

藥華藥 (6446 TT) PharmaEssentia

12 月營收創新高，ET 臨床三期試驗數據正向

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$860.0

收盤價 (2025/01/03)：NT\$616.0
隱含漲幅：39.6%

營收組成 (4Q24)

美國 86%、日本 9%、歐洲 2%、其他 3%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	860.0	845.0
2025年營收 (NT\$/十億)	16.5	16.4
2025年EPS	21.0	20.6

交易資料表

市值	NT\$210,180百萬元
外資持股比率	21.7%
董監持股比率	11.4%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$104.46
負債比	10.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (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	5,106	9,776	16,508	24,470
營業利益	-1,913	2,236	7,566	13,306
稅後純益	-624	2,840	6,824	11,416
EPS (元)	-1.93	8.72	20.95	35.06
EPS YoY (%)	--	--	140.3	67.3
本益比 (倍)	--	70.6	29.4	17.6
股價淨值比 (倍)	8.8	7.4	5.9	4.4
ROE (%)	-3.5	10.4	20.1	25.1
現金殖利率 (%)	0	0.4%	1.0%	1.7%
現金股利 (元)	0	2.62	6.29	10.52

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳彥菱

dorothy.chen123@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 用藥人數成長，12 月營收創新高，4Q24F EPS 季增 54%至 3.41 元。
- ◆ P1101 在 ET 二線治療有效率近 43%，遠高於已核准二線用藥，並可降低疾病嚴重程度及惡化風險，最快 2026 年取得美國 ET 藥證。
- ◆ 美國新藥折讓減少，2025 年獲利預估上修 1.6%；ET 臨床三期試驗數據正向，美國新藥銷售展望佳，上調目標價至 860 元。

美國、日本用藥人數持續成長，12 月營收續創新高

藥華藥公佈 12 月營收 11.73 億元，MoM+16%/YoY+74%，4Q24 營收 31 億元，QoQ+14%/YoY+88%，優於預期 4.6%，推估 4Q24 底美國/日本用藥人數約 2,200 人/400 人，較 3Q24 底成長 13%/33%；預估毛利率 90.4%，QoQ+2.5ppt/YoY+5.7ppt，估營業利益 10.41 億元，QoQ+41.8%/YoY 虧轉盈；4Q24 美元兌台幣上漲 3.7%，估計業外匯兌利益 1.04 億元，稅後淨利上調 15.7%至 11.1 億元，QoQ+54%/YoY+857%，EPS 3.41 元，創新高。

ET 臨床三期數據正向，預計 2026 年取得藥證，為下一動能

SURPASS-ET 臨床三期試驗主要療效評估指標顯示，P1101 組有 42.9%受試者在第 9 個月及第 12 個月均有療效反應，顯著高於對照藥 Anagrelide (核准的 ET 二線療法) 組的 6%，療效達到統計上顯著差異 (p=0.0001)，顯示 P1101 長期的療效優於 Anagrelide；次要療效指標顯示，P1101 組的 JAK-2 等位基因負擔平均值從基礎線的 33.65%下降至第 12 個月的 25.26%，相比同期 Anagrelide 組的 JAK-2 等位基因負擔平均值從 39.71%下降至 37.26%，P1101 更能有效降低 JAK-2 基因突變的負擔，有助於降低疾病的嚴重程度和惡化風險；P1101 組受試者整體安全性與耐受度良好，在整體數值上顯示較 Anagrelide 組相對良好。藥華藥將以 SURPASS-ET 臨床三期試驗 (二線治療) 數據為基礎，遞交美國等地藥證申請，最快 2026 年取得美國 ET 藥證。

美國新藥銷售展望佳，2025 年獲利預估上調 1.6%

1Q25 在 Medicare 投保的病患最多需要支付 2,000 美元自付額，相比 2024 年最高自付額為 8,000 美元負擔下降，藥華藥給予折讓金額減少，2025 年營收預估上調 0.9%至 165.08 億元、EPS 預估同步上調 1.6%至 20.95 元，YoY+140%。以 2025-2036 年風險調整淨現值模型之評價 881 元(上調 1.7%，反映 ET 臨床三期數據正向)，及 40 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 評價 838 元為基準，取兩者評價平均推得目標價 860 元，維持「買進」評等。

營運分析

美國、日本用藥人數持續成長，12 月營收續創新高

藥華藥公佈 2024 年 12 月營收 11.73 億元，MoM+16%/YoY+74%，4Q24 營收 31.02 億元，QoQ+14.3%/YoY+88.4%，優於預期 4.6%，主因美元兌台幣升值，我們推估 4Q24 底美國/日本用藥人數約 2,200 人/400 人，較 3Q24 底成長 13%/33%，4Q24 歐洲新藥銷貨收入貢獻不到 1 億元；預估毛利率 90.4%，QoQ+2.5ppt/YoY+5.7ppt，營收規模擴大，營業槓桿效益顯現，估營業利益 10.41 億元，QoQ+41.8%/YoY 虧轉盈，上調 8.7%；4Q24 美元兌台幣上漲 3.7%，估計業外匯兌利益 1.04 億元，歸屬母公司稅後淨利上調 15.7%至 11.1 億元，QoQ+54%/YoY+857%，EPS 3.41 元，創新高。

4Q24 地區別營收佔比估計如下：美國 86%、日本 9%、歐洲 2%、其他 3%。

圖 1：2024 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	1,647	2,713	3,102	14.3%	88.4%	2,965	4.6%
營業毛利	1,395	2,385	2,804	17.5%	101.0%	2,690	4.2%
營業利益	(132)	735	1,041	41.8%	-	958	8.7%
稅前利益	(215)	881	1,388	57.4%	-	1,199	15.7%
稅後淨利	116	720	1,110	54.2%	857.4%	959	15.7%
調整後 EPS (元)	0.36	2.21	3.41	54.2%	848.1%	2.95	15.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	84.7%	87.9%	90.4%	2.5	5.7	90.7%	-0.3
營業利益率	-8.0%	27.1%	33.6%	6.5	-	32.3%	1.3
稅後純益率	7.0%	26.5%	35.8%	9.3	28.7	32.4%	3.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

美國處方藥給付新制減輕高齡罕病患者負擔，估 1Q25 營收年增逾 98%

展望 1Q25，預估美國/日本用藥人數季增 4%/34%至 2,300 人/534 人，惟 1Q25 在 Medicare 投保的病患最多需要支付 2,000 美元自付額，藥華藥將給予折讓，以減輕病患自付額負擔。此外，與歐洲授權夥伴 AOP 間的仲裁案預計 1Q25 落幕，開始認列銷售權利金收入(royalty)。2025 年美國民眾最高自付額為 2,000 美元，相比 2024 年民眾最高自付額為 8,000 美元負擔下降，藥華藥在藥價上給予折讓金額減少，故 1Q25 營收預估上調 4.5%至 32.82 億元，QoQ+5.8%/YoY+98.5%，毛利率同步上調 0.2ppt 至 91%，QoQ+0.7ppt/YoY+2.7ppt；估營業利益 11.52 億元，QoQ+10.6%/YoY+64.5 倍，上調 13.1%；稅後淨利 11.14 億元，QoQ+0.4%/YoY+237.3%，EPS 3.42 元，上調 10.6%。

圖 2：2025 年第 1 季獲利預估調整

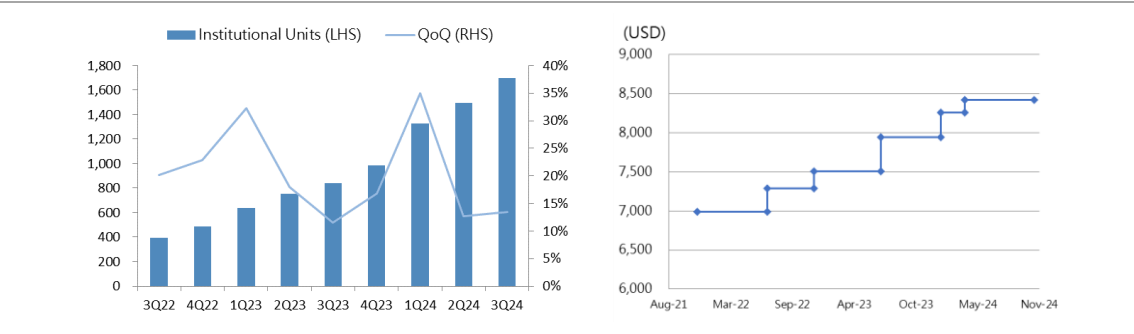
(百萬元)	1Q24A	4Q24F	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F	預估差異
						元大預估	元大
營業收入	1,653	3,102	3,282	5.8%	98.5%	3,142	4.5%
營業毛利	1,460	2,804	2,988	6.6%	104.6%	2,855	4.7%
營業利益	18	1,041	1,152	10.6%	6450.5%	1,019	13.1%
稅前利益	335	1,388	1,393	0.4%	316.3%	1,260	10.6%
稅後淨利	330	1,110	1,114	0.4%	237.3%	1,008	10.6%
調整後 EPS (元)	1.01	3.41	3.42	0.4%	237.3%	3.09	10.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	88.3%	90.4%	91.0%	0.7	2.7	90.9%	0.2
營業利益率	1.1%	33.6%	35.1%	1.5	34.0	32.4%	2.7
稅後純益率	20.0%	35.8%	34.0%	-1.8	14.0	32.1%	1.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

