

## 1795.TT 美時

## 戒毒癮藥競爭加大，獲利將受影響

## 公司簡介

美時創立於 1966 年，主要從事學名藥之製造及銷售，目前美時由 Alvogen Taiwan、Alvogen Korea Holdings Ltd.、Alvogen Pharma India Pvt Ltd.三個子公司組成。

## 投資評等/目標價

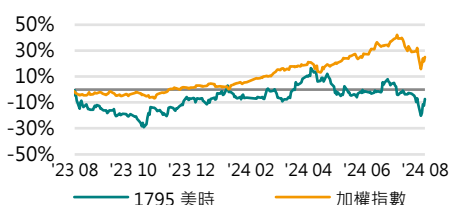
買進

345

【前次投資建議】買進，355

【大盤指數/股價】21469 / 267

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	266
市值(百萬元)	70,893
3M 平均日成交值(百萬元)	1,294
外資持股率(%)	47.34
投信持股率(%)	2.42
董監持股率(%)	6.99

## 重點財報解析

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	16,958	18,688	22,205
營業利益	4,899	5,548	6,902
母公司本期淨利	4,106	4,806	5,976
EPS(元)	15.69	18.37	22.85
每股現金股利(元)	4.65	5.51	6.85
每股淨值(元)	66.35	79.91	97.17
本益比(x)	16.98	14.53	11.69
本淨比(x)	4.02	3.34	2.75
殖利率(%)	1.74	2.06	2.57

## 環境、社會與治理(ESG)



## 重點摘要

➤ 出刊理由：評價更新

➤ 2Q24 財報優於預期，2H24 受戒毒癮藥競爭

美時公告 2Q24 財報，營收為 47.43 億元(YoY+6.8%·QoQ+13%)，毛利率 60.7%，稅後 EPS 5.09 元，略優於投研部預期，推測主因戒毒癮藥價格趨於穩定，降價幅度未如公司預期大，毛利率優於預期所致。展望 2H24，07/2024 營收 27.22 億元(YoY+18.97%·MoM+144.36%)，進入血癌藥拉貨高峰，惟投研部認為，戒毒癮藥進入高度競爭將影響銷售貢獻，因此下修 3Q24 預估營收來到 64.42 億元(QoQ+35.8%·YoY+40.9%)，4Q24 則僅有小量血癌藥拉貨因此將呈季減(QoQ-48.7%)，2024 年預估營收則下修至 186.88 億元·YoY+10.2%，稅後 EPS 18.37 元·YoY+17.1%。

➤ 布局東南亞，除完成 Teva 子公司併購，將陸續併購藥證及產線

美時積極布局東南亞市場，主因亞太地區是成長最快的市場，東南亞市場分散且缺乏高品質產品以及足夠的研發能力，加上大型跨國藥企縮減開支並改變商務模式，使市場潛在需求未被滿足，美時全球合作夥伴超過 100 家、外部成長能力出色、專注腫瘤、慢性病等複合產品線、最大股東是泰國最大國企 PTT 等多項優勢，投研部認為，將有能力打開東南亞市場新局面，我們預估，Teva 子公司併購以及產品藥證併購將各帶來不低於 5 億元/年營收貢獻。

➤ 2024 年/2025 年將維持穩定成長態勢，維持買進，調降目標價

投研部正向看待美時 2024~2025 年營運成長動能，考量 gSubxone 價格在 1Q24 下滑後 2Q24 持穩，Lenalidomide 北美市場配額增加，以及其他主要市場巴西、日本市場的成長，東南亞市場的併購持續推進 2H24 有望完成藥證併購並於 2025 年有完整貢獻，台灣及韓國業務維持穩定成長，因此我們預估 2025 全年營收將來到 222.05 億元，YoY+18.8%，毛利率 56.15%，稅後 EPS 22.85 元，YoY+24.4%。評價部分，本次以 2025 年進行評價，考量 2024 年獲利下修且近期股價走勢不如預期，戒毒癮藥競爭態勢明確，血癌藥 2026 專利到期將大幅影響藥價等，我們將本益比從前次中上緣 18X 下修至中下緣 15X 進行評價(本益比區間 13X~20X)，將目標價從 355 元調降至 345 元，目前股價位於 2025 年的 11.7X，潛在漲幅 29.2%，維持買進投資建議。(2025F PE 15X)

