

製藥 | 泰合 (6467 TT ; 未評等)

藥物傳輸平台建立多元產品線，抗血栓口溶膜新藥搶攻百億美元市場

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2021	2022	2023	1H24
營業收入	7	6	1	0
EPS (元)	-0.33	-1.84	-3.12	-1.68
本益比 (倍)	--	--	--	--
ROE (%)	-17.8	-72.0	-58.4	-30.1
現金殖利率 (%)	--	--	--	--

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳彥菱

dorothy.chen123@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 泰合經由將現有口服藥品成分改造為透皮(Transdermal)與透黏膜(Transmucosal)藥物傳導劑型，提供方便使用且更安全的創新藥品。
- ◆ 抗血栓口溶膜新藥 TAH3311 解決吞嚥困難痛點，預計 1Q25 完成臨床三期，3Q25 遞交歐美藥證申請，最快 2H26/1Q27 在歐洲/美國上市。
- ◆ 505(b)2 新藥公司同業市值落於 2-3 億美元；泰合持續開發利基新劑型新藥，評價有望隨 TAH3311 的授權、取證上市而提升。

泰合透過經上皮藥物傳輸技術開發新藥，自主建立多元產品線

泰合以獨有的經上皮藥物傳輸系統(TDS)平台，經由將現有口服藥品成分改造為透皮(Transdermal)與透黏膜(Transmucosal)藥物傳導劑型，提供方便使用且更安全的創新藥品。技術平台特色包括 1) 可依照需求設計從速效劑型到長達七天的長效緩釋劑型；2) 避免腸胃道吸收引起的副作用與代謝風險；3) 大幅超越口服的吸收效率；及 4) 不需吞藥打針，對高齡與幼兒用藥更友善。2022 年口服藥佔全球製藥市場營收比重約 58%，TDS 傳輸平台解決口服藥吞嚥困難、提升用藥方便性，選題範圍廣，可自主建立多元產品線。

抗血栓口溶膜新藥解決吞嚥困難痛點，瞄準百億美元市場

TAH3311/TAH3341 (長效)是以抗血栓藥物 Eliquis 為對照藥，開發的口溶膜新劑型新藥。Eliquis 透過直接抑制 Xa 凝血因子來治療和預防靜脈血栓，以用來預防患有非瓣膜性心房顫動的人發生中風，2023 年 Eliquis 全球銷售額近 190 億美元(美國/國際銷售額 128 億美元/61 億美元)。約 13%中風患者有長期吞嚥困難，TAH3311 鎖定高齡患者吞嚥困難用藥痛點，相比 Eliquis 一天吃兩錠，TAH3311 一天吃兩片，放入口中即快速溶解完成用藥，不須喝水，降低噎嚥風險。預計 1Q25 完成 TAH3311 臨床三期，3Q25 遞交歐美藥證申請，最快 2H26/1Q27 在歐洲/美國上市，比學名藥早一年多在美國上市。

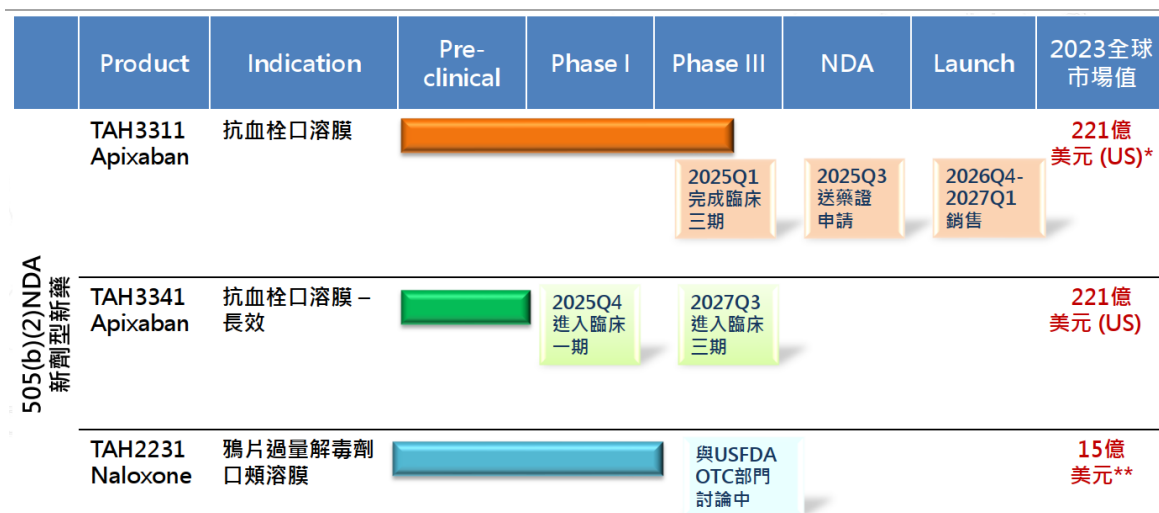
持續開發利基新劑型新藥產品，評價隨產品授權取證提升

TAH2231 為鴉片過量解毒劑 Naloxone 的口頰溶膜新劑型新藥，放在身上好攜帶，藥物從口頰內側進入，容易攜帶，緊急時方便使用，目標市場 15 億美元。公司於 2024/11 完成 3.6 億元募資，目前在手現金約 5 億元，未來一年營業費用落在 1-2 億元，在手現金應可支應未來 2-3 年營運。尚未有產品上市的 505(b)2 新藥公司同業市值落於 2-3 億美元，TAH3311 最快 2H26/1Q27 在歐洲/美國上市，搶攻近 190 億美元市場，預計泰合在 TAH3311 授權後可分得淨銷售額的 20% 以上作為銷售權利金分潤(Royalties)，評價有望隨後續 TAH3311 的授權、取證上市而提升。

