

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 142.00 元

目標價

3 個月 160.00 元

12 個月 160.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	4,782
市值(億元)	679
目前每股淨值(元)	28.20
外資持股比(%)	9.05
投信持股比(%)	0.02
董監持股比(%)	0.00
融資餘額(張)	11,473
現金股息配發率(%)	0.00

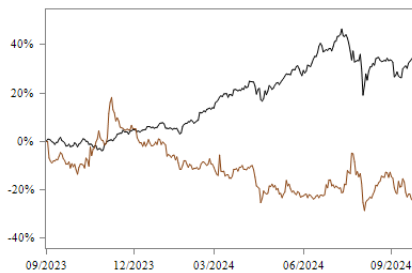
產品組合



■ 生技新藥:83.61%
■ 農業科技:16.39%

股價相對大盤走勢

— 4743 — TWSE



合一(4743 TT)

Trading Buy

速必一(ON101)目標將在 1H25 取得美國 FDA 醫材許可

投資建議：基於(1)ON101 將於 1H25 取得美國醫材許可，為主要成長動能。(2) 中國目前以自費市場為主，2025 年將在提出醫保申請。(3)預估 2025 年 EPS-1.66 元，以 2025 年底淨值 26.62 元為評價基礎，建議 PBR 6X，目標價 160 元。

2Q24 EPS-0.36 元，預計 1H25 取得 ON101 美國 FDA 醫材許可：

2Q24 營收 3,141 萬元，YOY+58%。主要得益於 ON101 在台灣和海外市場的銷售增長。研發投入約 2.4 億，佔營業費用的 794%，主要用於多項新藥的國際臨床試驗，包括 ON101、FP825 和 SNS812 等。

ON101(速必一)目標在 1H25 取得美國 FDA 全皮層傷口適應症的醫材許可。將使 ON101 能夠覆蓋所有急性與慢性傷口適應症。2024 至 2025 年內通過醫材和藥品雙軌策略，完成超過 30 個國家的准入，包括歐盟 27 個會員國、英國、土耳其、巴西、澳洲和加拿大等主要市場。

多項重磅新藥進入關鍵開發階段：

FP825 針對異位性皮膚炎的二期臨床試驗正在美國和台灣同步進行，預計收案 90 位中重度異位性皮膚炎患者，觀察療效與安全性。在優化針對過敏性氣喘的試驗設計，調整納入條件。

SNS851 減重新藥，以提高基礎代謝率為機制，不抑制食慾，避免肌肉流失。動物實驗顯示，八週內減重 20%，且改善多項健康指標，如降低血脂、改善胰島素抵抗等。目前已完成重要臨床前試驗，包括猴子的毒性試驗，結果顯示藥物安全性高，無明顯副作用。以提高基礎代謝率為機制，不抑制食慾，避免肌肉流失，瞄準全球減重藥物市場巨大需求。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	87	119	137	20	19	26	26	31	31	31	28	29
營業毛利淨額	33	64	119	6	7	9	16	17	15	16	4	7
營業利益	-1,097	-1,100	-1,055	-279	-269	-298	-260	-281	-279	-280	-286	-287
稅後純益	-1,313	-706	-793	-335	-227	-486	-93	-173	-217	-223	-233	-232
稅後 EPS(元)	-2.75	-1.48	-1.66	-0.70	-0.47	-1.02	-0.19	-0.36	-0.45	-0.47	-0.49	-0.48
毛利率(%)	37.52%	53.59%	86.94%	32.15%	35.48%	34.22%	62.50%	53.65%	47.93%	51.75%	15.34%	23.56%
營業利益率(%)	-1,263.64%	-923.48%	-770.38%	-1,404.95%	-1,414.11%	-1,159.10%	-1,008.83%	-895.32%	-905.27%	-899.10%	-1,008.83%	-989.92%
稅後純益率(%)	-1,512.82%	-592.88%	-579.16%	-1,685.25%	-1,190.93%	-1,894.19%	-358.86%	-551.77%	-706.14%	-716.53%	-820.97%	-800.79%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-91.86%	37.24%	15.00%	-10.34%	-4.34%	34.92%	0.53%	21.71%	-2.00%	1.00%	-8.69%	2.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

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 47.82 億元計算。

2024 年 9 月 26 日

ESG：

合一從新藥研發的核心本業出發，以實際行動促進社會共融，公司致力創造多元、平權及包容的企業文化，除了提供健康安全的幸福職場，也建構完善的學習計畫及薪酬福利，以吸引人才及留任員工，建立更緊密的員工關係。除此之外，為了減少不同群體之間的健康不平等，並提升全球健康衛生水平、改善人類生活品質，合一積極推動「藥物近用 Access to Medicine」相關計畫，致力於確保藥物的合理價格與有效供應，以及降低醫藥品的壁壘，逐步實現全民健康覆蓋和促進健康人權，同時也與外部社區及公益團體合作，長年投入以「健康照護」為主軸的社會關懷活動，以促進社會的正向發展。

