

2024 年 5 月 15 日

研究員：李惟宇 Winnie.Lee@cim.capital.com.tw

前日收盤價	198.50 元
目標價	
3 個月	222.00 元
12 個月	222.00 元

順藥 (6535 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

持續關注 2024 年底中國臨床 2b 解盲數據

投資建議：群益正向看待順藥 LT3001 若順利解盲並取證，後續市場龐大，短線來看，市場持續等待中國臨床 2b 解盲結果，一切順利，即可期待 2025 年底~2026 年的國際授權，群益認為年底解盲前，市場仍將持續討論及期待數據結果，惟考量實驗結果仍具不確定性，故給予 Trading buy 投資建議，目標價 222 元(NPV X 1)。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,650
市值(億元)	328
目前每股淨值(元)	7.84
外資持股比(%)	2.09
投信持股比(%)	0.07
董監持股比(%)	33.68
融資餘額(張)	--
現金股息配發率(%)	0.00

預計於 2024 年底取得中國臨床 2b 數據：

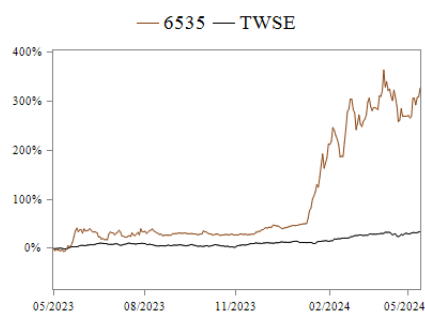
目前市面上治療中風、特別是移除血栓的兩種主要手段效果有限，有近 80% 的患者並未找到合適的治療方法，基於此，順藥將 LT1001 定位在中風後 4.5~24 小時的患者，並可與「動脈內取栓術」合併治療，顯見其藥物未來上市後相當具有想像力。其中中國正在執行臨床 2b，將於 2024 年底解盲，後續將藉此數據申請臨床三期，公司推估可於 2029 年取得中國藥證；歐美、台灣的臨床二期規劃上，計劃收案 200 人，美國收案進度稍慢，歐洲則已收到 2 人，公司預計最快年底、最慢 2025 年中完成收案，依此，群益推估可於 2025 年底解盲，再結合中國數據以申請全球三期試驗，群益推估 2030 年後才有望取得歐美藥證，惟取得中國臨床 2b 數據後，應就會啟動國際授權談判，群益推估最快可於 2025 年底完成授權。

產品組合



■ 授權收入: 47.50%
■ 銷貨收入: 45.19%
■ 勞務收入: 7.31%

股價相對大盤走勢



中國、美國合計 NPV 為 222 元：缺血性中風市場龐大，全球每年新增超過 700 萬患者，其中中國約占 40%、美國 10%，順藥於法說會上表示，其透過歐美市場調查，醫療專業人員開立 LT3001 意願高，支付方對每例治療的價格估計可達約 2.5 萬美元，由於中國藥價較低，故我們以 8,000 美元作為 NPV 的假設基礎，折現率則考量歐美才準備進入臨床二期，故採較高折現率進行計算，合計 NPV 為 222 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	57	57	62	8	14	16	18	4	15	18	20	6
營業毛利淨額	41	44	46	1	11	14	15	1	12	14	16	1
營業利益	-376	-368	-314	-73	-110	-86	-108	-81	-101	-99	-88	-85
稅後純益	-238	-431	-308	145	-151	-120	-113	-116	-120	-105	-91	-82
稅後 EPS(元)	-1.44	-2.61	-1.87	0.88	-0.91	-0.73	-0.68	-0.70	-0.73	-0.64	-0.55	-0.50
毛利率(%)	72.88%	76.02%	74.14%	17.90%	79.84%	86.22%	79.53%	30.90%	79.05%	80.01%	80.23%	18.58%
營業利益率(%)	-660.23%	-641.22%	-506.02%	-910.13%	-774.09%	-526.51%	-582.50%	-1,812.03%	-670.95%	-549.99%	-439.77%	-1,411.42%
稅後純益率(%)	-418.23%	-750.42%	-497.15%	1,822.15%	-1,062.59%	-737.18%	-609.23%	-2,590.61%	-797.61%	-583.32%	-454.77%	-1,361.42%
營業收入 YoY/QoQ(%)	113.63%	0.96%	7.90%	-44.42%	78.11%	14.51%	13.52%	-75.83%	236.10%	20.00%	11.11%	-70.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	266.66%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

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 16.50 億元計算。

順藥 ESG：

環境管理上，持續關注企業環保足跡並減少資源消耗，如節約用電，並在營運中促進材料重複使用與回收；社會責任上，對社會責任的承諾體現在「關懷生命,無私奉獻」的企業精神，儘管目前並未參與特定公益活動，但核心使命是滿足未被滿足的醫療需求，這符合重要的社會目標；公司治理上，順藥遵守台灣公司治理相關法規，確保交易透明度與道德操守。為致力支持股東溝通、董事會監督，並遵守法律與監管要求，順藥已於 2023 年 6 月任命公司治理主管。

