

2024 年 6 月 17 日

研究員：李惟宇 Winnie.Lee@cim.capital.com.tw

前日收盤價	248.50 元
目標價	
3 個月	290.00 元
12 個月	290.00 元

## 昱展新藥(6785 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

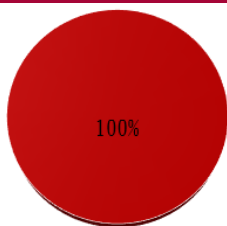
### ALA-1000 臨床持續推進，並可期待 2H24 完成中國授權

**投資建議：**群益看好昱展 In-Relar 平台的競爭力，其所研發的藥物因為體積小、單位有效劑量高，搭配緩釋特性，將讓患者施打從屬性提升。未來銷售上，其所授權的 Indivior 為全球最大鴉片類成癮藥物銷售通路，未來藥品銷售無虞，更確立藥品上市後，昱展每年收到的銷售分潤將可為其帶來穩定現金流。短線來看，2H24 有望完成 ALA-1000 中國授權，2025 年完成動物用藥授權，其他產品持續發展下，2026 年後其他藥品的授權有望逐一實現，長線展望無虞，故投資建議為 Buy，目標價 290 元(NPV X 1)。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	668
市值(億元)	166
目前每股淨值(元)	38.71
外資持股比(%)	9.58
投信持股比(%)	0.17
董監持股比(%)	23.89
融資餘額(張)	--
現金股息配發率(%)	22.35

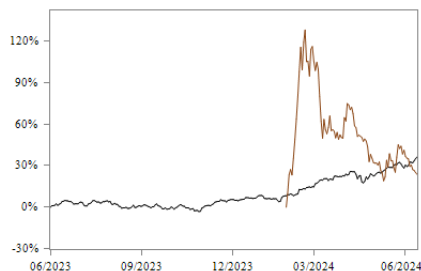
### 營收組合



■ 授權金

### 股價相對大盤走勢

— 6785 — TWSE



**看好授權夥伴實力，ALA-1000 上市銷售表現可期：**昱展本次授權對象為全球最大鴉片類成癮藥物銷售通路—Indivior，其擁有暢銷多年的 SUBOXONE (短效舌下薄膜)及 SUBLOCADE (長效皮下針劑)，由於長效針劑可解決忘記服藥、提高用藥便利性等優勢，自 2018 年推出以來，SUBLOCADE 銷售額穩健提升，更於 2023 年超越 SUBOXONE，Indivior 更預估 SUBLOCADE 銷售高峰時年營收將超過 15 億美元。可想見 ALA-1000 在 Indivior 帶領下，推出後的通路布局將加快，銷售分潤規模可期。

**ALA-1000 或有望於 2H24 完成中國授權：**ALA-1000 尚有中國、港澳區域未授權，群益推估有望於 2H24 完成授權，由於中國為全球第二大藥品市場，若成功授權，對昱展長線獲利將帶來相當大的助益；ALA-1000 另已跨入動物疼痛治療市場，昱展規劃於 2H24 在台大醫院執行田間試驗，完成後即可領證，目前已與至少 3 家獸藥公司接洽，待蒐集數據後會啟動授權，群益預估最慢將於 2025 年完成授權。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	469	120	32	0	0	1	468	0	0	0	120	0
營業毛利淨額	469	120	32	0	0	1	468	0	0	0	120	0
營業利益	386	4	19	-16	-19	-14	435	-22	-25	-30	81	0
稅後純益	383	79	25	-17	-10	2	407	12	0	-13	80	4
稅後 EPS(元)	5.73	1.19	0.37	-0.25	-0.15	0.03	6.10	0.18	0.00	-0.19	1.20	0.06
毛利率(%)	100.00%	100.00%	100.00%	N.A	N.A	100.00%	100.00%	N.A	N.A	N.A	100.00%	N.A
營業利益率(%)	82.15%	3.25%	59.00%	N.A	N.A	-1,690.75%	92.76%	N.A	N.A	N.A	67.50%	N.A
稅後純益率(%)	81.53%	66.17%	78.02%	N.A	N.A	216.50%	86.97%	N.A	N.A	N.A	66.75%	N.A
營業收入 YoY/QoQ(%)	58,559.00%	-74.43%	-73.33%	N.A	N.A	N.A	58,459.00%	N.A	N.A	N.A	N.A	-100.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	-79.25%	-68.56%	N.A	N.A	N.A	23,423.85%	-97.04%	-100.00%	N.A	N.A	-94.69%

