

保瑞 (6472 TT) Bora

業外評價利益將帶動 1Q25 獲利達峰，惟 1H25 進入營運調整期

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$870.0

收盤價 (2025/03/10)：NT\$802.0
隱含漲幅：8.5%

營收組成 (2024)

全球銷售業務 71% · CDMO 29%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	870	970
2025年營收 (NT\$/十億)	22.8	24.8
2025年EPS	52.8	44.2

交易資料表

市值	NT\$82,930百萬元
外資持股比率	11.7%
董監持股比率	27.9%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$164.93
負債比	67.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	14,200	19,246	22,838	24,365
營業利益	5,249	3,383	4,865	5,451
稅後純益	3,030	3,939	5,371	3,486
EPS (元)	30.20	38.69	52.76	34.24
EPS YoY (%)	63.0	28.1	36.4	-35.1
本益比 (倍)	26.6	20.7	15.2	23.4
股價淨值比 (倍)	8.9	6.4	4.9	4.5
ROE (%)	36.3	30.6	32.0	19.3
現金殖利率 (%)	1.5%	2.0%	2.6%	1.7%
現金股利 (元)	12.00	16.00	21.10	13.70

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳彥菱

dorothy.chen123@yuanta.com

元大觀點

◆ 因針劑廠歲修、存貨跌價損失，4Q24 EPS 5.94 元，低於預期 40%。

◆ 部分學名藥面臨競爭，2 月營收不如預期，下修 1Q25 營收 12%，惟業外估計認列評價利益 25.7 億元，預估 1Q25 EPS 31 元，將達高峰。

◆ 短期產品組合調整將使營運承壓，下調目標價至 870 元，以 21 倍本益比及 2026 年預估本業 EPS 41.5 元推得。

4Q24 針劑廠歲修、學名藥存貨跌價，EPS 低於預期 40%

保瑞 4Q24 營收 57.46 億元，QoQ+2.3%/YoY+79.3%；毛利率 32.7%，QoQ-9.6 ppt/YoY-20.3 ppt，低於元大/市場預期 9.0ppt/9.8ppt，主因針劑廠因歲修使稼動率降低，且 Upsher-Smith 部分學名藥產品價格萎縮影響存貨變現價值評估；營運規模提升使營業費用增加，營業利益 5.31 億元，QoQ-56.4%/YoY-53.3%，低於元大/市場預期 61.9%/60.6%；業外收入 2.1 億元，包括廉價購買利益約 2.6 億元；歸屬母公司稅後淨利為 6.04 億元，QoQ-58.2%/YoY+6.9%，低於元大/市場預期 40.2%/32.3%，調整後 EPS 5.94 元。

學名藥面臨競爭，惟業外認列評價利益，1Q25 獲利將達高峰

保瑞 2025 年 2 月營收 17.27 億元，MoM+5.5%/YoY+96.3%，低於我們原先預估一個月 20 億元營收，主因 Upsher-Smith 部分學名藥持續面臨價格競爭，目前公司尚未停止這些產品的銷售，對獲利有負面衝擊，下調 1Q25 營收預估 11.6%至 53.5 億元，QoQ-7%/YoY+87%，惟 2025/1/20 保瑞生技與泰福生技合併，估計業外認列 25.73 億元評價利益，並透過權益法認列泰福損失 1.2 億元，1Q25 EPS 預估上調 208%至 31.22 元，因納入評價利益。

1H25 仍處營運調整期，目前評價合理，故降評至持有

預計 1H25 底前將完全停止獲利不佳之學名藥銷售，將使 1H25 營收承壓，營運規模擴大亦使費用增加，2025 年營收下調 7.9%、同步下調營業利益 17%，業外認列評價利益較高，2025 年 EPS 預估上調 18.8%至 52.76 元，YoY+36%。展望 2026 年，全球銷售業務、CDMO 業務仍穩定成長，惟業外缺少評價利益，且須透過權益法認列泰福營運損失，預估 2026 年 EPS 將年減 35%至 34.24 元，排除業外因素，預估 2026 年本業 EPS 41.5 元，YoY+12%。短期調整 USL 產品組合，將使營收承壓、費用增加，故將目標本益比從前次的 22 倍下調至 21 倍，以 2026 年預估本業 EPS 41.5 元，推得新目標價 870 元，調降至「持有-超越同業」評等。

4Q24 Camden 針劑廠歲修、學名藥存貨跌價，EPS 低於預期 40%

保瑞 4Q24 營收 57.46 億元，QoQ+2.3%/YoY+79.3%，創單季新高，低於元大/市場預期 4.3%/0.2%，主因 2024/11/7 起美國 Camden 無菌針劑廠進行為期 2 個月的歲修，營收貢獻較少；毛利率 32.7%，QoQ-9.6 ppt/YoY-20.3 ppt，低於元大/市場預期 9.0ppt/9.8ppt，主因 Camden 針劑廠因歲修使稼動率降低，且 Upsher-Smith 部分學名藥產品價格萎縮影響存貨變現價值評估，還原一次性影響後 4Q24 毛利率應為 41.8%(2024 年合併毛利率 40.06%，還原一次性影響後為 42.8%)，符合預期；營業費用 13.46 億元，QoQ+16%/YoY+140%，高於預期的 11 億元，主因積極併購，營運規模與廠區數明顯躍升；營業利益 5.31 億元，QoQ-56.4%/YoY-53.3%，低於元大/市場預期 61.9%/60.6%；業外收入 2.1 億元，包括併購馬里蘭無菌針劑廠第二階段廉價購買利益約 2.6 億元；歸屬母公司稅後淨利為 6.04 億元，QoQ-58.2%/YoY+6.9%，低於元大/市場預期 40.2%/32.3%，調整後 EPS 5.94 元。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,206	5,615	5,746	2.3%	79.3%	6,006	5,758	-4.3%	-0.2%
營業毛利	1,697	2,376	1,877	-21.0%	10.6%	2,500	2,447	-24.9%	-23.3%
營業利益	1,136	1,217	531	-56.4%	-53.3%	1,394	1,347	-61.9%	-60.6%
稅前利益	680	1,716	743	-56.7%	9.3%	1,331	1,156	-44.2%	-35.7%
稅後淨利	566	1,447	604	-58.2%	6.9%	1,010	893	-40.2%	-32.3%
調整後 EPS (元)	5.64	14.21	5.94	-58.2%	5.3%	9.92	8.77	-40.2%	-32.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	52.9%	42.3%	32.7%	-9.6	-20.3	41.6%	42.5%	-9.0	-9.8
營業利益率	35.4%	21.7%	9.2%	-12.4	-26.2	23.2%	23.4%	-14.0	-14.2
稅後純益率	17.6%	25.8%	10.5%	-15.2	-7.1	16.8%	15.5%	-6.3	-5.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

USL 部分學名藥產品面臨價格競爭，惟業外認列評價利益，1Q25 獲利將達高峰

保瑞 2025 年 1 月營收 16.37 億元，MoM-18%/YoY+34%，月減主因農曆春節工作天數較少，台灣廠營收貢獻較少，Camden 針劑廠於 2025 年 1 月初仍在歲修也影響營收表現，此外，2024 年 12 月 Rytary(竹南廠 CDMO 產品)、Vigadrone 出貨較多，2025 年 1 月也有修正。保瑞 2025 年 2 月營收 17.27 億元，MoM+5.5%/YoY+96.3%，2025 年 2 月竹南廠原先延遲的新客戶技轉速度已加快，美國無菌針劑廠的產能亦全面恢復作業，但仍低於我們原先預估一個月 20 億元營收，主因 Upsher-Smith 部分學名藥持續面臨價格競爭，目前公司尚未停止這些產品的銷售，對獲利有負面衝擊，預計 1H25 底前將完全停止相關產品銷售，也將使 1H25 營收承壓。展望 1Q25，由於 Upsher-Smith 部分學名藥受價格競爭影響，營收貢獻下滑，下調營收預估 11.6%至 53.5 億元，QoQ-7%/YoY+87.3%；惟毛利率較差的學名藥營收佔比下降，使產品組合轉佳，上調毛利率 1.9ppt 至 43.6%；營運規模擴大、產品組合調整導致營業費用增加，上修營業費用至 12.3 億元以上(原估 11 億元)，下調營業利益 22%至 11 億元；因 2025/1/20 保瑞生技與泰福生技(6541 TT；未評等)合併，以一股保瑞生技換一股泰福生技，以 2025/1/20 泰福收盤價 68.5 元計算，估計 1Q25

