

視航生醫 (7759 TT) SunHawk Vision

眼科核酸新藥領航者，聚焦近視防控及乾眼症治療

未評等

收盤價 (2025/03/07) : --

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2021	2022	2023
營業收入	1	0	0
營業毛利	1	0	0
營業利益	(40)	(16)	(26)
稅後淨利	(39)	(15)	(25)
調整後EPS (元)	(2.43)	(0.72)	(1.19)
股本	211	211	221
YoY (%)	2021	2022	2023
營業收入	--	--	--
營業利益	--	--	--
稅後淨利	--	--	--
YoY (%)	2021	2022	2023
毛利率	100%	--	--
營業利益率	--	--	--
稅後淨利率	--	--	--

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳彥菱

dorothy.chen123@yuanta.com

元大觀點

- 視航生醫旗下 SHJ002 是全球第一個治療近視和乾眼症的 RNA 新藥，藉由抑制 microRNA-328 表現，進而阻止眼軸拉長、避免角膜損傷。
- 乾眼症主要以抗發炎藥(>50%)緩解症狀，新藥仍有缺口；SHJ002 可改善角膜損傷、提升淚液品質，預計 3Q25 遞交臨床三期 IND 申請。
- SHJ002 在動物實驗上發現可控制眼軸長度，有機會用於兒童近視防控，目前正在進行臨床二期試驗，未來將與乾眼症一併對外授權。

眼科核酸新藥領航者，聚焦近視防控及乾眼症治療

視航生醫成立於 2019 年，專注於市場首見(first-in-class)新藥開發，旗下 SHJ002 是全球第一個治療近視和乾眼症的 RNA 新藥，藉由核酸干擾技術(RNAi)抑制 microRNA-328 的表現，進而阻止眼軸拉長、避免角膜損傷，是台灣第一個獲美國 FDA 核准執行臨床試驗的 RNA 新藥。視航股權集中，前三大股東合計持有 49%股權，並有佳世達、亨泰光學等策略投資人，未來有望在眼科領域合作通路及產品。SHJ002 正在臨床二/三期試驗階段。

2028 年全球乾眼症市場預估達 148 億美元，新藥為成長動能

人口老化、長時間接觸 3C 產品、隱形眼鏡使用增加，導致乾眼症人口急速上升，全球乾眼症患者有 9.15 億人，其中 9,000 萬人患有嚴重乾眼症，預估全球乾眼症市場將從 2020 年的 44.7 億美元成長至 2028 年的 148 億美元，2018-2028F CAGR 達 13.8%，現在乾眼症治療產品主要為抗發炎處方藥(>50%)及人工淚液，新作用機轉藥物仍有缺口。SHJ002 在臨床二期證實可改善角膜損傷(具統計意義)，並可改善乾眼症患者症狀，SHJ002 在作用機轉上也可改善淚液品質，2025-2027 年將進行兩項乾眼症臨床三期試驗。

近視防控臨床二期試驗進行中，未來將與乾眼症一併授權

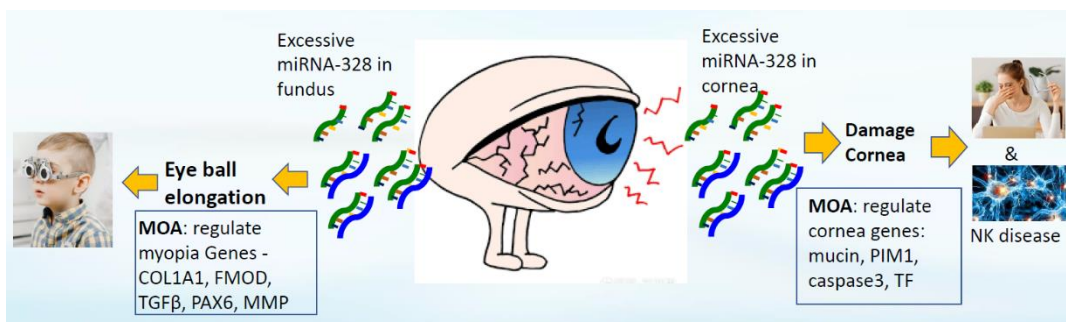
目前沒有核准用於兒童近視防控的藥物，SHJ002 有機會透過中和過多的 miR-328 來避免眼軸增長，阻止近視發展，動物實驗上已發現 SHJ002 可控制眼軸長度，在老鼠上一個月見效、在兔子上 2 個月見效。目前 SHJ002 正在進行兒童近視防控臨床二期試驗，總共要收案 144 人，治療期 52 週，預計 1H26 完成。國際大廠傾向同時授權乾眼症及兒童近視防控適應症，研判授權時間點會在 1H26 兒童近視防控臨床二期完成之後，預估乾眼症授權金約 5,000 萬美元、近視防控授權金 1,500 萬美元。因應研發支出，未來可能有募資需求，眼科新藥同業市值落於 30-290 億元台幣。

