

2024 年 12 月 4 日

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 21.55 元

目標價

3 個月 23.00 元

12 個月 23.00 元

## 國光生(4142 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

2025 年持續打底，2026 年有望加速成長。

**投資建議：**基於(1) 2025 年主要成長來自 CDMO 業務訂單。(2) 自有疫苗產品將拓展至南半球市場。(3) 預估 2025 年持續虧損，以 2025 年底預估淨值 13.53 元為評價基礎，建議 PBR 1.7 倍，目標價 23 元。

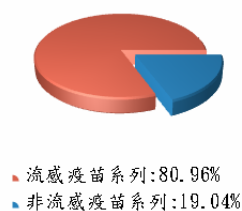
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	4,295
市值(億元)	93
目前每股淨值(元)	12.33
外資持股比(%)	6.89
投信持股比(%)	0.03
董監持股比(%)	17.27
融資餘額(張)	6,379
現金股息配發率(%)	0.00

**進入旺季 3Q24 EPS0.61 元，由於中國流感疫苗需求下滑，2024 年維持虧損：**

3Q24 營收為 8.88 億元，稅後淨利 2.63 億元，EPS 0.61 元。前三季營收 10.12 億元，YOY-17.43%，主要受更換代理商及中國經濟衰退影響，導致中國流感疫苗自費市場緊縮，銷售量不如預期但毛利提高。費用控管方面已達相當成效，獲利與去年同期相當。

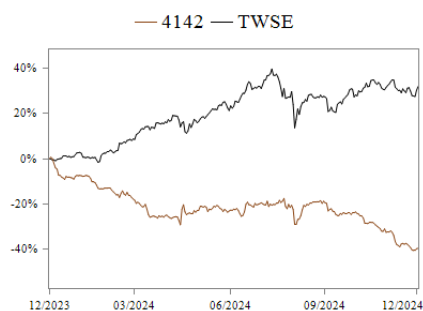
### 產品組合



**2025 年 CDMO 業務訂單持續增加，賽諾菲充填需求倍增：**

展望 2025 年，成長來自(1)CDMO 業務，因應賽諾菲的充填蛋白流感疫苗需求，國光生產能倍增將進行製程驗證，2026 放量生產；以及 BioSynerg 的商業批次的蛋白質藥物。(2)自有產品流感疫苗將於 06/2025 接受巴西藥監機構 ANVISA 的實地查廠。(3) 潭子廠區的細胞培養廠將於 2025 年開始生產安特羅的腸病毒 71 型疫苗，預估年產能可達 30 萬劑。

### 股價相對大盤走勢



2026 年進入第二階段的成長期，主要成長動能來自於 CDMO 以及流感疫苗。CDMO 業務預計 2025 年重點將放在產線效率提升及資源整合，2026 年達到產能倍增目標。自有流感疫苗業務將拓展至南半球市場，已於 2023 年底在巴西申請藥證，預計 2026 年底可取得南半球流感疫苗藥證。

新產品方面，國光將與日本合作開發微針型流感疫苗貼布，與亞洲夥伴合作開發 RSV 與流感雙聯疫苗及帶狀疱疹疫苗。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	1,692	1,709	1,775	973	559	44	80	888	680	45	81	915
營業毛利淨額	659	732	769	485	81	-70	-35	440	324	-30	-10	455
營業利益	-75	32	41	199	-384	-195	-292	269	143	-205	-189	283
稅後純益	-103	-22	-17	264	-414	-184	-274	263	92	-279	-90	255
稅後 EPS(元)	-0.24	-0.05	-0.04	0.61	-0.96	-0.43	-0.64	0.61	0.21	-0.65	-0.21	0.59
毛利率(%)	38.95%	42.85%	43.33%	49.82%	14.52%	-160.25%	-43.86%	49.57%	47.66%	-67.68%	-12.44%	49.75%
營業利益率(%)	-4.46%	1.85%	2.33%	20.45%	-68.60%	-445.27%	-365.89%	30.25%	21.06%	-457.06%	-233.83%	30.95%
稅後純益率(%)	-6.08%	-1.27%	-0.94%	27.09%	-73.97%	-419.28%	-343.09%	29.64%	13.46%	-622.49%	-111.45%	27.87%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-5.22%	1.00%	3.85%	1,079.11%	-42.52%	-92.16%	81.87%	1,013.09%	-23.45%	-93.42%	80.97%	1,029.53%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-65.23%	N.A	N.A	N.A

