



GENERIC

DRUGS



SANDOZ

a Novartis company

凱基睿策系列

山德士: 傳承諾華優勢，享受全球專利懸崖及美國醫改紅利

股權策略諮詢部

Equity Advisory, IPS, KGI IWM

2026.10.7

Table of Contents

內容	頁數
執行概要	p3
仿製藥 / 原研藥零售價格比較	p4
全球醫藥市場格局分析	p5-6
全球仿製藥市場概覽	p7-9
Sandoz(山德士)公司概覽	p10-13
投資理據1：來自諾華的賦能 - 中小型藥企望塵莫及的「高技術壁壘」與「全球規模效應」	P14
投資理據2：受惠於史上規模最大的專利斷層	p15-17
投資理據3：分享美國醫保Medicare改革的紅利	p18-19
財務分析：比原研藥利潤率低，但更穩健、可見度更高	p20-21
估值分析：18.6x 2027 P/E 低於全球醫療行業及全球製藥子行業	P22
投資產品建議	P23-24
同業比較1：如何在全球7大仿製藥中做投資選擇？	P25
同業比較2：如何在Sandoz和原研藥之間做投資選擇？	P26
同業比較3：全球領先原研藥及仿製藥的主要財務指標及估值比較	P27
同業比較4：KGI Global Healthcare 30的主要財務指標及估值比較	P28
主要投資風險	P29
附件1：為何美國原研藥全球最貴？定價結構會改變嗎？	p30-31
附件2：原研藥的研發流程及專利保護時間	p32-34
附件3：仿製藥 – 來自印度和中國的挑戰	P35
附件4：全球醫療行業概覽	P36
附件5：全球醫療行業的重要性	P37
附件6：穩定的醫療交易 vs 擁擠的 AI 交易	p38



Sandoz山德士 (SDZ.SW; mkt cap US\$37bn; sales/earnings 6%/11% CAGR, 18.6x 2027 P/E)

傳承諾華研發/製造/銷售網絡優勢, 受惠于史上規模最大專利斷層, 分享美國醫保改革紅利

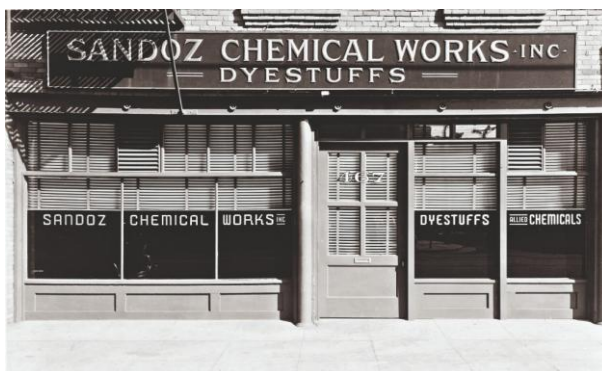
近1,300款龐大藥品組合



Sandoz擁有廣泛的全球產品組合，涵蓋約**1,300款**高品質仿製藥與生物相似藥。

2025年Sandoz已全球覆蓋患者**10億人次**(超過12%全球人口)，在美國、歐洲及其他關鍵市場累計為醫療體系節省約**260億美元**開支，在全球創造約4,000億美元的整體社會影響價值。

百年傳承與科學突破



山德士(Sandoz)源自**1886年**在瑞士創立的 Kern & Sandoz，擁有逾130年的醫學創新底蘊。公司歷來締造多項產業里程碑：1920年代開創現代鈣質療法、1950年代研製首款口服耐酸盤尼西林，並於1980年代以免疫抑制劑 Sandimmune 革新器官移植領域。

自**2023年獨立上市**以來，公司持續立足深厚的製造與研發積澱，穩居全球學名藥與生物相似藥龍頭。

高品質仿製藥(Generic)



仿製藥(Generic medicines)含有與原廠參照藥物相同的活性成分，並具備**同等的品質與安全性**。大部分**感冒退燒、降膽固醇、抗生素**藥品屬於此類。

憑藉豐富的高品質學名藥產品組合——其中包括無可匹敵、涵蓋超過50種關鍵學名抗生素的產品線——山德士的業務幾乎涉足了所有主要的疾病領域。

生物相似藥(Biosimilars)先河



生物相似藥(Biosimilars)是一類被稱為「生物製劑」(Biologics)藥物的「全新」版本。這類**強效藥物**是由活細胞製成，能夠為罹患**癌症、糖尿病及關節炎**等威脅生命或嚴重致殘疾病的患者帶來改變生命的轉機。

山德士(Sandoz)於1996年啟動了全球首個生物相似藥研發計劃，並且是首家在歐洲、日本、加拿大及美國獲得生物相似藥上市核准的公司。

仿製藥的價格是原研藥的 20-30% 左右

Crestor 10mg 及其仿製藥零售價格比較：美國 > 香港 > 英國 > 中國內地

地區	藥品類型	包裝規格	當地貨幣參考零售價	當地每粒折合零售價	每粒折合港幣 (HKD)	仿製藥/原研藥 (%)
中國內地	原研藥 (可定 Crestor)	28 片裝	¥167 – ¥190 RMB	¥5.96 – ¥6.79	HK\$6.97 – HK\$7.94	100% (基準)
	仿製藥 (國產過評仿製藥綜合)	28 片裝	¥10 – ¥35 RMB	¥0.36 – ¥1.25	HK\$0.42 – HK\$1.46	約 6% – 18%
英國	原研藥 (Crestor 私家零售)	28 / 84 片裝	£24.00 – £45.99	£0.38 – £1.43	HK\$3.94 – HK\$14.82	100% (基準)
	仿製藥 (普通小包裝 28 片)	28 片裝	£7.15 – £12.99	£0.26 – £0.46	HK\$2.69 – HK\$4.77	約 30% – 50%
	仿製藥 (長期大包裝 84 片)	84 片裝	£15.99	£0.19	HK\$1.97	約 20% – 35%
中國香港	原研藥 (Crestor 冠脂妥)	28 片裝	HK\$428 – HK\$500	HK\$15.28 – HK\$17.86	HK\$15.28 – HK\$17.86	100% (基準)
	仿製藥 (Sandoz / PMS 等)	28 / 30 片裝	HK\$100 – HK\$150	HK\$3.33 – HK\$5.36	HK\$3.33 – HK\$5.36	約 22% – 31%
美國	原研藥 (Crestor 現金價)	30 片裝	US\$156 – US\$330	US\$5.20 – US\$11.00	HK\$40.77 – HK\$86.24	100% (基準)
	仿製藥 (常規無折扣現金價)	30 片裝	US\$88 – US\$116	US\$2.93 – US\$3.87	HK\$22.97 – HK\$30.34	約 35% – 56%
	仿製藥 (GoodRx / 線上折扣)	30 片裝	US\$8.10 – US\$15.00	US\$0.27 – US\$0.50	HK\$2.12 – HK\$3.92	約 3% – 9%
	仿製藥 (90 天大包裝優惠渠道)	90 片裝裝	US\$10 – US\$39	US\$0.11 – US\$0.43	HK\$0.86 – HK\$3.37	約 1% – 8%

仿製藥的強大低價效應：

- 在多數成熟市場中，仿製藥的價格是原研藥的 **20-30% 左右** (如香港的 ~25%、英國的 ~30%)。
- 中國內地透過集採政策將仿製藥價格壓得更低，部分品種甚至僅為原研藥的 **6-18%**。
- 美國市場原研藥定價**全球最高**，仿製藥性價比較好。

原研藥定價機制導致價格差異極大：

- 美國：無藥價管制**。原研藥價格極高 (藥廠為能進入保險名錄，提高標價，以給予鉅額返利給分銷商)；仿製藥價格低廉 (自由市場充分競爭)。
- 英國：National Health Service 是唯一買家**。NHS 認成分，不認品牌。原研藥在上市時即由政府壓價。藥廠面對的是一個買家而非數百家保險公司，價格談判結果直接決定能否上市銷售。
- 中國：原研藥須通過國家價格談判才能進醫保目錄**，不談就只能自費銷售、銷量有限；仿製藥以極低價 (原研藥的 6%-18%) 取得公立醫院絕大部分用量。
- 香港：高度依賴進口原研藥** (零售價剛性)；公立醫療體系提供擔遠低於私家零售價 (公私立雙軌分化)。

對製藥企業的影響：

- 對於原研藥藥企的影響：美國是利潤支柱，支撐其下一代創新藥的研發。其他地區以量換價或份額萎縮。
- 對於仿製藥藥企的影響：歐美市場注重供應鏈與通路；中國本土仿製藥面臨極度內捲。

未來這個價格結構將會改變嗎：

- 美國醫保改革正在進行，高價原研藥的暴利時代正面臨越來越強的政治與社會輿論約束。
- 中國內地的集採政策已經高度成熟，未來政策重心將更側重於**質量一致性與供應鏈安全**。
- 隨著未來十年全球數百億美元價值的重磅原研藥專利到期，生物相似藥的滲透率將急速飆升，將迎來**全球範圍內的平價替代潮**，進一步壓低全球整體醫療體系的藥品總支出。

全球醫藥市場格局分析: 原研藥/創新藥 (innovative) vs 仿製藥/學名藥 (generic)

四大細分市場: 定義, 容量, 成長速度, 利潤率, 及5大龍頭企業

細分市場	市場定義	市場容量	成長速度	理論利潤率	全球前 5 大企業
1 小分子原研創新藥物市場 Innovative Small Molecules Drugs	由藥廠自行研發、擁有專利保護的傳統化學小分子創新藥。	約佔全球醫藥總營收的 45% - 50% 9,000億至1兆美元 以上	中低速穩定增長(CAGR 約 3% - 5%)。 由於面臨專利到期(專利斷崖)的挑戰, 部分傳統小分子原研藥面臨仿製藥替代壓力。	極高。 毛利率通常高達 85% 至 95% 左右; 扣除高昂的研發費用後, 其淨利率與 EBITDA 利潤率依然十分可觀, 多在 25% - 35% 以上。	- 強生 Johnson & Johnson, 美國: 全球醫療保健龍頭, 其創新藥與小分子/多元處方藥業務規模全球頂尖(年度整體營收逾 900 億美元)。 - 輝瑞 Pfizer, 美國: 傳統小分子化學藥與疫苗的研發巨頭(年度營收約 600 - 630 億美元)。 - 默沙東 Merck & Co., 美國: 憑藉強大管線與化學原創藥穩居前列, 年度製藥營收逾 580 億美元。 - 艾伯維 AbbVie, 美國: 除生物製劑外, 亦擁有強大的跨領域小分子處方藥組合, 年度營收逾 600 億美元。 - 阿斯利康 AstraZeneca, 英瑞: 在心血管、代謝及腫瘤小分子標靶領域營收高速增長(年度營收逾 540 - 580 億美元)。
2 大分子生物創新藥市場 Innovative Biologics & Advanced Therapies	透過基因工程等技術開發的大分子創新藥(如單株抗體、重組蛋白、細胞與基因療法、放射配體療法等)。	約佔全球醫藥總營收的 30% - 35% 6,000億至7,000億美元, 且比重持續快速上升	高速增長(CAGR 約 8% - 10% 以上)。 這是當前全球創新藥研發與資本投入最核心的主賽道。	極高。 毛利率與原研小分子相當, 約 85% - 90% 以上, 且由於技術壁壘更高, 其高端產品的單價與生命周期利潤往往更加豐厚。	- 艾伯維 AbbVie, 美國: 全球免疫學與生物製劑龍頭(憑藉新一代免疫重磅藥 Skyrizi 等領跑)。 - 強生 Johnson & Johnson, 美國: 旗下擁有龐大的癌症與自體免疫生物製劑產品線, 如 Darzalex - 羅氏 Roche, 瑞士: 全球腫瘤學與生物製劑先驅, 多款經典抗體藥物支撐其龐大營收(製藥業務營收約 570 億美元)。 - 禮來 Eli Lilly, 美國: 除代謝/GLP-1 外, 近年在大分子生物創新藥(如免疫與腫瘤靶向)投入巨大, 營收規模暴增(年度營收超 650 億美元)。 - 安進 Amgen, 美國: 全球生物科技先驅, 長期深耕基因工程與高階生物製劑(年度營收約 360 - 370 億美元)。
3 傳統仿製藥與品牌仿製藥市場 Generics & Branded Generics	原研藥專利到期後, 其他藥廠合法生產的化學小分子仿製藥(包含無品牌的純學名藥, 以及具備特定商品名的品牌學名藥)。	約佔全球醫藥總營收的 25%。 4,500-4,700億美元 (其中品牌學名藥佔了約 3,000 億美元)。	穩健增長(CAGR 約 5% - 7%)。 受惠於全球各國政府和保險機構控制醫療成本、推進醫保控費, 學名藥的需求持續擴大。	中低至中等。 毛利率因規模效應而異, 通常在 30% 至 50% 左右; 若缺乏規模優勢或面臨惡性競爭, 利潤率會被嚴重擠壓。	- 山德士 Sandoz, 瑞士: 全球學名藥與生物相似藥龍頭(年學名藥相關營收約 103 億美元以上)。 - 太陽製藥 Sun Pharma, 印度: 全球跨國學名藥巨頭, 在歐美與新興市場市佔極高(年學名藥營收約 62 億美元)。 - 復星醫藥 Fosun Pharma, 中國: 中國領先的製藥及學名藥/創新藥出海代表企業(年學名藥板塊相關營收約 56 億美元)。 - 威託瑞 Viatris, 美國: 由邁蘭與輝瑞 Upjohn 合併而成, 擁有龐大的全球學名藥與成熟藥組合(年仿製/成熟藥營收約 54 億美元)。 - 梯瓦製藥 Teva Pharmaceutical, 以色列: 全球歷史最悠久規模最大的老牌傳統學名藥巨頭之一。
4 生物相似藥市場 Biosimilars	原研大分子生物製劑專利到期後, 與原研藥在品質、安全性和療效上高度相似的後續生物製劑。	約佔全球醫藥總營收的 2% - 5%; 目前市場規模約為 400-470 億美元, 正處於爆發性擴張的前夜。	全行業最高速的賽道 (CAGR 高達 16% - 18%)。 隨著未來十年大量重磅生物製劑原廠專利到期, 市場空間極為巨大。	中高至高。 初期研發與臨床試驗成本高於傳統學名藥, 通常需數千萬至上億美元。一旦成功上市, 其毛利率隨規模與成熟度遞增, 毛利率可達 50% - 70% 以上。	- 山德士 Sandoz, 瑞士: 全球生物相似藥市場的開創者與絕對市佔率領跑者。 - 賽特瑞恩 Celltrion, 韓國: 全球首批成功將多款抗體生物相似藥(如自體免疫與腫瘤領域)大規模推向歐美主流市場的生技巨頭。 - 三星生物 Samsung Bioepis, 韓國: 憑藉強大製造工藝與全球商業化夥伴(如 Biogen、Organon)迅速崛起的巨頭。 - 安進 Amgen, 美國: 原廠生物製劑大廠跨足生物相似藥的典範, 旗下多款重磅生物相似藥在全球醫院端貢獻了強勁營收。 - 輝瑞 Pfizer, 美國: 擁有豐富的腫瘤學與自體免疫生物相似藥產品線與全球強大的通路鋪貨能力

全球醫藥市場格局分析: 原研藥/創新藥 (innovative) vs 仿製藥/學名藥 (generic)