公司簡介

眼科核酸新藥領航者，聚焦近視防控及乾眼症治療

視航專注於市場首見(first-in-class)新藥開發，卓夙航教授及梁中玲醫師於 2019 年 8 月成立視航生醫，自學研單位技轉引進兩位創辦人研發的抗近視核酸新藥，研發團隊在全球首次發表 microRNA 表現異常會導致近視，以特定微小 RNA (micro RNA)為藥物標靶，設計核酸藥物，希望達到對兒童近視防止和控制，同時擴大產品適應症至乾眼症治療、乾燥症病人的眼角膜破損治療，其中乾眼症臨床二期試驗已於 2Q24 解盲，數據正向，2025 年將啟動乾眼症第一個臨床三期試驗，待營運穩定後再啟動乾眼症第二個臨床三期試驗，3Q25 也將公佈乾燥症病人眼角膜破損治療臨床二期數據；4Q24 展開治療近視眼的跨國二期試驗。

圖 1：視航發現 microRNA-328 過多會造成眼軸拉長及角膜損傷，以此標靶設計核酸藥物



資料來源：公司資料

股權結構穩定集中，策略性投資人有助於業務拓展

視航生醫第一大股東飛越高山股份有限公司持股 26.22%，視航生醫董事長卓夙航持股 11.81%、董事梁中玲持股 10.97%，卓夙航與梁中玲為視航生醫的共同創辦人，前三大股東合計持股率 49%，股權集中度高。此外，策略性投資法人包括佳世達(持股 5.71%)、亨泰光學(持股 3.96%)、亨泰聯合(持股 2.37%)，預期未來視航在眼科領域與策略性投資人有更多通路及產品上的合作。

圖 2：視航前十大股東概覽

主要股東名稱	持股比例
飛越高山股份有限公司	26.22%
卓夙航	11.81%
梁中玲	10.97%
佳世達科技股份有限公司	5.71%
亨泰光學股份有限公司	3.96%
亨泰聯合有限公司	2.37%
簡明仁	2.17%
元大證券股份有限公司	2.00%
柯文昌	1.66%
厚德生醫創業投資股份有限公司	1.65%




資料來源：公司資料；資料日期截至 2025/1/31。

SHJ002 是全球第一個治療近視和乾眼症的 RNA 新藥

2020 年新冠疫情期間，mRNA 疫苗憑藉著快速研發及生產的優勢，很早進入臨床試驗，並成功遞交超過 9 成的保護力，美國 FDA 於 2020 年底給予 mRNA 新冠疫苗 EUA，全球各國皆專注於提升新冠疫苗覆蓋率，一時 mRNA 新冠疫苗供不應求，mRNA 藥物技術平台因此受到矚目。

SHJ002 是一種核酸藥物，藉由核酸干擾技術(RNAi)抑制 microRNA-328 的表現，進而阻止眼軸拉長、避免角膜損傷，SHJ002 是全球第一個近視和乾眼症的 RNA 新藥，也是台灣第一個被美國 FDA 核准執行臨床試驗的 RNA 新藥，美國 FDA 只花了 28 天，無條件核准直接招募兒童 First-in-Human 的臨床試驗，顯示 FDA 認為 SHJ002 安全性無虞。SHJ002 具有穩定度高(室溫保存至少 2 年)、不需要冷鏈運輸、不需要載體、化學合成原料製作易於加工、無防腐劑(不對角膜產生毒性)等優勢。臨床一期用藥 28 天，健康受試者都沒出問題，目前 SHJ002 開發適應症包括兒童近視防控、乾眼症及角膜破損。

圖 3：視航研發產品線時程規劃

研發代號	適應症	預計里程碑	2024				2025				2026			
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
SHJ002-MY	近視 	IND 準備和送件												
		PHASE-2 臨床試驗												
SHJ002-DED	乾眼症 	EOP2 會議												
		IND 準備和送件												
		PHASE-3 臨床試驗												
SHJ002-SJP	角膜破損 	IND準備和送件												
		PHASE-2 臨床試驗												
		EOP2 會議												

