

6446.TT 藥華藥

營收獲利將進入階梯式成長

公司簡介

成立於 2003 年，旗艦產品 Ropeg Interferon Alpha 2B，專注於治療真性紅血球增多症(PV)及原發性血小板過多症(ET)等骨髓增生性腫瘤(MPNs)的創新療法。

投資評等/目標價

買進

888

【前次投資建議】買進，700

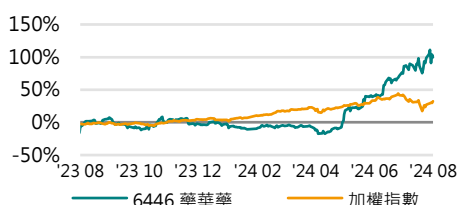
【大盤指數/股價】22349 / 691

重點摘要

➤ 出刊理由：法說會更新

➤ 2Q24 營收 23.06 億元，YoY+82.4%，EPS 2.09 元，優於預期

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	342
市值(百萬元)	236,013
3M 平均日成交量(百萬元)	2,577
外資持股率(%)	22.29
投信持股率(%)	0.89
董監持股率(%)	11.25

重點財報解析

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	5,106	9,393	15,160
營業利益	(1,913)	1,596	5,909
母公司本期淨利	(624)	2,123	5,775
EPS(元)	(1.93)	6.53	17.75
每股現金股利(元)	0.00	2.61	7.10
每股淨值(元)	74.26	80.15	95.18
本益比(x)	(358.03)	105.85	38.92
本淨比(x)	9.30	8.62	7.26
殖利率(%)	0.00	0.38	1.03

環境、社會與治理(ESG)



藥華藥 2Q24 營收 23.06 億元，YoY+82.4%，營業利益 4.43 億元，EPS 2.09 元，優於投研部預期，主要受惠 Ropeg 銷售持續成長，且美元匯兌利益貢獻所致，07/2024 營收 8.80 億元，YoY+97.31%，MoM+3.68%，營收連兩個月創新高，優於投研部預估，因此投研部認為，2H24 收將呈逐季成長態勢，3Q24 營收將來到 26.34 億元，YoY+101.6%，QoQ+14.2%，2024 全年營收則來到 93.93 億元，YoY+84.0%，稅後 EPS 6.53 元，YoY 由虧轉盈。

➤ 中國市場取得 PV 藥證，將申請納入醫保以快速提高滲透率

Ropeg 已於 05/2024 被獲中國臨床腫瘤學會(CSCO)最新診療指南推薦，為唯一在高、低風險真性紅血球增多症(PV)均獲 CSCO 列為第一線治療首選的降血球藥物。投研部預估，PV 將於近期取證並申請納入醫保，2H24 將先以自費形式銷售，待順利納入醫保後，2025 年將有顯著營收貢獻。中國市場有 40 萬 PV 人口，其中積極治療人口約 20%，投研部預估初期滲透率約 5%，納入醫保後的價格預估為美國價格 550~600 萬台幣的 15%，以 5%滲透率計算，2025 年中國有望貢獻約 EPS 2 元。

➤ 正向看待運成長動能，上修評價至目標價 888 元，維持買進

展望 2025 年，投研部認為，藥華藥將受惠 NCCN 列入唯一首選、日本 3 個月劑型上市、中國取證上市等利多帶動下維持高速成長態勢，我們上修 2025 年預估營收來到 151.60 億元，YoY+61.4%，毛利率 89.74%，稅後 EPS 17.75 元，YoY+171.9%。投研部看好藥華藥未來數年營運成長動能：1)美國 NCCN 列入唯一治療首選後成長加速；2)日本 3 個月劑型上市後穩定提升滲透率；3)中國市場納入醫保後滲透率高速提升；4)ET 適應症 2026 年多國完成取證上市成為又一重要成長動能；5)與 AOP 之訴訟案有望於 2024 年告一段落，投研部認為藥華藥有望打贏訴訟。評價方面，藥華藥為我國新藥類股領頭羊，參考 06~07/2024 營收持續創高且優於投研部預期故上修營收及獲利預估，並將本益比從前次中上緣 40X 調升至上緣 50X 進行評價，將目標價從 700 元上修至 888 元，維持買進建議(2025F PE 50X)。

