

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 694.00 元

目標價

3 個月 795.00 元

12 個月 795.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

01/07/2024 Buy 677

12/25/2024 Buy 607

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 3,412

市值(億元) 2,368

目前每股淨值(元) 76.45

外資持股比(%) 23.70

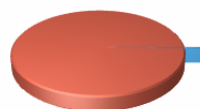
投信持股比(%) 2.31

董監持股比(%) 11.42

融資餘額(張) 6,317

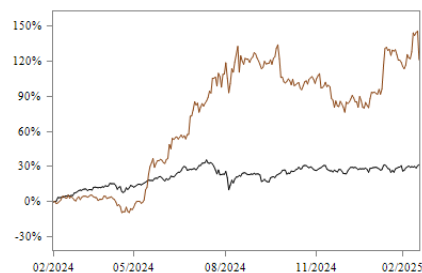
現金股息配發率(F)(%) 0.00

產品組合


■ 商品銷售收入:99.78%
■ 研究/勞務收入:0.22%

股價相對大盤走勢

— 6446 — TWSE



藥華藥(6446 TT)

Trading Buy

接獲國際仲裁院之部分終局仲裁判斷，不確定風險提高

投資建議：基於(1)仲裁庭駁回藥華藥全部主張，初步估算藥華藥需賠償 AOP 約 156 萬歐元，並且對藥華藥造成歐洲藥證申請延遲(5 個月)及供貨延遲(4.5 個月)的責任仍予保留，若未來保留主張最終全部認定不利，賠償金額可能進一步上升。(2)目前 BESREMi®之 PV 適應症在美國、日本銷售成長；ET 適應症預全球第三期臨床試驗解盲結果正面，預計 2026 年取得藥證。(3)預估 2025 EPS17.68 元為評價基礎，建議本益比 45X，投資建議為 Trading Buy，目標價 795 元。

Ropeg 銷售爆發與市場地位已成趨勢，中長期仍將成長：

藥華藥旗艦產品 Ropeg，為美國 FDA 唯一批准用於所有真性紅血球增多症(PV)成年患者的治療藥物，為首個獲批用於 PV 的干擾素療法，其美國市場銷售強勁，帶動 2023 年營收大幅成長近一倍並成功轉虧為盈，2024 年更連續六季營收創新高，11~12 月營收突破 10 億元，展現驚人爆發力與市場獨佔地位的巨大優勢。

ET 三期臨床數據正向，市場規模與 PV 相當具備潛力：

Ropeg 用於治療血小板過多症(ET)的全球三期(SURPASS-ET)臨床試驗，在主要療效評估指標 (Modified ELN response) 上顯著優於 Anagrelide (42.9% vs. 6.0%, P=0.0001)，表示 P1101 能更有效控制血球數、改善脾腫、緩解症狀，並減少血栓與出血風險。對於 JAK-2 等位基因負擔有正面影響，次要評估指標顯示，P1101 治療 12 個月後能降低 JAK-2 等位基因負擔。

藥華藥將以 SURPASS-ET 數據遞交美國藥證申請，預計 2026 年取得美國 ET 藥證。由於目前 ET 治療選擇極為有限且存在巨大未滿足醫療需求，若數據正面，Ropeg 有望迅速搶佔此一藍海市場，成為下一個營收成長引擎。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	9,776	15,201	20,752	1,647	1,653	2,306	2,713	3,102	3,282	3,709	3,969	4,241
營業毛利淨額	8,593	13,514	18,584	1,395	1,460	2,006	2,385	2,741	2,905	3,295	3,532	3,781
營業利益	2,260	7,281	12,058	-132	18	443	735	1,066	1,371	1,731	1,961	2,219
稅後純益	2,762	6,031	10,084	116	330	680	720	1,032	1,151	1,438	1,619	1,823
稅後 EPS(元)	8.09	17.68	29.55	0.34	0.97	1.99	2.11	3.02	3.37	4.21	4.75	5.34
毛利率(%)	87.90%	88.90%	89.55%	84.73%	88.31%	86.98%	87.92%	88.35%	88.51%	88.84%	89.00%	89.15%
營業利益率(%)	23.12%	47.90%	58.10%	-8.02%	1.06%	19.19%	27.07%	34.35%	41.76%	46.68%	49.40%	52.31%
稅後純益率(%)	28.25%	39.67%	48.59%	7.04%	19.98%	29.47%	26.52%	33.26%	35.07%	38.76%	40.80%	42.98%
營業收入 YoY/QoQ(%)	91.47%	55.50%	36.52%	26.07%	0.40%	39.50%	17.64%	14.34%	5.80%	13.00%	7.00%	6.86%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	118.37%	67.20%	-41.60%	184.97%	105.77%	5.86%	43.38%	11.55%	24.89%	12.63%	12.58%

