

保瑞 (6472 TT) Bora

複製成功併購模式，CDMO、全球銷售業務大放異彩

買進 (初次報告)

目標價 (12個月)：NT\$875.0

收盤價 (2024/01/31)：NT\$673.0

隱含漲幅：30.0%

營收組成 (3Q23)

全球銷售業務 58% · CDMO 42%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	875.0	--
2023年營收 (NT\$/十億)	14.2	--
2023年EPS	30.8	--

交易資料表

市值	NT\$68,110百萬元
外資持股比率	10.9%
董監持股比率	28.7%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$97.33
負債比	64.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	10,494	14,195	16,501	22,024
營業利益	1,922	5,356	5,256	6,122
稅後純益	1,392	3,103	2,771	4,431
EPS (元)	18.52	30.82	27.31	43.66
EPS YoY (%)	67.7	66.4	-11.4	59.9
本益比 (倍)	36.3	21.8	24.7	15.4
股價淨值比 (倍)	11.3	8.1	6.9	5.2
ROE (%)	33.8	37.1	28.1	33.6
現金殖利率 (%)	1.2%	1.8%	1.6%	2.6%
現金股利 (元)	8.00	12.33	10.92	17.46

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

- 保瑞於 2013-2022 年併購多間廠房及公司，帶動營業自 2012 年的 4,600 萬元成長至 2023 年的 142 億元，營收成長幅度逾百倍。
- 2024 年將併購 Upsher-Smith，對於全球藥品銷售、CDMO 有綜效。
- 2025 年不再認列分潤支出、併購效益顯現，預估獲利將年增 60%。初次納入研究範圍，給予買進評等、目標價 875 元 (20x 2025F EPS)。

複製成功併購模式，十年營收成長逾百倍

保瑞於 2013-2020 年完成台南廠、竹南益邦廠及加拿大廠的併購，除了承接原廠代工訂單，也掌握更多劑型及各國藥監局查核的廠房，有利接洽 CDMO 訂單，帶動保瑞合併營業自 2012 年的 4,600 萬元成長 105 倍至 2021 年的 49 億元。2022 年併購伊甸生醫在台灣的 CDMO 事業及資產，切入大分子藥品生產代工業務，當年也併購安成藥，切入全球銷售業務，帶動保瑞合併營收進一步成長至 2023 年的 142 億元，YoY+35%。

2024 年將併購美國百年藥廠 Upsher-Smith

保瑞將以總價不超過 2.1 億美元，收購總部位於美國明尼蘇達州之百年製藥公司 Upsher-Smith，該公司擁有 48 項上市量產藥品，旗下位於明尼蘇達州之 Maple Grove 工廠，可生產之藥品劑型包含口服固體、粉體、液體，並設有包裝產線及倉儲物流。本併購案要經過公平會審查，預期 2H24 可併入保瑞合併報表，就現有業務而言，未來一年可為保瑞帶來營收 75 億元、EPS 5.9 元。保瑞將利用其在美國 35 億劑口服藥年產能來拓展 CDMO 業務，此收購案也充實全球銷售業務的產品線，美國銷售業務將整合通路、物流。

CDMO、全球銷售業務持續推出新產品為成長動能

收購的美國品牌藥於 4Q23 開始貢獻營收，安成藥 4 項眼藥學名藥有望在 2H24 取證，CDMO 營收在新產品推出下可望成長雙位數，2H24 亦有望開始認列 Upsher-Smith 營收，預估 2024/2025 年保瑞營收將年增 16%/34%。獲利方面，由於高毛利率胃食道逆流學名藥營收下滑，預估 2024 年保瑞 EPS 將年減 11%至 27.31 元。但 2025 年業外將不再認列給安成藥原股東的分潤支出，加上併購 Upsher-Smith 效益顯現，預估 2025 年 EPS 將年增 60%至 43.66 元。考量 Upsher-Smith 併購案對於保瑞全球藥品銷售、CDMO 皆有正面綜效，並使營運成長動能更多元，給予買進評等，目標價 875 元，係基於 20 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 推得。

複製成功併購模式，拓展全球 CDMO 代工及銷售業務，十年營收成長逾百倍

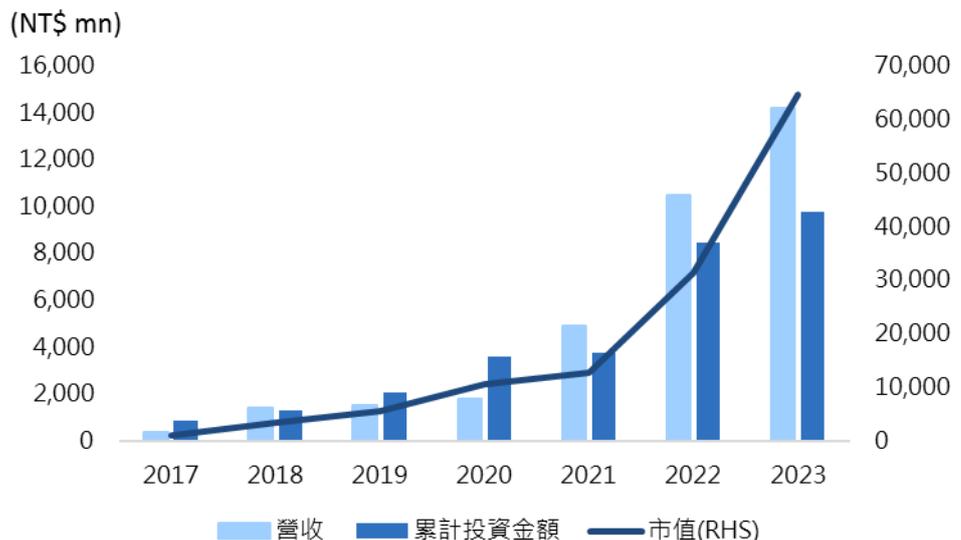
保瑞藥業成立於 2007 年，以藥品代理銷售起家，2013 年起持續透過垂直與水平整合，從經銷代理到研發製造，目前已成為全面 CDMO 國際藥廠，公司製造的藥品成功銷售至全球 100 多個市場。2013 年保瑞併購日本衛采旗下台南官田廠，該廠係通過 PIC/S GMP 認證的專業藥品生產製造工廠，自此保瑞正式切入藥品代工生產業務，並取得衛采在台灣及 15 國以上外銷的藥品代工訂單。憑藉原廠藥、學名藥代理銷售經驗及 PIC/S GMP 認證藥品生產能力，公司於 2014 年正式啟用研發中心，積極發展新劑型新藥。2014 年保瑞收購聯邦化學製藥 100% 股權，藉此取得 185 張藥證及銷售通路，並以聯邦化學製藥的產品拉升官田廠的產能，持續耕耘台灣藥品經銷及藥品代工業務。

2017 年保瑞掛牌上櫃，當年正好美國上市公司 Impax 宣布與 Amneal 合併成一家新的上市公司(成為美國第五大學名藥廠)，保瑞即在 2018 年 2 月以 1,850 萬美元(約新台幣 5.5 億元)收購 Impax 持有之益邦製藥 100% 股權及其在竹南科學園區的廠房設備，目前竹南廠代工客戶包括 Amneal、Celltrion、Vitruvias 等客戶。Impax 的帕金森氏症品牌藥 Rytary 在台灣生產，外銷全球市場，保瑞承接 Rytary 的代工生產業務，並獨家拿下中國、日本、韓國等 11 個亞洲國家代理銷售權。保瑞竹南廠已通過美國 FDA、英國 MHRA 及台灣 TFDA 查廠，年產能達 20 億顆錠劑及膠囊，而且是全台唯一全廠產品外銷美國市場的專業製藥公司，Impax 竹南廠的收購，讓保瑞業務正式跨到美國市場，也躍升為台灣產能前五大的口服製劑廠。

2020 年 3 月保瑞以新台幣 8.3 億元取得英國上市公司葛蘭素史克(GSK)加拿大藥品生產工廠，並簽訂五年藥品代工合約，自此保瑞成為 GSK 前五大供應商之一，並在北美有實際的工廠。加拿大廠主要生產的藥品包含口服固體劑型、液體劑型及外用半固體劑型等多達 50 項產品，該廠所生產產品可直接出口銷往全球 88 個國家，全球第一大藥品市場美國，約佔加拿大廠內生產的 7 成。

