

大江(8436)

BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 林修齊 George Lin
georgelin@masterlink.com.tw

評等

日期: 2024/8/16
目前收盤價 (NT\$): 137
目標價 (NT\$): 177
52 週最高最低(NT\$): 133.5-190
加權指數: 21895.17

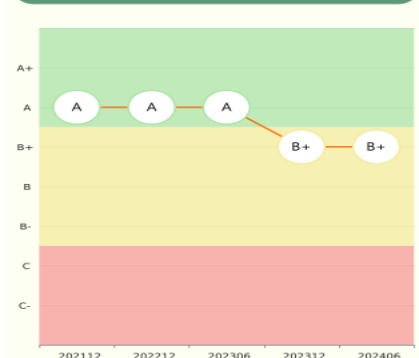
公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,183
市值 (NT\$/mn): 16,210
市值 (US\$/mn): 540
20 日平均成交量(仟股): 398
PER (2024): 15.21
PBR (2024): 1.87
外資持股比率: 13.67
TCRI 3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-9.0	-10.8	-14.1
加權指數報酬率	-8.3	3.5	17.4

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	177	190
營業收入 (NT\$/mn)	8,027	8,694
毛利率 (%)	42.8	41.5
營益率 (%)	14.7	14.3
EPS (NT\$)	9.01	9.05
BVPS(NT\$)	73	73

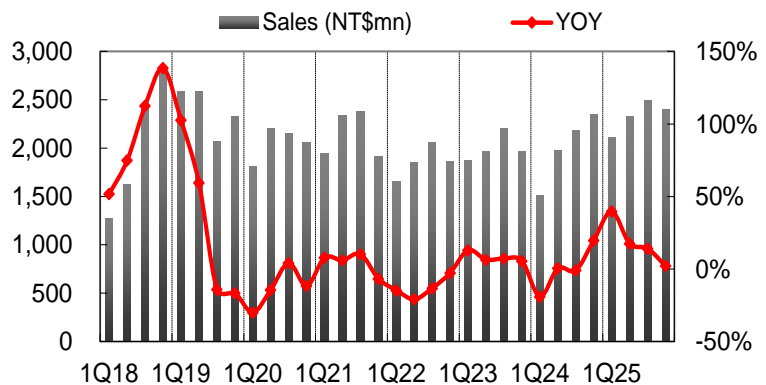
近五期TESG Rating



GLP-1 驅動 2025 年營運成長

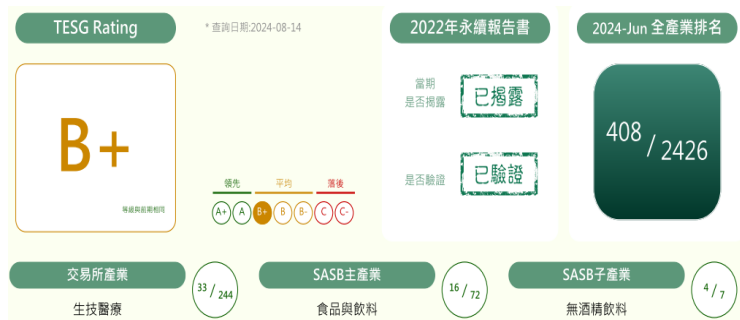
- **GLP-1 瘦身新品 2H24 中國放量**：中國 GLP-1 客戶為中國大型醫藥集團，已於 2Q24 上市，2H24 將鋪貨至藥局與電商渠道；歐美大型客戶則要先看臨床數據，因此大江已於醫院展開臨床試驗，預計收案 100 人，2024 年底 GLP-1 有效性、安全性等實驗數據將出爐，屆時歐美大型客戶才會下單，公司預估 GLP-1 相關產品 2025 年可貢獻營收 10 億元。
- **2024 年進行產品結構調整，2025 年成長來自減重新品 GLP-1**：預估大江 2024 年營收 80 億元，YOY +0%，因為大江 2024 年淘汰低毛利率的代工產品，且中國需求疲弱，2024 年成長來自歐美市場；預估 2024 年毛利率上升 2.7%至 42.8%，因(1)大江挑單生產，(2)產品升級，(3)價格調漲；預估 2024 年 ESP 9.01 元；展望 2025 年，預估營收 93 億元，YOY +16%，成長來自歐美市場，因 GLP-1 開始出貨，且 GLP-1 毛利率較高，預估 2025 年毛利率上升 0.6%至 43.4%，預估 EPS 11.06 元。
- 元富分析，新一代瘦身產品 GLP-1 有巨大的市場潛力，且 2024 年底 GLP-1 臨床數據將出爐，2025 年 GLP-1 歐美大型客戶開始拉貨，大江投資評等維持買進，目標價 177 元(16X2025EPS)。