*IND：申請新藥臨床試驗；EOP2：end-of-phase-2 法規會議。

資料來源：公司資料

- **乾眼症**：SHJ002 治療乾眼症的原理包括 1) 修復眼表角膜損傷；2) 減少眼表細胞傷害和死亡；3) 改善淚水品質。2Q24 完成 SHJ002-DED 用於乾眼症治療的臨床二期試驗，在澳洲、泰國收治 18 歲以上、五個區域的角膜螢光染色總分(Total CFS)為 5 分以上(0-15 分，15 分最嚴重)的乾眼症患者，總共收案 85 人，點藥 12 個禮拜，主要療效指標是以角膜螢光染色分數變化(Total CFS)來評估角膜受傷的改善程度，在用藥 12 週後，用藥組相比於對照組額外改善 1.66 分， $p=0.001$ ，具統計上的顯著差異；次要療效指標主要是評估病人自己的感受，包括 SANDE 總分(詢問上禮拜對五種項目(Burning/Stinging、Itching、Foreign body sensation、Eye Discomfort、Eye Dryness)的感覺，每一項 0~100 分)，以及病人當下對於 Foreign body sensation (異物感)、Eye Dryness (乾澀的感覺)的感受程度(0~100 分)，用藥組所有次要療效指標都有改善的趨勢，多項次要療效指標具統計上的顯著差異。

圖 4：SHJ002 用於治療乾眼症的臨床二期試驗結果

項目	療效
主要療效評估	
角膜螢光染色(Total CFS)	diff：-1.66 (p=0.001)
次要療效評估	
SANDE 總分	diff：-8.97 (p=0.039)
SANDE 嚴重分數	diff：-11.32 (p=0.008)
異物感	diff：-12.62 (p=0.007)
乾眼症狀	diff：-8.56 (p=0.058)
探索性療效評估	
角膜下半部螢光染色(Inferior CFS)	diff：-0.39 (p=0.042)

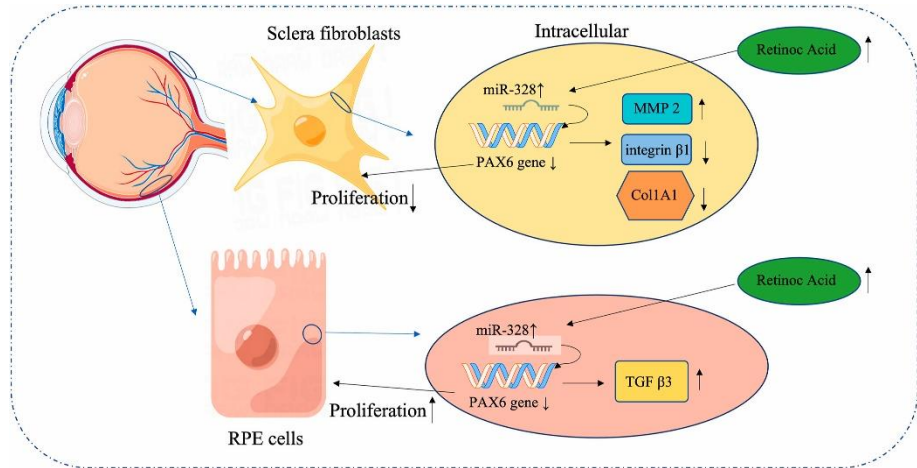
資料來源：公司資料、元大投顧整理

目前視航規劃在 2025 年第三季向美國 FDA 遞交 SHJ002-DED 用於乾眼症治療的臨床三期 IND 申請，30 天內如果沒問題就可以執行臨床試驗，總共要做兩個臨床三期，一個三期試驗在美國收 600 人(20-30 個 site)，另外一個三期試驗預計於亞洲收案 600 人，兩個三期試驗總共要收 1,200 人。一個三期試驗執行時間抓一年，視航策略是等第一個三期試驗執行比較穩定後，再啟動第二個臨床三期試驗，兩個臨床三期試驗總共須花費 8 億元台幣(分 1.5-2 年支出)，未來主要目標市場是美國跟中國大陸。

此外，SHJ002-SJP 用於治療乾燥症病人的角膜破損的臨床二期試驗是一項雙盲、安慰劑對照、隨機分配的臨床試驗，在台灣進行，受試者一天點藥 2 次，主要療效指標是用藥 12 週後以角膜螢光染色分數變化(Total CFS)來評估角膜受傷的改善程度，次要療效指標則包括病人自主症狀評估量表，預計 3Q25 有數據讀出，規劃於 2026 年和美國 FDA 進行 EOP2 會議，未來角膜破損臨床三期的主要療效指標仍待與 FDA 討論。全球約有 1%人口患有反覆性眼角膜破損，造成角膜破皮的原因包括異物侵入、眼角膜刮傷、糖尿病之眼瞼併發症、眼睛乾燥、角膜發育不良等，目前临床上針對角膜破損僅給予人工淚液、止痛藥、抗生素等症狀治療，並無直接針對角膜破損治療。視航團隊研究發現 SHJ002 藉由抑制過多的 miR-328 可避免角膜損傷，且過去在乾眼症臨床二期試驗已驗證 SHJ002 可改善角膜破損，研判 SHJ002-SJP 用於治療乾燥症病人的角膜破損適應症開發成功機率大，有望滿足未被滿足的醫療需求。

