

台康生技 (6589 TT) EirGenix

EG12014 美國取證時程延後，EG1206A 開發進度待觀察

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$90.0

收盤價 (2024/05/29)：NT\$80.0

隱含漲幅：12.5%

營收組成 (1Q24)

CDMO 營收 99.7%、產品授權收入 0.3%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	90.0	130.0
2024年營收 (NT\$/十億)	1.6	1.8
2024年EPS	-1.0	-0.2

交易資料表

市值	NT\$24,500百萬元
外資持股比率	5.2%
董監持股比率	25.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$31.81
負債比	11.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	1,481	1,023	1,639	1,472
營業利益	-331	-1,032	-519	-883
稅後純益	-116	-915	-307	-745
EPS (元)	-0.38	-3.00	-1.00	-2.43
EPS YoY (%)	--	--	--	--
本益比 (倍)	--	--	--	--
股價淨值比 (倍)	2.3	2.4	2.5	2.7
ROE (%)	-1.1	-8.8	-3.2	-8.3
現金殖利率 (%)	0	0	0	0
現金股利 (元)	0	0	0	0

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

曾瑋慈

Victoria.Tseng@yuanta.com

元大觀點

◆ 折舊費用增加，1Q24 毛利率低於預期，惟認列業外收入使虧損較少。

◆ EG12014 美國取證時程較前次預估延後一季，預期在歐美上市兩年後可取得高個位數市佔率，較前次預估的雙位數市佔率下調。

◆ EG1206A、癌症免疫療法開發待觀察，降評至持有，目標價 90 元，係基於 2024-2033F 風險調整淨現值推得。

1Q24 工作天數較少、折舊費用增加，毛利率低於預期

台康 1Q24 營收 2.2 億元，QoQ-51.9%/YoY+1.6%，季減主因 4Q23 認列 EG12014 歐洲取證的里程碑金，基期較高，且農曆春節工作天數較少，汐止廠順勢在 2-3 月歲修；竹北廠哺乳動物細胞新產能加入，使營業折舊費用增加，毛利率 8.1%，低於元大/市場預期 27.5ppt/10.7ppt；費用管控得宜，營業損失 2.14 億元，符合預期；業外認列匯兌利益 7,500 萬元、利息收入 3,400 萬元，歸屬母公司淨損 1.04 億元，每股虧損 0.34 元，略優於預期。

EG12014 美國取證時程較前次延後一季

台康 Herceptin 生物相似藥 EG12014 在美國藥證申請，目前已完成三批培養液無菌充填確效，管理層預計在 2Q24 遞交補件，估計 4Q24 取得美國藥證，2025 年在美國上市，預估 4Q24 將認列 6.5 億元的里程碑金(較前次延後一個季度)。較晚進入市場的生物相似藥以更低的价格上市，可爭取到雙位數的市佔率，目前原廠藥在美國市佔率仍有 17%，惟上市時程延後，預期 EG12014 在歐美上市兩年後可取得高個位數市佔率(前次預估可達雙位數)，EPS 貢獻從 2024 年的 1.6 元逐年提升至 2027 年的 3.6 元。

EG1206A、癌症免疫療法開發仍待觀察，降評至持有

EG1206A 是全球開發進度前兩名的 Perjeta 生物相似藥，預估 2024 年將啟動臨床三期並對外授權，且樂觀預期 EG1206A 於 2027 年在歐美上市三年後市佔率可達 20%，EPS 貢獻從 2026 年的 3.7 元逐年提升至 2029 年的 13.9 元。EG1211X 和 EG1216X 是臨床前試驗階段的癌症免疫療法生物相似藥，由於開發時程仍不明朗，本次暫不納入其價值。由於折舊費用增加、產品開發時程延後，下調 2024/2025 年 EPS 至-1 元/-2.43 元。計算 2024-2033F 風險調整後總和每股淨現值，推得目標價 90 元，由於 EG12014 開發進度延遲，EG1206A、癌症免疫療法開發進度仍待觀察，降評至持有。

營運分析

1Q24 工作天數較少、折舊費用增加，毛利率低於預期

台康 1Q24 營收 2.2 億元，QoQ-51.9%/YoY+1.6%，季減主因 4Q23 認列 EG12014 歐洲取證的里程碑金 1.11 億元，基期較高，且農曆春節工作天數較少，汐止廠順勢在 2-3 月歲修(竹北廠也有安排歲修，但還可以運作)；竹北廠哺乳動物細胞新產能加入，使折舊費用增加，毛利率為 8.1%，QoQ-27ppt/YoY-9.8ppt，低於元大/市場預期 27.5ppt/10.7ppt；營業費用 2.32 億元，管控得宜，營業損失 2.14 億元，符合預期；業外認列匯兌利益 7,500 萬元、利息收入 3,400 萬元，歸屬母公司淨損 1.04 億元，每股虧損 0.34 元，略優於預期。

展望 2Q24，工作天數增加、CDMO 訂單逐漸回升，預估營收 2.23 億元，QoQ+1.5%/YoY+61.2%，毛利率 14.2%，較前次下調 21.7ppt，反映折舊費用增加、閒置產能較多的負面影響，惟費用可控、業外利息收入挹注，預估稅後每股虧損 0.7 元，虧損較前次預估收斂。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	216	457	220	-51.9%	1.6%	230	220	-4.6%	-0.1%
營業毛利	39	160	18	-88.8%	-53.9%	82	41	-78.2%	-56.8%
營業利益	-220	-356	-214	--	--	-193	-110	--	--
稅前利益	-203	-406	-104	--	--	-162	-55	--	--
稅後淨利	-203	-406	-104	--	--	-162	-55	--	--
調整後 EPS (元)	-0.67	-1.33	-0.34	--	--	-0.53	-0.18	--	--
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	17.9%	35.1%	8.1%	-27.0	-9.8	35.6%	18.8%	-27.5	-10.7
營業利益率	-101.9%	-78.0%	-97.4%	--	--	-83.9%	-50.0%	--	--
稅後純益率	-94.1%	-88.9%	-47.4%	--	--	-70.4%	-25.0%	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2024 年第 2 季獲利預估調整

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	138	220	223	1.5%	61.2%	240	288	-7.1%	-22.6%
營業毛利	-18	18	32	77.4%	--	86	59	-62.8%	-45.9%
營業利益	-256	-214	-248	--	--	-246	-108	--	--
稅前利益	-194	-104	-215	--	--	-213	-43	--	--
稅後淨利	-194	-104	-215	--	--	-213	-43	--	--
調整後 EPS (元)	-0.64	-0.34	-0.70	--	--	-0.69	-0.14	--	--
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	-13.0%	8.1%	14.2%	6.1	--	36.0%	20.4%	-21.7	13.1
營業利益率	-185.0%	-97.4%	-111.4%	--	--	-102.3%	-37.5%	-9.1	-
稅後純益率	-140.3%	-47.4%	-96.4%	--	--	-88.6%	-14.9%	-7.8	-