Besremi 已成為治療指南唯一同時在低風險及高風險 PV 病患治療的首選藥物

藥華藥在美國 PV 新藥行銷佈局上，得益於 1) 新藥保險覆蓋充足；2) 每年藥價穩定調漲，2024 年年初以來藥價上漲 6%至目前的一針 8,418 美元(2024/4/1 起)；及 3) NCCN 指引推薦順位往前。相比 2023 年，2024 年美國 NCCN 指引持續將 Besremi (Ropeginterferon alfa-2b-njft)列為低風險/高風險真性紅血球增生症(PV)病患在細胞滅減療法的首選藥物，但將仿單外使用(off-label use)的競爭干擾素藥物 Pegasys (Peginterferon alfa-2a)的推薦順序往後，這個變動將降低保險公司給付 Pegasys 用於治療 PV 病患的意願，過去美國有約 1.3 萬名 PV 病患使用 Pegasys 治療，這些病患若沒有保險給付，可能會促使醫生改為開立 Besremi 處方箋。

圖 3：Besremi 美國處方箋數量逐季增長(左圖)；Besremi 美國藥價走勢(右圖)

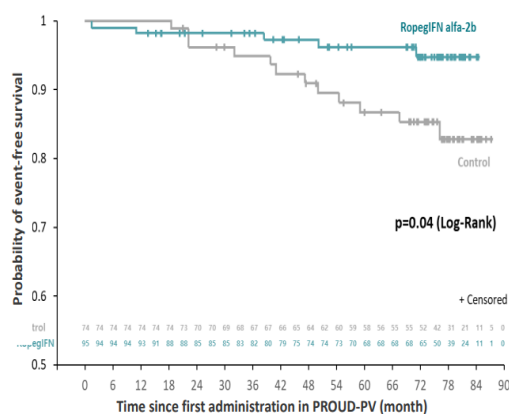


資料來源：Symphony Health、元大投顧整理

Pegasys 主要用於 C 型肝炎與 B 型肝炎治療，於 2024 年 8 月獲得歐盟核准用於治療真性紅血球增生症(PV)及血小板增生症(ET)，在此之前，Pegasys 在歐美已經透過仿單外使用治療 PV 及 ET 病患多年。Pegasys 唯一的原料藥製造商 Roche 於 2017 年生產最後一批 Pegasys 原料藥後便停止生產，並於 2021 年將 Pegasys 除了中國及日本地區以外的全球商業化權利賣給 pharmaand (pharma&)公司，雖然當初 Roche 預計可以滿足十年的需求，但近期市場對於 Pegasys 的需求增加，且 Pegylation 生產有難度，現在全球用藥需求持續消化 Pegasys 庫存，優先供應美國市場，2024 年歐洲、加拿大已有 Pegasys 缺藥問題，藥品短缺問題最快 2025/12/31 才能解決，2025 年若美國市場也有 Pegasys 缺藥問題，則 Besremi 在美國市佔率有望進一步提升。

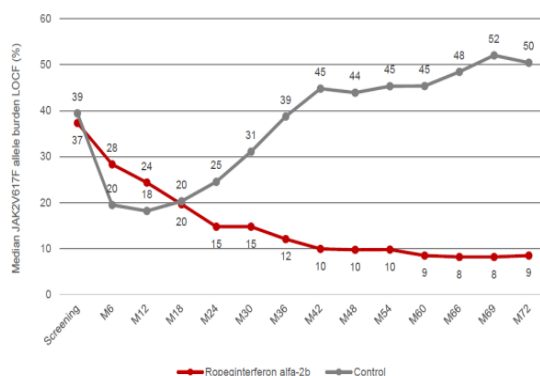
藥華藥專注於說服醫生在低風險 PV 病患使用 Besremi (Ropeg) ，基於以下臨床效益及優勢：1) 與最佳可用治療相比，使用 Ropeg 治療 PV 的無事件存活期超過 7.5 年(圖 4)；2) 在 Peginvera study 中顯示，使用 Ropeg 治療的 72 個月內，可顯著降低 JAK2V617F 等位基因負擔中位數(圖 5)，顯示 Ropeg 具有修復基因突變，並阻止疾病持續惡化的潛力；且 3) Ropeg 是美國 NCCN 治療指南中在低風險 PV 病患細胞減滅療法唯一被推薦的首選藥物。拓展低風險 PV 治療市場，不僅為公司讓目標病人數增加 2-3 萬人至 12-13 萬人左右，也有助於延後美國 PV 病患使用 HU、Pegasys、Jakafi 等競爭藥物的時間，不過現階段公司將專注於增加病患繼續用藥的比例。預估 2025 年美國 Besremi 用藥人數新增 800 人，在美國採用 Besremi 治療的 PV 病人數將從 4Q24 的 2,200 人，逐季成長至 4Q25 的 3,000 人(YoY+36%)，並貢獻藥華藥 2025 年營收 125.8 億元，年增 51%。

圖 4：Ropeg 治療真性紅血球增生症的無事件存活期超過 7.5 年



資料來源：公司資料

圖 5：Ropeg 治療真性紅血球增生症 72 個月內，顯著降低 JAK2V617F 等位基因負擔中位數



資料來源：公司資料

圖 6：NCCN 對於 PV 治療指引的重點更新

NCCN Guideline	2022.02	2023.05	2024 Version 1
Low-risk	Preferred regimens : 1. Hydroxyurea 2. Peginterferon alfa-2a	Preferred regimens : 1. Hydroxyurea 2. Peginterferon alfa-2a 3. Ropeginterferon alfa-2b-nift	Preferred regimens : 1. Clinical trial 2. Ropeginterferon alfa-2b-nift (唯一上市核准的首選療法)
	Other recommended regimens : 1. Ropeginterferon alfa-2a-nift		Other recommended regimen : 1. Hydroxyurea 2. Peginterferon alfa-2a
High-risk	Preferred regimens : 1. Hydroxyurea 2. Peginterferon alfa-2a	Preferred regimens : 1. Hydroxyurea 2. Peginterferon alfa-2a 3. Ropeginterferon alfa-2b-nift	Preferred regimens : 1. Hydroxyurea 2. Ropeginterferon alfa-2b-nift (唯一首選干擾素)
	Other recommended regimens : 1. Ropeginterferon alfa-2a-nift		Other recommended regimen : 1. Peginterferon alfa-2a

*Besremi 學名為 Ropeginterferon alfa-2b-nift ; Pegasys 學名為 Peginterferon alfa-2a 。

資料來源：NCCN、元大投顧整理

Besremi 在日本單次處方量提升使病患負擔下降，日本市場成為營運第二隻腳

藥華藥於 1Q23 底取得 Besremi 日本 PV 二線療法藥證，2024/6/1 起在日本新藥處方限制從過去以 14 天為限，放寬至一次可以拿三個月藥量(針對已經打到最高劑量 500µg/針的病患)，有效減少患者回院就診次數，並降低醫療費用負擔，Besremi 在日本健保核價為一針 565,154 日幣(約 12.4 萬元台幣)，病患每兩個禮拜用藥一次，以自付額 30%計算，一個月應付自付額達 34 萬日幣以上，該金額遠高於日本最高所得每月自付額上限(25.26 萬日幣以上)，若可以一次領三個月的藥量，則一年病患自付總額只要原來的三分之一，有望減輕民眾負擔，提升病患採用意願。日本 PV 病患對於 Besremi 接受度高，目前不繼續用藥的比例只有 3%。我們預估日本 Besremi 平均用藥人數將從 2024 年約 300 人逐年成長至 2027 年約 1,590 人，每人每年出廠價約 10 萬美元，則 Besremi 日本市場營收貢獻將從 2024 年的 3,000 萬美元逐年成長至 2027 年的 1.59 億美元。

