

## 保瑞 (6472 TT) Bora

併購/策略聯盟三箭齊發，打造 CDMO 國際艦隊

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$880.0

收盤價 (2024/08/28)：NT\$760.0  
隱含漲幅：15.8%

## 營收組成 (2Q24)

全球銷售業務 72% · CDMO 28%。

## 本次報告更新重點

| 項目                | 本次    | 前次    |
|-------------------|-------|-------|
| 評等                | 買進    | 買進    |
| 目標價 (NT\$)        | 880.0 | 875.0 |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 19.0  | 17.9  |
| 2024年EPS          | 36.1  | 39.9  |

## 交易資料表

|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 市值                     | NT\$77,440百萬元 |
| 外資持股比例                 | 12.6%         |
| 董監持股比例                 | 28.7%         |
| 調整後每股淨值 (2024F)        | NT\$100.18    |
| 負債比                    | 71.4%         |
| 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  | 2023A  | 2024F  | 2025F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入        | 10,494 | 14,200 | 18,991 | 23,794 |
| 營業利益        | 1,922  | 5,249  | 4,264  | 5,932  |
| 稅後純益        | 1,392  | 3,030  | 3,639  | 4,444  |
| EPS (元)     | 18.52  | 30.20  | 36.07  | 44.04  |
| EPS YoY (%) | 67.7   | 63.0   | 19.4   | 22.1   |
| 本益比 (倍)     | 41.0   | 25.2   | 21.1   | 17.3   |
| 股價淨值比 (倍)   | 12.7   | 8.5    | 7.6    | 5.9    |
| ROE (%)     | 33.8   | 36.3   | 36.0   | 34.0   |
| 現金殖利率 (%)   | 1.1%   | 1.6%   | 1.9%   | 2.3%   |
| 現金股利 (元)    | 8.00   | 12.00  | 14.43  | 17.62  |

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

## 元大觀點

- ◆ 2Q24 認列併購 USL 相關費用及廉價購買利益，EPS 低於預期 6.7%。
- ◆ 上市產品、併購針劑廠，預估 3Q24 營收/營業利益季增 6%/63%。
- ◆ 2024 年併購 USL、美國無菌針劑廠，2Q25 大分子原料藥 CDMO 事業體與泰福合併，擴大北美業務，目標價 880 元 (20x 2025F EPS)。

## 2Q24 認列併購相關費用、廉價購買利益，EPS 低於預期 6.7%

保瑞 2Q24 營收 50.57 億元，QoQ+75.9%/YoY+60.2%，主因併購 Upsher-Smith (USL)，不過 USL 毛利率僅 31%，低於平均，使得合併毛利率 38.8%，QoQ-13.9ppt/YoY-16.1ppt，低於預期 8ppt；認列併購相關一次性支出 4 億元，營業利益 7.43 億元，QoQ-16.8%/YoY-44.9%，低於預期 45%；業外認列廉價購買利益 8 億元，稅後淨利 11.72 億元，QoQ+63.6%/YoY+69.3%，EPS 11.61 元，低於元大預期 6.7%，但優於市場預期 17.5%。

## 上市品牌學名藥、併購無菌針劑廠，預估 3Q24 營收季增 6%

今年年中第二個品牌學名藥 Torpenz (everolimus) 在美國上市，用於治療節性硬化症，假設 2024/2025 年取得 1%/2%市佔率，預估營收貢獻 6,120 萬元(半年)/2.45 億元，長期市佔率有望往 10%靠攏。保瑞於 8/20 完成美國無菌針劑廠收購，該廠房有 4 條無菌針劑產線、超過 20 家 CDMO 客戶，單月營收 2 億元，預期保瑞 9 月營收將明顯跳升。上市品牌學名藥、併購無菌針劑廠，一次性費用減少，預期帶動 3Q24 營收/營業利益季增 6%/63%。

## 2Q25 大分子原料藥 CDMO 事業體與泰福合併，擴大北美業務

保瑞董事會決議與泰福生技進行策略聯盟，由泰福生技(後簡稱泰福)發行普通股新股取得保瑞旗下負責大分子 CDMO 業務的保瑞生技、以每 1 股保瑞生技普通股換發 1 股泰福普通股作為對價，保瑞生技將與泰福合併，泰福為存續公司，合併案預計在 2Q25 完成，若依泰福 8/26 收盤價 61 元，保瑞暫定處分利益為 20 億元台幣，本次報告僅保守估計 6 億元處分利益，由於泰福一年虧損約 16 億元，預期後續保瑞每季認列 1.22 億元投資損失，不過保瑞集團董事長盛保熙先生將擔任泰福新任董座，會重新定位泰福為大分子 CDMO 公司，將引介客戶到泰福美國大分子原料藥廠，以加速泰福現金流轉正。短期毛利率較低、費用墊高，2024 年 EPS 下調 10%，但併購案挹注下，2025 年 EPS 略為上調 0.4%至 44.04 元，維持 20 倍目標本益比，推得新目標價 880 元，維持買進評等。

## 營運分析

### 2Q24 認列併購相關一次性費用，業外認列廉價購買利益，EPS 低於預期 6.7%

保瑞 2Q24 營收 50.57 億元，QoQ+75.9%/YoY+60.2%，主要受惠於美國百年藥廠 Upsher-Smith (USL)於 2024/4/1 起併入合併報表(2Q24 USL 營收佔比逾 40%)，帶動全球銷售業務營收年增 86%，CDMO 營收也季增 5%、年增 13%，得益於 1H24 新增 6 個客戶、14 個新專案；毛利率 38.8%，QoQ-13.9ppt/YoY-16.1ppt，低於預期 8ppt，主因 USL 毛利率僅 31%，低於公司平均，且美國藥品銷售業務部分原訂於 6 月底之出貨排程順延至 7 月初；合併營業費用 12.1 億元，較預期高，主因包括組織整合、併購相關的顧問費、政府規費等約 4 億元之一次性支出，營業利益為 7.43 億元，QoQ-17%/YoY-45%，低於元大/市場預期 45%/46%，保瑞表示，若排除上述一次性費用，營業利益達 11.6 億元，季增 30%；業外認列因 USL 併購案而產生的廉價購買利益 8 億元，稅後淨利 11.72 億元，QoQ+64%/YoY+69%，EPS 11.61 元，低於元大預期 6.7%，但優於市場預期 17.5%。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

| (百萬元)       | 2Q23A | 1Q24A | 2Q24A | 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 | 2,857 | 5,027 | 75.9%  | 60.2%  | 4,955 | 4,908 | 1.5%   | 2.4%   |
| 營業毛利        | 1,724 | 1,506 | 1,951 | 29.6%  | 13.1%  | 2,320 | 2,249 | -15.9% | -13.2% |
| 營業利益        | 1,347 | 892   | 743   | -16.8% | -44.9% | 1,361 | 1,379 | -45.4% | -46.2% |
| 稅前利益        | 1,019 | 984   | 1,512 | 53.7%  | 48.4%  | 1,711 | 1,331 | -11.6% | 13.6%  |
| 稅後淨利        | 692   | 716   | 1,172 | 63.6%  | 69.3%  | 1,256 | 997   | -6.7%  | 17.5%  |
| 調整後 EPS (元) | 6.90  | 7.10  | 11.61 | 63.6%  | 68.4%  | 12.44 | 9.88  | -6.7%  | 17.5%  |
| 重要比率 (%)    |       |       |       | 百分點    | 百分點    | 百分點   |       |        |        |
| 營業毛利率       | 54.9% | 52.7% | 38.8% | -13.9  | -16.1  | 46.8% | 45.8% | -8.0   | -7.0   |
| 營業利益率       | 42.9% | 31.2% | 14.8% | -16.4  | -28.1  | 27.5% | 28.1% | -12.7  | -13.3  |
| 稅後純益率       | 22.0% | 25.1% | 23.3% | -1.8   | 1.3    | 25.3% | 20.3% | -2.0   | 3.0    |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 上市品牌學名藥、併購無菌針劑廠，預估 3Q24 營收季增 6%

