

# 台耀

(4746.TW/4746 TT)

## 增加持股 · 重啟評等

收盤價 April 28 (NT\$)	83.20
12 個月目標價 (NT\$)	130.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	56.3

## 焦點內容

台耀受惠於膽固醇磷酸鹽結合劑銷售成長，並積極擴展針劑營收和 ADC CDMO 業務，另台新藥與台康營運漸入佳境，預計 2024 EPS 5.87，給予 PE 22 倍，目標價 130 元。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	10.01 / 326.0
流通在外股數 (百萬股)：	120.3
外資持有股數 (百萬股)：	23.38
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.98
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	44.60 -87.50

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	23.8	79.9	29.4
相對表現 (%)	19.5	58.1	34.5

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	9.84A	6.86A	(3.20)A	(1.55)A
2022	(3.33)A	(0.07)A	4.09A	2.71A
2023	0.48F	1.42F	1.99F	2.31F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

陳宣甫  
886 2 2181 8724  
hsuan.chen@kgi.com

許芝瑄  
886 2 2181 8016  
Serena.Hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 重要訊息

台耀短中期膽固醇磷酸鹽結合劑銷售成長，2022 YoY +23%；中長期針劑廠提供臨床實驗用藥與商業化生產服務，五年後營收與原料藥占比相等；高門檻 CDMO 業務成長迅速(ADC:抗體藥物複合體服務)；另外投資台康與子公司台新藥也將逐漸貢獻獲利，穩健成長並具多項題材。

## 評論及分析

**2023 年在降膽磷 API 產業供不應求和維他命 D 衍伸物客戶穩定成長的情況下，預估營收 YoY+23%。**降膽磷 API 受惠於終端藥品需求成長，產業供不應求，2023-2025 將持續滿載生產。而目前主要競爭對手為一印度廠，主要供給自家藥品，其餘學名藥廠多為台耀客戶，市佔率穩定在 60%。2023 年將先透過現有產能去瓶頸提升 15-20%的產量，4Q23 再擴廠，可增加約 100 噸產能。維他命 D 衍伸物部分 2023 年受惠於中國藥證通過和打入原廠供應鏈，推估 2023 YoY +15%，長期則呈現穩定成長。

**子公司台新藥 2024 年新藥上市，而台康生技有望取得藥證等多項利多。**台新藥(6838 TT, NT\$58.2, 未評等)目前旗下眼用類固醇藥水 APP13007 已進入 FDA 查廠階段。預計 1H23 授權，1H24 取得藥證並上市。台康生技(6589 TT, NT\$107, 增加持股)的 EG1206A 於 2Q23 公布臨床一期生物相似性數據，EG12014 則有望於 4Q23-1Q24 年取得藥證。

**長期受惠於針劑和 CDMO 業務成長，五年內營收翻倍。**針劑廠三年內客戶潛在訂單能見度高，五年內預期針劑廠營收追上原料藥收入，帶動獲利倍增。CDMO 主要動能在 ADC，扮演製程中小分子製造和中間 linker 的角色，CDMO 業務營收長期將維持年化 20% 以上成長。

## 投資建議

預估 2024 EPS 5.87，給予 PE 22 倍，目標價 130 元

## 投資風險

CDMO 過程瑕疵，查廠缺失，台新藥授權失敗或台康取證失敗。

## 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	3,075	3,142	3,766	4,785	5,734
營業毛利 (NT\$百萬)	945	971	1,390	2,072	2,700
營業利益 (NT\$百萬)	28	(168)	163	755	1,094
稅後淨利 (NT\$百萬)	400	1,249	409	485	706
每股盈餘 (NT\$)	3.78	10.92	3.40	4.03	5.87
每股現金股利 (NT\$)	-	2.00	1.00	1.19	1.72
每股盈餘成長率 (%)	3121.9	188.6	(68.8)	18.5	45.5
本益比 (x)	22.0	7.6	24.4	20.6	14.2
股價淨值比 (x)	1.7	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	22.9	31.3	15.5	6.7	5.2
淨負債比率 (%)	67.0	34.7	31.8	28.8	22.5
殖利率 (%)	0.0	2.4	1.2	1.4	2.1
股東權益報酬率 (%)	8.4	19.8	5.5	6.3	8.7