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 6.68 億元計算。

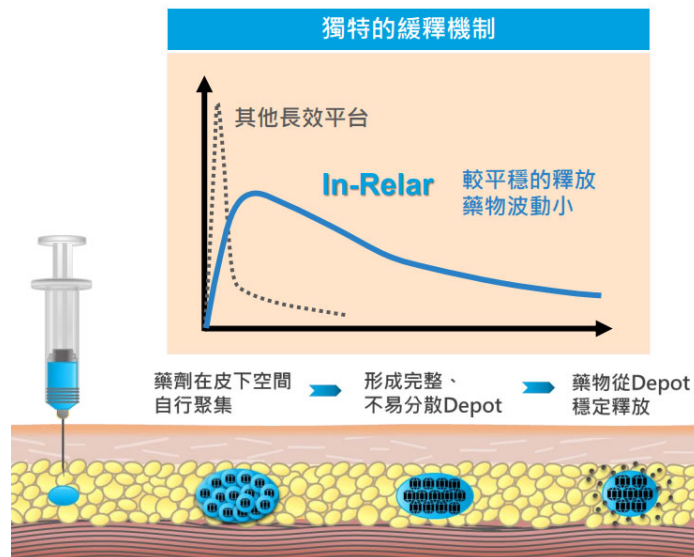
## 昱展 ESG：

昱展為新藥研發公司，並無從事生產製造項目，溫室氣體屬間接排放型態，使用電力產生之二氧化碳為主要排放來源，節能減碳策略以降低紙張用量、隨手關燈、調控空調溫度及落實資源回收為主；在環境方面，昱展定期派員參加環保署舉辦之毒化物管控宣導課程，業已設置毒化物專業應變通識級人員，符合「毒性及關注化學物質專業應變人員管理辦法」；為增加職場安全，會安排員工定期參與所駐中科管理局園區舉辦之消防防災演練、職業安全衛生人員進修訓練課程、毒性及關注化學物質管理法規宣導說明會，以及安排員工定期健康檢查。

## 公司簡介：

昱展成立於 2016 年，以中樞神經系統長效藥物及 505 (b)(2) 為產品開發主軸，董事長林東和擁有超過 40 年生技製藥產業經營經驗，擔任美時(1795 TT) 董事長期間，成功讓美時上櫃，並轉型為國際學名藥廠。昱展自行研發之長效注射針劑平台—原位重排複合體(In-situ Rearrangement, Long-Acting Release, In-Relar)，已用於開發治療鴉片類成癮症、難治型憂鬱症及帕金森氏症等長效藥物，此技術最大的特徵，在於不須透過高分子包覆藥物，節省了空間也增加了藥物單位含量，產品濃度高、黏度低，打入皮下後藥劑會自行聚集形成 Depot，達到長效、穩定釋放的效果(緩釋期長達 3~6 個月)，這些特性更衍伸出多個優勢，包含單位有效濃度高所以注射體積縮小、注射針頭更細、局部刺激有效降低等。

## 圖一、昱展 In-Relar 技術平台



資料來源：公司簡報；群益投顧彙整

## 隨 ALA-1000 商業化持續推進，將陸續認列里程碑金：

旗下進度最快的為 ALA-1000，可用於治療鴉片類成癮症、慢性疼痛，主成分為 Buprenorphine，為臨床用量最大的鴉片治療類藥物。

ALA-1000 於美國時間 03/03/2023 成功授權 Indivior，未來包含臨床實驗及最後的銷售都將全權交由 Indivior 負責，授權區域是全球(台灣、中國、香港、澳門除外)人體適應症市場，總授權金達 8.62 億美元，未來銷售將另外認列

