

# 旭富(4119)

## 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

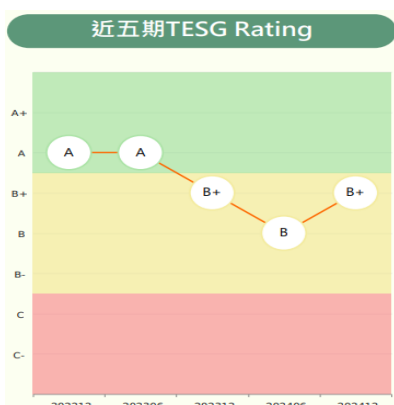
日期:	2025/2/14
目前收盤價 (NT\$):	87.2
目標價 (NT\$):	90
52 週最高最低(NT\$):	83.8-98.0
加權指數:	23399.41

### 公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,195
市值 (NT\$/mn):	10,420
市值 (US\$/mn):	347
20 日平均成交量(仟股):	183
PER (2025):	56.99
PBR (2025):	1.92
外資持股比例:	7.08
TCRI	6

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	3.9	-9.2	-2.6
加權指數報酬率	4.1	2.4	7.4

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	BUY
目標價 (NT\$)	90	115
營業收入 (NT\$/mn)	1,870	-
毛利率 (%)	27.2	-
營益率 (%)	13.2	-
EPS (NT\$)	1.53	-
BVPS(NT\$)	45	-



## 復甦陣痛期來臨

- **逐步浴火重生：**2020.12 旭富唯一廠遭遇祝融之災，大部分產線都燒毀，2021 年營收來自庫存品及承租他廠以維持營運，公司自有產線則於 2024.2 完全恢復，另火災保險理賠金也已結案。公司亦斥資 25 億元於觀音興建新廠，以分散生產據點並穩固客戶關係，預計 4Q25 觀音新廠開始攤提。
- **預期主要產品 2025 年展望持穩，重點觀察 VA 大客戶重新認證進度：**旭富產線已完全恢復並接近滿載，公司重點產品展望分述如下：(1) VA 系列尚未恢復至過往水準主因為大客戶 S 於火災後轉為歐洲自製，客戶雖已至旭富進行查廠，但公司表示暫無法掌握再完成認證的時程。(2) PGA 產品 4Q24 旭富讓價回饋予客戶因此 2024 年 PGA 營收 YoY -12%，公司表示預期 2025 年維持穩定。(3) Pent-2 / PEB.Na 旭富於全球維持寡占地位，相關產品合計營收於火災影響期間逆勢成長，自過往 1~1.5 億元成長至近 3 億元，公司表示預期 2025 年維持平穩。(4) Duloxetine 公司於 4Q23 重新出貨予西班牙客戶，然因相關報價持續向下，因此難恢復至過往水準。(5) BZA 旭富於 2024 年開始供貨予原廠 A 客戶，2024 年 BZA 營收 YoY+132%，公司表示目前僅供應 A 客戶所需約 1/4 的量，因此尚有上升空間。
- **阿茲海默症新藥代工下一批出貨預計落於 2026 年：**旭富為新加坡 TauRx 旗下阿茲海默症新藥 HMTM 代工原料藥，客戶 TauRx 已著手進行 HMTM 在各國的審查送件，最快將於 2025 年於英國上市，並由旭富獨家提供 HMTM 的原料藥，因客戶尚有庫存因此公司預計下一批出貨將落於 2H26。
- **評等由買進轉中立：**雖火災低基期後的復甦態勢不變，唯主力產品展望轉平穩，而後續新品尚需時間發酵，考量新廠落成將對毛利率有壓，評等由買進轉中立，目標價 90 元。

Exhibit 1: TEGS 企業永續指標



Sources: TEJ

## 旭富逐步浴火重生

旭富成立於 1987 年，專注於中間體、原料藥及特用化學品的研發與生產，在多樣產品上擁有全球主要生產商的地位，包括癲癇與躁鬱症的原料藥 VA 系列、安眠鎮靜用的 PEB.Na、以及帕金森氏症之中間體 PGA 等。2020.12 旭富唯一廠(蘆竹)遭遇祝融之災，大部分產線都燒毀，2021 年營收來自庫存品及承租他廠以維持營運，包括承租正峰化學一座廠房及其相關設備進行部分中間體之生產，及委託永光化學生產客戶臨床試驗所需的原料藥，公司自有產線則至 2022 年約恢復至 3 成，2023 年約恢復至 6 成，直至 2024.2 完全恢復，另火災保險理賠金公司已結案，分別於 2022 年認列 1.58 億元，2023 年認列 2.1 億元，與 2024 年認列 4.3 億元。

