

1760.TT 寶齡富錦

營運成長動能無虞，維持買進建議

公司簡介

寶齡富錦生技股份有限公司成立於 1976 年。四大核心事業群：疾病治療、疾病預防、疾病診斷、推遲老化，產品方面，皮膚科藥膏全台市佔 85%、消毒感控產品全台醫院市佔 90%，近兩年主要營收來源為腎臟病新藥拿百磷(Nephoxil®)以及快篩試劑。

投資評等/目標價

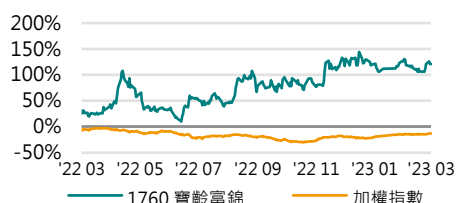
買進

213

【前次投資建議】區間操作，170~193

【大盤指數/股價】15818 / 172

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	86
市值(百萬元)	14,747
3M 平均日成交值(百萬元)	2,038
外資持股率(%)	13.95
投信持股率(%)	1.87
董監持股率(%)	18.50

重點財報解析

百萬元	FY21	FY22F	FY23F
營業收入	1,901	2,399	3,104
營業利益	165	443	1,179
母公司本期淨利	104	324	830
EPS(元)	1.32	4.58	9.68
每股現金股利(元)	1.50	2.75	5.81
每股淨值(元)	24.41	16.35	26.03
本益比(x)	130.30	37.53	17.77
本淨比(x)	7.05	10.52	6.61
殖利率(%)	0.87	1.60	3.38

環境、社會與治理(ESG)



重點摘要

➤ 2023 年拿百磷三大海外市場銷售預估將能貢獻 7.63 億元

拿百磷近兩年已成為寶齡富錦最重要的營收及獲利來源，隨著 2022 年發明人許博士專利合約到期而無須支付 50%分潤後，2023 年將能取得美國以及日本市場完整銷售分潤，投研部預估，Akebia 將更加專注推動拿百磷的各地區銷售，2023 年美國市場有望成長 15%，達 2 億美元，換算分潤達新台幣 3.61 億元，約當貢獻 EPS 4 元；日本市場則在第二適應症加入下，有 5%左右的營收成長，預估營收為 75 億日圓，換算分潤約為新台幣 1.02 億元，約當貢獻 EPS 1.02 元；韓國市場則將取得健保核價，並有望於 1Q23 出貨，投研部估計一次性出貨 1,800~2,000 萬顆，貢獻營收 2.7~3 億元，若以毛利率 65%計算，約當貢獻 EPS 2 元，綜合以上，拿百磷於三大主要海外市場將貢獻營收 7.63 億元、EPS 7.02 元。

➤ 布局檸檬酸鐵原料藥市場，預估 4Q23 年開始貢獻營收獲利

寶齡富錦持續擴大拿百磷原料的檸檬酸鐵產能及推進 API 原料藥取得 DMF(Drug Master File，原料藥主檔案)之進度。產能部分，公司現有產能在經過調整後，上限為 100 噸/年，潛在客戶方面，1M23 合作夥伴 Akebia 公告與美國合作之 API 廠解約，並規劃於 2024 年起更換供應商，投研部推測，未來 Akebia 的檸檬酸鐵 API 訂單，將由寶齡富錦成為主要供應商，而為因應 Akebia 於美國及未來歐洲市場(已公告授權)之需求，公司亦已著手進行新一代產線的建置，投研部預估，1Q23 將進行裝機測試及小量生產並於 1H23 申請美國 FDA 的 DMF，一切順利下將於 4Q23 開始投產貢獻營收。預估 2023 年將初步供應 35 噸檸檬酸鐵、營收貢獻 12.8 億元，若以淨利率 20%換算，約當貢獻 EPS 3 元。

➤ 2023 年營運成長動能將進入爆發期，建議買進

投研部正向看待寶齡富錦 2023 年營運成長動能：1)主要海外市場穩定成長，2023 年開始進軍韓國市場，營收動能可期；2)台灣第二適應症—缺鐵性貧血解盲成功，泰國完成送件申請，中國亦將申請藥證，市場拓展腳步加快；3)檸檬酸鐵原料藥產能持續擴產中，有望成為 Akebia 檸檬酸鐵 API 主要供應商。綜合以上，投研部預估 2023 年營收將達 31.04 億元，YoY+29.4%，EPS 9.68 元，YoY+155.8%。評價方面，考量 2023 年起進入營收及獲利穩定成長期，並持續進行拿百磷全球市場開拓，同時布局原料藥檸檬酸鐵，營運成長動能無虞，然而韓國拿百磷首批出貨數量及價格尚未確定，且檸檬酸鐵 4Q23 是否能順利取得 DMF 並提前出貨尚需觀察，因此以 2023F EPS 9.68 元，並給予本益比中緣 22X 進行推算，推得目標價 213 元，建議買進。

