

美時(1795)

台灣 50 ■ 中型 100 □ MSCI

元富投顧研究部

研究員 黃筱薇 Irene Huang
hsiaowei@masterlink.com.tw

評等

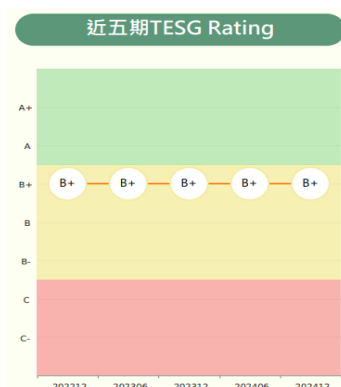
日期:	2024/11/14
目前收盤價 (NT\$):	281.5
目標價 (NT\$):	339
52 週最高最低(NT\$):	230.0-342.0
加權指數:	22981.77

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	2,657
市值 (NT\$/mn):	75,720
市值 (US\$/mn):	2,524
20 日平均成交量(仟股):	2,033
PER (2024):	15.59
PBR (2024):	3.74
外資持股比率:	57.64
TCRI	6

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	12.7	4.4	-0.9
加權指數報酬率	0.4	5.6	11.0

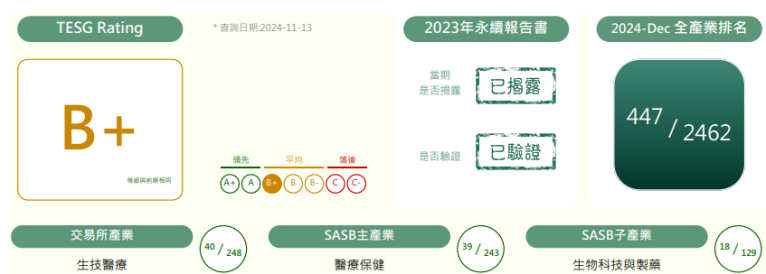
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	339	339
營業收入 (NT\$/mn)	18,475	18,441
毛利率 (%)	58.8	58.8
營益率 (%)	32.8	33.1
EPS (NT\$)	18.28	18.87
BVPS(NT\$)	76	70



血癌藥展望仍佳，Nintedanib 2026 年接上

- **3Q24 受業外影響 EPS 5.98 元略低於預期：**美時 3Q24 營收 52.34 億元，QoQ +10%，YoY +14%，累計 YoY+5%，季增主因為 3Q24 為美國血癌藥 lenalidomide 的出貨高峰，與自 2024.8 起認列併購 Teva 泰國業務的營收貢獻，3Q24 毛利率 63.34%，增加主因為美國地區高毛利產品 lenalidomide 營收占比增加所致，美時 3Q24 營業利益 21.12 億元，QoQ +29%，YoY +43%，累計 YoY+5%，符合預期，唯受業外影響，主要為利息費用及匯兌損失，對 EPS 影響約為 0.7 元，因此美時 3Q24 稅後淨利 15.65 億元，QoQ +18%，YoY+26%，累計 YoY+6%，EPS 5.98 元略低於預估值 6.51 元。
- **Lenalidomide 2025 年將維持增長：**美時美國 Lenalidomide 2024 年截至目前為止分別於 1、4、5、7、10 月出貨，累計血癌藥出貨推估達成元富 2024 年年度預估的 95%，公司表示美國地區 2024 年已出貨完畢，後續僅剩小額的清帳認列，而 2025 年整體出貨將成長且價格有望維持。元富對 Lenalidomide 貢獻美時試算維持 2022 / 2023 / 2024 / 2025 年的稅前 EPS 預估分別為 7.96 / 12.74 / 15.92 / 19.11 元。
- **後續成長動能重點關注 Nintedanib 與東南亞拓展計劃：**美時 Nintedanib 學名藥合作夥伴為 Sandoz(美國等)及 Teva，公司表示美歐地區將於 2026 年上市，考量此產品市場規模及預計上市年份，Nintedanib 有望接力 Lenalidomide 成為美時的成長新動能。另美時加快對東南亞的布局，公司已於 2024.8 完成 Teva 泰國子公司合併，並於 2024.9 通過 Sanofi 越南及柬埔寨地區的 Alpha Choay 藥證收購，預計將在 1H25 完成交割，另有 5 項洽談評估中的東南亞地區併購案，其中越南地區的品牌學名藥組合有望於 2024 年底前完成簽約，合計前述幾項東南亞潛在年營收貢獻達 1 億元美金，GM 約 5~6 成。
- **維持買進：**美時後市展望仍佳，Lenalidomide 2025 年將維持增長，另 Nintedanib 有望於 2026 年接力成長新動能，預計 2024 / 2025 年 EPS 18.28 / 21.18 元，維持買進，目標價 339 元(16X 2025 EPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Sources : TEJ