2Q24 營收 23.06 億元，YoY+82.4%，EPS 2.09 元，優於預期

藥華藥 2Q24 營收 23.06 億元，YoY+82.4%，營業利益 4.43 億元，EPS 2.09 元，優於投研部預期，主要受惠 Ropeg 銷售持續成長，且美元匯兌利益貢獻所致，07/2024 營收 8.80 億元，YoY+97.31%，MoM+3.68%，營收連兩個月創新高，推測除美國病患數增加外，歐洲市場 AOP 拉貨亦有貢獻，優於投研部預期，展望 2H24，受惠 Ropeg 被美國 NCCN 列為 PV 唯一首選干擾素，將改變美國醫師及病患 PV 治療用藥習慣，加上日本市場列入慢簽可一次領 3 個月注射筆回家施打帶動下，營收將呈逐季成長態勢，預估 3Q24 營收來到 26.34 億元，YoY+101.6%，QoQ+14.2%，2024 全年營收則來到 93.93 億元，YoY+84.0%，稅後 EPS 6.53 元，YoY 由虧轉盈。

PV 已於多國取證，美國列為 NCCN 唯一首選，日本推出慢簽劑型

Ropeg 目前已獲全球 40 個國家核准用於 PV，包括歐盟、美國及日本等主要新藥市場，其中美國有 16 萬病患且每年增加 6,000 人，潛在市場龐大，美國 NCCN 新指南已將 Ropeg 列為高低風險 PV 的唯一首選干擾素，預計將大幅改變美國 PV 社群的用藥習慣，亦有助於保險公司加快核保過程，提高市場滲透率；日本市場方面，為增加滲透率，藥華藥 2024 年推出 Ropeg 注射筆，使 Ropeg 以慢簽形式讓病患可一次性領取 3 個月藥量回家自行注射，藉此提高醫師及病患使用醫院；除原有歐、美、日市場外，2024 年陸續取得馬來西亞及新加坡藥證。

中國市場取得 PV 藥證，將申請納入醫保以快速提高滲透率

中國市場約有 40 萬 PV 人口，其中積極治療人口約 20%，Ropeg 已於 05/2024 被獲中國臨床腫瘤學會(CSCO)最新診療指南推薦，為唯一在高低風險真性紅血球增多症(PV)均獲 CSCO 列為第一線治療首選的降血球藥物，已於 06/2024 取得中國藥證，將進入年底的醫保談判，2024 年底會有結果，若納入醫保，將有望快速提高市場滲透率。投研部認為，因地緣政治風險因素以及中國近年來要求中國製造的前提下，藥華藥近期有望完成中國市場授權，由藥華藥提供原料藥，授權夥伴則負責充填、封裝以及銷售。整個授權包裹藥華藥將取得簽約金、銷售里程碑金以及銷售分潤，因此投研部預估，2H24 將先以自費形式銷售，待順利納入醫保後，2025 年藉由醫保快速提升銷售，將有顯著營收貢獻，授權包裹預估將有數億人民幣規模，除簽約金及銷售里程碑金外，銷售分潤則預估 12%~15%(100%毛利，分潤成數隨銷售規模成長)，由藥華藥提供原料藥(銷售毛利預估約 60%)。投研部預估初期市場滲透率約 5%，納入醫保後的價格則預估為美國價格(20 萬美元)的 15%，以上推估之商業模式並以 5%滲透率計算，2025 年中國有望貢獻約 EPS 1.5~2 元。

延伸適應症 ET 及 Early MF 臨床進度如期推進，將成為下一階段成長動能

ET(原發性血小板過多症)全球第三期臨床試驗 SUPASS 已於 10/2023 完成 174 人收案，預計 2025 年初完成主要療效指標數據收集以及解盲；EXCEED 單臂試驗已於 1Q24 美國完成 91 人收案，預計 1H25 完成數據收集及解盲，2025 年將陸續申請美國及各國藥證，預計 2025 年底/2026 年陸續取證。