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

折舊費用增加，產品開發進度延後，下調 2024/2025 年 EPS 至-1 元/-2.43 元

目前台康在手訂單接近 10 億元，管理層表示 2023 年新簽約訂單金額達 12 億元，訂單將在 1.5-2 年消化，故 2024 年 CDMO 營收應可達 9 億元以上。此外，旗下 Herceptin 生物相似藥 EG12014 授權金總額 7,000 萬美元(包括簽約金 500 萬美元及里程碑金 6,500 萬美元)，會在歐美藥證取得時完全認完，截至 1Q24，帳上還有 6.68 億元還沒認列，預計 4Q24 取得 EG12014 美國藥證時可認列約 6.5 億元里程碑金。整體而言，竹北廠新產能開出使折舊費用增加，Herceptin 生物相似藥 EG12014 上市時程延後，下修 2024/2025 年營收 10.2%/46%至 16.39 億元/14.72 億元，營業費用維持高檔，下調 2024/2025 年 EPS 至-1 元/-2.43 元。

圖 3：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	1,639	1,825	1,472	2,726	-10.2%	-46.0%
營業毛利	816	1,078	462	1,611	-24.3%	-71.4%
營業利益	-519	-189	-883	282	-	-
稅前利益	-306	-58	-745	413	-	-
稅後淨利	-307	-58	-745	413	-	-
調整後 EPS (元)	-1.00	-0.19	-2.43	1.35	-	-
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	49.8%	59.1%	31.4%	59.1%	-9.3	-27.8
營業利益率	-31.7%	-10.3%	-60.0%	10.4%	-21.3	-70.4
稅後純益率	-18.7%	-3.2%	-50.6%	15.2%	-15.5	-65.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估

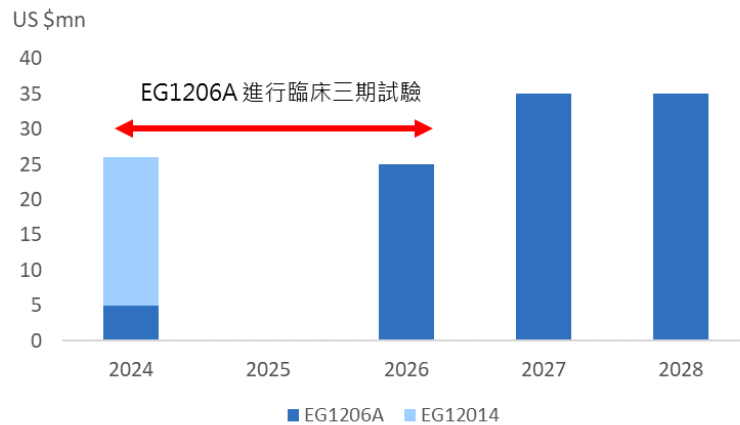
預計 2Q24 遞交 EG12014 補件申請，4Q24 取得美國藥證

台康 Herceptin (Trastuzumab)生物相似藥 EG12014 在美國藥證申請，仍有充填冷凍乾燥的製程及設備相關缺失待回覆補件。目前已完成三批培養液無菌充填確效，管理層預計在 2Q24 遞交補件，美國 FDA 將於收到補件申請後 6 個月內回覆藥證審查結果，估計 4Q24 取得美國藥證，2025 年在美國上市，預估 4Q24 將認列 6.5 億元的里程碑金(較前次延後一個季度)。由於歐美市場對於 Herceptin 生物相似藥使用已相當熟悉，較晚進入市場的生物相似藥以更低的價格上市，就可以爭取到雙位數的市佔率，目前銷售額市佔率較高的廠商為 Amgen (35%)及 Pfizer (29%)，其他生物相似藥廠市佔率亦穩步提升，主要瓜分原廠市佔率，目前原廠 Herceptin 在美國銷售額的市佔率仍有 17%，預期 EG12014 在歐美上市兩年後可取得高個位數市佔率，EPS 貢獻從 2024 年的 1.6 元逐年提升至 2027 年的 3.6 元。

預計 2024 年 EG1206A 將啟動臨床三期試驗，預估授權金達 1 億美元

原廠羅氏積極推動 Herceptin 與 Perjeta 合併用藥，以降低癌細胞產生抗藥性的機率，連帶推升 Perjeta、Phesgo (合併療法)銷售額，HER2 陽性乳癌合併用藥的治療趨勢，讓羅氏得以於眾多生物相似藥競爭下，在 Trastuzumab 用藥市場仍保有 40%市佔率。2023 年 Perjeta 銷售額約 41.3 億美元，年增 1%。Perjeta 生物相似藥 EG1206A 臨床一期藥物動力學(PK)數據正向，目前正在與歐美藥監局溝通，預計 2H24 將啟動臨床三期試驗，並洽談國際授權的細節，預估 EG1206A 授權金為 1 億美元(略高於 EG12014 的 7,000 萬美元)，台康可望於 2024/2026/2027/2028 年認列 5%/25%/35%/35%的授權金，惟授權時程仍待觀察，尚未納入獲利預估。由於 EG1206A 是全球開發進度前兩名的 Perjeta 生物相似藥，樂觀預期 EG1206A 於 2027 年在歐美上市三年後市佔率可達 20%，EPS 貢獻從 2026 年的 3.7 元逐年提升至 2029 年的 13.9 元。

