2018 年 3 月 26 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1760 TT	買進	寶齡富錦的首次投資評等為買進，目標價98元，潛在漲幅24%，主要理由如下：
寶齡富錦	目標價	(1) 美國市場增加第二適應症，歐洲年內可望授權，主力中國、韓國2019年接棒；
	98	(2) 美國專利失效後，學名藥上市至多可遞延至3/2022。

研究員 李振南
donaldlee@jsun.com

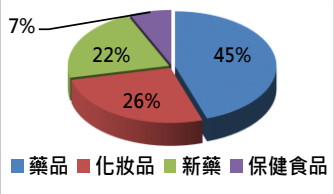
近期投資評等

03/26/2018	買進

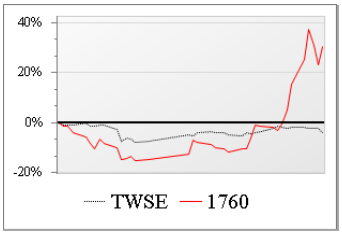
公司基本資料

收盤價(元)(03/23/2018)	78.80
股本(百萬元)	767
總市值(億元)	60.4
每股淨值(元)	12.05
外資持股比(%)	1.45
投信持股比(%)	1.32
近 20 日均量(張)	1,034
融資餘額(03/23/2018)	N.A

產品組合(2017年前三季)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

◆ **美國市場增加第二適應症，彌補原料藥授權金減少：**寶齡富錦2017年營收12.1億元(YoY+15.5%)，稅後淨利0.9億元(YoY+0.9%)，稅後EPS 1.18元。主要成長來自新藥事業，拿百磷美國授權夥伴Keryx在6/1/2017取得Federal Medicare Part-D醫保後，市場保險給付涵蓋率達95%，帶動4Q17單季銷售達2,240萬美元(QoQ+65%)，累積2017年全美銷售達6,060萬美元(YoY+123%)，寶齡依約可向Keryx收取原料藥授權金(少數)及銷售權利金7%，貢獻新藥營收約1.27億元，然因需支付專利所有權人許博士該金額的50%帳列為費用，故2017年貢獻寶齡獲利約0.64億元。由於11/2017已取得非洗腎貧血第二適應症，預估帶動2018年Auryxia™在美銷售。日本市場2017年Riona®銷售達63.1億日圓(YoY+11.8%)，約6,000萬美金，由於日本有健保制度，預估2018年仍維持12%~15%穩健成長。

◆ **歐洲年內可望授權，主力中國、韓國2019年接棒：**中國方面，2/14/2018公告拿百磷(Nephoxil)取得中國CFDA批准臨床，將執行銜接性臨床試驗，預計收案100人，治療期間3個月，預計2018年底可望執行完畢，1Q19進行資料整理，最快2H19可望取得中國進口藥證，寶齡可依約於「申請藥證」及「取得上市許可」時，獲得1.33億人民幣的里程金收入，可望貢獻EPS約8元。因中國洗腎患者較多，且毋須支付許博士費用，故獲利可期。歐洲方面，早於9/24/2015即取得歐盟EMA藥證，若未於9/22/2018前開賣將面臨藥證收回，考量Keryx目前財務狀況，預估近期就會決定歐洲再授權夥伴，寶齡可取得一筆再授權金(並依約支付許博士33.3%)。韓國方面，FDA已前來查廠，其合作銷售夥伴過去曾銷售第一名降血磷藥物Renagel®，但因原廠收回代理權，目前急需新的藥物；台灣內銷因未取得健保給付，故2017年銷售約1,000萬元，然Renagel®於台灣市場年銷售約4,000萬~5,000萬，故拿百磷仍有成長空間。

