

藥華藥 (6446 TT) PharmaEssentia

NCCN 推薦助攻美國新藥銷售，日本市場為營運成長第二隻腳

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月)：NT\$810.0

收盤價 (2024/08/05)：NT\$606.0
隱含漲幅：33.7%

營收組成 (2Q24F)

美洲 84%、日本 8%、歐洲 4%、其他 4%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	810.0	380.0
2024年營收 (NT\$/十億)	10.4	9.5
2024年EPS	8.8	7.2

交易資料表

市值	NT\$206,520百萬元
外資持股比率	21.1%
董監持股比率	11.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$79.39
負債比	10.4%
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	2,882	5,106	10,388	16,833
營業利益	-2,028	-1,913	2,693	7,708
稅後純益	-1,375	-624	3,017	6,857
EPS (元)	-4.84	-1.93	8.84	20.09
EPS YoY (%)	--	--	--	127.3
本益比 (倍)	--	--	68.6	30.2
股價淨值比 (倍)	15.1	8.6	7.6	6.1
ROE (%)	-16.8	-3.5	11.1	20.2
現金殖利率 (%)	0	0	0.4%	1.0%
現金股利 (元)	0	0	2.65	6.03

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

◆ 美、日新藥銷售成長強勁，預估 2Q24/3Q24 EPS 季增 32%/90%。

◆ 6/1 起 Besremi 在日本處方量放寬，一年自付額降至原來的 1/3，預估日本平均用藥人數將從 2024 年 300 人逐年成長至 2027 年 1,590 人。

◆ 美國治療指南有利 Besremi 拓展低風險 PV 治療市場，上調 2024/25 年 EPS 27%/36%至 8.84 元/20.09 元，同步上調目標價至 810 元。

美國、日本新藥成長強勁，預估 2Q24 EPS 季增 32%

藥華藥 2Q24 營收 23.06 億元，QoQ+39.5%/YoY+82.4%，推估 2Q24 底美國/日本用藥人數逾 1700 人/250 人，較上季底成長 33%/109%，預估毛利率為 88.7%，營收規模提升下，預估營業利益為 2.96 億元，較前季的 1,760 萬元大幅成長，預估稅後淨利達 4.37 億元，QoQ+32%/YoY 虧轉盈，EPS 1.28 元，上調 6.2%。7 月營收 8.8 億元，MoM+3.7%/YoY+97.3%，受惠於美國地區持續成長，上調 3Q24 營收預估 12.7%至 28.52 億元，QoQ+24%/YoY+118%，EPS 2.44 元，QoQ+90%/YoY+264%，上調 39%。

單次處方量提升使病患負擔下降，日本為營運成長第二隻腳

真性紅血球增生症(PV)新藥 Besremi 在日本上市第一年日本病患需要每 14 天到醫院打一針，並負擔 3 成藥價，Besremi 於 2024/6/1 在日本上市滿一年，新藥處方量放寬至一次可以拿三個月藥量，一年病患自付總額只要原來的三分之一，有望提升病患採用意願。預估日本 Besremi 平均用藥人數將從 2024 年約 300 人逐年成長至 2027 年約 1,590 人，Besremi 日本市場營收貢獻將從 2024 年的 3,000 萬美元逐年成長至 2027 年的 1.59 億美元。

治療指南助攻低風險 PV 市場拓展，Besremi 市佔率持續提升

2024 年美國 NCCN 治療指南持續將 Besremi 列為低風險/高風險 PV 病患在細胞減滅療法的首選藥物，但將仿單外使用的競爭干擾素藥物 Pegasys 的推薦順序往後，可能促使醫生處方從 Pegasys 轉向 Besremi，藥華藥近期專注於拓展低風險 PV 治療市場，不僅讓目標族群增加 2-3 萬人，也可延後美國病患使用競爭藥物的時間，有利於 Besremi 在美國的市佔率提升。由於日本、美國用藥人數優於原先預期，上調 2024/2025 年 EPS 27%/36%至 EPS 8.84 元/20.09 元，YoY 虧轉盈/YoY+127%。以 2025-2036 年風險調整淨現值模型之評價 814 元，及 40 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 評價 804 元為基準，取兩者評價平均推得新目標價 810 元，調升至買進評等。

營運分析

美國、日本新藥成長強勁，加上匯兌利益挹注，預估 2Q24 EPS 季增 32%

藥華藥 2Q24 營收 23.06 億元，QoQ+39.5%/YoY+82.4%，優於元大預期 2%，受惠於 2024 年年初以來美國藥價上漲 6%至目前的一針 8,418 美元，且美國、日本新藥用藥人數強勁成長，我們推估 2Q24 底美國/日本用藥人數逾 1700 人/250 人，較上季底成長 33%/109%，日本用藥人數成長速度較美國更強勁，受惠於 Ropeg 自 6/1 起在日本單次處方箋用量的放寬，減輕病患自付額的負擔。預估 2Q24 毛利率為 88.7%，QoQ+0.4ppt/YoY-3.1ppt，年減主因去年同期認列拉丁美洲授權金，營收規模提升下，預估營業利益為 2.96 億元，較前季的 1,760 萬元大幅成長，業外估計認列匯兌利益 3,500 萬元，使得稅後淨利達 4.37 億元，QoQ+32%/YoY 虧轉盈，EPS 1.28 元，上調 6.2%。

圖 1：2024 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	1,265	1,653	2,306	39.5%	82.4%	2,262	2,306	2.0%	0.0%
營業毛利	1161	1460	2,046	40.1%	76.3%	2,020	2,055	1.3%	-0.4%
營業利益	(405)	18	296	1583.6%	-	299	299	-1.1%	-0.9%
稅前利益	(203)	335	547	63.4%	-	515	579	6.2%	-5.5%
稅後淨利	(203)	330	437	32.4%	-	412	498	6.2%	-12.1%
調整後 EPS (元)	(0.63)	0.97	1.28	32.4%	-	1.21	1.46	6.2%	-12.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	91.8%	88.3%	88.7%	0.4	-3.1	89.3%	89.1%	-0.6	-0.4
營業利益率	-32.0%	1.1%	12.8%	11.8	-	13.2%	12.9%	-0.4	-0.1
稅後純益率	-16.0%	20.0%	19.0%	-1.0	-	18.2%	21.6%	0.7	-2.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

美國、日本用藥人數持續成長，估 3Q24 營收季增 24%/年增 118%

藥華藥 7 月營收 8.8 億元，MoM+3.7%/YoY+97.3%，受惠於美國地區持續成長，也有歐洲銷貨收入貢獻，日本地區較上月持平，隨著 NCCN 治療指南推薦效益持續發酵，預估 3Q24 美國/日本用藥人數估增加約 274 人/138 人至約 2,000 人/400 人，預估 3Q24 營收為 28.52 億元，QoQ+23.7%/YoY+118.4%，較前次上調 12.7%，主要反映日本市場成長優於預期；預估毛利率為 89.5%，營業利益上調 54.7%至 8.26 億元，QoQ+179%/YoY 虧轉盈，預估 3Q24 EPS 2.44 元，QoQ+90.4%/YoY+264.3%，較前次上調 39%。

圖 2：2024 年第 3 季獲利預估調整

(百萬元)	3Q23A	2Q24F	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,306	2,306	2,852	23.7%	118.4%	2,532	2,601	12.7%	9.7%
營業毛利	1,184	2,046	2,554	24.8%	115.6%	2,276	2,327	12.2%	9.7%
營業利益	(651)	296	826	178.9%	-	534	439	54.7%	88.2%
稅前利益	191	547	1041	90.4%	445.6%	749	666	39.0%	56.3%
稅後淨利	199	437	833	90.4%	319.7%	600	563	39.0%	47.9%
調整後 EPS (元)	0.67	1.28	2.44	90.4%	264.3%	1.76	1.65	39.0%	47.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	90.7%	88.7%	89.5%	0.8	-1.1	89.9%	89.5%	-0.4	0.0
營業利益率	-49.8%	12.8%	28.9%	16.1	-	21.1%	16.9%	7.9	12.1
稅後純益率	15.2%	19.0%	29.2%	10.2	14.0	23.7%	21.7%	5.5	7.5

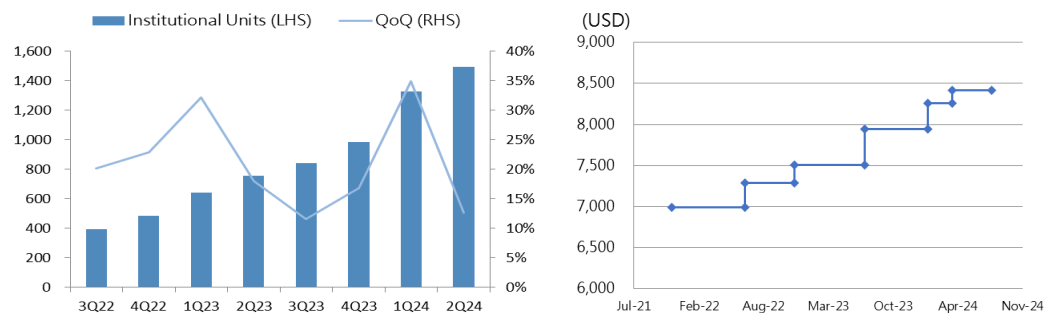
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