2023 年拿百磷三大海外市場銷售預估將能貢獻 7.63 億元，EPS 7.02 元

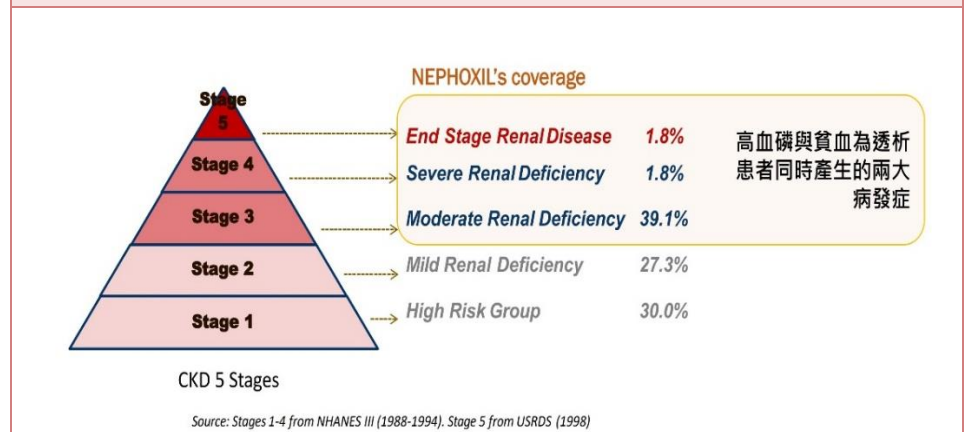
腎臟病新藥拿百磷近兩年已成為寶齡富錦最重要的營收及獲利來源，2022 年美國及日本市場銷售分潤即佔營收的 16.9% (100%毛利)，且隨著 2022 年發明人許博士專利合約到期而無須支付 50%分潤後，2023 年將能取得美國以及日本市場完整銷售分潤，參考合作夥伴 Akebia 於美國銷售額，2021 年為 1.4 億美元，2022 年則約 1.75 億美元，YoY+25%，投研部預估，隨著 Akebia 自家產品研發失利，將更加專注推動拿百磷的各地區銷售，因此推估 2023 年美國市場有望成長 15%，達 2 億美元，換算寶齡富錦分潤可達新台幣 3.61 億元、毛利率 100%、約當貢獻 EPS 4 元；日本市場則在第二適應症加入下，除抵銷健保價調降的缺口外，尚能有 5%左右的營收成長，我們預估 2023 年日本市場營收為 75 億日圓，換算分潤約為新台幣 1.02 億元，毛利率 100%、約當貢獻 EPS 1.02 元；韓國市場則將取得健保核價，並有望於 1Q23 出貨，投研部估計將一次性出貨 1,800-2,000 萬顆、貢獻營收 2.7-3 億元，若以毛利率 65%計算，約當貢獻 EPS 2 元，綜合以上，拿百磷於三大主要海外市場將貢獻營收 7.63 億元、EPS 7.02 元。

拿百磷持續於各地區拓展藥證及第二適應症臨床試驗，缺鐵性貧血台灣三期解盲成功

未來寶齡富錦仍將持續推動拿百磷於各地區之藥證申請以及第二適應症—缺鐵性貧血的臨床試驗，其中，泰國已於 2022 年底完成送件申請，投研部預估近期將能完成中國市場的藥證申請；在第二適應症—缺鐵性貧血方面，除已獲核准的日本市場外，中國也有望結合第一適應症的高血磷症進行雙適應症藥證申請。

近期寶齡富錦公告其拿百磷新劑型錠片於台灣市場第二適應症—缺鐵性貧血的臨床 III 期解盲成功。拿百磷在台灣的第一適應症為高血磷症，因健保核價過低而採自費銷售，導致滲透率不佳，再加入第二適應症後，因能同時治療高血磷及缺鐵性貧血，將有望改變健保核價機制、取得較佳之健保價，投研部認為，第二適應症有望於 2024 年取證，取證後寶齡亦會針對雙適應症重新申請健保議價、以爭取較高之健保價。另一方面，傳統降血磷若使用鈣片會面臨血管鈣化問題，而使用鋁片則會造成神經系統損傷，且缺鐵性貧血治療之鐵劑需以針劑施打，相比之下，拿百磷俱備副作用低、採用口服無須打針之優勢，順利上市後預料在洗腎患者與慢性腎病族群中之滲透率將可大幅提升。

