廣難度更高，而仍需時間等待發酵，故建議持續觀察一線胰臟癌業務推廣成效，給予 Trading buy 投資建議，目標價 106 元(43PER X 2024F EPS)。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 5 月 2 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	4,026	3,967	3,954	4,102	4,181
流動資產	4,009	3,926	3,923	4,435	3,979
現金及約當現金	2,151	1,769	876	1,494	1,128
應收帳款與票據	47	69	66	67	63
存貨	5	34	16	36	20
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	0	4	3	3	3
<b>負債總計</b>	<b>88</b>	<b>94</b>	<b>91</b>	<b>97</b>	<b>98</b>
流動負債	88	79	84	92	84
應付帳款及票據	0	0	0	0	0
非流動負債	0	16	7	4	13
<b>權益總計</b>	3,939	3,872	3,863	4,006	4,083
普通股股本	1,466	1,457	1,457	1,457	1,457
保留盈餘	1,101	938	925	1,068	1,146
母公司業主權益	3,939	3,872	3,863	4,005	4,083
<b>負債及權益總計</b>	<b>4,026</b>	<b>3,967</b>	<b>3,954</b>	<b>4,102</b>	<b>4,181</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	655	654	768	845	894
營業成本	37	50	49	58	71
<b>營業毛利淨額</b>	618	605	719	787	823
營業費用	255	322	442	413	414
<b>營業利益</b>	363	283	277	374	409
<b>EBITDA</b>	540	376	293	419	464
業外收入及支出	183	84	6	73	60
稅前純益	545	392	338	448	469
所得稅	119	74	63	87	86
稅後純益	426	319	275	361	383
稅後 EPS(元)	2.92	2.19	1.89	2.48	2.63
完全稀釋 EPS**	--	--	--	--	--

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 14.57【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以 14.57 股本億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	-37.99%	-0.07%	17.31%	10.13%	5.74%
營業毛利淨額	-39.36%	-2.12%	18.90%	9.48%	4.62%
營業利益	-55.21%	-22.04%	-1.97%	35.09%	9.31%
稅後純益	-29.50%	-25.17%	-13.84%	31.55%	6.13%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	94.34%	92.41%	93.66%	93.10%	92.11%
EBITDA(%)	82.53%	57.40%	38.17%	49.56%	51.90%
營益率	55.39%	43.21%	36.11%	44.29%	45.78%
稅後純益率	65.06%	48.72%	35.78%	42.73%	42.89%
總資產報酬率	10.58%	8.04%	6.95%	8.81%	9.17%
股東權益報酬率	10.82%	8.23%	7.11%	9.02%	9.39%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	2.18%	2.38%	2.30%	2.35%	2.33%
負債/淨值比(%)	2.23%	2.44%	2.36%	2.41%	2.39%
流動比率(%)	4570.97%	4986.33%	4677.89%	4815.35%	4721.42%

## 其他比率分析

存貨天數	148.52	146.18	188.42	161.19	144.37
應收帳款天數	24.86	32.24	31.97	28.59	26.61

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	930	202	257	571	561
稅前純益	545	392	338	448	469
折舊及攤銷	10	9	9	9	9
營運資金變動	15	-51	22	-21	19
其他營運現金	359	-148	-112	136	64
<b>投資活動現金</b>	-107	-188	-855	114	-747
資本支出淨額	0	-3	0	0	0
長期投資變動	-105	-184	-854	-250	-212
其他投資現金	-2	-1	-1	364	-535
<b>籌資活動現金</b>	-507	-396	-295	-66	-179
長借/公司債變動	0	0	0	-2	8
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-364	-388	-287	-219	-306
其他籌資現金	-143	-8	-8	155	118
<b>淨現金流量</b>	315	-382	-893	619	-366
<b>期初現金</b>	1,836	2,151	1,769	876	1,494
<b>期末現金</b>	2,151	1,769	876	1,494	1,128

資料來源：CMoney、群益

2024 年 5 月 2 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	158	168	166	246	187	164	184	228	269	179	206	232
營業成本	12	14	13	12	11	11	12	16	20	14	18	18
營業毛利淨額	146	155	153	234	176	153	173	212	249	165	187	214
營業費用	97	74	100	157	111	86	94	98	107	84	90	95
營業利益	50	81	53	78	65	67	79	114	141	81	97	119
業外收入及支出	15	21	19	26	-5	35	18	12	8	18	23	14
稅前純益	64	102	72	103	60	103	97	126	149	99	120	132
所得稅	11	21	-3	22	23	21	18	25	27	18	23	24
稅後純益	54	81	75	81	37	82	78	101	122	81	97	109
最新股本	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457
稅後EPS(元)	0.37	0.56	0.52	0.55	0.26	0.56	0.54	0.69	0.84	0.56	0.67	0.75

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	92.25%	91.90%	92.40%	95.28%	94.21%	93.28%	93.69%	93.01%	92.58%	92.37%	91.15%	92.08%
營業利益率(%)	31.31%	48.17%	32.16%	31.52%	34.79%	40.97%	42.69%	50.01%	52.58%	45.37%	47.15%	51.08%
稅後純益率(%)	33.83%	48.34%	45.23%	32.85%	19.95%	49.69%	42.49%	44.22%	45.56%	45.46%	47.25%	46.70%

## QoQ(%)

營業收入淨額	2.32%	6.22%	-1.34%	48.10%	-23.83%	-12.20%	12.00%	23.85%	17.74%	-33.44%	15.00%	13.04%
營業利益	157.41%	63.43%	-34.14%	45.14%	-15.94%	3.40%	16.71%	45.09%	23.79%	-42.57%	19.51%	22.47%
稅前純益	-36.72%	59.19%	-29.51%	42.72%	-41.54%	70.54%	-5.94%	30.48%	18.35%	-33.58%	21.01%	10.36%
稅後純益	-38.70%	51.78%	-7.70%	7.54%	-53.74%	118.68%	-4.22%	28.87%	21.31%	-33.58%	19.54%	11.73%

## YoY(%)

營業收入淨額	-22.24%	-3.33%	-0.50%	58.79%	18.21%	-2.29%	10.92%	-7.23%	43.40%	8.71%	11.62%	1.88%
營業利益	-63.30%	-30.47%	-45.06%	302.15%	31.33%	-16.91%	47.24%	47.19%	116.75%	20.40%	23.28%	4.06%
稅前純益	-53.79%	-16.11%	-30.75%	1.33%	-6.39%	0.29%	33.82%	22.35%	147.72%	-3.53%	24.12%	4.98%
稅後純益	-51.93%	-16.13%	-6.88%	-7.64%	-30.30%	0.43%	4.21%	24.88%	227.45%	-0.55%	24.12%	7.61%

註1：稅後EPS以股本14.57億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。



## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。