

2024 年 11 月 28 日

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 790.00 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

08/24/2024 Buy 760.00

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 1,015
市值(億元) 802
目前每股淨值(元) 116.44
外資持股比(%) 13.76
投信持股比(%) 1.25
董監持股比(%) 28.81
融資餘額(張) 3,851
現金股息配發率(%) 39.74

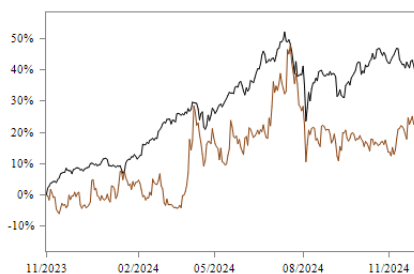
產品組合



■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

受惠美國生物法案，2025 年併購策略持續發酵

投資建議：基於(1) 2024 年前三季 CDMO 業務已超越原訂目標，商業銷售業務穩定成長，高毛利產品占比持續提升。(2) 2025 年將迎來多項併購效益顯現，主要成長來自 USL 貢獻完整年度營收約 86 億，其次 Camden 無菌針劑充填廠約 28 億。(3) 預估 2025 年 EPS42.78 元，建議 PER 21X，加計業外 EPS12.56 元為評價基礎，目標價 912 元。

3Q24 EPS14.15 元續創歷史新高，預估 2025 EPS55.39 元：

營收占比：Global Commerical 68%(YOY+112%)，CDMO 32%(YOY+37%)。3Q24 營收 56.1 億元，毛利率 42.32%，稅後淨利 14.5 億元，EPS14.15 元，QOQ+22%、YOY+94%。毛利率提高由於 USL 和保盛的整合效應逐步顯現，業外收入約 5 億元，包含廉價購買無菌針劑廠的收益 6.9 億元，但受新銀行貸款產生的利息費用(約 1.8 億元)和外幣兌換損失(約 1.2 億元)影響。

4Q24 毛利率尚未穩定，由於進行部分產線調整，但長期而言將有利提高毛利率(四成以上)。費用預計會高於新台幣 10.5 億元。隨著 ECB 募資完成並進行部分還款，預計利息費用將會降低。

2024 年展開四項併購，2025 年將貢獻完整年度：

收購 Pyros 之全數普通股股權。後續或有價金包括里程碑價金(milestone)與銷售/淨利結算(earnout)。09/2024 正式於美國上市銷售的 VIGAFYDE™，有望視為年銷售曾逾 2 億美元的 Sabril(Vigabatrin)的取代品。

保瑞併購泰福後持有 30.5%股份，合併基準日暫定為 1Q25，換股產生之潛在處分投資利益上看 25 億元台幣以上(以 11/27 股價計算)，會按持股比例認列業外投資損益而不會併表(預計 2Q25)。泰福虧損約八成來自研發費用壓力，而保瑞入主後除現有兩項後期產品 TX01 與 TX05，將會轉攻 CDMO 因此後續可望大幅降低研發支出，若後續進展順利更有望轉盈。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	19,663	24,000	26,092	3,075	3,206	2,857	5,027	5,615	6,164	5,547	5,991	6,171
營業毛利淨額	8,466	10,226	11,363	1,644	1,697	1,506	1,951	2,376	2,633	2,344	2,552	2,637
營業利益	4,385	5,987	7,097	1,219	1,136	892	743	1,217	1,533	1,323	1,451	1,566
稅後純益	4,326	5,710	5,168	733	566	716	1,172	1,447	992	2,660	946	1,023
稅後 EPS(元)	41.96	55.39	50.91	7.22	5.57	7.06	11.54	14.25	9.62	25.80	9.17	9.93
毛利率(%)	43.06%	42.61%	43.55%	53.46%	52.93%	52.70%	38.81%	42.32%	42.72%	42.26%	42.60%	42.73%
營業利率(%)	22.30%	24.94%	27.20%	39.64%	35.43%	31.22%	14.77%	21.68%	24.87%	23.85%	24.23%	25.38%
稅後純益率(%)	22.00%	23.79%	19.81%	23.84%	17.64%	25.06%	23.31%	25.76%	16.09%	47.96%	15.79%	16.58%
營業收入 YoY/QoQ(%)	38.47%	22.06%	8.72%	-2.01%	4.23%	-10.86%	75.93%	11.69%	9.77%	-10.00%	8.00%	3.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	42.78%	31.99%	-9.50%	5.94%	-22.85%	26.61%	63.63%	23.45%	-31.44%	168.22%	-64.45%	8.21%