圖 1：拿百磷涵蓋市場



資料來源：公司簡報

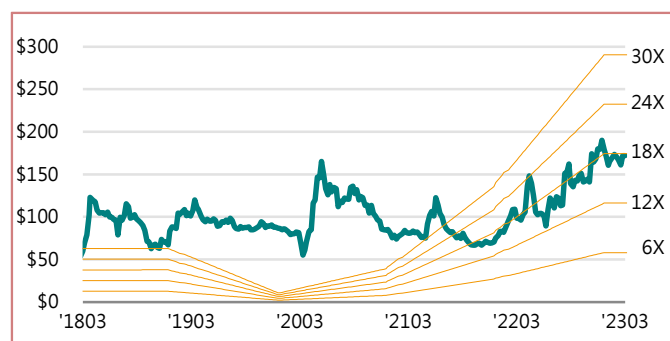
布局檸檬酸鐵原料藥市場，預估 4Q23 年開始貢獻營收獲利

寶齡富錦亦持續擴大拿百磷原料的檸檬酸鐵產能及推進 API 原料藥取得 DMF(Drug Master File，原料藥主檔案)之進度，在原料藥檸檬酸鐵生產相關的保護上，寶齡富錦已擁有純化、製程等相關專利，並持續申請其他範圍的專利保護，多項專利最快於 2030 年後才會到期。產能部分，公司現有第一代產能在經過調整後，上限為 100 噸/年，潛在客戶方面，1M23 合作夥伴 Akebia 公告與美國合作之 API 廠解約，並規劃於 2024 年起更換供應商，投研部推測，未來 Akebia 的檸檬酸鐵 API 訂單，將由寶齡富錦成為主要供應商，而為因應 Akebia 於美國及未來歐洲市場(已公告授權)之需求，公司亦已著手進行新一代產線的建置，投研部預估，1Q23 將進行裝機測試及小量生產並於 1H23 申請美國 FDA 的 DMF，一切順利下將於 4Q23 開始投產貢獻營收。營收貢獻方面，投研部預估 3Q23 將透過舊產線生產部分檸檬酸鐵，4Q23 則轉由新產線投入生產，換算 2023 年將初步供應 35 噸檸檬酸鐵、營收貢獻 12.8 億元，若以淨利率 20%換算，約當貢獻 EPS 3 元。

2023 年營運成長動能將進入爆發期，建議買進

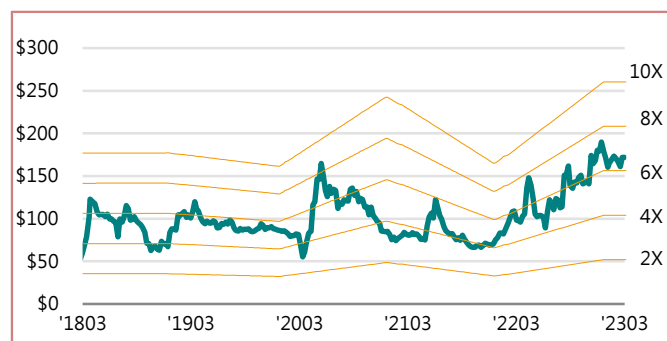
投研部正向看待寶齡富錦 2023 年營運成長動能，主因：1)主要海外市場穩定成長，且美、日銷售分潤均無需再支付發明者分潤，加上今年開始進軍韓國市場，營收動能成長可期；2)台灣第二適應症—缺鐵性貧血解盲成功，泰國完成送件以及中國將送件申請藥證，市場拓展腳步加快；3)檸檬酸鐵原料藥的產能持續擴產中，未來更有望成為客戶 Akebia 檸檬酸鐵 API 主要供應商。綜合以上，投研部預估寶齡富錦 2023 年營收將達 31.04 億元，YoY+29.4%，EPS 9.68 元，YoY+155.8%。評價方面，考量寶齡富錦於 2023 年起進入營收及獲利穩定成長期，並持續進行拿百磷全球市場的藥證申請以及進行第二適應症臨床試驗，同時布局原料藥檸檬酸鐵，多箭齊發下未來 3 年營運成長動能無虞，然而韓國拿百磷首批出貨數量及價格尚未確定，且檸檬酸鐵 4Q23 是否能順利取得 DMF 並提前出貨尚需觀察，因此以 2023F EPS 9.68 元，並給予本益比中緣 22X 進行推算，推得目標價 213 元，建議買進(2023F EPS*22X)。