## 2Q24 財報優於預期，3Q24 進入拉貨旺季

美時公告 2Q24 財報，營收為 47.43 億元(YoY+6.8%·QoQ+13%)，毛利率 60.7%，稅後 EPS 5.09 元，略優於投研部預期，推測主因戒毒癮藥價格趨於穩定，降價幅度未如公司預期大，毛利率優於預期所致。展望 2H24，07/2024 營收 27.22 億元(YoY+18.97%·MoM+144.36%)，進入血癌藥拉貨高峰，惟投研部認為，戒毒癮藥進入高度競爭將影響銷售貢獻，因此下修 3Q24 預估營收來到 64.42 億元(QoQ+35.8%·YoY+40.9%)，4Q24 則僅有小量血癌藥拉貨因此將呈季減(QoQ-48.7%)，2024 年預估營收則下修至 186.88 億元，YoY+10.2%，稅後 EPS 18.37 元，YoY+17.1%。

表 1：美時財務差異分析表(季)：

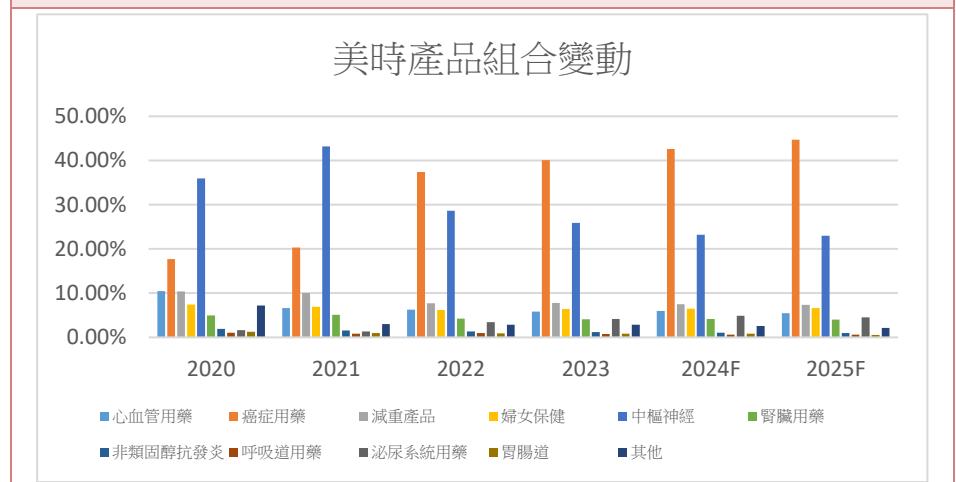
	最新預估		前次預估		差異	
	2Q24	3Q24F	2Q24	3Q24F	2Q24	3Q24F
	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(%)	(%)
營業收入	4,743	6,442	4,536	7,056	4.56	-8.70
營業毛利	2,879	4,046	2,659	4,456	8.27	-9.20
營業利益	1,633	2,644	1,495	3,193	9.23	-17.19
稅後淨利	1,332	2,040	1,264	2,606	5.38	-21.72
稅後 EPS (元)	5.09	7.80	4.83	9.97		
Margin (%)						
營業毛利率	60.70%	62.80%	58.63%	64.15%		
營業利益率	34.43%	41.05%	32.96%	45.25%		
稅後淨利率	28.07%	31.67%	27.87%	36.94%		

資料來源：國票投顧

## 營運雙軌並進，積極轉型並開拓市場，東南亞市場持續推動併購

美時由過去單純學名藥公司轉變成結合品牌藥、學名藥以及新藥同時並行的綜合型藥品開發行銷公司，在全球外銷市場採 B2B 商業模式運營，專注於腫瘤及中樞神經領域，透過自主研發或生產高門檻學名藥產品奠定市場地位；而在亞洲市場將採 B2C 模式營運，公司在台灣、韓國和泰國等市場設定了重點發展的治療領域。