Besremi 已成為治療指南唯一同時在低風險及高風險 PV 病患治療的首選藥物

藥華藥在美國 PV 新藥行銷佈局上，得益於 1) 新藥保險覆蓋充足；2) 每年藥價穩定調漲，2024 年年初以來藥價上漲 6%至目前的一針 8,418 美元(2024/4/1 起)；及 3) NCCN 指引推薦順位往前。相比 2023 年，2024 年美國 NCCN 指引持續將 Besremi (Ropeginterferon alfa-2b-njft)列為低風險/高風險真性紅血球增生症(PV)病患在細胞減滅療法的首選藥物，但將仿單外使用(off-label use)的競爭干擾素藥物 Pegasys (Peginterferon alfa-2a)的推薦順序往後，這個變動將降低保險公司給付 Pegasys 用於治療 PV 病患的意願，過去美國有約 1.3 萬名 PV 病患使用 Pegasys 治療，這些病患若沒有保險給付，可能會促使醫生改為開立 Besremi 處方箋。

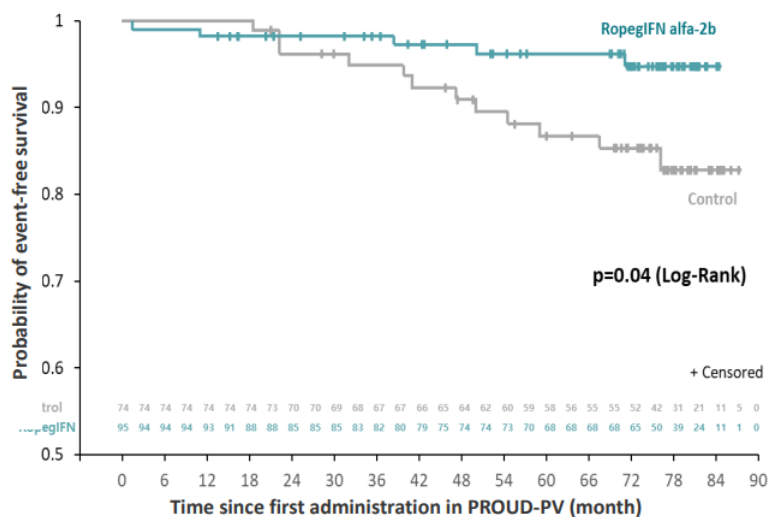
公司也更專注於說服美國醫生在低風險的 PV 病患就開始使用 Besremi (Ropeg)，基於以下臨床效益及優勢：1) 與最佳可用治療相比，使用 Ropeg 治療 PV 的無事件存活期超過 7.5 年(圖 4)；2) 在 Pegivera study 中顯示，使用 Ropeg 治療的 72 個月內，可顯著降低 JAK2V617F 等位基因負擔中位數(圖 5)，顯示 Ropeg 具有修復基因突變，並阻止疾病持續惡化的潛力；且 3) Ropeg 是美國 NCCN 治療指南中在低風險 PV 病患細胞減滅療法唯一被推薦的首選藥物。拓展低風險 PV 治療市場，不僅為公司讓目標病患人數增加 2-3 萬人至 12-13 萬人左右，也有助於延後美國 PV 病患使用 HU、Pegasys、Jakafi 等競爭藥物的時間，有利於 Besremi 在美國 PV 治療市場的市佔率提升。預估 2024 年美國 Besremi 用藥人數新增 1,000 人，在美國採用 Besremi 治療的 PV 病病人數將從 4Q23 的 1,200 人，逐季成長至 4Q24 的 2,200 人(YoY+83%)，並貢獻藥華藥 2024 年營收 84.7 億元，年增 91%。

圖 3：Besremi 美國處方箋數量逐季增長(左圖)；Besremi 美國藥價走勢(右圖)



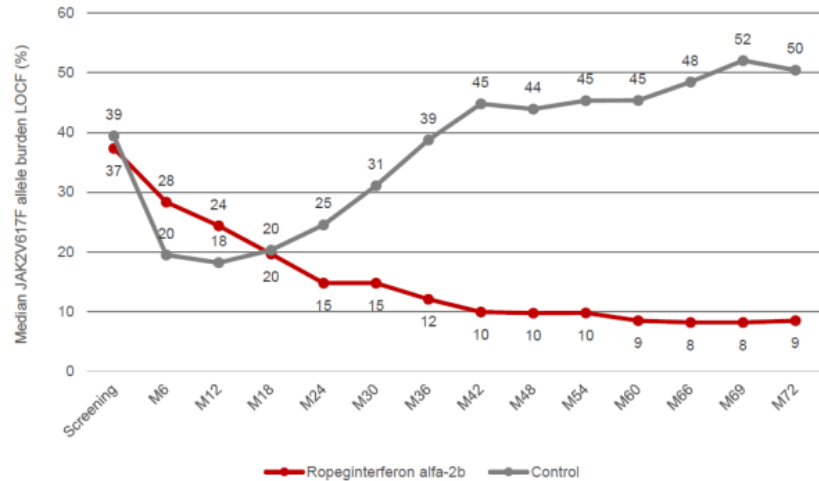
資料來源：Symphony Health、元大投顧整理

圖 4：Ropeg 治療真性紅血球增生症的無事件存活期超過 7.5 年



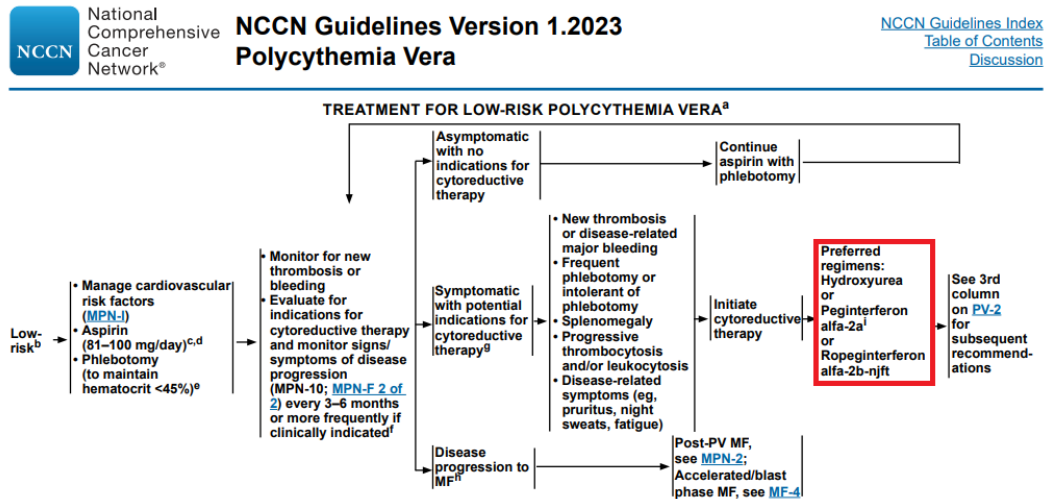
資料來源：公司資料

圖 5：Ropeg 治療真性紅血球增生症 72 個月內，可顯著降低 JAK2V617F 等位基因負擔中位數



資料來源：公司資料

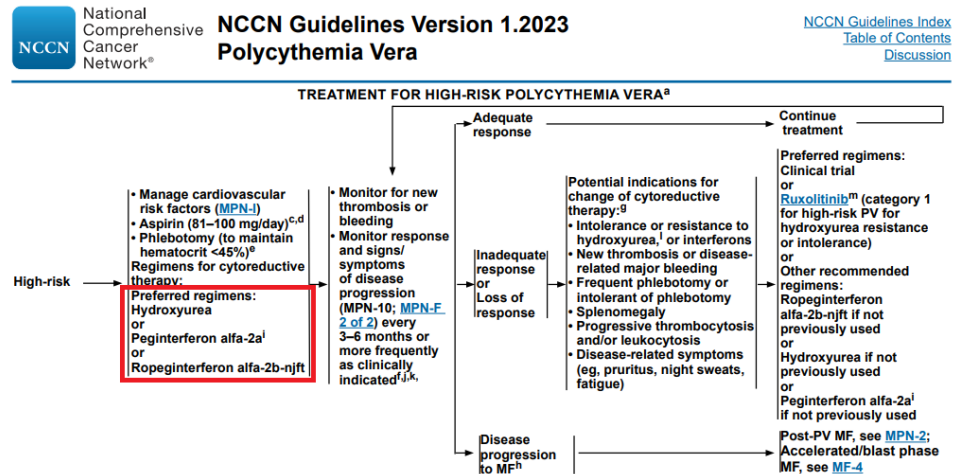
圖 6：2023 年對於低風險 PV 治療，HU、Pegasy、Besremi 列為細胞減滅療法的“首選藥物”