公司簡介：

順天醫藥(Lumosa Therapeutics)(以下簡稱順藥)成立於 2000 年 11 月，是一家致力於臨床開發的新藥公司，專注於未被滿足醫療需求的神經疾病和腫瘤領域，持續致力於中風新藥的開發，並引進新產品建構以神經科學為主之產品管線。已上市產品 LT1001 為一週長效術後止痛針劑，已於台灣、新加坡、泰國、馬來西亞、烏克蘭、汶萊 6 國取證上市，並於 2023 年投入動物藥開發；LT3001，是一雙效小分子藥物，包含一活性短肽及神經保護小分子，能達到低出血風險及細胞保護兩大目標，適應症為急性缺血性中風，目前處於中國臨床 2b，預計 2024 年底中國臨床解盲。

缺血性中風仍屬未被滿足的市場：

缺血性中風是因為腦血管被血栓、血塊堵塞，造成血液流不過去，進而導致腦組織「缺血」，沒有血液就沒有氧氣、沒有養分，腦細胞也會跟著快速死亡，造成無法復原的傷害，所以缺血性中風的治療重點就在「如何疏通血管」。過去的治療方法大多是注射能溶解血栓的藥物，但用藥時機是在中風後 3~4.5 小時內使用，而且碰到阻塞在大血管的血栓治療效果較差，近年隨著醫療導管技術的進步多了「動脈內取栓術」，可以使用機械的方式進入血管內把血栓取出。

根據 Market.us 數據，2022 年全球急性缺血性腦中風治療市場規模約 85 美元，並將於 2032 年達到 140 億美元，CAGR 4.6%，其中台灣每年因為急性缺血性中風的住院人數每年約 4 萬人。此市場主要有 4 類治療藥物，其中使用量最大的為「組織纖溶酶原激活劑」，其他依次為「抗血小板藥」、「抗凝血劑」、「抗高血壓藥」。

組織纖溶酶原激活劑 tPA 是目前唯一治療急性缺血性中風有效的藥物，病人能夠越快接受治療，腦血管打通時間越快，病人的預後就會越好。不過黃金治療時間是在中風後 4.5 小時內，且並非所有病人皆適用此藥物治療，尚需符合多項用藥條件才能使用，條件包含：1) 年齡 18 至 80 歲，經診斷為缺血性中風(頭部電腦斷層掃描排除腦出血)、2) 美國國衛院腦中風評估表(NIHSS)的分數須 ≥ 4 且 ≤ 25 分；3) 須排除臨床禁忌症，如過去有顱內出血病史、近三個月有中風病史、嚴重頭部創傷、急性心肌梗塞，近 14 天曾動過大手術，近 21 天有胃腸道或泌尿道出血等。

雖然 tPA 是目前所能建議的最好治療方式，但有危險性，100 個使用 tPA 治療

2024 年 5 月 15 日

的病人，將會有6個病人(相當於10倍不用這種血栓溶解劑治療的病人)，可能引起腦部出血的危險。

超過4.5小時的患者，如果血栓出現在大動脈，可以選擇使用「動脈內取栓術」，惟此手術需要有先進醫療設備、熟練的醫生且患者血管要夠大，才能實施，能恢復正常的不到30%。

其他患者僅能選擇阿斯匹靈這類抗血小板藥物作為治療，來預防急性缺血性腦中風的復發，而阿斯匹靈主要副作用為胃腸道潰瘍出血，且並無法消除既有的血栓。

預計於 2024 年底取得中國臨床 2b 數據：

目前市面上治療中風、特別是移除血栓的兩種主要手段效果有限，有近80%的患者並未找到合適的治療方法，基於此，順藥將LT1001定位在中風後4.5~24小時的患者，並可與「動脈內取栓術」合併治療，顯見其藥物未來上市後相當具有想像力。

圖一、LT3001 目標客群

血管阻塞位置 治療時間窗	大型血管阻塞	中型血管阻塞	小腔系中風
4.5小時之內	靜脈血栓溶解劑 (IV rtPA)		
4.5 - 24 小時	動脈血管取栓手術 + LT3001 改善動脈血管取栓手術結果 203, 二期試驗 (美國、台灣)		LT3001 治療 為無法接受IV tPA和動脈血管取栓手術EVT的患者 提供新型再灌注療法 205,二期試驗(美國、歐洲、台灣); 202,二期試驗(中國)

