

## 1795.TT 美時

## 4Q23 營收轉淡，調整目標價並維持買進

## 公司簡介

美時創立於 1966 年，主要從事學名藥之製造及銷售，目前美時由 Alvogen Taiwan、Alvogen Korea Holdings Ltd.、Alvogen Pharma India Pvt Ltd.三個子公司組成。

## 投資評等/目標價

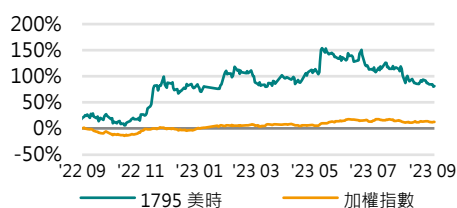
買進

327

【前次投資建議】買進，373

【大盤指數/股價】16582 / 242.5

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	262
市值(百萬元)	63,649
3M 平均日成交值(百萬元)	2,598
外資持股率(%)	30.56
投信持股率(%)	0.20
董監持股率(%)	41.50

## 重點財報解析

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	14,633	16,784	18,854
營業利益	4,111	5,569	6,260
母公司本期淨利	3,021	4,196	4,750
EPS(元)	11.59	16.11	18.19
每股現金股利(元)	4.06	5.64	6.37
每股淨值(元)	51.94	64.05	76.73
本益比(x)	20.92	15.06	13.33
本淨比(x)	4.67	3.79	3.16
殖利率(%)	1.67	2.32	2.63

## 環境、社會與治理(ESG)



## 重點摘要

➢ 2023/07 營收符合預期，佔全年營收 167.84 億元，EPS 16.11 元

美時 2023/08 營收 11.85 億元，YoY+18.86%，MoM-48.21%，3Q23 達成率 74.9%，符合投研部預期，月減主因 7 月份血癌藥拉貨墊高營收基期所致，由於 4Q23 尚未確定是否會出貨，因此投研部暫估 4Q23 營收將呈季減年增態勢，並估計美時全年營收將達 167.84 億元，YoY+14.7%，EPS 16.11 元，YoY+38.9%。

➢ 營運雙軌並進，積極轉型並開拓市場，營收獲利穩健成長

美時近年調整營運模式如下：

- 1) 併購及取得品牌藥授權：透過收購品牌藥以及取得新藥授權與銷售權利，進而強化專長領域以及打通藥局通路。
- 2) 著墨困難學名藥及 505(b)(2)新藥研發：美時已於 2023/08 公告與合作夥伴日本富士製藥 (Fuji Pharma) 共同合作開發之 Lenalidomide 學名藥 2.5mg 及 5mg 劑量獲得日本上市許可，依據 IQVIA 調查顯示 Revlimid 2022 年於日本共計銷售 2.82 億美元，且 1H23 尚未有競爭者上市，投研部預估 Lenalidomide 有望將於 1H24 營收貢獻將初具規模；在保有困難學名藥研發的同時，尋找潛力藥物廠商合作開發 505(b)(2)新藥，例如取得美國 NRX 難治型躁鬱症新藥 NRX-101 的共同開發及全球獨家銷售權，投研部認為，NRX-101 有望成為美時下一個重磅產品。

➢ 戒毒癮藥競爭影響估於 2H23 開始顯現，調整目標價並維持買進

投研部仍正向看待美時 2023~2025 年營運成長動能，主要考量：1)至 2025 年，Lenalidomide 可逐年提升市場份額；2)亞洲市場成長動能佳，其中東南亞市場將逐漸成為重要營收貢獻來源；3)持續併購具高鑑別度且高價值產品，並取得具市場利基之新藥產品，整體展望正向。然而，考量血癌藥 4Q23 恐受出貨排程影響預計僅少量出貨，致使 4Q23 營收將呈季減態勢，另受戒毒癮藥新競爭者進入市場影響，預估此藥物營收貢獻將出現衰退，投研部認為影響將於 2H23 開始顯現，因此，我們調整 2024 年預估營收至 188.54 億元，YoY+12.3%，毛利率 57.23%，EPS 18.19 元，YoY+13.2%。評價部分，考量 4Q23 進入營收淡季，將本益比從前次 20X 下修至 18X 進行評價，並調整目標價至 327 元(2024F EPS \* 18X)，維持買進投資建議。

