

台耀 (4746 TT) Formosa Laboratories

原料藥穩定成長，自有針劑學名藥為下一動能

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$145.0

收盤價 (2024/03/29) : NT\$107.5

隱含漲幅 : 34.9%

營收組成 (4Q23)

膽固醇磷酸鹽結合劑 37%、維他命 D 衍生物 16%、CDMO 代工 11%、呼吸系統用藥 11%、其他 25%。

本次報告更新重點

| 項目 | 本次 | 前次 |
|-------------------|-------|-------|
| 評等 | 買進 | 買進 |
| 目標價 (NT\$) | 145.0 | 155.0 |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 5.1 | 5.3 |
| 2024年EPS | 5.0 | 7.2 |

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值 | NT\$12,930百萬元 |
| 外資持股比率 | 7.5% |
| 董監持股比率 | 11.0% |
| 調整後每股淨值 (2023F) | NT\$65.91 |
| 負債比 | 39.8% |
| 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 | 3,766 | 4,360 | 5,089 | 5,770 |
| 營業利益 | 163 | 675 | 1,034 | 1,343 |
| 稅後純益 | 409 | 126 | 596 | 1,059 |
| EPS (元) | 3.40 | 1.05 | 4.95 | 8.80 |
| EPS YoY (%) | -68.8 | -69.2 | 371.9 | 77.7 |
| 本益比 (倍) | 31.6 | 102.4 | 21.7 | 12.2 |
| 股價淨值比 (倍) | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| ROE (%) | 2.8 | 1.7 | 7.5 | 12.3 |
| 現金殖利率 (%) | 0.9% | 1.9% | 2.8% | 4.9% |
| 現金股利 (元) | 1.00 | 2.00 | 2.97 | 5.28 |

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 本業優於預期 41%，惟業外損失較多，使 EPS 低於預期 32%。

◆ 3 月將認列新藥里程碑金，預期帶動 1Q24 營業利益季增 7.5%。

◆ 自有針劑學名藥為下一動能；維持 20 倍目標本益比，以 2024 年本業 EPS 預估 7.19 元，推得目標價 145 元。

4Q23 本業優於預期 41%，惟業外損失使 EPS 低於預期 32%

台耀 4Q23 營收 12.12 億元，QoQ+7.4%/YoY+13.5%，季增主因膽固醇磷酸鹽結合劑新產能開始貢獻營收；毛利率 43.4%，QoQ+0.3ppt/YoY+1.6ppt，優於預期 0.2ppt；4Q23 針對年結獲利狀況調整各項估列費用，營業費用 2.91 億元較低，使得營業利益 2.35 億元，QoQ+59.1%/YoY+124.7%，優於預期 41%；業外認列外幣兌換損失 7,652 萬元、透過損益按公允價值衡量之金融資產利益 5,237 萬元，或有對價衡量損失 3,453 萬元，合計業外支出 6,733 萬元，劣於預期，使得 EPS 1.52 元，QoQ 虧轉盈/YoY-44.0%，低於元大/市場預期 32.1%/42.5%。

3 月將認列新藥里程碑金，預期帶動 1Q24 營業利益季增 7.5%

雖然 1Q24 原料藥出貨較少，但子公司台新藥旗下眼科新藥 APP13007 於 3/4 取得美國藥證，將認列 200 萬美元簽約金及 200 萬美元開發里程碑金，該營收將併入台耀合併報表，故上修 1Q24 營收 1.1%至 11.76 億元，QoQ-3.0%/YoY+26.2%；上調毛利率 5.8ppt 至 49.3%，同步上調營業利益預估 40%至 2.53 億元，QoQ+7.5%/YoY+88.5%；台康股價下跌，台耀持有台康 6%股權，業外將認列金融資產損失 2.5 億元，預估 1Q24 每股虧損 0.36 元。

原料藥穩定成長，自有針劑學名藥為下一動能

歐美降血磷藥 Sevelamer 需求穩定成長，中國客戶陸續取得學名藥證並出貨，訂單滿載，預估 1Q24-3Q24 膽固醇磷酸鹽結合劑營收將成長 15%。維生素 D 衍生物客戶將有新產品推出，預估 2024 年營收成長 5%。自有針劑學名藥 Eribulin 預估 3Q24 取得美國藥證後，可望成為在美國第一個上市的學名藥，市佔率可達 20%以上，預估 2025 年 Eribulin 美國市場將貢獻營收 3.36 億元。由於業外評價損失，下調 2024 年 EPS 31%至 4.95 元。預估 2024/25 年台耀本業 EPS 7.19 元/9.04 元，下調 6.5%/上調 2.6%，年增 11%/26%，Eribulin 針劑學名藥為下一動能，維持 20 倍目標本益比，以 2024 年本業 EPS 7.19 元，推得目標價 145 元，維持買進評等。

營運分析

4Q23 營業利益優於預期 41%，惟業外支出較多，EPS 低於預期 32%

台耀 4Q23 營收 12.12 億元，QoQ+7.4%/YoY+13.5%，季增主因膽固醇磷酸鹽結合劑新產能開始貢獻營收；毛利率 43.4%，QoQ+0.3ppt/YoY+1.6ppt，優於預期 0.2ppt；4Q 針對年結獲利狀況調整各項估列費用，營業費用 2.91 億元較低，使得營業利益 2.35 億元，QoQ+59.1%/YoY+124.7%，優於預期 41%；業外認列外幣兌換損失 7,652 萬元、透過損益按公允價值衡量之金融資產利益 5,237 萬元、或有對價衡量損失 3,453 萬元，合計業外支出 6,733 萬元，劣於預期，使得 EPS 1.52 元，QoQ 虧轉盈/YoY-44.0%，低於元大/市場預期 32.1%/42.5%。

2023 年產品別營收佔比(營收 YoY)如下：膽固醇磷酸鹽結合劑 36% (YoY+22%)、維生素 D 衍生物 18% (YoY+15%)、CDMO 12% (YoY-4%)、呼吸系統用藥 11% (YoY+34%)、抗癌活性成份 6% (YoY+121%)、消炎止痛劑 5% (YoY-8%)、其他 12% (YoY-4%)。

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 | 1,068 | 1,129 | 1,212 | 7.4% | 13.5% | 1,205 | 1,200 | 0.6% | 1.0% | |
| 營業毛利 | 447 | 487 | 526 | 8.0% | 17.7% | 520 | 532 | 1.2% | -1.0% | |
| 營業利益 | 105 | 148 | 235 | 59.1% | 124.7% | 167 | 183 | 41.0% | 28.6% | |
| 稅前利益 | 316 | (100) | 168 | - | -46.8% | 266 | 282 | -36.8% | -40.5% | |
| 稅後淨利 | 326 | (115) | 183 | - | -44.0% | 269 | 317 | -32.1% | -42.5% | |
| 調整後 EPS (元) | 2.71 | (0.95) | 1.52 | - | -44.0% | 2.24 | 2.64 | -32.1% | -42.5% | |
| 重要比率 (%) | | | 百分點 | | 百分點 | | 百分點 | | 百分點 | |
| 營業毛利率 | 41.8% | 43.1% | 43.4% | 0.3 | 1.6 | 43.1% | 44.3% | 0.2 | -0.9 | |
| 營業利益率 | 9.8% | 13.1% | 19.4% | 6.3 | 9.6 | 13.8% | 15.3% | 5.6 | 4.2 | |
| 稅後純益率 | 30.5% | -10.1% | 15.1% | - | -15.5 | 22.3% | 26.4% | -7.2 | -11.4 | |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

3 月子公司將認列新藥里程碑金，預期帶動 1Q24 營業利益季增 7.5%

台耀 2024 年 1-2 月累計營收 5.7 億元，達成我們季財測 47%，進度落後，主因農曆春節在 2 月月中，可生產原料藥的時間較少，使膽固醇磷酸鹽結合劑出貨較少，雖然 2 月可能有部分訂單遞延至 3 月，但 1Q24 原料藥出貨狀況仍低於預期，不過子公司台新藥旗下眼科新藥 APP13007 於 3/4 取得美國藥證，將認列 200 萬美元簽約金及 200 萬美元開發里程碑金，該營收將併入台耀合併報表，故上修 1Q24 營收 1.1%至 11.76 億元，QoQ-3.0%/YoY+26.2%；因簽約金和里程碑金的毛利率達 100%，上調毛利率 5.8ppt 至 49.3%，同步上調營業利益預估 40%至 2.53 億元，QoQ+7.5%/YoY+88.5%；不過台康股價下跌，台耀持有台康 6%股權，預期業外將認列金融資產損失 2.5 億元，預估 1Q24 每股虧損 0.36 元，QoQ 盈轉虧。

