

美時 (1795 TT) Lotus Pharmaceutical

美國血癌藥為主要成長動能，後續關注困難學名藥上市時程

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$320.0

收盤價 (2024/03/19) : NT\$275.5
隱含漲幅 : 16.2%

營收組成 (2023)

韓國 33%、台灣 14%、其他亞洲 7%、歐美 46%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	320.0	345.0
2024年營收 (NT\$/十億)	18.2	17.4
2024年EPS	15.9	17.2

交易資料表

市值	NT\$73,010百萬元
外資持股比例	65.0%
董監持股比例	41.1%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$77.58
負債比	47.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (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	14,633	16,958	18,169	20,324
營業利益	4,111	4,903	6,032	7,575
稅後純益	3,021	4,106	4,164	5,375
EPS (元)	11.59	15.72	15.94	20.58
EPS YoY (%)	110.8	35.6	1.4	29.1
本益比 (倍)	23.8	17.5	17.3	13.4
股價淨值比 (倍)	5.2	4.2	3.6	3.0
ROE (%)	24.2	23.7	20.6	22.1
現金殖利率 (%)	1.3%	1.7%	1.7%	2.2%
現金股利 (元)	3.46	4.66	4.78	6.17

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 業外收入較多，EPS 1.53 元，優於元大/市場預期 297%/21%。

◆ 由於基期較高，預估 1Q24 美國血癌藥出貨量將年減，2Q-3Q 出貨量將達今年高峰，2024 年預估血癌藥營收 45 億元，年增 38%。

◆ 戒毒藥營收優於預期，但費用較高，下調 2024/2025 年 EPS 7%/2%，同步下調目標價至 320 元，後續關注美國困難學名藥上市時程。

4Q23 EPS 優於元大/市場預期 297%/21%，主因業外收入較高

4Q23 營收 34.2 億元，QoQ-25.2%/YoY+7.8%，季減主因 4Q23 沒有出貨血癌藥到美國市場；毛利率 41.6%，QoQ-16.3ppt/YoY-2.5ppt，低於元大/市場預期 4.4ppt/7.0ppt，研判主因低毛利率戒毒藥佔比較高；人事費用增加、認列研發減損費用，使得營業利益 1.43 億元，QoQ-90.3%/YoY-59.8%，低於元大/市場預期 51.2%/73.8%；業外收入 3.7 億元，主因認列透過損益按公允價值衡量之金融資產利益 6.33 億元；EPS 1.53 元，QoQ-67.9%/YoY+138.1%，優於元大/市場預期 297.1%/20.5%。

1Q24 美國血癌藥出貨量年減，2Q-3Q24 出貨為今年高峰

管理層表示 1Q24 美國血癌藥出貨量會年減，主因 1Q23 有推出 2.5mg、20mg 新劑量，2024 年則是正常的補貨週期，預估 1Q24 合併營收 42 億元，QoQ+22.8%/YoY-7.2%，預估 1Q24 EPS 為 3.46 元，QoQ+125.7%。管理層預期 2Q-3Q24 美國血癌藥出貨量會達到高峰，4Q24 出貨量要視 1Q-3Q24 出貨狀況而定，2024 年度出貨量較 2023 年大幅增加，我們預估 2024 年血癌藥營收 45 億元，YoY+37.8%，是 2024 年營收主要成長動能。

戒毒藥營收優於預期，關注美國困難學名藥上市時程

2023 年戒毒藥營收達 37 億元，YoY+12.4%，優於原先預期，上調 2024/2025 年營收預估 4.1%/7.0%至 181.7 億元/203.2 億元，YoY+7.1%/+11.9%，不過營業費用較高，故下調 2024/2025 年 EPS 預估 7.4%/2.2%至 15.94 元/20.58 元，YoY+1.4%/+29.1%，但其中營業利益年增率為 23.0%/25.6%。可關注 2025 年以後困難學名藥 Midostaurin、Nintedanib 在美國的上市時程及營收貢獻。公司持續透過自主開發、專案引進、併購品牌藥來豐富產品線，以達到分散風險、加強科室的效果，目標轉型成多元化複合型藥廠，兼具獲利穩定度及成長性，維持 20 倍目標本益比，以 2024 年預估 EPS 15.94 元，推得目標價 320 元。

營運分析

4Q23 EPS 優於元大/市場預期 297%/21%，主因業外收入較高

4Q23 營收 34.2 億元，QoQ-25.2%/YoY+7.8%，季減主因 4Q23 沒有出貨血癌藥到美國市場；毛利率 41.6%，QoQ-16.3ppt/YoY-2.5ppt，低於元大/市場預期 4.4ppt/7.0ppt，研判主因低毛利率戒毒藥出貨較多；營業費用 12.8 億元，包括限制型員工新股費用增加至 7,400 萬元(因為公司股價上漲，以每股 235 元價格售予員工)，以及 8,500 萬元的減損費用，使得營業利益 1.43 億元，QoQ-90.3%/YoY-59.8%，低於元大/市場預期 51.2%/73.8%；業外收入 3.7 億元，主因持有 New Alvogen Group Holdings(NAGH)可轉換特別股的公允價值提升，認列透過損益按公允價值衡量之金融資產利益 6.33 億元；EPS 1.53 元，QoQ-67.9%/YoY+138.1%，優於元大/市場預期 297.1%/20.5%。

2023 年地區別營收佔比如下：台灣 14%、韓國 33%、東南亞 6%、美國 40%、其他 6%。整體而言，亞洲市場/外銷市場各佔營收 46%/54%，地區別營收穩健分散。2023 年治療科別營收佔比如下：癌症 40%、中樞神經系統 27%、基礎醫護及生活品質 24%、女性健康 5%、腎臟科 4%。美時專注於開發癌症困難學名藥，預期未來癌症用藥營收佔比可維持高檔，支持高毛利率展望。

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	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,172	4,573	3,419	-25.2%	7.8%	3,262	3,401	4.8%	0.5%
營業毛利	1,399	2,648	1,423	-46.3%	1.7%	1,502	1,654	-5.2%	-14.0%
營業利益	356	1,482	143	-90.3%	-59.8%	294	547	-51.2%	-73.8%
稅前利益	295	1,566	508	-67.6%	72.4%	168	435	202.0%	16.9%
稅後淨利	168	1,246	400	-67.9%	138.6%	101	332	297.1%	20.5%
調整後 EPS (元)	0.64	4.77	1.53	-67.9%	138.1%	0.39	1.27	297.1%	20.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	44.1%	57.9%	41.6%	-16.3	-2.5	46.0%	48.6%	-4.4	-7.0
營業利益率	11.2%	32.4%	4.2%	-28.2	-7.0	9.0%	16.1%	-4.8	-11.9
稅後純益率	5.3%	27.2%	11.7%	-15.5	6.4	3.1%	9.8%	8.6	1.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q24 美國血癌藥重啟拉貨，預估營收/獲利季增 23%/126%

