

康霏 (6919 TT) Caliway Biopharmaceuticals

全球首創脂肪細胞標靶藥物，改變市場的創新

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$735.0

收盤價 (2024/10/01) : NT\$571

隱含漲幅 : 28.72%

營收組成 (1H24)

健康食品 99%、其他 1%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	735.0	--
2025年營收 (NT\$/十億)	4.54	--
2025年EPS	20.18	--

交易資料表

市值	NT\$79,620百萬元
外資持股比率	1.85%
董監持股比率	21.65%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$61.47
負債比	1.35%
ESG評級 (Sustainalytics)	- (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	13	39	36	4,536
營業利益	(320)	(513)	(870)	3,611
稅後純益	(286)	(488)	(801)	3,095
EPS (元)	(4.89)	(3.94)	(5.22)	20.18
EPS YoY (%)	--	--	--	--
本益比 (倍)	--	--	--	28.30
股價淨值比 (倍)	29.6	19.5	9.6	7.2
ROE (%)	(24.6)	(13.1)	(8.5)	24.8
現金殖利率 (%)	0	0	0	1.06
現金股利 (元)	0	0	0	6.06

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

商暉哲

mark.shang@yuanta.com

元大觀點

- ◆ **CBL-514** 可減少 312ml 治療部位皮下脂肪，優於抽脂手術的 183ml，預計 2025 年進行臨床三期試驗並授權，估授權金達 20 億美元。
- ◆ 竇根氏症病患受痛性脂肪瘤所苦，尚無治療藥物，**CBL-514D** 可減少脂肪瘤 53.6%體積、減輕疼痛，預計 2026 年授權金達 10 億美元。
- ◆ 預期醫美適應症授權帶動 2025 年 EPS 達 20.18 元，以 2025-2036 年風險調整淨現值模型推得目標價 735 元，初次給予買進評等。

CBL-514 局部減脂效果及安全性佳，預估 2025 年對外授權

CBL-514 是全球首創專一性誘導脂肪細胞凋亡的全新小分子新藥，可經由注射減少治療部位皮下脂肪，安全性佳。療效方面，CBL-514 平均可減少 312 mL 治療部位皮下脂肪、2 週見效，療效優於抽脂手術的平均減少 183mL 脂肪體積，更遠勝過非手術局部減脂設備減少的脂肪體積僅不到 40mL。兩項 CBL-514 用於醫美-局部減脂臨床 2b 試驗將於 4Q24-1Q25 解盲，預計 2025 年開始進行臨床三期試驗並啟動全球授權，預估授權金總額達 20 億美元。

CBL-514D 用於罕病竇根氏症數據正向，為下一動能

竇根氏症病患在軀幹、上臂或大腿會增生許多脂肪瘤，部分脂肪瘤會伴隨該部位因為壓迫神經而造成的自發性劇烈疼痛(痛性脂肪瘤)，美國/歐洲分別有 12.45 萬/24 萬名患者，目前尚無治療藥物核准上市，僅能以其他藥物或外科手術緩解症狀，但療效不佳容易復發且副作用明顯。CBL-514D 用於竇根氏症臨床二期顯示高劑量用藥 8 週後可減少脂肪瘤體積 53.6%、疼痛指標平均可減少 4.7 分，臨床 2b 試驗預計 4Q25 解盲，預估 2026 年將開始臨床三期試驗並啟動全球授權，預估授權金總額達 10 億美元。

醫美、罕見疾病新藥開發有成，給予買進評等

新藥臨床試驗費用增加，預估 2024 年每股虧損 5.22 元。假設 CBL-514 用於醫美適應症(局部減脂、橘皮治療)在 2025 年進入臨床三期試驗後對外授權，當年認列 1.5 億美元簽約金(佔總授權金 7.5%)，帶動 2025 年營收預估達 45.4 億元，營業利益 36.11 億元，EPS 20.18 元。將折現率設為 10%，給予 CBL-514/CBL-514D 80%/60%的成功機率，加上 2024 年底預估在手現金 87 億元，預估 2025-2036 年風險調整淨現值 1,128 億元，以 IPO 後股數 1.53 億股計算，目標價為 735 元，初次納入研究範圍，給予買進評等，看好公司鎖定醫美、罕見疾病藍海市場的策略，將產品價值極大化。

國際醫美新藥開發的創新領導者

康霖生技成立於 2012 年，專注於醫美(局部減脂、美白、抗老化注射劑)與慢性發炎疾病的新藥開發，鎖定潛在市場達 100 億美元以上，且現有治療方式或藥物療效不佳、副作用明顯或無核准治療藥物的適應症來開發藥物。目前康霖研發中新藥皆是自主研發，擁有全球之專利保護權利，截至 2024/8/31，公司累計已申請 91 件專利、核准 73 件專利(已核准率 80.2%)，旗下 CBL-514 的專利佈局規劃與新案申請至少持續到 2025 年，故 CBL-514 專利保護期限至少到 2045 年。

進度最快的在研產品包括 1) CBL-514，應用於非手術局部減脂、橘皮治療的醫美領域；及 2) CBL-514D，為 CBL-514 應用於疾病治療領域的竇根氏症(Dercum's disease)與阻塞型睡眠呼吸中止症(OOSA)等疾病領域。康霖專注於推動 CBL-514 用於醫美-非手術局部減脂的臨床試驗，包括 1) 在 CBL-0202 二階段臨床二期試驗顯示，在 ITT population 與 PP population 分析其主要療效指標與次要療效指標，與安慰劑組相比，皆達到臨床及統計上顯著有效意義，預計於 4Q24 進行期刊發表；2) 2024 年正進行二項臨床 IIb 試驗，預計在 4Q24-1Q25 取得臨床統計結果；以及 3) 公司正在規劃二項全球多國多中心三期樞紐臨床試驗(pivotal study)，合計收案 600 人，預計於 2025 年陸續開始收案。若開發順利，管理層預期 CBL-514 最快於 2027 年取得美國 FDA 核准用於醫美-非手術局部減脂的藥證。CBL-514D 用於罕見疾病-竇根氏症治療的臨床二期試驗中，顯示 64.5%痛性脂肪瘤顯示縮小 50%以上體積或完全清除、顯著降低疼痛指數達 4.7 分，目前美國臨床 2b 試驗收案中，預計 4Q25 取得臨床統計結果。其他新藥開發方面，治療色素沉澱的 CBA-539 及治療中心肥胖的 CBF-520，將於 CBL-514 進入臨床三期後，陸續進入臨床試驗。

圖 1：康霖 NCE 新藥研發產品線

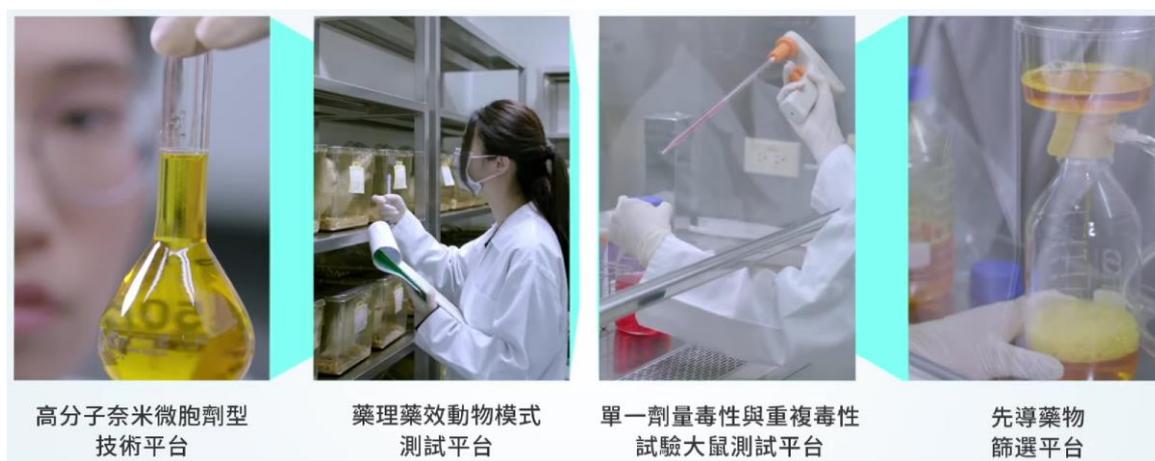
Product	Indication	Status
CBL-514 醫美應用	醫美-非手術局部減脂 Non-surgical fat reduction	<ul style="list-style-type: none"> 已完成澳洲 Phase I/IIa 試驗 已完成二階段的 CBL-0202 Phase 2 試驗 已完成二項臨床 IIb 試驗收案，預計將於 4Q24 與 1Q25 取得臨床統計結果 預計 2025 年 Q1 啟動歐美臨床三期試驗 IND 送件
	GLP-1 促效劑藥物併用改善腹部肥胖與復胖	<ul style="list-style-type: none"> 動物療效驗證、臨床二期試驗設計中
	醫美-橘皮治療 Cellulite treatment	<ul style="list-style-type: none"> 預計 2024 年 Q3 取得美國臨床二期第二階段的臨床研究報告(CSR)
CBL-514D 疾病應用	罕病-竇根氏症 Dercum's disease	<ul style="list-style-type: none"> 已完成美國 CBL-0201DD 臨床二期試驗 已取得美國 CBL-0202DD Phase 2b 試驗目前收案中，預計 2025 年 Q4 取得臨床統計結果
	阻塞型睡眠呼吸中止症 Obstructive sleep apnea	<ul style="list-style-type: none"> 預估 2025 年底至 2026 年上半年申請美國臨床二期 IND
CBF-520	中心肥胖 Central (abdominal) obesity	<ul style="list-style-type: none"> 預估 2026 年 Q3 申請美國臨床一期 IND
CBA-539	醫美-色素沈澱 Hyperpigmentation	<ul style="list-style-type: none"> 預估 2025 年 Q3 申請美國 Phase I/IIa IND
	醫美-抗老 Anti-aging	
CBO-012	退化性關節炎 Osteoarthritis	<ul style="list-style-type: none"> 藥物開發篩選階段

資料來源：公司資料、元大投顧

康霏自主開發特殊劑型及藥物測試平台，提升藥物開發成功機率

康霏擁有四大新藥開發技術平台，包括 **1) 高分子奈米微胞注射劑型技術平台**：可將疏水性藥物包覆於奈米微胞核心內，提高藥物可溶性與穩定性，並可提高藥物的身體可用率，透過提高包覆藥物在體內的半衰期及增加藥物作用時間以提高療效，也藉由避免和非作用部位接觸以減少藥物之毒性與副作用。以 **CBL-514** 為例，其開發之奈米微胞劑型可顯著提高藥物於注射後的藥物吸收達數百倍以上，注射部位之藥物吸收可達血液吸收的 **600** 倍左右，且目標治療部位的療效作用時間可持續 **2** 週以上，同時可降低藥物之系統吸收，進而降低其可能的系統副作用風險；**2) 藥理藥效細胞與動物模型測試平台**：由於醫美應用領域缺乏動物模型與療效評估方法，國內外 **CRO** 也無相關測試平台，康霏已成功建立局部減脂療效大鼠動物模型與細胞測試平台、多種大鼠與小鼠肥胖動物模型、退化性關節炎動物模型、高血脂倉鼠動物模型、黑色素沉著細胞與動物模型等，可在藥物開發過程，於實驗室評估新藥標的的療效與藥理機轉，並與上市藥品或臨床階段競爭產品進行比較，同時初步評估藥物合適治療劑量；**3) 單一劑量毒性與重複毒性試驗大鼠測試平台**：評估藥品安全性與賦形劑風險，在臨床試驗前，同步評估新藥療效與安全性，可降低新藥在非臨床毒理試驗階段失敗的風險，並提高新藥進入臨床試驗階段的成功率；**4) 先導藥物篩選平台**：針對新藥適應症作用標的快速進行化合物篩選與療效比較，可於體外或細胞模型內同時評估藥效與藥品作用機轉，待找到 **2-3** 個可能具潛力的標的化合物後，在進行初步劑型開發與動物實驗的評估與測試。康霏已建立超過 **10** 種篩選平台，針對非手術局部減脂、色素沉著與美白、退化性關節炎、肥胖等適應症新藥進行藥物篩選。

