

研究員：陳建榮 thony.chen@cim.capital.com.tw

前日收盤價	760.00 元
目標價	
3 個月	912.00 元
12 個月	912.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,019
市值(億元)	774
目前每股淨值(元)	93.97
外資持股比(%)	12.64
投信持股比(%)	2.42
董監持股比(%)	28.66
融資餘額(張)	3,832
現金股息配發率(%)	39.74

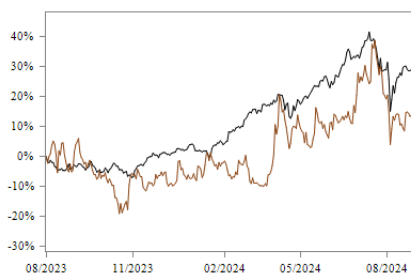
產品組合



- 藥品及保健品銷售:65.10%
- 製藥代工:34.90%

股價相對大盤走勢

— 6472 — TWSE



保瑞(6472 TT)

Buy

策略聯盟泰福將具長期綜效，2Q25 將貢獻處分利益逾新台幣 20 億元。

投資建議：基於：(1)保瑞與泰福換股後，短期、長期皆有利，泰福轉型為 CDMO 公司，帶給保瑞的業外虧損影響將逐步轉為利益。(2)2025 年主要成長來自 USL 貢獻完整年度營收約 80 億，其次 Camden 無菌針劑充填廠約 24 億。(3)預估 2025 年 EPS41.04 元(加業外 EPS+9.32 元)為評價基礎，建議 PER 22X，目標價 912 元。

泰福生技的併購與整合，短期將在 2Q25 貢獻稅前 EPS20 元：股權交換計劃預計於 1Q25 完成。保瑞持有泰福 30.5%股份。由於是出售股票，以 8/26 收盤價 61 元估算將認列約 20 億處分利益。處分利益計算方式=泰福市價(基準日)*發行股數(72,707 張)-保瑞持有成本(每股約 33.5 元)。

此筆投資列為長期投資，不影響保瑞合併報表，每月按持股比例約 30.5%認列業外投資損益。基準日之後泰福將轉型 CDMO 業務，2Q25 單季費用下降至 3.6 億(研發約 2.8 億)，假設保瑞 2Q25 開始認列泰福業外虧損，保守預估 2025 年泰福虧損約 10 億，保瑞將認列業外虧損 3.05 億。

CDMO 與全球市場佈局：6/20 併購的美國馬里蘭州 Camden 無菌針劑充填廠，可與安成(Twi)產生互補效益，Camden 廠擁有四條充填產線，能滿足不同劑型生產需求。

泰福擁有 4 個 1000L 發酵槽，滿產能營收可達 1 億美元。目前有 2 個生物相似藥項目，將可能佔用其中 2 個槽，未來可能增加 1-2 個 1000L 槽以滿足需求。2 項生物相似藥 Nypozi(TX01)、Valheric(TX05)，Nypozi 已取得美國 FDA 核發生物相似藥上市許可，也將持續進行 Valheric(TX-05)取證。

上述項目整合將進一步完善保瑞在小分子及大分子生產的產能佈局，保瑞集團將涵蓋細胞篩選、製程開發、分析方法、新型生物製劑開發、藥品生產、充填，成為一條龍服務的大分子 CDMO 公司。在美國 BIOSECURE 法案的推動下，有望取得更多訂單。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	14,200	18,739	23,000	3,139	3,075	3,206	2,857	5,027	5,227	5,627	5,310	5,735
營業毛利淨額	6,991	7,764	9,295	1,724	1,644	1,697	1,506	1,951	2,065	2,242	2,127	2,317
營業利益	5,249	4,141	5,745	1,347	1,219	1,136	892	743	1,165	1,342	1,277	1,417
稅後純益	3,030	3,645	5,132	692	733	566	716	1,172	814	943	900	2,336
稅後 EPS(元)	29.74	35.77	50.36	6.79	7.19	5.55	7.03	11.50	7.99	9.26	8.83	22.92
毛利率(%)	49.23%	41.43%	40.41%	54.95%	53.46%	52.93%	52.70%	38.81%	39.50%	39.84%	40.05%	40.40%
營業利益率(%)	36.97%	22.10%	24.98%	42.91%	39.64%	35.43%	31.22%	14.77%	22.28%	23.85%	24.04%	24.71%
稅後純益率(%)	21.34%	19.45%	22.31%	22.05%	23.84%	17.64%	25.06%	23.31%	15.57%	16.76%	16.95%	40.73%
營業收入 YoY/QoQ(%)	35.31%	31.97%	22.74%	-34.35%	-2.01%	4.23%	-10.86%	75.93%	3.98%	7.65%	-5.64%	8.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	117.70%	20.30%	40.78%	-33.42%	5.94%	-22.85%	26.61%	63.63%	-30.53%	15.88%	-4.60%	159.56%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 10.19 億元計算。

