

## 康霽 (6919 TT) Caliway Biopharmaceuticals

CBL-514 有望在腹部減脂市場獨佔多年，授權金上看 30 億美元

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$785.0

收盤價 (2024/12/18) : NT\$546.0

隱含漲幅 : 43.8%

## 營收組成 (3Q24)

保健食品 100%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	785.0	735.0
2024年營收 (NT\$/十億)	0	0
2024年EPS	-4.8	-5.2

## 交易資料表

市值	NT\$83,760百萬元
外資持股比率	2.5%
董監持股比率	19.2%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$62.02
負債比	0.7%
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	39	47	6,036	11,736
營業利益	-513	-806	4,867	10,551
稅後純益	-488	-740	4,075	8,299
EPS (元)	-3.94	-4.82	26.54	54.04
EPS YoY (%)	--	--	--	103.6
本益比 (倍)	--	--	20.6	10.1
股價淨值比 (倍)	10.2	8.8	6.2	3.8
ROE (%)	-19.9	-7.8	30.0	37.9
現金殖利率 (%)	0	0	1.5%	3.0%
現金股利 (元)	0	0	7.96	16.21

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

商暉哲

mark.shang@yuanta.com

## 元大觀點

- ◆ 臨床 2b 試驗 CBL-514 組有效率達 76.7%，其中 58.8% 僅需 1 次治療即見效，效果遠優於對照組，對於未來產品上市後銷售有正面幫助。
- ◆ 近年減重藥物授權金達 20-60 億美元，CBL-514 在減脂具寡佔地位且臨床數據佳，上調 CBL-514 醫美授權金預估至 30 億美元。
- ◆ 康霽將主導臨床三期試驗，產品價值極大化，上調目標價至 785 元。

## 臨床 2b 試驗顯示 CBL-514 組有效率達 76.7%

CBL-0204 Phase 2b 試驗共納入 107 位具有 Grade 3 (Moderate) 或 Grade 4 (Severe) 腹部脂肪等級的受試者。CBL-514 組有 76.7% 受試者在接受最後一次治療後 12 週，試驗主持人使用腹部脂肪等級量表 (CR-AFRS) 評估受試者至少有一個等級改善，相比安慰劑組僅 18.9%，CBL-514 局部減脂效果具臨床與統計上的顯著差異 ( $p=0.00004$ )。CBL-514 有效比例相當高，且有效的受試者中 58.8% 僅需接受 1 次治療即見效，對於未來產品銷售有正面幫助。

## 上調 CBL-514 醫美適應症授權金預估至 30 億美元

GLP-1/GIP 受體促進劑減重藥物授權熱度高，2023-2024 年有三項相關授權案金額達 20-60 億美元，但 GLP-1 受體促進劑僅能減少 3.5% 體脂肪，且無法選擇減少特定部位皮下脂肪。減脂目標族群 (BMI 介於 25 至 30  $\text{kg/m}^2$  體重過重的人) 達 16 億人，是肥胖人口的 1.6 倍，估計減脂潛在商機不亞於減重市場。國際醫美局部減脂產品併購金額為 21-24.7 億美元，而 CBL-514 療效及安全性較現行局部減脂療法更佳，預估 CBL-514 用於醫美適應症將於 2025 年進入臨床三期後對外授權，總授權金達 30 億美元 (較前次預估的 20 億美元上調，因臨床 2b 試驗主要療效指標有效率優於先前臨床二期結果)，包括 2 億美元簽約金、11 億美元開發里程碑金及 17 億美元銷售里程碑金。

## 康霽將主導 CBL-514 臨床三期試驗，產品價值極大化

CBL-514 在臨床二期顯示絕佳的減脂效果，管理層決定將主導 CBL-514 全球樞紐性臨床三期試驗，並在進入臨床三期試驗後才會對外授權，以爭取更大的授權金及銷售權利金分潤，未來在新興市場可自主申請藥證並找當地廠商代理銷售，也評估投資廠房，為投資人同時創造被動收入 (主要市場的銷售權利金分潤) 及主動收入 (區域授權、銷貨收入)。預估 2025-2036 年風險調整淨現值 1,205 億元，以 IPO 後股數 1.53 億股計算，目標價為 785 元，重申買進評等，看好公司鎖定醫美、罕見疾病藍海市場的策略。

### 臨床 2b 試驗近 8 成受試者接受 CBL-514 治療後至少改善一個等級，療效遠優於對照組，有利臨床三期試驗進行及產品上市後銷售

CBL-0204 Phase 2b 是一項安慰劑對照、隨機分配(1:1)的臨床二期試驗，以評估 CBL-514 注射劑相較於安慰劑對於減少腹部皮下脂肪的療效、安全性與耐受度，於美國與澳洲共 12 個試驗中心收案，共納入 107 位具有 Grade 3 (Moderate)或 Grade 4 (Severe)腹部脂肪等級的受試者，實際上有 52 位受試者納入 CBL-514 組、55 位受試者納入安慰劑組，治療前會先收集 MRI、抽血數據，第一次給藥之後，每三週回診評估是否給藥，最多打四針。康需於 2024/12/11 公告 CBL-0204 臨床 2b 試驗數據，主要與次要療效指標在臨床與統計上皆達到顯著有效意義。

主要療效指標方面，CBL-514 組有 76.7%受試者在接受最後一次治療後 12 週，試驗主持人使用腹部脂肪等級量表(CR-AFRS)評估至少有一個等級改善，相比安慰劑組僅 18.9%，CBL-514 局部減脂效果具臨床與統計上的顯著差異(p=0.00004)。CBL-514 有效的比例相當高，且有效的受試者中 58.8%僅需接受 1 次治療即見效，對於未來產品上市後銷售有正面幫助。次要療效指標受試者自行評估(PR-AFRS)結果與試驗主持人相當，顯示 AFRS 評分量表可信，醫生與受試者再現一致的結果。