^aBesremi 學名為 Ropeginterferon alfa-2b-njft；Pegasy 學名為 Peginterferon alfa-2a。

資料來源：NCCN、元大投顧整理

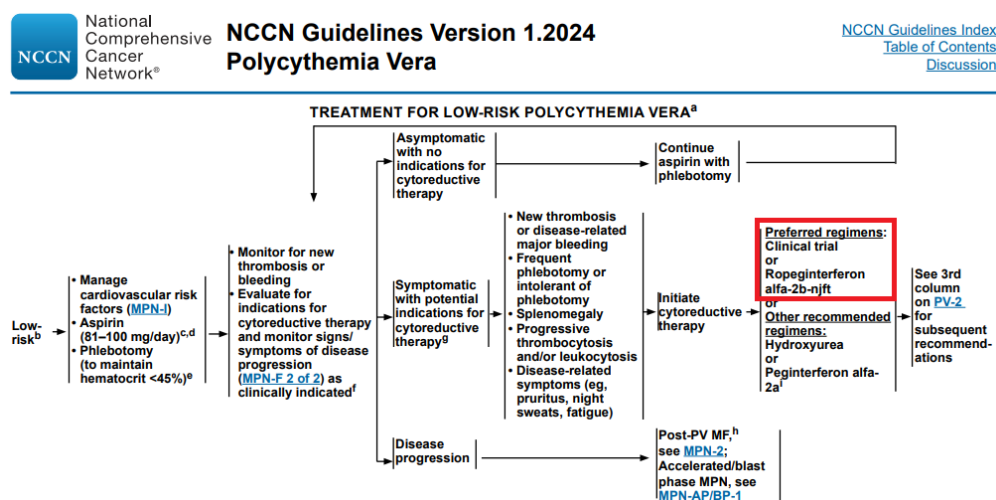
圖 7：2023 年對於高風險 PV 治療，HU、Pegasy、Besremi 列為細胞減滅療法的“首選藥物”



^aBesremi 學名為 Ropeginterferon alfa-2b-njft；Pegasy 學名為 Peginterferon alfa-2a。

資料來源：NCCN、元大投顧整理

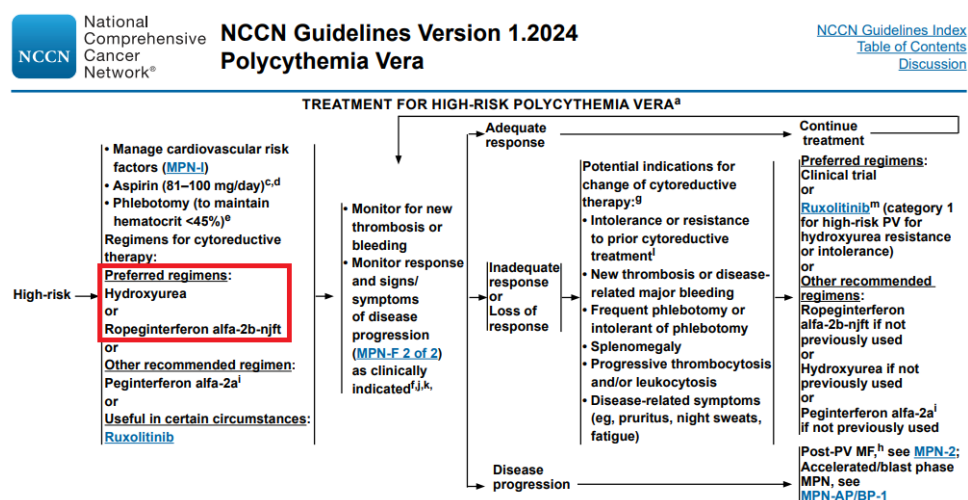
圖 8：2024 年對於低風險 PV 治療，臨床用藥或 Besremi 列為細胞減滅療法的“首選藥物”



^aBesremi 學名為 Ropeginterferon alfa-2b-njft ; Pegasys 學名為 Peginterferon alfa-2a。

資料來源：NCCN、元大投顧整理

圖 9：2024 年對於高風險 PV 治療，HU、Besremi 列為細胞減滅療法的“首選藥物”



^aBesremi 學名為 Ropeginterferon alfa-2b-njft ; Pegasys 學名為 Peginterferon alfa-2a。

資料來源：NCCN、元大投顧整理

Besremi 在日本單次處方量提升使病患負擔下降，日本市場成為營運第二隻腳

藥華藥於 1Q23 底取得日本 PV 二線療法藥證，健保核價約一針 565,154 日幣(以日圓兌台幣 0.22 換算，相當於一針約 12.4 萬元台幣)，已於 2023 年 6 月在日本上市，4Q23 日本用藥人數約 100 多人，1Q24 增加 50-60 人至約 170 人，2024 年 4 月增加快 40 人，估計 2Q24 底日本用藥人數達 250 人，成長快速，2Q24 日本地區營收佔比達 5-10%。

Besremi 在日本上市第一年日本病患需要每 14 天就到醫院打一針，並負擔 3 成的自付額，Besremi 於 2024/6/1 在日本上市滿一年，新藥處方限制從過去以 14 天為限，放寬至一次可以拿三個月藥量(針對已經打到最高劑量 500μg/針的病患)，能有效減少患者回院就診次數，並降低醫療費用負擔，Besremi 在日本健保核價為一針 565,154 日幣(約 12.4 萬元台幣)，病患每兩個禮拜用藥一次，以自付額 30%計算，一個月應付自付額達 34 萬日幣以上，該金額遠高於日本最高所得每月自付額上限(25.26 萬日幣以上)，若日本病患每兩個禮拜到醫院使用 Besremi，則每個月須負擔個別自付額上限的金額，若可以一次領三個月的藥量，則一年病患自付總額只要原來的三分之一，有望減輕民眾負擔，提升病患採用意願。日本 PV 病患對於 Besremi 接受度高，目前不繼續用藥的比例只有 3%，我們預估日本 Besremi 平均用藥人數將從 2024 年約 300 人逐年成長至 2027 年約 1,590 人，每人

每年出廠價約 10 萬美元，則 Besremi 日本市場營收貢獻將從 2024 年的 3,000 萬美元逐年成長至 2027 年的 1.59 億美元。

圖 10：日本病患負擔比例及高額醫療自費最高限額

收入等級		負擔比例	每人每月的自己負擔限度額	
未滿 70 歲	年收入約 1,160 萬日元 健保：標準月收入 83 萬日元以上 國保：年收入 901 萬日元以上	30%	252,600 + (醫療費 - 842,000) ×1% <多次使用後給付金額：140,100>	
	年收入約 770~1,160 萬日元 健保：標準月收入 53 萬日元以上，83 萬日元以下 國保：年收入 600 萬日元~901 萬日元		167,400 + (醫療費 - 558,000) ×1% <多次使用後給付金額：93,000>	
	年收入約 370~770 萬日元 健保：標準月收入 28 萬日元以上，53 萬日元以下 國保：年收入 210 萬日元~600 萬日元		80,100 + (醫療費 - 267,000) ×1% <多次使用後給付金額：44,000>	
	年收入約 370 萬日元以下 健保：標準月收入 28 萬日元以下 國保：年收入 210 萬日元以下		57,600 <多次使用後給付金額：44,400>	
	住民稅免稅		35,400 <多次使用後給付金額：24,600>	

收入等級		負擔比例	門診 (按個人)	每月每戶最高自付金額
70-74 歲	仍在工作者(年收入約 370 萬日元) 健保：標準月收入 28 萬日元以上 國保：課稅收入 145 萬日元以上	30%	44,400	80,100 + (總醫療費 - 267,000) ×1% <多次使用後給付金額：44,000>
	一般收入者(年收入約 370 萬日元) 健保：標準月收入 26 萬日元以下 國保：課稅收入 145 萬日元以下	20%	12,000	44,400
	住民稅免稅		8,000	24,600
	住民稅免稅			15,000

		負擔比例	門診 (按個人)	每月每戶最高自付金額
75 歲	仍在工作者(年收入約 370 萬日元) 課稅收入 145 萬日元以上	30%	44,400	80,100 + (醫療費 - 267,000) ×1% <多次使用後給付金額：44,000>
	一般收入者(年收入約 370 萬日元) 課稅收入 145 萬日元以下	10%	12,000	44,400
	住民稅免稅		8,000	24,600
	住民稅免稅			15,000