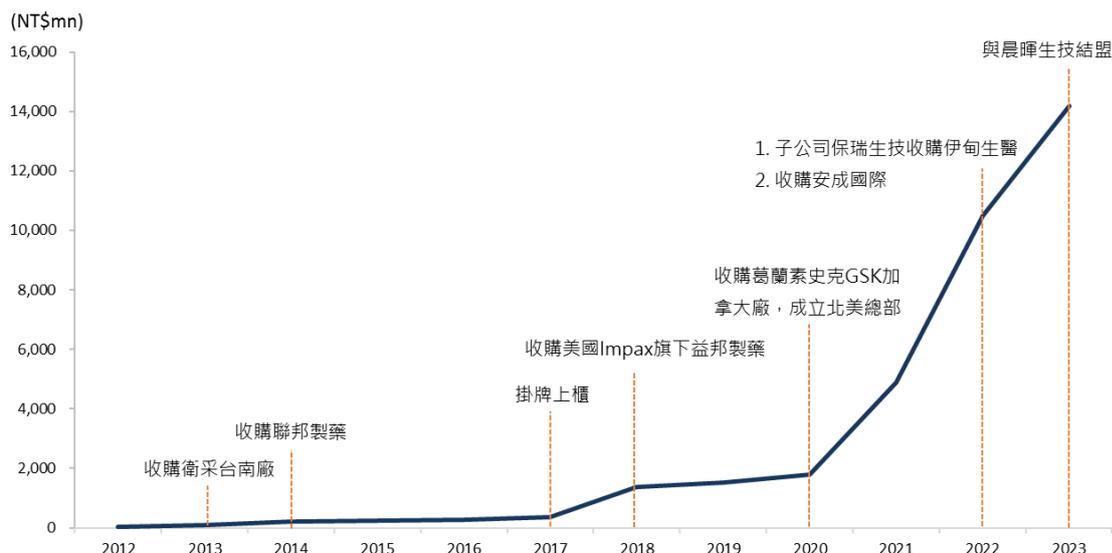
保瑞於 2013-2020 年完成台南廠、竹南益邦廠及加拿大廠的併購，除了承接原廠代工訂單，也掌握更多劑型及各國藥監局查核的廠房，有利接洽 CDMO 訂單，帶動保瑞合併營收自 2012 年的 4,600 萬元成長 105 倍至 2021 年的 49 億元。2022 年併購伊甸生醫在台灣的 CDMO 事業及資產，切入大分子藥品生產代工業務，當年也併購安成藥，切入全球銷售業務，帶動保瑞合併營收進一步成長至 2023 年的 142 億元，YoY+35%。

圖 1：保瑞自掛牌以來積極投資併購，帶動營收及市值逐年成長



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 2：保瑞投資併購歷史



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 3：保瑞投資併購案概覽

年份	投資、併購標的	投資金額(億元)	併購效益
2013年	日本衛采旗下台南廠	3.9	取得衛采在台灣及 15 國以上外銷的藥品代工、代工聯邦藥廠錠劑
2014年	聯邦化學製藥	4	取得 185 張藥證及銷售通路，並藉由聯邦化學製藥的產品拉升官田廠的產能；蘆洲廠以 4.3 億出售給國都汽車
2018年	Impax 旗下竹南廠益邦製藥	5.5	代工 Impax、Vitruvias 產品；成為台灣產能前 5 大的口服製劑廠
2020年	GSK 加拿大廠	8.3	拿下 5 年代工合約，產出的藥品可銷售全球 88 個國家
2022年	伊甸生醫在台 CDMO 事業及資產	~15	將具備發展生物藥的高門檻技術實力與國際級人才，快速的佈局大分子抗體藥物與細胞及基因治療領域，輔以保瑞暨有小分子 CDMO 市場，不論在一條龍的 CDMO 服務完整度與市場規模，保瑞均已躍升台灣領先地位。
2022年9月	安成國際藥業股份有限公司	~60	1) 強化保瑞的 CDMO 研發實力，補足保瑞所缺乏的眼藥水 CDMO、雷射穿孔的控釋劑型，進一步完整保瑞既有的劑型生產線。 2) 迅速壯大 CDMO 與經銷代理兩大營運事業，更大幅助益產品發展、量產能力與國際客戶拓展。 3) 是子公司保瑞聯邦邁向成為全球化的藥品研發與銷售公司的重要助力。
2023年8月	美國公司 Almatica Pharma 旗下 6 個品牌藥	~12	成為台灣首位跨足美國銷售品牌藥之公司，將可拓展學名藥以外的市場。
2023年12月	保瑞與晨暉生技結盟	子公司換股	共同進攻超過百億美元的全球保健產品市場。
2024年	美國明尼蘇達州之製藥公司 Upsher-Smith	~66	1) 取得保瑞第一個美國廠，更將成為美國當地最大之口服固體劑型製造商之一，並能為客戶提供遍及美國市場之物流服務。 2) 被收購公司在美國市場所建立之特殊專業獨有平台，在特殊學名藥之運營上極具競爭優勢，為保瑞集團現有的全球銷售業務帶來了更多元互補的產品組合與極具差異化的銷售渠道。 3) 透過整合保瑞集團旗下所有資源所帶來的合併綜效將顯著加速全球布局策略成長，並持續帶領保瑞成為全球製藥產業之領先翹楚。

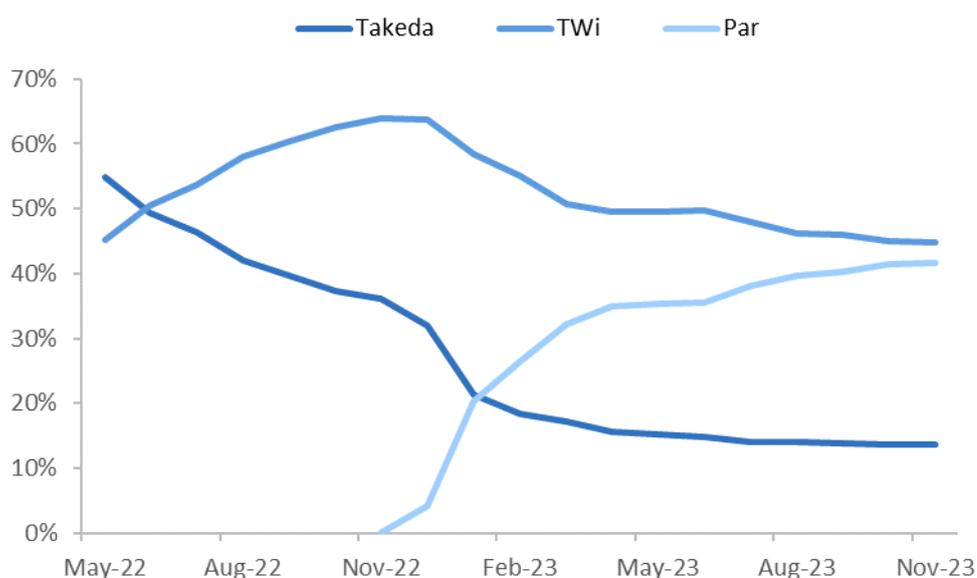
資料來源：公司資料、元大投顧整理

併購安成藥帶來自主產品研發成長動能

安成藥為全方位學名藥廠，具備高門檻藥品研發及製造技術，熟悉專利分析、醫藥法規，並成功商業化具市場利基之特殊學名藥及 505(b)2 新藥。保瑞於 2022 年以新台幣約 60 億元併購安成藥，取得安成藥的土地、廠房、藥證、通路、優秀團隊及營運資金，其中安成藥轉投資景德製藥蘆竹廠補足了保瑞先前較缺乏的眼藥劑型生產線。安成藥已擁有 23 張美國學名藥證，其中包含 13 項高門檻 PIV 學名藥(指原廠專利還沒到期的學名藥)，如胃食道逆流藥 *Dexlansoprazole DR Capsule*、高血壓用藥 *Diltiazem Hydrochloride ER Capsules*，為台灣擁有最多美國學名藥證的公司，目前安成藥 99% 營收來自美國市場。截至 3Q23，*Dexlansoprazole* 學名藥佔保瑞合併營收約 36%，為營收貢獻最大的單一產品。

