

# 中裕(4147)

BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

## 元富投顧研究部

研究員 傅恒聿 Frank Fu

Frankfu@masterlink.com.tw

## 評等

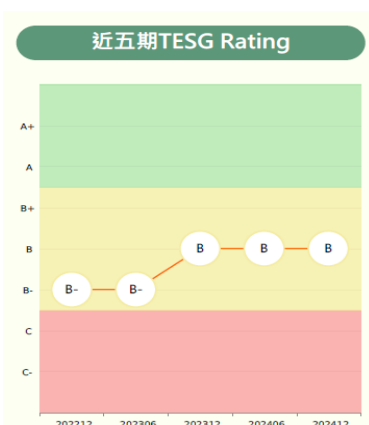
日期:	2025/3/31
目前收盤價 (NT\$):	93.8
目標價 (NT\$):	130
52 週最高最低(NT\$):	70.3-99.7
加權指數:	21602

## 公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	2,731
市值 (NT\$/mn):	25,620
市值 (US\$/mn):	854
20 日平均成交量(仟股):	1,843
PER (2025):	--
PBR (2025):	7
外資持股比率:	7.87
TCRI	7

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-1.8	9.3	17.1
加權指數報酬率	-6.3	-7.2	-5.4

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	130	130
營業收入 (NT\$/mn)	730	730
毛利率 (%)	44.3	44.3
營益率 (%)	--	--
EPS (NT\$)	-0.72	-0.72
BVPS(NT\$)	15	15



## Phase IIa 數據正向，期待後續發展

- 3 月 CROI 年會公布 TMB-365/TMB-380 Phase IIa 數據，安全性無虞，可有效抑制 HIV 病毒：TMB-365/TMB-380 的 Phase IIa 臨床在 CROI 年會公布數據，17 位受試者在第 24 週末出現任何病毒量失敗案例，有效抑制 HIV 病毒；高達 94% 病患病毒載量低於 50 copies/ml。在安全性方面，受試者皆沒有 SAE 以及 3-4 級副作用。
- phase IIa 數據正面，將啟動國際授權，並於下半年進入 phase IIb 臨床：在後續臨床進度方面，中裕表示將向 FDA 申請突破性療法資格(BTD)，在完成數據整理後年中進行 pre PhaesIIb meeting，並於下半年啟動 phase IIb 臨床試驗，並考量 phase IIa 數據亮眼，將同步開始洽談國際授權。
- 長效 HIV 為國際大廠開發趨勢，TMB-365/TMB-380 具競爭優勢，將有望在長效市場中佔有一席之地：中裕的 TMB365/TMB380，為全球首個以兩株單株抗體聯用的合併療法，並不需要搭配小分子藥物，因此避免了小分子藥物最容易出現的藥物交互作用問題，再加上新穎機轉，此次 Phase IIa 臨床對招收受試者並沒有進行抗藥性篩查，相較於其他需篩選患者的藥物具備更大的試用人口，皆為其具有價值之處，亦將為 TMB365/TMB380 的國際授權帶來機會。目前經爭藥物長效 cabenuva 在 2024 年銷售額已達 13 億美元，亦可顯見 TMB365/TMB380 的銷售潛力。
- 一線 HIV 市場龐大，中裕產品具有爆發潛力，維持買進評等：在評價上，相較於中裕目前的以上市產品 Trogarzo，受限於最末線人口有限，以及合作對象銷售能力，至今用藥人口不到千人，然美國一線 HIV 市場人口超過 50 萬人，在臨床 phase IIa 驗證其具備一線藥物的潛力後，中裕的價值將有龐大的發展空間，故維持中裕買進評等，目標價 130 元。

## Exhibit : ESG 評分



Source : TEJ

中裕為成功的 HIV 新藥開發公司，Trogarzo 成功取證，目前積極開發次世代藥物

中裕為成功的 HIV 新藥開發公司，旗下首發產品 Trogarzo(TMB-355)在 2018/3 取得美國 FDA 藥證核可，用於治療 HIV 最末線多重抗藥性患者；而鑒於其單株抗體藥物的成功商業化經驗，中裕目前發展重心為次世代藥物 TMB-365 以及 TMB-380，透過聯用切入廣大的前線治療市場，已於 2024 年完成 phase IIa，並於 2025/3 於 CROI 年會發表，中裕將啟動國際授權並推進臨床，若能成功上市將帶來爆發成長；目前亦積極投入 ADC 藥物的開發。