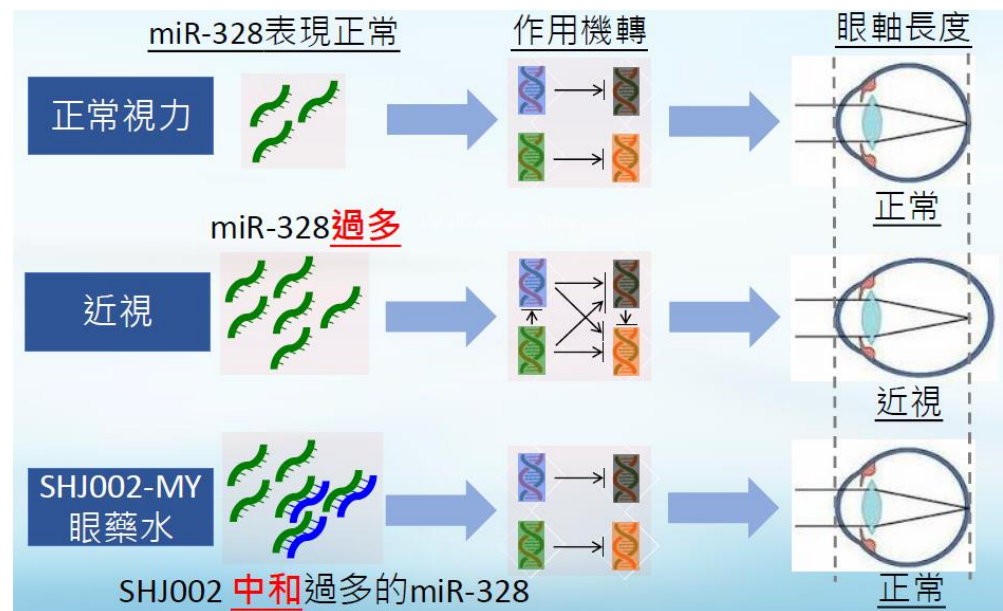
● **兒童近視防控**：目前沒有核准用於兒童近視防控的藥物，僅有長效型散瞳劑 Atropine 被 off-label 使用，但效果不佳，且有畏光的副作用。視航研發團隊發現過多的 MicroRNA-328 (miR-328)可能透過介導 PAX6 基因使眼軸長度增加(導致近視)，而 SHJ002-MY 有機會透過中和過多的 miR-328 來避免眼軸增長，阻止近視發展。視航之前在兔子、老鼠動物實驗中發現，使用 SHJ002 可控制眼軸長度，在老鼠上一個月見效、在兔子上 2 個月見效，不同養殖場來源的動物、不同實驗室都看到一致的結果，SHJ002-MY 抑制近視的效果比最高濃度 Atropine (1%)效果好，管理層推估 SHJ002-MY 療效比低濃度 Atropine 好 4-5 倍。SHJ002-MY 用於兒童近視防控臨床二期試驗為對照組比較、1：1 的雙盲試驗，收治近視 100-650 度之間，3-12 歲的人，總共要收 144 人，台灣已於 2025 年 1 月開始收案，美國將於 2025 年第一季同步跟進，治療期 52 週，一天點一次，主要試驗終端為近視度數變化(與對照組相較近視增長幅度至少要減少 25 度)，次要試驗終點是眼軸長度變化，預計 1H26 完成兒童近視防控臨床二期試驗，總共預計支出 1.3 億元台幣，最大目標市場是中國大陸，台灣市場不排除授權當地廠商。

圖 5：miR-328 可能透過抑制 PAX6 基因表現來影響近視的形成



資料來源：Zihao Zhuang, et al. Targeting MicroRNA in myopia: Current insights. Experimental Eye Research (2024)

圖 6：SHJ002 中和過多的 miR-328 以避免眼軸增長及近視



資料來源：公司資料

SHJ002 預計 2027 年同時授權乾眼症及兒童近視防控的國際市場

針對國際市場授權，國際大廠傾向同時授權乾眼症及兒童近視防控適應症，為最大化授權價值，研判授權時間點會在 1H26 兒童近視防控二期臨床試驗之後，我們預估 2027 年完成 SHJ002 用於乾眼症及兒童近視防控的國際授權，其中乾眼症授權金約 5,000 萬美元(500 萬美元簽約金、500 萬美元開發里程碑金、4,000 萬美元銷售里程碑金)，預估兒童近視防控授權案將包括簽約金 500 萬美元及開發里程碑金 1,000 萬美元。銷售方面，預估 SHJ002 用於乾眼症於 2029 年美國/中國上市後定價為 9,000 美元/2,250 美元，上市後市佔率逐年提升至 10%，則 SHJ002 用於乾眼症在美國/中國最高銷售額可達 12 億美元/16.5 億美元，而視航可取得產品上市後淨銷售額的 5-10%作為銷售權利金分潤(royalties)。

