

2024 年 10 月 28 日

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 81.40 元

目標價

3 個月 90.00 元

12 個月 90.00 元

## 中裕(4147 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

TMB-365/380 有望在長效 HIV 治療趨勢佔一席之地。

**投資建議：**基於(1)TMB-365/380 長效療法臨床 2a 結果將於 03/2025 CROI 會議公布，檢驗成為單獨長效藥物可能性。(2) 預估 2025 年 EPS-0.44 元，以 2025 年底淨值 14.58 元為評價基礎，建議 PBR 6.2 倍，目標價 90 元。

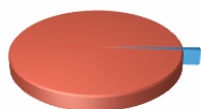
**預計 TMB-365/380 2024 年底或 2025 年初獲得臨床 2a 期試驗數據，03/2025 在 CROI 會議上進行發表：**

TMB-365/380 長效型 HIV 治療方案，02/2024 取得美國 FDA 授予快速審查認定(Fast track)，目前正在進行臨床 2a 期試驗，預計將於 2024 年底或 2025 年初獲得初步數據，並於 03/2025 在 CROI 會議上進行全球發布。若順利將進一步推進 TMB-365/380 進入臨床 2b 期，並計劃在 2027 年前實現商業化。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,731
市值(億元)	222
目前每股淨值(元)	15.34
外資持股比(%)	7.34
投信持股比(%)	0.08
董監持股比(%)	22.97
融資餘額(張)	6,711
現金股息配發率(%)	0.00

### 產品組合



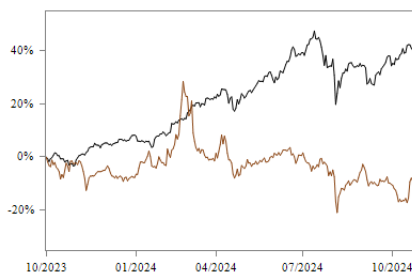
■ 愛滋病新藥 Trogarzo:99.00%  
■ 其他:1.00%

Trogarzo 有獨特性但銷售不佳，此次 TMB365/380 設計針對長效型市場，抗體藥物抗高專一性、低副作用，低抗藥性，注射疼痛感降低；若是臨床數據優秀，可對比長效小分子藥物 Cabenuva，2024 銷售額約 12-15 億美元。

根據市場預測，HIV 長效療法在 2032 年的全球市場規模將達到 1.5 兆新台幣，長效劑型約佔 30% 市場份額。中裕的 TMB-365/380 有望打入，產品的價格定位每年 4-5 萬美元，僅在美國市場的潛在病患人數即達到 45-60 萬人，潛在的市場價值超過 200 億元新台幣，未來將進一步擴展至歐洲和日本等市場，合作夥伴也會是國際大藥廠。

### 股價相對大盤走勢

— 4147 — TWSE



**ADC 技術具備創新優勢，in vitro 概念研究已成功：**

中裕的 ADC 技術使用靶向 CD4 細胞的 TMB-365 抗體，結合 HIV 抑制藥物，通過 linker 將小分子藥物精準遞送到感染細胞。TMB-365 ADC 的細胞內藥物釋放結果顯示，游離藥物僅能在 CD4+ 細胞中被檢測到，容器內(in vitro)概念驗證研究已成功。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	492	613	662	158	158	179	147	139	149	149	149	176
營業毛利淨額	225	238	281	77	69	68	58	52	59	59	59	77
營業利益	-166	-160	-115	-3	-26	-37	-41	-42	-40	-41	-39	-21
稅後純益	-195	-142	-121	-6	-60	-16	-28	-50	-49	-43	-41	-23
稅後 EPS(元)	-0.71	-0.52	-0.44	-0.02	-0.22	-0.06	-0.10	-0.18	-0.18	-0.16	-0.15	-0.08
毛利率(%)	45.80%	38.76%	42.38%	49.08%	43.68%	38.11%	39.43%	37.82%	39.74%	39.73%	39.78%	43.71%
營業利益率(%)	-33.80%	-26.16%	-17.34%	-2.09%	-16.75%	-20.70%	-28.07%	-30.33%	-26.97%	-27.79%	-26.31%	-12.04%
稅後純益率(%)	-39.61%	-23.22%	-18.34%	-3.73%	-38.10%	-8.96%	-18.74%	-36.14%	-32.78%	-28.79%	-27.31%	-13.04%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-12.65%	24.67%	8.00%	51.14%	0.42%	13.10%	-17.89%	-5.74%	7.36%	-0.04%	0.19%	17.87%
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 27.31 億元計算。