Dexlansoprazole 是一種質子幫浦抑制劑(PPI)，可抑制胃酸分泌，用於治療糜爛性食道炎(EE)及有症狀的非糜爛性食道逆流(GERD)，有 30mg 和 60mg 兩種劑量，後者需求量佔比接近 80%，對應的原廠藥為 Takeda 的 *Dexilant*，2021 年學名藥上市前 *Dexilant* 銷售額為 5.25 億美元，安成藥於 2022 年 1 月在美國上市 *Dexlansoprazole* 授權學名藥(AG)，要從原廠 Takeda 進貨藥品，並且要支付 AG 授權相關權利金及分潤，毛利率僅 3 成左右，不過由於是第一個上市的學名藥，快速取得 50-60% 市佔率，後來安成藥自行開發的 *Dexlansoprazole* 學名藥在 2022 年 9 月取得美國藥證並於 1Q23 上市，自有學名藥取代 AG 學名藥銷售，生產成本降低，且無須再支付原廠權利金及分潤，使 *Dexlansoprazole* 學名藥毛利率大幅提升至 60-70%。截至 2023 年 11 月，美國 *Dexlansoprazole* 處方量市佔率分布而言，原廠佔 15-20%、安成藥 40-45%、Par Pharma 佔約 40%。*Dexlansoprazole DR Capsule* 為緩釋劑型，製程難度高，且作用在腸胃道，生體相等性試驗(BE study)不容易通過，競爭廠商有限，目前學名藥價格仍維持在原廠的 8 成。2024 年 1 月 Mylan 取得美國 *Dexlansoprazole* 學名藥藥證，預期上市後將優先瓜分原廠市佔率，不過由於競爭加劇，我們對於保瑞後續 *Dexlansoprazole* 學名藥營收保守看待，預估 2024 年 *Dexlansoprazole* 學名藥營收 43 億元，YoY-16%，營收佔比年減 10ppt 至 26%，該產品毛利率預估為 60%。

圖 4：胃食道逆流藥 *Dexlansoprazole* 處方量市佔率趨勢



*Takeda 為原廠，TWi、Par 為學名藥廠。

資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

展望 2024 年，全球銷售業務將持續拓展產品組合，多元化獲利來源，保瑞於 3Q23 購入 6 項品牌藥在美國的銷售權利，4Q23 品牌藥合計貢獻營收 2 億多元，2024 年將貢獻一整年營收，品牌藥毛利率優於一般學名藥。此外，安成藥於 2023 年 12 月取得 Topiramate Capsules USP 美國學名藥藥證，該產品在美國年銷售額約 3,000 萬美元，惟目前市場上已有 3 個競爭學名藥產品，預期該產品營收貢獻不大。安成藥還有 5 項產品在藥證申請階段，其中 4 項眼藥有望於 2H24 取得學名藥藥證，為後續美國銷售營收成長動能。

圖 5：安成藥研發中產品潛在目標市場規模逾 220 億美元



資料來源：公司資料、元大投顧整理

2024 年將以 2.1 億美元併購美國百年藥廠 Upsher-Smith

保瑞將以總價金不超過美金 2.1 億元，向日本製藥集團 Sawai Group 及日本住友商事集團旗下美國子公司 Sumitomo Corporation of Americas，收購總部位於美國明尼蘇達州之製藥公司 Upsher-Smith Laboratories(以下簡稱 Upsher-Smith)。Upsher-Smith 為一美國本土在地之製藥公司、成立於 1919 年並自 2017 年起由日本製藥集團 Sawai Group Holdings 取得多數股權運營管理，旗下擁有 48 項上市量產藥品、產品組合多元，並在明尼蘇達州之 Plymouth (普利茅斯)與 Maple Grove (梅普爾格羅夫)設有兩間製造工廠，可生產之藥品劑型包含口服固體、粉體(口服與局部用藥皆備)、液體，並設有包裝產線。位於 Maple Grove 的生產基地為目前美國口服固體製劑廠中單一最大廠區，廠房內部使用面積達 60 萬平方英尺以上，更擁有自己的倉儲及物流中心。透過此併購案，保瑞除了取得更具規模的優勢產能，也延伸至遍及美國整體市場渠道之物流管理服務，提供全球 CDMO 客戶更為完整之代工服務。Upsher-Smith 也成功地建立了一個專精於開發、營銷品牌學名藥之特殊專業獨有渠道，並擁有多項已上市、已送件申請之產品組合，此次合併不僅為原有的美國銷售業務帶進了立即可貢獻獲利的營收來源、分散降低原偏重少數學名藥產品之營運風險，更為安成未來業務開發重點，包含更多品牌學名藥、新劑型新藥 505(b)2 等專案開發上市開拓了更為多元的市場競爭優勢。2H22-1H23 Upsher-Smith 營收約 2.51 億美元、營業利益約 586 萬美元。本併購案要經過當地法官、公平會等審查，併購完成的時間較久，快則 2 個月，長則 1 年，預期 2H24 Upsher-Smith 可併入保瑞合併報表，就 Upsher-Smith 現有業務而言，未來一年可望為保瑞帶來 75 億元營收、8 億元營業利益，未來保瑞將利用 Upsher-Smith 在美國 35 億劑的口服藥年產能來拓展 CDMO 業務，此收購案也充實全球銷售業務的產品線，並有利於美國銷售業務整合通路、物流，使營運成長動能更多元，看法正向。

2024 年將上市 17 項 CDMO 產品，工廠稼動率持續提升

2023 年 CDMO 營收佔比 40%，現在有一些 CDMO 產能用於生產安成藥的產品，排除內部訂單，2023 年 CDMO 營收 YoY+10%，2024 年保瑞集團合計將上市 17 項 CDMO 產品，預期帶動 2024 年 CDMO 營收成長雙位數。目前保瑞有 6 個廠區，其中 5 個在台灣且規模小，無法完全滿足 CDMO 客戶需求，後疫情各國企業強調供應鏈在地化，在美國有大型口服固體製劑產能對於 CDMO 接單幫助很大。目前保瑞台南廠年產能 7 億劑已滿載生產；竹南廠年產能 20 億劑接近滿載，有一些設備跟安成藥共用；眼藥廠產能還沒有滿載，不過主要生產台灣市場產品；加拿大廠目前產能利用率 30-40%，2024 年加拿大廠將有 10 項 CDMO 產品上市，有利稼動率提升。目前 Upsher-Smith 在美國明尼蘇達州的 Maple Grove 廠口服劑型年產能達 35 億劑，只生產約 30 項自有學名藥產品，產能利用率僅 30%，管理層期待加入營運後，可接洽更多 CDMO 訂單。

圖 6：保瑞廠房概覽及 CDMO 業務佈局

	Site Area/ Capacity	Dosage Form/ Capability	Target Market	Key Customer
 <p>Tainan Facility PIC/S, TPO, ISO 13485</p>	<ul style="list-style-type: none"> 24,298 Sq. Meters 700 million units 	<p>Oral Solid</p> <ul style="list-style-type: none"> Tablets Capsules Granule + Packaging 	<ul style="list-style-type: none"> Taiwan ASEAN Latin America Middle East 	
 <p>Zhunan Facility USFDA, ISO 13485</p>	<ul style="list-style-type: none"> 37,312 Sq. Meters 2 billion units 	<p>Oral Solid</p> <ul style="list-style-type: none"> Tablets Capsules + Packaging & Serialization 	<ul style="list-style-type: none"> Asia US EU 	  
 <p>Canada Facility USFDA, Health Canada, PMDA, DMCA</p>	<ul style="list-style-type: none"> 183,000 Sq. Meters 	<ul style="list-style-type: none"> Oral Solids (Tablets, Capsules) Semi Solids Liquids Topical + Packaging & Serialization 	<ul style="list-style-type: none"> US + Canada Latin America EU + Russia Asia (incl. Japan, China) Middle East <p>88 countries, 110 markets</p>	