業外認列 25.73 億元評價利益，並將透過權益法認列泰福損失 1.2 億元；預估 1Q25 EPS 31.22 元，較前次上調 208.2%，主因納入評價利益。

圖 2：2025 年第 1 季獲利預估調整

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,857	5,746	5,354	-6.8%	87.3%	6,055	5,600	-11.6%	-4.4%
營業毛利	1,506	1,877	2,334	24.3%	55.0%	2,526	2,319	-7.6%	0.6%
營業利益	892	531	1,102	107.6%	23.5%	1,417	1,188	-22.3%	-7.3%
稅前利益	984	743	3,452	364.4%	250.9%	1,358	3,559	154.2%	-3.0%
稅後淨利	716	604	3,179	425.9%	343.9%	1,032	2,693	208.2%	18.0%
調整後 EPS (元)	7.03	5.94	31.22	425.9%	343.9%	10.13	26.45	208.2%	18.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	52.7%	32.7%	43.6%	10.9	-9.1	41.7%	41.4%	1.9	2.2
營業利益率	31.2%	9.2%	20.6%	11.3	-10.6	23.4%	21.2%	-2.8	-0.6
稅後純益率	25.1%	10.5%	59.4%	48.9	34.3	17.0%	48.1%	42.3	11.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2024 年併購美國百年藥廠 USL、Camden 無菌針劑廠，擴大北美營運版圖

保瑞分別於 2024/4/1、2024/8/20 完成美國 Upsher-Smith Laboratories (USL)、馬里蘭康登鎮 (Camden, Maryland)無菌針劑廠的收購案，取得三座美國生產基地、新增針劑充填業務，並擴大北美產品銷售、CDMO 業務量能。Upsher-Smith/Camden 無菌針劑廠合併後一季對於保瑞營收貢獻分別逾 20 億元/6 億元，且新產品上市、新客戶訂單持續挹注成長動能，保瑞也將持續優化產品組合、提升生產效率，以改善整體獲利率。

Upsher-Smith 為一美國本土在地之製藥公司，擁有 48 項上市量產藥品，產品組合多元，已成功建立了一個專精於開發、營銷品牌學名藥之特殊專業獨有渠道，2024/7 完成美國產品銷售的物流整合，將保盛藥業的第三方物流作業移轉至 USL 自有物流中心，大幅提高配送效率，降低管理費用。USL 旗下品牌學名藥 Vigadrone (vigabatrin)口服懸浮液於 2018 年上市，為嬰幼兒癲癇用藥，是 USL 最主要的產品，3Q24 專科用藥營收貢獻 7.24 億元(營收佔比 13%)，毛利率高於公司平均 (45~50%)，2024/10 月底收購 Pyros 後，保瑞將 vigabatrin 即用型口服液品牌(Vigafyde)納入旗下，加上原本 USL 就有的口服懸浮液劑型與口服型粉末溶液，成為目前美國市場中唯一同時擁有 vigabatrin 三款劑型的藥廠，預期保瑞未來在美國嬰兒點頭式痙攣治療市場之市佔率可進一步擴大，美國一年有 2,500 個小兒癲癇新病人，可以用荷爾蒙療法或是給 Vigabatrin 藥物，Vigabatrin 一天用藥兩次，過去粉包劑型需要加水，透過滴管將藥水擠出給嬰兒服用，其餘放到冰箱儲存備用，使用上不方便，即用型口服液 Vigafyde 可供嬰幼兒病患使用。Vigabatrin 藥物一年藥價達 3.9-7.9 萬美元，保瑞在嬰幼兒患者可提供即用型口服液，在年紀更大的兒童患者可提供口服懸浮液或是錠劑，預期長期旗下小兒神經品牌藥用藥人數可達 2,500 人，則小兒神經品牌藥一年營收貢獻可達 1-2 億美元，對比原廠藥 Sabril (Vigabartrn)於 2017 年(學名藥上市前)在美國市場銷售額最高達 2.29 億美元，還有成長空間。預估 2025 年保瑞旗下小兒神經品牌藥營收達 32.1 億元，YoY+150%。

2024/11 初 USL 旗下 Deflazacort Tablet 取得美國 FDA 學名藥藥證，用於治療罕見疾病杜氏肌肉營養不良症(DMD)，預計 1Q25 上市，原廠藥 Emflaza(Deflazacort)一年營收約 2 億美元，除原廠藥外，目前僅有一家學名藥上市，預估 2025 年保瑞的 Deflazacort 學名藥在美國市佔率為低個位數，貢獻營收 1.5 億元。

2024 年上市 40 項 CDMO 產品、併購美國針劑廠，工廠稼動率持續提升

2024 年保瑞集團共完成 28 億劑之藥品開發，協助客戶成功上市 40 個新品項，總計生產 96 個品項，2024 年 CDMO 營收 62.7 億元，YoY+26.7%，2024 年底全球前 20 大藥廠佔 CDMO 營收比例已超過 30%，顯示客戶組成及規模效應有成，2025 年至今各廠共新增 20 個 CDMO 產品項目，多為新簽約客戶案件。保瑞以台灣、北美作為全球 CDMO 據點，共有 10 個廠區，台灣有 6 個生產工廠，包括 5 個小分子藥製劑生產廠(其中 1 個為眼藥廠)及 1 個大分子原料藥廠；北美有 4 個生產工廠。

台灣生產廠規模小，無法完全滿足 CDMO 客戶需求，後疫情各國企業強調供應鏈在地化，在美國有大型口服固體製劑產能對於 CDMO 接單幫助很大，3Q24 收購的無菌針劑廠也補足保瑞過去缺乏的針劑生產技術。目前保瑞台南廠年產能 7 億劑已滿載生產；竹南廠年產能 20 億劑接近滿載，有一些設備跟保盛藥業共用；眼藥廠產能還沒有滿載，主要生產台灣市場產品；原保盛藥業中壢廠於 2025 年初正式加入 CDMO 業務，將貢獻荷爾蒙及小批量、高度差異化的技術平台；加拿大廠目前產能利用率 30-40%，2024 年加拿大廠將有 10 項 CDMO 產品上市，有利稼動率提升。

USL 在明尼蘇達州之 Plymouth 與 Maple Grove 設有兩間製造工廠，皆經美國 FDA 查核通過，並已有量產產品上市銷售。Plymouth 廠產能已滿載，獲利能力強。Maple Grove 廠則為新擴建完成之廠區，為目前美國口服固體製劑廠中單一最大廠區、廠房內部使用面積達 60 萬平方英尺以上，可生產之藥品劑型包含口服固體、粉體(口服與局部用藥皆備)、液體，並設有包裝產線及倉儲物流，年產能達 35 億劑口服藥(是保瑞竹南廠的 4 倍大)，只生產約 30 項自有學名藥產品，目前產能利用率僅 30%，現階段 USL 生產廠已簽定 1-2 個 CDMO 新客戶，1Q25 底 USL 的產能將轉型為 CDMO 業務。

Camden 無菌針劑廠佔地 87,000 平方英尺，有 4 條成品充填產線，包括 2 條無菌隔離藥瓶產線及 1 條藥瓶/注射劑隔離的先進產線，產量最高達每批次 6 萬瓶，可支援實驗試製及商業量產所需之冷凍乾燥、玻璃瓶(Vials)充填與預填充注射器充填等各式技術製程，可用於大分子藥物或是小分子藥物的充填代工，現有超過 20 家 CDMO 客戶，規模橫跨國際大廠、中小型創新藥品開發公司，及學名藥/生物相似藥廠家，已通過美國、韓國、日本、澳洲、俄羅斯等多國藥監機構合規認證，可配合客戶多元化目標市場的需求，未來透過產線升級快速線，預計 Camden 針劑廠產能可增加 30%。

