

南光(1752)

Downgrade to HOLD

□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

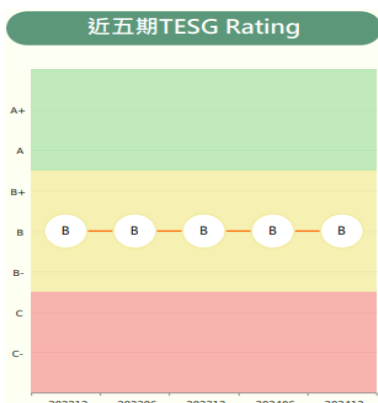
日期:	2024/12/24
目前收盤價 (NT\$):	41
目標價 (NT\$):	42
52 週最高最低(NT\$):	40.8-56.50
加權指數:	22932.25

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,010
市值 (NT\$/mn):	4,220
市值 (US\$/mn):	141
20 日平均成交量(仟股):	75
PER (2024):	19.72
PBR (2024):	1.81
外資持股比率:	1.68
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-2.0	-5.5	-19.9
加權指數報酬率	0.4	4.0	-1.2

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	BUY
目標價 (NT\$)	42	60
營業收入 (NT\$/mn)	2,193	2,163
毛利率 (%)	32.9	33.3
營益率 (%)	12.8	13.5
EPS (NT\$)	2.12	2.25
BVPS(NT\$)	23	24



勞而無功，靜待花開

- **2024 年成長受中國集采抵銷：**南光 2023 年營收占比為中國佔 19%、美國 3%、日本 10%，以及其他海外地區 3%，內銷則為 66%，而累計 2024 年 1~10 月南光營收占比中國下降至 11%、美國上升至 4.5%、日本 9.5%，以及其他海外地區 3%，內銷營收占比則成長至 72%，公司表示內銷成長主要來自台灣輸液產品供不應求，而外銷地區美國成長則來自 Linezolid，然因中國地區受集采大幅影響價格與毛利，因此稀釋內銷與美國等業務的成長。
- **同業永豐化學停產相關產品供不應求，唯毛利低公司難受惠：**在台灣輸液市場市占率高達 7 成的永豐化學於 2024.5 遭勒令停業，受影響品項主要為手術、洗腎、住院用的生理食鹽水、葡萄糖、滅菌液等，南光雖可提供藥品佔受影響替代藥品清單品項近 5 成，公司表示 2024 年輸液產品銷售量成長近 450 萬袋，貢獻營收近 1 億元，成長率超過 80%，唯本次影響品項為低價產品，元富推估衛福部協調的增產價格與公司需加班支應的成本相抵後，公司實際受惠有限。
- **委託代工專案台康 EG12014 美國藥證審查再失利：**南光承接台康 EG12014 凍晶注射劑的充填代工，並協助客戶陸續進行各國藥證申請，然在最大市場美國藥證的申請屢屢碰壁，元富預期南光客戶台康將逐步更改其凍晶注射劑的充填代工轉至 Sandoz 與台耀，即原先預估此專案若成功取證上市則貢獻南光營收占比有望>5%的展望將下修。
- **評等由買進轉中立：**展望後市，南光增長動能轉疲弱，產能需支援國內低價缺貨品項，中國集采競爭疑慮未清，另委託代工進展不如預期，評等由買進轉中立，預計南光 2024/2025 年 EPS 2.12/2.35 元，目標價 42 元(18X2025EPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Sources : Masterlink

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。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 1 of 5

南光為國內最大輸注液專業製造廠，2024 年成長動能受中國集采抵銷

南光成立於 1963 年，為國內最大輸注液藥廠，公司積極拓展毛利較高的海外地區，為台灣第一家以輸注液注射劑通過美國 FDA 及日本 PMDA 認證之製藥廠。2023 年南光營收占比中國佔 19%、美國 3%、日本 10%，以及其他海外地區 3%，內銷則為 66%，而累計 2024 年 1~10 月南光營收占比中國下降至 11%、美國上升至 4.5%、日本 9.5%，以及其他海外地區 3%，內銷營收占比則成長至 72%。公司表示內銷成長主要來自同業停工致使台灣輸液產品供不應求，而外銷地區美國成長則來自 Linezolid，截至 10 月 YoY 達 180%，然因中國地區受集采大幅影響公司產品價格與毛利，因此稀釋內銷與美國等業務的成長，公司後續發展鎖定營養點滴、長效針劑、生活品質藥與預防醫學診所等。

