

## 保瑞 (6472 TT) Bora

提早完成美國藥廠併購，為 CDMO、全球銷售業務帶來綜效

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$875.0

收盤價 (2024/04/02)：NT\$692.0  
隱含漲幅：26.4%

## 營收組成 (2023)

全球銷售業務 65% · CDMO 35%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	875.0	875.0
2024年營收 (NT\$/十億)	19.2	16.5
2024年EPS	30.2	27.3

## 交易資料表

市值	NT\$70,100百萬元
外資持股比率	12.0%
董監持股比率	28.7%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$107.72
負債比	53.0%
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	14,200	19,160	22,071
營業利益	1,922	5,249	5,594	6,145
稅後純益	1,392	3,030	3,068	4,431
EPS (元)	18.52	30.20	30.22	43.65
EPS YoY (%)	67.7	63.0	0.1	44.4
本益比 (倍)	37.4	22.9	22.9	15.9
股價淨值比 (倍)	11.6	7.6	6.4	5.0
ROE (%)	33.8	33.4	28.1	31.3
現金殖利率 (%)	1.2%	1.7%	1.8%	2.5%
現金股利 (元)	8.00	12.00	12.09	17.46

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 2Q24 財報將併入美國藥廠 USL，預估營收/獲利季增 59%/28%。

◆ Upsher-Smith 併購案讓保瑞成為全美最大的口服固體製劑廠之一，有利 CDMO 業務拓展，也豐富美國銷售業務的產品組合。

◆ 2025 年不再認列分潤支出、併購效益顯現，預估 EPS 將年增 44%。重申買進、目標價 875 元(20x 2025F EPS)。

## 2Q24 財報將併入美國藥廠 USL，預估營收/獲利季增 59%/28%

保瑞於美東時間 4/1 完成 Upsher-Smith Laboratories 全數股權收購案，4 月就會併入合併報表，優於我們原先在 3Q24 併入報表的預期，上調 2Q24 營收預估 56%至 52.2 億元，QoQ+58.6%/YoY+66.4%。不過 USL 毛利率僅 34%，預估 2Q24 毛利率 44.5%，QoQ-6.2ppt/YoY-10.4ppt。基於上述合併案，上調 2Q24 營業利益 14.6%至 14.57 億元，QoQ+21%/YoY+8%，同步上調 2Q24 EPS 預估 21.1%至 7.94 元，QoQ+27.8%/YoY+15.1%。

## 併購 USL 為進軍美國市場關鍵佈局

Upsher-Smith 是保瑞第一個在美國市場的併購案，旗下工廠可生產包含口服固體、粉體、液體等劑型，設有包裝產線及倉儲物流，年產能達 35 億劑口服藥，此併購案不僅讓保瑞取得在美國的第一個製造基地，更讓保瑞成為全美最大的口服固體製劑廠之一，有利保瑞提供全球 CDMO 客戶更完整之代工服務。Upsher-Smith 擁有 48 項上市量產藥品，產品組合多元，並已成功地建立了一個專精於營銷品牌學名藥之特殊專業渠道，強化保瑞在美國銷售業務拓展。預計美國營收佔比將從 2023 年的 77%提升至 2024 年的 81%。

## CDMO、全球銷售業務推出新產品，抵銷已上市學名藥的衰退

保瑞子公司安成藥旗下胃食道逆流學名藥在美國市佔率達 40%，1Q24 新競爭者 Mylan 取得美國藥證，帶來降價壓力，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 CDMO 業務將有 15 個以上產品上市，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，加上新的品牌藥併購案談中，2024 年 CDMO、全球銷售業務成長可望抵銷胃食道逆流學名藥的衰退。USL 提早併入報表，上調 2024 年 EPS 11%至 30.22 元。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 為 43.65 元，YoY+44%。基於 20 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 推得目標價 875 元。

## 2Q24 財報將併入美國藥廠 USL，預估營收/獲利季增 59%/28%

保瑞 2024 年前 2 月累計營收 21 億元，YoY-39%，達成我們季財測 64%，符合預期，累計營收年減主因保瑞於 2023 年 3 月停止銷售低毛利率乳癌藥 Paclitaxel，營收基期較高所致，不過加拿大廠受惠於 2023 年年中新代工品項量產上市，已連續兩個月營收月成長，安成藥也於 2024 年 2 月成功在美國上市新的學名藥產品 Topiramate Capsules，累加產品組合及成長動能。預估 1Q24 營收 32.94 億元，QoQ+2.8%/YoY-31.1%，由於 4Q23 併入晨暉生技，使得營業費用較高，下調 1Q24 EPS 預估 2.3%至 6.21 元，QoQ+10%/YoY-40%。

保瑞於美東時間 4/1 完成 Upsher-Smith Laboratories 全數股權收購案，2024 年 4 月 Upsher-Smith 就會併入保瑞合併報表，優於我們原先在 3Q24 併入報表的預期，上調 2Q24 營收預估 56%至 52.2 億元，QoQ+58.6%/YoY+66.4%。不過 USL 毛利率僅 34%，預估 2Q24 毛利率 44.5%，QoQ-6.2ppt/YoY-10.4ppt。基於上述合併案，上調 2Q24 營業利益 14.6%至 14.57 億元，QoQ+21%/YoY+8%，同步上調 2Q24 EPS 預估 21.1%至 7.94 元，QoQ+27.8%/YoY+15.1%。

圖 1：2024 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	4,781	3,206	3,294	2.8%	-31.1%	3,293	3,245	0.0%	1.5%
營業毛利	1,926	1,697	1,672	-1.5%	-13.2%	1,652	1,715	1.2%	-2.5%
營業利益	1,547	1,136	1,204	6.0%	-22.2%	1,248	1,266	-3.6%	-4.9%
稅前利益	1,442	680	864	27.1%	-40.1%	875	952	-1.3%	-9.3%
稅後淨利	1,039	566	630	11.4%	-39.4%	645	707	-2.3%	-10.9%
調整後 EPS (元)	10.36	5.64	6.21	10.1%	-40.1%	6.35	6.97	-2.3%	-10.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	40.3%	52.9%	50.8%	-2.2	10.5	50.2%	52.9%	0.6	-2.1
營業利益率	32.4%	35.4%	36.6%	1.1	4.2	37.9%	39.0%	-1.4	-2.5
稅後純益率	21.7%	17.6%	19.1%	1.5	-2.6	19.6%	21.8%	-0.5	-2.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2024 年第 2 季獲利預估調整