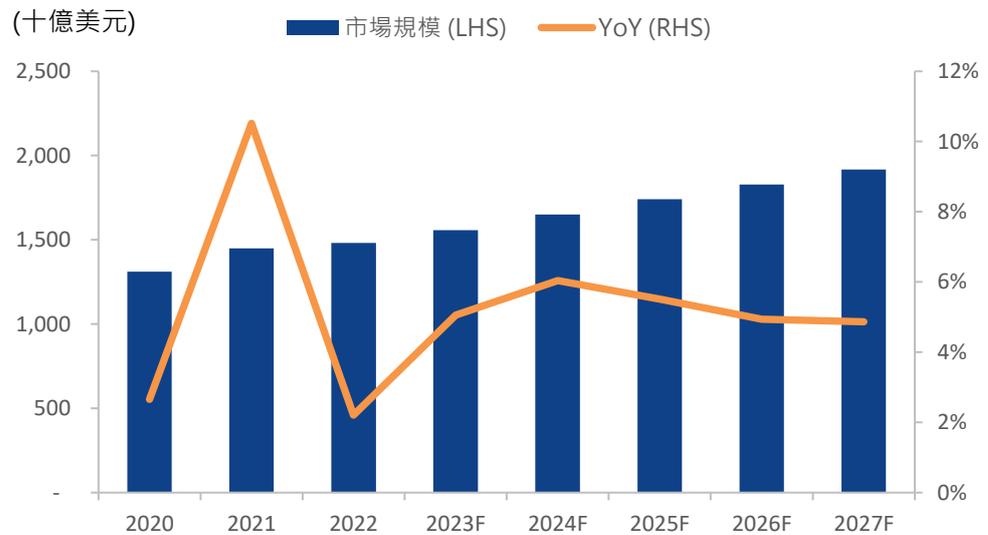
資料來源：公司資料、元大投顧整理

產業概況

人口老化、新藥上市帶動製藥市場穩健成長

人口老化、新藥上市為製藥產業成長驅動因子，2023 年全球製藥市場規模約 1.6 兆美元，預估 2024 年將年增 6%，2023-2027 年 CAGR 為 5.3%(圖 7)，預估 2027 年全球製藥市場規模將成長至 1.9 兆美元。地區別而言，北美仍是最大市場，佔全球藥品市場的 52%，其次為歐洲(22%)、亞太地區及非洲(21%)、拉丁美洲(4%)。已開發國家穩定成長，新藥上市帶來的成長被學名藥侵蝕所抵銷，這顯示已開發國家具有龐大的學名藥商機；拉丁美洲、東歐和亞洲部分地區(不含中國、日本)預計將因新藥核准數量及採用率提升而強勁成長。

圖 7：2023-2027 年全球製藥市場 CAGR 為 5.3%



資料來源：IQVIA、元大投顧整理

全球新藥研發支出逐年增加，推動 CDMO 業務成長

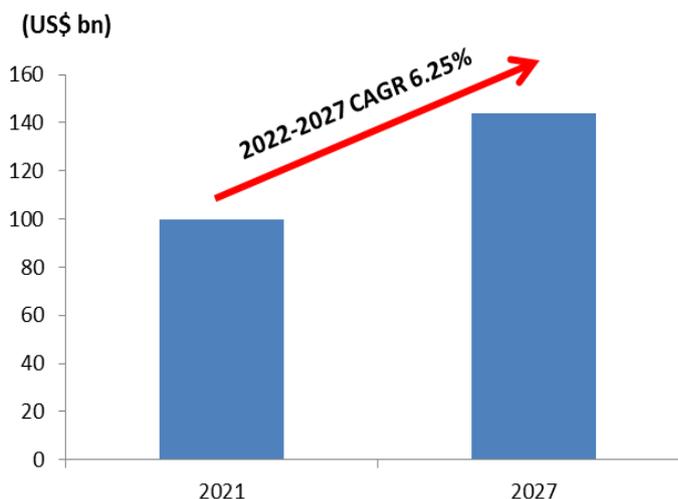
原廠藥專利到期後面臨學名藥競爭壓力，使製藥公司更重視新藥開發，全球製藥研發支出逐年增加(圖 8)，而越來越多藥廠將研發生產工作外包，以降低成本。2023 年全球 CDMO 市場規模 1,000 億美元，預估 2022-2027 年 CAGR 為 6% (圖 9)。不過 CDMO 行業高度分散，前 5 名廠商的總市場份額不到 20%，大廠透過併購提升市佔率、提升製造品質或是擴充新製造能力，並提供開發到製造之一站式服務。委託開發製造(CDMO)在製藥產業只佔 26% (圖 10)，其中小分子藥物比生物製劑容易委外製造、技術移轉更快速，使得小分子藥物在 CDMO 市場佔比達 90%，生物藥 CDMO 雖然成長快速，但市佔率相對較低(圖 11)。生物藥技轉較小分子藥困難的特性，有助於 CDMO 廠商與客戶建立長期合作關係，同時也是其他競爭者的進入障礙。CDMO 業務發展四大指標為：1) 廠商是否具技術、經驗、能力，而這些條件需要時間累積；2) 生產廠是否具國際查廠認證，國際藥廠傾向於委託 EMA、美國 FDA 查廠通過的廠商生產；3) 產能規模，國際大廠傾向於在一個代工廠生產足夠量的產品；及 4) 國際商業競爭力，可觀察各家公司 CDMO 營收、在手訂單分布，以了解各公司國際化的程度。保瑞近年主要從原廠併購單一廠區，承接原廠品牌藥代工業務，目前已成為台灣小分子藥 CDMO 營收規模最大的公司，我們認為這是推動上市多年的原廠藥外包生產的形式之一，有助於快速提升 CDMO 在製藥產業的佔比。