2024 年 8 月 29 日

ESG：

Bora's Mission Contributing to Better Health All Over the World

為全人類創造更健康的生活，因應企業永續經營所帶來的挑戰與機會，整合各方利害關係人關注之議題，保瑞將展開「永續經營(ESG)計畫」，成立企業永續發展委員會，聚焦於五大策略，連結聯合國「永續發展目標 SDGs」，以企業核心精神與專業，落實永續經營各項目標，促進永續的經濟成長、社會發展與環境保護，提升企業競爭力與發揮藥業之影響力。

保瑞 2Q24 營收獲利創新高，併購 USL 擴展美國市場：

2Q24 營收 50.3 億，毛利 19.5 億元，稅後淨利 12.1 億元，EPS+11.61 元，均創下歷史新高。營收占比：CDMO 28%，商業銷售業務 72%。業績來自於元產品組合，涵蓋品牌新藥、品牌學名藥及 PIV 高門檻學名藥。

業績增長主要來自於併購美國 USL 製藥廠效益，同時伴隨約 4 億元一次性費用，涵蓋人力調整、顧問費用及政府規費等。若排除一次性費用影響，稅後每股盈餘約為 7.8 元，仍為連續 5 季新高。

隨著 USL 製藥廠的整合與新產品的上市，預計美國市場的業務將在未來繼續增長。USL 單季貢獻營收 20 億，毛利率約為 31%。保瑞整體預期單季費用約 9 億元，年度稅率在 24-26%之間。

泰福生技的併購與整合，短期將在 2Q25 貢獻稅前 EPS20 元：

保瑞與泰福生技的股權交換計劃預計於 1Q25 完成。併購後保瑞持有泰福 30.5%股份，並由保瑞董事長擔任泰福董事長。由於是出售股票，以 8/26 收盤價 61 元估算將認列約 20 億處分利益。處分利益計算方式=泰福市價(基準日)*發行股數(72,707 張)-保瑞持有成本(每股約 33.5 元)。

此筆投資列為長期投資，不影響保瑞合併報表，每月按持股比例約 30.5%認列業外投資損益。基準日之後泰福將轉型 CDMO 業務，1Q24 單季費用約 5 億(研發約 4 億)，2Q25 下降至 3.6 億(研發約 2.8 億)，假設保瑞 2Q25 開始認列泰福業外虧損，保守預估 2025 年泰福虧損約 10 億，保瑞將認列業外虧損 3.05 億。

保瑞預計通過整合與成本控制後，2025 年實現泰福財務轉虧為盈目標。

CDMO 與全球市場佈局：

保瑞的全球佈局包括亞洲與北美兩大區域。亞洲方面，台灣擁有 6 個生產工廠，分別位於竹南、桃園蘆竹、中壢及台南官田。涵蓋服固體劑型、特殊劑型及大分子藥品等，並已取得多國藥監機構認證。

北美區域的佈局則以 USL 製藥廠及加拿大廠為核心。USL 位於美國明尼蘇達州，負責物流及產品出口；加拿大廠則承擔固體劑型、液體劑型及外用乳膏劑型等多元劑型的生產與出口，目前產品已出口至 80 多個國家。

6 月 20 日宣布併購美國馬里蘭州的 Camden 無菌針劑充填廠，可以與安成(Twi)產生互補效益，強化大分子與小分子藥品充填能力，Camden 廠擁有四條充填產線，能夠滿足不同劑型的生產需求。