Exhibit 1: 營收與營收 YOY



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TESG 企業永續指標



Sources: Masterlink

大江為一條龍之保健品/保養品代工廠，產品以機能飲品、粉劑與面膜為主

大江為全方位的保健食品與美容保養品廠，能提供研發、學術研究、功效評估、生產、檢驗、美術設計之一條龍服務，工廠為 10 萬級無塵室規格，高於目前法規，且大江持續開發特色素材以鞏固客戶訂單，並提供完善的後勤支援，為大江競爭利基所在。若以銷售地區，中國佔 35%、亞洲 11%、台灣 11%、歐美 41%、其他 2%。

Exhibit: 大江營收比重

	2023 營收(A)	2024 營收(F)	2025 營收(F)	2024 YOY	2025 YOY
中國	39%	35%	32%	-11%	8%
亞洲	9%	11%	10%	16%	14%
歐美	39%	41%	45%	6%	27%
台灣	11%	11%	10%	6%	5%
其他	2%	2%	3%	-6%	7%

Source: Company Data、Masterlink

大江 2Q24 毛利率表現佳，EPS 2.43 元，優於預期

大江 2Q24 營收 20 億元，QOQ +31%、YOY +0%，QOQ 成長因為 1Q24 工廠生產不順，2Q24 中國營收 6.7 億元，YOY -22%，因中國需求疲弱，歐美營收 7.6 億元，YOY +10%；2Q24 毛利率上升至 44%，優於預期，因(1)大江挑單生產，(2)產品升級，(3)價格調漲；然 2Q24 費用 5.7 億元，高於我們預估的 5.0 億元，2Q24 EPS 2.43 元，優於預期。

Exhibit: 大江 2Q24 財報與預估數差異

unit: NT\$mn	1Q24(A)	2Q24(A)	2Q24(F)	較預期相比	QOQ	YOY	累積YOY
Net sales	1,512	1,977	1,954	1%	31%	0%	-9%
Margin %	42.0%	43.5%	40.2%				
Operating profit	115	285	281	1%	148%	15%	-9%
Operating Margin(%)	7.6%	14.4%	14.4%				
Tatal non-ope inc.	59	25	25				
Pre-tax profit	174	310	306				
Net profit	127	271	234	16%	113%	30%	7%
EPS	1.11	2.43	1.98				

Source: Company Data、Masterlink

GLP-1 瘦身新品 2H24 中國 放量，2024 年底臨床數據 將出爐

GLP-1 (Glucagon-like peptide-1) 為人體腸道 L 細胞所產生之激素，可以延緩胃部排空，比較不會感覺到飢餓，並作用於下視丘，抑制產生食慾的 NPY/AgRP 相關神經元，達到降低食慾之效果，然而人體產生之 GLP-1 半衰期只有 1~2 分鐘，Novo Nordisk 開發的 Semaglutide 與 Eli Lilly 開發的 Tirzepatide 為長效 GLP-1，透過每周一次針劑注射，可以達到優異的減重效果，且副作用低，將成為體重控制的主流藥物。

目前大江已開發出數個 GLP-1 減重產品配方，可以滿足不同客戶之需求，其成分為純天然素材複方與專利益生菌株等，可促進人體自身分泌 GLP-1，符合各國食品與保健食品法規，中國 GLP-1 客戶為中國大型醫藥集團，已於 2Q24 上市，2H24 將鋪貨至藥局與電商渠道；歐美大型客戶則要先看臨床數據，因此大江已於醫院展開臨床試驗，預計收案 100 人，2024 年底 GLP-1 有效性、安全性等實驗數據將出爐，屆時歐美大型客戶才會下單，公司預估 GLP-1 相關產品 2025 年可貢獻營收 10 億元。