圖 4：台康生物相似藥授權金營收預估

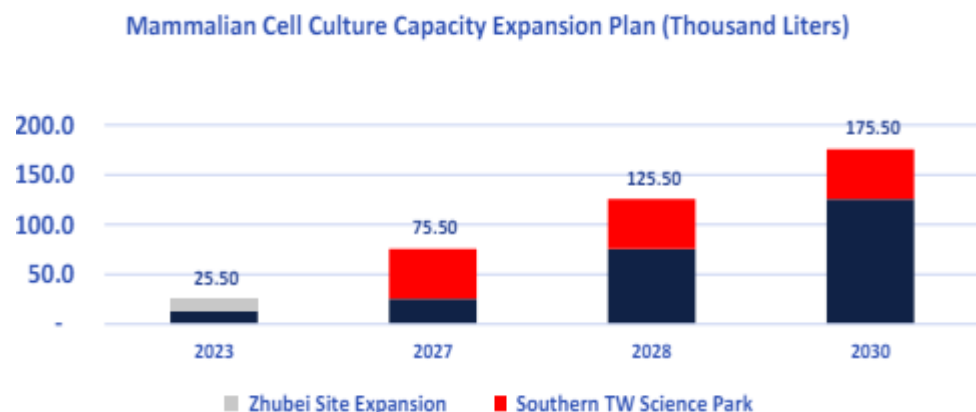


資料來源：元大投顧預估

CDMO 訂單自谷底復甦，專注於提升開發後期的產品合作案

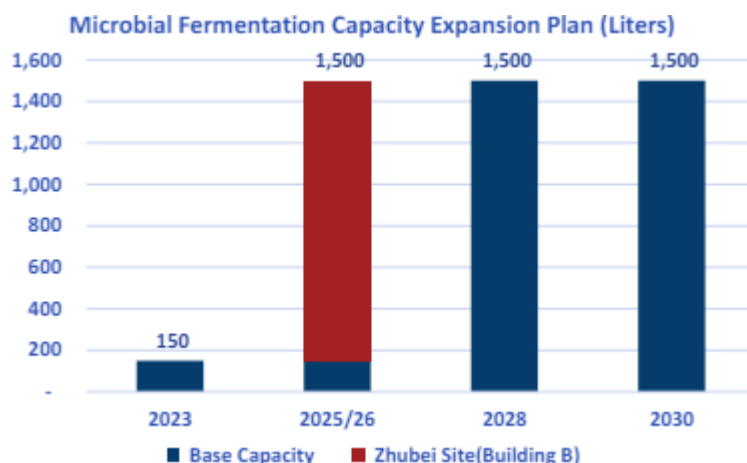
台康 2023 年 CDMO 營收約 8.81 億元，YoY-28%，主因新冠疫苗訂單減少，及新藥公司資金籌措不易，臨床試驗進度延後，加上削價競爭增加，CDMO 毛利率自疫情期間的 40-50% 下滑至 30-40%，但 4Q23 訂單已見好轉。目前台康在手訂單接近 10 億元，管理層表示 2023 年新簽約訂單金額達 12 億元，訂單將在 1.5-2 年消化，故 2024 年 CDMO 營收應可達 9 億元以上。1Q24 CDMO 簽約狀況平穩，通常 3Q-4Q 簽約金額較大，正在洽談的訂單金額超過 15 億元。台康汐止廠有一條微生物產線 150L，主要接洽日本客戶商業化產品代工訂單，目前維持滿載生產，2H24 預期要以兩班制供貨，穩定貢獻營收。汐止廠另有一條哺乳動物細胞產線(包括 2 個 200L 及 1 個 1,000L 哺乳動物細胞生物反應器)，管理層預期 2024 年接單生產的批次較 2023 年增加 20-30%。整體而言，目前汐止廠合計產能利用率達 70% 以上，較 2023 年的 50-60% 回升，受惠於既有客戶額外生產一些批次，以及早期案件的貢獻。竹北廠哺乳動物細胞產能總計 2.4 萬升，其中三樓有一條 1.2 萬升產線主要用於生產自主開發產品 EG12014、EG1206A 等 HER2 標靶藥物抗體，一條 1.2 萬升產線一年可以生產 20-40 批次。就整體 CDMO 接單來看，早期案子佔 40-50%、商業化量產產品佔 30-40%，剩餘 15-20% 是其他開發後期的案子(主要由竹北廠承接)，管理層未來希望提升開發後期的產品合作案比重。

圖 5：台康哺乳動物細胞產能及擴產時程



資料來源：公司資料

圖 6：台康微生物動物細胞產能及擴產時程



資料來源：公司資料

癌症免疫療法之生物相似藥開發為下一動能

台康除了專注於一系列 HER2 陽性乳癌標靶藥之生物相似藥開發，還有兩項臨床前試驗階段的生物相似藥開發，即 EG1211X 和 EG1216X，都是單株抗體，靶點分別是 PD-L1 和 CD38，分別應用於癌症免疫療法及血癌治療(圖 4)。EG1211X 是參照羅氏大藥廠的 Tecentriq (2023 年銷售額約 42 億美元；美國專利於 2032 年到期)的生物相似藥，而 EG1216X 是參照嬌生的 Darzalex (2023 年銷售額達 97 億美元；美國專利於 2035 年到期)的生物相似藥。目前國際生物相似藥授權金普遍落在 1-2 億美元，視開發進度而定，而授權方通常會享有藥品上市銷售後的權利金分潤，我們認為主因生物相似藥開發階段風險較低，但上市後競爭較一般新藥激烈，故產品授權價值多反映在上市後的銷售成果。我們預估台康 EG1211X 和 EG1216X 產品未來授權金分別為 1 億美元，產品上市後的銷售權利金分潤對於財務挹注有機會更大，主因對照藥物的全球銷售額達 35-80 億美元，而且仍持續成長中。

圖 7：台康研發中產品項目及進程

Product Code	Drug Class	Indication	Target	PROGRESS				Partner
				Pre-Clinical	Phase I	Phase II/III	MAA/BLA	
EG12014 (EIRGASUN®/HERWENDA®) Trastuzumab Biosimilar	Monoclonal Antibody	Cancer	HER2					
EG1206A Pertuzumab Biosimilar	Monoclonal Antibody	Cancer	HER2					Currently Confidential
EG12043 (TSY0110) Antibody Drug Conjugate	Antibody Drug Conjugate	Cancer	HER2					
EG13074 TRZ (SC formulation)	Monoclonal Antibody	Cancer	HER2					
EG13084 TRZ+PTZ (SC formulation)	Monoclonal Antibody	Cancer	HER2					
EG1211X IO	Monoclonal Antibody	Cancer	PD-L1					
EG1216X Hemato-oncology	Monoclonal Antibody	Cancer	CD38					
Specialty Biologics								
EG74032 CRM197 Carrier Protein	Carrier Protein for Vaccine Conjugates	N/A	Infectious/cancer					
EG74093 HRV 3C	HRV3C Enzyme	Cleavage Enzyme	His-Tag					

資料來源：公司資料

圖 8：癌症免疫療法全球銷售額排行

排名	產品名	標靶	製造商	2023 年銷售額	分類
				(US\$ bn)	
1	Keytruda	PD-1	Merck	25.0	免疫檢查點抑制劑
2	Darzalex	CD38	J&J	9.7	免疫調節劑
3	Opdivo	PD-1	BMS	9.0	免疫檢查點抑制劑
4	Revlimid	CRBN	Celgene	6.1	免疫調節劑
5	Tecentriq	PD-L1	Roche	4.2	免疫檢查點抑制劑