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 42.95 億元計算。

## ESG：

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，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：

國光生技成立於 1965 年，擁有 60 年疫苗專業經驗，為亞洲唯一獲得歐盟 GMP 認證和美國 FDA 認證的流感疫苗製造公司。主要產品為流感疫苗、腸病毒 71 型疫苗、破傷風疫苗和結核菌素。

目前流感疫苗為主要收入來源，近年來積極發展 CDMO 業務，為國際藥廠代工生產疫苗和蛋白質藥物，並已取得顯著成果

## 進入旺季 3Q24 EPS0.61 元，由於中國流感疫苗需求下滑，2024 年維持虧損：

3Q24 營收為 8.88 億元，稅後淨利 2.63 億元，EPS 0.61 元。前三季營收 10.12 億元，YOY-17.43%，主要受更換代理商及中國經濟衰退影響，導致中國流感疫苗自費市場緊縮，銷售量不如預期但毛利提高。費用控管方面已達相當成效，獲利與去年同期相當。

展望 2025 年，成長來自(1)CDMO 業務，賽諾菲的充填蛋白流感疫苗產能需求倍增，將進行製程驗證；以及 BioSynerg 的商業批次的蛋白質藥物。(2)自有產品流感疫苗將於 06/2025 接受巴西藥監機構 ANVISA 的實地查廠。(3)潭子廠區的細胞培養廠將於 2025 年開始生產安特羅的腸病毒 71 型疫苗，預估年產能可達 30 萬劑。

2026 年進入第二階段的成長期，主要成長動能來自於 CDMO 以及流感疫苗。CDMO 業務預計 2025 年重點將放在產線效率提升及資源整合，2026 年達到產能倍增目標。自有流感疫苗業務將拓展至南半球市場，已於 2023 年底在巴西申請藥證，預計 2026 年底可取得南半球流感疫苗藥證。

新產品方面，國光將與日本合作開發微針型流感疫苗貼布，與亞洲夥伴合作開發 RSV 與流感雙聯疫苗及帶狀疱疹疫苗。

	2023	2024				2025				2026			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
南半球四價流感疫苗	提交藥證申請文件及資料審查					台灣實地查廠(已排定)及審查				取得藥證及商業生產			
腸病毒71型疫苗-東協						提交藥證申請文件/文件審查/實地查廠							
CDMO產能擴大 (A公司)						商業條件及技術規格釐清		台灣實地查廠及審查		完成查驗登記		商業增量生產	
CDMO 眼藥充填業務	北美洲/歐洲/東北亞各國實地查廠及查驗登記					全年度商業充填量產							

## 2025 年 CDMO 業務訂單持續增加，賽諾菲充填需求倍增：

CDMO 業務主要客戶包括國際知名藥廠賽諾菲。國光為賽諾菲代工生產充填蛋白的流感疫苗，並於 2022 年通過歐盟藥品管理局 (EMA) 審查，開始投入生產，2021 年建立新的充填線，產能為舊產線的四倍。預計 2025 年將為賽諾菲增加一倍的產能，並於 2026 年開始正式商業生產。

2024 年 12 月 4 日

賽諾菲之外，國光於 2020 年底與 BioSynerg 簽署合約，代工生產一種新的蛋白質藥物，已在歐洲、韓國和加拿大送件申請藥證，預計 2025 年開始生產商業批次，2027 年打入美國市場。

國光自有產品以流感疫苗為主，主要銷售市場為台灣和中國大陸。南半球流感季與北半球相反，因此拓展南半球市場有助於國光更有效地利用產能，提高生產效率。10/2023 向巴西提交流感疫苗藥證申請，預計 2025 年 6 月接受巴西藥監機構 ANVISA 的實地查廠，並於 2026 年底取得藥證，之後將擴展至阿根廷、烏拉圭和巴拉圭。