2024 年 8 月 29 日

泰福擁有 4 個 1000L 發酵槽，滿產能營收可達 1 億美元。目前有 2 個生物相似藥項目，將可能佔用其中 2 個槽，未來可能增加 1-2 個 1000L 槽以滿足需求。

泰福 2 項生物相似藥 Nypozi(TX01)、Valheric(TX05)，Nypozi 已取得美國 FDA 核發生物相似藥上市許可，也將持續進行 Valheric(TX-05)取證，銷售方面將透過保瑞進行。

上述項目整合將進一步完善保瑞在小分子及大分子生產的產能佈局，保瑞集團將涵蓋細胞篩選、製程開發、分析方法、新型生物製劑開發、藥品生產、充填，成為一條龍服務的大分子 CDMO 公司。在美國 BIOSECURE 法案的推動下，有望取得更多訂單。

投資建議買進：基於：(1)保瑞與泰福換股後，短期、長期皆有利，泰福轉型為 CDMO 公司，帶給保瑞的業外虧損影響將逐步轉為利益。(2)2025 年主要成長來自 USL 貢獻完整年度營收約 80 億，其次 Camden 無菌針劑充填廠約 24 億。(3)預估 2025 年 EPS41.04 元(加業外 EPS+9.32 元)為評價基礎，建議 PER 22X，目標價 912 元。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 8 月 29 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	7,372	22,761	25,052	30,802	38,815
流動資產	2,792	12,241	10,603	19,960	15,835
現金及約當現金	911	3,281	3,053	5,535	4,450
應收帳款與票據	825	6,085	4,013	8,324	6,690
存貨	914	1,947	2,156	5,627	4,092
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	3,750	6,645	6,650	6,650	6,650
負債總計	4,220	17,621	13,286	16,476	20,592
流動負債	1,841	10,496	8,229	15,295	12,060
應付帳款及票據	236	455	380	831	748
非流動負債	2,379	7,125	5,057	730	8,164
權益總計	3,153	5,140	11,766	14,327	18,223
普通股股本	684	754	1,019	1,019	1,019
保留盈餘	1,466	2,549	4,729	7,289	11,186
母公司業主權益	3,153	4,528	9,085	11,513	15,225
負債及權益總計	7,372	22,761	25,052	30,802	38,815

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	4,900	10,494	14,200	18,739	23,000
營業成本	3,228	7,582	7,209	10,975	13,705
營業毛利淨額	1,672	2,913	6,991	7,764	9,295
營業費用	626	991	1,742	3,622	3,550
營業利益	1,046	1,922	5,249	4,141	5,745
EBITDA	1,288	2,263	4,779	5,056	6,173
業外收入及支出	-22	-94	-1,248	749	1,250
稅前純益	1,024	1,840	4,064	4,891	6,995
所得稅	274	438	992	1,113	1,679
稅後純益	750	1,392	3,030	3,645	5,132
稅後 EPS(元)	7.36	13.66	29.74	35.77	50.36
完全稀釋 EPS**	7.36	13.66	29.74	35.77	50.36

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 10.19【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 10.19 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	172.28%	114.18%	35.31%	31.97%	22.74%
營業毛利淨額	137.51%	74.23%	140.02%	11.05%	19.72%
營業利益	362.67%	83.77%	173.08%	-21.10%	38.72%
稅後純益	29.62%	85.65%	117.70%	20.30%	40.78%

獲利能力分析(%)

毛利率	34.12%	27.76%	49.23%	41.43%	40.41%
EBITDA(%)	26.28%	21.56%	33.65%	26.98%	26.84%
營益率	21.35%	18.32%	36.97%	22.10%	24.98%
稅後純益率	15.30%	13.26%	21.34%	19.45%	22.31%
總資產報酬率	10.17%	6.12%	12.10%	11.83%	13.22%
股東權益報酬率	23.78%	27.08%	25.75%	25.44%	28.16%

償債能力檢視

負債比率(%)	57.24%	77.42%	53.03%	53.49%	53.05%
負債/淨值比(%)	133.85%	342.79%	112.92%	115.00%	113.00%
流動比率(%)	151.66%	116.63%	128.85%	130.50%	131.30%