註：若在過去 12 個月內(多次適用)曾獲得 3 次或以上高額醫療補助，則< >中的金額為第四次及後續付款的最高金額。

資料來源：厚生勞動省、元大投顧整理

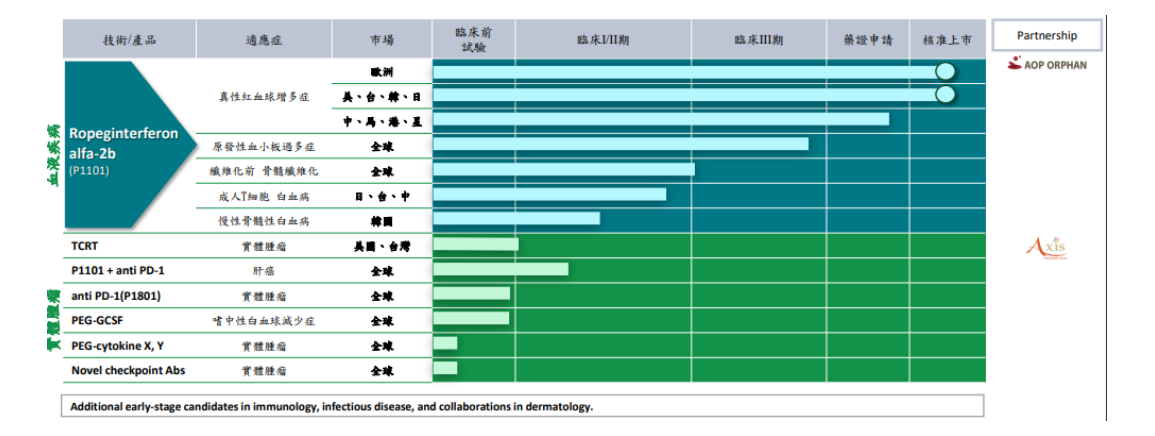
與歐洲授權夥伴之仲裁案預計 2H24 有結果；2Q24 陸續取得馬來西亞、中國藥證

藥華藥與歐洲授權夥伴 AOP 之間於 2018-2022 年間之第一仲裁案落幕，德國最高法院裁決，授權合約有效，且藥華藥不須支付賠償金及利息費用。不過藥華藥主張 AOP 違約(就 AOP 公司延遲交付臨床試驗資料導致藥華藥申請美國藥證延遲，及 AOP 公司違反授權合約未啟動其他三項適應症臨床試驗)，於 2020 年下半年向國際商會國際仲裁院(ICC)提請第二仲裁案，請求 AOP 賠償 20 多億歐元，而 AOP 在該仲裁案中反過來向藥華藥求償 60 億歐元。由於第二仲裁案正在進行，目前藥華藥仍未開始認列歐洲銷售權利金分潤，預期 2024 年下半年 ICC 將針對第二仲裁案作出裁決，藥華藥管理層基於德國開庭審理經過，認為第二仲裁案裁決對藥華藥有利，使得最終 AOP 與藥華藥和解機率大，一旦和解，預期 4Q24 藥華藥可開始認列歐洲銷售權利金分潤，並追回 2019-2023 年

尚未認列的部分，不過若 AOP 持續上訴，則認列歐洲銷售權利金分潤時程可能再延後。目前 AOP 針對歐洲新藥銷售，仍持續向藥華藥拉貨，以現金提貨，約半年到一年拉一次貨。

其他市場開發部分，Besremi 分別於 2020/6、2021/10 取得台灣、韓國的 PV 藥證，台灣於 2022/9 通過健保核價為一年新台幣 286 萬元(約為美國藥價的 50%)，韓國則處於健保藥價審核階段；藥華藥於 1H24 遞交巴西、哥倫比亞、阿根廷的 PV 藥證申請，2024/5 香港衛生署開始審查 Besremi 的 PV 藥證申請，並在 2024 年陸續獲得新加坡、馬來西亞、中國的 PV 藥證，關於中國市場拓展，藥華藥將分區授權給當地經銷商，且初期以自費市場為主。Besremi 至今已獲得全球約 40 個國家核准用於治療成人真性紅血球增生症(PV)患者，包括美國、日本、中國及歐盟等主要新藥市場。

圖 11：藥華藥研發產品線



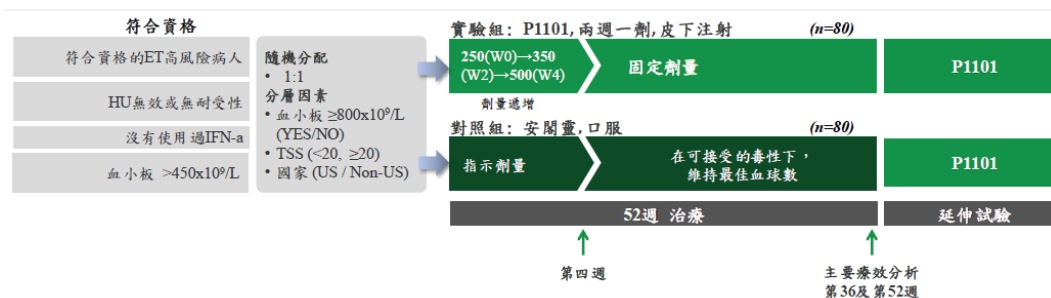
資料來源：公司資料

ET 臨床三期已完成收案，預計 2026 年取得美國藥證，為下一成長動能

P1101 用於治療原發性血小板增生症(ET)已通過美國罕見疾病用藥認證。藥華藥在中國、美國、韓國、日本、台灣、香港、新加坡與加拿大進行多國多中心 ET 臨床三期試驗(Surpass-ET)，已於 2023 年 10 月底完成 174 人收案，再進行一年分析，預計 4Q24-1Q25 可取得主要療效指標數據，之後可遞交中國、日本、韓國、台灣、美國、加拿大、香港的藥證申請。由於 Surpass-ET 的美國受試者太少，公司也正在執行 EXCEED-ET 臨床三期試驗(僅收治美國 ET 病患)，已於 2024 年 3 月完成 92 名美國 ET 病患收案，預計 2Q25 可取得主要療效指標數據，可作為美國 ET 藥證審核的輔助資料。P1101 作為 ET 第二線用藥已於 PV 三期臨床試驗中取得概念性驗證，研判 P1101 可於 2026 年取得美國 ET 藥證，成為下一成長動能。

預估美國平均 ET 用藥人數從 2026 年約 490 人逐年成長 1,000 人，美國 ET 病患人數達 10 萬人，由於有效且副作用低的 ET 核准藥物仍稀缺，我們認為 Besremi 在美國 ET 治療市場的市佔率有望達 10%，即用藥人數達 1 萬人以上，出廠價為每人每年 16 萬美元，則 P1101 作為治療 ET 第二線用藥於 2036 年銷售高峰可達 17.7 億美元。另一方面，可關注公司在更多癌症的新藥開發，包括，目前藥華藥正在進行 P1101 合併 anti-PD-1 抗體用於治療肝癌之一期臨床試驗。

圖 12：P1101 用於治療血小板增生症(ET)之全球多國多中心臨床三期試驗設計

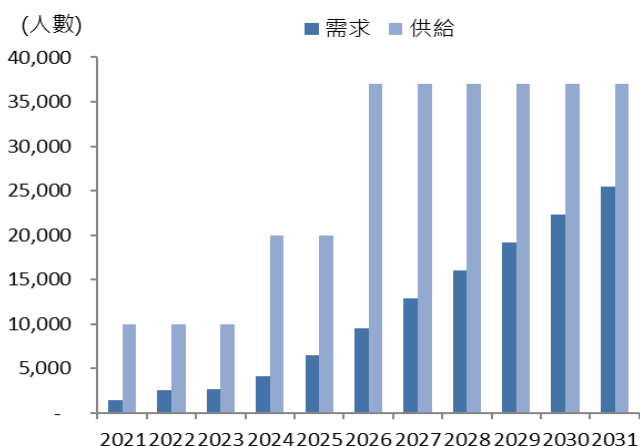


資料來源：公司資料

資金充足，因應需求擴產無虞，美國、日本市場拓展亦可望加速

目前台中一廠年產能可供應 2 萬名 PV 病患需求。4Q22 現增 68 億元資金到位，將用於興建竹北廠及台中后里廠，預估 2026 年投產後再增加 1.7 萬名病患藥物供給，屆時總產能可供應約 3.7 萬名病患需求，考量公司計畫準備半年以上的庫存，我們認為大致可滿足 Besremi 在美國 PV、ET 市場拓展的需求。此外，藥華藥也於 2Q23 完成海外存託憑證(GDR)發行，總共募資約新台幣 141 億元，將用於充實營運資金及轉投資美、日子公司，截至 1Q24，藥華藥現金及約當現金約 192 億元，加上 1Q24 起本業轉虧為盈，預期可加速美國、日本新藥行銷佈局。

