藥華藥 (6446 TT) PharmaEssentia

PV 用藥人數成長較緩，2026 年關注新適應症 ET 取證時程

持有-超越同業 (維持評等) | **目標價 (12 個月)：NT$550.0** | 收盤價 (2025/11/06)：NT$510.0 隱含漲幅：7.8%

營收組成 (2024)

美洲 78%、歐洲 10%、亞洲(不包含台灣)8%、台灣 4%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT$)	550	630
2025年營收 (NT$/十億)	15.2	16.2
2025年EPS	13.2	17.5

交易資料表

市值	NT$193,390百萬元
外資持股比率	19.8%
董監持股比率	11.5%
調整後每股淨值 (2025F)	NT$83.98
負債比	13.6%
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	2024A	2025F	2026F
營業收入	5,106	9,735	15,185	20,968
營業利益	-1,913	1,736	4,860	9,640
稅後純益	-624	2,966	4,862	8,105
EPS (元)	-1.93	8.96	13.15	21.93
EPS YoY (%)	--	--	46.9	66.7
本益比 (倍)	--	56.9	38.8	23.3
股價淨值比 (倍)	7.3	6.4	6.1	4.8
ROE (%)	-3.5	11.5	15.7	20.7
現金殖利率 (%)	0	0.2%	0.7%	1.1%
現金股利 (元)	0	1.10	3.29	5.48

蔣欣穎
Jane.Jiang@yuanta.com

吳大均
Josh.YT.Wu@yuanta.com

元大觀點

- **行銷費用增加使 3Q25 EPS 低於預期 12%，並下調 4Q25 EPS 30%。**
- **美國 ET 藥證核准時程可能落於 2026 年 6 月至 11 月；保守預估美國平均 ET 用藥人數從 2026 年約 195 人逐年成長 600-1,000 人。**
- **保守預期美國 ET 藥證取證落在 4Q26，下調 2026 年 EPS 29%至 21.93 元，YoY+67%，同步下修目標價至 550 元，維持持有評等。**

行銷費用增加，3Q EPS 低於預期 12%，下調 4Q25 EPS 30%

行銷團隊擴編使 3Q25 營業費用季增 17%至 24 億元，高於預期，營業利益 11.66 億元，QoQ+6.4%/YoY+58.7%，低於元大/市場預期 38%/11%；認列所得稅利益 5,900 萬元，稅後淨利低於元大預期 12%、但優於市場預期 3%，EPS 3.99 元。預期 4Q25/1Q26 底美國用藥人數 QoQ+14%/+0%，惟年初藥廠需要負擔美國 Medicare 的給付差額負面影響營收，預期 4Q25/1Q26 營收 44.31 億元/39.15 億元，QoQ+14%/-12%(低於前次報告預估 9%/14%)。下調 4Q25 EPS 預估 30%至 3.5 元，QoQ-12%/YoY-6%，主因費用較高。

美國 ET 藥證申請時程較預期晚，最晚 4Q26 核准上市

藥華藥以 SURPASS-ET 臨床三期試驗(二線治療)數據為基礎申請各國藥證，目前已向中國、台灣、日本、美國藥監機構遞交 ET 藥證申請，最早有機會在 2026 年 6 月取得美國藥證(美國 FDA 收件後 60 天內回覆是否符合優先審查)，最晚可能在 2026 年 11 月取證。假設藥華藥於 4Q26 取得 ET 藥證，則預估美國平均 ET 用藥人數從 2026 年約 195 人逐年成長 600-1,000 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%，則 P1101 作為治療 ET 第二線用藥於 2036 年銷售高峰可達 16.9 億美元。

用藥人數成長不如預期，下調 2025/2026 年獲利 16%/29%

美國 PV 用藥人數成長較緩，且 ET 送藥證申請時程較晚，保守預期美國 ET 藥證取證落在 4Q26，故將 2025/2026 年營收預估下調 6.5%/16.9%，加上行銷團隊擴編使營業費用維持高檔，獲利預估下調 16.3%/28.7%，預估 2025/2026 年 EPS 13.15 元/21.93 元，YoY+47%/+67%。以 2025-2036 年風險調整淨現值模型之評價 549 元(較前次下調 16%，主因假設 ET 藥證取證時程延後半年至 4Q26)，及 25 倍目標本益比、2026 年預估 EPS 評價 550 元為基準，取兩者評價平均推得新目標價 550 元，維持持有評等。

營運分析

行銷團隊擴編增加營業費用，3Q25 EPS 低於預期 12%，下調 4Q25 EPS 30%

藥華藥 3Q25 營收 38.94 億元，QoQ+8.1%/YoY+43.5%，低於元大/市場預期 10%/4%；毛利率 91.6%，QoQ+4.1ppt/YoY+3.7ppt，優於元大/市場預期 6.3ppt/3.5ppt，主因 2Q25 台幣急升，使得以美元計價的存貨成本下降；行銷團隊擴編使營業費用季增 17%至 24 億元，高於預期，營業利益 11.66 億元，QoQ+6.4%/YoY+58.7%，低於元大/市場預期 38%/11%；業外收入 2.48 億元，主要來自利息收入及外幣兌換利益，稅前淨利 14.14 億元，QoQ+13.7 倍/YoY+60%，低於元大/市場預期 32%/11%；基於遞延所得稅資產，認列所得稅利益 5,900 萬元，歸屬母公司稅後淨利為 14.73 億元，QoQ+77%/YoY+105%，低於元大預期 12%、但優於市場預期 3%，調整後 EPS 3.99 元。

隨新藥推廣，預期 4Q25/1Q26 底美國用藥人數 QoQ+14%/+0%至 2,867 人/2,867 人，惟年初藥廠需要負擔美國 Medicare 的給付差額負面影響營收，預期 4Q25/1Q26 營收 44.31 億元/39.15 億元，QoQ+14%/-12%、YoY+45%/+20%(分別下修 9%/14%)。預估 4Q25 EPS 3.5 元，QoQ-12%/YoY-6%，下調 30%，主因營業費用高於預期。

圖 1：2025 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q24A	2Q25A	3Q25A	季增率	年增率	3Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,713	3,602	3,894	8.1%	43.5%	4,331	4,043	-10.1%	-3.7%
營業毛利	2,385	3,152	3,566	13.1%	49.5%	3,695	3,563	-3.5%	0.1%
營業利益	735	1,096	1,166	6.4%	58.7%	1883	1312	-38.1%	-11.1%
稅前利益	881	96	1,414	1375.5%	60.4%	2,093	1,591	-32.4%	-11.1%
稅後淨利	720	832	1,473	77.0%	104.7%	1,674	1436	-12.0%	2.6%
調整後 EPS (元)	2.17	2.25	3.99	77.0%	83.3%	4.53	3.88	-12.0%	2.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	87.9%	87.5%	91.6%	4.1	3.7	85.3%	88.1%	6.3	3.5
營業利益率	27.1%	30.4%	29.9%	-0.5	2.8	43.5%	32.5%	-13.6	-2.6
稅後純益率	26.5%	23.1%	37.8%	14.7	11.3	38.7%	35.5%	-0.9	2.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2025 年第 4 季獲利預估調整