圖 7：日本病患負擔比例及高額醫療自費最高限額

收入等級		負擔比例	每人每月的自己負擔限度額	
未滿 70 歲	年收入約 1,160 萬日元 健保：標準月收入 83 萬日元以上 國保：年收入 901 萬日元以上	30%	252,600 + (醫療費 - 842,000) ×1% <多次使用後給付金額：140,100>	
	年收入約 770~1,160 萬日元 健保：標準月收入 53 萬日元以上，83 萬日元以下 國保：年收入 600 萬日元~901 萬日元		167,400 + (醫療費 - 558,000) ×1% <多次使用後給付金額：93,000>	
	年收入約 370~770 萬日元 健保：標準月收入 28 萬日元以上，53 萬日元以下 國保：年收入 210 萬日元~600 萬日元		80,100 + (醫療費 - 267,000) ×1% <多次使用後給付金額：44,000>	
	年收入約 370 萬日元以下 健保：標準月收入 28 萬日元以下 國保：年收入 210 萬日元以下		57,600 <多次使用後給付金額：44,400>	
	住民稅免稅		35,400 <多次使用後給付金額：24,600>	
收入等級		負擔比例	門診 (按個人)	每月每戶最高自付金額
70-74 歲	仍在工作者(年收入約 370 萬日元) 健保：標準月收入 28 萬日元以上 國保：課稅收入 145 萬日元以上	30%	44,400	80,100 + (總醫療費 - 267,000) ×1% <多次使用後給付金額：44,000>
	一般收入者(年收入約 370 萬日元) 健保：標準月收入 26 萬日元以下 國保：課稅收入 145 萬日元以下	20%	12,000	44,400
	住民稅免稅		8,000	24,600
	住民稅免稅			15,000
		負擔比例	門診 (按個人)	每月每戶最高自付金額
75 歲	仍在工作者(年收入約 370 萬日元) 課稅收入 145 萬日元以上	30%	44,400	80,100 + (醫療費 - 267,000) ×1% <多次使用後給付金額：44,000>
	一般收入者(年收入約 370 萬日元) 課稅收入 145 萬日元以下	10%	12,000	44,400
	住民稅免稅		8,000	24,600
	住民稅免稅			15,000

註：若在過去 12 個月內(多次適用)曾獲得 3 次或以上高額醫療補助，則<>中的金額為第四次及後續付款的最高金額。
資料來源：厚生勞動省、元大投顧整理

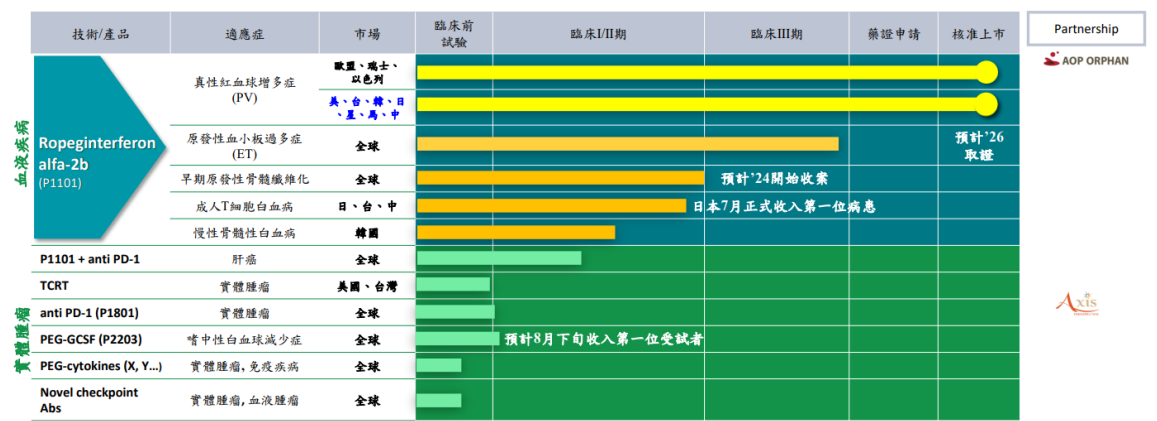
靜待歐洲仲裁案結果；2025 年中國專注於拓展自費市場

藥華藥與歐洲授權夥伴 AOP 之間於 2018-2022 年間之第一仲裁案落幕，德國最高法院裁決，授權合約有效，且藥華藥不須支付賠償金及利息費用。不過藥華藥主張 AOP 違約(就 AOP 公司延遲交付臨床試驗資料導致藥華藥申請美國藥證延遲，及 AOP 公司違反授權合約未啟動其他三項適應症臨床試驗)，於 2020 年下半年向國際商會國際仲裁院(ICC)提請第二仲裁案，請求 AOP 賠償 20 多億歐元，而 AOP 在該仲裁案中反過來向藥華藥求償 60 億歐元。由於第二仲裁案正在進行，目前藥華藥仍未開始認列歐洲銷售權利金分潤，藥華藥已於 2023 年底遞交資料給仲裁庭，靜待 ICC 對第二仲裁案作出裁決。藥華藥管理層基於德國開庭審理經過，認為第二仲裁案裁決對藥華藥有利，使得最終 AOP 與藥華藥和解機率大，一旦和解，藥華藥可開始認列歐洲銷售權利金分潤，並追回 2019-2023 年尚未認列的部分，不過若 AOP 持續上訴，則認列歐洲銷售權利金分潤時程可能再延後。目前 AOP 針對歐洲新藥銷售，仍持續依據終端需求向藥華藥拉貨。

其他市場開發部分，Besremi 分別於 2020/6、2021/10 取得台灣、韓國的 PV 藥證，台灣於 2022/9 通過健保核價為一年新台幣 286 萬元(約為美國藥價的 50%)，韓國預計 2024 年再提出健保藥價申請，2025 年有機會取得韓國健保核價；藥華藥於 1H24 遞交巴西、哥倫比亞、阿根廷的 PV 藥證申請，2024/5 香港衛生署開始審查 Besremi 的 PV 藥證申請，並在 2024 年陸續獲得新加坡、馬來西亞、中國的 PV 藥證。

關於中國市場拓展，Besremi 於 2024/6/28 取得中國藥證，近期醫保談判價格不如預期，藥華藥預期 2025 年將以自費方式拓展中國市場，鎖定 30 幾家重點醫院，也會找適合的合作夥伴一起經營中國市場，預期 2025 年中國市場會有一些新藥自費營收貢獻。Besremi 至今已獲得全球約 40 個國家核准用於治療成人真性紅血球增生症(PV)患者，包括美國、日本、中國及歐盟等主要新藥市場。

圖 8：藥華藥研發產品線



資料來源：公司資料

ET 臨床三期數據正向，預計 2026 年取得美國藥證，為下一成長動能

P1101 用於治療原發性血小板增生症(ET)已通過美國罕見疾病用藥認證。SURPASS-ET 是一項開放性、多中心、隨機分配、有效藥物對照之多國多中心臨床三期試驗以比較 P1101 與 Anagrelide(已核准上市的 ET 二線療法)做為二線治療對於原發性血小板增多症(ET)之療效、安全性與耐受性並評估藥物動力學，在中國、美國、韓國、日本、台灣、香港、新加坡與加拿大共收案 174 人，其中 91 名隨機分配至 P1101 組，83 名隨機分配至 Anagrelide(ANA)組。療效反應 (Modified ELN response)係定義為受試者治療後必須以下四項條件均達標：1)周邊血球計數減少 (血小板 $\leq 400 \times 10^9/L$ 及白血球 $< 9.5 \times 10^9/L$)；2)疾病相關的體徵改善或未惡化(脾臟腫大)；3)依據 MPN-SAF-TSS 評分具有較大的症狀改善或保持無疾病進展；及 4)未發生出血與血栓事件。

2025/1/4 公佈 SURPASS-ET 臨床試驗數據，主要療效評估指標顯示，P1101 組有 42.9%受試者在第 9 個月及第 12 個月均有療效反應(Modified ELN response)，顯著高於對照組 Anagrelide 組的 6%，療效達到統計上顯著差異(p=0.0001)，顯示 P1101 長期的療效優於 Anagrelide；次要療效指標顯示，P1101 組的 JAK-2 等位基因負擔平均值從基礎線(baseline)的 33.65%下降至第 12 個月的 25.26%，相比同期 Anagrelide 組的 JAK-2 等位基因負擔平均值從 39.71%下降至 37.26%，P1101 更能有效降低 JAK-2 基因突變的負擔，有助於降低 MPN 疾病的嚴重程度和惡化風險；P1101 組受試者整體安全性與耐受度良好，在整體數值上顯示較 Anagrelide 組相對良好。藥華藥將以 SURPASS-ET 臨床三期試驗(二線治療)數據為基礎，遞交中國、日本、韓國、台灣、美國、加拿大、香港等地的藥證申請。