TMB-365 以及 TMB-380 為中裕的次世代 HIV 新藥，透過聯合用藥模式切入 HIV 一線治療市場。TMB-365 為 Trogarzo (TMB-355)次世代單抗藥物，透過與 T 細胞上的 CD4 結合，直接阻擋 HIV 病毒感染，TMB380 則為泛中和性單株抗體，主要針對 HIV 病毒上的 GP120 蛋白；因此 TMB-365 與 TMB-380 在聯合用藥的效果上，透過單抗分別作用於 T 細胞以及 HIV 病毒，有效控制 HIV 病毒在體內的複製。

phase IIa 數據正面，將啟動國際授權，並於下半年進入 phase IIb 臨床

中裕在 2025/1 公告旗下 TMB-365 與 TMB-380 聯用的 Phase IIa 臨床成功達到臨床指標，並在 2025/3 CROI 年會公布相關數據；此次試驗為 TMB-365 與 TMB-380 為首次用在 HIV 患者的試驗，招收正在使用治療的 HIV 患者，停止現有藥物並改用 TMB-365 及 TMB-380 組合，觀察病毒量是否能成功壓抑，臨床試驗時間總計 6 個月，受試者每兩個月施打一次。

在 21 位至少接受一次注射的受試者中，1 位在給藥前退出，2 位因為輕微皮膚副作用退出，另一人則缺乏第 24 周數據；而根據完整 17 人的臨床數據結果顯示，在第 24 週，未出現任何病毒失敗案例。其中高達 94%病患病毒載量低於 50 copies/ml。其中一位患者為 59 copies/ml，但仍維持在良好控制水準。且在安全性上，受試者皆沒有嚴重不良反應(SAE)以及 3 到 4 級副作用。

此次的 phase IIa 結果，成功驗證 TMB-365/TMB-380 聯用可以有效的壓抑 HIV 患者體內的病毒量，且具備良好的安全性，更為重要的在於其長效劑型僅需每兩個月施打一次，為患者尊造醫囑的方便性帶來顯著提升，在長效藥物成為各家 HIV 廠商開發的趨勢下，亦為 TMB-365/TMB-380 帶來絕佳利基，證實中裕將在長效市場佔有一席之地。這次 CROI 年會，中裕能以 Late breaking 模式參加，亦突顯這次 phase IIa 的臨床試驗價值。