2024 年 10 月 28 日

## ESG：

中裕新藥 (TaiMed Biologics) 在 ESG (環境、社會及公司治理) 領域展現出高度承諾與責任。在藥品製造的過程中採用節能減碳技術，以達到永續發展的目標。在廢棄物管理及水資源利用上，推行嚴格的內部監控措施，確保其生產活動對環境的影響最小化。疾病防治與醫療可及性方面，通過研發 HIV 等重大疾病的創新藥物，改善全球患者的生活質量。

## 中裕新藥核心競爭力在創新 HIV 治療產品，Trogarzo®是營收主力：

中裕新藥 (TaiMed Biologics) 專注於 HIV (愛滋病) 治療的創新研發，主要產品為 Trogarzo®，這是全球第一個針對 HIV 的單株抗體藥物，於美國市場上穩定銷售。Trogarzo®目前是公司營收的主要來源，並已拓展至其他國際市場，包括中東、北非、香港、澳門和台灣等地。未來核心目標是透過開發長效型單株抗體療法，擴展在 HIV 治療市場的影響力。

## 預計 TMB-365/380 2024 年底或 2025 年初獲得臨床 2a 期試驗初步數據，03/2025 在 CROI 會議上進行發表：

目前全球長效型 HIV 療法的主要競爭產品為 GSK 的 Cabenuva (cabotegravir + rilpivirine)，每月或每兩月需要肌肉注射，且在使用時伴隨著顯著的疼痛問題。Cabenuva 在藥物間交互作用方面存在一定的限制，已知有 448 種藥物與其存在交互作用。

相比之下，中裕的 TMB-365/380 不僅在療效上更為強大，且只需每兩個月進行一次靜脈注射，避免肌肉注射帶來的疼痛和副作用問題。TMB-365/380 不涉及小分子藥物，因此藥物間交互作用的風險極低。

TMB-365/380 長效型 HIV 治療方案，目前正在進行臨床 2a 期試驗，預計將於 2024 年底或 2025 年年初獲得初步數據，並於 2025 年在 CROI 會議上進行全球發布。如果試驗結果順利，公司將進一步推進 TMB-365/380 進入臨床 2b 期，並計劃在 2027 年前實現商業化。

根據市場預測，HIV 長效療法在 2032 年的全球市場規模將達到 1.5 兆新台幣，長效劑型約佔 30% 市場份額。中裕的 TMB-365/380 有望打入，產品的價格定位每年 4-5 萬美元，僅在美國市場的潛在病患人數即達到 45-60 萬人，潛在的市場價值超過 200 億元新台幣，未來將進一步擴展至歐洲和日本等市場，合作夥伴也會是國際大藥廠。

2024 年 10 月 28 日

## 長效劑型 TMB365/380 與 Cabenuva 比較：

	TMB-365/380	Cabenuva
廠商	中裕新藥	GSK/ViiV
藥物名	LM52 / VRC07-523LS	Cabotagravir (CAB) / Rilpivirine (RPV)
藥物屬性	全效型單株抗體組合 ★★	小分子奈米化針劑藥
開發進度	臨床2期	2021年上市
搭配其他藥物	不需搭配	不需搭配
適用族群	前線(維持治療)	前線(維持治療)
預估市場規模	同Cabenuva	美金100億元
估peak sale銷售額	視臨床數據	30 億 美金
使用周期	2個月一次	1-2個月一次
使用方式	一針靜脈點滴 ( IV infusion ) ★	兩針肌肉注射 ( IM injection )
聯合給藥禁忌	少 ★	CAB: UGT1A1, UGT1A9 RPV: CYP3A
疼痛	極少 ★★	多數 (約80%)
其它副作用	少 ★	普遍

## ADC 技術具備創新優勢，需要實驗證明穩定性和安全性：

中裕的 ADC 技術使用靶向 CD4 細胞的 TMB-365 抗體，結合 HIV 抑制藥物，通過 linker 將小分子藥物精準遞送到感染細胞。TMB-365 ADC 的細胞內藥物釋放結果顯示，游離藥物僅能在 CD4 + 細胞中被檢測到，容器內(in vitro)概念驗證研究已成功完成。這種治療方式優勢在於：

