

美時

(1795.TW/1795 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 August 11 (NT\$)	269.0
12 個月目標價 (NT\$)	323.0
前次目標價 (NT\$)	354.0
調降 (%)	8.8
上漲空間 (%)	20.1

焦點內容

我們持續正面看待美時營收和毛利率展望，理由為 Lenalidomide 高毛利與高成長利多效應逐漸顯現，公司也持續優化產品組合。我們根據 2023 年預估每股盈餘 17 元的 19 倍，給予目標價 323 元。維持「增加持股」評等。

交易資料表

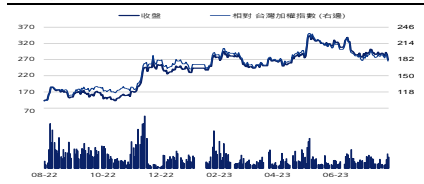
市值：(NT\$bn/US\$m)	70.61 / 2,223
流通在外股數 (百萬股)：	262.5
外資持有股數 (百萬股)：	186.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	8.55
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	143.0 – 343.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-5.1	-3.1	88.1
相對表現 (%)	-12.1	-9.6	78.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.72A	1.26A	7.97A	0.64A
2023	4.55A	4.85F	4.42F	3.36F
2024	4.72F	5.10F	5.02F	5.33F

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

Lenalidomide 稍遜預期但仍高速成長，並加速轉型

重要訊息

美時 1H23 累計合併營收為 89.66 億元，YoY~+50%，原廠 BMS Revlimid 銷售從 85 億調降至 65 億，中間的市場份額由學名藥廠瓜分，美時為與原廠達成和解的第二間廠商，從 BMS 財測交叉比對，推斷美時成長動能無虞；美時並於 2023 年 6 月 3 日與艾威群公司及美國 NRx 製藥公司宣布共同開發用於治療自殺傾向躁鬱症之治療藥品 NRX-101，並取得其全球獨家銷售權，加速由從單純學名藥廠，轉型為多元複合式藥廠。

評論及分析

Lenalidomide 優化公司毛利並帶來成長動力。美時 7 月營收 22.88 億，2023 預估 Lenalidomide 貢獻營業額 35 億，YoY +52%，低於原先預估翻倍成長，但市佔仍將近全美 3.4%，原廠 BMS 下修 Revlimid 銷售從 85 億至 65 億，中間差額為包括美時等學名藥廠所瓜分，Lenalidomide 毛利預估接近 80%，優化獲利結構，與國際藥廠共享原廠藥 Revlimid 全球 120 億美金市場，我們推估 1Q26 可達市佔將近 8.2% 的市場，戒毒癮藥就算衰退也只影響非血癌藥營收 1%，2023/2024 預估 EPS 17/20.06 元。

NRX-101 開轉型第一槍。美時與 Alvogen 引進美國 NRx 製藥開發中的躁鬱症新藥 NRX-101 全球獨家銷售權，也是未來潛在成長動能，NRX-101 如果通過會是第一個治療雙極性抑鬱的急性與亞急性自殺患者的新藥，這個藥物是由 NMDA 拮抗劑(D-cycloserine)與 5-HT2a 拮抗劑(Latuda)協同作用，並減低另一藥物引起的副作用(躁動與幻覺)而完成，Latuda 2022 銷售已達 40 億美金。

投資建議

大盤生技指數 4 月以來不斷盤跌，成交量佔整體市場由 6.5% 萎縮至 1.8%，考量大環境，以 2023 年 EPS 17 元，本益比 19 倍計算，合理股價落在 323 元。

投資風險

轉型失敗。

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)	10,729	12,649	14,633	16,790	18,799
營業毛利 (NT\$百萬)	4,597	5,640	7,806	9,802	11,088
營業利益 (NT\$百萬)	1,613	2,295	4,111	5,620	6,585
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,027	1,403	3,021	4,493	5,268
每股盈餘 (NT\$)	4.22	5.50	11.59	17.18	20.17
每股現金股利 (NT\$)	0.35	1.93	3.46	4.98	5.85
每股盈餘成長率 (%)	54.1	30.2	110.7	48.2	17.4
本益比 (x)	63.7	48.9	23.2	15.7	13.3
股價淨值比 (x)	7.5	6.4	5.1	3.8	3.0
EV/EBITDA (x)	29.1	23.5	13.1	10.0	8.3
淨負債比率 (%)	59.8	47.3	49.2	23.0	Net cash
殖利率 (%)	0.1	0.7	1.3	1.9	2.2
股東權益報酬率 (%)	12.5	14.2	24.2	27.9	25.1