表 1：美時 2023 年財報調整表

	調整後 (百萬元)	成長 (YoY%)	調整前 (百萬元)	差異 (%)
營業收入	16,784	14.70%	16,752	0.19%
營業毛利	9,651	23.63%	9,752	-1.04%
營業利益	5,569	35.45%	5,658	-1.57%
稅後淨利	4,196	38.92%	4,152	-1.06%
稅後 EPS (元)	16.11		15.94	
Margin (%)				
營業毛利率	57.50%		58.21%	
營業利益率	33.18%		33.77%	
稅後淨利率	25.00%		24.79%	

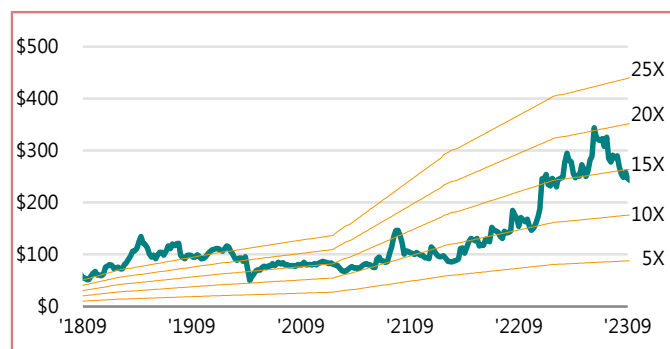
資料來源：國票投顧預估

表 2：美時 2024 年財報調整表

	調整後 (百萬元)	成長 (YoY%)	調整前 (百萬元)	差異 (%)
營業收入	18,854	12.34%	19,567	-3.78%
營業毛利	10,789	17.79%	11,355	-5.25%
營業利益	6,260	12.41%	6,476	-3.45%
稅後淨利	4,750	13.19%	4,866	-2.44%
稅後 EPS (元)	18.19		18.65	
Margin (%)				
營業毛利率	57.23%		58.03%	
營業利益率	33.20%		33.10%	
稅後淨利率	25.19%		24.87%	

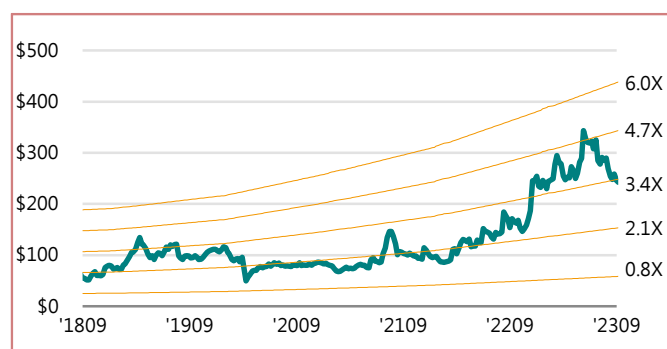
資料來源：國票投顧預估

美時未來 12 個月 P/E 區間



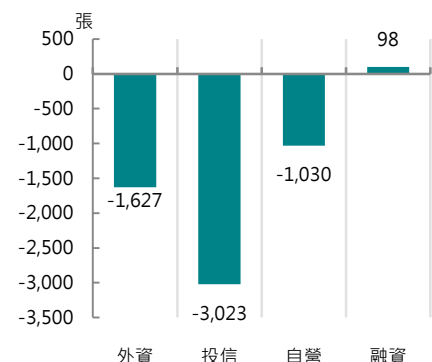
資料來源：國票投顧

美時未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
香港商	41.52
大通 Innobic	6.67
中信富士製藥	1.87
游作昌	0.76
匯豐託管首要	0.59
廖素雲	0.58
花旗瑞銀歐洲	0.51
摩根梵市場股	0.47
大通先進星光	0.44
凱基證券(股)	0.41

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
香港商 Alvog(股)Arni Hardars	董事	41.52
香港商 Alvog(股)Krisana Wini	董事	41.52
香港商 Alvog(股)Oranee Tangp	董事	41.52
香港商 Alvog(股)PETAR ANTONO	董事/總經理	41.52
香港商 Alvog(股)Phannalin Ma	董事	41.52
香港商 Alvog(股)Thor Kristja	董事	41.52
香港商 Alvog(股)Vilhelm Robe	董事長	41.52
香港商 Alvog(股)Yves Hermes	董事	41.52
Hjorleifur P	獨立董事	0
Karl Alexius TigKarl	獨立董事	0

