

2024 年 12 月 20 日

研究員：吳健鈺 [A51755@cim.capital.com.tw](mailto:A51755@cim.capital.com.tw)

前日收盤價 29.10 元  
目標價  
3 個月 31.00 元  
12 個月 31.00 元

## 杏輝(1734 TT)

Neutral

### 近期報告日期、評等及前日股價

### 多元業務佈局，未來三年持續成長

**投資建議：**基於 (1)2025 年學名藥與日本大廠合作即將上市，(2)癌症製劑朝一條龍發展，功能性食品及天然植提產品線豐富，(3)預估 2025 年 EPS 1.77 元，投資建議 Neutral。

### 3Q24 EPS0.26 元，QOQ-33%，YOY-38%：

1~11/2024 累計營收 28.59 億元，YOY+5.21%。毛利率從 2023 年的 36.5% 上升至 38.7%，主要因營養保健食品銷售提升。營業活動現金流入 4.05 億元，但持續投資導致投資活動現金流出 3.01 億元。杏國轉型後支出將大幅減少。

杏輝集團持續進行投資，除設備投資外，近期亦將新建智能化倉儲廠房與擴建健康園區。折舊攤提方面，2024 年約為新台幣 1.6 億元，預估 2025 年將超過新台幣 1.7 億元。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 1,811  
市值(億元) 53  
目前每股淨值(元) 17.56  
外資持股比(%) 4.72  
投信持股比(%) 0.00  
董監持股比(%) 15.44  
融資餘額(張) 1,972  
現金股息配發率(%) 44.64

### 產品組合



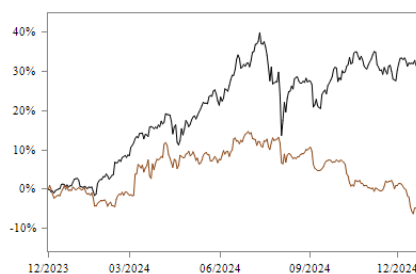
### 2025 年新產品上市，目標超過 2024 年表現：

在國際市場方面，杏輝的產品已在日本、泰國、馬來西亞、印尼、菲律賓、越南及伊拉克等地上市或送件申請，預計未來 3 年內完成主要市場的佈局。

集團規劃計劃推出多項新產品，與日本合作開發的學名藥，針對輕度濕疹與脂漏性皮膚炎的適應症預計 2025 年上市。功能性食品新增 4 項產品，預計涵蓋抗疲勞與腸道健康領域。癌症藥方面，多項細胞毒殺針劑與固型劑新產品量產，並積極進行新適應症研發。

### 股價相對大盤走勢

— 1734 — TWSE



(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	3,130	3,287	3,455	716	749	777	769	750	834	816	824	829
營業毛利淨額	1,199	1,218	1,294	275	283	319	299	272	310	302	306	308
營業利益	300	310	385	55	112	73	79	55	93	74	78	80
稅後純益	313	321	395	76	110	110	65	48	90	77	81	82
稅後 EPS(元)	1.73	1.77	2.18	0.42	0.61	0.61	0.36	0.26	0.50	0.43	0.45	0.45
毛利率(%)	38.32%	37.07%	37.45%	38.36%	37.83%	40.97%	38.83%	36.30%	37.18%	37.01%	37.09%	37.13%
營業利益率(%)	9.57%	9.42%	11.15%	7.75%	14.95%	9.44%	10.25%	7.30%	11.12%	9.10%	9.41%	9.63%
稅後純益率(%)	10.01%	9.75%	11.42%	10.64%	14.67%	14.20%	8.44%	6.35%	10.83%	9.43%	9.81%	9.91%
營業收入 YoY/QoQ(%)	5.65%	5.00%	5.11%	-1.63%	4.58%	3.85%	-1.04%	-2.57%	11.28%	-2.13%	1.00%	0.50%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-16.50%	2.34%	23.11%	-30.15%	44.23%	0.48%	-41.17%	-26.66%	89.70%	-14.77%	5.03%	1.58%

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 18.11 億元計算。

2024 年 12 月 20 日

## ESG：

杏輝提供從農場溯源到最終產品的完整供應鏈，確保產品品質。集團並具備毒理實驗與各項污染檢測能力，為食品原料安全把關。此外，杏輝積極參與社會公益，贊助多個基金會、協會及體育賽事，展現企業社會責任。杏輝也致力於節能減碳，2023 年能源密集度與排放密集度相較於 2021 年皆降低 17%。