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,139	3,294	5,224	58.6%	66.4%	3,347	3,412	56.1%	53.1%
營業毛利	1,724	1,672	2,325	39.1%	34.8%	1,667	1,767	39.5%	31.6%
營業利益	1,347	1,204	1,457	21.0%	8.2%	1,272	1,299	14.6%	12.2%
稅前利益	1,019	864	1,097	27.1%	7.7%	903	1,017	21.5%	7.9%
稅後淨利	692	630	806	27.8%	16.5%	665	762	21.1%	5.7%
調整後 EPS (元)	6.90	6.21	7.94	27.8%	15.1%	6.55	7.51	21.1%	5.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	54.9%	50.8%	44.5%	-6.2	-10.4	49.8%	51.8%	-5.3	-7.3
營業利益率	42.9%	36.6%	27.9%	-8.7	-15.0	38.0%	38.1%	-10.1	-10.2
稅後純益率	22.0%	19.1%	15.4%	-3.7	-6.6	19.9%	22.3%	-4.4	-6.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg









## 併購 USL 為進軍美國市場關鍵佈局

保瑞以 2.1 億美元購入 Upsher-Smith 全數股權，其中一半以上資金來自銀行借款，其餘來自自有資金，我們預期保瑞 2Q24 銀行借款將增加 40 億元台幣，使得一季利息費用增加 2,300 萬元台幣，而後在 2025 年開始陸續償還銀行借款。根據雙方買賣合約，賣方在交割前以帳上所有現金，清償所有負債，扣除該部分影響後的土地廠房設備及其他可辨認資產，歸於買方，會計師將依據所有資產的公允價值與買價進行商譽評估，市場共識認為該公平價值會高於 2.1 億美元的買價，因此保瑞 2Q24 有機會認列廉價購買利益。Upsher-Smith 自 2024 年 4 月 1 日交割日起，成為保瑞集團旗下 100% 持有之子公司，是保瑞第一個在美國市場的併購案。Upsher-Smith 為一美國本土在地之製藥公司，旗下位於明尼蘇達州的 Maple Grove 工廠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，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，並設有包裝產線及倉儲物流，年產能達 35 億劑口服藥，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 擁有 48 項上市量產藥品，產品組合多元，已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，此次合併將為保瑞旗下負責美國市場業務的安成藥帶進完全互補的產品組合與具市場區隔的銷售渠道。

## 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 3：保瑞廠房概覽及 CDMO 業務佈局

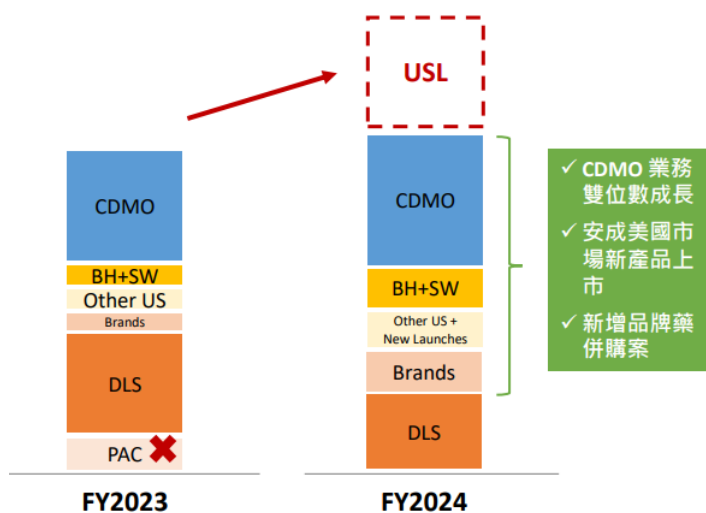
	Site Area/ Capacity	Dosage Form/ Capability	Target Market	Key Customer
	<ul style="list-style-type: none"><li>24,298 Sq. Meters</li><li>700 million units</li></ul>	Oral Solid <ul style="list-style-type: none"><li>Tablets</li><li>Capsules</li><li>Granule</li></ul> + Packaging	<ul style="list-style-type: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

資料來源：公司資料、元大投顧整理

## 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。

圖 4：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



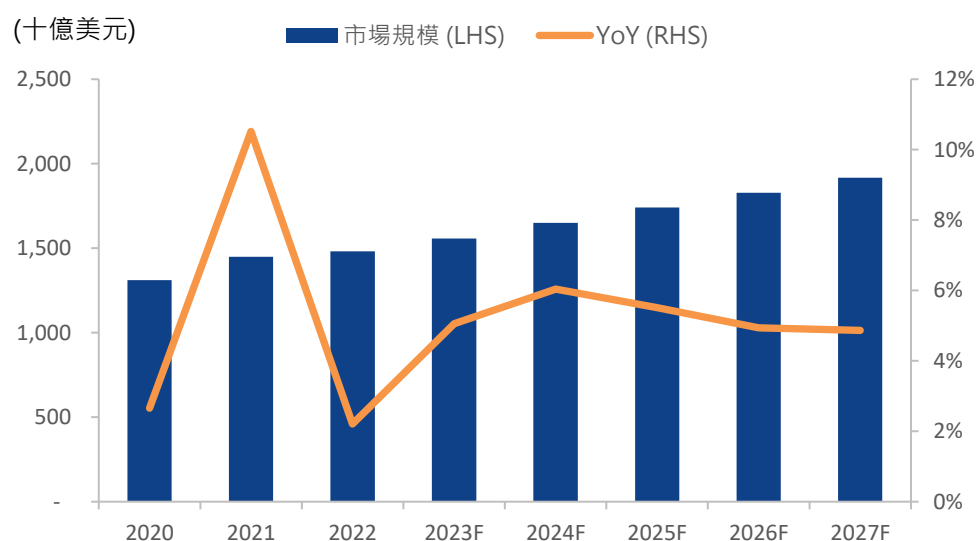
資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 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 5)，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 5：2023-2027 年全球製藥市場 CAGR 為 5.3%