泰合透過經上皮藥物傳輸技術開發新藥，改善病患生活品質

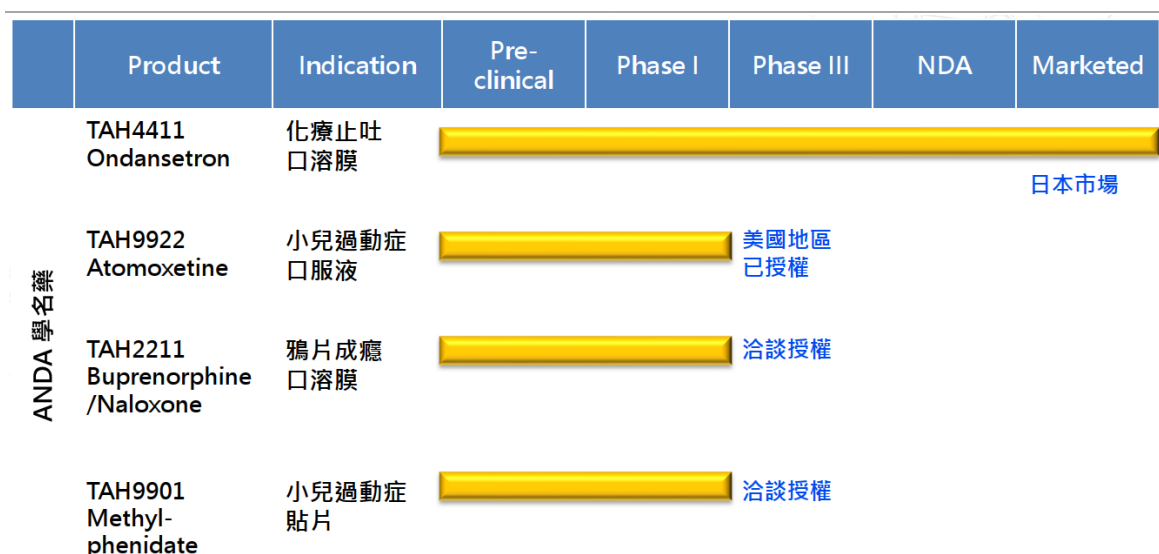
泰合成立於 2010 年，資本額 5.12 億元，專注於自主開發 Transepithelial Delivery System (TDS) 藥物傳導技術平台開發，如透皮傳輸藥物的貼片，與透黏膜傳輸藥物的口溶膜/口頰溶膜等高門檻技術，經由將現有口服藥品成分改造為透皮(Transdermal)與透黏膜(Transmucosal)藥物傳導劑型，提供方便使用且更安全的創新藥品。旗下 Ondansetron 止吐口溶膜(TAH4411)已於日本上市(日本銷售已授權 Miyarisan)，並已授權治療小兒過動症之 Atomoxetine 口服液學名藥(TAH9922)在美國市場的商業化權利給比利時藥廠 Hyloris。目前公司正積極開發抗血栓 Apixaban 口溶膜新劑型新藥 TAH3311 及 TAH3341 (長效型)、鴉片過量解毒劑 Naloxone 口頰溶膜新劑型新藥 TAH2231，與多項潛力產品聚焦中樞神經相關病症，如小兒過動症(TAH9901，Methylphenidate 貼片學名藥)、鴉片成癮(TAH2211，Buprenorphine/Naloxone 口溶膜學名藥)等。

圖 1：泰合 505(b)2 新劑型新藥研發產品線



資料來源：公司資料、IQVIA、Grand View Research

圖 2：泰合 ANDA 學名藥研發產品線



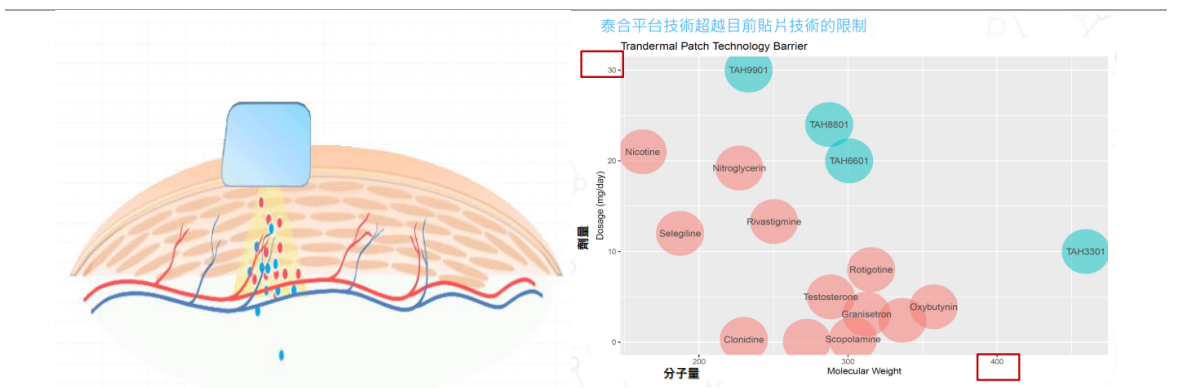
資料來源：公司資料、IQVIA、Grand View Research

獨家技術開發創新劑型的經皮吸收貼片與口溶膜藥，滿足不同藥物釋放速率的需求

泰合以獨有的 Transepithelial Delivery System (TDS)新藥傳輸技術平台將小分子藥物經由皮膚吸收或透黏膜吸收，開發創新劑型藥品，以經皮吸收貼片與口溶膜藥品為代表，特色包括 1) 可依照用藥需求設計的吸收特性，從速效劑型到長達七天的長效緩釋劑型；2) 避免腸胃道吸收引起的副作用與代謝風險；3) 大幅超越口服的吸收效率；及 4) 不需吞藥打針，對高齡與幼兒用藥更友善。