由於 SURPASS-ET 的美國受試者太少，公司也正在執行 EXCEED-ET 臨床二期試驗(僅收治美國 ET 病患、全線療法)，已於 2024 年 3 月完成 91 名美國 ET 病患收案，預計 2Q25 數據讀出，可作為美國 ET 藥證審核的輔助資料，如果安全性、有效性良好，不排除跟 FDA 溝通仿單是否可以作為 ET 全線用藥。P1101 作為 ET 第二線用藥已於 PV 三期臨床試驗中取得概念性驗證，研判 P1101 可於 2026 年取得美國 ET 藥證，成為下一成長動能。

預估美國平均 ET 用藥人數從 2026 年約 490 人逐年成長 1,000 人，美國 ET 病患人數達 10 萬人，由於有效且副作用低的 ET 核准藥物仍稀缺，我們認為 Besremi 在美國 ET 治療市場的市佔率有望達 10%，即用藥人數達 1 萬人以上，出廠價為每人每年 16 萬美元，則 P1101 作為治療 ET 第二線用藥於 2036 年銷售高峰可達 17.7 億美元。另一方面，可關注公司在更多癌症的新藥開發，包括，目前藥華藥正在進行 P1101 合併 anti-PD-1 抗體用於治療肝癌之一期臨床試驗。

圖 9：P1101 用於治療血小板增生症(ET)之全球多國多中心臨床三期試驗(SURPASS-ET)結果

	P1101 組	Anagrelide 組
主要療效評估指標		
在第 9 個月及第 12 個月均有療效反應 (Modified ELN response)的受試者比例	42.9% (p=0.0001)	6%
次要療效評估指標		
試驗期間 JAK-2 等位基因負擔自基準期 隨時間的變化	基準線(Baseline)：33.65%	基準線(Baseline)：39.71%
	第 12 個月：25.26%	第 12 個月：37.26%

資料來源：公司資料

圖 10：SURPASS-ET 試驗療效項目反應比例數據

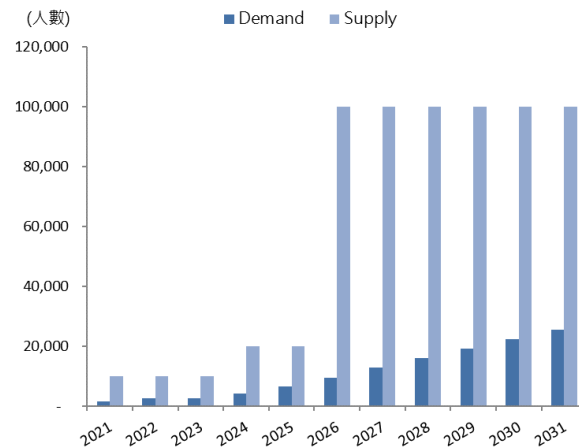
	P1101 組	Anagrelide 組
療效項目反應比例		
周邊血球計數減少(血小板≤400 x 10 ⁹ /L 及白血球<9.5 x 10 ⁹ /L)	56.0% (51/91)	6.0% (5/83)
疾病相關的體徵改善或未惡化(脾臟腫大)	87.9% (80/91)	54.2% (45/83)
依據 MPN-SAF-TSS 評分具有較大的症 狀改善或保持無疾病進展	71.4% (65/91)	33.7% (28/83)
未發生出血與血栓事件	84.6% (77/91)	51.8% (43/83)

資料來源：公司資料

資金充足，因應需求擴產無虞，美國、日本市場拓展亦可望加速

台中第二條原料藥產線擴充完畢，目前可以供應一年 2 萬人的用藥。竹北廠及台中后里廠興建中，預估 2026-2027 年投產後，屆時總產能可供應 10 萬名病患需求，考量公司計畫準備半年以上的庫存，我們認為大致可滿足 Besremi 在美國 PV、ET 市場拓展的需求。截至 3Q24，藥華藥現金及約當現金約 208 億元，加上 1Q24 起本業轉虧為盈，預期可加速美國、日本新藥行銷佈局。

圖 11：全球採用 Besremi 的病患人數(需求)及藥華藥 Besremi 原料藥產能(供給)預估



資料來源：公司資料、元大投顧預估

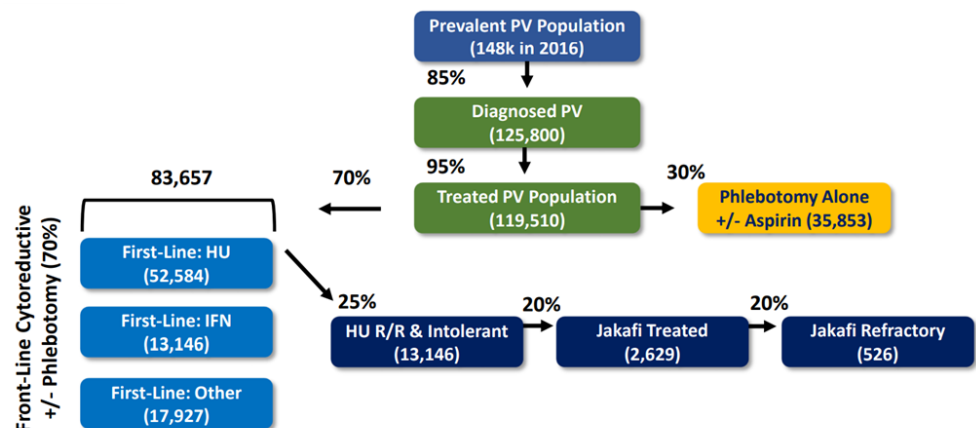
全球 MPN 藥物市場規模達 94 億美元，病患數增加及新藥推廣為成長動能

骨髓增生性腫瘤(MPN)是一類罕見的血液癌症，是由骨髓譜系(myeloid lineage)血球的幹細胞突變而引起的疾病，病人的骨髓可能會製造過多的紅血球、白血球或血小板，MPN 的子類別包括真性紅血球增生症(PV)、血小板增生症(ET)、慢性骨髓性白血病(CML)及原發性骨髓纖維化(PMF)。MPN 是一種慢性疾病，會隨時間惡化，病患形成血栓和出血風險高，在病患身上常偵測到 JAK 基因突變。MPN 治療著重於將血球數量降低至正常區間，常用療法包括阿斯匹靈、化學治療、干擾素、放血等。目前正式核准的 MPN 療法僅有 JAK 抑制劑(Jakafi®和 Inrebic®)，以及干擾素(Besremi®、Pegasys®)。研調機構預估，2023 年全球 MPN 藥物市場規模為 94 億美元，2023-2030 年 CAGR 為 3.9%，主要由新藥上市來推動，每年 PV/ET/MF 在全球的發生率(新發生某一疾病的人口比例)分別為每十萬人 0.84/1.03/0.47 人，而患病率則更高，主因疾病死亡率低。不過我們認為隨著更多新藥(如 Besremi、Jakafi)上市及推廣，將為 MPN 藥物市場帶來更顯著的成長動能。

Besremi 是美國唯一核准之 PV 一線用藥，搶攻美國近 200 億美元市場

真性紅血球增生症(PV)是一種罕見的血液癌症，被納入骨髓增生性腫瘤(MPN)分類癌症中，一般由造血幹細胞變異而引起，造成紅血球無限制地增生，使病患血液濃度較一般人更濃稠，減緩血流速度，增加血栓等心血管疾病風險，並有發展為惡性血癌的風險，目前仍無治癒的方法。PV 病程發展慢，放血、Aspirin 是普遍會使用的療法，而高風險族群則會搭配 HU 或干擾素(Besremi、Pegasys)以更積極減少血球數目，Jakafi 則是在前述療法治療無效或病人無法接受副作用時，作為二線療法。Pharma&的長效型干擾素 Pegasys 於 2024 年 8 月被歐盟核准用於治療 PV 及 ET 病患，但近期全球面臨 Pegasys 藥物短缺問題。以臨床數據表現而言，Besremi 的療效、安全性皆優於 Pegasys。

圖 12：美國 PV 病患人數及治療選擇



資料來源：公司資料

2023 年美國 PV 病患人數約 16 萬人，須終身治療，藥華藥旗下長效干擾素 Besremi 在歐洲、美國等多逾 40 個國家被核准為 PV 一線用藥，2021 年底上市以來累計調漲 20.5%價格至每人每年約 21.9 萬美元，美國目標病患人數為 10 萬人，隱含美國 Besremi 潛在市場達 219 億美元。