2Q24 USL 營收約 21.6 億元，其中品牌學名藥 Vigadrone (嬰幼兒癲癇用藥)營收約 6.55 億元，佔 USL 營收比重 30%，2024 年年中保瑞推動第二個品牌學名藥 Torpenz (everolimus)上市，用於治療結節性硬化症，為罕見疾病用藥，後續在美國市佔率有望逐步提升。此外，保瑞也於 8/20 完成向 Emergent BioSolutions 收購旗下子公司位於馬里蘭康登鎮(Camden, Maryland)的無菌針劑廠，這是保瑞在美國擁有的第三座生產基地，也是保瑞集團旗下第一個無菌針劑廠，該廠區佔地 87,000 平方英尺、共有 4 條無菌針劑產線，可支援實驗試製及商業量產所需之冷凍乾燥、玻璃瓶 (Vials) 充填與預填充注射器充填等各式技術製程，可用於大分子藥物或是小分子藥物的充填代工，Camden 無菌針劑廠原本就有超過 20 家 CDMO 客戶，單月營收貢獻 2 億元，預期保瑞 9 月營收將明顯跳升。展望 3Q24，保瑞上市第二個品牌學名藥 Torpenz、併購 Camden 無菌針劑廠，預期營收季增 6%，毛利率季增 1.7ppt 至 40.5%，但較前次下調 6.4ppt，主因 USL 毛利率低於預期；估計認列一次性併購相關費用數千萬元，預估營業費用 9.44 億元，季減 22%，主因 2Q24 基期較高，使得營業利益達 12.08 億元，QoQ+62.7%，較前次下調 17%；保瑞 2Q24 銀行借款增加 94 億元，高於預期，3Q24 業外利息費用上調至 1.4 億元，預估 3Q24 稅後淨利 7.75 億元，QoQ-33.9%/YoY+5.6%，EPS 7.68 元，下調 24.5%。

圖 2：2024 年第 3 季獲利預估調整

| (百萬元)       | 3Q23A | 2Q24A | 3Q24F | 季增率    | 年增率   | 3Q24F |       | 預估差異   |        |
|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
|             |       |       |       |        |       | 元大預估  | 市場預估  | 元大     | 市場     |
| 營業收入        | 3,075 | 5,027 | 5,319 | 5.8%   | 73.0% | 5,022 | 5,039 | 5.9%   | 5.6%   |
| 營業毛利        | 1,644 | 1,951 | 2,153 | 10.3%  | 30.9% | 2,356 | 2,335 | -8.6%  | -7.8%  |
| 營業利益        | 1,219 | 743   | 1,208 | 62.7%  | -0.9% | 1,454 | 1,454 | -16.9% | -16.9% |
| 稅前利益        | 923   | 1,512 | 1,088 | -28.0% | 17.9% | 1,404 | 1,323 | -22.5% | -17.7% |
| 稅後淨利        | 733   | 1,172 | 775   | -33.9% | 5.6%  | 1,025 | 989   | -24.5% | -21.7% |
| 調整後 EPS (元) | 7.31  | 11.61 | 7.68  | -33.9% | 5.1%  | 10.16 | 9.80  | -24.5% | -21.7% |
| 重要比率 (%)    |       |       |       | 百分點    | 百分點   |       |       | 百分點    | 百分點    |
| 營業毛利率       | 53.5% | 38.8% | 40.5% | 1.7    | -13.0 | 46.9% | 46.3% | -6.4   | -5.9   |
| 營業利益率       | 39.6% | 14.8% | 22.7% | 7.9    | -16.9 | 28.9% | 28.9% | -6.2   | -6.1   |
| 稅後純益率       | 23.8% | 23.3% | 14.6% | -8.7   | -9.3  | 20.4% | 19.6% | -5.9   | -5.1   |

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，品牌學名藥成長有助於毛利率改善

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保盛藥業帶進完全互補的產品組合與具市場區隔的銷售渠道。USL 旗下品牌學名藥 Vigadrone (vigabatrin)於 2018 年上市，為嬰幼兒癲癇用藥，是 USL 最主要的產品，2Q24 佔 USL 營收 30%，且毛利率高於保瑞公司平均 (45~50%)，2024 年年中保瑞也推動第二個品牌學名藥 Torpenz (everolimus)上市，用於治療結節性硬化症，為罕見疾病用藥。Vigadrone 在美國市佔率約 30%，由於整個市場僅有 4 家供應商，管理層認為 Vigadrone 市佔率仍可緩步提升。結節性硬化症藥 Torpenz 對標原廠藥為 Novartis 的 Votubia，根據 Novartis 年報，2023 年 Afinitor/Votubia 銷售額為 4.08 億美元，年減 20%，研判主要是癌症用藥 Afinitor 受到學名藥競爭影響，我們認為罕見疾病用藥係經由特殊渠道銷售，銷售額不易被一般學名藥侵蝕，假設 Torpenz 於 2024/2025 年可取得 1%/2%市佔率，則對保瑞營收貢獻為 6,120 萬元(半年)/2.45 億元，長期市佔率有望往 10%靠攏，毛利率預估達 45%以上。2Q24 USL 毛利率僅 31%，隨著品牌學名藥銷售佔比提升，有助於改善 USL 毛利率。

## 2024 年將上市 15 項以上 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 產能用於生產保盛藥業的產品，排除內部訂單，2023 年 CDMO 營收 YoY+10%。2024 年保瑞集團合計將上市 15 項以上 CDMO 產品，包括旗下景德眼藥廠區已有第 1 個美國商業量產品項，預期 2024 年也有 10 個以上的 CDMO 新客戶持續開發新產品，迄今已新增 14 個新專案，預期帶動 2024 年 CDMO 營收成長雙位數。目前保瑞有 8 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，3Q24 收購的無菌針劑廠也補足保瑞過去缺乏的針劑生產技術。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，有一些設備跟保盛藥業共用；眼藥廠產能還沒有滿載，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%，管理層預期 Upsher-Smith 新的 CDMO 業務最快於 1Q25 貢獻營收。Camden 無菌針劑廠有 4 條成品充填產線，包括 2 條無菌隔離藥瓶產線及 1 條藥瓶/注射劑隔離的先進產線，產量最高達每批次 6 萬瓶，現已有超過 20 家 CDMO 客戶，客戶規模橫跨國際大廠、中小型創新藥品開發公司，及學名藥/生物相似藥廠家，已通過美國、韓國、日本、澳洲、俄羅斯等多國藥監機構合規認證，可配合客戶多元化目標市場的需求。2024 年以來保瑞陸續併購美國百年藥廠 USL、美國 Camden 無菌針劑廠，使得保瑞在美國地區的員工人數從年初的 19 人增加至現在的 900 人，管理層預期要花一些時間整合人力資源。