其他次要療效指標方面，接受最後一次治療後 12 週，試驗主持人使用CR-AFRS 評估 CBL-514 組達到至少二個等級改善的受試者比例為 32.0%，顯著高於安慰劑組的 0%(p=0.00122)，療效達到統計上顯著差異，顯示 CBL-514 的減脂效果具有將中重度腹部肥胖者(Grade 3-4)減至輕微腹部肥胖(Grade 2)或正常(Grade 1)的潛力。此外，CBL-514 組有 50%受試者在最後一次治療後 4 週腹部治療部位皮下脂肪體積減少至少 20%，且腹部治療部位皮下脂肪厚度減少 25%，上述兩項數據皆達到臨床與統計上的顯著差異(p<0.00001)。

2025 年將進行兩個臨床三期試驗，一個臨床三期試驗會收案 300 個人，主要療效指標包括 1) 試驗主持人以 CR-AFRS(醫師使用的腹部脂肪等級量表)評估受試者至少有一個等級改善的受試者比例，及 2) 受試者以 PR-AFRS(受試者使用的腹部脂肪等級量表)評估至少有一個等級改善的受試者比例，CBL-0204 Phase 2b 試驗顯示所有主要/次要療效指標皆具臨床與統計上的顯著差異，且臨床三期收案人數更多，統計上容易呈現差異，顯示臨床三期成功機率大，管理層預計 1Q25 申請 EOP2 會議，2Q25 啟動全球樞紐三期試驗 IND 送件，3Q25 兩項臨床三期試驗陸續開始收案，預估 4Q26 取得臨床三期試驗數據。

圖 1：CBL-514 注射劑用於減少皮下脂肪之 CBL-0204 Phase 2b 臨床試驗最終統計結果

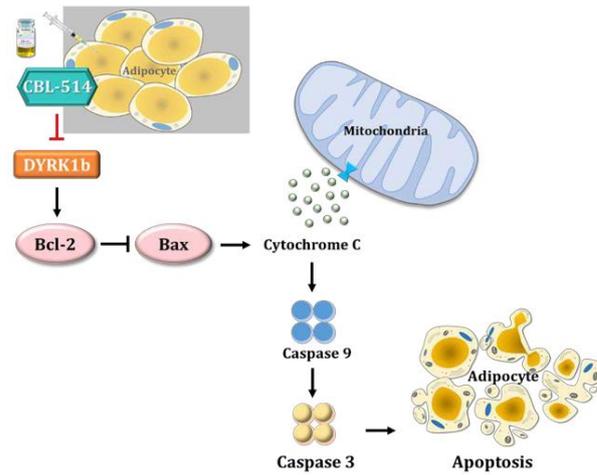
	CBL-514 組	安慰劑組
<b>主要療效評估指標</b>		
最後一次治療後 12 週，試驗主持人以 Clinician Reported-Abdominal Fat Rating Scale(CR-AFRS)評估受試者至少有一個等級改善的受試者比例	76.7% (p=0.00004)	18.9%
<b>次要療效評估指標</b>		
最後一次治療後 12 週，試驗主持人使用 CR-AFRS 評估受試者至少有二個等級改善的受試者比例	32.0% (p=0.00122)	0%
最後一次治療後 12 週，受試者使用 Patient Reported-Abdominal Fat Rating Scale(PR-AFRS)評估至少有一個等級改善的受試者比例	76.7% (p=0.00004)	19.4%
最後一次治療後 4 週，腹部治療部位皮下脂肪體積減少至少 20% 的受試者比例	50.0% (p<0.00001)	0%
最後一次治療後 4 週，腹部治療部位皮下脂肪厚度百分比的變化	-25.0% (p<0.00001)	2%
僅需接受 1 次 CBL-514 治療即可達到 CR-AFRS 至少一個等級的改善	58.8%	--

資料來源：公司資料、元大投顧整理

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

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 2：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

相比之下，其他非手術局部減脂注射劑(包含去氧膽酸)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。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，因此，消費者對於非手術局部減脂產品需求仍大。

圖 3：抽脂手術、現有非手術局部減脂療程副作用明顯



Ref: W. Robb, C. & H. Gold, M. (2022). Complications and Solutions for Post-Operative Liposuction Deformities. IntechOpen. doi: 10.5772/intechopen.101284  
Dhill VV, Wagh MS. Unfavourable outcomes of liposuction and their management. Indian Journal of Plastic Surgery : Official Publication of the Association of Plastic Surgeons of India. 2013 May;46(2):377-392. DOI: 10.4103/0970-0358.118617. PMID: 24501474. PMCID: PMC3901919

冷凍減脂(CoolSculpting)療程後反常脂肪增生(PAH) 0.78%~1% 去氧膽酸/去氧膽酸鈉注射劑：皮膚壞死、凹陷、紅腫、神經損傷



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。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。

圖 4：CBL-514 減脂效果有機會比抽脂手術更好



資料來源：公司資料

圖 5：CBL-514 與手術/非手術局部減脂產品比較

類別	CBL-514	手術局部減脂		非手術局部減脂	
	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
2023 年療程數量	N.A	223 萬	115 萬	63 萬	
療程佔比(%)	N.A	55%	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

## 2025 年全力推動 CBL-514 局部減脂、竇根氏症及其他適應症開發

康霖生技專注於醫美(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。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(OSA)等疾病領域。

CBL-514 用於醫美-非手術局部減脂新藥開發上，2024/12/11 已取得 CBL-0204 Phase 2b 試驗正向數據，CBL-514 組高達 76.7%受試者在接受最後一次治療後 12 週，腹部脂肪等級量表(AFRS)至少有一個等級改善，相比安慰劑組僅 18.9%，CBL-514 局部減脂效果具臨床與統計上的顯著差異，且有效的受試者中 58.8%僅需接受一次治療即見效。1Q25 將公佈醫美-局部減脂 CBL-0205 2b 試驗數據，2025 年也將全力推動 CBL-514 兩項醫美-局部減脂臨床三期試驗。