圖 8：全球製藥研發費用穩定成長



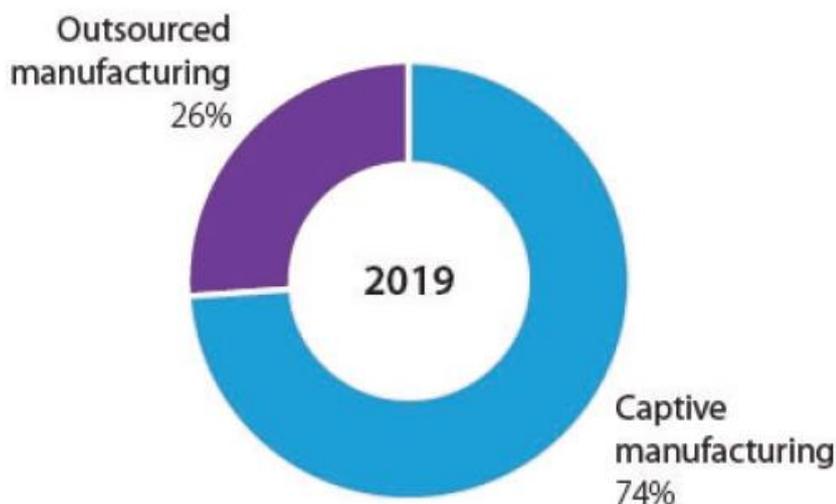
資料來源：MarketResearch、元大投顧

圖 9：全球 CDMO 市場 2022-2027 年 CAGR 為 6%



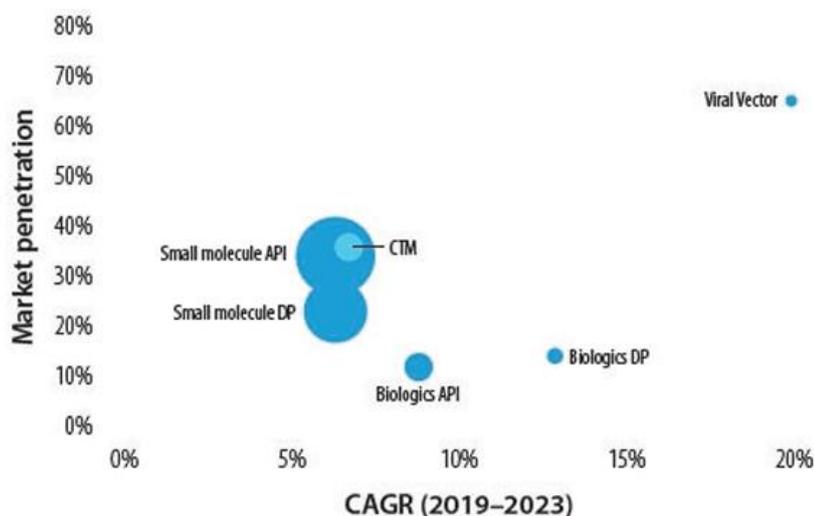
資料來源：Mordor Intelligence、元大投顧

圖 10：委託開發製造(CDMO)在製藥產業只佔 26%



資料來源：保瑞、元大投顧

圖 11：不同 CDMO 產品種類的市佔率及成長性



資料來源：保瑞、元大投顧

未來十年重磅藥面臨專利懸崖，仿製藥商機大

全球人口持續高齡化，各國慢性病人口及醫療支出大幅上升，隨者原廠藥品之專利陸續到期，各國為抑制醫療支出的成長，鼓勵以低價學名藥取代原廠藥，有助於擴大學名藥的市場規模，根據 Precedence Research，2023 年全球學名藥市場規模為 4,650 億美元，2024-2032 年複合成長率為 5.3%(圖 12)。不過學名藥上市初期，廠商之間削價競爭，加上全球通貨膨脹也使學名藥成本上揚，上述對於學名藥廠的不利因素皆加速學名藥廠的重組及併購，2020 年學名藥大廠 Mylan 與 Pfizer 旗下銷售專利過期品牌藥及學名藥的部門 Upjohn 合併成立 Viatris，Viatris 遂成為全球營收規模第一大的學名藥公司，其次為 Teva、Sandoz、Sun Pharmaceutical 等(圖 13)，可見歐美學名藥廠居於領先，而印度學名藥廠緊迫在後。隨著全球生物相似藥需求的成長，學名藥廠也開始銷售生物相似藥，知名生物相似藥廠商如 Sandoz、Pfizer。

品牌藥專利陸續到期，學名藥/生物相似藥以低價競爭市佔率，將是接下來十年國際藥廠要面臨的挑戰，包括 BMS/Pfizer 的抗血栓藥 Eliquis 的可能在 2026 年專利到期，以及 J&J/Abbvie 的血癌藥 Imbruvica 可能在 2027 年專利到期。研調機構預估 2028 年前兩大暢銷藥，即用於癌症免疫療法的免疫檢查點抑制劑 Keytruda 和 Opdivo，也預計在 2028 年專利到期(圖 14)。上述重磅藥重要專利陸續到期，也帶來龐大的仿製藥商機，根據 Evaluate Pharma 預估，2025-2028 年全球專利到期藥品合計銷售額落在 500-1,080 億美元(佔整體製藥市場的 3.5%-6.7%)，若考量部分廠商以專利訴訟延遲仿製藥上市，則 2025-2028 年全球專利到期藥品實際流失的銷售額也達 180-260 億美元(圖 15)，這些是學名藥廠/生物相似藥廠的機會。

圖 12：全球學名藥市場規模預估



資料來源：Precedence Research、元大投顧整理

圖 13：2022 年全球營收規模前十大學名藥公司

廠商名稱	國家別	2022 年營收 (US\$ mn)	YoY
Viatis	美國	16,263	-9.1
Teva	以色列	14,925	-6.0
Sandoz	瑞士	9,249	-4.0
Sun Pharmaceutical	印度	5,235	15.4
Cipla	印度	2,948	13.6
Dr. Reddy's	印度	2,918	13.1
Lupin	印度	2,222	8.2
Amneal	美國	2,212	5.7
Zydus	印度	2,068	6.0
Nichi-Iko Pharmaceutical	日本	1,692	6.2

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 14：2023-2030 年關鍵專利到期之重磅藥及仿製藥開發廠商概覽

Rank	藥名	適應症	關鍵專利到期年份	2022年銷售額	仿製藥廠商
1	Humira	類風濕性關節炎	2023	US\$ 21.2 bn ↑	Amgen, Pfizer, Mylan, Sandoz...
2	Keytruda	癌症免疫療法	2028	US\$ 20.9 bn ↑	PlantForm, NeuClone
3	Eliquis	抗凝血劑	2027-2029	US\$ 11.8 bn ↓	Viatis, Micro Labs
4	Revlimid	血癌	2026	US\$ 10.0 bn ↓	美時, Natco, Dr. Reddy's
5	Eylea	濕式黃斑部病變	2025-2026	US\$ 9.6 bn ↑	Sandoz, Amgen, Samsung Bioepis
6	Stelara	克隆氏症	2025-2026	US\$ 9.7 bn ↑	Celltrion, 百奧泰, Epirus Biopharma
7	Opdivo	癌症免疫療法	2028	US\$ 8.3 bn ↑	NeuClone, Xbrane
8	Trulicity	糖尿病	2027-2029	US\$ 7.4 bn ↑	
9	Ibrance	癌症	2027	US\$ 5.1 bn ↓	Aurobindo, Dr. Reddy's
10	Januvia/Janumet	糖尿病	2022-2023	US\$ 5.3 bn →	Viatis, Par pharma
11	Prolia/Xgeva	預防骨骼事件發生	2025-2026	US\$ 5.6 bn ↑	Sandoz, Samsung Bioepis, 伊甸生醫
12	Cosentyx	斑塊性乾癬	2025-2026	US\$ 4.8 bn ↑	百奧泰、上海君實生物
13	Entyvio	潰瘍性結腸炎	2025-2026	US\$ 6.4 bn ↑	
14	Dolutegravir	HIV感染	2027-2029	US\$ 4.6 bn ↓	Viatis, Laurus
15	Victoza	糖尿病	2022-2023	US\$ 2.1 bn ↓	Teva