圖 2：康霏核心技術平台

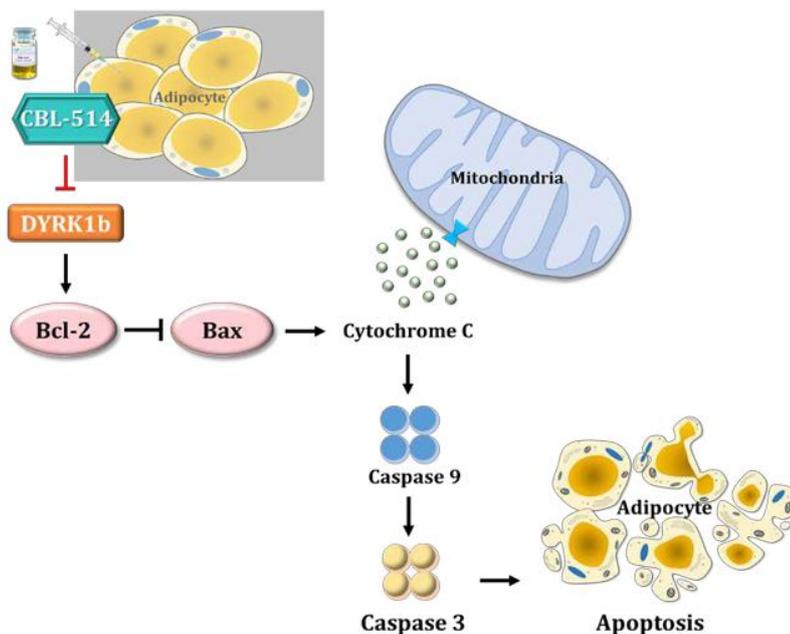


資料來源：公司資料

CBL-514 為全球首創脂肪細胞標靶治療，療效、安全性優於市售非手術局部減脂產品

CBL-514 是全球首創專一性誘導脂肪細胞凋亡的全新小分子新藥(505(b)(1))，可經由注射方式減少治療部位皮下脂肪，在動物實驗中，不會對中樞神經系統、心血管系統、呼吸系統造成任何系統性副作用。CBL-514 在已完成的多項細胞試驗與動物試驗中皆顯示可誘導脂肪細胞凋亡，減少脂肪細胞數量與脂肪總量，並在動物實驗中促進脂肪細胞凋亡進而減少治療區域的皮下脂肪，其作用機轉為抑制脂肪細胞粒線體內的激酶 **DYRK1b** 表現，活化細胞凋亡介質 **caspase 3** 和提升 **Bax/Bcl-2** 比例，進而導致脂肪細胞凋亡(Apoptosis)。

圖 3：CBL-514 透過抑制脂肪細胞內的激酶 DYRK1b，促進脂肪細胞凋亡(Apoptosis)



資料來源：公司資料

相較之下，其他非手術局部減脂注射劑(包含去氧膽酸及其他類似成分)及多項局部減脂設備產品，治療原理為利用溫度、超音波或化學藥品造成細胞壞死以達到局部減脂目的，但其治療不具選擇性，會產生治療部位其他組織與細胞壞死與受損的副作用，嚴重副作用包括治療部位反常脂肪增生(PAH)、神經損傷與麻痺、治療部位組織壞死。雖然以外科手術進行局部減脂效果較非手術局部減脂產品療效更為明顯，但抽脂手術過程對於治療部位和神經的破壞大、出血量多，甚至造成感染、麻醉致死、脂肪栓塞致死等嚴重後果，且術後傷口腫脹、疼痛、嚴重瘀青等副作用的恢復期長達 3 到 6 個月，術後的疤痕組織與肌膚鬆弛或凹凸不平也讓術後照護格外辛苦，有鑑於此，消費者對於非手術局部減脂產品需求仍大。

圖 4：抽脂手術、現有非手術局部減脂療程副作用明顯



資料來源：公司資料

CBL-514 在已完成的醫美-非手術局部減脂臨床二期試驗中，平均可減少 312 mL 治療部位皮下脂肪、最多可減少超過 750 mL 皮下脂肪與高達 25.3 mm 脂肪厚度、2 週見效，且單次治療平均可減少近 130mL 皮下脂肪，其療效及安全性優於抽脂手術的平均減少 183mL 脂肪體積，更遠勝過非手術局部減脂設備減少的脂肪體積僅不到 40mL，CBL-514 局部減脂療效與治療次數及遵從度相關。

圖 5：CBL-514 減脂效果有機會比抽脂手術更好



資料來源：公司資料

雙下巴減脂注射劑 Kybella 於 2015 年 4 月取得美國藥證，2015 年 10 月 Allergan 以 21 億美元收購 Kybella 產品。冷凍減脂設備 CoolSculpting (原廠為 Zeltiq Aesthetics) 為銷售最好的非手術局部減脂產品，2016 年銷售額逾 3.5 億美元(被 Allergan 併購前)，2017 年 Allergan 以 24.7 億美元併購 Zeltiq Aesthetics (僅有單一產品 CoolSculpting)，2017 年 CoolSculpting 銷售額逾 4 億美元，但因為產品療效不佳且可能造成嚴重副作用，近年來銷售已下滑。CBL-514 在療效、安全性，皆遠優於 Kybella、CoolSculpting，可作為抽脂手術的替代方案，鎖定全球近千億美元的減脂商機，目前 CBL-514 用於醫美-局部減脂正在臨床 2b 試驗階段，管理層預計在 2025 年 CBL-514 開始進行多國多中心三期樞紐臨床試驗並啟動全球授權，我們預估 CBL-514 授權金達 20 億美元以上。

圖 6：CBL-514 與手術/非手術局部減脂產品比較

	CBL-514	手術局部減脂		非手術局部減脂	
類別	注射劑	侵入性療程		已核准藥品或其他臨床中注射劑	醫療設備
項目	CBL-514	抽脂手術	腹部整形手術	去氧膽酸、去氧膽酸衍伸物、學名藥、RZL-012	冷凍減脂、EMSCULPT、Liposonix...等
治療部位	腹部、大腿內外側、腰側、手臂等	腹部、大腿內外側、腰側、手臂	腹部	雙下巴	雙下巴、腹部、腰側
2022 年療程數量	N.A	230 萬	118 萬	77.8 萬	
療程佔比(%)	N.A	54%	28%	<2%	10~16%
療程費用(USD)/部位/次	TBD	\$8,000~18,000		\$1,200~1,500	\$2,000~8,000 平均\$3,200
可見療效時間	2 週	12 週		8~12 週	12~24 週
療程總次數	1~4 次	1~2 次		4~6 次	4~8 次
平均減少皮下脂肪	312mL	183mL	N.A	<1mL	<<40mL
副作用	◆	◆◆◆◆◆◆◆◆		◆◆◆◆	◆◆◆◆
術後硬塊壞死、神經損傷、麻痺	X	V		V	V

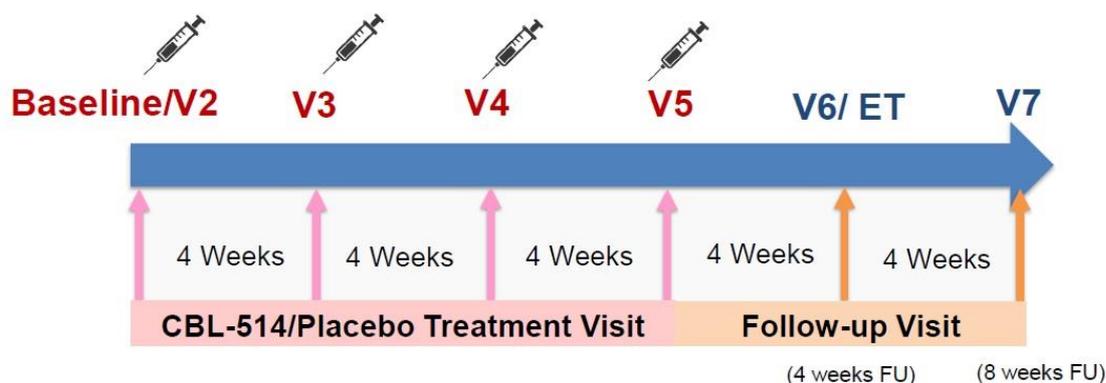
資料來源：公司資料、元大投顧整理

CBL-514 在醫美應用、CBL-514D 在罕見疾病治療皆顯示療效

康霖旗下局部減脂注射劑 CBL-514 用於醫美-非手術局部減脂、橘皮組織治療之臨床二期試驗，CBL-514D 用於竇根氏症治療之臨床二期試驗，結果皆顯示療效，且相比安慰劑組達到統計上的顯著差異。以下為 CBL-514/CBL-514D 相關試驗數據：

1) 非手術局部減脂臨床二階段二期試驗(CBL-0202 Phase 2)：這是一項經美國 FDA 與澳洲 AU EC/TGA 核准執行的多國多中心二階段二期臨床試驗，用於評估 CBL-514 注射劑減少皮下脂肪的療效、安全性與耐受性，共納入 101 位具有腹部皮下脂肪堆積的受試者。以下就兩階段試驗結果說明：**1) 試驗第一階段(CBL-0202 Phase 2-Stage 1)**分為 4 個劑量組別(320mg、480mg、640mg、800mg)，共納入 25 位受試者，採單一劑量遞增(single ascending dose)方式收案，每位受試者給予一次 CBL-514 治療，並於治療後 1 週、2 週及 4 週追蹤療效及安全性，初步統計結果顯示，CBL-514 一次治療後即可顯著減少治療部位皮下脂肪，平均可減少 110mL 到 150mL，最多可減少超過 290mL 皮下脂肪，且藥物安全性與耐受度良好；**2) 試驗第二階段(CBL-0202 Phase 2-Stage 2)**為一隨機分派、單盲、安慰劑組對照的試驗，分為 CBL-514 與安慰劑 2 個組別並以 2：1 隨機分派，試驗共納入 76 位具有腹部皮下脂肪堆積的受試者，其中共 75 位受試者進入試驗接受治療，包含 CBL-514 組 49 位以及安慰劑組 26 位受試者，根據受試者腹部皮下脂肪堆積程度最多給予 4 次 CBL-514 或安慰劑的注射，每次治療劑量最多不超過 600mg (300mg 到 600mg)的 CBL-514 或同等體積的安慰劑，每次注射間隔為 4 週，並於完成最後一次注射後的 4 週和 8 週追蹤評估療效及安全性，並比較 CBL-514 用藥組與安慰劑組的療效是否具有統計顯著差異。主要療效指標方面，結果顯示接受最後一次治療後 4 週與 8 週，腹部治療部位皮下脂肪減少至少 150ml 的受試者比例，在 CBL-514 組分別為 63.9%和 69.6%，優於安慰劑組的 17.4%和 0.0%，療效在臨床與統計上達到顯著有效意義。次要療效指標方面，接受最後一次治療後 4 週與 8 週，腹部治療部位皮下脂肪減少至少 200 毫升的受試者比例，在 CBL-514 組分別為 58.3%和 60.9%，也優於安慰劑組的 8.7%和 0.0%，治療後 8 週平均可減少 216.28 mL 皮下脂肪(PP 族群中，平均可減少 312mL 皮下脂肪)，療效在臨床與統計上達到顯著有效意義。此外，在 CBL-514 組別，42.9%的受試者僅需接受 1 次 CBL-514 治療即可減少至少 150 毫升治療部位皮下脂肪。試驗第二階段中，CBL-514 組別整體安全性與耐受度良好。