圖 2：2024 年第 1 季獲利預估調整

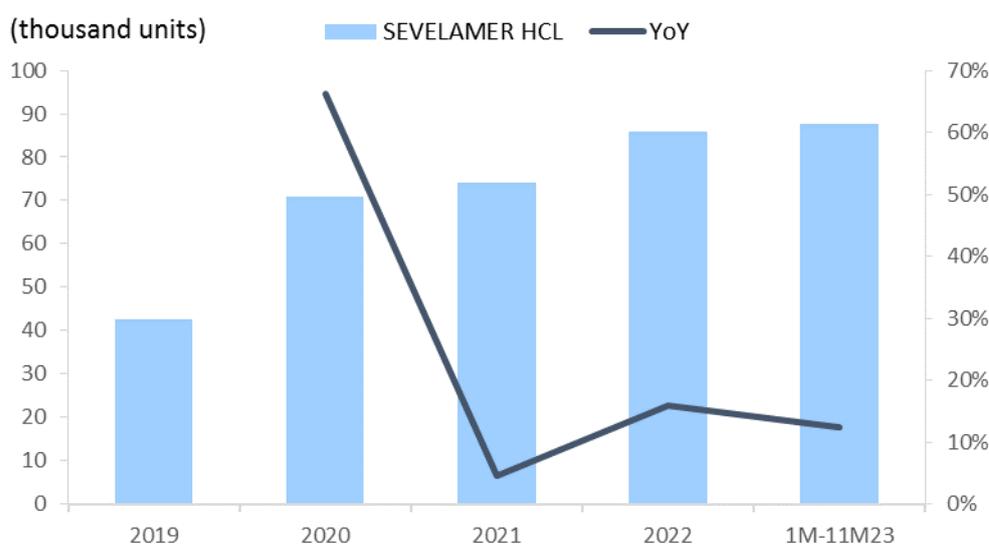
| (百萬元) | 1Q23A | 4Q23A | 1Q24F | 季增率 | 年增率 | 1Q24F | | 預估差異 | | |
|-------------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 | |
| 營業收入 | 932 | 1,212 | 1,176 | -3.0% | 26.2% | 1,163 | 1,096 | 1.1% | 7.3% | |
| 營業毛利 | 412 | 526 | 580 | 10.3% | 40.9% | 507 | 487 | 14.5% | 19.2% | |
| 營業利益 | 134 | 235 | 253 | 7.5% | 88.5% | 181 | 174 | 40.1% | 45.7% | |
| 稅前利益 | (26) | 168 | 17 | -89.8% | - | 177 | 208 | -90.3% | -91.7% | |
| 稅後淨利 | (25) | 183 | (43) | - | - | 187 | 192 | - | - | |
| 調整後 EPS (元) | (0.21) | 1.52 | (0.36) | - | - | 1.55 | 1.60 | - | - | |
| 重要比率 (%) | | | 百分點 | | 百分點 | | 百分點 | | 百分點 | |
| 營業毛利率 | 44.2% | 43.4% | 49.3% | 6.0 | 5.2 | 43.6% | 44.4% | 5.8 | 4.9 | |
| 營業利益率 | 14.4% | 19.4% | 21.5% | 2.1 | 7.1 | 15.5% | 15.8% | 6.0 | 5.7 | |
| 稅後純益率 | -2.7% | 15.1% | -3.7% | - | - | 16.1% | 17.5% | - | - | |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

膽固醇磷酸鹽結合劑新產能滿載供應，預計 2024 年將成長雙位數

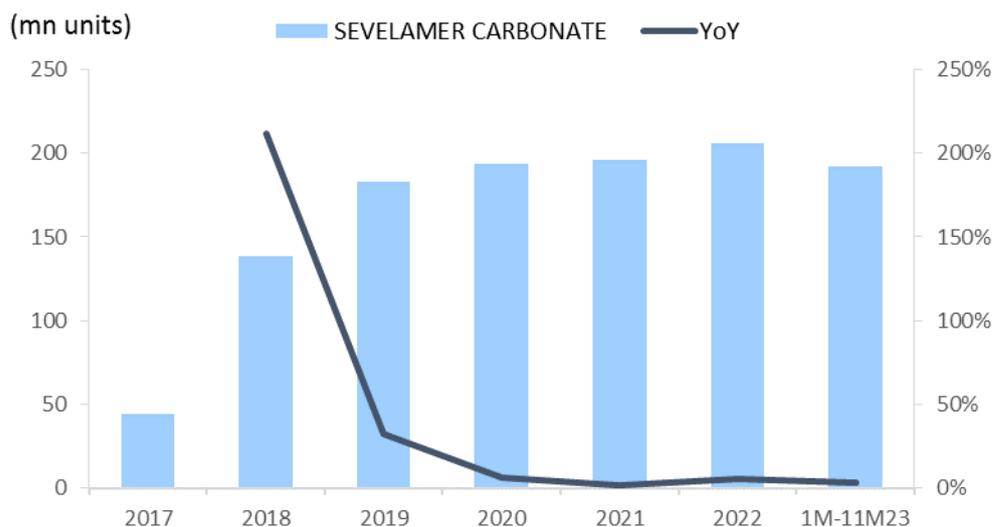
膽固醇磷酸鹽結合劑約 70-80% 營收來自降血磷藥 Sevelamer，目前降血磷藥學名藥市佔率達 90%，而 Sevelamer 在整體降血磷藥市場份額亦有所提升，台耀作為 Sevelamer 學名藥原料藥的最大供應商，受惠於此趨勢，2023 年 Sevelamer 客戶陸續取得中國藥證並出貨，中國客戶需求就佔據台耀膽固醇磷酸鹽結合劑 15% 產能，4Q23 膽固醇磷酸鹽結合劑因應需求擴充 20%，訂單滿載，目前膽固醇磷酸鹽結合劑營收佔比約 36%，預計新產能貢獻下，預估 1Q24-3Q24 膽固醇磷酸鹽結合劑營收將成長 15%。目前全球膽固醇磷酸鹽結合劑需求量約 1,000 噸(美國 600 噸、歐洲 200 噸、其他地區 200 噸)，台耀供應 500-600 噸，2023 年台耀擴充 20% 產能，在全球就增加 10% 供給，主要滿足中國地區學名藥需求，預期未來膽固醇磷酸鹽結合劑需求穩定成長，待 2Q24 才知道後續有沒有進一步擴產需求。

圖 3：Sevelamer HCL 學名藥在美國處方箋數量穩定成長



資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

圖 4：Sevelamer carbonate 學名藥在美國處方箋數量穩定成長

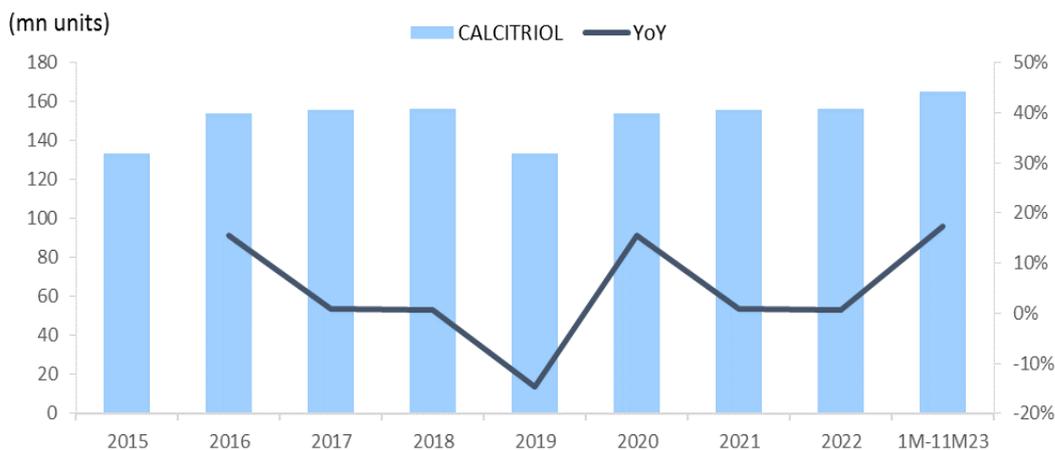


資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

2H24 將推出維生素 D 衍生物新產品，營收持續成長

維生素 D 是一種脂溶性的類固醇，可改善腸道吸收鈣、磷酸鹽、鎂的能力，維生素 D3 的作用比維生素 D2 強，維生素 D3 主要經由曬太陽獲得，當身體表面的 7-去氫膽固醇(7-dehydrocholesterol) 接受紫外線中的 UVB，會轉變成維生素 D3 的前驅物，這些前驅物再經由代謝生成鈣三醇 (Calcitriol)，Calcitriol 即活化形式的維生素 D3，可透過增加腸道吸收、促進骨骼釋放、阻止腎臟排泄，調控血液中鈣和磷的量。維生素 D 衍生物用於治療低血鈣、乾癬、副甲狀腺亢進、骨質疏鬆症、尿毒併發症之腎性骨發育不全等症狀，Calcitriol 學名藥 2023 年前 11 月在美國處方箋銷量年增 17%。

圖 5：Calcitriol 學名藥在美國處方箋數量穩定成長



資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

由於維生素 D 是高毒性藥品、生產製程繁複，加上市場規模小，市場競爭者少，目前僅有 5 家公司取得 Calcitriol 美國原料藥主檔案(DMF)，台耀自行研發生產維生素 D 衍生物系列產品，擁有多項專利權，在歐美亞市場反應良好，該產品是公司的強項之一，學名藥銷售穩定成長，帶動 2023 年維他命 D 衍生物營收 YoY+15%，2024 年維生素 D 衍生物客戶將有新產品推出，預計 3Q24 有新產能開出，預估 2024 年維生素 D 衍生物營收年增 5%。

以自有開發針劑學名藥拓展癌症用藥市場

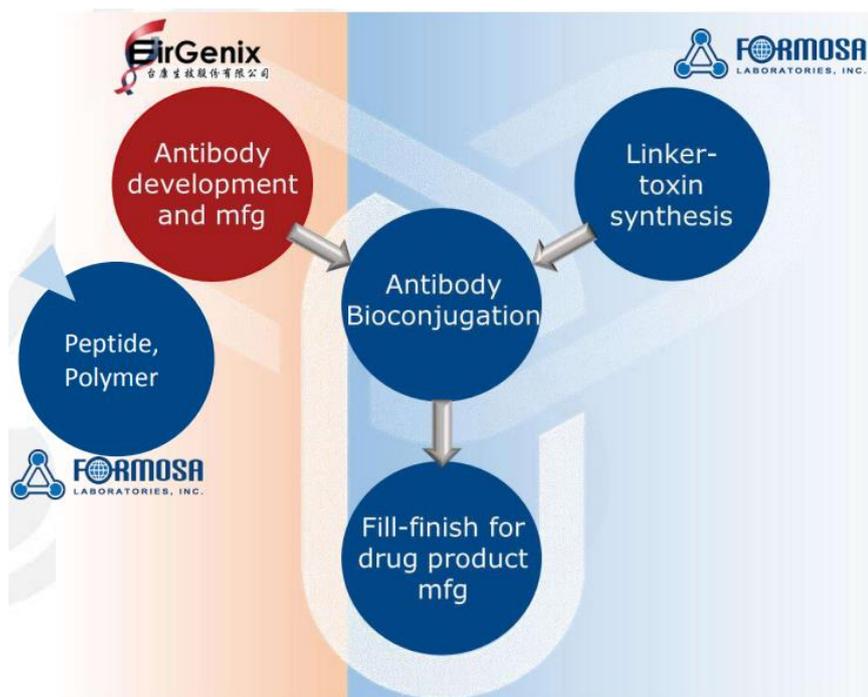
台耀的抗癌活性成分產品包括 Imatinib、Nintedanib、Pazopanib、Rucaparib、Temozolomide，持續開發新市場及新客戶，既有客戶拿台耀的原料藥去註冊已取得產品許可證，2023 年抗癌活性成分營收約 2.6 億元，YoY+121%，預期 2024 年抗癌活性成分營收可再成長雙位數。不過一項原料藥產品很難貢獻年營收 3-4 億元以上，管理層希望透過自有開發針劑產品來跨入癌症用藥市場。Eribulin 是台耀第一項自有研發的針劑學名藥產品，台耀是台灣市場唯一取得核准上市 Eribulin 學名藥的廠商，台灣 Eribulin 市場規模 3-4 億元，若由強的經銷團隊賣，市佔率有機會到很高，預計 1H24 會有簽約對象，預估 2024 年自有針劑 Eribulin 台灣營收貢獻 4,000 萬元，由於市場無其他學名藥競爭產品，後續 Eribulin 台灣年營收貢獻有機會再成長至 1 億元。