管理層表示 1Q24 美國血癌藥出貨量會年減，主因 1Q23 有推出 2.5mg、20mg 新劑量產品，2024 年則是正常的補貨週期，預估 1Q24 合併營收 42 億元，QoQ+22.8%/YoY-7.2%，由於血癌藥為高毛利率產品，出貨增加下，預期帶動 1Q24 毛利率達 57.9%，QoQ+16.3ppt/YoY-1.9ppt；預估 1Q24 EPS 3.46 元，QoQ+125.7%/YoY-24.4%，較前次下調 35.9%，主因下調 1Q24 血癌藥營收預估，且上調營業費用假設。管理層預期 2Q-3Q24 美國血癌藥出貨量會達到高峰，4Q24 也有可能出貨，但是要視 1Q-3Q24 出貨狀況而定，出貨速度會受到市場需求影響，年度出貨量較 2023 年有大幅增加，我們預估 2024 年血癌藥營收 45 億元，YoY+37.8%，是 2024 年營收主要成長動能，美國血癌藥營收佔比預估將從 2023 年的 19%提升至 2024 年的 25%，產品組合轉佳下，預期帶動合併毛利率自 2023 年的 55.3%成長至 2024 年的 58.9%。

圖 2：2024 年第 1 季獲利預估調整

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	4,524	3,419	4,200	22.8%	-7.2%	4,710	4,961	-10.8%	-15.3%
營業毛利	2,707	1,423	2,433	71.0%	-10.1%	3,052	3,002	-20.3%	-18.9%
營業利益	1,664	143	1,332	828.7%	-20.0%	1,993	1,903	-33.2%	-30.0%
稅前利益	1,505	508	1,189	134.0%	-21.0%	1,867	1,825	-36.3%	-34.9%
稅後淨利	1,194	400	903	125.7%	-24.4%	1,409	1,430	-35.9%	-36.9%
調整後 EPS (元)	4.57	1.53	3.46	125.7%	-24.4%	5.39	5.48	-35.9%	-36.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	59.8%	41.6%	57.9%	16.3	-1.9	64.8%	60.5%	-6.9	-2.6
營業利益率	36.8%	4.2%	31.7%	27.5	-5.1	42.3%	38.4%	-10.6	-6.7
稅後純益率	26.4%	11.7%	21.5%	9.8	-4.9	29.9%	28.8%	-8.4	-7.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2023 年推動 27 項產品上市，積極開發自主產品及授權引進新產品

2023 年美時取得 77 項藥證核准及 27 項產品上市，包括自主開發的困難學名藥 Lenalidomide、Nintedanib、Pomalidomide、Midostaurin、Vinorelbine 陸續在美國以外地區取證上市，Nintedanib、Midostaurin 也取得美國暫時性核可，顯示美時困難學名藥研發能力強。2023 年美時簽訂 25 項業務開發案(專案引進)及 29 項對外授權協議，業務開發案包括取得 NRX-101 共同開發與全球藥品銷售權，取得 2 項生物相似藥(denosumab、Ustekinumab)在亞太地區的銷售權，高門檻注射劑藥物 Leuprolide 與 semaglutide。

圖 3：2023 年美時主要營運成果

77 項藥證核准及 27 項產品上市		簽訂 25 項業務開發案及 29 項對外授權協議	
藥證核准 及 產品上市	Lenalidomide 在日本取得藥證並成功上市，在巴西及菲律賓也同步上市	業務開發	簽訂阿茲海默症藥品 ADLARITY 在亞洲的獨家授權
	Nintedanib 在加拿大取得藥證，並在美國取得暫時性核可		505(b)2 簽訂第一個且唯一的純 EPA omega3 處方藥物，由 VAZKEPA 亞洲獨家授權
	Pomalidomide 在加拿大取得藥證		取得 NRX-101 共同開發與全球藥品銷售權
	Zepzelca 取得台灣藥證，也是美時在台上市的首個新成分新藥		生物相似藥 取得生物相似藥 denosumab (可應用於 2 種適應症)亞洲銷售權
	Midostaurin 取得台灣藥證，並在美國取得暫時性核可		取得生物相似藥 Ustekinumab 在南韓的銷售權
	Vinorelbine 在越南取得藥證並第一上市		高門檻注射劑型藥物 Leuprolide 與 semaglutide
研發進展	5 項臨床試驗送件、7 個新專案啟動	對外授權	Nintedanib 授權給歐洲國際大藥廠
	研發中專案共計 22 項		Pomalidomide 授權給美國大藥廠