2024 年以來保瑞陸續併購美國百年藥廠 USL、美國 Camden 無菌針劑廠，使得保瑞在美國地區的員工人數增加至現在的 900 人，管理層預期要花一些時間整合人力資源。

圖 3：保瑞廠房概覽及 CDMO 業務佈局

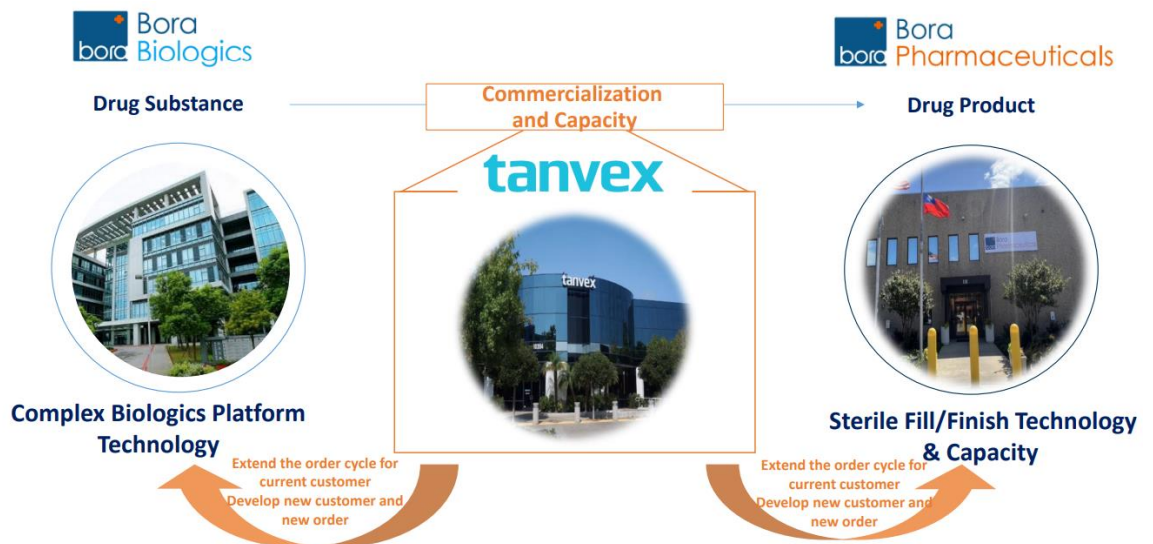


資料來源：公司資料

保瑞生技於 1Q25 與泰福生技合併，保瑞將著重推動大分子 CDMO 業務

保瑞藥業(6472)與泰福生技進行策略聯盟，由泰福生技發行普通股新股取得保瑞旗下負責大分子 CDMO 業務的保瑞生技、以每 1 股保瑞生技普通股換發 1 股泰福生技普通股作為對價，保瑞生技將與泰福生技合併，泰福生技為存續公司。保瑞生技與泰福生技合併案在 1Q25 完成，此交易完成後，保瑞藥業將取得泰福生技約 30.5%股權，未來保瑞會以長期投資會計處理方式、按持股比例認列業外投資損益。泰福目前一年虧損約 16 億元，未來盛保熙先生擔任泰福生技新任董事長後，將重新定位泰福生技為大分子 CDMO 公司，泰福仍將持續推動旗下兩項生物相似藥 Nypozi (TX01)與 Valheric (TX05)在美國上市，但將停止其他研發計畫，而專注於增加美國大分子原料藥廠的 CDMO 業務，目標盡快讓泰福生技的現金流轉正。泰福生技美國大分子原料藥廠有 4 個 1,000 升的生物反應器，目前僅生產自有的生物相似藥 TX01 和 TX05，未來可用於接洽大分子原料藥 CDMO 訂單，現在 Camden 針劑廠、保瑞生技的客戶都可以轉介過去，未來泰福的美國大分子原料藥廠還可以再新增 1-2 個 2,000 升的生物反應器，以生產癌症用藥、ADC 等少量高單價的大分子原料藥為主。

圖 4：攜手泰福、補足美國本土市場大分子量產能力



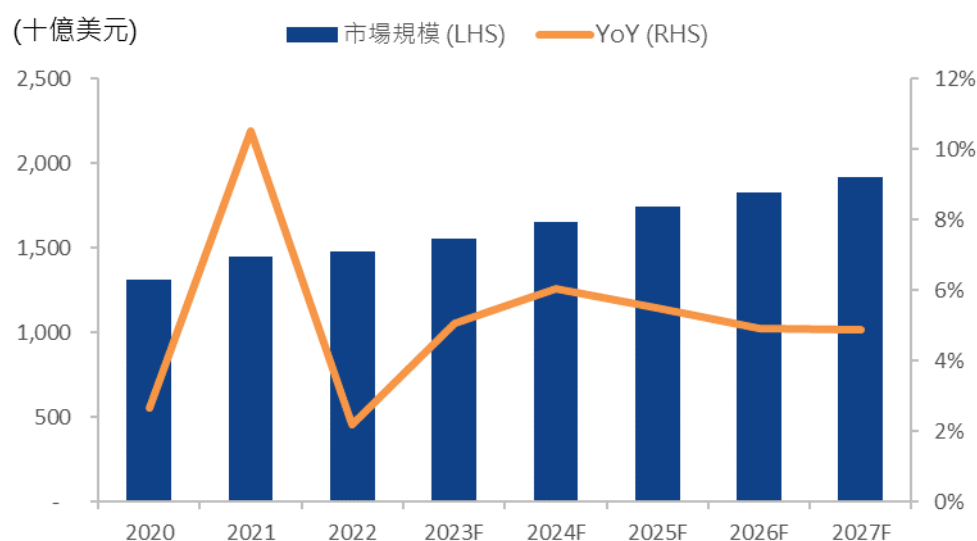
資料來源：公司資料

產業概況

人口老化、新藥上市帶動製藥市場穩健成長

人口老化、新藥上市為製藥產業成長驅動因子，2023 年全球製藥市場規模約 1.6 兆美元，預估 2024 年將年增 6%，2023-2027 年 CAGR 為 5.3% (圖 5)，預估 2027 年全球製藥市場規模將成長至 1.9 兆美元。地區別而言，北美仍是最大市場，佔全球藥品市場的 52%，其次為歐洲(22%)、亞太地區及非洲(21%)、拉丁美洲(4%)。已開發國家穩定成長，新藥上市帶來的成長被學名藥侵蝕所抵銷，這顯示已開發國家具有龐大的學名藥商機；拉丁美洲、東歐和亞洲部分地區(不含中國、日本)預計將因新藥核准數量及採用率提升而強勁成長。