台耀的 Eribulin 已提交美國學名藥藥證(ANDA)申請，預計 GDUFA Date (在學名藥使用者付費修正案下的學名藥目標審查期限)為 2024 年 7 月，目前有 2-3 家學名藥廠已經跟原廠和解，預期台耀的 Eribulin 有機會於 4Q24 跟其他學名藥一起上市，預估 2025 年 Eribulin 美國市場將貢獻營收 3.36 億元，毛利率 65-70%，美國有找到適合的授權夥伴，很快會有消息。土耳其已簽署授權合約，正在進行產品註冊。歐洲已完成授權，預計產品於 2025 年在歐洲上市。

ADC 代工需求強勁，針劑 CDMO 業務持續開發

抗體藥物複合體(ADC)結合抗體和藥物(payload)於一體，可藉由專一性高的單株抗體精準地將高毒性的小分子藥物帶到腫瘤細胞附近，精準地殺死腫瘤細胞，降低傳統化療藥物誤殺正常細胞的副作用，是近年癌症新藥發展趨勢之一。台耀 ADC CDMO 客戶包括美國、中國、歐洲以及台灣客戶，台耀協助歐洲客戶製程開發並已進入臨床一期試驗，目前正在等待安全性結果，台耀也協助另一個客戶原料藥生產及 ADC 生產，目前已進入多國多中心臨床試驗。目前 ADC 代工年營收 1.5-2 億元，現階段 ADC 代工潛在產能 3-4 億元，每年 ADC 代工訂單成長 30-50%，2025 年後產能就不夠了，預期 2025 年及 2026 年配合客戶產品開發進度擴產，3Q24 ADC 代工將擴張 5 倍產能，長期 ADC 代工有機會到 10-12 億元的年營收。2023 年 CDMO 營收 5.15 億元，年減 4%，主因小分子新藥原料藥代工成長放緩，係因資本市場狀況不好，客戶新藥開發的進度受影響，台耀 CDMO 營收中，約 50%來自小分子原料藥代工、30%來自 ADC 代工、20%來自針劑充填代工。我們預期 2024 年台耀 CDMO 營收年增 6%，主要由 ADC 代工成長帶動，針劑充填代工業務方面，一般性產線及細胞毒性線於 2024 年接受國際藥監單位查廠後，有利針劑充填業務開發。

圖 6：台耀建立抗體藥物複合體(ADC)一站式服務

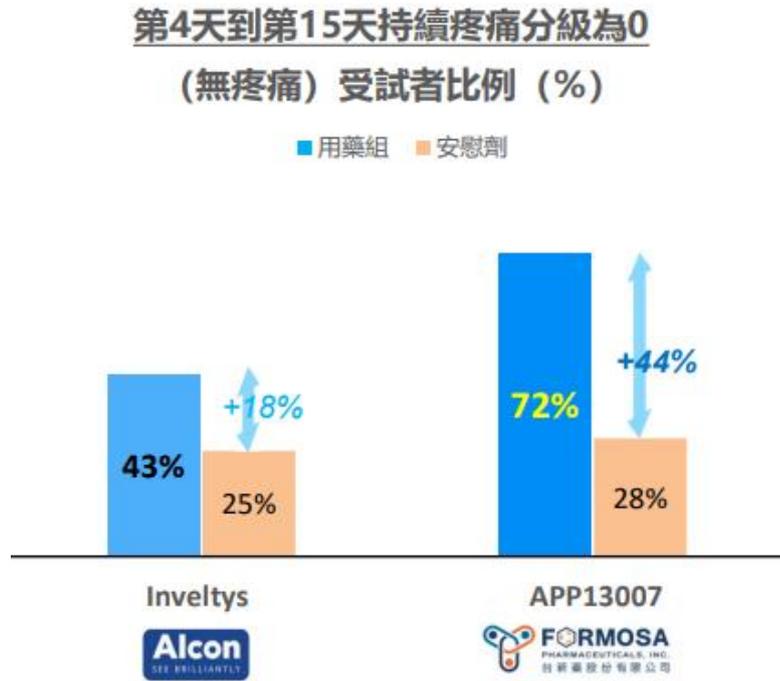


資料來源：公司資料

子公司台新藥眼藥美國市場授權 8,600 萬美元，營運將隨產品上市好轉

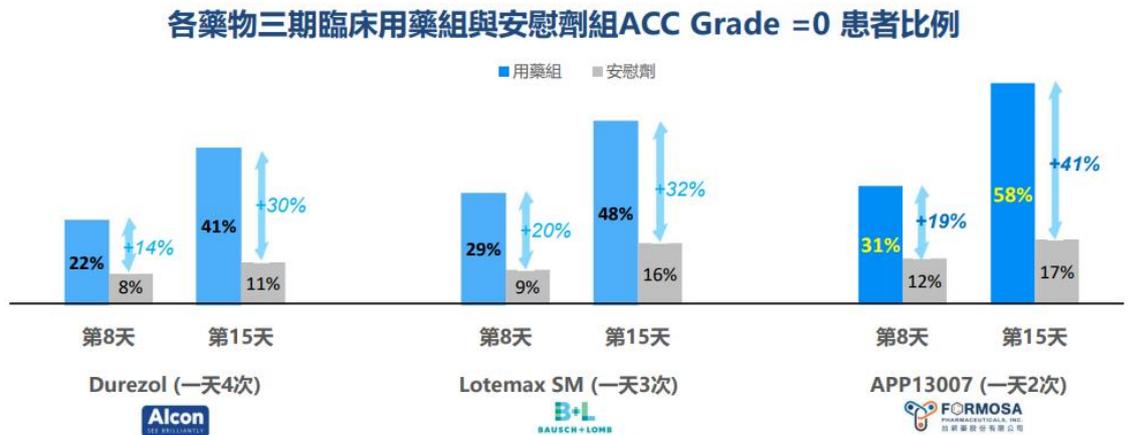
台耀子公司台新藥將 APP13007 (Clobetasol propionate 丙酸氯倍他索奈米點眼懸液劑 0.05%)於美國用於治療眼部手術後發炎及疼痛新藥的商業銷售獨家權利授予 Eyenovia。根據授權合約，台新藥將收取簽約金 200 萬美元(包括等值 100 萬美元之 Eyenovia 普通股股票)、發展里程碑金 400 萬美元及最高達 8,000 萬美元之銷售里程碑金。APP13007 已於 2024/3/4 取得美國藥證，台新藥將於 3 月認列簽約金 200 萬美元及發展里程碑金 200 萬美元，2Q24 產品上市後再認列 200 萬美元發展里程碑金，台新藥營收會併入台耀合併報表。根據 IQVIA，2020 年美國用於眼科手術後抗發炎之類固醇製劑的市場規模達 10 億美元，其中主要品牌藥 Durezol 在 2021 年學名藥上市前銷售額高峰達 2.3 億美元。美國有約 3,000 萬名白內障患者，美國一年白內障手術量約 450 萬次，佔整體眼科手術量的 6 成，在人口老化下，預期白內障手術量將穩定成長。相比於已上市品牌藥，APP13007 奈米微粒製劑具有以下優勢：1) 可讓藥品維持均勻分散、不產生沉澱；2) 沒有異物感；3) 相比現行產品一天需要滴 3-4 次，APP13007 一天僅需要滴兩次，提升病患對藥物的遵囑性(compliance)。假設 APP13007 於 2Q24 在美國上市後，市佔率逐年成長至 2027 年的 10% (45 萬例白內障手術)，預期 APP13007 於 2024/2025/2026/2027 年分別貢獻台新藥銷貨收入 1.3 億元/3.4 億元/5 億元/6.8 億元，可望帶動台新藥於 2026 年後穩定獲利。中國市場方面，台新藥已將 APP13007 之中國大陸與港澳地區之開發及商業化權利授權給中國遠大醫藥(00512 HK)，APP13007 已於 2Q23 開始進行中國臨床三期試驗，若該試驗完成，台新藥可認列 200 萬美元里程碑金。

