

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 89.40 元

目標價

3 個月 90 元

12 個月 90 元

寶齡富錦(1760 TT)

Neutral

近期報告日期、評等及前日股價

靜待新藥與原料藥市場拓展。

投資建議：基於：(1)拿百磷是未來營收關鍵，美國市場即將面臨學名藥競爭，但 Akebia 認為對營收影響不大。(2)中國市場藥證審查進度仍存在不確定性。(3)預估 2025 年 EPS1.76 元，靜待新藥與原料藥市場拓展，投資建議為 Neutral。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	857
市值(億元)	77
目前每股淨值(元)	21.63
外資持股比(%)	12.76
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	18.43
融資餘額(張)	3,640
現金股息配發率(%)	166.67

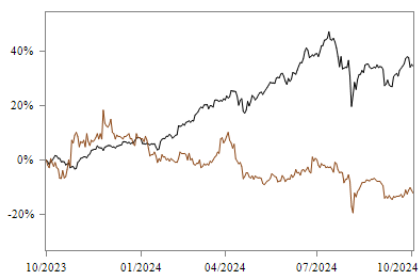
產品組合



- 藥品:39.35%
- 銷售權利金:21.54%
- 食品:15.71%
- 其他:23.40%

股價相對大盤走勢

— 1760 — TWSE



中國需求下滑但台灣持續成長，2024-2025 年原有業務穩定：

1H24 食品營收年增 38%，主要受惠於疫情後健康意識提升，帶動電視購物通路銷售成長。化妝品營收則因中國市場需求下滑而年減 31%。檢驗試劑營收年增 109%，主要受惠於疫情期間政府標案需求。

2H24 預期營收模式與過往相當，毛利率介於 1Q-2Q 之間，營收與毛利率會受到美元匯率影響；費用小幅增加但不多，主要用於臨床試驗，

2025 年拿百磷美國、日本市場預期持平，中國取證時間仍無法預期：

拿百磷是寶齡富錦的主力新藥，其美國市場銷售額預計將於 2024 年達到 1.7 億美元，與 2023 年持平。雖然 03/2025 將面臨學名藥競爭，但由於產品特性以及美國將其納入網綁給付，預計影響有限。日本市場方面，2024 年銷售額預計將與 2023 年的 75 億日元持平，儘管面臨健保藥價調整，但缺鐵性貧血用藥需求增加抵消負面影響。

除了美日市場外，寶齡富錦也積極拓展其他市場。韓國市場方面，預計與現有授權夥伴韓國麒麟協和的合約將於 02/2025 年終止，公司正與其他韓國廠商洽談授權。泰國市場方面，預計將於 3Q24 開始出貨，鎖定勞保、公保市場。中國市場方面，已於 08/2023 提交藥證申請，但審查時程尚無法預估。歐盟市場方面，已授權 Averoa，預計將於 2025 年取得上市許可，並於 2026 年上市。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	1,882	2,063	2,229	470	475	529	499	506	524	534	515	554
營業毛利淨額	974	1,103	1,203	244	250	262	280	266	280	287	275	299
營業利益	157	229	316	45	43	57	56	37	66	69	54	78
稅後純益	77	129	151	17	8	30	44	20	32	33	26	37
稅後 EPS(元)	0.90	1.50	1.76	0.20	0.09	0.35	0.51	0.23	0.37	0.39	0.31	0.43
毛利率(%)	51.78%	53.45%	53.99%	52.00%	52.60%	49.63%	56.09%	50.57%	53.50%	53.66%	53.37%	53.95%
營業利益率(%)	8.33%	11.09%	14.18%	9.65%	8.99%	10.81%	11.23%	7.40%	12.63%	12.93%	10.50%	14.04%
稅後純益率(%)	4.10%	6.25%	6.78%	3.67%	1.61%	5.60%	8.78%	3.97%	6.07%	6.21%	5.09%	6.71%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-21.54%	9.65%	8.00%	15.06%	0.96%	11.39%	-5.52%	1.39%	3.40%	1.97%	-3.52%	7.54%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-57.65%	66.97%	17.22%	-24.01%	-55.56%	286.52%	48.10%	-54.13%	58.01%	4.27%	-20.84%	41.73%