經皮吸收技術(Transdermal DDS)可用於開發多種經皮吸收的新劑型產品，如貼劑、水膠、乳霜、噴劑等，將小分子藥物結合獨家專利吸收促進配方，大幅提升吸收效率，並達到與口服藥品相同的療效，除了不須吞服藥錠外，也具有以下特點：1) 長時間緩釋 24 小時至一週；2) 穩定藥效且避免副作用；3) 避開腸胃道吸收的副作用與代謝風險；4) 可隨時撕除貼片以終止給藥；5) 讓照顧者給藥更安全容易。泰合的創新透皮傳輸技術超越目前貼片技術的限制，可傳輸分子量超過 400 Da 的藥品，且每片貼片的藥物劑量可超過 30mg。

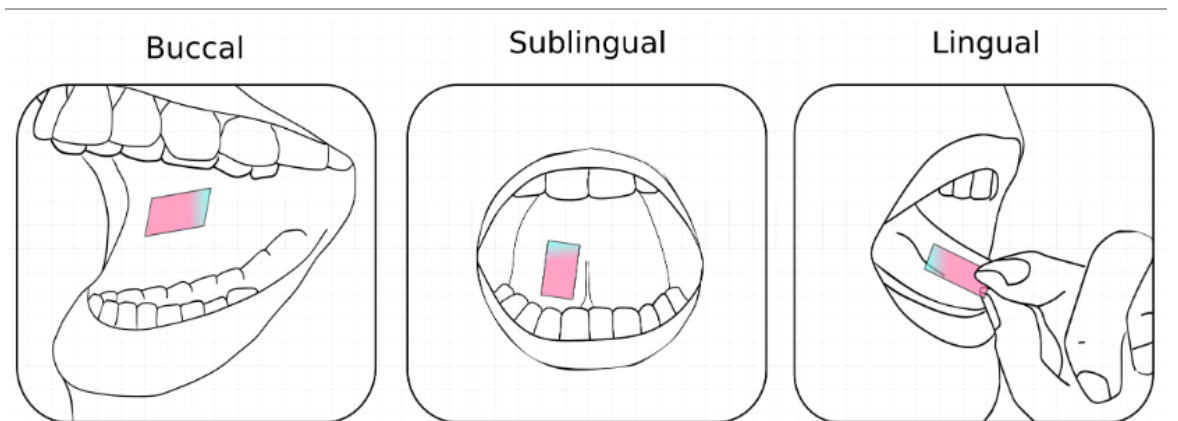
圖 3：泰合 Transdermal DDS 傳輸技術平台



資料來源：公司資料

泰合利用獨家專利 Transmucosal DDS 傳遞技術，來開發多種口溶膜新劑型產品(可在口腔中溶解的創新藥品)。口溶膜依照不同需求，可設計為放於舌上迅速溶解的口溶膜(藥物會跟著口水吞進腸胃道吸收)、放於舌下吸收達到速效釋放的舌下膜，以及貼附於口腔黏膜以達到長效緩釋的口頰溶膜。經由口腔黏膜吸收，除了避免腸胃吸收的副作用與代謝風險，還具備以下特點：1) 可依照需求訂製的吸收特性，從速放到 24 小時緩釋；2) 可大幅提高吸收效率；3) 不須配水服用；4) 避免噎嚥風險；5) 用藥方面，對高齡與幼兒用藥更友善。

圖 4：口溶膜藥物傳輸系統



資料來源：公司資料

TDS 新藥傳輸技術平台解決口服藥吞嚥困難、提升用藥方便性，選題範圍廣

根據 Grand View Research，2022 年口服藥佔全球製藥市場營收比重約 58%，為用藥主要途徑，主因口服藥的非侵入性提供便利性和患者依存性，不過多數口服藥為錠劑、膠囊，若有吞嚥困難的患者仍有未被滿足的醫療需求，口溶膜、口頰溶膜可以解決口服藥吞嚥困難的問題，並可控制藥物釋放的速度，依據不同醫療需求開發新劑型新藥的選題機會很多，不過口溶膜、口頰溶膜劑型開發難度高，美國 FDA 僅核准 16 張口溶膜藥證、4 項口頰溶膜藥證，為口服新劑型新藥發展利基。泰合首個上市產品化療止吐 TAH4411 口溶膜，是第一個在日本上市由國內自主開發的新劑型藥品，專為用於緩解癌症病患化療引起的噁心嘔吐副作用，利用口溶膜在口中迅速溶解的特性，Ondansetron ODF 只要放在舌上，不需和水服用即可迅速溶解，讓喝水都有困難的癌症患者可以迅速緩解不適。泰合 TDS 新藥傳輸技術平台已有商轉實績，未來選題範圍廣，可以自主建立多元的研發產品線，鎖定 505(b)2 新劑型新藥開發，僅需做前期試驗及關鍵試驗，開發時間約 3-5 年，臨床費用 300-2,000 萬美元，成功機率>70%，且有 3 年獨賣期，平衡價值與風險。

圖 5：泰合專注於開發 505(b)2 新藥，平衡價值與風險

創新程度	相同藥品	舊藥新吸收途徑	新成分
美國	505(j) ANDA	505(b)(2) NDA	505(b)(1) NDA
中國	學名藥	第二類新藥	第一類新藥
臨床試驗	相等性試驗	前期、關鍵試驗	一、二、三期試驗
開發時間	<3年	3-5年	>10年
費用	<300萬美金	300萬-2000萬美金	>10億美金
成功機率	>85%	>70%	<5%
專利保護	有/無	有	有
市場獨賣期	0.5年	3年	5年