*欄位中箭頭顯示該藥物 2022 年銷售額 YoY 趨勢；藍底標註為蛋白質藥物。

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 15：全球專利到期藥物面臨之銷售風險



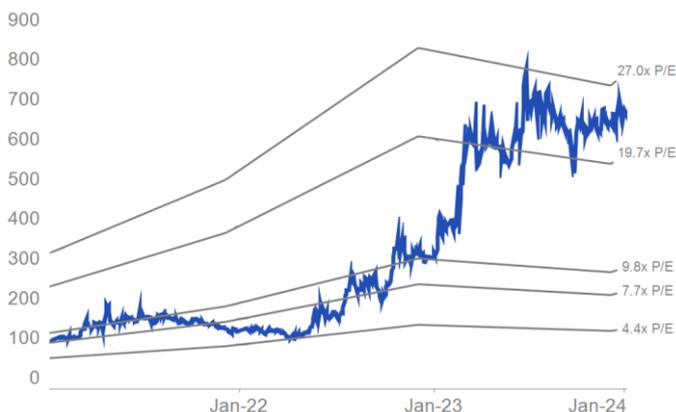
資料來源：Evaluate Pharma

獲利預估與股票評價

業外不再認列分潤支出、併購效益顯現，預估 2025 年獲利年增 60%

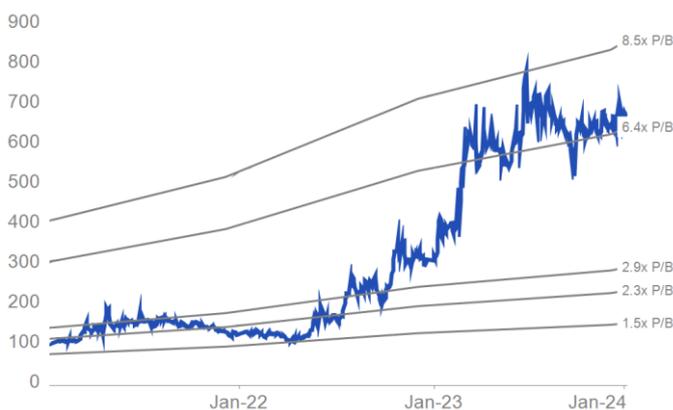
雖然胃食道逆流學名藥 Dexlansoprazole 於 2024 年將面臨新的競爭，預估 2024 年胃食道逆流學名藥營收將年減 16%，營收佔比將從 2023 年的 36% 下降至 2024 年的 26%，不過 4Q23 收購的 6 項美國品牌藥開始貢獻營收，安成藥 4 項眼藥學名藥有機會在 2H24 取證上市，2024 年 CDMO 營收在新產品推出下可望成長雙位數，2H24 亦有機會開始認列 Upsher-Smith 營收，預估 2024/2025 年保瑞合併營收將年增 16%/34%。獲利方面，由於高毛利率 Dexlansoprazole 學名藥營收下滑，且由於安成藥原產品線獲利優於併購時的預期，2024 年業外仍須認列給安成藥原股東的分潤支出，預估 2024 年保瑞獲利年減 11%，EPS 為 27.31 元。不過 2025 年業外將不再認列分潤支出，加上併購 Upsher-Smith 效益顯現，預估 2025 年獲利將年增 60%，EPS 成長至 43.66 元。考量 Upsher-Smith 併購案對於保瑞全球藥品銷售、CDMO 皆有正面綜效，並使營運成長動能更多元，給予買進評等，目標價 875 元，係基於 20 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 推得。我們認為 20 倍目標本益比尚屬合理，主因國際製藥同業 2025 年本益比評價普遍在 20 倍以上，而國內學名藥公司本益比區間為 15-20 倍，保瑞透過併購使其獲利成長優於同業，同時垂直整合更多能力，可享有較高評價。

圖 16：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 18：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
保瑞	6472 TT	買進	673.0	2,197	30.82	27.31	43.66	21.8	24.7	15.4	66.4	(11.4)	59.9
國外同業													
Dr. Reddy's Laboratories	DRRD IN	未評等	6122.3	11,729	242.8	307.0	319.2	25.2	19.9	19.2	84.9	26.5	4.0
Sun Pharma	SUNP IN	未評等	1417.4	39,492	35.3	38.5	45.1	40.2	36.8	31.4	158.7	9.1	17.3
Cipla	CIPLA IN	未評等	1350.4	13,302	37.5	49.3	54.7	36.0	27.4	24.7	20.2	31.4	11.0
Glenmark	GNP IN	未評等	910.1	3,025	34.0	33.4	44.7	26.8	27.2	20.4	1.9	(1.7)	33.7
Hikma	HIK LN	未評等	1914.5	5,247	165.1	167.7	180.0	11.6	11.4	10.6	138.0	1.5	7.3
Lonza Group AG	LONN SW	未評等	429.9	31,965	13.5	12.4	15.2	31.8	34.8	28.3	(17.4)	(8.6)	23.1
Catalent	CTLT US	未評等	53.0	9,106	1.0	0.8	1.6	52.6	71.1	33.1	(63.3)	(26.0)	115.2
藥明康德	603259 CH	未評等	54.2	30,128	3.4	4.1	5.1	15.9	13.4	10.7	13.4	18.6	24.8
國外同業平均								30.0	30.3	22.3	42.0	6.4	29.5
國內同業													
健喬	4114 TT	未評等	37.6	484	1.8	2.2	--	20.5	16.8	--	(17.7)	22.4	--
東洋	4105 TT	未評等	77.8	621	5.0	5.4	6.7	15.6	14.4	11.7	13.6	8.5	23.0
美時	1795 TT	買進	279.5	2,324	14.6	17.2	21.0	19.2	16.3	13.3	25.6	18.1	22.3
國內同業平均								18.4	15.8	12.5	7.2	16.3	22.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 19：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
保瑞	6472 TT	買進	673.0	2,197	37.1	28.1	33.6	82.99	97.33	130.09	8.1	6.9	5.2
國外同業													
Dr. Reddy's Laboratories	DRRD IN	未評等	6122.3	11,729	18.1	19.5	17.3	1369.4	1640.7	1909.4	4.5	3.7	3.2
Sun Pharma	SUNP IN	未評等	1417.4	39,492	16.2	15.4	16.1	224.9	251.1	295.2	6.3	5.7	4.8
Cipla	CIPLA IN	未評等	1350.4	13,302	13.5	15.6	15.2	289.2	329.9	375.3	4.7	4.1	3.6
Glenmark	GNP IN	未評等	910.1	3,025	9.8	10.6	10.4	356.2	416.8	459.2	2.6	2.2	2.0
Hikma	HIK LN	未評等	1914.5	5,247	21.4	19.3	19.3	851.3	950.1	1055.7	2.3	2.0	1.8
Lonza Group AG	LONN SW	未評等	429.9	31,965	9.1	8.2	9.7	146.4	148.5	157.3	2.9	2.9	2.7
Catalent	CTLT US	未評等	53.0	9,106	2.5	0.3	5.5	26.0	21.8	22.8	2.0	2.4	2.3
藥明康德	603259 CH	未評等	54.2	30,128	19.1	19.3	20.4	18.6	21.9	25.9	2.9	2.5	2.1
國外同業平均					13.7	13.5	14.3				3.5	3.2	2.8
國內同業													
健喬	4114 TT	未評等	37.6	484	8.8	10.0	--	--	--	--	--	--	--
東洋	4105 TT	未評等	77.8	621	19.1	19.3	20.8	24.3	26.1	--	3.2	3.0	--
美時	1795 TT	買進	279.5	2,324	22.5	22.5	23.0	64.6	76.6	91.5	4.3	3.7	3.1
國內同業平均					16.8	17.2	21.9				3.8	3.3	3.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 20：季度及年度簡明損益表 (合併)

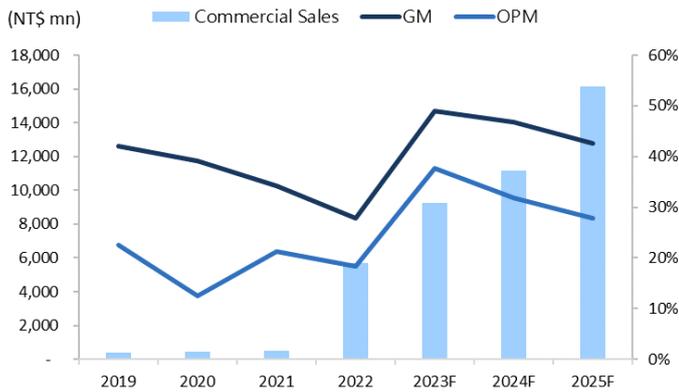
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	4,781	3,139	3,075	3,201	3,293	3,347	4,511	5,350	14,195	16,501
銷貨成本	(2,855)	(1,414)	(1,431)	(1,531)	(1,642)	(1,680)	(2,458)	(3,015)	(7,231)	(8,793)
營業毛利	1,926	1,725	1,644	1,670	1,652	1,667	2,053	2,336	6,964	7,707
營業費用	(378)	(378)	(425)	(427)	(404)	(395)	(825)	(827)	(1,608)	(2,452)
營業利益	1,547	1,347	1,219	1,243	1,248	1,272	1,228	1,508	5,356	5,256
業外利益	(105)	(328)	(296)	(376)	(373)	(369)	(380)	(377)	(1,105)	(1,499)
稅前純益	1,442	1,019	923	867	875	903	848	1,131	4,251	3,757
所得稅費用	(399)	(318)	(178)	(217)	(219)	(226)	(212)	(283)	(1,112)	(939)
少數股東權益	4	9	12	12	12	12	12	12	36	46
歸屬母公司稅後純益	1,039	692	733	639	645	665	624	837	3,103	2,771
調整後每股盈餘(NT\$)	10.32	6.87	7.28	6.34	6.35	6.56	6.15	8.25	30.82	27.31
調整後加權平均股數(百萬股)	101	101	101	101	101	101	101	101	101	101
重要比率										
營業毛利率	40.3%	55.0%	53.5%	52.2%	50.2%	49.8%	45.5%	43.7%	49.1%	46.7%
營業利益率	32.4%	42.9%	39.6%	38.8%	37.9%	38.0%	27.2%	28.2%	37.7%	31.9%
稅前純益率	30.2%	32.5%	30.0%	27.1%	26.6%	27.0%	18.8%	21.1%	30.0%	22.8%
稅後純益率	21.7%	22.1%	23.8%	20.0%	19.6%	19.9%	13.8%	15.6%	21.9%	16.8%
有效所得稅率	27.7%	31.2%	19.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	26.2%	25.0%
季增率(%)										
營業收入	-9.8%	-34.3%	-2.0%	4.1%	2.9%	1.6%	34.8%	18.6%		
營業利益	135.2%	-13.0%	-9.5%	2.0%	0.4%	1.9%	-3.5%	22.8%		
稅後純益	157.4%	-33.4%	5.9%	-12.9%	0.2%	3.2%	-6.2%	34.1%		
調整後每股盈餘	92.1%	-33.4%	5.9%	-12.9%	0.2%	3.2%	-6.2%	34.1%		
年增率(%)										
營業收入	327.9%	131.7%	12.9%	-39.6%	-31.1%	6.6%	46.7%	67.1%	35.3%	16.2%
營業利益	515.1%	264.5%	89.5%	89.0%	-19.4%	-5.6%	0.7%	21.3%	178.6%	-1.9%
稅後純益	480.1%	188.4%	28.9%	58.2%	-37.9%	-3.9%	-14.9%	31.0%	122.9%	-10.7%
調整後每股盈餘	332.9%	115.2%	-3.8%	18.0%	-38.5%	-4.6%	-15.5%	30.0%	66.4%	-11.4%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