資料來源：公司資料

產業概況

為提高 HER 陽性乳癌的治療效果，原廠 Roche 已開發出一系列藥物及合併療法，包括 Perjeta®與 Kadcyla®。與 Trastuzumab 類似，Pertuzumab (或 Perjeta®)也設計為針對 HER2 蛋白作用，但特別設計為可預防 HER2 受體與癌細胞表面的其他 HER 受體配對。Perjeta 與 HER2 結合也可通知身體的免疫系統消滅癌細胞。美國、歐洲及某些國家已核准 Perjeta 合併 Herceptin 及化療，用於治療 HER2 陽性乳癌。此外，據了解 Perjeta 與 Herceptin 的作用機轉可以互補，而對 HER 訊息傳遞有更全面雙重阻斷效果，進而防止腫瘤細胞生長及存活。若患者接受 Perjeta 與 Herceptin 合併治療，僅需每三週施打一次 Herceptin，用藥頻率低於單獨使用 Herceptin 治療，近年多項 Trastuzumab 生物相似藥在歐美上市，快速侵蝕原廠藥 Herceptin 的市佔率，原廠 Roche 盡可能建議病人改為使用 Perjeta，或採用 Perjeta 與 Herceptin 合併治療，以減輕 Herceptin 銷售額下滑的衝擊。台康專注於開發一系列 HER2 標靶藥物之生物相似藥，與競爭同業差異化，旗下 5 項 HER2 標靶藥物候選藥，完美複製原廠 Roche 產品線，台康可望取得高個位數至雙位數市佔率，相關產品銷售額合計可達 11 億美元，自有開發產品銷售權利金分潤比例可達雙位數。

圖 9：HER2 標靶藥物治療資訊

產品名	主要成分	使用劑量	適應症	療程	核准地區	2023 銷售額 (CHF mn)
Herceptin	Trastuzumab	凍晶注射劑 150 毫克 凍晶注射劑 420 毫克	早期乳癌	持續治療 1 年，或直到出現疾病復發的現象為止，以先發生者為準。不建議延長早期乳癌治療超過一年。	US (2006) EU (2006)	1,626
			轉移性乳癌	持續治療直到出現疾病惡化為止。	US (1998) EU (2000)	
			轉移性胃癌	持續治療直到出現疾病惡化為止。	US (2010) EU (2010)	
Perjeta	Pertuzumab	注射液 420 毫克	早期乳癌	持續治療 1 年(總共 18 個療程)，或直到出現疾病復發的現象為止，或產生無法控制的毒性，以先發生者為準。	US (2017) EU (2018)	3,768
Kadcyla	Trastuzumab-DM1	凍晶注射劑 100 毫克 凍晶注射劑 160 毫克	轉移性乳癌	與 Herceptin 及 docetacel 合併治療。	US (2012) EU (2013)	1,966
			晚期乳癌或轉移性乳癌	每三個禮拜給藥一次，除非癌症惡化或產生不可接受的副作用。	US (2013) EU (2013)	
Phesgo	Trastuzumab & Pertuzumab	1,200 毫克/600 毫克 pertuzumab +600 毫克 trastuzumab	早期乳癌	每二個禮拜給藥一次，總共 14 個療程。	US (2019) EU (2019)	1,100
			早期乳癌	術前輔助治療：每 3 週一次，皮下注射 Phesgo 及靜脈輸注化療，共 3 到 6 個週期。 術後輔助治療：每 3 週一次，皮下注射 Phesgo 及靜脈輸注化療，持續治療 1 年(18 個療程)。	US (2020) EU (2020)	
			轉移性乳癌	與 docetacel 合併治療，每 3 週一次。		

資料來源：Roche、元大投顧

圖 10：台康開發中 HER2 標靶生物藥品

產品名	主要成分	適應症	治療標的	開發進度
EG12014	Trastuzumab Biosimilar	癌症	HER2	BLA
EG1206A	Pertuzumab Biosimilar	癌症	HER2	Phase I
EG13074	Trastuzumab New Formulation	癌症	HER2	Preclinical
EG13084	Trastuzumab & Pertuzumab	癌症	HER2	
TSY0110 (EG12043)	Trastuzumab-DM1 Biosimilar	癌症	HER2	Preclinical

資料來源：台康、元大投顧

台康計畫跨入癌症免疫療法藥物之生物相似藥開發，研發產品線將新增 4 款生物相似藥候選藥，瞄準 2028 年癌症免疫療法重磅藥物專利到期後，生物相似藥的龐大商機(圖 11)。

圖 11：2022-2030 年關鍵專利到期之重磅藥及仿製藥開發廠商概覽

Rank	藥名	適應症	關鍵專利到期年份	2023 年銷售額	仿製藥廠商
1	Keytruda	癌症免疫療法	2028	US\$ 25.0 bn ↑	PlantForm、NeuClone
2	Humira	類風濕性關節炎	2023	US\$ 14.4 bn ↓	Amgen、Pfizer、Mylan、Sandoz...
3	Eliquis	抗凝血劑	2027-2029	US\$ 12.2 bn ↑	Viatris、Micro Labs
4	Stelara	克隆氏症	2025-2026	US\$ 10.9 bn ↑	Celltrion、百奧泰、Epirus Biopharma
5	Eylea	濕式黃斑部病變	2025-2026	US\$ 9.1 bn ↓	Sandoz、Amgen、Samsung Bioepis
6	Opdivo	癌症免疫療法	2028	US\$ 9.0 bn ↑	NeuClone、Xbrane
7	Trulicity	糖尿病	2027-2029	US\$ 7.1 bn ↓	
8	Imbruvica	血癌	2027-2032	US\$ 6.7 bn ↓	Alvogen、Natco
9	Prolia/Xgeva	預防骨骼事件發生	2025-2026	US\$ 6.2 bn ↑	Sandoz、Samsung Bioepis、伊甸生醫
10	Revlimid	血癌	2026	US\$ 6.1 bn ↓	美時、Natco、Dr. Reddy's
11	Dolutegravir	HIV 感染	2027-2029	US\$ 5.4 bn ↓	Viatris、Laurus
12	Entyvio	潰瘍性結腸炎	2025-2026	US\$ 5.2 bn ↑	Alvotech/Advanz
13	Cosentyx	斑塊性乾癬	2025-2026	US\$ 5.0 bn ↑	百奧泰、上海君實生物
14	Ibrance	癌症	2027	US\$ 4.8 bn ↓	Aurobindo、Dr. Reddy's
15	Januvia/Janumet	糖尿病	2022-2023	US\$ 3.4 bn ↓	Viatris、Par pharma

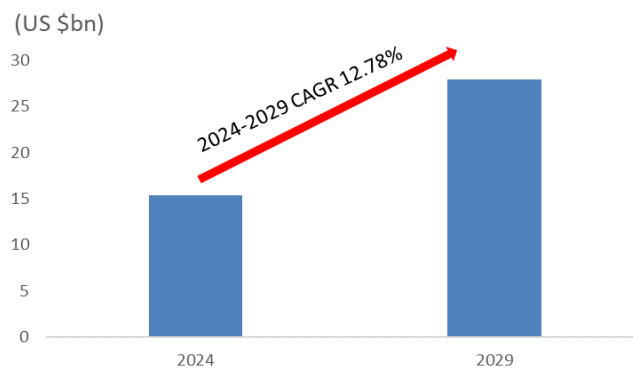
*欄位中箭頭顯示該藥物 2023 年銷售額 YoY 趨勢；藍底標註為蛋白質藥物。