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 8.57 億元計算。

2024 年 10 月 7 日

ESG：

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，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。

公司簡介：

寶齡富錦成立於 1976 年，以學名藥起家，後續拓展至美容、感染控制等領域，現已發展成為多角化經營的生技製藥公司。主要營收來源為藥品、食品、化妝品、權利金與里程金、檢驗試劑和原料藥。

中國需求下滑但台灣持續成長，2024-2025 原有業務穩定：

01-08/2024 累計營收約 13.8 億元，YOY+11%。1H24 地區營收(YOY)為：台灣 71%(+18%)、美國 21%(+5%)、中港澳 6%(-15%)、韓國 2%(+430%)。

1H24 以產品(YOY)分為藥品 37%(+7%)、食品 17%(+38%)、化妝品 7%(YOY-31%)、權利金與里程金 23%(+16%)、檢驗試劑 6%(+109%)、原料藥 9%(+39%)。

1H24 食品營收年增 38%，主要受惠於疫情後健康意識提升，帶動電視購物通路銷售成長。化妝品營收則因中國市場需求下滑而年減 31%。檢驗試劑營收年增 109%，主要受惠於疫情期間政府標案需求。

2H24 預期營收模式與過往相當，毛利率介於 1Q-2Q 之間，營收與毛利率會受到美元匯率影響；費用小幅增加但不多，主要用於臨床試驗，

展望未來，寶齡富錦將持續開發 505(b)(2) 新藥，並積極引入新的產品線。醫美和檢驗試劑方面，將持續推出新產品，例如登革熱檢測試劑、外泌體等。此外，公司也積極拓展海外市場，例如已於越南設立辦事處，並評估其他海外市場。原料藥生產方面，規劃將檸檬酸鐵原料藥年產能提升至 100 噸，並規劃將產品銷售給其他藥廠。

2025 年拿百磷美國、日本市場預期持平，中國取證時間仍無法預期：

寶齡富錦新藥拿百磷 (Ferric Citrate) 主要用於治療慢性腎臟病患者好發的高血磷症，以及缺鐵性貧血症。已在美、日、台、韓四地上市銷售，商品名分別為 Auryxia™ (美國)、Riona® (日本)、Nephoxil® (台灣、韓國)。

美國：2023 年銷售額為 1.7 億美元，預計 2024-2025 年持平。寶齡的分潤比例為 6%，並於每季第二個月認列。由於專利到期，8 家學名藥廠已與授權夥伴 Akebia 達成和解，將於 3/20/2025 後陸續上市。雖如此但 Akebia 預計 2024 年銷售額與 2023 年持平，並認為學名藥競爭影響不大。Akebia 努力擴大醫保給付範圍，以降低學名藥競爭的影響。2025 年起，拿百磷納入網綁給付，預期 2025 年營收不會下滑。

日本：2023 年銷售額為 75 億日元，2024 年由於藥價調整應當下滑，但 1H24 銷售表現良好，主因缺鐵性貧血用藥需求增加，抵消藥價調整的影響。預計 2024 年全年銷售額與 2023 年持平，約為 75 億日元。

2024 年 10 月 7 日

台灣市場：目前為自費項目，貢獻不顯著。新劑型台灣三期臨床試驗已於 03/2023 成功達標，將持續爭取納入健保給付。

韓國：已於 05/2022 取得藥證，並於 07/2023 月取得健保藥價。1H24 貢獻營收 2,260 萬元。授權夥伴為韓國麒麟協和 (Kyowa Hakko)，授權合約將於 02/2025 終止。目前積極與其他韓國廠商洽談授權，預計營收規模與過去相當。

歐盟：已授權 Averoa，過去適應症很廣使得維護費用高，現在縮小範圍專注在 CKD，預計 2025 年取得上市許可，2026 年上市。營收規模仍須觀察具體上市國家。