資料來源：公司資料，凱基

公司整體發展、NRX-101 開發策略與其他產品線的布局

血癌用藥 Pomalidomide 2Q23 取得加拿大藥證，Pomalidomide 為 Lenalidomide 在多發性骨髓瘤的後一線用藥，也是 Celgene 的產品線，美國銷售額約為 Lenalidomide 的 1/4，美時取得藥證後會先在非專利國家銷售，也等於類似原廠 BMS 逐漸完善在腫瘤治療領域完整的產品線，符合公司把自己定位為困難腫瘤學名藥的國際藥廠。

亞洲方面美時持續採取品牌藥策略，從 eps 來看今年 1Q23 已達去年全年的 4 成，也符合我們對公司轉型成為高成長且具國際出海口的期待。

現有的 Lenalidomide 學名藥，我們再次舉出 BMS 下調 Revlimid 銷售將近 20 億美金佐證，美時為第二家與原廠達成協議的公司，市場分額不可能太低，2026 年初不超過 10%，另外此藥也無賣不出去的情形；Lenalidomide 毛利 8 成以上，預估公司 8 月應該會調高全年營收預估，而 7 月是今年最後一次出貨，1-7 月血癌藥銷售額估計約 35 億，較 2022 估計約 23 億成長 52%，而今年第 4 季未必出貨 Lenalidomide 學名藥，如果有也是估算在明年的量，但如果 4Q23 出貨營收則仍會認列在今年，我們 4Q23 沒有將這部分估算進去。

台灣投資人習慣每月追逐營收數據，以此觀察生技容易見樹不見林，美時啟動 NRX-101 屬於大方向的轉型策略，是屬於戰略性的突破，由於新藥開發成本與風險極高，美時與合作夥伴 AVOLGEN 著墨在已經執行到後段臨床試驗的案子，以 NRX-101 來說，該新藥正在執行 Phase2 臨床試驗，若 2024 Phase2 成功，並與美國 FDA 達成 Type B Meeting 共識後，美時將支付 NRX 1,000 萬美元的第一期里程碑款。待 NRX-101 獲得 FDA 核准後，NRx 將再獲得美時 500 萬美元的里程碑款，利用這種方法，大大降低 505(b)(2)新藥開發的風險，因為中間有很多規避風險的逃生口，NRX-101 是由 NMDA 拮抗劑 (D-cycloserine) 與 5-HT_{2a} 拮抗劑 (Latuda) 各自作用與協同作用 (減低另一藥物躁動與幻覺的副作用) 而完成，Latuda 2022 銷售已達 40 億美金，由於作用機轉特殊，不排除取得突破性療法，明年第四季展開三期臨床、2025 年取得數據，過去心悅 (已下市) 的 SNA11，就是類似機轉，心悅也曾有兩個精神病藥物取得突破性療法，SNA11 也是針對難治型憂鬱與自殺意念的藥物，這計畫若成功，會是血癌藥後的接棒亮點。

未來營運方向第一是收購品牌藥，主要是打開新市場，拓展新興用藥領域，毛利也高；第二、與其他公司合作開發 505b2 新藥，如 NRX 的合作模式；第三、取得新藥授權與銷售權利，例如剛拿下治肺癌的新成分新藥藥證 ZEPZELCA，就是美時第一個獲得批准的新成分新藥 (NCE) 腫瘤治療藥物；第四、授權引進生物相似藥。中長期希望新藥、學名藥占比能各半，隨著新藥占比提升，希望毛利率能逐步往上墊高。

NRX-101 機轉簡介

精神醫學治療的三波革命，第一波是 Julius Axelrod (1970 諾貝爾獎得主) 提出兒茶酚胺 (Catecholamine) 是大腦中的神經傳遞化學物質，包括腎上腺素、去甲腎上腺素，以及多巴胺，第二波是 Joseph T. Coyle 提出胺基酸如麩胺酸

(glutamate) 也是神經傳導物質，而且可能與精神病相關，第三波是 Daniel Javitt 及台灣蔡果荃教授提出的 NMDA 受器假說，NMDA 在精神醫學上可能扮演重要角色，與負性症狀有關，且為可能的治療標的。在 NMDA 活動過高的情況下，思惟以及創意產生的速率會變慢，人們往往會反復陷入思考那些少數的想法，導致負面和自毀。而相反的，當 NMDA 通道被抑制時，思惟會快速生成，而且通常不連貫，從而導致幻覺和精神病症，因此調控 NMDA 使之平衡是治療精神疾病的新策略。