視航核酸新藥仍在研發階段，後續或有募資需求

視航核酸新藥 SHJ002 用於乾眼症、兒童近視防控臨床試驗進行中，故目前營運仍呈虧損。截至 1H24，視航在手現金及定存合計 1.83 億元，2H24 現增募得資金 1.13 億元，隨著乾眼症臨床三期、兒童近視防控臨床二期持續進行，預期 2025-2027 年視航一年營業費用約 3-4 億元，則後續可能有募資需求。台灣眼科新藥同業包括全福生技(6885 TT)、台新藥(6838 TT)、圓祥生技(6945 TT)、仁新(6696 TT)目前眼科新藥產品正在臨床二/三期階段或已上市，同業市值區間落在 30-130 億元台幣；國際眼科新藥同業包括歐康維視及 Oculis，市值區間落於 160-290 億元台幣。

圖 7：視航生醫損益表

(NT\$百萬元)	2021	2022	2023	1H24
營業收入	1	0	0	0
銷貨成本	0	0	0	0
營業毛利	1	0	0	0
營業費用	(41)	(16)	(26)	(26)
營業利益	(40)	(16)	(26)	(26)
業外利益	1	0	1	6
稅前純益	(39)	(15)	(25)	(20)
所得稅費用	0	0	(0)	(0)
歸屬母公司稅後純益	(39)	(15)	(25)	(0)
調整後每股盈餘(NT\$)	(2.43)	(0.72)	(1.19)	(0.32)
股本	221	221	221	221
重要比率				
營業毛利率	100.0%	--	--	--
營業利益率	--	--	--	--
稅前純益率	--	--	--	--
稅後純益率	--	--	--	--
年增率				
營業收入	--	--	--	--
營業利益	--	--	--	--
稅後純益	--	--	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 8：視航生醫資產負債表

(NT\$百萬元)	2021	2022	2023	1H24
現金及約當現金	12	23	175	113
按攤銷後成本衡量之金融資產	23	38	53	70
預付款項	4	12	13	33
其他流動資產	0	0	0	0
流動資產	39	72	241	216
固定資產	0	0	5	5
使用權資產	0	0	4	11
其他非流動資產	70	70	71	71
長期資產	70	70	80	88
資產總額	109	143	321	303
應付帳款	1	0	8	1
其他流動負債	1	0	1	4
流動負債	2	0	8	5
長期負債	0	0	3	8
負債總額	2	0	11	13
股本	161	211	211	617
資本公積	0	0	0	0
保留盈餘	(53)	(69)	(94)	(327)
其他權益	0	0	0	0
權益總額	108	142	117	290
負債與權益總額	109	143	129	303
穩定/償債能力分析				
負債權益比 (%)	2%	0%	4%	4%
總負債資產比 (%)	2%	0%	4%	4%
流動比率 (倍)	23.0	436.1	28.7	41.4

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 9：視航生醫現金流量表

(NT\$百萬元)	2021	2022	2023	1H24
稅前純益	(39)	(15)	(25)	(20)
折舊及攤提	0	0	0	2
營運資金變動	0	0	0	0
其他營業資產	5	40	43	(26)
營運活動之現金流量	(34)	24	18	(44)
資本支出	0	0	0	0
其他資產變動	36	(15)	21	(18)
投資活動之現金流量	36	(15)	21	(18)
本期負債變動	0	0	0	0
其他	0	50	(0)	(1)
融資活動之現金流量	0	50	(0)	(1)
匯率影響數	0	0	0	1
本期產生現金流量	2	11	4	(62)
期初現金餘額	10	12	23	175
期末現金餘額	12	23	27	113