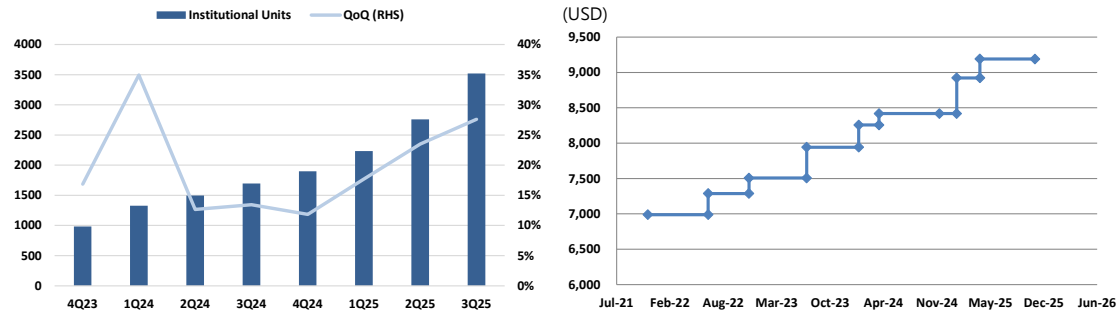
(百萬元)	4Q24A	3Q25F	4Q25F	季增率	年增率	4Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,062	3,894	4,431	13.8%	44.7%	4,860	4,602	-8.8%	-3.7%
營業毛利	2,706	3,566	3,860	8.2%	42.6%	4,145	4,078	-6.9%	-5.4%
營業利益	541	1,166	1,494	28.1%	175.9%	2,107	1,503	-29.1%	-0.6%
稅前利益	852	1,414	1,616	14.3%	89.7%	2,316	1,917	-30.2%	-15.7%
稅後淨利	1,236	1,473	1,293	-12.2%	4.6%	1,853	1,694	-30.2%	-23.7%
調整後 EPS (元)	3.73	3.99	3.50	-12.2%	-6.3%	5.01	4.58	-30.2%	-23.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	88.4%	91.6%	87.1%	-4.5	-1.3	85.3%	88.6%	1.8	-1.5
營業利益率	17.7%	29.9%	33.7%	3.8	16.0	43.4%	32.7%	-9.7	1.0
稅後純益率	40.4%	37.8%	29.2%	-8.6	-11.2	38.1%	36.8%	-9.1	-7.6

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，2025 年年初以來藥價上漲 9%至目前的一針 9,190 美元(2025/4/14 起)；及 3) NCCN 指引推薦順位往前。相比 2023 年，2024-2025 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)病患在細胞減滅療法的首選藥物，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)

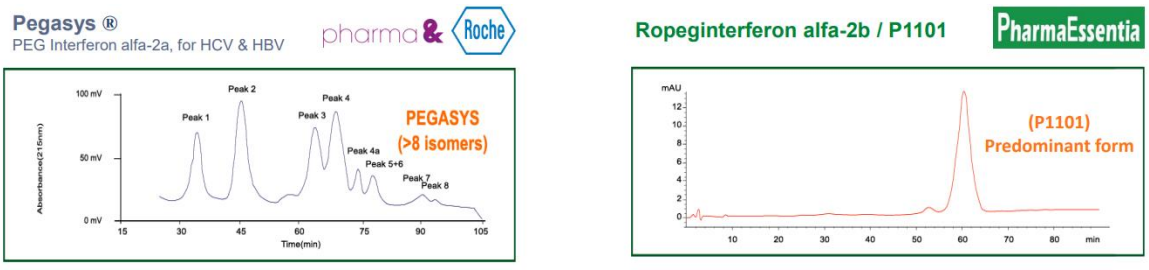


資料來源：Symphony Health、元大投顧整理

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，美國 FDA 於 2025 年 1 月 24 日公告 pharma&公司的 Pegasys 斷貨，並預計 2026/5/31 才有可能重新供貨。Pegasys 經過質譜儀分析會出現 8 個峰值(peak)，顯示藥物包含超過 8 種同分異構物(isomer)，藥品成分複雜(圖 4)，Pharma&透過新產線生產，要複製過去 Roche 生產的 Pegasys 藥物成分有難度。

Besremi 是第三代 Pegylated 干擾素 α，可在特定單一位點做 Pegylation 修飾，經過質譜儀分析僅有一個 peak，顯示 Besremi 藥物成分單純，副作用低，最高用藥劑量可達 540μg，遠高於 Pegasys 的 180μg，故 Besremi 在臨床上應用更廣、療效更佳，且副作用較少。在 Pegasys 全球缺藥問題蔓延下，Besremi 在美國及美國以外地區的市佔率有望進一步提升。

圖 4：Besremi 在質譜儀分析下出現單一峰值，成分單純；Pegasys 有 8 個峰值，成分複雜

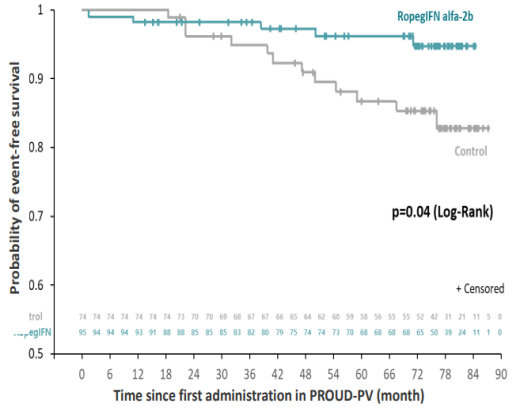


資料來源：公司資料

過去美國有約 1.3 萬名 PV 病患使用 Pegasys 治療，2025 年 NCCN 最新治療指引，在 Pegasys 短缺的情況下，Ropeg (Besremi)在 PV 治療建議中，正式被列為首選替代療法，可能會促使醫生改為開立 Besremi 處方箋。

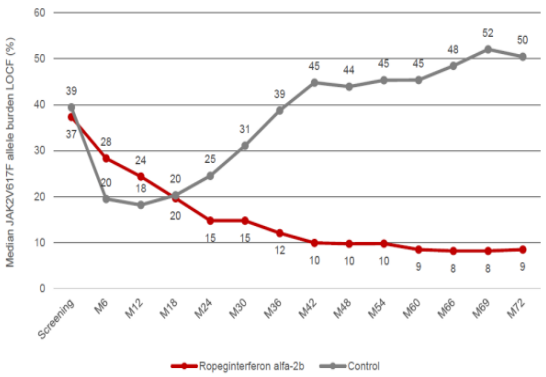
藥華藥專注於說服醫生在低風險 PV 病患使用 Besremi (Ropeg)，基於以下臨床效益及優勢：1) 與最佳可用治療相比，使用 Ropeg 治療 PV 的無事件存活期超過 7.5 年(圖 5)；2) 在 Peginvera study 中顯示，使用 Ropeg 治療的 72 個月內，可顯著降低 JAK2V617F 等位基因負擔中位數(圖 6)，顯示 Ropeg 具有修復基因突變，並阻止疾病持續惡化的潛力；且 3) Ropeg 是美國 NCCN 治療指南中在低風險 PV 病患細胞減滅療法唯一被推薦的首選藥物。拓展低風險 PV 治療市場，不僅為公司讓目標病患人數增加 2-3 萬人至 12-13 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 2025/2026 年美國 Besremi 用藥人數新增約 800 人/1,000 人至 2,867 人/3,826 人(YoY+39%/+33%)，並貢獻藥華藥 2025/2026 年營收 109.6 億元/144.73 億元，YoY+45%/+32%。