圖 7：CBL-514 用於非手術局部減脂臨床二期第二階段試驗設計



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 8：CBL-514 用於非手術局部減脂臨床二期試驗第二階段臨床統計數據

	CBL-514 組	安慰劑組
主要療效評估指標		
最後一次給藥後 4 週(V6) · 減少至少 150ml 治療部位皮下脂肪的受試者比例	63.9% (p=0.00054)	17.4%
最後一次給藥後 8 週(V7) · 減少至少 150ml 治療部位皮下脂肪的受試者比例	69.6% (p<0.00001)	0.0%
次要療效評估指標		
最後一次給藥後 4 週(V6) · 減少至少 200ml 治療部位皮下脂肪的受試者比例	58.3% (p=0.00012)	8.7%
最後一次給藥後 8 週(V7) · 減少至少 200ml 治療部位皮下脂肪的受試者比例	60.9% (p=0.00009)	0.0%
與治療前相比 · 接受 CBL-514 最後一次治療後 4 週(V6) · 腹部治療部位皮下脂肪體積可減少的最小平方均值(LS Mean)	199.8ml (p<0.00001)	--
與治療前相比 · 接受 CBL-514 最後一次治療後 8 週(V7) · 腹部治療部位皮下脂肪體積可減少的最小平方均值(LS Mean)	209.46ml (p<0.00001)	--
與治療前相比 · 在最後一次治療後 4 週(V6) · 相較於安慰劑組 · CBL-514 組治療部位皮下脂肪體積的最小平方均值(LS mean)差異	減少 206.62ml (p<0.00001)	--
與治療前相比 · 在最後一次治療後 8 週(V7) · 相較於安慰劑組 · CBL-514 組治療部位皮下脂肪體積的最小平方均值(LS mean)差異	減少 216.28ml (p<0.00001)	--
僅接受 1 次治療即可減少至少 150ml 治療部位皮下脂肪的受試者比例	42.9%	--
僅接受 2 次治療即可減少至少 150ml 治療部位皮下脂肪的受試者比例	35.7%	--

資料來源：公司資料、元大投顧整理

公司也啟動 2 項 CBL-514 用於醫美-非手術局部減脂 Phase 2b 的臨床試驗 · 分別為 **1) CBL-0204 Phase 2b**：是一項經美國 FDA 核准執行的隨機分配、安慰劑組對照的 Phase 2b 臨床試驗 · 主要療效指標是與安慰劑相比 · CBL-514 組最後一次治療後臨床醫生報告的腹部脂肪評定量表 (Clinician-Reported Abdominal Fat Rating Scale, CR-AFRS) 至少改善一個等級的比例。CBL-0204 Phase 2b 試驗已在 2024 年 1 月於美國與澳洲完成收案 · 共納入 107 位具有中度或重度腹部皮下脂肪堆積(Grade 3 (moderate) or Grade 4 (severe) using the AFRS)的受試者 · 已於 2024 年 5 月下旬完成數據收集 · 預計 4Q24 取得臨床統計結果；**2) CBL-0205 Phase 2b**：一項經美國 FDA 核准執行的隨機分配、安慰劑組對照的 Phase 2b 臨床試驗 · 主要療效指標是與安慰劑相比 · CBL-514 組最後一次治療後 8 週脂肪厚度(用 MRI 測量)較基線減少 20% 以上的受試者比例。CBL-0205 Phase 2b 試驗已在 2024 年 5 月於美國與加拿大完成收案 · 招募中度或重度腹部皮下脂肪堆積 (Grade 3 (moderate) or Grade 4 (severe) using the AFRS)的受試者 · 原先預計收 160 人 · 因多中心收案踴躍 · 實際納入 173 位受試者 · 預計 3Q24 完成試驗數據收集 · 並於 1Q25 取得臨床統計結果。康需預計在取得 CBL-0204 與 CBL-0205 Phase 2b 初步數據後 · 向美國 FDA 提交全球樞紐三期試驗的最終設計與後續的全球樞紐三期臨床試驗 IND 申請。

圖 9：CBL-514 用於醫美非手術局部減脂二個 Phase 2b 試驗差異

試驗編號	CBL-0204 Phase 2b	CBL-0205 Phase 2b
美國 FDA 核准日期	2023/1	2023/7
目前狀態	已於 2024/1 完成收案	已於 2024/5 完成收案
收案國家	美國、澳洲	美國、加拿大
納入受試者人數	107	173
收案條件(受試者 AFRS)	AFRS Grade 3-4	AFRS Grade 3-4
主要療效指標	與安慰劑相比，臨床醫生報告的 AFRS 至少改善一個等級的比例	與安慰劑相比，CBL-514 最終治療後 8 週脂肪厚度較基線減少 20%以上的受試者比例
受試者評估自身 AFRS 方式	看照片	看照片、現場看鏡子兩種方式

資料來源：公司資料、元大投顧整理

2) 橘皮組織臨床二期試驗(CBL-0201EFP Phase 2)：本試驗案是一項治療中/重度橘皮組織的二階段 Phase 2 臨床試驗，第一階段(Stage 1)在美國二個試驗中心進行收案，共納入 12 位受試者，依序納入三個劑量組別(分別為 40mg、60mg 與 80mg)，每組納入 4 位受試者，每位受試者給予 1 次 CBL-514 治療，臨床二期第一階段顯示 87.5%高劑量組(80mg)受試者在一次治療 2 週後改善至少一個等級，治療 1 週後即可看見療效，治療 2 週後橘皮組織顯著改善，且安全性及耐受度佳，不會導致凹陷或硬塊。

圖 10：修正後 Hexsel Cellulite Severity Scale (modified HCSS)橘皮組織嚴重程度分級

橘皮組織嚴重程度總分	橘皮組織嚴重程度等級
0	無 (None)
1 to 3	輕微 (Mild)
4 to 6	中度 (Moderate)
7 to 9	重度 (Severe)

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 11：CBL-514 用於治療中/重度橘皮組織臨床二期第一階段臨床統計數據

	高劑量組(80mg)	中劑量組(60mg)	低劑量組(40mg)
主要療效評估指標			
橘皮組織治療前平均 modified HCSS 分數	7.8 ± 0.7	6.1 ± 1.6	6.8 ± 1.3
接受治療 2 週(V4)後平均 modified HCSS 分數變化	-2.0 ± 0.9	-1.3 ± 0.9	-2.1 ± 1.0
接受治療 4 週(V5)後平均 modified HCSS 分數變化	-2.6 ± 1.5	-1.5 ± 0.9	-2.0 ± 0.9
次要療效評估指標			
接受治療 2 週(V4)後，橘皮組織嚴重程度等級至少改善一個等級的受試者大腿百分比(%)	87.5%	62.5%	62.5%
接受治療 4 週(V5)後，橘皮組織嚴重程度等級至少改善一個等級的受試者大腿百分比(%)	87.5%	87.5%	62.5%

資料來源：公司資料、元大投顧整理

相較第一階段之給藥設計(3 組劑量、1 次治療、注射面積皆為 40cm²)，第二階段試驗為單一劑量、多次給藥並增加注射的治療面積，根據大腿橘皮組織嚴重程度最多給與 2 次(注射間隔為 4 週)、治療總劑量 80mg 至 320mg 之 CBL-514 注射(2.0mg/cm²)，兩側大腿注射總面積合計不超過 160 平方公分，並於最後一次注射後 4 週與 12 週評估療效與安全性。

圖 12：CBL-514 用於治療中/重度橘皮組織臨床二期第一階段與第二階段比較

	第一階段 Stage 1	第二階段 Stage 2
試驗目的	以小範圍治療進行劑量篩選，初步評估療效與安全性	由第一階段選出合適劑量，以大範圍治療評估療效與安全性
納入人數	12 人	23 人
治療次數	1 次	最多 2 次，1 次/四週
治療劑量	共三組，分別為 40、60、80mg 注射面積皆為 40cm ²	最高 320mg 注射面積最大 160cm ²
治療範圍	局部小範圍，注射點集中	大腿完整側面與後側部位皆可注射，範圍較大，注射點較分散且 2 次注射區域可能不同
實際評估範圍	局部小範圍	大腿完整側面與後側部位大範圍，許多未注射區域會一起被評估，可能導致低估療效
返診追蹤	治療後 1 週、2 週、4 週後回診評估	最後一次治療後 4 週、12 週後回診評估

資料來源：公司資料、元大投顧整理

CBL-0201EFP Phase 2 第二階段為一項開放標籤設計的二期臨床試驗，於美國 5 個試驗中心進行收案，總共招募 23 位大腿具中度或重度橘皮組織的受試者，已於 2024 年 4 月取得臨床統計結果，數據顯示 CBL-514 最後一次治療後 4 週與 12 週皆可顯著降低橘皮組織嚴重程度，療效在臨床與統計上達到顯著有效意義(p<0.00001)，53.3%受試者在最後一次治療後 12 週橘皮組織可改善一個等級以上，且高達 95%以上受試者之大腿橘皮組織顯著改善，給予 CBL-514 治療後的整體安全性與耐受性良好(多數不良事件為輕度和中度的注射部位反應，且大多可在注射後 28 天內完全緩解)。

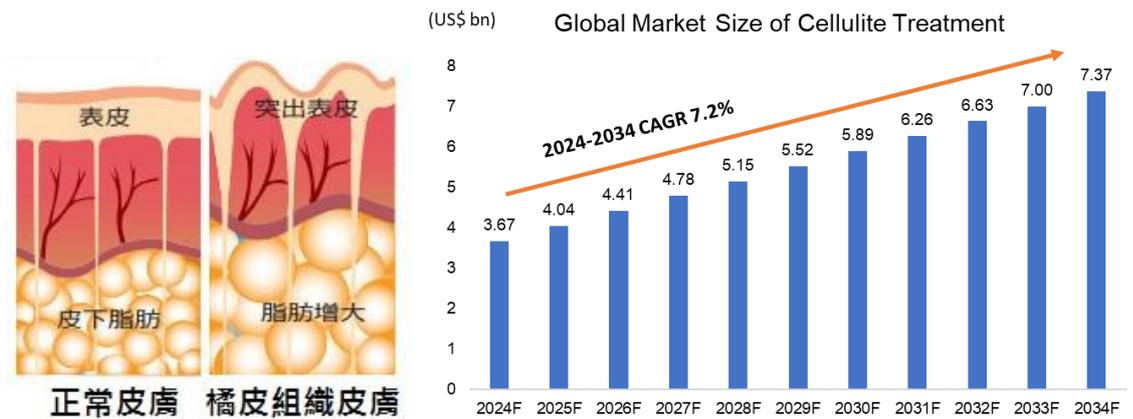
圖 13：CBL-514 用於治療中/重度橘皮組織臨床二期第二階段臨床統計數據

	CBL-514 組	
主要療效指標		
橘皮組織治療前平均 modified HCSS 分數	6.5±1.0	
接受最後一次治療後 4 週(V4)，大腿橘皮組織嚴重程度平均 modified HCSS 分數變化	-1.3	
次要療效指標		
橘皮組織治療前平均 modified HCSS 分數	6.5±1.0	
接受最後一次治療後 12 週(V5)，大腿橘皮組織嚴重程度平均 modified HCSS 分數變化	-1.3	
	治療後 4 週(V4)	治療後 12 週(V5)
接受治療 4 週(V4)與 12 週(V5)後，受試者大腿橘皮組織嚴重程度至少改善 1 個等級的比例(%)	40%	46.7%
接受治療 4 週(V4)與 12 週(V5)後，橘皮組織嚴重程度等級至少改善 1 個等級的受試者比例(%)	45%	53.3%
接受治療 4 週(V4)與 12 週(V5)後，受試者大腿橘皮組織嚴重程度 modified HCSS 分數至少改善 2 分的比例(%)	35%	43.3%
接受治療 4 週(V4)與 12 週(V5)後，橘皮組織嚴重程度 modified HCSS 分數至少改善 2 分的受試者比例(%)	45%	53.3%
臨床醫生以 GAIS 評估治療後橘皮組織有改善的受試者百分比(%)	95%	86.7%
受試者以 GAIS 評估治療後橘皮組織有改善的受試者百分比(%)	100%	86.7%

