

# 逸達

(6576.TW/6576 TT)

## 增加持股 · 重啓

收盤價 March 6 (NT\$)	119.5
12 個月目標價 (NT\$)	142.5
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	19.2

## 焦點內容

我們正面看待逸達，因其 Camcevi 2025 年營運爆發，貢獻實質獲利，且全新藥 FP-025 於 3 月解盲後啟動授權，規模大於 Camcevi，將轉型為 505(b)(2)實質獲利與新藥開發題材的雙引擎公司，我們重啓逸達評等，給予目標價至 142.5 元。維持「增加持股」評等。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	14.12 / 461.6
流通在外股數 (百萬股)：	118.2
外資持有股數 (百萬股)：	38.60
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.40
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	70.70 -134.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	25.7	14.4	-4.4
相對表現 (%)	18.7	7	6.7

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	(1.36)A	(0.37)A	(1.48)A	(1.65)A
2022	(1.04)A	0.18A	(1.39)A	(1.76)A
2023	(0.79)F	(0.70)F	1.60F	(0.25)F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

陳宣甫  
886.2.2181.8724  
hsuan.chen@kgi.com

許芝瑄  
886 2 2181 8016  
serena.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 505(b)(2)營運倒吃甘蔗，新藥轉型迎來曙光

### 重要訊息

逸達攝護腺癌藥 Camcevi 42mg (FP-001, leuprolide) 銷售漸入佳境，Camcevi 25mg 預計 2025 歐美上市並貢獻營收，FP-025 二期預計 1H23 解盲並在 1Q24 完成授權。

### 評論及分析

**Camcevi 42mg 銷售漸入佳境，Camcevi 25mg 2Q25 上市。**逸達 2022 年合併營收為新台幣 3.02 億元，YoY+ 33.39%，Camcevi 42mg(6 個月 1 針) 2022 4 月在美上市，獲美國聯邦醫療保健中心核發專屬 J-code，取得超過 7 成以上醫療保險覆蓋率，歐洲 42mg 預計 4Q23 上市；另外 25mg 預計 1H25 歐美上市，由於用藥習慣，25mg(3 個月一針)上市後有助於整體銷量提升，2025 進入營收爆發期，以 Leuprolide 全球市占 25 億美金(不分適應症)，2025 逸達佔 3%市佔，貢獻 EPS 約 2.5 元。

**Camcevi 授權金隨營收增速，2023 年後加速認列銷售權利金。**2023 年開始依據銷售狀況，除了繼續認列中國藥證/上市/銷售里程碑金(~NT\$32 億，銷售里程碑金佔 87%，根據銷售狀況才能部分認列)、歐洲上市/銷售里程碑金(~21 億，銷售里程碑金佔 91%，根據銷售狀況才能部分認列)、美國銷售里程碑金(~NT\$52 億，銷售里程碑金佔 100%，根據銷售狀況才能部分認列)外，還有各市場後續的銷售分潤，由於 Camecivi 為逸達自主研發，授權金與銷售權利金全數歸屬逸達，另外花費最高的市場營銷費用均由授權夥伴負責。

**FP-025 為全新藥，預計 2023 年 3 月底解盲並啟動授權。**逸達 FP-025 過敏性氣喘概念性驗證臨床試驗預計 2Q23 前公布主要分析結果，預計 1Q24 完成授權；Mmp12 抑制與 COPD/氣喘的關係已有多種文獻證明但無新藥，顯示 FP-025 授權潛力龐大，由於是全新機轉且屬於未被滿足醫療需求，預期授權金可望超越 Camcevi。