圖 3：保瑞廠房概覽及 CDMO 業務佈局

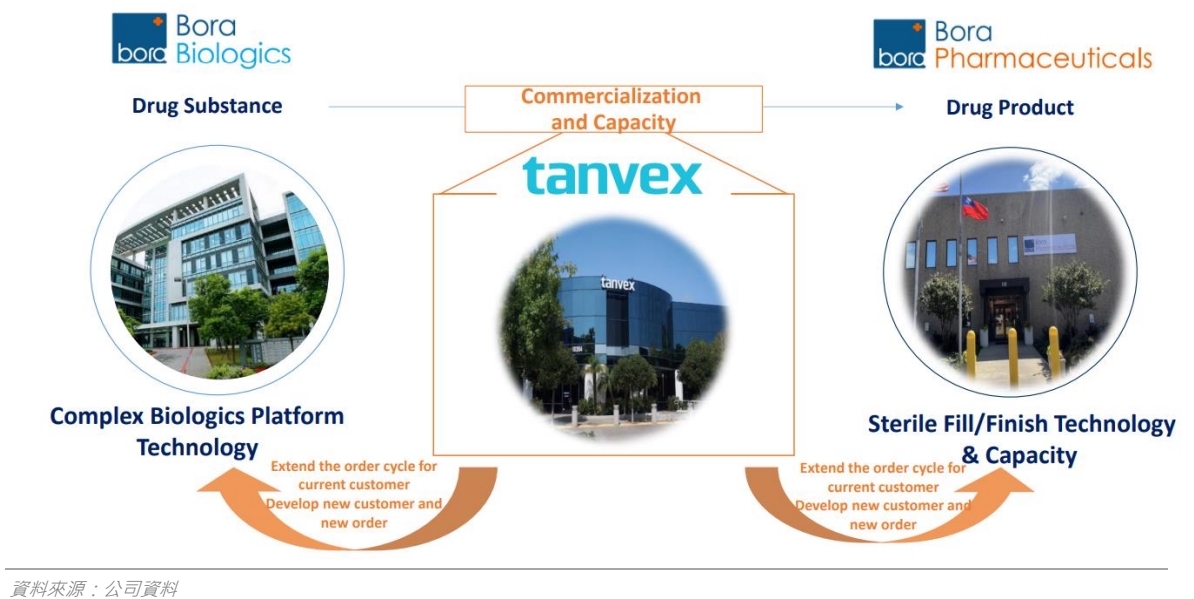


資料來源：公司資料

## 預計保瑞生技於 2Q25 與泰福生技合併，保瑞將著重推動大分子 CDMO 業務

保瑞藥業(6472)董事會於 8/27 通過與泰福生技進行策略聯盟，由泰福生技發行普通股新股取得保瑞旗下負責大分子 CDMO 業務的保瑞生技、以每 1 股保瑞生技普通股換發 1 股泰福生技普通股作為對價，保瑞生技將與泰福生技合併，泰福生技為存續公司，此案將提交泰福生技與保瑞生技同日 (10/15) 舉行之股東臨時會決議。預期保瑞生技與泰福生技合併案在 2Q25 完成，若依泰福生技 8/26 收盤價 61 元，保瑞暫定處分利益為 20 億元台幣，惟實際處分利益金額仍須視合併基準日泰福生技收盤價計算。此交易完成後，保瑞藥業將取得泰福生技約 30.5% 股權，未來保瑞會以長期投資會計處理方式、按持股比例認列業外投資損益。泰福生技計畫於 1Q25 召開第二次股東臨時會改選董事，由保瑞集團派 4 席董事(包含 2 席獨立董事)、並推舉保瑞集團董事長盛保熙先生擔任泰福生技新任董事長，持續推動整合後主體在全球生物製劑領域的策略規劃及成長目標。泰福目前一年虧損約 16 億元，盛保熙先生於 2Q25 擔任泰福生技新任董事長後，將重新定位泰福生技為大分子 CDMO 公司，泰福仍將持續推動旗下兩項生物相似藥 Nypozi (TX01) 與 Valheric (TX05) 在美國上市，但將停止其他研發計畫，而專注於增加美國大分子原料藥廠的 CDMO 業務，目標盡快讓泰福生技的現金流轉正。泰福生技美國大分子原料藥廠有 4 個 1,000 升的生物反應器，目前僅生產自有的生物相似藥 TX01 和 TX05，未來可用於接洽大分子原料藥 CDMO 訂單，現在 Camden 針劑廠、保瑞生技的客戶都可以轉介過去，未來泰福的美國大分子原料藥廠還可以再新增 1-2 個 2,000 升的生物反應器，以生產癌症用藥、ADC 等少量高單價的大分子原料藥為主。

圖 4：攜手泰福、補足美國本土市場大分子量產能力

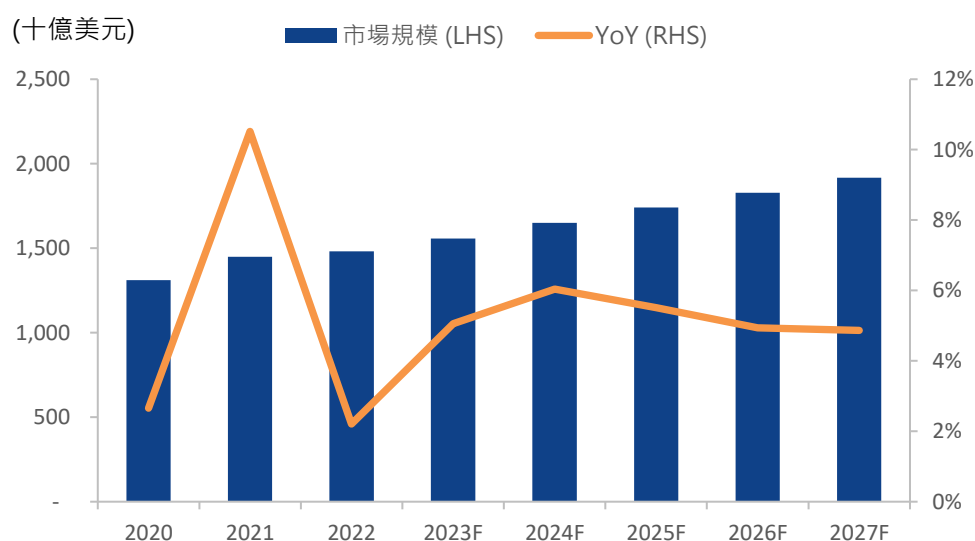


## 產業概況

### 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%

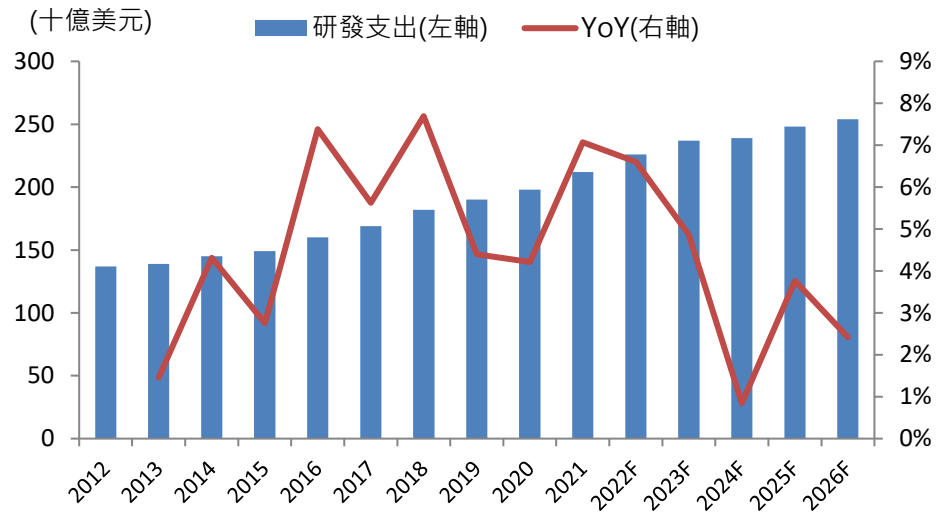


資料來源：IQVIA、元大投顧整理

### 全球新藥研發支出逐年增加，推動 CDMO 業務成長

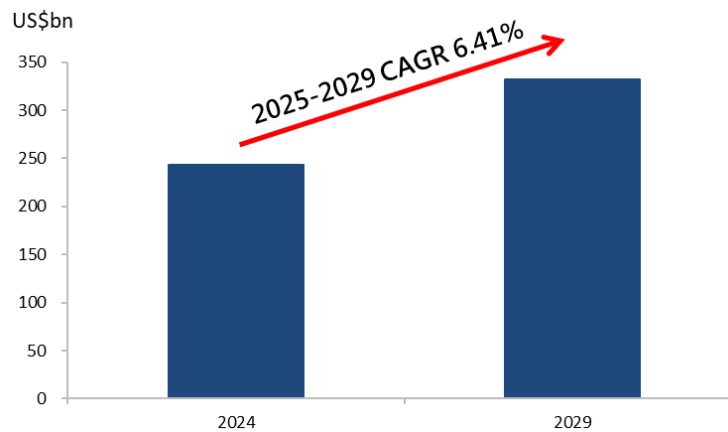
原廠藥專利到期後面臨學名藥競爭壓力，使製藥公司更重視新藥開發，全球製藥研發支出逐年增加 (圖 6)，而越來越多藥廠將研發生產工作外包，以降低成本。預估 2024 年全球 CDMO 市場規模 2,433 億美元，預估 2025-2029 年 CAGR 為 6.41% (圖 7)。不過 CDMO 行業高度分散，前 5 名廠商的總市場份額不到 20%，大廠透過併購提升市佔率、提升製造品質或是擴充新製造能力，並提供開發到製造之一站式服務。委託開發製造(CDMO)在製藥產業只佔 26% (圖 8)，其中小分子藥物比生物製劑容易委外製造、技術移轉更快速，使得小分子藥物在 CDMO 市場佔比達 90%，生物藥 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