圖 5：2023-2027 年全球製藥市場 CAGR 為 5.3%

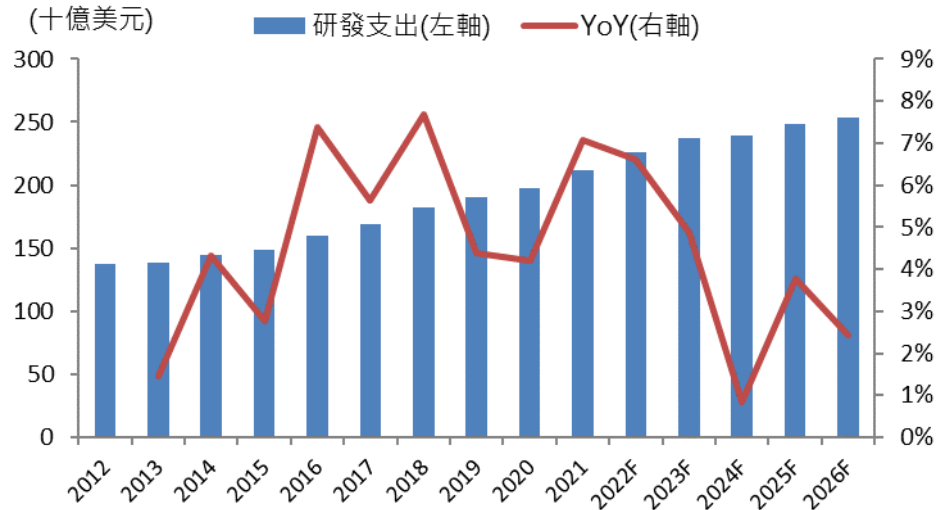


資料來源：IQVIA、元大投顧整理

全球新藥研發支出逐年增加，推動 CDMO 業務成長

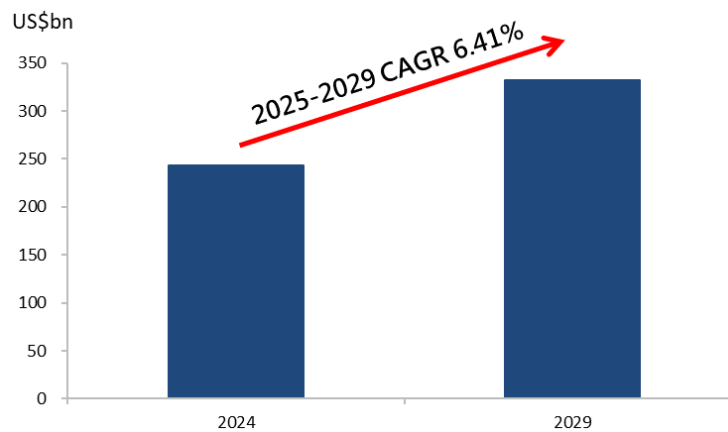
原廠藥專利到期後面臨學名藥競爭壓力，使製藥公司更重視新藥開發，全球製藥研發支出逐年增加 (圖 6)，而越來越多藥廠將研發生產工作外包，以降低成本。預估 2024 年全球 CDMO 市場規模 2,433 億美元，預估 2025-2029 年 CAGR 為 6.41% (圖 7)。不過 CDMO 行業高度分散，前 5 名廠商的總市場份額不到 20%，大廠透過併購提升市佔率、提升製造品質或是擴充新製造能力，並提供開發到製造之一站式服務。委託開發製造(CDMO)在製藥產業只佔 34% (圖 8)，其中小分子藥物比生物製劑容易委外製造、技術移轉更快速，使得小分子藥物在 CDMO 市場佔比達 90%，生物藥 CDMO 雖然成長快速，但市佔率相對較低(圖 9)。生物藥技轉較小分子藥困難的特性，有助於 CDMO 廠商與客戶建立長期合作關係，同時也是其他競爭者的進入障礙。CDMO 業務發展四大指標為：1) 廠商是否具技術、經驗、能力，而這些條件需要時間累積；2) 生產廠是否具國際查廠認證，國際藥廠傾向於委託 EMA、美國 FDA 查廠通過的廠商生產；3) 產能規模，國際大廠傾向於在一個代工廠生產足夠量的產品；及 4) 國際商業競爭力，可觀察各家公司 CDMO 營收、在手訂單分布，以了解各公司國際化的程度。保瑞近年主要從原廠併購單一廠區，承接原廠品牌藥代工業務，目前已成為台灣小分子藥 CDMO 營收規模最大的公司，我們認為這是推動上市多年的原廠藥外包生產的形式之一，有助於快速提升 CDMO 在製藥產業的佔比。

圖 6：全球製藥研發費用穩定成長



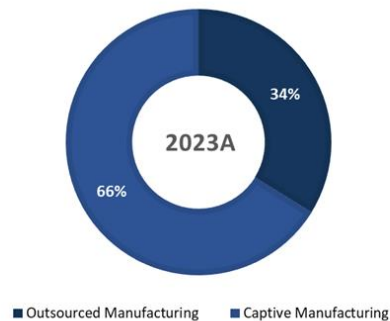
資料來源：MarketResearch、元大投顧

圖 7：全球 CDMO 市場 2025-2029 年 CAGR 為 6.41%



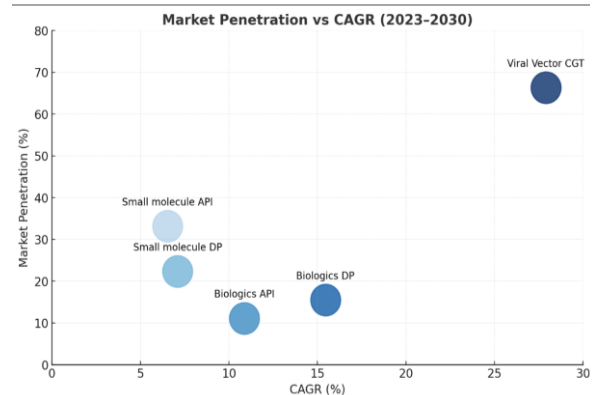
資料來源：Mordor Intelligence、元大投顧

圖 8：CDMO 在製藥產業只佔 34%



資料來源：保瑞、元大投顧

圖 9：不同 CDMO 產品類別的市佔率及成長性



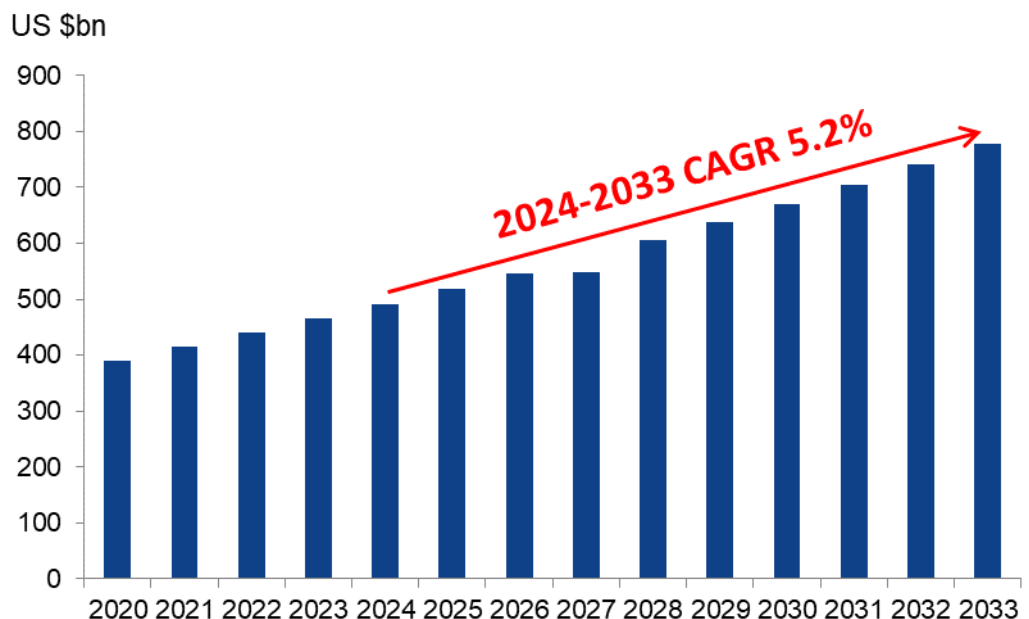
資料來源：Grandviewresearch、Precedenceresearch、元大投顧