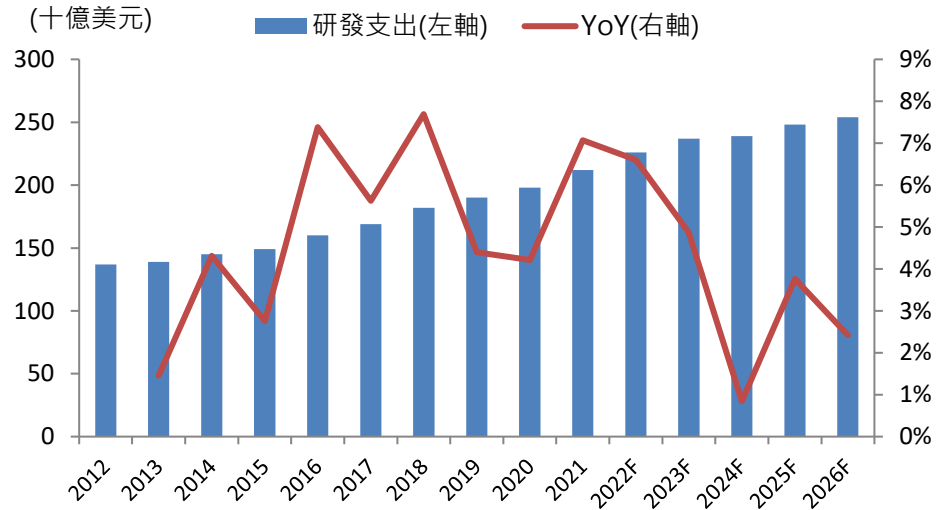


資料來源：IQVIA、元大投顧整理

### 全球新藥研發支出逐年增加，推動 CDMO 業務成長

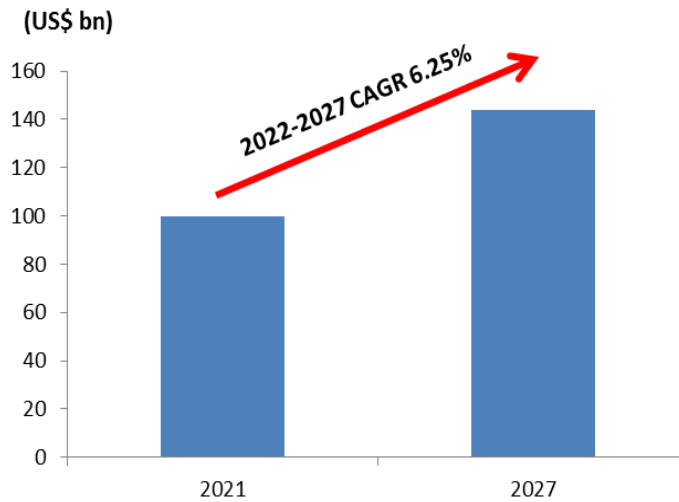
原廠藥專利到期後面臨學名藥競爭壓力，使製藥公司更重視新藥開發，全球製藥研發支出逐年增加 (圖 6)，而越來越多藥廠將研發生產工作外包，以降低成本。2023 年全球 CDMO 市場規模 1,000 億美元，預估 2022-2027 年 CAGR 為 6% (圖 7)。不過 CDMO 行業高度分散，前 5 名廠商的總市場份額不到 20%，大廠透過併購提升市佔率、提升製造品質或是擴充新製造能力，並提供開發到製造之一站式服務。委託開發製造(CDMO)在製藥產業只佔 26% (圖 8)，其中小分子藥物比生物製劑容易委外製造、技術移轉更快速，使得小分子藥物在 CDMO 市場佔比達 90%，生物藥 CDMO 雖然成長快速，但市佔率相對較低(圖 9)。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 6：全球製藥研發費用穩定成長