中國：已於 2015 年授權山東威高，並成立合資公司 (寶齡持股 44%)。08/2023 提交藥證申請，但中國審查機構會進行 repeat 實驗，易出現差異使得審核進度遞延，目前審查時程尚無法預估。

泰國：已於 10/2023 取得藥證，3Q24 開始出貨但規模不大。

原料藥業務增加產能，新劑型擴大應用範圍：

寶齡富錦於 2020 年收購了拿百磷原料藥製廠正峰化學，目前正積極擴大檸檬酸鐵原料藥產能，目標達到年產 100 噸。除了滿足自身製劑需求外，也規劃將原料藥銷售給其他藥廠，包括美國、日本、東南亞和歐洲等市場。寶齡富錦認為憑藉成本優勢，有機會在原料藥市場取得競爭優勢。

新劑型開發有所進展，膠囊劑型(500mg)用於治療透析患者高血磷症，已在多地上市。錠片劑型 (1000mg)預計 2024 年向台灣衛福部食藥署 (TFDA) 申請上市許可。口服液態劑型鎖定寵物腎病市場，將以寵物食品方式推出，預計 2025 年上市。

投資建議：基於：(1)拿百磷是未來營收關鍵，美國市場即將面臨學名藥競爭，但 Akebia 認為對營收影響不大。(2)中國市場藥證審查進度仍存在不確定性。(3)預估 2025 年 EPS1.76 元，靜待新藥與原料藥市場拓展，投資建議為 Neutral。

Forward PB Band



2024 年 10 月 7 日

資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 10 月 7 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	2,953	3,094	3,235	3,220	3,651
流動資產	1,275	1,399	1,477	1,370	2,408
現金及約當現金	279	464	535	476	855
應收帳款與票據	334	354	347	363	506
存貨	529	546	538	531	734
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,440	1,497	1,585	1,506	1,411
負債總計	1,020	1,086	1,324	1,253	1,532
流動負債	740	922	1,051	992	1,204
應付帳款及票據	130	125	133	123	180
非流動負債	280	165	273	271	282
權益總計	1,933	2,007	1,911	1,967	2,119
普通股股本	857	857	857	857	857
保留盈餘	209	300	211	267	418
母公司業主權益	1,933	2,007	1,911	1,967	2,118
負債及權益總計	2,953	3,094	3,235	3,220	3,651

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	1,901	2,399	1,882	2,063	2,229
營業成本	989	1,080	907	951	1,025
營業毛利淨額	912	1,319	974	1,103	1,203
營業費用	747	905	818	874	887
營業利益	165	414	157	229	316
EBITDA	340	503	344	397	312
業外收入及支出	17	-82	5	25	14
稅前純益	183	333	169	253	330
所得稅	78	151	91	124	179
稅後純益	104	182	77	129	151
稅後 EPS(元)	1.22	2.13	0.90	1.50	1.76
完全稀釋 EPS**	1.22	2.13	0.90	1.50	1.76

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 8.57【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 8.57 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	21.20%	26.16%	-21.54%	9.65%	8.00%
營業毛利淨額	14.72%	44.56%	-26.10%	13.19%	9.09%
營業利益	58.22%	150.37%	-62.12%	45.86%	38.20%
稅後純益	274.19%	74.66%	-57.65%	66.97%	17.22%

獲利能力分析(%)

毛利率	47.98%	54.97%	51.78%	53.45%	53.99%
EBITDA(%)	17.90%	20.96%	18.28%	19.23%	14.01%
營益率	8.70%	17.26%	8.33%	11.09%	14.18%
稅後純益率	5.49%	7.60%	4.10%	6.25%	6.78%
總資產報酬率	3.54%	5.89%	2.39%	4.00%	4.14%
股東權益報酬率	5.40%	9.08%	4.04%	6.55%	7.13%

償債能力檢視

負債比率(%)	34.54%	35.12%	40.93%	38.91%	41.97%
負債/淨值比(%)	52.77%	54.13%	69.29%	63.68%	72.32%
流動比率(%)	172.12%	151.84%	140.52%	138.00%	200.00%