未來十年重磅藥面臨專利懸崖，仿製藥商機大

全球人口持續高齡化，各國慢性病人口及醫療支出大幅上升，原廠藥專利到期後，低價學名藥取代原廠藥可節省醫療支出，根據 Precedence Research，2023 年全球學名藥市場規模為 4,650 億美元，2024-2033 年複合成長率為 5.2% (圖 10)。不過學名藥上市初期，廠商之間削價競爭，加上全球通貨膨脹也使學名藥成本上揚，上述對於學名藥廠的不利因素皆加速學名藥廠的重組及併購，2016 年 Teva 收購 Allergan 旗下學名藥部門 Actavis，2023 年 Teva 為營收規模最大的學名藥廠，其次為 Viartis、Sandoz、Sun Pharmaceutical 等(圖 11)，可見歐美學名藥廠居於領先，而印度學名藥廠緊追在後。隨著全球生物相似藥需求的成長，學名藥廠也開始銷售生物相似藥，知名生物相似藥廠商如 Sandoz、Pfizer。

圖 12 列出 2023-2030 年關鍵專利到期之重磅藥物，癌症、免疫疾病適應症合計佔比仍達 50%以上，在 2025 年前以類風濕性關節炎等免疫疾病藥物為主要專利到期的藥品，2026 年以後癌症免疫療法為仿製藥重要市場。美時與 Alvogen 集團強強結盟，積極搶攻 PIV 學名藥市場，可在原廠藥專利到期前上市，近年成功取得 gSuboxone、gRevlimid 美國藥證。根據美時/Alvogen 與原廠 BMS 和解協議，已於 2022 年 9 月在美國上市 gRevlimid，從上市到 2026 年 1 月底前，在限制量出貨下，每 12 個月遞增一定市佔率至不超過 10%，中長期成長動能無虞。此外，美時也授權引進多項生物相似藥在亞太的銷售權，包括 Bevacizumab、Trastuzumab、Adalimumab、Darbepoetin alfa，為成長動能之一。台康專注於開發一系列以 HER2 為標靶的生物相似藥，並授權國際生物相似藥廠商 Sandoz 銷售，旗下 Herceptin 生物相似藥可望於 2025 年在歐美上市。此外，台康也計畫跨入癌症免疫療法藥物之生物相似藥開發，研發產品線將新增 4 款生物相似藥候選藥，瞄準 2026-2030 年癌症免疫療法重磅藥物專利到期後，生物相似藥的龐大商機。上述重磅藥重要專利陸續到期，也帶來龐大的仿製藥商機，根據 Evaluate Pharma 預估，2025-2028 年全球專利到期藥品合計銷售額落在 500-1,080 億美元(佔整體製藥市場的 3.5%-6.7%)，若考量部分廠商以專利訴訟延遲仿製藥上市，則 2025-2028 年全球專利到期藥品實際流失的銷售額也達 180-260 億美元(圖 13)，這些是學名藥廠/生物相似藥廠的機會。

圖 10：全球學名藥市場規模預估



資料來源：Precedence Research、元大投顧整理

圖 11：2023 年全球營收規模前十大學名藥公司

廠商名稱	國家別	2023 年營收 (US\$ mn)	YoY
Teva	以色列	15,846	6.2
Viartis	美國	15,427	-5.1
Sandoz	瑞士	9,979	7.2
Sun Pharmaceutical	印度	5,652	6.0
Dr. Reddy's	印度	3,285	9.0
Cipla	印度	3,031	8.2
Amneal	美國	2,394	8.2
Lupin	印度	2,312	15.0
Zydus	印度	2,294	14.4
Nichi-Iko Pharmaceutical	日本	1,399	-16.7

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 12：2023-2030 年關鍵專利到期之重磅藥及仿製藥開發廠商概覽

Rank	藥名	原廠	適應症	關鍵專利到期年分	2023年銷售額
1	Keytruda	Merck	癌症免疫療法	2028	US\$ 25.0 bn ↑
2	Humira	Abbvie	類風溼性關節炎	2023	US\$ 14.4 bn ↓
3	Eliquis	BMS/Pfizer	抗凝血劑	2027-2029	US\$ 12.2 bn ↑
4	Stelara	J&J	克隆氏症	2025-2026	US\$ 10.9 bn ↑
5	Eylea	Regeneron	濕式黃斑部病變	2025-2026	US\$ 9.1 bn ↓
6	Opdivo	BMS	癌症免疫療法	2028	US\$ 9.0 bn ↑
7	Trulicity	Eli Lilly	糖尿病	2027-2029	US\$ 7.1 bn ↓
8	Imbruvica	Abbvie/J&J	血癌	2027-2032	US\$ 6.7 bn ↓
9	Prolia/Xgeva	Amgen	預防骨骼事件發生	2025-2026	US\$ 6.2 bn ↑
10	Revlimid	BMS/Celgene	血癌	2026	US\$ 6.1 bn ↓
11	Dolutegravir	ViiV Healthcare	HIV感染	2027-2029	US\$ 5.4 bn ↓
12	Entyvio	Takeda	潰瘍性結腸炎	2025-2026	US\$ 5.2 bn ↑
13	Cosentyx	Novartis	斑塊性乾癬	2025-2026	US\$ 5.0 bn ↑
14	Ibrance	Pfizer	癌症	2027	US\$ 4.8 bn ↓
15	Januvia/Janumet	Merck	糖尿病	2022-2023	US\$ 3.4 bn ↓

*欄位中箭頭顯示該藥物 2023 年銷售額 YoY 趨勢；藍底標註為蛋白質藥物。

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 13：全球專利到期藥物面臨之銷售風險



資料來源：Evaluate Pharma

獲利調整與股票評價

納入評價利益，上調 2025 年 EPS 18.8%

Upsher-Smith 部分學名藥持續面臨價格競爭，預計 1H25 底前將完全停止相關產品銷售，也將使 1H25 營收承壓，2025 年營收下調 7.9%，同步下調營業利益 17.3%至 48.65 億元，惟保瑞生技於 1Q25 與泰福生技合併，估計保瑞 1Q25 業外認列 25.73 億元處分利益(合併基準日泰福收盤價為 68.5 元)，而之後每季保瑞認列 1.22 億元的投資損失(假設泰福一年虧損 16 億元，保瑞認列持股比例 30.5%的投資損益)，由於評價利益優於原先預期，2025 年 EPS 上調 18.8%至 52.76 元，YoY+36%。展望 2026 年，全球銷售業務、CDMO 業務仍穩定成長，惟業外缺少評價利益，且須透過權益法認列泰福營運損失，預估 2026 年 EPS 將年減 35%至 34.24 元，排除業外因素，預估 2026 年本業 EPS 41.5 元，YoY+12%。

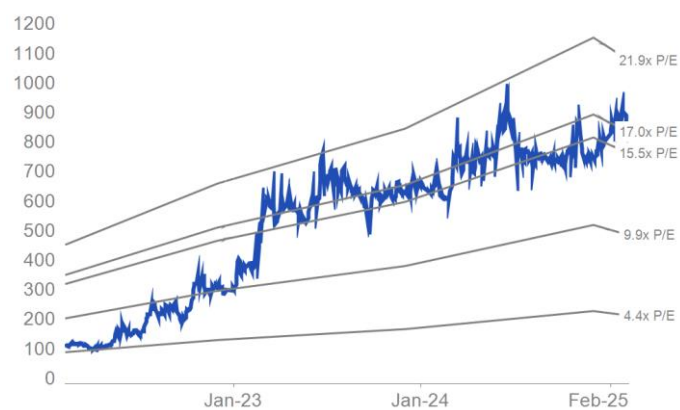
2024 年 USL 併購案、Camden 無菌針劑廠收購，不僅擴大保瑞在北美藥品銷售、CDMO 業務版圖，也藉由收購 Pyros 優化小兒神經科品牌藥產品組合，為公司中長期專科藥物銷售帶來成長動能，有利產品組合改善，也降低胃食道逆流學名藥營收佔比，獲利結構更穩健，惟短期須調整 Upsher-Smith 的產品組合，將使營收承壓、費用增加，故將目標本益比從前次的 22 倍下調至 21 倍，以 2026 年預估本業 EPS 41.5 元，推得新目標價 870 元，調降至「持有-超越同業」評等。我們認為 21 倍目標本益比尚屬合理，主因國際製藥同業 2025 年平均本益比評價達 28 倍，而國內學名藥公司本益比區間為 15-20 倍，保瑞透過併購使其獲利成長優於同業，而且是台灣少數掌握美國專科藥品通路的公司，獲利結構轉佳，可享有較高評價。

