

保瑞(6472)

BUY

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

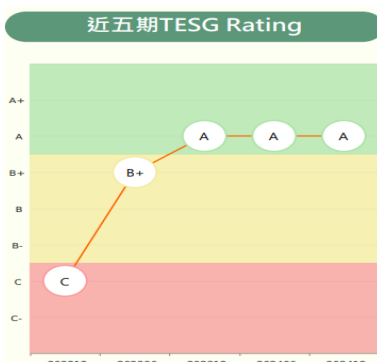
日期:	2025/3/12
目前收盤價 (NT\$):	783
目標價 (NT\$):	993
52 週最高最低(NT\$):	619.0-955.0
加權指數:	22071.09

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,034
市值 (NT\$/mn):	81,070
市值 (US\$/mn):	2,702
20 日平均成交量(仟股):	1,560
PER (2025):	12.63
PBR (2025):	6.28
外資持股比例:	11.58
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-8.6	3.8	2.8
加權指數報酬率	-5.6	-3.6	5.0

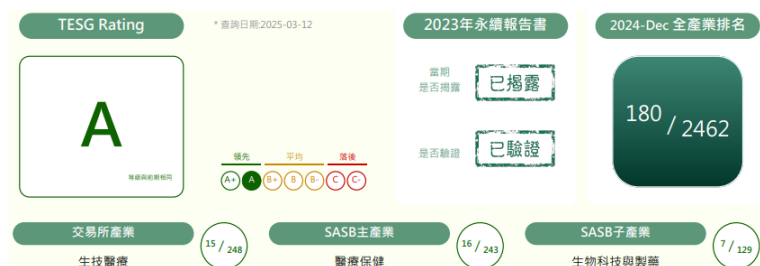
2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	993	1,032
營業收入 (NT\$/mn)	24,000	24,480
毛利率 (%)	43.1	43.8
營益率 (%)	21.3	23.8
EPS (NT\$)	62.08	43.02
BVPS(NT\$)	125	115



持續拓展美國市場，1Q25 處分利益吃補

- 受廠整修等一次性影響 2024 年 EPS 38.69 元：保瑞 4Q24 營收 57.46 億元，QoQ +2%，YoY+79%，累計 YoY+36%，毛利率 32.67%下降原因為馬里蘭無菌針劑廠歲修進行主動改善，及 Upsher-Smith 部分學名藥產品價格萎縮影響存貨變現價值評估，公司表示還原一次性影響後 4Q24 毛利率應為 41.8%。4Q24 營業利益 5.31 億元，其中營業費用 13.46 億元，較上季增加 1.9 億元，其中包括 Pyros 收購而產生之一次性費用，以及為馬里蘭無菌針劑廠進入保瑞集團的首個完整季度。4Q24 業外 2.12 億元，主要來自併購馬里蘭無菌針劑廠的第二階段廉價購買利益約新台幣 2.6 億元，4Q24 稅後淨利 6.04 億元，QoQ -58%，YoY +7%，累計 YoY+30%，4Q24 EPS 5.94 元，2024 年 EPS 38.69 元低於預估值 42.96 元。
- 整合集團資源，劍指美國特殊藥局市場：保瑞在收購美國百年藥廠 USL 後便取得美國特殊藥局通路，將整合集團資源以發揮綜效，重點拓展嬰兒癲癇症市場，公司分別在完成 USL 併購後取得 Sabril 口服懸浮液劑型的學名藥 VIGADRONE，與在收購 Pyros 後取得旗下關鍵品牌用藥 VIGAFYDE™ 口服液及 VIGPODER™ 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 (口服粉末/錠劑/即用型口服液) 的藥廠，將有利於公司透過既有特殊藥局通路及累積多年之專業銷售團隊，加乘更有競爭力的產品組合，加速掠奪 vigabatrin 的市場份額，公司表示相關市場約 2.29 億元美金。
- 評等維持買進：展望後市，保瑞加速併購實現跳躍式成長，其中美國 USL 與無菌製劑廠獲利仍可提升，加乘即將入主的泰福與新囊入麾下的新藥產品，將大大提升保瑞未來開拓美國市場的能力，公司長線趨勢值得正面期待，另 1Q25 換股泰福產生的處分利益達 25.7 億元，預計保瑞 2025 年 EPS 62.08 元(以目前股本計算，未計入 CB 及股票股利稀釋影響)，評等維持買進，目標價 993 元(16X2025 EPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Sources: TEJ