圖 2：美時產品組合變化



資料來源：公司年報，國票投顧整理

美時積極布局東南亞市場，主因亞太地區是成長最快的市場，東南亞市場分散且缺乏高品質產品以及足夠的研發能力，加上大型跨國藥企縮減開支並改變商務模式，使市場潛在需求未被滿足，投研部認為，美時具備已在泰國、菲律賓、越南建立自有團隊，全球合作夥伴超過 100 家，外部成長能力出色，專注腫瘤、慢性病等複合產品線以及最大股東是泰國最大國企 PTT 等多項優勢，將有能力打開東南亞市場新局面。除已完成的 Teva 子公司併購案外，亦持續尋找併購標的，且不限於公司併購，預計 2H24 將有望完成藥證併購以及廠房或產線併購，進一步強化東南亞市場競爭，我們預估，Teva 子公司併購以及產品藥證併購將各帶來不低於 5 億元/年營收貢獻。

### 2024 年/2025 年將維持穩定成長態勢，調整目標價並維持買進

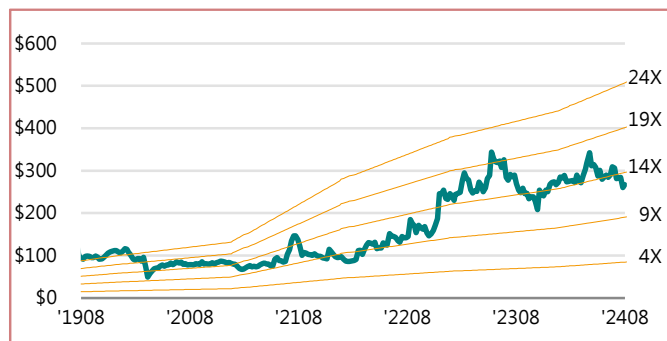
投研部正向看待美時 2024~2025 年營運成長動能，考量 gSubxone 價格在 1Q24 下滑後 2Q24 持穩，Lenalidomide 北美市場配額增加，以及其他主要市場巴西、日本市場的成長，東南亞市場的併購持續推進 2H24 有望完成藥證併購並於 2025 年有完整貢獻，台灣及韓國業務維持穩定成長，因此我們預估 2025 全年營收將來到 222.05 億元，YoY+18.8%，毛利率 56.15%，稅後 EPS 22.85 元，YoY+24.4%。評價部分，本次以 2025 年進行評價，考量 2024 年獲利下修且近期股價走勢不如預期，戒毒癮藥競爭態勢明確，血癌藥 2026 專利到期將大幅影響藥價等，我們將本益比從前次中上緣 18X 下修至中下緣 15X 進行評價(本益比區間 13X~20X)，將目標價從 355 元調降至 345 元，目前股價位於 2025 年的 11.7X，潛在漲幅 29.2%，維持買進投資建議。(2025F PE 15X)。

表 3：財務分析差異表(年)

	最新預估		前次預估		差異	
	FY24F	FY25F	FY24F	FY25F	FY24F	FY25F
	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(YoY%)	(YoY%)
營業收入	18,688	22,205	19,478		-4.06	
營業毛利	10,585	12,469	10,969		-3.50	
營業利益	5,548	6,902	6,110		-9.20	
稅後淨利	4,806	5,976	5,125		-6.22	
稅後 EPS (元)	18.37	22.85	19.60			
Margin (%)						
營業毛利率	56.64%	56.15%	56.31%			
營業利益率	29.69%	31.08%	31.37%			
稅後淨利率	25.72%	26.91%	26.31%			