四大細分市場: 主要優勢, 劣勢, 以及核心風險

細分市場	主要優勢	主要劣勢	核心風險
1 小分子原研創新藥物市場 Innovative Small Molecules Drugs	(1) 專利保護與定價權: 享有數年甚至十幾年的市場獨占期, 能夠自主定價並賺取高額超額利潤。 (2) 臨床價值顯著: 針對未被滿足的重大臨床需求(如癌症、罕見病等), 對患者生命質量有決定性改善。	(1) 研發高風險與長週期: 開發一款新藥平均需要 10-15 年時間及數十億美元投資, 且臨床試驗失敗率極高(成功率通常不到 10%)。 (2) 高昂的沉沒成本: 早期研發投入若因安全性或療效問題在三期臨床失敗, 會對企業財務造成嚴重打擊。	(1) 專利斷崖Patent Cliff: 專利期滿後會面臨學名藥的猛烈侵蝕, 營收可能在短時間內斷崖式下跌。 (2) 政策與藥價壓制: 全球各國政府(如美國的通膨削減法案 IRA 談判、歐洲各國醫保控費)對高價創新藥的醫保支付限制日益嚴格。
2 大分子生物創新藥市場 Innovative Biologics & Advanced Therapies	(1) 高技術壁壘與超強黏性: 涉及複雜的細胞株培養、基因工程與活細胞製備, 仿製難度極高, 競品進入門檻遠高於小分子化學藥。 (2) 精準治療趨勢: 單株抗體、ADC(抗體偶聯藥物)以及細胞基因療法的靶向性極強, 療效顯著, 是當前醫學界突破重症的核心。	(1) 製造成本與冷鏈要求高: 生產設施(生物反應器)建設動輒數億美元, 對無菌控制、溫度供應鏈(冷鏈)及批次穩定性的要求極其嚴苛。 (2) 研發與工藝變更複雜: 生產工藝的微小改動都可能影響蛋白質結構與療效, 法規監管審查極其嚴格。	(1) 技術迭代風險: 前沿生物技術更新極快(如雙特異性抗體、新型 ADC 對傳統單抗的替代), 研發方向若押錯寶容易被時代淘汰。 (2) 產能瓶頸: 若特定生物製品的產能不足, 可能直接導致全球市場供不應求或錯失商業化黃金期。
3 傳統仿製藥與 品牌仿製藥市場 Generics & Branded Generics	(1) 需求剛性與穩定現金流: 不受單一爆款藥專利到期影響, 擁有極其龐大的全球處方基數, 屬於醫療體系的基礎防禦型業務。 (2) 研發成本低、週期短: 無需進行漫長昂貴的臨床一、二、三期試驗, 只需透過生物等效性試驗(BE)即可快速獲批上市。	(1) 同質化競爭與價格戰: 供應商眾多, 市場極度內捲, 產品價格常年面臨年降Price Erosion壓力。 (2) 供應鏈敏感度高: 對原料藥(API)成本波動、勞動力與製造成本極度敏感。	(1) 監管合規風險(GMP 檢查): 工廠若通不過美國 FDA 或歐盟 EMA 的飛行檢查, 可能面臨禁售令, 導致業績瞬間崩塌。 (2) 地緣政治與原料藥中斷: 全球供應鏈若受關稅、貿易限制或地緣衝突影響, 上游原料成本飆升將直接吞噬微薄利潤。
4 生物相似藥市場 Biosimilars	(1) 高進入門檻構成的護城河: 不同於普通化學仿製藥, 生物相似藥的研發與臨床相似性比對極其複雜, 全球能玩得起的玩家(如山德士)並不多, 市場競爭格局遠比傳統學名藥溫和。 (2) 迎來黃金替代期: 未來幾年全球數百億美元價值的重磅原廠生物製劑專利將迎來密集到期潮, 市場需求正呈指數級增長。	(1) 前期資本投入大: 研發週期長通常需 5-8 年, 臨床試驗投資高, 並非低成本小作坊能夠涉足。 (2) 市場滲透阻力: 醫師、患者和保險支付方對生物製劑的轉換存在天然的謹慎心理(擔心免疫原性或療效差異), 需要大量的市場教育和醫保政策引導。	(1) 專利訴訟與法律壁壘Patent Thickets: 原廠藥企常透過海量專利訴訟(專利叢林)來拖延或阻止生物相似藥的上市。 (2) 政府招標與通路準入風險: 能否順利進入各國醫保目錄、醫院採購名單及獲得 PBM(藥品福利管理機構)的優先覆蓋, 直接決定了其商業化的成敗。

全球仿製藥市場概覽

以量換價 + 結構升級；受惠于全球史上規模最大的專利斷層

1. 仿製藥佔全球醫藥市場70-80%的銷售量，25-30%的銷售額

- 仿製藥在活性成分, 劑型, 規格, 給藥途徑, 適應症方面, **與原研藥完全相同**;
- 仿製藥可直接引用原研已提交的臨床數據, **毋須重做 Phase I-III**, 開發成本僅約 US\$1-5mn;
- 仿製藥的**價格是原研藥的 20-30% 左右**; 多家仿製藥進入後, 創新藥迅速失去 70-90% 的大眾市場份額。

2. 仿製藥行業的成長動力

- 專利懸崖**: 2025至2030年間, 預估將有2,000-2,300億美元的品牌藥年收入失去專利保護, 2025至2030年間為仿制藥與生物相似藥廠商開啟了約2,360億美元的市場機會
- 醫療成本控管壓力**: 各國政府持續推動學名藥替代政策以壓低醫療支出
- 慢性病盛行率上升**帶動長期用藥需求: 心血管、糖尿病、腫瘤等
- 新興市場滲透率提升**: 新興經濟體的高成長主要來自醫療覆蓋擴大與政府推動的學名藥替代政策
- 製造技術進步**: 使更複雜的劑型(注射劑、緩釋劑、生物相似藥)得以量產

仿製藥/生物相似藥龍頭企業

主要龍頭企業

1. Sandoz Group 山德士 (瑞士; SDZ.SW)

自諾華Novartis分拆後獨立上市的全球純粹仿製藥與生物相似藥龍頭

2. Teva Pharmaceutical 梯瓦 (以色列; TEVA.US)

全球歷史最悠久的傳統仿製藥巨頭, 近年積極轉型發展高毛利的專利特藥 (中樞神經系統CNS專科創新藥如 Austedo)

3. Viatris 暉致 (美國; VTRS.US)

由輝瑞 Upjohn(成熟品牌藥)與 Mylan(學名藥)合併而成的全球性醫療健康公司。

4. Sun Pharma 太陽製藥 (印度; SUNPHARMA.NS)

印度市值最大、全球領先的仿製藥與原料藥(API)巨頭

5. Fosun Pharma 復星醫藥 (中國; 2196.HK)

中國領先的綜合性醫藥企業, 業務涵蓋仿製藥、生物相似藥、醫療器械、以及創新藥的對外授權(License-in/out)

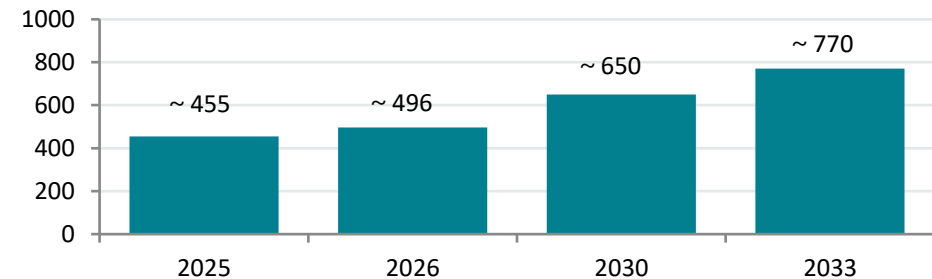
6. Samsung Biologics 三星生物製藥 (韓國; 207940.KS)

全球頂尖的生物製劑 CDMO(合同開發製造組織) 巨頭, 同時透過子公司 Samsung Bioepis 深耕生物相似藥。

7. Celltrion 賽特瑞恩 (韓國; 068270.KS)

集研發、生產、銷售於一體的生物仿製藥先驅, 正向創新型生物藥(如癌症、減肥藥/ADC)轉型。

全球仿制藥市場規模(US\$ bn)



原研藥1個月費用 = 仿製藥近2年療程



美國每粒折合零售價

原研藥 (Crestor 現金價)	US\$5.20 - US\$11.00	100% (基準)
仿製藥 (GoodRx/線上折扣)	US\$0.27 - US\$0.50	約 3% - 9%

仿製藥佔全球醫藥市場70-80%的銷售量，25-30%的銷售額

創新藥賺取高毛利、高溢價的研發創新價值；**仿製藥**競爭的是供應鏈效率、成本控制與規模化製造能力。對於整個醫療體系而言，仿製藥壓低了整體醫療成本，是維持全球公共衛生體系可持續運作的**關鍵支柱**。

仿製藥的定義:

- 在活性成分, 劑型, 規格, 給藥途徑, 適應症方面, **與原研藥完全相同**;
- 且被證明生物等效Bioequivalent (即進入人體後的吸收速度與程度無統計學差異)的藥物。

完全合法:

- 各主要法域均允許仿製藥企**於專利有效期內即完成試驗，屆滿即可上市**;
- 部分法域另允許主動挑戰原研專利;
- 專利**是國別權利，不是全球權利**。藥企須於各目標市場分別申請、維護及執行，因此同一款藥在不同國家可能有不同的專利範圍、到期日與仿製藥上市時間。

仿製藥的成本優勢:

- 仿製藥可直接引用原研已提交的臨床數據，**毋須重做 Phase I-III**，開發成本僅約 US\$100-500 萬;
- 多家仿製藥進入後，創新藥迅速**失去 70-90% 的大眾市場份額**。然而，原研藥廠**很少會透過價格戰**來迎戰仿製藥(平均每個新仿製藥進入者僅使原研藥價格下降約 2% 左右)。

為何銷售量佔比高(70-80%)?

- 慢性病與基本用藥的剛需**：高血壓, 高血脂, 糖尿病等慢性病患者基數龐大，這些領域的重磅原研藥專利過期後，幾乎全線轉為低價仿製藥。
- 各國政策強力推動替代**：無論是美國的 PBM 醫保目錄、英國的 NHS，還是中國的國家VBP與日本的仿製藥替代率目標(普遍要求達到 80% 以上)，各國醫療體系為了控制公共財政支出，都在強制或優先引導醫生和患者使用仿製藥。

為何銷售額佔比低(25-30%)?

- 極端的價格擠壓**：正如前面在各國價格對比中所看到的，仿製藥上市後往往面臨激烈的市場競爭，價格會迅速暴跌至原研藥的 20% 甚至更低(在中國集採或美國大包裝折扣下甚至不到 10%)。
- 薄利多銷的商業本質**：雖然仿製藥賣出了成百上千億顆藥丸(體現為巨大的體量)，但由於單價極低，它分到的整體市場「大餅金額」遠低於佔據少數處方量、卻享有天價的創新原研藥和大分子生物藥。

仿製藥行業的成長動力

以量換價 + 結構升級

仿製藥行業的增長邏輯本質上是：雖然單品價格不斷被壓縮，但在專利到期紅利、老齡化剛需、各國控費政策及生物相似藥崛起的共同驅動下，全球仿製藥整體的市場總規模和處方總量依然保持穩健向上的趨勢

專利懸崖的週期性爆發

- **重磅藥物專利到期：**未來幾年，全球醫療市場將迎來新一波價值數千億美元的「重磅原研藥專利到期潮」。隨著多款銷售額破百億美元的小分子藥物及早期生物製劑失去專利保護，大批原研藥市場將瞬間向仿製藥與生物相似藥開放，提供源源不斷的增量品種。

各國政府鼓勵仿製

- **財政壓力下的政策轉向：**面對日益嚴峻的國家財政與醫療保險赤字，美國、歐洲以及中國等主要經濟體均透過立法或政策(如中國的國家帶量採購、歐美的仿製藥替代率強制目標)全力扶持仿製藥。各國醫療體系主動引導醫生和患者使用高性價比的仿製藥，成為行業增長最強的政策推手。

生物相似藥黃金交棒期

- **高附加值賽道的紅利：**傳統的化學小分子仿製藥增長已趨於成熟，而生物相似藥(針對高價原研生物製劑如單抗、免疫調節劑的仿製)正成為行業增長的新引擎。隨著第一代重磅生物藥專利到期，生物相似藥憑藉更高的技術壁壘和龐大的市場潛力，正為仿製藥企開闢高增長的營收賽道。

新興市場快速提升可及性

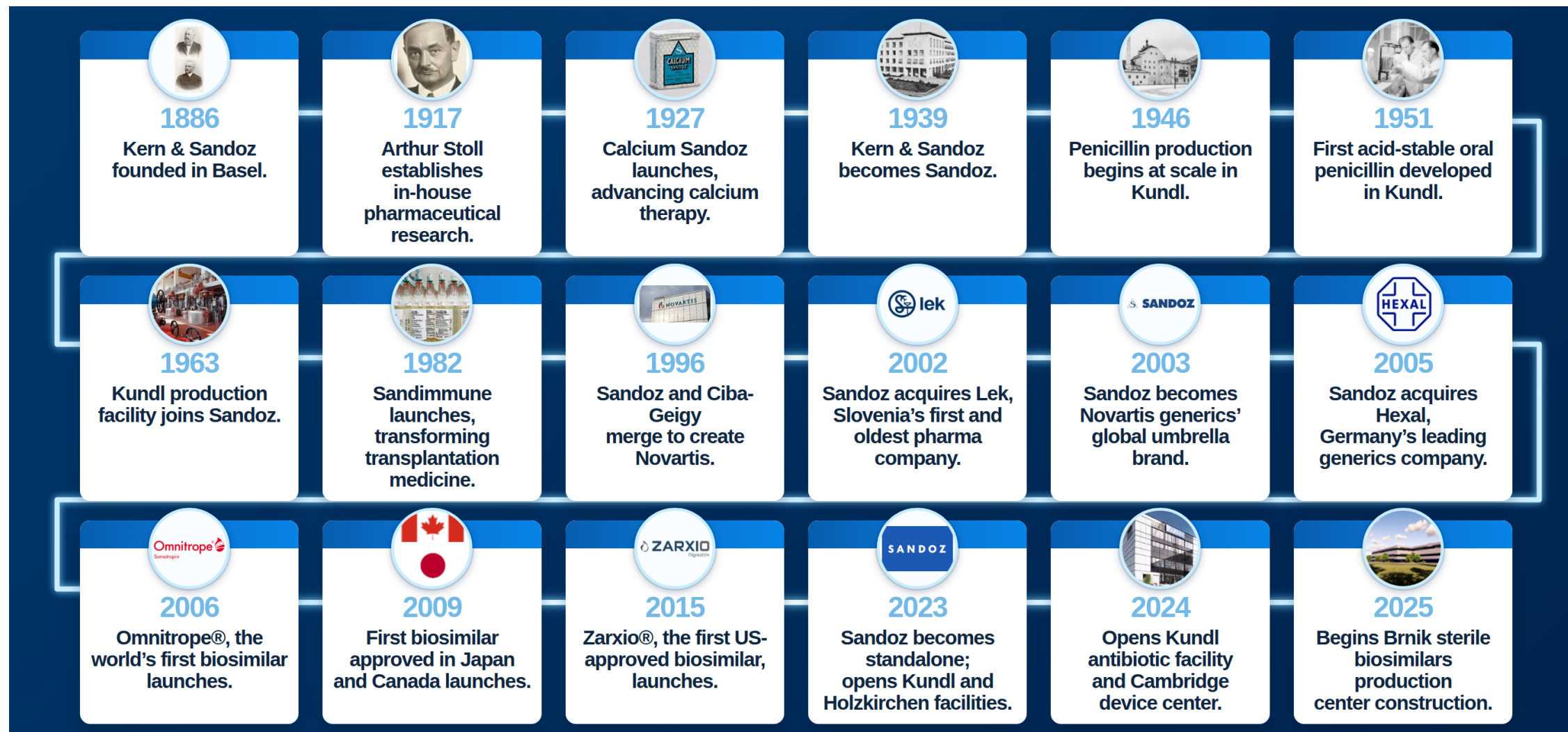
- **發展中國家的增量空間：**在亞太、拉丁美洲和中東等新興市場，隨著基礎醫療保險覆蓋率的擴大以及居民可支配收入的增加，數以億計過去無法負擔天價原研藥的患者開始湧入市場。這些地區對價格親民的基礎仿製藥展現出巨大的增長彈性。

全球人口老齡化

- **剛性需求擴大：**隨著全球人口結構加速老齡化，心血管疾病、糖尿病、癌症及神經退行性疾病等慢性病患者率持續攀升。這些疾病需要患者進行長期、甚至終身的藥物維持治療，從而為仿製藥帶來了龐大且不可逆轉的「銷量基本盤」。。