圖 14：2024 和 2025 年財務及預估差異

(百萬元)	2024		2025 估		預估差異	
	實際數	前次預估	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	19,246	19,506	22,838	24,798	-1.3%	-7.9%
營業毛利	7,710	8,333	9,877	10,325	-7.5%	-4.3%
營業利益	3,383	4,246	4,865	5,882	-20.3%	-17.3%
稅前利益	4,955	5,543	6,565	5,873	-10.6%	11.8%
稅後淨利	3,939	4,345	5,371	4,520	-9.3%	18.8%
調整後 EPS (元)	38.69	42.68	52.76	44.39	-9.3%	18.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	40.1%	42.7%	43.3%	41.6%	-2.7	1.7
營業利益率	17.6%	21.8%	21.3%	23.7%	-4.2	-2.4
稅後純益率	20.5%	22.3%	23.5%	18.2%	-1.8	5.3

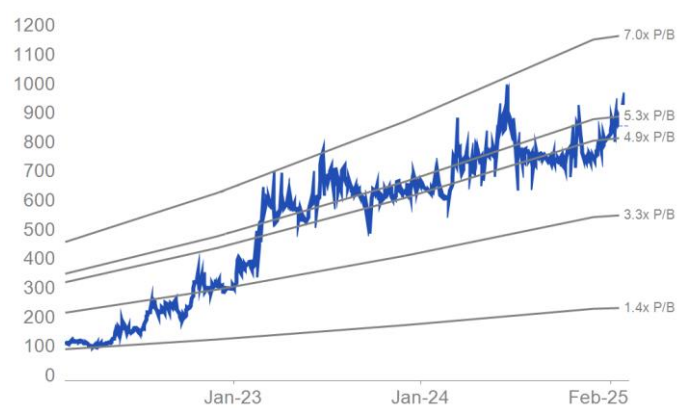
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 17：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
保瑞	6472 TT	持有- 超越同業	802.0	2,513	30.20	38.69	52.76	26.6	20.7	15.2	63.0	28.1	36.4
國外同業													
Dr. Reddy's Laboratories	DRRD IN	未評等	1120.8	10,851	54.3	63.7	66.4	20.6	17.6	16.9	106.8	17.4	4.2
Sun Pharma	SUNP IN	未評等	1612.3	44,377	35.3	39.5	49.1	45.7	40.9	32.8	158.9	11.7	24.5
Cipla	CIPLA IN	未評等	1462.7	13,537	34.7	51.3	59.8	42.1	28.5	24.5	11.3	47.6	16.7
Glenmark	GNP IN	未評等	1403.5	4,555	(6.0)	27.0	50.3	--	52.0	27.9	--	--	86.2
Hikma	HIK LN	未評等	2140.0	6,089	165.1	175.7	178.9	13.0	12.2	12.0	138.0	6.4	1.8
Lonza Group AG	LONN SW	未評等	564.2	46,227	13.5	13.6	16.3	41.8	41.7	34.6	(17.5)	0.4	20.4
藥明康德	603259 CH	未評等	62.0	24,503	3.4	3.4	3.8	18.2	18.5	16.2	13.0	(1.5)	14.3
國外同業平均					42.9	53.4	60.7	30.2	30.2	23.6	68.4	13.7	24.0
國內同業													
健喬	4114 TT	未評等	33.1	467	1.8	--	--	18.4	--	--	(10.9)	--	--
東洋	4105 TT	未評等	80.4	609	5.0	4.3	4.6	16.1	18.6	17.6	13.6	(13.6)	5.6
美時	1795 TT	買進	259.5	2,101	15.7	15.9	20.6	16.5	16.3	12.6	35.6	1.4	29.1
國內同業平均					7.5	10.1	12.6	17.0	17.4	15.1	12.8	(6.1)	17.3

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 18：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
保瑞	6472 TT	持有- 超越同業	802.0	2,513	36.3	30.6	32.0	89.68	126.38	164.93	8.9	6.4	4.9
國外同業													
Dr. Reddy's Laboratories	DRRD IN	未評等	1120.8	10,851	21.2	20.5	17.9	280.5	331.9	382.8	4.0	3.4	2.9
Sun Pharma	SUNP IN	未評等	1612.3	44,377	16.6	15.8	17.1	233.4	261.1	301.6	6.9	6.2	5.4
Cipla	CIPLA IN	未評等	1462.7	13,537	13.5	16.2	16.7	290.1	330.6	377.3	5.0	4.4	3.9
Glenmark	GNP IN	未評等	1403.5	4,555	11.5	14.4	17.1	335.8	398.0	323.5	4.2	3.5	4.3
Hikma	HIK LN	未評等	2140.0	6,089	21.4	20.8	20.0	851.3	901.8	971.0	2.5	2.4	2.2
Lonza Group AG	LONN SW	未評等	564.2	46,227	9.1	10.4	11.7	146.4	133.9	137.5	3.9	4.2	4.1
藥明康德	603259 CH	未評等	62.0	24,503	19.1	16.5	16.6	18.6	21.2	24.3	3.3	2.9	2.6
國外同業平均					16.1	16.4	16.7	308.0	339.8	359.7	4.3	3.9	3.6
國內同業													
健喬	4114 TT	未評等	33.1	467	8.8	9.8	9.5	17.6	17.7	--	1.9	1.9	--
東洋	4105 TT	未評等	80.4	609	19.1	--	--	24.3	25.3	26.6	3.3	3.2	3.0
美時	1795 TT	買進	259.5	2,101	26.3	20.6	22.1	65.4	77.6	93.3	4.0	3.3	2.8
國內同業平均					18.1	15.2	15.8	35.8	40.2	59.9	3.1	2.8	2.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

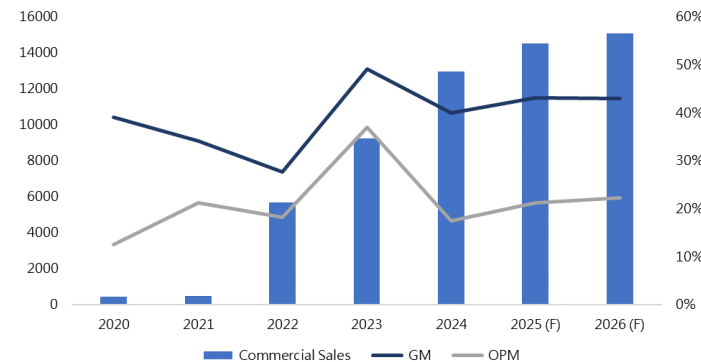
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	2,857	5,027	5,615	5,746	5,354	5,731	5,818	5,936	19,246	22,838
銷貨成本	(1,352)	(3,076)	(3,239)	(3,869)	(3,020)	(3,251)	(3,303)	(3,388)	(11,536)	(12,961)
營業毛利	1,506	1,951	2,376	1,877	2,334	2,481	2,515	2,547	7,710	9,877
營業費用	(614)	(1,209)	(1,159)	(1,346)	(1,232)	(1,236)	(1,236)	(1,308)	(4,328)	(5,012)
營業利益	892	743	1,217	531	1,102	1,245	1,279	1,239	3,383	4,865
業外利益	92	769	499	212	2,350	(220)	(216)	(213)	1,572	1,700
稅前純益	984	1,512	1,716	743	3,452	1,025	1,063	1,026	4,955	6,565
所得稅費用	(240)	(298)	(262)	(114)	(248)	(280)	(288)	(279)	(915)	(1,095)
少數股東權益	28	42	7	25	25	25	25	25	101	99
歸屬母公司稅後純益	716	1,172	1,447	604	3,179	720	750	722	3,939	5,371
調整後每股盈餘(NT\$)	7.03	11.51	14.21	5.94	31.22	7.07	7.37	7.09	38.69	52.76
調整後加權平均股數(百萬股)	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102
重要比率										
營業毛利率	52.7%	38.8%	42.3%	32.7%	43.6%	43.3%	43.2%	42.9%	40.1%	43.3%
營業利益率	31.2%	14.8%	21.7%	9.2%	20.6%	21.7%	22.0%	20.9%	17.6%	21.3%
稅前純益率	34.4%	30.1%	30.6%	12.9%	64.5%	17.9%	18.3%	17.3%	25.8%	28.7%
稅後純益率	25.1%	23.3%	25.8%	10.5%	59.4%	12.6%	12.9%	12.2%	20.5%	23.5%
有效所得稅率	24.4%	19.7%	15.3%	15.3%	7.2%	27.3%	27.1%	27.2%	18.5%	16.7%
季增率(%)										
營業收入	-10.9%	75.9%	11.7%	2.3%	-6.8%	7.0%	1.5%	2.0%		
營業利益	-21.5%	-16.8%	63.9%	-56.4%	107.5%	13.0%	2.7%	-3.1%		
稅後純益	26.6%	63.6%	23.5%	-58.2%	426.3%	-77.4%	4.2%	-3.7%		
調整後每股盈餘	24.8%	63.6%	23.4%	-58.2%	425.9%	-77.3%	4.1%	-3.7%		
年增率(%)										
營業收入	-40.2%	60.2%	82.6%	79.2%	87.4%	14.0%	3.6%	3.3%	35.5%	18.7%
營業利益	-42.3%	-44.9%	-0.2%	-53.3%	23.5%	67.7%	5.1%	133.3%	-35.6%	43.8%
稅後純益	-31.1%	69.3%	97.3%	6.8%	343.9%	-38.6%	-48.2%	19.5%	31.5%	35.4%
調整後每股盈餘	-32.1%	66.9%	94.5%	5.3%	343.9%	-38.5%	-48.2%	19.5%	28.1%	36.4%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