圖 5：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 6：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 7：NCCN 對於 PV 治療指引的重點更新

NCCN Guideline	2022.02	2023.05	2024 / 2025
Low-risk		**Preferred** regimens: 1. Hydroxyurea 2. Peginterferon alfa-2a 3. **Ropegoiterferon alfa-2a-njft**	**Preferred** regimens: 1. Clinical trial 2. **Ropegoiterferon alfa-2a-njft** （唯一上市核准的首選療法）
	Other recommended regimens: 1. **Ropegoiterferon alfa-2a-njft**		Other recommended regimens: 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. **Ropegoiterferon alfa-2a-njft**	**Preferred** regimens: 1. Hydroxyurea 2. **Ropegoiterferon alfa-2a-njft** （唯一首選干擾素）
	Other recommended regimens: 1. **Ropegoiterferon alfa-2a-njft**		Other recommended regimens: 1. Peginterferon alfa-2a

**Besremi 學名為 Ropeginterferon alfa-2b-njft；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 8：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。

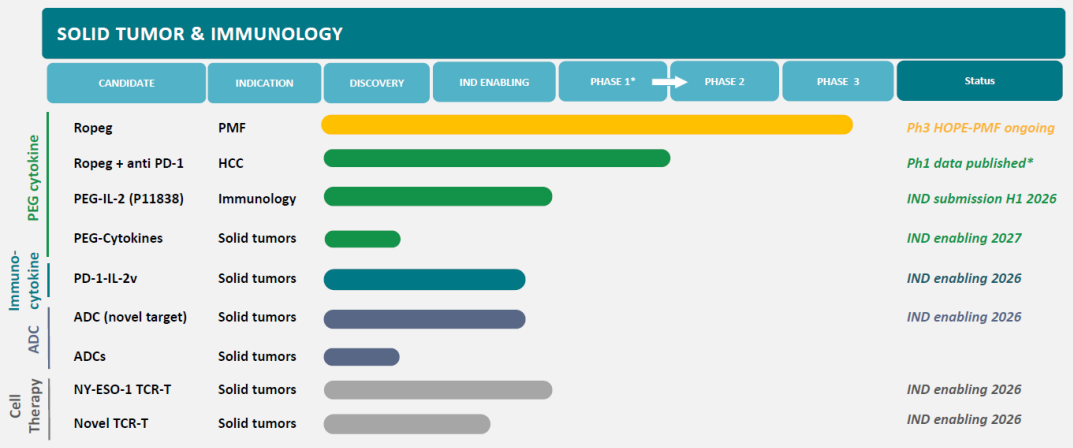
資料來源：厚生勞動省、元大投顧整理

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，2025/2/17 藥華藥經由委任律師接獲國際商會(ICC)部分仲裁判決(Partial Arbitration Final Award)，包括 1) 關於雙方主張對方延遲藥證申請之損害賠償部分，仲裁庭駁回藥華藥的主張，而保留 AOP 的主張，藥華藥須負賠償責任，但賠償金仍未定；2) 關於雙方在產品價格的主張皆予以保留；3) 關於藥華藥主張 AOP 須依照合約繳交貨款、給付銷售權利金(royalty)的主張予以保留；4) 由於臨床藥物價格調整，藥華藥須支付 AOP 20.9 萬歐元(須支付利息費用)；及 5) 針對前次仲裁案費用，藥華藥須支付 135 萬歐元費用(須支付利息費用)。整體來看，藥華藥至少須支出約 156 萬歐元(約 5,400 多萬元台幣)，因延誤歐盟藥證申請 5 個月而須付給 AOP 的賠償金額未定。授權合約依然有效，藥華藥持續供應 Besremi 給 AOP，待仲裁案落幕後可向 AOP 收取貨款及銷售權利金分潤，出廠價仍待協商。

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%)，2025 年 8 月獲得韓國納入健保；2024 年陸續獲得新加坡、馬來西亞、中國的 PV 藥證，並在 4Q25 取得香港 PV 藥證。關於中國市場拓展，Besremi 於 2024/6/28 取得中國藥證，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。此外，公司於 2025 年 10 月向美國 FDA 遞交 Ropeg 筆型注射劑藥證申請，有望於 2026 年 2 月獲准上市，管理層預期 Ropeg 筆型注射劑單價將高於現行針劑，與保險公司洽談藥價中。

圖 9：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 ≤400x10^9/L 及白血球<9.5x10^9/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)數據為基礎申請各國藥證，目前已向中國、台灣、日本、美國藥監機構遞交 ET 藥證申請，最早有機會在 2026 年 6 月取得美國藥證(美國 FDA 收件後 60 天內回覆是否符合優先審查)，最晚可能在 2026 年 11 月取證。

由於 SURPASS-ET 的美國受試者太少，公司也執行 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，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。

假設藥華藥於 4Q26 取得 ET 藥證，則預估美國平均 ET 用藥人數從 2026 年約 195 人逐年成長 600-1,000 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 16.9 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 10：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% 第 12 個月：25.26%	基準線(Baseline)：39.71% 第 12 個月：37.26%

資料來源：公司資料

圖 11：SURPASS-ET 試驗療效項目反應比例數據

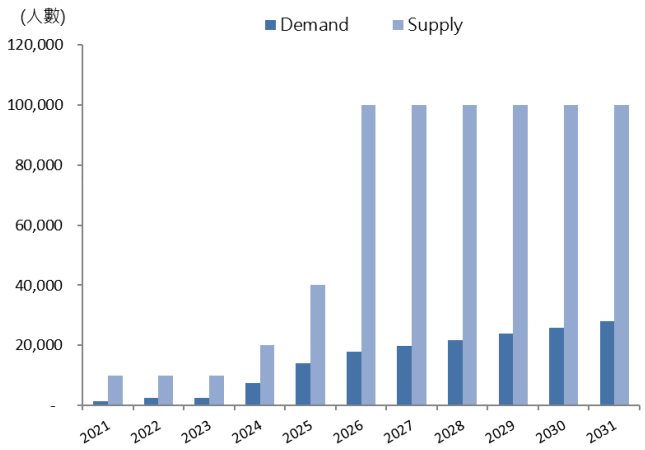
	P1101 組	Anagrelide 組
	療效項目反應比例	
周邊血球計數減少(血小板≤400 x 10^9/L 及白血球<9.5 x 10^9/L)	56.0% (51/91)	6.0% (5/83)
疾病相關的體徵改善或未惡化(脾臟腫大)	87.9% (80/91)	54.2% (45/83)
依據 MPN-SAF-TSS 評分具有較大的症狀改善或保持無疾病進展	71.4% (65/91)	33.7% (28/83)
未發生出血與血栓事件	84.6% (77/91)	51.8% (43/83)

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

台中廠一條原料藥產線可以供應一年 2 萬人的用藥，預估 2H25 第二條原料藥產線投產，屆時一年可供應 4 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 3Q25，藥華藥現金及約當現金約 216 億元，加上 2024 年起本業轉虧為盈，預期可加速美國、日本新藥行銷佈局。