Sandoz (山德士) 歷史與背景

自 1886 年創立，山德士構築起難以複製技術護城河，與長期競爭優勢



Sandoz vs Novartis

隨著全球大量暢銷原廠藥專利陸續到期，山德士之仿製藥與生物相似藥扮演關鍵角色

Sandoz發展歷史與背景

- **1886年**：Alfred Kern 與 Edouard Sandoz 在瑞士巴塞爾創立山德士。
- **1996年**：山德士與「汽巴-嘉基Ciba-Geigy」合併成立了大型跨國製藥集團：諾華Novartis。
- **2003年**：諾華將旗下的全球學名藥業務統一整合並重新啟用「山德士Sandoz」品牌，作為其旗下的學名藥事業群。
- **2022年**：為了更專注於創新藥核心業務，諾華宣布分拆山德士。
- **2023年10月4日**：山德士正式完成自諾華集團的分拆Spin-off，並以獨立公司身份在瑞士證券交易所SIX Swiss Exchange掛牌上市(股票代碼：SDZ)。

Sandoz核心業務與產品線

- **仿製藥 Generics**：提供涵蓋心血管、中樞神經、抗感染、呼吸道及腫瘤等多個治療領域的傳統小分子學名藥與複雜製劑，佔其營收的大宗。
- **生物相似藥Biosimilars**：山德士是全球生物相似藥產業的先驅與領頭羊之一。早在 2006 年就在歐洲推出了全球首款生物相似藥(生長激素 Omnitrope)，此後持續在全球推出多款重磅生物相似藥(如涵蓋自體免疫疾病、腫瘤學等領域的產品)。
- **隨著全球大量暢銷原廠藥專利陸續到期**，山德士透過提供高品質且價格相對親民的學名藥與生物相似藥，在減輕全球醫療系統財務負擔、擴大患者用藥可及性方面扮演著關鍵角色。

Novartis AG: 全球規模最大的藥企之一

- **1996.3**：由瑞士兩家歷史悠久的製藥與化學巨頭——汽巴-嘉基Ciba-Geigy與山德士Sandoz宣佈合併而成，是當時全球製藥史上規模最大的企業結合之一。1996.12.20正式開始營運並掛牌交易：瑞士證券交易所SWX: NOVN、紐約證券交易所NYSE: NVS。
- **2019年**：分拆獨立上市眼科保健業務Alcon
- **2023年**：分拆獨立上市Sandoz
- 透過上述剝離非核心或成熟業務，諾華**轉型**為一家將全部資源聚焦於高壁壘、高回報的**創新型醫藥業務的公司**
- **四大核心治療領域**：(1) 心血管-腎臟-代謝 Cardiovascular-Renal-Metabolic; (2) 免疫學 Immunology; (3) 神經科學Neuroscience; (4) 腫瘤學 Oncology
- **三大新興平台**：(1) 放射配體療法Radioligand Therapy, RLT (如針對前列腺癌的 Pluvicto 等代表性產品), (2) 基因與細胞療法Gene & Cell Therapy, (3) 核糖核酸療法xRNA

Sandoz 為何從Novartis 分拆上市？

分拆上市的理由，主要交易條款，上市交易的時間和地點

為何從Novartis分拆？

- **策略轉型，專注於高價值的創新藥：**諾華近年來持續進行資產重組，希望將自身打造成一家純粹的創新型醫藥公司。創新藥的利潤率、毛利率和成長潛力遠高於傳統的學名藥業務。分拆後，諾華能更集中資源在心血管、免疫、神經科學與腫瘤學等高壁壘的創新研發領域。
- **仿製藥市場面臨增長瓶頸與價格壓力：**全球仿製藥市場近年來競爭極為激烈(特別是面臨來自印度及中國等更多低成本製造商的加入)，加上美國等主要市場的仿製藥處方量佔比已達天花板、價格持續下降，導致傳統仿製藥業務的利潤空間遭到壓縮。
- **賦予各自獨立發展的資本結構：**諾華與山德士在商業模式、資本配置需求以及風險回報上截然不同。將山德士獨立出去，能讓兩家公司各自擁有清晰的策略定位、獨立的資本配置決策，並讓股東能更精準地評估兩家公司的價值。

開始交易日期

- **上市交易時間：**2023年10月4日
- **上市交易地點：**以獨立公司身份在瑞士證券交易所SIX Swiss Exchange掛牌上市(股票代碼：SDZ)，同時也在美國發行美國存託憑證(ADR)進行交易。

主要交易條款

- **分拆形式：**採用 100% 股權分拆 Spin-off 的方式，並透過諾華向現有股東發放實物股息(dividend-in-kind)。
- **換股/分配比例：**在分拆派發時，諾華股東每持有 5 股 諾華普通股，即可獲得 1 股 山德士普通股；持有諾華美國存託憑證(ADR)的投資人，同樣按照每 5 股 諾華 ADR 換得 1 股 山德士 ADR 的比例獲得分配。
- **股東批准：**該分拆計劃於 2023 年 9 月 15 日舉行的諾華股東大會上獲得了高達 99.7% 代表資本的股東投票贊成通過。
- **財務與資本配置：**在分拆上市前，山德士獲得了相應的資本和融資安排(包括籌集約 37.5 億美元的債務融資及 12.5 億美元的循環信貸額度)，確保其作為獨立上市實體擁有穩健的財務基礎。

分拆上市成功嗎？

自2023.10分拆至今, Sandoz股價翻3倍, Novartis漲幅列第4

全球前十大製藥公司股價表現對照 (按照市值排序)

排序	公司名稱	國家 / 股票代碼	Market Cap	股價漲幅		核心成長動能
				2023.10.4 - 2026.09.23	年化	
	山德士 (Sandoz)	Switzerland (SIX: SDZ)	~\$37bn	197.5%	65.8%	仿製藥與生物相似藥巨頭；自 2023 年 10 月獨立上市以來，憑藉生物相似藥黃金期實現強勁的估值重估
1	禮來 (Eli Lilly)	USA (NYSE: LLY)	~\$1.03tn	116.3%	38.8%	現象級 GLP-1 減重與糖尿病藥物(Mounjaro / Zepbound)
2	強生 (Johnson & Johnson)	USA (NYSE: JNJ)	~\$650bn	8.4%	2.8%	創新醫藥與醫療科技 (MedTech) 雙軌防禦型增長
分拆 3	艾伯維 (AbbVie)	USA (NYSE: ABBV)	~\$450bn	41.9%	14.0%	新一代 免疫藥 (Skyrizi / Rinvoq) 成功接棒 Humira 專利斷崖
4	默沙東 (Merck & Co.)	USA (NYSE: MRK)	~\$360bn	18.4%	6.1%	全球領先 抗癌免疫藥 Keytruda 提供穩健現金流
5	羅氏 (Roche)	Switzerland (SIX: ROG)	~\$350bn	16.3%	5.4%	全球體外診斷與 腫瘤學 基底穩固，持續修復估值
6	諾華 (Novartis)	Switzerland (SIX: NOVN)	~\$291bn	33.3%	11.1%	完成分拆 山德士 後，純粹聚焦放射配體療法與 創新藥
7	阿斯利康 (AstraZeneca)	UK / Sweden (LSE/NASDAQ: AZN)	~\$250bn	26.2%	8.7%	腫瘤 標靶藥物、罕見病與多元產品管線驅動
8	安進 (Amgen)	USA (NASDAQ: AMGN)	~\$210bn	22.6%	7.5%	生物製劑、 骨骼 與 發炎性 疾病產品線
9	吉利德科學 (Gilead)	USA (NASDAQ: GILD)	~\$180bn	27.0%	9.0%	抗病毒藥物 穩固，業務向 腫瘤學 領域積極擴張
10	諾和諾德 (Novo Nordisk)	Denmark (NYSE: NVO)	~\$150bn	118.8%	39.6%	GLP-1 減重與糖尿病藥物(Ozemic / Wegovy)，受市場波動影響市值有所動態調整

資料來源: Bloomberg, KGI

投資理據1：來自諾華的賦能 - 中小型藥企望塵莫及的「高技術壁壘」與「全球規模效應」

全球領先的製造合規，龐大研發能力，全球銷售網絡覆蓋

一、全球卓越的合規與生物製造基礎設施

解決行業最大痛點：對於生物相似藥或複雜製劑而言，全球各國監管機構(如美國 FDA、歐洲 EMA)的「GMP 合規檢查」是極高的門檻。許多中小學名藥廠常因工廠質量問題遭拒或面臨禁令。

諾華的資產傳承：在諾華旗下時期，Sandoz 獲得了母公司數十年來、數十億美元在硬體與無菌製造技術上的資本投入。這讓 Sandoz 擁有全球少數能同時大規模生產高複雜度大分子生物製劑與嚴苛化學仿製藥的頂級廠房，確保了供應鏈的穩定與合規信譽。



二、領先市場的生物相似藥研發技術壁壘

搶佔先機的研發資本：生物相似藥的研發(涉及細胞株開發、製程優化與龐大的臨床前/臨床試驗)需要雄厚的資金支援。諾華過去長期金援 Sandoz 進行早期技術開發。

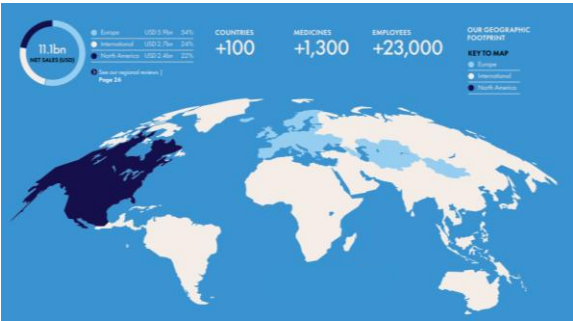
先發者優勢：這使得 Sandoz 成為全球最早跨入生物相似藥領域的先驅之一(例如成為全球首批推出生物相似藥的公司之一)。當本輪「專利懸崖」爆發時，Sandoz 不是從零開始摸索，而是直接手握成熟且豐富的生物相似藥管線收割紅利。



三、成熟且廣布全球的商業與渠道網絡

省去漫長的渠道建立期：新藥企业要進入歐美主流醫療市場，需要花費巨資建立與醫生、醫院、保險商及 PBM(藥品福利管理機構)的信任關係。

繼承全球佈局：Sandoz 繼承了諾華數十年累積的強大全球商業化網絡，業務遍及全球數十個國家。這讓它具備極強的「第一時間鋪貨與市場滲透能力」，在專利到期失效的黃金窗口期，能夠迅速把產品推向全球終端。



四、乾淨且專注的資本架構與獨立定位

擺脫資源排擠：在諾華內部時，Sandoz 作為傳統仿製藥板塊，其利潤率與增長速度常受到集團內部高利潤「創新原研藥」的對比壓力，甚至在集團資本分配中可能無法得到最優厚的傾斜。

業務聚焦：諾華在分拆時賦予了 Sandoz 一個財務結構健康、具備投資級信用評級的獨立底盤。這讓管理層能夠百分之百將資源與精力聚焦於學名藥和生物相似藥，極大地提升了決策效率與市場應變能力。



投資理據 2：受惠於全球醫藥行業史上規模最大、集中度最高的一輪專利斷層

1/3：以量換價 + 結構升級

史上最大規模的專利斷層

- **面臨專利失效藥品的營收規模：**預計在 2025 至 2030 年間，全球將有近 200 種重磅原研藥 Blockbuster Drugs 失去專利保護，大約 **1,800 - 3,000 億美元**的品牌藥年銷售額面臨斷崖式風險(約佔全球整體醫藥市場營收的六分之一)。
- **歷史對比：**相比於上一輪發生在 2011–2016 年左右、約侵蝕 **1,000 億美元**的專利懸崖，本輪的資金規模和影響力是其 **2~3 倍**，且多數集中在利潤率極高的高端生物製劑和小分子抗癌藥上。

涉及的核心藥品與大型藥企

這波專利懸崖直接威脅到了各大跨國製藥巨頭的「營收命脈」，許多企業正面臨 30% -50% 以上的營收集中度風險

- **Keytruda (帕博利珠單抗 / K藥，默沙東 Merck):** 全球藥王 (PD-1 免疫檢查點抑制劑; 廣譜抗癌藥，適應數十種不同的癌症)，年銷售額高達近 300 億美元。核心美國專利將於 2028 至 2029 年陸續到期。由於該藥佔了默沙東總營收的一半以上，如何透過皮下注射劑型(Subcutaneous)迭代或尋找新管線替代，是業界最矚目的焦點。
- **Eliquis (阿哌沙班，百時美施貴寶 BMS 與 輝瑞 Pfizer):** 全球暢銷抗凝血劑，年銷售額超 100 億美元。專利在 2026 年迎來關鍵失效期，仿製藥正加速蓄勢進入市場。
- **Opdivo (納武利尤單抗 / O藥，百時美施貴寶 BMS):** O藥是全球歷史上第二款獲批上市的 PD-1 抑制劑，也是 K藥最強勁的全球競品。年銷售額達百億級。在 2026 至 2028 年間面臨多國專利交叉到期。
- **其他重磅藥品：**
 - ✓ 輝瑞的乳腺癌藥物 Ibrance 和前列腺癌藥物 Xtandi(集中在 2026–2027 年到期)。
 - ✓ 艾伯維(AbbVie)的 Humira(此前已面臨生物相似藥全面侵蝕，影響延續至 2026–2027 年)。

投資理據 2：受惠於全球醫藥行業史上規模最大、集中度最高的一輪專利斷層

2/3：美國受影響最大 + 持續5~6年 + 生物相似藥市場快速發展

主要衝擊兩大核心創新生態圈：

- **美國市場(震中)**：絕大多數面臨專利到期的重磅藥品，其最大的利潤來源和專利保護壁壘都在美國(依據美國 FDA 的橘皮書 Orange Book 系統)。美國市場也是仿製藥與生物相似藥廠在專利到期後「兵必爭」的第一戰場。
- **歐洲市場**：歐洲各國的專利法規與歐盟統一專利體系(Unified Patent Court)同步推進，原研藥在歐洲的專利保護期(通常為 10-11 年數據獨佔期)也同步面臨到期考驗。

時間軸與持續週期：

- **起爆點 (2026 年)**：以 Eliquis 等重磅藥物專利到期為標誌，本輪專利懸崖在 2026 年正式進入陡峭的下滑階段。
- **高峰期 (2027- 2028 年)**：這是風險最集中的「超級風暴期」，包括 K 藥在內的多款頂級百億美元級藥品將在這一窗口期集體失去專利保護。
- **持續期 (2025-2030)**：整個高壓期持續大約 5 到 6 年。相較於過去拉長、分散的專利過期潮，這波浪潮呈現出「時間高度重疊、單品營收規模極大」的特點。

大藥廠的應對策略

- **激進的戰略併購M&A與授權引進 License-in**：大藥廠手握龐大現金流，透過收購擁有前沿管線(如 ADC、雙抗、CGT)的生技新創公司(Biotech)來買斷未來增長點。近年全球生機併購金額與中國創新藥的「license-out(對外授權)」浪潮爆發，本質上都是為了填補這道專利懸崖帶來的營收缺口。
- **產品生命週期管理**：擁抱生物相似藥與劑型改良，藥企積極研發「第二代改良型藥物」(例如將靜脈注射改為皮下注射，延長給藥專利)，或主動布局生物相似藥(Biosimilars)市場，力圖在專利失效後盡可能挽回原有的市場份額。

投資理據 2：受惠於全球醫藥行業史上規模最大、集中度最高的一輪專利斷層

3/3：Sandoz 在專利懸崖中的獨特優勢

一、完美切中生物相似藥

本輪專利懸崖與過去最大的不同在於：過去過期多半是小分子仿製藥(容易被大量仿製)，而本輪主要是大分子生物相似藥(高價值)。

進入門檻極高：生物相似藥結構複雜、活細胞製造難度極高，且需要昂貴的臨床前與臨床試驗來證明與原研藥等效。這築起了極高的技術壁壘，能進入這個賽道的全球玩家寥寥無幾。

Sandoz 的領先地位：作為全球生物相似藥的先行者與領導者之一，Sandoz 擁有龐大且成熟的生物相似藥管線(涵蓋免疫學、腫瘤學等重磅領域)。當原廠生物製劑專利到期時，Sandoz 能夠憑藉其技術和法規審批經驗，迅速搶佔高達 70%-80% 的替代市場，收割巨大的紅利。