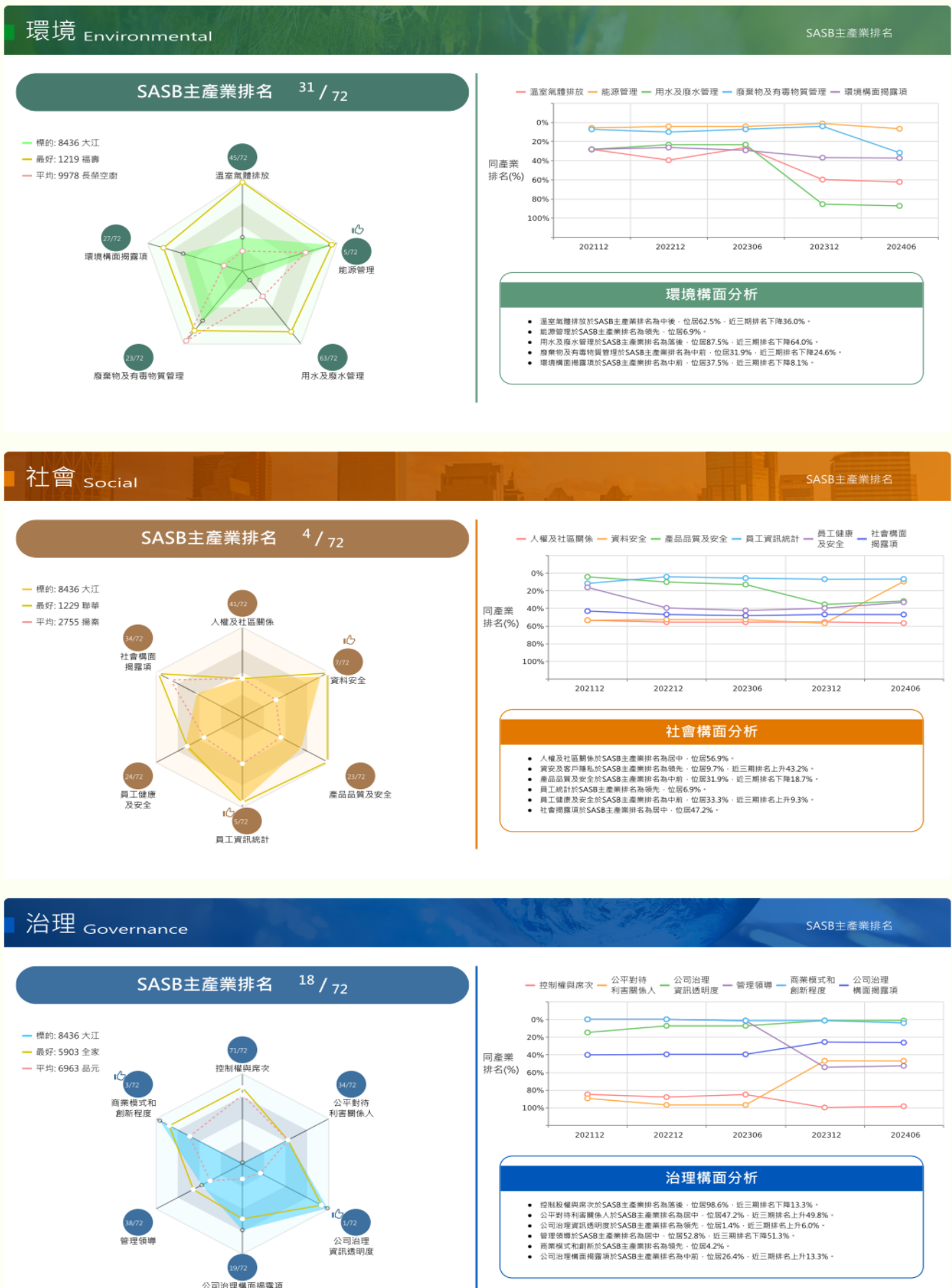
2024 年進行產品結構調 整，2025 年成長來自減重新 品 GLP-1

預估大江 2024 年營收 80 億元，YOY +0%，因為大江 2024 年淘汰低毛利率的代工產品，且中國需求疲弱，2024 年成長來自歐美市場；預估 2024 年毛利率上升 2.7% 至 42.8%，因 (1) 大江挑單生產，(2) 產品升級，(3) 價格調漲；預估 2024 年 ESP 9.01 元；展望 2025 年，預估營收 93 億元，YOY +16%，成長來自歐美市場，因 GLP-1 開始出貨，且 GLP-1 毛利率較高，預估 2025 年毛利率上升 0.6% 至 43.4%，預估 EPS 11.06 元。