保瑞以收購實現快速成長，
2024 年完成四項收購

保瑞藥業 2007 年由經銷藥品起家，後以收購實現快速成長，包括 2013 年收購日商衛采的台南廠，並承接其代工與代理訂單，2014 年收購聯邦化學製藥取得 185 張台灣藥證，2018 年完成美國 Impax 竹南口服製劑廠的收購，2020 年取得 GSK 加拿大廠及部分產品代工合約，加工事業體再度大躍進。於 2022 年完成兩項併購案，一為取得伊甸生醫在台資產並正式跨入生物藥 CDMO 領域，二為取得安成藥 100% 股權，一舉獲得安成藥旗下 20 逾張美國學名藥證，2023 年則著手進行 6 項品牌藥收購及入主晨暉，分別於 2023.9 及 2023.11 併入保瑞合併財報，從此宣告踏入美國品牌藥銷售及保健營養品市場。並於 2024 年展開四項收購案，分別為收購美國百年藥廠 Upsher-Smith，已於 2024.4.1 併入保瑞合併報表，與 2024.8.20 將 Emergent BioSolutions 旗下位於美國康登鎮的無菌製劑廠納入麾下，並於 2024.8.27 宣告董事會通過入主泰福的決議，後於 2025.1.20 以子公司完成換股，及 2024.10.25 收購 Pyros Pharmaceuticals Inc. 之全數普通股股權。

Exhibit 2: 保瑞歷年收購項目

年度	收購標的	金額	代工效益	其他效益
2013	衛采 台南廠	3.9 億元台幣	衛采在台與 15 國外銷藥品	衛采 CHC 產品 台灣經銷權
2014	聯邦 化學製藥	4 億元台幣	-	185 張台藥證 處分土地利益
2018	Impax 旗下 益邦製藥	5.5 億元台幣	Impax、Pfizer 、Vitruvias 等	Numient 經銷權 廉價購買利益 3 億
2020	GSK 加拿大廠	8.3 億元台幣	GSK 高達 88 國 外銷藥品	廉價購買利益 3.9 億
2022	伊甸生醫 在台資產	約 15 億元台幣	伊甸自有產品及 既有客戶	跨入生物藥 CDMO
2022	安成藥 100% 股權	約 60 億元台幣	-	安成藥自有產品 、景德眼藥廠
2023	6 項美品牌藥	約 12 億元台幣	-	跨入品牌藥 (Brand drug) 銷售
2023	入主晨暉	子公司換股	-	進軍保健營養品
2024	Upsher-Smith Laboratories (USL)	66 億元 台幣	新增美國 CDMO 及物流基地	跨入美特殊藥局通路 廉價購買利益 7.99 億
2024	Camden 無菌製劑廠	9.7 億元台幣	既有 CDMO 訂單	美國針劑廠 廉價購買利益 6.9 億+2.6 億
2024	入主泰福	子公司換股	新增美國聖地牙 哥廠，取得生物 藥商業化能力	跨入自有生物相似藥 處分利益 25.7 億
2024	Pyros Pharmaceuticals	約 8.8 億元台幣	-	取得嬰幼兒罕見神經疾病 505(b)2 新藥

Source: Company Data、Masterlink

受廠整修等一次性影響
2024年EPS 38.69元

保瑞 4Q24 營收 57.46 億元，QoQ +2%，YoY+79%，累計 YoY+36%，毛利率 32.67%下降原因為馬里蘭無菌針劑廠歲修進行主動改善，及 Upsher-Smith 部分學名藥產品價格萎縮影響存貨變現價值評估，公司表示還原一次性影響後 4Q24 毛利率應為 41.8%。4Q24 營業利益 5.31 億元，其中營業費用 13.46 億元，較上季增加 1.9 億元，其中包括 Pyros 收購而產生之一次性費用，以及 4Q24 為馬里蘭無菌針劑廠進入保瑞集團的首個完整季度，而 2024 年度營業費用為新台幣 43.3 億元，YoY +148%，公司表示若將 2023 年安成藥額外分潤視同研發與推銷結構一部分歸入營業費用，則二年度的費用結構在營運規模與廠區數提升的前提下並無太大差異。4Q24 業外 2.12 億元，主要來自併購馬里蘭無菌針劑廠的第二階段廉價購買利益約新台幣 2.6 億元，4Q24 稅後淨利 6.04 億元，QoQ -58%，YoY +7%，累計 YoY+30%，4Q24 EPS 5.94 元，2024 年 EPS 38.69 元低於預估值 42.96 元。