資料來源：TEJ

1795 美時 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2023Q3

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
6	7	5	未發布或未申報交易所

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
生技醫療	127	26	否	

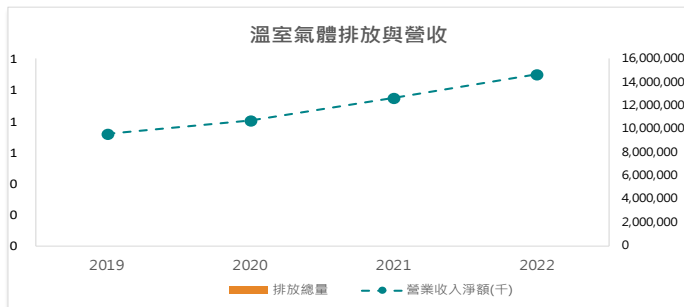
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2022	未揭露	-	-
2021	未揭露	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-

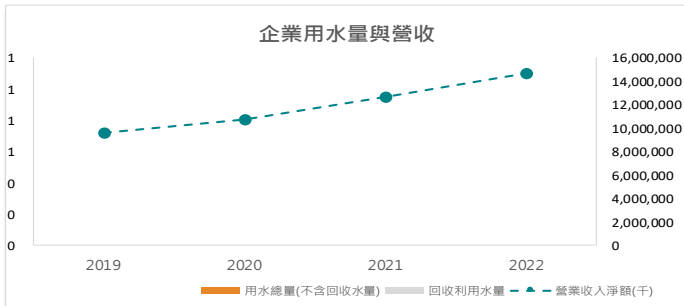
\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

\*範疇二：組織所購買或取得之電力、用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2022	未揭露	-	-
2021	未揭露	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

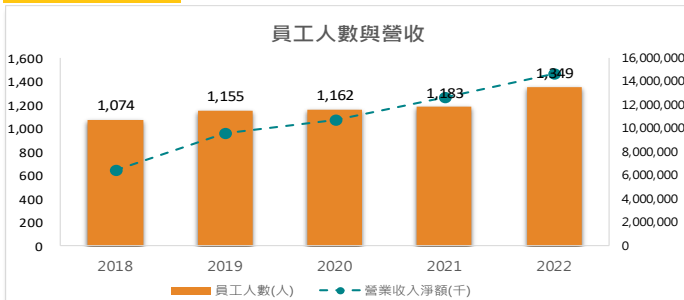
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

\*排水量：排放的汙水總量

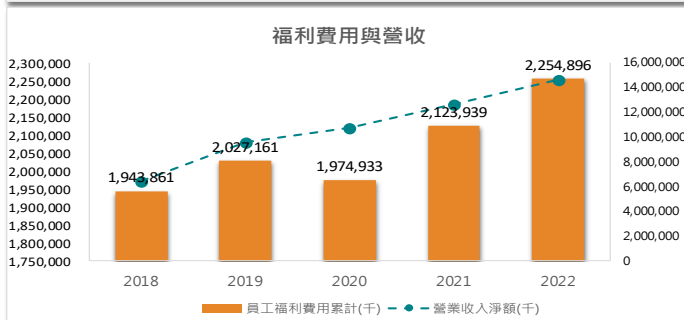
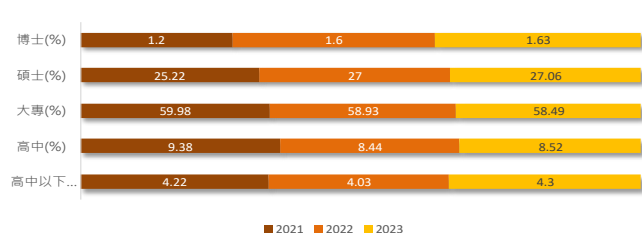
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	51%至65%	C+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	36%至50%	B	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；  
36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



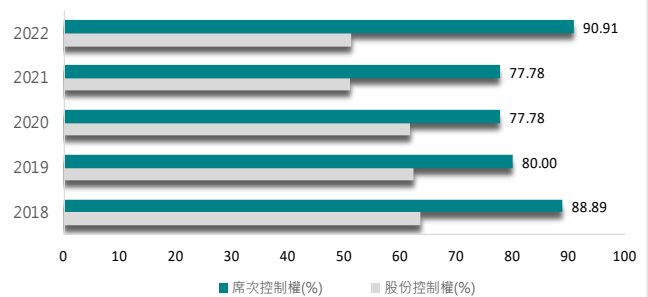
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2023/2/17