資料來源：公司資料

圖 4：2023 年美時在亞太市場與全球外銷市場核准上市產品

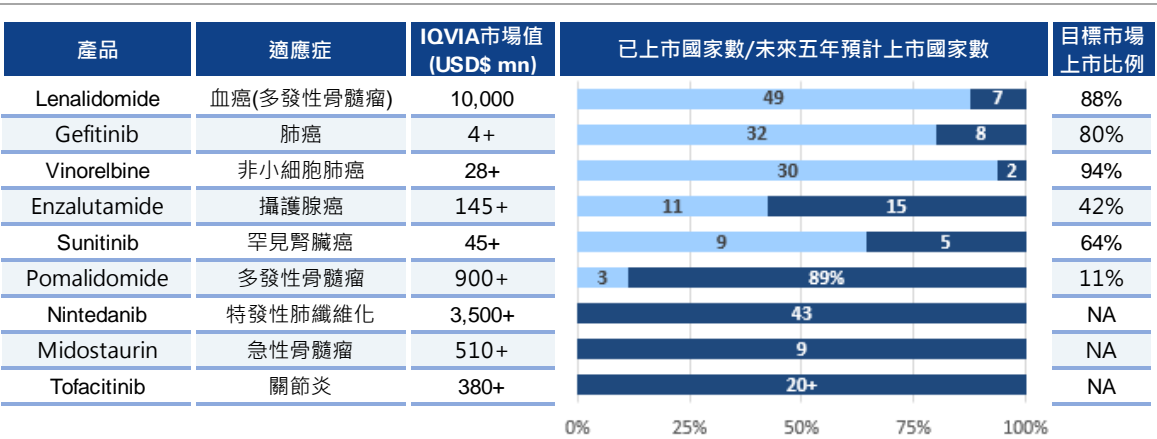
	亞太市場	全球外銷市場
1Q23	肺癌用藥 Vinorelbine 軟膠囊優先取得越南藥品管理局(DAV)核准上市	血癌用藥 Lenalidomide 增加取得 2.5mg 及 20mg 兩種劑型的美國 FDA 最終審查核可
	Lenalidomide 於菲律賓上市	
	口服避孕藥 Alyssa®於台灣上市	
	糖尿病用藥 Sitagliptin/Dapagliflozin 獲得韓國食品藥物管理局核可	
	帶狀皰疹後神經痛 GRALISE® SR 口服藥於韓國上市	
	標靶藥品 Bevacizumab(Avastin®之學名藥)於韓國上市	
2Q23	Lenalidomide 與骨質疏鬆症藥物 Teriparatide 於泰國上成功上市	Pomalidomide 於加拿大獲得核准
	Vinorelbine 於澳洲與紐西蘭上市	Enzalutamide 在巴西取得核准
	Zepzelca 在台灣獲得食藥署加速核准	
	Midostaurin 在台灣獲得食藥署核准	
3Q23	Lenalidomide 於日本取得 2.5mg 及 5mg 等 2 劑量之日本上市許可	肺癌用藥 Nintedanib 在加拿大取得藥證核准
	糖尿病藥物 Sitagliptin/Dapagliflozin 在韓國取得核准並成功上市	Pomalidomide 於南非上市
	帶狀皰疹後神經痛藥物 Gabapentin ER 於南韓正式上市	
4Q23	口服腫瘤軟膠囊 Vinorelbine 30mg 在越南獲得了藥證核准	Gefitinib 250 mg 則在哥倫比亞取得藥證
	胃癌用藥 Tegafur/Gimeracil/Oteracil Potassium 於香港取得核准	Pazopanib 200 mg 在南非取得許可

資料來源：公司資料

可關注 2025 年以後美國困難學名藥上市時程

美時即將上市產品合計潛在市場規模超過 155 億美元，除了現在已在美國上市的血癌藥 Lenalidomide 在限制量出貨下逐年成長至 2025 年無虞，其他值得關注的產品包括：1) 軟膠囊劑型血癌藥 Midostaurin (目標市場 5.1 億美元)已取得美國 FDA 暫定審查核可，目前美時已和原廠 Novartis 和解，預期未來會是在美國第一波上市的學名藥之一；2) 特發性肺纖維化用藥 Nintedanib (目標市場合計 35 億美元，其中美國市場規模約 18 億美元)已獲得 FDA 暫定審查核可，在美國市場的合作夥伴是 Sandoz，而在美國以外市場的合作夥伴可能是 Sandoz 或 Teva，預計 2H24 美時的 Nintedanib 學名藥會在不受專利限制的國家陸續上市。此外，目前原廠還沒對美時提出專利訴訟，如果順利的話，管理層預計於 2025 年以後可在美國及主要市場上市 Nintedanib 學名藥，美時和其合作夥伴將是在美國首波上市 Nintedanib 的學名藥廠；及 3) 血癌藥 Pomalidomide(目標市場 9 億美元)、Enzalutamide (目標市場 1.45 億美元)在美國以外市場的上市及銷售成長。

圖 5：美時自主研發產品之全球上市推展進度

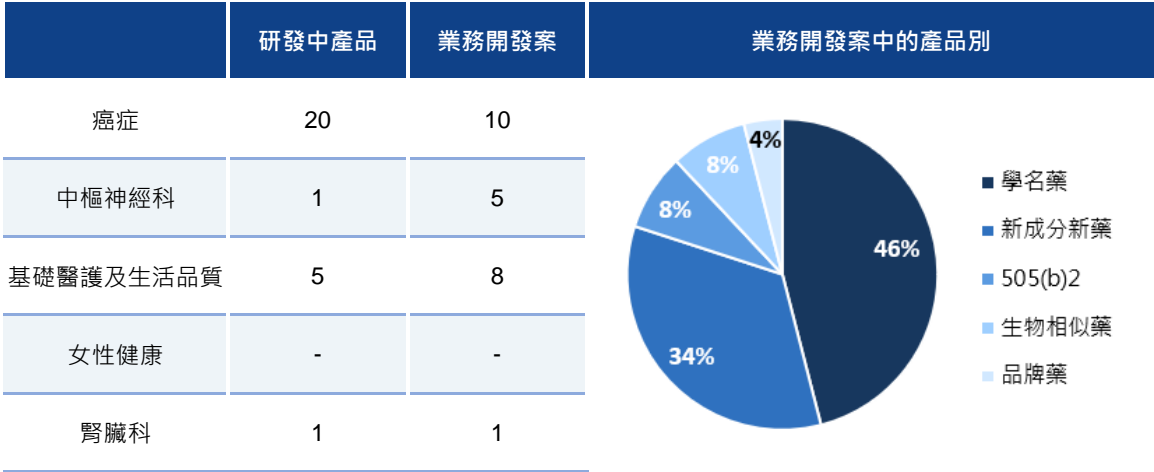


資料來源：公司資料

近期業務開發主軸在學名藥及新成分新藥，長期目標轉型成多元化複合型藥廠

美時過去被視為學名藥公司，但近年持續投資創新元素，包括新成分新藥、生物相似藥、品牌藥等多元產品線，專注於五大治療領域，包括癌症治療、中樞神經科(CNS)、基礎醫護及生活品質、女性健康、腎臟科，以品牌藥開拓通路，學名藥、505(b)2、生物相似藥作為多元主體產品，新成分新藥作為輔助增值產品。透過上述產品組合策略，美時不僅要具備研發、取證能力，也要掌握行銷能力，在亞太地區透過併購品牌藥、授權合作多元產品線，以拓展新通路，並優化產品組合，公司在台灣、韓國和泰國均設定了重點治療領域，例如台灣的骨質疏鬆症、肺癌、帕金森氏症、戒癮藥品及藥局通路，韓國的減重、帕金森氏症、腎臟病，及泰國的骨質疏鬆症等科別。美時目標轉型成多元化複合型藥廠，透過專案引進、共同開發、品牌併購，豐富產品線，達到分散風險、加強科室的效果。有新增心血管、眼科、基礎醫護、專科醫療領域產品線。業務開發案中的產品別：學名藥 46%、新成分新藥 34%、生物相似藥 8%、505(b)2 新藥 8%、品牌藥 4%。