Exhibit 3: 保瑞 4Q 公告與預估差異

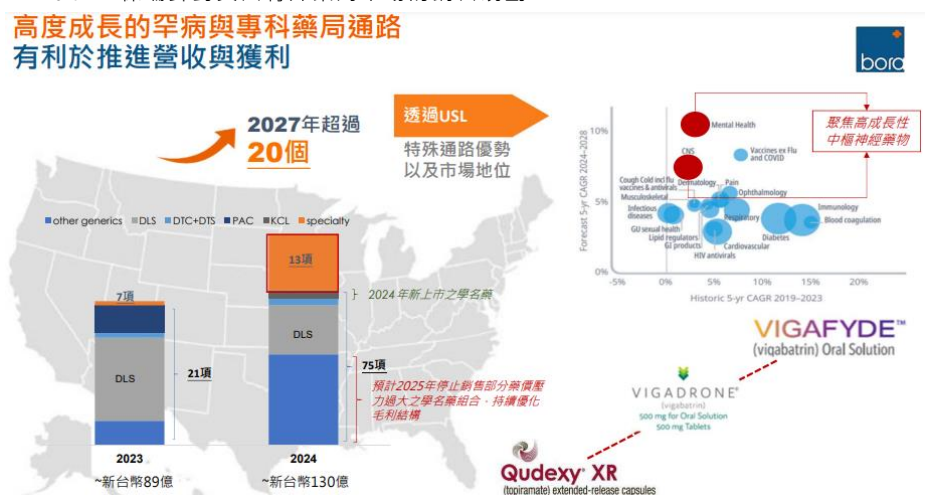
unit: NT \$ mn	3Q24	4Q24 (A)	4Q24(F)	DIFF	QoQ	YoY	累計YoY
Net sales	5,615	5,746	6,000	-4%	2%	79%	36%
Margin %	42.32%	32.67%	42.50%	-23%			
Operating profit	1,217	531	1,400	-62%	-56%	-53%	-36%
Total non-ope inc.	499	212	0				
Pre-tax profit	1,716	743	1,400	-47%			
Net profit	1,447	604	1,057	-43%	-58%	7%	30%
EPS	14.15	5.94	10.34	-43%			

Source: Company Data、Masterlink

整合集團資源，劍指美國特殊藥局市場

美國特殊藥局(SP, Specialty Pharmacy)為因應市場需求，負責配送和管理複雜藥物的特殊藥品藥房，通常需要醫事人員密切關注和照顧，常用於治療罕病或高成本慢性病，促使相關藥廠與通路商能更好掌握特殊藥品的供應鏈，根據美國聯邦貿易 FTC 的研調報告，三大 PBM 在其附屬藥局對多項特殊學名藥品 (Specialty Generics)進行超過 10 倍的加價，並使保險更傾向給付其溢價的藥品。

Exhibit 4: 保瑞針對美國特殊藥局市場的銷售規劃



Source: Company Data

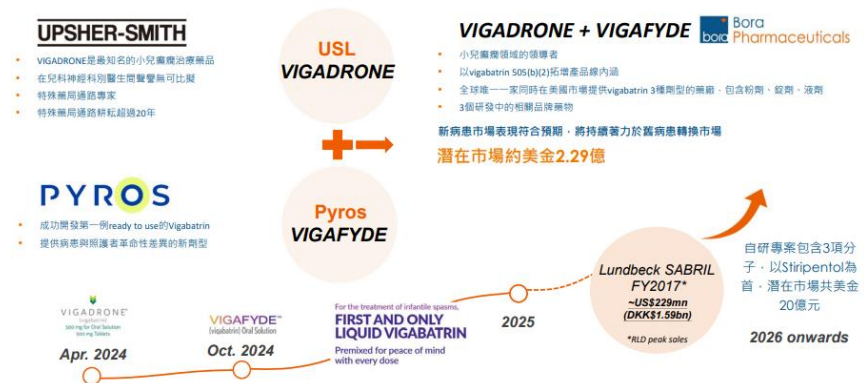
保瑞在 2024 年收購美國百年藥廠 Upsher-Smith 後便取得美國特殊藥局通路，將整合集團資源以發揮綜效，重點開發領域包括：