NRx-101 中的 D-cycloserine 原先是通過批准作用於治療結核病抗感染的藥物，雖然它的抗感染活性基於其破壞細菌細胞壁的能力，但在高劑量 (> 500 毫克) 時，也能作為 NMDA 受體拮抗劑，而被視為抗抑鬱和抗自殺的候選藥物。通過調節 NMDA 活性，D-cycloserine 可以促進正常的思惟生成節奏。多項探索性的臨床研究證明給予 D-cycloserine 可以觸發抗抑鬱效應，並降低自殺意念。過去台灣的心悅就是利用 D-cycloserine (Neuserine) 治療難治型憂鬱症 (圖 7)。

NRx-101 中另一藥物為 Latuda，Latuda 為是一種非典型（第二代）抗精神病藥物，是一種與多巴胺 D2 受體、5-HT_{2A} 受體和 5-HT₇ 受體具高度親合力之拮抗劑，最常出現之副作用為靜坐不能、噁心及錐體外徑症狀，幸運的是，NRx-101 的 D-cycloserine 可以減少 Latuda 引起的 akathisia 等副作用，而 Latuda 能減少 NMDA 被 D-cycloserine 抑制後產生的 Psychosis 副作用，D-cycloserine 與 Latuda 各自作用在 NMDA 與 5-HT_{2A} 上，又各自能緩解另一個藥物的副作用，形成一個平衡的狀態 (圖 8)。

圖 1：2Q23 財務數字及 3Q23 財務預估

百萬元	2Q23					3Q23F				
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	4,442	3,819	16.3	(1.8)	52.6	4,460	4,875	(8.5)	0.4	(17.2)
毛利	2,606	2,323	12.1	(3.8)	88.9	2,559	2,918	(12.3)	(1.8)	(30.0)
營業利益	1,614	1,454	11.0	(3.0)	229.1	1,467	1,770	(17.1)	(9.1)	(44.5)
稅後淨利	1,266	1,163	8.8	6.0	286.3	1,156	1,416	(18.4)	(8.7)	(44.4)
每股盈餘 (元)	4.85	4.43	9.4	6.6	285.0	4.42	5.39	(18.4)	(8.7)	(44.5)
毛利率 (%)	58.7	60.8	(2.2)ppts	(1.2)ppts	11.3 ppts	57.4	59.8	(2.5)ppts	(1.3)ppts	(10.5)ppts
營業利益率 (%)	36.3	38.1	(1.8)ppts	(0.5)ppts	19.5 ppts	32.9	36.3	(3.4)ppts	(3.4)ppts	(16.1)ppts
淨利率 (%)	28.5	30.5	(2.0)ppts	2.1 ppts	17.2 ppts	25.9	29.0	(3.1)ppts	(2.6)ppts	(12.7)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

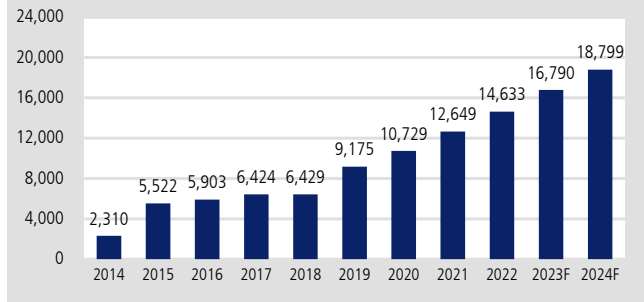
圖 2：2023 及 2024 財務預估

百萬元	2023F				2024F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	16,790	17,761	(5.5)	14.7	18,799	18,527	1.5	12.0
毛利	9,802	10,220	(4.1)	25.6	11,088	11,580	(4.2)	13.1
營業利益	5,620	6,210	(9.5)	36.7	6,585	8,262	(20.3)	17.2
稅後淨利	4,493	4,894	(8.2)	48.8	5,268	6,573	(19.9)	17.2
每股盈餘 (元)	17.18	18.64	(8.2)	48.2	20.17	25.03	(19.9)	17.4
毛利率 (%)	58.4	57.5	0.8 ppts	5.0 ppts	59.0	62.5	(3.5)ppts	0.6 ppts
營業利益率 (%)	33.5	35.0	(1.5)ppts	5.4 ppts	35.0	44.6	(9.6)ppts	1.6 ppts
淨利率 (%)	26.8	27.6	(0.8)ppts	6.1 ppts	28.0	35.5	(7.5)ppts	1.3 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：營收維持成長動能