Exhibit 2: 南光各區域別營收比重

	2022 營收	2023 營收	1Q~3Q24 營收	2022 YOY	2023 YOY	1Q~3Q24 YOY
內銷	67%	66%	73%	11%	9%	12%
外銷	33%	34%	27%	4%	15%	-24%
中國	10%	19%	-	-49%	121%	-
美國	9%	3%	-	42%	-65%	-
日本	12%	10%	-	152%	-14%	-
其他	2%	3%	-	31%	57%	-

Source: Company Data

同業永豐化學停產相關產品供不應求，唯影響品項毛利低公司難受惠

在台灣輸液市場市占率高達 7 成的永豐化學，其新莊工廠因未能符合 PIC/S GMP 規範因此於 2024.5 遭勒令停業，促使臨床每月出現約 150 萬袋輸液缺口，受影響品項主要為手術、洗腎、住院用的生理食鹽水、葡萄糖、滅菌液，自此衛福部與國內五家可提供替代藥品的廠商南光、信東、台灣大塚、台裕、濟生協調加開產能，並啟動專案進口，衛福部預估將多支出 4.5 億元台幣，其中專案進口約 2.5 億元，給予短期增產的國內 5 家藥廠輸液新藥價預算則約為 2 億元，並在 2024.7 與 2024.11 陸續核准永豐化學部分產品恢復生產。南光雖可提供藥品佔食藥署公告之受影響替代藥品清單品項近 5 成，公司表示 2024 年輸液產品銷售量成長近 450 萬袋，貢獻營收近 1 億元，年成長率超過 80%，唯本次影響品項為低價產品，元富推估衛福部協調的增產價格與公司需加班支應的成本相抵後，公司實際受惠有限。