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 6：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"> <li>• 已完成澳洲 Phase I/IIa 試驗</li> <li>• 已完成二階段的 CBL-0202 Phase 2 試驗</li> <li>• 已取得 CBL-0204 IIb 試驗數據，療效呈現統計上的顯著差異；預計 2025 年 Q1 取得 CBL-0205 IIb 臨床統計結果</li> <li>• 預計 2025 年 Q2 啟動歐美臨床三期試驗 IND 送件</li> </ul>
	GLP-1 促效劑藥物併用改善腹部肥胖與復胖	• 動物療效驗證、臨床二期試驗設計中
	醫美-橘皮治療 Cellulite treatment	• 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"> <li>• 已完成美國 CBL-0201DD 臨床二期試驗</li> <li>• 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</li> </ul>
	阻塞型睡眠呼吸中止症 Obstructive sleep apnea	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	預估 2026 年 Q3 申請美國臨床一期 IND
CBA-539	醫美-色素沈澱 Hyperpigmentation 醫美-抗老 Anti-aging	預估 2025 年 Q3 申請美國 Phase I/IIa IND
CBO-012	退化性關節炎 Osteoarthritis	藥物開發篩選階段

資料來源：公司資料、元大投顧整理

## 減重藥物 GLP-1 促進劑授權熱度高，2024 年相關授權案最高達 60 億美元

自從美國 FDA 於 2021 年核准 Novo Nordisk 的 GLP-1 促進劑藥物 Wegovy (semaglutide) 用於體重管理治療，Wegovy 在臨床中顯示肥胖受試者用藥 68 週可減少 14.9% 體重，減重效果與縮胃手術相當，全球對於 GLP-1 促進劑藥物的需求快速成長。

2024 年最大新藥授權案為 GLP-1 促進劑，中國恆瑞醫藥以 60 億美元的總交易金額，將旗下自主開發的 GLP-1 促進劑新藥 HRS-7535(小分子 GLP-1 受體促進劑)、HRS9531(GLP-1/GIP 雙重受體促進劑)、HRS-4729(GLP-1R/GIPR/GCGR 三重受體促進劑)在除大中華區以外的全球範圍內開發、生產和商業化的獨家權利授權給美國 Hercules 公司，作為此次對外授權交易對價的一部分，恆瑞醫藥將取得美國 Hercules 公司 19.9% 的股權。2023 年底 Roche 參戰減重市場，以 27 億美元收購 Carmot 所有在外流通股權，未來也將支付最高 4 億美元的里程碑金，以取得 Carmot 在臨床開發階段的注射型雙重腸泌素(GLP-1/GIP)受體促效劑(CT-388、CT-868)與口服 GLP-1 受體促效劑(CT-996)，Roche 希望以旗下支持肌肉成長的抗體藥物 RO7204239，與腸泌素類藥物搭配，以期改善 GLP-1/GIP 類藥物肌肉流失的問題。2023 年底 AstraZeneca 也自 Eccogene 授權引進開發中的口服 GLP-1 受體促進劑 ECC5004，簽約金 1.85 億美元，開發及銷售里程碑金合計達 18.25 億美元，開發適應症包括肥胖、第二型糖尿病及其他心血管代謝疾病。

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，且國際 GLP-1/GIP 受體促進劑類減重藥物授權金普遍達 20 億美元以上，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 30 億美元，包括 2 億美元簽約金、11 億美元開發里程碑金及 17 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，康霖可望認列 CBL-514 雙位數的銷售分潤。

圖 7：近年 GLP-1 促進劑授權案概覽

排名	產品	適應症	授權方	被授權方	治療領域	簽約金	總授權金額	日期
1	HRS-7535、HRS9531、HRS-4729	糖尿病、肥胖	Jiangsu	Hercules	心血管-代謝	110	6,035	2024/05/16
2	CT-388, CT-996, CT-868	糖尿病、肥胖	Carmot	Roche	心血管-代謝	2,700	3,100	2023/12/04
3	ECC 5004	糖尿病、肥胖	Eccogene	AstraZeneca	心血管-代謝	185	2,010	2023/11/09
4	MIMIC Platform	肥胖	Flagship, Metaphore	Novo Nordisk	心血管-代謝	--	600	2024/05/09
5	TransCon™	肥胖	Ascendis	Novo Nordisk	心血管-代謝	285	362	2024/11/04
6	RT-114	肥胖	Rani	Progen	心血管-代謝	--	--	2024/06/24
7	Liraglutide	糖尿病、肥胖	Biocon	Juno	心血管-代謝	--	--	2023/10/06
8	DA-1241, DA-1726	糖尿病、NASH、肥胖	Dong-A ST	NeuroBo	心血管-代謝	--	--	2022/09/15

資料來源：公司資料、元大投顧整理、Bloomberg

## 康霖將主導 CBL-514 醫美-局部減脂臨床三期試驗，預估醫美授權金 30 億美元

由於多項臨床二期試驗顯示 CBL-514 具有絕佳的減脂效果，康霖決定無論短期授權與否，將主導 CBL-514 全球樞紐性臨床三期試驗，並在進入臨床三期試驗後才會對外授權，以爭取更大的授權金及銷售權利金分潤，未來在東南亞、中南美洲等新興市場也可自主申請藥證並找當地廠商代理銷售，也評估投資廠房，為投資人同時創造被動收入(主要市場的銷售權利金分潤)及主動收入(區域授權、銷貨收入)。管理層預估於 2025-2026 年執行 CBL-514 兩項醫美-局部減脂全球樞紐性臨床三期試驗，臨床三期試驗總費用估計在 20 億元台幣以下。

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。

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 10-30 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 2025/2026 年營收達 60 億元/117 億元，毛利率 99.8%/99.9%，EPS 26.54 元/54.04 元，YoY 虧轉盈/+104%。

圖 8：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	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	9	8	23	196.3%	164.4%	12	12	91.6%	93.8%
營業毛利	7	5	16	204.7%	146.2%	8	10	97.1%	60.2%
營業利益	(127)	(195)	(153)	-	-	(217)	(218)	-	-
稅前利益	(109)	(177)	(138)	-	-	(203)	(201)	-	-
稅後淨利	(109)	(177)	(138)	-	-	(203)	(201)	-	-
調整後 EPS (元)	(0.88)	(1.15)	(0.90)	-	-	-1.32	-1.31	-	-
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>			<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	73.9%	66.9%	68.8%	1.9	-5.1	66.9%	83.2%	1.9	-14.4
營業利益率	-1449.4%	-2479.0%	-658.5%	-	-	-1791.4%	-1816.7%	-	-
稅後純益率	-1239.4%	-2250.9%	-591.5%	-	-	-1673.4%	-1675.0%	-	-