二、傳承自諾華的製造能力

生物相似藥的生產對工廠的 GMP(藥品優良製造規範)和無菌灌裝**技術要求極度嚴苛**。許多小型仿製藥企或新興生技公司常常卡在美國 FDA 或歐洲 EMA 的「質量合規檢查」上。

Sandoz 自諾華分拆獨立後，完整繼承了原廠數十年累積的**頂級生物製造基礎設施、供應鏈管理經驗以及與各國監管機構溝通的深厚信譽**，這讓它在應對複雜的生物製劑仿製時，供應鏈中斷風險顯著低於同業。

與同行相比

- **對比 Teva:** Teva 雖然也是學名藥巨頭，但過去幾年背負沉重債務，且其生物相似藥的佈局深度在早期曾落後於 Sandoz；Sandoz 則擁有更乾淨的資產負債表與更專注的生物相似藥成長引擎。
- **對比 Viatris:** Viatris 較側重於已過專利期的成熟品牌藥的現金流榨取，而 Sandoz 則更主動迎向專利懸崖，直接去獲得第一波生物相似藥的增量紅利。
- **對比 Samsung Biologics / Celltrion:** 韓系雙雄同樣強大(Samsung 側重 CDMO 代工，Celltrion 側重研發直銷)，但 Sandoz 勝在全球無縫的分銷覆蓋與跨國合規經驗，在歐美本土市場的滲透阻力相對更小。

三、全球化的成熟商業化網絡

專利懸崖爆發時，誰能最快鋪貨、誰能說服醫生和保險機構(PBM)，誰就能獲得市場。

Sandoz 擁有覆蓋全球數十個國家的強大銷售與分銷網絡。它不需要像小型生技公司那樣臨時建立商業團隊，而是可以直接利用現有的全球渠道，在專利失效的「第一天」就將平價的生物相似藥或學名藥推向市場，形成規模效應。

四、商業模式簡單與資源集中

與傳統大型綜合藥企(如部分面臨專利懸崖、需要分心去應對原研創新藥研發斷層的大藥廠)不同，Sandoz 是一個純粹聚焦於學名藥與生物相似藥的獨立實體。

這意味著它不需要將龐大的現金流分散去投資高風險的創新藥研發，而是可以將資本集中投入在如何精準狙擊即將到期的重磅專利藥上，資源配置的效率極高。

投資理據 3：分享美國醫保Medicare改革的紅利

1/2: 降低通貨膨脹法案 (Inflation Reduction Act, IRA)的核心是「控制醫療總開支、減輕患者自付負擔」

美國正在進行的醫保改革本質上是一場「擠壓高價原研藥水分、獎勵平價可及性」的結構性轉型。這項宏觀政策環境利好Sandoz的主營業務，為其在美國市場擴大生物相似藥與仿製藥的市佔率提供了最強大的政策環境。

藥品價格談判與嚴格控費

美國聯邦醫療保健機構(CMS)獲授權對多款花費巨大的高價原研藥進行直接價格談判，並對價格漲幅超過通膨率的藥品徵收懲罰性回扣。

這徹底打破了過去品牌藥廠享有絕對定價權的局面。

Medicare Part D 待遇重塑

自 2025 年起，美國 Medicare 患者的處方藥年自付費用上限被嚴格鎖定在 \$2,000 美元。

這項改革大幅減輕了老年患者負擔，但也給聯邦醫保計劃 (Part D) 和保險商帶來了巨大的成本壓力，迫使他們必須極力尋找更便宜的替代藥品以控制整體支出。

大力推廣「高性價比替代品」 (仿製藥與生物相似藥)

為了對衝高價原研藥帶來的財政衝擊，聯邦政策在審批、報銷激勵及臨床指南上，持續向學名藥與生物相似藥傾斜，旨在透過市場競爭迅速壓低整體藥品開支。

投資理據 3：分享美國醫保Medicare改革的紅利

2/2：作為全球領先的仿製藥與生物相似藥企業，Sandoz 的商業模式完美對應了醫改痛點

保險商與 PBM(藥品福利管理機構)的強烈換藥需求

在 Part D 實施自付額上限與聯邦藥價談判的雙重壓力下，保險商比以往任何時候都更積極地將處方集(Formulary)導向能夠大幅降價的平價替代品。

Sandoz 提供的標準學名藥和高質量生物相似藥，直接成為保險體系控費的核心工具。

大分子生物製劑面臨嚴格檢視，加速生物相似藥的滲透

美國醫改重點是那些價格高昂的癌症與自體免疫疾病「原研生物製劑」。

當原研藥面臨談判或價格壓制時，醫療機構和醫生轉向同效但價格低數十個百分點的生物相似藥(Sandoz 的核心優勢賽道)的意願會顯著提升。

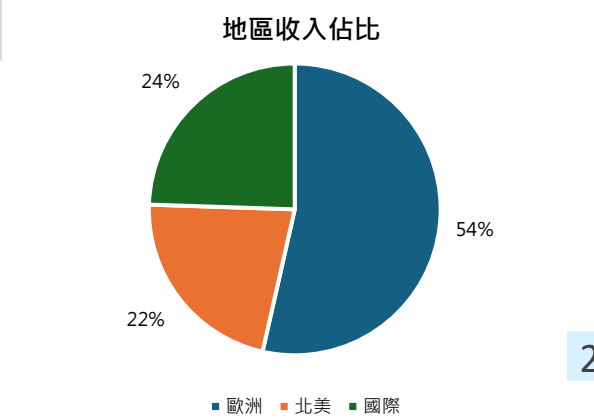
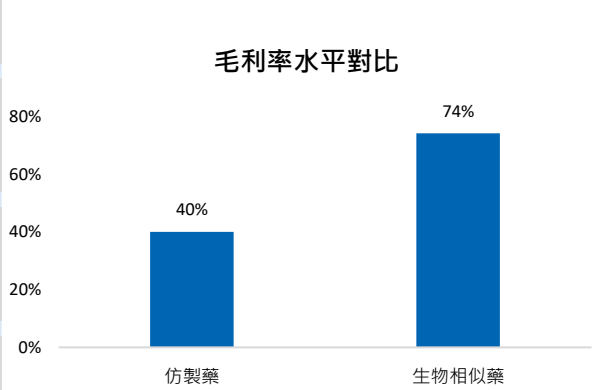
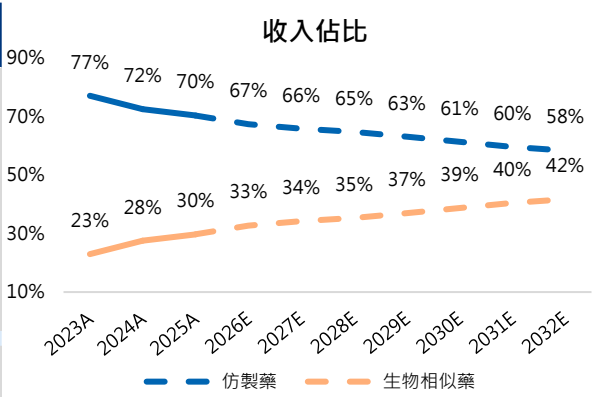
政策補貼與市場準入環境優化

美國政府為了確保長期供應穩定並打破原研壟斷，在多項法規中對合規的生物相似藥製造商給予了更友善的市場準入與報銷激勵。

這讓 Sandoz 能夠更順暢地將其龐大的生物相似藥管線推進美國醫院與零售終端。

財務表現穩定+可見度高: 仿製藥提供穩定收入基石，生物相似藥為增長動力

Sandoz (SDZ SW) in USD million	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	25-30 CAGR
Revenue	9,306	9,979	10,384	11,157	12,203	13,003	13,516	14,188	14,902	6%
YoY(%)		7%	4%	7%	9%	7%	4%	5%	5%	
Generics	7,141	7,432	7,504	7,794	8,152	8,483	8,679	8,871	9,068	3%
YoY(%)		4%	1%	4%	5%	4%	2%	2%	2%	
Biosimilars	1,928	2,215	2,853	3,292	3,957	4,419	4,729	5,202	5,723	12%
YoY(%)		15%	29%	15%	20%	12%	7%	10%	10%	
Other revenues	237	332	27	71	95	101	108	115	111	9%
Gross Profit	4,378	4,564	4,926	5,284	6,033	6,550	6,903	7,305	7,698	8%
YoY(%)		4.2%	7.9%	7.3%	14.2%	8.6%	5.4%	5.8%	5.4%	
Gross Margin (%)	47.0%	45.7%	47.4%	47.4%	49.4%	50.4%	51.1%	51.5%	51.7%	
Operating expenses	(3,139)	(4,189)	(4,619)	(3,859)	(4,106)	(4,016)	(4,106)	(4,209)	(4,371)	
Development & regulatory	(833)	(926)	(932)	(1,050)	(1,196)	(1,266)	(1,325)	(1,378)	(1,447)	
% of Revenue	-9.0%	-9.3%	-9.0%	-9.4%	-9.8%	-9.7%	-9.8%	-9.7%	-9.7%	
Operating Income (IFRS)	1,239	375	307	1,425	1,927	2,534	2,797	3,096	3,327	18%
YoY(%)		-69.7%	-18.1%	364.2%	35.2%	31.5%	10.4%	10.7%	7.5%	
Operating Margin (%)	13.3%	3.8%	3.0%	12.8%	15.8%	19.5%	20.7%	21.8%	22.3%	
Net Income (Adj.)	1,220	953	1,176	1,589	1,783	2,017	2,220	2,458	2,658	11%
YoY(%)		-21.9%	23.4%	35.1%	12.2%	13.1%	10.1%	10.7%	8.1%	
Net Income Margin (%)	13.1%	9.5%	11.3%	14.2%	14.6%	15.5%	16.4%	17.3%	17.8%	



最大預測風險點:

整體收入 後續的增長動力主要來源自生物相似藥，然而該分類需要較一般仿製藥需要投入更多的金錢及時間進行實驗及開發，期間需要面臨研發失敗、上市審批問題及原研藥降價對抗生物相似藥等等的影響。	生物相似藥(BioSimilar) 此部分仍然只佔收入的30%，但則是主要收入增長動力來源。於2027年，有約5款藥已在歐洲獲批由只有1款提供上市時間表指引。而較長遠，市場最為關注的是有藥王之稱 Keytruda的生物相似藥，Pembrolizumab IV於2028年是否能上市，將為主要收入預測風險點。	仿製藥 目前預期仿製藥增長只錄得低單位數，後續如出現進一步的競爭加劇，出現降價情況將使收入增長進一步收窄。將會影響Sandoz的主要現金流來源表現。
---	--	---

財務表現穩定+可見度高: 財務槓桿可控，未來現金流可逐步改善資產負債表

Sandoz (SDZ SW Equity)										
Balance Sheet (USD Millions)		2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Key Metric	Net Debt	141	3,150	3,344	3,575	3,910	3,578	3,052	2,288	1,473
Assets (Key Element)	Cash & Equivalents	74	1,109	1,191	1,739	900	1,232	1,758	2,522	3,337
	Inventories	2,124	2,700	2,800	2,845	2,805	2,940	3,043	3,143	3,280
	Trade receivables	2,207	2,615	2,205	2,508	2,701	2,912	3,064	3,200	3,361
	Total assets	17,557	19,430	19,907	22,032	22,055	23,289	24,620	26,085	27,678
Liabilities (Key Element)	Short term debt	185	284	145	614	110	110	110	110	110
	Long term debt	30	3,975	4,390	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700
	Accounts payable	1,100	1,593	1,519	1,850	1,650	1,729	1,790	1,849	1,930
	Total liabilities	8,797	10,776	11,743	12,647	11,943	12,022	12,083	12,142	12,223
Equity (Key Element)	Equity attributable to shareholders	8,748	8,645	8,163	9,384	10,109	11,262	12,530	13,935	15,444
	Non-controlling interests	12	9	1	1	3	5	7	9	11
	Total Equity	8,760	8,654	8,164	9,385	10,112	11,267	12,537	13,944	15,455
Cash Flow Statement (USD Millions)		2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Operating CF (Key Element)	Net income	850	80	1	914	1,226	1,759	1,958	2,192	2,388
	Depreciation and amortization	492	525	502	545	552	575	603	633	666
	Net working capital and other adjustments	331	(353)	(34)	1,446	348	508	644	727	722
	Net cash from operations	1,223	362	656	1,594	1,426	2,067	2,367	2,648	2,836
Investing CF (Key Element)	Capital expenditures	(269)	(330)	(378)	(486)	(739)	(594)	(603)	(633)	(666)
	Purchase/ disposal of intangible assets	(117)	(256)	(176)	(265)	(387)	(398)	(410)	(423)	(436)
	Net cash from investing activities	(430)	(614)	(740)	(980)	(1,225)	(1,092)	(1,114)	(1,056)	(1,101)
Financing CF (Key Element)	Dividend paid	-	-	(215)	(315)	(499)	(604)	(688)	(786)	(876)
	Increase/(decrease) in debt	(732)	1,284	560	194	(504)	-	-	-	-
	Other financing cash flows	(37)	(42)	(60)	(72)	(36)	(39)	(40)	(42)	(44)
	Net cash from financing activities	(769)	1,242	285	(193)	(1,039)	(643)	(728)	(828)	(921)
Cash and cash equivalents at end of year		74	1,109	1,191	1,739	900	1,232	1,758	2,522	3,337

Sandoz 從Novartis 分拆時的融資 (2023年)

- 合共向國際銀行籌集了約39億美元的債務融資額度，部分用於償還更早前由Novartis提供約 USD 28 億的內部貸款。但債務上升並未對公司形成壓力，EBITDA / Int. 由2023年的4.5x，提升至9.0x，反映有足夠的還款能力

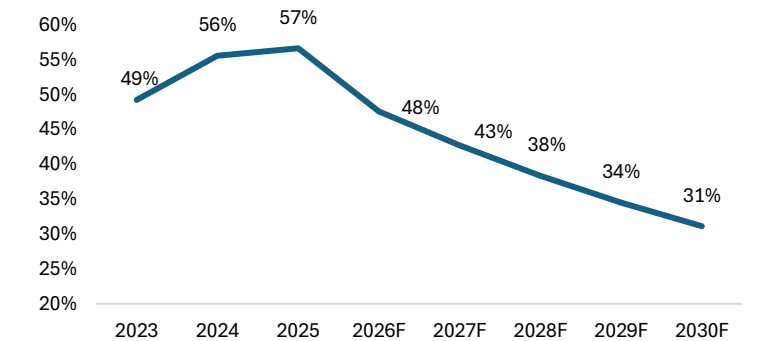
資料來源: UBS, KGI

Sandoz資產負債表

- 財務槓桿可控，未來現金流可逐步改善資產負債表；公司亦有能力投資製造及 Biosimilars pipeline，支持長期增長

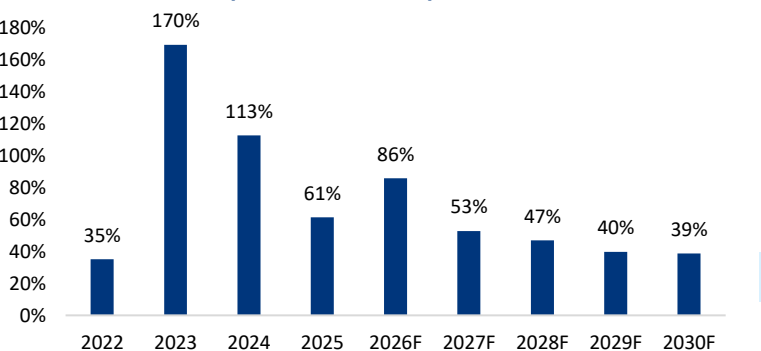
總債務 / 權益比 (Debt / Equity)

- 公司債務普遍以長債為主，償債風險低，槓桿比率持續下降



投資現金流 / 經營現金流 (CFI / CFO)

- 後續公司仍有足夠現金流用於投資，包括建廠及購買無形資產(如商業化許可)