資料來源：公司資料、元大投顧

生物藥品 CDMO 將蓬勃發展

根據 Mordor Intelligence 研究報告顯示，全球生物藥品委外生產服務(CDMO)市場規模預估將從 2024 年的 153.2 億美元，成長至 2029 年的 279.4 億美元，2024-2029 年 CAGR 達 12.78% (圖 12)。我們認為一大關鍵在於癌症免疫療法的快速興起，癌症免疫療法市場預估將從 2023 年的 964 億美元，成長至 2030 年的 1,881 億美元，2023-2030 年 CAGR 為 10%，反映癌症免疫療法利用免疫系統可辨識多種癌症抗原的多樣性，符合個人化醫療趨勢。而癌症免疫療法有 8 成是以抗體為基底的治療，未來除了既有抗體藥物專利到期後，將迎來龐大的生物相似藥商機，新作用機轉標靶藥物、抗體藥物複合體(ADC)、雙特異性抗體等新藥開發，皆可能委託具生物藥生產技術的 CDMO 廠商協助藥品開發及生產。

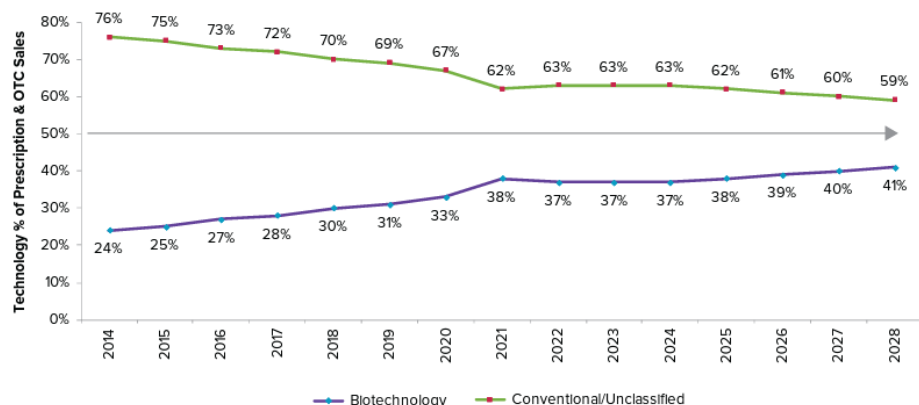
圖 12：全球生物藥 CDMO 市場 2024-2029 年 CAGR 達 12.78%



資料來源：Mordor Intelligence、元大投顧

2019 年全球生物藥品 CDMO 單位廠房有近 8 成以歐美國家為主，反映全球大型生物藥品專利陸續到期，以歐美為指標的各國醫療體系積極尋求高品質且具價格優勢的生物相似藥產品。台康擁有台灣最大的生物藥產能，在積極開發生物相似藥及 CDMO 業務下，公司計畫將其哺乳動物細胞年產能從目前的 2.55 萬升，分階段提升至 2030 年的 17.5 萬升，相當於目前三星生物的一半產能。我們認為生物相似藥及生物藥的開發還在快速成長階段，主因 1) 美國於 2015 年開始才有第一項生物相似藥上市；2) 全球生物藥銷售額佔比將從 2023 年的 37% 提升至 2028 年的 41% (圖 13)；且 3) 在前 100 名暢銷藥中，生物藥銷售額佔比自 2018 年以來穩定維持在 50% 以上。相比於小分子藥，生物藥技轉較困難、設備投資金額更高，讓生物藥 CDMO 廠商可與客戶建立長期合作關係，台廠與國際廠商強強結盟下，仍有機會在生物藥市場中取得不錯的市場份額。

圖 13：生物藥在藥品市場佔比逐年提升



資料來源：EvaluatePharma、元大投顧

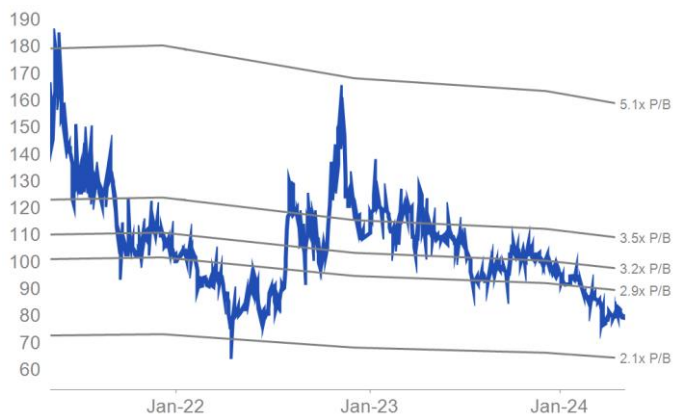
獲利調整與股票評價

台康為生物相似藥開發廠商，競爭廠商相對學名藥較少，產品生命週期達 5-10 年。由於目前尚無穩定獲利，採用風險調整淨現值評估台康價值，以反映 EG12014、EG1206A 等生物相似藥上市後帶來的業績成長及穩定現金流。以下就 EG12014、EG1206A、CDMO、癌症免疫療法等項目說明：

- **EG12014**：預估 2024/2025 年在歐洲/美國上市，作為 Herceptin 生物相似藥自原廠瓜分市佔率。2023 年美國/歐洲 Trastuzumab 生物相似藥市場規模為 20.3 億美元/7.38 億美元，並隨新的生物相似藥上市而成長。預估 EG12014 在歐美市佔率將從 2025 年的 2%逐年成長至 2028 年的 7-8%，而後市佔率持平。預估 EG12014 在歐美市場銷售額最高可達 2.4 億美元(較前次預估 4.25 億美元下修，反應市佔率假設的下調)。隨著生物相似藥上市，提供更低價的治療選擇，病患採用率提升，預估中國 Trastuzumab 市場規模從 2023 年的 3.95 億美元成長至 2033 年的 15.7 億美元。預估 EG12014 中國銷售額將從 2025 年(預估 2H25 上市)的 790 萬美元成長至 2033 年的 1.97 億美元。EG12014 已於 4Q23 取得歐洲藥證，預計 4Q24 取得美國藥證，成功機率定為 85% (前次為 95%)，隱含折現率為 9.4% (前次為 8.4%)。
- **EG1206A**：預估 2024 年國際授權，預估授權金為 1 億美元，2H24 啟動臨床三期，2026 年申請歐美藥證，2027 年上市，作為 Perjeta 生物相似藥自原廠瓜分市佔率，搶攻 41 億美元市場。由於其他大廠並未投入該產品研發，預期 EG1206A 上市後全球市佔率從 2027 年的 10%逐年提升至 2029 年的 20%，最高銷售額達 7 億美元。生物相似藥普遍開發成功機率為 50-70%，EG1206A 已進入臨床一期，風險較低，故將成功機率定為 80%，隱含折現率為 10.0%。
- **CDMO**：台康 2023 年 CDMO 營收約 8.81 億元，YoY-28%，主因新冠疫苗訂單減少，及新藥公司資金籌措不易，臨床試驗進度延後，但 4Q23 訂單已見好轉。接單逐年成長下，可帶動每年 CDMO 營收雙位數成長。2023 年底在手現金為 55 億元。
- **癌症免疫療法開發價值**：台康有兩項癌症免疫療法的生物相似藥在臨床前試驗階段，目前國際生物相似藥授權金普遍落在 1-2 億美元，預估兩項產品合計授權價值 2 億美元。考量癌症免疫療法產品的開發階段仍在臨床前試驗階段，本次暫不納入評價，待開發進度更明確，再行評估。