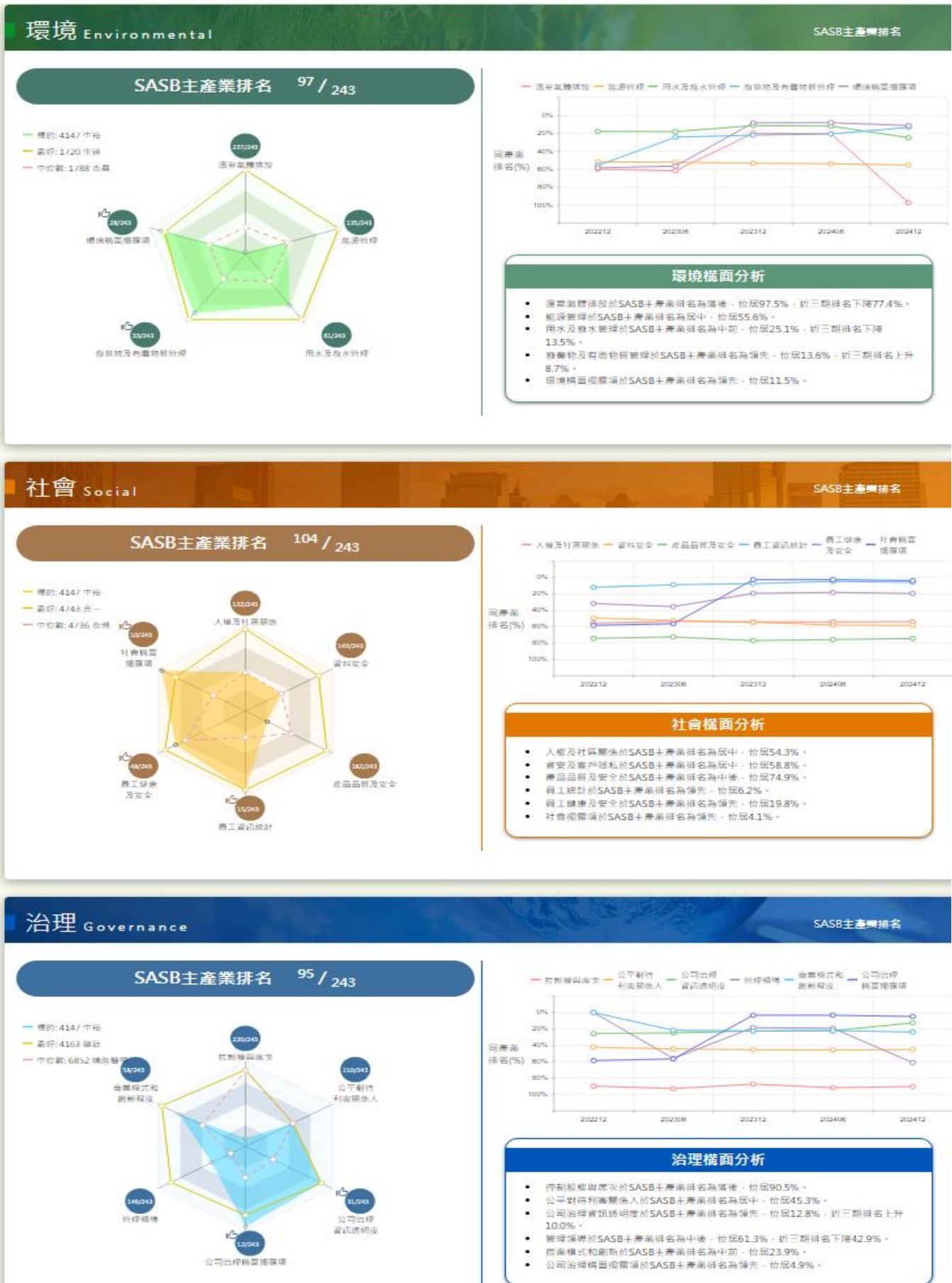
在 TMB365/TMB380 後續進度方面，公司表示將向 FDA 申請突破性療法資格 (BTD)，在年中進行 Pre phase IIb meeting，並於 2025 下半年啟動 Phase IIb 試驗，現階段 Phase IIb 規劃將招收 50 名患者施打 TMB-365/TMB-380，另外招收 25 人使用目前標準治療作為對照組。除此之外，鑒於 Phase IIa 數據正面，中裕亦將以此數據展開國際授權，亦為目前市場最為期待之事。

長效 HIV 為國際大廠開發趨勢，  
**TMB-365/TMB-380 具競爭優勢**，將有望在長效市場中佔有一席之地

HIV 藥物發展多年，抗藥性以及患者用藥的依從性一直是一大挑戰，近年隨著藥物技術發展，各大 HIV 開發商皆將重心轉往此處，FDA 在 2021 年核准長效藥物 Cabenuva(cabotegravir + rilpivirine)，患者僅需每 1-2 月進行一次肌肉注射，免除每日吞藥的不便，大幅提升 HIV 患者用藥的方便性，目前銷量快速增長，在 2024 年銷售額已達 13 億美元，市場預期銷售高峰可達 30 億美元。其他各家 HIV 廠商亦有開發中長效產品，而中裕的 TMB365/TMB380，最大的特色在於其為兩株單株抗體聯用，並不需要搭配小分子藥物，因此避免了小分子藥物最容易出現的藥物交互作用問題，再加上新穎機轉，此次 Phase IIa 對招收受試者並沒有進行抗藥性篩查，相較於其他需篩選患者的藥物具備更大的試用人口，皆為其具有價值之處，亦將為 TMB365/TMB380 的國際授權帶來機會。

在評價上，相較於中裕目前的以上市產品 Trogarzo，受限於最末線人口有限，以及合作對象銷售能力，至今用藥人口不到千人，然美國一線 HIV 市場人口超過 50 萬人，在臨床 phase IIa 驗證其具備一線藥物的潛力後，中裕的價值將有龐大的發展空間，故維持中裕買進評等，目標價 130 元。

