



# 美時

(1795.TW/1795 TT)

## 增加持股 · 維持

收盤價 April 15 (NT\$)	332.5
12 個月目標價 (NT\$)	600
前次目標價 (NT\$)	368.0
調升 (%)	63.0
上漲空間 (%)	80.5

## 焦點內容

1. 2025 年 Lenalidomide 出貨大爆發。
2. 東南亞併購案擴展學名藥、品牌藥帝國版圖。
3. 我們認為轉型 505(b)(2)亦可以推升長期委屈的本益比。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	88.10 / 2,730
流通在外股數 (百萬股)：	265.0
外資持有股數 (百萬股)：	176.5
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.99
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	208.5 - 343.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	12.1	46.2	25.5
相對表現 (%)	-4.4	24.3	-2.9

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.72A	1.26A	7.97A	0.64A
2023	4.55A	4.85A	4.76A	1.56F
2024	3.21F	6.11F	6.92F	3.63F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

陳宣甫  
886.2.2181.8724  
hsuan.chen@kgi.com

## 孫瑞隆

886.2.2181.8745  
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 美時三箭：血癌藥、併購、類新藥，推升本益比

### 重要訊息

美時 3 月自結合併營收 11.5 億元，亞洲區年增 14%，美國地區年減，但我們認為美時未來有三個原因能夠調升本益比：(1)血癌藥出貨將於 2Q24 進入旺季，高峰在 2Q-3Q24，預估較去年成長 50%，2025 年又會較 2024 年成長近 70-80%；(2)美時近年積極布局東南亞，PTT 100%持有的 Innobic 又是大股東，我們預期美時 2024 年會在東南亞有 1-2 個併購案，擴大國際版圖；(3) NRX-101 Phase2b/3 期 data 進入 data lock 階段，預計 2024 年 4 月公布數據，FDA 也建議 NRX-101 可以往亞急性自殺風險患者的族群擴充適應症。綜上所述，美時不僅是國際型的困難學名藥藥廠，更可能是有產品獨賣權、議價權的 505(b)(2)公司，不應再以過去的本益比評價美時。

### 評論及分析

**Lenalidomide 2025 年出貨大爆發。**美時 2023 年 Lenalidomide 營收推估為 35 億元，年增 51%，1Q24 出貨與去年持平，2Q24 進入旺季，高峰落在 2Q-3Q24，全年預估將再成長 50%。2026 年 1 月 31 日將是與原廠協議最後期限，2025 年將一次出貨全美市佔率近 10%，可望貢獻營收達 90 億元，大幅推升獲利，2024 年預估美時 EPS 為 19.9 元，2025 年全年更可達約 30.5 元。

**東南亞併購案擴展學名藥、品牌藥帝國版圖。**2021 年泰國最大企業集團 PTT 旗下 Innobic 斥資 5,000 萬美元投資美時，目的就是在東南亞深耕，隨著東南亞業績顯著成長，今年預期會有 1-2 個企業或品牌通路的併購案。

**NRX-101 躁鬱症 505(b)(2)藥物 2 期結果 4-5 月揭曉。**NRX-101 2b/3 期研究已進行數據鎖定，相關數據預計 4 月底 5 月初公布，若 FDA 的反應正向，Alvogen/美時將支付首個里程碑金的 400 萬美元，NRX-101 目前適用於住院的急性難治型憂鬱自殺意念患者，但 FDA 建議後續臨床試驗可進一步納入一般門診的亞急性自殺風險患者，潛在病人數由幾十萬人提升至幾百萬人，美時已不僅是國際型的困難學名藥、品牌藥公司，更是有 505(b)(2)藥品市場議價權的公司。

### 投資建議

我們認為血癌藥、併購與 505(b)(2)將推升美時本益比，以 2024-25 平均 EPS 25 元，本益比 24 倍估算，目標價 600 元。

### 投資風險

Lenalidomide 銷量不理想或 NRX-101 計畫停止。

### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	12,649	14,633	16,958	19,031	23,310
營業毛利 (NT\$百萬)	5,640	7,806	9,384	10,801	13,591
營業利益 (NT\$百萬)	2,295	4,111	4,903	5,408	6,914
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,403	3,021	4,106	5,094	7,810
每股盈餘 (NT\$)	5.50	11.59	15.72	19.87	30.46
每股現金股利 (NT\$)	1.93	3.46	4.56	5.76	8.83
每股盈餘成長率 (%)	30.2	110.7	35.6	26.4	53.3
本益比 (x)	60.5	28.7	21.2	16.7	10.9
股價淨值比 (x)	7.9	6.3	4.9	3.8	2.8
EV/EBITDA (x)	28.7	15.8	13.7	12.0	9.2
淨負債比率 (%)	47.3	49.2	27.0	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.6	1.0	1.4	1.7	2.7
股東權益報酬率 (%)	14.2	24.2	25.8	24.8	29.0

資料來源：公司資料，凱基

## 高成長推升本益比

### 技術能力高門檻

美時是研發製造 P4 的學名藥公司(圖 1)，並非一般的學名藥，以學名藥品來說，P1 為無專利藥品、P2 為專利已過期藥品、P3 是有專利，但學名藥廠積極研發，等過專利期通過審查即可生產上市。P4 門檻最高，為仍有專利期藥品，但學名藥廠能找出原廠專利漏洞，宣稱原廠專利無效，或本身未侵權，FDA 可能於專利到期日前即核准。美時是國內極少數能做 P4 學名藥，且能與原廠談判到和解，進而瓜分美國市場的公司，這是推升美時本益比的第一個理由。

### Lenalidomide 學名藥銷量高成長

以美時 2022 年開始銷售的 Lenalidomide 學名藥來說，美時是全球第二間與原廠 Celgene(被 BMS 以 740 億美元收購)達成和解的學名藥廠，且 Lenalidomide 不是一般的藥，Revlimid (Lenalidomide 商品名)是抗血癌藥物，適應症包括多發性骨髓瘤等血液科惡性疾病，在新冠藥物與疫苗尚未熱銷的 2020 年，Revlimid 仍與第一名銷量的 Humira (TNF- $\alpha$  抑制劑，抗體藥物)、第二名銷量的 Keytruda (PD-1 抑制劑，抗體藥物)共列為全球市場前三大的熱銷藥物(Revlimid 全球銷售額當年為 122 億美元)(圖 2)，因此美時搶占 Revlimid P4 學名藥的能力，不是一般學名藥廠的等級可以類比，2026 年後美時與原廠的出貨上限協議雖終止，但 Lenalidomide 學名藥整體市場的變大反而使美時有望進一步擴大市佔，且後續還有癌症學名藥 Nintedanib 與 Midostaurin 陸續接棒，維持成長動能(圖 3)；以獲利能力來看，美時 2022 年 EPS 11.59 元，2023 年 15.72 元，2024 年預估 19.9 元，2025 年預估跳增至 30.5 元(圖 4、5)，毛利率上看 55%。這樣的能見度與高成長，遠較台灣許多所謂的 AI 供應鏈公司為佳，這是推升美時本益比的第二個理由。

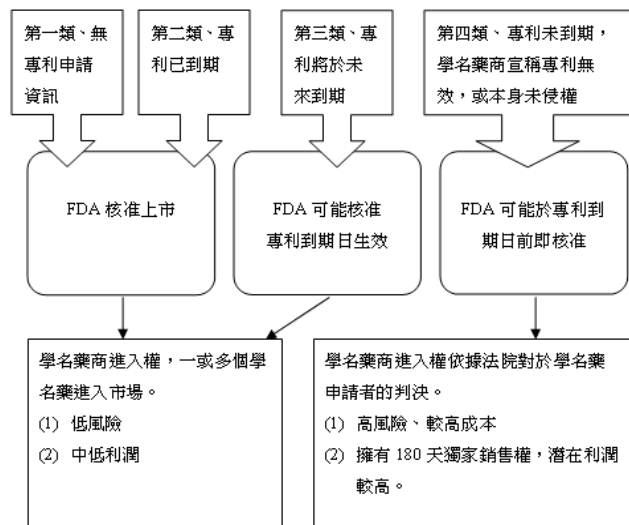
### 國際集團入股與併購

2013 年美國 Alvogen 以 60 億元取得美時 67% 股權策略聯盟，2021 年泰國最大企業集團 PTT 旗下 Innobio (Asia)斥資 14.1 億元投資美時，美時早已不是區域型的台灣公司，而是國際型的藥物銷售公司。銷售地區除了台灣，還遍及歐美日韓東南亞，加上今年可能在東南亞發生的 1-2 件企業或品牌通路的併購，再添成長動能，這是推升美時本益比的第三個理由。

### NRX-101 讓美時的 Pipeline 有類新藥

NRX-101 已被 FDA 授予突破性治療設計，美時與 Alvogen 透過策略合作的方式，省去冗長的研發費用與漫長的臨床試驗，直接與評估成功率高且具市場獨佔性的新藥藥物進行授權合作，由於支付里程碑金的方式謹慎穩健，充分考量失敗的風險，且在產品的較後期才進行授權，成功機率大幅提升。由於此產品是將來唯一可以治療急性自殺傾向的雙極性憂鬱疾病的藥物，上市後將有市場議價權，且 FDA 已建議可以擴充適應症至治療院外亞急性的自殺傾向患者，市場更大，而一般 505(b)(2)的藥物開發公司也享有較高的本益比(圖 6)。

圖 1：簡易新藥上市程序(ANDA)



資料來源：MoneyDJ

圖 2：2020、2021 年全球藥物銷售額

藥品	2021年銷售額 (十億美元)	2020年銷售額 (十億美元)	成長率	公司	適應症
Comirnaty (tozinameran)	36.9	1.5	2360%	Pfizer / BioTech	COVID-19 mRNA疫苗
Humira (adalimumab)	20.7	19.8	4.5%	AbbVie	類風濕性關節炎
Spikevax (elasomeran)	17.7	2	785%	Moderna	COVID-19 mRNA疫苗
Keytruda (pembrolizumab)	17.2	14.4	19.4%	Merck & Co.	癌症免疫療法
Revlimid (lenalidomide)	12.8	12.1	5.8%	BMS	多發性骨髓瘤(MM)
Eliquis (apixaban)	10.8	9.2	17.4%	BMS / Pfizer	抗凝血劑
Stelara (ustekinumab)	9.1	7.7	18.2%	Janssen Biotech	中至重度斑塊性乾癬
Biktarvy (bicgravir, emtricitabine, tenofovir alafenamide)	8.6	7.3	17.8%	Gilead	HIV-1抗反轉錄病毒複方製劑
Opdivo (nivolumab)	7.6	7	8.6%	BMS / Ono Pharm.	癌症免疫療法
Trulicity (dulaglutide)	6.5	5.1	27.5%	Eli Lilly	第二型糖尿病

資料來源：Nature、生策會、凱基

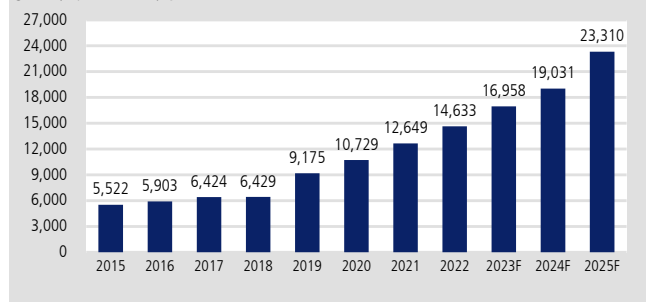
圖 3：美時癌症學名藥產業佈局完整

	gRevlimid (Lenalidomide)	gNintedanib	gMidosturin
適應症	血癌	tyrosine-kinase inhibitor, 抑肺纖維	急性骨髓瘤
原廠	Celgene	Boehringer Ingelheim	Novartis
營收(億美元)	110-129	35	5
與原廠和解時間	2019/3/30 出貨限制至2026年1月	未提供	2023/12
美時暫時藥證	已取得	2023/1/16：第四家	2022/8 將是第一上市學名藥
出貨時間	2022/9始 2024年集中在Q2/Q3 2025年持續擴大市佔 2026年後不受限制	2024H2先出給其他國家 美國預計2026H1上市	2025年底(最快)

資料來源：美時法說資料、凱基

圖 4：營收維持成長動能

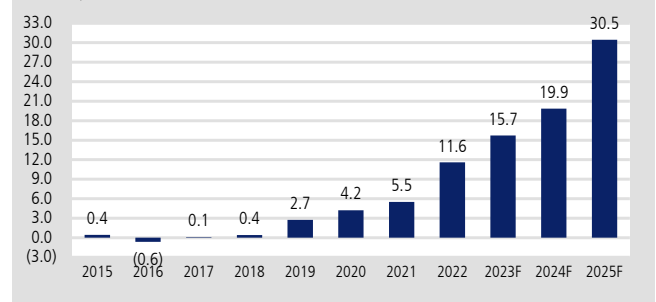
季營業收入，百萬元



資料來源：公司資料、凱基

圖 5：EPS 維持成長動能

每股盈利，元



資料來源：公司資料、凱基

圖 6：同業本益比較表

Company	Ticker	Stock Price (2024/4/12)	Market Size (mn)	2023 P/E	2023 EPS
美時	1795 TT	342	90,616	21.8	15.72
保瑞	6472 TT	790	80,225	26.4	30.20
國邑*	6875 TT	79.8	10,296	1140.0	0.07
漢達*	6620 TT	159.5	22,504	29.5	5.41
智擎*	4162 TT	97.1	14,145	50.8	1.91
昱展*	6785 TT	320.5	21,409	47.8	6.71
逸達*	6576 TT	99.4	13,511	N.M.	-8.14
南光	1752 TT	46.15	4,661	23.6	1.96
生達	1720 TT	64.2	11,472	13.8	4.67
永信	3705 TT	48.45	12,908	15.6	3.11
健喬	4114 TT	39.1	15,480	24.3	1.61
Natco	NTCPH IN Equit	11.66	2,088	23.9	0.49
Dr Reddy's	DRRD IN Equity	72.82	12,147	21.6	3.37
Sun Pharma	SUNP IN Equity	18.43	44,219	41.9	0.44

\*為505(b)(2)業務佔比較高之公司

紅色標記為美元計價

資料來源：TEJ、Bloomberg、凱基

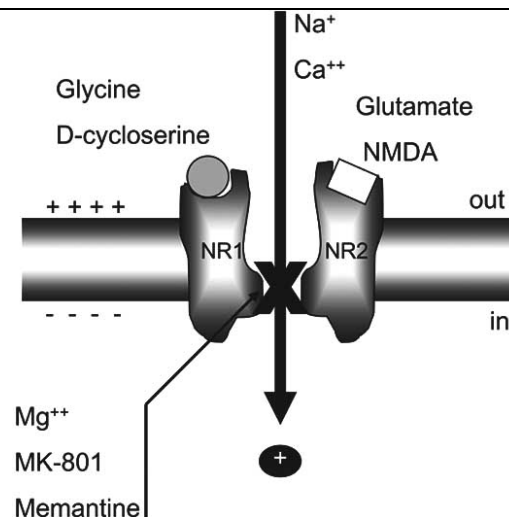
## NRX-101 機轉簡介

精神醫學治療的三波革命，第一波是 Julius Axelrod(1970 諾貝爾獎得主)提出兒茶酚胺(Catecholamine)是大腦中的神經傳遞化學物質，包括腎上腺素、去甲腎上腺素，以及多巴胺，第二波是 Joseph T. Coyle 提出胺基酸如麩胺酸 (glutamate) 也是神經傳導物質，而且可能與精神病相關，第三波是 Daniel Javitt 及台灣蔡果荃教授提出的 NMDA 受器假說，NMDA 在精神醫學上可能扮演重要角色，與負性症狀有關，且為可能的治療標的。在 NMDA 活動過高的情況下，思惟以及創意產生的速率會變慢，人們往往會反覆陷入思考那些少數的想法，導致負面和自毀。而相反的，當 NMDA 通道被抑制時，思惟會快速生成，而且通常不連貫，從而導致幻覺和精神病症，因此調控 NMDA 使之平衡是治療精神疾病的新策略。

NRx-101 中的 D-cycloserine 原先是通過批准作用於治療結核病抗感染的藥物，雖然它的抗感染活性基於其破壞細菌細胞壁的能力，但在高劑量（> 500 毫克）時，也能作為 NMDA 受體拮抗劑，而被視為抗抑鬱和抗自殺的候選藥物。通過調節 NMDA 活性，D-cycloserine 可以促進正常的思惟生成節奏。多項探索性的臨床研究證明給予 D-cycloserine 可以觸發抗抑鬱效應，並降低自殺意念。過去台灣的心悅就是利用 D-cycloserine (Neuserine) 治療難治型憂鬱症（圖 7）。

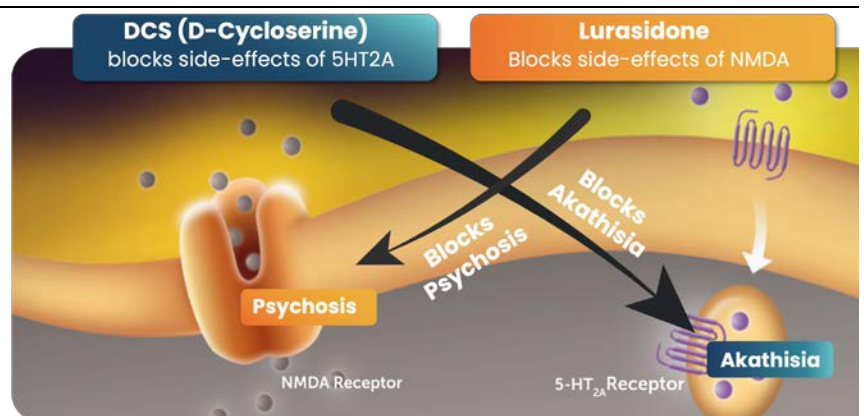
NRx-101 中另一藥物為 Latuda，Latuda 為是一種非典型（第二代）抗精神病藥物，是一種與多巴胺 D2 受體、5-HT<sub>2A</sub> 受體和 5-HT<sub>7</sub> 受體高度親合力之拮抗劑，最常出現之副作用為靜坐不能、噁心及錐體外徑症狀，幸運的是，NRx-101 的 D-cycloserine 可以減少 Latuda 引起的 akathisia 等副作用，而 Latuda 能減少 NMDA 被 D-cycloserine 抑制後產生的 Psychosis 副作用，D-cycloserine 與 Latuda 各自作用在 NMDA 與 5-HT<sub>2A</sub> 上，又各自能緩解另一個藥物的副作用，形成一個平衡的狀態（圖 8）。

圖 7：NRx 的 D-cycloserine，機轉類似心悅生醫的 Neuserine，為 NR1 partial agonist 的角色，溫和抑制 NMDR



資料來源：December 2008 Recent Patents on CNS Drug Discovery 3(3):166-78

圖 8：NRx 的 D-cycloserine 與 Latuda，各自為 NMDR 與 5-HT<sub>2A</sub> 拮抗劑，卻又同時緩解另一個藥物因為拮抗其受器而產生的副作用



資料來源：NRx 官網

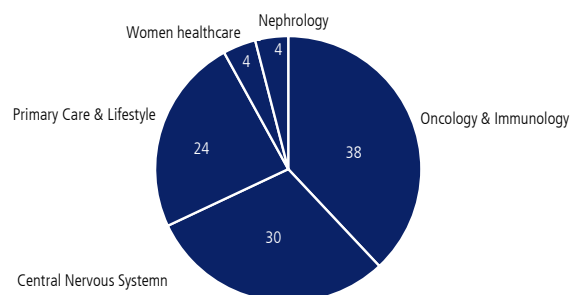
圖 9: 公司簡介

美時成立於 1966 年，為台灣知名的學名藥廠，專注於特殊學名藥 (PIV)與困難學名藥 (PIII)的開發，以第一上市(first to market)為目標。2014-2017 年經歷與 Alvogen 磨合以及產品線整理，美時現有美國 9 張、歐洲 27 張、日本 10 張、中國 1 張藥證。產品主要分為五大項；癌症、中樞神經疾病、基礎醫護及生活品質、女性保健、腎臟科，分別占 3Q23 營收 38%、30%、24%、4%及 4%。

資料來源：凱基

圖 10: 3Q23 年營收比重

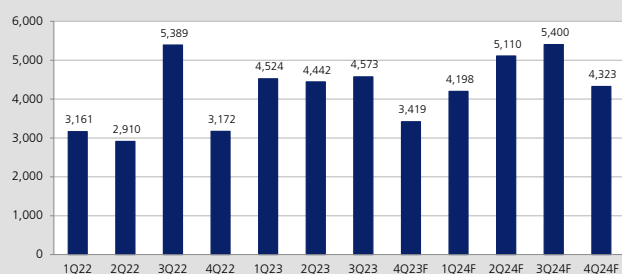
營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 季營業收入

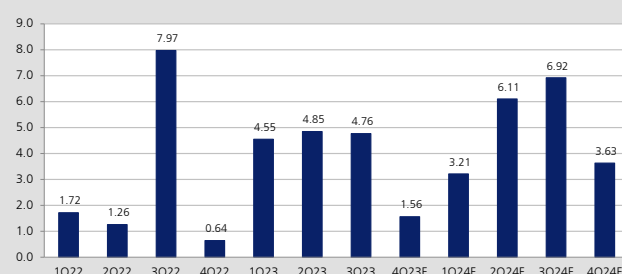
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12: 每股盈利

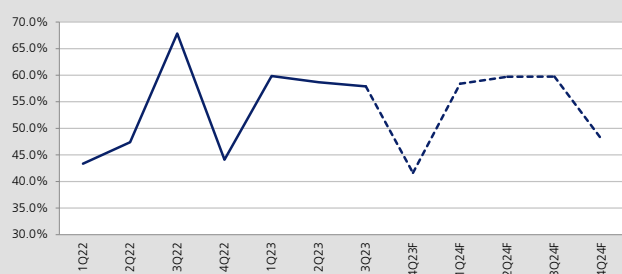
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13: 毛利率

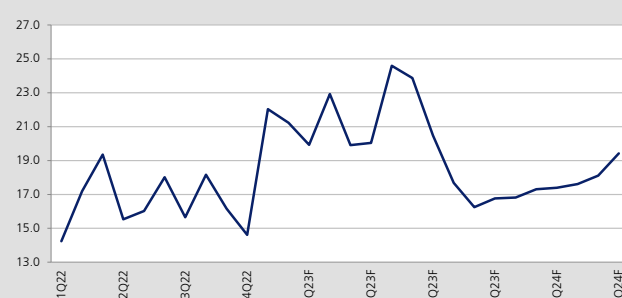
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 本益比

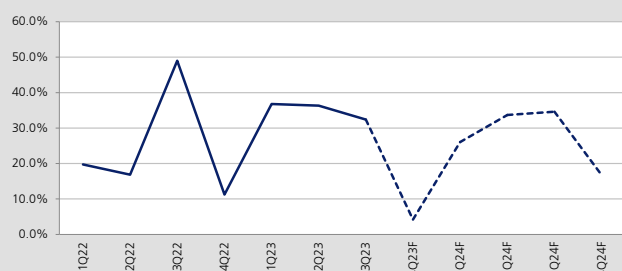
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 15: 營業利潤率

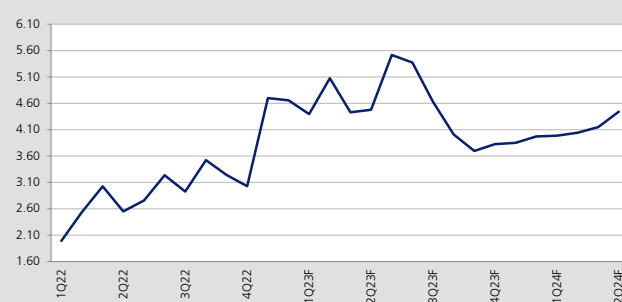
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 16: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基



## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	4,524	4,442	4,573	3,419	4,198	5,110	5,400	4,323	16,958	19,031	23,310
營業成本	(1,816)	(1,836)	(1,925)	(1,996)	(1,747)	(2,059)	(2,175)	(2,250)	(7,574)	(8,231)	(9,719)
營業毛利	2,707	2,606	2,648	1,423	2,452	3,051	3,225	2,072	9,384	10,801	13,591
營業費用	(1,044)	(992)	(1,166)	(1,280)	(1,357)	(1,330)	(1,357)	(1,348)	(4,481)	(5,393)	(6,677)
營業利益	1,664	1,614	1,482	143	1,094	1,721	1,869	724	4,903	5,408	6,914
折舊	(70)	(71)	(73)	(50)	(77)	(77)	(77)	(77)	(264)	(310)	(356)
攤提	(231)	(223)	(220)	(91)	(180)	(180)	(180)	(180)	(765)	(721)	(680)
EBITDA	1,964	1,908	1,775	285	1,352	1,979	2,126	982	5,932	6,439	7,949
利息收入	-	5	11	16	5	5	5	5	32	20	20
投資利益淨額	-	5	5	-	5	5	5	5	10	20	20
其他營業外收入	-	66	205	635	51	351	464	554	906	1,419	3,308
總營業外收入	-	76	221	651	61	361	474	564	947	1,459	3,348
利息費用	-	(135)	(136)	(286)	(125)	(125)	(125)	(125)	(557)	(500)	(500)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	(30)	(0)	-	-	-	-	-	(31)	-	-
總營業外費用	-	(166)	(136)	(286)	(125)	(125)	(125)	(125)	(588)	(500)	(500)
稅前純益	1,664	1,524	1,566	508	1,030	1,957	2,218	1,163	5,262	6,367	9,762
所得稅費用[利益]	(311)	(258)	(320)	(108)	(206)	(391)	(444)	(233)	(997)	(1,273)	(1,952)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	1,353	1,266	1,246	400	824	1,565	1,774	930	4,265	5,094	7,810
非常項目	(159)	(0)	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(159)	(0)	-
稅後淨利	1,194	1,266	1,246	400	824	1,565	1,774	930	4,106	5,094	7,810
每股盈餘 (NT\$)	4.55	4.85	4.76	1.56	3.21	6.11	6.92	3.63	15.72	19.87	30.46
獲利率 (%)											
營業毛利率	59.8	58.7	57.9	41.6	58.4	59.7	59.7	47.9	55.3	56.8	58.3
營業利益率	36.8	36.3	32.4	4.2	26.1	33.7	34.6	16.8	28.9	28.4	29.7
EBITDA Margin	43.4	43.0	38.8	8.3	32.2	38.7	39.4	22.7	35.0	33.8	34.1
稅前純益率	36.8	34.3	34.2	14.9	24.5	38.3	41.1	26.9	31.0	33.5	41.9
稅後純益率	26.4	28.5	27.2	11.7	19.6	30.6	32.9	21.5	24.2	26.8	33.5
季成長率 (%)											
營業收入	42.6	(1.8)	3.0	(25.2)	22.8	21.7	5.7	(20.0)			
營業毛利	93.5	(3.8)	1.6	(46.3)	72.3	24.5	5.7	(35.8)			
營業收益增長	366.9	(3.0)	(8.1)	(90.3)	663.0	57.3	8.6	(61.2)			
EBITDA	225.3	(2.9)	(7.0)	(84.0)	374.8	46.4	7.5	(53.8)			
稅前純益	366.9	(8.4)	2.8	(67.6)	102.6	90.1	13.3	(47.6)			
稅後純益	612.3	6.0	(1.6)	(67.9)	105.9	90.1	13.3	(47.6)			
年成長率 (%)											
營業收入	43.1	52.6	(15.1)	7.8	(7.2)	15.0	18.1	26.4	15.9	12.2	22.5
營業毛利	97.5	88.9	(27.6)	1.7	(9.5)	17.1	21.8	45.6	20.2	15.1	25.8
營業收益	166.9	229.1	(43.9)	(59.8)	(34.2)	6.7	26.1	405.0	19.3	10.3	27.9
EBITDA	136.0	161.2	(38.4)	(52.9)	(31.2)	3.7	19.8	244.9	17.5	8.5	23.5
稅前純益	182.7	257.1	(40.7)	42.6	(38.1)	28.4	41.6	128.8	28.0	21.0	53.3
稅後純益	167.6	286.3	(40.1)	138.6	(31.0)	23.7	42.4	132.6	35.9	24.1	53.3

資料來源：公司資料，凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>21,222</b>	<b>29,526</b>	<b>32,497</b>	<b>40,039</b>	<b>49,889</b>
<b>流動資產</b>	<b>8,333</b>	<b>10,661</b>	<b>14,093</b>	<b>22,087</b>	<b>32,393</b>
現金及短期投資	1,605	1,983	5,001	12,135	20,521
存貨	3,155	3,589	3,982	4,315	5,109
應收帳款及票據	3,184	4,392	4,414	4,940	6,067
其他流動資產	389	697	697	697	697
<b>非流動資產</b>	<b>12,889</b>	<b>18,865</b>	<b>18,404</b>	<b>17,952</b>	<b>17,495</b>
長期投資	302	2,158	2,151	2,154	2,157
固定資產	2,542	3,047	3,357	3,624	3,844
什項資產	10,045	13,660	12,895	12,174	11,495
<b>負債總額</b>	<b>10,153</b>	<b>15,658</b>	<b>14,524</b>	<b>16,972</b>	<b>19,012</b>
<b>流動負債</b>	<b>4,326</b>	<b>5,893</b>	<b>6,389</b>	<b>6,109</b>	<b>7,379</b>
應付帳款及票據	748	1,403	1,557	1,687	1,998
短期借款	2,170	216	2,896	2,403	3,362
什項負債	1,409	4,274	1,936	2,019	2,019
<b>長期負債</b>	<b>5,827</b>	<b>9,765</b>	<b>8,134</b>	<b>10,863</b>	<b>11,633</b>
長期借款	4,667	8,596	6,966	9,694	10,464
其他負債及準備	1,160	1,169	1,169	1,169	1,169
<b>股東權益總額</b>	<b>11,069</b>	<b>13,868</b>	<b>17,974</b>	<b>23,067</b>	<b>30,877</b>
普通股股本	2,628	2,626	2,626	2,626	2,626
保留盈餘	1,550	-	4,106	9,199	17,009
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	17.9%	15.7%	15.9%	12.2%	22.5%
營業收益增長	42.3%	79.1%	19.3%	10.3%	27.9%
EBITDA	31.5%	65.2%	17.5%	8.5%	23.5%
稅後純益	36.7%	115.3%	35.9%	24.1%	53.3%
每股盈餘成長率	30.2%	110.7%	35.6%	26.4%	53.3%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	44.6%	53.3%	55.3%	56.8%	58.3%
營業利益率	18.1%	28.1%	28.9%	28.4%	29.7%
EBITDA Margin	24.2%	34.5%	35.0%	33.8%	34.1%
稅後純益率	11.1%	20.6%	24.2%	26.8%	33.5%
平均資產報酬率	6.8%	11.9%	13.2%	14.0%	17.4%
股東權益報酬率	14.2%	24.2%	25.8%	24.8%	29.0%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	61.8%	63.5%	54.9%	52.4%	44.8%
淨負債比率	47.3%	49.2%	27.0%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	7.3		10.4	13.7	20.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	1.0	0.6	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	0.4		4.6	11.0	14.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.0	17.2	0.7	1.9	1.9
流動比率 (x)	1.9	1.8	2.2	3.6	4.4
速動比率 (x)	1.2	1.2	1.6	2.9	3.7
淨負債 (NT\$百萬)	5,231	6,829	4,861	(39)	(6,695)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	5.50	11.59	15.72	19.87	30.46
每股現金盈餘 (NT\$)	0.47	14.27	9.74	21.35	28.20
每股淨值 (NT\$)	42.12	52.81	68.45	87.84	117.59
調整後每股淨值 (NT\$)	43.38	53.21	68.82	89.96	120.42
每股營收 (NT\$)	49.57	56.14	64.93	74.22	90.91
EBITDA/Share (NT\$)	11.97	19.37	22.71	25.11	31.00
每股現金股利 (NT\$)	1.93	3.46	4.56	5.76	8.83
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.62	0.58	0.55	0.52	0.52
應收帳款周轉天數	91.9	109.6	95.0	95.0	95.0
存貨周轉天數	164.3	191.9	191.9	191.9	191.9
應付帳款周轉天數	38.9	75.0	75.0	75.0	75.0
現金轉換周轉天數	217.3	226.4	211.9	211.9	211.9