圖 7：APP13007 與具相同三期療效指標之 Inveltys 比較持續無疼痛治療效果



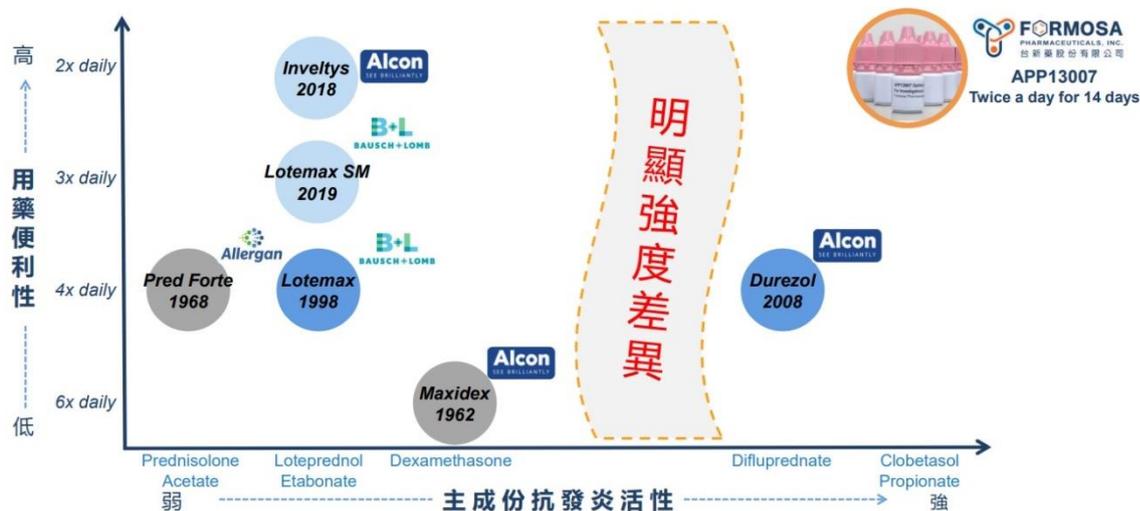
資料來源：台新藥

圖 8：APP13007 與美國主要品牌藥三期臨床數據比較 - 消除疼痛治療效果



資料來源：台新藥

圖 9：APP13007 用藥頻率較低、主成分抗發炎活性較強

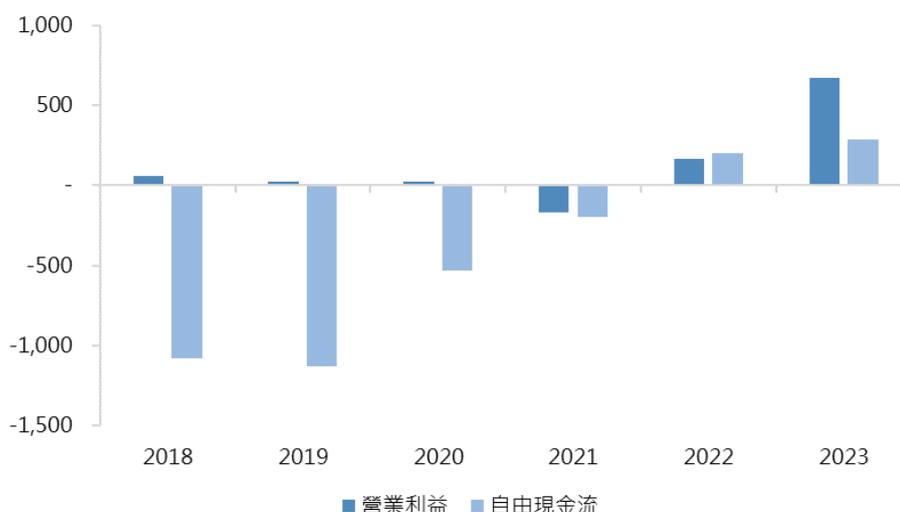


資料來源：台新藥

台耀本業獲利好轉，針劑廠投資告一段落，現金股利配發將穩定成長

台耀 2019 年以來營收、毛利率逐年向上，主因 1) 膽固醇磷酸鹽結合劑需求持續成長，在 2H22 漲價後獲利貢獻好轉；2) 高毛利維生素 D 營收成長強勁；及 3) 近年公司汰弱留強，提升工廠效率，其他產品毛利率從過往的 0-5% 提升至現在的 35%。另一方面，台耀於 2018 年建立針劑開發團隊，跨足針劑生產製造，以啟動多元業務成長動能，使得 2018-2020 年一年資本支出達 10-14 億元，同時增加針劑廠員工人數，目前針劑廠投資大致告一段落，2021 年以來資本支出約維持在一年 5 億元。本業好轉、針劑廠投資告一段落下，2022 年開始台耀營業利益、自由現金流同步轉正，台耀 2021-2022 年配發現金股利每股 1-2 元。若排除台新藥營運、業外金融資產評價利益影響，我們預估 2023 年台耀本業 EPS 合計約 6.46 元，YoY+85%，公司決議 2023 年配發現金股利 2 元。原料藥主力產品、ADC 代工持續成長，自有針劑產品開發為下一成長動能，預期帶動 2024/2025 年台耀本業 EPS 成長至 7.19 元/9.04 元，YoY+11%/+26%。

圖 10：2022 年開始台耀營業利益、自由現金流同步翻正



資料來源：公司資料、元大投顧整理

產業概況

人口老化、仿製藥上市，帶動全球原料藥市場 2022-26 年 CAGR 14.8%

受到 COVID-19 疫情影響，原料藥的上游生產供應鏈略受影響，下游製藥廠擔心供應鏈斷鏈，因此對原料藥採購備量增加，使全球原料藥市場成長幅度高於過去水平，預期未來逐漸恢復原來成長幅度。根據 MarketsandMarkets，除 2020 年受新冠肺炎疫情影響有所下滑外，近年來，全球原料藥市場總體呈穩定增長態勢，2021 年全球原料藥銷售額為 2,056 億美元，成長率達 9.5%，重回增長態勢。同時，專利到期的藥品及仿製藥品種數量增加，帶動原料藥產量增長，預計到 2026 年全球原料藥市場規模將達到 2,900 億美元，2022-2026 年 CAGR 為 14.8%。市場成長的主要動力為全球人口高齡化帶動藥品的需求，生物藥品新藥的上市及學名藥重要性日漸增加，推動新需求的成長，而中國大陸、印度及歐洲原料藥生產蓬勃發展，亦為帶動成長主因。

圖 11：全球原料藥市場 2022-2026 年 CAGR 為 14.8%



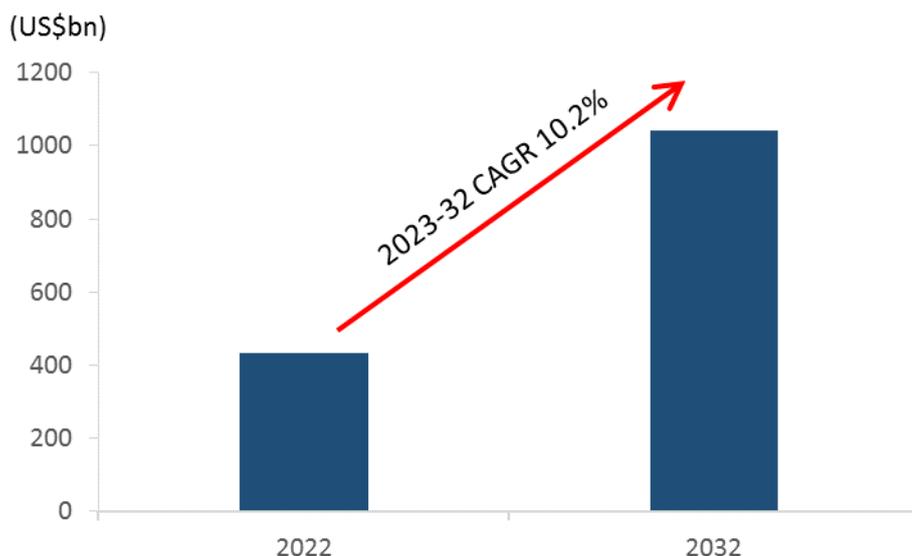
資料來源：MarketsandMarkets、元大投顧

針劑藥品市場供不應求及全球注射給藥市場蓬勃發展，提供台灣藥廠良好契機

西藥製劑可分為口服、針劑、貼布、鼻噴劑等劑型，其中針劑主要用於生物製劑、小分子製劑、抗癌藥物及非口服營養劑等，是目前多種高市場價值新藥所採用的劑型。針劑醫藥品型態與包裝方式，可分為液體針劑、粉體針劑、預充填針劑等數種。隨著製藥法規的不斷進步，許多美國針劑廠因無法符合最新法規要求而關閉，在美國的藥品短缺事件中，針劑藥品短缺高達 63%。2022 年全球注射給藥市場規模為 4,341 億美元，預計 2032 年全球注射給藥市場規模將達到 10,404 億美元，預估 2023-2032 年 CAGR 為 10.2% (圖 12)。

2021 年北美地區在全球注射給藥市場中處於領先地位，由於 1) 醫療保健行業高度發達；2) 鉅額研發費用；3) 醫療成本較高；4) 癌症、糖尿病和自身免疫性疾病等慢性病患率率的上升；5) 不斷增長的老年人口；6) 對具有更高功效和安全性的複雜藥物輸送系統的需求，推動北美地區對注射給藥的需求。而由於中國和印度等發展中國家的醫療成本不斷上升以及慢性病發病率的增加，預計亞太市場將以最快的速度成長。此外，亞太地區越來越重視創建頂尖醫療基礎設施、改善醫療保健服務、增加研發費用、龐大的患者群體和不斷提高的醫療保健意識，推動亞太地區對注射給藥的需求。最後，歐洲因慢性病患率率的上升，以及對具有更高功效和安全性的複雜藥物輸送系統的需求，推動歐洲對注射藥物輸送系統的市場擴張。針劑藥品市場供不應求及全球注射給藥市場蓬勃發展之趨勢，提供台灣藥廠良好契機，發展高生產技術門檻及擁有高度市場價值的藥品，外銷至歐美等高經濟規模國家。