◆ **美國專利失效後，學名藥上市至多可遞延至3/2022：**專利權方面，法院正進行專利審查中，許博士美國專利”暫時”延長至2/2019，對寶齡而言，未來法院正式判決專利失效(即專利到期)後，Auryxia™將面臨學名藥競爭，Keryx勢必提起專利侵權，最長訴訟期30個月，故可延後學名藥進入時間至8/2021，但寶齡可認列全額(即7%)銷售權利金。另一情況則是Auryxia™(Ferric citrate)取得美國(NCE)創新化合物資格，可享有額外5年市場獨占權至9/2019，學名藥上市至多可遞延至3/2022。預估2018年寶齡獲利成長來自美國納入Part-D醫保、新增第二適應症(無須支付許博士)，以及歐洲再授權金，預估2018年稅後淨利1.23億元(YoY+36%)，稅後EPS 1.61元。日盛根據各國家潛在腎病患者人數、藥費、滲透率及銷售分潤等，推估NPV為98元。

單位:百萬元	2017F	2018F	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	1,212	1,476	N.A.	N.A.	293	341	391	451
營業毛利	710	848	N.A.	N.A.	170	193	224	261
營業利益	143	181	N.A.	N.A.	41	39	46	55
稅後純益	91	123	N.A.	N.A.	29	26	33	36
稅後 EPS(元)	1.18	1.61	N.A.	N.A.	0.37	0.34	0.43	0.47
毛利率(%)	58.60	57.41	N.A.	N.A.	57.83	56.58	57.31	57.85
營業利益率(%)	11.79	12.27	N.A.	N.A.	14.03	11.45	11.86	12.1
稅後純益率(%)	7.5	8.36	N.A.	N.A.	9.74	7.6	8.44	7.97
營業收入 YoY/QoQ(%)	--	70.36	--	--	--	16.22	14.87	15.33
營業利益 YoY/QoQ(%)	--	59.66	--	--	--	-5.17	19.01	17.67
稅後純益 YoY/QoQ(%)	--	61.8	--	--	--	-9.27	27.57	8.8

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **寶齡拿百磷Nephoxil®，好戲在後頭：**

寶齡富錦成立於 1976 年，前身為寶齡製藥廠(股)，1984 年與富錦有限公司合併，主要業務為藥品研發及生產，1988 年跨足美容保養品，2001 年投入腎臟病新藥的開發。6/14/2004 登錄興櫃，1/23/2018 轉上市。截至 3Q17 營收比重為：藥品 44.9%、化妝品 26.6%、新藥 21.8%及保健食品 6.7%。

公司的腎臟病新藥拿百磷(Nephoxil®)，原料為高純度藥用級的檸檬酸鐵(Ferric Citrate)，用於治療慢性腎臟病患者好發之高血磷症，為不含鋁鈣的新型磷結合劑，但因生產製程複雜，授權給美國 R&D 公司 Keryx(Nasdaq：KERX)後，8/2016 即因 Keryx 的代工生產廠 Ferric Citrate 產能穩定性不足，導致拿百磷宣布暫時停產，影響寶齡權利金收入，Keryx 在尋求第二代工廠產能支應後，已順利於 4Q16 通過美國 FDA 查核恢復正常出貨。2017 年在正常出貨情況下，且 6/1/2017 加入取得 Federal Medicare Part-D 醫保後，市場保險給付涵蓋率達 95%，帶動 4Q17 單季銷售達 2,240 萬美元(QoQ+65%)，累積 2017 年全美銷售達 6,060 萬美元(YoY+123%)，成長快速。

目前市場上，主要期待：(1)美國第二適應症非洗腎之缺鐵性貧血，於 11/2017 取得後，使用人口增加；(2)歐洲市場最慢將於 9/2018 前對外授權或尋求經銷夥伴；(3)中國市場洗腎人口潛力大，公司與中國威高集團合作，該公司於中國擁有自有洗腎通路。