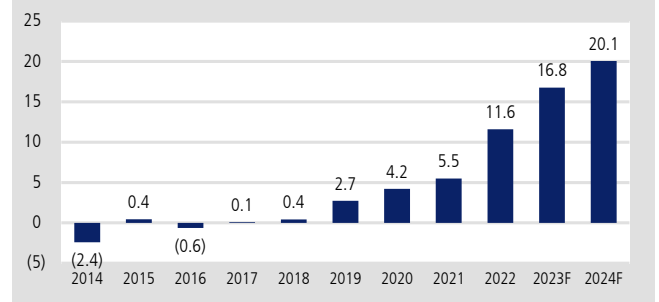
季營業收入，百萬元



資料來源：公司資料、凱基

圖 4：EPS 維持成長動能

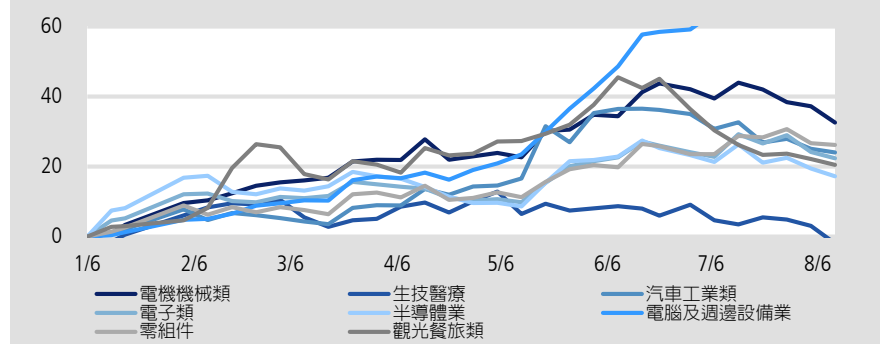
每股盈利，元



資料來源：公司資料、凱基

圖 5：各族群今年以來走勢，生技指數 5 月開始疲弱不振

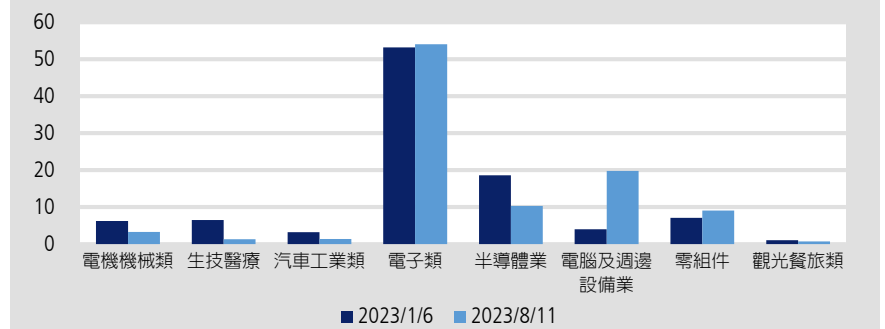
漲幅，百分比



資料來源：凱基

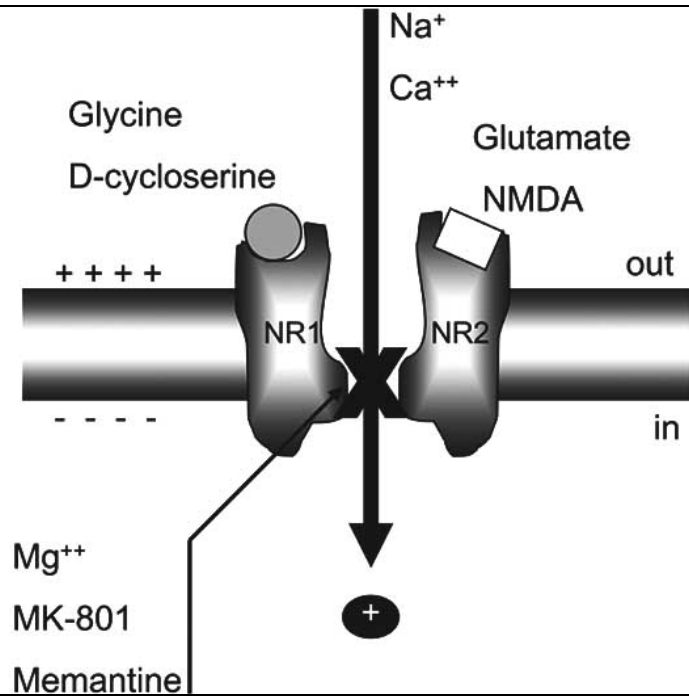
圖 6：生技族群成交量不斷萎縮

占比，百分比



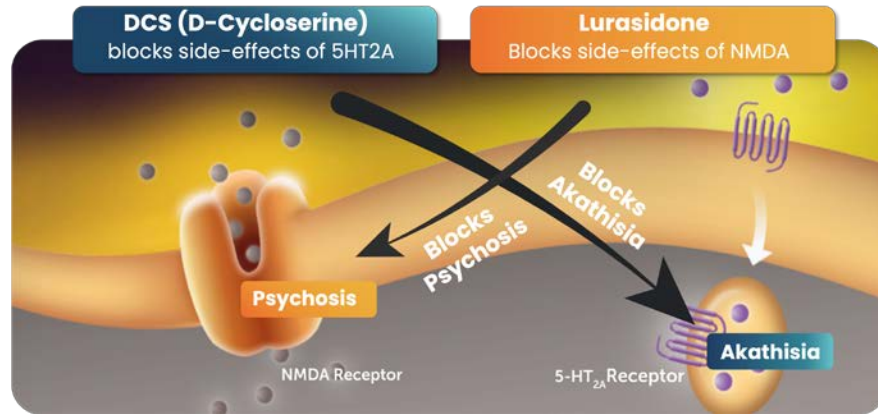
資料來源：凱基

圖 7：NRx 的 D-cycloserine，機轉類似心悅生醫的 Neuserine，為 NR1 partial agonist 的角色，溫和抑制 NMDR



資料來源：December 2008Recent Patents on CNS Drug Discovery 3(3):166-78

圖 8：NRx 的 D-cycloserine 與 Latuda，各自為 NMDR 與 5-HT_{2A} 拮抗劑，卻又同時緩解另一個藥物因為拮抗其受器而產生的副作用



資料來源：NRx 官網

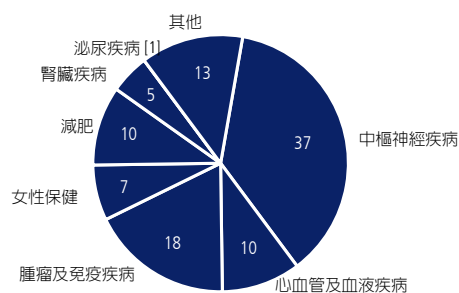