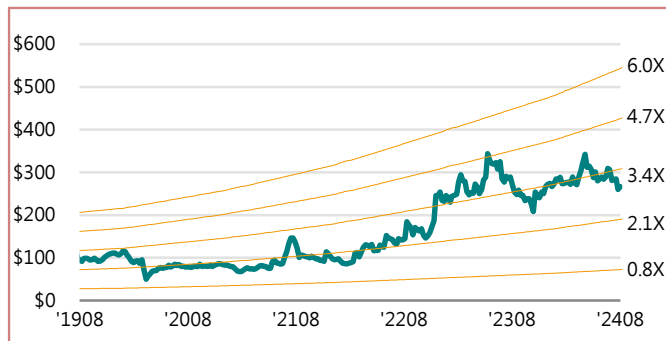
資料來源：國票投顧

美時未來 12 個月 P/E 區間



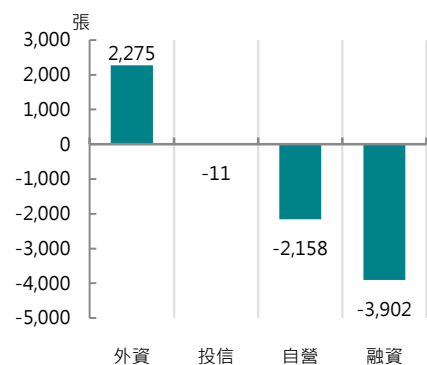
資料來源：國票投顧

美時未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
香港商	31.05
大通 Innobic	6.60
新制勞退基金	2.52
公務人員退休撫恤	1.52
花旗託管挪威	1.51
統一黑馬基金	0.81
舊制勞工退休	0.72
匯豐三菱 UFJ	0.62
彭釗彥	0.54
合作金庫商業	0.53

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
大通 Innobic Krisana Wini	董事	6.6
大通 Innobic Nat Aktivav	董事	6.6
大通 Innobic Phannalin Ma	董事	6.6
方致堅	董事/總經理	0.39
Arni Hardars	董事	0
Karl Alexius Tig	獨立董事	0
Oranee Tangphao	董事	0
Vilhelm Robert W	董事長	0
Yves Hermes	董事	0
王傳芬	獨立董事	0

資料來源：TEJ

1795 美時 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2024Q3

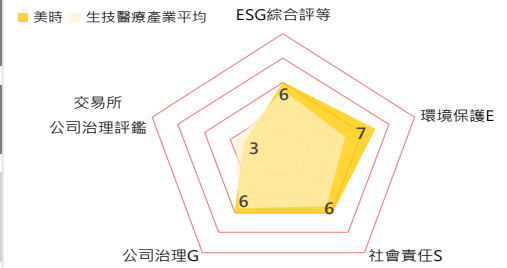
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
7	6	6	<a href="https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p/1795/1795-ESG-Report-2023-11-17.pdf">https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p/1795/1795-ESG-Report-2023-11-17.pdf</a>

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
生技醫療	138	26	否	

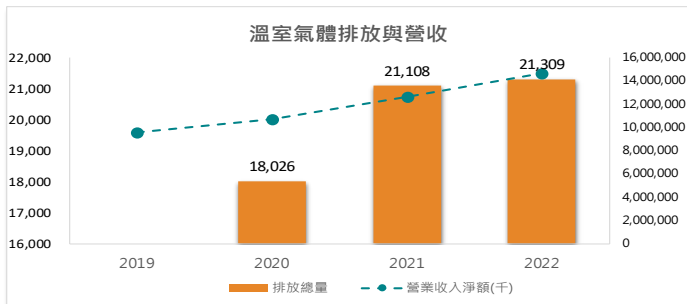
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2022年溫室氣體排放量增加0.95%，營收增加15.68%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2022	21,309	10,662	10,647
2021	21,108	10,784	10,324
2020	18,026	8,993	9,033
2019	未揭露	-	-

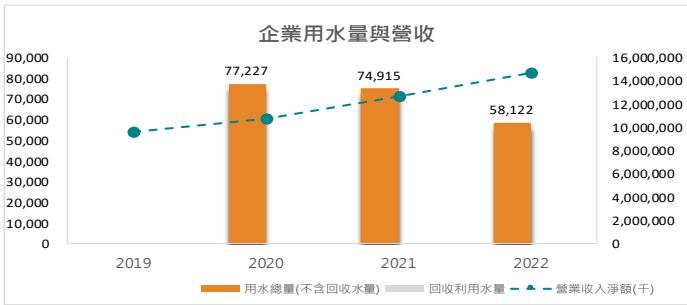
\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