**精準遞送：**ADC 技術使藥物僅在 HIV 感染的 CD4 細胞中釋放，減少對健康細胞的影響。

**副作用低：**由於藥物僅在目標細胞內部起作用，減少全身毒性，患者的耐受性更好。

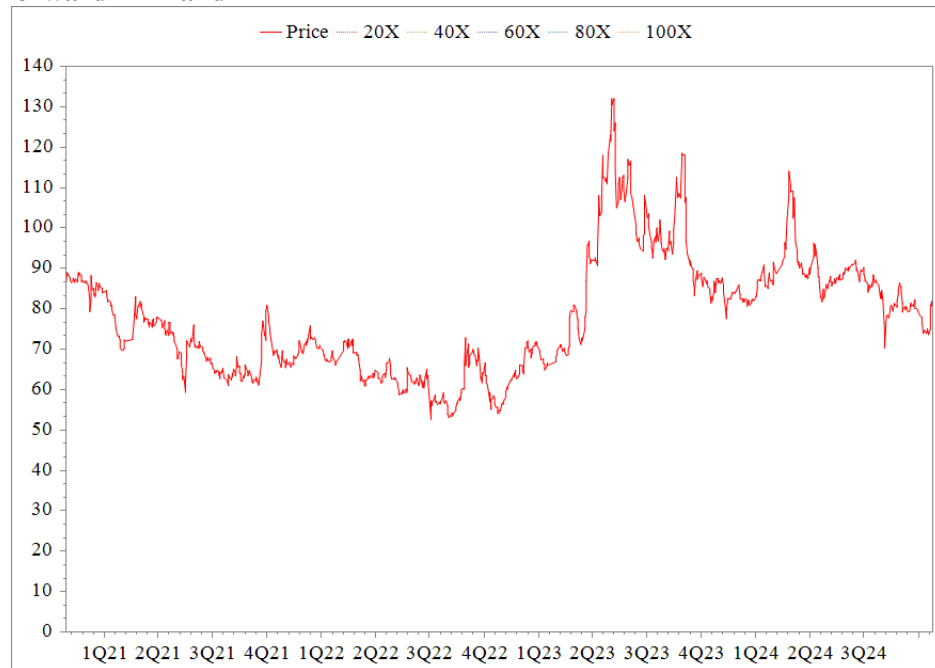
**長效治療：**使用長效抗體作為載體，能持續釋放藥物，減少治療頻率，改善患者依從性。

ADC 技術關鍵難度在於如何穩定連接鏈的結構，確保小分子藥物在傳遞過程中不會提前釋放，另外也需要進行動物實驗證明長期安全性，將決定技術是否能夠進入臨床階段。

**投資建議：**基於(1) TMB-365/380 長效療法臨床 2a 結果將於 03/2025 CROI 會議公布，檢驗成為單獨長效藥物可能性。(2) 預估 2025 年 EPS-0.44 元，以 2025 年底淨值 14.58 元為評價基礎，建議 PBR 6.2 倍，目標價 90 元。

2024 年 10 月 28 日

## 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

2024 年 10 月 28 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	4,611	4,101	3,894	3,676	3,497
流動資產	2,335	2,165	2,151	2,228	2,677
現金及約當現金	552	274	251	271	319
應收帳款與票據	158	98	143	162	168
存貨	1,168	1,382	1,265	2,108	1,879
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	980	928	880	934	977
<b>負債總計</b>	<b>1,669</b>	<b>1,386</b>	<b>1,328</b>	<b>1,253</b>	<b>1,195</b>
流動負債	225	330	361	353	382
應付帳款及票據	123	0	13	13	14
非流動負債	1,444	1,056	967	900	812
<b>權益總計</b>	<b>2,942</b>	<b>2,715</b>	<b>2,566</b>	<b>2,424</b>	<b>2,302</b>
普通股股本	<b>2,523</b>	<b>2,526</b>	<b>2,530</b>	<b>2,530</b>	<b>2,530</b>
保留盈餘	-471	-740	-935	-1,077	-1,198
母公司業主權益	2,942	2,715	2,566	2,423	2,302
<b>負債及權益總計</b>	<b>4,611</b>	<b>4,101</b>	<b>3,894</b>	<b>3,676</b>	<b>3,497</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	413	563	492	613	662
營業成本	329	347	267	375	382
<b>營業毛利淨額</b>	84	216	225	238	281
營業費用	570	408	391	398	395
<b>營業利益</b>	-486	-192	-166	-160	-115
<b>EBITDA</b>	-311	-107	-33	0	0
業外收入及支出	15	-82	-37	18	-7
稅前純益	-471	-269	-195	-142	-121
所得稅	0	0	0	0	0
稅後純益	-471	-269	-195	-142	-121
稅後 EPS(元)	-1.72	-0.99	-0.71	-0.52	-0.44
完全稀釋 EPS**	-1.72	-0.99	-0.71	-0.52	-0.44