資料來源：公司簡報；群益投顧彙整

臨床實驗進度上：

1) 中國：

已於2019年授權中國上海醫藥集團負責中國市場的開發，正在執行臨床2b，預計將收案300人(已收案268人)並於2024年底解盲，後續將藉此數據申請臨床三期，公司推估可於2029年取得中國藥證。

2) 歐美、台灣：

歐美、台灣的臨床二期規劃上，計劃收案200人，美國收案進度稍慢，歐洲則已收到2人，公司預計最快年底、最慢2025年中完成收案，依此，群益推估可於2025年底解盲，再結合中國數據以申請全球三期試驗，群益推估2030年後才有望取得歐美藥證，惟取得中國臨床2b數據後，應就會啟動國際授權談判，群益推估最快可於2025年底完成授權。

順藥持續致力於創建更全面的中風治療方案：

順藥pipeline上的另兩項藥物，LT1001，為術後止痛的創新長效針劑，止痛效果與嗎啡相當，具極佳安全性、低成癮性、無呼吸抑制，已順利在台灣、新加坡、泰國、馬來西亞、汶萊、烏克蘭6個國家取證上市。

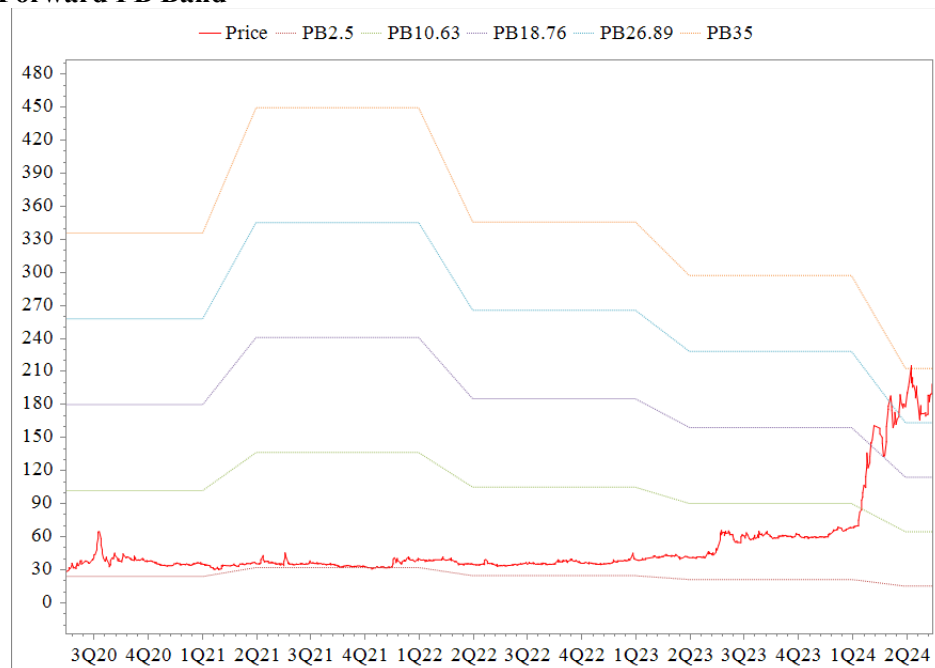
2024 年 5 月 15 日

LT6001，外泌體藥物，規劃用於中風後受損傷的神經細胞修復，也讓順藥能提供中風病人更全面的治療選擇。2024年工作目標為優化製造過程，進一步提升規模化和效率，並在疾病動物模型中完成概念驗證(處於臨床前階段)。

投資建議：

缺血性中風市場龐大，全球每年新增超過 700 萬患者，其中中國約占 40%、美國 10%，順藥於法說會上表示，其透過歐美市場調查，醫療專業人員開立 LT3001 意願高，支付方對每例治療的價格估計可達約 2.5 萬美元，由於中國藥價較低，故我們以 8,000 美元作為 NPV 的假設基礎，折現率則考量歐美才準備進入臨床二期，故採較高折現率進行計算，合計 NPV 為 222 元，群益正向看待順藥 LT3001 若順利解盲並取證，後續市場龐大，短線來看，市場持續等待中國臨床 2b 解盲結果，一切順利，即可期待 2025 年底~2026 年的國際授權，群益認為年底解盲前，市場仍將持續討論及期待數據結果，惟考量實驗結果仍具不確定性，故給予 Trading buy 投資建議，目標價 222 元(NPV X 1)。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 5 月 15 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	2,349	1,886	1,656	1,314	1,010
流動資產	1,620	1,386	1,044	1,208	1,282
現金及約當現金	840	517	425	468	509
應收帳款與票據	10	14	12	15	14
存貨	82	109	104	93	110
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	2	3	15	7	18
負債總計	230	216	228	282	286
流動負債	224	215	220	276	279
應付帳款及票據	15	1	1	1	2
非流動負債	6	0	8	7	7
權益總計	2,119	1,670	1,429	1,032	724
普通股股本	1,632	1,631	1,650	1,650	1,650
保留盈餘	-761	-1,256	-1,494	-1,891	-2,199
母公司業主權益	2,119	1,630	1,401	1,003	695
負債及權益總計	2,349	1,886	1,656	1,314	1,010