其他比率分析

存貨天數	200.97	181.51	217.95	205.24	225.24
應收帳款天數	67.47	52.34	67.98	62.75	71.11

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	401	490	177	406	34
稅前純益	183	333	169	253	330
折舊及攤銷	144	164	170	162	151
營運資金變動	35	-42	23	-19	-289
其他營運現金	40	35	-184	9	-158
投資活動現金	-215	-144	-155	-350	330
資本支出淨額	-170	-174	-181	-178	-183
長期投資變動	-43	15	15	0	0
其他投資現金	-2	14	11	-171	512
籌資活動現金	-218	-167	49	-115	16
長借/公司債變動	-548	-130	118	-1	10
現金增資	628	0	0	0	0
發放現金股利	-54	-129	-171	-73	0
其他籌資現金	-245	91	102	-40	5
淨現金流量	-31	185	70	-59	379
期初現金	310	279	464	535	476
期末現金	279	464	535	476	855

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 7 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	409	470	475	529	499	506	524	534	515	554	584	576
營業成本	191	226	225	266	219	240	243	247	240	255	267	263
營業毛利淨額	218	244	250	262	280	266	280	287	275	299	317	312
營業費用	206	199	207	205	224	219	214	217	221	221	222	223
營業利益	12	45	43	57	56	37	66	69	54	78	95	90
業外收入及支出	39	-9	-10	-8	17	1	3	3	3	3	4	4
稅前純益	50	37	32	50	73	38	69	72	57	81	98	93
所得稅	27	19	25	20	29	18	38	39	31	44	53	51
稅後純益	23	17	8	30	44	20	32	33	26	37	45	43
最新股本	857	857	857	857	857	857	857	857	857	857	857	857
稅後EPS(元)	0.26	0.20	0.09	0.35	0.51	0.23	0.37	0.39	0.31	0.43	0.53	0.50

獲利能力(%)

毛利率(%)	53.36%	52.00%	52.60%	49.63%	56.09%	50.57%	53.50%	53.66%	53.37%	53.95%	54.34%	54.23%
營業利益率(%)	2.84%	9.65%	8.99%	10.81%	11.23%	7.40%	12.63%	12.93%	10.50%	14.04%	16.22%	15.56%
稅後純益率(%)	5.55%	3.67%	1.61%	5.60%	8.78%	3.97%	6.07%	6.21%	5.09%	6.71%	7.71%	7.41%

QoQ(%)

營業收入淨額	-12.66%	15.06%	0.96%	11.39%	-5.52%	1.39%	3.40%	1.97%	-3.52%	7.54%	5.35%	-1.37%
營業利益	-57.73%	291.07%	-5.95%	33.93%	-1.89%	-33.22%	76.63%	4.39%	-21.68%	43.78%	21.74%	-5.36%
稅前純益	N.A	-27.13%	-11.43%	53.11%	47.92%	-47.99%	82.09%	4.28%	-20.84%	41.73%	21.03%	-5.21%
稅後純益	N.A	-24.01%	-55.56%	286.52%	48.10%	-54.13%	58.01%	4.27%	-20.84%	41.73%	21.04%	-5.21%

YoY(%)

營業收入淨額	-10.13%	-42.31%	-28.26%	13.03%	22.26%	7.73%	10.33%	1.00%	3.14%	9.40%	11.47%	7.81%
營業利益	-75.42%	-80.26%	-61.01%	108.24%	383.30%	-17.47%	54.99%	20.81%	-3.56%	107.64%	43.11%	29.74%
稅前純益	-23.86%	-84.34%	-73.39%	N.A	46.19%	4.33%	114.48%	46.07%	-21.83%	113.03%	41.60%	28.72%
稅後純益	-42.63%	-89.30%	-90.17%	N.A	93.30%	16.68%	314.88%	11.92%	-40.17%	84.86%	41.60%	28.72%

註1：稅後EPS以股本8.57億元計算

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。