資料來源：公司資料、元大投顧整理

橘皮組織是因為皮下淺層脂肪的脂肪量過多擠壓突出到真皮，由於身體局部的脂肪厚度和彈性不同，導致皮膚表面像橘子表皮般凹凸不平，目前認為與女性荷爾蒙、新陳代謝產生的生理改變、靜脈循環不良有關，好發於大腿、臀部、腰部、腹部等不易運動到的地方，預估全球橘皮組織治療市場規模將從 2024 年的 36.7 億美元成長至 2034 年的 73.7 億美元，2024-2034 CAGR+7.2%，有效的治療產品推出為主要成長動能。現行橘皮治療方式僅能透過手術或物理方法破壞或軟化橘皮組織的纖維隔膜，或注射膠原蛋白酵素破壞纖維隔膜，但是現行治療方式只能"暫時改善"橘皮組織，療效不佳，術後瘀青疼痛明顯，且具皮下組織創傷明顯、傷口壞死、嚴重過敏反應等嚴重副作用，目前並未有直接透過減少突起的淺層脂肪來治療橘皮組織的治療方法。CBL-514 為脂肪細胞的標靶藥物，是全球第一個 1 次治療即可顯著改善橘皮組織嚴重度等級的產品，可望成為橘皮治療的突破性療法。

圖 14：正常皮膚與橘皮組織比較(左圖)；2034 年全球橘皮組織市場預估達 73.7 億美元(右圖)



資料來源：康健知識庫、Future Market Insights、元大投顧整理

3) 寶根氏症臨床二期試驗(CBL-0201DD Phase 2)：本試驗是一項經美國 FDA 核准執行用於治療罕見疾病寶根氏症(Dercum's Disease)的二期臨床試驗，招募對象為至少有 4 顆痛性脂肪瘤的寶根氏症患者，共納入 12 位受試者，分為 CBL-514D 高劑量組(15 mg/injection)與低劑量組(10 mg/injection)兩個組別，每個劑量組各 6 位受試者。每位受試者接受 CBL-514D 注射治療的痛性脂肪瘤數量為 4 到 8 顆，根據每顆痛性脂肪瘤治療前的大小分級決定施打劑量，並依據治療後脂肪瘤縮小程度變化最多給予 2 次的 CBL-514D 注射治療，每次注射間隔為 4 週，並於完成最後一次治療後的 4 週和 8 週追蹤療效及安全性，針對每顆痛性脂肪瘤個別評估其療效與安全性。最終臨床統計數據顯示，主要療效指標上，高劑量與低劑量組在治療後 4 週和 8 週痛性脂肪瘤體積平均減少大小均達統計上顯著差異。次要療效指標方面，高劑量組接受 CBL-514D 至多 2 次治療後的 8 週，痛性脂肪瘤顯示縮小的比例達 89.2%，痛性脂肪瘤縮小超過 50%以上或完全清除的比例也達 54.1%，痛性脂肪瘤完全清除的比例達 35.1%，疼痛指標平均可減少 4.7 分，顯示高劑量(15 mg/injection)的 CBL-514D 注射可顯著減少寶根氏症患者的痛性脂肪瘤大小，並因此改善痛性脂肪瘤疼痛分數且達到顯著統計差異。CBL-514D 用於治療寶根氏症的臨床 2b 試驗申請(IND)已於 1Q24 被美國 FDA 核准，3Q24 開始收案，預計 4Q25 取得臨床統計結果，寶根氏症臨床 2b 試驗主要療效指標將分析與安慰劑相比，CBL-514D 治療後痛性脂肪瘤完全清除的比例。

圖 15：CBL-514 用於治療竇根氏症臨床二期臨床統計數據

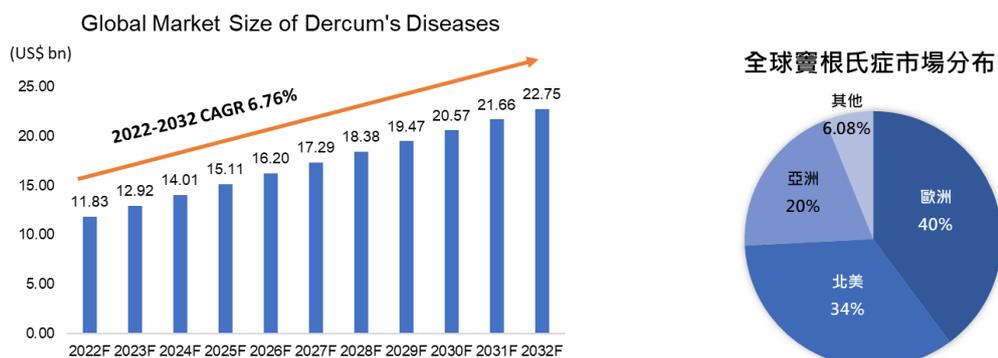
	高劑量組 (15 mg/injection)	低劑量組 (10 mg/injection)
主要療效評估指標		
接受 CBL-514 最多 2 次治療後的 4 週/8 週後痛性脂肪瘤大小百分比變化的平均值	-48.3% ± 68.1 % (p<0.0001) /-53.6% ± 48.3 % (p<0.0001)	-39.3% ± 49.4 % (p<0.0001) /-34.7% ± 44.8 % (p<0.0001)
統計結果	二個時間點的療效統計上皆達到顯著差異	
統計意義	CBL-514 治療後，可顯著縮小竇根氏症患者痛性脂肪瘤，主要療效指標已達到臨床及統計上顯著意義。	
次要療效評估指標		
接受 CBL-514 至多 2 次治療後的 4 週/8 週痛性脂肪瘤顯示有縮小的比例	89.2%/89.2%	80.0%/85.0%
接受 CBL-514 至多 2 次治療後的 4 週/8 週痛性脂肪瘤顯示縮小超過 50%以上或完全清除的比例	59.5%/54.1%	47.5%/40.0%
接受 CBL-514 至多 2 次治療後的 4 週/8 週痛性脂肪瘤顯示完全清除的比例	27.0%/35.1%	22.5%/17.5%
在接受一次 CBL-514 治療 4 週後，痛性脂肪瘤可達到完全清除或縮小超過 50%以上的比例	51.4%	45.0%
接受 CBL-514 至多 2 次治療後的 4 週/8 週，疼痛指數平均值降低分數	3.5 分 (p<0.0001)/ 4.7 分 (p<0.0001)	4.5 分 (p<0.0001)/ 5.0 分 (p<0.0001)

*疼痛指數從不痛的 0 分遞增至最痛的 10 分。

資料來源：公司資料、元大投顧整理

竇根氏症病患在軀幹、上臂或大腿會增生許多脂肪瘤，部分脂肪瘤會伴隨該部位因為壓迫神經而造成的自發性劇烈疼痛(痛性脂肪瘤)，目前尚未確定發病原因，推測可能與脂肪組織代謝障礙有關。目前竇根氏症尚無治療藥物核准上市，僅能以其他藥物或外科手術緩解症狀，但療效不佳容易復發且副作用明顯。CBL-514D 可促進注射部位脂肪細胞凋亡，臨床二期顯示高劑量用藥 8 週後可減少脂肪瘤體積 53.6%、疼痛指標平均可減少 4.7 分，具有治療竇根氏症的潛力。目前在美國約有 20 萬名病患，在歐洲則約為 24 萬名病患。國際研調機構預估全球竇根氏症治療市場規模將從 2022 年的 118.3 億美元成長至 2032 年的 227.5 億美元，預估 2023-2032 年 CAGR 6.76%。

圖 16：2032 年全球竇根氏症治療市場達 227.5 億美元(左圖)；2022 年全球竇根氏症治療市場分佈(依地區)(右圖)



資料來源：康健知識庫、Future Market Insights、元大投顧整理

全力推動 CBL-514 局部減脂、竇根氏症及其他適應症開發，價值逐步堆疊

展望 2024-2025 年，公司將全力推動 CBL-514 商品化，包括醫美局部減脂二項臨床 2b 試驗、罕見疾病竇根氏症臨床 2b 試驗，並拓展其他利基適應症。國際醫美局部減脂產品併購金額區間為 21-24.7 億美元，而 CBL-514 在局部減脂療效較現行療法更佳，我們預估 CBL-514 用於醫美-局部減脂將於 2025 年進入多國多中心臨床三期試驗後對外授權全球市場，總授權金達 20 億美元，包括 10 億美元的開發里程碑金及 10 億美元的銷售里程碑金。CBL-514 用於醫美-局部減脂有機會於 2027 年起在歐美上市，預估 2034 年 CBL-514 局部減脂注射劑全球銷售額將達 81.5 億美元，且持續受惠於整體市場以 CAGR 10% 成長，康需可望認列 CBL-514 雙位數的銷售分潤。國際罕見疾病新藥授權案簽約金及里程碑金達 5-20 億美元，竇根氏症潛在市場達 200 億美元且無有效藥物，預估 CBL-514D 用於竇根氏症治療將於 2026 年進入臨床三期試驗並啟動全球授權，預估授權金達 10 億美元。

康需 2023 營業費用 5.41 億元，年增 1.32 倍，主因進行竇根氏症、橘皮組織、局部減脂等適應症的臨床二期試驗，未來公司將持續推進 CBL-514 局部減脂臨床三期、竇根氏症臨床 2b 試驗等，預期 2024/2025 年營業費用分別為 8.95 億元/9.13 億元，較 2023 年進一步增加。截至 2Q24，康需在手現金與定存合計約 33.4 億元，加上 IPO 募集資金 64.81 億元，應足以支應未來 5 年以上的營運支出。展望後市，CBL-514 用於醫美-局部減脂、CBL-514D 用於罕見疾病竇根氏症分別於 2025 年、2026 年對外授權全球市場，單一授權案總金額達 10-20 億美元，並可於新藥上市後認列淨銷售額的雙位數百分比作為銷售權利金(royalties)，為長線動能，預期帶動 2025 年營收達 45.36 億元，毛利率 99.7%，EPS 20.18 元，轉虧為盈。