## 公司簡介：

杏輝成立於 1977 年，初期以學名藥為核心業務，逐步拓展至功能性食品、化妝品及醫療器材等多元領域。集團設立中加康普，進軍北美市場，並於 2002 年投資杏輝天力及和田天力，擴展中國大陸市場。2008 年，杏輝與合作夥伴成立杏國新藥，專注於新藥開發。2012 年，集團併購杏力醫材，進一步擴大產品線。目前，杏輝集團的三大主要發展方向為學名藥的多元發展、新藥研發與加值，以及天然植提的全方位佈局。杏輝股票於 2000 年上櫃，2002 年轉上市；杏國新藥於 2014 年上櫃。杏輝的產品銷售通路廣泛，包括醫學中心、醫院、診所、1,300 間杏輝專櫃、藥妝零售通路及各大電商平台。此外，杏輝的產品已外銷至超過 10 個國家，並持續拓展國際市場。

## 3Q24 EPS0.26 元，QOQ-33%，YOY-38%：

截至 2024 年 11 月，杏輝累計營收為新台幣 28.59 億元，較去年同期成長約 5%。毛利率方面，受惠於產品組合的變動與批量生產效益，已回升至 38.7%。集團在現金流量方面表現穩健，2024 年前三季營業活動淨現金流入為新台幣 405,341 仟元。期末現金及約當現金餘額為新台幣 1,061,935 仟元。此外，杏輝尚有超過新台幣 1,000,000 仟元的銀行融資額度可供運用。在財務比率方面，2024 年前三季的負債比率為 44.6%，流動比率為 227.0%，顯示集團財務結構穩健。應收帳款與票據週轉次數為 5.12，應付帳款與票據週轉次數為 7.52，存貨週轉次數為 2.31。杏輝集團持續進行投資，除了設備投資外，近期亦將新建智能化倉儲廠房與擴建健康園區。折舊攤提方面，2024 年約為新台幣 1.6 億元，預估 2025 年將超過新台幣 1.7 億元。

## 2025 年新產品上市，目標超過 2024 年表現：

杏輝在未來幾年有多項產品上市計劃，為營收帶來成長動能。學名藥方面，預計 2025 年將上市治療輕度濕疹與脂漏性皮膚炎的新藥。集團同時與日本大廠合作研發製造學名藥，並進軍東協市場。此外，杏輝也將代理日本產品進入國內市場。在原料藥（API）方面，已有兩項取得認證，另有四項正在開發中。功能性食品方面，預計 2025 年將推出四項新產品。杏輝持續發展癌症製劑的研發與製造能力，並已有多類型癌症治療藥物進入量產階段。此外，集團也積極擴展國內連鎖通路。杏輝健康園區的參訪人次預計將於 2025 年超過 3 萬人，集團並規劃擴建園區。集團與政府合作，將結合新寮瀑布及仁山植物園，打造地區樂活路線。在國際市場方面，杏輝的產品已在日本、泰國、馬來西亞、印尼、菲律賓、越南及伊拉克等地上市或送件申請。

杏輝在天然植提領域的發展，集團擁有 163 項多國專利。「管花肉蓯蓉提取物」及「茯苓三萜菁萃物」是產品化的成功案例，而「核桃肽」則於原料提取階段即獲得國際獎項肯定。天然植提原料已銷售至全球 14 個國家，