旭富亦斥資 25 億元於觀音興建新廠，以分散生產據點並穩固客戶關係，預計 2H25 開始量產，因觀音新廠甫落成，相關訂單尚發展中，及考量 4Q25 觀音新廠開始攤提，預期目前觀音新廠的指標意義將大於短期獲利挹注。

Exhibit 2: 旭富各產品營收情形

	2022	2023	2024	2022	2023	2024
	營收	營收	營收	YOY	YOY	YOY
VA series	28%	25%	19%	263%	20%	-4%
PGA	24%	26%	18%	-18%	46%	-12%
Pent-2 / PEB.Na	23%	24%	19%	41%	41%	-0.4%
Dulo.Hcl	3%	5%	13%	-66%	150%	204%
PF.Hcl	4%	4%	5%	-4%	40%	62%
BZA	4%	8%	15%	5%	82%	132%
其他	14%	8%	11%	-51%	-26%	382%

Source: Company Data

## 預期主要產品 2025 年展望 持穩，重點觀察 VA 大客戶 重新認證進度

旭富產線已完全恢復並接近滿載，公司重點產品展望分述如下：

(1) VA 系列：癲癇與躁鬱症的原料藥 VA 系列共有三款原料藥(Valproic acid、Divalproex Sodium、Sodium Valproate)，巔峰營收曾達 7 億元台幣，2024 年 VA 系列貢獻營收 2.9 億元，YoY -4%，尚未恢復至過往水準主因為大客戶 S 於火災後轉為歐洲自製，客戶雖已至旭富進行查廠，但公司表示暫無法掌握再完成認證的時程。

(2)PGA：為治療帕金森氏症之中間體，旭富穩定供應予原廠客戶，火災期間靠承租他廠維持供應因此未受影響，且價格更優於以往，4Q24 旭富讓價回饋予客戶因此 2024 年 PGA 營收 YoY -12%，公司表示預期 2025 年維持穩定。

(3)Pent-2 / PEB.Na：為鎮定安眠用中間體及原料藥，旭富於全球維持寡占地位，Pent-2 火災期間靠承租他廠維持供應，PEB.Na 則因屬管制藥品因此未被搶單，相關產品合計營收於火災影響期間逆勢成長，自過往 1~1.5 億元成長至近 3 億元，公司表示預期 2025 年維持平穩。

(4)Duloxetine HCl：為廣泛用於憂鬱症、廣泛性焦慮症、糖尿病週邊神經痛等領域的精神科用藥，原西班牙客戶之學名藥部門於 2019 年受日商 Towa 併購，相關訂單後轉為日本自製，公司於 4Q23 重新出貨予西班牙客戶，然因相關報價持續向下，因此難恢復至過往水準。

(5)BZA：為青光眼原料藥，屬於高毛利產品，火災後銷售庫存予客戶，並迅速恢復生產因此未受影響，更於 2024 年開始供貨予原廠 A 客戶，2024 年 BZA 貢獻營收 2.3 億元，YoY+132%，公司表示目前僅供應 A 客戶所需約 1/4 的量，因此尚有上升空間，只待 A 客戶完成相關註冊。