◆ **美國市場新增第二適應症，競爭者少數：**

Auryxia™(拿百磷美國商品名)，9/2014 取得美國 FDA 上市許可，其適應症為治療慢性腎臟病(Chronic Kidney Disease, CKD)洗腎病患之高血磷症。在慢性腎功能不全的病人身上，體內累積的磷常引發許多併發症，單純從飲食上限制磷的攝取是不足的，因此這類病人通常必須使用磷結合劑。目前市面上的磷結合劑不外乎是鈣或鋁的化合物，而這兩類的結合劑常衍生出其他的併發症，如鈣離子化合物會導致高血鈣症，進而引發血管鈣化器官衰竭；而鋁離子化合物則是會造成骨頭病變及其他毒性反應。

在過去的研究中發現，鐵化合物能使血清中磷含量減少，利用鐵化合物(如 Ferric Citrate)作為磷結合劑，用來治療慢性腎衰竭的高磷血症有其治療效果。目前市場上同樣不含鈣、鋁的藥物競爭者，包括 Renagel®(sevelamer hydrochloride)、Renvela®(sevelamer carbonate)、Velphoro®(sucroferric oxyhydroxide)以及 Fosrenol®(Lanthanum Carbonate,碳酸鑭)等，競爭者約 3~4 家。

此外，通常透析病人處於一種持續鐵質流失的狀態之中，原因包括了飲食攝取不足、洗腎過程血液流失及溶血等。據統計，美國約有 70%的血液透析患者需接受鐵劑補充，治療方式包括口服鐵劑治療及靜脈注射鐵劑等方式。但口服鐵劑因分子量較大，腎功能衰退病患腸胃道不易吸收或效率較低，靜脈注射則耗時且容易引起過敏反應，Iron dextran 嚴重甚至有致死案例。

拿百磷美國授權夥伴 Keryx 於 11/07/2017 公告，獲得美國 FDA 核准 sNDA(擴充適應症)-內容為藥用級檸檬酸鐵，治療成年非洗腎慢性腎臟病患之缺鐵性貧血適應症。**就腎病患族群來看**，由末期腎臟疾病(End-Stage Renal. Diseases, ESRD)，增加包括較早

期 III~IV 的 CKD 病患，適用人數增加，且同樣涵蓋於 Part–D 保險給付。**就競爭者來看**，Ferric Citrate 為口服小分子鐵，吸收效果佳，競爭者較少。**就藥物經濟學來看**，CKD 屬不可逆之慢性腎病，病患於末期前多會出現腎性貧血情況，使用拿百磷可降低口服鐵劑的服用，可同樣達到治療高血磷的效果，並降低醫療保險的支出。

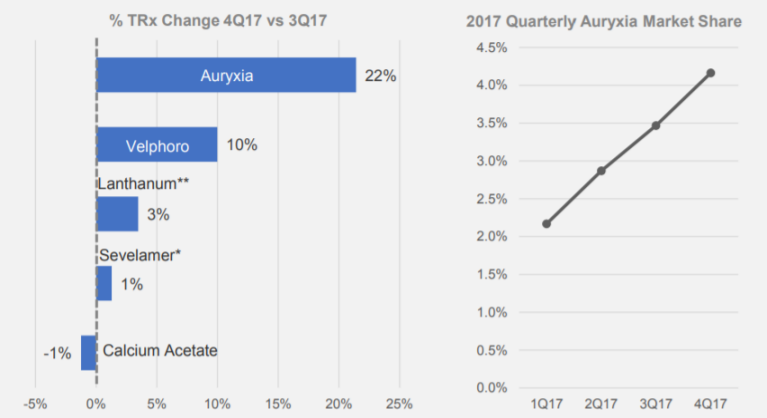
美國 Auryxia™在 6/1/2017 加入取得 Federal Medicare Part-D 醫保後，市場保險給付涵蓋率達 95%，帶動 4Q17 單季銷售達 2,240 萬美元(QoQ+65%)，累積 2017 年全美銷售達 6,060 萬美元(YoY+123%)，成長快速。預計 2018 年在第二適應症的加入後，銷售更具成長潛力，以目前 Auryxia™在美銷售市佔率僅約 4%，預期有機會超過 10%。