產業概況

全球肥胖人口逐年增加，減重與減脂需求龐大

根據 WHO，體重過重(overweight)或肥胖(obesity)被定義為異常或過多的脂肪堆積，其對身體健康構成威脅，身體質量指數(BMI)超過 25 kg/m² 被視為體重過重，BMI 超過 30 kg/m² 被視為肥胖，2016 年全球超過 20 億人體重過重(佔所有成人的 39%)，其中 6.5 億為肥胖人口(佔所有成人的 13%)，現在體重過重或肥胖在多數國家對健康的危害更甚於體重不足。世界肥胖聯盟(WOF)預估全球肥胖人口將從 2020 年約 9.9 億人成長至 2035 年的 19 億人(佔所有成人的 24%)，而體重過重(BMI≥25 kg/m²)的人數也將從 2020 年的 26 億人成長至 2035 年的 40 億人(佔所有成人的 51%)。肥胖是世界上幾種主要死因的危險因子，包括心臟病、中風、糖尿病和各種類型的癌症，世界肥胖聯盟估計體重過重和肥胖對於全球的經濟影響將從 2020 年的 1.96 兆美元增加至 2035 年的 4 兆美元，其包括治療肥胖的支出、體重過重對於經濟生產力的影響、過早退休及過早死亡，該影響也將使 2035 年全球 GDP 減少 2.9% (幅度與 2020 年新冠疫情使全球經濟衰退 3%相當)。

圖 17：體重過重或肥胖的人數(5 歲以上)和人口百分比

	2020	2025	2030	2035
體重過重(BMI≥25 kg/m ²)或肥胖人數 (百萬人)	2,603	3,041	3,507	4,005
肥胖(BMI≥30 kg/m ²)人數 (百萬人)	988	1,249	1,556	1,914
體重過重或肥胖人口比例	38%	42%	46%	51%
肥胖人口比例	14%	17%	20%	24%

資料來源：世界肥胖聯盟、元大投顧整理

圖 18：體重過重(BMI≥25kg/m²)對全球經濟影響 (2020-2035F)

	2020	2025	2030	2035
經濟影響 (US\$ trillion)	1.96	2.47	3.23	4.32
影響佔全球 GDP 總量的比例	2.4%	2.5%	2.7%	2.9%

資料來源：世界肥胖聯盟、元大投顧整理

目前減重藥物最有效的類型是類升糖素胜肽-1 受體促進劑(glucagon-like peptide agonists, GLP-1 agonists)，相關藥物使用一年可以減少 15%以上的體重。人體進食後，腸道細胞會分泌腸泌素(incretin)，GLP-1 即為其中一種腸泌素。當血糖上升時，GLP-1 會促進胰島素分泌，使血中的葡萄糖進入肌肉與肝臟儲存，同時抑制升糖素分泌，以減少肝臟製造葡萄糖。此外，GLP-1 也可降低胃排空的速度，抑制食慾並使血糖濃度上升緩慢，通常 GLP-1 在分泌不久後會被 DPP-4 酵素分解成沒有活性的代謝物。目前已上市的 GLP-1 促進劑，包括 exenatide、lixisenatide、liraglutide、dulaglutide、semaglutide，結構與人體 GLP-1 類似，但不容易被 DPP-4 分解，可延長 GLP-1 抑制食慾與降低飯後血糖的效果，並可降低糖化血色素(HbA1C)濃度，主要用於改善第二型糖尿病病患血糖控制之輔助治療，目前除了 semaglutide 有口服劑型，其他藥物皆僅有皮下注射劑型。如同上述提到 GLP-1 有抑制食慾效果，在臨床上也觀察到病人使用 GLP-1 促進劑之後有體重下降的情況，高劑量的 liraglutide (Saxenda，一天打一針)和高劑量的 semaglutide (Wegovy，一週打一針)皆有被美國 FDA 核准用於肥胖病患(BMI≥30 kg/m²)的長期體重管理，2023 年 Wegovy 銷售額達 45.5 億美元，YoY+419%，顯示全球減重需求強勁。專注於糖尿病管理及減重的美國藥廠 Eli Lilly

及丹麥藥廠 Novo Nordisk 在 2023 年營業額分別年增 28%及 36%，主要受惠於減重藥物越來越受歡迎。藥廠積極開發 GLP-1 促進劑的減重適應症及口服劑型，以擴大藥物使用範圍。Eli Lilly 的 Zepbound (tirzepatide)成分為 GIP 和 GLP-1 受體促進劑，於 2023 年 12 月被美國 FDA 核准用於肥胖病患(BMI≥30 kg/m²)低熱量飲食和運動的輔助減重藥物，試驗顯示 Zepbound 用藥 72 週後平均可減少肥胖者體重 20.9%，相比安慰劑額外減少體重 17.8%，Zepbound 一年藥價約 1.38 萬美元，低於 Wegovy 的一年約 1.62 萬美元，數據顯示最近 Eli Lilly 的 Tirzepatide (包括 Mounjaro 和 Zepbound)在美國 GLP-1 促進劑市場的市佔率提升至 21.6%。Eli Lilly 開發中口服 GLP-1 藥物 orforglipron 在臨床二期試驗中顯示，用藥 36 週後，orforglipron 可減少肥胖者體重達 14.7%，相比之下安慰劑僅能減少 2.3%的體重。目前 GLP-1 促進劑減重藥物呈現供不應求狀況，藥錠比注射劑更容易製造，未來若更多 GLP-1 促進劑口服錠劑被核准用於長期體重管理，則有助於緩解注射藥的供應短缺問題，定價也更有彈性，Saxenda 及 Wegovy 注射劑價格約一個月 1,300 美元，但口服減肥藥定價尚未決定。GLP-1 促進劑相關藥物不僅顯示與縮胃手術相當效果的減重效果，也可降低心血管疾病的風險，實為全球 10 億名肥胖人口的一大福音，IQVIA 預估全球減重支出將從 2023 年的 240 億美元成長至 2028 年的 740 億美元，2024-2028 年 CAGR 達 25%，主要市場在美國。

圖 19：GLP-1 受體促進劑相關藥物比較

品牌名稱	Byetta	Saxenda	Victoza	Trulicity	Ozempic	Rybelsus	Wegovy	Zepbound
有效成分	exenatide	liraglutide	liraglutide	dulaglutide	semaglutide	semaglutide	semaglutide	tirzepatide (GIP 和 GLP-1 受體促進劑)
開發商	AstraZeneca	Novo Nordisk	Novo Nordisk	Eli Lilly	Novo Nordisk	Novo Nordisk	Novo Nordisk	Eli Lilly
適應症	作為飲食和運動的輔助手段，改善第二型糖尿病成人患者的血糖控制。	作為肥胖者 (BMI ≥ 30) 低熱量飲食和運動的輔助手段，以實現長期體重管理。	1) 作為飲食和運動的輔助手段，改善第二型糖尿病成人患者的血糖控制。 2) 降低第二型糖尿病和心血管疾病患者發生主要心血管事件的風險。	作為飲食和運動的輔助手段，改善第二型糖尿病成人患者的血糖控制。	1) 作為飲食和運動的輔助手段，改善第二型糖尿病成人患者的血糖控制。 2) 降低第二型糖尿病和心血管疾病患者發生主要心血管事件的風險。	作為飲食和運動的輔助手段，改善第二型糖尿病成人患者的血糖控制。	作為肥胖者 (BMI ≥ 30) 低熱量飲食和運動的輔助手段，以實現長期體重管理。	作為肥胖者 (BMI ≥ 30) 低熱量飲食和運動的輔助手段，以實現長期體重管理。
劑型	針劑	針劑	針劑	針劑	針劑	錠劑	針劑	針劑
施打頻率	一天兩次	一天一次	一天一次	一週一次	一週一次	一天一次	一週一次	一週一次
施打劑量	0.3-0.6mg	0.6-1.8mg	3mg	0.75-1.5mg	2-8mg	3-14mg	0.25-2.4mg	2.5-15mg
副作用	噁心、低血糖、嘔吐、腹瀉等	噁心、腹瀉、便秘、嘔吐等	噁心、腹瀉、嘔吐、食慾減退等	噁心、腹瀉、嘔吐、食慾下降等	噁心、嘔吐、腹瀉、腹痛等	噁心、腹痛、腹瀉、食慾下降等	噁心、腹瀉、嘔吐、便秘等	噁心、腹瀉、食慾下降、嘔吐等
美國 FDA 核准年份	2005	2010	2010	2014	2017	2017	2017	2022
一年藥費	US\$ 1,457	US\$ 16,200	US\$ 1,677-2,500	US\$ 2,188	US\$ 11,229	US\$ 2,543	US\$ 16,188	US\$ 13,800
2023 年銷售額 (YoY)	US\$ 163 mn (YoY-42%)	US\$ 1,493 mn (YoY-1%)	US\$ 1,257 mn (YoY-28%)	US\$ 7,132 mn (YoY-4%)	US\$ 13,893 mn (YoY+64%)	US\$ 2,721 mn (YoY+70%)	US\$ 4,549 mn (YoY+419%)	US\$ 176 mn
體重變化	第 24 週減少 2.9 公斤	第 56 週減少 8% 體重	第 52 週減少 2.5 公斤	第 26 週減少 2.3 公斤	第 30 週減少 4.7 公斤	第 26 週減少 3.7 公斤	第 68 週減少 14.9% 體重	第 72 週減少 20.9% 體重
相比對照組體重變化	第 24 週減少 1.5 公斤	第 56 週減少 5.3% 體重	第 52 週減少 3.6 公斤	第 26 週減少 0.1 公斤	第 30 週減少 3.5 公斤	第 26 週減少 2.3 公斤	第 68 週減少 12.4% 體重	第 72 週減少 17.8% 體重

資料來源：公開資訊、元大投顧整理

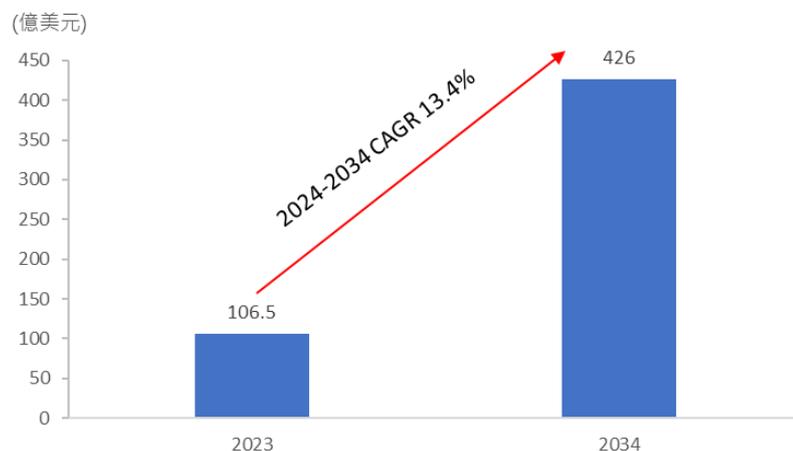
即便 GLP-1 促進劑相關減肥藥已在減重市場有良好成績，但減重藥品無法減少特定部位的局部皮下脂肪，2023 年全球局部減脂人次達 287 萬人，其中 78%採用抽脂手術，顯示市面上缺乏療效好的非手術局部減脂產品。做抽脂手術的人主要是 BMI<30 kg/m²的消費者，僅就 BMI 介於 25 至 30 kg/m²的體重過重人口就有 16 億人(尚未包含局部減脂需求中 BMI<25 kg/m²的族群)，約為肥胖人口的 1.6 倍，亦不排除肥胖人口在減重完後再執行局部減脂，且上腹加下腹部抽脂手術費用達 12,000-20,000 美元，與減肥藥一年藥價相當，研判全球局部減脂潛在市場規模與減重藥物市場規模相當。