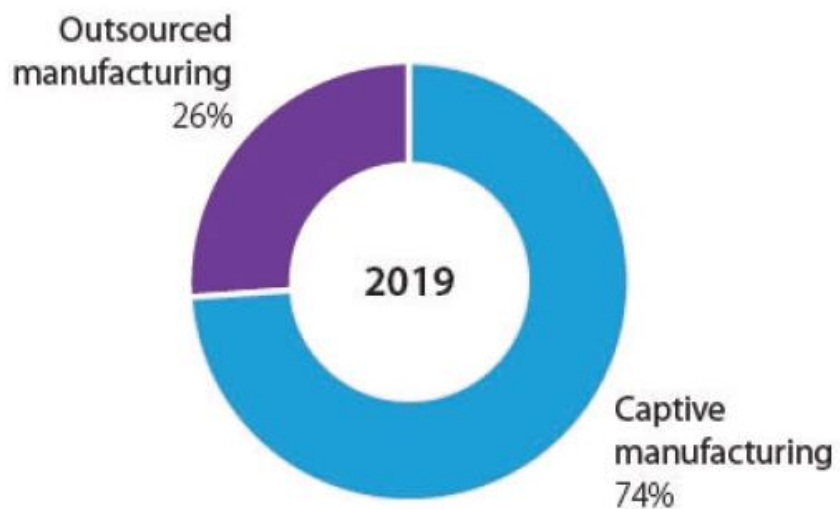
資料來源：MarketResearch、元大投顧

圖 7：全球 CDMO 市場 2022-2027 年 CAGR 為 6%



資料來源：Mordor Intelligence、元大投顧

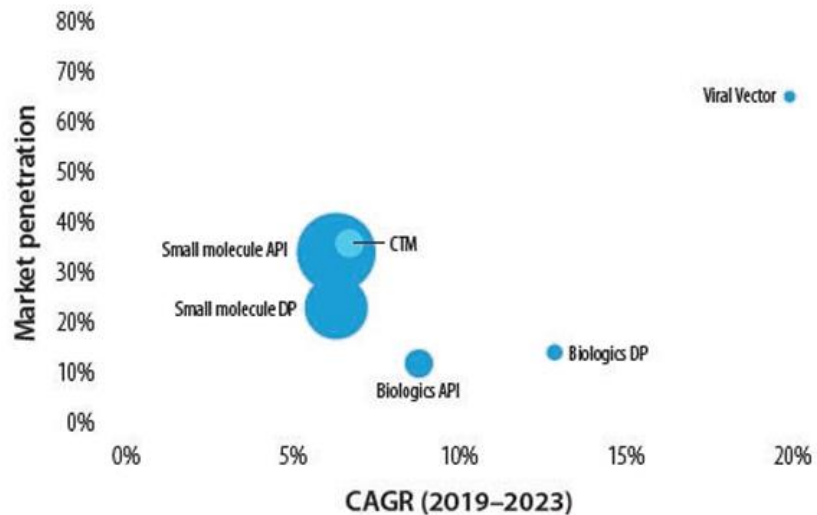
圖 8：委託開發製造(CDMO)在製藥產業只佔 26%



資料來源：保瑞、元大投顧



圖 9：不同 CDMO 產品種類的市佔率及成長性



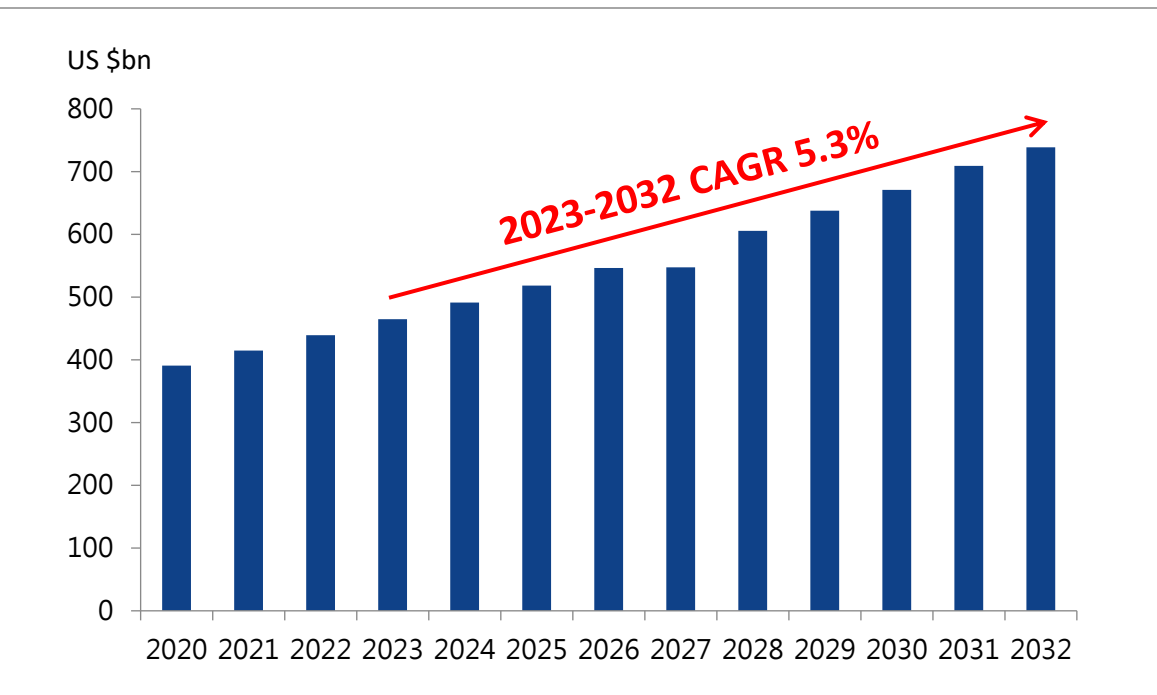
資料來源：保瑞、元大投顧

### 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 10)。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 11)，可見歐美國學名藥廠居於領先，而印度學名藥廠緊追在後。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 12)。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 13)，這些是學名藥廠/生物相似藥廠的機會。

圖 10：全球學名藥市場規模預估



資料來源：Precedence Research、元大投顧整理

圖 11：2022 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 12：2023-2030 年關鍵專利到期之重磅藥及仿製藥開發廠商概覽

Rank	藥名	原廠	適應症	關鍵專利到期年份	2023年銷售額	仿製藥廠商
1	Keytruda	Merck	癌症免疫療法	2028	US\$ 25.0 bn	PlantForm, NeuClone
2	Humira	Abbvie	類風濕性關節炎	2023	US\$ 14.4 bn	Amgen, Pfizer, Mylan, Sandoz...
3	Eliquis	BMS/Pfizer	抗凝血劑	2027-2029	US\$ 12.2 bn	Viatis, Micro Labs
4	Stelara	J&J	克隆氏症	2025-2026	US\$ 10.9 bn	Celltrion, 百奧泰, Epirus Biopharma
5	Eylea	Regeneron	濕式黃斑部病變	2025-2026	US\$ 9.1 bn	Sandoz, Amgen, Samsung Bioepis
6	Opdivo	BMS	癌症免疫療法	2028	US\$ 9.0 bn	NeuClone, Xbrane
7	Trulicity	Eli Lilly	糖尿病	2027-2029	US\$ 7.1 bn	
8	Imbruvica	Abbvie/J&J	血癌	2027-2032	US\$ 6.7 bn	Alvogen, Natco
9	Prolia/Xgeva	Amgen	預防骨骼事件發生	2025-2026	US\$ 6.2 bn	Sandoz, Samsung Bioepis, 伊甸生醫
10	Revlimid	BMS/Celgene	血癌	2026	US\$ 6.1 bn	美時, Natco, Dr. Reddy's
11	Dolutegravir	ViiV Healthcare	HIV感染	2027-2029	US\$ 5.4 bn	Viatis, Laurus
12	Entyvio	Takeda	潰瘍性結腸炎	2025-2026	US\$ 5.2 bn	Alvotech/Advanz
13	Cosentyx	Novartis	斑塊性乾癬	2025-2026	US\$ 5.0 bn	百奧泰、上海君實生物
14	Ibrance	Pfizer	癌症	2027	US\$ 4.8 bn	Aurobindo, Dr. Reddy's
15	Januvia/Janumet	Merck	糖尿病	2022-2023	US\$ 3.4 bn	Viatis, Par pharma