圖 6：美時透過自主研發與堅實的業務開發能力，建構多元產品布局



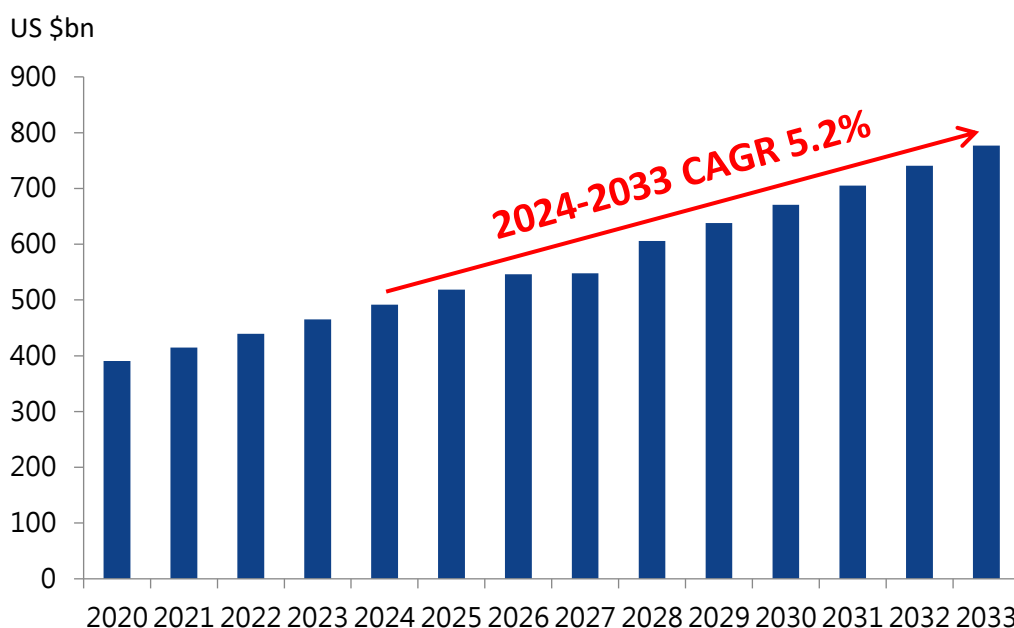
資料來源：公司資料

產業概況

癌症、免疫疾病用藥為學名藥/生物相似藥研發重心

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，原廠藥專利到期後，低價學名藥取代原廠藥可節省醫療支出，根據 Precedence Research，2023 年全球學名藥市場規模為 4,650 億美元，2024-2033 年複合成長率為 5.2% (圖 7)。癌症、免疫疾病為全球前兩大醫療支出治療領域，在暢銷藥排行上比重高，癌症及免疫疾病適應症在 2022 年前 15 大暢銷藥排行/2028 年預估前十大暢銷藥排行中，合計分別佔 53%/70%，隨著相關原廠藥專利到期，也是學名藥/生物相似藥主要銷售成長重心。

圖 7：全球學名藥市場規模預估



資料來源：Precedence Research、元大投顧

廠商可挑戰 PIV 學名藥，在原廠專利到期前賺取超額利潤

一般學名藥取證及上市，都是發生在原廠藥專利到期後，使得多數藥品具 5 家以上學名藥供應商，價格競爭激烈。不過 1984 年美國頒布藥品價格競爭與專利期補償法案(Drug Price Competition and Patent Term Restoration Act)，又稱為 Hatch-Waxman 法案，讓學名藥廠可在原廠藥專利到期前，向美國 FDA 申請 PIV 學名藥藥證(ANDA)，學名藥廠需在 ANDA 中提供原廠專利無效或未受該學名藥產品侵犯的證明文件(certification)，並同時通知原廠，若原廠在 45 天內對學名藥廠提起侵權訴訟，FDA 最終許可將自動推遲 30 個月，期間 FDA 仍可給學名藥廠「暫時許可」。學名藥廠在取得最終許可後，將會評估其在專利訴訟上是否有勝算，來決定是否冒風險上市。此外，第一家向 FDA 提交 ANDA 的公司擁有該學名藥上市後 180 天獨家銷售權。由於挑戰 PIV 學名藥廠商須具專利訴訟團隊，競爭較少，常見廠商包括 Alvogen、Dr. Reddy、Hikma、Par pharma。台廠如美時、中化生，專注於利基學名藥開發，掌握製劑或原料藥生產技術，與國際廠商結盟。

重磅藥原廠專利陸續到期，仿製藥商機可期

圖 8 列出 2023-2030 年關鍵專利到期之重磅藥物，癌症、免疫疾病適應症合計佔比仍達 50%以上，在 2025 年前以類風濕性關節炎等免疫疾病藥物為主要專利到期的藥品，2026 年以後癌症免疫療法為仿製藥重要市場。美時與 Alvogen 集團強強結盟，積極搶攻 PIV 學名藥市場，可在原廠藥專利到期前上市，近年成功取得 gSuboxone、gRevlimid 美國藥證。根據美時/Alvogen 與原廠 BMS 和解協議，已於 2022 年 9 月在美國上市 gRevlimid，從上市到 2026 年 1 月底前，在限量出貨下，每 12 個月遞增一定市佔率至不超過 10%，中長期成長動能無虞。此外，美時也授權引進多項生物相似藥在亞太的銷售權，包括 Bevacizumab、Trastuzumab、Adalimumab、Darbepoetin alfa，為成長動能之一。台康專注於開發一系列以 HER2 為標靶的生物相似藥，並授權國際生物相似藥廠商 Sandoz 銷售，旗下 Herceptin 生物相似藥可望於 2024 年在歐美上市。此外，台康也計畫跨入癌症免疫療法藥物之生物相似藥開發，研發產品線將新增 4 款生物相似藥候選藥，瞄準 2026-2030 年癌症免疫療法重磅藥物專利到期後，生物相似藥的龐大商機。