採用 8%折現率(相當於過去 5 年台康 WACC 5.5-10.5%區間平均值)，並納入 2023 年底在手現金約 55 億元，計算 2024-2033F 風險調整後總和每股淨現值為 90 元，給予目標價 90 元。由於 Herceptin 生物相似藥開發進度延遲，EG1206A、癌症免疫療法開發進度尚未明朗，給予「持有-超越同業」評等。

圖 14：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 15：台康評價 - EG12014、EG1206A 為 NPV 貢獻主要來源

產品/項目	最高營收 (百萬美元)	開發階段	風險調整淨現值(百萬元)	成功機率	預計上市時間	隱含折現率	每股淨現值(元)
EG12014	438	歐洲已核准；美國藥證審查中	8,030	85%	2024	9.4%	\$26
EG1206A	704	已完成臨床一期	16,134	80%	2026	10.0%	\$53
CDMO			3,123	100%		8.0%	\$10
產品/項目	授權價值	開發階段	風險調整淨現值(百萬元)	成功機率	預計上市時間	隱含折現率	每股淨現值(元)
2023 年底在手現金			5,553				\$18
營運調整 (包含費用與所得稅)			-5,489	100%		8.0%	-\$18
各項淨現值合計 (百萬元)			39,505				\$90
股數 (百萬股)		304.9					
風險調整後總合每股淨現值 (2024-2033F)							\$90

資料來源：元大投顧

圖 16：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
台康生技	6589 TT	持有-超越同業	80.0	765	(0.38)	(3.00)	(1.00)	--	--	--	--	--	--
國際同業													
Amgen	AMGN US	未評等	300.2	173,697	12.2	12.7	20.0	24.7	23.7	15.0	17.8	3.9	58.0
Coherus	CHRS US	未評等	1.9	233	(3.8)	(2.5)	(0.3)	--	--	--	--	--	--
三星生物	207940 KS	未評等	726000.0	44,244	11442.2	12037.2	13411.4	63.5	60.3	54.1	94.6	5.2	11.4
Celltrion	068270 KS	未評等	178900.0	29,209	3813.2	3701.9	4547.0	46.9	48.3	39.3	(6.7)	(2.9)	22.8
復宏漢霖	2696 HK	未評等	18.8	944	(1.5)	1.2	1.2	--	16.3	15.9	--	--	2.8
國際同業平均								45.0	37.2	31.1	35.2	2.1	23.8
國內同業													
永昕	4726 TT	未評等	44.3	254	(0.6)	(1.8)	(1.5)	--	--	--	--	--	--
中裕	4147 TT	未評等	89.1	741	(1.1)	(0.7)	1.3	--	--	71.3	--	--	--
浩鼎	4174 TT	未評等	58.8	515	(7.6)	(7.6)	--	--	--	--	--	--	--
醴聯	4168 TT	未評等	26.3	94	(1.8)	(1.7)	--	--	--	--	--	--	--
國內同業平均								--	--	71.3	--	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 17：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
台康生技	6589 TT	持有-超越同業	80.0	765	(1.1)	(8.8)	(3.2)	35.11	32.73	31.81	2.3	2.4	2.5
國際同業													
Amgen	AMGN US	未評等	300.2	173,697	184.7	137.6	110.5	6.8	11.6	20.2	44.1	25.8	14.9
Coherus	CHRS US	未評等	1.9	233	295.8	--	(47.7)	(1.8)	(1.7)	0.4	(1.1)	(1.1)	4.7
三星生物	207940 KS	未評等	726000.0	44,244	11.4	9.1	9.7	128815.6	138119.2	148016.8	5.6	5.3	4.9
Celltrion	068270 KS	未評等	178900.0	29,209	13.4	5.0	14.4	29973.2	81950.1	35057.6	6.0	2.2	5.1
復宏漢霖	2696 HK	未評等	18.8	944	(35.4)	29.7	17.9	3.4	4.4	--	5.5	4.3	--
國際同業平均					94.0	45.4	20.9				12.0	7.3	7.4
國內同業													
永昕	4726 TT	未評等	44.3	254	(5.8)	(26.7)	--	12.4	10.1	8.0	3.6	4.4	5.6
中裕	4147 TT	未評等	89.1	741	(9.5)	(6.5)	7.2	10.8	10.0	12.6	8.3	8.9	7.1
浩鼎	4174 TT	未評等	58.8	515	(44.2)	(41.3)	--	13.5	16.6	--	4.4	3.5	--
醴聯	4168 TT	未評等	26.3	94	(11.9)	--	--	13.9	0	--	1.9	--	--
國內同業平均					(17.8)	(24.9)	7.2				4.5	5.6	6.3

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

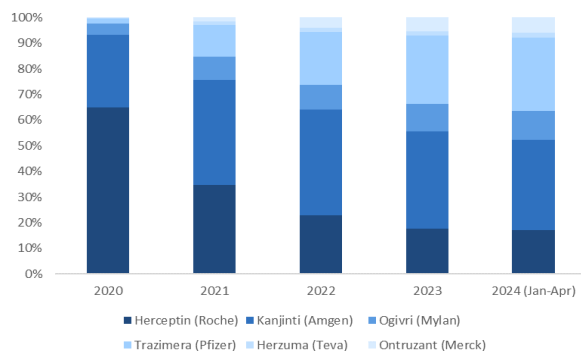
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	220	223	257	940	291	354	385	442	1,639	1,472
銷貨成本	(202)	(191)	(201)	(230)	(241)	(234)	(251)	(284)	(824)	(1,010)
營業毛利	18	32	56	710	50	120	134	158	816	462
營業費用	(232)	(280)	(376)	(447)	(381)	(333)	(329)	(302)	(1,335)	(1,345)
營業利益	(214)	(248)	(320)	263	(331)	(214)	(194)	(144)	(519)	(883)
業外利益	110	33	35	34	35	34	35	35	213	138
稅前純益	(104)	(215)	(285)	297	(296)	(180)	(159)	(109)	(306)	(745)
所得稅費用	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	(104)	(215)	(285)	297	(296)	(180)	(159)	(109)	(307)	(745)
調整後每股盈餘(NT\$)	(0.34)	(0.70)	(0.93)	0.97	(0.97)	(0.59)	(0.52)	(0.36)	(1.00)	(2.43)
調整後加權平均股數(百萬股)	306	306	306	306	306	306	306	306	306	306
重要比率										
營業毛利率	8.1%	14.2%	21.8%	75.5%	17.0%	33.8%	34.9%	35.8%	49.8%	31.4%
營業利益率	-97.4%	-111.4%	-124.6%	28.0%	-113.9%	-60.4%	-50.5%	-32.5%	-31.7%	-60.0%
稅前純益率	-47.2%	-96.4%	-111.0%	31.6%	-101.6%	-50.9%	-41.4%	-24.8%	-18.7%	-50.6%
稅後純益率	-47.4%	-96.4%	-111.0%	31.6%	-101.6%	-50.9%	-41.4%	-24.8%	-18.7%	-50.6%
有效所得稅率	--	--	--	0	--	--	--	--	0	0
季增率(%)										
營業收入	-51.9%	1.5%	15.2%	265.8%	-69.0%	21.6%	8.8%	14.8%		
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--		
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	--		
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	--		
年增率(%)										
營業收入	1.6%	61.2%	21.5%	105.9%	32.5%	58.7%	49.8%	-53.0%	60.3%	-10.2%
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