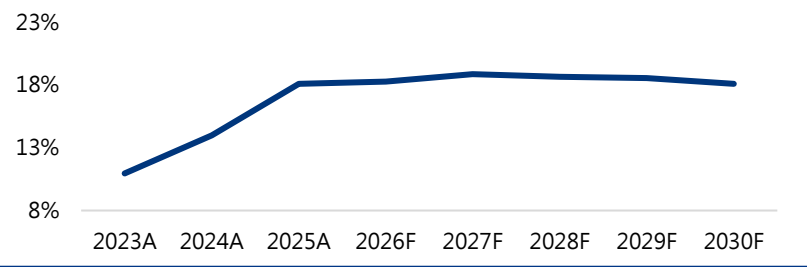


估值：18.6x 2027 P/E 低於全球醫療行業及全球製藥子行業

	Current	Fair Value	Valuation Methodology			Fair Value Implied P/E Multiple			
	CHF/Share		估值方式	P/E (2026E)	Rationale	2027E	2028E	2029E	2030E

分析師平均	70	76.2 (+9%)	DCF	22.2	1. 企業已有1300項仿製藥上市佔了目前70%的收入來源，為公司提供穩定現金流提供使用折現現金流估值模型的基礎 2. 後續增長動力主要來源自研發成本及時間要求較高的生物相似藥，後續收入佔比將由目前的30%，提升至40%以上	19.4	17.2	15.2	13.8
			PE						

賣方機構		目標價
Jefferies		94
Barclays		93
JP Morgan		80
GS		80
Bank Vontobel AG		80
彭博平均		76.2
BNP Paribas		70
UBS		70
Deutsche Bank		65
Morningstar		60
Morgan Stanley		55
買入	持有	沽售
11	8	1

場景分析	仿製藥	生物相似藥	EBITDA Margin
	26-30E Growth	26-30E Growth	FY30 Margin
Bull Case (CHF 94/shr)	3.5%	11.5%	28.5%
Base Case (CHF 76.2/shr)	2.8%	9.3%	28%
Bear Case (CHF 55/shr)	1.5%	7.0%	26%
核心資本回報率 (%)			
			
23% 18% 13% 8%			
2023A 2024A 2025A 2026F 2027F 2028F 2029F 2030F			



投資產品建議 1/2

特定產品解決方案已刻意刪節

投資產品建議 2/2

特定產品解決方案已刻意刪節

同業比較 1：如何在全球7大仿製藥中做投資選擇？

公司名稱	商業模型	核心優勢	主要風險	主要財務指標	適合投資者
Sandoz Group 山德士 瑞士; SDZ.SW	自諾華Novartis分拆後獨立上市 的全球純粹仿製藥與生物相似藥龍頭	業務結構純粹，沒有傳統多元化企業的拖累；在歐美高壁壘的生物相似藥賽道具備領先地位(營收佔比達 33% 左右，增速超 20%)，擁有高壁壘，現金流極其穩健。 財務穩健： 投資級信用評級，淨債務對核心 EBITDA 比率低(約 1.4 倍)	面臨全球醫療控費壓力及傳統小分子仿製藥的價格戰侵蝕; 估值相對傳統學名藥企偏高	2025年營業收入102億美元，核心EBITDA利潤率 21.7%，並實現高達 15億美元 的穩健管理自由現金流。	追求穩健防禦、重視現金流與專利懸崖紅利的價值投資者
Teva Pharm 梯瓦 以色列; TEVA.US	全球歷史最悠久的傳統仿製藥巨頭，近年積極轉型發展高毛利的專利特藥 (中樞神經系統 CNS專科創新藥如 Austedo)	規模效應： 全球學名藥市佔率極高，供應鏈網絡無孔不入; 專科藥爆發： 核心專科創新藥增長迅速，部分抵消了傳統學名藥的下滑。	歷史債務負擔較重；利潤率因研發投入、重組費用與法律訴訟而呈現季度波動。	2025年全年營收超過158億美元，淨利潤率回升至約 8.2%，擺脫前期虧損低谷，步入穩步修復與債務減輕軌道。	擅長深度價值挖掘、願意承擔債務重組期波動的逆向投資者。
Viatris 威徹瑞斯 美國; VTRS.US	由輝瑞 Upjohn(成熟品牌藥)與 Mylan(學名藥)合併而成的全球性醫療健康公司。	擁有大量成熟暢銷藥(如降壓、降糖老牌大藥)，每年產生數十億美元的自由現金流。 積極去槓桿： 持續償還債務(總體槓桿率逐步降至 2.9 倍左右)，並持續回饋股東。	增長動能相對遲緩，過去幾年持續處於資產重組與消化合併陣痛的階段	2025年總營收達 143億美元、自由現金流充沛。	偏好高防禦性、尋求穩定現金回報, 尋求股息收益的保守型資產配置者
Sun Pharma 太陽製藥 印度; SUNPHARMA.NS	印度市值最大、全球領先的仿製藥與原料藥(API)巨頭	極致的成本控制： 依賴印度強大的原料藥與製造優勢，毛利率與淨利率在同行中表現優異。 特色藥轉型成功： 皮膚科和眼科等特色專科藥在全球(特別是美國)市場取得穩定收益。	美國 FDA 的合規檢查風險(印度藥企常見痛點)；匯率波動風險。	2025年營業收入60億美元，並常態性保持約 20% 的穩健淨利潤率，展現極強的盈利韌性與複合增長。	看好新興市場製造紅利與全球化低成本供應鏈優勢、偏好穩健複合增長的價值投資者。
Fosun Pharma 復星醫藥 中國; 2196.HK	中國領先的綜合性醫藥企業，業務涵蓋仿製藥、生物相似藥、醫療器械、以及創新藥的對外授權(License-in/out)	創新轉型見效： 創新藥收入佔比持續提升(如復宏漢霖的生物藥、細胞治療 CART 等)。 全球化佈局： 海外收入佔比顯著，具備成熟的出海商業化能力。	受中國國家醫保談判、集採政策降價壓力；母公司復星國際整體的債務與宏觀流動性關注。	2025年營業收入58億美元，在推進創新轉型的過程中維持平穩的財務基本盤。	看好中國創新藥出海, 中國醫療資產估值修復、能接受政策與宏觀情緒波動的進取型投資者。
Samsung Biologics 三星生物製藥 韓國; 207940.KS	全球頂尖的生物製劑 CDMO(合同開發製造組織) 巨頭，同時透過子公司 Samsung Bioepis 深耕生物相似藥。	全球最大產能： Plant 1至5廠陸續投產、並積極開拓美國本地產能；客戶黏性高，訂單能見度極高，成長動能強勁，累計訂單超 210 億美元。 超高利潤率： 運營利潤率常年維持在極高水準(營業利潤率高於 30%)。	資本支出龐大；高度依賴全球生物製藥研發景氣度；估值常年處於高位(P/E相對傳統仿製藥企高出不少)。	2025年全年營業收入30億美元，受惠於龐大的CDMO產能釋放，維持高達 46.5% 的卓越營業利潤率。	追求高成長的進攻型投資者。若看好全球大分子生物藥與外包產業的長線紅利，它是亞洲最具代表性的龍頭標的。
Celltrion 賽特瑞恩 韓國; 068270.KS	集研發、生產、銷售於一體的生物仿製藥先驅，正向創新型生物藥(如癌症、減肥藥/ADC)轉型。	垂直整合： 具備從研發到全球商業化的完整鏈條，且積極拓展美國本土生產基地。極致的成本控制與供應鏈一體化能力。透過印度本土龐大的低成本工程人才與製造基地，向全球(特別是美國和新興市場)輸出極具價格競爭力的仿製藥和專利特藥。	研發與資本投入強度大；面臨來自全球大藥廠在生物仿製藥與減肥藥賽道的激烈競爭	2025年營業收入30億美元，營業利潤率躍升至 28.1%，展現高增速與高獲利能力。	追求高成長、能承受一定股價波動的亞太市場成長型投資者

同業比較 2：如何在Sandoz和原研藥之間做投資選擇？

公司代碼	商業模型	核心優勢	營收增長	Gross/OP margin	現金與分紅	主要風險	適合投資者
Eli Lilly 禮來 NYSE: LLY	以原研創新藥研發為核心的全球生技製藥巨頭，透過突破性大單品(減重/代謝)賺取高額專利利潤。	主導全球增長最快的 GLP-1 減重與糖尿病黃金賽道 (Mounjaro/Zepbound)；頂級的研發轉化率。	高速增長	極高 (>80% / ~40%)	分紅率相對偏低(資金高度再投資於研發與擴產)。	估值長期處於歷史高位，股價對臨床數據、產能爬坡或同業競爭高度敏感。	追求高成長、高彈性的進攻型投資者。
Johnson & Johnson 強生 NYSE: JNJ	全球最具代表的多元醫療保健綜合體，業務涵蓋「創新醫藥」與「醫療科技(醫療器械)」，防禦屬性極強。	擁有頂級信用評級(AAA)，業務與地理分佈極度分散，具備穿越牛熊的強大自由現金流創造能力。	穩健中低速(個位數)	高 (~65% / ~25%)	連續多年增股息，AAA 級資產，極度穩健	歷史與潛在的法律訴訟風險(如過往滑石粉訴訟)；部分主力藥物面臨專利到期挑戰。	保守型、追求長期穩健資產配置與現金股息的防禦型投資者。
Merck 默沙東 NYSE: MRK	全球領先的創新型生物製藥巨頭，高度依賴旗艦抗腫瘤藥物與疫苗產品線。	擁有全球「藥王」級免疫抗癌藥 Keytruda(帕博利珠單抗)，帶來極其龐大的現金流；同時在疫苗領域(如 Gardasil)具備強大護城河。	營收增長穩健，但面臨專利到期前的預期調整	極高 (>75% / ~30%)	現金流充沛，財務健康；派息穩健，具吸引力	核心產品 Keytruda 的美國主要專利將於 2028 年底至 2029 年面臨到期(專利懸崖)，未來幾年的管線接續與轉型壓力顯著。	看重強大現金流與穩定派息、同時密切關注其應對專利懸崖轉型策略的穩健價值投資者。
Amgen 安進 NASDAQ: AMGN	獨立生技與生物相似藥先驅，以高階大分子蛋白質藥起家，近年透過「創新藥+生物相似藥」雙軌並行佈局。	頂級的大分子生物製造能力 (Biomanufacturing)，橫跨心血管、骨骼、腫瘤，並積極開發次世代減重管線(MariTide)。	中速增長	高 (~70% / ~30%)	透過併購略有槓桿，現金穩健；穩定派息，歷史記錄良好	部分成熟老牌產品面臨學名藥/生物相似藥侵蝕；大型併購(如 Horizon Therapeutics)後的債務消化與整合壓力。	平衡型投資者，兼顧現金分紅與生技巨頭創新管線轉型潛力。
Pfizer 輝瑞 NYSE: PFE	全球規模最大、業務最廣泛的傳統綜合性製藥巨頭之一，歷經疫情紅利的高峰後，目前處於管線重建與轉型期。	無與倫比的全球商業化網絡與大規模收購整合能力(如 Seagen 腫瘤管線)，提供市場領先的股息收益率。	營收在經歷疫情後基數回落並逐步進入恢復期	中高 (~65% / 波動)	經歷重組與消化債務；股息收益率顯著高於同行。	新冠相關產品營收大幅退潮後的增長空窗期，龐大債務負擔及新藥管線商業化進度不及預期的風險。	偏好高股息收益、有耐心等待資產困境反轉(Turnaround)的週期/價值投資者。
Moderna 莫德納 NASDAQ: MRNA	以 mRNA 前沿基因技術平台為核心的純生技創新公司，正從單一呼吸道疫苗依賴轉向多元化 mRNA 疫苗及癌症療法的商業化。	全球領先的 mRNA 技術平台與極強的研發迭代速度，能針對突發疫情或特定靶點快速開發新藥。	營收高度依賴季節性疫苗銷售，波動劇烈	隨產量劇烈波動；淨利潤率在虧損與盈利間震盪	持續燃燒現金投入研發；無分紅(全數保留再投資)	後疫情時代營收規模急速縮水，目前仍處於持續燒錢(研發與商業化投入大)的虧損或微利波動期，股價波動極高。	風險承受能力極高的前沿生技成長股與投機型投資者。
Sandoz 山德士 SWX: SDZ	純仿製藥與生物相似藥巨頭(自諾華分拆)，防禦型商業定位。	精準受惠於 2025-2030 年的專利懸崖(特別是大分子生物相似藥)；諾華傳承而來的頂級合規製造與全球分銷網。	營收中低速穩健增長	中高 (~60% / ~21%)	分拆後資產乾淨，自由現金流充沛，提供合理的分紅支付率。	傳統小分子仿製藥的價格競爭壓力，以及生物製劑生產合規與專利訴訟風險。	防守型、注重現金流與抗週期屬性的價值收息投資者。