圖 13：全球採用 Besremi 的病病人數(需求)及藥華藥 Besremi 原料藥產能(供給)預估



資料來源：公司資料、元大投顧預估

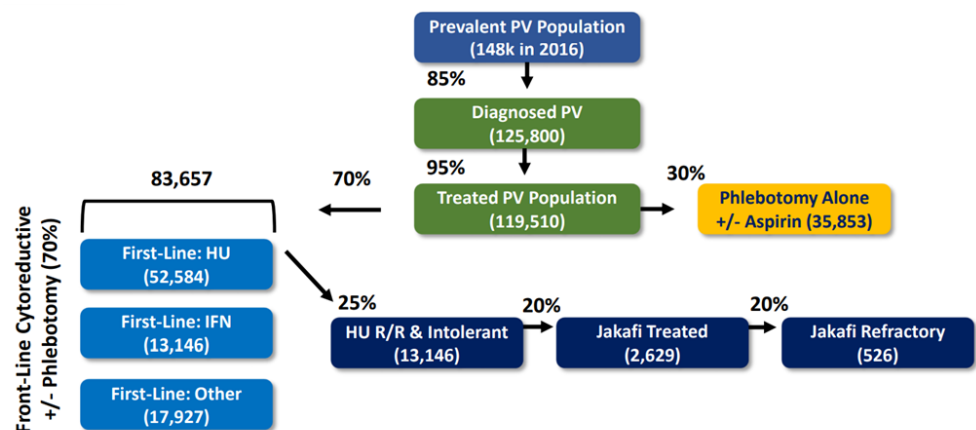
全球 MPN 藥物市場規模達 94 億美元，病患數增加及新藥推廣為成長動能

骨髓增生性腫瘤(MPN)是一類罕見的血液癌症，是由骨髓譜系(myeloid lineage)血球的幹細胞突變而引起的疾病，病人的骨髓可能會製造過多的紅血球、白血球或血小板，MPN 的子類別包括真性紅血球增生症(PV)、血小板增生症(ET)、慢性骨髓性白血病(CML)及原發性骨髓纖維化(PMF)。MPN 是一種慢性疾病，會隨時間惡化，病患形成血栓和出血風險高，在病患身上常偵測到 JAK 基因突變。MPN 治療著重於將血球數量降低至正常區間，常用療法包括阿斯匹靈、化學治療、干擾素、放血等。目前正式核准的 MPN 療法僅有 JAK 抑制劑(Jakafi®和 Inrebic®)，以及干擾素(Besremi®)。研調機構預估，2023 年全球 MPN 藥物市場規模為 94 億美元，2023-2030 年 CAGR 為 3.9%，主要由新藥上市來推動，每年 PV/ET/MF 在全球的發生率(新發生某一疾病的人口比例)分別為每十萬人 0.84/1.03/0.47 人，而患病率則更高，主因疾病死亡率低。不過我們認為隨著更多新藥(如 Besremi、Jakafi)上市及推廣，將為 MPN 藥物市場帶來更顯著的成長動能。

Besremi 是歐美唯一核准之 PV 一線用藥，搶攻美國近 200 億美元市場

真性紅血球增生症(PV)是一種罕見的血液癌症，被納入骨髓增生性腫瘤(MPN)分類癌症中，一般由造血幹細胞變異而引起，造成紅血球無限制地增生，使病患血液濃度較一般人更濃稠，減緩血流速度，增加血栓等心血管疾病風險，並有發展為惡性血癌的風險，目前仍無治癒的方法。PV 病程發展慢，放血、Aspirin 是普遍會使用的療法，而高風險族群則會搭配 HU 或干擾素以更積極減少血球數目，Jakafi 則是在前述療法治療無效或病人無法接受副作用時，作為二線療法。

圖 14：美國 PV 病患人數及治療選擇



資料來源：公司資料

2023 年美國 PV 病患人數約 16 萬人，須終身治療，藥華藥旗下長效干擾素 Besremi 為目前歐美唯一核准 PV 一線用藥，2021 年底上市以來累計調漲 20.5%價格至每人每年約 21.9 萬美元，美國目標病患人數為 10 萬人，隱含美國 Besremi 潛在市場達 219 億美元。

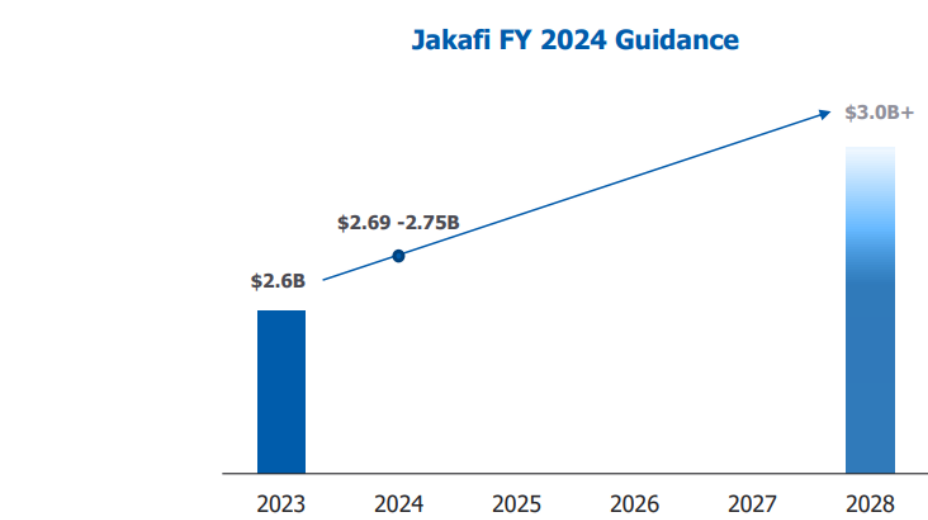
圖 15：美國 PV 市場用藥比較 - 潛在使用 Besremi 的 PV 病患人數最多

藥品	Besremi	Jakafi	PTG-300
開發商	藥華藥	Incyte	Protagonist Therapeutics
研發階段	上市銷售	上市銷售	臨床三期
藥證取得時間	歐盟(2019)、美國(2021)	2014 年於歐美上市	預計 2026 年在美國上市
美國潛在使用 PV 病患人數	10 萬人	2.5 萬人	7 萬人
適應症	所有成年 PV 病人	PV 二線治療	PV 一線治療

資料來源：公司資料、元大投顧整理

Incyte 預估旗下 MPN 新藥 Jakafi (Besremi 的競爭藥物)於 2028 年美國銷售額可達 30 億美元以上，我們認為單就美國 PV 市場而言，就有 3.8 萬名病患較有急迫需求轉換來使用 Besremi 治療，包括既有仿單外使用干擾素治療的 1.3 萬名病患及二線治療的 2.5 萬名病患，預期 Besremi 用於治療 PV 的美國銷售額有 20 億美元以上的潛力。我們預估美國採用 Besremi 的平均 PV 病患人數將從 2025 年的 2,650 人逐年增加約 1,000 人至 2035 年的 1.25 萬人以上，貢獻 2035 年營收 20.1 億美元。

圖 16：Incyte 對於旗下 MPN 新藥 Jakafi 的美國銷售額預估



資料來源：Incyte

獲利調整與股票評價

美國、日本用藥人數優於預期，上調 2024/2025 年獲利 27%/36%

由於日本、美國用藥人數優於原先預期，上調 2024/2025 年營收 9.3%/19.1%，費用管控得宜，上調 2024/2025 年營業利益 39.1%/42.4%，同步上調 2024/2025 年稅後淨利 26.6%/36.5%，預估 2024/2025 年 EPS 8.84 元/20.09 元，YoY 虧轉盈/YoY+127%。

圖 17：2024 和 2025 年獲利預估調整

(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	10,388	9,503	16,833	14,139	9.3%	19.1%
營業毛利	9,342	8,584	15,161	12,867	8.8%	17.8%
營業利益	2,693	1,936	7,708	5,414	39.1%	42.4%
稅前利益	3,692	2,900	8,571	6,277	27.3%	36.5%
稅後淨利	3,017	2,383	6,857	5,022	26.6%	36.5%
調整後 EPS (元)	8.84	6.98	20.09	14.71	26.6%	36.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	89.9%	90.3%	90.1%	91.0%	-0.4	-0.9
營業利益率	25.9%	20.4%	45.8%	38.3%	5.6	7.5
稅後純益率	29.0%	25.1%	40.7%	35.5%	4.0	5.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

2023 年歐洲(不含英國)/美國分別有 13.6 萬/15.7 萬個 PV 病人，美國約有 9.5 萬個 ET 病人。Besremi®作為 PV 一線用藥在部分歐洲國家的定價為每人每年 6.8-12.4 萬美元，Besremi®美國定價為每人每年 21.9 萬美元。假設 Besremi®在美國/歐洲最終使用 PV 病患人數為 13,500 人/9,900 人，出廠價為每人每年 16 萬美元/7 萬美元，則 Besremi®作為 PV 用藥在美國/歐洲年銷售額可達 21.7 億美元/7 億美元。

P1101 作為 ET 第二線用藥已於 PV 三期臨床試驗中取得概念性驗證，預期 2H25 遞交美國藥證申請、2026 年在美國核准上市，臨床三期階段之蛋白質新藥成功上市的機率為 60%左右，目前全球 ET 試驗已完成收案，開發風險降低，故給予 80%成功機率。預估 2036 年使用 P1101 的 ET 病患數達高峰約 1.1 萬人，出廠價為每人每年 16 萬美元，則 P1101 作為治療 ET 第二線用藥年銷售高峰可達 17.7 億美元。