圖 12：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

產業概況

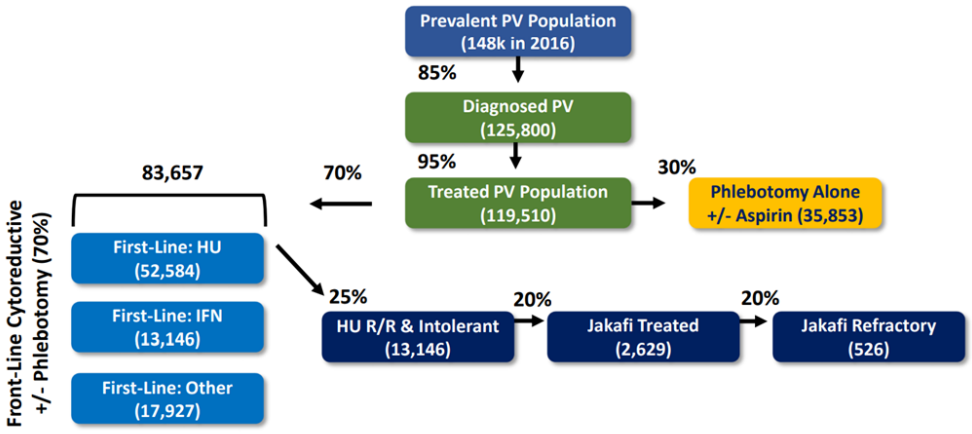
全球 MPN 藥物市場規模達 94 億美元，病患數增加及新藥推廣為成長動能

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 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 13：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 27.7%價格至每人每年約 23.2 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 232 億美元。

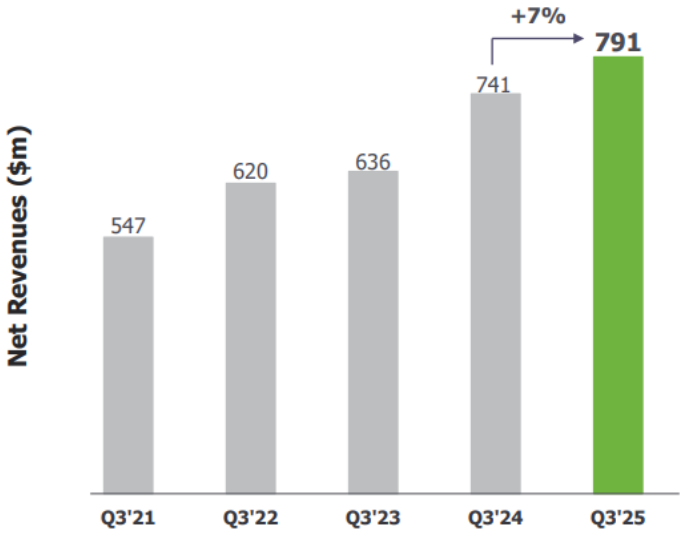
圖 14：美國 PV 市場用藥比較 - 潛在使用 Besremi 的 PV 病患人數最多

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 旗下 MPN 新藥 Jakafi (Besremi 的競爭藥物)於 2024 年在美國用藥人數年增 10%，其中 PV 患者用藥人數年增 14%，佔 Jakafi 整體用藥人數的 35%。Jakafi 2024 年美國銷售額為 27.9 億美元，年增 8%，Incyte 預估 2025 年 Jakafi 美國銷售額可成長至 30.5-30.75 億美元，以中值計算 YoY+10%。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 2,317 人逐年增加約 1,000 人至 2036 年的 1.3 萬人以上，貢獻 2036 年營收 20.2 億美元。

圖 15：Incyte 旗下 MPN 新藥 Jakafi 美國銷售額成長趨勢



資料來源：Incyte

獲利調整與股票評價

用藥人數成長不如預期，ET 取證時程較晚，下調 2025/2026 年獲利 16%/29%

美國 PV 用藥人數成長較緩，且新適應症 ET 送藥證時程較晚(2025/10/30)，保守預期 Ropeg 被美國 FDA 核准用於治療 ET 的時程落在 4Q26，故將 2025/2026 年營收預估下調 6.5%/16.9%，加上行銷團隊擴編使營業費用維持高檔，獲利預估下調 16.3%/28.7%，預估 2025/2026 年 EPS 13.15 元/21.93 元，YoY+47%/+67%。

圖 16：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	15,185	16,245	20,968	25,228	-6.5%	-16.9%
營業毛利	13,473	13,947	18,370	22,353	-3.4%	-17.8%
營業利益	4,860	6,417	9,640	13,375	-24.3%	-27.9%
稅前利益	4,586	7,257	10,131	14,214	-36.8%	-28.7%
稅後淨利	4,862	5,806	8,105	11,372	-16.3%	-28.7%
調整後 EPS (元)	13.15	15.71	21.93	30.76	-16.3%	-28.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	88.7%	85.9%	87.6%	88.6%	2.8	-1.0
營業利益率	32.0%	39.5%	46.0%	53.0%	-7.5	-7.0
稅後純益率	32.0%	35.7%	38.7%	45.1%	-3.7	-6.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估

2024 年歐洲(不含英國)/美國分別有 13.6 萬/15.8 萬個 PV 病人，美國約有 9.6 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 23.2 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/7.7 億美元。

P1101 用於 ET 第二線治療臨床三期試驗正向，開發風險低，給予 85%成功機率，公司已於 2025 年 10 月底遞交美國 ET 藥證申請，預期 4Q26 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 16.9 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 549 元(較前次下調 16%，主因假設 ET 藥證取證時程延後半年至 4Q26)，及 25 倍目標本益比、2026 年預估 EPS 評價 550 元為基準(前次基於 35 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 評價)，取兩者評價平均推得新目標價 550 元，維持「持有-超越同業」評等。

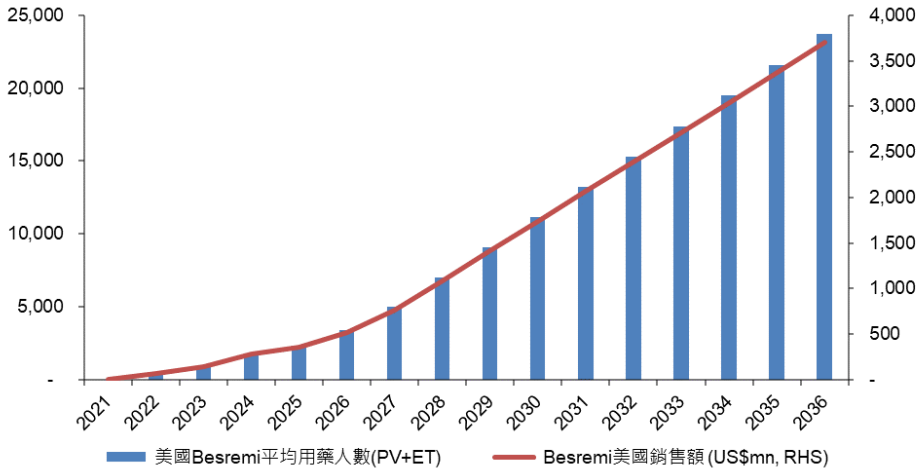
我們認為以 25 倍目標本益比、2026 年預估 EPS 評價尚屬合理，主因 1) 新藥公司股價通常會反映新藥上市 3-5 年後的獲利；2) 近年國際罕見疾病新藥同業本益比達 20-25 倍，且藥華藥獲利成長動能優於同業；且 3) 預估 Besremi 於 2026 年取得美國 ET 藥證，為下一動能，預估藥華藥 2026 年 EPS 為 21.93 元，2024-2026 年獲利 CAGR 達 65%，25 倍目標本益比隱含 PEG 為 0.38。