- (1) 嬰兒癲癇症，保瑞分別在完成 Upsher-Smith 併購後取得 Sabril 口服懸浮液劑型的學名藥 VIGADRON[®]，與在收購 Pyros 後取得旗下關鍵品牌用藥 VIGAFYDE[™] 口服液及 VIGPODER[™] 口服型粉末溶液，將原本單一且競爭激烈的學名藥產品、擴大延伸至更具成長潛力且毛利率更好的 505(b)2 新藥組合，並成為目前美國市場中唯一同時擁有 vigabatrin 三款劑型 (口服粉末/錠劑/即用型口服液) 的藥廠，將有利於公司透過既有特殊藥局通路及累積多年之專業銷售團隊，加乘更有競爭力的產品組合，加速掠奪 vigabatrin 的市場份額，公司表示相關競品市場約 2.29 億元美金。
- (2) 肌肉失養症，保瑞於 2024.11 公告 Upsher-Smith 旗下 Deflazacort Tablet 學名藥取得美 FDA 藥證，該藥用於裘馨氏肌肉失養症(Duchenne Muscular Dystrophy)，依據 IQVIA 資料，該藥品截至 113 年 9 月止前 12 個月於全美之銷售金額約為美金 419 萬元。

Exhibit 5: 保瑞針對 vigabatrin 市場的銷售規劃

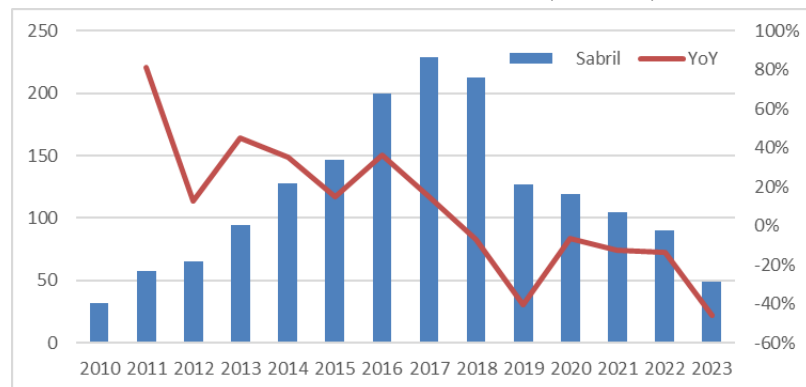
在小兒罕病市場建立領導地位

開啟以 Stiripentol 為首的自研專科用藥專案



Source: Company Data

Exhibit 6: VIGPODER[™] 競爭品 Sabril 的銷售情形 (百萬美元)