圖 12：全球注射給藥市場 2023-2032 年 CAGR 為 10.2%

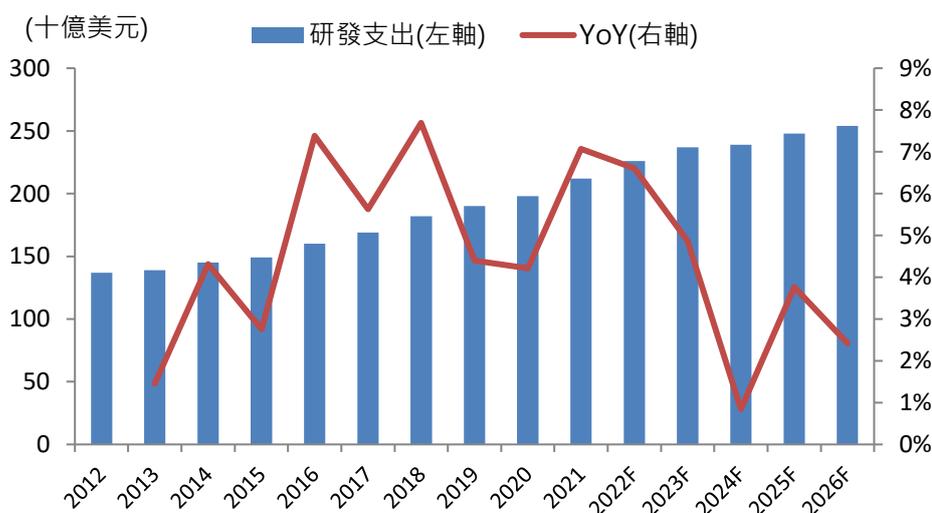


資料來源：Reports and Data

全球新藥研發支出逐年增加，推動 CDMO 業務成長

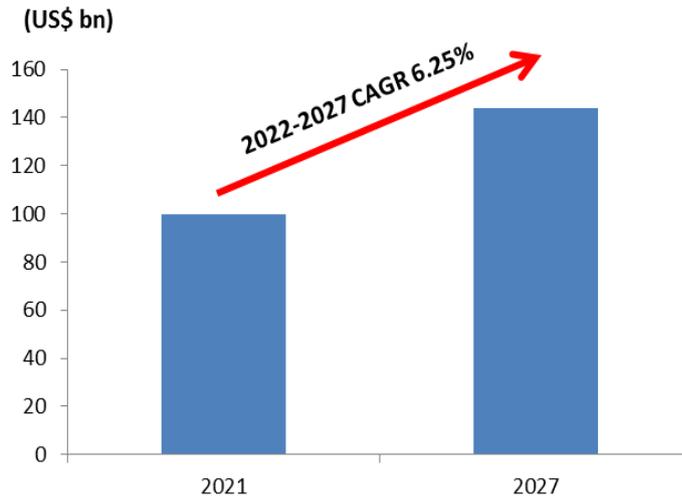
原廠藥專利到期後面臨學名藥競爭壓力，使製藥公司更重視新藥開發，全球製藥研發支出逐年增加(圖 13)，而越來越多藥廠將研發生產工作外包，以降低成本。2023 年全球 CDMO 市場規模 1,000 億美元，預估 2022-2027 年 CAGR 為 6% (圖 14)。不過 CDMO 行業高度分散，前 5 名廠商的總市場份額不到 20%，大廠透過併購提升市佔率、提升製造品質或是擴充新製造能力，並提供開發到製造之一站式服務。委託開發製造(CDMO)在製藥產業只佔 26% (圖 15)，其中小分子藥物比生物製劑容易委外製造、技術移轉更快速，小分子藥物在 CDMO 市場佔比達 90%，生物藥 CDMO 雖然成長快速，但市佔率相對較低(圖 16)。我們認為生物藥技轉較小分子藥困難的特性，將有助於 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。

圖 13：全球製藥研發費用穩定成長



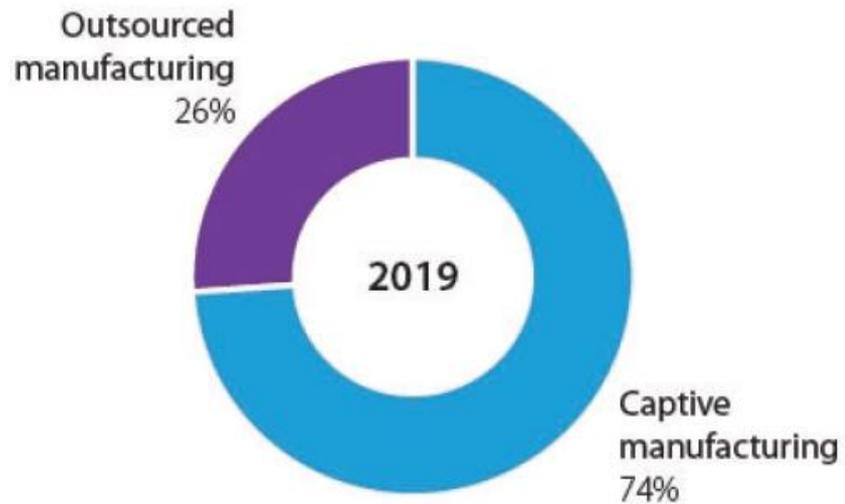
資料來源：MarketResearch、元大投顧

圖 14：全球 CDMO 市場 2022-2027 年 CAGR 為 6%



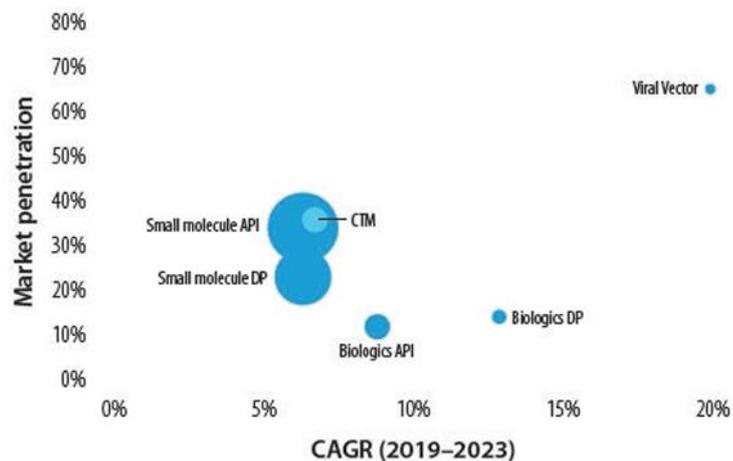
資料來源：Mordor Intelligence、元大投顧

圖 15：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 16：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

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。歐美先進國家要求產品序列化，國光生生產線可以滿足序列化的需求。

圖 17：台灣生物藥 CDMO 廠商比較

| 股票代號 | 6589 TT | 4726 TT | 4142 TT | 4746 TT |
|---------------------|------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|---|
| 公司名稱 | 台康生技 | 永昕 | 國光生 | 台耀 |
| 主要服務項目 | 生物藥 API 生產 | 生物藥 API 生產 | 流感疫苗原液生產、針劑充填 | 針劑充填 |
| GMP 查廠認證 | TFDA PIC/S GMP 日本 PDMA | TFDA PIC/S GMP | 美國 FDA 歐盟 EMA 清真 Halal | 高活性產線通過 TFDA 查廠 |
| 2022 年 CDMO 營收(百萬元) | 1205 | 592 | 455 | 140 |
| 生產廠年產能 | 微生物發酵產能：150 升 哺乳動物細胞產能：25,500 升 | 微生物發酵產能：250 升 哺乳動物細胞產能：8,500 升 | 流感疫苗原液：2,000 萬劑 PFS 充填年產能：1-1.5 億劑 | 一般性針劑充填(蛋白質、疫苗)：1 億劑 細胞毒性針劑充填：2,000-3,000 萬劑 |

資料來源：公司資料、元大投顧整理

獲利調整與股票評價

1Q24 原料藥出貨較少、業外認列金融評價損失，下調 2024 年 EPS 31%

由於 1Q24 原料藥出貨較少，且台康年初以來股價下跌 13.4%，1Q24 業外估計認列 2.5 億元金融資產評價損失，下修 2024 年 EPS 31.4%至 4.95 元。但自有學名藥針劑 Eribulin 市佔率有望更高，上修 2025 年 EPS 1.7%至 8.8 元。

圖 18：2024 和 2025 年財務預估調整

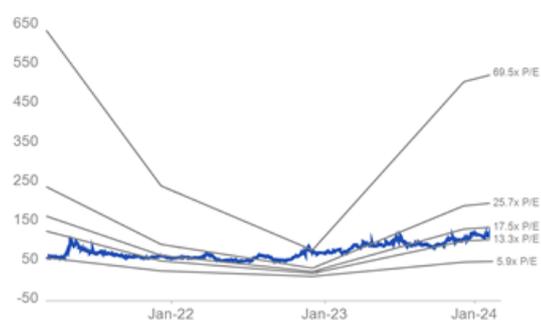
| (百萬元) | 2024 估 | | 2025 估 | | 預估差異 | |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|------------|------------|
| | 調整後 | 調整前 | 調整後 | 調整前 | 2024 | 2025 |
| 營業收入 | 5,089 | 5,323 | 5,770 | 5,682 | -4.4% | 1.5% |
| 營業毛利 | 2,390 | 2,478 | 2,781 | 2,750 | -3.5% | 1.1% |
| 營業利益 | 1,034 | 1,031 | 1,343 | 1,309 | 0.3% | 2.6% |
| 稅前利益 | 781 | 1,018 | 1,320 | 1,295 | -23.2% | 1.9% |
| 稅後淨利 | 596 | 869 | 1,059 | 1,041 | -31.4% | 1.7% |
| 調整後 EPS (元) | 4.95 | 7.22 | 8.80 | 8.66 | -31.4% | 1.7% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 47.0% | 46.5% | 48.2% | 48.4% | 0.4 | -0.2 |
| 營業利益率 | 20.3% | 19.4% | 23.3% | 23.0% | 1.0 | 0.2 |
| 稅後純益率 | 11.7% | 16.3% | 18.3% | 18.3% | -4.6 | 0.0 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估

基於 2024 年本業 EPS 及 20 倍目標本益比，推得目標價 145 元

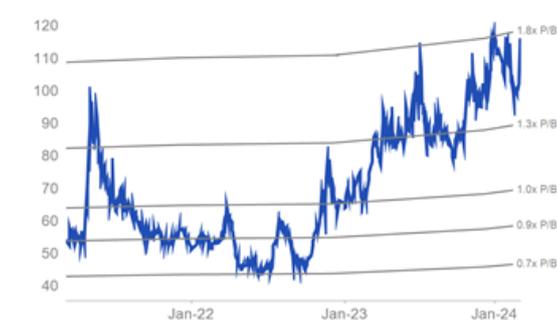
我們估計台耀 2024/2025 年本業 EPS (排除台新藥及業外因素)為 7.19 元/9.04 元，年增 11%/26%。國際原料藥同業本益比普遍在 20 倍以上，而國內學名藥公司本益比區間為 15-20 倍，若 Eribulin 針劑學名藥於 4Q24 在美國上市，可為台耀帶來下一波強勁的獲利成長動能，故給予 20 倍目標本益比，以 2024 年本業 EPS 7.19 元，推得目標價 145 元，維持買進評等。