### 投資建議

我們重啓逸達評等，以 2025 預估 EPS 5.7 元，折現率 8%，PE 25 倍計算，目標價 142.5 元。

### 投資風險

Camcevi 銷售不如預期、產品上市延遲，FP-025 解盲數據不理想。

### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	230	226	302	1,050	1,653
營業毛利 (NT\$百萬)	173	175	276	604	1,231
營業利益 (NT\$百萬)	(485)	(539)	(469)	(19)	441
稅後淨利 (NT\$百萬)	(511)	(569)	(473)	(16)	444
每股盈餘 (NT\$)	(5.04)	(4.85)	(4.00)	(0.14)	3.79
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
每股盈餘成長率 (%)	(0.8)	(3.7)	(17.5)	(96.6)	0.0
本益比 (x)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	31.6
股價淨值比 (x)	7.6	10.7	15.5	15.8	10.5
EV/EBITDA (x)	N.A.	N.A.	N.A.	445.5	24.2
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益報酬率 (%)	(37.5)	(36.2)	(42.4)	(1.8)	39.8

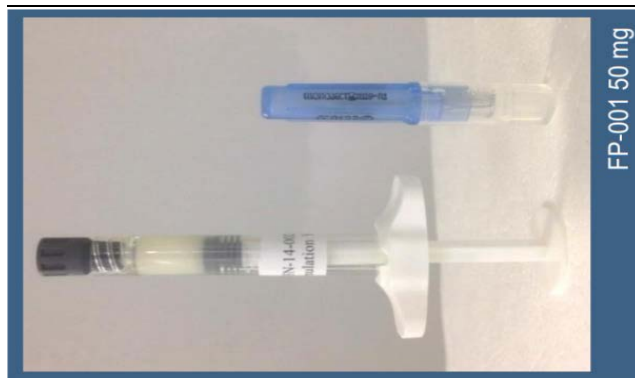
資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 公司概況

逸達以發展出 SIF 平台研發新藥產品，滿足長效藥品的需求，且循 505(b)(2)法規，縮短上市時程並產生獲利。公司於 2019 年 2 月將 FP-001 歐盟與世界其他地區(ROW; 中國除外) 銷售權授予 Accord Healthcare (英)，並於 2020 年 11 月將中國研發、製造及銷售權授予金賽藥業(中)，另於 2021 年 3 月將美國研發、製造及銷售權授予 Intas Pharmaceuticals (印)。Camcevi (FP-001)於 2021 年 5 月取得美國 FDA 核准。預付款與里程碑付款將支援更多創新藥品研發，例如 FP-025 、FP-045。

資料來源：凱基

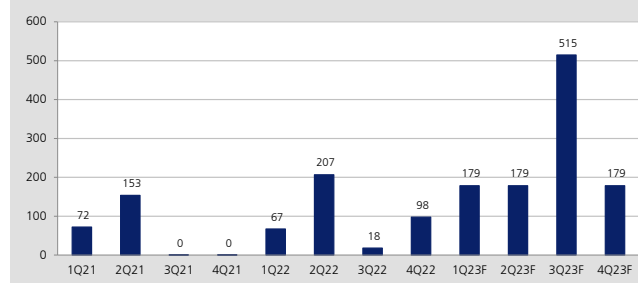
圖 2: FP-001



資料來源：公司資料

圖 3: 季營業收入

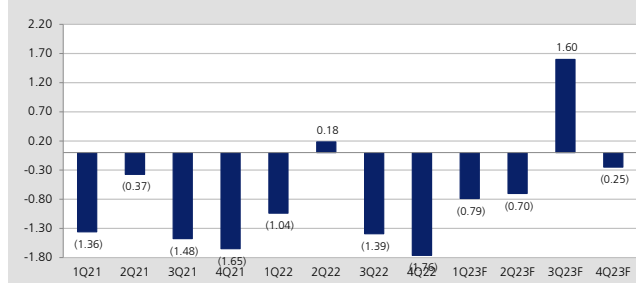
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

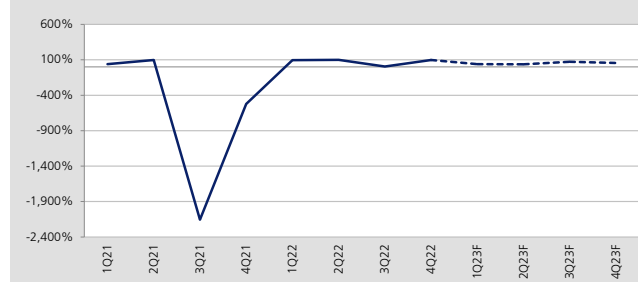
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