表一、腎臟病新藥 Nephoxil®已上市國家

區域	日本	美國	台灣
單位	日本厚生省	USFDA	TFDA
授權夥伴	Keryx 再授權夥伴 Japan Tobacco/Torii	Keryx	-
合作方式	銷售分潤	銷售分潤	將由自營改經銷商
商品名	Riona®	Auryxia™	Nephoxil® (拿百磷®)
上市許可	2014.01.17	2014.09.05	2015.01.15
上市銷售	2014.05.12	2014.12.22	2015.07.01
健保給付	2014.05.12	2017成功納入Federal Medicare Part-D 醫保，市場保險給付涵蓋率達95%	將以貧血作為適應症申請健保核價，目前尚未提出
進展			目前進行Phase IV上市後臨床試驗，針對慢性腎病貧血，近期將執行完畢，最快2018年申請NDA。
生產	Keryx	Keryx	寶齡

資料來源：寶齡、日盛投顧彙整

圖一、Auryxia™目前市佔率僅 4%，在第二適應症加入後，市佔率可望提升



資料來源：keryx、日盛投顧彙整

日本市場方面，Riona®(拿百磷日本商品名)在 5/12/2014 取得日本 PMDA 上市許可後，即獲得健保給付，2017 年 Riona®銷售達 63.1 億日圓(YoY+11.8%)，約 6,000 萬美金，由於日本有健保制度，預估 2018 年仍維持 12%~15%穩健成長。

台灣市場方面，台灣內銷因未取得健保給付，故 2017 年銷售約 1,000 萬元，然 Renagel®於台灣市場年銷售約 4,000 萬~5,000 萬，故拿百磷仍有成長空間。此外，Nephoxil®目前進行 Phase IV 上市後臨床試驗，針對非洗腎慢性腎病貧血，近期將執行完畢，最快 2018 年申請 NDA，並將以非洗腎慢性腎病貧血提出健保核價申請。

◆ **歐洲年內可望授權，主力中國、韓國2019年接棒：**

歐洲方面，早於 9/24/2015 即取得歐盟 EMA 藥證，若未於 9/22/2018 前開賣將面臨藥證收回，故預估 Keryx 近期就會決定歐洲經銷商或再授權夥伴，日盛考量 Keryx 目前財務狀況，認為再授權機率較高，寶齡可取得一筆再授權金(並依約支付許博士 33.3%)。由於歐洲洗腎市場較美國小，且各國均需向各別主管機關申請健保核價，故研判授權金將低於美國(美國總授權金無法得知)。

中國方面，目前是透過與山東威高集團合資成立子公司方式，以進口藥證方式註冊，2/14/2018 公告拿百磷(Nephoxil)取得中國 CFDA 批准臨床，將執行銜接性臨床試驗，預計收案 100 人，protocol 治療期間 3 個月，預計 2018 年底可望執行完畢，1Q19 進行資料整理，最快 2H19 可望取得中國進口藥證，寶齡可依約於「申請藥證」及「取得上市許可」時，獲得 1.33 億人民幣的里程金收入，可望貢獻 EPS 約 8 元。因中國洗腎患者較多，山東威高於中國擁有 60 家洗腎中心，預計未來全中國將建立 600 家，由於中國市場毋須支付許博士專利費用，故中國獲利可期。

表二、拿百磷即將上市國家別，尤以中國成長潛力最大

區域	歐盟	中國	韓國
單位	EMA	CFDA	MFDS
授權夥伴	Keryx 再授權(機率較高) 或代理經銷	山東威高藥業	協和醱酵麒麟(KKKR)
合作方式	銷售分潤	合資 (寶齡49%)	獨家代理
商品名	Fexeric®	-	-
上市許可	2015.09.24	2015.11.01 (取得CFDA臨床受理)	預計2H18
上市銷售	9/22/2018以前會開賣	預計2019年	預計4Q18~2019年
健保給付	英德法，已提出申請約一年多	有醫保制度	有健保制度
進展		2/14/2018公告拿百磷(Nephoxil)取得中國CFDA批准臨床，預計收案100人，治療3個月，最快年底完成，並於1Q19進行資料分析後，遞交藥證審查	進口藥品註冊 審查中(已查廠) 預計2H18取證
生產	Keryx	寶齡	寶齡