全球減脂市場還有 7 倍以上成長空間

根據 Future market insights，2023 年全球局部減脂市場規模為 106.5 億美元，8-9 成市場仍來自抽脂手術，我們認為減脂市場規模有望與減重市場相當，隱含整體市場還有至少 7 倍成長空間，療效好的非手術局部減脂新藥核准上市為未來成長動能，我們預計 2034 年整體市場將成長至 426 億美元，包括手術抽脂與非手術局部減脂，2024-2034 年 CAGR 達 13.4%，受惠於新技術導入，有效性及安全性提升，全球局部減脂人次可望從 2023 年的 287 萬人提升至 2034 年的 779 萬人。非手術局部減脂用於身體部位療程售價為 8,000-25,000 美元，用於雙下巴則為 6,000-9,000 美元；手術局部減脂療程每個部位售價區間為 8,000-12,000 美元，以上腹加下腹部為例，抽脂費用約為 12,000-20,000 美元。若再擴大至肥胖族群，WHO 最新資料顯示，全球有 6.5 億成人患有肥胖症 (BMI 大於或等於 30 kg/m²)，全球體重過重(BMI 大於或等於 25 kg/m²)人口也超過 20 億人，且隨著人均單日熱量攝取增加，肥胖人口持續增加，換算下來目前僅不到 1%執行醫美局部減脂治療，成長空間極大。目前已上市減重藥物 Wegovy (semaglutide)用於平均體重 98.3kg 病患治療 64 週雖可減少 15%體重，但僅能減少 3.5%體脂肪，減重後體脂肪仍高達 39.4%，且無法選擇減少特定部位皮下脂肪。因此，CBL-514 未來也可應用於減少過重與肥胖病患的局部皮下脂肪，特別是腹部皮下脂肪，可幫助降低過重與肥胖病患心血管疾病、癌症、糖尿病與其他慢性發炎疾病風險。

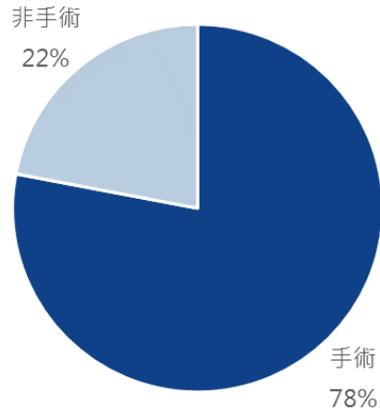
局部減脂以治療型態分類，目前 75-80%仍採用侵入性的外科手術，包括抽脂手術與腹部整形術(移除腹部中間及下腹多餘的皮膚及脂肪組織，並透過腹部整形手術拉緊腹壁的肌肉，傷口較大，可能長達數十公分)。雖然以外科手術進行局部減脂效果較非手術局部減脂產品療效更為明顯，但手術過程對於治療部位和神經的破壞大、出血量多，甚至造成感染、麻醉致死、脂肪栓塞致死等嚴重後果。且術後傷口腫脹、疼痛、嚴重瘀青等副作用的恢復期長達 3 到 6 個月，術後的疤痕組織與肌膚鬆弛或凹凸不平也讓術後照護格外辛苦。有鑑於此，近年侵入性的局部減脂手術成長放緩，取而代之的是非手術局部減脂產品的快速崛起，包括冷凍溶脂、超音波減脂、局部溶脂注射劑等。

圖 20：2034 年全球局部減脂市場規模預估達 426 億美元



資料來源：ISAPS、元大投顧

圖 21：2023 年全球局部減脂治療型態分布



資料來源：ISAPS、元大投顧

美國整型醫學會 ASAPS 指出，目前仍有超過 60% 的人因為不滿意現行的治療方式或害怕副作用而卻步，隱含潛在局部減脂人次還有 1.5 倍的成長空間。手術局部減脂包括抽脂手術(Liposuction)與腹部整形術(Abdominoplasty)，這兩項手術是 2023 年前 5 大醫美手術，根據國際美容整形外科學會(ISAPS)數據，2023 年全球抽脂/腹部整形術手術量達 223 萬/115 萬次，YoY-2.9%/-2.3%；2023 年全球非手術局部減脂人次為 63 萬例，YoY-18.9%，成長性低於抽脂手術，主因目前已上市非手術局部減脂產品效果遠不如抽脂手術。目前非手術局部減脂產品包括冷凍溶脂、超音波減脂及雷射溶脂，以下幾點面向仍待改善：1) 效果不明顯，平均僅能將脂肪厚度減少 2 mm，且至少需要 3-4 次治療，12-16 週以上才能看到療效；2) 多數產品有實施部位限制；及 3) 仍有一定程度副作用與後遺症，嚴重副作用包括治療部位反常脂肪增生(PAH)、神經損傷與麻痺、治療部位組織壞死。非手術局部減脂用於身體部位單次療程售價約為 2,000-4,500 美元，以 2 次到 6 次治療計算療程總費用為 8,000-24,000 美元，用於雙下巴單次療程售價約為 1500 美元，總計需要 4-6 次約為 6,000-9,000 美元；其中採用冷凍溶脂技術的 CoolSculpting 為銷售最好的非手術局部減脂產品，2016 年銷售額逾 3.5 億美元(被 Allergan 併購前)，2017 年銷售額逾 4 億美元，但因為產品療效不佳且可能造成嚴重副作用，近年來銷售已下滑。CBL-514 作為醫美局部減脂注射劑，在 CBL-0202 Phase 2 臨床試驗第二階段結果中，與治療前相比，在最後一次治療後 4 週，相較於安慰劑組，CBL-514 組治療部位皮下脂肪體積的最小平方均值(LS mean)減少 312.1mL，且 80% 受試者在治療兩次以內就可以減少至少 150mL 治療部位皮下脂肪，遠勝過減脂設備的減少脂肪體積<40mL。我們認為 CBL-514 有機會於 2027 年在歐美上市，預估 CBL-514 上市後第 7 年(2034 年)在非手術局部減脂療程市佔率可達 65%，主因目前並未看到臨床試驗階段的競爭產品，預估 2034 年 CBL-514 局部減脂注射劑全球銷售額將達 81.5 億美元，且持續受惠於整體市場以 CAGR 10% 成長。

圖 22 : CBL-514 局部減脂與市售非侵入減脂醫療設備比較

公司	Caliway	Allergan (Zeltiq Aesthetics)	Syneron Candela	Bausch Health (Solta Medical)	Cynosure
產品名	CBL-514	CoolSculpting 冷凍溶脂 吉爾得酷思塑平系 統	Ultrashape V3 歐萃學聚焦超 音波 標靶震波溶脂	Liposonix 立塑聚焦音波 減脂 梭達立普塑尼 系統	SculpSure 色若修絲酷秀 雷射儀 隔空溶脂
作用機制	誘導脂肪細胞凋亡	低溫誘導細胞壞死	利用超音波製 造空隙效應誘 導細胞壞死	聚焦超音波， 傳遞的能量用 以破壞皮下脂 肪細胞	雷射波熱能誘 導細胞壞死
單次療程費用/部 位(美金)	TBD	\$2,000 - \$4,000	\$1,000 - \$4,500	\$1,500 - \$3,000	\$1,500 - \$3,000
上市時間	預估 2027	2012/USA	2009/USA	2009/USA	2015/USA
所需治療次數	1 次/2~4 週， 共需 1-4 次	1 次/ 2-4 週， 共需 3 次	1 次/ 4 週， 共需 3-5 次	1 次/4 週， 共需 3 次	1 次/週， 共需 2-3 次
適用部位	無施打部位限制， 腰腹部、大腿、雙下巴、 手臂等部位皆可	腰腹部、 大腿、雙下巴	腹部、大腿	腹部、 身體兩側	腰腹部、背 部、大腿、雙 下巴
療效	* 85.7%的受試者可減少 至少 150mL 治療部位皮 下脂肪 * 治療後 4 週平均可減少 312mL 治療部位皮下脂 肪 * 一次治療平均可減少 130mL 治療部位皮下脂 肪	* 共 3 次治療 * 於最後一次治療 後 16 週觀察：脂 肪厚度減少 2 mm	* 無脂肪厚度 減少相關資料 * 以照片紀錄 評估側腹部脂 肪減少變化	* 高能量 3 次治 療後 12 週平均 可減少腰圍 2.55 cm (僅少 數人有效)	* 共 2 次治療 * 於最後一次 治療後 12 週 觀察：脂肪厚 度減少 1.4 mm
不良反應	根據目前已完成的臨床一 期與二期數據： 輕微到中度注射部位反應 (紅斑、溫熱感、瘀血、 壓痛、搔癢、腫脹、疼 痛、活動時感到腹部不 適)，治療後並無後遺症 或全身性不良反應	刺痛、疼痛、抽 筋、麻痺、紅斑、 瘀青、腫脹、酸 痛、搔癢、皮膚敏 感、皮膚緊繃、反 常脂肪增生(PAH)	* 輕微不良反 應 * 必須搭配飲 食控制或運動	*治療中： 不適、疼痛、 寒冷、刺痛、 發麻、溫熱感 * 治療後： -輕度紅斑、水 腫 -中度疼痛、壓 痛、瘀血	瘀血、壓痛、 紅腫、疼痛、 紅斑、疤痕、 痕跡、燙傷、 凹痕、搔癢、 皮膚鬆弛或起 皺、色素過多 或過少

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 23 : 市售非手術局部減脂產品仍有明顯副作用

Kybella® (BELKYRA®)

術後副作用



治療後可見明顯的硬塊, 紅腫, 神經麻痺或損傷, 以及疤痕組織或凹陷



冷凍減脂(CoolSculpting)

術後副作用: 反常脂肪增生PAH

治療前



治療後



治療前



治療後



治療後



治療後於治療部位腹部增生明顯脂肪硬塊

資料來源：公司資料、元大投顧整理

國際大廠積極併購醫美產品線

Allergan Aesthetics (Abbevie 子公司)為醫美醫療產品(包含注射產品與醫療設備)領導廠商，以肉毒桿菌品牌 Botox®及長效型玻尿酸品牌 Juvederm®聞名全球，該公司目標 2029 年醫美營收達 90 億美元，2015-2017 年期間積極併購非手術局部減脂產品線，包括用於雙下巴局部減脂的 Kybella 注射劑(Kythera 公司)、Coolsculpting System 冷凍減脂設備，併購金額區間為 21-24.7 億美元。

圖 24：國際大廠 Allergan 積極併購醫美產品線

屬性	對象	金額 (美元)	時間	內容	康需相關 產品
醫美	Kythera Biopharmaceuticals	21 億	2015	併購 單一產品 Kybella 溶脂針	CBL-514
醫美	Zeltiq Aesthetics inc	24.7 億	2017	併購 單一產品 Coolsculpting System 冷凍溶脂	CBL-514
眼科	Editas Medicine	9000 萬	2017	先期授權 LCA10 雷伯氏先天性黑內障	
醫美	LifeCell	27 億	2017	併購 ALLODERM, REVOLVE™, STRATTICE™ 再生醫學產品	CBA-539
腸胃科	Assembly Biosciences, Inc.	5000 萬	2017	藥品授權前期金 ABI-M201, ABI-M301 腸胃躁動症	
皮膚科	Vitae Pharmaceuticals, Inc	6.4 億	2016	併購 VTP-43742 phase II 多發性硬化症	
醫美	Bonti Inc	1.95 億 里程碑	2018	併購 EB001 第二代肉毒桿菌 (臨床一期)	
醫美	Soliton	5.5 億	2021	併購橘皮治療設備 Rapid Acoustic Pulse Device	CBL-514