資料來源：公司資料，凱基

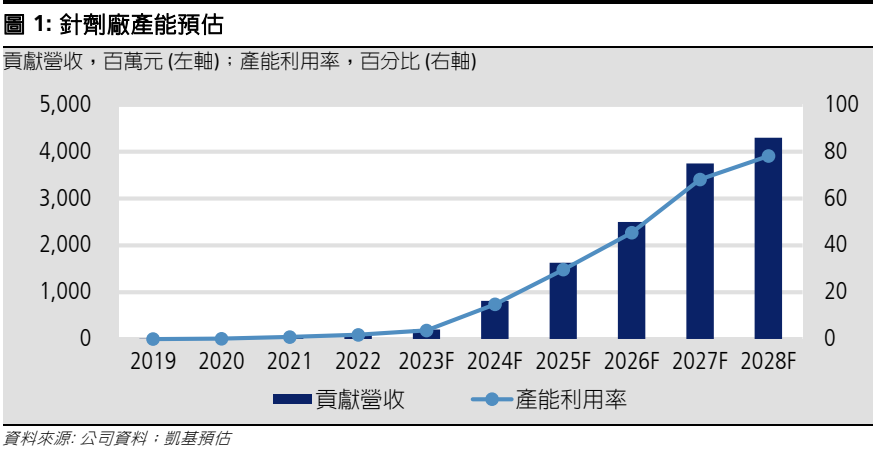


圖 2: 針劑廠營收規模

針劑廠產線			
分類	小量充填產線	細胞毒性產線	一般產線
產能	300-500 萬劑	2000-3000 萬劑	1 億劑
查廠狀態	無需查廠	TFDA 通過，1H23 將向 FDA 申請	2023 將陸續配合客戶進行查廠

以一劑 ASP 1.4 美元做估算，產能全開情況下一年可貢獻 55 億台幣的營收。

資料來源: 凱基預估

圖 3: 降膽磷 API 規模

降膽磷 API	2023 產值預估 (十億美元)	總需求噸數	學名藥需求噸數
Sevelamer	3.5	715	644
Colesevelam	2.0	500	450
合計	5.5	1215	1094

台耀市佔率落在 60% 左右，市佔率穩定。

目前台耀年產能僅 400 噸（1094\*60%=656），產業明顯供不應求。

資料來源: 凱基預估

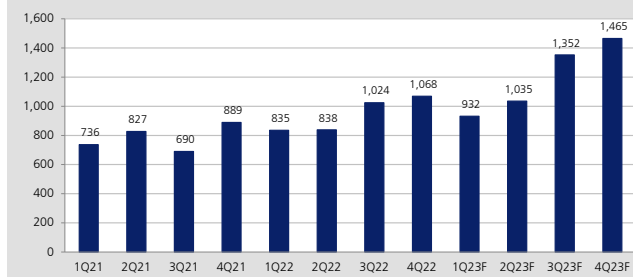
**圖 4: 公司概況**

於 1995 年成立，並於 2000 年踏入原料藥生產的領域，目前以 Polymer（降膽磷 API 和維他命 D 衍伸物）為主原料藥。此外還提供 CDMO 服務與抗體耦合藥物（ADC）的開發製造服務。2018 年跨足針劑領域，提供細胞毒性及非細胞毒性之無菌針劑充填及凍乾針劑藥品一站式的垂直整合開發製造服務。