圖 17：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	922	已上市	32,183	90%	2019	11.1%	$87
Besremi®作為 PV 第一線用藥-美國市場	2,020	已上市	110,349	95%	2022	10.5%	$299
Besremi®作為 PV 第一線用藥-日本市場	159	已上市	12,412	95%	2023	10.5%	$34
Ropeg/P1101 作為 ET 第二線用藥- 美國市場	1,688	藥證審查	69,447	85%	2026	11.8%	$188
在手現金(2024A)			21,051	100%		0.0%	$57
仲裁案潛在賠償金			-12,000	-		0.0%	-$32
營運調整 (包含費用與稅費)			-30,688	100%		10.0%	-$83
各項淨現值合計 (百萬元)			202,753				$549
股數 (百萬股)	*369.6*						
風險調整後合計每股淨現值 (2025-2036F)							$549

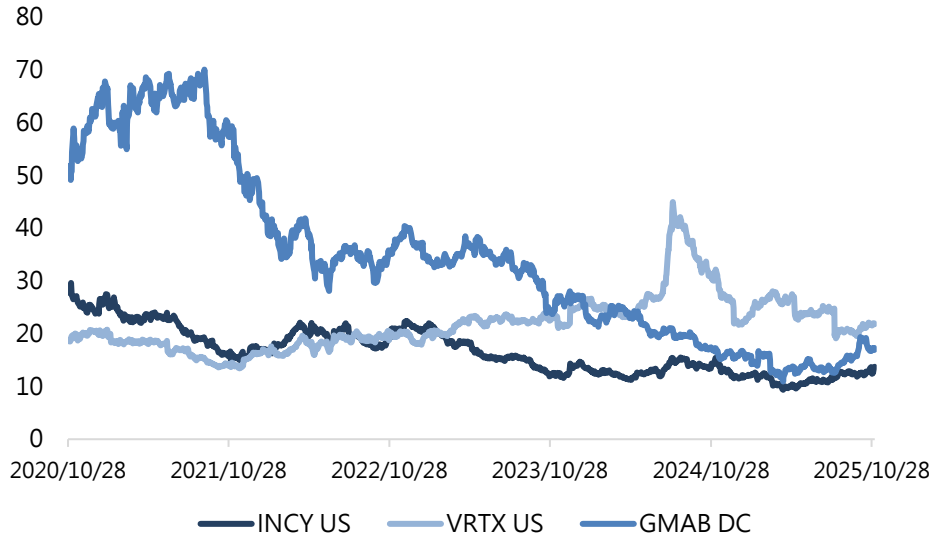
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：Besremi 美國平均用藥人數及美國銷售額預估



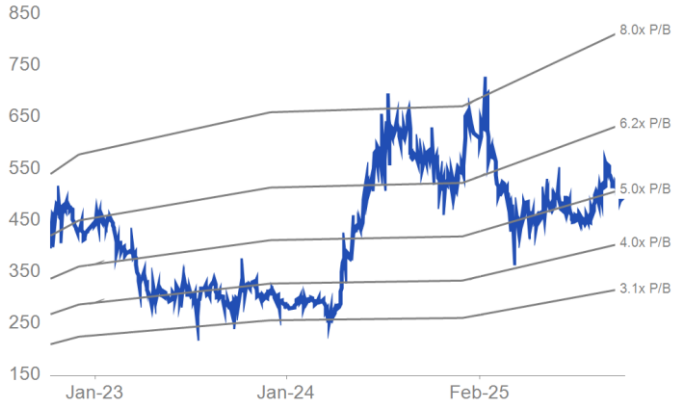
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：國際罕見疾病新藥同業本益比快速成長



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 20：12 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 21：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
藥華藥	**6446 TT**	**持有-超越同業**	**510.0**	**6,238**	**8.96**	**13.15**	**21.93**	**56.9**	**38.8**	**23.3**	**--**	**46.9**	**66.7**
國外同業													
Incyte	INCY US	未評等	105.7	20,751	0.2	6.9	7.8	671.2	15.4	13.5	(94.1)	4266.8	13.6
Vertex	VRTX US	未評等	417.0	105,801	(2.1)	18.3	20.1	--	22.8	20.8	(114.8)	--	9.7
Protagonist	PTGX.US	未評等	77.9	4,845	4.5	(2.0)	(1.2)	17.4	--	--	(421.3)	--	--
Roche	ROG SW	未評等	264.3	266,278	10.4	19.7	20.6	25.5	13.5	12.8	(27.8)	89.2	4.8
Amgen	AMGN US	未評等	319.9	172,200	7.6	21.2	21.7	42.0	15.1	14.7	(39.3)	178.2	2.5
國外同業平均					**4.1**	**12.8**	**13.8**	**189.0**	**16.7**	**15.5**	**(139.5)**	**1511.4**	**7.6**
國內同業													
中裕	4147 TT	未評等	68.3	604	(0.8)	--	--	--	--	--	(0.6)	--	--
逸達	6576 TT	未評等	77.2	387	(7.9)	--	--	--	--	--	(3.3)	--	--
智擎	4162 TT	未評等	69.8	329	12.2	2.3	2.7	5.7	30.6	25.7	537.4	(81.3)	19.3
浩鼎	4174 TT	未評等	23.5	200	(9.9)	(9.7)	5.2	--	--	4.5	118.0	--	--
國內同業平均					**(1.6)**	**(3.7)**	**4.0**	**5.7**	**30.6**	**15.1**	**162.9**	**(81.3)**	**19.3**

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 22：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
藥華藥	**6446 TT**	**持有-超越同業**	**510.0**	**6,238**	**11.5**	**15.7**	**20.7**	**80.37**	**83.98**	**105.91**	**6.4**	**6.1**	**4.8**
國外同業													
Incyte	INCY US	未評等	105.7	20,751	5.3	25.4	22.8	16.7	28.2	36.9	6.4	3.8	2.9
Vertex	VRTX US	未評等	417.0	105,801	0.7	24.8	22.4	63.6	74.0	93.1	6.6	5.6	4.5
Protagonist	PTGX.US	未評等	77.9	4,845	54.4	(20.6)	11.7	11.0	--	--	7.1	--	--
Roche	ROG SW	未評等	264.3	266,278	49.4	44.2	39.8	39.9	47.3	54.0	6.6	5.6	4.9
Amgen	AMGN US	未評等	319.9	172,200	177.3	167.3	123.8	10.9	15.1	17.7	29.2	21.2	18.1
國外同業平均					**57.4**	**48.2**	**44.1**	**28.4**	**41.1**	**50.4**	**11.2**	**9.0**	**7.6**
國內同業													
中裕	4147 TT	未評等	68.3	604	(6.1)	--	--	15.0	--	--	4.6	--	--
逸達	6576 TT	未評等	77.2	387	--	--	--	11.6	--	--	6.6	--	--
智擎	4162 TT	未評等	69.8	329	37.8	--	--	37.6	33.9	34.8	1.9	2.1	2.0
浩鼎	4174 TT	未評等	23.5	200	--	(77.6)	18.5	16.3	4.6	14.5	1.4	5.1	1.6
國內同業平均					**15.8**	**(77.6)**	**18.5**	**20.1**	**19.2**	**24.6**	**3.6**	**3.6**	**1.8**