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 10：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (NT\$ mn)	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
視航生醫	7759 TT	未評等	--	--	(1.19)	--	--	--	--	--	--	--	--
眼科新藥同業													
歐康維視	1477 HK	未評等	4.8	16,579	(0.64)	(0.43)	(0.02)	--	--	--	--	--	--
Oculus	OCS US	未評等	18.7	28,882	(3.53)	(2.01)	(2.09)	--	--	--	--	--	--
全福	6885 TT	未評等	29.0	3,837	(6.84)	--	--	--	--	--	--	--	--
台新藥	6838 TT	未評等	33.7	5,080	(2.59)	--	--	--	--	--	--	--	--
仁新	6696 TT	未評等	147.5	12,188	(9.22)	--	--	--	--	--	--	--	--
圓祥	6945 TT	未評等	55.4	4,703	(5.24)	--	--	--	--	--	--	--	--
溫士頓	6817 TT	未評等	101.5	1,844	8.62	--	--	11.8	--	--	42.7	--	--
同業平均					(2.78)	(1.22)	(1.06)	11.8	--	--	42.7	--	--

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 11：同業評價比較表(續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (NT\$ mn)	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
視航生醫	7759 TT	未評等	--	--	(8.1)	--	--	14.7	--	--	--	--	--
眼科新藥同業													
歐康維視	1477 HK	未評等	4.8	16,579	(11.7)	--	--	4.9	--	--	1.0	--	--
Oculus	OCS US	未評等	18.7	28,882	(69.3)	--	--	3.7	1.8	1.5	5.0	10.5	12.7
全福	6885 TT	未評等	29.0	3,837	(51.9)	--	--	15.0	--	--	1.9	--	--
台新藥	6838 TT	未評等	33.7	5,080	(40.0)	--	--	8.5	--	--	4.0	--	--
仁新	6696 TT	未評等	147.5	12,188	(41.1)	--	--	27.2	--	--	5.4	--	--
圓祥	6945 TT	未評等	55.4	4,703	(36.0)	--	--	12.1	--	--	4.6	--	--
溫士頓	6817 TT	未評等	101.5	1,844	40.2	--	--	23.2	--	--	4.4	--	--
同業平均					(30.0)	--	--	13.5	1.8	1.5	3.8	10.5	12.7

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。

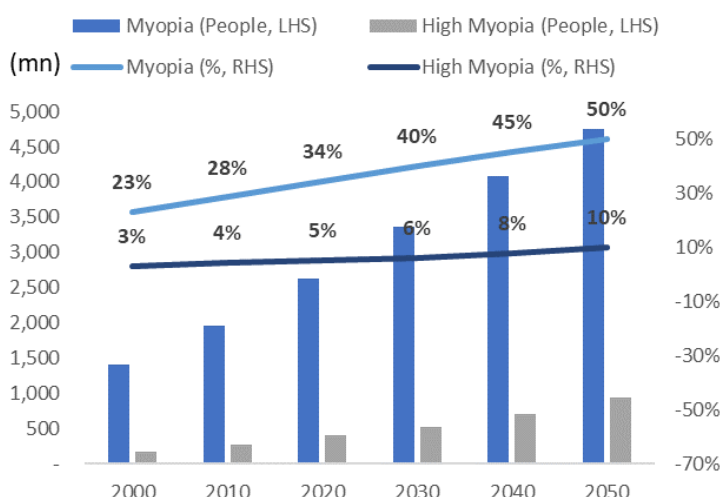
產業概況

全球近視普及率將從 2020 年的 34% 提升至 2050 年的 50%

3C 產品使用過度造成近視主要原因是近距離、長時間兩大因素：1) 眼睛只要近距離(40 公分以內)看東西，睫狀肌收縮，進而調節水晶體弧度，讓焦距可以落在視網膜上，物體越近睫狀肌就會愈緊繃。從民眾使用 3C 產品距離來看，一般看電視距離約 2.5 公尺、看電腦距離 50 公分、看平板距離 30 公分、看手機距離只有 20-25 公分，可見尤其是看平板、手機的時候，眼睛都會處於緊繃的狀態。近年由於網路的普及，全球智慧型手機的滲透率已達 8 成以上。根據研調機構統計，全球網路用戶佔全球人口的比例約 65%，其中 9 成以上有智慧型手機；2) 全球 16-64 歲網路用戶平均每天花 6.5 小時上網，台灣民眾平均每天花 7.25 小時上網，高於全球平均。當眼睛長期處在要用力、緊繃的情況下，近視度數就會增加。2020 年全球罹患近視人口達 26.2 億，相當於 34% 之全球人口普及率，預估到 2050 年近視普及率將達 50%。亞洲國家近視普及率較其他區域高出許多，特別如學業壓力大的新加坡、韓國、台灣、中國，東亞以及亞太地區的近視普及率高達五成以上。

根據 WHO，高度近視定義為近視度數超過 500 度或眼軸長大於 26mm。高度近視有較高機會併發容易造成失明的眼睛疾病，如開放型隅角型青光眼、白內障、視網膜剝離、黃斑部病變等；其他併發症包括飛蚊症、周邊視網膜退化。