資料來源：凱基

**圖 6: 季營業收入**

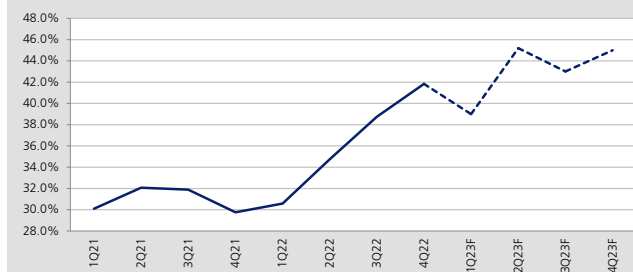
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 8: 毛利率**

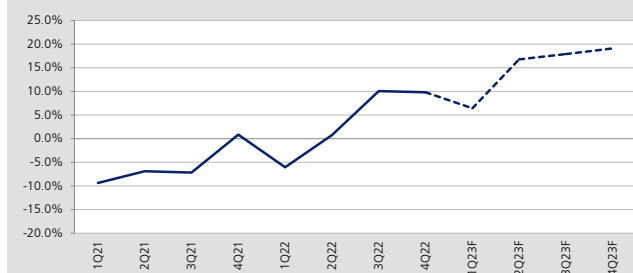
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 10: 營業利潤率**

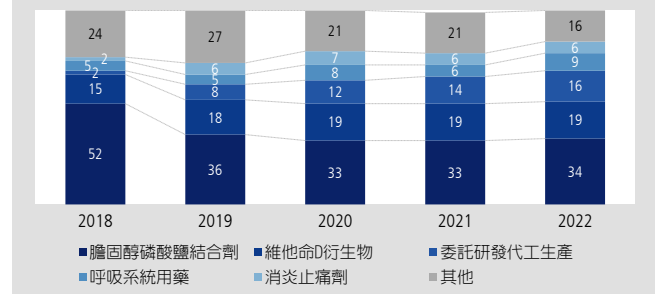
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 5: 產品營收比重**

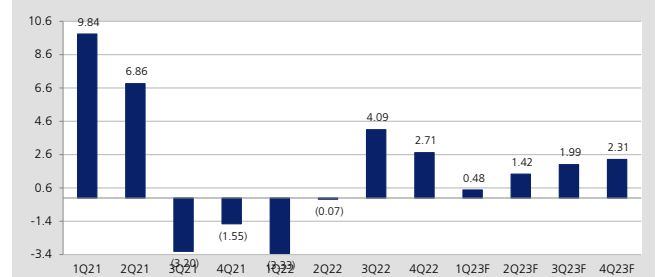
營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 7: 每股盈利**

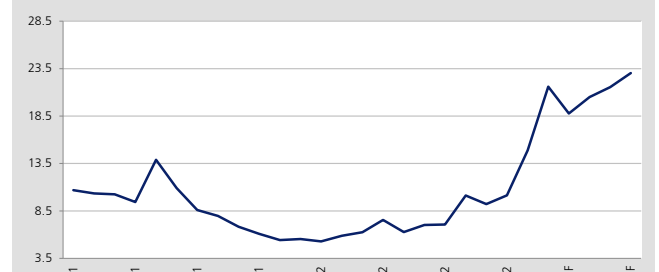
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 9: 本益比**