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	17	27	57	57	62
營業成本	7	12	15	14	16
營業毛利淨額	10	15	41	44	46
營業費用	440	320	417	412	360
營業利益	-430	-306	-376	-368	-314
EBITDA	125	-487	-237	-177	-114
業外收入及支出	523	-204	115	-65	-12
稅前純益	96	-504	-250	-433	-326
所得稅	0	0	0	0	-18
稅後純益	96	-495	-238	-431	-308
稅後 EPS(元)	0.58	-3.00	-1.44	-2.61	-1.87
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 16.50【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本股本億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-19.81%	53.45%	113.63%	0.96%	7.90%
營業毛利淨額	-24.84%	47.24%	184.88%	5.31%	5.23%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
獲利能力分析(%)					
毛利率	56.96%	54.65%	72.88%	76.02%	74.14%
EBITDA(%)	719.10%	-1829.63%	-416.69%	-308.02%	-183.87%
營益率	-2478.27%	-1148.26%	-660.23%	-641.22%	-506.02%
稅後純益率	552.62%	-1856.70%	-418.23%	-750.42%	-497.15%
總資產報酬率	4.09%	-26.23%	-14.37%	-32.83%	-30.52%
股東權益報酬率	4.53%	-29.62%	-16.66%	-41.79%	-42.60%

償債能力檢視

負債比率(%)	9.80%	11.44%	13.75%	21.45%	28.36%
負債/淨值比(%)	10.86%	12.92%	15.94%	27.31%	39.59%
流動比率(%)	723.34%	643.60%	475.48%	438.39%	459.16%

其他比率分析

存貨天數	2787.93	2886.31	2513.65	2608.02	2305.58
應收帳款天數	247.33	162.28	83.37	86.67	84.79

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-453	-300	-328	-452	-328
稅前純益	96	-504	-250	-433	-326
折舊及攤銷	32	22	23	10	27
營運資金變動	-32	-44	7	7	-14
其他營運現金	-549	226	-109	-72	-15
投資活動現金	-37	-69	241	634	68
資本支出淨額	0	-2	-14	-15	-20
長期投資變動	-36	-67	248	150	-300
其他投資現金	0	0	7	499	388
籌資活動現金	431	46	-4	-139	301
長借/公司債變動	0	0	0	-1	0
現金增資	430	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	0
其他籌資現金	1	46	-4	-138	300
淨現金流量	-58	-323	-92	43	40
期初現金	899	840	517	425	468
期末現金	840	517	425	468	509

資料來源：CMoney、群益

2024 年 5 月 15 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	14	8	14	16	18	4	15	18	20	6	16	19
營業成本	5	7	3	2	4	3	3	4	4	5	3	4
營業毛利淨額	10	1	11	14	15	1	12	14	16	1	13	15
營業費用	72	74	121	100	122	82	113	113	104	86	80	93
營業利益	-62	-73	-110	-86	-108	-81	-101	-99	-88	-85	-67	-78
業外收入及支出	92	217	-43	-36	-12	-37	-19	-6	-3	3	-9	-10
稅前純益	30	144	-153	-122	-120	-118	-120	-105	-91	-82	-76	-88
所得稅	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-18
稅後純益	40	145	-151	-120	-113	-116	-120	-105	-91	-82	-76	-70
最新股本	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650	1,650
稅後EPS(元)	0.24	0.88	-0.91	-0.73	-0.68	-0.70	-0.73	-0.64	-0.55	-0.50	-0.46	-0.43
獲利能力(%)												
毛利率(%)	66.96%	17.90%	79.84%	86.22%	79.53%	30.90%	79.05%	80.01%	80.23%	18.58%	79.21%	80.32%
營業利益率(%)	-432.76%	-910.13%	-774.09%	-526.51%	-582.50%	-1812.03%	-670.95%	-549.99%	-439.77%	-1411.42%	-420.79%	-409.68%
稅後純益率(%)	276.20%	1822.15%	-1062.59%	-737.18%	-609.23%	-2590.61%	-797.61%	-583.32%	-454.77%	-1361.42%	-477.04%	-369.85%
QoQ(%)												
營業收入淨額	212.93%	-44.42%	78.11%	14.51%	13.52%	-75.83%	236.10%	20.00%	11.11%	-70.00%	166.67%	18.75%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	382.80%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	266.66%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
YoY(%)												
營業收入淨額	42.58%	185.06%	189.50%	254.71%	28.68%	-44.04%	5.59%	10.65%	8.30%	34.44%	6.67%	5.56%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本16.50億元計算

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。