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 9：2024 年第 4 季獲利預估調整

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F	預估差異
						元大預估	元大
營業收入	15	23	12	-47.8%	-18.5%	12	0.0%
營業毛利	11	16	8	-49.3%	-24.5%	8	0.0%
營業利益	(112)	(153)	(218)	-	-	(217)	-
稅前利益	(118)	(138)	(207)	-	-	(203)	-
稅後淨利	(118)	(138)	(207)	-	-	(203)	-
調整後 EPS (元)	(1.83)	(0.99)	(1.35)	-	-	(1.32)	-
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>		<b>百分點</b>
營業毛利率	72.1%	68.8%	66.9%	-1.9	-5.2	66.9%	0.0
營業利益率	-750.8%	-658.5%	-1793.1%	-	-	-1791.4%	-
稅後純益率	-793.7%	-591.5%	-1704.7%	-	-	-1673.4%	-

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 全球肥胖人口逐年增加，減重與減脂需求龐大

根據 WHO，身體質量指數(BMI)超過 25 kg/m<sup>2</sup> 被視為體重過重，BMI 超過 30 kg/m<sup>2</sup> 被視為肥胖。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/m<sup>2</sup>)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% (幅度與新冠疫情使全球經濟衰退 3%相當)。

圖 10：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 <sup>2</sup> )或肥胖人數 (百萬人)	2,603	3,041	3,507	4,005
肥胖(BMI≥30 kg/m <sup>2</sup> )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

### 目前最有效的減重藥物為 GLP-1 促進劑，使用一年多可以減少 15%以上的體重

人體進食後，腸道細胞會分泌腸泌素(cretin)，類升糖素-1(Glucagon-like peptide-1, GLP-1)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(Rybelsus)，其他藥物皆僅有皮下注射劑型。

丹麥藥廠 Novo Nordisk 期下高劑量的 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/m<sup>2</sup>)的長期體重管理。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，目前 GLP-1 促進劑藥物有被核准用於 1)第二型糖尿病病患血糖控制之輔助治療及 2)肥胖者(BMI≥30 kg/m<sup>2</sup>)的長期體重管理，主流品牌藥 Ozempic/Wegovy 於 1Q-3Q24 銷售額分別為 155.8 億美元/56.0 億美元，YoY+32%/+77%，維持強勁成長。

Eli Lilly 旗下的 GIP/GLP-1 受體促進劑 Zepbound 於 2023 年 11 月核准用於肥胖病患的長期體重管理，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%，3Q24 Zepbound 營收達 12.6 億美元，仍快速成長中。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。

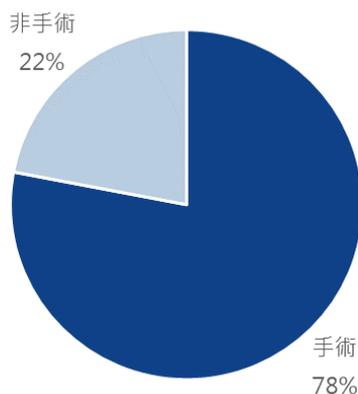
IQVIA 預估全球減重支出將從 2023 年的 240 億美元成長至 2028 年的 740 億美元，2024-2028 年 CAGR 達 25%，主要市場在美國。

## 全球減脂市場還有 7 倍以上成長空間

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。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。

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，疤痕組織與肌膚鬆弛或凹凸不平也讓術後照護格外辛苦。近年有一些非手術局部減脂產品推出，包括冷凍溶脂、超音波減脂、局部溶脂注射劑等，但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。

圖 11：2023 年全球局部減脂治療型態分布



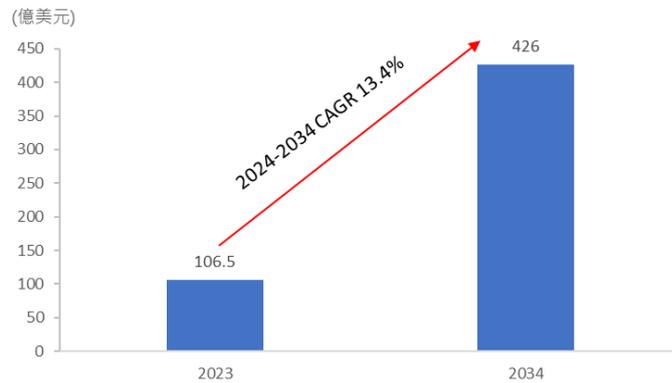
資料來源：ISAPS、元大投顧整理

做抽脂手術的人主要是 BMI<30 kg/m<sup>2</sup>的消費者，僅就 BMI 介於 25 至 30 kg/m<sup>2</sup>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/m<sup>2</sup>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，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，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。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。

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(單次療程售價約為 2,000-4,500 美元，以 2-6 次治療計算療程總費用)，用於雙下巴則為 6,000-9,000 美元(單次療程售價約為 1500 美元，以 4-6 次治療計算療程總費用)；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。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，在最後一次治療後 4 週，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。

圖 12：2034 年全球局部減脂市場規模預估達 426 億美元



資料來源：ISAPS、元大投顧整理

### 預估 2024-2034 年全球橘皮組織治療市場規模 CAGR+7.2%

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，或注射膠原蛋白酶破壞纖維隔膜，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 13：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