資料來源：寶齡、日盛投顧彙整

韓國方面，FDA 已前來寶齡查廠，其合作銷售夥伴協和醱酵麒麟 KKKR(為日本麒麟孫公司)，過去曾代銷降血磷藥物 Renagel®至市場銷售排名第一，但因原廠收回代理權，目前急需新的藥物，雙方合作透過進口方式，由寶齡生產供貨。韓國預計 2H18 取得進口藥證，之後申請健保核價，挹注在 2019 年。

◆ **美國專利失效後，學名藥上市至多可遞延至3/2022：**

專利權方面，法院正進行專利審查中，許博士美國專利”暫時”延長至 2/2019，對寶齡而言，未來法院正式判決專利失效(即專利到期)後，Auryxia™將面臨學名藥競爭，Keryx 勢必提起專利侵權，最長訴訟期 30 個月，故可延後學名藥進入時間至 8/2021，但寶齡可認列全額(即 7%)銷售權利金。另一情況則是 Auryxia™(Ferric citrate)取得美國(NCE)創新化合物資格，可享有額外 5 年市場獨占權至 9/2019，學名藥上市至多可遞延至 3/2022。

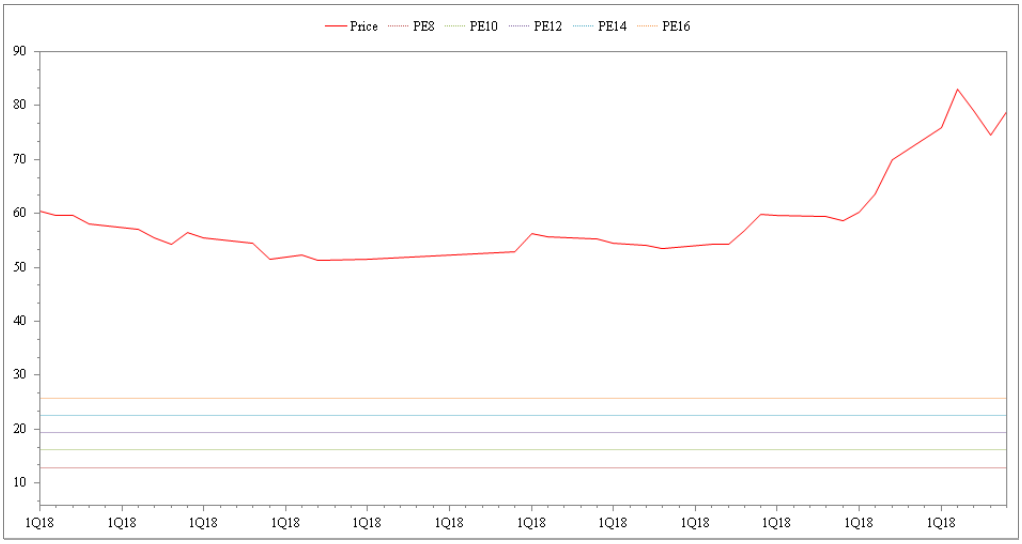
表三、拿百磷各區域授權金認列情況

區域	日本	美國	台灣	歐盟	中國	韓國
授權夥伴	Keryx 再授權夥伴 Japan Tobacco/Torii	Keryx	-	Keryx 再授權(機率較高) 或代理經銷	山東威高藥業	協和醱酵麒麟(KKKR)
合作方式	銷售分潤	銷售分潤	將由自營改經銷商	銷售分潤	合資 (寶齡49%)	獨家代理
上市許可	2014.01.17	2014.09.05	2015.01.15	2015.09.24	2015.11.01 (取得CFDA臨床受理)	預計2H18
上市銷售	2014.05.12	2014.12.22	2015.07.01	9/22/2018以前會開賣	預計2019年	預計4Q18~2019年