其他比率分析

存貨天數	113.05	68.85	103.87	129.42	129.42
應收帳款天數	50.82	120.16	129.78	120.15	119.13

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	1,237	2,010	4,614	6,308	8,041
稅前純益	1,024	1,840	4,064	4,891	6,995
折舊及攤銷	210	325	606	1,227	1,242
營運資金變動	-96	-6,074	1,788	-7,331	3,086
其他營運現金	99	5,919	-1,845	7,521	-3,281
投資活動現金	-226	-4,281	-2,458	3,106	-12,687
資本支出淨額	-77	-157	-294	-500	-550
長期投資變動	-4	-4,166	-1,330	0	0
其他投資現金	-145	42	-833	3,606	-12,137
籌資活動現金	-741	4,595	-2,440	-6,933	3,560
長借/公司債變動	-55	3,676	-297	-4,327	7,433
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-110	-239	-619	-1,217	-1,420
其他籌資現金	-577	1,158	-1,524	-1,389	-2,454
淨現金流量	241	2,371	-228	2,481	-1,085
期初現金	670	911	3,281	3,053	5,535
期末現金	911	3,281	3,053	5,535	4,450

資料來源：CMoney、群益

2024 年 8 月 29 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	4,781	3,139	3,075	3,206	2,857	5,027	5,227	5,627	5,310	5,735	5,907	6,048
營業成本	2,855	1,414	1,431	1,509	1,352	3,076	3,163	3,385	3,183	3,418	3,513	3,591
營業毛利淨額	1,926	1,724	1,644	1,697	1,506	1,951	2,065	2,242	2,127	2,317	2,394	2,457
營業費用	378	378	425	561	614	1,209	900	900	850	900	900	900
營業利益	1,547	1,347	1,219	1,136	892	743	1,165	1,342	1,277	1,417	1,494	1,557
業外收入及支出	-105	-328	-296	-456	91	769	-56	-56	-50	1,767	-233	-233
稅前純益	1,442	1,019	923	680	984	1,512	1,109	1,286	1,226	3,184	1,261	1,324
所得稅	399	318	178	97	240	298	266	309	294	764	303	318
稅後純益	1,039	692	733	566	716	1,172	814	943	900	2,336	925	971
最新股本	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019	1,019
稅後EPS(元)	10.20	6.79	7.19	5.55	7.03	11.50	7.99	9.26	8.83	22.92	9.08	9.53

獲利能力(%)

毛利率(%)	40.28%	54.95%	53.46%	52.93%	52.70%	38.81%	39.50%	39.84%	40.05%	40.40%	40.53%	40.63%
營業利益率(%)	32.37%	42.91%	39.64%	35.43%	31.22%	14.77%	22.28%	23.85%	24.04%	24.71%	25.29%	25.75%
稅後純益率(%)	21.74%	22.05%	23.84%	17.64%	25.06%	23.31%	15.57%	16.76%	16.95%	40.73%	15.66%	16.06%

QoQ(%)

營業收入淨額	-9.77%	-34.35%	-2.01%	4.23%	-10.86%	75.93%	3.98%	7.65%	-5.64%	8.00%	3.00%	2.40%
營業利益	135.24%	-12.97%	-9.48%	-6.83%	-21.46%	-16.76%	56.86%	15.22%	-4.87%	10.99%	5.44%	4.24%
稅前純益	230.92%	-29.35%	-9.42%	-26.37%	44.71%	53.71%	-26.64%	15.98%	-4.65%	159.57%	-60.40%	5.03%
稅後純益	157.35%	-33.42%	5.94%	-22.85%	26.61%	63.63%	-30.53%	15.88%	-4.60%	159.56%	-60.41%	5.04%

YoY(%)

營業收入淨額	327.88%	131.69%	12.89%	-39.50%	-40.23%	60.18%	69.97%	75.55%	85.83%	14.07%	13.00%	7.48%
營業利益	515.11%	264.54%	89.50%	72.66%	-42.35%	-44.86%	-4.45%	18.16%	43.12%	90.82%	28.26%	16.04%
稅前純益	470.08%	176.11%	18.03%	55.93%	-31.81%	48.36%	20.15%	89.26%	24.70%	110.58%	13.67%	2.93%
稅後純益	480.06%	188.36%	28.88%	40.05%	-31.10%	69.33%	11.03%	66.78%	25.66%	99.33%	13.61%	2.98%

註1：稅後EPS以股本10.19億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。