美時自美國艾威群集團入主，以外銷市場為主

美時 2014 年由美國艾威群集團(Alvogen)取得過半股權，反向整併艾威群集團在亞洲的三個分公司(台灣、韓國、印度)，公司外銷營收佔比約 8~9 成，其中韓國約佔 3 成，減肥為其主要事業體；美洲約佔 4 成，獲利貢獻最大之產品為血癌學名藥 Lenalidomide，於 2022.9 於美上市並順利放量，血癌賽道將可望引領美時維持一定增長動能至 2026.1，另 Nintedanib 有望於 2026 年接力成為美時的成長新動能。

Exhibit 2: 美時地區別營收比重

	2022	2023	1Q~3Q24	2023	1Q~3Q24
	營收	營收	營收	YOY	YOY
外銷	90%	86%	87%	10%	5%
韓國	36%	33%	31%	6%	1%
美洲	40%	40%	44%	15%	2%*
其他	14%	13%	12%	7%	27%
內銷	10%	14%	13%	68%	5%

*高毛利產品血癌藥 Lenalidomide 的成長受低毛利產品戒癮藥 Suboxone 市佔下降所部分抵銷
Source: Company Data、Masterlink

3Q24 受業外影響 EPS 5.98 元略低於預期

美時 3Q24 營收 52.34 億元，QoQ +10%，YoY +14%，累計 YoY+5%，營收季增主因為 3Q24 為美國 lenalidomide 的出貨高峰，與自 2024.8 起認列併購 Teva 泰國業務的營收貢獻，3Q24 毛利率 63.34%，增加主因為美國地區高毛利產品 lenalidomide 營收占比增加所致，美時 3Q24 營業利益 21.12 億元，QoQ +29%，YoY +43%，累計 YoY+5%，符合預期，唯受業外影響，主要為利息費用及匯兌損失，對 EPS 影響約為 0.7 元，因此美時 3Q24 稅後淨利 15.65 億元，QoQ +18%，YoY+26%，累計 YoY+6%，EPS 5.98 元略低於預估值 6.51 元。

Exhibit 3: 美時 3Q 公告與預估差異

unit : NT \$ mn	2Q24	3Q24 (A)	3Q24(F)	DIFF	QoQ	YoY	累計YoY
Net sales	4,743	5,234	5,200	1%	10%	14%	5%
Margin %	60.70%	63.34%	63.50%	0%			
Operating profit	1,633	2,112	2,129	-1%	29%	43%	5%
Total non-ope inc.	28	(214)	0				
Pre-tax profit	1,661	1,898	2,129	-11%			
Net profit	1,332	1,565	1,703	-8%	18%	26%	6%
EPS	5.09	5.98	6.51	-8%			