正向看待藥華藥營運成長動能，上修評價至目標價 888 元，維持買進

展望 2025 年，投研部認為，藥華藥將受惠 NCCN 列入唯一首選、日本 3 個月劑型上市、中國取證上市等利多帶動下維持高速成長態勢，我們上修 2025 年預估營收來到 151.60 億元，YoY+61.4%，毛利率 89.74%，稅後 EPS 17.75 元，YoY+171.9%。投研部看好藥華藥未來數年營運成長動能基於：1)美國受惠 NCCN 列入唯一治療首選後預估成長將加速；2)日本 3 個月劑型上市後穩定提升滲透率；3)中國市場納入醫保後滲透率高速提升，預估 2027 年達到 peak sales 滲透率將達 20%，屆時將貢獻獲利約 7~8 元；4)ET 適應症預計 2025 年/2026 年多國完成取證上市成為又一重要成長動能；5)與 AOP 之訴訟案有望於 2024 年告一段落，參考 2022 年德國聯邦最高法院(BGH)裁定駁回 AOP 對藥華藥的告訴，投研部認為藥華藥有望打贏訴訟。評價方面，藥華藥為我國新藥類股領頭羊，參考 06~07/2024 營收持續創高且優於投研部預期故上修營收及獲利預估，並將本益比從前次中上緣 40X 調升至上緣 50X 進行評價，將目標價從 700 元上修至 888 元，維持買進建議(2025F PE 50X)。

表 2：藥華藥財務差異分析表(季)：

	最新預估		前次預估		差異	
	2Q24	3Q24F	2Q24F	3Q24F	2Q24	3Q24F
	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	%	
營業收入	2,306	2,634	2,305	2,565	0.04	2.69
營業毛利	2,006	2,335	2,041	2,274	-1.71	2.68
營業利益	443	597	245	301	80.82	98.34
稅後淨利	680	596	542	548	25.46	8.76
稅後 EPS (元)	2.09	1.83	1.59	1.61		
Margin (%)						
營業毛利率	86.98%	88.65%	88.55%	88.65%		
營業利益率	19.19%	22.65%	10.65%	11.75%		
稅後淨利率	29.47%	22.63%	23.52%	21.37%		

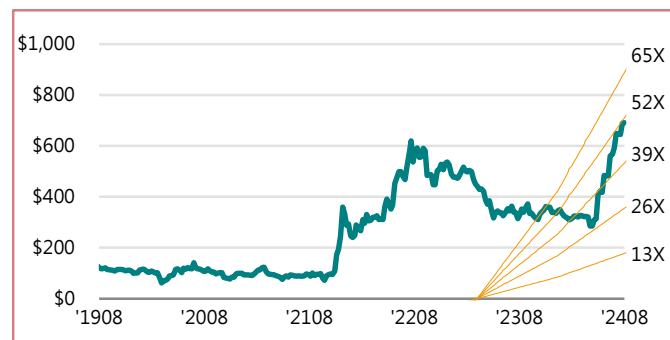
資料來源：國票投顧

表 3：藥華藥財務差異分析表(年)：

	最新預估		前次預估		差異	
	FY24F	FY25F	FY24F	FY25F	FY24F	FY25F
	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	YoY%	
營業收入	9,393	15,160	9,322	14,189	0.76	6.84
營業毛利	8,266	13,605	8,240	13,056	0.32	4.20
營業利益	1,596	5,909	991	5,421	61.05	9.00
稅後淨利	2,123	5,775	1,577	5,957	34.62	-3.06
稅後 EPS (元)	6.53	17.75	4.63	17.48		
Margin (%)						
營業毛利率	88.00%	89.74%	88.39%	92.02%		
營業利益率	16.99%	38.98%	10.63%	38.21%		
稅後淨利率	22.61%	38.09%	16.92%	41.98%		

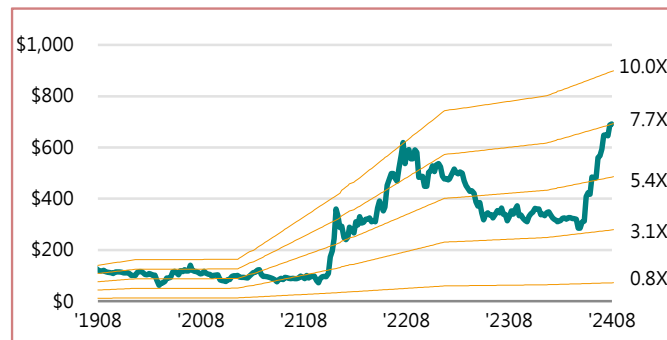
資料來源：國票投顧

藥華藥未來 12 個月 P/E 區間



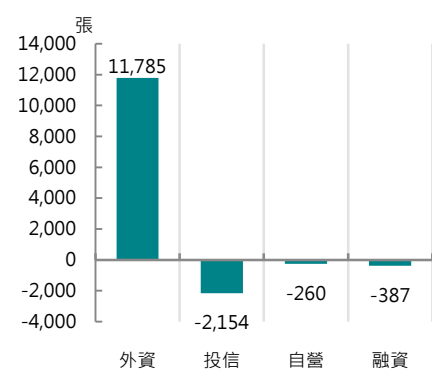
資料來源：國票投顧

藥華藥未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
行政院國發會	6.46
耀華玻璃股份有限賴建信	2.83
閎泰投資(股)	2.77
陳漢承	2.60
余瑞玉	2.15
元大益昂資本	1.82
陳朝和	1.27
林國鐘	1.19
詹青柳	0.93
薛宇權	0.87