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 34.12 億元計算。

ESG：

因應企業永續經營所帶來的挑戰與機會，整合各方利害關係人關注之議題，將展開「永續經營(ESG)計畫」，成立企業永續發展委員會，聚焦於五大策略，連結聯合國「永續發展目標 SDGs」，以企業核心精神與專業，落實永續經營各項目標，促進永續的經濟成長、社會發展與環境保護，提升企業競爭力與發揮影響力。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 2 月 19 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	15,333	27,269	30,414	36,833	47,535
流動資產	13,375	22,896	55,310	66,300	131,338
現金及約當現金	10,304	19,666	45,701	55,416	109,205
應收帳款與票據	799	1,312	4,094	3,374	7,032
存貨	1,102	1,459	2,664	3,376	4,492
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	544	1,678	1,838	2,044	2,255
負債總計	3,191	3,321	3,704	4,093	4,711
流動負債	2,550	2,152	2,212	2,456	2,388
應付帳款及票據	231	129	588	402	884
非流動負債	641	1,169	1,033	1,364	1,567
權益總計	12,141	23,948	26,710	32,741	42,824
普通股股本	3,025	3,403	3,403	3,403	3,403
保留盈餘	-4,186	-631	2,131	8,162	18,245
母公司業主權益	12,141	23,948	26,709	32,740	42,824
負債及權益總計	15,333	27,269	30,414	36,833	47,535

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	2,882	5,106	9,776	15,201	20,752
營業成本	812	611	1,183	1,688	2,168
營業毛利淨額	2,070	4,495	8,593	13,514	18,584
營業費用	4,098	6,408	6,332	6,233	6,527
營業利益	-2,028	-1,913	2,260	7,281	12,058
EBITDA	-1,636	-1,257	-1,559	-1,469	-1,471
業外收入及支出	146	341	1,258	760	1,038
稅前純益	-1,842	-987	3,518	8,041	13,096
所得稅	-467	-363	757	2,010	3,012
稅後純益	-1,375	-624	2,762	6,031	10,084
稅後 EPS(元)	-4.03	-1.83	8.09	17.68	29.55
完全稀釋 EPS**	-4.03	-1.83	8.09	17.68	29.55

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 34.12【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 34.12 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	339.00%	77.15%	91.47%	55.50%	36.52%
營業毛利淨額	645.45%	117.18%	91.16%	57.27%	37.52%
營業利益	N.A	N.A	N.A	222.14%	65.60%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	118.37%	67.20%

獲利能力分析(%)

毛利率	71.82%	88.04%	87.90%	88.90%	89.55%
EBITDA(%)	-56.76%	-24.61%	-15.95%	-9.66%	-7.09%
營益率	-70.37%	-37.48%	23.12%	47.90%	58.10%
稅後純益率	-47.70%	-12.22%	28.25%	39.67%	48.59%
總資產報酬率	-8.97%	-2.29%	9.08%	16.37%	21.21%
股東權益報酬率	-11.32%	-2.60%	10.34%	18.42%	23.55%

償債能力檢視

負債比率(%)	20.81%	12.18%	12.18%	11.11%	9.91%
負債/淨值比(%)	26.29%	13.87%	13.87%	12.50%	11.00%
流動比率(%)	524.44%	1063.90%	2500.00%	2700.00%	5500.00%