## 新產品包括多種非流感疫苗：

微針型疫苗貼布使用微針將疫苗送入皮膚，具有使用方便、疼痛感低等優點，未來市場潛力巨大。國光與日本合作夥伴共同開發，預計將於 2025 年後上市。

RSV 與流感雙聯疫苗，預計將於 2026 年後上市。RSV 是一種常見的呼吸道病毒，可導致嬰幼兒、老年人和免疫力低下者出現嚴重呼吸道疾病。目前尚無針對 RSV 的有效治療方法。

自主研發帶狀疱疹疫苗，預計將於 2027 年後上市。帶狀疱疹是由水痘-帶狀疱疹病毒引起的疾病，會造成皮膚出現帶狀疱疹，並伴隨劇烈疼痛。目前市面上的帶狀疱疹疫苗主要為葛蘭素史克 (GSK) 的 Shingrix 疫苗，國光開發的帶狀疱疹疫苗將與 Shingrix 疫苗競爭。

**投資建議：**基於(1) 2025 年主要成長來自 CDMO 業務訂單。(2) 自有疫苗產品將拓展至南半球市場。(3) 預估 2025 年持續虧損，以 2025 年底預估淨值 13.53 元為評價基礎，建議 PBR 1.7 倍，目標價 23 元。

## **Forward PB Band**



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 12 月 4 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	9,149	9,484	9,583	9,591	9,164
流動資產	4,491	4,699	4,700	4,793	4,963
現金及約當現金	2,857	2,458	2,718	2,639	2,800
應收帳款與票據	535	1,308	1,028	883	1,237
存貨	659	526	594	363	642
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	3,556	3,544	3,455	3,406	3,355
<b>負債總計</b>	<b>2,604</b>	<b>3,707</b>	<b>3,946</b>	<b>3,982</b>	<b>3,576</b>
流動負債	500	1,787	2,938	1,638	2,030
應付帳款及票據	49	42	43	27	48
非流動負債	2,103	1,920	1,008	2,359	1,541
<b>權益總計</b>	<b>6,545</b>	<b>5,778</b>	<b>5,637</b>	<b>5,609</b>	<b>5,588</b>
普通股股本	<b>4,295</b>	<b>4,295</b>	<b>4,295</b>	<b>4,295</b>	<b>4,295</b>
保留盈餘	1,238	598	457	429	408
母公司業主權益	6,124	5,475	5,371	5,349	5,333
<b>負債及權益總計</b>	<b>9,149</b>	<b>9,484</b>	<b>9,583</b>	<b>9,591</b>	<b>9,164</b>

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	2,252	1,785	1,692	1,709	1,775
營業成本	1,361	1,374	1,033	977	1,006
<b>營業毛利淨額</b>	891	411	659	732	769
營業費用	798	1,134	735	701	728
<b>營業利益</b>	94	-723	-75	32	41
<b>EBITDA</b>	431	-531	-106	-176	-200
業外收入及支出	56	-65	-65	-60	-62
稅前純益	156	-770	-141	-28	-21
所得稅	10	0	0	0	0
稅後純益	291	-640	-103	-22	-17
稅後 EPS(元)	0.68	-1.49	-0.24	-0.05	-0.04
完全稀釋 EPS**	0.68	-1.49	-0.24	-0.05	-0.04

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 42.95【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 42.95 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	25.52%	-20.72%	-5.22%	1.00%	3.85%
營業毛利淨額	44.45%	-53.88%	60.38%	11.11%	5.01%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	30.70%
稅後純益	575.65%	N.A	N.A	N.A	N.A

### 獲利能力分析(%)

毛利率	39.58%	23.02%	38.95%	42.85%	43.33%
EBITDA(%)	19.15%	-29.73%	-6.26%	-10.29%	-11.26%
營益率	4.16%	-40.49%	-4.46%	1.85%	2.33%
稅後純益率	12.92%	-35.85%	-6.08%	-1.27%	-0.94%
總資產報酬率	3.18%	-6.75%	-1.07%	-0.23%	-0.18%
股東權益報酬率	4.45%	-11.08%	-1.83%	-0.39%	-0.30%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	28.46%	39.08%	41.18%	41.52%	39.02%
負債/淨值比(%)	39.78%	64.16%	70.00%	71.00%	64.00%
流動比率(%)	897.39%	262.98%	160.00%	292.65%	244.48%