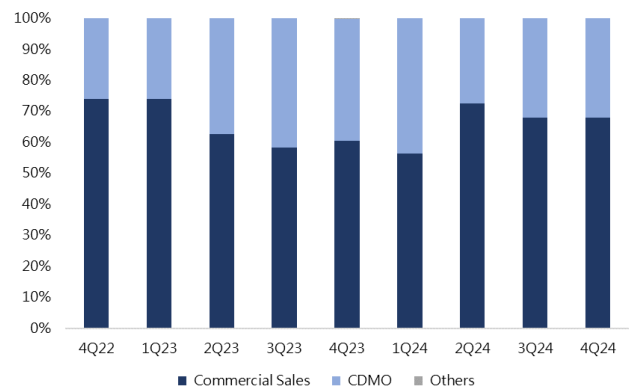
保瑞藥業成立於 2007 年，以藥品代理銷售起家，現專注於為國際市場的患者開發、製造和銷售品牌藥、學名藥和非處方 (OTC) 醫療保健產品，其小分子藥 CDMO 業務專精於複雜藥物劑型的開發、製造和包裝，包括控釋的口服藥物、外用藥品及眼科用藥，同時透過併購及策略投資，切入大分子 CDMO 業務，以及加速保健食品業務拓展。保瑞通過多國藥監機構查核，向全球 100 多個國家供應藥品，包括美國、加拿大、日本、歐盟、亞洲、中東以及南美和中美洲。全球 CDMO 業務以新簽約產品/客戶帶動成長，支持品牌客戶發展品牌產品，全球銷售業務則著重在拓展產品組合/目標市場，多元化獲利來源。

圖 20：全球銷售營收逐年增加使獲利率改善



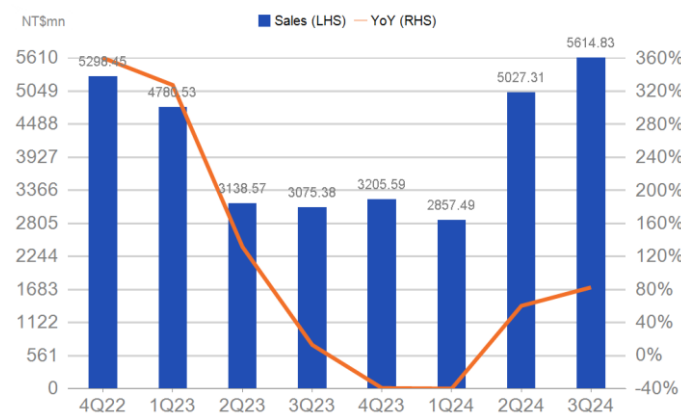
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



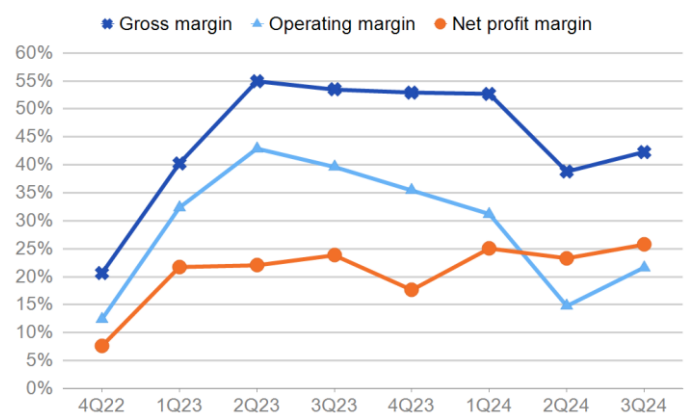
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



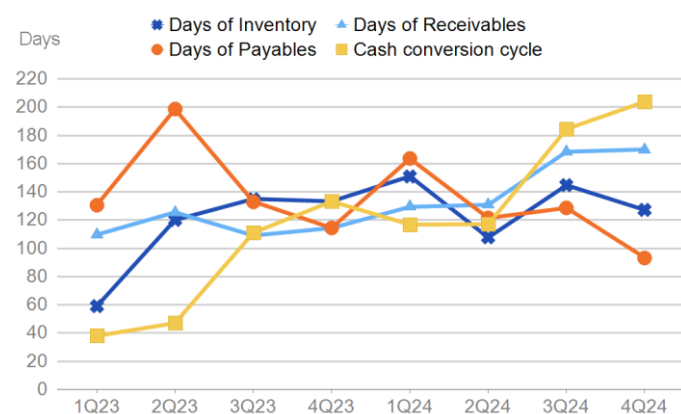
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



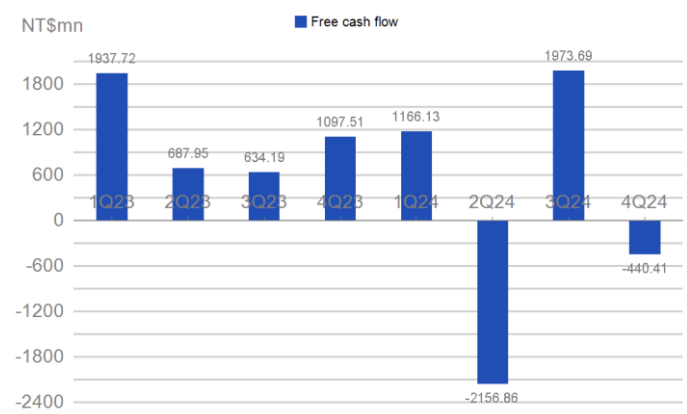
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 保瑞整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名屬於略為落後的位置，但在藥品行業中的公司中排名略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 保瑞的整體曝險屬於中等水準，略低於藥品行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含產品治理、商業道德和公司基本福利等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 保瑞在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司的資訊揭露較差，顯示對投資者和公眾的責任不夠，但仍有一些舉措來管理與重大 ESG 問題相關的風險。公司缺乏關鍵領域的政策和計劃，儘管如此，公司並未涉及任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 26：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	29.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	49.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	43.0
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	28

資料來源：Sustainalytics (2025/3/10)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