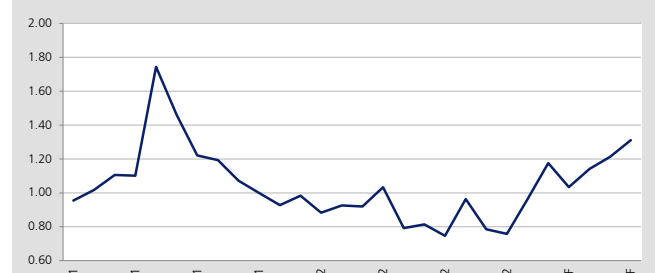
本益比，倍



資料來源：凱基

**圖 11: 股價淨值比**

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	835	838	1,024	1,068	932	1,035	1,352	1,465	3,766	4,785	5,734
營業成本	(580)	(547)	(627)	(621)	(569)	(567)	(771)	(806)	(2,375)	(2,713)	(3,034)
營業毛利	255	291	397	447	363	468	582	659	1,390	2,072	2,700
營業費用	(306)	(285)	(294)	(342)	(304)	(294)	(339)	(379)	(1,227)	(1,317)	(1,606)
營業利益	(51)	6	103	105	60	173	242	280	163	755	1,094
折舊	(111)	(110)	(110)	(111)	(172)	(172)	(172)	(172)	(442)	(687)	(722)
攤提	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(28)	(28)	(28)
EBITDA	68	124	220	223	239	352	421	459	634	1,471	1,845
利息收入	0	0	0	2	1	1	1	1	2	3	3
投資利益淨額	2	0	2	3	2	2	2	2	8	8	8
其他營業外收入	0	1	1	0	-	-	-	-	3	-	-
總營業外收入	3	1	4	5	3	3	3	3	12	11	11
利息費用	(3)	(4)	(6)	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)	(19)	(20)	(21)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(392)	(35)	391	212	-	-	-	-	177	-	-
總營業外費用	(395)	(39)	385	206	(5)	(5)	(5)	(5)	157	(20)	(21)
稅前純益	(443)	(31)	492	316	57	171	240	277	333	746	1,085
所得稅費用[利益]	(11)	(19)	(44)	(43)	0	0	0	0	(116)	(260)	(379)
少數股東損益	54	41	44	53	-	-	-	-	193	-	-
非常項目前稅後純益	(400)	(9)	492	326	58	171	240	278	409	485	706
非常項目	(0)	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(400)	(9)	492	326	58	171	240	278	409	485	706
每股盈餘 (NT\$)	(3.33)	(0.07)	4.09	2.71	0.48	1.42	1.99	2.31	3.40	4.03	5.87
獲利率 (%)											
營業毛利率	30.6	34.7	38.7	41.8	39.0	45.2	43.0	45.0	36.9	43.3	47.1
營業利益率	(6.1)	0.8	10.1	9.8	6.4	16.8	17.9	19.1	4.3	15.8	19.1
EBITDA Margin	8.1	14.7	21.5	20.9	25.6	34.0	31.1	31.3	16.8	30.7	32.2
稅前純益率	(53.1)	(3.7)	48.0	29.5	6.2	16.5	17.7	18.9	8.8	15.6	18.9
稅後純益率	(47.9)	(1.0)	48.1	30.5	6.2	16.5	17.7	18.9	10.9	10.1	12.3
季成長率 (%)											
營業收入	(6.1)	0.4	22.2	4.3	(12.8)	11.1	30.6	8.3			
營業毛利	(3.5)	14.1	36.2	12.6	(18.7)	28.7	24.3	13.4			
營業收益增長	(766.4)		1530.4	1.6	(42.8)	189.4	39.6	15.6			
EBITDA	(46.7)	82.6	78.4	1.1	7.2	47.5	19.5	9.0			
稅前純益	100.0	(93.0)		(35.8)	(81.8)	197.5	40.1	15.8			
稅後純益	126.5	(97.9)		(33.7)	(82.4)	197.4	40.1	15.7			
年成長率 (%)											
營業收入	13.4	1.3	48.5	20.2	11.6	23.5	32.1	37.1	19.8	27.1	19.8
營業毛利	15.2	9.8	80.4	68.9	42.3	60.7	46.6	47.5	43.1	49.1	30.3
營業收益	(26.7)			1280.1		2645.5	135.0	167.3		362.1	44.9
EBITDA	37.3	100.7	218.4	75.5	253.1	185.3	91.0	106.0	106.7	131.9	25.4
稅前純益	(142.6)	(104.5)					(51.3)	(12.1)	(69.4)	123.8	45.5
稅後純益	(137.6)	(101.1)					(51.3)	(14.9)	(67.2)	18.5	45.5