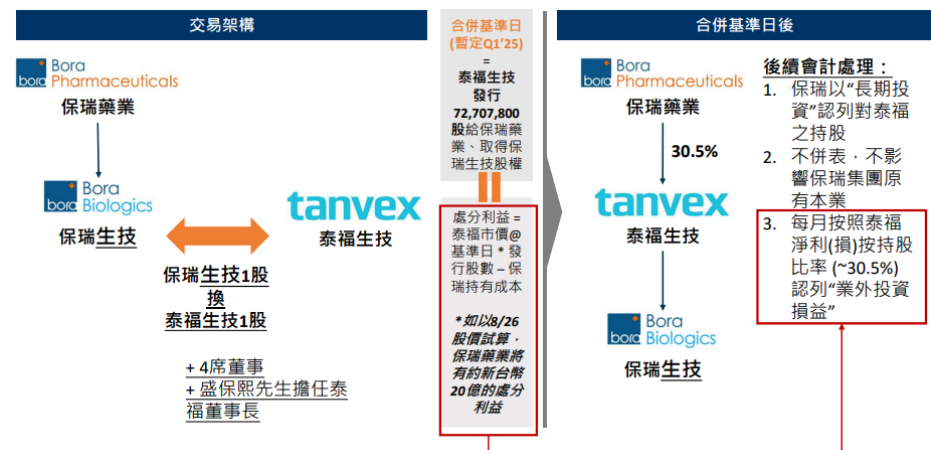
備註: Sabril 學名藥於 2019 年進入市場

Source: Bloomberg、Masterlink

泰福將不併表，1Q25 落袋
25.7 億元處分利益

保瑞於 2025.1.20 正式以子公司保瑞生技換股入主泰福，依照當日泰福生技收盤價與保瑞持有保瑞生技股權的淨值計算，於 1Q25 認列處分利益 25.73 億元。保瑞自 2022 年取得伊甸生醫在台資產並重組成「保瑞生技」，從此跨入生物藥 CDMO 領域，現以子公司保瑞生技換股入主泰福，成為泰福最大的法人股東，並將由泰福於 2025.3.27 召開股東臨時會改選董事，規劃由保瑞集團推派 4 席董事並推舉保瑞集團董事長盛保熙先生擔任泰福新任董事長。公司表示將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，不會將泰福併入保瑞合併報表，並將專注於 CDMO 的業務，除了現有 pipeline 的 Nypozi 和 TX05 外不會再擴大發展自有生物相似藥來縮減研發費用支出。

Exhibit 7: 保瑞對泰福策略投資案的交易架構與財報影響



Source: Company Data

泰福 Nypozi (TX01) 為 Neupogen 的生物相似藥，已於加拿大上市並與 Sandoz 達成銷售合作，後於 2024.7 取得美國 FDA 藥證，為第四個取證的 Neupogen 生物相似藥，依據 IQVIA 資料 Neupogen 相關產品的美國市場規模約為 4.03 億美元，預計將於 2025 年上市銷售。TX05 則為 Herceptin 的生物相似藥，公司已於 2024.7 遞交補件，美國 FDA 亦於 2024.8 通知接受申覆申請，考量審核時間則最快 2025 年取證，依據 IQVIA 資料 Herceptin 相關產品的美國市場年銷售額約為 11 億美元。

則若取得 5% 美國市場情況下 Nypozi 和 TX05 將可望分別貢獻 6 及 17 億銷售額，以泰福 2022 /2023 年淨利虧損 16 /21 億元台幣，其中研究發展的費用支出為大宗，分別為 13.5 與 17.1 億元台幣，考量泰福 Nypozi 已取得美加藥證，以及 TX05 於 2024.7 補件已處於開發後期，則保瑞入主後轉攻 CDMO 的泰福可望大幅降低研發費用的支出，若 Nypozi 和 TX05 進展順利更可望一舉轉虧為盈。

公司超前部屬美國生產量能，樂觀看待關稅潛在機會

美國總統川普表示將對藥品課徵 25%或更高的關稅，最快於 2025.4 實施，尚未透露相關細節。根據美國 FDA 的數據，2024 年合計加拿大、印度、中國與墨西哥占美國所有藥品進口類別的近 4 成，分別為 12%、14%、7%與 6%。針對供應鏈可能發生的新政策，國際大藥廠亦紛紛重新審視在美生產的選項，如輝瑞執行長近期表示，如果川普政府對藥品徵收關稅，輝瑞公司將把該公司的部分海外生產業務轉移到其在美國的 13 個工廠。諾和諾德首席執行官亦表示公司擁有全球製造網絡，可以通過不同的方式重新定位產品，使其更加本地化。

保瑞透過收購陸續取得美國在地生產量能，包括口服固體劑型年產能達 35 億個單位並配有物流中心之 Upsher-Smith 生產基地，以及具大分子藥品製程開發與量產能力的無菌針劑廠，其自合併後公司已簽署 9 個合作協議並有 20 個新產品投產，與將入主的泰福旗下具生物藥商業化能力的聖地牙哥廠，使保瑞擁有橫跨大小分子、垂直布局研發到量產的 CDMO 產能與營運利基。公司表示若美國對藥品實行新關稅政策，保瑞的全球藥品銷售業務中輸美產品對公司目前整體毛利率影響有限，而全球 CDMO 業務則有望受惠，公司因應客戶需求已規劃在 2025 年展開針對 Maple Grove、馬里蘭等廠的資本支出計畫。

Exhibit 8: 保瑞在美國的生產量能



Source: Company Data

評等維持買進，目標價 993 元

展望後市，保瑞加速併購實現跳躍式成長，其中美國 USL 與無菌製劑廠獲利仍可望提升，加乘即將入主的泰福與新囊入麾下的新藥產品，將大大提升保瑞未來開拓美國市場的能力，公司長線趨勢值得正面期待，另 1Q25 換股泰福產生的處分利益達 25.7 億元，預計保瑞 2025 年 EPS 62.08 元 (以目前股本計算，未計入 CB 及股票股利稀釋影響)，評等維持買進，目標價 993 元(16X2025 EPS)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