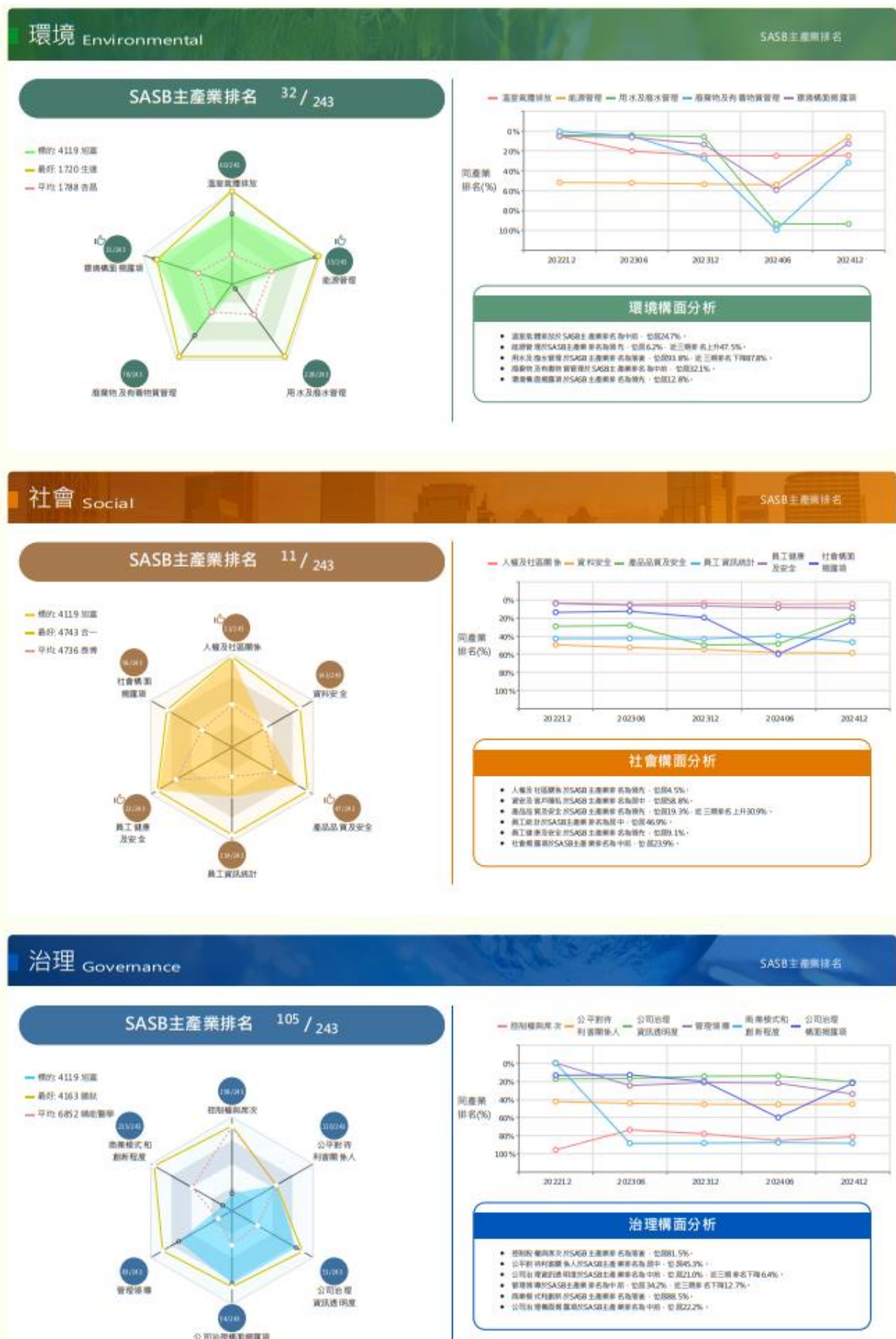
**阿茲海默症新藥代工客戶  
2025 年有望於英國上市，公  
司預期下一批出貨落於  
2026 年**

旭富阿茲海默症新藥代工項目為新加坡 TauRx 旗下新藥 HMTM (Hydromethylthionine mesylate，其他簡稱包括 TRx0237、LMTX 等)，為一口服 tau 蛋白聚集抑制劑，阿茲海默症新藥開發成功率極低，自 1995 年起僅 8 項產品上市(5 項 2003 年前，3 項 2021 年後)，餘百項新藥項目以失敗告終，市場對於阿茲海默症突破性新藥銷售高峰預期為 60~80 億元美金(參考 Aduhelm)。TauRx 自 2002 年成立後陸續展開 HMTM 包括 5 項三期的一系列臨床試驗，並於 2022 年在關鍵臨床三期 LUCIDITY 取得正面結果，客戶 TauRx 已著手進行 HMTM 在各國的審查送件，最快將於 2025 年於英國上市，並由旭富獨家提供 HMTM 的原料藥，因客戶尚有庫存因此公司預計下一批出貨將落於 2H26，公司此前曾表示若 HMTM 順利上市放量，依初期簽訂合約內容對旭富貢獻將可望進入公司前五大產品。