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 10.15 億元計算。

2024 年 11 月 28 日

ESG：

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

3Q24 營收 56.1 億元，毛利率 42.3%，EPS14.15 元。本次為併購針劑廠的第一個季度，包含一次性併購相關費用約新台幣 0.8 億元，及廉價購買利益約新台幣 6.9 億元。

營收占比：Global Commerical 68%(YOY+112%)，CDMO 32%(YOY+37%)。

CDMO：前三季新增 9 個新客戶、20 個新專案，2024 年度 CDMO 業績已超越原訂目標，全年展望樂觀。位於美國本土的第一個無菌針劑廠營收併入，強化 CDMO 大、小分子的技術製程與量產產能。

Global Commerical：自 4 月 1 日起正式合併 USL，美國市場銷售業務順利整合。西藥銷售及保健品代理雙軌成長，亞洲市場營收較去年同期大幅躍升逾 6 成。

4Q24 毛利率尚未穩定，由於進行部分產線調整，但長期而言將有利提高毛利率(40%以上)。高毛利產品占比持續提高，以 commercial 來看，目前高毛利產品已達到 50%。加上 Big 5，高毛利產品占比應會高於 50%。新 launch 的 R&D 的 papelnets 裡面，也都是比較高毛利的產品。未來高毛利產品的 range 應該會越來越大。

費用預計會高於新台幣 10.5 億元，增加的原因包括 Pyros 案併購後新產品上市的費用支出，將在北美業務團隊和管理人才方面進行投資。隨著 ECB 募資完成並進行部分還款，ECB 有效利率比原來的美金借款低，預計利息費用將會降低。

展望 2025 年營收成長應會相當正向，button-line 也會成長。

2024 年展開四項併購，2025 年將貢獻完整年度：

2024 年展開四項收購案：美國百年藥廠 Upsher-Smith，已於 4/1/2024 併入合併報表。8/20/2024 將 Emergent BioSolutions 旗下位於美國 camden 無菌製劑廠納入。8/27/2024 宣告董事會通過入主泰福(6541 TT)。10/25/2024 收購 Pyros Pharmaceuticals Inc.之全數普通股股權。

收購 Pyros 之全數普通股股權。後續或有價金包括里程碑價金(milestone)與銷售/淨利結算(earnout)。短期最重要產品為 09/2024 正式於美國上市銷售的 VIGAFYDE™。視為年銷售曾逾 2 億美元的 Sabril(Vigabatrin)的取代品。

保瑞併購泰福後持有 30.5%股份，合併基準日暫定為 1Q25，換股產生之潛在處分投資利益上看 25 億元台幣以上(以 11/27 股價計算)，會按持股比例認列業外投資損益而不會併表(預計 2Q25)。泰福虧損約八成來自研發費用

2024 年 11 月 28 日

壓力，而保瑞入主後除現有兩項後期產品 TX01 與 TX05，將會轉攻 CDMO 因此後續可望大幅降低研發支出，若後續進展順利更有望轉盈。

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)。

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。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。

USL 投入 CDMO 業務的執行，在 Miniapolis USL 廠已簽署一至兩個新客戶，包含新產品開發。

Camden 針劑廠產能可再提升 30%，因快速線尚未啟用，月營收 2 億元並非短期天花板，有望持續提高。

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。

06/20/2024 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。

泰福擁有 4 個 1,000L 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 1,000L 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。

川普就任對美國製藥業的影響：

川普主張"讓美國再次偉大" (Make America Great Again)，其政策可能加強供應鏈穩定性，有利於接近美國市場的廠商，對中國生技公司合作的企業產生負面影響。