同業比較 3：全球領先原研藥及仿製藥的主要財務指標及估值比較

Name			Mkt Cap (USD mil)	Price Changes (%)				Last Price	BBG Tgt Px Upside	Sales (USD) 2025	Sales YoY (%) 2026 2027		EPS YoY (%) 2026 2027		Gross Margin 2026 2027		Operating Margin 2026 2027		Net Margin 2026 2027		ROE 2026 2027		P/E 2026 2027		P/B 2026 2027		Div Yield (%) 2026			
Innovative Drugs 原研藥/創新藥																														
LLY US Equity	ELI LILLY & CO	禮來公司	1,082,419.42	-0.88	-5.28	6.99	40.25	1,149.85	1,346.07	17%	65,179.00	35.66	15.26	51.67	28.47	84.06	84.01	46.32	50.49	37.04	41.36	85.69	66.03	31.31	24.38	20.39	12.98		0.60	
JNJ US Equity	JOHNSON & JOHNSON	嬌生公司	623,344.37	-6.01	-1.67	24.99	39.08	258.66	283.72	10%	94,193.00	7.47	7.23	3.16	12.52	73.05	73.18	31.66	33.04	26.70	27.96	33.04	32.81	23.24	20.65	7.07	6.25		2.07	
ABBV US Equity	ABBVIE INC	艾伯維公司	459,326.80	-0.68	-0.44	13.76	9.88	259.93	280.07	8%	61,160.00	10.58	8.76	40.50	15.57	84.27	84.56	46.89	49.58	36.86	39.22			18.50	16.01				2.66	
MRK US Equity	MERCK & CO. INC.	默克藥廠	354,803.95	-5.16	11.00	36.62	60.66	143.81	156.86	9%	65,011.00	3.29	4.77	-69.45	246.77	81.05	82.26	17.40	40.15	10.09	33.21	13.91	42.84	52.43	15.12	7.27	5.85		2.36	
ROP SW Equity	ROCHE HOLDING AG	羅氏控股公司	340,712.62	-0.54	1.70	5.82	22.16	347.30	377.89	9%	74,248.70	1.89	5.03	4.39	7.53	75.63	76.00	35.14	36.32	25.60	26.34	42.28	38.04	17.10	15.90	6.88	5.77		2.89	
Azn US Equity	ASTRAZENECA PLC	阿斯利康	244,601.10	-2.43	-19.19	-10.14	-4.24	157.70	205.09	30%	58,739.00	7.60	5.75	12.16	11.47	82.37	82.27	33.32	33.67	25.21	26.35	26.96	26.77	15.35	13.77	4.50	3.90		2.11	
AMGN US Equity	AMGEN INC	安進公司	220,183.20	-8.03	8.85	24.43	36.94	407.27	398.69	-2%	36,751.00	5.85	3.37	5.44	5.84	81.19	81.63	43.46	43.88	32.14	32.84	125.21	105.30	17.69	16.71	19.63	14.87		2.48	
PFE US Equity	PFIZER INC	輝瑞大藥廠	160,274.82	-3.10	15.63	12.93	3.84	28.12	28.91	3%	62,579.00	-0.44	-3.83	-7.55	-2.92	75.11	75.71	34.18	34.77	27.35	27.51	18.10	18.30	9.45	9.73	1.79	1.75		6.13	
MRNA US Equity	MODERNA INC	莫德納公司	75,431.63	25.28	136.89	540.69	565.99	188.94	118.29	-37%	1,944.00	8.10	16.46	-15.66	43.48	18.36	64.73												0.00	
6160 HK Equity	BEONE MEDICINES LTD-H	百濟神州	43,134.13	-3.28	21.47	18.35	0.86	212.20	265.42	25%	5,320.54	26.31	15.23	213.50	40.03	88.50	88.39	16.03	18.57	13.63	16.22	17.27	20.05	43.13	30.80	7.30	5.77		0.00	
BIIB US Equity	BIOGEN INC	百健公司	32,922.55	0.07	3.10	26.61	43.52	222.82	238.35	7%	9,890.60	5.53	2.25	-18.23	31.72	77.85	78.97	23.37	29.53	17.80	22.82	10.56	12.86	17.83	13.54	1.69	1.53		0.00	
1801 HK Equity	INNOVENT BIOLOGICS INC	信達生物	21,403.34	-5.45	12.77	26.23	-4.42	96.25	129.24	34%	1,815.25	42.80	25.73	193.75	53.26	85.77	85.55	13.48	16.81	12.84	15.33	11.16	14.71	58.34	38.07	6.52	5.47		0.22	
OGN US Equity	ORGANON & CO	歐嘉隆公司	3,600.38	-0.44	1.18	91.21	25.32	13.71	14.00	2%	6,216.00	-1.30	3.65	-8.20	6.85	59.35	59.92	26.47	26.64	14.78	15.44	63.99	44.48	4.08	3.82	2.54	1.63		0.58	
Simple Average			281,704	-0.82	14.31	62.96	64.60					11.80	8.43	31.19	38.51	74.35	78.24	30.64	34.45	23.34	27.05	40.74	38.38	25.70	18.21	8.21	7.02		1.70	
Market Cap Weighted Average				-2.25	2.44	25.33	41.89					15.25	8.88	18.53	40.07	79.09	80.29	36.75	41.05	28.70	33.01	46.78	42.19	25.72	18.73	10.54	7.73		1.92	
Generic / Biosimilar Drugs 仿製藥/生物相似藥																														
TEVA US Equity	TEVA PHARMACEUTICAL IND LTD	梯瓦製藥	45,807.79	6.24	19.12	37.40	96.45	39.31	45.23	15%	17,258.00	-3.87	3.75	-30.72	53.25	55.34	57.14	23.67	29.62	14.47	21.40	31.79	31.85	19.36	12.64	5.31	4.18		0.00	
207940 KS Equity	SAMSUNG BIOLOGICS CO LTD	三星生物製劑	46,777.55	-6.92	-4.31	-19.59	-6.16	1,354,000.00	1,979,215.38	46%	3,207.15	20.00	15.86	14.68	19.44	54.07	54.95	44.72	45.37	34.80	35.43	22.19	21.05	34.12	28.57	6.73	5.42		0.00	
SUNP IN Equity	SUN PHARMACEUTICAL INDUS	Sun Pharm	44,875.14	-6.77	-3.74	4.73	10.07	1,801.00	2,194.79	22%	6,593.78	11.19	11.06	4.82	13.85	79.95	80.10	24.28	23.94	20.90	20.05	15.70	14.68	35.56	33.09	5.38	4.64		0.83	
SDZ SE Equity	SANDOZ GROUP AG	山德士	37,066.05	1.31	-3.08	20.61	51.92	69.76	76.24	9%	11,157.00	9.34	5.24	12.14	10.98	49.36	50.37	14.79	18.70	14.61	15.65	14.67	17.05	20.64	18.60	3.67	3.19		1.28	
068270 KS Equity	CELLTRION INC	塞爾群公司	31,495.12	-1.30	3.34	6.34	9.77	182,600.00	270,120.31	48%	2,929.52	33.51	15.87	59.61	17.88	62.75	64.44	33.19	35.17	28.15	28.47	8.72	9.53	27.05	22.95	2.23	2.06		0.43	
VTRS US Equity	VIATRIS INC	威託瑞	20,054.40	2.17	4.55	40.24	72.70	17.46	19.55	12%	14,299.90	3.37	1.78	7.11	6.24	56.40	56.39	27.38	28.14	19.95	20.66	15.81	21.09	6.94	6.53	1.38	1.33		2.86	
2196 HK Equity	FOSUN PHARMACEUTI-H	復星醫藥	8,813.48	14.72	12.80	-7.11	-31.88	18.16	25.59	41%	5,776.15	2.48	2.53	15.91	4.62	51.73	51.37	7.27	6.61	9.15	9.91	8.00	8.45	10.54	10.08	0.81	0.76		2.96	
Simple Average			71,570	1.35	4.10	11.80	28.98					10.86	8.01	11.94	18.04	58.52	59.25	25.50	28.00	20.29	21.65	16.70	17.67	22.03	18.92	3.64	3.08		0.98	
Market Cap Weighted Average				-0.68	2.99	11.57	34.02					11.71	9.20	8.97	21.74	59.79	60.72	36.75	41.05	21.87	23.48	18.75	19.29	25.24	21.42	4.43	3.70		1.92	

Source: Bloomberg, KGI; As of 2/10/2026

同業比較 4：KGI Global Healthcare 30的主要財務指標及估值比較

Ticker	Name		Mkt Cap (USD mil)	Price Changes (%)				Last	BBG		Sales (USD)	Sales YoY (%)			EPS YoY (%)		Gross Margin		Operating Margin		Net Margin		ROE		P/E		P/B		Div Yield (%)
				1M	3M	YTD	1YR	Price	Tgt Px	Upside	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
1. Life Sciences Tools & Diagnostics 生命科學工具與診斷																													
TMO US Equity	THERMO FISHER SCIENTIFIC	賽默飛世爾	241,264	7.23	24.66	12.61	24.30	652.51	659.22	1%	44,556.00	7.43	5.15	9.81	9.70	41.90	42.32	23.46	23.82	19.52	20.19	16.63	16.71	25.98	23.69	4.28	3.90		0.28
DHR US Equity	DANAHER CORP	丹納赫集團	148,864	0.88	6.99	-7.50	0.68	211.76	231.04	9%	24,568.00	6.83	7.97	9.08	9.34	58.99	59.55	28.72	29.18	22.97	23.26	11.36	11.28	24.89	22.76	2.83	2.64		0.68
2359 HK Equity	WUXI APPTec CO LTD-H	藥明康德	76,206	8.42	37.43	112.77	72.98	210.00	224.49	7%	6,327.05	32.13	21.06	16.62	17.33	53.13	53.04	44.56	43.79	38.12	36.95	26.61	25.78	22.90	19.52	5.60	4.57		1.28
A US Equity	AGILENT TECHNOLOGIES INC	安捷倫科技	46,992	10.10	27.54	22.50	20.17	166.68	176.26	6%	6,948.00	7.95	6.52	10.93	8.87	55.09	55.17	26.98	27.61	23.40	23.83	23.09	21.51	26.88	24.69	5.78	5.05		0.62
2269 HK Equity	WUXI BIOLOGICS	藥明生物	28,617	10.78	52.12	73.51	29.63	54.55	58.54	7%	3,032.95	17.94	20.09	12.41	22.81	46.17	46.98	31.90	33.12	24.61	24.89	11.24	12.35	31.19	25.39	3.52	3.07		0.00
TEM US Equity	TEMPUS AI INC-CL A	Tempus AI	13,803	23.51	26.93	29.55	-14.33	76.50	70.95	-7%	1,271.79	25.39	23.29	62.13	122.51	65.25	65.66	-0.70	1.88	-2.66	-0.32	-5.48	0.43	1,471.15	30.50	28.54			
Simple Average			46,310	10.2	29.3	40.6	22.2			3.8%		16.3	14.0	20.2	31.8	53.4	53.8	25.8	26.6	21.0	21.5	13.9	14.7	26.4	264.5	8.8	8.0		0.57
Market Cap Weighted Average				6.5	23.4	25.3	23.6			4.5%		11.7	9.4	12.1	14.1	49.9	50.3	27.9	28.2	23.0	23.3	16.3	16.3	25.0	59.0	4.8	4.3		0.53
2. Pharmaceuticals & Biotechnology 製藥與生物科技																													
LLY US Equity	ELI LILLY & CO	禮來	1,082,419	-0.88	-5.28	6.99	40.25	1,149.85	1,346.07	17%	65,179.00	35.66	15.26	51.67	28.47	84.06	84.01	46.32	50.49	37.04	41.36	85.69	66.03	31.31	24.38	20.39	12.98		0.60
JNJ US Equity	JOHNSON & JOHNSON	嬌生	623,344	-6.01	-1.67	24.99	39.08	258.66	283.72	10%	94,193.00	7.47	7.23	3.16	12.52	73.05	73.18	31.66	33.04	26.70	27.96	33.04	32.81	23.24	20.65	7.07	6.25		2.07
ABBV US Equity	ABBVIE INC	艾伯維	459,327	-0.68	-0.44	13.76	9.88	259.93	280.07	8%	61,160.00	10.58	8.76	40.50	15.57	84.27	84.56	46.89	49.58	36.86	39.22			18.50	16.01				2.66
RHHBY US Equity	ROCHE HOLDINGS LTD	羅氏控股	340,471	-2.75	-1.30	1.51	17.11	52.35	60.59	16%	74,248.70	1.89	5.03		7.56	75.63	76.00	35.14	36.32	25.60	26.34	42.28	38.04	17.08	15.88	6.87	5.77		2.89
NVS US Equity	NOVARTIS AG	諾華	287,011	-13.18	-11.79	2.31	7.70	141.05	156.63	11%	56,674.00	4.47	6.48		11.18	80.78	80.52	36.92	37.53	29.69	30.12	33.71	35.38	15.96	14.35	5.59	5.24		2.99
MRK US Equity	MERCK & CO. INC.	默克藥廠	354,804	-5.16	11.00	36.62	60.66	143.81	156.86	9%	65,011.00	3.29	4.77	-69.45	246.77	81.05	82.26	17.40	40.15	10.09	33.21	13.91	42.84	52.43	15.12	7.27	5.85		2.36
AZN LN Equity	ASTRAZENECA PLC	阿斯特捷利康	246,621	0.55	-17.17	-12.68	-3.31	12,042.00	15,378.52	28%	58,739.00	7.33	6.02	12.16	11.47	82.37	82.27	33.41	33.67	25.27	26.35	26.96	26.77	15.48	13.88	4.53	3.93		2.10
AMGN US Equity	AMGEN INC	安進公司	220,183	-8.03	8.85	24.43	36.94	407.27	398.69	-2%	36,751.00	5.85	3.37	5.44	5.84	81.19	81.63	43.46	43.88	32.14	32.84	125.21	105.30	17.69	16.71	19.63	14.87		2.48
NVO US Equity	NOVO-NORDISK	諾和諾德	166,991	-20.03	-25.84	-26.49	-36.33	37.40	45.69	22%	46,810.17	-2.28	1.13		0.31	80.28	80.42	41.53	40.32	32.99	31.13	46.59	37.60	11.32	11.28	4.73	4.23		4.77
PFE US Equity	PFIZER INC	輝瑞	160,275	-3.10	15.63	12.93	3.84	28.12	28.91	3%	62,579.00	-0.44	-3.83	-7.55	-2.92	75.11	75.71	34.18	34.77	27.35	27.51	18.10	18.30	9.45	9.73	1.79	1.75		6.13
VRTX US Equity	VERTEX PHARMA	福泰製藥	128,439	-8.98	-4.03	11.77	23.94	506.74	575.66	14%	12,001.30	10.25	10.54	2.46	11.22	86.02	87.08	41.80	42.56	36.32	36.49	22.63	23.20	26.88	24.17	7.45	5.82		0.00
SDZ SE Equity	SANDOZ GROUP AG	山德士	37,066	1.31	-3.08	20.61	51.92	69.76	76.24	9%	11,157.00	9.34	5.24	12.14	10.98	49.36	50.37	14.79	18.70	14.61	15.65	14.67	17.05	20.64	18.60	3.67	3.19		1.28
Simple Average			186,679	-5.6	-2.9	9.7	21.0			12.0%		7.8	5.8	5.6	29.9	77.8	78.2	35.3	38.4	27.9	30.7	42.1	40.3	21.7	16.7	8.1	6.4		2.53
Market Cap Weighted Average				-4.4	-2.8	11.2	26.5			12.8%		13.5	8.2	13.5	35.2	80.2	80.5	38.1	41.8	29.9	33.7	46.4	42.1	24.6	18.5	9.9	7.2		2.13
3. Medical Devices 醫療器械與醫療科技																													
ABT US Equity	ABBOTT LABORATORIES	亞培	167,311	-12.47	1.35	-22.83	-27.30	96.69	121.24	25%	44,328.00	13.49	8.68	7.17	9.84	57.77	58.15	23.28	23.59	19.18	19.33	18.50	19.89	17.52	15.95	3.33	3.12		2.62
SYK US Equity	STRYKER CORP	史賽克	104,700	-12.57	-16.41	-22.34	-25.50	272.96	369.33	35%	25,116.00	8.38	8.40	10.01	11.54	65.22	65.52	26.72	27.12	21.28	21.89	22.11	21.06	18.20	16.32	4.03	3.67		1.31
ISRG US Equity	INTUITIVE SURGICAL INC	直覺外科	141,749	7.90	-5.81	-29.15	-9.43	401.24	476.00	19%	10,064.70	16.81	12.71	20.59	12.19	68.38	68.45	39.73	39.73	32.82	32.54	19.04	18.53	37.26	33.21	6.92	5.85		0.00
MDT US Equity	MEDTRONIC PLC	美敦力	110,569	-6.23	3.91	-10.01	-9.47	86.44	104.14	20%	36,364.00	8.43	7.14	0.73	8.07	65.37	64.99	24.77	24.90	19.75	19.70	14.63	15.12	15.66	14.46	2.31	2.15		3.23
Simple Average			131,082	-5.8	-4.2	-21.1	-17.9			25.0%		11.8	9.2	9.6	10.4	64.2	64.3	28.6	28.8	23.3	23.4	18.6	18.7	22.2	20.0	4.1	3.7		1.79
Market Cap Weighted Average				-5.7	-3.6	-21.7	-18.3			24.5%		12.3	9.4	10.0	10.4	63.7	63.8	28.7	28.9	23.4	23.5	18.5	18.8	22.6	20.4	4.2	3.8		1.78
4. Healthcare IT & Digital Health 醫療 IT 與數位醫療																													
VEEV US Equity	VEEVA SYSTEMS	Veeva	45,647	0.43	46.27	26.30	-6.27	281.93	297.15	5%	3,195.31	16.34	15.40	22.73	14.02	77.98	76.77	44.74	44.58	42.10	41.39	19.44	18.00	35.50	30.53	6.44	5.85		0.00
HIMS US Equity	HIMS & HERS HEALTH INC	他和她	6,836	2.16	-20.38	-9.76	-49.37	29.30	32.15	10%	2,347.64	36.71	25.02			64.97	64.68	-2.90	4.17	3.10	5.39	-14.33	28.53		38.40	4.37	3.68		0.00
Simple Average			26,242	1.3	12.9	8.3	-27.8			7.6%		26.5	20.2	22.7	14.0	71.5	70.7	20.9	24.4	22.6	23.4	2.6	23.3	35.5	34.5	5.4	4.8		0.00
Market Cap Weighted Average				0.7	37.6	21.6	-11.9			6.0%		19.0	16.6	19.8	12.2	76.3	75.2	38.5	39.3	37.0	36.7	15.0	19.4	30.9	31.6	6.2	5.6		0.00
5. Healthcare Services & Providers 醫療服務機構																													
HCA US Equity	HCA HEALTHCARE INC	HCA醫療保健	91,665	5.31	3.14	-9.31	-0.77	423.39	456.17	8%	75,600.00	3.91	3.85	4.50	8.60			15.20	15.11	8.25	8.12			14.36	13.22				0.74
CVS US Equity	CVS HEALTH CORP	CVS保健	108,968	-12.37	-18.64	7.36	10.01	85.20	114.54	34%	402,067.00	3.85	2.85	19.24	6.08	14.29	14.42	4.03	4.12	2.48	2.56	11.78	12.11	10.59	9.98	1.35	1.25		3.11
Simple Average			100,316	-3.5	-7.8	-1.0	4.6			21.1%		3.9	3.4	11.9	7.3	14.3	14.4	9.6	9.6	5.4	5.3	11.8	12.1	12.5	11.6	1.3	1.3		1.92
Market Cap Weighted Average				-4.3	-8.7	-0.3	5.1			22.2%		3.9	3.3	12.5	7.2	7.8	7.8	9.1	9.1	5.1	5.1	6.4	6.6	12.3	11.5	0.7	0.7		2.03
6. Healthcare Payer 醫療保險與支付方																													
UNH US Equity	UNITEDHEALTH GROUP INC	聯合健康	327,802	-8.62	-14.14	10.63	3.25	365.20	481.11	32%	447,567.00	-0.45	3.18	21.44	13.88	19.77	19.56	5.77	6.32	4.01	4.42	17.29	16.67	18.39	16.15	3.22	2.99		2.47
1299 HK Equity	AIA GROUP LTD	友邦保險	91,248	-8.95	-4.95	-13.39	-7.18	69.20	102.93	49%	42,379.00	10.45	9.17	15.30	10.51			19.32	19.85	33.53	33.78	18.11	18.42	11.31	10.23	2.02	1.82		3.12
ELV US Equity	ELEVANCE HEALTH INC	Elevance健康	82,773	-5.96	-8.67	8.88	12.18	381.67	447.86																				