圖 19：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：12 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 21：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 |
| 台耀 | 4746 TT | 買進 | 107.5 | 404 | 1.05 | 4.95 | 8.80 | 102.4 | 21.7 | 12.2 | (69.2) | 371.9 | 77.7 |
| 國際同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Lonza | LZAGF SW | 未評等 | 601.6 | 44,515 | 8.9 | 14.0 | 17.4 | 67.8 | 42.9 | 34.5 | (45.8) | 57.9 | 24.4 |
| DSM | KDSKF JP | 未評等 | 43.0 | 288 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 東北制藥 | 000597 JT | 未評等 | 4.8 | 931 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 福安藥業 | 300194 JT | 未評等 | 3.8 | 640 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 國際同業平均 | | | | | 8.9 | 14.0 | 17.4 | 67.8 | 42.9 | 34.5 | (45.8) | 57.9 | 24.4 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 神隆 | 1789 TT | 未評等 | 27.7 | 684 | 0.4 | 0.3 | -- | 76.2 | 106.4 | -- | (18.7) | (28.4) | -- |
| 中化生 | 1762 TT | 未評等 | 48.9 | 121 | 3.4 | 2.7 | -- | 14.3 | 18.2 | -- | (43.1) | (21.6) | -- |
| 旭富 | 4119 TT | 未評等 | 88.4 | 330 | 2.7 | -- | -- | 32.8 | -- | -- | (4.5) | -- | -- |
| 生泰 | 1777 TT | 未評等 | 84.3 | 117 | 5.6 | -- | -- | 15.0 | -- | -- | (15.0) | -- | -- |
| 永日 | 4102 TT | 未評等 | 39.9 | 53 | 1.5 | -- | -- | 27.0 | -- | -- | (10.7) | -- | -- |
| 國內同業平均 | | | | | 2.7 | 1.5 | -- | 33.0 | 62.3 | -- | (18.4) | (25.0) | -- |

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 22：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 |
| 台耀 | 4746 TT | 買進 | 107.5 | 404 | 1.7 | 7.5 | 12.3 | 62.96 | 65.91 | 71.74 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 國際同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Lonza | LZAGF SW | 未評等 | 601.6 | 44,515 | 9.1 | 9.2 | 10.9 | 152.5 | 148.6 | 158.1 | 3.9 | 4.1 | 3.8 |
| DSM | KDSKF JP | 未評等 | 43.0 | 288 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 東北制藥 | 000597 JT | 未評等 | 4.8 | 931 | 8.1 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 福安藥業 | 300194 JT | 未評等 | 3.8 | 640 | 5.3 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 國際同業平均 | | | | | 7.5 | 9.2 | 10.9 | 152.5 | 148.6 | 158.1 | 3.9 | 4.1 | 3.8 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 神隆 | 1789 TT | 未評等 | 27.7 | 684 | 2.8 | 1.9 | -- | 13.1 | -- | -- | 2.1 | -- | -- |
| 中化生 | 1762 TT | 未評等 | 48.9 | 121 | 8.1 | 6.1 | -- | 43.2 | -- | -- | 1.1 | -- | -- |
| 旭富 | 4119 TT | 未評等 | 88.4 | 330 | 6.8 | -- | -- | 46.7 | -- | -- | 1.9 | -- | -- |
| 生泰 | 1777 TT | 未評等 | 84.3 | 117 | 11.1 | -- | -- | 52.0 | -- | -- | 1.6 | -- | -- |
| 永日 | 4102 TT | 未評等 | 39.9 | 53 | 9.6 | -- | -- | 15.0 | -- | -- | 2.7 | -- | -- |
| 國內同業平均 | | | | | 7.7 | 4.0 | -- | 34.0 | -- | -- | 1.9 | -- | -- |

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 23：季度及年度簡明損益表 (合併)

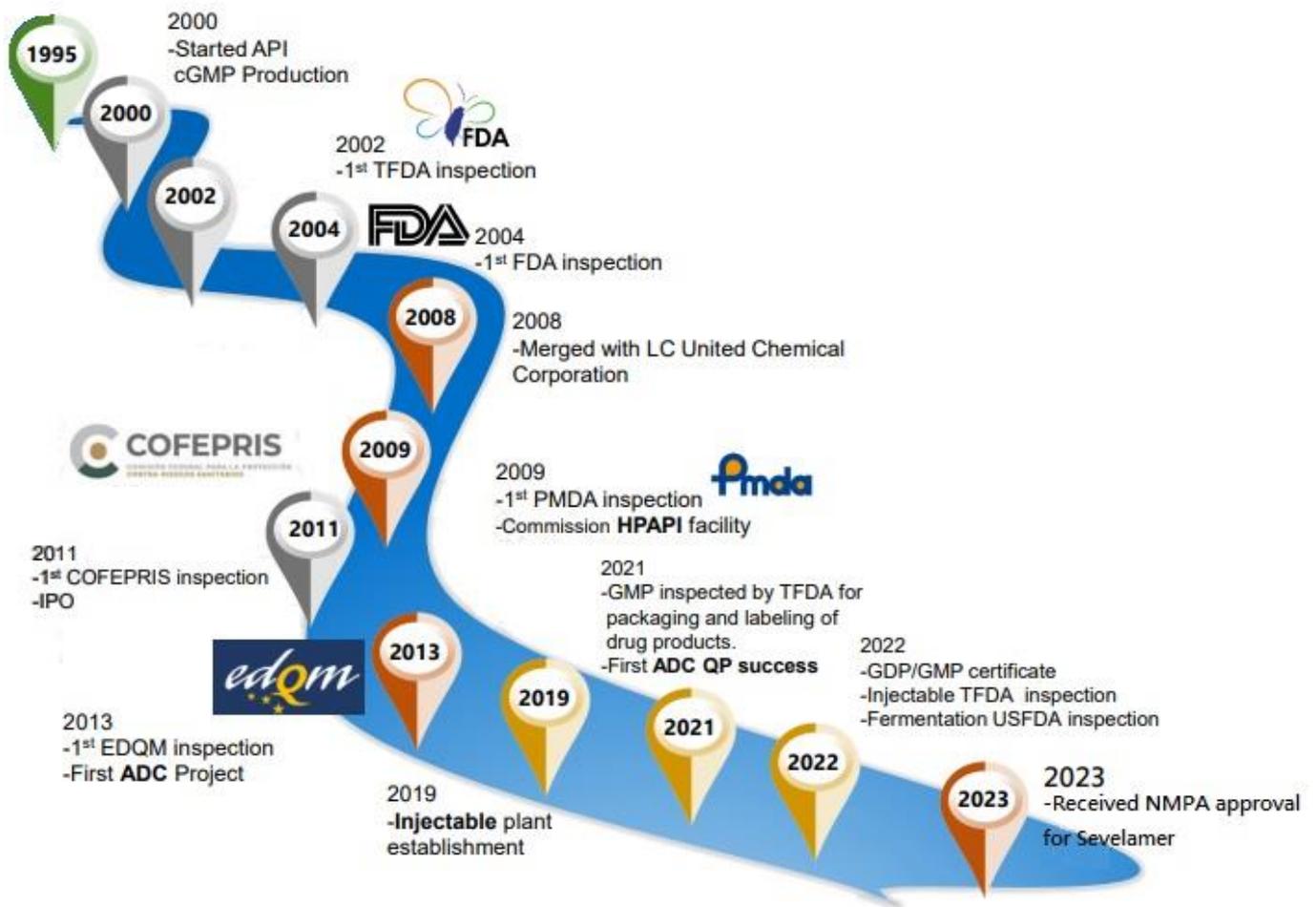
| (NT\$百萬元) | 1Q2023A | 2Q2023A | 3Q2023A | 4Q2023F | 1Q2024F | 2Q2024F | 3Q2024F | 4Q2024F | FY2023F | FY2024F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 | 932 | 1,087 | 1,129 | 1,212 | 1,176 | 1,273 | 1,313 | 1,327 | 4,360 | 5,089 |
| 銷貨成本 | (520) | (588) | (642) | (686) | (596) | (672) | (714) | (717) | (2,437) | (2,699) |
| 營業毛利 | 412 | 499 | 487 | 526 | 580 | 601 | 599 | 610 | 1,923 | 2,390 |
| 營業費用 | (278) | (341) | (339) | (291) | (327) | (329) | (345) | (354) | (1,248) | (1,355) |
| 營業利益 | 134 | 158 | 148 | 235 | 253 | 272 | 254 | 256 | 675 | 1,034 |
| 業外利益 | (160) | (58) | (248) | (67) | (236) | (6) | (6) | (6) | (533) | (253) |
| 稅前純益 | (26) | 100 | (100) | 168 | 17 | 266 | 248 | 250 | 142 | 781 |
| 所得稅費用 | (43) | (42) | (66) | (45) | (51) | (54) | (51) | (51) | (195) | (207) |
| 少數股東權益 | (43) | (25) | (51) | (59) | 10 | 5 | (20) | (16) | (179) | (21) |
| 歸屬母公司稅後純益 | (25) | 83 | (115) | 183 | (43) | 207 | 217 | 215 | 126 | 596 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | (0.21) | 0.69 | (0.95) | 1.52 | (0.36) | 1.72 | 1.81 | 1.79 | 1.05 | 4.95 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 44.2% | 45.9% | 43.1% | 43.4% | 49.3% | 47.2% | 45.6% | 46.0% | 44.1% | 47.0% |
| 營業利益率 | 14.4% | 14.5% | 13.1% | 19.4% | 21.5% | 21.4% | 19.3% | 19.3% | 15.5% | 20.3% |
| 稅前純益率 | -2.8% | 9.2% | -8.8% | 13.9% | 1.5% | 20.9% | 18.9% | 18.9% | 3.3% | 15.4% |
| 稅後純益率 | -2.7% | 7.7% | -10.1% | 15.1% | -3.7% | 16.2% | 16.6% | 16.2% | 2.9% | 11.7% |
| 有效所得稅率 | -- | 41.7% | -- | 26.8% | 300.0% | 20.3% | 20.6% | 20.4% | 137.3% | 26.5% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | -12.8% | 16.6% | 3.9% | 7.3% | -3.0% | 8.2% | 3.1% | 1.1% | | |
| 營業利益 | 28.1% | 17.5% | -6.2% | 58.9% | 7.7% | 7.5% | -6.6% | 0.8% | | |
| 稅後純益 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 4.8% | -0.9% | | |
| 調整後每股盈餘 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 5.2% | -1.2% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 11.6% | 29.7% | 10.3% | 13.5% | 26.2% | 17.1% | 16.3% | 9.5% | 15.8% | 16.7% |
| 營業利益 | -- | 2394.1% | 43.6% | 124.4% | 88.6% | 72.6% | 71.7% | 8.9% | 312.9% | 53.2% |
| 稅後純益 | -- | -- | -- | -43.9% | -- | 148.3% | -- | 17.5% | -- | -- |
| 調整後每股盈餘 | -- | -- | -- | -43.9% | -- | 149.0% | -- | 17.5% | -69.2% | 371.9% |