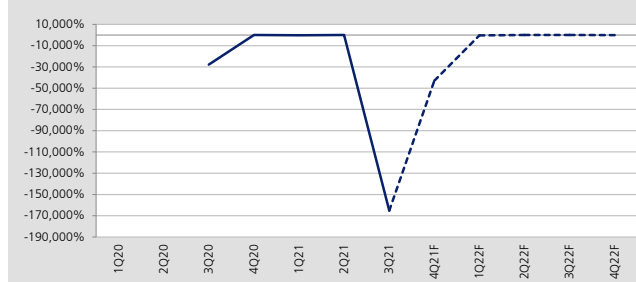
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	67	207	18	98	179	179	515	179	302	1,050	1,653
營業成本	(3)	(3)	(17)	(3)	(109)	(114)	(143)	(80)	(26)	(446)	(422)
營業毛利	64	204	1	95	70	64	372	99	276	604	1,231
營業費用	(185)	(173)	(176)	(211)	(163)	(148)	(184)	(129)	(745)	(624)	(790)
營業利益	(120)	31	(175)	(117)	(94)	(84)	188	(30)	(469)	(19)	441
折舊	(9)	(8)	(9)	(11)	(8)	(8)	(8)	(8)	(37)	(33)	(37)
攤提	(4)	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	(14)	(14)	(14)
EBITDA	(108)	42	(163)	(102)	(82)	(72)	200	(19)	(418)	27	491
利息收入	1	2	3	-	1	1	1	1	5	3	3
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	10	14	-	-	-	-	-	27	-	-
總營業外收入	4	12	16	-	1	1	1	1	33	3	3
利息費用	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-	(0)	-	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	-	(1)	-	-	-	-	-	(1)	-	-
總營業外費用	(0)	(0)	(1)	-	-	-	-	-	(1)	-	-
稅前純益	(116)	42	(160)	(117)	(93)	(83)	189	(29)	(438)	(16)	444
所得稅費用[利益]	(6)	(21)	(4)	(4)	-	-	-	-	(35)	-	-
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(122)	22	(164)	(120)	(93)	(83)	189	(29)	(473)	(16)	444
非常項目	0	(0)	(0)	(88)	-	-	-	-	0	-	-
稅後淨利	(122)	22	(164)	(208)	(93)	(83)	189	(29)	(473)	(16)	444
每股盈餘 (NT\$)	(1.04)	0.18	(1.39)	(1.76)	(0.79)	(0.70)	1.60	(0.25)	(4.00)	(0.14)	3.79
獲利率 (%)											
營業毛利率	95.9	98.7	5.2	97.1	38.9	36.1	72.2	55.2	91.5	57.5	74.4
營業利益率	(179.6)	14.8	(969.1)	(119.5)	(52.5)	(46.8)	36.5	(16.9)	(155.7)	(1.9)	26.7
EBITDA Margin	(161.4)	20.5	(899.7)	(104.4)	(46.1)	(40.4)	38.8	(10.5)	(138.7)	2.5	29.7
稅前純益率	(173.3)	20.5	(885.3)	(119.5)	(52.1)	(46.3)	36.7	(16.4)	(145.4)	(1.5)	26.9
稅後純益率	(182.6)	10.5	(906.3)	(213.3)	(52.1)	(46.3)	36.7	(16.4)	(156.8)	(1.5)	26.9
季成長率 (%)											
營業收入	14917.5	208.6	(91.2)	438.9	83.0	0.0	188.3	(65.3)			
營業毛利		217.5	(99.5)	9955.2	(26.6)	(7.3)	476.9	(73.5)			
營業收益增長	(37.7)		(671.8)	(33.6)	(19.5)	(10.9)		(116.0)			
EBITDA	(40.1)		(484.3)	(37.5)	(19.3)	(12.4)		(109.3)			
稅前純益	(39.7)		(477.8)	(27.3)	(20.3)	(11.0)		(115.5)			
稅後純益	(36.7)		(852.6)	26.8	(55.3)	(11.0)		(115.5)			
年成長率 (%)											
營業收入	(7.0)	34.7	16210.8	21774.4	166.5	(13.6)	2742.4	83.0	33.4	248.3	57.4
營業毛利	122.5	35.1			8.2	(68.4)	39349.6	4.0	57.6	118.9	103.7
營業收益	(25.5)		(4.3)	(39.6)	(22.1)	(372.4)		(74.1)	(12.8)	(95.9)	
EBITDA	(27.0)	253.1	(4.5)	(43.6)	(23.9)	(270.0)		(81.7)	(14.1)		1744.8
稅前純益	(28.2)		(7.0)	(39.5)	(19.9)	(295.1)		(74.8)	(17.0)	(96.3)	
稅後純益	(23.2)		(5.3)	7.7	(24.0)	(479.5)		(85.9)	(17.0)	(96.6)	