\*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 13：全球專利到期藥物面臨之銷售風險



資料來源：Evaluate Pharma

## 獲利調整與股票評價

### 提早併入 USL，上調 2024 年 EPS 11%至 30.2 元

保瑞於美東時間 2024/4/1 完成 Upsher-Smith 併購案，優於我們原先在 3Q24 併入報表的預期，上調 2024 年營收 16.1%至 191.6 億元，同步上調 EPS 11%至 30.22 元，YoY+0.1%。展望 2025 年，USL 貢獻全年營運，CDMO、全球銷售業務隨新產品推出穩健成長，且業外不再認列給安成藥原股東的分潤支出，預估 2025 年 EPS 為 43.65 元，YoY+44%，大致維持原先預估。因應併購案支出，預期 2Q24 保瑞銀行借款會增加約 40 億元，使得一季利息費用增加 2,300 萬元，我們認為保瑞將於 2025 年陸續償還銀行借款。

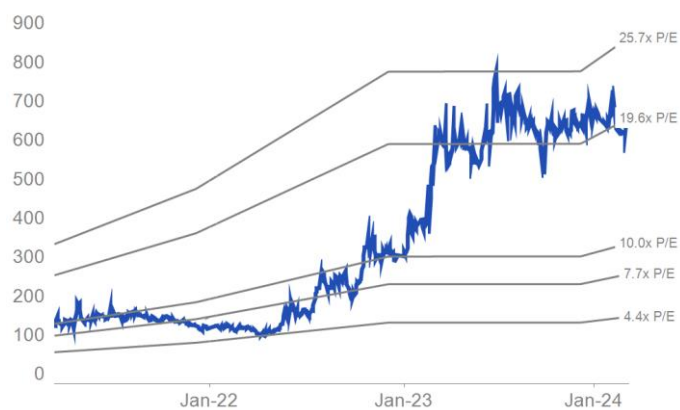
考量 Upsher-Smith 併購案對於保瑞全球藥品銷售、CDMO 皆有正面綜效，並使營運成長動能更多元，給予買進評等，目標價 875 元，係基於 20 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 推得。我們認為 20 倍目標本益比尚屬合理，主因國際製藥同業 2025 年本益比評價普遍在 20 倍以上，而國內學名藥公司本益比區間為 15-20 倍，保瑞透過併購使其獲利成長優於同業，同時垂直整合更多能力，可享有較高評價。

圖 14：2024 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	19,160	16,501	22,071	22,024	16.1%	0.2%
營業毛利	8,751	7,707	9,710	9,374	13.5%	3.6%
營業利益	5,594	5,256	6,145	6,122	6.4%	0.4%
稅前利益	4,184	3,757	6,001	5,970	11.4%	0.5%
稅後淨利	3,068	2,771	4,431	4,431	10.7%	0.0%
調整後 EPS (元)	30.22	27.31	43.65	43.66	10.7%	0.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	45.7%	46.7%	44.0%	42.6%	-1.0	1.4
營業利益率	29.2%	31.9%	27.8%	27.8%	-2.7	0.0
稅後純益率	16.0%	16.8%	20.1%	20.1%	-0.8	0.0

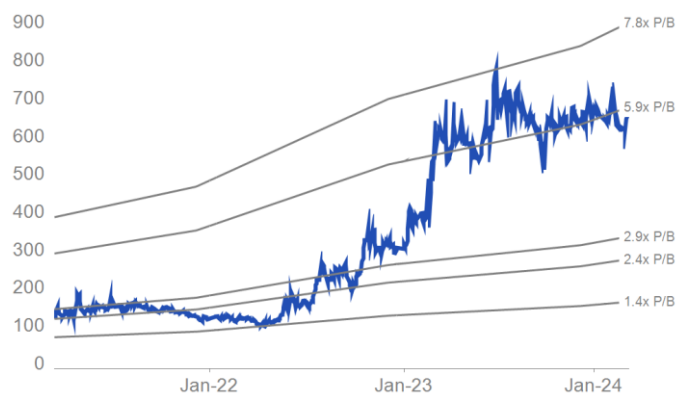
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：12 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 17：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	692.0	2,111	30.20	30.22	43.65	22.9	22.9	15.9	63.0	0.1	44.4
國外同業													
Dr. Reddy's Laboratories	DRRD IN	未評等	6235.0	11,729	271.5	307.0	319.2	23.0	20.3	19.5	106.8	13.1	4.0
Sun Pharma	SUNP IN	未評等	1619.2	39,492	35.3	38.5	45.1	45.9	42.1	35.9	158.9	9.0	17.3
Cipla	CIPLA IN	未評等	1486.2	13,302	34.7	49.3	54.7	42.8	30.2	27.2	11.3	41.9	11.0
Glenmark	GNP IN	未評等	978.4	3,025	(6.0)	33.4	44.7	--	29.3	21.9	--	--	33.7
Hikma	HIK LN	未評等	1918.5	5,247	165.1	167.7	180.0	11.6	11.4	10.7	138.0	1.5	7.3
Lonza Group AG	LONN SW	未評等	540.2	31,965	13.5	12.4	15.2	40.0	43.7	35.5	(17.5)	(8.4)	23.1
Catalent	CTLT US	未評等	56.4	9,106	(1.4)	0.8	1.6	--	75.6	35.2	--	--	115.2
藥明康德	603259 CH	未評等	47.0	30,128	3.4	4.1	5.1	13.83	11.6	9.3	12.96	19.0	24.8
國外同業平均								30.8	26.6	23.0	103.7	16.4	14.65
國內同業													
健喬	4114 TT	未評等	39.9	484	1.8	2.2	--	22.2	17.8	--	(19.0)	24.4	--
東洋	4105 TT	未評等	78.5	621	5.0	5.4	6.7	15.7	14.5	11.8	13.6	8.45	23.0
美時	1795 TT	買進	309.5	2,324	15.7	15.9	20.6	19.7	19.4	15.0	35.6	1.4	29.1
國內同業平均								19.2	17.2	13.4	10.06	11.4	26.06