## 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 14：國際大廠 Allergan 積極併購醫美產品線

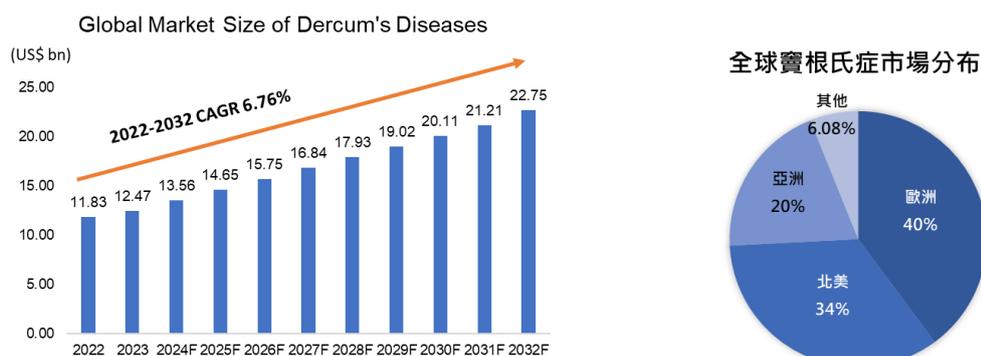
屬性	對象	金額(美元)	時間	內容	康壽相關產品
醫美	Kythera Biopharmaceuticals	21 億	2015	併購 單一產品 Kybella 溶脂針	CBL-514
醫美	Zeltiq Aesthetics	24.7 億	2017	併購 單一產品 Coolsculpting System 冷凍溶脂	CBL-514
眼科	Editas Medicine	9000 萬	2017	先期授權 LCA10 雷伯氏先天性黑內障	
醫美	LifeCell	27 億	2017	併購 ALLODERM, REVOLVE™, STRATTICE™ 再生醫學產品	CBA-539
腸胃科	Assembly Biosciences	5000 萬	2017	藥品授權前期金 ABI-M201, ABI-M301 腸胃躁動症	
皮膚科	Vitae Pharmaceuticals	6.4 億	2016	併購 VTP-43742 phase II 多發性硬化症	
醫美	Bonti	1.95 億簽約金	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 2032 年罕見疾病竇根氏症市場規模將成長至 228 億美元

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 12 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 15：2032 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：Market Research Future、公司資料、元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

### CBL-514 臨床 2b 試驗數據優於預期，上調預估授權金至 30 億美元

2024 年執行 2 項 CBL-514 醫美-非手術局部減脂 Phase 2b 臨床試驗，預估 2024 年每股虧損 4.82 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，預估總授權金達 30 億美元(較前次預估 20 億美元上調，主因臨床 2b 試驗主要療效指標有效率達 76.7%，優於先前臨床二期結果)，包括 2 億美元簽約金、11 億美元開發里程碑金及 17 億美元銷售里程碑金，2025 年將認列 2 億美元簽約金(佔總授權金的 6.7%)、2026 年臨床三期試驗結束認列里程碑金 3.9 億美元，帶動 2025/2026 年營收預估達 60 億元/117 億元，多項臨床二/三期試驗持續進行，營業費用佔 11.6 億元/11.7 億元，EPS 26.54 元/54.04 元，YoY 虧轉盈/YoY+104%。

圖 16：2024 和 2025 年財務預估調整

(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	47	36	6,036	4,536	30.8%	33.1%
營業毛利	32	24	6,024	4,524	32.7%	33.2%
營業利益	-806	-870	4,867	3,611	-	34.8%
稅前利益	-740	-801	4,909	3,669	-	33.8%
稅後淨利	-740	-801	4,075	3,095	-	31.7%
調整後 EPS (元)	-4.82	-5.22	26.54	20.18	-	31.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	67.9%	66.9%	99.8%	99.7%	0.9	0.1
營業利益率	-1707.9%	-2411.6%	80.6%	79.6%	703.7	1.0
稅後純益率	-1566.7%	-2220.4%	67.5%	68.2%	653.7	-0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估

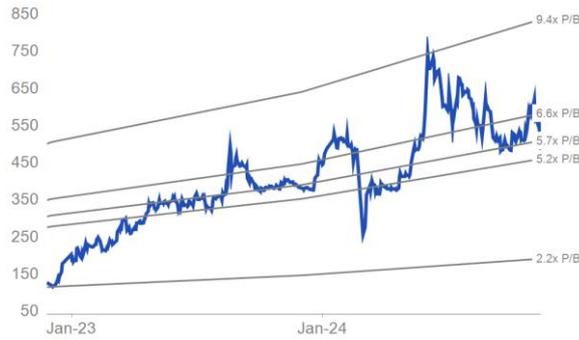
受惠於新技術導入，有效性及安全性提升，我們預估全球局部減脂人次可望從 2023 年的 287 萬人提升至 2034 年的 779 萬人，2024-2034F CAGR+9.5%，帶動全球局部減脂市場規模從 2023 年的 106.5 億美元提升至 2034 年的 426 億美元，2024-2034F CAGR+13.4%。我們預估 CBL-514 用於醫美-局部減脂於 2027/2028 年在美國/歐洲上市後，估計定價為一個療程 9,000 美元，在非手術局部減脂市佔率逐年提升至 65%，帶動 2034/2035 年 CBL-514 用於醫美-局部減脂全球淨銷售額達 81.5 億美元/104.9 億美元，預計康霖可認列淨銷售額的 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，康霖的 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。

### 以 2025-2036 年風險調整淨現值模型，推得目標價 785 元，重申買進

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 88 億元，預估 2025-2036 年風險調整淨現值 1,205 億元，以 IPO 後股數 1.53 億股計算，目標價為 785 元，重申買進評等，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 17：12 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 18：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	88,868	80%	2027	12.5%	\$579
CBL-514D 用於罕病費根氏症	4,392	Phase 2b	29,619	60%	2029	16.7%	\$193
在手現金(2024F)			8,827	100%		10.0%	\$57
營運調整 (包含費用與稅費)			-6,812	100%		10.0%	-\$44
各項淨現值合計 (百萬元)			120,502				\$785
股數 (百萬股)		153.6					
風險調整後合計每股淨現值 (2025-2036F)							\$785

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：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	546.0	2,617	(3.94)	(4.82)	26.54	--	--	20.6	--	--	--
國外同業													
AbbVie	ABBV US	未評等	175.4	309,921	2.7	10.9	12.2	64.3	16.0	14.4	(59.0)	301.4	11.5
Galderma Group	GALD US	未評等	95.5	25,304	(0.2)	1.6	2.5	--	61.0	38.7	--	--	57.9
Novo Nordisk	NOVOB DC	未評等	761.6	367,847	18.7	22.9	28.5	40.8	33.3	26.8	52.3	22.5	24.5
Eli Lilly	LLY US	未評等	778.6	739,156	5.8	13.2	22.5	133.8	59.2	34.6	(15.9)	126.0	71.1
國外同業平均					6.8	12.1	16.4	79.6	42.4	28.6	(7.5)	150.0	41.2
國內同業													
藥華藥	6446 TT	買進	580.0	6,098	(1.9)	8.3	20.6	--	70.2	28.1	--	--	149.6
順藥	6535 TT	未評等	193.5	1,005	(1.5)	(1.7)	(0.8)	--	--	--	--	--	--
中裕	4147 TT	未評等	82.9	696	(0.8)	(0.5)	(0.4)	--	--	--	--	--	--
國內同業平均					(1.4)	2.0	6.5	--	70.2	28.1	--	--	149.6