圖 8：2023-2030 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

外銷困難學名藥開發、亞洲產品組合優化為成長雙引擎，維持買進評等

2023 年戒毒藥營收達 37 億元，YoY+12.4%，優於原先預期，上調 2024/2025 年營收預估 4.1%/7.0% 至 181.7 億元/203.2 億元，YoY+7.1%/+11.9%，不過戒毒藥毛利率較低，下調 2024/2025 年毛利率假設 3.4ppt/3.8ppt 至 58.9%/62.2%，加上營業費用展望高於原先預期，故下調 2024/2025 年 EPS 預估 7.4%/2.2%至 15.94 元/20.58 元，YoY+1.4%/+29.1%。公司持續透過自主開發、專案引進、併購品牌藥來豐富產品線，以達到分散風險、加強科室的效果，目標轉型成多元化複合型藥廠，兼具獲利穩定度及成長性，維持 20 倍目標本益比，以 2024 年預估 EPS 15.94 元，推得目標價 320 元。美時優異的研發能力，配合 Alvogen 集團行銷、專利訴訟團隊資源，使其得以在國際學名藥市場嶄露頭角，且美時 EPS 成長性優於國際學名藥廠同業，評價可望朝印度學名藥廠同業 20 倍以上本益比靠攏，因此我們給予美時 20 倍本益比評價尚屬合理。

圖 9：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	18,169	17,448	20,324	18,996	4.1%	7.0%
營業毛利	10,696	10,859	12,416	12,329	-1.5%	0.7%
營業利益	6,032	6,493	7,575	7,792	-7.1%	-2.8%
稅前利益	5,461	5,991	7,004	7,290	-8.8%	-3.9%
稅後淨利	4,164	4,498	5,375	5,498	-7.4%	-2.2%
調整後 EPS (元)	15.94	17.22	20.58	21.05	-7.4%	-2.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	58.9%	62.2%	61.1%	64.9%	-3.4	-3.8
營業利益率	33.2%	37.2%	37.3%	41.0%	-4.0	-3.7
稅後純益率	22.9%	25.8%	26.4%	28.9%	-2.9	-2.5

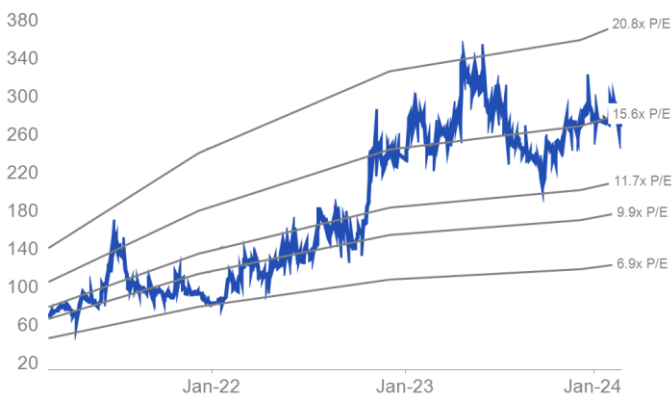
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：美時產品別營收預估

地區/國家	2023 年		2024 年		2025 年		說明
	營收 (NT\$ mn)	YoY	營收 (NT\$ mn)	YoY	營收 (NT\$ mn)	YoY	
戒毒癮舌下片 Buprenorphine /Naloxone	3,702	12.4%	3,866	4.4%	3,866	0.0%	戒毒藥營收高峰已過，但美時無須負擔該產品行銷費用，仍是不錯的現金流來源。
血癌藥 Lenalidomide	3,267	28.1%	4,500	37.8%	6,000	33.3%	血癌藥毛利率達 70%以上，高於公司平均，該產品營收佔比提升可改善毛利率及營業利益率。
其他	9,990	13.6%	9,803	-1.9%	10,458	6.7%	其他營收主要來自亞太地區，在健保降價壓力下，美時持續推出新產品以維持一定營收貢獻。
合計	16,959	15.9%	18,169	7.1%	20,324	11.9%	

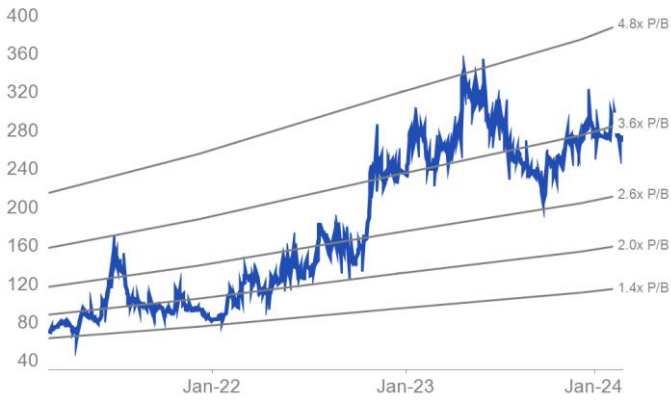
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：12 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 13：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
美時	1795 TT	買進	275.5	2,281	15.72	15.94	20.58	17.5	17.3	13.4	35.6	1.4	29.1
國外同業													
Dr. Reddy' s	DRRD IN	未評等	6134.9	11,729	271.5	307.0	319.2	22.6	20.0	19.2	106.8	13.1	4.0
Sun Pharma	SUNP IN	未評等	1548.5	39,492	35.3	38.5	45.1	43.9	40.2	34.3	158.9	9.0	17.3
Cipla	CIPLA IN	未評等	1435.7	13,302	34.7	49.3	54.7	41.4	29.1	26.3	11.3	41.9	11.0
Glenmark	GNP IN	未評等	920.7	3,025	(6.0)	33.4	44.7	--	27.5	20.6	--	--	33.7
Hikma	HIK LN	未評等	1890.0	5,247	165.1	167.7	180.0	11.4	11.3	10.5	138.0	1.5	7.3
國外同業平均					100.1	119.2	128.7	29.8	25.6	22.2	103.7	16.4	14.7
國內同業													
東洋	4105 TT	未評等	81.4	621	4.5	5.4	6.7	17.9	15.0	12.2	3.2	19.4	23.0
保瑞	6472 TT	買進	620.0	2,132	30.8	27.3	43.7	20.1	22.7	14.2	116.1	(11.4)	59.9
國內同業平均					17.7	16.4	25.2	19.0	18.9	13.2	59.6	4.0	41.4