Source: Company Data、Masterlink

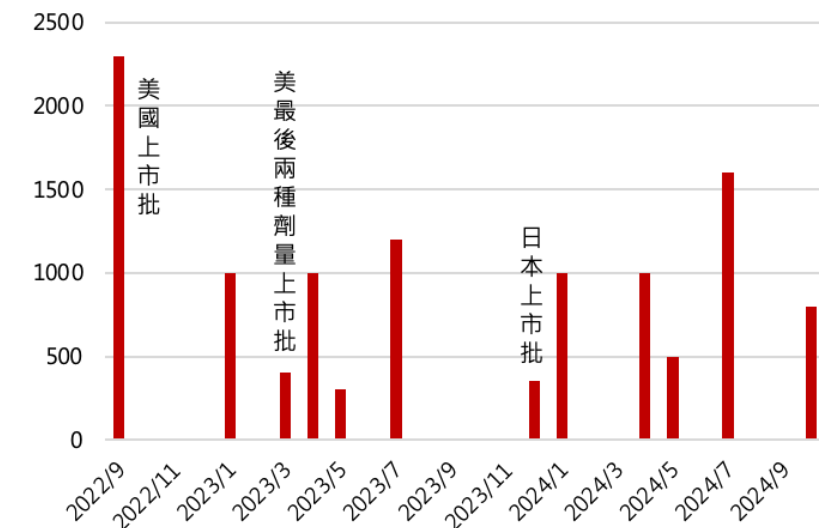
Lenalidomide 2025 年將維持增長

Lenalidomide 可用於多發性骨髓瘤(multiple myeloma, MM)的治療，原廠 Celgene 全球銷售高峰破百億美元，全美市場高峰達 90 億美元，2020~2021 年貢獻美時年營收約 2-3 億元台幣(台灣、南韓、中歐及東歐等地)，公司於 2022.2.18 再度搶攻其他歐洲市場，另日本地區亦於 2023.8.15 取得上市許可並於 2023.12 出貨日本上市批。

而最重要的美國地區暨 2022.9 認列 Lenalidomide 的上市批，公司 2023 年出貨原定每季一次(1,4,7,10 月)，另 2023.3 及 2023.5 亦分別認列最後兩種劑量及小量緊急補貨批，4Q23 無常規季度出貨因提前達到 2023 年限制份額因此停止出貨，2024 年至目前為止則分別於 1、4、5、7、10 月出貨，推估累計血癌藥出貨達成元富 2024 年年度預估的 95%，公司表示 2024 年美國地區已出貨完畢，後續僅剩小額的清帳認列，而 2025 年整體出貨量將維持成長且價格有望維持。

美時依和解內容直至 2026.1.31 於美市占皆需低於雙位數，隨時間以低個位數比率成長，元富對 Lenalidomide 的貢獻試算維持營收認列方式為扣除 Alvogen 分潤後認列，稅前淨利率推估值維持 8 成等假設，推估 Lenalidomide 貢獻美時 2022 / 2023 / 2024 / 2025 年在市佔假設 4.5% / 6% / 7.5% / 9% 下的稅前 EPS 預估分別為 7.96 / 12.74 / 15.92 / 19.11 元，此情境分析將隨著後續市況(如學名藥折價擴大或市占變化更動)而做修正。

Exhibit 4: 美時 Lenalidomide 出貨的推估值(百萬台幣)



Source: Masterlink

美時 Suboxone 市佔於 1H24 出現下降，對獲利影響可忽略

貢獻美時目前約 1 成營收的 Suboxone 舌下含片成分為用於治療鴉片類物質成癮之 Buprenorphine/Naloxone，美時於美國市占於 1H24 遭 3Q23 進入的學名藥競爭者 Ingenus 侵蝕而下降，市佔從 3~4 成下降至 2~3 成，推估影響美時 2024 年整體營收 1%~2%，因毛利較低因此對整體獲利影響可忽略。

Exhibit 5: Buprenorphine/Naloxone 舌下含片取得 FDA 藥證廠商

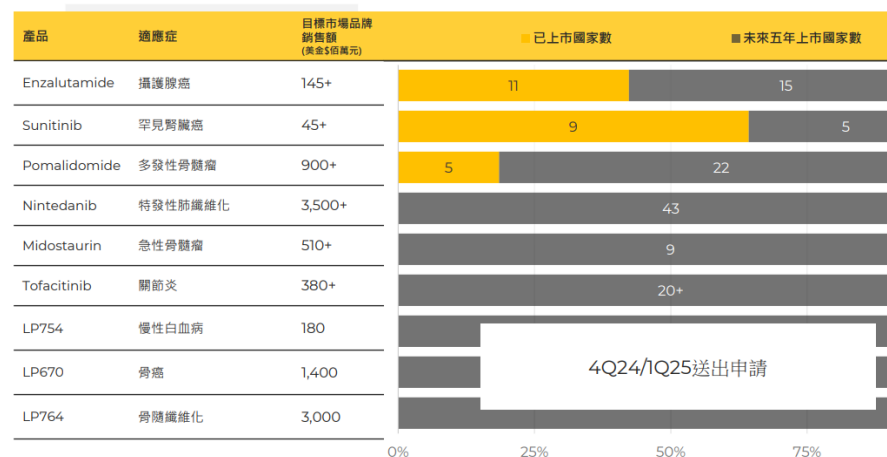
廠商	原廠 / 學名藥	取證時間	藥證狀況
INDIVIOR	原廠	2010.8	Prescription
美時	學名藥	2019.1	Prescription
DR.REDDYS	學名藥	2018.6	Prescription
MYLAN	學名藥	2018.6	Prescription
INGENUS (AVEVA)	學名藥	2022.6	Prescription
ACTAVIS	學名藥	pending	Tentative Approval