違反法條：  
勞動基準法第24條第2項

違反內容：  
延長工作時間未依規定加給工資

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。  
企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	4,524	4,442	4,588	3,230	4,832	4,938	5,323	3,761	14,633	16,784	18,854
營業毛利	2,707	2,606	2,756	1,581	2,844	2,909	3,153	1,883	7,806	9,651	10,789
營業費用	1,044	992	1,023	1,024	1,100	1,112	1,175	1,143	3,695	4,082	4,529
營業利益	1,664	1,614	1,733	557	1,744	1,798	1,979	740	4,111	5,569	6,260
稅前淨利	1,505	1,524	1,673	497	1,674	1,728	1,909	665	3,940	5,199	5,975
本期淨利(NI)	1,194	1,266	1,339	398	1,331	1,373	1,517	529	3,021	4,196	4,750
淨利歸屬於_母公司業主	1,194	1,266	1,339	398	1,331	1,373	1,517	529	3,021	4,196	4,750
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	4.58	4.85	5.13	1.52	5.10	5.26	5.81	2.02	11.59	16.11	18.19
QoQ(%)											
營收淨額	42.64	(1.81)	3.29	(29.60)	49.60	2.19	7.80	(29.34)			
銷貨毛利	93.51	(3.76)	5.79	(42.63)	79.82	2.32	8.38	(40.29)			
營業利益	366.93	(3.03)	7.43	(67.84)	212.79	3.09	10.07	(62.60)			
稅後純益_母公司淨利	612.34	6.02	5.75	(70.27)	234.34	3.22	10.47	(65.16)			
YoY(%)											
營收淨額	43.10	52.62	(14.87)	1.84	6.81	11.17	16.02	16.44	15.68	14.70	12.34
銷貨毛利	97.53	88.91	(24.62)	13.03	5.03	11.66	14.40	19.06	38.40	23.63	11.79
營業利益	166.85	229.14	(34.37)	56.45	4.80	11.41	14.15	32.72	76.32	35.45	12.41
稅後純益_母公司淨利	167.63	286.31	(35.62)	137.46	11.45	8.50	13.35	32.82	115.25	38.92	13.19
各項比率											
營業毛利率	59.85	58.66	60.08	48.96	58.85	58.92	59.24	50.06	53.35	57.50	57.23
營業利益率	36.78	36.33	37.78	17.26	36.09	36.40	37.17	19.67	28.10	33.18	33.20
稅前淨利率	33.26	34.31	36.47	15.40	34.64	34.99	35.86	17.68	26.93	30.98	31.69
稅後淨利率	26.39	28.50	29.18	12.32	27.54	27.81	28.51	14.06	20.64	25.00	25.19

資料來源：TEJ、國票投顧

## 財務狀況表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	2,978	6,020	10,376
流動金融資產	0	0	0
應收款項	4,936	3,760	5,643
存貨	2,968	3,676	2,724
其他流動資產	405	312	322
流動資產	11,384	13,848	19,153
非流動金融資產	302	302	302
採用權益法之投資	(0)	(0)	(0)
不動產、廠房與設備	2,718	2,903	3,080
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	17,796	17,664	17,690
資產總計	23,642	26,160	31,668
短期借款	1,981	2,776	3,571
流動金融負債	0	0	0
應付款項	2,400	1,468	2,972
其他流動負債	952	585	585
流動負債	5,333	4,829	7,128
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	4,417	4,962	5,507
其他非流動負債	359	(320)	(958)
負債總計	10,109	9,471	11,677
股本	2,568	2,568	2,568
資本公積	8,039	8,039	8,039
保留盈餘	4,226	7,380	10,683
其他權益	(1,241)	(1,241)	(1,241)
庫藏股	58	58	58
非控制權益	0	0	0
股東權益	13,534	16,688	19,991

資料來源：TEJ、國票投顧

## 現金流量表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	3,940	5,199	5,975
折舊攤提	264	290	319
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(4)	(16)	(3)
收取之股利	10	0	0
營運資金增減	(429)	(326)	573
支付之利息	(350)	(481)	(176)
支付之所得稅	(919)	(1,003)	(1,225)
其他	105	106	106
來自營運之現金流量	3,136	4,289	6,090
資本支出	(440)	(475)	(496)
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	(1,062)	(935)	(1,002)
來自投資之現金流量	(1,502)	(1,410)	(1,498)
自由現金流量	1,634	2,879	4,592
借款增(減)	356	1,340	1,340
股利發放	(496)	(1,042)	(1,448)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	(102)	(115)	(109)
來自融資之現金流量	(242)	183	(216)
匯率調整	(20)	(20)	(20)
本期產生之現金流量	1,373	3,041	4,356
期末現金及約當現金	2,978	6,020	10,376

資料來源：TEJ、國票投顧

## 美時歷史投資建議走勢



## 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	61

## 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

## 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

## 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。