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 27.31【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 27.31 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	-42.78%	36.18%	-12.65%	24.67%	8.00%
營業毛利淨額	-73.87%	156.94%	4.41%	5.50%	18.10%
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	20.31%	38.31%	45.80%	38.76%	42.38%
EBITDA(%)	-75.19%	-19.02%	-6.71%	0.00%	0.00%
營益率	-117.64%	-34.08%	-33.80%	-26.16%	-17.34%
稅後純益率	-113.91%	-47.83%	-39.61%	-23.22%	-18.34%
總資產報酬率	-10.21%	-6.57%	-5.00%	-3.87%	-3.47%
股東權益報酬率	-16.01%	-9.92%	-7.59%	-5.87%	-5.27%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	36.20%	33.80%	34.10%	34.07%	34.16%
負債/淨值比(%)	56.75%	51.06%	51.75%	51.68%	51.88%
流動比率(%)	1037.40%	656.33%	595.67%	630.62%	700.00%

## 其他比率分析

存貨天數	1344.72	1340.19	1812.62	1639.55	1907.11
應收帳款天數	188.35	82.99	89.48	90.61	90.78

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-211	-605	-26	-45	-319
稅前純益	-471	-269	-195	-142	-121
折舊及攤銷	157	156	155	162	174
營運資金變動	319	-277	86	-862	224
其他營運現金	-216	-215	-72	797	-596
<b>投資活動現金</b>	191	106	-16	342	665
資本支出淨額	-9	-4	-6	-5	-7
長期投資變動	204	111	-13	0	0
其他投資現金	-4	-1	3	348	672
<b>籌資活動現金</b>	3	208	19	-278	-298
長借/公司債變動	0	0	-14	-67	-87
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	0
其他籌資現金	3	208	33	-210	-210
<b>淨現金流量</b>	-20	-278	-23	20	48
<b>期初現金</b>	572	552	274	251	271
<b>期末現金</b>	552	274	251	271	319

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 28 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	104	158	158	179	147	139	149	149	149	176	189	164
營業成本	70	80	89	111	89	86	90	90	90	99	103	95
營業毛利淨額	34	77	69	68	58	52	59	59	59	77	86	69
營業費用	99	81	96	105	99	94	99	100	98	98	99	99
營業利益	-65	-3	-26	-37	-41	-42	-40	-41	-39	-21	-13	-30
業外收入及支出	17	-3	-34	21	14	-8	-9	-1	-1	-2	-2	-2
稅前純益	-48	-6	-60	-16	-28	-50	-49	-43	-41	-23	-15	-32
所得稅	N.A	N.A	N.A	0	N.A	0	0	0	0	0	0	0
稅後純益	-48	-6	-60	-16	-28	-50	-49	-43	-41	-23	-15	-32
最新股本	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731
稅後EPS(元)	-0.18	-0.02	-0.22	-0.06	-0.10	-0.18	-0.18	-0.16	-0.15	-0.08	-0.06	-0.12

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	32.50%	49.08%	43.68%	38.11%	39.43%	37.82%	39.74%	39.73%	39.78%	43.71%	45.28%	42.09%
營業利益率(%)	-62.64%	-2.09%	-16.75%	-20.70%	-28.07%	-30.33%	-26.97%	-27.79%	-26.31%	-12.04%	-6.96%	-18.36%
稅後純益率(%)	-45.89%	-3.73%	-38.10%	-8.96%	-18.74%	-36.14%	-32.78%	-28.79%	-27.31%	-13.04%	-7.96%	-19.36%

## QoQ(%)

營業收入淨額	45.25%	51.14%	0.42%	13.10%	-17.89%	-5.74%	7.36%	-0.04%	0.19%	17.87%	7.69%	-13.50%
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	4.99%	63.13%	-51.54%	149.35%	40.96%	-12.09%	-6.01%	-16.93%	1.35%	26.74%	27.12%	10.00%
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27.31億元計算

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。