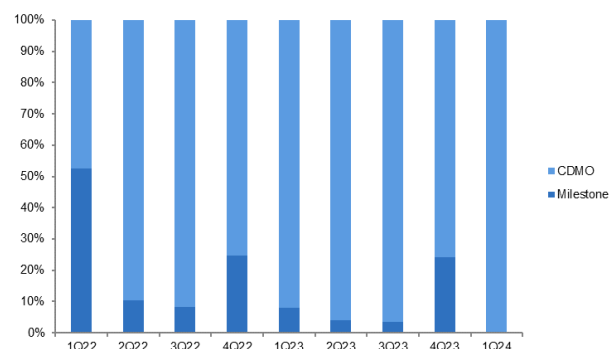
台康生技成立於 2012 年，前身為「生技中心之蛋白質藥物先導工廠」，主要從事生技藥品委託開發生產服務(CDMO)、產品合作開發雙軌模式進行，主要為下游生技與製藥公司提供生技產品開發及製造相關服務。台康之核心競爭力為亞洲少數能同時擁有哺乳類動物細胞(Mammalian cell)和微生物細胞(Microbial cell)兩大蛋白質表現系統，此外還擁有完整的下游蛋白質純化系統，提供臨床試驗用藥物試驗藥品之生產，以及擴建可供上市後商業化量產之廠房。

圖 19：生物相似藥持續瓜分 Herceptin 原廠市佔率



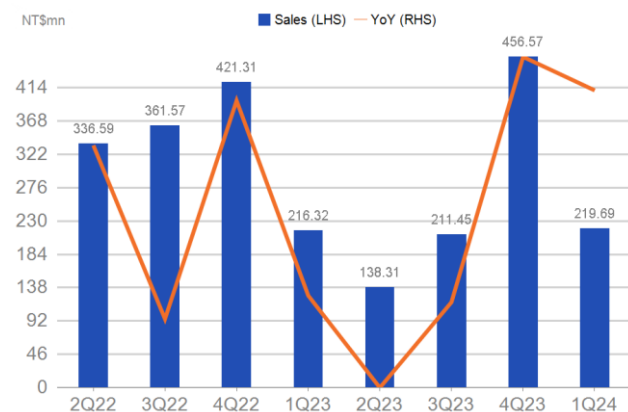
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：營收組成



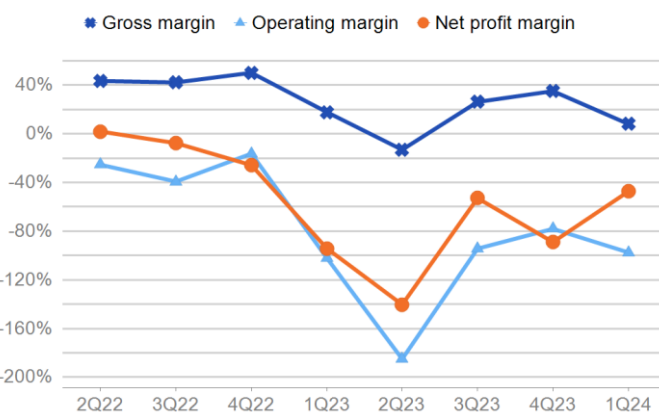
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



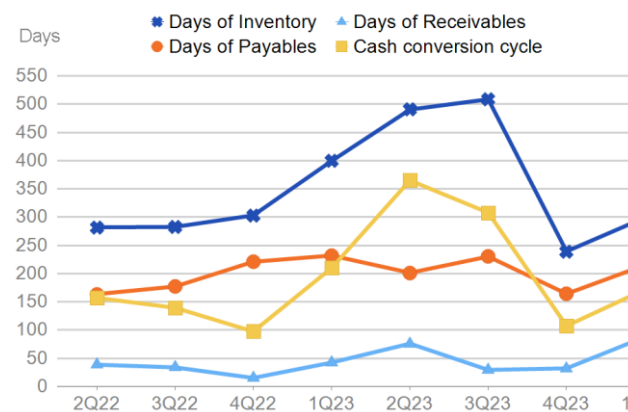
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



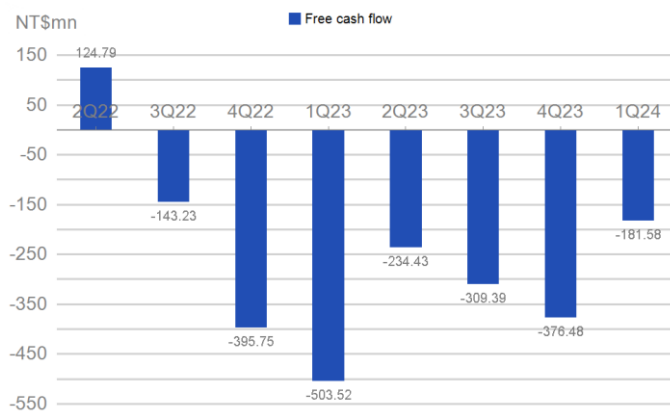
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**台康整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為落後的位置，但在生物技術行業的公司中排名略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**台康的整體曝險屬於中等水準，但仍略為落後於生物技術行業的平均水準。台康較需要改善的 ESG 議題包含產品治理、基本服務獲取和商業道德等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**台康在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等，信息披露很差，表明對投資者和公眾的責任不夠，台康有一些舉措來管理與重大 ESG 問題相關的風險，但缺乏關鍵領域的政策和計劃。儘管如此，台康尚未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 25：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	27.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	42.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	38.3
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	51

資料來源：Sustainalytics (2024/5/29)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