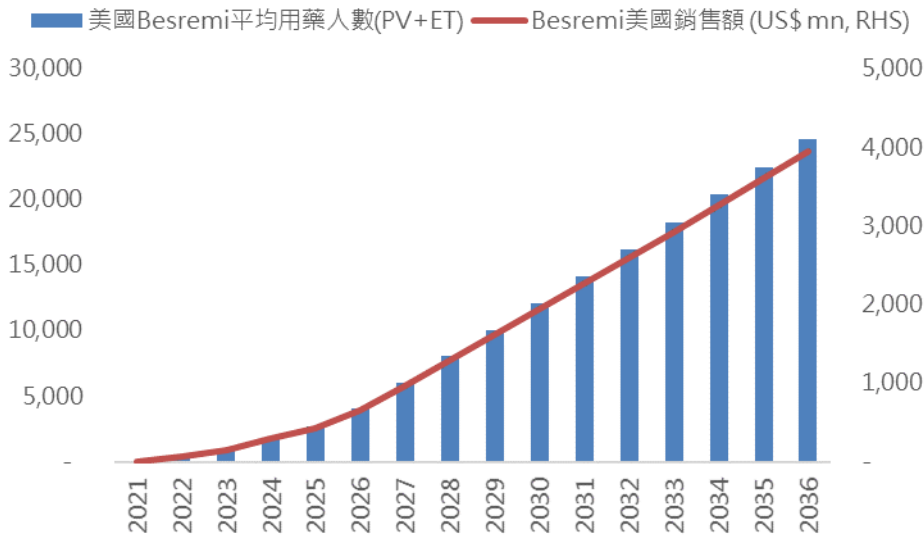
以 2025-2036 年風險調整淨現值模型之評價 814 元(前次基於 2024-2033 年風險調整淨現值模型，由於美國新藥銷售成長能見度提升，評價基礎往後調整)，及 40 倍目標本益比(較前次 24 倍目標本益比上調)、2025 年預估 EPS 評價 804 元為基準，取兩者評價平均推得新目標價 810 元，調升至買進評等。我們認為以 40 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 評價尚屬合理，主因 1) 新藥公司股價通常會反映新藥上市 3-5 年後的獲利；2) 罕見疾病新藥公司過去成長動能強勁時本益比可達 30 倍以上，台灣新藥同業預估 2024 年本益比評價達 45 倍以上，且藥華藥獲利成長動能優於同業；且 3) 預估 Besremi 於 2026 年取得美國 ET 藥證，成為下一動能，預估藥華藥 2026 年 EPS 為 31.31 元，2024-2026 年獲利 CAGR 達 88%，40 倍目標本益比隱含 PEG 為 0.45，而目標價 810 元相當於 2026 年預估 EPS 的 26 倍本益比。

圖 18：藥華藥風險調整後淨現值模型 - 美國 PV 用藥市場對藥華藥商業價值最高

產品	最高營收 (百萬美元)	開發階段	風險調整後 淨現值 (百萬元)	成功率	預計上市時間	隱含折價率	每股淨現值
Besremi®作為 PV 第一線用藥- 歐洲市場	697	已上市	14,771	90%	2019	7.8%	\$43
Besremi®作為 PV 第一線用藥- 美國市場	2,172	已上市	183,758	95%	2022	7.4%	\$538
Besremi®作為 PV 第一線用藥- 日本市場	159	已上市	21,227	95%	2023	7.4%	\$62
Ropeg/P1101 作為 ET 第二線用藥- 美國市場	1,772	第三期試驗	51,427	80%	2026	8.8%	\$151
在手現金(2023A)			18,847	100%		0.0%	\$55
營運調整 (包含費用與稅費)			-11,996	100%		7.0%	-\$35
各項淨現值合計 (百萬元)			278,034				\$814
股數 (百萬股)			341.4				
風險調整後合計每股淨現值 (2025-2036)							\$814

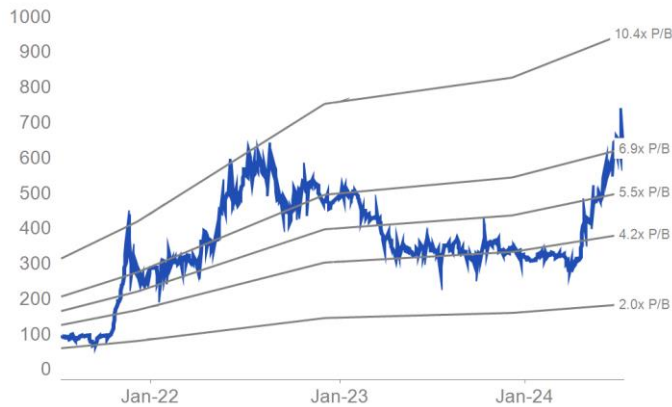
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：Besremi 美國平均用藥人數及美國銷售額預估



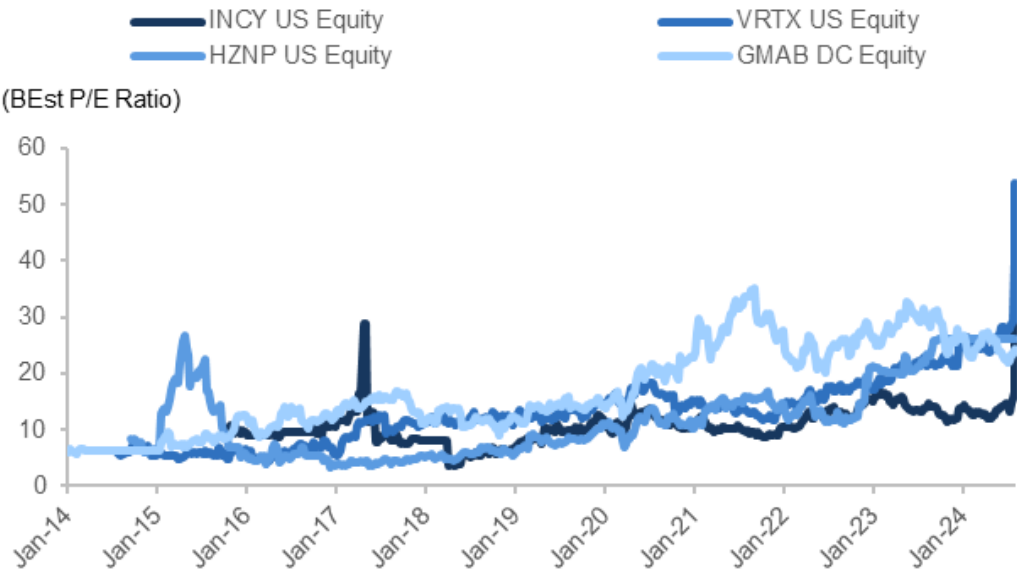
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：12 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 21：國際罕見疾病新藥同業快速成長期本益比評價達 30 倍以上



資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

圖 22：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
藥華藥	6446 TT	買進	606.0	6,258	(1.93)	8.84	20.09	--	68.6	30.2	--	--	127.3
國外同業													
Incyte	INCY US	未評等	64.5	13,467	2.7	4.6	5.5	24.1	14.0	11.8	74.2	71.9	19.1
Vertex	VRTX US	未評等	494.5	110,290	14.1	16.7	18.3	35.2	29.5	27.0	8.3	19.2	9.4
Protagonist	PTGX.US	未評等	37.4	1,773	(1.4)	0.8	(0.8)	--	47.4	--	--	--	--
Roche	ROG SW	未評等	275.2	214,725	14.4	18.1	19.9	19.1	15.2	13.9	(7.3)	25.7	9.7
Amgen	AMGN US	未評等	334.0	173,697	12.7	20.0	21.5	26.4	16.7	15.6	3.9	58.0	7.3
國外同業平均					8.5	12.0	12.9	26.2	24.6	17.1	19.8	43.7	11.4
國內同業													
中裕	4147 TT	未評等	74.0	741	(0.1)	1.3	--	--	59.2	--	--	--	--
逸達	6576 TT	未評等	72.5	445	(8.1)	(2.9)	--	--	--	--	--	--	--
智擎	4162 TT	未評等	83.0	475	1.9	2.6	--	44.2	31.8	--	(15.4)	38.9	--
浩鼎	4174 TT	未評等	61.6	515	(1.1)	(8.3)	--	--	--	--	--	--	--
國內同業平均					(1.9)	(1.8)	--	44.2	45.5	--	(15.4)	38.9	--

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 23：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
藥華藥	6446 TT	買進	606.0	6,258	(3.5)	11.1	20.2	70.37	79.39	99.47	8.6	7.6	6.1
國外同業													
Incyte	INCY US	未評等	64.5	13,467	16.6	17.2	17.6	23.2	28.2	34.0	2.8	2.3	1.9
Vertex	VRTX US	未評等	494.5	110,290	25.2	21.8	20.3	19.7	84.8	103.6	25.2	5.8	4.8
Protagonist	PTGX.US	未評等	37.4	1,773	(28.6)	(49.5)	16.7	42.4	--	--	0.9	--	--
Roche	ROG SW	未評等	275.2	214,725	52.1	43.9	40.9	--	45.2	53.7	--	6.1	5.1
Amgen	AMGN US	未評等	334.0	173,697	135.8	110.5	86.1	11.7	20.2	28.5	28.7	16.6	11.7
國外同業平均					40.2	28.8	36.3	24.2	44.6	55.0	14.4	7.7	5.9
國內同業													
中裕	4147 TT	未評等	74.0	741	(7.4)	7.2	--	10.2	12.6	--	7.3	5.9	--
逸達	6576 TT	未評等	72.5	445	(96.2)	118.1	--	9.2	(0.9)	--	7.9	(83.3)	--
智擎	4162 TT	未評等	83.0	475	7.1	--	--	26.9	27.3	--	3.1	3.0	--
浩鼎	4174 TT	未評等	61.6	515	(44.2)	0	--	16.6	--	--	3.7	--	--
國內同業平均					(35.2)	41.8	--	15.7	13.0	--	5.5	(24.8)	--