其他比率分析

存貨天數	441.13	765.42	635.95	653.13	662.38
應收帳款天數	80.10	75.46	100.92	89.66	91.52

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	-1,505	-706	-2,232	7,569	2,390
稅前純益	-1,842	-987	3,518	8,041	13,096
折舊及攤銷	228	269	568	560	610
營運資金變動	-519	-972	-3,528	-179	-4,291
其他營運現金	627	985	-2,791	-854	-7,025
投資活動現金	-1,243	-487	28,629	3,881	53,631
資本支出淨額	-312	-1,286	-799	-897	-916
長期投資變動	-989	874	0	0	0
其他投資現金	58	-75	29,429	4,778	54,547
籌資活動現金	9,579	10,454	-363	-1,735	-2,231
長借/公司債變動	-12	-12	-136	331	203
現金增資	8,647	13,877	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	0
其他籌資現金	944	-3,410	-227	-2,066	-2,434
淨現金流量	6,850	9,362	26,035	9,715	53,790
期初現金	3,454	10,304	19,666	45,701	55,416
期末現金	10,304	19,666	45,701	55,416	109,205

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 19 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	1,306	1,647	1,653	2,306	2,713	3,102	3,282	3,709	3,969	4,241	4,453	4,987
營業成本	122	252	193	300	328	362	377	414	436	460	478	525
營業毛利淨額	1,184	1,395	1,460	2,006	2,385	2,741	2,905	3,295	3,532	3,781	3,975	4,463
營業費用	1,830	1,527	1,443	1,564	1,651	1,675	1,535	1,564	1,572	1,562	1,624	1,632
營業利益	-645	-132	18	443	735	1,066	1,371	1,731	1,961	2,219	2,351	2,830
業外收入及支出	836	-83	317	484	147	310	164	185	198	212	223	249
稅前純益	191	-215	335	927	881	1,376	1,535	1,917	2,159	2,431	2,574	3,080
所得稅	-8	-331	4	247	162	344	384	479	540	608	592	708
稅後純益	199	116	330	680	720	1,032	1,151	1,438	1,619	1,823	1,982	2,371
最新股本	3,412	3,412	3,412	3,412	3,412	3,412	3,412	3,412	3,412	3,412	3,412	3,412
稅後EPS(元)	0.58	0.34	0.97	1.99	2.11	3.02	3.37	4.21	4.75	5.34	5.81	6.95

獲利能力(%)

毛利率(%)	90.68%	84.73%	88.31%	86.98%	87.92%	88.35%	88.51%	88.84%	89.00%	89.15%	89.26%	89.48%
營業利益率(%)	-49.38%	-8.02%	1.06%	19.19%	27.07%	34.35%	41.76%	46.68%	49.40%	52.31%	52.79%	56.75%
稅後純益率(%)	15.20%	7.04%	19.98%	29.47%	26.52%	33.26%	35.07%	38.76%	40.80%	42.98%	44.50%	47.55%

QoQ(%)

營業收入淨額	3.28%	26.07%	0.40%	39.50%	17.64%	14.34%	5.80%	13.00%	7.00%	6.86%	5.00%	12.00%
營業利益	N.A	N.A	N.A	2416.61%	65.98%	45.07%	28.63%	26.31%	13.24%	13.16%	5.97%	20.40%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	176.90%	-4.86%	56.08%	11.55%	24.89%	12.63%	12.58%	5.88%	19.67%
稅後純益	N.A	-41.60%	184.97%	105.77%	5.86%	43.38%	11.55%	24.89%	12.63%	12.58%	8.71%	19.67%

YoY(%)

營業收入淨額	61.10%	95.65%	86.27%	82.35%	107.72%	88.39%	98.52%	60.81%	46.27%	36.70%	35.67%	34.47%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	7694.65%	291.23%	166.91%	108.21%	71.52%	63.48%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	361.83%	N.A	358.70%	106.89%	144.92%	76.67%	67.68%	60.68%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	262.52%	790.03%	248.41%	111.47%	124.99%	76.67%	72.16%	64.96%

註1：稅後EPS以股本34.12億元計算

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。