\*範疇二：組織所購買或取得之電力、用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2022年企業用水量減少22.42%，營收增加15.68%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2022	58,122	-	-
2021	74,915	-	-
2020	77,227	-	-
2019	未揭露	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

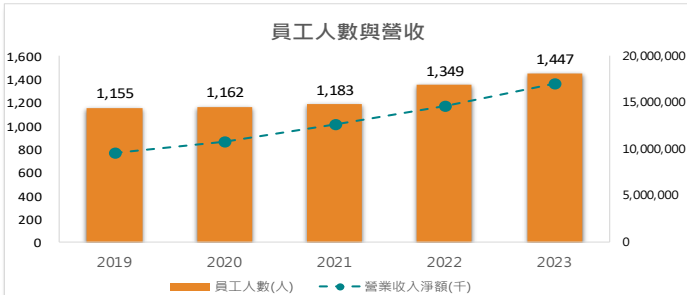
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

\*排水量：排放的污水總量

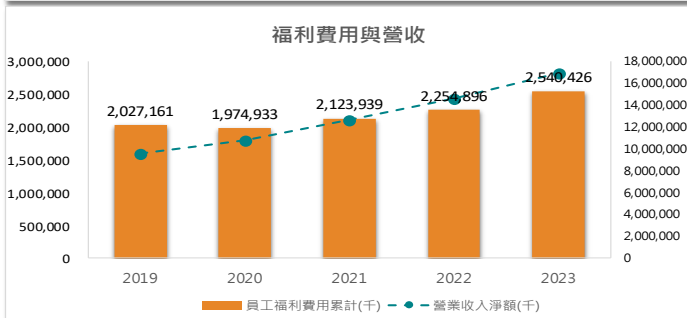
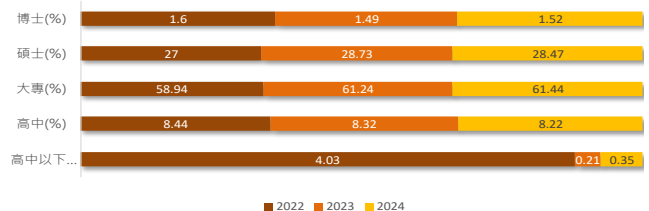
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

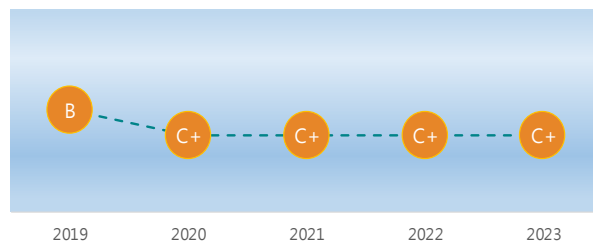
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2023	51%至65%	C+	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	51%至65%	C+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	36%至50%	B	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；  
36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