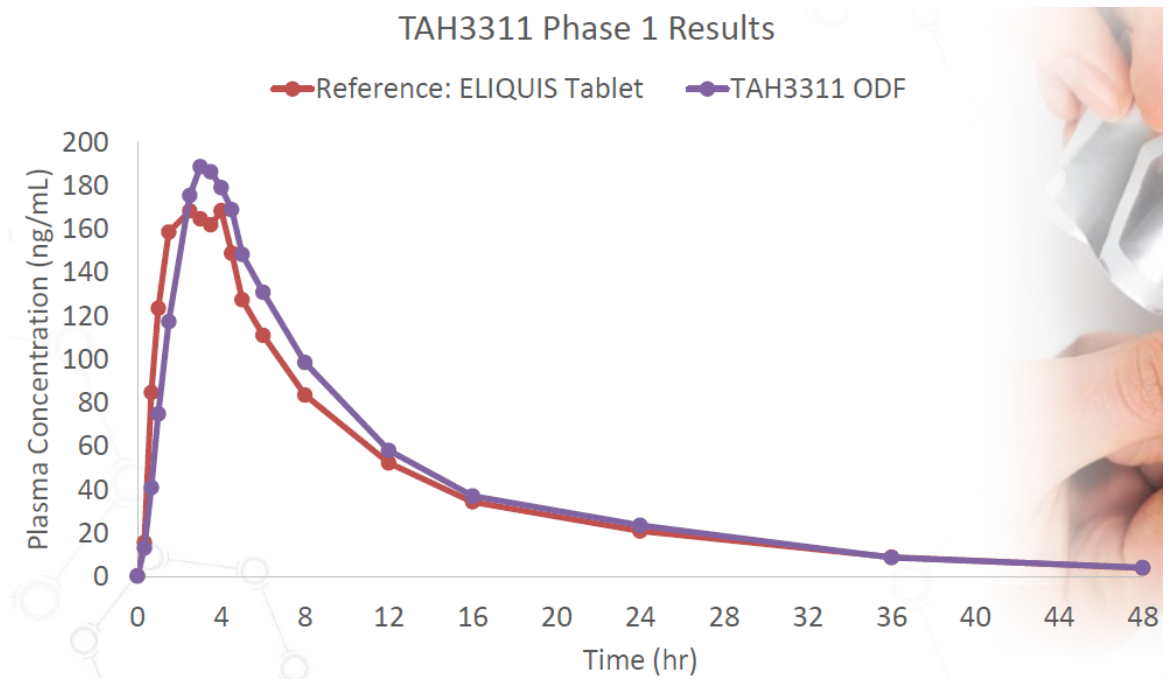
資料來源：公司資料、元大投顧整理

抗血栓口溶膜新劑型新藥 TAH3311/TAH3341 (長效)解決吞嚥困難痛點，瞄準百億美元市場

TAH3311/TAH3341 (長效)是以 Pfizer/BMS 共同合作開發的抗血栓藥物 Eliquis 為對照藥物，開發的口溶膜新劑型新藥。Eliquis 有效成分為 Apixaban，透過直接抑制 Xa 凝血因子來治療和預防靜脈血栓，以用來預防患有非瓣膜性心房顫動的人發生中風，2023 年 Eliquis 全球銷售額(BMS 和 Pfizer 公告之 Eliquis 銷售額加總)達 189.5 億美元，其中美國/國際銷售額分別達 128 億美元/61 億美元，Eliquis 主要副作用是腸胃道出血、內出血，但其副作用比抗血栓藥物 Warfarin、Rivaroxaban 輕微，所以 Eliquis 仍是病患長期用藥的最佳選擇。針對高齡心律不整以及關節置換手術患者，一般建議服用口服抗血栓藥以避免動脈栓塞或中風，然而其中多數高齡患者，約 13% 中風患者有長期吞嚥困難，若以傳統口服錠劑供吞嚥困難患者用藥，需將藥錠磨粉後經由鼻胃管給藥。

TAH3311 口溶膜鎖定改善高齡患者吞嚥困難的用藥痛點，相較於 Eliquis 是一天吃兩錠(要配開水)，TAH3311 是一天吃兩片，僅需放入口中即可快速溶解完成用藥，TAH3311 已完成美國、加拿大臨床一期試驗，證實 TAH3311 口溶膜的藥物吸收與 Eliquis 錠劑相似(圖 6)，支持縮小臨床試驗規模。

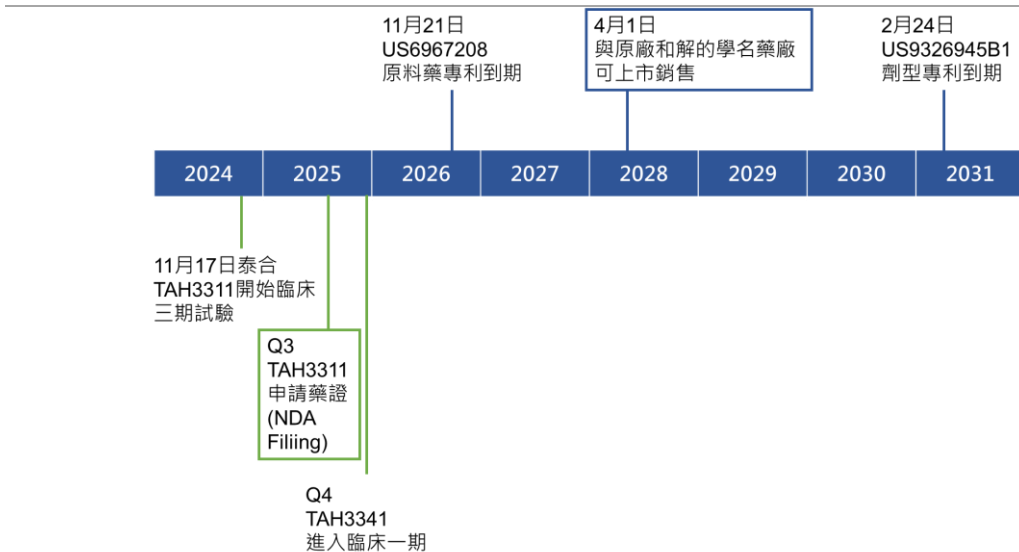
圖 6：美國臨床一期試驗證實 TAH3311 口溶膜吸收與 Eliquis 錠劑相似