寶齡富錦未來 12 個月 P/E 區間



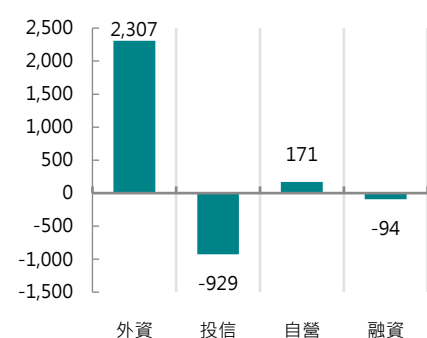
資料來源：國票投顧

寶齡富錦未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
班友投資(有)	18.50
花旗託管大華	4.32
李國豐	4.09
張孟蓉	2.77
江素蘭	1.80
鄭文憲	1.55
黃秀貞	1.24
鄭俊達	0.90
林明賢	0.79
何為斌	0.69

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
班友投資(有)江宗明	董事/總經理	18.5
班友投資(有)林智明	董事	18.5
班友投資(有)謝德夫	董事	18.5
張日炎	獨立董事	0
張立秋	董事長	0
陳伯全	董事	0
陳錦旋	獨立董事	0
黃文鴻	董事	0
廖繼洲	獨立董事	0
林智明	法人代表(董事)	0.51

資料來源：TEJ

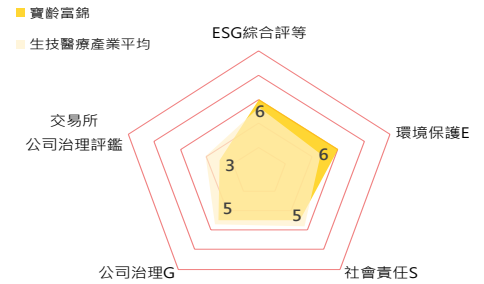
1760 寶齡富錦 永續發展概況

CMoney ESG Rating

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
E(環境保護)			S(社會責任)			G(公司治理)			永續報告書連結
6			5			5			未發布或未申報交易所
產業類別		產業樣本數		ESG評等產業排名		TCFD報告書簽署		TCFD報告書連結	
生技醫療		129		27		是		https://www.fwusow.com.tw/download/itemlist/category/201.html	

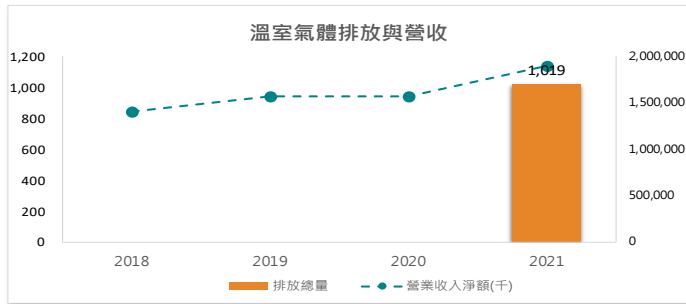
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	1,019	28	991
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

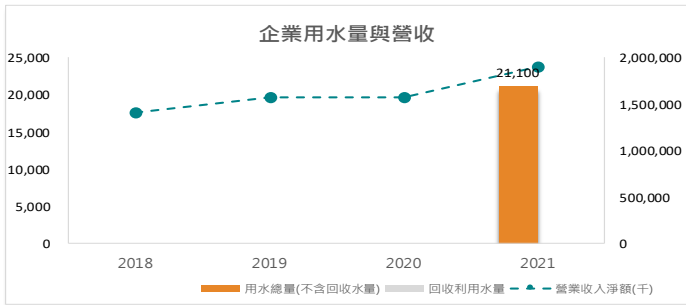
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	21,100	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