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 14：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
美時	1795 TT	買進	275.5	2,281	23.7	20.6	22.1	66.37	77.58	93.31	4.2	3.6	3.0
國外同業													
Dr. Reddy' s	DRRD IN	未評等	6134.9	11,729	21.2	19.5	17.3	1402.5	1640.7	1909.4	4.4	3.7	3.2
Sun Pharma	SUNP IN	未評等	1548.5	39,492	16.6	15.4	16.1	233.4	251.1	295.2	6.6	6.2	5.3
Cipla	CIPLA IN	未評等	1435.7	13,302	13.5	15.6	15.2	290.1	329.9	375.3	5.0	4.4	3.8
Glenmark	GNP IN	未評等	920.7	3,025	11.5	10.6	10.4	335.6	416.8	459.2	2.7	2.2	2.0
Hikma	HIK LN	未評等	1890.0	5,247	21.4	19.3	19.3	851.3	950.1	1055.7	2.2	2.0	1.8
國外同業平均					16.8	16.1	15.7	622.6	717.7	819.0	4.2	3.7	3.2
國內同業													
東洋	4105 TT	未評等	81.4	621	17.6	19.3	20.8	23.9	26.1	--	3.4	3.1	--
保瑞	6472 TT	買進	620.0	2,132	37.1	28.1	33.6	83.0	97.3	130.1	7.5	6.4	4.8
國內同業平均					27.4	23.7	27.2	53.4	61.7	130.1	5.4	4.7	4.8

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 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

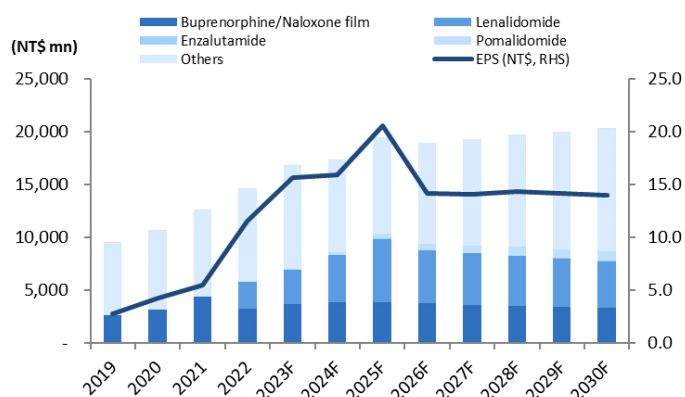
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	4,524	4,442	4,573	3,419	4,200	4,961	5,003	4,005	16,958	18,169
銷貨成本	(1,816)	(1,836)	(1,925)	(1,996)	(1,767)	(1,912)	(1,935)	(1,860)	(7,574)	(7,473)
營業毛利	2,707	2,606	2,648	1,423	2,433	3,049	3,068	2,145	9,384	10,696
營業費用	(1,044)	(992)	(1,166)	(1,280)	(1,102)	(1,107)	(1,141)	(1,315)	(4,481)	(4,664)
營業利益	1,664	1,614	1,482	143	1,332	1,942	1,927	831	4,903	6,032
業外利益	(159)	(90)	84	365	(143)	(142)	(143)	(143)	200	(571)
稅前純益	1,505	1,524	1,566	508	1,189	1,800	1,784	688	5,103	5,461
所得稅費用	(311)	(258)	(320)	(108)	(286)	(418)	(414)	(179)	(997)	(1,297)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	1,194	1,266	1,246	400	903	1,382	1,370	509	4,106	4,164
調整後每股盈餘(NT\$)	4.58	4.85	4.76	1.53	3.46	5.29	5.25	1.95	15.72	15.94
調整後加權平均股數(百萬股)	261	261	261	261	261	261	261	261	261	261
重要比率										
營業毛利率	59.9%	58.7%	57.9%	41.6%	57.9%	61.5%	61.3%	53.6%	55.3%	58.9%
營業利益率	36.8%	36.3%	32.4%	4.2%	31.7%	39.2%	38.5%	20.7%	28.9%	33.2%
稅前純益率	33.3%	34.3%	34.3%	14.9%	28.3%	36.3%	35.7%	17.2%	30.1%	30.1%
稅後純益率	26.4%	28.5%	27.2%	11.7%	21.5%	27.9%	27.4%	12.7%	24.2%	22.9%
有效所得稅率	20.6%	16.9%	20.5%	21.3%	24.1%	23.2%	23.2%	26.0%	19.5%	23.8%
季增率(%)										
營業收入	42.6%	-1.8%	3.0%	-25.2%	22.8%	18.1%	0.8%	-19.9%		
營業利益	366.9%	-3.0%	-8.1%	-90.4%	831.5%	45.8%	-0.8%	-56.9%		
稅後純益	612.3%	6.0%	-1.6%	-67.9%	125.8%	53.0%	-0.9%	-62.8%		
調整後每股盈餘	615.6%	5.9%	-1.9%	-67.9%	125.9%	53.1%	-0.9%	-62.8%		
年增率(%)										
營業收入	43.1%	52.6%	-15.1%	7.8%	-7.2%	11.7%	9.4%	17.1%	15.9%	7.1%
營業利益	166.9%	229.1%	-43.9%	-59.9%	-19.9%	20.4%	30.0%	481.1%	19.3%	23.0%
稅後純益	167.6%	286.3%	-40.1%	138.6%	-24.4%	9.2%	10.0%	27.3%	35.9%	1.4%
調整後每股盈餘	166.3%	284.9%	-40.3%	139.1%	-24.5%	9.1%	10.2%	27.5%	35.6%	1.4%

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

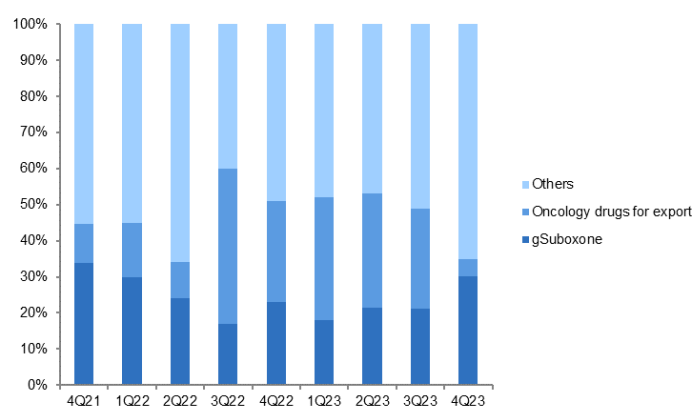
美時化學製藥成立於 1966 年，專注於困難學名藥研發、生產及銷售，係以台灣為基地供應全球市場之學名藥廠，產品線涵蓋抗癌藥、減肥藥、中樞神經用藥等，並以錠劑、膠囊為主。公司擁有亞洲公認的一流研發和製造平台，並在美國、歐洲、日本、中國和巴西等市場建立了合作夥伴關係，是台灣唯一同時獲得美國 FDA、歐盟 EMA、日本 PDMA、中國 FDA、及巴西 ANVISA 認證的藥廠。公司透過內部研發和合作授權，投資高門檻的腫瘤用藥、複雜學名藥以及 505(b)2 和 NCE 組成的多元化最佳產品組合，並在戰略合作夥伴的支持下加強生物相似藥產品，以加強其產品組合競爭力。