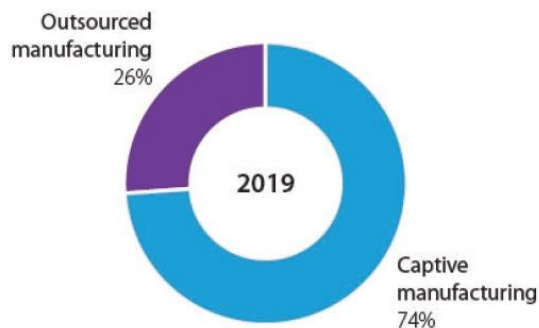
資料來源：MarketResearch、元大投顧

圖 7：全球 CDMO 市場 2025-2029 年 CAGR 為 6.41%



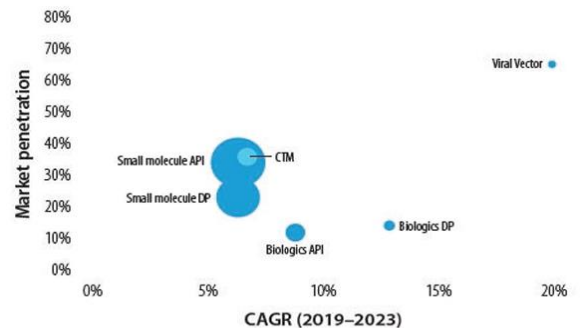
資料來源：Mordor Intelligence、元大投顧

圖 8：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



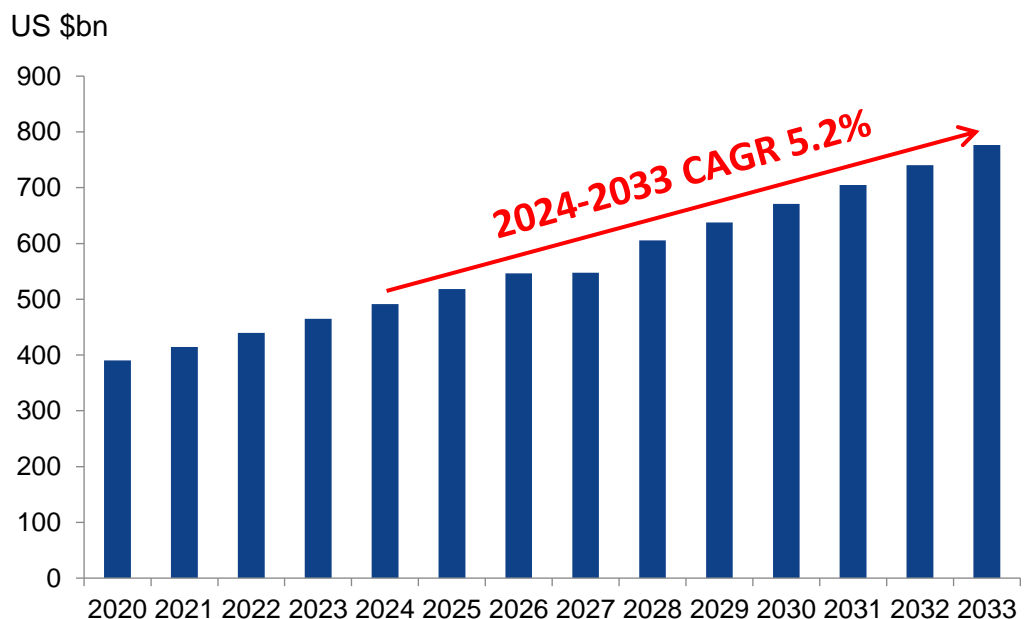
資料來源：保瑞、元大投顧

## 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，原廠藥專利到期後，低價學名藥取代原廠藥可節省醫療支出，根據 Precedence Research，2023 年全球學名藥市場規模為 4,650 億美元，2024-2033 年複合成長率為 5.2% (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，2016 年 Teva 收購 Allergan 旗下學名藥部門 Actavis，2023 年 Teva 為營收規模最大的學名藥廠，其次為 Viartis、Sandoz、Sun Pharmaceutical 等(圖 11)，可見歐美學名藥廠居於領先，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。

圖 12 列出 2023-2030 年關鍵專利到期之重磅藥物，癌症、免疫疾病適應症合計佔比仍達 50%以上，在 2025 年前以類風濕性關節炎等免疫疾病藥物為主要專利到期的藥品，2026 年以後癌症免疫療法為仿製藥重要市場。美時與 Alvogen 集團強強結盟，積極搶攻 PIV 學名藥市場，可在原廠藥專利到期前上市，近年成功取得 gSuboxone、gRevlimid 美國藥證。根據美時/Alvogen 與原廠 BMS 和解協議，已於 2022 年 9 月在美國上市 gRevlimid，從上市到 2026 年 1 月底前，在限制量出貨下，每 12 個月遞增一定市佔率至不超過 10%，中長期成長動能無虞。此外，美時也授權引進多項生物相似藥在亞太的銷售權，包括 Bevacizumab、Trastuzumab、Adalimumab、Darbepoetin alfa，為成長動能之一。台康專注於開發一系列以 HER2 為標靶的生物相似藥，並授權國際生物相似藥廠商 Sandoz 銷售，旗下 Herceptin 生物相似藥可望於 2024-2025 年在歐美上市。此外，台康也計畫跨入癌症免疫療法藥物之生物相似藥開發，研發產品線將新增 4 款生物相似藥候選藥，瞄準 2026-2030 年癌症免疫療法重磅藥物專利到期後，生物相似藥的龐大商機。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 11：2023 年全球營收規模前十大學名藥公司

| 廠商名稱                     | 國家別 | 2023 年營收 (US\$ mn) | YoY   |
|--------------------------|-----|--------------------|-------|
| Teva                     | 以色列 | 15,846             | 6.2   |
| Viartis                  | 美國  | 15,427             | -5.1  |
| Sandoz                   | 瑞士  | 9,979              | 7.2   |
| Sun Pharmaceutical       | 印度  | 5,652              | 6.0   |
| Dr. Reddy's              | 印度  | 3,285              | 9.0   |
| Cipla                    | 印度  | 3,031              | 8.2   |
| Amneal                   | 美國  | 2,394              | 8.2   |
| Lupin                    | 印度  | 2,312              | 15.0  |
| Zydus                    | 印度  | 2,294              | 14.4  |
| Nichi-Iko Pharmaceutical | 日本  | 1,399              | -16.7 |

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      | 關鍵專利到期年分  | 2023年銷售額  |
|------|-----------------|-----------------|----------|-----------|---|
| 1    | Keytruda        | Merck           | 癌症免疫療法   | 2028      | US\$ 25.0 bn <span style="color:red">↑</span>   |
| 2    | Humira          | Abbvie          | 類風溼性關節炎  | 2023      | US\$ 14.4 bn <span style="color:green">↓</span> |
| 3    | Eliquis         | BMS/Pfizer      | 抗凝血劑     | 2027-2029 | US\$ 12.2 bn <span style="color:red">↑</span>   |
| 4    | Stelara         | J&J             | 克隆氏症     | 2025-2026 | US\$ 10.9 bn <span style="color:red">↑</span>   |
| 5    | Eylea           | Regeneron       | 濕式黃斑部病變  | 2025-2026 | US\$ 9.1 bn <span style="color:green">↓</span>  |
| 6    | Opdivo          | BMS             | 癌症免疫療法   | 2028      | US\$ 9.0 bn <span style="color:red">↑</span>    |
| 7    | Trulicity       | Eli Lilly       | 糖尿病      | 2027-2029 | US\$ 7.1 bn <span style="color:green">↓</span>  |
| 8    | Imbruvica       | Abbvie/J&J      | 血癌       | 2027-2032 | US\$ 6.7 bn <span style="color:green">↓</span>  |
| 9    | Prolia/Xgeva    | Amgen           | 預防骨骼事件發生 | 2025-2026 | US\$ 6.2 bn <span style="color:red">↑</span>    |
| 10   | Revlimid        | BMS/Celgene     | 血癌       | 2026      | US\$ 6.1 bn <span style="color:green">↓</span>  |
| 11   | Dolutegravir    | ViiV Healthcare | HIV感染    | 2027-2029 | US\$ 5.4 bn <span style="color:green">↓</span>  |
| 12   | Entyvio         | Takeda          | 潰瘍性結腸炎   | 2025-2026 | US\$ 5.2 bn <span style="color:red">↑</span>    |
| 13   | Cosentyx        | Novartis        | 斑塊性乾癬    | 2025-2026 | US\$ 5.0 bn <span style="color:red">↑</span>    |
| 14   | Ibrance         | Pfizer          | 癌症       | 2027      | US\$ 4.8 bn <span style="color:green">↓</span>  |
| 15   | Januvia/Janumet | Merck           | 糖尿病      | 2022-2023 | US\$ 3.4 bn <span style="color:green">↓</span>  |