資料來源：公司資料

TAH3311 臨床三期試驗總共募集 60 位健康人受試者，該試驗為單劑量、開放標籤(open-label)、隨機(randomized)、四項交叉(four-way crossover)研究，以評估健康受試者在空腹及進食狀態下，TAH3311 (5 mg)的藥物動力學、安全性和耐受性。目前已完成收案，預計 1Q25 完成臨床三期試驗，2Q25 數據讀出，3Q25 遞交歐洲、美國藥證申請，通常新劑型新藥藥證審查時間為 10 個月，預期 2026 年取得歐美藥證，預計 2H26/1Q27 在歐洲/美國上市，比學名藥早一年多在美國上市(幾家與原廠和解的學名藥廠最快 2028/4/1 在美國上市)。TAH3341 則是一天一片的長效型抗血栓 Apixaban 口溶膜，目前在調整劑型階段，未來臨床試驗要和 Eliquis (一天兩錠)比較安全性和療效。

圖 7：Eliquis 專利狀況與 TAH3311/TAH3341 開發計畫



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 8：抗血栓藥物比較

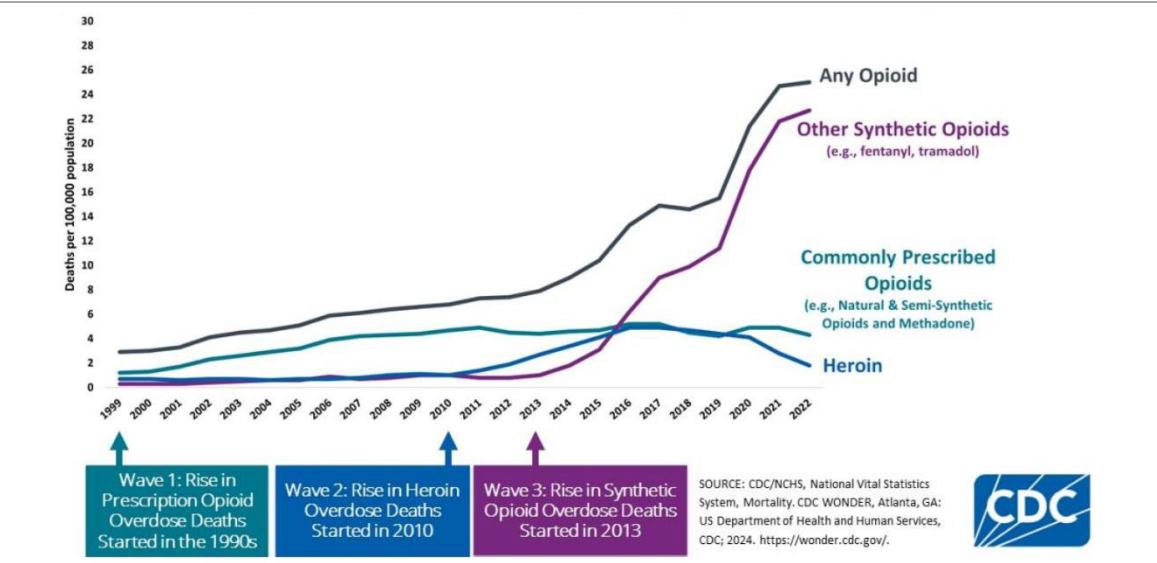
	Warfarin 錠劑	Rivaroxaban 錠劑	Apixaban 錠劑	TAH3311 口溶膜	TAH3341 長效口溶膜
常用劑量	1-10毫克 每日	10-20毫克 每日	2.5-5毫克 每日兩次	每日兩次	每日一次
出血風險	高	高	中等	中等	中等
需定時監測 凝血功能	是	否	否	否	否
需鼻胃管	是	是	是	否	否

資料來源：公司資料、元大投顧整理

鴉片過量解毒劑口頰溶膜新劑型新藥 TAH2231，動物實驗顯示藥物濃度維持更久

口頰溶膜具有無首度效應(First pass metabolism)、快速起效、提高藥物生體可用率(Bioavailability)等優勢，目前 TAH3331 抗血栓口頰溶膜已在動物試驗證實可行性，口頰溶膜劑型為未來公司開發重點，現正積極開發全球第一個鴉片過量急救口頰膜 TAH2231。TAH2231 為鴉片過量解毒劑 Naloxone 的口頰溶膜新劑型新藥，目標市場 15 億美元。過去十年因鴉片過量致死率快速提升，美國嚴格控管芬太尼的濫用，2022 年因鴉片過量死亡人數達 10.8 萬人。

圖 9：美國鴉片過量致死人數趨勢



資料來源：CDC

Naloxone 是一種鴉片類的解毒劑，不管是何種種類的鴉片類中毒都可以使病人的意識恢復，而不會造成呼吸抑制，Naloxone 是緊急救命的藥，藥物進入身體 2-3 分鐘就可以解毒，且 Naloxone 副作用小、安全性佳。早期鴉片解毒劑用為處方藥肌肉注射藥物(Hospira、Adamis)，現在用鼻噴劑型(NARCAN、Kloxxado、Rivive)。