圖 16：美時產品營收及 EPS 預估



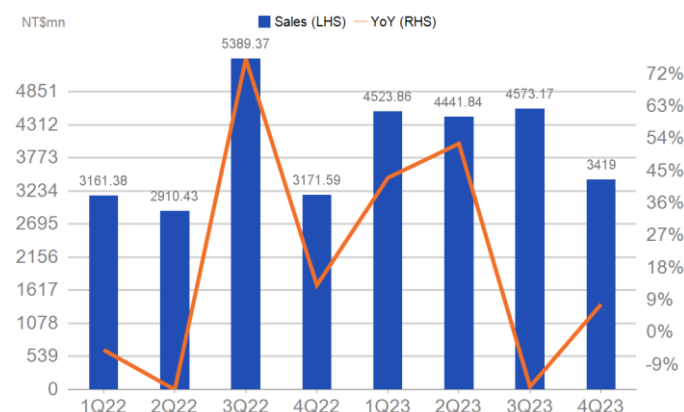
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：營收組成



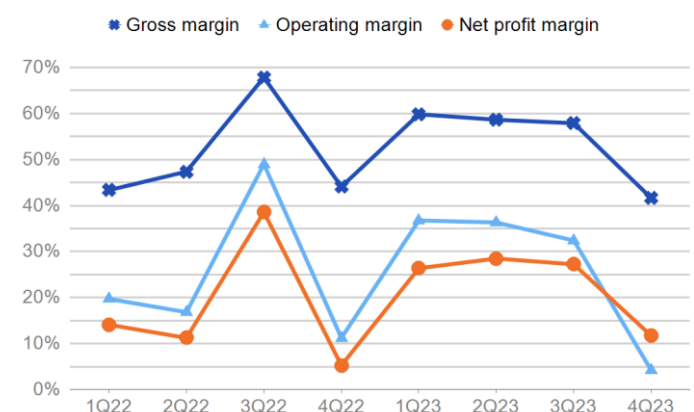
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



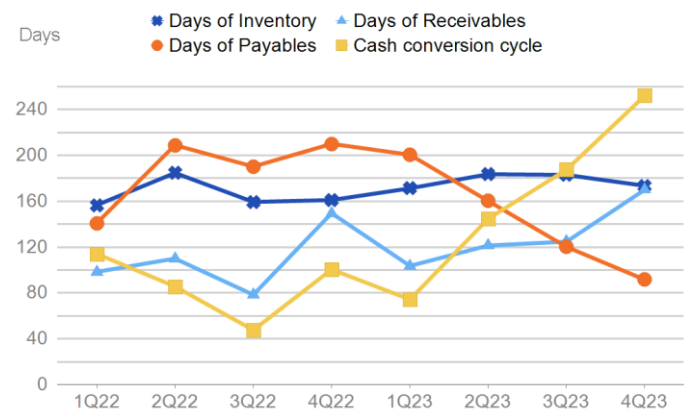
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



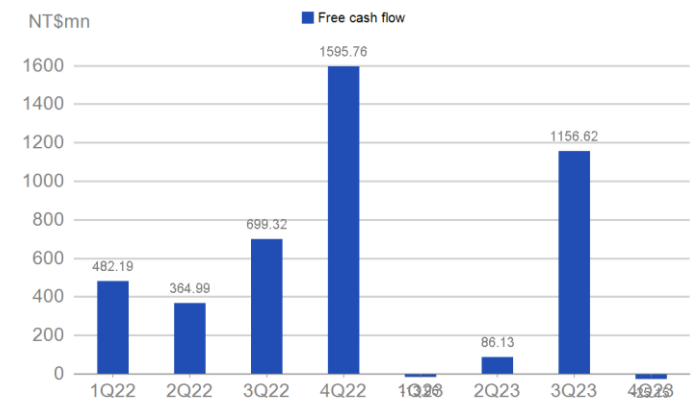
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：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**：美時整體的 ESG 風險評級屬高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名排行於落後的位置，在製藥行業中的公司中排名亦為落後同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：美時的整體曝險屬於中等水準，與製藥行業的平均水準相當。美時較需要改善的 ESG 議題包含公司品管、商業道德、公司基本福利等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：美時在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。美時的 ESG 的揭露較少，表明對投資者和公眾的問責制不足，並缺乏管理與其重大 ESG 問題相關的風險的政策和計劃。儘管如此，美時並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 22：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	37.9
在 ESG 議題上的曝險 (A)	51.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	27.6
風險評級	高 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	90

資料來源：Sustainalytics (2024/3/19)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

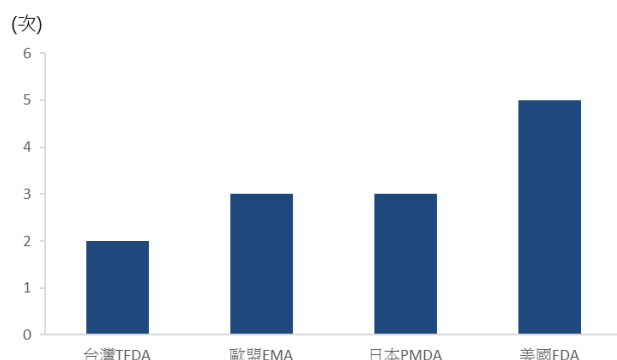
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