2024 年 12 月 20 日

並以台灣及中國大陸為主要市場。2024 年，集團將重點拓展東北亞及東協市場。

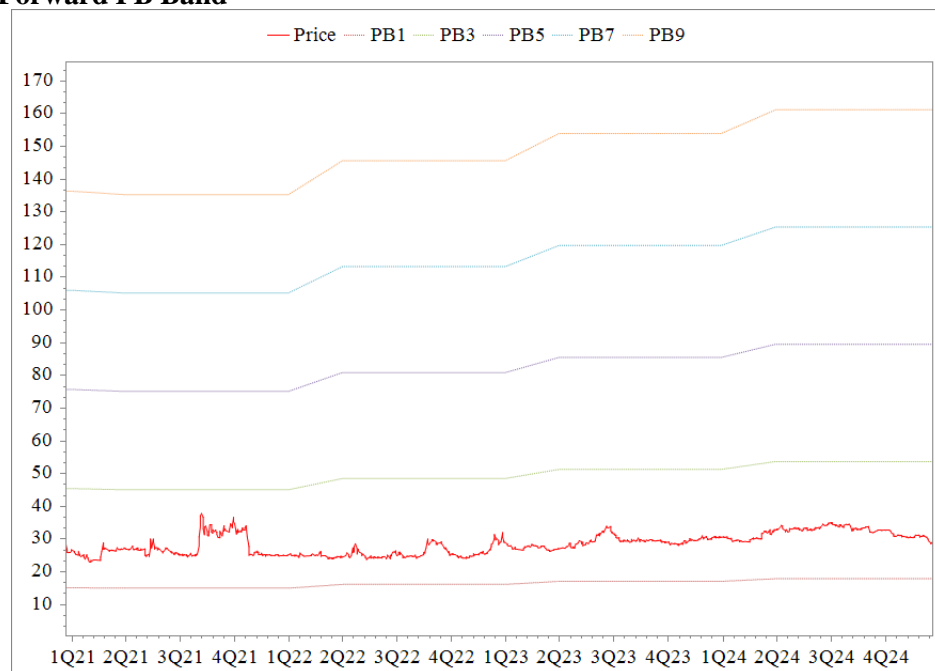
**投資建議：**基於 (1)2025 年學名藥與日本大廠合作即將上市，(2)癌症製劑朝一條龍發展，功能性食品及天然植提產品線豐富，(3)預估 2025 年 EPS 1.77 元，投資建議 Neutral。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 12 月 20 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	6,185	6,251	6,658	6,875	7,256
流動資產	2,778	2,649	3,294	2,880	3,610
現金及約當現金	1,238	1,074	1,403	1,201	1,523
應收帳款與票據	685	643	752	717	826
存貨	737	839	781	950	862
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	3,120	3,228	3,241	3,237	3,227
<b>負債總計</b>	<b>2,968</b>	<b>2,853</b>	<b>3,138</b>	<b>3,215</b>	<b>3,392</b>
流動負債	1,446	1,205	1,608	1,384	1,731
應付帳款及票據	324	291	305	345	334
非流動負債	1,522	1,649	1,517	1,779	1,618
<b>權益總計</b>	<b>3,217</b>	<b>3,398</b>	<b>3,520</b>	<b>3,660</b>	<b>3,864</b>
普通股股本	<b>1,677</b>	<b>1,677</b>	<b>1,811</b>	<b>1,811</b>	<b>1,811</b>
保留盈餘	444	634	622	762	966
母公司業主權益	2,930	3,098	3,243	3,413	3,653
<b>負債及權益總計</b>	<b>6,185</b>	<b>6,251</b>	<b>6,658</b>	<b>6,875</b>	<b>7,256</b>

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	2,857	2,963	3,130	3,287	3,455
營業成本	1,765	1,872	1,931	2,069	2,161
<b>營業毛利淨額</b>	1,091	1,091	1,199	1,218	1,294
營業費用	894	805	900	909	909
<b>營業利益</b>	197	286	300	310	385
<b>EBITDA</b>	534	571	496	526	522
業外收入及支出	42	7	2	22	23
稅前純益	245	306	302	331	408
所得稅	81	-51	12	40	49
稅後純益	225	375	313	321	395
稅後 EPS(元)	1.24	2.07	1.73	1.77	2.18
完全稀釋 EPS**	1.24	2.07	1.73	1.77	2.18

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 18.11【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 18.11 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	17.39%	3.72%	5.65%	5.00%	5.11%
營業毛利淨額	22.80%	-0.01%	9.91%	1.57%	6.20%
營業利益	N.A	44.96%	4.77%	3.27%	24.41%
稅後純益	N.A	67.01%	-16.50%	2.34%	23.11%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	38.20%	36.83%	38.32%	37.07%	37.45%
EBITDA(%)	18.69%	19.26%	15.86%	16.01%	15.11%
營益率	6.91%	9.65%	9.57%	9.42%	11.15%
稅後純益率	7.86%	12.66%	10.01%	9.75%	11.42%
總資產報酬率	3.63%	6.00%	4.71%	4.66%	5.44%
股東權益報酬率	6.98%	11.04%	8.90%	8.76%	10.21%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	47.99%	45.64%	47.14%	46.77%	46.74%
負債/淨值比(%)	92.27%	83.97%	89.16%	87.85%	87.77%
流動比率(%)	192.16%	219.86%	204.80%	208.13%	208.59%