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>2,100</b>	<b>1,641</b>	<b>1,304</b>	<b>1,664</b>	<b>2,086</b>
<b>流動資產</b>	<b>1,686</b>	<b>1,303</b>	<b>915</b>	<b>1,294</b>	<b>1,738</b>
現金及短期投資	1,622	1,269	690	692	1,159
存貨	-	-	176	512	458
應收帳款及票據	-	-	16	57	89
其他流動資產	64	35	33	33	33
<b>非流動資產</b>	<b>413</b>	<b>338</b>	<b>389</b>	<b>371</b>	<b>348</b>
長期投資	90	89	94	94	94
固定資產	95	75	101	83	60
什項資產	228	174	194	194	194
<b>負債總額</b>	<b>270</b>	<b>321</b>	<b>393</b>	<b>770</b>	<b>748</b>
<b>流動負債</b>	<b>122</b>	<b>74</b>	<b>129</b>	<b>505</b>	<b>483</b>
應付帳款及票據	-	-	23	399	377
短期借款	51	-	-	-	-
什項負債	71	74	106	106	106
<b>長期負債</b>	<b>149</b>	<b>247</b>	<b>264</b>	<b>264</b>	<b>264</b>
長期借款	63	-	-	-	-
其他負債及準備	86	247	264	264	264
<b>股東權益總額</b>	<b>1,829</b>	<b>1,320</b>	<b>911</b>	<b>895</b>	<b>1,339</b>
普通股股本	1,169	1,179	1,182	1,182	1,182
保留盈餘	(2,651)	(3,221)	(3,693)	(3,709)	(3,265)
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	206.4%	(1.9%)	33.4%	248.3%	57.4%
營業收益增長	3.1%	11.1%	(12.8%)	(95.9%)	
EBITDA	1.0%	11.9%	(14.1%)		1744.8%
稅後純益	4.8%	11.5%	(17.0%)	(96.6%)	
每股盈餘成長率	(0.8%)	(3.7%)	(17.5%)	(96.6%)	
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	75.3%	77.5%	91.5%	57.5%	74.4%
營業利益率	(210.4%)	(238.3%)	(155.7%)	(1.9%)	26.7%
EBITDA Margin	(188.9%)	(215.5%)	(138.7%)	2.5%	29.7%
稅後純益率	(221.6%)	(251.9%)	(156.8%)	(1.5%)	26.9%
平均資產報酬率	(32.9%)	(30.4%)	(32.1%)	(1.1%)	23.7%
股東權益報酬率	(37.5%)	(36.2%)	(42.4%)	(1.8%)	39.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)		(774.3)	(1,646.7)		
利息及短期債保障倍數 (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)		(313.3)	(876.8)		
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(13.3)	(313.3)	(876.8)		
流動比率 (x)	13.9	17.5	7.1	2.6	3.6
速動比率 (x)	13.9	17.5	5.7	1.5	2.6
淨負債 (NT\$百萬)	(1,031)	(871)	(690)	(692)	(1,159)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	(5.04)	(4.85)	(4.00)	(0.14)	3.79
每股現金盈餘 (NT\$)	(6.65)	(1.82)	(1.97)	0.26	4.22
每股淨值 (NT\$)	15.64	11.19	7.71	7.57	11.33
調整後每股淨值 (NT\$)	18.04	11.25	7.71	7.63	11.41
每股營收 (NT\$)	2.27	1.93	2.55	8.95	14.09
EBITDA/Share (NT\$)	(4.29)	(4.15)	(3.54)	0.23	4.19
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.15	0.12	0.20	0.71	0.88
應收帳款周轉天數	-	-	19.7	19.7	19.7
存貨周轉天數	-	-	2,521.2	419.2	396.7
應付帳款周轉天數	-	-	326.6	326.6	326.6
現金轉換周轉天數	-	-	2,214.3	112.3	89.8