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

台耀化學於 1995 年成立，初始業務為提供原料藥之製程開發及不純物鑑定與合成之技術服務，2000 年踏入原料藥生產的領域。目前有數十項原料藥產品行銷全球，同時提供 CDMO 服務與抗體耦合藥物(ADC)開發製造服務。台耀公司及廠房位於桃園市蘆竹區，擁有員工人數八百多人，佔地 45,508 平方公尺，擁有 ISO 認證，且成功通過台灣 TFDA、美國 FDA、德國 BGV、歐盟 EDQM 及日本 PMDA 等 GMP 查廠認證，並在 cGMP 規範要求下，不斷的更新並落實產品符合國際現行優良製造規範標準，行銷原料藥產品、針劑藥品及代工業務深入至歐美日各地與全世界。2018 年台耀跨足針劑領域，提供細胞毒性及非細胞毒性之無菌針劑充填及凍乾針劑藥品一站式的垂直整合開發製造服務。2023 年產品別營收佔比如下：膽固醇磷酸鹽結合劑 36%、維他命 D 衍生物 18%、委託研發代工生產(CDMO) 12%、呼吸系統用藥 11%、抗癌活性成分 6%、消炎止痛劑 5%、其他 12%。

圖 24：台耀公司沿革



資料來源：公司資料

圖 25：台耀 GMP 查廠認證

| Region | US | Japan | Germany | Mexico | Europe | Taiwan |
|------------------|---------|---------|---------|----------|--------|----------|
| Agency | FDA | PMDA | BGV | COFEPRIS | EDQM | TFDA |
| Inspection times | 8 times | 8 times | 2 times | 2 times | 1 time | 13 times |
| Last inspection | 2022 | 2021 | * | * | * | 2022 |

*Taiwan TFDA became a participating authority of the Pharmaceutical Inspection Co-operation Scheme (PIC/S) in 2013.

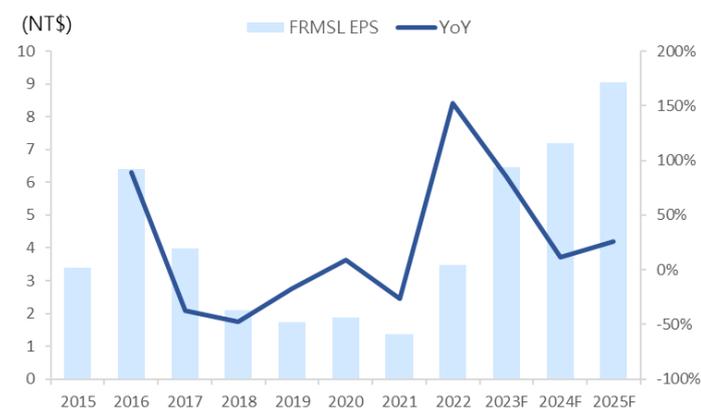
資料來源：公司資料

圖 26：台耀原料藥產品線一覽

| 原料藥品類 | 適應症 | 產品 | 備註 |
|-----------|-------------------------------|--|--|
| 膽固醇磷酸鹽結合劑 | 降低膽固醇、治療慢性腎病之高血磷症 | Colesevelam HCl Colestipol Hydrochloride USP Sevelamer HCl Sevelamer Carbonate | ●屬於高分子，僅少數原料藥廠具有生產技術。 ●台耀在多個品項為全球主要學名藥供應商之一，市佔率達七成以上。 |
| 維他命 D 衍生物 | 乾癬、副甲狀腺亢進、骨質疏鬆症、尿毒併發症之腎性骨發育不全 | Alfacalcidol Calcifediol Calcipotriol Anhydrous Calcipotriol Monohydrate Calcitriol Doxercalciferol Eldecalcitol Maxacalcitol Paricalcitol | ●台耀自行研發生產，擁有多項專利權。 |
| 消炎止痛劑系列產品 | 止痛消炎 | Balsalazide Disodium Dihydrate Capsaicin Elagolix Sodium Nonivamide | ●美國某新藥公司以台耀供應之 Capsaicin 原料藥製成之製劑做臨床試驗。 |
| 呼吸系統系列產品 | 咳嗽 | Benzonatate | |
| 抗癌用藥 | 腦癌、腎細胞癌、肺癌、血癌、卵巢癌 | Imatinib Mesylate Nintedanib Esylate Pazopanib HCl Rucaparib Camsylate Temozolomide | ●有一些屬於高效價產品。 |

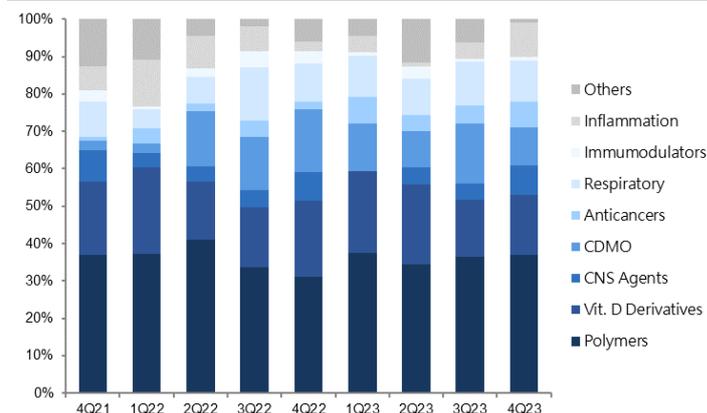
資料來源：公司資料

圖 27：台耀本業 EPS 自 2021 年觸底後逐年成長



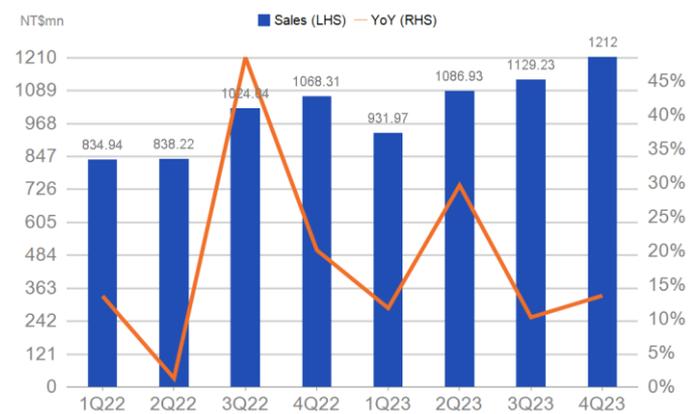
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 28：營收組成



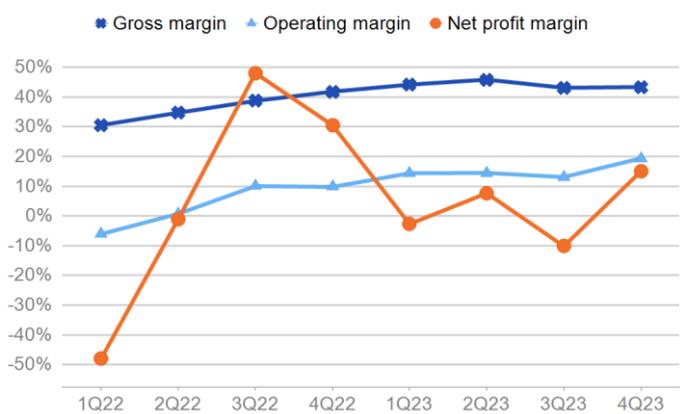
資料來源：公司資料

圖 29：營收趨勢



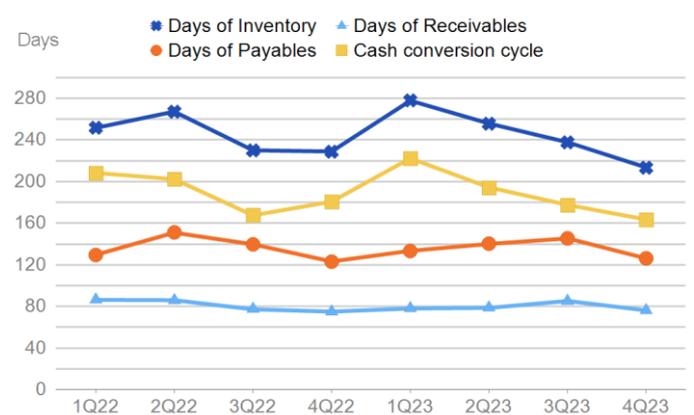
資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：毛利率、營益率、淨利率



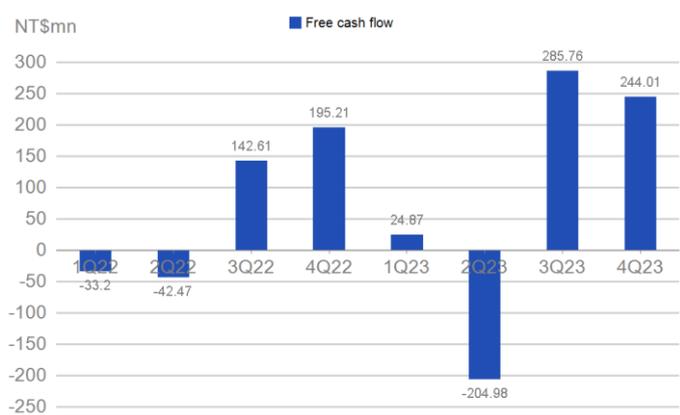
資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：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**：台耀整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於落後的位置，在製藥行業的公司中排名落後同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：台耀的整體曝險屬於中等水準，與製藥行業的平均水準相當。公司較需要改善的 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**：台耀在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司的 ESG 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，該公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 33：ESG 分析

| 分項 | 評分/評級 |
|-----------------------|-------|
| ESG 總分 | 37.9 |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A) | 51.7 |
| 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) | 76 |

資料來源：Sustainalytics (2024/3/29)

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) |
|----------|-----------|------------|