\*欄位中箭頭顯示該藥物 2023 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

### 快速併購帶動營收成長，惟短期毛利率較低、費用墊高，下調 2024 年 EPS 10%

保瑞 CDMO、全球銷售業務推出新產品，加上 8/20 完成美國無菌針劑廠併購，2024/2025 年營收上調 5.9%/13.3%；惟 2Q24 高毛利率胃食道逆流學名藥營收季減 14%，USL 短期毛利率低於預期，2024/2025 年毛利率下修 6.0ppt/6.3ppt 至 41.8%/40.1%；併購認列一次性費用，2024 年 EPS 下調 9.9%至 36.07 元，YoY+19.4%。展望 2025 年，保瑞生技將於 2Q25 與泰福生技合併，保守預估保瑞 2Q25 業外認列 6 億元處分利益(假設合併基準日泰福收盤價為 42 元)，而之後每季保瑞認列 1.22 億元的投資損失(假設泰福一年虧損 16 億元，保瑞認列持股比例 30.5%的投資損失)，2025 年 EPS 微幅上調 0.4%至 44.04 元，YoY+22.1%。因應併購案支出，2Q24 保瑞銀行借款增加約 94 億元，保瑞將於 3Q24 透過 ECB 完成 2 億美元募資後清償部分銀行借款。

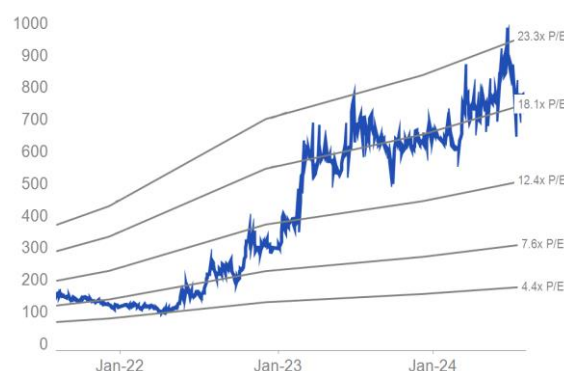
USL 併購案對於保瑞全球藥品銷售、CDMO 皆有正面綜效，Camden 無菌針劑廠收購亦補足針劑劑型生產技術，2025 年保瑞生技與泰福生技合併更擴大保瑞的大分子原料藥 CDMO 業務，使營運成長動能更多元，維持 20 倍目標本益比，以 2025 年預估 EPS 44.04 元，推得新目標價 880 元，維持買進評等。我們認為 20 倍目標本益比尚屬合理，主因國際製藥同業 2025 年本益比評價普遍在 20 倍以上，而國內學名藥公司本益比區間為 15-20 倍，保瑞透過併購使其獲利成長優於同業，同時垂直整合更多能力，可享有較高評價。

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        | 18,991 | 17,924 | 23,794 | 21,008 | 5.9%   | 13.3% |
| 營業毛利        | 7,935  | 8,573  | 9,550  | 9,761  | -7.4%  | -2.2% |
| 營業利益        | 4,264  | 5,180  | 5,932  | 6,136  | -17.7% | -3.3% |
| 稅前利益        | 4,942  | 5,522  | 5,946  | 5,969  | -10.5% | -0.4% |
| 稅後淨利        | 3,639  | 4,037  | 4,444  | 4,426  | -9.9%  | 0.4%  |
| 調整後 EPS (元) | 36.07  | 40.01  | 44.04  | 43.87  | -9.9%  | 0.4%  |
| 重要比率 (%)    |        |        |        |        | 百分點    | 百分點   |
| 營業毛利率       | 41.8%  | 47.8%  | 40.1%  | 46.5%  | -6.0   | -6.3  |
| 營業利益率       | 22.5%  | 28.9%  | 24.9%  | 29.2%  | -6.4   | -4.3  |
| 稅後純益率       | 19.2%  | 22.5%  | 18.7%  | 21.1%  | -3.4   | -2.4  |

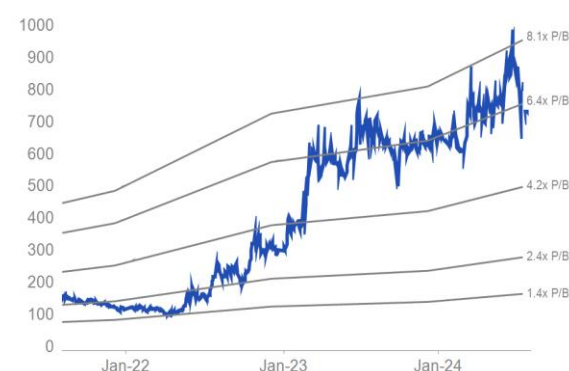
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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<br>(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  | 760.0  | 2,420        | 30.20   | 36.07 | 44.04 | 25.2   | 21.1  | 17.3 | 63.0          | 19.4  | 22.1  |
| 國外同業                     |           |     |        |              |         |       |       |        |       |      |               |       |       |
| Dr. Reddy's Laboratories | DRRD IN   | 未評等 | 6944.0 | 13,834       | 271.5   | 318.6 | 342.7 | 25.6   | 21.8  | 20.3 | 106.8         | 17.4  | 7.6   |
| Sun Pharma               | SUNP IN   | 未評等 | 1804.9 | 51,209       | 35.3    | 39.5  | 46.4  | 51.1   | 45.7  | 38.9 | 158.9         | 11.7  | 17.7  |
| Cipla                    | CIPLA IN  | 未評等 | 1604.7 | 15,393       | 34.7    | 51.3  | 57.6  | 46.2   | 31.3  | 27.9 | 11.3          | 47.6  | 12.4  |
| Glenmark                 | GNP IN    | 未評等 | 1698.0 | 5,746        | (6.0)   | 27.0  | 49.9  | --     | 62.9  | 34.0 | --            | --    | 84.7  |
| Hikma                    | HIK LN    | 未評等 | 1997.0 | 5,845        | 165.1   | 167.9 | 178.3 | 12.1   | 11.9  | 11.2 | 138.0         | 1.7   | 6.2   |
| Lonza Group AG           | LONN SW   | 未評等 | 551.6  | 47,025       | 13.5    | 13.6  | 16.4  | 40.9   | 40.7  | 33.7 | (17.5)        | 0.4   | 20.7  |
| Catalent                 | CTLT US   | 未評等 | 59.4   | 10,750       | (1.4)   | 0.2   | 1.1   | --     | 298.9 | 52.8 | --            | --    | 466.4 |
| 藥明康德                     | 603259 CH | 未評等 | 38.2   | 15,171       | 3.4     | 3.3   | 3.7   | 11.2   | 11.4  | 10.3 | 13.0          | (1.8) | 11.2  |
| 國外同業平均                   |           |     |        |              | 64.5    | 77.7  | 87.0  | 31.2   | 65.6  | 28.6 | 68.4          | 12.8  | 78.4  |
| 國內同業                     |           |     |        |              |         |       |       |        |       |      |               |       |       |
| 健喬                       | 4114 TT   | 未評等 | 38.2   | 520          | 1.5     | 1.9   | --    | 26.1   | 19.8  | --   | (27.5)        | 31.8  | --    |
| 東洋                       | 4105 TT   | 未評等 | 74.7   | 582          | 5.0     | 5.0   | 5.2   | 14.9   | 15.1  | 14.5 | 13.6          | (0.9) | 4.1   |
| 美時                       | 1795 TT   | 買進  | 281.0  | 2,377        | 15.7    | 16.6  | 21.9  | 17.9   | 17.0  | 12.8 | 35.6          | 5.4   | 32.1  |
| 國內同業平均                   |           |     |        |              | 7.4     | 7.8   | 13.5  | 19.6   | 17.3  | 13.7 | 7.2           | 12.1  | 18.1  |