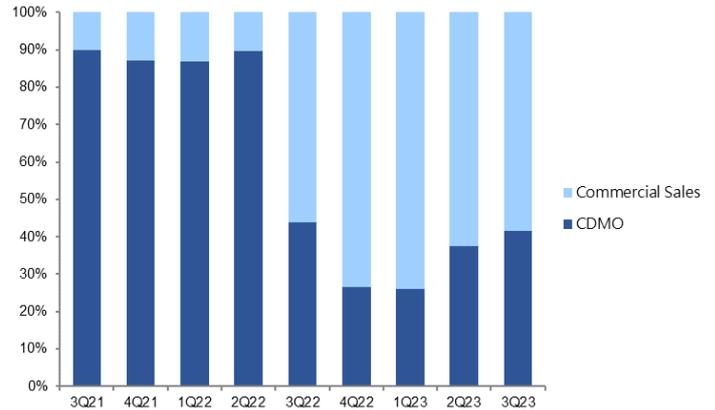
保瑞藥業成立於 2007 年，以藥品代理銷售起家，現專注於為國際市場的患者開發、製造和銷售品牌藥、學名藥和非處方 (OTC) 醫療保健產品，其小分子藥 CDMO 業務專精於複雜藥物劑型的開發、製造和包裝，包括控釋的口服藥物、外用藥品及眼科用藥，同時透過併購及策略投資，切入大分子 CDMO 業務，以及加速保健食品業務拓展。保瑞通過多國藥監機構查核，向全球 100 多個國家供應藥品，包括美國、加拿大、日本、歐盟、亞洲、中東以及南美和中美洲。全球 CDMO 業務以新簽約產品/客戶帶動成長，支持品牌客戶發展品牌產品，全球銷售業務則著重在拓展產品組合/目標市場，多元化獲利來源。

圖 21：全球銷售營收逐年增加使獲利率改善



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：營收組成



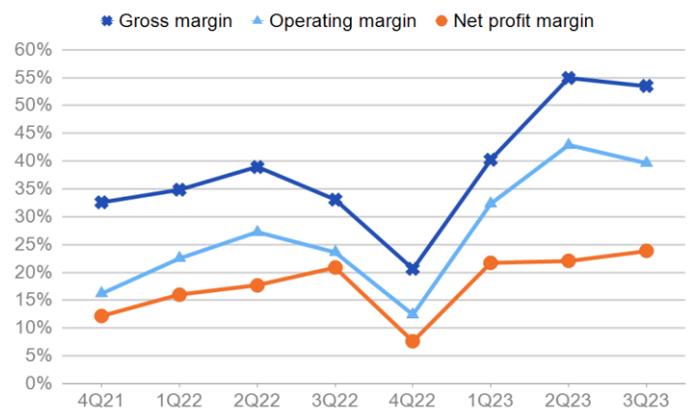
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



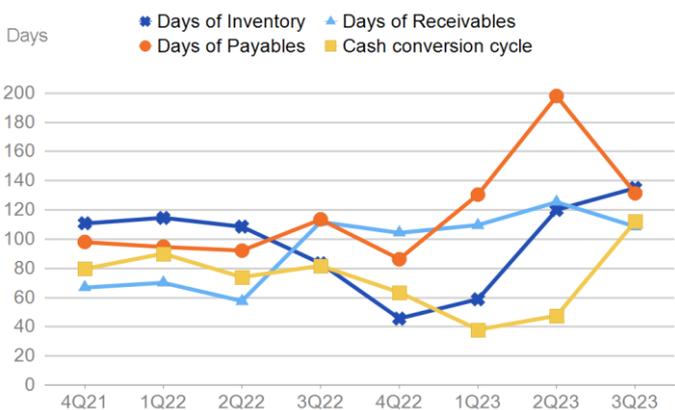
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



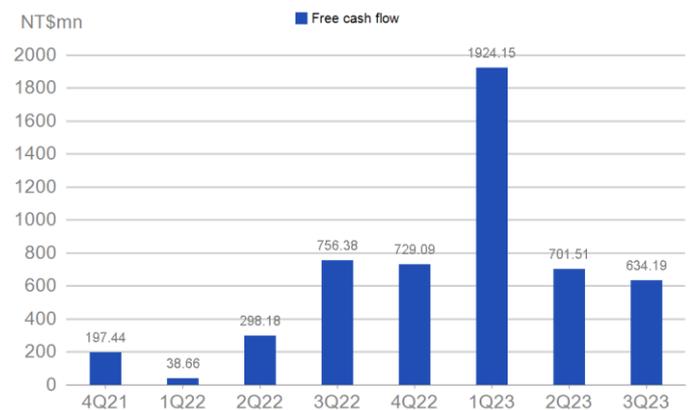
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：保瑞整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名屬於略為落後的位置，但在藥品行業中的公司中排名略微領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：保瑞的整體曝險屬於中等水準，略低於藥品行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含產品治理、商業道德和公司基本福利等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：保瑞在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司的資訊揭露較差，顯示對投資者和公眾的責任不夠，但仍有一些舉措來管理與重大 ESG 問題相關的風險。公司缺乏關鍵領域的政策和計劃，儘管如此，公司並未涉及任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 27：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	28.8
在 ESG 議題上的曝險 (A)	48.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	43.6
風險評級	中 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	21

資料來源：Sustainalytics (2024/1/31)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

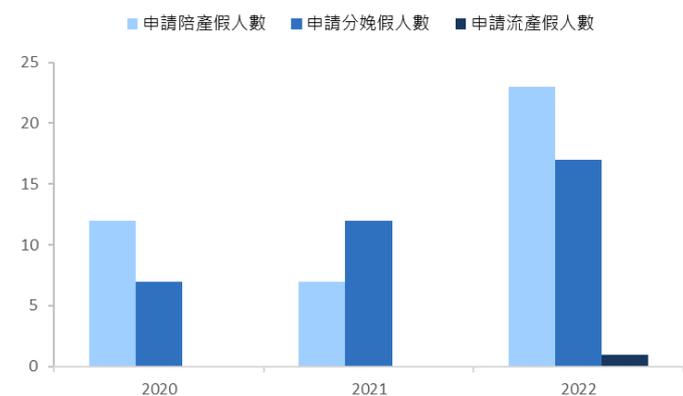
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級： 極低 (0-10) 低 (10-20) 中 (20-30) 高 (30-40) 極高 (40+)

註 3：曝險分數評級： 低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

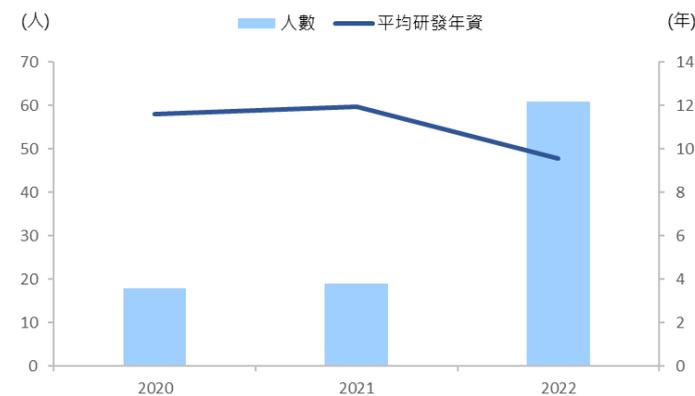
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 28：依法提供女性員工完善福利制度