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 20：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
康鼎	6919 TT	買進	546.0	2,617	(19.9)	(7.8)	30.0	53.75	62.02	88.56	10.2	8.8	6.2
國外同業													
AbbVie	ABBV US	未評等	175.4	309,921	143.2	246.3	244.1	5.9	4.4	5.7	29.9	39.8	31.1
Galderma Group	GALD US	未評等	95.5	25,304	--	4.8	7.0	19.0	14.4	15.2	5.0	6.6	6.3
Novo Nordisk	NOVOB DC	未評等	761.6	367,847	88.1	86.3	89.1	23.8	31.8	43.2	32.0	24.0	17.6
Eli Lilly	LLY US	未評等	778.6	739,156	53.3	86.5	85.3	12.0	19.4	32.2	65.1	40.2	24.2
國外同業平均					94.9	106.0	106.4	15.2	17.5	24.1	33.0	27.7	19.8
國內同業													
藥華藥	6446 TT	買進	580.0	6,098	(3.5)	9.9	19.9	70.4	83.0	103.7	8.2	7.0	5.6
順藥	6535 TT	未評等	193.5	1,005	--	(20.2)	(17.2)	8.6	--	--	22.5	--	--
中裕	4147 TT	未評等	82.9	696	(7.4)	(5.4)	(4.9)	10.0	9.7	9.2	8.3	8.6	9.0
國內同業平均					(5.4)	(5.2)	(0.7)	29.6	46.3	56.4	13.0	7.8	7.3

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 21：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	4	8	23	12	4	8	12	6,012	47	6,036
銷貨成本	(1)	(3)	(7)	(4)	(1)	(3)	(4)	(4)	(15)	(12)
營業毛利	3	5	16	8	3	5	8	6,008	32	6,024
營業費用	(244)	(200)	(169)	(226)	(239)	(239)	(339)	(339)	(838)	(1,158)
營業利益	(241)	(195)	(153)	(218)	(237)	(234)	(331)	5,669	(806)	4,867
業外利益	22	18	16	11	11	11	10	10	66	42
稅前純益	(218)	(177)	(138)	(207)	(226)	(223)	(321)	5,679	(740)	4,909
所得稅費用	0	0	0	0	0	0	0	(834)	0	(834)
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	(218)	(177)	(138)	(207)	(226)	(223)	(321)	4,845	(740)	4,075
調整後每股盈餘(NT\$)	(1.42)	(1.15)	(0.90)	(1.35)	(1.47)	(1.45)	(2.09)	31.55	(4.82)	26.54
調整後加權平均股數(百萬股)	154	154	154	154	154	154	154	154	154	154
重要比率										
營業毛利率	66.9%	67.0%	68.8%	66.9%	66.9%	66.9%	66.9%	99.9%	67.9%	99.8%
營業利益率	-6075.2%	-2479.0%	-658.5%	-1793.1%	-5969.6%	-2983.6%	-2728.6%	94.3%	-1707.9%	80.6%
稅前純益率	-5508.6%	-2250.9%	-591.5%	-1704.7%	-5699.0%	-2846.9%	-2640.3%	94.5%	-1566.7%	81.3%
稅後純益率	-5508.6%	-2250.9%	-591.5%	-1704.7%	-5699.0%	-2846.9%	-2640.3%	80.6%	-1566.7%	67.5%
有效所得稅率	--	--	--	--	--	--	--	14.7%	0	17.0%
季增率(%)										
營業收入	--	97.9%	196.3%	-48.4%	-66.7%	100.0%	50.0%	50000.0%		
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%	164.4%	-19.5%	0.8%	1.9%	-48.4%	50000.0%	20.7%	12742.6%
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

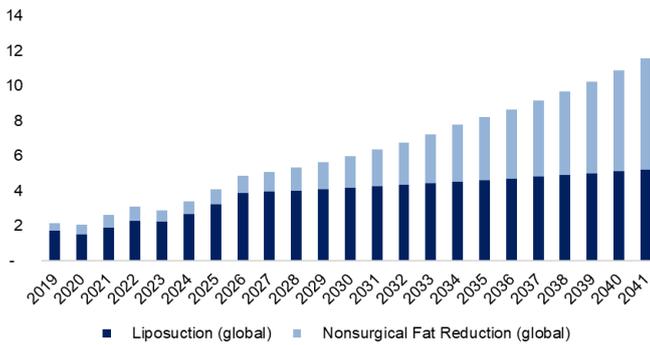
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

### 國際醫美新藥開發的創新領導者

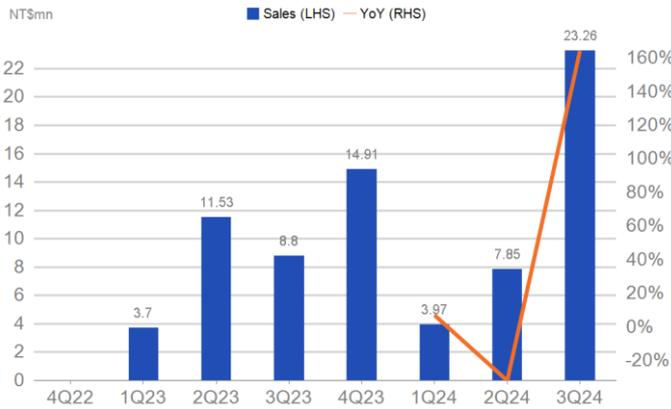
康霖生技成立於 2012 年，專注於醫美(局部減脂、美白、抗老化注射劑)與慢性發炎疾病的新藥開發，鎖定潛在市場達 100 億美元以上，且現有治療方式或藥物療效不佳、副作用明顯或無核准治療藥物的適應症來開發藥物。目前康霖研發中新藥皆是自主研發，擁有全球之專利保護權利，截至 2024/8/31，公司累計已申請 91 件專利、核准 73 件專利(已核准率 80.2%) 須待法說會簡報更新，旗下 CBL-514 的專利佈局規劃與新案申請至少持續到 2025 年，故 CBL-514 專利保護期限至少到 2045 年。