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>230</b>	<b>226</b>	<b>302</b>	<b>1,050</b>	<b>1,653</b>
營業成本	(57)	(51)	(26)	(446)	(422)
<b>營業毛利</b>	<b>173</b>	<b>175</b>	<b>276</b>	<b>604</b>	<b>1,231</b>
營業費用	(658)	(714)	(745)	(624)	(790)
<b>營業利益</b>	<b>(485)</b>	<b>(539)</b>	<b>(469)</b>	<b>(19)</b>	<b>441</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>3</b>	<b>15</b>	<b>33</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
利息收入	1	4	5	3	3
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	2	11	27	-	-
<b>總營業外費用</b>	<b>(1)</b>	<b>(4)</b>	<b>(1)</b>	-	-
利息費用	-	(1)	(0)	-	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1)	(3)	(1)	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>(483)</b>	<b>(528)</b>	<b>(438)</b>	<b>(16)</b>	<b>444</b>
所得稅費用[利益]	(28)	(41)	(35)	-	-
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>(511)</b>	<b>(569)</b>	<b>(473)</b>	<b>(16)</b>	<b>444</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(435)</b>	<b>(487)</b>	<b>(418)</b>	<b>27</b>	<b>491</b>
每股盈餘 (NT\$)	(5.04)	(4.85)	(4.00)	(0.14)	3.79

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(675)</b>	<b>(213)</b>	<b>(233)</b>	<b>30</b>	<b>495</b>
本期純益	(511)	(569)	(473)	(16)	444
折舊及攤提	49	51	51	46	50
本期運用資金變動	-	-	(170)	-	-
其他營業資產及負債變動	(214)	304	358	-	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(153)</b>	<b>18</b>	<b>41</b>	<b>(28)</b>	<b>(28)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	(125)	-	-	-	-
資本支出淨額	(13)	(7)	(58)	(14)	(14)
其他資產變動	(15)	24	99	(14)	(14)
<b>自由現金流</b>	<b>(492)</b>	<b>(551)</b>	<b>(697)</b>	<b>(1)</b>	<b>464</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>1,529</b>	<b>(76)</b>	<b>3</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>
短期借款變動	30	(30)	-	-	-
長期借款變動	84	(84)	-	-	-
現金增資	1,407	-	-	-	-
已支付普通股股息	-	-	-	-	-
其他融資現金流	8	38	3	(0)	0
<b>匯率影響數</b>	<b>(4)</b>	<b>(2)</b>	<b>8</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>697</b>	<b>(274)</b>	<b>(182)</b>	<b>2</b>	<b>467</b>
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	75.3%	77.5%	91.5%	57.5%	74.4%
- 銷管費用/營業收入	285.6%	315.8%	247.2%	59.4%	47.8%
<b>= 營業利益率</b>	<b>(210.4%)</b>	<b>(238.3%)</b>	<b>(155.7%)</b>	<b>(1.9%)</b>	<b>26.7%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.0)	(0.2)	0.3	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.3	0.3	0.1	0.0
+ 什項資產/營業收入	1.0	0.8	0.6	0.2	0.1
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>2.8</b>	<b>4.7</b>
營業利益率	(210.4%)	(238.3%)	(155.7%)	(1.9%)	26.7%
x 資本周轉率	0.7	1.1	0.8	2.8	4.7
x (1 - 有效現金稅率)	105.8%	107.8%	107.9%	100.0%	100.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>(161.9%)</b>	<b>(277.9%)</b>	<b>(129.3%)</b>	<b>(5.2%)</b>	<b>125.8%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。