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 24：季度及年度簡明損益表 (合併)

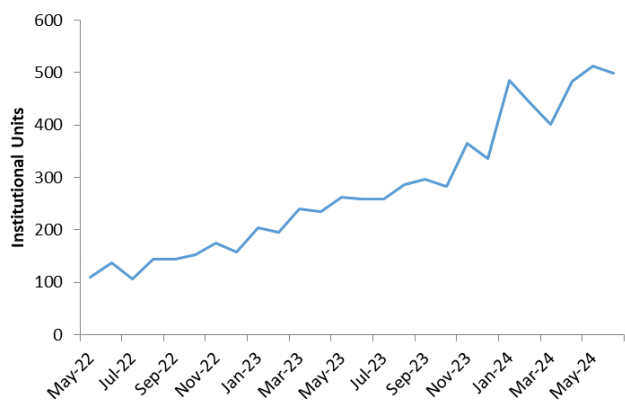
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,653	2,306	2,852	3,576	3,258	4,234	4,311	5,029	10,388	16,833
銷貨成本	(193)	(260)	(299)	(294)	(300)	(508)	(372)	(492)	(1,046)	(1,672)
營業毛利	1,460	2,046	2,554	3,282	2,958	3,726	3,939	4,537	9,342	15,161
營業費用	(1,443)	(1,750)	(1,728)	(1,728)	(1,818)	(1,862)	(1,887)	(1,887)	(6,649)	(7,453)
營業利益	18	296	826	1,554	1,141	1,864	2,053	2,650	2,693	7,708
業外利益	317	251	215	216	216	216	216	216	999	863
稅前純益	335	547	1,041	1,770	1,357	2,080	2,269	2,866	3,692	8,571
所得稅費用	(4)	(109)	(208)	(354)	(271)	(416)	(454)	(573)	(676)	(1,714)
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	330	437	833	1,416	1,085	1,664	1,815	2,293	3,017	6,857
調整後每股盈餘(NT\$)	0.97	1.28	2.44	4.15	3.18	4.87	5.32	6.72	8.84	20.09
調整後加權平均股數(百萬股)	341	341	341	341	341	341	341	341	341	341
重要比率										
營業毛利率	88.3%	88.7%	89.5%	91.8%	90.8%	88.0%	91.4%	90.2%	89.9%	90.1%
營業利益率	1.1%	12.8%	28.9%	43.5%	35.0%	44.0%	47.6%	52.7%	25.9%	45.8%
稅前純益率	20.2%	23.7%	36.5%	49.5%	41.6%	49.1%	52.6%	57.0%	35.5%	50.9%
稅後純益率	20.0%	19.0%	29.2%	39.6%	33.3%	39.3%	42.1%	45.6%	29.0%	40.7%
有效所得稅率	1.3%	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	18.3%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	0.4%	39.5%	23.7%	25.4%	-8.9%	30.0%	1.8%	16.7%		
營業利益	--	1583.6%	178.9%	88.1%	-26.6%	63.4%	10.1%	29.1%		
稅後純益	185.0%	32.4%	90.4%	70.0%	-23.4%	53.4%	9.1%	26.3%		
調整後每股盈餘	169.2%	32.4%	90.4%	69.9%	-23.3%	53.3%	9.1%	26.3%		
年增率(%)										
營業收入	86.3%	82.3%	118.4%	117.1%	97.0%	83.6%	51.2%	40.6%	103.5%	62.0%
營業利益	--	--	--	--	6386.6%	529.7%	148.5%	70.5%	--	186.2%
稅後純益	--	--	319.7%	1121.3%	228.5%	280.4%	117.9%	62.0%	--	127.3%
調整後每股盈餘	--	--	264.3%	1053.5%	228.5%	280.4%	117.9%	62.0%	--	127.3%

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

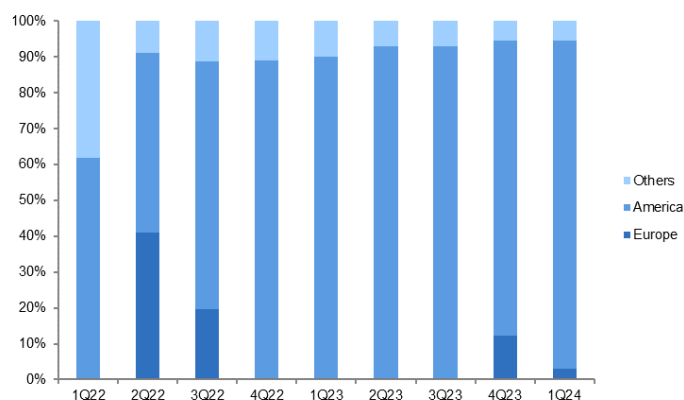
藥華醫藥為一新藥研發公司，成立於 2003 年，專注於用單一點位 Pegylation 技術進行多項長效型蛋白質藥物之多適應症開發。藥華藥旗下長效型干擾素新藥 **Besremi** 為歐美唯一核准之真性紅血球增生症(PV)一線用藥，競爭藥物為 Incyte 的 **Jakafi** (唯一核准的 PV 二線用藥)。此外，公司目前正在進行 **Besremi** 用於治療血小板增生症(ET)的多國多中心樞紐性試驗，可望於 2026 年取得美國 ET 藥證。2Q24 地區別營收佔比如下：美國 84%、日本 8%、歐洲 4%、其他 4%。未來可持續關注美國、日本、歐洲新藥營收成長動能，以及 **Besremi** 在新市場、新適應症的開發。

圖 25：Besremi 美國銷量快速成長



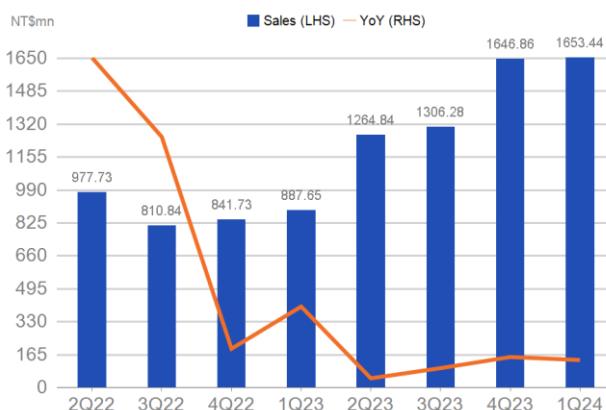
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：營收組成



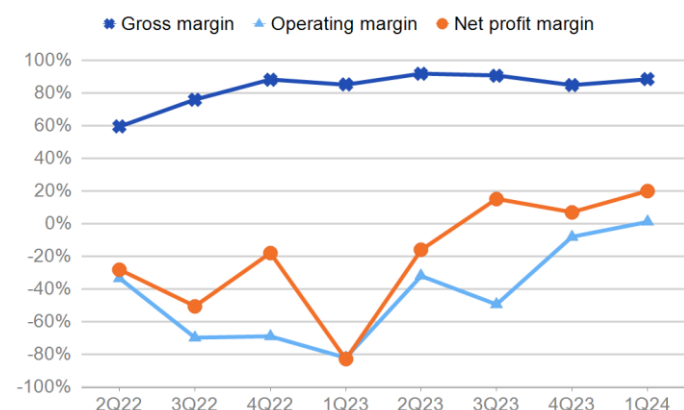
資料來源：公司資料

圖 27：營收趨勢



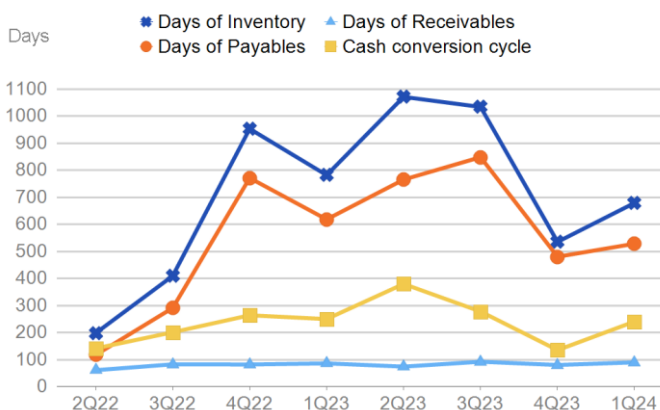
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：毛利率、營益率、淨利率