公司簡介：

合一生技致力於全球創新藥物研發的生物科技。專業團隊涵蓋財務分析、醫學、化學工程和管理經營等領域。「以藥養藥、活水循環」的經營策略，透過現有藥物的收益，不斷支持新藥的研發與上市。

ON101 作為全球首個 1.1 類天然藥物，用於治療糖尿病足潰瘍，已在台灣、大陸、新加坡和馬來西亞等地上市，並正積極拓展全球市場。

針對過敏性疾病的抗體新藥 FP825，目前正在美國和台灣進行二期臨床試驗。該藥物是唯一作用在 IgE-B 細胞的單株抗體，有望為過敏性疾病的患者提供全新的治療選擇。

合一生技與中天上海合作開發廣效型新冠核酸新藥 SNS812。在新冠病毒不斷變異的背景下，SNS812 鎖定病毒不變異的基因序列，二期臨床試驗已取得顯著成果，對多種變異株有效。

以提高基礎代謝率為機制的減重新藥 SNS851，已完成重要的臨床前試驗。優於目前市場上 GLP-1 類減重藥物的功效和安全性。

2Q24 EPS-0.36 元，預計 1H25 取得 ON101 美國 FDA 醫材許可：

2Q24 營收 3,141 萬元，YOY+58%。主要得益於 ON101 在台灣和海外市場的銷售增長。研發投入約 2.4 億，佔營業費用的 794%，主要用於多項新藥的國際臨床試驗，包括 ON101、FP825 和 SNS812 等。

資產總額為 147 億元，負債總額為 8.8 億元，現金及金融資產 75 億元，財務狀況穩健。

ON101(速必一)在台灣市場於 2021 年上市。選擇以自費價格將其納入台灣健保，並通過上市後研究收集真實世界的臨床數據。並未大規模推廣銷售是為了維護全球定價策略，避免對美國等關鍵市場的利益產生不利影響。

ON101 目標在 1H25 取得美國 FDA 全皮層傷口適應症的醫材許可。將使 ON101 能夠覆蓋所有急性與慢性傷口適應症。2024 至 2025 年內通過醫材和藥品雙軌策略，完成超過 30 個國家的准入，包括歐盟 27 個會員國、英國、土耳其、巴西、澳洲和加拿大等主要市場。

中國大陸市場，合一生技與華潤雙鶴簽訂 20 年獨家商業化合作協議。雙方選擇採取自費銷售模式，暫不申請將 ON101 納入大陸醫保。銷售渠道方面，

2024 年 9 月 26 日

已經佈局了院內、院外藥房以及線上平台。

在其他亞洲市場，新加坡和馬來西亞已經在 2024 年取得上市許可並開始銷售。印尼、越南和菲律賓的藥證申請推進中。

多項重磅新藥進入關鍵開發階段：

SNS812 新冠核酸新藥，二期臨床試驗已在台灣完成，結果顯示對多種高免疫逃逸的變異株具有顯著療效，且無嚴重不良反應。計劃申請美國 FDA 的緊急使用授權（EUA）和美國生物醫學高級研究與發展管理局（BARDA）的資金支持，進行全球三期臨床試驗。

SNS851 減重新藥，以提高基礎代謝率為機制，不抑制食慾，避免肌肉流失。動物實驗顯示，八週內減重 20%，且改善多項健康指標，如降低血脂、改善胰島素抵抗等。目前已完成重要臨床前試驗，包括猴子的毒性試驗，結果顯示藥物安全性高，無明顯副作用。以提高基礎代謝率為機制，不抑制食慾，避免肌肉流失，瞄準全球減重藥物市場巨大需求。

FP825 針對異位性皮膚炎的二期臨床試驗正在美國和台灣同步進行，預計收案 90 位中重度異位性皮膚炎患者，觀察療效與安全性。在優化針對過敏性氣喘的試驗設計，調整納入條件。

投資建議：基於(1)ON101 將於 1H25 取得美國醫材許可，為主要成長動能。(2) 中國目前以自費市場為主，2025 年將在提出醫保申請。(3) 預估 2025 年 EPS-1.66 元，以 2025 年底淨值 26.62 元為評價基礎，建議 PBR 6X，目標價 160 元。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 26 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	15,731	15,580	15,364	14,771	13,941
流動資產	8,051	8,233	8,018	-3,315	21,967
現金及約當現金	333	5,655	813	-1,319	-2,365
應收帳款與票據	14	13	26	37	23
存貨	81	111	123	54	21
採權益法之投資	3,458	3,485	3,378	8,861	-4,473
不動產、廠房設備	742	729	732	734	733
負債總計	1,642	700	866	802	781
流動負債	157	209	215	-86	589
應付帳款及票據	3	2	2	5	-4
非流動負債	1,484	492	651	885	198
權益總計	14,089	14,880	14,497	13,969	13,160
普通股股本	3,853	3,910	4,545	4,545	4,545
保留盈餘	-1,036	360	-1,267	-1,796	-2,604
母公司業主權益	14,016	14,618	14,053	13,510	12,692
負債及權益總計	15,731	15,580	15,364	14,771	13,941