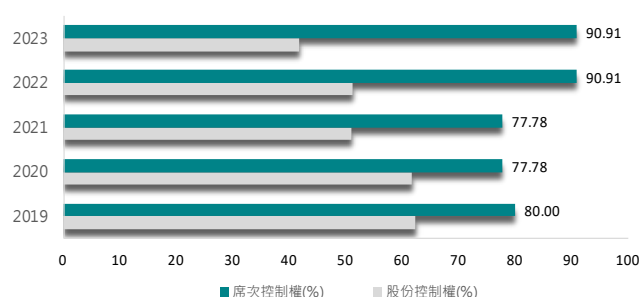
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。  
企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	4,198	4,743	6,442	3,305	4,555	5,333	7,593	4,724	16,958	18,688	22,205
營業毛利	2,303	2,879	4,046	1,357	2,539	3,089	4,834	2,007	9,384	10,585	12,469
營業費用	1,048	1,246	1,401	1,345	1,204	1,311	1,465	1,587	4,485	5,037	5,567
營業利益	1,256	1,633	2,644	12	1,336	1,778	3,368	419	4,899	5,548	6,902
稅前淨利	1,306	1,661	2,649	517	1,371	1,835	3,423	841	5,103	6,133	7,471
本期淨利(NI)	1,036	1,332	2,040	398	1,097	1,468	2,739	673	4,106	4,806	5,976
淨利歸屬於_母公司業主	1,036	1,332	2,040	398	1,097	1,468	2,739	673	4,106	4,806	5,976
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	3.96	5.09	7.80	1.52	4.19	5.61	10.47	2.57	15.69	18.37	22.85
QoQ(%)											
營收淨額	22.79	12.98	35.82	(48.70)	37.82	17.08	42.38	(37.78)			
銷貨毛利	61.88	24.98	40.52	(66.46)	87.18	21.64	56.49	(58.48)			
營業利益	775.59	30.08	61.92	(99.56)	11,446.54	33.13	89.43	(87.55)			
稅後純益_母公司淨利	159.10	28.49	53.21	(80.50)	175.68	33.89	86.54	(75.42)			
YoY(%)											
營收淨額	(7.20)	6.78	40.87	(3.34)	8.50	12.44	17.87	42.93	15.89	10.20	18.82
銷貨毛利	(14.92)	10.49	52.80	(4.66)	10.24	7.29	19.48	47.91	20.21	12.80	17.80
營業利益	(24.54)	1.22	78.42	(91.93)	6.38	8.87	27.37	3,526.46	19.16	13.25	24.40
稅後純益_母公司淨利	(13.20)	5.19	63.74	(0.55)	5.81	10.25	34.24	69.25	35.91	17.05	24.36
各項比率											
營業毛利率	54.87	60.70	62.80	41.05	55.75	57.92	63.66	42.48	55.34	56.64	56.15
營業利益率	29.91	34.43	41.05	0.35	29.32	33.34	44.36	8.88	28.89	29.69	31.08
稅前淨利率	31.12	35.02	41.13	15.63	30.09	34.41	45.08	17.81	30.09	32.82	33.64
稅後淨利率	24.68	28.07	31.67	12.04	24.07	27.53	36.07	14.25	24.21	25.72	26.91

資料來源：TEJ、國票投顧

## 財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	1,771	4,178	4,163
流動金融資產	0	0	0
應收款項	6,255	7,036	9,113
存貨	3,775	4,248	5,392
其他流動資產	489	386	432
流動資產	12,653	16,064	19,342
非流動金融資產	464	464	464
採用權益法之投資	0	0	0
不動產、廠房與設備	3,258	3,443	3,574
投資性不動產	2	0	0
其他非流動資產	26,814	24,752	24,781
資產總計	32,992	33,626	37,065
短期借款	510	765	1,020
流動金融負債	0	0	0
應付款項	2,003	1,332	1,155
其他流動負債	1,808	88	88
流動負債	4,524	2,185	2,263
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	9,519	10,554	11,589
其他非流動負債	1,387	(21)	(2,211)
負債總計	15,658	12,718	11,641
股本	2,650	2,650	2,650
資本公積	7,131	7,131	7,131
保留盈餘	8,900	12,474	16,990
其他權益	(1,295)	(1,295)	(1,295)
庫藏股	51	51	51
非控制權益	0	0	0
股東權益	17,334	20,907	25,423

資料來源：TEJ、國票投顧

## 現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	5,103	6,133	7,471
折舊攤提	307	337	371
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(32)	(22)	(23)
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	(2,860)	(393)	(3,399)
支付之利息	(446)	(144)	0
支付之所得稅	(1,036)	(1,328)	(1,494)
其他	(325)	106	107
來自營運之現金流量	1,614	5,595	3,937
資本支出	(411)	(520)	(503)
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	10	0	0
其他	(2,849)	(2,650)	(3,197)
來自投資之現金流量	(3,249)	(3,170)	(3,700)
自由現金流量	(1,635)	2,425	237
借款增(減)	2,416	1,290	1,290
股利發放	(906)	(1,232)	(1,460)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	(107)	(96)	(101)
來自融資之現金流量	1,403	(38)	(272)
匯率調整	20	20	20
本期產生之現金流量	(213)	2,407	(15)
期末現金及約當現金	1,771	4,178	4,163

資料來源：TEJ、國票投顧



## 美時歷史投資建議走勢



## 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	61

## 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

## 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

## 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。