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 18：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	692.0	2,111	33.4	28.1	31.3	90.54	107.72	139.28	7.6	6.4	5.0
國外同業													
Dr. Reddy's Laboratories	DRRD IN	未評等	6235.0	11,729	21.2	19.5	17.3	1402.5	1640.7	1909.4	4.5	3.8	3.3
Sun Pharma	SUNP IN	未評等	1619.2	39,492	16.6	15.4	16.1	233.4	251.1	295.2	6.9	6.5	5.5
Cipla	CIPLA IN	未評等	1486.2	13,302	13.5	15.6	15.2	290.1	329.9	375.3	5.1	4.5	4.0
Glenmark	GNP IN	未評等	978.4	3,025	11.5	10.6	10.4	335.6	416.8	459.2	2.9	2.4	2.1
Hikma	HIK LN	未評等	1918.5	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	540.2	31,965	9.1	8.2	9.7	146.2	148.5	157.3	3.7	3.6	3.4
Catalent	CTLT US	未評等	56.4	9,106	3.9	0.3	5.5	25.5	21.8	22.8	2.2	2.6	2.5
藥明康德	603259 CH	未評等	47.0	30,128	19.1	19.3	20.4	19.3	21.9	25.9	2.5	2.2	1.8
國外同業平均					16.8	16.1	15.7				4.3	3.8	3.3
國內同業													
健喬	4114 TT	未評等	39.9	484	8.8	10.0	--	17.6	--	--	2.3	--	--
東洋	4105 TT	未評等	78.5	621	19.1	19.3	20.8	24.3	26.1	--	3.2	3.0	--
美時	1795 TT	買進	309.5	2,324	26.3	20.6	22.1	65.4	77.6	93.3	4.7	4.0	3.3
國內同業平均					18.1	16.6	21.4				3.9	3.5	3.3

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 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

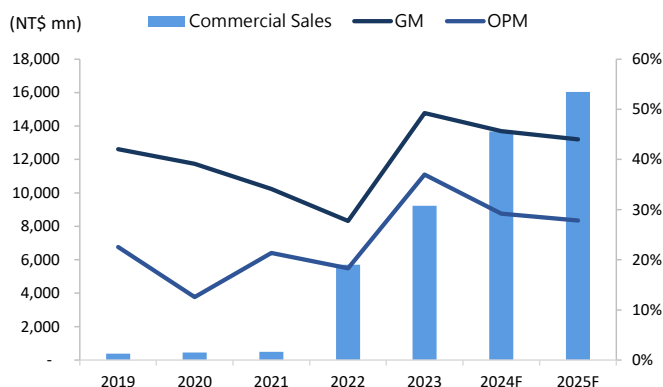
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	4,781	3,139	3,075	3,206	3,294	5,224	5,289	5,354	14,200	19,160
銷貨成本	(2,855)	(1,414)	(1,431)	(1,509)	(1,622)	(2,899)	(2,929)	(2,960)	(7,209)	(10,410)
營業毛利	1,926	1,725	1,644	1,697	1,672	2,325	2,360	2,394	6,991	8,751
營業費用	(378)	(378)	(425)	(561)	(468)	(868)	(859)	(961)	(1,742)	(3,156)
營業利益	1,547	1,347	1,219	1,136	1,204	1,457	1,500	1,433	5,249	5,594
業外利益	(105)	(328)	(296)	(456)	(340)	(360)	(356)	(354)	(1,185)	(1,410)
稅前純益	1,442	1,019	923	680	864	1,097	1,144	1,079	4,064	4,184
所得稅費用	(399)	(318)	(178)	(97)	(216)	(274)	(286)	(270)	(992)	(1,046)
少數股東權益	4	9	12	17	17	17	17	17	42	70
歸屬母公司稅後純益	1,039	692	733	566	630	806	840	792	3,030	3,068
調整後每股盈餘(NT\$)	10.36	6.90	7.31	5.64	6.21	7.94	8.28	7.80	30.20	30.22
調整後加權平均股數(百萬股)	102	102	102	102	102	102	102	102	100	102
重要比率										
營業毛利率	40.3%	55.0%	53.5%	52.9%	50.8%	44.5%	44.6%	44.7%	49.2%	45.7%
營業利益率	32.4%	42.9%	39.6%	35.4%	36.6%	27.9%	28.4%	26.8%	37.0%	29.2%
稅前純益率	30.2%	32.5%	30.0%	21.2%	26.2%	21.0%	21.6%	20.2%	28.6%	21.8%
稅後純益率	21.7%	22.1%	23.8%	17.6%	19.1%	15.4%	15.9%	14.8%	21.3%	16.0%
有效所得稅率	27.7%	31.2%	19.3%	14.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	24.4%	25.0%
季增率(%)										
營業收入	-9.8%	-34.3%	-2.0%	4.2%	2.8%	58.6%	1.2%	1.2%		
營業利益	135.2%	-13.0%	-9.5%	-6.8%	6.0%	21.0%	3.0%	-4.5%		
稅後純益	157.4%	-33.4%	5.9%	-22.9%	11.4%	27.8%	4.2%	-5.7%		
調整後每股盈餘	92.7%	-33.4%	5.9%	-22.9%	10.1%	27.8%	4.3%	-5.7%		
年增率(%)										
營業收入	327.9%	131.7%	12.9%	-39.5%	-31.1%	66.4%	72.0%	67.0%	35.3%	34.9%
營業利益	515.1%	264.5%	89.5%	72.7%	-22.2%	8.2%	23.0%	26.2%	173.1%	6.6%
稅後純益	480.1%	188.4%	28.9%	40.0%	-39.4%	16.5%	14.6%	40.0%	119.2%	2.1%
調整後每股盈餘	334.4%	115.9%	-3.5%	4.9%	-40.1%	15.1%	13.3%	38.4%	63.0%	0.1%

