

保瑞 (6472 TT) Bora

新產品推出抵銷已上市學名藥的衰退，預計 3Q24 完成美國藥廠併購

評等：買進

目標價 (12 個月)：NT\$875.0

收盤價 (2024/03/15)：NT\$627.0

隱含漲幅：39.6%

交易資料表

市值	NT\$63,520百萬元
外資持股比率	11.2%
董監持股比率	28.7%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$97.33

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	10,494	14,200	16,501	22,024
EPS (元)	18.52	30.20	27.31	43.66
EPS YoY (%)	67.7	63.0	-9.6	59.9
本益比 (倍)	33.9	20.8	23.0	14.4
股價淨值比 (倍)	10.5	6.9	6.4	4.8
ROE (%)	33.8	33.4	28.1	33.6
現金殖利率 (%)	1.3%	1.9%	1.7%	2.8%

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

事件

保瑞 4Q23 EPS 5.64 元，低於預期 11%，主因營業費用較高，且業外匯兌損失較多。

評論

4Q23 EPS 低於預期 11%，主因費用較高及認列匯兌損失

保瑞 4Q23 營收 32.06 億元，QoQ+4.2%/YoY-39.5%，季增主要來自併購品牌藥、併購晨暉生技，年減主因 4Q22 有銷售低毛利率乳癌藥，基期較高。毛利率 52.9%，QoQ-0.5ppt/YoY+32.3ppt，優於預期 0.8ppt。由於併入晨暉生技費用、提列獎金，營業費用季增 1.36 億元至 5.61 億元，營業利益 11.36 億元，QoQ-6.8%/YoY+72.7%，低於預期 8.6%；業外認列外幣兌換損失 2.24 億元、透過損益按公允價值衡量之金融資產損失 2.25 億元，稅前淨利 6.8 億元，認列所得稅費用 9,660 萬元，歸屬母公司稅後淨利 5.66 億元，EPS 5.64 元，QoQ-22.9%/YoY+4.9%，低於預期 11.4%。

CDMO 及全球銷售業務成長，抵銷胃食道逆流學名藥的衰退

4Q23 胃食道逆流學名藥 Dexlansoprazole 營收佔比約 33%，毛利率達 7 成以上，估計獲利佔比約 43%，主因目前安成藥(保瑞子公司)、Par Pharma 兩家學名藥廠合計佔有 70%市佔率，競爭有限。1Q24 Mylan 取得胃食道逆流學名藥美國藥證，研判初期將瓜分原廠藥 Dexilant 的 30%市佔率，但也會部分瓜分學名藥廠的市佔率，預估保瑞 2024 年胃食道逆流學名藥營收 40.8 億元，YoY-20%。不過 2024 年以下幾項業務成長將抵銷胃食道逆流學名藥的衰退，包括 1) CDMO 業務將有 15 個以上產品上市，管理層預期帶動 2024 年 CDMO 營收年增 15-25%；2) 晨暉生技、保聯布局海外市場，營收持續成長；3) 安成藥預計在美國上市 3 個自有開發學名藥，並新增 3 項代理藥品銷售；及 4) 新的品牌藥併購案。

2H24 有望併購美國藥廠 Upsher-Smith，成為下一動能

管理層預計 3Q24 完成對 Upsher-Smith 的併購，該公司年營收 2.5 億美元、毛利率 34%、一年營業費用約 16 億元台幣，預期該併購案將帶動 2024/2025 年營收年增 16%/34%。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。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，維持正向看法。

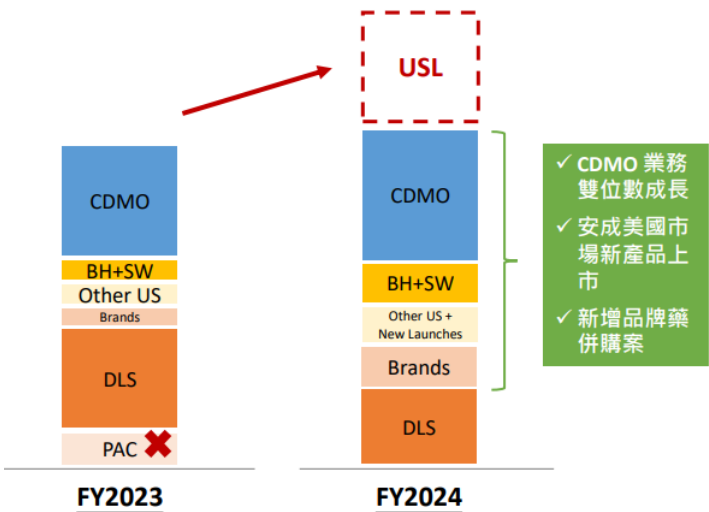
相關圖表

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F	預估差異
						元大 前次預估	元大
營業收入	5,298	3,075	3,206	4.2%	-39.5%	3,201	0.2%
營業毛利	1,093	1,644	1,697	3.2%	55.2%	1,670	1.6%
營業利益	658	1,219	1,136	-6.8%	72.7%	1,243	-8.6%
稅前利益	436	923	680	-26.4%	55.9%	867	-21.6%
稅後淨利	404	733	566	-22.9%	40.0%	639	-11.4%
調整後每股盈餘 (元)	5.37	7.31	5.64	-22.9%	4.9%	6.37	-11.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	20.6%	53.5%	52.9%	-0.5	32.3	52.2%	0.8
營業利益率	12.4%	39.6%	35.4%	-4.2	23.0	38.8%	-3.4
稅後純益率	7.6%	23.8%	17.6%	-6.2	10.0	20.0%	-2.3

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

圖 2：產品組合持續優化、CDMO 成長突破、新事業積極整合，奠定保瑞 2024 年度成長利基



資料來源：公司資料、元大投顧預估

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