ESG 企業永續指標



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23F	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	563	492	610	730	
COGS	347	267	399	407	
Gross profit	216	225	211	323	
Operating expense	408	391	463	535	
<b>Operating profit</b>	<b>-192</b>	<b>-166</b>	<b>-252</b>	<b>-212</b>	
Total non-operate. Inc.	-77	-29	50	16	
Pre-tax profit	-269	-195	-202	-196	
Total Net profit	-269	-195	-202	-196	
Minority	0	0	0	0	
<b>Net Profit</b>	<b>-269</b>	<b>-195</b>	<b>-202</b>	<b>-196</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>-0.99</b>	<b>-0.71</b>	<b>-0.74</b>	<b>-0.72</b>	
Y/Y %	FY22	FY23F	FY24F	FY25F	
Sales	36.2	(12.7)	24.1	19.6	
Gross profit	156.9	4.4	(6.2)	53.1	
Operating profit	--	--	--	--	
Pre-tax profit	--	--	--	--	
Net profit	--	--	--	--	
EPS	--	--	--	--	
Margins %	FY22	FY23F	FY24F	FY25F	
Gross	38.3	45.8	34.6	44.3	
Operating	--	--	--	--	
<b>Net</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23F	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	274	251	580	611	
Marketable securities	371	416	1,095	1,040	
A/R & N/R	98	143	83	146	
Inventory	1,382	1,265	998	813	
Others	39	77	638	636	
Total current asset	2,165	2,151	3,394	3,246	
Long-term invest.	43	1	0	0	
Total fixed assets	928	880	831	839	
Total other assets	965	862	775	780	
<b>Total assets</b>	<b>4,101</b>	<b>3,894</b>	<b>4,999</b>	<b>4,865</b>	
Short-term Borrow	200	200	0	0	
A/P & N/P	0	13	1	7	
Other current liab.	130	148	134	224	
Total current liab.	330	361	135	232	
L-T borrow s	522	495	468	443	
Other L-T liab.	535	472	374	363	
<b>Total liability.</b>	<b>1,386</b>	<b>1,328</b>	<b>976</b>	<b>1,038</b>	
Common stocks	2,526	2,530	2,731	2,731	
Reserves	945	987	2,452	2,452	
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>4,101</b>	<b>3,894</b>	<b>4,999</b>	<b>4,865</b>	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	164	183	188	195
Gross profit	70	80	85	89
Operating profit	-29	-19	-84	-80
Total non-ope inc.	4	4	4	3
Pre-tax profit	-25	-15	-80	-76
Net profit	-25	-15	-80	-76
EPS	-0.09	-0.05	-0.29	-0.28
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	(8.4)	24.5	35.7	33.8
Gross profit	2.1	38.2	12.5	814.7
Operating profit	--	--	--	--
Net profit	--	--	--	--
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	12.5	11.6	2.7	3.7
Gross profit	617.4	15.0	5.9	4.7
Operating profit	--	--	--	--
Net profit	--	--	--	--
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	42.5	43.8	45.1	45.5
Operating	(17.7)	(10.2)	(44.6)	(41.0)
<b>Net</b>	<b>(15.1)</b>	<b>(8.0)</b>	<b>(42.6)</b>	<b>(39.2)</b>

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m	NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23F	FY24F	FY25F		
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		
Net income	-269	-195	-202	-196		
Dep & Amort	99	99	98	98		
Investment income	0	0	0	4		
Changes in W/C	-446	80	233	128		
Other adjustment	11	-9	-508	0		
<b>Cash flow – ope.</b>	<b>-605</b>	<b>-26</b>	<b>-380</b>	<b>34</b>		
Capex	-4	-6	-8	-8		
Change in L-T inv.	97	-43	-695	0		
Other adjustment	13	33	-11	0		
<b>Cash flow –inve.</b>	<b>106</b>	<b>-16</b>	<b>-715</b>	<b>-8</b>		
Free cash flow	-609	-32	-388	26		
Inc. (Dec.) debt	200	-14	-227	0		
Cash dividend	3	4	5	0		
Other adjustment	5	29	1,634	0		
<b>Cash flow -Fin.</b>	<b>208</b>	<b>19</b>	<b>1,412</b>	<b>0</b>		
Exchange influence	13	-0	12	0		
<b>Change in Cash</b>	<b>-276</b>	<b>-20</b>	<b>333</b>	<b>26</b>		
Ratio Analysis						
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25		
ROA	-6.18	-4.87	-4.54	-3.97		
ROE	-9.52	-7.38	-6.13	-4.99		

#### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2025 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.