資料來源：公司資料，凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>10,286</b>	<b>12,017</b>	<b>12,751</b>	<b>13,189</b>	<b>13,832</b>
<b>流動資產</b>	<b>3,148</b>	<b>3,619</b>	<b>4,151</b>	<b>4,775</b>	<b>5,648</b>
現金及短期投資	815	1,093	1,631	1,807	2,267
存貨	1,451	1,639	1,602	1,829	2,040
應收帳款及票據	759	774	812	1,032	1,234
其他流動資產	123	113	106	106	106
<b>非流動資產</b>	<b>7,138</b>	<b>8,397</b>	<b>8,600</b>	<b>8,413</b>	<b>8,185</b>
長期投資	846	2,083	2,254	2,282	2,319
固定資產	5,752	5,850	5,875	5,662	5,396
什項資產	539	464	470	470	470
<b>負債總額</b>	<b>5,000</b>	<b>4,415</b>	<b>4,954</b>	<b>5,050</b>	<b>5,195</b>
<b>流動負債</b>	<b>3,040</b>	<b>2,386</b>	<b>3,142</b>	<b>3,117</b>	<b>3,247</b>
應付帳款及票據	208	204	187	214	239
短期借款	2,278	1,462	2,119	2,045	2,085
什項負債	554	720	836	858	923
<b>長期負債</b>	<b>1,960</b>	<b>2,029</b>	<b>1,813</b>	<b>1,932</b>	<b>1,948</b>
長期借款	1,846	1,907	1,638	1,757	1,773
其他負債及準備	91	99	154	154	154
<b>股東權益總額</b>	<b>5,286</b>	<b>7,602</b>	<b>7,796</b>	<b>8,139</b>	<b>8,638</b>
普通股股本	1,083	1,203	1,203	1,203	1,203
保留盈餘	1,109	2,320	2,364	2,707	3,206
少數股東權益	81	207	276	276	276
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	11.4%	2.2%	19.8%	27.1%	19.8%
營業收益增長	14.6%	(699.8%)		362.1%	44.9%
EBITDA	16.9%	(35.8%)	106.7%	131.9%	25.4%
稅後純益	3339.4%	212.2%	(67.2%)	18.5%	45.5%
每股盈餘成長率	3121.9%	188.6%	(68.8%)	18.5%	45.5%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	30.7%	30.9%	36.9%	43.3%	47.1%
營業利益率	0.9%	(5.3%)	4.3%	15.8%	19.1%
EBITDA Margin	15.5%	9.8%	16.8%	30.7%	32.2%
稅後純益率	13.0%	39.7%	10.9%	10.1%	12.3%
平均資產報酬率	4.0%	11.2%	3.3%	3.7%	5.2%
股東權益報酬率	8.4%	19.8%	5.5%	6.3%	8.7%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	78.0%	44.3%	48.2%	46.7%	44.7%
淨負債比率	67.0%	34.7%	31.8%	28.8%	22.5%
利息保障倍數 (x)	13.7	39.8	18.2	37.4	53.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.4	0.1	0.3	0.3
Cash Flow Int. Coverage (x)	16.7	11.1	33.3	37.7	51.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
流動比率 (x)	1.0	1.5	1.3	1.5	1.7
速動比率 (x)	0.6	0.8	0.8	0.9	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	3,543	2,640	2,477	2,346	1,942
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	3.78	10.92	3.40	4.03	5.87
每股現金盈餘 (NT\$)	4.49	2.72	5.35	6.42	8.82
每股淨值 (NT\$)	48.06	61.50	62.54	65.39	69.53
調整後每股淨值 (NT\$)	49.25	64.67	62.54	65.39	69.53
每股營收 (NT\$)	29.10	27.48	31.31	39.79	47.68
EBITDA/Share (NT\$)	4.52	2.68	5.28	12.23	15.34
每股現金股利 (NT\$)	-	2.00	1.00	1.19	1.72
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.31	0.28	0.30	0.37	0.42
應收帳款周轉天數	90.4	89.9	78.8	78.8	78.8
存貨周轉天數	249.3	275.6	246.1	246.1	246.1
應付帳款周轉天數	35.8	34.3	28.8	28.8	28.8
現金轉換周轉天數	303.9	331.2	296.1	296.1	296.1