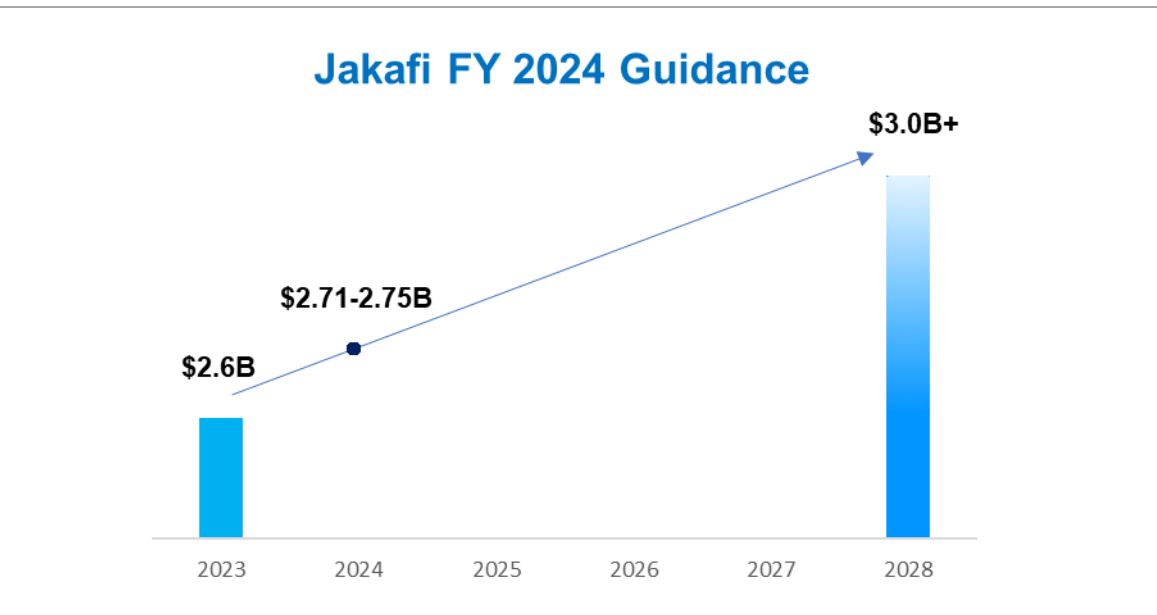
圖 13：美國 PV 市場用藥比較 - 潛在使用 Besremi 的 PV 病患人數最多

藥品	Besremi	Jakafi	PTG-300
開發商	藥華藥	Incyte	Protagonist Therapeutics
研發階段	上市銷售	上市銷售	臨床三期
藥證取得時間	歐盟(2019)、美國(2021)	2014 年於歐美上市	預計 2026 年在美國上市
美國潛在使用 PV 病患人數	10 萬人	2.5 萬人	7 萬人
適應症	所有成年 PV 病人	PV 二線治療	PV 一線治療

資料來源：公司資料、元大投顧整理

Incyte 預估旗下 MPN 新藥 Jakafi (Besremi 的競爭藥物)2024 年美國銷售額可成長至 27.4-27.7 億美元，以中值計算 YoY+6%，較年初預估上調 3,500 萬美元，以出廠價 17 萬美元計算，隱含增加 200 名用藥人數，我們認為 Jakafi 營收上調，部分原因來自於 Besremi 積極拓廣第一線用藥市場，但部分使用 Besremi 的病患可能因初期副作用較大而沒有繼續用藥，進而轉為使用 Jakafi(二線用藥)，Incyte 預計 2028 年美國 Jakafi 銷售額可達 30 億美元以上。我們認為單就美國 PV 市場而言，就有 3.8 萬名病患較有急迫需求轉換來使用 Besremi 治療，包括既有仿單外使用干擾素治療的 1.3 萬名病患及二線治療的 2.5 萬名病患，預期 Besremi 用於治療 PV 的美國銷售額有 20 億美元以上的潛力。我們預估美國採用 Besremi 的平均 PV 病患人數將從 2025 年的 2,650 人逐年增加約 1,000 人至 2035 年的 1.25 萬人以上，貢獻 2035 年營收 20.1 億美元。

圖 14：Incyte 對於旗下 MPN 新藥 Jakafi 的美國銷售額預估



資料來源：Incyte

獲利調整與股票評價

美國新藥銷售展望佳，2024/2025 年獲利預估上調 5.6%/1.6%

4Q24 美元兌台幣上漲 3.7%，4Q24 營收 31.02 億元，QoQ+14.3%/YoY+88.4%，優於預期 4.6%，估計 4Q24 業外認列 1.04 億元匯兌利益，2024 年 EPS 預估上調 5.6%至 8.72 元。1Q25 在 Medicare 投保的病患最多需要支付 2,000 美元自付額，相比 2024 年最高自付額為 8,000 美元負擔下降，藥華藥給予折讓金額減少，2025 年營收預估上調 0.9%至 165.08 億元、EPS 預估同步上調 1.6%至 20.95 元，YoY+140%。

圖 15：2024 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	9,776	9,638	16,508	16,367	1.4%	0.9%
營業毛利	8,656	8,542	14,881	14,746	1.3%	0.9%
營業利益	2,236	2,153	7,566	7,432	3.9%	1.8%
稅前利益	3,530	3,341	8,530	8,395	5.6%	1.6%
稅後淨利	2,840	2,689	6,824	6,716	5.6%	1.6%
調整後 EPS (元)	8.72	8.26	20.95	20.62	5.6%	1.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	88.5%	88.6%	90.1%	90.1%	-0.1	0.0
營業利益率	22.9%	22.3%	45.8%	45.4%	0.5	0.4
稅後純益率	29.1%	27.9%	41.3%	41.0%	1.2	0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估

2023 年歐洲(不含英國)/美國分別有 13.6 萬/15.7 萬個 PV 病人，美國約有 9.5 萬個 ET 病人。Besremi®作為 PV 一線用藥在部分歐洲國家的定價為每人每年 6.8-12.4 萬美元，Besremi®美國定價為每人每年 21.9 萬美元。假設 Besremi®在美國/歐洲最終使用 PV 病患人數為 13,500 人/9,900 人，出廠價為每人每年 16 萬美元/7 萬美元，則 Besremi®作為 PV 用藥在美國/歐洲年銷售額可達 21.7 億美元/7 億美元。

近期公佈 P1101 用於 ET 第二線治療臨床三期試驗正向，開發風險降低，將成功機率從 80%調高至 85%，預期 2025 年遞交美國 ET 藥證申請、2026 年在美國核准上市。預估 2036 年使用 P1101 的 ET 病患數達高峰約 1.1 萬人，出廠價為每人每年 16 萬美元，則 P1101 作為治療 ET 第二線用藥年銷售高峰可達 17.7 億美元。根據全球多國多中心 SURPASS-ET 雙盲臨床三期試驗及 EXCEED-ET 美國單臂試驗數據結果，P1101 有機會獲准 ET 全線用藥使用，屆時 ET 適應症的銷售額可望更高。

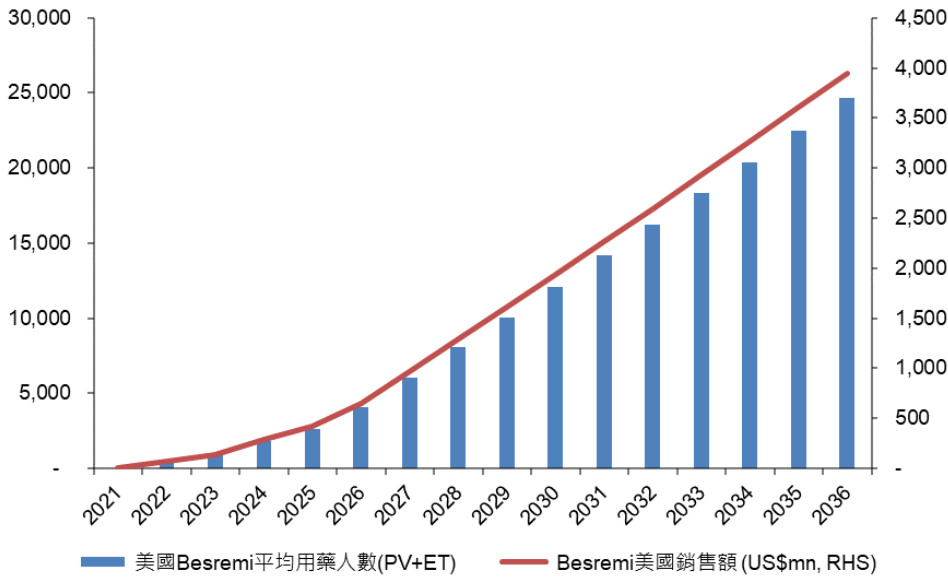
以 2025-2036 年風險調整淨現值模型之評價 881 元 (較前次上調 1.7%，主因 ET 臨床三期試驗數據正向)，及 40 倍目標本益比 (與前次相同)、2025 年預估 EPS 評價 838 元為基準，取兩者評價平均推得新目標價 860 元，維持「買進」評等。我們認為以 40 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 評價尚屬合理，主因 1) 新藥公司股價通常會反映新藥上市 3-5 年後的獲利；2) 罕見疾病新藥公司過去成長動能強勁時本益比可達 30 倍以上，且藥華藥獲利成長動能優於同業；且 3) 預估 Besremi 於 2026 年取得美國 ET 藥證，成為下一動能，預估藥華藥 2026 年 EPS 為 35.06 元，2024-2026 年獲利 CAGR 達 100%，40 倍目標本益比隱含 PEG 為 0.4，而目標價 860 元相當於 2026 年預估 EPS 的 24.5 倍本益比。