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
行政院國發會 蕭振榮	董事	6.46
元大益昂資本 徐雪舫	董事	1.82
林國鐘	董事/總經理	1.19
詹青柳	董事長/副總經理	0.93
黃正谷	董事/總經理	0.5
李伸一	董事	0.24
劉敬村	獨立董事	0.08
張進德	董事	0.03
田健和	獨立董事	0
韋傑夫	獨立董事	0

資料來源：TEJ

6446 藥華藥 永續發展概況

CMoney ESG Rating

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
7	7	6	https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=98&filePath=/home/html/nas/p/6446/6446ESGNews/6446-333.pdf

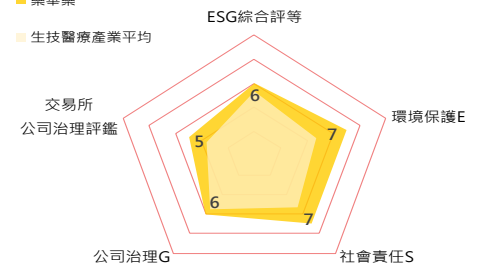
產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
生技醫療	139	26	否	

資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高

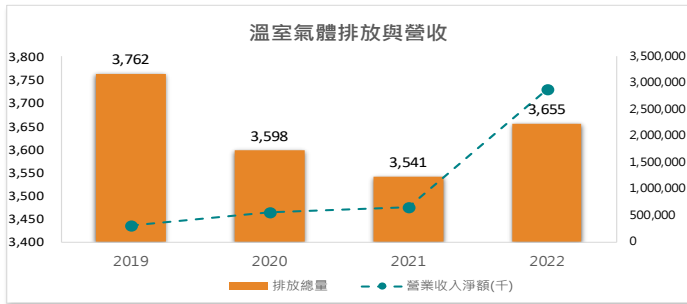
藥華藥

生技醫療產業平均



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2022年溫室氣體排放量增加3.23%，營收增加339%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2022	3,655	569	3,086
2021	3,541	511	3,030
2020	3,598	503	3,094
2019	3,762	707	3,055

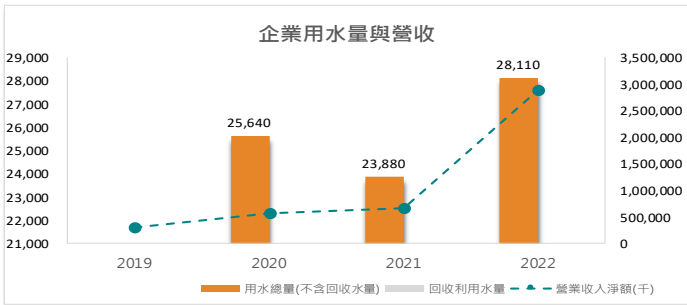
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力、用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2022年企業用水量增加17.71%，營收增加339%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2022	28,110	-	9,127
2021	23,880	-	10,500
2020	25,640	-	9,460
2019	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

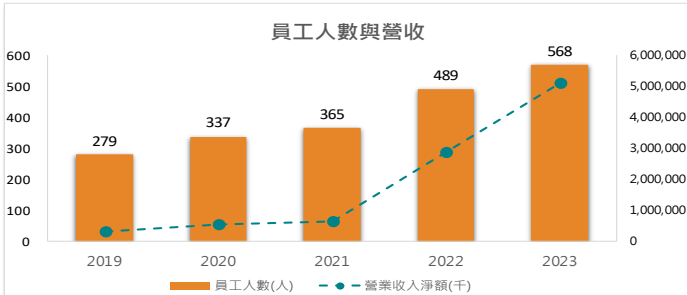
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的污水總量