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>3,075</b>	<b>3,142</b>	<b>3,766</b>	<b>4,785</b>	<b>5,734</b>
營業成本	(2,130)	(2,171)	(2,375)	(2,713)	(3,034)
<b>營業毛利</b>	<b>945</b>	<b>971</b>	<b>1,390</b>	<b>2,072</b>	<b>2,700</b>
營業費用	(917)	(1,139)	(1,227)	(1,317)	(1,606)
<b>營業利益</b>	<b>28</b>	<b>(168)</b>	<b>163</b>	<b>755</b>	<b>1,094</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
利息收入	1	0	2	3	3
投資利益淨額	0	9	8	8	8
其他營業外收入	9	12	3	-	-
<b>總營業外費用</b>	<b>323</b>	<b>1,234</b>	<b>157</b>	<b>(20)</b>	<b>(21)</b>
利息費用	(29)	(28)	(19)	(20)	(21)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	351	1,262	177	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>361</b>	<b>1,088</b>	<b>333</b>	<b>746</b>	<b>1,085</b>
所得稅費用[利益]	(32)	(44)	(116)	(260)	(379)
少數股東損益	71	206	193	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>400</b>	<b>1,249</b>	<b>409</b>	<b>485</b>	<b>706</b>
<b>EBITDA</b>	<b>478</b>	<b>307</b>	<b>634</b>	<b>1,471</b>	<b>1,845</b>
每股盈餘 (NT\$)	3.78	10.92	3.40	4.03	5.87

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>475</b>	<b>311</b>	<b>643</b>	<b>772</b>	<b>1,061</b>
本期純益	400	1,249	409	485	706
折舊及攤提	450	475	471	716	750
本期運用資金變動	(116)	(193)	(46)	(421)	(388)
其他營業資產及負債變動	(259)	(1,220)	(191)	(8)	(8)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(861)</b>	<b>(589)</b>	<b>(541)</b>	<b>(522)</b>	<b>(514)</b>
投資用短期投資出售[新購]	150	(13)	(31)	-	-
本期長期投資變動	-	-	(39)	(19)	(29)
資本支出淨額	(1,008)	(509)	(438)	(474)	(456)
其他資產變動	(3)	(68)	(32)	(28)	(28)
<b>自由現金流</b>	<b>(677)</b>	<b>(417)</b>	<b>64</b>	<b>285</b>	<b>590</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>516</b>	<b>439</b>	<b>448</b>	<b>(74)</b>	<b>(87)</b>
短期借款變動	206	(81)	432		
長期借款變動	(213)	28	65	46	56
現金增資	503	532	272		
已支付普通股股息	-	-	(241)	(120)	(143)
其他融資現金流	21	(40)	(80)	-	(0)
<b>匯率影響數</b>	<b>(3)</b>	<b>(12)</b>	<b>(0)</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>127</b>	<b>149</b>	<b>550</b>	<b>177</b>	<b>460</b>

## 投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	29.8%	36.3%	32.6%	27.5%	28.0%
<b>= 營業利益率</b>	<b>0.9%</b>	<b>(5.3%)</b>	<b>4.3%</b>	<b>15.8%</b>	<b>19.1%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
+ 淨固定資產/營業收入	1.9	1.9	1.6	1.2	0.9
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>
營業利益率	0.9%	(5.3%)	4.3%	15.8%	19.1%
x 資本周轉率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
x (1 - 有效現金稅率)	91.1%	96.0%	65.1%	65.1%	65.1%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>0.3%</b>	<b>(2.1%)</b>	<b>1.4%</b>	<b>6.4%</b>	<b>9.2%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。