圖 16：藥華藥風險調整後淨現值模型 - 美國 PV 用藥市場對藥華藥商業價值最高

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
Besremi®作為 PV 第一線用藥- 歐洲市場	697	已上市	37,927	90%	2019	7.8%	\$116
Besremi®作為 PV 第一線用藥- 美國市場	2,172	已上市	310,474	95%	2022	7.4%	\$953
Besremi®作為 PV 第一線用藥- 日本市場	159	已上市	28,232	95%	2023	7.4%	\$87
Ropeg/P1101 作為 ET 第二線用藥- 美國市場	1,772	已完成三期試驗	97,982	85%	2026	8.2%	\$301
在手現金(2024F)			21,086	100%		0.0%	\$65
營運調整 (包含費用與稅費)			-208,962	100%		7.0%	-\$642
各項淨現值合計 (百萬元)			286,739				\$881
股數 (百萬股)		325.7					
風險調整後合計每股淨現值 (2025-2036F)							
							\$881

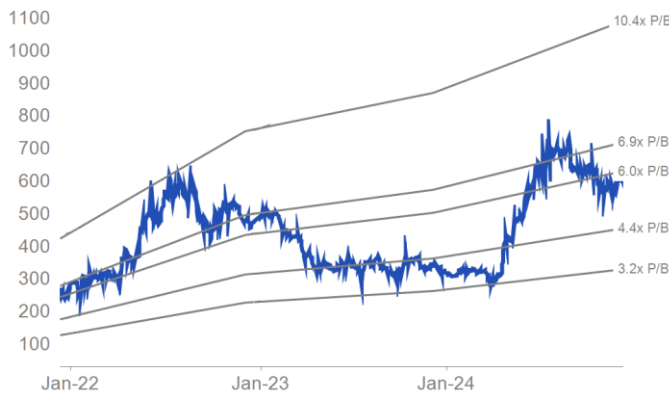
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：Besremi 美國平均用藥人數及美國銷售額預估



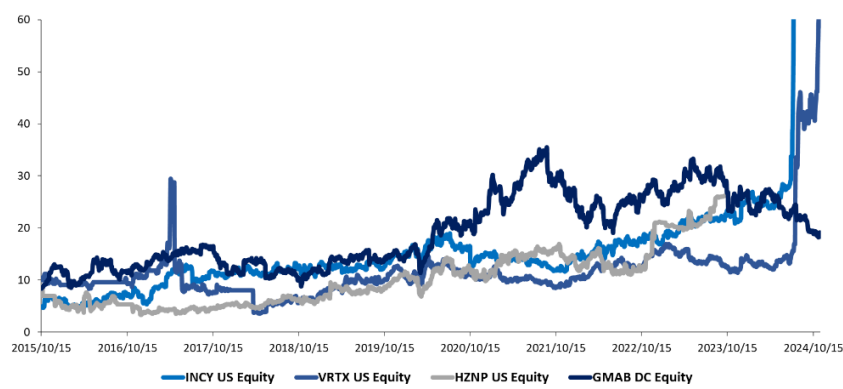
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：12 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 19：國際罕見疾病新藥同業快速成長期本益比評價達 30 倍以上



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 20：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
藥華藥	6446 TT	買進	616.0	6,369	(1.93)	8.72	20.95	--	70.6	29.4	--	--	140.3
國外同業													
Incyte	INCY US	未評等	69.6	13,414	2.7	1.3	6.1	26.1	53.3	11.3	74.2	(51.1)	370.2
Vertex	VRTX US	未評等	407.1	104,843	14.1	0.5	18.8	29.0	753.7	21.7	8.3	(96.2)	3378.8
Protagonist	PTGX.US	未評等	39.6	2,331	(1.4)	2.0	(1.7)	--	19.5	--	--	--	--
Roche	ROG SW	未評等	256.6	261,913	14.4	18.7	20.5	17.8	13.8	12.5	(7.3)	29.6	9.8
Amgen	AMGN US	未評等	261.2	140,414	12.7	19.6	20.6	20.6	13.3	12.7	3.9	54.8	5.4
國外同業平均								23.4	170.7	14.5	19.8	(15.7)	941.1
國內同業													
中裕	4147 TT	未評等	88.3	732	(0.8)	(0.1)	3.8	--	--	23.2	--	--	--
逸達	6576 TT	未評等	77.2	363	(8.1)	(5.9)	--	--	--	--	--	--	--
智擎	4162 TT	未評等	98.3	435	1.9	8.2	3.0	52.3	11.9	32.6	(15.4)	338.3	(63.3)
浩鼎	4174 TT	未評等	57.4	459	(4.6)	(8.3)	--	--	--	--	--	--	--
國內同業平均								52.3	11.9	27.9	(15.4)	338.3	(63.3)

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 21：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
藥華藥	6446 TT	買進	616.0	6,369	(3.5)	10.4	20.1	70.37	83.51	104.46	8.8	7.4	5.9
國外同業													
Incyte	INCY US	未評等	69.6	13,414	16.6	4.9	23.4	23.2	21.0	28.7	3.0	3.3	2.4
Vertex	VRTX US	未評等	407.1	104,843	25.2	35.0	23.7	19.7	63.8	81.8	20.7	6.4	5.0
Protagonist	PTGX.US	未評等	39.6	2,331	(28.6)	47.3	(29.9)	42.4	--	--	0.9	--	--
Roche	ROG SW	未評等	256.6	261,913	52.1	45.2	41.9	--	43.3	52.0	--	5.9	4.9
Amgen	AMGN US	未評等	261.2	140,414	135.8	138.4	137.5	11.7	13.2	19.6	22.4	19.8	13.4
國外同業平均					40.2	54.2	39.3				11.8	8.9	6.4
國內同業													
中裕	4147 TT	未評等	88.3	732	(7.4)	(5.4)	(4.9)	10.2	9.7	9.2	8.7	9.2	9.6
逸達	6576 TT	未評等	77.2	363	(96.2)	--	--	9.2	3.4	--	8.4	22.7	--
智擎	4162 TT	未評等	98.3	435	7.1	20.7	9.5	26.9	28.8	23.6	3.7	3.4	4.2
浩鼎	4174 TT	未評等	57.4	459	(44.2)	0	--	16.6	--	--	3.5	--	--
國內同業平均					(35.2)	5.1	2.3				6.1	11.8	6.9

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 22：季度及年度簡明損益表 (合併)