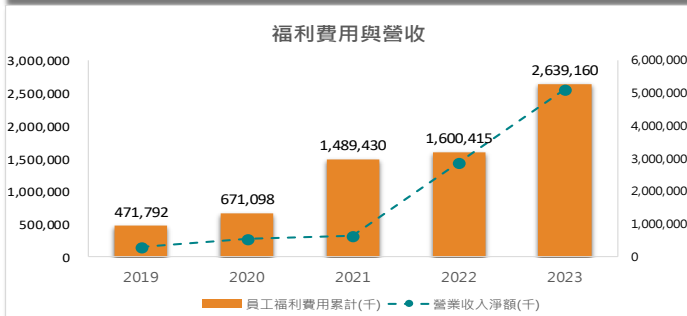
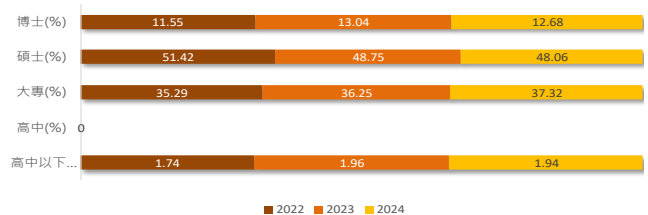
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

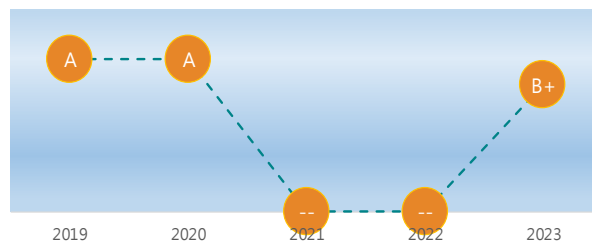
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2023	21%至35%	B+	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	不列入評鑑結果	--	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	不列入評鑑結果	--	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；
36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



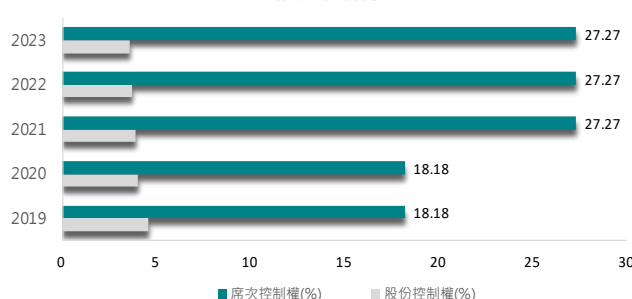
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2024/2/16

違反法條：
水污染防治法第18條

違反內容：
本府環境保護局接獲陳情於112年7月6日派員至該公司所屬營建工地(竹北市世興段1-6地號)稽查，發現工地因開挖，現場依核准逕流廢水削減計畫察看處理設施，發現沉沙池放置方式、尺寸與核准內容不符

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，
企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	1,653	2,306	2,634	2,799	3,443	3,693	3,910	4,114	5,106	9,393	15,160
營業毛利	1,460	2,006	2,335	2,465	3,090	3,296	3,512	3,707	4,495	8,266	13,605
營業費用	1,443	1,564	1,738	1,926	1,746	1,895	1,982	2,073	6,408	6,670	7,696
營業利益	18	443	597	539	1,345	1,401	1,529	1,634	(1,913)	1,596	5,909
稅前淨利	335	927	852	739	1,670	1,764	1,917	1,959	(987)	2,852	7,310
本期淨利(NI)	330	680	596	517	1,319	1,394	1,515	1,547	(624)	2,123	5,775
淨利歸屬於_母公司業主	330	680	596	517	1,319	1,394	1,515	1,547	(624)	2,123	5,775
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	1.00	2.09	1.83	1.59	4.06	4.28	4.66	4.76	(1.93)	6.53	17.75
QoQ(%)											
營收淨額	0.40	39.50	14.20	6.26	23.01	7.26	5.88	5.22			
銷貨毛利	4.65	37.38	16.40	5.55	25.39	6.65	6.55	5.56			
營業利益	虧轉盈	2,416.61	34.81	(9.69)	149.58	4.20	9.15	6.82			
稅後純益_母公司淨利	184.97	105.77	(12.31)	(13.24)	155.06	5.66	8.68	2.15			
YoY(%)											
營收淨額	86.27	82.35	101.64	69.96	108.23	60.11	48.44	46.98	35.31	83.97	61.40
銷貨毛利	93.54	72.83	97.13	76.62	111.64	64.29	50.39	50.42	140.02	83.89	64.59
營業利益	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	7,547.12	216.62	156.35	203.19	173.08	虧轉盈	270.34
稅後純益_母公司淨利	虧轉盈	虧轉盈	200.28	346.07	299.26	105.01	154.10	199.19	117.70	虧轉盈	171.95
各項比率											
營業毛利率	88.31	86.98	88.65	88.05	89.76	89.24	89.81	90.11	49.23	88.00	89.74
營業利益率	1.06	19.19	22.65	19.25	39.06	37.94	39.11	39.71	36.97	16.99	38.98
稅前淨利率	20.24	40.17	32.33	26.40	48.50	47.77	49.04	47.61	28.62	30.36	48.22
稅後淨利率	19.98	29.47	22.63	18.48	38.31	37.74	38.74	37.61	21.34	22.61	38.09