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

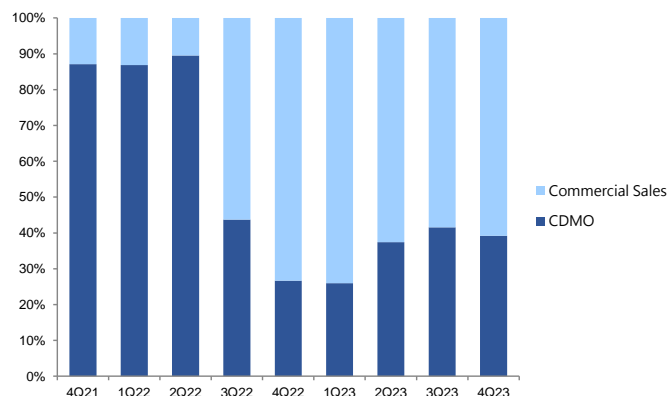
保瑞藥業成立於 2007 年，以藥品代理銷售起家，現專注於為國際市場的患者開發、製造和銷售品牌藥、學名藥和非處方 (OTC) 醫療保健產品，其小分子藥 CDMO 業務專精於複雜藥物劑型的開發、製造和包裝，包括控釋的口服藥物、外用藥品及眼科用藥，同時透過併購及策略投資，切入大分子 CDMO 業務，以及加速保健食品業務拓展。保瑞通過多國藥監機構查核，向全球 100 多個國家供應藥品，包括美國、加拿大、日本、歐盟、亞洲、中東以及南美和中美洲。全球 CDMO 業務以新簽約產品/客戶帶動成長，支持品牌客戶發展品牌產品，全球銷售業務則著重在拓展產品組合/目標市場，多元化獲利來源。

圖 20：全球銷售營收逐年增加使獲利率改善



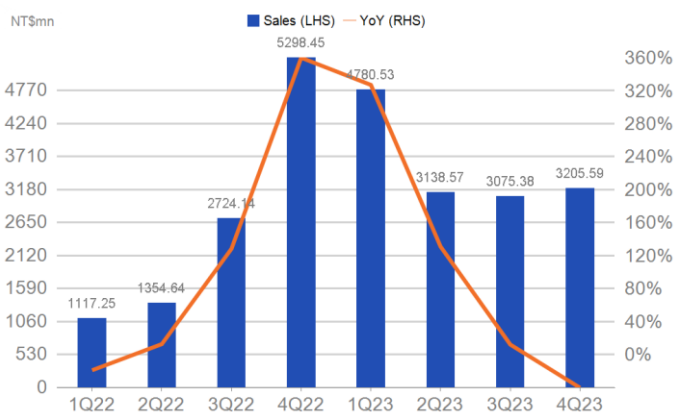
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



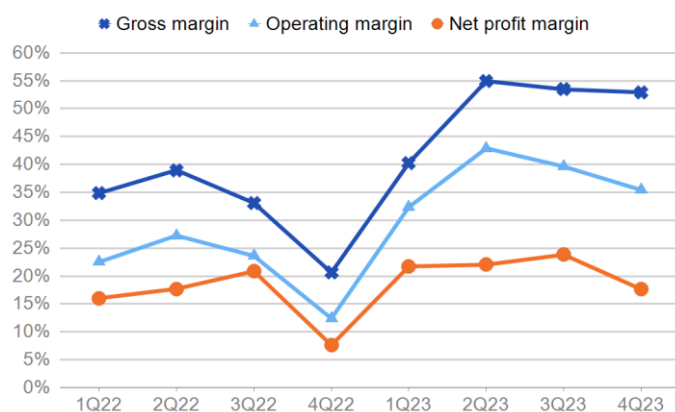
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



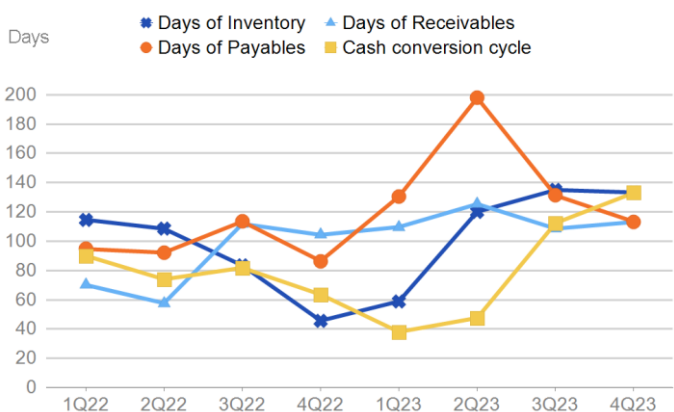
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



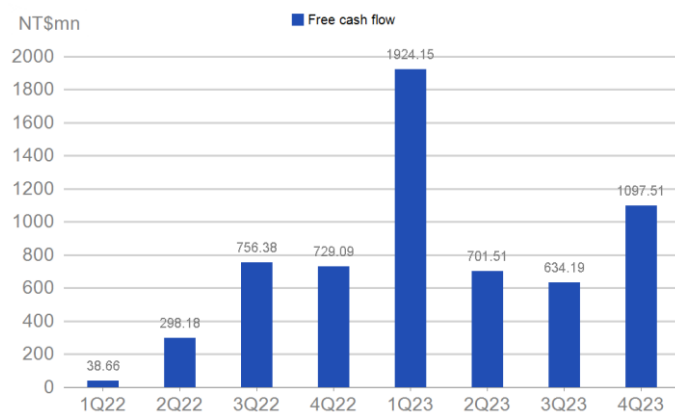
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：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 風險評級屬於中度風險，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 26：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)	22

資料來源：Sustainalytics (2024/4/2)

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

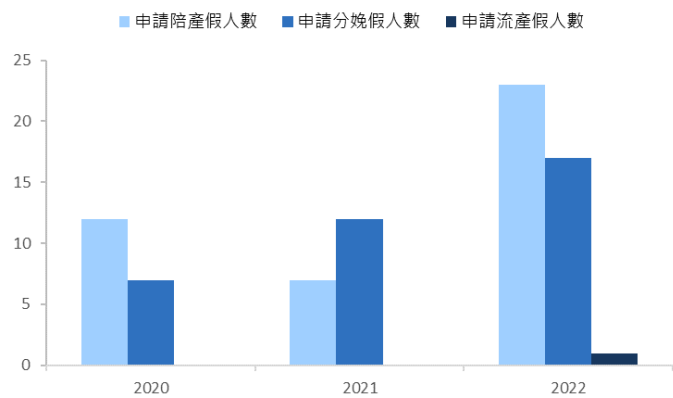
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