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 23：季度及年度簡明損益表 (合併)

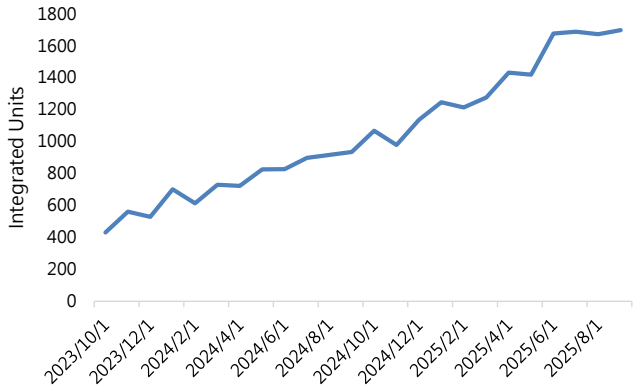
(NT$百萬元)	1Q2025A	2Q2025A	3Q2025F	4Q2025F	1Q2026F	2Q2026F	3Q2026F	4Q2026F	FY2025F	FY2026F
營業收入	3,257	3,602	3,894	4,431	3,915	4,715	5,372	6,966	15,185	20,968
銷貨成本	(363)	(450)	(328)	(572)	(439)	(631)	(720)	(809)	(1,712)	(2,598)
營業毛利	2,895	3,152	3,566	3,860	3,477	4,084	4,652	6,157	13,473	18,370
營業費用	(1,790)	(2,057)	(2,400)	(2,366)	(2,080)	(2,129)	(2,245)	(2,276)	(8,612)	(8,729)
營業利益	1,105	1,096	1,166	1,494	1,397	1,955	2,407	3,882	4,860	9,640
業外利益	355	(1,000)	248	122	123	123	122	122	(274)	491
稅前純益	1,460	96	1,414	1,616	1,520	2,078	2,529	4,004	4,586	10,131
所得稅費用	(197)	736	59	(323)	(304)	(416)	(506)	(801)	275	(2,026)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	1,264	832	1,473	1,293	1,216	1,662	2,023	3,203	4,862	8,105
調整後每股盈餘(NT$)	3.42	2.25	3.99	3.50	3.29	4.50	5.47	8.67	13.15	21.93
調整後加權平均股數(百萬股)	0	0	370	370	370	370	370	370	370	370
重要比率										
營業毛利率	88.9%	87.5%	91.6%	87.1%	88.8%	86.6%	86.6%	88.4%	88.7%	87.6%
營業利益率	33.9%	30.4%	29.9%	33.7%	35.7%	41.5%	44.8%	55.7%	32.0%	46.0%
稅前純益率	44.8%	2.7%	36.3%	36.5%	38.8%	44.1%	47.1%	57.5%	30.2%	48.3%
稅後純益率	38.8%	23.1%	37.8%	29.2%	31.1%	35.3%	37.7%	46.0%	32.0%	38.7%
有效所得稅率	13.5%	-768.6%	-4.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	--	20.0%
季增率(%)										
營業收入	6.4%	10.6%	8.1%	13.8%	-11.6%	20.4%	13.9%	29.7%		
營業利益	104.2%	-0.9%	6.4%	28.1%	-6.5%	39.9%	23.1%	61.3%		
稅後純益	2.3%	-34.1%	77.0%	-12.2%	-6.0%	36.7%	21.7%	58.3%		
調整後每股盈餘	-8.4%	-34.1%	77.0%	-12.2%	-6.0%	36.7%	21.7%	58.3%		
年增率(%)										
營業收入	97.0%	56.2%	43.5%	44.7%	20.2%	30.9%	38.0%	57.2%	56.0%	38.1%
營業利益	6185.4%	147.6%	58.7%	175.9%	26.4%	78.4%	106.4%	159.8%	179.9%	98.4%
稅後純益	282.5%	22.4%	104.7%	4.6%	-3.8%	99.7%	37.3%	147.7%	64.0%	66.7%
調整後每股盈餘	242.6%	9.7%	83.3%	-6.3%	-3.8%	99.7%	37.4%	147.8%	46.9%	66.7%

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

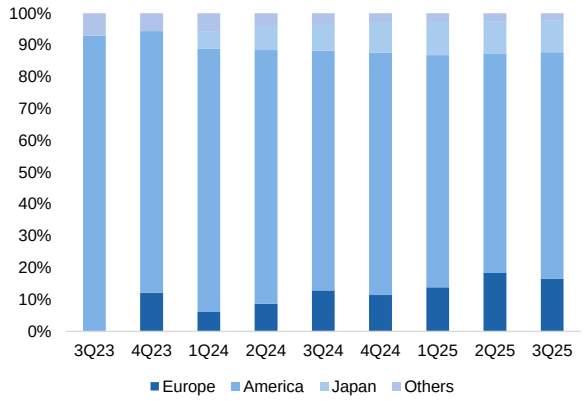
藥華醫藥為一新藥研發公司，成立於 2003 年，專注於用單一點位 Pegylation 技術進行多項長效型蛋白質藥物之多適應症開發。藥華藥旗下長效型干擾素新藥 Besremi 為歐美唯一核准之真性紅血球增生症(PV)一線用藥，競爭藥物為 Incyte 的 Jakafi (唯一核准的 PV 二線用藥)。此外，公司目前正在進行 Besremi 用於治療血小板增生症(ET)的多國多中心樞紐性試驗，可望於 2026 年取得美國 ET 藥證。3Q25 地區別營收佔比如下：美國 71%、歐洲 17%、日本 10%、其他 2%。未來可持續關注美國、日本、歐洲新藥營收成長動能，以及 Besremi 在新市場、新適應症的開發。

圖 24：Besremi 美國銷量快速成長



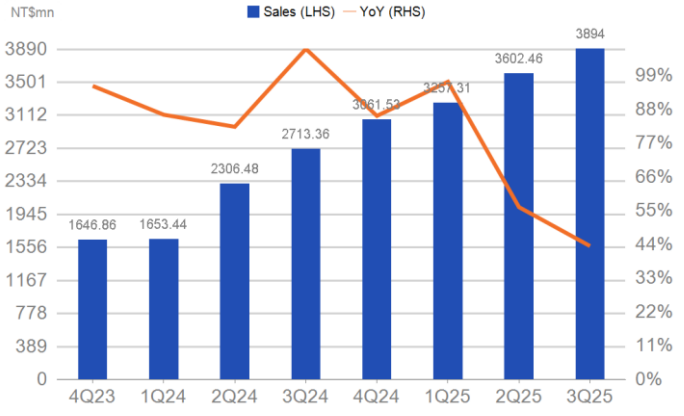
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 25：營收組成