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<br>(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  | 760.0  | 2,420        | 36.3       | 36.0  | 34.0 | 89.68  | 100.18 | 129.70 | 8.5      | 7.6  | 5.9  |
| 國外同業                     |           |     |        |              |            |       |      |        |        |        |          |      |      |
| Dr. Reddy's Laboratories | DRRD IN   | 未評等 | 6944.0 | 13,834       | 21.2       | 20.5  | 18.3 | 1402.5 | 1659.6 | 1975.3 | 5.0      | 4.2  | 3.5  |
| Sun Pharma               | SUNP IN   | 未評等 | 1804.9 | 51,209       | 16.6       | 15.8  | 16.3 | 233.4  | 261.1  | 300.2  | 7.7      | 6.9  | 6.0  |
| Cipla                    | CIPLA IN  | 未評等 | 1604.7 | 15,393       | 13.5       | 16.2  | 16.1 | 290.1  | 330.6  | 376.6  | 5.5      | 4.9  | 4.3  |
| Glenmark                 | GNP IN    | 未評等 | 1698.0 | 5,746        | 11.5       | 14.4  | 15.9 | 335.6  | 398.0  | 370.2  | 5.1      | 4.3  | 4.6  |
| Hikma                    | HIK LN    | 未評等 | 1997.0 | 5,845        | 21.4       | 20.4  | 20.1 | 851.3  | 879.0  | 1002.8 | 2.4      | 2.3  | 2.0  |
| Lonza Group AG           | LONN SW   | 未評等 | 551.6  | 47,025       | 9.1        | 10.4  | 12.1 | 146.4  | 133.9  | 143.0  | 3.8      | 4.1  | 3.9  |
| Catalent                 | CTLT US   | 未評等 | 59.4   | 10,750       | 3.9        | (5.1) | 4.4  | 25.5   | 20.4   | 21.2   | 2.3      | 2.9  | 2.8  |
| 藥明康德                     | 603259 CH | 未評等 | 38.2   | 15,171       | 19.1       | 16.0  | 15.5 | 18.6   | 21.2   | 24.3   | 2.1      | 1.8  | 1.6  |
| 國外同業平均                   |           |     |        |              | 14.5       | 13.6  | 14.8 | 412.9  | 463.0  | 526.7  | 4.2      | 3.9  | 3.6  |
| 國內同業                     |           |     |        |              |            |       |      |        |        |        |          |      |      |
| 健喬                       | 4114 TT   | 未評等 | 38.2   | 520          | 9.6        | 10.0  | --   | 16.0   | 16.1   | --     | 2.4      | 2.4  | --   |
| 東洋                       | 4105 TT   | 未評等 | 74.7   | 582          | 19.1       | 18.0  | 18.3 | 24.3   | 25.6   | --     | 3.1      | 2.9  | --   |
| 美時                       | 1795 TT   | 買進  | 281.0  | 2,377        | 26.3       | 22.6  | 24.3 | 65.4   | 73.4   | 90.3   | 4.3      | 3.8  | 3.1  |
| 國內同業平均                   |           |     |        |              | 18.4       | 16.8  | 21.3 | 35.2   | 38.4   | 90.3   | 3.3      | 3.0  | 3.1  |

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)

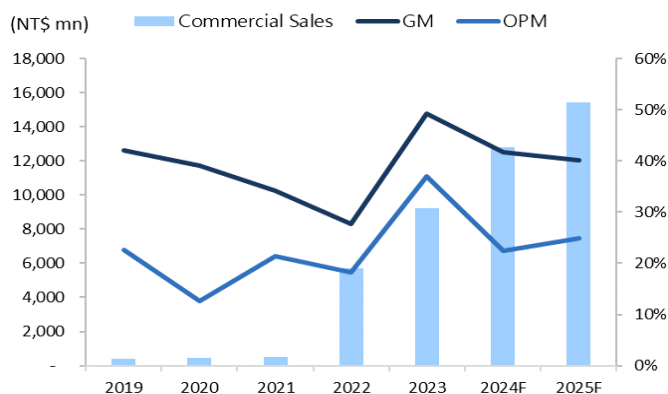
| (NT\$百萬元)      | 1Q2024A | 2Q2024A | 3Q2024F | 4Q2024F | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024F  | FY2025F  |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 營業收入           | 2,857   | 5,027   | 5,319   | 5,787   | 5,842   | 5,991   | 5,984   | 5,977   | 18,991   | 23,794   |
| 銷貨成本           | (1,352) | (3,076) | (3,166) | (3,461) | (3,489) | (3,588) | (3,585) | (3,583) | (11,055) | (14,245) |
| 營業毛利           | 1,506   | 1,951   | 2,153   | 2,326   | 2,353   | 2,403   | 2,399   | 2,394   | 7,935    | 9,550    |
| 營業費用           | (614)   | (1,209) | (944)   | (904)   | (904)   | (904)   | (904)   | (904)   | (3,671)  | (3,618)  |
| 營業利益           | 892     | 743     | 1,208   | 1,421   | 1,449   | 1,499   | 1,494   | 1,490   | 4,264    | 5,932    |
| 業外利益           | 92      | 769     | (120)   | (63)    | (60)    | 421     | (175)   | (172)   | 678      | 14       |
| 稅前純益           | 984     | 1,512   | 1,088   | 1,358   | 1,389   | 1,920   | 1,319   | 1,318   | 4,942    | 5,946    |
| 所得稅費用          | (240)   | (298)   | (272)   | (340)   | (326)   | (337)   | (336)   | (335)   | (1,150)  | (1,335)  |
| 少數股東權益         | 28      | 42      | 42      | 42      | 42      | 42      | 42      | 42      | 153      | 167      |
| 歸屬母公司稅後純益      | 716     | 1,172   | 775     | 977     | 1,021   | 1,541   | 941     | 941     | 3,639    | 4,444    |
| 調整後每股盈餘(NT\$)  | 7.10    | 11.61   | 7.68    | 9.68    | 10.12   | 15.27   | 9.32    | 9.32    | 36.07    | 44.04    |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 101     | 101     | 101     | 101     | 101     | 101     | 101     | 101     | 101      | 101      |
| 重要比率           |         |         |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 營業毛利率          | 52.7%   | 38.8%   | 40.5%   | 40.2%   | 40.3%   | 40.1%   | 40.1%   | 40.1%   | 41.8%    | 40.1%    |
| 營業利益率          | 31.2%   | 14.8%   | 22.7%   | 24.6%   | 24.8%   | 25.0%   | 25.0%   | 24.9%   | 22.5%    | 24.9%    |
| 稅前純益率          | 34.4%   | 30.1%   | 20.5%   | 23.5%   | 23.8%   | 32.1%   | 22.0%   | 22.0%   | 26.0%    | 25.0%    |
| 稅後純益率          | 25.1%   | 23.3%   | 14.6%   | 16.9%   | 17.5%   | 25.7%   | 15.7%   | 15.7%   | 19.2%    | 18.7%    |
| 有效所得稅率         | 24.4%   | 19.7%   | 25.0%   | 25.0%   | 23.5%   | 17.6%   | 25.5%   | 25.4%   | 23.3%    | 22.5%    |
| 季增率(%)         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 營業收入           | -10.9%  | 75.9%   | 5.8%    | 8.8%    | 1.0%    | 2.6%    | -0.1%   | -0.1%   |          |          |
| 營業利益           | -21.5%  | -16.8%  | 62.7%   | 17.6%   | 2.0%    | 3.5%    | -0.3%   | -0.3%   |          |          |
| 稅後純益           | 26.6%   | 63.6%   | -33.9%  | 26.1%   | 4.5%    | 50.9%   | -38.9%  | 0       |          |          |
| 調整後每股盈餘        | 25.9%   | 63.6%   | -33.9%  | 26.1%   | 4.5%    | 50.9%   | -39.0%  | 0       |          |          |
| 年增率(%)         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |          |
| 營業收入           | -40.2%  | 60.2%   | 73.0%   | 80.5%   | 104.4%  | 19.2%   | 12.5%   | 3.3%    | 33.7%    | 25.3%    |
| 營業利益           | -42.3%  | -44.9%  | -0.9%   | 25.1%   | 62.4%   | 101.9%  | 23.7%   | 4.9%    | -18.8%   | 39.1%    |
| 稅後純益           | -31.1%  | 69.3%   | 5.6%    | 72.7%   | 42.6%   | 31.5%   | 21.5%   | -3.7%   | 20.1%    | 22.1%    |
| 調整後每股盈餘        | -31.5%  | 68.4%   | 5.1%    | 71.8%   | 42.6%   | 31.5%   | 21.5%   | -3.7%   | 19.4%    | 22.1%    |