圖 12：全球近視普及率逐年增加



資料來源：Global Prevalence of Myopia and High Myopia and Temporal Trends from 2000 through 2050、元大投顧整理

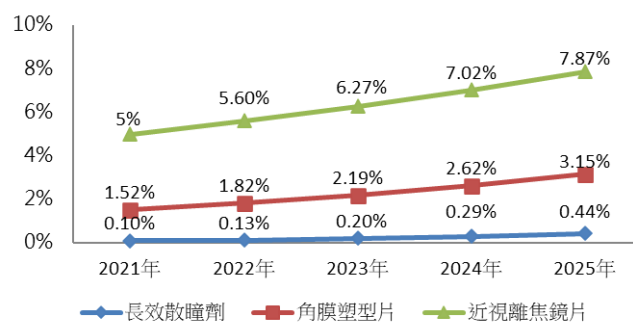
圖 13：亞洲國家近視普及率高於全球 (%)

地區	2000	2020	2050
東亞	38.8	51.6	65.3
亞太	46.1	53.4	66.4
東南亞	33.8	46.1	62
全球	22.9	33.9	49.8

資料來源：Global Prevalence of Myopia and High Myopia and Temporal Trends from 2000 through 2050、元大投顧整理

2021 年台灣 74%/45%的中/小學生患有近視；2020 年中國兒童青少年總體近視率為 52.7%，其中 14.3%/35.6%/71.1%/80.5%的 6 歲兒童/小/中/高中學生患有近視，近視低齡化現象嚴重。目前兒童近視防控以使用散瞳劑及夜戴型角膜塑型鏡(OK 鏡片)為主，OK 鏡片使用特殊硬式鏡片重塑角膜形狀，在夜晚睡眠期間配戴，白天取下即可以擁有良好的視力，並減緩度數加深，對學童的近視矯正效果良好而且可逆，停止配戴後角膜狀態便會恢復以往，沒有副作用，目前只能在眼科診所進行驗配，近年在 OK 鏡片兩岸銷售快速成長。2023 年亨泰光在台灣市場銷售 9.68 萬片 OK 鏡片，以亨泰光在台灣市場市佔率 7 成推估 2023 年台灣 OK 鏡片約銷售 13.8 萬片，以同期台灣國小及國中近視人數合計 94.9 萬人計算，2023 年台灣 OK 鏡片滲透率約 7.3%，還有成長空間。2023 年中國青少年近視人口有 1.39 億人，中國角膜塑型滲透率預估從 2023 年的 2.19%提升至 2025 年的 3.15%。一般 OK 鏡片價格第一次驗配一付 3-4 萬元，可以用 2 年，之後更換一片 8,000 元，平均一年花費 1-2 萬元，則 2023 年台灣 OK 鏡片市場銷售額約 13.8 億元。Cooper 也推出 MiSight 1 day 學童近視控制專用軟式日拋隱形眼鏡，一年費用約 3 萬元。

圖 14：中國兒童近視防控滲透率預估

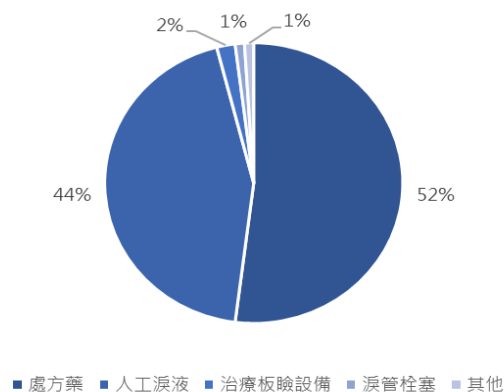


資料來源：UVB、元大投顧整理

2028 年全球乾眼症市場預估將成長至 148 億美元

乾眼症是常見眼科疾病之一，近年來因人口老化、長時間接觸 3C 產品、隱形眼鏡使用增加及近視雷射手術，導致乾眼症人口急速上升，從前好發於老年人，現今年齡層下降皆有此症狀問題。全球乾眼症人數有 9.15 億人，其中 9,000 萬人患有嚴重乾眼症，目前美國有 1,670-5,020 萬人患有乾眼症，佔美國人口的 5-15%，乾眼症每年對美國經濟衝擊達 554 億美元。GlobalData 預測全球乾眼症市場將從 2020 年的 44.7 億美元成長至 2028 年的 148 億美元，2018-2028F CAGR 達 13.8%，北美為最大市場，約佔全球乾眼症市場的 65%，亞太地區則佔全球乾眼症市場的 19.9%。依產品分，超過一半為抗發炎處方藥，其餘為人工淚液、潤滑劑的產品，以及少數其他藥理機轉如角膜修復、提升淚液品質的藥物(圖 14)。2021 年前七大眼科暢銷藥物，有 3 個是乾眼症藥物，API 為小分子或肽類藥物，作用機轉為抗發炎或是提升淚液品質，年銷售額落在 1.28-12.9 億美元。