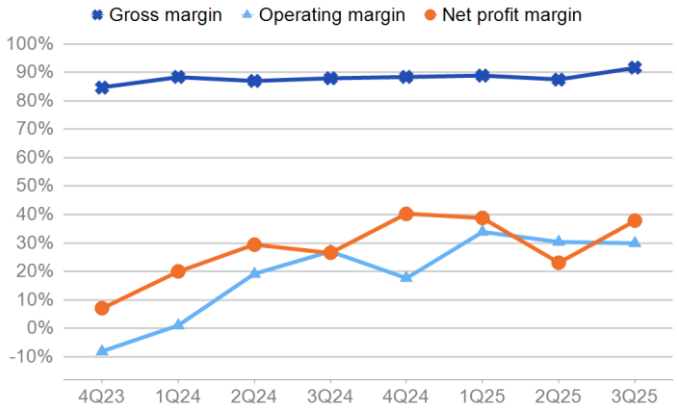
資料來源：公司資料

圖 26：營收趨勢



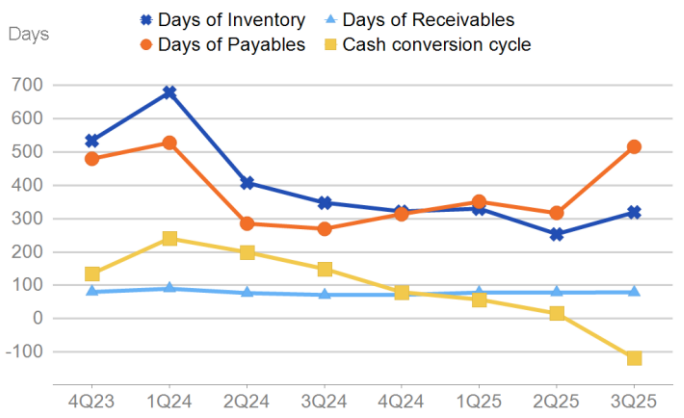
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：毛利率、營益率、淨利率



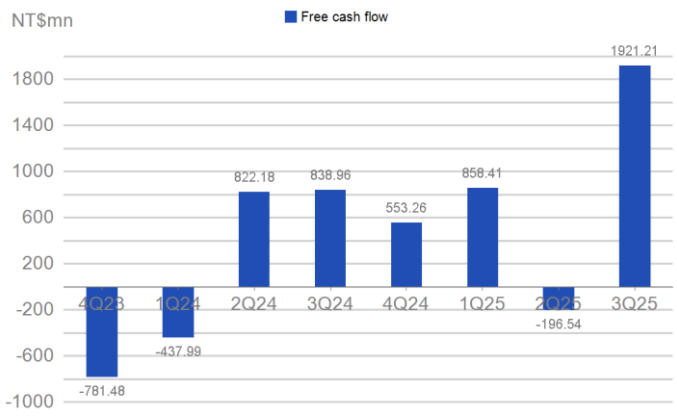
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：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 30：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)	27

資料來源：Sustainalytics (2025/11/6)

*註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)*

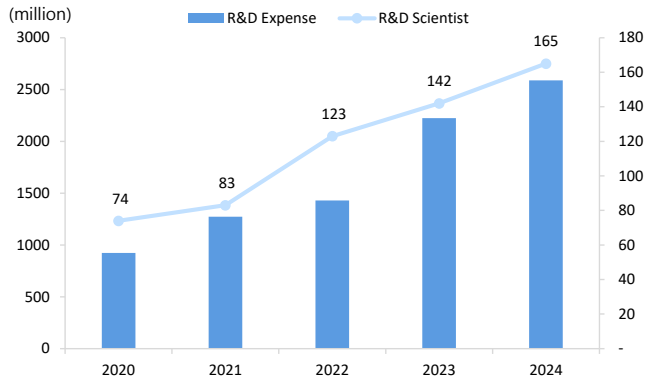
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

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+)

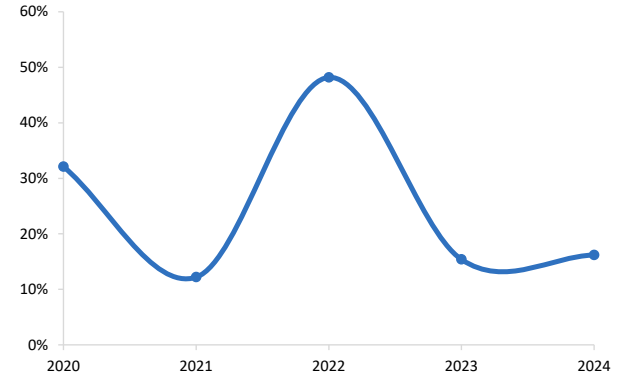
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) | 中 (25-50) | 強 (50-100)

圖 31：增加研發支出以提升藥物改良及降低新藥開發風險



資料來源：公司資料、Reuters

圖 32：藥華藥近五年全體人員成長率



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT$ 百萬元)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
現金與短期投資	10,304	19,666	21,051	22,861	27,819
存貨	1,102	1,459	1,277	1,151	1,220
應收帳款及票據	799	1,312	2,624	2,754	3,386
其他流動資產	1,170	459	466	514	514
流動資產	**13,375**	**22,896**	**25,417**	**27,303**	**32,962**
採用權益法之投資	0	0	0	52	52
固定資產	544	1,678	2,513	4,032	6,554
無形資產	237	268	273	245	245
其他非流動資產	**1,177**	**2,427**	**2,858**	**4,061**	**4,061**
非流動資產	**1,958**	**4,373**	**5,644**	**8,390**	**10,912**
資產總額	**15,333**	**27,269**	**31,062**	**35,693**	**43,874**
應付帳款及票據	231	129	126	150	226
短期借款	994	21	0	0	0
什項負債	1,326	2,002	2,431	3,728	3,728
流動負債	**2,550**	**2,152**	**2,557**	**3,879**	**3,954**
長期借款	75	63	51	46	46
其他負債及準備	566	1,106	985	726	726
長期負債	**641**	**1,169**	**1,036**	**772**	**772**
負債總額	**3,191**	**3,321**	**3,593**	**4,651**	**4,727**
股本	3,025	3,403	3,418	3,422	3,422
資本公積	13,421	24,092	23,547	23,592	23,592
保留盈餘	(4,186)	(631)	2,974	7,062	15,166
什項權益	(119)	(2,915)	(2,469)	(3,033)	(3,033)
歸屬母公司之權益	**12,141**	**23,948**	**27,469**	**31,042**	**39,147**
非控制權益	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
股東權益總額	**12,141**	**23,948**	**27,469**	**31,042**	**39,147**

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	2024A	2025F	2026F
本期純益	(1,375)	(624)	2,966	4,862	8,105
折舊及攤提	228	269	368	375	326
本期營運資金變動	(519)	(972)	(1,289)	(22)	(625)
其他營業資產及負債變動	160	618	502	294	0
營運活動之現金流量	**(1,505)**	**(710)**	**2,547**	**5,509**	**7,806**
資本支出	(287)	(1,200)	(754)	(1,743)	(2,848)
本期長期投資變動	0	0	0	(438)	0
其他資產變動	(956)	714	(581)	294	0
投資活動之現金流量	**(1,243)**	**(487)**	**(1,335)**	**(2,219)**	**(2,848)**
股本變動	256	378	15	0	0
本期負債變動	962	(985)	(33)	(9)	0
現金增減資	8,647	13,877	0	0	0
支付現金股利	--	--	--	(366)	0
其他調整數	(285)	(2,816)	(167)	(136)	0
融資活動之現金流量	**9,579**	**10,454**	**(185)**	**(512)**	**0**
匯率影響數	**19**	**104**	**358**	**(968)**	**0**
本期產生現金流量	**6,850**	**9,362**	**1,385**	**1,810**	**4,958**
自由現金流量	**(1,792)**	**(1,910)**	**1,793**	**3,765**	**4,958**