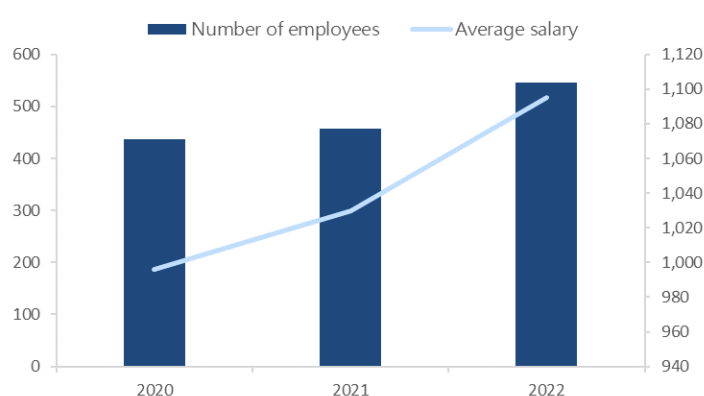
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 23：美時生產廠通過各國法規單位查廠次數



資料來源：公司資料

圖 24：非擔任主管職務之全時員工人數及薪資平均



資料來源：公司資料

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	1,606	1,983	1,771	4,262	8,357
存貨	3,073	3,330	3,775	4,088	4,346
應收帳款及票據	3,184	4,392	6,255	6,592	6,669
其他流動資產	471	955	851	851	851
流動資產	8,333	10,661	12,653	15,793	20,223
採用權益法之投資	0	0	464	464	464
固定資產	2,542	3,047	3,258	2,312	1,263
無形資產	9,449	12,983	13,035	13,771	14,507
其他非流動資產	898	2,835	3,583	3,583	3,583
非流動資產	12,889	18,865	20,339	20,129	19,816
資產總額	21,222	29,526	32,992	35,922	40,039
應付帳款及票據	748	1,403	671	726	790
短期借款	820	156	510	510	510
什項負債	2,759	4,334	3,343	3,343	3,343
流動負債	4,326	5,893	4,524	4,580	4,644
長期借款	4,667	8,596	9,519	9,465	9,410
其他負債及準備	1,160	1,169	1,614	1,614	1,614
長期負債	5,827	9,765	11,134	11,079	11,025
負債總額	10,153	15,658	15,658	15,659	15,668
股本	2,628	2,626	2,650	2,650	2,650
資本公積	8,039	7,534	7,131	7,131	7,131
保留盈餘	1,701	4,823	8,900	11,829	15,937
什項權益	(1,299)	(1,116)	(1,347)	(1,347)	(1,347)
歸屬母公司之權益	11,069	13,868	17,334	20,263	24,371
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	11,069	13,868	17,334	20,263	24,371

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	1,403	3,021	4,106	4,164	5,375
折舊及攤提	759	937	1,211	1,356	1,460
本期營運資金變動	(1,104)	69	(3,077)	(594)	(271)
其他營業資產 及負債變動	(939)	(307)	(625)	0	0
營運活動之現金流量	120	3,719	1,614	4,927	6,564
資本支出	(573)	(577)	(411)	(411)	(411)
本期長期投資變動	0	0	(2,849)	(736)	(736)
其他資產變動	(1,004)	(4,079)	(625)	0	0
投資活動之現金流量	(1,577)	(4,656)	(3,249)	(1,147)	(1,147)
股本變動	174	(2)	1	0	0
本期負債變動	(88)	2,410	2,416	(55)	(55)
現金增減資	1,414	0	0	0	0
支付現金股利	(92)	(506)	(906)	(1,235)	(1,267)
其他調整數	255	(640)	(108)	0	0
融資活動之現金流量	1,663	1,262	1,403	(1,289)	(1,322)
匯率影響數	(90)	53	20	0	0
本期產生現金流量	116	378	(213)	2,491	4,095
自由現金流量	(453)	3,142	1,204	4,516	6,153

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	12,649	14,633	16,958	18,169	20,324
銷貨成本	(7,009)	(6,827)	(7,574)	(7,473)	(7,909)
營業毛利	5,640	7,806	9,384	10,696	12,416
營業費用	(3,345)	(3,695)	(4,481)	(4,664)	(4,841)
推銷費用	(1,809)	(2,125)	(2,540)	(2,648)	(2,760)
研究費用	(596)	(520)	(721)	(720)	(720)
管理費用	(906)	(1,053)	(1,224)	(1,296)	(1,360)
其他費用	(34)	3	4	0	0
營業利益	2,295	4,111	4,903	6,032	7,575
利息收入	5	4	32	60	60
利息費用	(267)	(356)	(557)	(631)	(631)
利息收入淨額	(261)	(353)	(526)	(571)	(571)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(119)	(81)	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(45)	263	726	0	0
稅前純益	1,870	3,940	5,103	5,461	7,004
所得稅費用	(467)	(919)	(997)	(1,297)	(1,629)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	1,403	3,021	4,106	4,164	5,375
稅前息前折舊攤銷前淨利	2,926	5,260	6,114	7,389	9,035
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.50	11.59	15.72	15.94	20.58

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	17.9	15.7	15.9	7.1	11.9
營業利益	42.3	79.1	19.3	23.0	25.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	24.7	79.7	16.3	20.9	22.3
稅後純益	36.3	115.3	35.9	1.4	29.1
調整後每股盈餘	30.2	110.8	35.6	1.4	29.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	44.6	53.4	55.3	58.9	61.1
營業利益率	18.2	28.1	28.9	33.2	37.3
稅前息前淨利率	12.7	24.5	28.9	33.2	37.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	23.1	35.9	36.1	40.7	44.5
稅前純益率	14.8	26.9	30.1	30.1	34.5
稅後純益率	11.1	20.6	24.2	22.9	26.5
資產報酬率	6.9	11.9	13.1	12.1	14.2
股東權益報酬率	14.2	24.2	23.7	20.6	22.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	91.7	112.9	90.3	77.3	64.3
淨負債權益比(%)	35.1	48.8	47.7	28.2	6.4
利息保障倍數 (倍)	8.0	12.1	10.2	9.7	12.1
流動比率 (%)	192.6	180.9	279.7	344.8	435.5
速動比率 (%)	121.6	124.4	196.2	255.6	341.9
淨負債 (NT\$百萬元)	3,881	6,769	8,259	5,713	1,563
調整後每股淨值 (NT\$)	42.12	52.81	66.37	77.58	93.31
評價指標 (倍)					
本益比	50.1	23.8	17.5	17.3	13.4
股價自由現金流量比	--	22.9	59.7	15.9	11.7
股價淨值比	6.5	5.2	4.2	3.6	3.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	24.6	13.7	11.8	9.7	8.0
股價營收比	5.7	4.9	4.2	4.0	3.5

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。

美時 (1795 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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

© {2024} 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>.