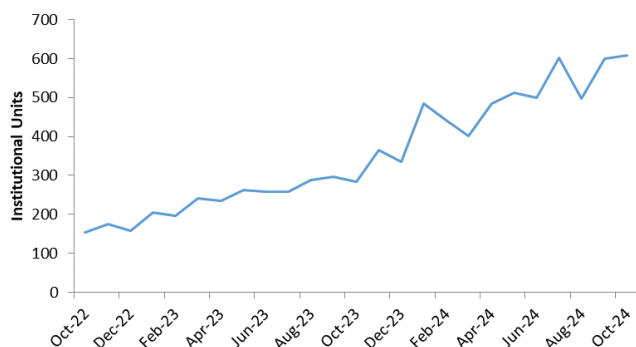
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,653	2,306	2,713	3,102	3,282	4,118	4,195	4,913	9,776	16,508
銷貨成本	(193)	(300)	(328)	(298)	(294)	(495)	(359)	(479)	(1,120)	(1,628)
營業毛利	1,460	2,006	2,385	2,804	2,988	3,623	3,836	4,434	8,656	14,881
營業費用	(1,443)	(1,564)	(1,651)	(1,762)	(1,836)	(1,849)	(1,815)	(1,815)	(6,420)	(7,315)
營業利益	18	443	735	1,041	1,152	1,774	2,022	2,619	2,236	7,566
業外利益	317	484	147	347	241	241	241	241	1,294	964
稅前純益	335	927	881	1,388	1,393	2,015	2,263	2,860	3,530	8,530
所得稅費用	(4)	(247)	(162)	(278)	(279)	(403)	(453)	(572)	(690)	(1,706)
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	330	680	720	1,110	1,114	1,612	1,810	2,288	2,840	6,824
調整後每股盈餘(NT\$)	1.01	2.09	2.21	3.41	3.42	4.95	5.56	7.03	8.72	20.95
調整後加權平均股數(百萬股)	326	326	326	326	326	326	326	326	326	326
重要比率										
營業毛利率	88.3%	87.0%	87.9%	90.4%	91.0%	88.0%	91.4%	90.3%	88.5%	90.1%
營業利益率	1.1%	19.2%	27.1%	33.6%	35.1%	43.1%	48.2%	53.3%	22.9%	45.8%
稅前純益率	20.2%	40.2%	32.5%	44.7%	42.4%	48.9%	53.9%	58.2%	36.1%	51.7%
稅後純益率	20.0%	29.5%	26.5%	35.8%	34.0%	39.1%	43.1%	46.6%	29.1%	41.3%
有效所得稅率	1.3%	26.6%	18.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	19.5%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	0.4%	39.5%	17.6%	14.3%	5.8%	25.5%	1.9%	17.1%		
營業利益	--	2416.6%	66.0%	41.8%	10.6%	54.0%	14.0%	29.5%		
稅後純益	185.0%	105.8%	5.9%	54.2%	0.4%	44.7%	12.3%	26.4%		
調整後每股盈餘	182.2%	105.8%	5.9%	54.2%	0.4%	44.6%	12.3%	26.4%		
年增率(%)										
營業收入	86.3%	82.3%	107.7%	88.4%	98.5%	78.5%	54.6%	58.4%	91.5%	68.9%
營業利益	--	--	--	--	6450.5%	300.9%	175.3%	151.6%	--	238.4%
稅後純益	--	--	262.5%	857.4%	237.3%	137.1%	151.5%	106.1%	--	140.3%
調整後每股盈餘	--	--	259.0%	848.1%	237.3%	137.1%	151.5%	106.1%	--	140.3%

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

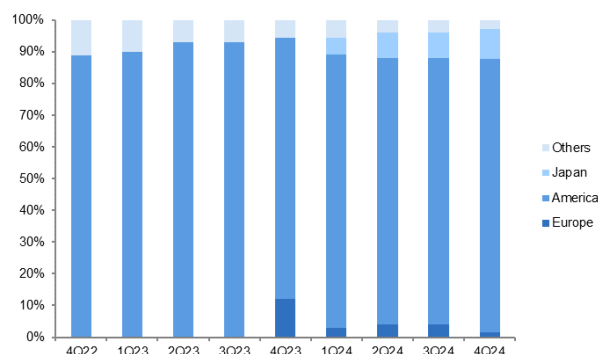
藥華醫藥為一新藥研發公司，成立於 2003 年，專注於用單一點位 Pegylation 技術進行多項長效型蛋白質藥物之多適應症開發。藥華藥旗下長效型干擾素新藥 Besremi 為歐美唯一核准之真性紅血球增生症(PV)一線用藥，競爭藥物為 Incyte 的 Jakafi (唯一核准的 PV 二線用藥)。此外，公司目前正在進行 Besremi 用於治療血小板增生症(ET)的多國多中心樞紐性試驗，可望於 2026 年取得美國 ET 藥證。4Q24 地區別營收佔比如下：美國 86%、日本 9%、歐洲 2%、其他 3%。未來可持續關注美國、日本、歐洲新藥營收成長動能，以及 Besremi 在新市場、新適應症的開發。

圖 23：Besremi 美國銷量快速成長



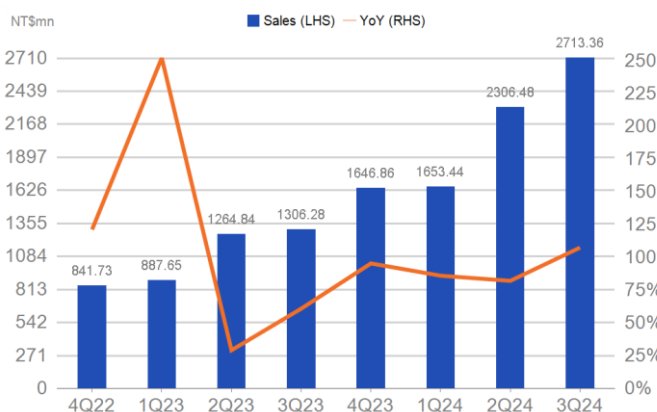
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：營收組成



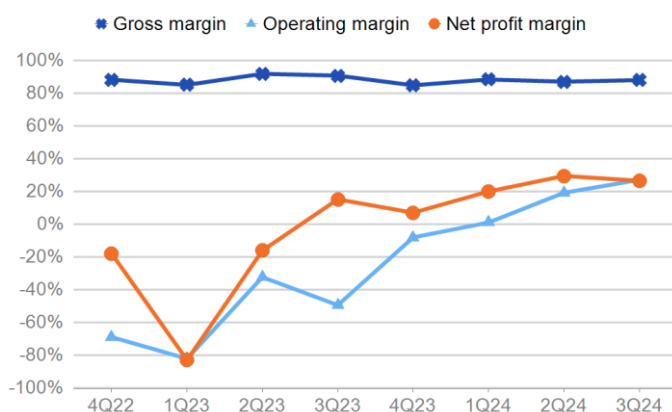
資料來源：公司資料

圖 25：營收趨勢



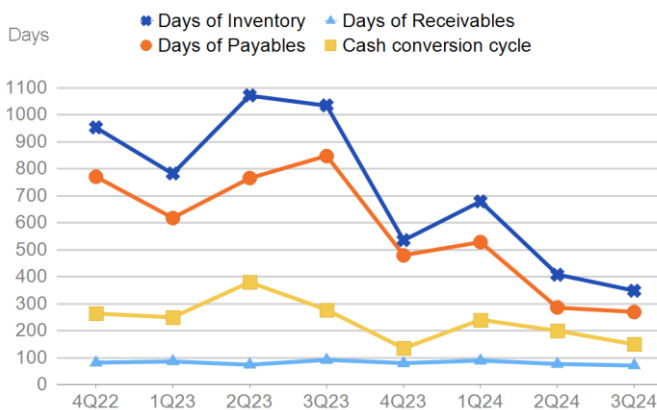
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：毛利率、營益率、淨利率



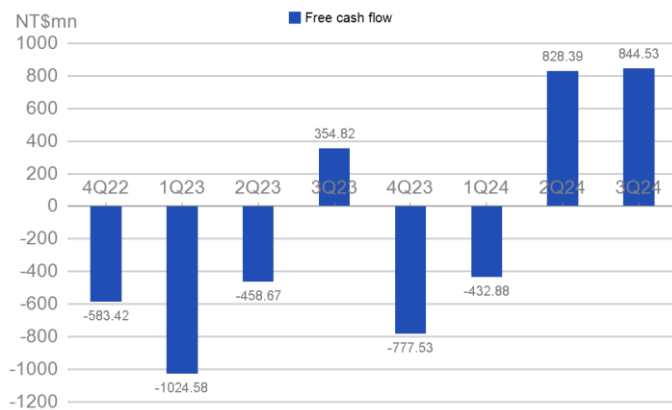
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**藥華藥整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於中間的位置，且在生物科技行業中的公司中排名略為領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**藥華藥的整體曝險屬於中等水準，但略低於生物科技行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、產品治理與獲得基本服務等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**藥華藥在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。藥華藥設立了一個 ESG 委員會，其中包括一名執行成員。公司的環境政策被評估為強有力，並且製定了舉報計劃。然而，永續發展績效目標並未納入公司的高階主管薪酬計畫中。

圖 29：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	25.2
在 ESG 議題上的曝險 (A)	42.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	42.8
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	25

資料來源：Sustainalytics (2025/1/5)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