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-289	-881	-422	8,668	-25,983
稅前純益	-396	452	-1,317	-689	-781
折舊及攤銷	197	495	449	458	451
營運資金變動	353	-30	-24	61	38
其他營運現金	-443	-1,797	470	8,838	-25,690
投資活動現金	60	5,736	-4,820	-5,343	12,685
資本支出淨額	-95	-87	-90	-89	-90
長期投資變動	-82	5,797	-4,747	0	0
其他投資現金	237	26	17	-5,254	12,775
籌資活動現金	345	452	387	-5,458	12,252
長借/公司債變動	0	0	0	233	-686
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	-39	163	-24
其他籌資現金	345	452	426	-5,855	12,963
淨現金流量	115	5,322	-4,842	-2,132	-1,046
期初現金	218	333	5,655	813	-1,319
期末現金	333	5,655	813	-1,319	-2,365

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	66	1,066	87	119	137
營業成本	21	221	54	55	18
營業毛利淨額	45	844	33	64	119
營業費用	923	1,086	1,129	1,164	1,174
營業利益	-878	-241	-1,097	-1,100	-1,055
EBITDA	-224	900	-1,145	-433	-1,077
業外收入及支出	452	642	-503	411	274
稅前純益	-396	452	-1,317	-689	-781
所得稅	17	100	5	3	3
稅後純益	-403	360	-1,313	-706	-793
稅後 EPS(元)	-0.84	0.75	-2.75	-1.48	-1.66
完全稀釋 EPS**	-0.84	0.75	-2.75	-1.48	-1.66

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 47.82【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 47.82 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	58.07%	1520.24%	-91.86%	37.24%	15.00%
營業毛利淨額	90.40%	1774.60%	-96.14%	96.03%	86.56%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

獲利能力分析(%)

毛利率	68.49%	79.24%	37.52%	53.59%	86.94%
EBITDA(%)	-340.07%	84.45%	-1319.81%	-363.48%	-786.47%
營益率	-1335.27%	-22.66%	-1263.64%	-923.48%	-770.38%
稅後純益率	-613.25%	33.78%	-1512.82%	-592.88%	-579.16%
總資產報酬率	-2.56%	2.31%	-8.55%	-4.78%	-5.69%
股東權益報酬率	-2.86%	2.42%	-9.06%	-5.06%	-6.03%

償債能力檢視

負債比率(%)	10.44%	4.50%	5.64%	5.43%	5.60%
負債/淨值比(%)	11.65%	4.71%	5.98%	5.74%	5.93%
流動比率(%)	5120.59%	3946.85%	3723.13%	3844.31%	3730.59%

其他比率分析

存貨天數	1158.21	159.03	788.06	590.73	767.07
應收帳款天數	1271.00	4.65	81.70	95.66	79.14

2024 年 9 月 26 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	22	20	19	26	26	31	31	31	28	29	35	45
營業成本	12	13	12	17	10	14	16	15	24	22	3	-31
營業毛利淨額	11	6	7	9	16	17	15	16	4	7	32	76
營業費用	261	286	276	306	277	298	293	296	291	293	294	296
營業利益	-250	-279	-269	-298	-260	-281	-279	-280	-286	-287	-262	-220
業外收入及支出	-18	-47	45	-201	176	112	62	62	57	58	70	90
稅前純益	-269	-326	-224	-498	-84	-170	-217	-217	-230	-229	-193	-130
所得稅	0	3	2	1	0	1	1	1	1	1	1	1
稅後純益	-265	-335	-222	-486	-93	-173	-217	-223	-233	-232	-196	-132
最新股本	4,782	4,782	4,782	4,782	4,782	4,782	4,782	4,782	4,782	4,782	4,782	4,782
稅後EPS(元)	-0.55	-0.70	-0.47	-1.02	-0.19	-0.36	-0.45	-0.47	-0.49	-0.48	-0.41	-0.28

獲利能力(%)

毛利率(%)	47.91%	32.15%	35.48%	34.22%	62.50%	53.65%	47.93%	51.75%	15.34%	23.56%	92.03%	169.22%
營業利益率(%)	-1128.86%	-1404.95%	-1414.11%	-1159.10%	-1008.83%	-895.32%	-905.27%	-899.10%	-1008.83%	-989.92%	-754.74%	-489.91%
稅後純益率(%)	-1192.96%	-1685.25%	-1190.93%	-1894.19%	-358.86%	-551.77%	-706.14%	-716.53%	-820.97%	-800.79%	-564.60%	-294.37%

QoQ(%)

營業收入淨額	50.16%	-10.34%	-4.34%	34.92%	0.53%	21.71%	-2.00%	1.00%	-8.69%	2.00%	20.00%	29.10%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

YoY(%)

營業收入淨額	10.48%	-98.04%	37.36%	73.75%	16.33%	57.91%	61.78%	21.11%	10.00%	-7.81%	12.88%	44.29%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本47.82億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【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。