**評等由買進轉為中立，目標  
價 90 元**

雖火災低基期後的復甦態勢不變，唯主力產品展望轉平穩，而後續新品尚需時間發酵，考量新廠落成將對毛利有壓，評等由買進轉中立，目標價 90 元。

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	900	1,204	1,524	1,870
COGS	609	854	1,103	1,361
Gross profit	291	350	420	509
Operating expense	172	190	234	262
<b>Operating profit</b>	<b>119</b>	<b>160</b>	<b>187</b>	<b>247</b>
Total non-operate. Inc.	269	204	444	-18
Pre-tax profit	388	364	630	229
Total Net profit	309	295	516	183
Minority	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>309</b>	<b>295</b>	<b>516</b>	<b>183</b>
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>3.24</b>	<b>2.70</b>	<b>4.32</b>	<b>1.53</b>
Y/Y %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F
Sales	4.1	33.8	26.5	22.7
Gross profit	39.9	20.3	20.0	21.1
Operating profit	61.5	34.7	16.4	32.1
Pre-tax profit	492.0	(6.1)	73.0	(63.7)
Net profit	454.4	(4.6)	75.2	(64.6)
EPS	454.4	(16.7)	60.2	(64.6)
Margins %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F
Gross	32.4	29.1	27.6	27.2
Operating	13.2	13.3	12.2	13.2
EBITDA	44.0	31.2	53.2	23.5
Pre-tax	43.1	30.2	41.4	12.2
<b>Net</b>	<b>34.3</b>	<b>24.5</b>	<b>33.9</b>	<b>9.8</b>

Consolidated Balance Sheet				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Cash	167	942	707	441
Marketable securities	0	0	0	0
A/R & N/R	174	307	334	340
Inventory	513	530	618	621
Others	91	85	85	85
Total current asset	945	1,864	1,745	1,487
Long-term invest.	208	242	242	242
Total fixed assets	3,193	3,907	4,587	5,087
Total other assets	615	678	692	593
<b>Total assets</b>	<b>4,961</b>	<b>6,691</b>	<b>7,266</b>	<b>7,409</b>
Short-term Borrow	112	175	238	238
A/P & N/P	49	44	46	50
Other current liab.	1,034	549	-182	-54
Total current liab.	1,194	768	102	235
L-T borrow s	432	843	823	803
Other L-T liab.	561	1,018	872	872
<b>Total liability.</b>	<b>1,331</b>	<b>1,591</b>	<b>1,797</b>	<b>1,909</b>
Common stocks	954	1,195	1,195	1,195
Reserves	1,357	2,234	2,214	2,184
Retain earnings	837	1,154	2,060	2,121
<b>Total Equity</b>	<b>3,629</b>	<b>5,100</b>	<b>5,469</b>	<b>5,499</b>
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>4,961</b>	<b>6,691</b>	<b>7,266</b>	<b>7,409</b>

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	370	450	500	550
Gross profit	102	126	141	140
Operating profit	43	59	75	69
Total non-ope inc.	-4	-4	-4	-6
Pre-tax profit	39	55	71	63
Net profit	31	44	57	51
EPS	0.26	0.37	0.47	0.42
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	19.40	14.59	19.25	36.87
Gross profit	10.75	16.73	21.55	34.24
Operating profit	(4.18)	7.66	46.79	94.80
Net profit	(29.64)	(28.88)	(85.15)	77.95
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	(7.9)	21.6	11.1	10.0
Gross profit	(2.6)	23.8	11.9	(0.5)
Operating profit	21.1	37.4	26.1	(7.2)
Net profit	9.9	41.2	28.0	(10.4)
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	27.5	28.0	28.2	25.5
Operating	11.7	13.2	15.0	12.6
Net	8.5	9.8	11.3	9.2

Consolidated Statement of Cash flow				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	309	295	516	183
Dep & Amort	91	145	180	210
Investment income	13	14	12	0
Changes in W/C	-295	-154	-114	-4
Other adjustment	180	-84	0	0
<b>Cash flow – ope.</b>	<b>297</b>	<b>216</b>	<b>594</b>	<b>389</b>
Capex	-1,168	-1,029	-680	-500
Change in L-T inv.	-93	-18	0	0
Other adjustment	251	181	0	0
<b>Cash flow –inve.</b>	<b>-1,009</b>	<b>-866</b>	<b>-680</b>	<b>-500</b>
Free cash flow	-871	-814	-86	-111
Inc. (Dec.) debt	548	494	0	0
Cash dividend	0	-24	-149	-155
Other adjustment	-1	956	0	0
<b>Cash flow –Fin.</b>	<b>547</b>	<b>1,426</b>	<b>-149</b>	<b>-155</b>
Exchange influence	0	0	0	0
<b>Change in Cash</b>	<b>-165</b>	<b>775</b>	<b>-235</b>	<b>-267</b>
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F
ROA	6.75	5.06	7.40	2.49
ROE	8.89	6.75	9.77	3.33

#### 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

©2025 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.