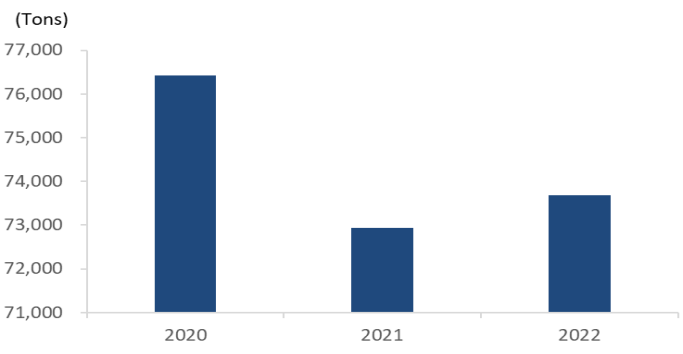
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

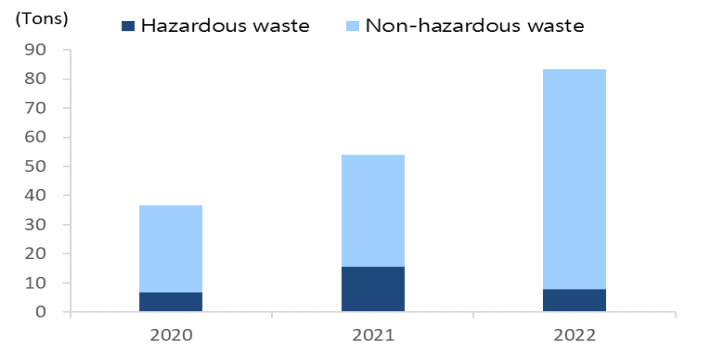
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 26：自來水用水量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 27：廢棄物排放量



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	6,625	6,127	5,053	3,677	2,013
存貨	414	739	681	980	1,041
應收帳款及票據	80	33	256	171	243
其他流動資產	1,951	1,389	926	376	376
流動資產	9,070	8,288	6,916	6,104	4,573
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,887	2,609	3,338	4,036	4,843
無形資產	20	28	28	0	0
其他非流動資產	464	922	881	887	887
非流動資產	2,371	3,559	4,247	4,923	5,729
資產總額	11,441	11,847	11,163	11,027	10,302
應付帳款及票據	86	135	80	113	133
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	617	596	628	378	378
流動負債	703	731	707	492	512
長期借款	0	120	120	473	473
其他負債及準備	309	313	317	323	323
長期負債	309	433	438	796	796
負債總額	1,012	1,164	1,145	1,288	1,308
股本	3,004	3,043	3,061	3,062	3,062
資本公積	10,476	7,734	7,830	7,851	7,851
保留盈餘	(2,974)	(116)	(915)	(1,222)	(1,966)
什項權益	(78)	21	42	48	48
歸屬母公司之權益	10,429	10,683	10,017	9,739	8,994
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	10,429	10,683	10,017	9,739	8,994

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	(43)	(116)	(915)	(307)	(745)
折舊及攤提	185	205	239	324	408
本期營運資金變動	(214)	(230)	(217)	(181)	(113)
其他營業資產 及負債變動	42	(7)	45	5	0
營運活動之現金流量	(30)	(148)	(849)	(159)	(450)
資本支出	(167)	(346)	(575)	(1,214)	(1,214)
本期長期投資變動	0	0	0	(369)	0
其他資產變動	(1,590)	(130)	356	5	0
投資活動之現金流量	(1,757)	(476)	(219)	(1,587)	(1,214)
股本變動	940	40	17	0	0
本期負債變動	(718)	120	0	373	0
現金增減資	8,230	0	0	0	0
支付現金股利	--	--	--	0	0
其他調整數	(948)	(35)	(24)	(4)	0
融資活動之現金流量	7,504	125	(7)	369	0
匯率影響數	0	0	1	0	0
本期產生現金流量	5,717	(499)	(1,074)	(1,376)	(1,664)
自由現金流量	(197)	(493)	(1,424)	(1,373)	(1,664)

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	1,697	1,481	1,023	1,639	1,472
銷貨成本	(604)	(725)	(786)	(824)	(1,010)
營業毛利	1,093	756	237	816	462
營業費用	(1,151)	(1,087)	(1,269)	(1,335)	(1,345)
推銷費用	(34)	(51)	(62)	(60)	(60)
研究費用	(894)	(800)	(952)	(1,004)	(1,000)
管理費用	(224)	(237)	(254)	(271)	(285)
其他費用	(1)	0	0	0	0
營業利益	(58)	(331)	(1,032)	(519)	(883)
利息收入	0	0	0	138	138
利息費用	(21)	(10)	(10)	(7)	(7)
利息收入淨額	(21)	(10)	(10)	131	131
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(10)	127	(9)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	48	99	138	82	8
稅前純益	(41)	(114)	(914)	(306)	(745)
所得稅費用	(1)	(1)	(2)	0	0
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	(43)	(116)	(915)	(307)	(745)
稅前息前折舊攤銷前淨利	165	101	(664)	(196)	(475)
調整後每股盈餘 (NT\$)	(0.18)	(0.38)	(3.00)	(1.00)	(2.43)

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	58.4	(12.8)	(31.0)	60.3	(10.2)
營業利益	--	--	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	--	(39.0)	--	--	--
稅後純益	--	--	--	--	--
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	64.4	51.1	23.2	49.8	31.4
營業利益率	(3.4)	(22.3)	(100.9)	(31.7)	(60.0)
稅前息前淨利率	(3.7)	(8.4)	(90.4)	(31.7)	(60.0)
稅前息前折舊攤銷前淨利率	9.7	6.8	(65.0)	(11.9)	(32.3)
稅前純益率	(2.4)	(7.7)	(89.3)	(18.7)	(50.6)
稅後純益率	(2.5)	(7.8)	(89.5)	(18.7)	(50.6)
資產報酬率	(0.6)	(1.0)	(8.0)	(2.8)	(7.0)
股東權益報酬率	(0.7)	(1.1)	(8.8)	(3.2)	(8.3)
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	9.7	10.9	11.4	13.2	14.5
淨負債權益比(%)	(63.5)	(56.2)	(49.2)	(42.1)	(27.1)
利息保障倍數 (倍)	(1.0)	(10.9)	(86.8)	0	0
流動比率 (%)	1289.8	1133.9	977.9	1241.5	893.8
速動比率 (%)	1215.9	1015.9	868.4	1042.2	690.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(6,625)	(6,006)	(4,933)	(4,104)	(2,440)
調整後每股淨值 (NT\$)	34.70	35.11	32.73	31.81	29.38
評價指標 (倍)					
本益比	--	--	--	--	--
股價自由現金流量比	--	--	--	--	--
股價淨值比	2.3	2.3	2.4	2.5	2.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	148.4	243.3	--	--	--
股價營收比	14.4	16.5	23.9	14.9	16.6

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

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。

台康生技 (6589 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

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.