### 其他比率分析

存貨天數	156.30	157.48	198.00	178.93	182.43
應收帳款天數	51.44	188.43	252.00	204.07	217.96

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	-292	-892	1,500	-1,273	585
稅前純益	156	-770	-141	-28	-21
折舊及攤銷	259	224	231	226	222
營運資金變動	-546	-647	212	361	-612
其他營運現金	-162	300	1,198	-1,832	996
<b>投資活動現金</b>	-322	-367	-557	-291	219
資本支出淨額	-419	-220	-370	-327	-327
長期投資變動	122	88	0	0	0
其他投資現金	-25	-234	-187	36	546
<b>籌資活動現金</b>	823	859	-683	1,486	-643
長借/公司債變動	857	375	-911	1,351	-818
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	0	0	0	0
其他籌資現金	-34	484	229	134	176
<b>淨現金流量</b>	205	-400	260	-79	161
<b>期初現金</b>	2,652	2,857	2,458	2,718	2,639
<b>期末現金</b>	2,857	2,458	2,718	2,639	2,800

資料來源：CMoney、群益

2024 年 12 月 4 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	83	973	559	44	80	888	680	45	81	915	668	56
營業成本	178	488	478	114	115	448	356	75	91	460	351	80
營業毛利淨額	-95	485	81	-70	-35	440	324	-30	-10	455	318	-24
營業費用	183	286	465	125	257	172	181	174	179	172	175	182
營業利益	-278	199	-384	-195	-292	269	143	-205	-189	283	142	-206
業外收入及支出	10	30	-78	-5	-17	-25	-18	-2	-3	-32	-23	-2
稅前純益	-269	229	-461	-201	-308	243	125	-206	-192	251	119	-208
所得稅	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
稅後純益	-241	264	-414	-184	-274	263	92	-279	-90	255	92	-300
最新股本	4,295	4,295	4,295	4,295	4,295	4,295	4,295	4,295	4,295	4,295	4,295	4,295
稅後EPS(元)	-0.56	0.61	-0.96	-0.43	-0.64	0.61	0.21	-0.65	-0.21	0.59	0.21	-0.70

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	-115.52%	49.82%	14.52%	-160.25%	-43.86%	49.57%	47.66%	-67.68%	-12.44%	49.75%	47.52%	-42.99%
營業利益率(%)	-337.29%	20.45%	-68.60%	-445.27%	-365.89%	30.25%	21.06%	-457.06%	-233.83%	30.95%	21.32%	-368.48%
稅後純益率(%)	-291.60%	27.09%	-73.97%	-419.28%	-343.09%	29.64%	13.46%	-622.49%	-111.45%	27.87%	13.79%	-536.76%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-51.36%	1079.11%	-42.52%	-92.16%	81.87%	1013.09%	-23.45%	-93.42%	80.97%	1029.53%	-26.96%	-91.63%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-46.72%	N.A	N.A	N.A	-49.69%	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-48.54%	N.A	N.A	N.A	-52.59%	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-65.23%	N.A	N.A	N.A	-63.87%	N.A

## YoY(%)

營業收入淨額	-84.33%	-10.48%	-4.30%	-74.15%	-3.33%	-8.74%	21.54%	2.00%	1.50%	3.00%	-1.74%	25.00%
營業利益	N.A	-43.69%	N.A	N.A	N.A	34.98%	N.A	N.A	N.A	5.38%	-0.50%	N.A
稅前純益	N.A	-43.58%	N.A	N.A	N.A	6.10%	N.A	N.A	N.A	3.23%	-4.88%	N.A
稅後純益	N.A	-37.14%	N.A	N.A	N.A	-0.16%	N.A	N.A	N.A	-3.16%	0.64%	N.A

註1：稅後EPS以股本42.95億元計算

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。