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	2024A	2025F	2026F
營業收入	**2,882**	**5,106**	**9,735**	**15,185**	**20,968**
銷貨成本	(812)	(611)	(1,177)	(1,712)	(2,598)
營業毛利	**2,070**	**4,495**	**8,558**	**13,473**	**18,370**
營業費用	(4,098)	(6,408)	(6,822)	(8,612)	(8,729)
推銷費用	(1,543)	(2,133)	(2,427)	(3,387)	(3,441)
研究費用	(1,426)	(2,224)	(2,588)	(3,235)	(3,100)
管理費用	(1,129)	(2,051)	(1,807)	(1,989)	(2,188)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	**(2,028)**	**(1,913)**	**1,736**	**4,860**	**9,640**
利息收入	40	585	917	630	495
利息費用	(19)	(47)	(22)	25	22
利息收入淨額	22	538	895	656	517
投資利益(損失)淨額	0	0	0	(2)	0
匯兌損益	122	376	376	(1,017)	0
其他業外收入(支出)淨額	42	12	(13)	(927)	(27)
稅前純益	(1,842)	(987)	2,995	4,586	10,131
所得稅費用	467	363	(29)	275	(2,026)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	**(1,375)**	**(624)**	**2,966**	**4,862**	**8,105**
稅前息前折舊攤銷前淨利	(1,595)	(671)	3,385	5,235	9,966
調整後每股盈餘 (NT$)	**(4.84)**	**(1.93)**	**8.96**	**13.15**	**21.93**

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	2024A	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	339.0	77.2	90.7	56.0	38.1
營業利益	--	--	--	179.9	98.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	--	--	--	54.7	90.4
稅後純益	--	--	--	64.0	66.7
調整後每股盈餘	--	--	--	46.9	66.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	71.8	88.0	87.9	88.7	87.6
營業利益率	(70.4)	(37.5)	17.8	32.0	46.0
稅前息前淨利率	(64.6)	(20.2)	30.5	32.0	46.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	(55.4)	(13.2)	34.8	34.5	47.5
稅前純益率	(63.9)	(19.3)	30.8	30.2	48.3
稅後純益率	(47.7)	(12.2)	30.5	32.0	38.7
資產報酬率	(12.8)	(2.9)	10.2	13.7	20.4
股東權益報酬率	(16.8)	(3.5)	11.5	15.7	20.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	26.3	13.9	13.1	15.0	12.1
淨負債權益比(%)	(76.1)	(81.8)	(76.5)	(73.6)	(71.0)
利息保障倍數 (倍)	(98.4)	(20.1)	135.9	(180.1)	(455.0)
流動比率 (%)	524.4	1063.9	994.0	704.0	833.6
速動比率 (%)	477.1	989.1	937.0	674.3	802.7
淨負債 (NT$百萬元)	(9,235)	(19,582)	(21,000)	(22,837)	(27,796)
調整後每股淨值 (NT$)	40.14	70.37	80.37	83.98	105.91
評價指標 (倍)					
本益比	--	--	56.9	38.8	23.3
股價自由現金流量比	--	--	105.2	50.1	38.1
股價淨值比	12.7	7.3	6.4	6.1	4.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	--	--	55.8	36.1	18.9
股價營收比	65.5	37.0	19.4	12.4	9.0

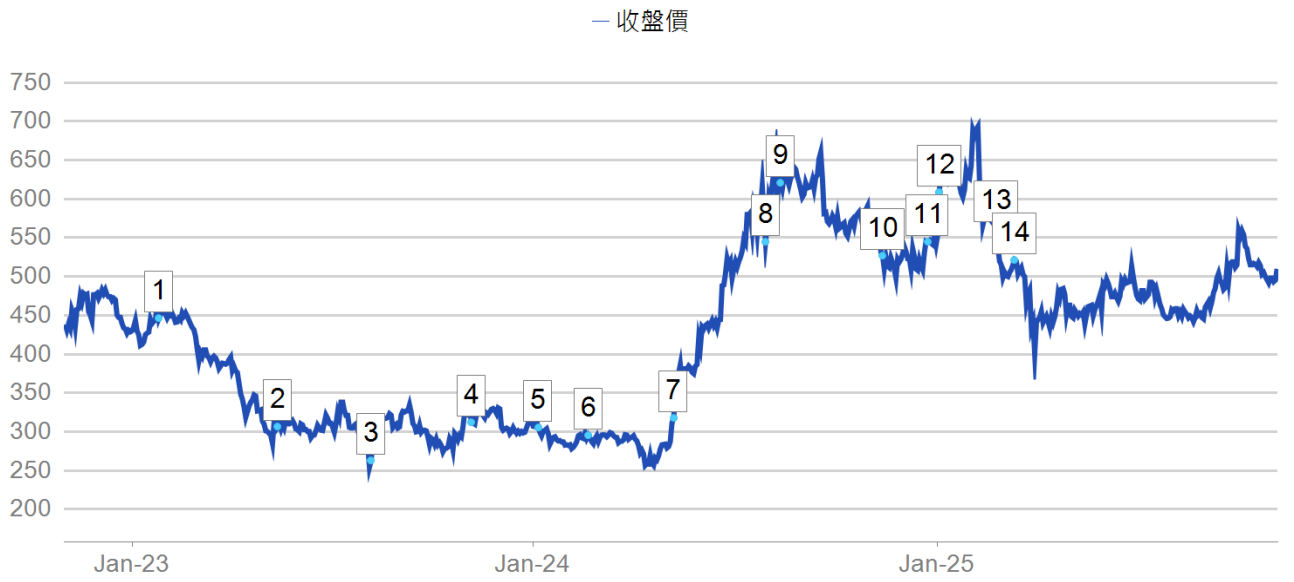
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

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



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20230206	496.00	585	585	買進	蔣欣穎
2	20230524	354.50	500	500	買進	蔣欣穎
3	20230815	283.00	485	485	買進	蔣欣穎
4	20231110	374.50	470	470	買進	蔣欣穎
5	20240108	340.00	385	385	持有-超越同業	蔣欣穎
6	20240229	328.50	385	385	持有-超越同業	蔣欣穎
7	20240515	353.00	380	380	持有-超越同業	蔣欣穎
8	20240805	606.00	810	850	買進	蔣欣穎
9	20240816	705.00	855	852	買進	蔣欣穎
10	20241118	591.00	845	845	買進	蔣欣穎
11	20241225	606.00	845	845	買進	蔣欣穎
12	20250106	616.00	860	860	買進	蔣欣穎
13	20250305	635.00	760	760	買進	蔣欣穎
14	20250320	580.00	630	630	持有-超越同業	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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

Copyright © 2025 Sustainalytics, a Morningstar company. All rights reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics and/or its content providers; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product, project, investment strategy or consideration of any particular environmental, social or governance related issues as part of any investment strategy; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. The ESG-related information, methodologies, tools, ratings, data and opinions contained or reflected herein are not directed to or intended for use or distribution to India-based clients or users and their distribution to Indian resident individuals or entities is not permitted. Neither Morningstar Inc., Sustainalytics, Morningstar Asia Ltd. Taiwan Branch nor their content providers accept any liability for the use of the information, for actions of third parties in respect to the information, nor are responsible for any trading decisions, damages or other losses related to the information or its use. The use of the data is subject to conditions available at https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers.