



保瑞

(6472.TWO/6472 TT)

揮軍北美，雄踞全球

增加持股 · 維持

收盤價 August 9 (NT\$)	783
12 個月目標價 (NT\$)	1,045
前次目標價 (NT\$)	860
調升 (%)	21.5
上漲空間 (%)	33.5

焦點內容

1. 保瑞併購 USL，無菌製劑廠，將大幅擴張北美 CDMO 業務，受惠美中競爭 CDMO 的轉單效益；USL 品牌學名藥與後續的眼用學名藥業務持續成長，優化獲利。

交易資料表

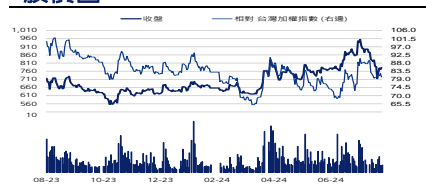
市值：(NT\$/US\$mn)	80.82 / 2,480
流通在外股數 (百萬股)：	103.2
外資持有股數 (百萬股)：	15.24
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.16
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	556 - 955

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	9.5	19.2	-16.6
相對表現 (%)	5.1	0.6	-43.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.62A	3.52A	7.58A	5.37A
2023	13.62A	8.95A	7.28A	5.64A
2024	7.07A	11.00F	11.03F	10.74F

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

重要訊息

保瑞 7 月營收 17.2 億元，YoY +61%，1-7 月累積 96 億元，YoY +6.9%，無懼 Mylan Dextilant 上市影響，保瑞品牌藥、USL 併購效益與 CDMO 業務持續成長：(1) 製藥產業 CDMO 因為美中競爭出現供應鏈改變的巨大機會，保瑞併購的 USL 將於 1Q25 實際貢獻營收，站穩美國地區固體製劑灘頭堡；9.6 億併購美國無菌製劑廠，將其 CDMO 業務推展至大分子藥物、胜肽類藥物、針劑等成品製劑，為高門檻 CDMO，成長動能可期，(2) 藥物銷售方面，Restasis 乾眼症學名藥 2025 年可望取得藥證，終端市場規模約 12 億美元；並利用 USL 品牌學名藥通路與高毛利優勢，減低太過集中在單一學名藥的風險，如品牌學名藥 Torpenz 8 月在美上市，市場規模 2.9 億美元。

評論及分析

逐漸明朗的 CDMO 大戰略。保瑞透過不斷併購壯大其 CDMO 業務，揮軍北美市場，填補美中競爭 CDMO 產生的巨大商業缺口，USL 的 Maple Grove 廠區是全美最大固體製劑單一廠區，2025 將貢獻 CDMO 業務至少 1.5-2 成以上營收成長；併購 Emergent BioSolutions 旗下馬里蘭康登鎮的無菌製劑廠，透過其 FDF(finished dosage form)/DP(Drug product)能力，除填補口服製劑藥物成品的 CDMO 空缺，也將業務擴展至高門檻的生物製劑成品，如凍晶生物藥物最終填充，液體針劑，高黏稠注射製劑、預注射針劑、安慰劑成品等，相關藥物有抗體藥、ADC、核酸、胜肽藥(如 GLP-1)等，根據 IQVIA 數據，中國/印度 CDMO 出產至美國以原料藥為主，歐洲地區 CDMO 出產至美國則以高技術門檻的 FDF/DP 為主，FDF 業務中印只佔 15%，美歐 66%，除 FDF/DP 外，我們更推測未來保瑞將有大分子藥物 CDMO 的新業務。

gRestasis、USL 品牌學名藥優化獲利結構。終端市場規模約 12 億美元的乾眼症學名藥 gRestasis 4Q25 有望貢獻營收；另 USL 美國自有學名藥證就超過 40 張，更有品牌學名藥通路優勢，8 月上市的 Torpenz 市場規模約 2.9 億美金，1-2 年內 USL 尚有 2-3 個品牌學名藥陸續上市，高毛利、較長生命週期的品牌學名藥進一步優化獲利結構，提供新成長動能。

投資建議

維持「增加持股」評等，2025 年每股盈餘預估 45.5 元，給予本益比 23 倍，目標價 1,045 元。

投資風險

併購管理問題導致 CDMO 業務成長侷限。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	4,900	10,494	14,200	18,028	22,202
營業毛利 (NT\$百萬)	1,672	2,913	6,991	8,400	9,391
營業利益 (NT\$百萬)	1,046	1,922	5,249	5,664	6,551
稅後淨利 (NT\$百萬)	750	1,392	3,030	4,033	4,607
每股盈餘 (NT\$)	11.04	18.52	30.20	39.84	45.51
每股現金股利 (NT\$)	3.50	8.00	12.00	9.00	9.00
每股盈餘成長率 (%)	2.6	67.7	63.0	31.9	14.2
本益比 (x)	70.9	42.3	25.9	19.7	17.2
股價淨值比 (x)	17.0	13.1	8.7	6.1	4.5
EV/EBITDA (x)	42.3	30.9	17.5	14.8	12.0
淨負債比率 (%)	31.2	70.9	9.1	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.4	1.0	1.5	1.1	1.1
股東權益報酬率 (%)	26.7	36.2	44.5	36.3	29.9

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 公司概況

保瑞是國內少數在併購方面具執行能力的藥廠之一，2013 年以來已完成五件收購案，包括 2013 年併日本衛采台南廠、2014 年併聯邦化學製藥、2017 年成立保瑞健康事業(台)、2018 年併美國 Impax 旗下藥廠、2020 年併英國 GSK 密西沙加市的廠區，2022 年併購伊甸生醫與安成藥業，2023 年併購 6 個品牌學名藥與入股晨暉，2024 年併購百年藥廠 USL。透過併購藥廠及接收既有製藥訂單，保瑞業績成長迅速，2023 年營收已達 142 億元。

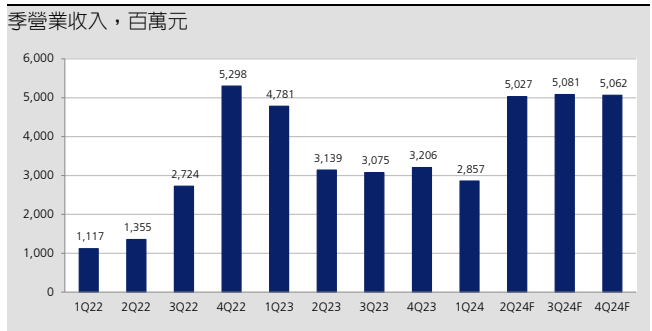
資料來源：凱基

圖 2: 公司架構



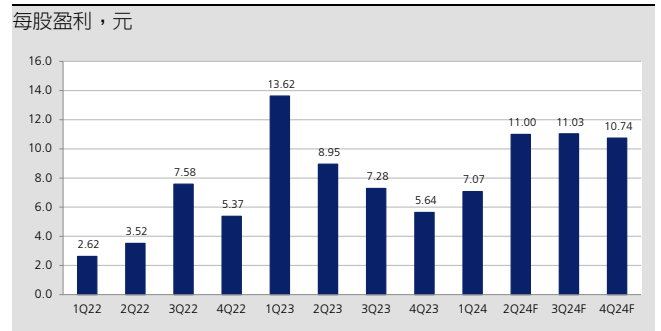
資料來源：公司資料：凱基

圖 3: 季營業收入



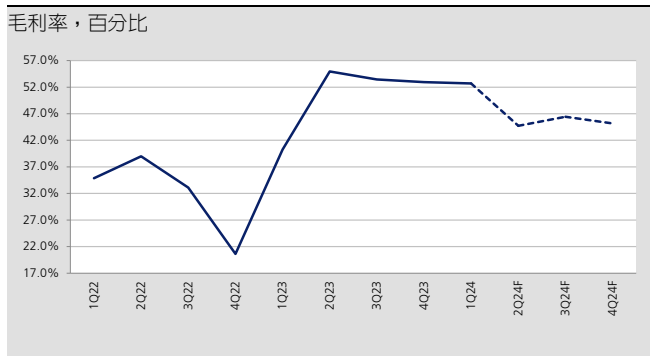
資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利



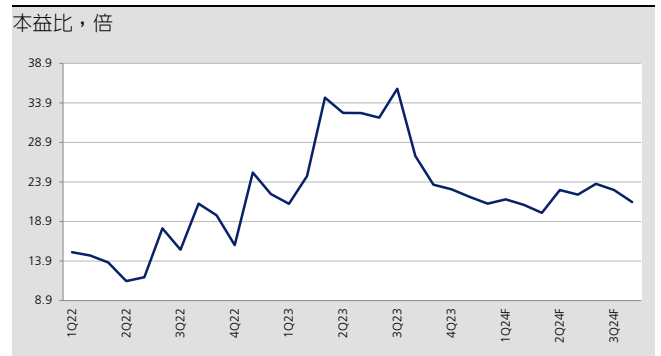
資料來源：凱基

圖 5: 毛利率



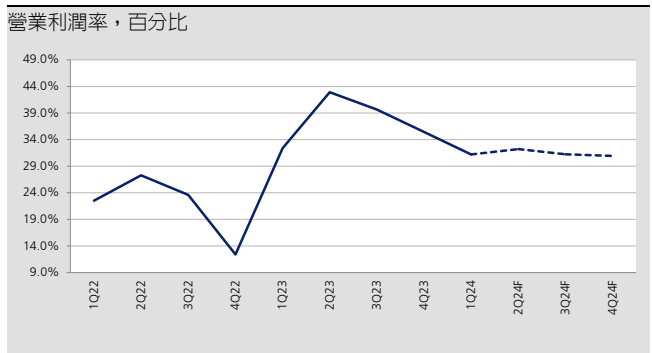
資料來源：凱基

圖 6: 本益比



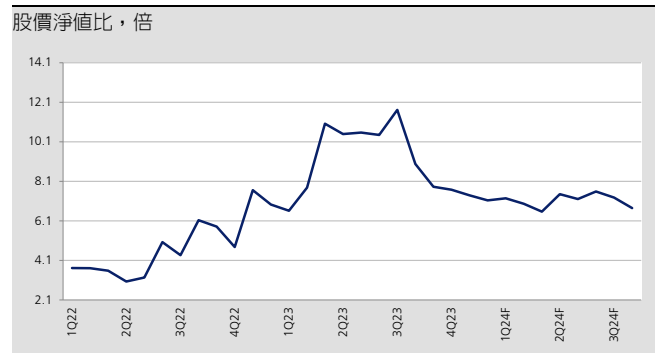
資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 8: 股價淨值比



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	4,781	3,139	3,075	3,206	2,857	5,027	5,081	5,062	14,200	18,028	22,202
營業成本	(2,855)	(1,414)	(1,431)	(1,509)	(1,352)	(2,779)	(2,722)	(2,775)	(7,209)	(9,628)	(12,811)
營業毛利	1,926	1,724	1,644	1,697	1,506	2,248	2,359	2,287	6,991	8,400	9,391
營業費用	(378)	(378)	(425)	(561)	(614)	(629)	(772)	(721)	(1,742)	(2,736)	(2,840)
營業利益	1,547	1,347	1,219	1,136	892	1,619	1,587	1,565	5,249	5,664	6,551
折舊	(101)	(103)	(106)	(110)	(114)	(130)	(130)	(146)	(420)	(521)	(535)
攤提	(33)	(35)	(45)	(74)	(77)	(64)	(64)	(51)	(186)	(257)	(257)
EBITDA	1,681	1,485	1,370	1,320	1,083	1,813	1,782	1,763	5,855	6,442	7,343
利息收入	8	-	13	19	5	-	-	-	63	5	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	16	30	5	3	2	20	20	20	30	62	80
總營業外收入	23	30	18	22	7	20	20	20	93	67	80
利息費用	(44)	(47)	(41)	(39)	(32)	-	-	-	(171)	(32)	(95)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(84)	(311)	(273)	(439)	117	(265)	(218)	(243)	(1,107)	(609)	(805)
總營業外費用	(128)	(358)	(314)	(478)	84	(265)	(218)	(243)	(1,278)	(641)	(900)
稅前純益	1,442	1,019	923	680	984	1,374	1,390	1,342	4,064	5,089	5,731
所得稅費用[利益]	(399)	(318)	(178)	(97)	(240)	(261)	(264)	(255)	(992)	(1,020)	(1,089)
少數股東損益	(4)	(9)	(12)	(17)	(28)	-	(9)	-	(42)	(36)	(35)
非常項目稅後純益	1,039	692	733	566	716	1,113	1,117	1,087	3,030	4,033	4,607
非常項目	0	0	0	0	0	-	-	-	-	0	-
稅後淨利	1,039	692	733	566	716	1,113	1,117	1,087	3,030	4,033	4,607
每股盈餘 (NT\$)	13.62	8.95	7.28	5.64	7.07	11.00	11.03	10.74	30.20	39.84	45.51
獲利率 (%)											
營業毛利率	40.3	54.9	53.5	52.9	52.7	44.7	46.4	45.2	49.2	46.6	42.3
營業利益率	32.4	42.9	39.6	35.4	31.2	32.2	31.2	30.9	37.0	31.4	29.5
EBITDA Margin	35.2	47.3	44.5	41.2	37.9	36.1	35.1	34.8	41.2	35.7	33.1
稅前純益率	30.2	32.5	30.0	21.2	34.4	27.3	27.3	26.5	28.6	28.2	25.8
稅後純益率	21.7	22.0	23.8	17.6	25.1	22.1	22.0	21.5	21.3	22.4	20.7
季成長率 (%)											
營業收入	(9.8)	(34.3)	(2.0)	4.2	(10.9)	75.9	1.1	(0.4)			
營業毛利	76.2	(10.4)	(4.7)	3.2	(11.2)	49.3	4.9	(3.1)			
營業收益增長	135.2	(13.0)	(9.5)	(6.8)	(21.5)	81.5	(1.9)	(1.4)			
EBITDA	113.3	(11.7)	(7.7)	(3.6)	(17.9)	67.4	(1.7)	(1.1)			
稅前純益	230.9	(29.4)	(9.4)	(26.4)	44.7	39.7	1.1	(3.4)			
稅後純益	157.3	(33.4)	5.9	(22.9)	26.6	55.4	0.3	(2.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	327.9	131.7	12.9	(39.5)	(40.2)	60.2	65.2	57.9	35.3	27.0	23.2
營業毛利	394.5	226.5	82.3	55.2	(21.8)	30.4	43.5	34.8	140.0	20.1	11.8
營業收益	515.1	264.5	89.5	72.7	(42.4)	20.2	30.2	37.8	173.1	7.9	15.7
EBITDA	451.2	252.2	86.9	67.5	(35.6)	22.1	30.1	33.5	160.5	10.0	14.0
稅前純益	470.1	176.1	18.0	55.9	(31.8)	34.9	50.5	97.5	120.9	25.2	12.6
稅後純益	480.1	188.4	28.9	40.0	(31.1)	60.8	52.3	92.2	117.7	33.1	14.2

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	7,372	22,761	25,052	29,704	35,212
流動資產	2,792	12,241	10,603	15,542	21,319
現金及短期投資	911	3,529	3,396	6,551	10,175
存貨	914	1,947	2,156	2,872	3,832
應收帳款及票據	825	6,085	4,013	5,081	6,275
其他流動資產	143	680	1,038	1,038	1,038
非流動資產	4,580	10,520	14,449	14,162	13,893
長期投資	58	82	38	26	20
固定資產	3,750	6,645	6,650	6,375	6,112
什項資產	772	3,793	7,761	7,761	7,761
負債總額	4,220	17,621	13,286	13,869	14,735
流動負債	1,841	10,496	8,229	7,400	8,040
應付帳款及票據	236	455	380	507	676
短期借款	868	2,887	1,398	1,675	2,146
什項負債	738	7,154	6,451	5,218	5,218
長期負債	2,379	7,125	5,057	6,469	6,695
長期借款	1,028	4,037	2,724	4,136	4,361
其他負債及準備	1,045	2,492	1,570	1,570	1,570
股東權益總額	3,153	5,140	11,766	15,835	20,477
普通股股本	685	757	1,015	1,015	1,015
保留盈餘	1,319	2,309	4,373	8,406	13,013
少數股東權益	-	612	2,681	2,717	2,753
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	172.3%	114.2%	35.3%	27.0%	23.2%
營業收益增長	362.7%	83.8%	173.1%	7.9%	15.7%
EBITDA	242.2%	78.9%	160.5%	10.0%	14.0%
稅後純益	29.6%	85.7%	117.7%	33.1%	14.2%
每股盈餘成長率	2.6%	67.7%	63.0%	31.9%	14.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	34.1%	27.8%	49.2%	46.6%	42.3%
營業利益率	21.3%	18.3%	37.0%	31.4%	29.5%
EBITDA Margin	25.6%	21.4%	41.2%	35.7%	33.1%
稅後純益率	15.3%	13.3%	21.3%	22.4%	20.7%
平均資產報酬率	10.4%	9.2%	12.7%	14.7%	14.2%
股東權益報酬率	26.7%	36.2%	44.5%	36.3%	29.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	60.1%	134.7%	35.0%	36.7%	31.8%
淨負債比率	31.2%	70.9%	9.1%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	20.1	17.9	24.7	158.8	61.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.4	0.7	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	23.1	18.5	26.9	97.8	36.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.3	0.7	2.9	1.8	1.5
流動比率 (x)	1.5	1.2	1.3	2.1	2.7
速動比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.7	2.2
淨負債 (NT\$百萬)	985	3,642	1,068	(398)	(3,325)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	11.04	18.52	30.20	39.84	45.51
每股現金盈餘 (NT\$)	18.21	26.75	45.98	31.15	33.74
每股淨值 (NT\$)	46.04	59.83	89.51	129.24	174.63
調整後每股淨值 (NT\$)	46.43	60.27	90.54	129.58	175.09
每股營收 (NT\$)	72.17	139.67	141.52	178.09	219.31
EBITDA/Share (NT\$)	18.50	29.91	58.36	63.63	72.54
每股現金股利 (NT\$)	3.50	8.00	12.00	9.00	9.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.68	0.70	0.59	0.66	0.68
應收帳款周轉天數	61.4	211.6	103.2	103.2	103.2
存貨周轉天數	103.3	93.7	109.2	109.2	109.2
應付帳款周轉天數	26.7	21.9	19.3	19.3	19.3
現金轉換周轉天數	138.1	283.5	193.1	193.1	193.1

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	4,900	10,494	14,200	18,028	22,202
營業成本	(3,228)	(7,582)	(7,209)	(9,628)	(12,811)
營業毛利	1,672	2,913	6,991	8,400	9,391
營業費用	(626)	(991)	(1,742)	(2,736)	(2,840)
營業利益	1,046	1,922	5,249	5,664	6,551
總營業外收入	48	31	93	67	80
利息收入	0	11	63	5	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	48	19	30	62	80
總營業外費用	(70)	(113)	(1,278)	(641)	(900)
利息費用	(54)	(109)	(171)	(32)	(95)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(16)	(4)	(1,107)	(609)	(805)
稅前純益	1,024	1,840	4,064	5,089	5,731
所得稅費用[利益]	(274)	(438)	(992)	(1,020)	(1,089)
少數股東損益	-	(10)	(42)	(36)	(35)
非常項目	-	0	(0)	0	-
稅後淨利	750	1,392	3,030	4,033	4,607
EBITDA	1,256	2,247	5,855	6,442	7,343
每股盈餘 (NT\$)	11.04	18.52	30.20	39.84	45.51

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	1,237	2,010	4,614	3,154	3,415
本期純益	750	1,392	3,030	4,033	4,607
折舊及攤提	210	325	606	778	792
本期運用資金變動	(96)	(1,283)	1,906	(1,657)	(1,984)
其他營業資產及負債變動	373	1,576	(929)	(0)	0
投資活動之現金流量	(226)	(4,281)	(2,458)	(491)	(523)
投資用短期投資出售[新購]	-	324	(42)	-	-
本期長期投資變動	-	24	-	12	6
資本支出淨額	(163)	(195)	(298)	(246)	(272)
其他資產變動	(62)	(4,434)	(2,118)	(257)	(257)
自由現金流	687	245	5,996	3,146	3,585
融資活動之現金流量	(741)	4,595	(2,440)	493	732
短期借款變動	(572)	772	(1,398)	-	-
長期借款變動	(55)	3,676	(297)	1,690	696
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(110)	(239)	(619)	(1,233)	-
其他融資現金流	(5)	439	(134)	36	35
匯率影響數	(29)	47	56		
本期產生現金流量	241	2,371	(228)	3,155	3,624

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	12.8%	9.4%	12.3%	15.2%	12.8%
= 銷管費用/營業收入	21.3%	18.3%	37.0%	31.4%	29.5%
= 營業利益率					
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.1	0.0	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.0	1.3	1.9	1.8	1.9
營業利益率	21.3%	18.3%	37.0%	31.4%	29.5%
x 資本周轉率	1.0	1.3	1.9	1.8	1.9
x (1 - 有效現金稅率)	73.2%	76.2%	75.6%	80.0%	81.0%
= 稅後 ROIC	16.3%	18.5%	54.3%	45.7%	45.6%

資料來源：公司資料，凱基

保瑞 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-01-29	增加持股	860	665
2023-10-31	增加持股	847	649
2023-10-30	增加持股	930	643
2023-05-10	增加持股	936	782
2022-03-16	增加持股	221	163
2021-11-11	增加持股	302	209
2021-08-12	增加持股	353	270

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，邇後若有變更時，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。