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	19,666	19,366	20,234
流動金融資產	0	0	0
應收款項	1,312	2,686	3,863
存貨	1,459	1,507	1,874
其他流動資產	223	490	614
流動資產	22,896	24,127	26,679
非流動金融資產	164	164	164
採用權益法之投資	0	82	67
不動產、廠房與設備	1,678	1,982	2,423
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	1,719	1,679	1,676
資產總計	27,269	27,685	30,674
短期借款	21	11	8
流動金融負債	0	0	0
應付款項	1,310	1,534	1,521
其他流動負債	609	554	582
流動負債	2,152	2,099	2,111
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	63	53	41
其他非流動負債	214	(539)	(2,436)
負債總計	3,321	1,613	(284)
股本	3,403	3,403	3,403
資本公積	24,092	24,092	24,092
保留盈餘	(631)	1,492	6,379
其他權益	(110)	(110)	(110)
庫藏股	2,805	2,805	2,805
非控制權益	0	0	0
股東權益	23,948	26,072	30,958

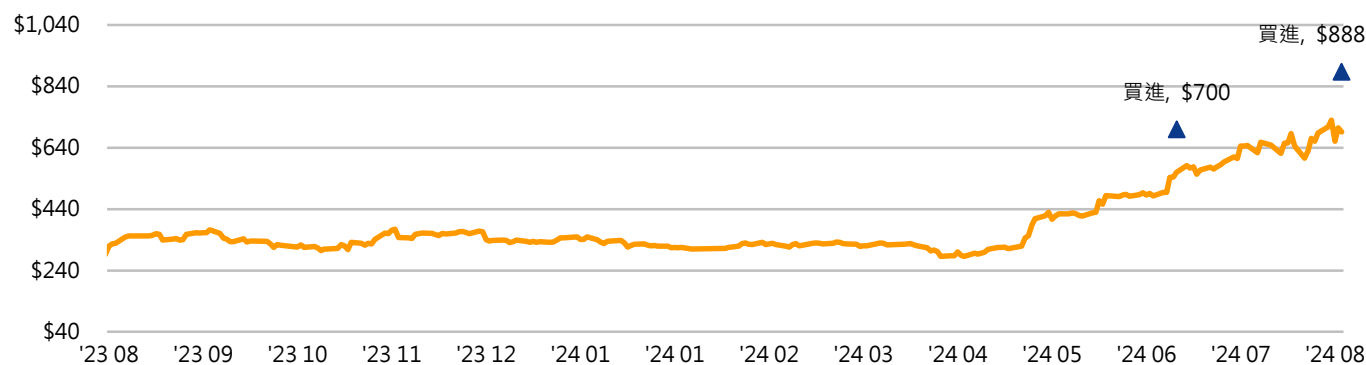
資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	(987)	2,852	7,310
折舊攤提	229	252	277
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(585)	(146)	(161)
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	(1,100)	(815)	(1,665)
支付之利息	0	(1)	(1)
支付之所得稅	(77)	(728)	(1,535)
其他	1,775	107	108
來自營運之現金流量	(706)	1,560	4,374
資本支出	(1,286)	(556)	(718)
長投增減	0	0	0
短投增減	(96)	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	895	(50)	(50)
來自投資之現金流量	(487)	(606)	(768)
自由現金流量	(1,192)	954	3,606
借款增(減)	(985)	(20)	(14)
股利發放	0	0	(889)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	13,877	0	0
其他	(2,437)	(1,234)	(1,835)
來自融資之現金流量	10,454	(1,253)	(2,738)
匯率調整	100	0	0
本期產生之現金流量	9,362	(300)	867
期末現金及約當現金	19,666	19,366	20,234

資料來源：TEJ、國票投顧

藥華藥歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	63

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。