專利到期	2022年	case 1：許博士專利暫時延展至2/2019，若專利失效學名藥進入，惟訴訟期間保護最長可達30個月，至8/2021； case 2：取得NCE新化合物資格，獨賣期可至9/2019，學名藥上市至多可遞延至3/2022	-	有取得NCE藥證 獨賣權至2025年	2027年	-
健保給付	2014.05.12	2017成功納入Federal Medicare Part-D 醫保，市場保險給付涵蓋率達95%	將以貧血作為適應症申請健保核價，目前尚未提出	英德法，已提出申請約一年多	有醫保制度	有健保制度
2015sales	50.3億日圓					
2016sales	56.3億日圓(YoY+11.9%)	2,700萬美元				
2017sales	63.1億日圓(YoY+12.1%)	6,060萬美元(YoY+123%)	1,000萬元	尚未銷售	尚未銷售	尚未銷售
銷售權利金 (或利潤率)	7%	7%	80%	7%	25%* (依銷售額並扣除子公司成本及管銷費用約50%，持股49%認列)	80%
需支付 許博士比例	50%	50%(第一適應症) 0%(第二適應症)	依淨銷售額支付7.5%；專利過期後降低為2%。	50%	無	依淨銷售額支付7.5%；專利過期後降低為2%。
寶齡剩餘 淨分潤比	3.5%	3.5%(第一適應症) 7%(第二適應症)	72.5%	3.5%	25%	72.5%
NPV貢獻	10	33	2	7	37+7(含里程金)	2

說明：許振興博士有登記專利之國家包括：美國、加拿大、墨西哥、歐盟、挪威、以色列、 日本、台灣、韓國及澳洲。除上述國家外許振興博士並無專利權，自其他國家(如中國大陸等)取得之相關收益無需給付許振興博士。
資料來源：寶齡、日盛投顧彙整

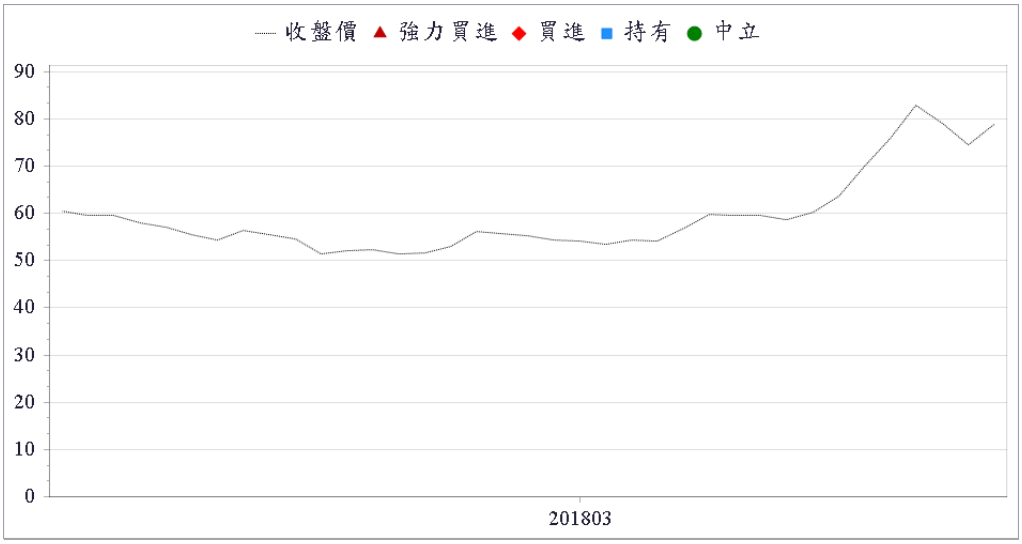
預估 2018 年寶齡獲利成長來自美國納入 Part-D 醫保、新增第二適應症(無須支付許博士)，以及歐洲再授權金，預估 2018 年稅後淨利 1.23 億元(YoY+36%)，稅後 EPS 1.61 元。日盛根據各國家潛在腎病患者人數、藥費、滲透率及銷售分潤等，推估 NPV 為 98 元(含中國里程金收入)。