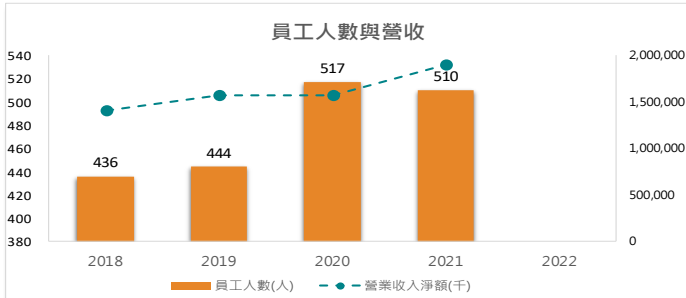
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的汙水總量

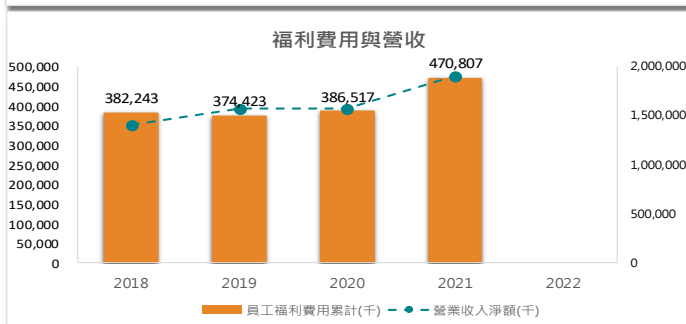
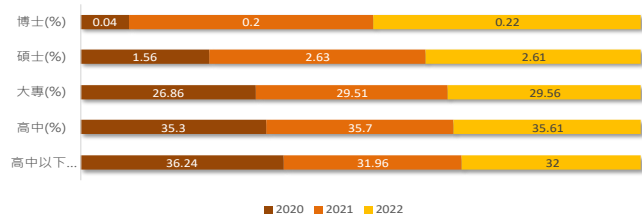
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

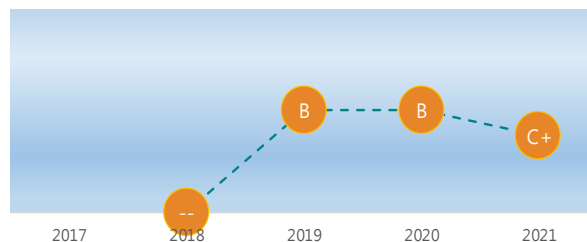
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	36%至50%	B	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	36%至50%	B	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	不列入評鑑結果	--	0.2	0.35	0.24	0.21
未揭露	未揭露	未揭露	未揭露	未揭露	未揭露	未揭露

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



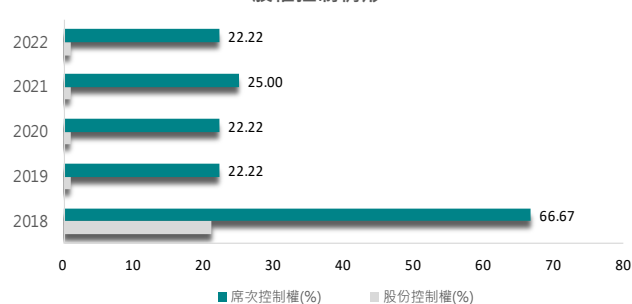
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22F	FY23F
營業收入	455	815	662	468	745	525	628	1,206	1,901	2,399	3,104
營業毛利	235	475	345	228	476	300	395	879	912	1,284	2,049
營業費用	188	246	236	172	244	170	201	254	780	842	871
營業利益	47	230	109	56	231	130	193	624	165	443	1,179
稅前淨利	66	233	122	68	246	145	208	639	183	489	1,239
本期淨利(NI)	40	161	78	47	165	97	139	428	104	326	830
淨利歸屬於_母公司業主	40	161	78	46	165	97	139	428	104	324	830
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2	0
每股盈餘_本期淨利	0.46	1.88	0.91	1.33	1.93	1.13	1.63	5.00	1.32	4.58	9.68
QoQ(%)											
營收淨額	(2.16)	79.25	(18.81)	(29.26)	59.19	(29.53)	19.62	92.04			
銷貨毛利	19.34	102.21	(27.33)	(33.86)	108.20	(36.94)	31.51	122.79			
營業利益	179.14	386.97	(52.38)	(48.61)	311.39	(43.97)	48.85	223.53			
稅後純益_母公司淨利	虧轉盈	307.50	(51.62)	(41.41)	261.44	(41.29)	43.78	207.41			
YoY(%)											
營收淨額	21.53	52.81	24.97	0.73	63.89	(35.57)	(5.07)	157.69	21.20	26.18	29.39
銷貨毛利	37.97	70.48	29.92	15.98	102.34	(36.89)	14.20	284.69	12.05	40.81	59.54
營業利益	虧轉盈	177.73	63.06	232.68	390.30	(43.58)	76.33	1,010.09	35.67	234.34	166.19
稅後純益_母公司淨利	虧轉盈	116.85	30.24	虧轉盈	317.42	(39.86)	78.74	837.92	274.19	210.71	155.82
各項比率											
營業毛利率	51.72	58.34	52.22	48.82	63.85	57.14	62.82	72.88	47.98	53.54	66.02
營業利益率	10.38	28.21	16.55	12.02	31.06	24.70	30.73	51.78	6.97	18.46	37.97
稅前淨利率	14.50	28.65	18.39	14.48	33.08	27.56	33.12	53.02	9.61	20.37	39.90
稅後淨利率	8.70	19.78	11.79	9.76	22.16	18.46	22.19	35.53	5.49	13.52	26.73