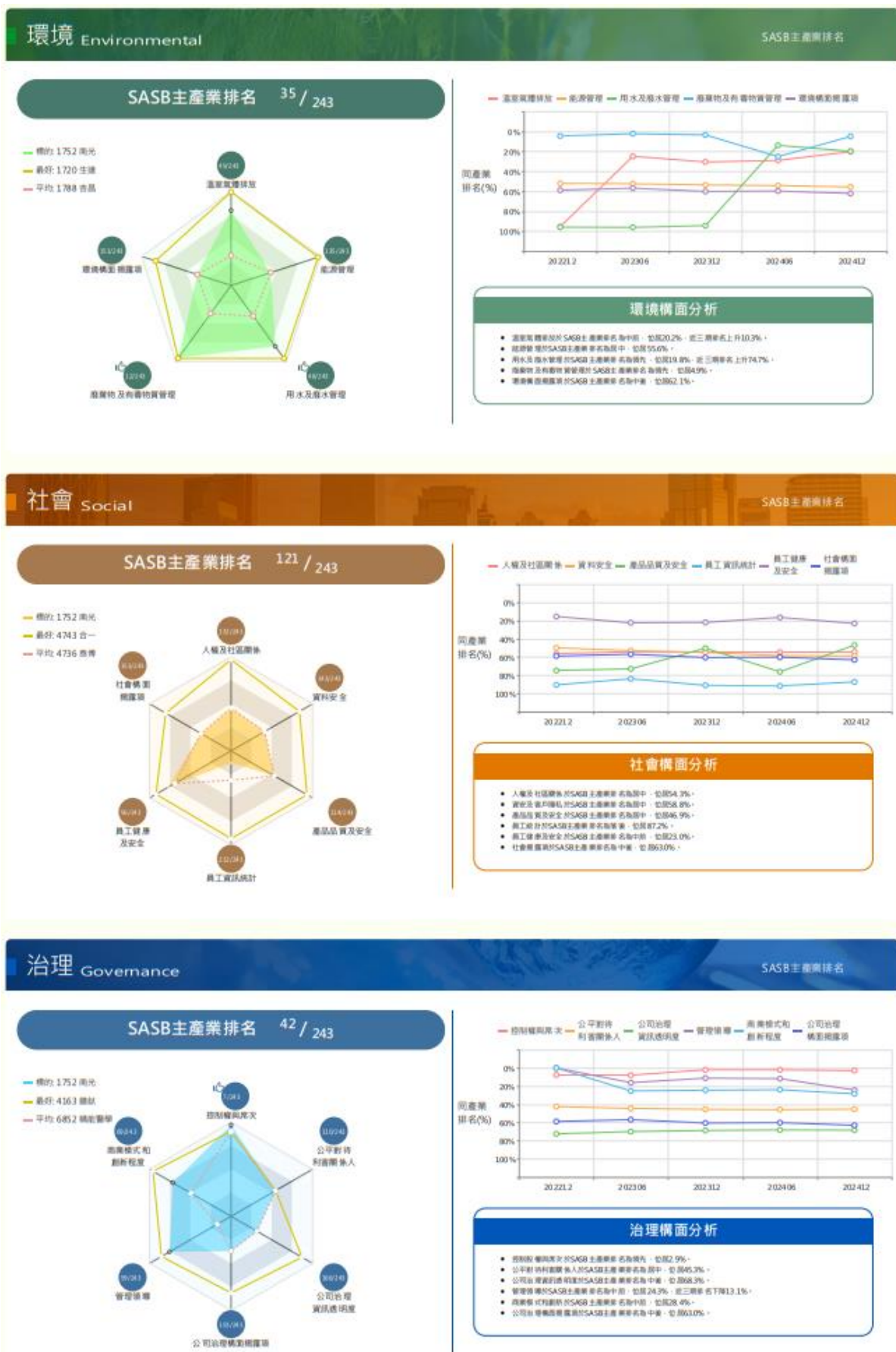
委託代工專案台康 EG12014 美國藥證審查再 失利

南光自 2017.8 開始代工台康 EG12014 (Trastuzumab Biosimilar) 臨床三期相關藥物製造及分析，承接其凍晶注射劑的充填代工，並協助客戶陸續進行各國藥證申請，然在最大市場美國藥證的申請屢屢碰壁，美國 FDA 分別於 2022.2 與 2024.6 接受台康授權夥伴 Sandoz 所提出 EG12014 凍晶注射劑 150 毫克藥證審查申請，並分別於 2022.12 與 2024.12 回覆有關藥證核准前查廠時發現的藥品生產製造及設施相關缺失信函。面對查廠屢次失利，南光客戶台康因此做出相應措施，包括(1)於 2023 年與其授權夥伴 Sandoz 修改合約，改由台康技轉製劑的製程給 Sandoz 的製劑廠做為備案，目前已完成所有的確效批次，與(2)在台耀化學完成三批 EG12014 凍晶注射劑 420 毫克確效批，目標於 2025 年逐步完成歐洲 EMA 核准後變更的申請程序，並陸續上市 150 mg 及 420 mg 產品等相應措施。元富預期南光客戶台康將逐步更改其凍晶注射劑的充填代工轉至 Sandoz 與台耀，即原先預估此專案若成功取證上市則貢獻南光營收占比有望 >5% 的展望將下修。