資料來源：公司資料、元大投顧整理

預估 CBL-514 用於醫美適應症對外授權，帶動 2025 年 EPS 達 20.18 元

康需 2024 年前 8 月累計營收 2,396 萬元，主要來自保健食品銷售，預估 2024 年營收 3,600 萬元，YoY-7%，營業費用 8.95 億元，YoY+65%，主因執行 2 項 CBL-514 用於醫美-非手術局部減脂的 Phase 2b 臨床試驗，預估 2024 年每股虧損 5.22 元(以 IPO 後股本 7.67 億元計算，每股面額 5 元)。假設 CBL-514 用於醫美適應症(局部減脂、橘皮治療)在 2025 年進入臨床三期試驗後對外授權，總授權金達 20 億美元，包括 10 億美元開發里程碑金及 10 億美元銷售里程碑金，當年認列 1.5 億美元簽約金(佔總授權金的 7.5%)，帶動 2025 年營收預估達 45.4 億元，臨床試驗支出下，營業費用佔 9.13 億元，營業利益 36.11 億元，EPS 20.18 元(以 IPO 後股本 7.67 億元計算，每股面額 5 元)。

根據國際美容整形外科學會(ISAPS)數據，2023 年全球抽脂手術量/非手術減脂人次分別為 223 萬例/63 萬例，合計全球減脂人次達 287 萬例，其中 78%採用抽脂手術，顯示市面上缺乏療效好的非手術局部減脂產品。受惠於新技術導入，有效性及安全性提升，我們預估全球局部減脂人次可望從 2023 年的 287 萬人提升至 2034 年的 779 萬人，2024-2034F CAGR+9.5%，帶動全球局部減脂市場規模從 2023 年的 106.5 億美元提升至 2034 年的 426 億美元，2024-2034F CAGR+13.4%。我們預估 CBL-514 用於醫美-局部減脂於 2027/2028 年在美國/歐洲上市後，估計定價為一個療程 9,000 美元，在非手術局部減脂市佔率逐年提升至 65%，帶動 2034/2035 年 CBL-514 用於醫美-局部減脂全球淨銷售額達 81.5 億美元/104.9 億美元，預計康需可認列淨銷售額的 20%作為銷售權利金收入(royalties)。

目前在美國/歐洲分別有 12.45 萬/24 萬名竇根氏症(一種罕見疾病)病患，康需的 CBL-514D 臨床二期顯示高劑量用藥 8 週後可減少脂肪瘤體積 53.6%、疼痛指標平均可減少 4.7 分，具有治療竇根氏症的潛力，目前正在進行 Phase 2b 試驗，預計 2026 年啟動臨床三期試驗，預計 CBL-514D 用於治療竇根氏症於 1H29/1H30 在美國/歐洲上市，罕見疾病藥價高，預估美國/歐洲藥價為每年每人 10 萬美元/5 萬美元，由於市面上缺乏有效藥物，預計 CBL-514D 在竇根氏症治療市場的滲透率可逐年提升至 20%，帶動 2036 年 CBL-514D 用於竇根氏症治療的全球銷售額達 43.9 億美元，其中美國/歐洲市場銷售額分別為 19.9 億美元/24 億美元。

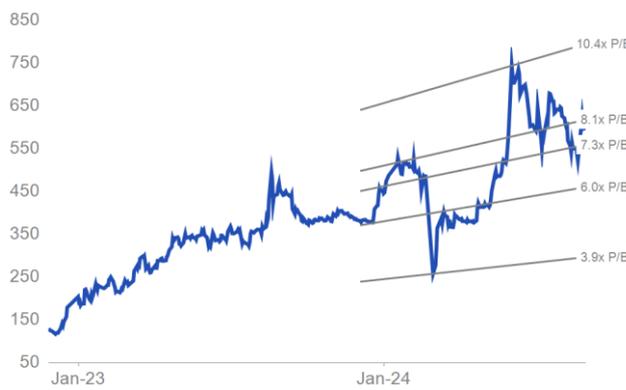
將折現率設為 10%，給予 CBL-514 用於醫美適應症 80%的成功機率、給予 CBL-514D 用於竇根氏症 60%的成功機率，計算風險調整現金流貢獻，加上 2024 年底預估在手現金 87 億元，預估 2025-2036 年風險調整淨現值 1,128 億元，以 IPO 後股數 1.53 億股計算，目標價為 735 元，初次納入研究範圍，給予買進評等，看好公司鎖定醫美、罕見疾病藍海市場的策略，旗下新藥具有臨床成本低、開發速度快、毛利率高、生命週期長的特性，同時也將產品價值極大化。

圖 25：康霖風險調整後淨現值模型

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
CBL-514 用於醫美-局部減脂	10,492	Phase 2b	80,386	80%	2027	12.5%	\$524
CBL-514D 用於罕病竇根氏症	4,392	Phase 2b	29,619	60%	2029	16.7%	\$193
在手現金(2023F)			8,726	100%		10.0%	\$57
營運調整 (包含費用與稅費)			-5,944	100%		10.0%	-\$39
各項淨現值合計 (百萬元)			112,787				\$735
股數 (百萬股)		153.4					
風險調整後合計每股淨現值 (2025-2036F)							\$735

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：12 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 27：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
康霖	6919 TT	買進	571	2,501	(3.94)	(5.22)	20.18	--	--	28.30	--	--	--
國外同業													
AbbVie	ABBV US	未評等	197.5	348,818	11.1	10.9	12.1	17.8	18.2	16.3	66.7	(1.9)	11.2
Galderma Group	GALD US	未評等	79.1	22,116	0	1.5	2.4	--	53.7	33.5	--	--	60.2
Novo Nordisk	NOVOB DC	未評等	801.8	399,388	18.3	22.8	28.9	43.7	35.2	27.8	49.6	24.1	27.0
Eli Lilly	LLY US	未評等	885.9	842,020	6.1	16.4	23.0	146.4	54.0	38.5	(12.6)	171.1	40.3
國外同業平均					8.9	12.9	16.6	69.3	40.3	29.0	34.6	64.4	34.7
國內同業													
藥華藥	6446 TT	買進	643.0	6,873	(1.9)	10.1	21.2	--	63.7	30.3	--	--	110.4
順藥	6535 TT	未評等	323.0	1,771	(1.5)	(2.6)	(1.9)	--	--	--	--	--	--
中裕	4147 TT	未評等	79.4	689	(0.6)	(0.5)	(0.4)	--	--	--	--	--	--
國內同業平均					(1.3)	2.3	6.3	--	63.7	30.3	--	--	110.4

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 28：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
康霖	6919 TT	買進	571	2,501	(13.1)	(8.5)	24.8	30.20	61.47	81.68	19.47	9.57	7.20
國外同業													
AbbVie	ABBV US	未評等	197.5	348,818	105.6	163.8	185.6	7.4	5.4	6.4	26.8	36.6	31.0
Galderma Group	GALD US	未評等	79.1	22,116	--	4.9	7.3	--	13.7	14.5	--	5.8	5.5
Novo Nordisk	NOVOB DC	未評等	801.8	399,388	84.8	85.4	88.3	23.1	31.8	42.7	34.7	25.2	18.8
Eli Lilly	LLY US	未評等	885.9	842,020	50.0	91.9	78.5	12.8	22.6	39.3	69.3	39.1	22.6
國外同業平均					80.1	86.5	89.9	14.4	18.4	25.7	43.6	26.7	19.4
國內同業													
藥華藥	6446 TT	買進	643.0	6,873	4.4	--	--	25.0	--	--	--	--	--
順藥	6535 TT	未評等	323.0	1,771	11.4	--	--	27.6	--	--	--	--	--
中裕	4147 TT	未評等	79.4	689	19.5	--	--	23.9	--	--	--	--	--
國內同業平均					11.7	--	--	25.5	--	--	--	--	--

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 29：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	4	8	12	12	4	8	12	4,512	36	4,536
銷貨成本	(1)	(3)	(4)	(4)	(1)	(3)	(4)	(4)	(12)	(12)
營業毛利	3	5	8	8	3	5	8	4,508	24	4,524
營業費用	(244)	(200)	(226)	(226)	(228)	(228)	(228)	(228)	(895)	(913)
營業利益	(241)	(195)	(217)	(217)	(226)	(223)	(220)	4,280	(870)	3,611
業外利益	5	14	14	14	15	14	14	14	69	58
稅前純益	(219)	(177)	(203)	(203)	(211)	(209)	(206)	4,294	(801)	3,669
所得稅費用	0	0	0	0	0	0	0	(573)	0	(573)
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	(219)	(177)	(203)	(203)	(211)	(209)	(206)	3,721	(801)	3,095
調整後每股盈餘(NT\$)	(1.42)	(1.15)	(1.32)	(1.32)	(1.38)	(1.36)	(1.34)	24.25	(5.22)	20.18
調整後加權平均股數(百萬股)	153	153	153	153	0	0	0	0	153	153
重要比率										
營業毛利率	66.9%	66.9%	66.9%	66.9%	66.9%	66.9%	66.9%	99.9%	66.9%	99.7%
營業利益率	-6075.2%	-2479.0%	-1791.4%	-1791.4%	-5686.6%	-2840.6%	-1812.5%	94.9%	-2411.6%	79.6%
稅前純益率	-5508.6%	-2250.9%	-1673.4%	-1673.4%	-5325.4%	-2658.1%	-1694.6%	95.2%	-2220.4%	80.9%
稅後純益率	-5508.6%	-2250.9%	-1673.4%	-1673.4%	-5325.4%	-2658.1%	-1694.6%	82.5%	-2220.4%	68.2%
有效所得稅率	--	--	--	--	--	--	--	13.3%	0	15.6%
季增率(%)										
營業收入	--	97.9%	54.7%	0	--	100.0%	50.0%	37500.0%		
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--		
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	--		
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	--		
年增率(%)										
營業收入	7.1%	-31.9%	--	--	0.0%	0.0%	0.0%	37500.0%	-7.3%	12500.0%
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

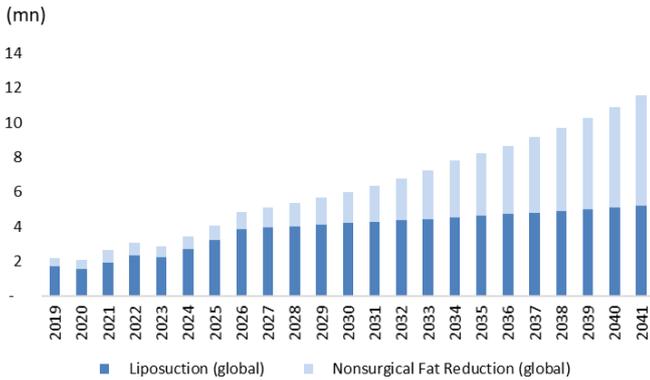
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

國際醫美新藥開發的創新領導者

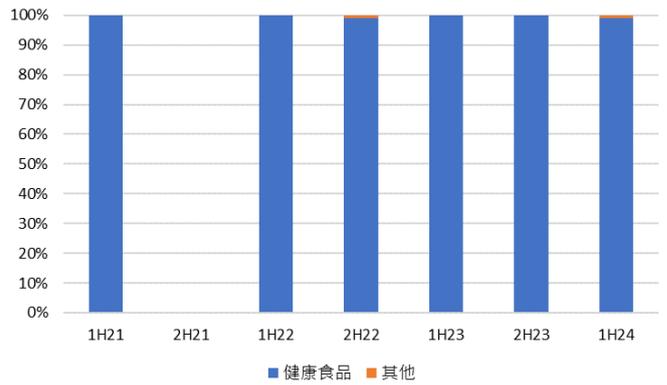
康霖生技成立於 2012 年，專注於醫美(局部減脂、美白、抗老化注射劑)與慢性發炎疾病的新藥開發，鎖定潛在市場達 100 億美元以上，且現有治療方式或藥物療效不佳、副作用明顯或無核准治療藥物的適應症來開發藥物。目前康霖研發中新藥皆是自主研發，擁有全球之專利保護權利，截至 2024/8/31，公司累計已申請 91 件專利、核准 73 件專利(已核准率 80.2%)，旗下 CBL-514 的專利佈局規劃與新案申請至少持續到 2025 年，故 CBL-514 專利保護期限至少到 2045 年。