圖 9: 公司簡介

美時成立於 1966 年，為台灣知名的學名藥廠，專注於特殊學名藥 (PIV) 與困難學名藥 (PIII) 的開發，以第一上市(first market)為目標。2014-2017 年經歷與 Alvogen 磨合以及產品線整理，美時現有美國 9 張、歐洲 27 張、日本 10 張、中國 1 張藥證。產品主要分為六大項：中樞神經疾病、心血管疾病、癌症、女性保健、減肥及腎臟疾病，分別占 2020 營收 37%、10%、18%、7%、10%及 5%。美時 2020 年已推出 3 項產品上市，包含 lenalidomide 在 2020 年 9 月 25 日獲得暫定審查核可。

資料來源：凱基

圖 10: 2021 年營收比重

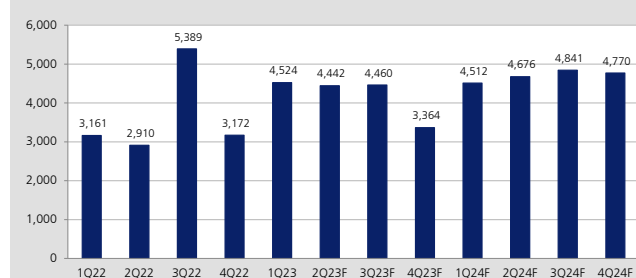
營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 季營業收入

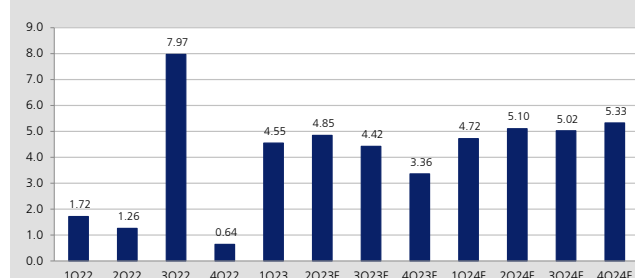
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12: 每股盈利

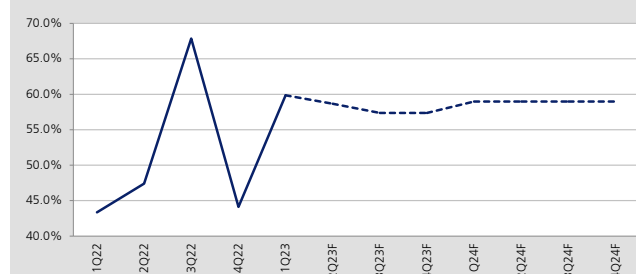
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13: 毛利率