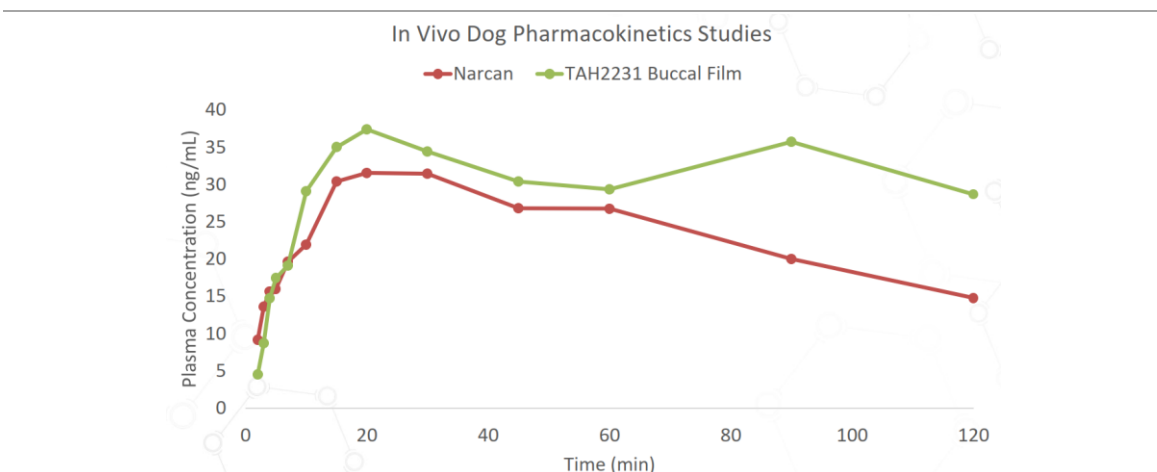
圖 10：鴉片過量解毒劑產品比較

產品/廠商	Hospira	Adamis	Emergent BioSolutions	Hikma	Harm Reduction	TAHO
						
	Naloxone Injection	ZIMHI	NARCAN	Kloxxado	RiVive	TAH2231
通路	處方藥	處方藥	非處方指示藥	處方藥	非處方指示藥	非處方指示藥
給藥途徑	肌肉注射	肌肉注射	鼻噴劑	鼻噴劑	鼻噴劑	口頰溶膜
易於攜帶	否	否	否	否	否	是
方便使用	否	是	是	是	是	是
快速起效	是	是	是	是	是	是
避免急救後用藥過量症狀	否	否	否	否	否	是

資料來源：公司資料、元大投顧整理

TAH2231 是 Naloxone 口頰溶膜劑型，放在身上好攜帶，藥物從口頰內側進入，容易攜帶，緊急時方便使用。動物實驗中顯示，相比於鼻噴劑型 Narcan，TAH2231 口頰溶膜用藥後血中濃度可以維持更久(圖 11)，美國 FDA 希望 TAH2231 申請在 OTC 通路上市，泰合正與 FDA 溝通 TAH2231 未來開發方向。

圖 11：鴉片過量解毒劑 TAH2231 動物實驗數據



資料來源：公司資料

兩項困難學名藥產品已完成臨床一期試驗，洽談授權中

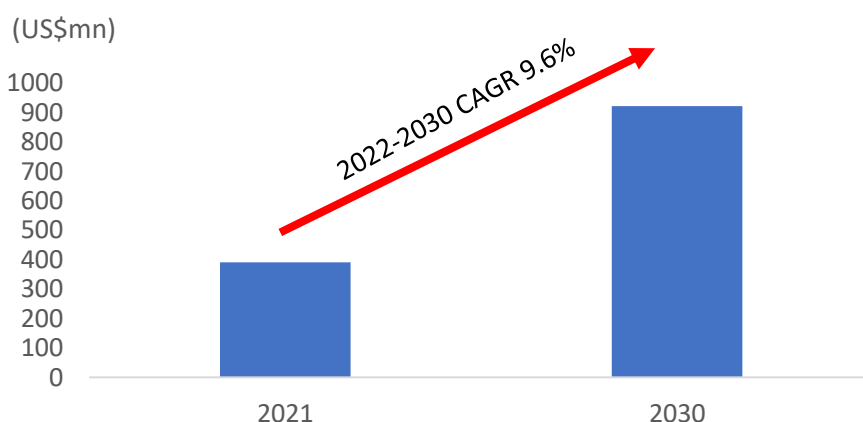
- ▶ **TAH2211 戒毒舌下膜**：為幫助鴉片成癮患者戒治時緩解戒斷症狀，目前已有多種鴉片近似物藥品供醫師選用，其中以 Buprenorphine/Naloxone 舌下膜最受歡迎，主因該藥品中除了有鴉片近似物可緩解戒斷症狀外，另搭配鴉片阻斷劑，可防止患者從他處攝取鴉片而用藥過量時造成危險，因其安全有效，且薄膜劑型放入口中後不易被轉作他用，而廣受好評。泰合基於透黏膜藥物傳輸系統，以獨家技術開發了 Buprenorphine/Naloxone 舌下膜學名藥，打入此一高技術門檻的熱門市場，期待能為全球戒治患者提供優質，且更容易取得的安全藥品。
- ▶ **TAH9901 注意力不足過動症貼片**：注意力不足過動症(ADHD)為好發於幼童的神經發展障礙，主要症狀包括難以專注、情緒障礙等，目前主要 ADHD 藥物皆為口服藥，除了對幼兒患者給藥困難外，口服藥品吸收至體內後產生的副作用持續 24 小時，常引起失眠與食慾降低的副作用。泰合利用獨家經皮吸收藥物傳導技術，開發的 Methylphenidate 經皮吸收貼片，除了不需吞服藥錠外，一天 9 小時使用時間的獨特設計，於患者上學或工作時貼附，回到家後只需要將貼片撕除即可終止給藥，在提供患者更好的學習與工作表現同時，大幅減緩副作用的困擾。