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>12,649</b>	<b>14,633</b>	<b>16,958</b>	<b>19,031</b>	<b>23,310</b>
營業成本	(7,009)	(6,827)	(7,574)	(8,231)	(9,719)
<b>營業毛利</b>	<b>5,640</b>	<b>7,806</b>	<b>9,384</b>	<b>10,801</b>	<b>13,591</b>
營業費用	(3,345)	(3,695)	(4,481)	(5,393)	(6,677)
<b>營業利益</b>	<b>2,295</b>	<b>4,111</b>	<b>4,903</b>	<b>5,408</b>	<b>6,914</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>44</b>	<b>-</b>	<b>947</b>	<b>1,459</b>	<b>3,348</b>
利息收入	5	-	32	20	20
投資利益淨額	9	-	10	20	20
其他營業外收入	30	-	906	1,419	3,308
<b>總營業外費用</b>	<b>(469)</b>	<b>-</b>	<b>(588)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
利息費用	(297)	-	(557)	(500)	(500)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(172)	-	(31)	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>1,870</b>	<b>4,111</b>	<b>5,262</b>	<b>6,367</b>	<b>9,762</b>
所得稅費用[利益]	(467)	(919)	(997)	(1,273)	(1,952)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(171)	(159)	(0)	-
<b>稅後淨利</b>	<b>1,403</b>	<b>3,021</b>	<b>4,106</b>	<b>5,094</b>	<b>7,810</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,055</b>	<b>5,048</b>	<b>5,932</b>	<b>6,439</b>	<b>7,949</b>
每股盈餘 (NT\$)	5.50	11.59	15.72	19.87	30.46

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>120</b>	<b>3,719</b>	<b>2,543</b>	<b>5,476</b>	<b>7,231</b>
本期純益	1,403	3,021	4,106	5,094	7,810
折舊及攤提	759	937	1,029	1,031	1,035
本期運用資金變動	(2,367)	(987)	(2,598)	(646)	(1,611)
其他營業資產及負債變動	324	748	7	(3)	(3)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,577)</b>	<b>(4,656)</b>	<b>(575)</b>	<b>(576)</b>	<b>(575)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	(1,583)	-	-	-
本期長期投資變動	(573)	(577)	(575)	(576)	(575)
資本支出淨額	(1,004)	(2,496)	0	0	0
其他資產變動	(978)	1,884	1,065	3,414	3,700
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>1,663</b>	<b>1,262</b>	<b>1,050</b>	<b>2,235</b>	<b>1,730</b>
短期借款變動	965	(1,219)	(125)	50	50
長期借款變動	(845)	3,194	1,175	2,185	1,680
現金增資	1,414	-	-	-	-
已支付普通股股息	(92)	(506)	-	-	-
其他融資現金流	279	(208)	-	-	(0)
<b>匯率影響數</b>	<b>(90)</b>	<b>53</b>			
<b>本期產生現金流量</b>	<b>116</b>	<b>378</b>	<b>3,018</b>	<b>7,134</b>	<b>8,385</b>
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

## 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	44.6%	53.3%	55.3%	56.8%	58.3%
- 銷管費用/營業收入	26.4%	25.3%	26.4%	28.3%	28.6%
<b>= 營業利益率</b>	<b>18.1%</b>	<b>28.1%</b>	<b>28.9%</b>	<b>28.4%</b>	<b>29.7%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.8	0.9	0.8	0.6	0.5
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>
營業利益率	18.1%	28.1%	28.9%	28.4%	29.7%
x 資本周轉率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
x (1 - 有效現金稅率)	75.0%	77.6%	81.0%	80.0%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>10.0%</b>	<b>16.2%</b>	<b>18.2%</b>	<b>19.6%</b>	<b>23.8%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 美時 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-02-17	增加持股	368.0	277.0
2024-01-12	增加持股	352.0	282.5
2023-10-23	增加持股	338.0	215.0
2023-08-11	增加持股	323.0	269.0
2023-05-16	增加持股	354.0	280.5
2023-03-14	增加持股	351.0	248.0
2022-11-21	增加持股	353.0	192.0
2022-03-23	增加持股	178.0	112.0
2022-03-17	增加持股	163.0	108.5
2021-11-12	增加持股	163.0	92.0

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。