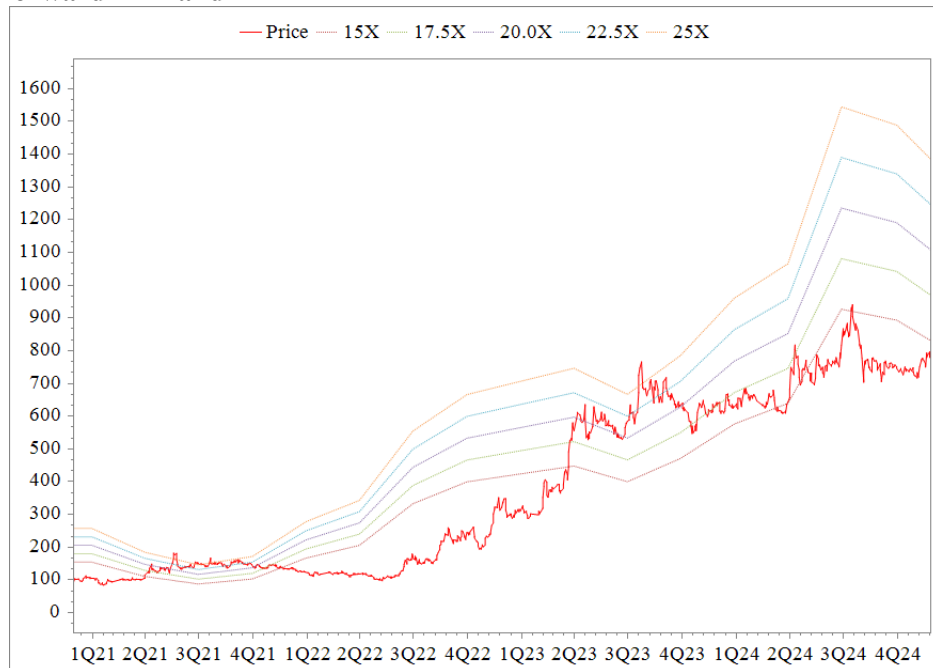
對保瑞來說，由於主要客戶都在美國，且台灣出口藥品至美國無關稅，因此影響較小，甚至可能帶來更多機會。任何供應鏈方面的稅收將由客戶承擔，而非保瑞。

2024 年 11 月 28 日

保瑞發行生技 ECB 籌集資金，可進行策略性併購，目標是成為全球前五大 CDMO，需要持續擴展產能、增加客戶量，因此併購仍是重要策略。

投資建議：基於(1) 2024 年前三季 CDMO 業務已超越原訂目標，商業銷售業務穩定成長，高毛利產品占比持續提升。(2) 2025 年將迎來多項併購效益顯現，主要成長來自 USL 貢獻完整年度營收約 86 億，其次 Camden 無菌針劑充填廠約 28 億。(3) 預估 2025 年 EPS42.78 元，建議 PER 21X，加計業外 EPS12.56 元為評價基礎，目標價 912 元。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 11 月 28 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	22,761	25,052	42,171	50,676	54,722
流動資產	12,241	10,603	18,111	17,952	21,221
現金及約當現金	3,281	3,053	5,022	5,049	5,926
應收帳款與票據	6,085	4,013	8,490	7,445	9,799
存貨	1,947	2,156	3,576	3,491	4,170
採權益法之投資	--	0	0	0	0
不動產、廠房設備	6,645	6,650	5,323	3,980	2,776
負債總計	17,621	13,286	27,745	32,953	35,061
流動負債	10,496	8,229	14,170	14,172	16,665
應付帳款及票據	455	380	862	652	983
非流動負債	7,125	5,057	13,094	18,509	17,793
權益總計	5,140	11,766	14,426	17,724	19,661
普通股股本	754	1,031	1,031	1,031	1,031
保留盈餘	2,549	4,729	7,388	10,687	12,624
母公司業主權益	4,528	9,085	11,644	14,833	16,673
負債及權益總計	22,761	25,052	42,171	50,676	54,722

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	10,494	14,200	19,663	24,000	26,092
營業成本	7,582	7,209	11,197	13,774	14,730
營業毛利淨額	2,913	6,991	8,466	10,226	11,363
營業費用	991	1,742	4,081	4,239	4,266
營業利益	1,922	5,249	4,385	5,987	7,097
EBITDA	2,263	4,779	3,475	3,748	3,794
業外收入及支出	-94	-1,248	1,169	1,713	-130
稅前純益	1,840	4,064	5,554	7,700	6,966
所得稅	438	992	1,128	1,880	1,701
稅後純益	1,392	3,030	4,326	5,710	5,168
稅後 EPS(元)	13.50	29.39	41.96	55.39	50.12
完全稀釋 EPS**	13.50	29.39	41.96	55.39	50.12

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 10.31【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 10.31 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	114.18%	35.31%	38.47%	22.06%	8.72%
營業毛利淨額	74.23%	140.02%	21.10%	20.79%	11.12%
營業利益	83.77%	173.08%	-16.46%	36.52%	18.54%
稅後純益	85.65%	117.70%	42.78%	31.99%	-9.50%

獲利能力分析(%)

毛利率	27.76%	49.23%	43.06%	42.61%	43.55%
EBITDA(%)	21.56%	33.65%	17.67%	15.62%	14.54%
營益率	18.32%	36.97%	22.30%	24.94%	27.20%
稅後純益率	13.26%	21.34%	22.00%	23.79%	19.81%
總資產報酬率	6.12%	12.10%	10.26%	11.27%	9.44%
股東權益報酬率	27.08%	25.75%	29.99%	32.22%	26.28%