2024 年 6 月 17 日

10~15%銷售分潤，目前已收到1,500萬美元的簽約與履約金，其餘里程碑金則會於進入美國臨床三期、送NDA、美國外送NDA、領證、美國外領證分次認列。

表一、ALA-1000 產品授權摘要

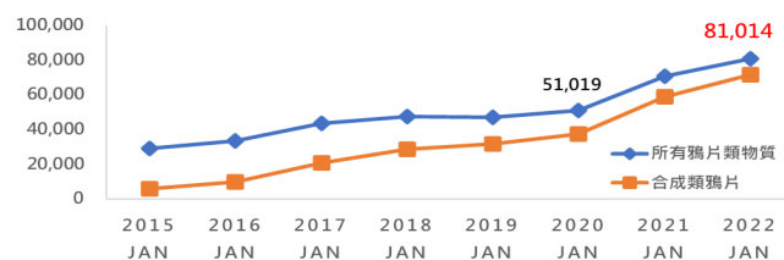
授權標的	Buprenorphine長效針劑 (人用藥)
授權區域	全球 (除台灣、中國、港澳)
授權金 (美元)	<ul style="list-style-type: none"> <li>簽約與履約金合計: <b>1,500萬</b> (已入帳)</li> <li>研發里程碑金合計: <b>5,500萬</b> (第一項產品)</li> <li>研發里程碑金合計: <b>4,200萬</b> (第二、三項產品)</li> <li>銷售里程碑合計: <b>每項產品\$ 2.5億 (共3項)</b></li> <li>銷售分潤: <b>10%~15%</b></li> </ul>
授權金總額達 <b>8.62億美元</b> (另加10-15%銷售分潤)	

資料來源：公司簡報；群益投顧彙整

## 全球鴉片類物質成癮問題嚴重：

全球鴉片類物質成癮問題日益嚴重，其中美國鴉片類物質導致的死亡人數更在新冠疫情期間進一步惡化，並被列為國安問題，根據美國疾管局 (Centers for Disease Control and Prevention, CDC) 數據，2020年至2023年鴉片類服用過量致死人數從 5.1 萬人增加至超過8萬人，持續增加的需求人口也支持鴉片治療類藥物市場成長。

圖二、美國因鴉片類藥物過量致死人數



資料來源：Vital Statistics Rapid Release - Provisional Drug Overdose Data, CDC, updated 2023；公司簡報；群益投顧彙整

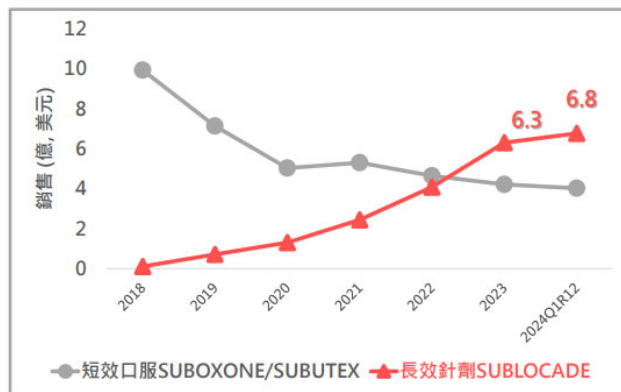
## 看好授權夥伴實力，ALA-1000 上市銷售表現可期：

昱展本次授權對象為全球最大鴉片類成癮藥物銷售通路—Indivior，其擁有暢銷多年的SUBOXONE (短效舌下薄膜)及SUBLOCADE (長效皮下針劑)，由於長效針劑可解決忘記服藥、提高用藥便利性等優勢，自2018年推出以來，SUBLOCADE銷售額穩健提升，更於2023年超越SUBOXONE，Indivior更預估SUBLOCADE銷售高峰時年營收將超過15億美元。