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。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	10,494	14,200	19,246	24,000	
COGS	7,582	7,209	11,536	13,660	
Gross profit	2,913	6,991	7,710	10,340	
Operating expense	991	1,742	4,328	5,230	
Operating profit	1,922	5,249	3,383	5,110	
Total non-operate. Inc.	-82	-1,185	1,572	2,232	
Pre-tax profit	1,840	4,064	4,955	7,342	
Total Net profit	1,402	3,072	4,040	6,321	
Minority	10	42	101	0	
Net Profit	1,392	3,030	3,939	6,321	
EPS (NT\$)	18.52	30.20	38.69	62.08	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Sales	114.2	35.3	35.5	24.7	
Gross profit	74.2	140.0	10.3	34.1	
Operating profit	83.8	173.1	(35.6)	51.1	
Pre-tax profit	79.7	120.9	21.9	48.2	
Net profit	85.7	117.7	30.0	60.5	
EPS	67.7	63.0	28.1	60.5	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Gross	27.8	49.2	40.1	43.1	
Operating	18.3	37.0	17.6	21.3	
EBITDA	19.0	30.6	29.4	34.8	
Pre-tax	17.5	28.6	25.7	30.6	
Net	13.3	21.3	20.5	26.3	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	3,281	3,053	5,829	11,019	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	6,120	4,028	10,482	10,508	
Inventory	1,947	2,157	5,502	5,589	
Others	645	1,023	1,660	1,660	
Total current asset	11,993	10,262	23,473	28,776	
Long-term invest.	0	8	223	223	
Total fixed assets	6,645	6,651	11,684	12,684	
Total other assets	4,123	8,213	10,219	5,383	
Total assets	22,761	25,134	45,599	47,066	
Short-term Borrow	2,161	768	2,598	4,421	
A/P & N/P	455	380	792	794	
Other current liab.	10,916	6,692	12,526	2,174	
Total current liab.	13,532	7,840	15,916	7,389	
L-T borrow s	3,394	1,185	6,565	5,376	
Other L-T liab.	5,254	3,800	15,647	14,390	
Total liability.	17,621	13,368	30,587	27,156	
Common stocks	754	1,014	1,031	1,018	
Reserves	1,236	3,318	4,408	4,378	
Retain earnings	2,339	4,445	6,809	14,514	
Total Equity	5,140	11,766	15,012	19,910	
Total Liab. & Equity	22,761	25,134	45,599	47,066	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	5,200	5,800	6,400	6,600
Gross profit	2,210	2,494	2,765	2,871
Operating profit	1,000	1,204	1,435	1,471
Total non-ope inc.	2,472	-90	-80	-70
Pre-tax profit	3,472	1,114	1,355	1,401
Net profit	3,264	880	1,070	1,107
EPS	32.06	8.64	10.51	10.87
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	81.98	15.37	13.98	14.86
Gross profit	46.75	27.82	16.37	52.94
Operating profit	12.10	62.14	17.87	177.17
Net profit	355.73	(24.90)	(26.01)	83.11
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	(9.5)	11.5	10.3	3.1
Gross profit	17.7	12.9	10.9	3.8
Operating profit	88.4	20.4	19.2	2.5
Net profit	439.9	(73.0)	21.6	3.4
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	42.5	43.0	43.2	43.5
Operating	19.2	20.8	22.4	22.3
Net	62.8	15.2	16.7	16.8

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	1,392	3,030	3,939	6,321	
Dep & Amort	325	606	1,026	1,000	
Investment income	0	0	0	0	
Changes in W/C	-1,283	1,906	-2,691	-111	
Other adjustment	1,576	-929	-1,294	0	
Cash flow – ope.	2,010	4,614	981	7,210	
Capex	-157	-294	-516	-1,000	
Change in L-T inv.	24	0	-1	0	
Other adjustment	-4,148	-2,163	-10,163	0	
Cash flow –inve.	-4,281	-2,458	-10,680	-1,000	
Free cash flow	1,853	4,319	465	6,210	
Inc. (Dec.) debt	3,603	-3,718	7,724	0	
Cash dividend	-239	-619	-1,233	-1,425	
Other adjustment	1,230	1,897	5,579	0	
Cash flow –Fin.	4,595	-2,440	12,071	-1,425	
Exchange influence	47	56	405	405	
Change in Cash	2,371	-228	2,776	5,189	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
ROA	9.24	12.65	11.14	13.64	
ROE	33.57	35.85	29.42	36.20	

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.