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY21	FY22F	FY23F
現金及約當現金	279	96	545
流動金融資產	0	0	0
應收款項	334	585	516
存貨	529	370	345
其他流動資產	103	120	119
流動資產	1,275	1,176	1,526
非流動金融資產	0	0	0
採用權益法之投資	0	0	0
不動產、廠房與設備	1,440	1,415	1,379
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	93	117	118
資產總計	2,953	2,688	3,004
短期借款	265	165	105
流動金融負債	0	0	0
應付款項	350	486	416
其他流動負債	93	86	89
流動負債	740	737	610
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	116	(216)	(384)
其他非流動負債	112	765	546
負債總計	1,020	1,286	772
股本	857	0	0
資本公積	904	904	904
保留盈餘	209	535	1,365
其他權益	(37)	(37)	(37)
庫藏股	0	0	0
非控制權益	0	0	0
股東權益	1,933	1,402	2,232

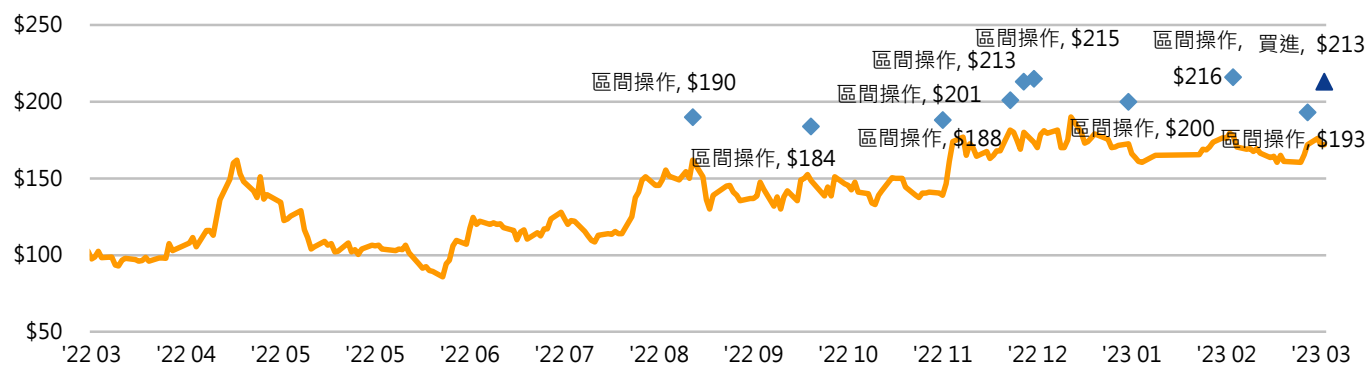
資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY21	FY22F	FY23F
本期稅前淨利(淨損)	183	489	1,239
折舊攤提	140	153	169
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(1)	(1)	0
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	85	51	22
支付之利息	0	(5)	0
支付之所得稅	(77)	(163)	(409)
其他	67	105	106
來自營運之現金流量	401	637	1,130
資本支出	(170)	(128)	(133)
長投增減	(43)	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	1	0	0
收取之股利	6	0	0
其他	(9)	(204)	(260)
來自投資之現金流量	(215)	(331)	(393)
自由現金流量	186	306	737
借款增(減)	(748)	(432)	(228)
股利發放	(54)	0	0
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	628	0	0
其他	(45)	(37)	(41)
來自融資之現金流量	(218)	(469)	(269)
匯率調整	1	(20)	(20)
本期產生之現金流量	(31)	(183)	449
期末現金及約當現金	279	96	545

資料來源：TEJ、國票投顧

寶齡富錦歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	57

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。