圖 15：2022 年乾眼症治療產品分析



資料來源：公司資料、元大投顧整理

眼淚分成 3 層：1) 外層油脂，可防止淚液蒸發；2) 中層主要是水；3) 內層為黏多醣，具有潤滑保濕作用。乾眼症的原因，亞洲人是因為眼淚蒸發太快，西方人則是水分不足。SHJ002 治療乾眼症的原理包括 1) 修復眼表角膜損傷；2) 減少眼表細胞傷害和死亡；3) 改善淚水品質，同時具備保濕作用及防止水分蒸發的效果，未來若成功上市，可望享有較佳的定價。

博士倫近年積極佈局乾眼症眼藥水，於 3Q23 自 Novartis 以 25 億美元收購 Xiidra 眼藥水(作用機制為抗發炎，2022 年銷售額 4.87 億美元)，並於 2023 年取得 Miebo 眼藥水的美國藥證，Miebo 是第一個被核准直接抑制淚水蒸發的眼藥水，定價約一年 9,252 美元，比 Xiidra、Restasis 的一年 7,600 美元藥價高。近年在美國上市治療乾眼症的眼藥水皆由國際大廠接手銷售，我們認為未來乾眼症新藥需提供不同於現有藥物的作用機轉，而且主要授權對象為國際藥廠，隨著更多有效的乾眼症新藥上市，處方藥在乾眼症治療的市佔率可望進一步提升，除了積極治療乾眼症的病人數增加，也部分取代人工淚液的使用。

圖 16：乾眼症藥物比較

公司/藥物	藥物型態	MOA/API	Status	用藥頻率	副作用	專利	評論	2023 年銷售額
開發中								
睛航生醫 /SHJ002	核酸藥物 眼藥水	提升淚液品質/ 抗 miR-328 核酸	臨床二期	2x daily	眼部副作用<9%	2042		
全福生技 /BRM421	胜肽 眼藥水	生長因子	臨床三期	3x daily	滴注部位反應 (37%)	2041		
已上市								
博士倫/ Xiidra	小分子 眼藥水	抗發炎/LFA antagonist	US approved, EU withdrawn	2x daily	刺激 (18%)、味覺 障礙 (13%)	2033	US\$7,600/year	US\$ 487mn (2022) ; Novartis 以 US\$2.5bn 賣給博士倫 2019 年 Novaliq 完成 Miebo 二期臨床試驗後 將北美的商業化權利授 權給博士倫，銷售里程 碑金合計約 US\$ 38mn，可收 royalties US\$ 436mn
博士倫/ Miebo	小分子 眼藥水	抑制淚液蒸發/ perfluorohexyloc tane	US approved	4x daily	眼部副作用 10%	2037	US\$9,252/year	US\$ 6.3mn (2021) ; 2022 年 Alcon 以簽約 金 US\$ 60mn 從 Kala 買下產品權利 US\$ 41.7mn ; 4Q22 Viatrix 併購 Oyster Point
Allergan/ Restasis	環狀胜肽 眼藥水	抗發炎/ ciclosporin	US approved	2x daily	灼熱感、刺痛感 (17%)	2024	US\$7,600/year	
Alcon/ Eysuvis	小分子 眼藥水	抗發炎/nano particle steroid	US approved	4x daily	結膜炎	2033	類固醇可能有眼壓 風險	
Viatrix/ Tyrvaya	小分子 鼻噴劑	淚水分泌/ nicotine acetylcholine	US approved	2x daily	打噴嚏(82%)、咳 嗽(16%)、喉嚨刺 激(13%)	2035	鼻噴劑；患者依從 性差	
Essex/ bFGF	蛋白質 眼藥水	角膜修補/FGF	CN approved	6x daily	不能使用超過兩週	-	增加致癌風險	
Uni-Bio/ rhEGF	蛋白質 眼藥水	角膜修補/EGF	CN approved	4x daily	不能使用超過兩週	-	增加致癌風險	
Santen/ Diquas	小分子 眼藥水	提升淚水品質/ P2Y2 receptor agonist	JPN approved, CN approved	6x daily	過敏、搔癢、刺 激、結膜炎	2023	-	US\$ 184mn
Otsuka/ Mucosta	小分子 眼藥水	提升淚水品質/ prostaglandin agonist	JPN approved, US failed	4x daily	味覺障礙 (9.7%)	2026	-	

資料來源：公司資料、元大投顧整理

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

© 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