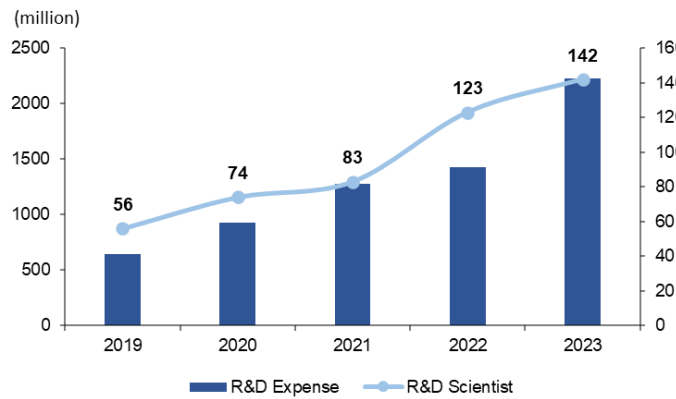
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

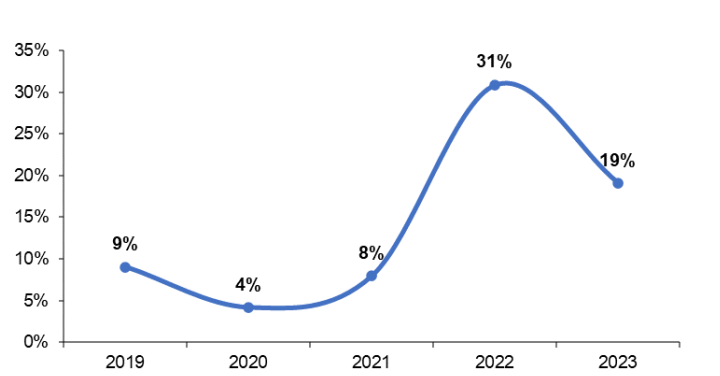
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 30：增加研發支出以提升藥物改良及降低開發新藥風險



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 31：藥華藥近五年全體人員成長率



資料來源：公司資料、元大投顧整理

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	10,304	19,666	21,086	25,048	32,776
存貨	1,102	1,459	1,674	1,946	2,169
應收帳款及票據	799	1,312	1,856	1,984	2,945
其他流動資產	1,170	459	417	417	417
流動資產	13,375	22,896	25,055	29,417	38,330
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	544	1,678	2,932	5,459	7,987
無形資產	237	268	252	252	252
其他非流動資產	1,177	2,427	2,047	2,047	2,047
非流動資產	1,958	4,373	5,231	7,758	10,286
資產總額	15,333	27,269	30,286	37,175	48,617
應付帳款及票據	231	129	163	228	253
短期借款	994	21	0	0	0
什項負債	1,326	2,002	1,875	1,875	1,875
流動負債	2,550	2,152	2,038	2,103	2,129
長期借款	75	63	53	53	53
其他負債及準備	566	1,106	1,000	1,000	1,000
長期負債	641	1,169	1,054	1,054	1,054
負債總額	3,191	3,321	3,092	3,157	3,182
股本	3,025	3,403	3,412	3,412	3,412
資本公積	13,421	24,092	23,497	23,497	23,497
保留盈餘	(4,186)	(631)	2,847	9,671	21,087
什項權益	(119)	(2,915)	(2,563)	(2,563)	(2,563)
歸屬母公司之權益	12,141	23,948	27,194	34,018	45,434
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	12,141	23,948	27,194	34,018	45,434

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	(1,375)	(624)	2,840	6,824	11,416
折舊及攤提	228	269	353	319	319
本期營運資金變動	(519)	(972)	(882)	(335)	(1,159)
其他營業資產 及負債變動	160	622	420	0	0
營運活動之現金流量	(1,505)	(706)	2,731	6,809	10,576
資本支出	(287)	(1,200)	(1,315)	(2,846)	(2,848)
本期長期投資變動	0	0	(1)	0	0
其他資產變動	(956)	714	420	0	0
投資活動之現金流量	(1,243)	(487)	(1,326)	(2,846)	(2,848)
股本變動	256	378	0	0	0
本期負債變動	962	(985)	(30)	0	0
現金增減資	8,647	13,877	0	0	0
支付現金股利	--	--	0	0	0
其他調整數	(285)	(2,816)	(174)	0	0
融資活動之現金流量	9,579	10,454	(205)	0	0
匯率影響數	19	100	219	0	0
本期產生現金流量	6,850	9,362	1,419	3,962	7,728
自由現金流量	(1,792)	(1,906)	1,416	3,962	7,728

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
營業收入	2,882	5,106	9,776	16,508	24,470
銷貨成本	(812)	(611)	(1,120)	(1,628)	(2,186)
營業毛利	2,070	4,495	8,656	14,881	22,284
營業費用	(4,098)	(6,408)	(6,420)	(7,315)	(8,978)
推銷費用	(1,543)	(2,133)	(2,234)	(2,544)	(4,041)
研究費用	(1,426)	(2,224)	(2,595)	(3,100)	(3,100)
管理費用	(1,129)	(2,051)	(1,591)	(1,671)	(1,838)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	(2,028)	(1,913)	2,236	7,566	13,306
利息收入	40	585	949	986	986
利息費用	(19)	(47)	22	22	22
利息收入淨額	22	538	971	1,009	1,009
投資利益(損失)淨額	0	0	(1)	0	0
匯兌損益	122	376	350	0	0
其他業外收入(支出)淨額	42	12	323	(45)	(45)
稅前純益	(1,842)	(987)	3,530	8,530	14,270
所得稅費用	467	363	(690)	(1,706)	(2,854)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	(1,375)	(624)	2,840	6,824	11,416
稅前息前折舊攤銷前淨利	(1,595)	(671)	2,589	7,885	13,625
調整後每股盈餘 (NT\$)	(4.84)	(1.93)	8.72	20.95	35.06

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
年成長率 (%)					
營業收入	339.0	77.2	91.5	68.9	48.2
營業利益	--	--	--	238.4	75.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	--	--	--	204.6	72.8
稅後純益	--	--	--	140.3	67.3
調整後每股盈餘	--	--	--	140.3	67.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	71.8	88.0	88.5	90.1	91.1
營業利益率	(70.4)	(37.5)	22.9	45.8	54.4
稅前息前淨利率	(64.6)	(20.2)	22.9	45.8	54.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	(55.4)	(13.2)	26.5	47.8	55.7
稅前純益率	(63.9)	(19.3)	36.1	51.7	58.3
稅後純益率	(47.7)	(12.2)	29.1	41.3	46.7
資產報酬率	(12.8)	(2.9)	9.9	20.2	26.6
股東權益報酬率	(16.8)	(3.5)	10.4	20.1	25.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	26.3	13.9	11.4	9.3	7.0
淨負債權益比(%)	(76.1)	(81.8)	(77.4)	(73.5)	(72.1)
利息保障倍數 (倍)	(98.4)	(20.1)	(156.1)	(381.7)	(639.3)
流動比率 (%)	524.4	1063.9	1229.2	1398.9	1800.6
速動比率 (%)	477.1	989.1	1147.1	1306.3	1698.7
淨負債 (NT\$百萬元)	(9,235)	(19,582)	(21,055)	(25,017)	(32,746)
調整後每股淨值 (NT\$)	40.14	70.37	83.51	104.46	139.52
評價指標 (倍)					
本益比	--	--	70.6	29.4	17.6
股價自由現金流量比	--	--	141.8	50.7	26.0
股價淨值比	15.4	8.8	7.4	5.9	4.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	--	--	77.6	25.5	14.7
股價營收比	69.7	39.3	20.5	12.2	8.2

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。

藥華藥 (6446 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	20220307	130.00	330.00	330.00	持有-超越同業	蔣欣穎
2	20220506	344.00	445.00	445.00	買進	蔣欣穎
3	20221019	475.00	545.00	545.00	買進	蔣欣穎
4	20230206	496.00	585.00	585.00	買進	蔣欣穎
5	20230524	354.50	500.00	500.00	買進	蔣欣穎
6	20230815	283.00	485.00	485.00	買進	蔣欣穎
7	20231110	374.50	470.00	470.00	買進	蔣欣穎
8	20240108	340.00	385.00	385.00	持有-超越同業	蔣欣穎
9	20240229	328.50	385.00	385.00	持有-超越同業	蔣欣穎
10	20240515	353.00	380.00	380.00	持有-超越同業	蔣欣穎
11	20240805	606.00	810.00	810.00	買進	蔣欣穎
12	20240816	705.00	855.00	855.00	買進	蔣欣穎
13	20241118	591.00	845.00	845.00	買進	蔣欣穎
14	20241225	606.00	845.00	845.00	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

© 2025 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

© {2025} 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>.