圖 22：全球減脂人次趨勢



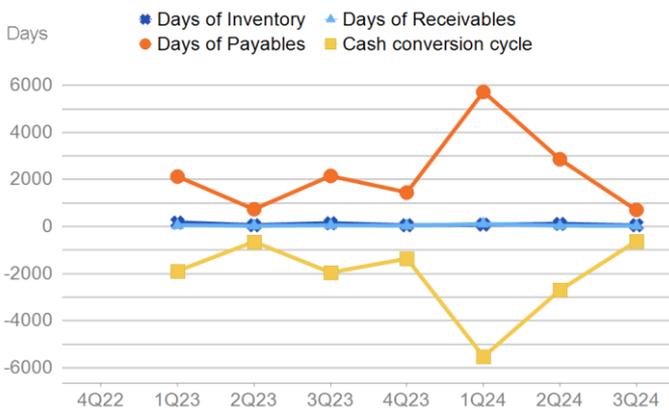
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：營收趨勢



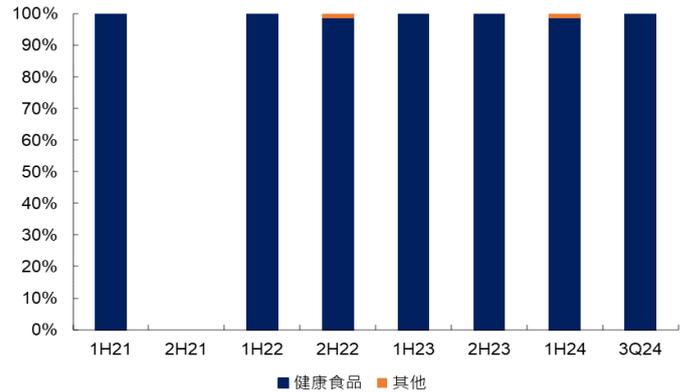
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：經營能力



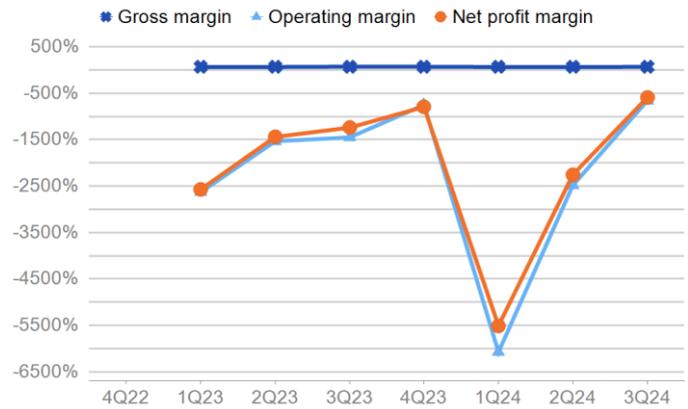
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：營收組成



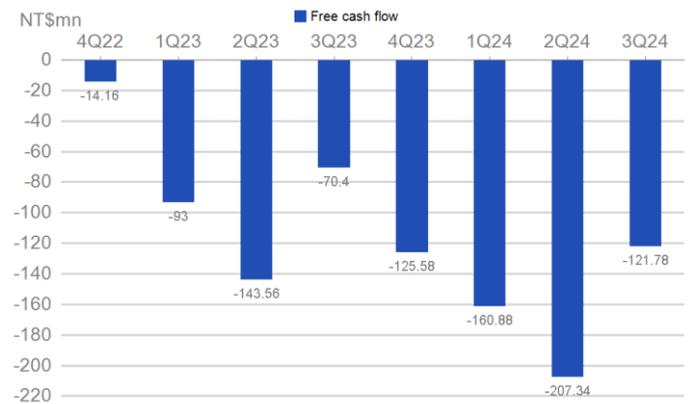
資料來源：公司資料

圖 25：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

## 資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	655	3,422	8,827	12,905	21,227
存貨	3	1	6	9	9
應收帳款及票據	3	8	5	19	21
其他流動資產	471	313	20	20	20
<b>流動資產</b>	<b>1,132</b>	<b>3,744</b>	<b>9,525</b>	<b>13,621</b>	<b>21,945</b>
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	73	62	51	30	10
無形資產	0	0	(2,146,82)	(2,146,82)	(2,146,82)
其他非流動資產	28	21	16	16	16
<b>非流動資產</b>	<b>101</b>	<b>83</b>	<b>67</b>	<b>46</b>	<b>26</b>
<b>資產總額</b>	<b>1,233</b>	<b>3,827</b>	<b>9,591</b>	<b>13,668</b>	<b>21,971</b>
應付帳款及票據	3	2	1	2	6
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	46	72	61	61	61
<b>流動負債</b>	<b>48</b>	<b>74</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>67</b>
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	20	12	5	5	5
<b>長期負債</b>	<b>20</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>負債總額</b>	<b>69</b>	<b>86</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>72</b>
股本	616	697	767	767	767
資本公積	834	3,271	9,495	9,495	9,495
保留盈餘	(286)	(227)	(740)	3,336	11,634
什項權益	0	1	2	2	2
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>1,164</b>	<b>3,741</b>	<b>9,524</b>	<b>13,600</b>	<b>21,898</b>
<b>非控制權益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(2,146,82)</b>	<b>(2,146,82)</b>	<b>(2,146,82)</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>1,164</b>	<b>3,741</b>	<b>9,524</b>	<b>13,600</b>	<b>21,898</b>