PE Band



資料來源：CMoney，JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20180326	買進	98.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	4Q16	1Q17F	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
營業收入淨額	1,049	1,212	1,476	339	0	0	314	0	293	341	391	451
營業毛利	588	710	848	206	0	0	182	0	170	193	224	261
營業費用	462	567	666	120	0	0	143	0	128	154	178	206
營業利益	130	143	181	86	0	0	39	0	41	39	46	55
營業外收支	0	0	-1	2	0	0	-2	0	0	-1	-1	1
稅前純益	129	143	180	88	0	0	37	0	41	38	46	55
稅後純益	90	91	123	66	0	0	26	0	29	26	33	36
最新股本	767	767	767	767	0	0	767	0	767	767	767	767
稅後 EPS(元)	1.17	1.18	1.61	0.86	0	0	0.34	0	0.37	0.34	0.43	0.47
經營效率(%)												
毛利率	56.09	58.58	57.41	60.72	--	--	57.94	--	57.83	56.58	57.31	57.85
營業利益率	12.35	11.79	12.27	25.25	--	--	12.46	--	14.03	11.45	11.86	12.1
稅前純益率	12.33	11.79	12.2	25.97	--	--	11.79	--	13.91	11.18	11.73	12.25
稅後純益率	8.55	7.5	8.36	19.52	--	--	8.41	--	9.74	7.6	8.44	7.97
YoY(%)												
營收	-12.93	-17.4	70.36	--	--	--	26.59	--	--	--	24.44	--
營業利益	8.05	-12.47	59.66	--	--	--	43.89	--	--	--	18.45	--
稅前純益	11.39	-14.53	62.79	--	--	--	36.32	--	--	--	23.73	--
稅後純益	22.91	-14.97	61.8	--	--	--	82.58	--	--	--	24.93	--
QoQ(%)												
營收				36.5	--	--	--	--	--	16.22	14.87	15.33
營業利益				214.44	--	--	--	--	--	-5.17	19.01	17.67
稅前純益				223.71	--	--	--	--	--	-6.6	20.48	20.52
稅後純益				356.92	--	--	--	--	--	-9.27	27.57	8.8

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2015	2016	3Q17
流動資產	685	686	725
現金及約當現金	128	188	195
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	224	180	223
非流動資產	490	505	492
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	424	452	449
無形資產	10	9	9
資產總計	1,175	1,191	1,216
流動負債	316	311	319
短期借款	--	0	0
非流動負債	85	74	77
負債總計	400	385	396
股本	562	619	681
普通股股本	562	619	681
資本公積	130	90	47
保留盈餘	76	102	104
庫藏股票	--	--	--
股東權益	775	806	821
每股淨值(元)	13.78	13.02	12.04
流動比率(%)	217.04	220.54	227.29
速動比率(%)	142.78	158.6	150.72
應收帳款週轉率(%)	4.19	3.41	1.24
負債比率(%)	34.06	32.3	32.53
稅後股東權益報酬率(%)	9.83	11.35	3.28

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	3Q17
繼續營業單位稅前損益	116	129	111
折舊及攤提費用	33	42	31
利息費用	0	0	0
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	3	4	2
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
處分權益法之投資損益	--	--	-1
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-32	22	2
存貨增減	-26	44	-43
應付帳款增減	-10	11	0
營業活動現金流量	58	177	86
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	-20	1	--
取得不動產、廠房及設備	-58	-70	-19
處分不動產、廠房及設備	--	--	--
投資活動現金流量	-90	-67	-19
短期借款增減	0	0	0
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-7	-45	-56
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-4	-41	-55
淨現金流量	-37	60	7

資料來源：CMoney · JS 預估

免責聲明	本研究報告僅供本公司特定客戶參考。 客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。 本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。 非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股