圖 30：全球減脂人次趨勢



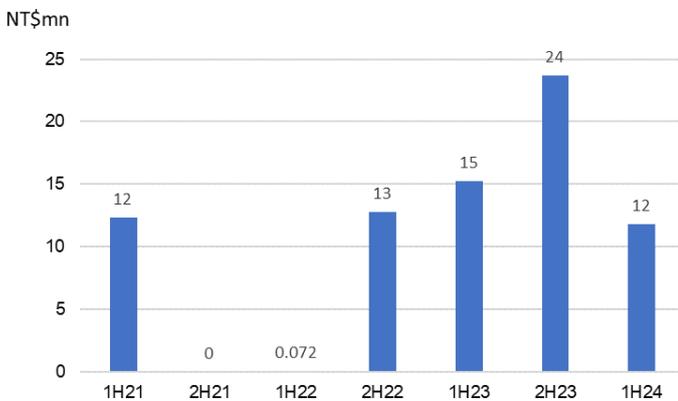
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 31：營收組成



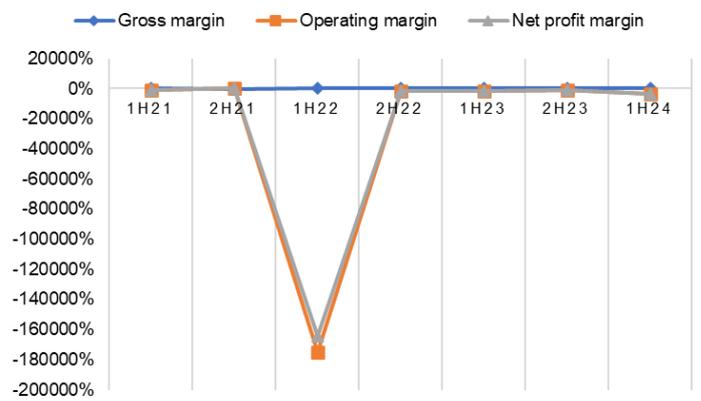
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 32：營收趨勢



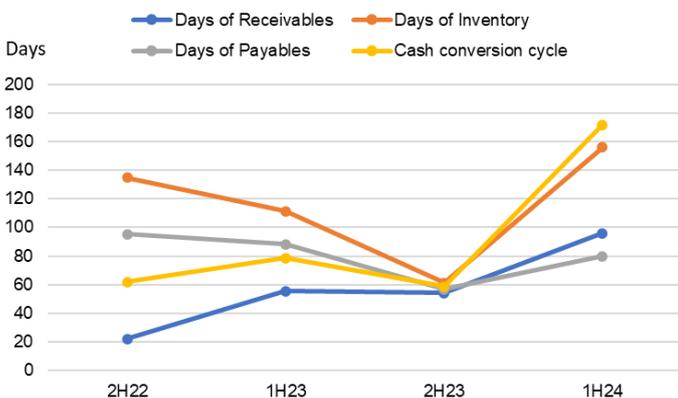
資料來源：TEJ、元大投顧、公司資料

圖 33：毛利率、營益率、淨利率



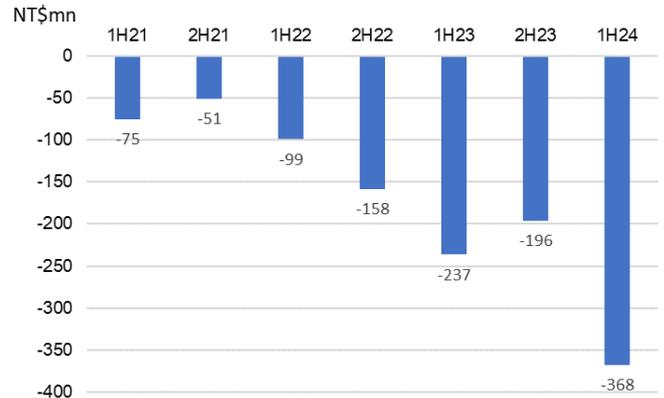
資料來源：TEJ、元大投顧、公司資料

圖 34：經營能力



資料來源：TEJ、元大投顧、公司資料

圖 35：自由現金流量



資料來源：TEJ、元大投顧、公司資料

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	595	655	3,422	8,726	11,813
存貨	0	3	1	6	9
應收帳款及票據	0	3	8	5	13
其他流動資產	10	15	23	17	17
流動資產	605	1,132	3,744	9,443	12,541
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	76	73	62	58	56
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	32	28	21	18	18
非流動資產	108	101	83	76	74
資產總額	713	1,233	3,827	9,518	12,615
應付帳款及票據	0	3	2	2	3
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	39	46	72	79	79
流動負債	40	48	74	81	82
長期借款	4	0	0	0	0
其他負債及準備	25	20	12	7	7
長期負債	29	20	12	7	7
負債總額	68	69	86	88	89
股本	536	616	697	767	767
資本公積	217	834	3,271	9,464	9,464
保留盈餘	(107)	(286)	(227)	(801)	2,294
什項權益	(1)	0	1	1	1
歸屬母公司之權益	645	1,164	3,741	9,430	12,526
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	645	1,164	3,741	9,430	12,526

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	(224)	(286)	(488)	(801)	3,095
折舊及攤提	23	25	28	29	29
本期營運資金變動	2	(4)	(4)	(1)	(10)
其他營業資產 及負債變動	88	22	40	21	0
營運活動之現金流量	(111)	(243)	(424)	(753)	3,114
資本支出	(15)	(14)	(9)	(21)	(27)
本期長期投資變動	0	(456)	167	(400)	0
其他資產變動	88	22	40	21	0
投資活動之現金流量	(15)	(471)	157	(421)	(27)
股本變動	721	767	3,040	6,481	0
本期負債變動	(87)	(5)	0	0	0
現金增減資	721	767	3,040	6,481	0
支付現金股利	0	0	0	0	0
其他調整數	88	22	40	21	0
融資活動之現金流量	627	772	3,034	6,477	0
匯率影響數	0	2	0	0	0
本期產生現金流量	501	60	2,767	5,304	3,087
自由現金流量	(126)	(257)	(433)	(773)	3,087

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	12	13	39	36	4,536
銷貨成本	(3)	(3)	(11)	(12)	(12)
營業毛利	9	10	27	24	4,524
營業費用	(240)	(329)	(541)	(895)	(913)
推銷費用	(13)	(0)	(0)	0	0
研究費用	(181)	(295)	(504)	(808)	(800)
管理費用	(47)	(34)	(37)	(87)	(113)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	(231)	(320)	(513)	(870)	3,611
利息收入	0	5	17	48	58
利息費用	3	1	0	0	0
利息收入淨額	3	6	18	48	58
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	0	0	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	3	28	7	21	(1)
稅前純益	(224)	(286)	(488)	(801)	3,669
所得稅費用	(0)	0	0	0	(573)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	(224)	(286)	(488)	(801)	3,095
稅前息前折舊攤銷前淨利	(207)	(294)	(486)	(842)	3,640
調整後每股盈餘 (NT\$)	(3.41)	(4.89)	(3.94)	(5.22)	20.18

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	--	3.9	203.7	-7.3	12466.8
營業利益	--	--	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	--	--	--	--	--
稅後純益	--	--	--	--	--
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	74.8	74.9	70.6	66.9	99.7
營業利益率	(1869.9)	(2493.2)	(1318.9)	(2411.6)	79.6
稅前息前淨利率	(1869.9)	(2493.2)	(1318.9)	(2411.6)	79.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	(1681.3)	(2295.5)	(1247.3)	(2331.9)	80.3
稅前純益率	(1817.5)	(2232.1)	(1254.6)	(2220.4)	80.9
稅後純益率	(1817.8)	(2232.1)	(1254.6)	(2220.4)	68.2
資產報酬率	--	(29.4)	(19.3)	(12.0)	28.0
股東權益報酬率	(34.8)	(24.6)	(13.1)	(8.5)	24.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	9.6	5.6	2.2	0.9	0.7
淨負債權益比 (%)	10.6	5.9	2.3	(99.8)	(99.8)
利息保障倍數 (倍)	--	--	--	0	(10304.4)
流動比率 (%)	1525.8	2340.7	5081.0	11700.7	15332.4
速動比率 (%)	1525.7	2334.9	5079.6	11693.7	15321.5
淨負債 (NT\$百萬元)	(591.4)	(1111.2)	(3711.6)	(9,415)	(12,502)
調整後每股淨值 (NT\$)	9.8	19.9	30.2	61.47	81.64
評價指標 (倍)					
本益比	--	--	--	--	28.30
股價自由現金流量比	--	--	--	--	--
股價淨值比	59.9	29.6	19.5	9.6	7.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	--	--	--	--	--
股價營收比	--	--	--	--	18.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

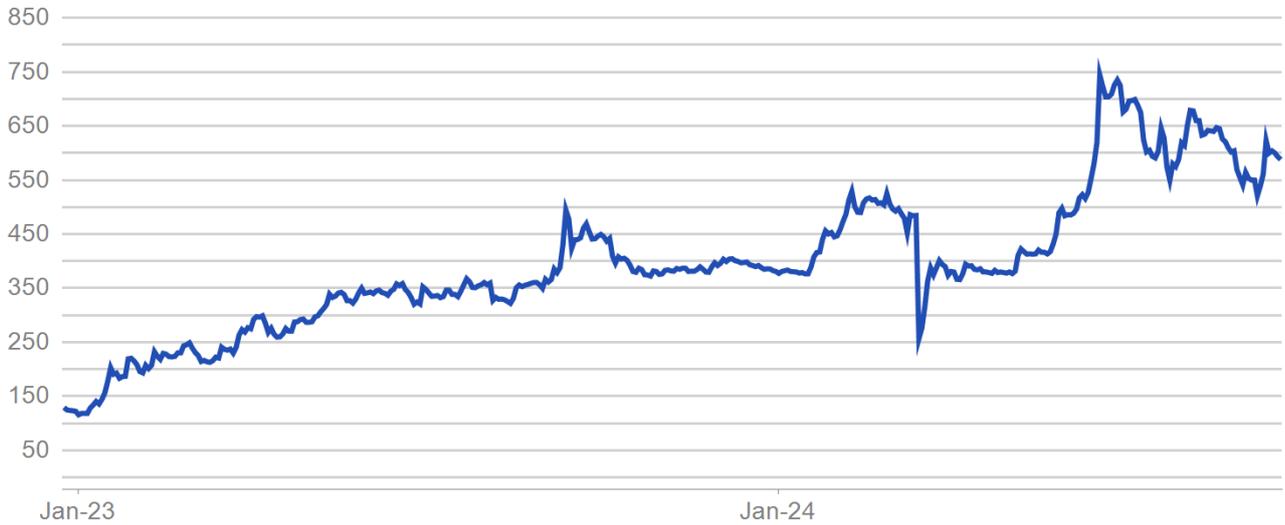
附錄：重要揭露事項

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。

康霖 (6919 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



資料來源：CMoney、元大投顧

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，為於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 仁愛路三段 157 號 4 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>.