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	(286)	(488)	(740)	4,075	8,299
折舊及攤提	25	28	29	30	30
本期營運資金變動	(4)	(4)	(2)	(17)	3
其他營業資產 及負債變動	22	40	34	0	0
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(243)</b>	<b>(424)</b>	<b>(678)</b>	<b>4,088</b>	<b>8,331</b>
資本支出	(14)	(9)	(12)	(9)	(9)
本期長期投資變動	0	0	(378)	0	0
其他資產變動	(456)	166	35	0	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(471)</b>	<b>157</b>	<b>(391)</b>	<b>(9)</b>	<b>(9)</b>
股本變動	80	81	6,478	0	0
本期負債變動	(5)	0	0	0	0
現金增減資	767	3,040	6,478	0	0
支付現金股利	--	--	0	0	0
其他調整數	(70)	(87)	35	0	0
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>772</b>	<b>3,034</b>	<b>6,473</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
匯率影響數	2	0	1	0	0
<b>本期產生現金流量</b>	<b>60</b>	<b>2,767</b>	<b>5,404</b>	<b>4,079</b>	<b>8,322</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>(257)</b>	<b>(433)</b>	<b>(690)</b>	<b>4,079</b>	<b>8,322</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入</b>	<b>13</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>6,036</b>	<b>11,736</b>
銷貨成本	(3)	(11)	(15)	(12)	(12)
<b>營業毛利</b>	<b>10</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>6,024</b>	<b>11,724</b>
營業費用	(329)	(541)	(838)	(1,158)	(1,173)
推銷費用	0	0	0	0	0
研究費用	(295)	(504)	(731)	(1,000)	(1,000)
管理費用	(34)	(37)	(107)	(158)	(173)
其他費用	0	0	0	0	0
<b>營業利益</b>	<b>(320)</b>	<b>(513)</b>	<b>(806)</b>	<b>4,867</b>	<b>10,551</b>
利息收入	5	17	41	43	43
利息費用	(1)	0	0	0	0
利息收入淨額	5	17	41	44	44
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	14	0	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	15	8	26	(1)	(1)
稅前純益	(286)	(488)	(740)	4,909	10,594
所得稅費用	0	0	0	(834)	(2,295)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>(286)</b>	<b>(488)</b>	<b>(740)</b>	<b>4,075</b>	<b>8,299</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	(260)	(460)	(777)	4,896	10,580
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>(4.89)</b>	<b>(3.94)</b>	<b>(4.82)</b>	<b>26.54</b>	<b>54.04</b>

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	3.9	203.7	20.7	12742.6	94.4
營業利益	--	--	--	--	116.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	--	--	--	--	116.1
稅後純益	--	--	--	--	103.7
調整後每股盈餘	--	--	--	--	103.6
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	74.9	70.6	67.9	99.8	99.9
營業利益率	(2493.2)	(1318.9)	(1707.9)	80.6	89.9
稅前息前淨利率	(2237.3)	(1254.6)	(1707.9)	80.6	89.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	(2029.3)	(1181.8)	(1645.7)	81.1	90.2
稅前純益率	(2232.1)	(1254.6)	(1566.7)	81.3	90.3
稅後純益率	(2232.1)	(1254.6)	(1566.7)	67.5	70.7
資產報酬率	(29.4)	(19.3)	(11.0)	35.0	46.6
股東權益報酬率	(31.6)	(19.9)	(7.8)	30.0	37.9
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	5.9	2.3	0.7	0.5	0.3
淨負債權益比 (%)	(56.3)	(91.5)	(99.7)	(99.8)	(100.0)
利息保障倍數 (倍)	(427.4)	--	0	(15734.4)	(33953.1)
流動比率 (%)	2340.7	5081.0	15458.7	21723.8	32730.9
速動比率 (%)	2334.9	5079.6	15449.2	21709.3	32717.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(655)	(3,422)	(9,494)	(13,573)	(21,895)
調整後每股淨值 (NT\$)	18.93	53.75	62.02	88.56	142.61
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	--	--	--	20.6	10.1
股價自由現金流量比	--	--	--	20.6	10.1
股價淨值比	28.8	10.2	8.8	6.2	3.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	--	--	--	17.2	8.0
股價營收比	6558.8	2159.9	1789.0	13.9	7.2

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

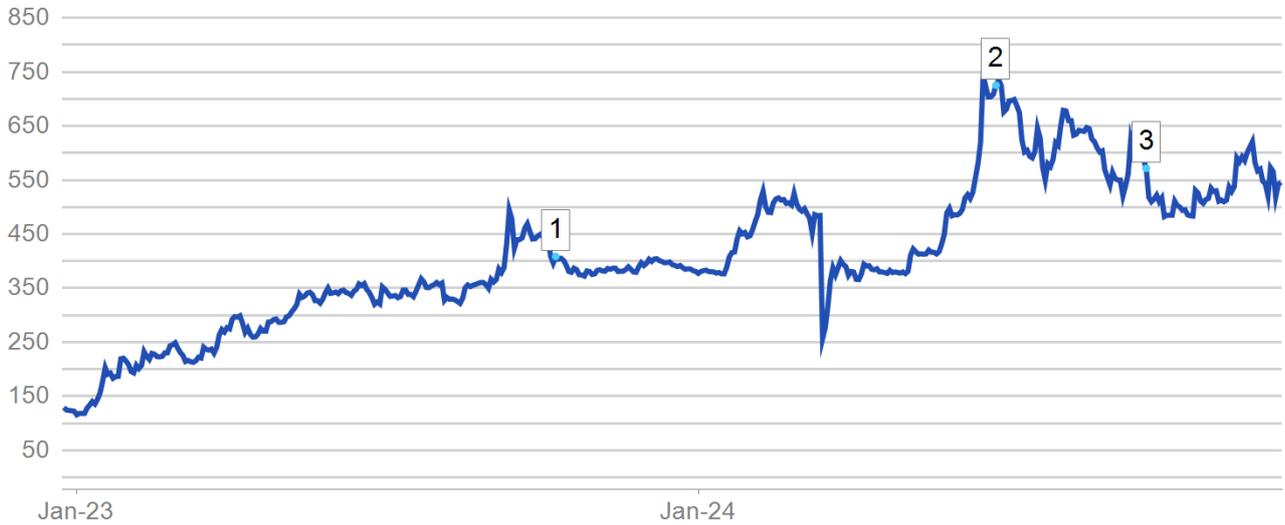
## 附錄：重要揭露事項

### 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



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20231017	--	--	--	--	蔣欣穎
2	20240708	--	--	--	--	蔣欣穎
3	20241001	--	735.00	735.00	買進	蔣欣穎

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請。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>.