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

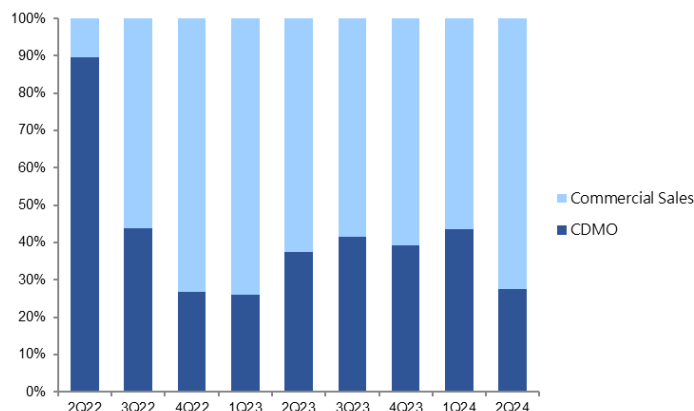
保瑞藥業成立於 2007 年，以藥品代理銷售起家，現專注於為國際市場的患者開發、製造和銷售品牌藥、學名藥和非處方 (OTC) 醫療保健產品，其小分子藥 CDMO 業務專精於複雜藥物劑型的開發、製造和包裝，包括控釋的口服藥物、外用藥品及眼科用藥，同時透過併購及策略投資，切入大分子 CDMO 業務，以及加速保健食品業務拓展。保瑞通過多國藥監機構查核，向全球 100 多個國家供應藥品，包括美國、加拿大、日本、歐盟、亞洲、中東以及南美和中美洲。全球 CDMO 業務以新簽約產品/客戶帶動成長，支持品牌客戶發展品牌產品，全球銷售業務則著重在拓展產品組合/目標市場，多元化獲利來源。

圖 20：全球銷售營收逐年增加使獲利率改善



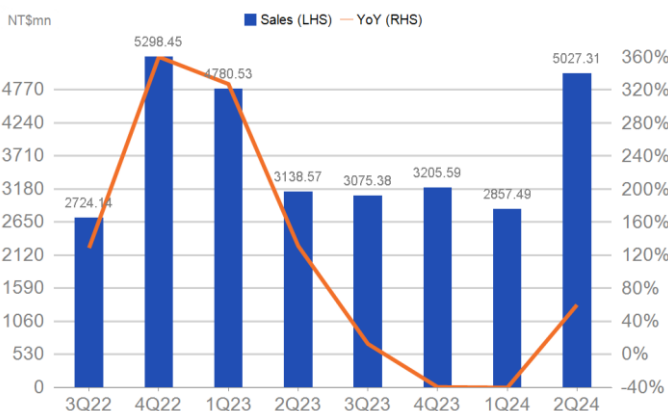
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



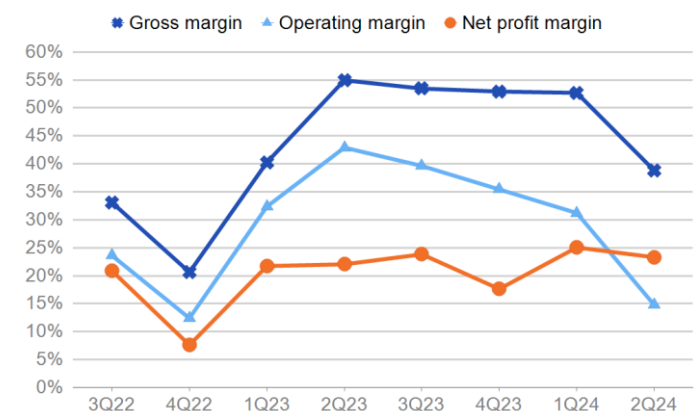
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



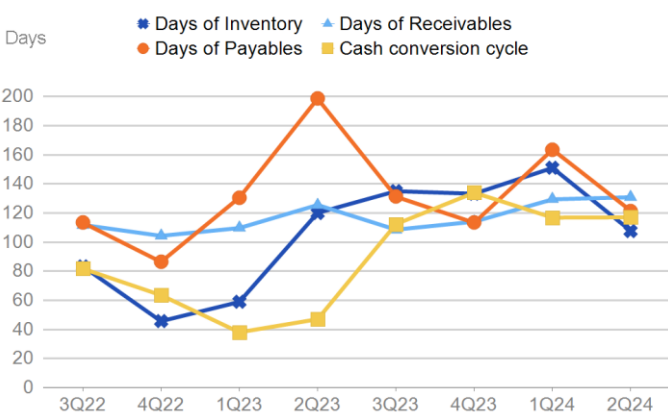
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



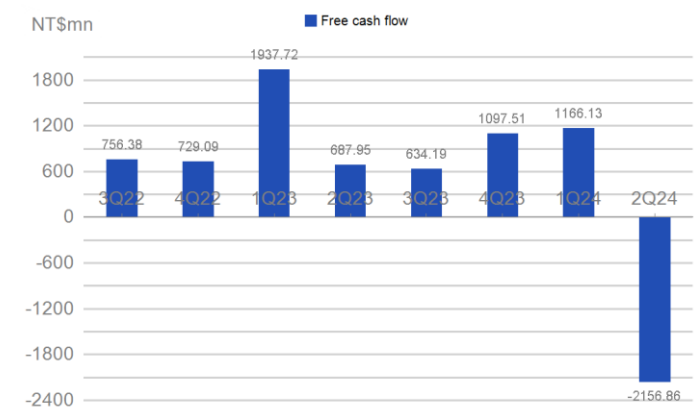
資料來源：CMoney、公司資料

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，但在藥品行業中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                | 29.7  |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A)      | 49.5  |
| 個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B) | 43.0  |
| 風險評級                  | 中  |
| 同業排行(1~100，1 為最佳)     | 27  |

資料來源：Sustainalytics (2024/8/28)

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+) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|

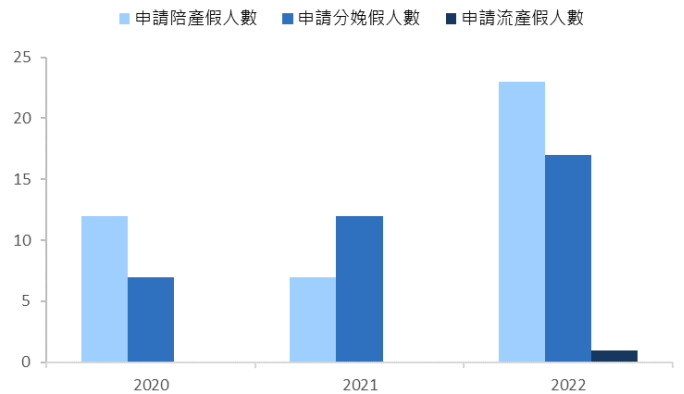
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

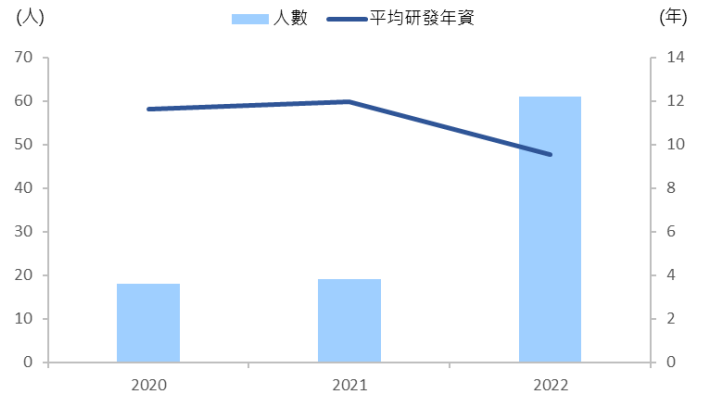
|          |           |            |
|----------|-----------|------------|
| 弱 (0-25) | 中 (25-50) | 強 (50-100) |
|----------|-----------|------------|