Source: FDA

豐沛發展項目為後續成長基礎

3Q24 美時共取得 19 項藥證並推進 7 項產品上市，包含 Pomalidomide 於瑞士和以色列上市、Nintedanib 於加拿大和英國通過核准、及 Tofacitinib 於加拿大通過核准等；並簽訂多項業務開發案及對外授權協議，亦有多項併購項目進行中，其中於 2024.9 通過 Sanofi 越南及柬埔寨地區的 Alpha Choay 藥證收購，預計將在 1H25 完成交割。美時除持續進行既有產品的對外授權，及品牌收購以壯大產品線，也積極推進自有研發來提供未來成長動能，預計 2024~2029 年將至少推動 63 個產品上市，合計目標市場規模達 230 億美元，公司旗下充沛在研品項為美時後續成長奠定殷實基礎。

Exhibit 6: 美時自主研發產品之全球上市推展進度



Source: Company

Exhibit 7: 美時短期重要事件展望

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。



Source: Company

Nintedanib 有望構建美時 新成長曲線

Nintedanib 可用於治療特發性肺纖維化(品牌名 Ofev，2014 於美上市)及非小細胞肺癌(品牌名 Vargatef，美國並未上市)，依據 IQVIA Nintedanib 2021 年全美銷售金額約為 18 億元美金，而依據原廠財報 2021 年全球銷售金額為 24.9 億元歐元，為百靈佳殷格翰第二高銷售產品。美時 Nintedanib 學名藥已於 2023.1.13 取得 FDA 暫定審查核可(Tentative Approval，TA)，為繼 Accord、Glenmark、Eugia 後第四家取得暫定審查核可者，FDA 目前未授予此學名藥 180 天專賣權予任一藥廠，另美時亦於 1Q24 通過歐洲核可。

Exhibit 8: Nintedanib 美國藥證情形

廠商	原廠 /學名藥	藥證狀況	時間
BOEHRINGER INGELHEIM	原廠	Prescription	2014.10
ACCORD	學名藥	Tentative Approval	2020.8
GLENMARK	學名藥	Tentative Approval	2021.6
EUGIA	學名藥	Tentative Approval	2022.5
美時	學名藥	Tentative Approval	2023.1

Source: FDA

美時 Nintedanib 學名藥合作夥伴為 Sandoz(美國等)及 Teva，公司表示美歐地區將於 2026 年上市，並有望成為學名藥第一波上市的廠商之一，單考量專利則元富推估最快上市時間為 2025.10。考量此產品市場規模及可能上市年份，Nintedanib 有望接力 Lenalidomide 成為美時的成長新動能，依 Sandoz 分潤比例、學名藥折價幅度及毛利率等因素推估美國每 10%市占 Nintedanib 學名藥將可望貢獻美時完整年度稅前 EPS 1.59~4.25 元不等。