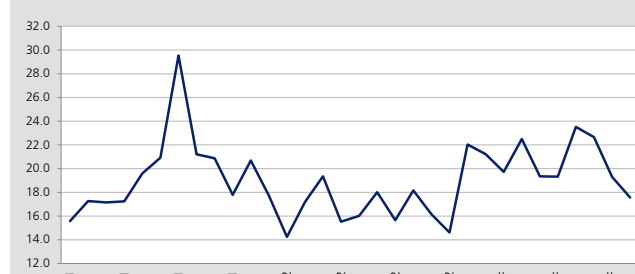
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 本益比

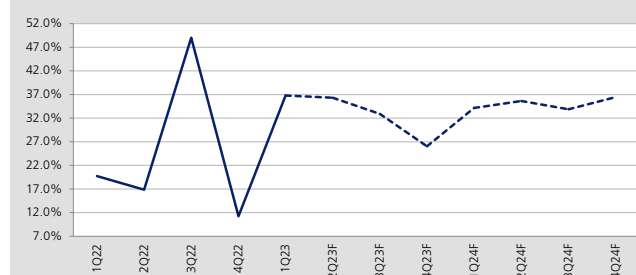
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 15: 營業利潤率

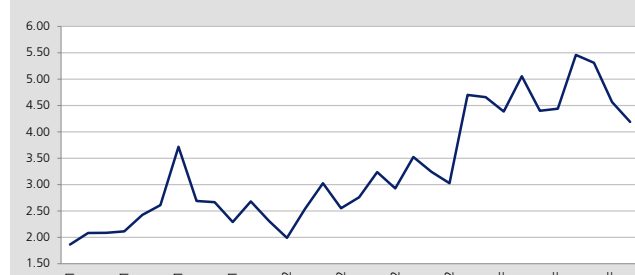
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 16: 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-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	4,524	4,442	4,460	3,364	4,512	4,676	4,841	4,770	14,633	16,790	18,799
營業成本	(1,816)	(1,836)	(1,901)	(1,434)	(1,851)	(1,918)	(1,986)	(1,957)	(6,827)	(6,988)	(7,711)
營業毛利	2,707	2,606	2,559	1,930	2,661	2,758	2,855	2,814	7,806	9,802	11,088
營業費用	(1,044)	(992)	(1,092)	(1,054)	(1,120)	(1,093)	(1,216)	(1,075)	(3,695)	(4,182)	(4,504)
營業利益	1,664	1,614	1,467	876	1,541	1,666	1,639	1,739	4,111	5,620	6,585
折舊	(70)	(66)	(66)	(62)	(77)	(77)	(77)	(77)	(256)	(264)	(310)
攤提	(231)	(191)	(191)	(152)	(180)	(180)	(180)	(180)	(681)	(765)	(721)
EBITDA	1,964	1,871	1,724	1,090	1,799	1,923	1,897	1,996	5,048	6,649	7,616
利息收入	-	5	1	(1)	-	-	-	-	-	5	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	4	1	(1)	-	-	-	-	-	4	-
總營業外收入	-	8	2	(2)	-	-	-	-	-	8	-
利息費用	-	(135)	(34)	34	-	-	-	-	-	(135)	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	37	9	(9)	-	-	-	-	-	37	-
總營業外費用	-	(98)	(25)	25	-	-	-	-	-	(98)	-
稅前純益	1,664	1,524	1,445	898	1,541	1,666	1,639	1,739	4,111	5,531	6,585
所得稅費用[利益]	(311)	(258)	(289)	(180)	(308)	(333)	(328)	(348)	(919)	(1,037)	(1,317)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	1,353	1,266	1,156	719	1,233	1,332	1,312	1,391	3,192	4,493	5,268
非常項目	(159)	(0)	(0)	159	(0)	(0)	(0)	(0)	(171)	(0)	(0)
稅後淨利	1,194	1,266	1,156	878	1,233	1,332	1,312	1,391	3,021	4,493	5,268
每股盈餘 (NT\$)	4.55	4.85	4.42	3.36	4.72	5.10	5.02	5.33	11.59	17.18	20.17
獲利率 (%)											
營業毛利率	59.8	58.7	57.4	57.4	59.0	59.0	59.0	59.0	53.3	58.4	59.0
營業利益率	36.8	36.3	32.9	26.0	34.2	35.6	33.9	36.4	28.1	33.5	35.0
EBITDA Margin	43.4	42.1	38.7	32.4	39.9	41.1	39.2	41.9	34.5	39.6	40.5
稅前純益率	36.8	34.3	32.4	26.7	34.2	35.6	33.9	36.4	28.1	32.9	35.0
稅後純益率	26.4	28.5	25.9	26.1	27.3	28.5	27.1	29.2	20.6	26.8	28.0
季成長率 (%)											
營業收入	42.6	(1.8)	0.4	(24.6)	34.1	3.6	3.5	(1.5)			
營業毛利	93.5	(3.8)	(1.8)	(24.6)	37.9	3.6	3.5	(1.5)			
營業收益增長	366.9	(3.0)	(9.1)	(40.3)	75.9	8.1	(1.6)	6.1			
EBITDA	225.3	(4.8)	(7.8)	(36.8)	65.1	6.9	(1.4)	5.2			
稅前純益	366.9	(8.4)	(5.2)	(37.8)	71.5	8.1	(1.6)	6.1			
稅後純益	612.3	6.0	(8.7)	(24.0)	40.4	8.1	(1.6)	6.1			
年成長率 (%)											
營業收入	43.1	52.6	(17.2)	6.1	(0.3)	5.3	8.5	41.8	15.7	14.7	12.0
營業毛利	97.5	88.9	(30.0)	38.0	(1.7)	5.9	11.6	45.8	38.4	25.6	13.1
營業收益	166.9	229.1	(44.5)	145.8	(7.4)	3.2	11.8	98.5	79.1	36.7	17.2
EBITDA	136.0	156.1	(40.2)	80.4	(8.4)	2.8	10.0	83.2	65.2	31.7	14.5
稅前純益	182.7	257.1	(45.3)	152.1	(7.4)	9.3	13.5	93.6	119.8	34.5	19.1
稅後純益	167.6	286.3	(44.4)	423.8	3.3	5.3	13.5	58.4	115.3	48.8	17.2