Sandoz 的主要投資風險

仿製藥價格戰，生物相似藥研發及落地，美國關稅，專利訴訟，製造工藝，供應鏈中斷，匯率波動

1. 全球藥價持續下行與政策控費壓力

- **極端的價格競爭**：傳統小分子仿製藥市場高度同質化，容易陷入價格戰。各國政府持續推進醫療開支控費。
- **美國關稅風險**：總部位於歐洲，產品出口至美國或其他市場時，面臨地緣政治變化或新關稅政策，侵蝕其海外利潤。

2. 生物相似藥擴張的執行與研發風險

- **高門檻與高投入**：針對複雜大分子生物製劑的仿製的研發週期長、資本開支巨大，且臨床試驗、法規審批流程極其複雜。
- **落地執行風險**：如期推進臨床與上市審批，上市後能否順利攻破原研藥的市場壁壘、獲得醫生與患者的信任。

3. 複雜的專利與法律訴訟風險

- **法律戰**：挑戰原研藥的專利壁壘意味著經常需要全球頂級原研藥企展開長期的專利訴訟。
- **訴訟失利或禁令**：若在關鍵產品的專利訴訟中敗訴，不僅會面臨鉅額法律成本，還可能導致產品延遲上市、甚至被徹底阻擊在市場之外，對預期的營收增長造成嚴重打擊。

4. 製造工藝與供應鏈複雜度

- **質量合規**：化學小分子藥物只需合成簡單的化學結構，生物相似藥是複雜的活細胞產物，其製造工藝極其嚴苛。
- **供應鏈中斷風險**：若生物製劑供應商面臨合規瑕疵，或供應鏈中斷，將直接導致產品無法出貨，引發營收與商譽損失。

5. 匯率波動與宏觀經濟敏感性

- **全球化佈局的財務敞口**：Sandoz 的業務遍及全球上百個國家，營收與成本使用不同貨幣，但財報以美元或瑞郎結算。全球匯率的大幅波動(例如美元走強或歐元、新興市場貨幣貶值)會對其以集團貨幣呈報的財務表現造成換算損益衝擊。

附件 1：為何美國原研藥全球最貴？定價結構會變化嗎？ 1/3

藥品福利管理機構PBM、保險公司與藥廠三者之間的利益博弈

一、核心概念：標價List Price與淨價Net Price的脫節

在美國，藥品通常有兩個價格：

1. 標價(List Price / WAC)：藥廠對外公佈的官方定價(也是沒有保險的患者在藥房看到的現金價)。

2. 淨價(Net Price)：藥廠扣除給 PBM 的折扣與現金返利後，實際入口袋的真實收入。

兩者的核心矛盾在於：藥廠真正關心的是「淨價」能否覆蓋成本並獲利，但 PBM 卻逼迫藥廠必須把「標價」無限放大。

二、具體運作的 4 個關鍵步驟

1. PBM 掌控「推薦用藥目錄Formulary」的生死大權

- 美國絕大多數人的醫療保險是由 PBM(如 CVS Caremark、Express Scripts 等巨頭)代為管理的。PBM 手中握有一份「推薦用藥目錄Formulary」。
- 如果一款藥能夠進入目錄的前幾順位(Preferred Tier)，患者買藥時的自付額就會很低，藥廠就能獲得巨大的銷量。
- 反之，如果被踢出目錄或排在冷門順位，這款藥的銷量就會瞬間歸零。藥廠為了不讓產品被邊緣化，必須不計代價爭奪這個上架權。

2. PBM 透過「同業競爭」勒索高額返利Rebates

- 市場上往往存在多款療效相似的競品。
- PBM 會利用這種競爭居中喊價，要求更高的現金返利。
- 為了保住市場佔有率，藥廠只能滿足高額返利要求(高達 40% 甚至 50% 以上)。

3. 藥廠的應對：把成本轉嫁到「標價」上

- 假定一款藥的研發與生產成本決定了藥廠必須實收 100 美元(淨價)才能維持利潤。
- 但 PBM 要求必須提供 50% 的現金返利。
- 如果藥廠把標價定在 100 美元，扣掉 50% 返利後，藥廠實收只剩 50 美元，會直接虧損。
- 唯一的解法：藥廠被迫將標價List Price直接提高到 200 美元。這樣一來，當 PBM 拿走 50%(100 美元)返利後，藥廠剛好可以實收 100 美元。

4. PBM 為什麼也喜歡「高標價」？

除了藥廠被逼無奈，PBM 本身其實也樂見高標價：

- PBM 從藥廠收取的管理費或部分服務抽成，有時會直接與藥品的標價或返利總額掛勾。
- 標價越高，PBM 在向企業客戶(為員工買保險的公司)彙報時，就越能宣傳自己幫忙談成了50% 巨額折扣，藉此展現自己的談判價值。

附件 1：為何美國原研藥全球最貴？定價結構會變化嗎？ 2/3

藥品福利管理機構PBM、保險公司與藥廠三者之間的利益博弈

三、誰是「高標價 + 高返利」的最大受害者？

- **沒有商業保險的患者**：他們必須直接支付全額的標價List Price，完全享受不到後面返利的好處。
- **處於年度免賠額Deductible期間的患者**：在美國保險生效前，患者必須自己掏腰包付清前幾千美元的藥費。此時他們按膨脹後的標價買藥，等於變相在幫 PBM 和保險公司融資。

四、誰是「高標價 + 高返利」的最大受惠者？

- **PBM(藥品福利管理機構)巨頭**：如 CVS Caremark、Express Scripts、OptumRx 這三大 PBM 掌控了全美 80% 以上的處方藥物流與保險目錄。他們透過「返利Rebates」與「價差Spread Pricing，即向保險公司收高價、付給藥局低價」賺取了極其龐大的中介利潤。
- **大型醫療保險公司**：多數大型 PBM 本身就隸屬於大型保險集團或與其深度綁定。他們利用這些返利來降低整體的醫療賠付成本，並向企業客戶(為員工買保險的公司)宣傳自己幫忙談成了巨大折扣，藉此擴大市場佔有率。
- **部分寡頭原研藥企**：雖然藥廠必須支付高額返利，但透過這種「買斷推薦用藥目錄」的機制，大型原廠可以成功把平價競爭對手(如小型仿製藥或生物相似藥)排擠出市場，維持其明星產品的壟斷地位與豐厚營收。

五、PBM的最終受益人是誰？

這套看似複雜的醫療供應鏈，其最終的巨大受益者是高度垂直整合的醫療保險與藥局綜合巨頭。美國的 PBM 市場長期被幾大巨頭高度壟斷，而這些 PBM 往往與全美最大的健康保險公司深度綁定或為同一集團所有。這些集團一邊向企業收取高昂保費，一邊透過 PBM 榨取藥廠返利，同時還將患者引導至自己旗下的專業郵購藥房或連鎖藥局。他們不僅是中介，更是整張醫療大餅的最核心最大利潤獲得者。

- **CVS Health**：旗下擁有全美最大 PBM 之一 CVS Caremark，同時擁有保險巨頭 Aetna 與龐大的零售藥局網絡。
- **Cigna**：旗下擁有 Cigna Healthcare 與大型 PBM Express Scripts。
- **UnitedHealth Group**：旗下擁有保險巨頭 UnitedHealthcare 與 PBM 巨頭 OptumRx。

附件 1：為何美國原研藥全球最貴？定價結構會變化嗎？ 3/3

藥品福利管理機構PBM、保險公司與藥廠三者之間的利益博弈

六、為何 PBM 可以長期獲利卻遲遲未被監管？

PBM 能夠在美國政商界屹立數十年而不倒、賺取暴利，主要歸因於三個護城河：

1. **市場高度寡頭壟斷Oligopoly**：全美 80% 以上的處方藥物流都被前三大 PBM 把持。這種規模效應使得任何單一企業或醫院想要繞開它們都極其困難，形成了一道強大的商業壁壘。
2. **利用「資訊障礙」把自己包裝成守門人**：長久以來，PBM 的合約與金流極度黑箱。它們向企業雇主宣稱透過專業談判把醫療成本壓了下來。雇主因為缺乏透明數據，很難看出實際上 PBM 透過後台的「返利遊戲」私吞了多少超額利潤。
3. **強大的遊說集團與政治獻金Lobbying**：美國醫療產業鏈(製藥巨頭、保險公司、PBM、大型連鎖藥局)是全美遊說實力最強的利益集團。PBM 長年投入數億美元遊說國會，將自己包裝成「幫美國人壓低藥價的守門人」，使聯邦立法往往雷聲大雨點小。
4. **根深蒂固的「自由市場」意識形態**：美國傳統上極度排斥政府直接干預商業契約與自由定價。立法者擔心價格上限會打擊藥廠的創新研發意願，導致美國失去全球生技醫療創新領頭羊的地位。
5. **結構過度複雜、責任模糊(資訊不透明)**：PBM 的合約與金流極其晦澀(涉及大量的機密返利和中間帳目)，一般民眾甚至國會議員很難一眼看出其暴利來源，導致過去很難凝聚足夠的監管共識。

七、局勢正在改變：美國 2026 年的醫保改革正在進行

隨着聯邦議會正式通過《2026 年綜合撥款法案》(Consolidated Appropriations Act, 2026, 簡稱 CAA 2026)，並配合美國勞工部(DOL)與聯邦貿易委員會(FTC)的強力監管，美國正式對 PBM 發動了全方位的體制改革：

1. **強制 100% 返利歸還Rebate Pass-Through**：新法案規定，PBM 不再允許將藥廠給予的巨額折扣和返利私吞或混入營收，必須將 **100% 的藥品折扣與返利全數退還** 給企業醫療計劃或保險主辦方，從根本上切斷了「靠高標價賺取巨額中介差價」的誘因。
2. **取締浮動佣金，改為「定額真實服務費Bona Fide Service Fees」**：針對 Medicare Part D(老人醫療保險)及商業保險，法律嚴格限制 PBM 的報酬模式，禁止其收取與藥品價格掛鉤的浮動回扣，未來只能收取與實際勞務相符的**固定服務費**。
3. **穿透式透明度與審計權**：PBM 被強制要求向企業雇主提供半年度、甚至季度級別的藥品級明細報告，必須清晰披露隱蔽的「價差定價Spread Pricing」與「藥房扣回Copay Claw-backs」，並賦予僱主每年進行獨立審計的法定權利。

附件 2：原研藥的研發流程及專利保護時間

研發 10–15 年, 投入 US\$1-3bn, 10%左右成功率, 專利獨享時間8-12年

研發：平均 10–15 年、投入 US\$10–30 億，每 10 款進入人體試驗的候選藥最終僅約 1 款上市

專利：自申請日「化合物剛被發現、尚未進入人體試驗」起算 20 年，扣掉研發審批時間後，上市後實際專利獨享時間僅剩 8–12 年

FDA新藥審批流程

階段 Phase	時長	主要目的 / 受試者規模 (Objectives & Sample Size)	試驗成本 (Per-Trial Cost)	階段成功率(POS)
藥物發現 Discovery	3-6年	識別疾病靶點，從大量化合物或生物分子中篩選少量候選物	屬早期研發支出，通常未單獨計價	—
臨床前 Preclinical	1-2年	體外實驗、動物毒理、藥代動力學、生產工藝及IND(新藥臨床試驗申請)準備	約US\$5–50M	—
Phase I	約1年	約20–100名健康志願者或患者 評估安全性、耐受性、劑量，以及藥物在人體內的吸收、分布、代謝與排泄(藥代動力學, PK)	單次試驗 約\$4M-25M	約52%
Phase II	約2年	約100–300名患者 評估初步療效、劑量和副作用	單次試驗 約\$13M-20M	約29% (淘汰率最高)
Phase III: 耗資最大、風險最集中	3-4年	約1,000–3,000名或更多患者 大規模驗證療效與安全性	單次試驗 約\$20M-100M + 大型全球試驗可達數億美元	約58%
NDA/BLA 審評 FDA Review	6-12個月起	FDA綜合審查臨床、統計、生產質量及標籤，決定是否批准	行政/申請費用 (相對較小)	約88-90%
合計 Total	約 10–15 年	每 10 款進入人體試驗的候選藥，最終僅約 1 款上市	US\$10–30 億 (含失敗項目攤銷)	累積成功率約 8–10%

附件 2：原研藥的專利保護時間 Global Patent Lifecycle

研發越長，上市後可回收研發投資，同時獨佔專利的時間越短

- 專利期自「申請日」起算 20 年，研發越長，可商業化時間越短
- 上市後，實際專利獨享時間僅剩 8 - 12 年，必須在此期間回收全部投入
- 專利到期日 ≠ 仿製藥上市日，仍然存在監管獨占期、專利期補償與訴訟三個變數

國別/地區	原始專利年限	專利可延長	資料鎖定期	上市後獨占上限	藥監局批准前是否先查專利
印度 (India): 保護最弱，仿製最快	20 年 自申請日起算	無延長機制	無資料鎖定期	約 5-10 年 屆滿即失效	否 藥監局只審藥品品質，不看專利
美國 (USA): 訴訟最密集，報酬最高	20 年 自申請日起算	最長 5 年	5 年	約 8-12 年	是 須對原研登記的每一項專利逐項表態；提出挑戰將觸發訴訟，最長凍結審批 30 個月
中國 (China): 門檻在品質，不在專利	20 年 自申請日起算	最長 5 年 2021 年新《專利法》引入	6 年	約 8-12 年	是 設 9 個月等待期供雙方解決爭議
歐洲 (EU) 保護期最長，但到期後沒有其他阻礙	20 年 自申請日起算	最長 5 年 兒科研究再加 6 個月	10 年 (前 8 年不得引用原研資料，第 10 年起方可上市)	約 8-12 年	否 藥監局不看專利，爭議由原研自行提告
日本 (Japan): 保護期最長，但藥價逐年調降	20 年 自申請日起算	最長 5 年 按實際審批耗時核給，通常未達上限	8 年 (再審查制度)	無明文上限 實質保護期最長	是

附件 3：仿製藥 - 來自印度和中國的挑戰

上表：印度挑戰全球市場，中國挑戰本土市場 | 下表：專利訴訟三種結果，藥廠均產生財務損失

	印度 India	中國 China
產業定位	全球仿製藥出口中心，「世界藥房」 擁有 670 家美國 FDA 認證工廠，為美國本土以外最多	全球最大原料藥供應國，成品藥主要對內銷售，正往創新藥轉型
主要客戶	美國。FY25 醫藥出口 US\$30.5bn，35% 銷往美國，逾 95% 為仿製藥	中國政府(醫保)。公立醫院藥價由集採招標決定，非市場定價
盈利模式	大量申報、規模化生產、低成本出口；靠量取勝，價格由市場競爭決定	靠集採中標拿量，價格由集採談判結果決定
市場競爭格局	集中。前 10 大出口商拿走逾 60% 出口額，龍頭仍有議價空間	極度分散。無人具備定價權
成長來自哪裡	2025–2030 年美國有 US\$2,000–2,300 億品牌藥失去專利保護 加上往複雜製劑升級(注射劑、吸入劑、生物相似藥)	新藥授權給跨國藥廠(License-out)、ADC、GLP-1 生物相似藥仍在早期：87 款獲批，僅涉 23 個成分
代表企業	Sun Pharma (~US\$60B)、Cipla (~US\$14B)、Dr. Reddy's (~US\$12B)	恒瑞醫藥 (~US\$55B)、石藥集團 (~US\$10B)、中國生物製藥 (~US\$9B)
主要風險	① FDA 檢查風險:被下進口禁令即失去美國市場；② 依賴單一市場；③ 關稅政策不確定性	① 集採逐輪擴大，利潤持續被壓；② 同質化嚴重；③ 創新轉型投入大、回收期長；④ 地緣政治與供應鏈