預估 2022-2030 年全球口溶膜市場規模 CAGR 達 9.6%

世界衛生組織報告指出，改善提升服藥醫囑性(medication adherence)，對人類健康所帶來影響，超越其他醫療技術進步，如何讓病患遵從醫囑服用藥物是各科醫師都會面對到的問題，也是疾病能否得到妥善控制的重要因素。針對藥物使用容易度與醫囑性關係研究指出，發現失智症病人將口服藥物改為貼片後，除副作用下降外，也因為病人、護士或是照顧者使用方便及容易確認病人服藥與否，提升服藥醫囑性。此外，目前藥物傳遞問題上，口服藥物因肝臟首渡效應(first-pass effect)劑量會比實際吸收量高，對病患肝腎產生負擔，整體導入時間也較長。而口腔溶解藥物除了可以解決吞嚥困難病人問題外，也縮短藥物導入時間，其中藥物若透過口腔黏膜進入血液可避免首渡效應(first-pass effect)。根據 Business Research Insights 報告，預估全球口溶膜的市場規模將從 2021 年的 3.91 億美元成長至 2030 年的 9.23 億美元，2022-2030 年 CAGR 達 9.6%。

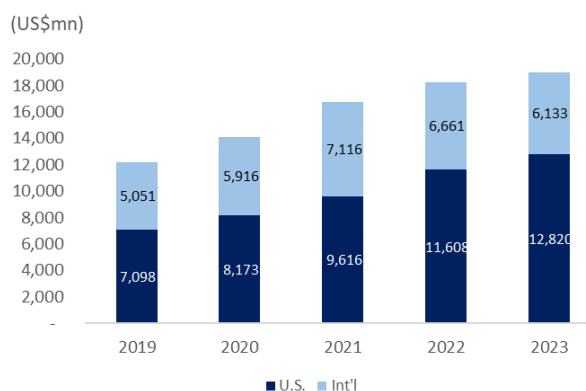
全球每年有一千五百萬人罹患中風，Research and Markets 預估全球抗血栓藥物市場規模，將從 2023 年的 316 億美元成長到 2028 年的 462 億美元，2024-2028 年 CAGR 為 7.9%，其中新型口服抗血栓藥為主要動能，新型口服抗血栓藥 Eliquis 為 2021 年全球前十大藥品，2023 年 Eliquis 全球銷售額(BMS 和 Pfizer 公告之 Eliquis 銷售額加總)達 189.5 億美元，2021-2023 年 CAGR 約 10.4%。而在中風患者中，約有 13% 的患者有長期吞嚥困難的問題，但目前市面上的新型抗血栓藥物僅有口服錠劑，中風吞嚥困難的患者只能透過將錠劑磨粉並搭配鼻胃管給藥。中風病患數的成長、非口服錠劑的需求增加，促使廠商積極開發抗血栓口溶膜。

圖 12：全球口溶膜的市場規模預估



資料來源：Business Research Insights、元大投顧整理

圖 13：Eliquis 銷售額成長情況



*上述 Eliquis 銷售額為 BMS 與 Pfizer 公告之 Eliquis 銷售額數據加總，Pfizer 數據包括 alliance revenues。

資料來源：BMS、Pfizer、元大投顧整理

圖 14：已上市口溶膜/口頰溶膜藥品彙整

產品名稱	公司	Type of formulation	適應症
Setofilm	BioAlliance Pharma	Ondansetron ODF	Nausea 噁心
Onsolis	BioDelivery Sciences	Fentanyl buccal soluble films	Breakthrough pain (Cancer) 癌症突發性疼痛
AZSTARYS	Aquestive Therapeutics	D-amphetamine ODF	ADHD 注意力不集中症
Suboxone	Aquestive Therapeutics	Buprenorphine and naloxone	Opioid dependence 鴉片戒斷
Zuplenz	Aquestive Therapeutics	Ondansetron	Nausea 噁心
Kynmobi	Aquestive Therapeutics	Apomorphine (sublingual film 舌下膜)	Parkinson's disease 帕金森氏症
EXSERVAN	Aquestive Therapeutics	Riluzole	Amyotrophic Lateral Sclerosis 漸凍症
RapidFilm	Labtec Pharma	Ondansetron and donepezil ODF	Nausea; psychosis 噁心；思覺失調
Zolmitriptan RapidFilm	Labtec Pharma	Zolmitriptan oral disintegrating films	Migraine 偏頭痛
Donepezil Rapid film	Labtec Pharma	Donepezil	Alzheimer's disease 阿茲海默症
Triaminic Thin Strips	Novartis	Phenylephrine and diphenhydramine ODF	Cough and cold 咳嗽感冒
Gas-X Thin Strips	Novartis	Simethicone (sublingual film 舌下膜)	Bloating and gas 脹氣
Theraflu	Novartis	Dextromethorphan HBr	Allergic 過敏
Pedia-Lax Quick Dissolve Strip	C.B. Fleet	Sennosides ODF	Constipation 便秘
PLEASE orally soluble film	CTC Bio	Sildenafil	Erectile dysfunction 性功能障礙
Sudafed PE quick dissolve strips	Pfizer	Phenylephrine ODF	Cough and cold 咳嗽感冒
Sudafed PE	Wolters Kluwer Health	Phenylephrine ODF	Cough and cold 咳嗽感冒
Klonopin Wafer	Solvay Pharmaceuticals	Clonazepam	Anxiety 焦慮
Chloraseptic	Prestige	Benzocaine Menthol	Sore throat 喉嚨痛
Benadryl	Johnson & Johnson	Diphenhydramine HCl	Allergic 過敏
Libervant	Aquestive Therapeutics	Diazepam buccal film	Seizure 癲癇

*ODF = Oral Dissolving Films.