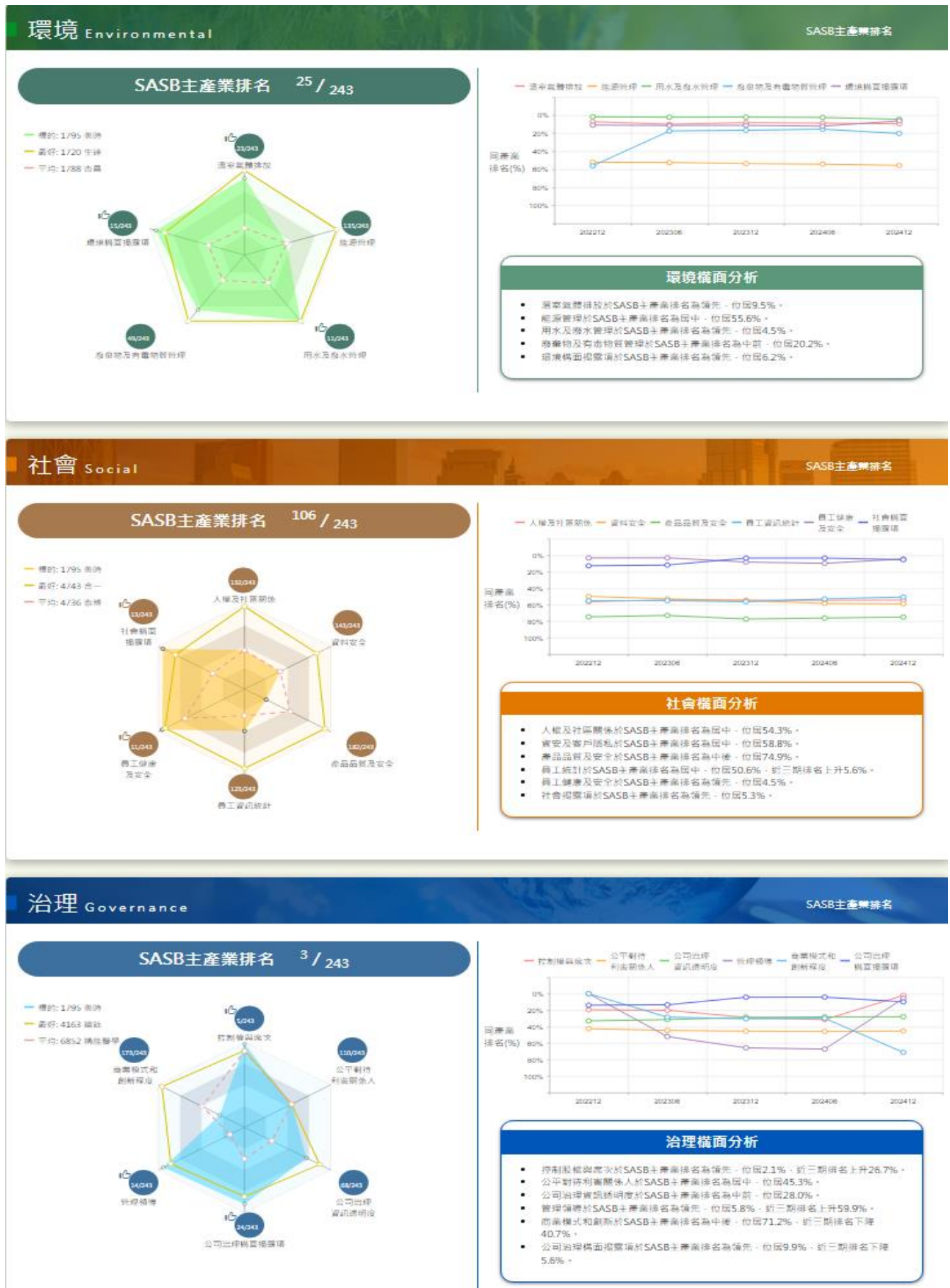
目標 5 年內使東南亞地區成長五倍，預計將在 1H25 完成 Alpha Choay 收購

美時加快對東南亞的布局，目標 3~5 年使東南亞地區年營收貢獻自約 10 億元台幣上升至 50 億元台幣，公司已於 2024.6 與 Teva 簽訂泰國子公司的 100%收購案，後於 2024.8 完成合併，並於 2024.9 通過 Sanofi 越南及柬埔寨地區的 Alpha Choay 藥證收購。該交易內容包含 Alpha Choay 的藥物商標、相關市場授權和製造技術，交易金額為 5,000 萬美元，Alpha Choay (Chymotrypsine) 主要用於治療由發炎、外傷、手術或燒傷引起的血腫與水腫，為越南最被廣泛使用的抗發炎產品之一，市占率 25%，在越南和柬埔寨 2023 年銷售額達 2,200 萬美元。公司預計於 1H25 完成 Alpha Choay 交割，完成交易後美時的越南地區營收將由原本 2-3 億元台幣上升至 8-10 億元台幣，該項產品 GM 則達 8 成以上。除此之外，公司另有 5 項洽談評估中的東南亞地區併購案，其中越南地區的品牌學名藥組合有望於 2024 年底前完成簽約，合計前述幾項東南亞潛在年營收貢獻達 1 億元美金，平均 GM 約 5~6 成。

維持買進評等，目標價 339 元

美時後市展望仍佳，Lenalidomide 2025 年將維持增長，另 Nintedanib 有望於 2026 年接力成為美時的成長新動能，預計 2024/2025 年 EPS 18.28 / 21.18 元，維持買進，目標價 339 元(16X 2025 EPS)。