維持買進評等，目標價 177 元

元富分析，新一代瘦身產品 GLP-1 有巨大的市場潛力，且 2024 年底 GLP-1 臨床數據將出爐，2025 年 GLP-1 歐美大型客戶開始拉貨，大江投資評等維持買進，目標價 177 元 (16X2025EPS)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 4 of 5

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	7,433	8,016	8,027	9,329	
COGS	4,297	4,799	4,591	5,283	
Gross profit	3,135	3,217	3,436	4,046	
Operating expense	2,109	2,162	2,255	2,557	
Operating profit	1,026	1,055	1,181	1,488	
Total non-operate. Inc.	264	120	159	200	
Pre-tax profit	1,290	1,175	1,341	1,688	
Total Net profit	821	992	1,161	1,435	
Minority	107	96	116	127	
Net Profit	713	896	1,045	1,308	
EPS (NT\$)	6.06	7.73	9.01	11.06	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	(13.4)	7.8	0.1	16.2	
Gross profit	(15.8)	2.6	6.8	17.7	
Operating profit	(40.7)	2.8	12.0	26.0	
Pre-tax profit	(35.8)	(8.9)	14.1	25.9	
Net profit	(53.8)	25.6	16.6	25.1	
EPS	(53.8)	25.6	16.6	25.1	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	42.2	40.1	42.8	43.4	
Operating	13.8	13.2	14.7	16.0	
EBITDA	10.8	7.3	9.1	18.1	
Pre-tax	17.4	14.7	16.7	18.1	
Net	9.6	11.2	13.0	14.0	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	1,512	1,977	2,185	2,352
Gross profit	635	860	942	1,000
Operating profit	115	285	372	410
Total non-ope inc.	59	25	25	50
Pre-tax profit	174	310	397	460
Net profit	127	271	300	347
EPS	1.11	2.43	2.53	2.94
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Net sales	(19.27)	0.42	(1.04)	19.66
Gross profit	(10.38)	10.96	4.47	20.18
Operating profit	(40.15)	14.84	6.17	54.88
Net profit	(22.17)	29.79	(6.39)	70.49
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Net sales	(23.1)	30.8	10.5	7.7
Gross profit	(23.7)	35.4	9.5	6.2
Operating profit	(56.6)	147.8	30.6	10.2
Net profit	(37.4)	112.7	10.6	15.9
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Gross	42.0	43.5	43.1	42.5
Operating	7.6	14.4	17.0	17.4
Net	8.4	13.7	13.7	14.8

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	5,933	5,363	6,296	6,774	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	1,018	969	979	1,098	
Inventory	1,169	941	956	1,057	
Others	482	611	368	369	
Total current asset	8,601	7,885	8,599	9,297	
Long-term invest.	76	83	83	83	
Total fixed assets	4,867	4,940	5,390	5,790	
Total other assets	1,564	1,193	1,193	1,193	
Total assets	15,108	14,102	15,266	16,363	
Short-term Borrow	1,146	350	150	100	
A/P & N/P	731	738	740	826	
Other current liab.	2,613	2,192	3,536	4,537	
Total current liab.	4,491	3,280	4,427	5,463	
L-T borrow s	318	747	547	247	
Other L-T liab.	220	197	197	197	
Total liability.	5,029	4,224	5,170	5,906	
Common stocks	1,183	1,183	1,183	1,183	
Reserves	2,887	2,900	2,900	2,900	
Retain earnings	4,157	4,373	6,012	6,374	
Total Equity	10,079	9,878	10,095	10,457	
Total Liab. & Equity	15,108	14,102	15,266	16,363	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	713	896	1,045	1,308	
Dep & Amort	663	647	584	0	
Investment income	5	7	4	0	
Changes in W/C	-470	278	-22	-134	
Other adjustment	44	77	1,000	1,000	
Cash flow – ope.	956	1,905	2,610	2,174	
Capex	-368	-315	-450	-400	
Change in L-T inv.	-8	0	0	0	
Other adjustment	620	-63	0	0	
Cash flow –inve.	244	-378	-450	-400	
Free cash flow	588	1,590	2,160	1,774	
Inc. (Dec.) debt	-302	-817	-400	-350	
Cash dividend	-1,050	-591	-828	-946	
Other adjustment	519	-565	0	0	
Cash flow -Fin.	-833	-1,974	-1,228	-1,296	
Exchange influence	87	-123	0	0	
Change in Cash	454	-569	933	478	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
ROA	4.71	6.14	7.12	8.27	
ROE	7.24	8.98	10.47	12.73	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.