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 29：研發人員逐年增加，平均年資達 10 年



資料來源：公司資料、元大投顧整理

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	911	3,281	5,170	2,184	4,159
存貨	914	1,947	2,382	2,659	2,793
應收帳款及票據	825	6,085	3,503	4,140	4,216
其他流動資產	143	928	893	893	893
流動資產	2,792	12,241	11,948	9,876	12,062
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	3,750	6,645	6,607	8,891	8,531
無形資產	171	2,147	3,293	9,853	9,853
其他非流動資產	659	1,728	2,237	6,173	6,173
非流動資產	4,580	10,520	12,137	24,917	24,557
資產總額	7,372	22,761	24,085	34,793	36,619
應付帳款及票據	236	455	519	672	687
短期借款	645	2,161	1,917	1,917	1,917
什項負債	960	7,880	7,207	10,487	10,487
流動負債	1,841	10,496	9,642	13,076	13,090
長期借款	1,028	3,394	3,043	5,516	4,002
其他負債及準備	1,351	3,731	2,378	5,658	5,658
長期負債	2,379	7,125	5,421	11,174	9,660
負債總額	4,220	17,621	15,064	24,250	22,751
股本	685	757	1,013	1,013	1,013
資本公積	1,026	1,236	2,365	2,365	2,365
保留盈餘	1,466	2,549	4,802	6,324	9,649
什項權益	(24)	(14)	176	176	176
歸屬母公司之權益	3,153	4,528	8,356	9,878	13,203
非控制權益	0	612	666	666	666
股東權益總額	3,153	5,140	9,021	10,543	13,868

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	750	1,402	3,139	2,818	4,478
折舊及攤提	210	325	574	620	640
本期營運資金變動	(101)	(1,275)	2,210	(760)	(196)
其他營業資產及負債變動	378	1,559	(1,352)	(46)	(46)
營運活動之現金流量	1,237	2,010	4,571	2,631	4,875
資本支出	(163)	(188)	(271)	(280)	(280)
本期長期投資變動	0	0	(1,114)	(6,560)	0
其他資產變動	(62)	(4,093)	(1,316)	0	0
投資活動之現金流量	(226)	(4,281)	(2,560)	(6,840)	(280)
股本變動	144	72	0	0	0
本期負債變動	(627)	4,448	345	2,473	(1,514)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(110)	(239)	(619)	(1,249)	(1,106)
其他調整數	(149)	313	(92)	0	0
融資活動之現金流量	(741)	4,595	(365)	1,224	(2,620)
匯率影響數	(29)	47	243	0	0
本期產生現金流量	241	2,371	1,888	(2,986)	1,975
自由現金流量	1,073	1,822	4,300	2,351	4,595

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	4,900	10,494	14,195	16,501	22,024
銷貨成本	(3,228)	(7,582)	(7,231)	(8,793)	(12,650)
營業毛利	1,672	2,913	6,964	7,707	9,374
營業費用	(626)	(991)	(1,608)	(2,452)	(3,252)
推銷費用	(178)	(260)	(435)	(479)	(479)
研究費用	(41)	(129)	(251)	(251)	(251)
管理費用	(406)	(601)	(922)	(1,722)	(2,522)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	1,046	1,922	5,356	5,256	6,122
利息收入	0	11	57	51	51
利息費用	(54)	(109)	(174)	(196)	(203)
利息收入淨額	(53)	(97)	(117)	(145)	(152)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(14)	48	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	46	(33)	(988)	(1,354)	0
稅前純益	1,024	1,840	4,251	3,757	5,970
所得稅費用	(274)	(438)	(1,112)	(939)	(1,493)
少數股權淨利	0	10	36	46	46
歸屬母公司之稅後純益	750	1,392	3,103	2,771	4,431
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,288	2,274	5,930	5,875	6,762
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.04	18.52	30.82	27.31	43.66

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	172.3	114.2	35.3	16.2	33.5
營業利益	362.7	83.8	178.6	(1.9)	16.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	69.8	76.6	160.8	(0.9)	15.1
稅後純益	29.6	85.7	122.9	(10.7)	59.9
調整後每股盈餘	2.6	67.7	66.4	(11.4)	59.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	34.1	27.8	49.1	46.7	42.6
營業利益率	21.4	18.3	37.7	31.9	27.8
稅前息前淨利率	19.8	16.5	37.7	31.9	27.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	26.3	21.7	41.8	35.6	30.7
稅前純益率	20.9	17.5	30.0	22.8	27.1
稅後純益率	15.3	13.3	21.9	16.8	20.1
資產報酬率	10.4	9.3	13.4	9.6	12.5
股東權益報酬率	26.7	33.8	37.1	28.1	33.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	133.9	342.8	167.0	230.0	164.1
淨負債權益比 (%)	24.2	44.2	(2.3)	49.8	12.7
利息保障倍數 (倍)	20.1	17.9	25.5	20.2	30.4
流動比率 (%)	151.7	116.6	123.9	75.5	92.1
速動比率 (%)	97.8	95.3	99.2	55.2	70.8
淨負債 (NT\$百萬元)	763	2,274	(209)	5,249	1,760
調整後每股淨值 (NT\$)	46.09	59.82	82.99	97.33	130.09
評價指標 (倍)					
本益比	60.9	36.3	21.8	24.7	15.4
股價自由現金流量比	63.3	37.3	15.8	28.9	14.8
股價淨值比	14.6	11.3	8.1	6.9	5.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	52.8	29.9	11.5	11.6	10.1
股價營收比	13.9	6.5	4.8	4.1	3.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

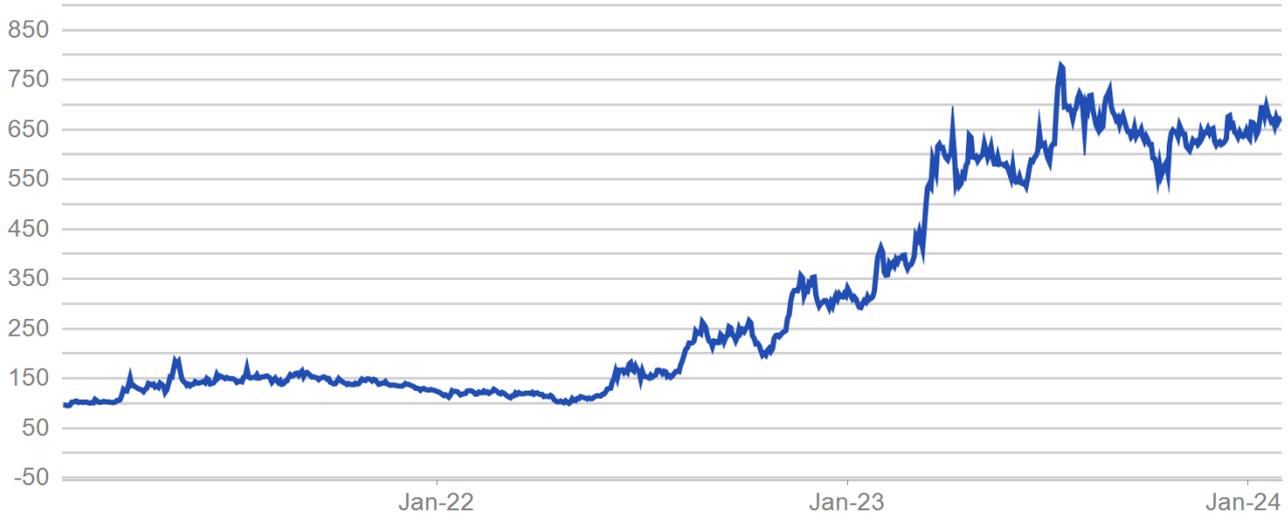
附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

保瑞 (6472 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.