案例分析：專利藥 vs. 仿製藥 —對專利藥廠而言，專利訴訟是一場必然虧損的防禦消耗戰

	博弈結果1 專利藥廠敗訴	博弈結果2 專利藥廠勝訴	博弈結果3 雙方和解與授權
案例公司	Amarin vs. Hikma / Dr. Reddy's(Vascepa 心血管用藥)	BMS + Sanofi vs. Apotex(Plavix 抗凝血藥)	Regeneron vs. Biocon / Sandoz(Eylea 眼科用藥)
爭議描述	仿製藥廠主張專利技術並非真正的創新突破，不應受專利保護	Apotex 單方面撕毀延後上市協議，2006年8月搶先推出仿製藥。	Regeneron 同時面對至少5家生物相似藥廠挑戰，訴訟結果不一
博弈結果	2020年3月法院判定六項核心專利(原保護至2030年)全部無效，Amarin上訴失敗，徹底喪失獨家銷售權。	法院3週後核發禁制令，但仿製藥已流入市場；纏訟近6年，2012年終審判定 Apotex 侵權成立。	未經法院終局判決，2025年分別與Biocon、Sandoz達成和解，換取對方確定上市時間表。
財務損失	判決公布股價單日暴跌70%，市值蒸發約35億美元，事後無任何補償。	2006年美國銷售額損失12-14億美元；2012年 Apotex 僅賠付 4.42億美元。	未見單日重挫，損失在2026年仿製藥陸續上市後逐步顯現。
案例意義	單一藥品依賴度過高的公司，專利一旦出問題，公司價值可能在幾小時內大幅縮水，且無預警與補償。	法律「勝訴」不等於財務「零損失」——傷害已造成，賠償金額往往遠低於實際損失。	和解不代表保住市場，只是讓營收下滑時間點變得可預期，衝擊較平緩。
對專利藥廠而言，專利訴訟是一場必然虧損的防禦消耗戰，無論最終勝訴、敗訴或和解均無法避免財務損失，差異僅在於營收受創的速度與衝擊形態。			

附件 4：全球醫療6個子行業概覽
醫療IT成長最快、生命科學及醫療科技波動最高 - 六大子行業風險報酬特徵各異

子行業	TAM (US\$)	核心驅動因素	未來子行業成長 CAGR	盈利水平 (OP margin)	股價波動程度	首要風險	行業公司例子
1.生命科學工具與診斷 (Life Sciences Tools & Diagnostics) 提供生物醫學上游研發耗材、基因測序儀器、實驗室設備及體外診斷試劑。	~\$220B	研發上游關鍵供應：作為生科研發不可或缺的上游支援角色，基因定序(NGS)與診斷技術賦能新藥開發。 高毛利重複性收益：設備售出後帶動穩定的診斷試劑與實驗室耗材重複採購，貢獻高毛利收益。	中高 (7%-9%)	中高 (20%-28%)	高	生科資本市場波動： VC 與 IPO 收緊，市場流動性下降 客戶研發預算削減： 新創生科砍預算，打擊儀器與試劑銷售	Thermo Fisher Scientific (TMO)、 Danaher (DHR)、Illumina (ILMN)、 Agilent (A)、藥明康德(2359)
2. 製藥與生物科技 (Pharma & Biotech) 研發、生產與銷售處方藥、生物製劑、疫苗及新型療法(如 GLP-1、ADC 腫瘤藥物)。	~\$1.8T	GLP-1 重磅狂潮：GLP-1 減重與降糖藥物掀起全球需求狂潮，開展龐大自費市場。 癌症精準醫療突破：癌症精準醫療(如 ADC、免疫療法)研發持續突破，成為營收成長雙引擎	中等 (6%-8%)	高 (22%-35%+)	藥廠： 中	專利保護到期： 低價仿製藥搶市，營收斷崖式下滑 政府藥價壓制： 政策(如美國 IRA)強制控價，壓縮研發回報	Eli Lilly (LLY)、Novo Nordisk (NVO)、 Merck (MRK)、Pfizer (PFE)、 Roche (RHHBY)、恒瑞醫藥(1276)
					生物科技： 中		
3. 醫療器械與醫療科技 (Medical Devices & MedTech) 設計與製造診斷設備、外科手術機器人、高階植入物及各類醫療耗材。	~\$600B	高齡耗材剛需：老齡化推升人工關節與心血管高階植入耗材之剛性需求。 微創與手術自動化：達文西等手術機器人與微創技術普及，帶動高單價設備與專用耗材採購。	中低 (6%-7%)	中高 (18%-28%)	器械： 中低	法規審批趨嚴： 新制(如 EU MDR)提高門檻，拉長上市時程 政府集中採購： 集採(如中國帶量採購)壓價，削弱高毛利	Medtronic (MDT)、Intuitive Surgical (ISRG)、Abbott (ABT)、 Stryker (SYK)
					科技： 高		
4. 醫療 IT 與數位醫療 (Healthcare IT & Digital Health) 提供電子病歷、醫療 AI 輔助診斷、遠距醫療平台及醫院資訊管理系統。	~\$400B	人力缺口倒逼轉型：全球醫護人力短缺倒逼醫療機構加速數位化與自動化轉型。 AI 與自動化賦能：生成式 AI 診斷、自動化流程與遠距醫療加速導入，大幅提升營運效率，成長率居冠。	極高 (14%-17%)	中高 (15%-35%)	高	資安與勒索風險： 數據成攻擊標的，恐致系統癱瘓營運中斷 數據隱私合規罰則： 個資洩漏風險高，面臨天價罰款與賠償	Veeva Systems (VEEV)、Doximity (DOCS)
5. 醫療服務與機構 (Healthcare Services & Providers) 提供臨床診療、住院急診、洗腎及長期照護等實體醫療與綜合照護服務。	~\$9.5T	高齡照護剛需：高齡人口增加推升慢性病與長期照護剛性需求。 醫療利用率復甦：手術量與門診利用率顯著復甦，帶動醫療機構服務量能與營收成長。	中高 (8%-9%)	低至中等 (3%-8%)	中高	醫護人力缺口： 結構性缺工，高價派遣推升人事成本 營運成本攀升： 耗材通膨且調價受限，嚴重侵蝕利潤	HCA Healthcare (HCA)、Fresenius Medical Care (FMS)、CVS Health (CVS)
6. 醫療保險/支付方 (Health Insurance / Payers) 提供商業健康保險、管理式醫療計畫及醫療費用理賠與核保服務。	~\$3.8T	醫療支出通膨：醫療通膨與高價重磅新藥帶動總醫療支出持續上升。 保費成本轉嫁：保險機構透過精算定期調漲保費，成功轉嫁成本以維持賠付平衡與利潤。	中等 (6%-8%)	低 (4%-8%)	低	高齡醫療使用率回升： 高齡診療需求增加，推高理賠頻率 高價藥物納保負擔： 重磅新藥(如 GLP-1)納保，推升 MLR	United Health Group (UNH)、 AIA(1299)、Cigna (CI)

附件 5：全球醫療行業的重要性

藥物的剛性需求從哪裡來

- 患者最多的6種疾病中，僅糖尿病與肥胖進入藥費前列；致死最多的5種疾病則全數缺席。高血壓 14 億人、缺血性心臟病居全球死因之首，但主力用藥早已仿製藥化，患者與死亡規模因此無法轉換為藥費規模。
- 全球藥費前三大治療領域為腫瘤、免疫、糖尿病，合計佔全球藥品價值 43%，較 2019 年提高 11 個百分點，成長持續向少數高價值領域聚攏。
- 決定藥費規模的不是有多少人生病，而是治療該疾病的藥物是否仍在專利保護期內。

① 患者規模最大的慢性疾病： 慢性病構成製藥業最大的可觸及人口，需求長期、重複、可預測

全球人口約82億人

- **肥胖與過重**：全球25億成人過重(BMI≥25)，佔全球成人43%
其中8.9億人達肥胖標準(BMI≥30)
- **高血壓**：全球14億人(30–79歲人口，佔該年齡層33%)
屬慢性病，需終身服藥控制，無法根治。全球僅23%高血壓患者血壓獲得有效控制
- **精神疾病**：全球近12億人
- **糖尿病**：全球8.3億人
屬慢性病，第二型佔絕大多數，超過一半糖尿病患者未用藥
- **慢性腎臟病**：全球7.88億成人，成人盛行率14.2%
- **氣喘**：全球約2.62億人

註：若不限於慢性疾病，全球患病人數前四位分別為口腔疾病(約35億)、視力障礙(22億)、潛伏性結核感染(17億)與聽力損失(15億)，但四者的治療皆以器材、手術或公衛介入為主，藥物介入有限。

② 死亡人數最多的疾病

	疾病	藥物治療特性	藥費水準	佔全球死亡比例
1	缺血性 心臟病	需終身服藥	低，他汀類、ACEI已全面仿製藥化	~15%
2	中風	需長期二級預防	低，抗血小板與降壓藥為主	~11%
3	慢性阻塞性 肺病	長期吸入劑治療	中，部分吸入劑仍在專利期	~6%
4	下 呼吸道感染	短期抗生素療程	低，患者痊癒即退出	~4%
5	新生兒疾病	以支持性治療為主	低，藥物介入有限	~3%

③ 全球藥費規模最大的治療領域

治療領域	全球排名與規模	代表藥物
腫瘤 實體瘤與血液腫瘤	2025年約2,880億美元	Keytruda (帕博利珠單抗), 2025年約320億美元
免疫 自體免疫與發炎性疾病：類風濕性關節炎、乾癬、異位性皮膚炎、發炎性腸道疾病	2024年約1,980億美元	Humira (阿達木單抗), Dupixent (達必妥)
糖尿病 以第二型為主	2024年約1,380億美元	司美格魯肽 (GLP-1受體促效劑，Ozempic / Wegovy)
肥胖	2025年約660億美元	替爾泊肽 (GIP / GLP-1雙重促效劑，Mounjaro / Zepbound)，雙品牌合計365億美元

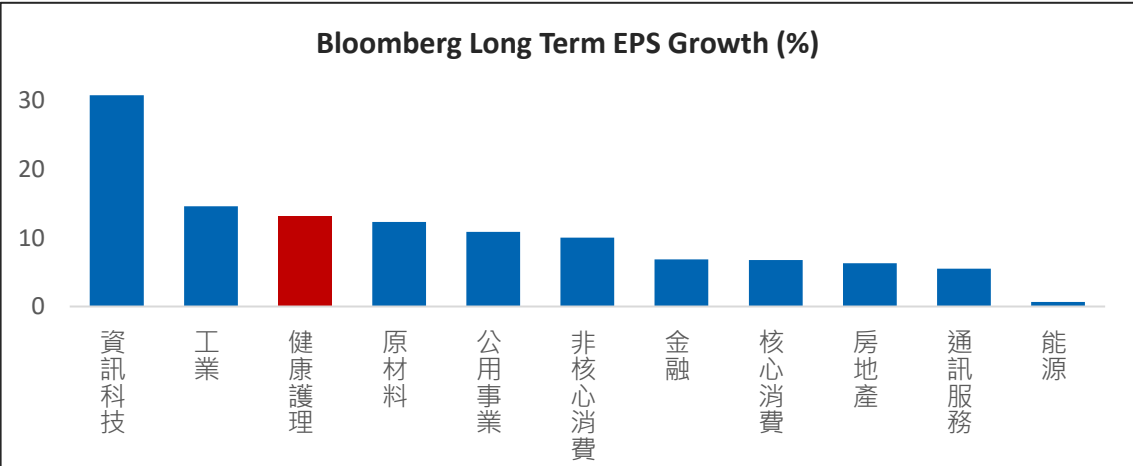
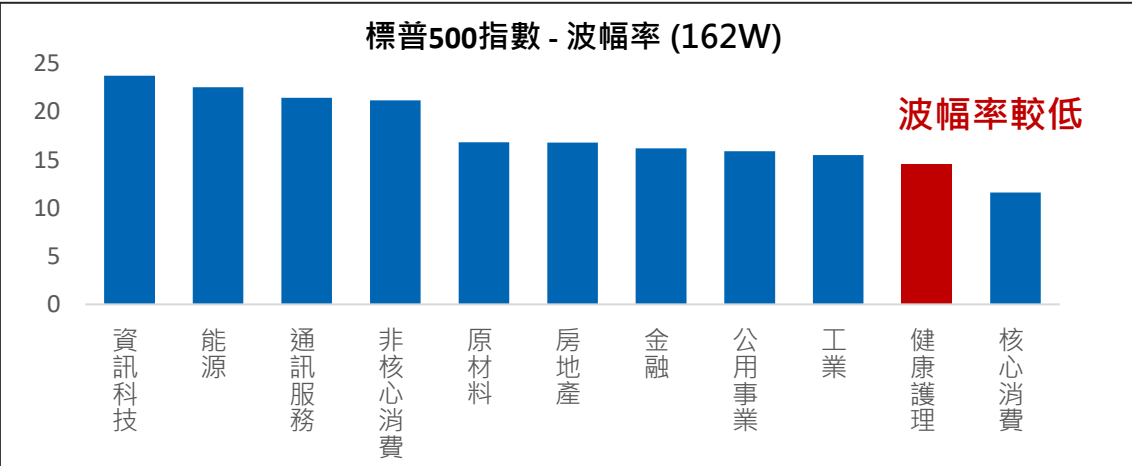
附件 6：穩定的醫療交易 vs 擁擠的AI交易

全球醫療行業波動率較低，與交易最擁擠的行業的相關性也較低

標普500 行業 - 回報相關性
(3年, 每週)

與最擁擠的行業
相關性較低

	醫療	資訊科技	非核心消費	通訊服務	金融	房地產	工業	能源	原材料	核心消費	公用事業
醫療	1	0.19	0.26	0.21	0.49	0.54	0.50	0.16	0.57	0.45	0.32
資訊科技	0.19	1	0.73	0.67	0.48	0.27	0.62	-0.01	0.41	0.06	0.05
非核心消費	0.26	0.73	1	0.73	0.61	0.37	0.61	0.02	0.49	0.20	0.08
通訊服務	0.21	0.67	0.73	1	0.48	0.17	0.47	-0.01	0.29	0.13	-0.04
金融	0.49	0.48	0.61	0.48	1	0.57	0.80	0.34	0.63	0.38	0.32
房地產	0.54	0.27	0.37	0.17	0.57	1	0.61	0.27	0.63	0.55	0.60
工業	0.50	0.62	0.61	0.47	0.80	0.61	1	0.30	0.79	0.43	0.39
能源	0.16	-0.01	0.02	-0.01	0.34	0.27	0.30	1	0.28	0.20	0.27
原材料	0.57	0.41	0.49	0.29	0.63	0.63	0.79	0.28	1	0.54	0.45
核心消費	0.45	0.06	0.20	0.13	0.38	0.55	0.43	0.20	0.54	1	0.43
公用事業	0.32	0.05	0.08	-0.04	0.32	0.60	0.39	0.27	0.45	0.43	1



Q & A

投資產品與服務部



尹賀
Kevin Yin
Equity Advisory
kevin.h.yin@kgi.com
+852 2878 6798
SFC CE: AJM689



莫偉民
Raymond Mok, CFA
Equity Advisory
raymond.mok@kgi.com
+852 2878 4663
SFC CE: BHJ465



葉晉宜
Derek Yip, CFA
Equity Advisory
derek.yip@kgi.com
+852 2878 4263
SFC CE: BSQ196



梁啟棠
Cusson Leung, CFA
CIO
cusson.kt.leung@kgi.com
+852 2878 6998
SFC CE: ADU276

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。