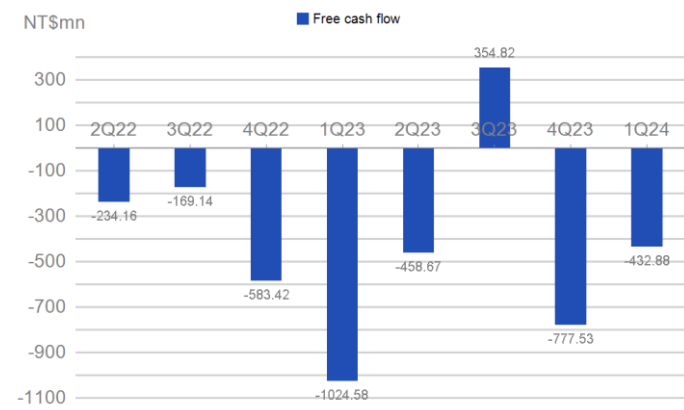
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：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：**藥華藥整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於中間的位置，且在生物科技行業的公司中排名略為領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**藥華藥的整體曝險屬於中等水準，但略低於生物科技行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、產品治理與獲得基本服務等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**藥華藥在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。藥華藥設立了一個 ESG 委員會，其中包括一名執行成員。公司的環境政策被評估為強有力，並且制定了舉報計劃。然而，永續發展績效目標並未納入公司的高階主管薪酬計畫中。

圖 31：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	26.0
在 ESG 議題上的曝險 (A)	43.1
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	41.4
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	34

資料來源：Sustainalytics (2024/8/5)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

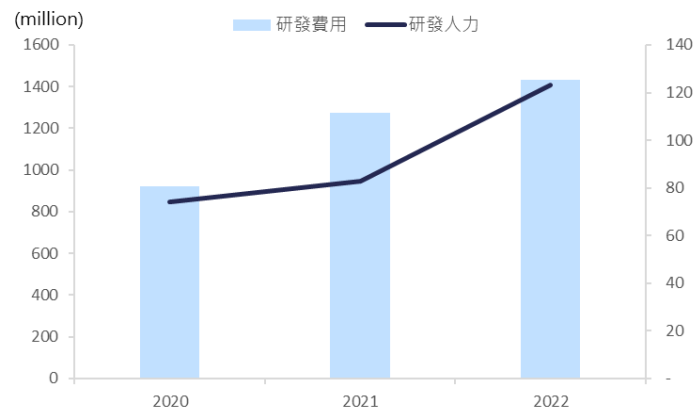
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

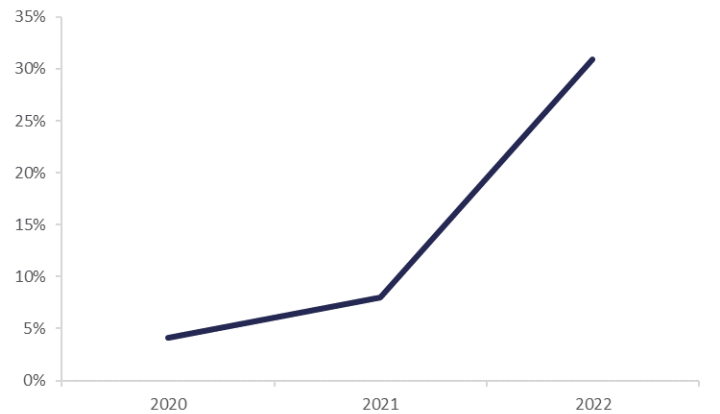
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 32：增加研發支出以提升藥物改良及降低開發新藥風險



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 33：藥華藥近三年全體人員成長率



資料來源：公司資料、元大投顧整理

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	3,454	10,304	19,666	18,847	22,444
存貨	861	1,102	1,459	2,140	2,381
應收帳款及票據	466	799	1,312	2,191	2,739
其他流動資產	146	1,170	459	497	497
流動資產	4,927	13,375	22,896	23,697	28,082
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	360	544	1,678	3,656	6,195
無形資產	246	237	268	0	0
其他非流動資產	666	1,177	2,427	2,599	2,599
非流動資產	1,272	1,958	4,373	6,256	8,795
資產總額	6,198	15,333	27,269	29,953	36,877
應付帳款及票據	176	231	129	162	229
短期借款	20	994	21	5	5
什項負債	1,216	1,326	2,002	1,697	1,697
流動負債	1,412	2,550	2,152	1,864	1,931
長期借款	87	75	63	60	60
其他負債及準備	449	566	1,106	929	929
長期負債	536	641	1,169	989	989
負債總額	1,948	3,191	3,321	2,853	2,920
股本	2,769	3,025	3,403	3,408	3,408
資本公積	4,697	13,421	24,092	24,113	24,113
保留盈餘	(2,811)	(4,186)	(631)	2,385	9,243
什項權益	(405)	(119)	(2,915)	(2,807)	(2,807)
歸屬母公司之權益	4,250	12,141	23,948	27,100	33,957
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	4,250	12,141	23,948	27,100	33,957

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	(2,811)	(1,375)	(624)	3,017	6,857
折舊及攤提	227	228	269	319	308
本期營運資金變動	(483)	(519)	(972)	(1,527)	(721)
其他營業資產 及負債變動	605	160	622	(356)	0
營運活動之現金流量	(2,462)	(1,505)	(706)	1,453	6,443
資本支出	(64)	(287)	(1,200)	(2,237)	(2,846)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(14)	(956)	714	(356)	0
投資活動之現金流量	(78)	(1,243)	(487)	(2,256)	(2,846)
股本變動	135	256	378	0	0
本期負債變動	(37)	962	(985)	(19)	0
現金增減資	2,727	8,647	13,877	0	0
支付現金股利	--	--	--	0	0
其他調整數	(16)	(285)	(2,816)	(50)	0
融資活動之現金流量	2,809	9,579	10,454	(69)	0
匯率影響數	(15)	19	100	53	0
本期產生現金流量	253	6,850	9,362	(819)	3,597
自由現金流量	(2,526)	(1,792)	(1,906)	(784)	3,597

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	657	2,882	5,106	10,388	16,833
銷貨成本	(379)	(812)	(611)	(1,046)	(1,672)
營業毛利	278	2,070	4,495	9,342	15,161
營業費用	(3,100)	(4,098)	(6,408)	(6,649)	(7,453)
推銷費用	(956)	(1,543)	(2,133)	(2,540)	(3,689)
研究費用	(1,273)	(1,426)	(2,224)	(2,324)	(1,800)
管理費用	(871)	(1,129)	(2,051)	(1,785)	(1,964)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	(2,822)	(2,028)	(1,913)	2,693	7,708
利息收入	5	40	585	882	882
利息費用	(10)	(19)	(47)	20	20
利息收入淨額	(5)	22	538	902	902
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(2)	122	376	0	0
其他業外收入(支出)淨額	19	42	12	97	(39)
稅前純益	(2,811)	(1,842)	(987)	3,692	8,571
所得稅費用	0	467	363	(676)	(1,714)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	(2,811)	(1,375)	(624)	3,017	6,857
稅前息前折舊攤銷前淨利	(2,574)	(1,595)	(671)	3,012	8,016
調整後每股盈餘 (NT\$)	(10.80)	(4.84)	(1.93)	8.84	20.09

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	17.8	339.0	77.2	103.5	62.0
營業利益	--	--	--	--	186.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	--	--	--	--	166.1
稅後純益	--	--	--	--	127.3
調整後每股盈餘	--	--	--	--	127.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	42.3	71.8	88.0	89.9	90.1
營業利益率	(429.9)	(70.4)	(37.5)	25.9	45.8
稅前息前淨利率	(429.7)	(64.6)	(20.2)	25.9	45.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	(392.1)	(55.4)	(13.2)	29.0	47.6
稅前純益率	(428.2)	(63.9)	(19.3)	35.5	50.9
稅後純益率	(428.2)	(47.7)	(12.2)	29.0	40.7
資產報酬率	(47.9)	(12.8)	(2.9)	10.5	20.5
股東權益報酬率	(68.8)	(16.8)	(3.5)	11.1	20.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	45.8	26.3	13.9	10.5	8.6
淨負債權益比(%)	(78.7)	(76.1)	(81.8)	(69.4)	(66.0)
利息保障倍數 (倍)	(280.9)	(98.4)	(20.1)	(179.6)	(418.3)
流動比率 (%)	348.9	524.4	1063.9	1271.0	1454.0
速動比率 (%)	282.5	477.1	989.1	1156.2	1330.7
淨負債 (NT\$百萬元)	(3,347)	(9,235)	(19,582)	(18,805)	(22,402)
調整後每股淨值 (NT\$)	15.36	40.14	70.37	79.39	99.47
評價指標 (倍)					
本益比	--	--	--	68.6	30.2
股價自由現金流量比	--	--	--	--	57.5
股價淨值比	39.5	15.1	8.6	7.6	6.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	--	--	--	68.6	25.8
股價營收比	314.8	71.7	40.5	19.9	12.3

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。

藥華藥 (6446 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>.