可想見 ALA-1000 在 Indivior 帶領下，推出後的通路布局將加快，銷售分潤

規模可期。

圖三、Indivior 旗下長效及短效藥物銷售額變化



資料來源：Indivior；公司簡報；群益投顧彙整

## ALA-1000 已跨入動物疼痛治療市場：

昱展另有多項產品研發中，包含：1) ALA-3000，難治型憂鬱症治療針劑，最快可於3Q24完成補件，並啟動美國TRD患者臨床試驗；2) ALA-2000，酒精成癮治療針劑；3) ALA-4000，長效帕金森氏症治療針劑，總市場價值超過百億；4) ALA-5000，思覺失調症，已完成臨床前可行性試驗，市場競品只有肌肉注射及口服劑型，2023年總銷售額高過101億美元，市面上尚無昱展擅長的長效皮下注射針劑，對比肌肉注射型將可有效降低施打體積。其自創的In-Relar 技術平台仍可持續尋找潛力藥物進行開發，顯見公司發展前景明確。

ALA-1000另可用於動物疼痛治療，昱展已規劃於2H24在台大醫院執行田間試驗，完成後即可領證，目前已與至少3家獸藥公司接洽，待蒐集數據後會啟動授權，群益預估最慢將於2025年完成授權。

表二、昱展產品線

產品	適應症	釋放週期	Preclinical	Phase I/II	Phase III	進展說明
ALA-1000 (Buprenorphine)	鴉片類成癮症/ 疼痛治療*	1個月 ≥ 3個月				EOP II meeting 伴侶動物功效試驗 授權Indivior*
ALA-1300 (Buprenorphine)	鴉片類成癮症/ 疼痛治療*	2週				前臨床試驗 授權Indivior*
ALA-2000 (Naltrexone)	酒精成癮/ 鴉片類成癮症	> 1個月				處方開發 完成動物試驗驗證 專利佈局
ALA-3000 (Ketamine)	難治型憂鬱症	1個月				pre-IND meeting 美國臨床I期IND送件
ALA-4000 (Apomorphine)	帕金森氏症	>1週				概念驗證 製劑優化、藥動試驗
ALA-5000 (第三代抗精神病藥物)	思覺失調症	1個月				概念驗證 製劑優化、藥動試驗

\*本公司與Indivior簽署Buprenorphine長效注射劑產品開發與商業化之全球獨家授權協議（中國、香港、澳門、台灣除外）。  
本公司對Buprenorphine長效注射劑產品（包含疼痛適應症）的開發與商業化權利將限於本公司保留權利之區域市場（即中國、香港、台灣、澳門）。

資料來源：公司簡報；群益投顧彙整

## ALA-1000 或有望於 2H24 完成中國授權：

展望未來，Indivior 正在為 ALA-1000 的臨床三期進行優化原料藥與製劑成品製造等，並預估最晚於 1Q26 推進臨床三期，屆時昱展將可認列一筆里程碑金，且目前僅授權人用藥，可期待 2025 年動物藥的授權；另一方面，目

2024 年 6 月 17 日

前尚有中國、港澳區域未授權，群益推估有望於 2H24 完成授權，由於中國為全球第二大藥品市場，若成功授權，對昱展長線獲利將帶來相當大的助益。

## 投資建議為 Buy：

群益看好昱展 In-Relar 平台的競爭力，其所研發的藥物因為體積小、單位有效劑量高，搭配緩釋特性，將讓患者施打從屬性提升。未來銷售上，其所授權的 Indivior 為全球最大鴉片類成癮藥物銷售通路，未來藥品銷售無虞，更確立藥品上市後，昱展每年收到的銷售分潤將可為其帶來穩定現金流。短線來看，2H24 有望完成 ALA-1000 中國授權，2025 年完成動物用藥授權，其他產品持續發展下，2026 年後其他藥品的授權有望逐一實現，長線展望無虞，故投資建議為 Buy，目標價 290 元(NPV X 1)。



## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## 【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。