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 | 730 | 1,279 | 1,526 | 1,332 | 1,390 |
| 存貨 | 1,639 | 1,602 | 1,597 | 1,721 | 1,913 |
| 應收帳款及票據 | 774 | 812 | 960 | 1,057 | 1,207 |
| 其他流動資產 | 477 | 457 | 1,160 | 1,160 | 1,160 |
| 流動資產 | 3,619 | 4,151 | 5,244 | 5,270 | 5,670 |
| 採用權益法之投資 | 8 | 15 | 20 | 20 | 20 |
| 固定資產 | 5,850 | 5,875 | 6,025 | 6,325 | 6,580 |
| 無形資產 | 248 | 223 | 204 | 204 | 204 |
| 其他非流動資產 | 2,292 | 2,486 | 2,143 | 2,143 | 2,143 |
| 非流動資產 | 8,397 | 8,600 | 8,393 | 8,692 | 8,947 |
| 資產總額 | 12,017 | 12,751 | 13,636 | 13,963 | 14,617 |
| 應付帳款及票據 | 204 | 187 | 203 | 229 | 237 |
| 短期借款 | 1,017 | 1,450 | 1,434 | 1,434 | 1,434 |
| 什項負債 | 1,164 | 1,504 | 1,604 | 1,604 | 1,604 |
| 流動負債 | 2,386 | 3,142 | 3,241 | 3,267 | 3,275 |
| 長期借款 | 1,907 | 1,638 | 2,038 | 1,983 | 1,929 |
| 其他負債及準備 | 122 | 175 | 147 | 147 | 147 |
| 長期負債 | 2,029 | 1,813 | 2,185 | 2,130 | 2,076 |
| 負債總額 | 4,415 | 4,954 | 5,426 | 5,397 | 5,351 |
| 股本 | 1,203 | 1,203 | 1,203 | 1,203 | 1,203 |
| 資本公積 | 3,503 | 3,514 | 3,552 | 3,552 | 3,552 |
| 保留盈餘 | 2,640 | 2,809 | 2,810 | 3,165 | 3,867 |
| 什項權益 | 49 | (6) | 6 | 6 | 6 |
| 歸屬母公司之權益 | 7,395 | 7,521 | 7,571 | 7,926 | 8,628 |
| 非控制權益 | 207 | 276 | 639 | 639 | 639 |
| 股東權益總額 | 7,602 | 7,796 | 8,210 | 8,565 | 9,267 |

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 | 1,044 | 217 | (52) | 575 | 1,051 |
| 折舊及攤提 | 475 | 471 | 488 | 539 | 584 |
| 本期營運資金變動 | (194) | (47) | (101) | (195) | (334) |
| 其他營業資產 及負債變動 | (1,013) | 2 | 492 | 21 | 7 |
| 營運活動之現金流量 | 311 | 643 | 827 | 939 | 1,309 |
| 資本支出 | (383) | (381) | (539) | (839) | (839) |
| 本期長期投資變動 | 7 | 7 | (52) | 0 | 0 |
| 其他資產變動 | (213) | (167) | 313 | 0 | 0 |
| 投資活動之現金流量 | (589) | (541) | (1,257) | (839) | (839) |
| 股本變動 | 119 | 0 | 584 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | (63) | 387 | 264 | (55) | (55) |
| 現金增減資 | 0 | 0 | 584 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | 0 | (241) | (120) | (241) | (357) |
| 其他調整數 | 383 | 301 | (611) | 0 | 0 |
| 融資活動之現金流量 | 439 | 448 | 700 | (295) | (412) |
| 匯率影響數 | (12) | 0 | (23) | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | 149 | 550 | 247 | (194) | 58 |
| 自由現金流量 | (72) | 262 | 288 | 101 | 470 |

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 | 3,142 | 3,766 | 4,360 | 5,089 | 5,770 |
| 銷貨成本 | (2,171) | (2,375) | (2,437) | (2,699) | (2,989) |
| 營業毛利 | 971 | 1,390 | 1,923 | 2,390 | 2,781 |
| 營業費用 | (1,139) | (1,227) | (1,248) | (1,355) | (1,438) |
| 推銷費用 | (171) | (187) | (188) | (204) | (225) |
| 研究費用 | (700) | (777) | (842) | (872) | (896) |
| 管理費用 | (282) | (234) | (245) | (280) | (317) |
| 其他費用 | 14 | (28) | 26 | 0 | 0 |
| 營業利益 | (168) | 163 | 675 | 1,034 | 1,343 |
| 利息收入 | 0 | 2 | 24 | 33 | 33 |
| 利息費用 | (51) | (53) | (35) | (56) | (56) |
| 利息收入淨額 | (51) | (51) | (11) | (23) | (23) |
| 投資利益(損失)淨額 | 9 | 8 | 6 | 0 | 0 |
| 匯兌損益 | (7) | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 1,304 | 202 | (527) | (230) | 0 |
| 稅前純益 | 1,088 | 333 | 142 | 781 | 1,320 |
| 所得稅費用 | (44) | (116) | (195) | (207) | (269) |
| 少數股權淨利 | (206) | (193) | (179) | (21) | (7) |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 1,249 | 409 | 126 | 596 | 1,059 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 1,591 | 823 | 1,163 | 1,573 | 1,927 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 10.92 | 3.40 | 1.05 | 4.95 | 8.80 |

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 | 2.2 | 19.8 | 15.8 | 16.7 | 13.4 |
| 營業利益 | -- | -- | 312.9 | 53.2 | 29.9 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 89.5 | (48.2) | 41.2 | 35.3 | 22.5 |
| 稅後純益 | 217.0 | (79.2) | -- | -- | 82.8 |
| 調整後每股盈餘 | 188.6 | (68.8) | (69.2) | 371.9 | 77.7 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 30.9 | 36.9 | 44.1 | 47.0 | 48.2 |
| 營業利益率 | (5.4) | 4.3 | 15.5 | 20.3 | 23.3 |
| 稅前息前淨利率 | 33.0 | 7.5 | 15.5 | 20.3 | 23.3 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 50.6 | 21.9 | 26.7 | 30.9 | 33.4 |
| 稅前純益率 | 34.6 | 8.9 | 3.3 | 15.4 | 22.9 |
| 稅後純益率 | 39.8 | 10.9 | 2.9 | 11.7 | 18.4 |
| 資產報酬率 | 9.4 | 1.8 | (0.4) | 4.2 | 7.4 |
| 股東權益報酬率 | 16.2 | 2.8 | 1.7 | 7.5 | 12.3 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 58.1 | 63.6 | 66.1 | 63.0 | 57.7 |
| 淨負債權益比 (%) | 28.9 | 23.2 | 23.7 | 24.3 | 21.3 |
| 利息保障倍數 (倍) | 22.3 | 7.3 | 5.1 | 14.8 | 24.4 |
| 流動比率 (%) | 151.7 | 132.1 | 161.8 | 161.3 | 173.1 |
| 速動比率 (%) | 79.7 | 78.3 | 112.5 | 108.6 | 114.7 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | 2,195 | 1,808 | 1,946 | 2,085 | 1,972 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 61.47 | 62.52 | 62.96 | 65.91 | 71.74 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 9.8 | 31.6 | 102.4 | 21.7 | 12.2 |
| 股價自由現金流量比 | -- | 49.2 | 44.8 | 127.7 | 27.5 |
| 股價淨值比 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 8.1 | 15.7 | 11.1 | 8.2 | 6.7 |
| 股價營收比 | 4.1 | 3.4 | 3.0 | 2.5 | 2.2 |

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

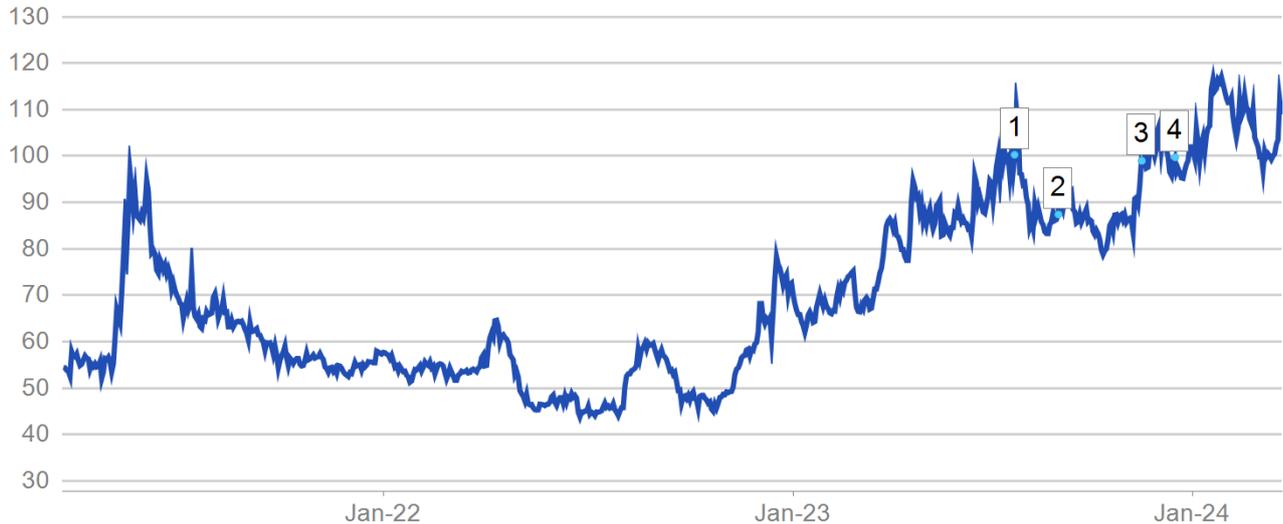
附錄：重要揭露事項

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。

台耀 (4746 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



| # | 日期 | 收盤價 (A) | 目標價 (B) | 調整後目標價 (C) | 評等 | 分析師 |
|---|----------|---------|---------|------------|----|-----|
| 1 | 20230731 | 97.80 | 170.00 | 168.04 | 買進 | 蔣欣穎 |
| 2 | 20230906 | 86.30 | 156.00 | 156.00 | 買進 | 蔣欣穎 |
| 3 | 20231120 | 93.60 | 156.00 | 156.00 | 買進 | 蔣欣穎 |
| 4 | 20231218 | 98.90 | 155.00 | 155.00 | 買進 | 蔣欣穎 |

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

© {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>.