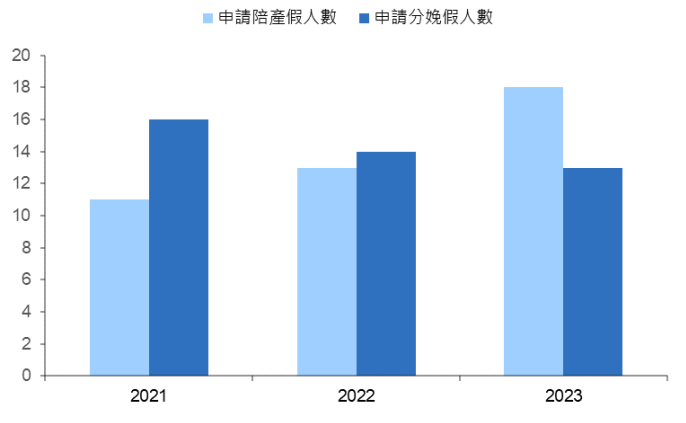
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

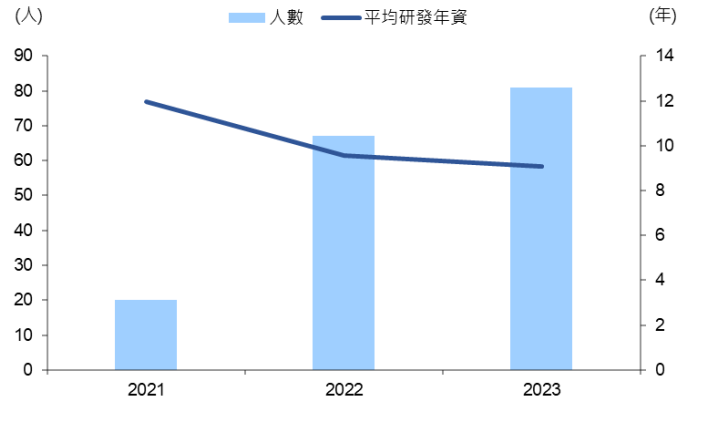
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 27：相關 ESG 指標一



資料來源：公司資料、Reuters

圖 28：相關 ESG 指標二



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	3,281	3,053	5,829	6,073	5,653
存貨	1,947	2,157	5,502	5,629	5,690
應收帳款及票據	6,085	4,013	10,242	9,769	9,971
其他流動資產	928	1,380	1,992	1,992	1,992
流動資產	12,241	10,604	23,566	23,463	23,306
採用權益法之投資	0	0	1	1	1
固定資產	6,645	6,651	11,684	11,232	10,714
無形資產	2,147	5,675	7,444	10,017	10,017
其他非流動資產	1,728	2,203	2,903	2,903	2,903
非流動資產	10,520	14,530	22,033	24,154	23,636
資產總額	22,761	25,134	45,599	47,617	46,942
應付帳款及票據	455	380	792	885	904
短期借款	2,161	768	2,598	598	598
什項負債	7,880	7,081	10,418	10,418	10,418
流動負債	10,496	8,229	13,809	11,902	11,920
長期借款	3,394	1,185	14,324	14,324	12,324
其他負債及準備	3,731	3,954	2,455	2,455	2,455
長期負債	7,125	5,139	16,779	16,779	14,779
負債總額	17,621	13,368	30,587	28,681	26,699
股本	757	1,015	1,033	1,033	1,033
資本公積	1,236	3,318	4,408	4,408	4,408
保留盈餘	2,549	4,729	7,107	11,032	12,338
什項權益	(14)	23	319	319	319
歸屬母公司之權益	4,528	9,085	12,867	16,792	18,098
非控制權益	612	2,681	2,144	2,144	2,144
股東權益總額	5,140	11,766	15,012	18,937	20,242

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	1,402	3,072	4,040	5,470	3,585
折舊及攤提	325	606	1,026	1,352	1,419
本期營運資金變動	(1,275)	1,922	(2,691)	440	(244)
其他營業資產 及負債變動	1,559	(986)	(1,395)	(2,672)	(99)
營運活動之現金流量	2,010	4,614	981	4,590	4,660
資本支出	(188)	(256)	(528)	(900)	(900)
本期長期投資變動	0	0	(142)	0	0
其他資產變動	(4,093)	(2,201)	(10,010)	0	0
投資活動之現金流量	(4,281)	(2,458)	(10,680)	(900)	(900)
股本變動	72	258	(357)	0	0
本期負債變動	4,448	(1,695)	14,039	(2,000)	(2,000)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(239)	(619)	(1,233)	(1,446)	(2,180)
其他調整數	313	(385)	(379)	0	0
融資活動之現金流量	4,595	(2,440)	12,071	(3,446)	(4,180)
匯率影響數	47	56	405	0	0
本期產生現金流量	2,371	(228)	2,776	244	(420)
自由現金流量	1,822	4,357	453	3,690	3,760

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	10,494	14,200	19,246	22,838	24,365
銷貨成本	(7,582)	(7,209)	(11,536)	(12,961)	(13,872)
營業毛利	2,913	6,991	7,710	9,877	10,494
營業費用	(991)	(1,742)	(4,328)	(5,012)	(5,042)
推銷費用	(260)	(447)	(1,210)	(1,510)	(1,541)
研究費用	(129)	(298)	(694)	(737)	(737)
管理費用	(601)	(997)	(2,423)	(2,764)	(2,764)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	1,922	5,249	3,383	4,865	5,451
利息收入	11	63	91	70	70
利息費用	(109)	(171)	(480)	(455)	(405)
利息收入淨額	(97)	(108)	(388)	(385)	(335)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	(488)	(305)
匯兌損益	48	(68)	164	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(33)	(1,009)	1,961	2,573	0
稅前純益	1,840	4,064	4,955	6,565	4,811
所得稅費用	(438)	(992)	(915)	(1,095)	(1,227)
少數股權淨利	10	42	101	99	99
歸屬母公司之稅後純益	1,392	3,030	3,939	5,371	3,486
稅前息前折舊攤銷前淨利	2,274	4,842	4,409	6,217	6,870
調整後每股盈餘 (NT\$)	18.52	30.20	38.69	52.76	34.24

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	114.2	35.3	35.5	18.7	6.7
營業利益	83.8	173.1	(35.6)	43.8	12.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	76.6	112.9	(8.9)	41.0	10.5
稅後純益	86.9	119.2	31.5	35.4	(34.5)
調整後每股盈餘	67.7	63.0	28.1	36.4	(35.1)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	27.8	49.2	40.1	43.3	43.1
營業利益率	18.3	37.0	17.6	21.3	22.4
稅前息前淨利率	16.5	27.4	17.6	21.3	22.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	21.7	34.1	22.9	27.2	28.2
稅前純益率	17.5	28.6	25.8	28.7	19.8
稅後純益率	13.3	21.3	20.5	23.5	14.3
資產報酬率	9.3	12.8	11.4	11.7	7.6
股東權益報酬率	33.8	36.3	30.6	32.0	19.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	342.8	113.6	203.8	151.5	131.9
淨負債權益比(%)	44.2	(9.4)	73.9	46.7	35.9
利息保障倍數 (倍)	17.9	24.7	11.3	15.4	12.9
流動比率 (%)	116.6	128.9	170.7	197.1	195.5
速動比率 (%)	95.3	92.9	130.8	149.9	147.8
淨負債 (NT\$百萬元)	2,274	(1,101)	11,093	8,849	7,269
調整後每股淨值 (NT\$)	59.82	89.68	126.38	164.93	177.76
評價指標 (倍)					
本益比	43.3	26.6	20.7	15.2	23.4
股價自由現金流量比	44.9	18.8	180.6	22.2	21.8
股價淨值比	13.4	8.9	6.4	4.9	4.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	36.0	16.9	18.6	13.2	11.9
股價營收比	7.8	5.8	4.3	3.6	3.4

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

保瑞 (6472 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股本變動調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.