圖 27：公司福利



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 28：研究發展資源投入



資料來源：公司資料、元大投顧整理

資產負債表

| 年初至 12 月<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 現金與短期投資                | 911   | 3,281  | 3,053  | 5,114  | 6,120  |
| 存貨                     | 914   | 1,947  | 2,156  | 5,163  | 5,295  |
| 應收帳款及票據                | 825   | 6,085  | 4,013  | 9,703  | 10,168 |
| 其他流動資產                 | 143   | 928    | 1,380  | 4,283  | 4,283  |
| 流動資產                   | 2,792 | 12,241 | 10,603 | 24,263 | 25,866 |
| 採用權益法之投資               | 0     | 0      | 0      | 1      | 1      |
| 固定資產                   | 3,750 | 6,645  | 6,650  | 10,963 | 10,387 |
| 無形資產                   | 171   | 2,147  | 5,596  | 5,855  | 5,855  |
| 其他非流動資產                | 659   | 1,728  | 2,203  | 2,876  | 2,876  |
| 非流動資產                  | 4,580 | 10,520 | 14,449 | 19,695 | 19,119 |
| 資產總額                   | 7,372 | 22,761 | 25,052 | 43,958 | 44,985 |
| 應付帳款及票據                | 236   | 455    | 380    | 855    | 904    |
| 短期借款                   | 645   | 2,161  | 768    | 7,777  | 5,777  |
| 什項負債                   | 960   | 7,880  | 7,081  | 11,844 | 11,844 |
| 流動負債                   | 1,841 | 10,496 | 8,229  | 20,475 | 18,524 |
| 長期借款                   | 1,028 | 3,394  | 1,185  | 2,682  | 2,682  |
| 其他負債及準備                | 1,351 | 3,731  | 3,872  | 7,884  | 7,884  |
| 長期負債                   | 2,379 | 7,125  | 5,057  | 10,566 | 10,566 |
| 負債總額                   | 4,220 | 17,621 | 13,286 | 31,042 | 29,090 |
| 股本                     | 685   | 757    | 1,015  | 1,016  | 1,016  |
| 資本公積                   | 1,026 | 1,236  | 3,318  | 3,385  | 3,385  |
| 保留盈餘                   | 1,466 | 2,549  | 4,729  | 5,935  | 8,913  |
| 什項權益                   | (24)  | (14)   | 23     | (226)  | (226)  |
| 歸屬母公司之權益               | 3,153 | 4,528  | 9,085  | 10,109 | 13,087 |
| 非控制權益                  | 0     | 612    | 2,681  | 2,808  | 2,808  |
| 股東權益總額                 | 3,153 | 5,140  | 11,766 | 12,917 | 15,895 |

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

| 年初至 12 月<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A   | 2023A   | 2024F    | 2025F   |
|------------------------|-------|---------|---------|----------|---------|
| 本期純益                   | 750   | 1,402   | 3,072   | 3,792    | 4,611   |
| 折舊及攤提                  | 210   | 325     | 606     | 957      | 1,073   |
| 本期營運資金變動               | (101) | (1,275) | 1,948   | (2,494)  | (548)   |
| 其他營業資產<br>及負債變動        | 378   | 1,559   | (1,013) | (1,074)  | (167)   |
| 營運活動之現金流量              | 1,237 | 2,010   | 4,614   | 1,182    | 4,968   |
| 資本支出                   | (163) | (188)   | (256)   | (443)    | (496)   |
| 本期長期投資變動               | 0     | 0       | 0       | (264)    | 0       |
| 其他資產變動                 | (62)  | (4,093) | (2,201) | (10,406) | 0       |
| 投資活動之現金流量              | (226) | (4,281) | (2,458) | (11,113) | (496)   |
| 股本變動                   | 144   | 72      | 258     | (384)    | 0       |
| 本期負債變動                 | (627) | 4,448   | (1,695) | 13,474   | (2,000) |
| 現金增減資                  | 0     | 0       | 0       | 0        | 0       |
| 支付現金股利                 | (110) | (239)   | (619)   | (1,219)  | (1,465) |
| 其他調整數                  | (149) | 313     | (385)   | (177)    | 0       |
| 融資活動之現金流量              | (741) | 4,595   | (2,440) | 11,693   | (3,465) |
| 匯率影響數                  | (29)  | 47      | 56      | 299      | 0       |
| 本期產生現金流量               | 241   | 2,371   | (228)   | 2,061    | 1,006   |
| 自由現金流量                 | 1,073 | 1,822   | 4,357   | 739      | 4,472   |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月<br>(NT\$ 百萬元) | 2021A   | 2022A   | 2023A   | 2024F    | 2025F    |
|------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 營業收入                   | 4,900   | 10,494  | 14,200  | 18,991   | 23,794   |
| 銷貨成本                   | (3,228) | (7,582) | (7,209) | (11,055) | (14,245) |
| 營業毛利                   | 1,672   | 2,913   | 6,991   | 7,935    | 9,550    |
| 營業費用                   | (626)   | (991)   | (1,742) | (3,671)  | (3,618)  |
| 推銷費用                   | (178)   | (260)   | (447)   | (753)    | (526)    |
| 研究費用                   | (41)    | (129)   | (298)   | (650)    | (640)    |
| 管理費用                   | (406)   | (601)   | (997)   | (2,269)  | (2,451)  |
| 其他費用                   | 0       | 0       | 0       | 0        | 0        |
| 營業利益                   | 1,046   | 1,922   | 5,249   | 4,264    | 5,932    |
| 利息收入                   | 0       | 11      | 63      | 72       | 89       |
| 利息費用                   | (54)    | (109)   | (171)   | (402)    | (310)    |
| 利息收入淨額                 | (53)    | (97)    | (108)   | (329)    | (220)    |
| 投資利益(損失)淨額             | 0       | 0       | 0       | 0        | 234      |
| 匯兌損益                   | (14)    | 48      | (68)    | 182      | 0        |
| 其他業外收入(支出)淨額           | 46      | (33)    | (1,009) | 1,008    | 0        |
| 稅前純益                   | 1,024   | 1,840   | 4,064   | 4,942    | 5,946    |
| 所得稅費用                  | (274)   | (438)   | (992)   | (1,150)  | (1,335)  |
| 少數股權淨利                 | 0       | 10      | 42      | 153      | 167      |
| 歸屬母公司之稅後純益             | 750     | 1,392   | 3,030   | 3,639    | 4,444    |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利            | 1,288   | 2,274   | 4,842   | 5,221    | 7,005    |
| 調整後每股盈餘 (NT\$)         | 11.04   | 18.52   | 30.20   | 36.07    | 44.04    |

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 | 2023A   | 2024F  | 2025F  |
|----------------|-------|-------|---------|--------|--------|
| 年成長率 (%)       |       |       |         |        |        |
| 營業收入           | 172.3 | 114.2 | 35.3    | 33.7   | 25.3   |
| 營業利益           | 362.7 | 83.8  | 173.1   | (18.8) | 39.1   |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利    | 69.8  | 76.6  | 112.9   | 7.8    | 34.2   |
| 稅後純益           | 29.6  | 85.7  | 117.7   | 20.1   | 22.1   |
| 調整後每股盈餘        | 2.6   | 67.7  | 63.0    | 19.4   | 22.1   |
| 獲利能力分析 (%)     |       |       |         |        |        |
| 營業毛利率          | 34.1  | 27.8  | 49.2    | 41.8   | 40.1   |
| 營業利益率          | 21.4  | 18.3  | 37.0    | 22.5   | 24.9   |
| 稅前息前淨利率        | 19.8  | 16.5  | 27.4    | 22.5   | 24.9   |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率   | 26.3  | 21.7  | 34.1    | 27.5   | 29.4   |
| 稅前純益率          | 20.9  | 17.5  | 28.6    | 26.0   | 25.0   |
| 稅後純益率          | 15.3  | 13.3  | 21.3    | 19.2   | 18.7   |
| 資產報酬率          | 10.4  | 9.3   | 12.9    | 11.0   | 10.4   |
| 股東權益報酬率        | 26.7  | 33.8  | 36.3    | 36.0   | 34.0   |
| 穩定/償債能力分析      |       |       |         |        |        |
| 負債權益比 (%)      | 133.9 | 342.8 | 112.9   | 240.3  | 183.0  |
| 淨負債權益比(%)      | 24.2  | 44.2  | (9.4)   | 41.4   | 14.7   |
| 利息保障倍數 (倍)     | 20.1  | 17.9  | 24.7    | 13.3   | 20.2   |
| 流動比率 (%)       | 151.7 | 116.6 | 128.9   | 118.5  | 139.6  |
| 速動比率 (%)       | 97.8  | 95.3  | 92.9    | 93.3   | 111.1  |
| 淨負債 (NT\$百萬元)  | 763   | 2,274 | (1,101) | 5,345  | 2,338  |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 46.09 | 59.82 | 89.68   | 100.18 | 129.70 |
| 評價指標 (倍)       |       |       |         |        |        |
| 本益比            | 68.8  | 41.0  | 25.2    | 21.1   | 17.3   |
| 股價自由現金流量比      | 71.5  | 42.1  | 17.6    | 103.9  | 17.2   |
| 股價淨值比          | 16.5  | 12.7  | 8.5     | 7.6    | 5.9    |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨   | 59.6  | 33.8  | 15.9    | 14.7   | 11.0   |
| 股價營收比          | 15.7  | 7.3   | 5.4     | 4.0    | 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>.