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
資產總額	19,753	21,222	29,526	32,765	40,494
流動資產	6,783	8,333	10,661	14,370	22,572
現金及短期投資	1,489	1,605	1,983	5,630	12,953
存貨	2,330	3,155	3,589	3,673	4,042
應收帳款及票據	2,626	3,184	4,392	4,370	4,880
其他流動資產	338	389	697	697	697
非流動資產	12,971	12,889	18,865	18,394	17,922
長期投資	413	302	2,158	2,141	2,124
固定資產	2,193	2,542	3,047	3,357	3,624
什項資產	10,365	10,045	13,660	12,895	12,174
負債總額	11,008	10,153	15,658	14,403	16,865
流動負債	4,883	4,326	5,893	6,269	6,002
應付帳款及票據	1,732	748	1,403	1,436	1,580
短期借款	1,769	2,170	216	2,896	2,403
什項負債	1,382	1,409	4,274	1,936	2,019
長期負債	6,125	5,827	9,765	8,134	10,863
長期借款	4,948	4,667	8,596	6,966	9,694
其他負債及準備	1,177	1,160	1,169	1,169	1,169
股東權益總額	8,745	11,069	13,868	18,361	23,629
普通股股本	2,454	2,628	2,626	2,626	2,626
保留盈餘	354	1,550	-	4,493	9,761
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	16.9%	17.9%	15.7%	14.7%	12.0%
營業收益增長	44.9%	42.3%	79.1%	36.7%	17.2%
EBITDA	36.6%	31.5%	65.2%	31.7%	14.5%
稅後純益	54.9%	36.7%	115.3%	48.8%	17.2%
每股盈餘成長率	54.1%	30.2%	110.7%	48.2%	17.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	42.8%	44.6%	53.3%	58.4%	59.0%
營業利益率	15.0%	18.1%	28.1%	33.5%	35.0%
EBITDA Margin	21.6%	24.2%	34.5%	39.6%	40.5%
稅後純益率	9.6%	11.1%	20.6%	26.8%	28.0%
平均資產報酬率	5.5%	6.8%	11.9%	14.4%	14.4%
股東權益報酬率	12.5%	14.2%	24.2%	27.9%	25.1%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	76.8%	61.8%	63.5%	53.7%	51.2%
淨負債比率	59.8%	47.3%	49.2%	23.0%	Net cash
利息保障倍數 (x)	4.9	7.3		41.9	
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.4	1.0	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	5.8	0.4		23.4	
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.9	0.0	17.2	1.0	2.4
流動比率 (x)	1.4	1.9	1.8	2.3	3.8
速動比率 (x)	0.9	1.2	1.2	1.7	3.1
淨負債 (NT\$百萬)	5,228	5,231	6,829	4,231	(857)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.22	5.50	11.59	17.18	20.17
每股現金盈餘 (NT\$)	8.02	0.47	14.27	12.13	21.69
每股淨值 (NT\$)	35.64	42.12	52.81	69.92	89.98
調整後每股淨值 (NT\$)	35.97	43.38	53.21	70.20	90.46
每股營收 (NT\$)	44.13	49.57	56.14	64.19	71.97
EBITDA/Share (NT\$)	9.55	11.97	19.37	25.42	29.16
每股現金股利 (NT\$)	0.35	1.93	3.46	4.98	5.85
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.57	0.62	0.58	0.54	0.51
應收帳款周轉天數	89.6	91.9	109.6	95.0	95.0
存貨周轉天數	139.0	164.3	191.9	191.9	191.9
應付帳款周轉天數	103.4	38.9	75.0	75.0	75.0
現金轉換周轉天數	125.3	217.3	226.4	211.9	211.9