評等由買進轉為中立，目標 價 42 元

展望後市，南光增長動能轉疲弱，產能需支援國內低價缺貨品項，中國集采競爭疑慮未清，另委託代工進展不如預期，評等由買進轉中立，預計南光 2024 /2025 年 EPS 2.12 /2.35 元，目標價 42 元(18X2025EPS)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊登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	1,940	2,150	2,193	2,302
COGS	1,246	1,395	1,472	1,543
Gross profit	695	756	721	759
Operating expense	373	496	440	443
Operating profit	322	260	281	317
Total non-operate. Inc.	89	-46	4	0
Pre-tax profit	411	214	285	317
Total Net profit	352	198	214	237
Minority	0	0	0	0
Net Profit	352	198	212	237
EPS (NT\$)	3.49	1.96	2.12	2.35
Y/Y %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F
Sales	9.0	10.8	2.0	5.0
Gross profit	16.9	8.7	(4.6)	5.3
Operating profit	25.4	(19.2)	8.1	12.7
Pre-tax profit	78.4	(48.0)	33.4	11.1
Net profit	83.7	(43.6)	6.6	12.2
EPS	79.5	(43.6)	8.0	10.9
Margins %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F
Gross	35.8	35.1	32.9	33.0
Operating	16.6	12.1	12.8	13.8
EBITDA	21.5	13.6	20.0	20.3
Pre-tax	21.2	9.9	13.0	13.8
Net	18.1	9.2	9.7	10.3

Consolidated Balance Sheet				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Cash	401	378	371	469
Marketable securities	0	0	0	0
A/R & N/R	387	375	420	406
Inventory	780	705	627	633
Others	71	79	79	79
Total current asset	1,639	1,538	1,498	1,587
Long-term invest.	0	0	0	0
Total fixed assets	1,600	1,866	2,066	2,166
Total other assets	345	452	102	103
Total assets	3,585	3,856	3,665	3,856
Short-term Borrow	370	580	790	790
A/P & N/P	254	167	167	171
Other current liab.	475	799	123	284
Total current liab.	1,100	1,546	1,080	1,245
L-T borrow s	25	13	0	-13
Other L-T liab.	110	196	196	196
Total liability.	1,174	1,479	1,277	1,429
Common stocks	1,010	1,010	1,010	1,010
Reserves	457	427	407	377
Retain earnings	702	663	972	1,041
Total Equity	2,411	2,377	2,389	2,427
Total Liab. & Equity	3,585	3,856	3,665	3,856

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	528	512	580	572
Gross profit	171	160	197	193
Operating profit	65	56	86	76
Total non-ope inc.	5	8	-10	0
Pre-tax profit	70	65	76	76
Net profit	55	44	58	57
EPS	0.54	0.44	0.58	0.57
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	(7.79)	(2.19)	7.98	10.79
Gross profit	(15.75)	(15.63)	9.06	5.96
Operating profit	(35.45)	(34.86)	15.25	(4,308.16)
Net profit	(41.80)	(52.35)	24.65	(264.55)
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	2.4	(3.1)	13.2	(1.4)
Gross profit	(6.0)	(6.8)	23.1	(1.6)
Operating profit	(3,680.6)	(13.1)	52.1	(11.1)
Net profit	(257.2)	(19.3)	31.7	(1.5)
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Gross	32.4	31.2	33.9	33.8
Operating	12.3	11.0	14.8	13.3
Net	10.3	8.6	10.0	10.0

Consolidated Statement of Cash flow				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	352	198	212	237
Dep & Amort	178	261	150	150
Investment income	0	0	0	0
Changes in W/C	-139	-83	33	13
Other adjustment	-23	-34	0	0
Cash flow – ope.	369	343	395	400
Capex	-94	-291	-200	-100
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	-16	-39	0	0
Cash flow –inve.	-110	-330	-200	-100
Free cash flow	276	52	195	300
Inc. (Dec.) debt	-83	198	0	0
Cash dividend	-182	-232	-202	-202
Other adjustment	-11	-1	0	0
Cash flow –Fin.	-275	-36	-202	-202
Exchange influence	0	-0	-0	-0
Change in Cash	-16	-23	-8	98
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F
ROA	10.04	5.33	5.63	6.31
ROE	15.14	8.29	8.88	9.86

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.