償債能力檢視

負債比率(%)	77.42%	53.03%	65.79%	65.03%	64.07%
負債/淨值比(%)	342.79%	112.92%	192.33%	185.92%	178.33%
流動比率(%)	116.63%	128.85%	127.82%	126.67%	127.34%

其他比率分析

存貨天數	68.85	103.87	93.42	93.63	94.93
應收帳款天數	120.16	129.78	116.05	121.17	120.61

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	2,010	4,614	6,341	8,189	7,279
稅前純益	1,840	4,064	5,554	7,700	6,966
折舊及攤銷	325	606	385	301	213
營運資金變動	-6,074	1,788	-5,415	920	-2,703
其他營運現金	5,919	-1,845	5,816	-732	2,803
投資活動現金	-4,281	-2,458	-11,157	-10,245	-2,218
資本支出淨額	-157	-294	-220	-236	-238
長期投資變動	-4,166	-1,330	0	0	0
其他投資現金	42	-833	-10,937	-10,009	-1,980
籌資活動現金	4,595	-2,440	6,785	2,083	-4,184
長借/公司債變動	3,676	-297	8,037	5,414	-715
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-239	-619	-1,766	-2,522	-3,328
其他籌資現金	1,158	-1,524	514	-810	-140
淨現金流量	2,371	-228	1,969	26	878
期初現金	911	3,281	3,053	5,022	5,049
期末現金	3,281	3,053	5,022	5,049	5,926

資料來源：CMoney、群益

2024 年 11 月 28 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	3,139	3,075	3,206	2,857	5,027	5,615	6,164	5,547	5,991	6,171	6,291	5,991
營業成本	1,414	1,431	1,509	1,352	3,076	3,239	3,530	3,203	3,439	3,534	3,598	3,403
營業毛利淨額	1,724	1,644	1,697	1,506	1,951	2,376	2,633	2,344	2,552	2,637	2,693	2,588
營業費用	378	425	561	614	1,209	1,159	1,100	1,021	1,101	1,071	1,047	1,062
營業利益	1,347	1,219	1,136	892	743	1,217	1,533	1,323	1,451	1,566	1,646	1,526
業外收入及支出	-328	-296	-456	91	769	499	-191	2,267	-180	-185	-189	-30
稅前純益	1,019	923	680	984	1,512	1,716	1,342	3,590	1,272	1,381	1,458	1,496
所得稅	318	178	97	240	298	262	328	876	310	337	356	365
稅後純益	692	733	566	716	1,172	1,447	992	2,660	946	1,023	1,081	1,110
最新股本	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015
稅後EPS(元)	6.82	7.22	5.57	7.06	11.54	14.25	9.62	25.80	9.17	9.93	10.48	10.77

獲利能力(%)

毛利率(%)	54.95%	53.46%	52.93%	52.70%	38.81%	42.32%	42.72%	42.26%	42.60%	42.73%	42.81%	43.20%
營業利益率(%)	42.91%	39.64%	35.43%	31.22%	14.77%	21.68%	24.87%	23.85%	24.23%	25.38%	26.17%	25.47%
稅後純益率(%)	22.05%	23.84%	17.64%	25.06%	23.31%	25.76%	16.09%	47.96%	15.79%	16.58%	17.18%	18.53%

QoQ(%)

營業收入淨額	-34.35%	-2.01%	4.23%	-10.86%	75.93%	11.69%	9.77%	-10.00%	8.00%	3.00%	1.95%	-4.77%
營業利益	-12.97%	-9.48%	-6.83%	-21.46%	-16.76%	63.94%	25.95%	-13.71%	9.71%	7.90%	5.13%	-7.32%
稅前純益	-29.35%	-9.42%	-26.37%	44.71%	53.71%	13.54%	-21.80%	167.42%	-64.57%	8.59%	5.55%	2.63%
稅後純益	-33.42%	5.94%	-22.85%	26.61%	63.63%	23.45%	-31.44%	168.22%	-64.45%	8.21%	5.62%	2.69%

YoY(%)

營業收入淨額	131.69%	12.89%	-39.50%	-40.23%	60.18%	82.57%	92.28%	94.13%	19.17%	9.90%	2.07%	8.00%
營業利益	264.54%	89.50%	72.66%	-42.35%	-44.86%	-0.15%	34.98%	48.31%	95.46%	28.64%	7.38%	15.33%
稅前純益	176.11%	18.03%	55.93%	-31.81%	48.36%	85.96%	97.50%	264.98%	-15.89%	-19.55%	8.58%	-58.33%
稅後純益	188.36%	28.88%	40.05%	-31.10%	69.33%	97.31%	75.35%	271.47%	-19.29%	-29.25%	8.99%	-58.27%

註1：稅後EPS以股本10.31億元計算

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。