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
營業收入	10,729	12,649	14,633	16,790	18,799
營業成本	(6,132)	(7,009)	(6,827)	(6,988)	(7,711)
營業毛利	4,597	5,640	7,806	9,802	11,088
營業費用	(2,984)	(3,345)	(3,695)	(4,182)	(4,504)
營業利益	1,613	2,295	4,111	5,620	6,585
總營業外收入	78	44	-	8	-
利息收入	4	5	-	5	-
投資利益淨額	4	9	-	-	-
其他營業外收入	71	30	-	4	-
總營業外費用	(386)	(469)	-	(98)	-
利息費用	(334)	(297)	-	(135)	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(53)	(172)	-	37	-
稅前純益	1,304	1,870	4,111	5,531	6,585
所得稅費用[利益]	(275)	(467)	(919)	(1,037)	(1,317)
少數股東損益	(3)	-	-	-	-
非常項目	-	0	(171)	(0)	(0)
稅後淨利	1,027	1,403	3,021	4,493	5,268
EBITDA	2,322	3,055	5,048	6,649	7,616
每股盈餘 (NT\$)	4.22	5.50	11.59	17.18	20.17

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	1,949	120	3,719	3,172	5,664
本期純益	1,027	1,403	3,021	4,493	5,268
折舊及攤提	710	759	937	1,029	1,031
本期運用資金變動	(549)	(2,367)	(987)	(2,367)	(651)
其他營業資產及負債變動	761	324	748	17	17
投資活動之現金流量	(1,125)	(1,577)	(4,656)	(575)	(576)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	(1,583)	-	-
本期長期投資變動	(414)	(573)	(577)	(575)	(576)
資本支出淨額	(711)	(1,004)	(2,496)	0	0
其他資產變動	(554)	(978)	1,884	1,888	4,350
融資活動之現金流量	(545)	1,663	1,262	1,050	2,235
短期借款變動	(50)	965	(1,219)	(125)	50
長期借款變動	(407)	(845)	3,194	1,175	2,185
現金增資	-	1,414	-	-	-
已支付普通股股息	-	(92)	(506)	-	-
其他融資現金流	(88)	279	(208)	-	-
匯率影響數	(66)	(90)	53	-	-
本期產生現金流量	212	116	378	3,647	7,323
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	42.8%	44.6%	53.3%	58.4%	59.0%
- 銷售費用/營業收入	27.8%	26.4%	25.3%	24.9%	24.0%
= 營業利益率	15.0%	18.1%	28.1%	33.5%	35.0%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入	1.0	0.8	0.9	0.8	0.6
= 資本周轉率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
營業利益率	15.0%	18.1%	28.1%	33.5%	35.0%
x 資本周轉率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
x (1 - 有效現金稅率)	78.9%	75.0%	77.6%	81.2%	80.0%
= 稅後 ROIC	8.6%	10.0%	16.2%	21.1%	24.1%

資料來源：公司資料，凱基

美時 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-05-16	增加持股	354.0	280.5
2023-03-14	增加持股	351.0	248.0
2022-11-21	增加持股	353.0	192.0
2022-03-23	增加持股	178.0	112.0
2022-03-17	增加持股	163.0	108.5
2021-11-12	增加持股	163.0	92.0
2021-08-17	增加持股	140.0	113.5
2021-05-14	增加持股	145.0	75.1
2021-04-19	增加持股	104.0	83.7
2021-03-30	增加持股	104.0	76.5

資料來源：TEJ，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	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。
未評等 (R)	
*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。