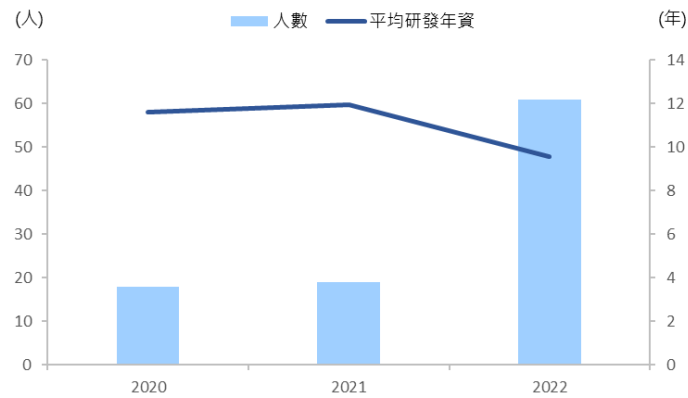
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 27：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 28：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	3,053	993	2,409
存貨	914	1,947	2,156	3,010	3,089
應收帳款及票據	825	6,085	4,013	5,216	5,439
其他流動資產	143	928	1,380	1,380	1,380
流動資產	2,792	12,241	10,603	10,599	12,317
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	3,750	6,645	6,650	6,177	5,680
無形資產	171	2,147	5,596	12,156	12,156
其他非流動資產	659	1,728	2,203	2,203	2,203
非流動資產	4,580	10,520	14,449	20,536	20,039
資產總額	7,372	22,761	25,052	31,136	32,356
應付帳款及票據	236	455	380	628	645
短期借款	645	2,161	768	768	768
什項負債	960	7,880	7,081	7,081	7,081
流動負債	1,841	10,496	8,229	8,476	8,493
長期借款	1,028	3,394	2,724	6,710	4,710
其他負債及準備	1,351	3,731	2,334	2,334	2,334
長期負債	2,379	7,125	5,057	9,044	7,044
負債總額	4,220	17,621	13,286	17,520	15,537
股本	685	757	1,015	1,015	1,015
資本公積	1,026	1,236	3,318	3,318	3,318
保留盈餘	1,466	2,549	4,729	6,579	9,782
什項權益	(24)	(14)	23	23	23
歸屬母公司之權益	3,153	4,528	9,085	10,935	14,139
非控制權益	0	612	2,681	2,681	2,681
股東權益總額	3,153	5,140	11,766	13,616	16,820

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	3,072	3,138	4,501
折舊及攤提	210	325	606	753	778
本期營運資金變動	(101)	(1,275)	1,906	(1,809)	(286)
其他營業資產及負債變動	378	1,559	(971)	(70)	(70)
營運活動之現金流量	1,237	2,010	4,614	2,011	4,923
資本支出	(163)	(188)	(298)	(280)	(280)
本期長期投資變動	0	0	(1,126)	(6,560)	0
其他資產變動	(62)	(4,093)	(929)	0	0
投資活動之現金流量	(226)	(4,281)	(2,458)	(6,840)	(280)
股本變動	144	72	7	0	0
本期負債變動	(627)	4,448	(1,695)	3,986	(2,000)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(110)	(239)	(619)	(1,218)	(1,227)
其他調整數	(149)	313	(134)	0	0
融資活動之現金流量	(741)	4,595	(2,440)	2,768	(3,227)
匯率影響數	(29)	47	56	0	0
本期產生現金流量	241	2,371	(228)	(2,060)	1,416
自由現金流量	1,073	1,822	4,316	1,731	4,643

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	14,200	19,160	22,071
銷貨成本	(3,228)	(7,582)	(7,209)	(10,410)	(12,361)
營業毛利	1,672	2,913	6,991	8,751	9,710
營業費用	(626)	(991)	(1,742)	(3,156)	(3,565)
推銷費用	(178)	(260)	(447)	(526)	(526)
研究費用	(41)	(129)	(298)	(364)	(364)
管理費用	(406)	(601)	(997)	(2,265)	(2,674)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	1,046	1,922	5,249	5,594	6,145
利息收入	0	11	63	76	76
利息費用	(54)	(109)	(171)	(225)	(219)
利息收入淨額	(53)	(97)	(108)	(149)	(144)
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)	(1,077)	(1,261)	0
稅前純益	1,024	1,840	4,064	4,184	6,001
所得稅費用	(274)	(438)	(992)	(1,046)	(1,500)
少數股權淨利	0	10	42	70	70
歸屬母公司之稅後純益	750	1,392	3,030	3,068	4,431
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,288	2,274	5,855	6,347	6,922
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.04	18.52	30.20	30.22	43.65

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	34.9	15.2
營業利益	362.7	83.8	173.1	6.6	9.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	69.8	76.6	157.5	8.4	9.1
稅後純益	29.6	86.9	119.2	2.1	43.4
調整後每股盈餘	2.6	67.7	63.0	0.1	44.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	34.1	27.8	49.2	45.7	44.0
營業利益率	21.4	18.3	37.0	29.2	27.8
稅前息前淨利率	19.8	16.5	37.0	29.2	27.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	26.3	21.7	41.2	33.1	31.4
稅前純益率	20.9	17.5	28.6	21.8	27.2
稅後純益率	15.3	13.3	21.3	16.0	20.1
資產報酬率	10.4	9.3	12.9	11.2	14.2
股東權益報酬率	26.7	33.8	33.4	28.1	31.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	133.9	342.8	112.9	128.7	92.4
淨負債權益比(%)	24.2	44.2	3.7	47.6	18.3
利息保障倍數 (倍)	20.1	17.9	24.7	19.6	28.3
流動比率 (%)	151.7	116.6	128.9	125.1	145.0
速動比率 (%)	97.8	95.3	102.7	89.5	108.7
淨負債 (NT\$百萬元)	763	2,274	438	6,484	3,069
調整後每股淨值 (NT\$)	46.09	59.82	90.54	107.72	139.28
評價指標 (倍)					
本益比	62.7	37.4	22.9	22.9	15.9
股價自由現金流量比	65.8	38.7	16.4	40.8	15.2
股價淨值比	15.0	11.6	7.6	6.4	5.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	54.8	31.0	12.1	11.1	10.2
股價營收比	14.4	6.7	5.0	3.7	3.2

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。

保瑞 (6472 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>.