資料來源：元大投顧整理

財務分析

泰合近年營收主要來自己在日本上市銷售的 Ondansetron 止吐口溶膜(TAH4411)，還有兩個美國藥廠委託開發劑型的收入，截至 1H24，泰合現金與約當現金約 2.19 億元，公司於 2024/11 完成 3.6 億元募資，目前在手現金約 5 億元，TAH3311 臨床三期試驗費用小於 100 萬美元，由於多項產品開發中，未來一年營業費用落在 1-2 億元，在手現金應可支應未來 2-3 年營運。

圖 15：泰合生技損益表

(NT\$千元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
營業收入	6,889	6,358	1,066	0
銷貨成本	1,218	1,302	1,138	0
營業毛利	5,671	5,056	-72	0
營業費用	80,035	71,764	121,025	74,113
營業利益	-74,364	-66,708	-121,097	-74,113
營業外收入及支出	62,915	410	414	744
稅前淨利	-11,449	-66,298	-120,683	-73,369
稅後純益	-11,449	-66,298	-120,683	-73,369
每股盈餘(NT\$)	-0.33	-1.84	-3.12	-1.68

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 16：泰合生技資產負債表

(NT\$千元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
現金及約當現金	39,223	74,295	151,707	219,007
其他流動資產	44,182	36,990	81,598	1,439
流動資產	83,405	111,285	233,305	220,446
不動產、廠房及設備	7,514	4,331	2,805	6,488
其他非流動資產	18,306	22,925	2,086	43,412
資產總額	109,225	138,541	238,196	270,346
流動負債	12,993	46,491	59,700	12,406
非流動負債	32,000	0	16,802	14,145
負債總額	44,993	46,491	76,502	26,551
股本	346,560	372,973	423,072	444,736
資本公積	2,621	70,963	256,191	89,370
保留盈餘	-285,588	-351,886	-472,569	-290,311
其他權益	639	0	0	0
歸屬母公司之權益	64,232	92,050	206,694	243,795
股東權益總額	64,232	92,050	206,694	243,795

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 17：泰合生技現金流量表

(NT\$千元)	2021A	2022A	2023A	1H24A
稅前淨利	-11,449	-66,298	-120,683	-73,369
折舊及攤提	9,110	8,939	7,745	3,330
本期營運資金變動	-2,775	0	2,775	0
其他營業資產	2,150	-5,423	5,948	-14,226
營運活動之現金流量	-2,964	-62,782	-104,215	-84,265
資本支出	-408	-829	-977	-2,526
其他資產變動	-42,001	10,001	-48,067	78,065
投資活動之現金流量	-42,409	9,172	-49,044	75,539
現金增資	639	93,600	230,746	110,486
其他調整數	-7,071	-4,918	-75	-34,460
融資活動之現金流量	-6,432	88,682	230,671	76,026
本期產生現金流量	-51,805	35,072	77,412	67,300
自由現金流量	-3,372	-63,611	-105,192	-86,791

資料來源：公司資料、元大投顧整理

泰合以獨有的經上皮藥物傳輸系統(TDS)平台開發 505(b)2 新劑型新藥，台灣同業如美時(1795 TT)、漢達(6620 TT)、昱展新藥(6785 TT)。美時在歐美上市重磅困難學名藥，並在亞太地區銷售學名藥、505(b)2 新藥、品牌藥等多元產品線，近年獲利穩定成長。漢達目前主要營收來自胃食道逆流學名藥、多發性硬化症新劑型新藥在美國市場的銷售，未來仍以困難學名藥、505(b)2 新藥為成長雙引擎。有獲利的製藥公司本益比評價區間在 15-20 倍。昱展新藥、國邑尚未有產品上市，近期營收主要來自授權里程碑金，市值落在 2-3 億美元。泰合抗血栓口服膜新劑型新藥 TAH3311 最快 2H26/1Q27 在歐洲/美國上市，搶攻近 190 億美元市場，由於 TAH3311 臨床試驗開發費用完全由泰合負責，預計泰合在 TAH3311 授權後可分得淨銷售額的 20%以上作為銷售權利金分潤 (Royalties)，評價有望隨後續 TAH3311 的授權、取證上市而提升。

圖 18：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
製藥同業													
美時	1795 TT	買進	271.5	2,203	15.7	17.5	22.7	17.3	15.5	12.0	35.6	11.2	29.6
漢達	6620 TT	未評等	73.7	335	5.4	-	-	13.6	-	-	-	-	-
昱展新藥	6785 TT	未評等	143.0	292	6.7	-	-	21.3	-	-	-	-	-
國邑	6875 TT	未評等	54.2	214	0.1	-	-	725.7	-	-	-	-	-
製藥同業平均								194.5	15.5	12.0	35.6	11.2	29.6

公司資料、元大投顧、Bloomberg、TEJ；市值依 2024/12/27 為準。

圖 19：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 (%)			調整後每股淨值			股價淨值比 (倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
製藥同業													
美時	1795 TT	買進	271.50	2,203	26.3	21.9	23.4	65.4	79.7	97.0	4.15	3.41	2.80
漢達	6620 TT	未評等	73.70	335	41.8	-	-	20.5	-	-	3.59	-	-
昱展新藥	6785 TT	未評等	143.00	292	54.2	-	-	15.7	-	-	9.09	-	-
國邑	6875 TT	未評等	54.20	214	0.9	-	-	10.0	-	-	5.39	-	-
製藥同業平均					30.8	21.9	23.4				5.56	3.41	2.80

公司資料、元大投顧、Bloomberg、TEJ；市值依 2024/12/27 為準。

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。

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