## 其他比率分析

存貨天數	148.29	153.69	153.12	152.66	152.95
應收帳款天數	81.66	81.84	81.34	81.55	81.52

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	425	296	648	574	601
稅前純益	245	306	302	331	408
折舊及攤銷	267	244	259	256	255
營運資金變動	-10	-93	-37	-94	-32
其他營運現金	-77	-160	124	81	-30
<b>投資活動現金</b>	-124	-335	30	-868	104
資本支出淨額	-141	-289	-221	-233	-236
長期投資變動	34	-2	0	0	0
其他投資現金	-17	-43	250	-635	341
<b>籌資活動現金</b>	-263	-121	-349	91	-384
長借/公司債變動	-79	79	-131	261	-160
現金增資	0	30	0	0	0
發放現金股利	-34	-168	-168	-151	-155
其他籌資現金	-151	-62	-50	-19	-68
<b>淨現金流量</b>	43	-163	329	-203	322
<b>期初現金</b>	1,195	1,238	1,074	1,403	1,201
<b>期末現金</b>	1,238	1,074	1,403	1,201	1,523

資料來源：CMoney、群益

2024 年 12 月 20 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	728	716	749	777	769	750	834	816	824	829	818	853
營業成本	481	441	465	459	471	477	524	514	519	521	515	534
營業毛利淨額	246	275	283	319	299	272	310	302	306	308	303	319
營業費用	215	219	171	245	220	217	217	228	228	228	225	227
營業利益	31	55	112	73	79	55	93	74	78	80	78	91
業外收入及支出	7	8	-2	6	-1	-8	6	5	5	5	5	6
稅前純益	38	64	110	79	78	46	98	80	83	85	83	97
所得稅	-61	-1	-12	-26	18	6	15	10	10	10	10	12
稅後純益	109	76	110	110	65	48	90	77	81	82	81	94
最新股本	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811
稅後EPS(元)	0.60	0.42	0.61	0.61	0.36	0.26	0.50	0.43	0.45	0.45	0.45	0.52

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	33.85%	38.36%	37.83%	40.97%	38.83%	36.30%	37.18%	37.01%	37.09%	37.13%	37.02%	37.35%
營業利益率(%)	4.26%	7.75%	14.95%	9.44%	10.25%	7.30%	11.12%	9.10%	9.41%	9.63%	9.53%	10.71%
稅後純益率(%)	14.99%	10.64%	14.67%	14.20%	8.44%	6.35%	10.83%	9.43%	9.81%	9.91%	9.86%	11.01%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-5.63%	-1.63%	4.58%	3.85%	-1.04%	-2.57%	11.28%	-2.13%	1.00%	0.50%	-1.33%	4.34%
營業利益	-64.65%	78.86%	101.72%	-34.41%	7.47%	-30.59%	69.41%	-19.87%	4.37%	2.86%	-2.38%	17.33%
稅前純益	-59.49%	68.74%	72.52%	-28.40%	-0.85%	-40.94%	112.46%	-18.87%	4.14%	2.70%	-2.31%	16.49%
稅後純益	36.11%	-30.15%	44.23%	0.48%	-41.17%	-26.66%	89.70%	-14.77%	5.03%	1.58%	-1.87%	16.56%

## YoY(%)

營業收入淨額	1.59%	0.94%	-1.83%	0.83%	5.74%	4.72%	11.42%	5.00%	7.16%	10.54%	-1.98%	4.50%
營業利益	-65.00%	-17.29%	N.A	-16.34%	154.32%	-1.31%	-17.11%	1.27%	-1.65%	45.74%	-16.02%	22.97%
稅前純益	-63.21%	-25.57%	N.A	-15.56%	106.65%	-27.68%	-10.93%	0.93%	6.02%	84.37%	-15.23%	21.71%
稅後純益	25.04%	11.88%	875.05%	37.77%	-40.45%	-37.47%	-17.76%	-30.24%	24.53%	72.47%	-10.78%	22.03%

註1：稅後EPS以股本18.11億元計算

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。