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。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	14,633	16,958	18,475	19,400	
COGS	6,827	7,574	7,621	7,710	
Gross profit	7,806	9,384	10,854	11,690	
Operating expense	3,698	4,485	4,786	4,760	
Operating profit	4,108	4,899	6,069	6,930	
Total non-operate. Inc.	-171	200	-136	0	
Pre-tax profit	3,937	5,099	5,933	6,930	
Total Net profit	3,021	4,106	4,785	5,544	
Minority	0	0	0	0	
Net Profit	3,017	4,102	4,785	5,544	
EPS (NT\$)	11.59	15.72	18.28	21.18	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
Sales	15.7	15.9	8.9	5.0	
Gross profit	38.4	20.2	15.7	7.7	
Operating profit	76.3	19.3	23.9	14.2	
Pre-tax profit	106.7	29.5	16.4	16.8	
Net profit	109.9	35.9	16.7	15.8	
EPS	110.8	35.6	16.3	15.8	
Margins %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
Gross	53.3	55.3	58.8	60.3	
Operating	28.1	28.9	32.8	35.7	
EBITDA	33.9	38.3	43.5	43.5	
Pre-tax	26.9	30.1	32.1	35.7	
Net	20.6	24.2	25.9	28.6	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	1,983	1,771	4,982	7,716	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	4,651	6,384	7,056	7,074	
Inventory	3,330	3,775	3,947	4,031	
Others	697	722	722	722	
Total current asset	10,661	12,653	16,708	19,543	
Long-term invest.	289	464	464	464	
Total fixed assets	3,047	3,258	3,608	3,908	
Total other assets	15,530	16,617	17,589	17,590	
Total assets	29,526	32,992	38,369	41,505	
Short-term Borrow	156	510	865	865	
A/P & N/P	1,403	671	693	704	
Other current liab.	7,330	4,473	-3,467	-4,146	
Total current liab.	8,889	5,654	-1,909	-2,577	
L-T borrow s	8,596	9,519	9,216	8,913	
Other L-T liab.	9,623	10,879	10,158	10,158	
Total liability.	15,658	15,658	17,465	16,494	
Common stocks	2,626	2,650	2,617	2,617	
Reserves	7,534	7,131	7,111	7,081	
Retain earnings	2,946	6,528	11,176	15,313	
Total Equity	13,868	17,334	20,904	25,011	
Total Liab. & Equity	29,526	32,992	38,369	41,505	

Comprehensive Quarterly Income Statement					
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	4,198	4,743	5,234	4,300	
Gross profit	2,303	2,879	3,316	2,356	
Operating profit	1,255	1,633	2,112	1,076	
Total non-ope inc.	51	28	-214	0	
Pre-tax profit	1,305	1,661	1,898	1,076	
Net profit	1,035	1,332	1,565	861	
EPS	3.96	5.09	5.98	3.29	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Net sales	(7.20)	6.78	14.45	25.76	
Gross profit	(14.92)	10.49	25.22	65.60	
Operating profit	(24.59)	1.22	42.51	650.64	
Net profit	(13.28)	5.19	25.62	115.30	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Net sales	22.8	13.0	10.4	(17.8)	
Gross profit	61.9	25.0	15.2	(28.9)	
Operating profit	775.0	30.2	29.3	(49.0)	
Net profit	158.9	28.6	17.5	(45.0)	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Gross	54.9	60.7	63.3	54.8	
Operating	29.9	34.4	40.4	25.0	
Net	24.7	28.1	29.9	20.0	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	3,017	4,102	4,785	5,544	
Dep & Amort	934	1,207	1,900	1,500	
Investment income	0	0	-5	0	
Changes in W/C	-862	-3,077	-822	-90	
Other adjustment	630	-617	0	0	
Cash flow – ope.	3,719	1,614	5,858	6,954	
Capex	-568	-409	-350	-300	
Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Other adjustment	-4,088	-2,840	-2,100	-3,500	
Cash flow –inve.	-4,656	-3,249	-2,450	-3,800	
Free cash flow	3,152	1,205	5,508	6,654	
Inc. (Dec.) debt	1,852	2,416	1,000	1,000	
Cash dividend	-506	-906	-1,217	-1,439	
Other adjustment	-84	-107	0	0	
Cash flow –Fin.	1,262	1,403	-217	-439	
Exchange influence	53	20	20	20	
Change in Cash	378	-213	3,211	2,734	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
ROA	11.89	13.12	13.41	13.88	
ROE	24.20	26.29	25.03	24.15	

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.