

# 承業醫(4164)

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

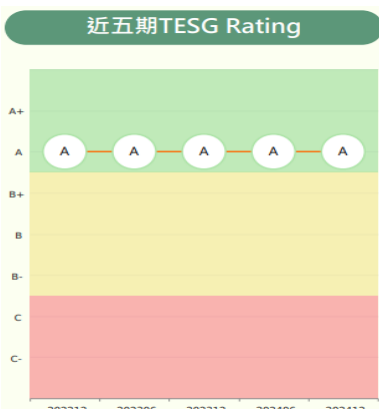
|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 日期:             | 2025/3/10 |
| 目前收盤價 (NT\$):   | 52.6      |
| 目標價 (NT\$):     | 55        |
| 52 週最高最低(NT\$): | 39.6-61.6 |
| 加權指數:           | 22715.43  |

## 公司基本資料

|                |       |
|----------------|-------|
| 股本 (NT\$/mn):  | 1,783 |
| 市值 (NT\$/mn):  | 9,860 |
| 市值 (US\$/mn):  | 329   |
| 20 日平均成交量(仟股): | 6,326 |
| PER (2025):    | 22.21 |
| PBR (2025):    | 1.47  |
| 外資持股比例:        | 26.52 |
| TCRI           | 6     |

| 股價表現     | 1-m  | 3-m  | 6-m  |
|----------|------|------|------|
| 絕對報酬率(%) | 8.6  | 33.4 | 32.9 |
| 加權指數報酬率  | -2.6 | -2.1 | 6.0  |

| 2025 Key Changes | Current | Previous |
|------------------|---------|----------|
| 評等               | HOLD    | HOLD     |
| 目標價 (NT\$)       | 55      | 56       |
| 營業收入 (NT\$/mn)   | 4,515   | -        |
| 毛利率 (%)          | 26.7    | -        |
| 營益率 (%)          | 12.3    | -        |
| EPS (NT\$)       | 2.49    | -        |
| BVPS(NT\$)       | 38      | -        |



## 質子治療再下一城，待時而發

- **新取得國防質子治療設備 14 億元合約：**承業醫的 IBA 質子治療設備代理此前已有兩個合作案，與(1)彰基為賣斷合約，推估總合約金額達 5,000 萬美金，毛利率約 20%，預計 2026 年開始裝機，則以全部完工法認列時間預期為 2027 年；另(2)與北醫合作案為租賃，於 2022.9 開始收治病人，目前貢獻公司月營收維持 1000 萬~2000 萬。國防則為承業醫第三個合作案，依據政府決標公告金額為 14 億元台幣，公司表示尚需待國防完成建築工程後才能進行設備裝機，則最樂觀以全部完工法認列時間將為 2027~2028 年，元富推估若毛利率與彰基項目相當則國防項目將可望貢獻該年稅前 EPS 1.68 元。
- **營運有望落底回升：**承業醫 2024 年營收 YoY -7%，衰退主要因為(1)2023 年認列國防標案約 5 億元台幣的基期影響、與(2)醫療機構人力不足而關床，影響公司醫管相關收入。展望 2025 年，公司表示設備銷售有望恢復至 2023 年水準，另旗下的連鎖藥局通路富康活力於 2025.1 更改營收認列方式，自交貨給藥局的基礎認列改成終端消費的營業額，以及後續展店的規劃，因此相關營收將有顯著成長。
- **輻照事業力拚今年轉盈：**公司輻照事業已於 2Q24 營運並承接農業等滅菌訂單，預計於 2Q25 完成相關認證後開始提供醫材相關服務，目標於 2025 年轉虧為盈，元富考量相關訂單尚需發展因此暫保守看待初期實際貢獻。
- **評等維持中立：**展望後市，公司營運有望落底回升，唯兩項待認列的質子項目至少需至 2027 年後，目前評價未明顯低估，評等維持中立，目標價 55 元(22X2025 EPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Sources : TEJ

承業醫為台灣最大的放射腫瘤治療設備代理商，提供整合性的服務

承業醫為一控股公司，旗下控有 20 多家子(孫)公司，提供包括放射腫瘤、神經科學、影像醫學、眼科及牙科等設備的代理銷售、租賃管理及維修等整合性的醫療服務，以及連鎖藥局通路與長照事業等。公司以內銷為主(營收占比>95%)，代理品牌包含 Elekta、IBA、Hillrom、Swissaray、Leica 等，為台灣放射腫瘤治療設備經銷代理龍頭，市佔率過半。

2024 年承業醫營收 YoY -7.15%，衰退主要因為(1)2023 年認列國防磁振導航型極速放射治療系統相關營收約 5 億元台幣的基期影響、與(2)醫療機構人力不足而關床，影響公司醫管相關收入。展望 2025 年，公司表示設備銷售有望恢復至 2023 年水準，另旗下的連鎖藥局通路富康活力於 2025.1 更改營收認列方式，自交貨給藥局的基礎認列改成終端消費的營業額，以及後續展店的規劃，因此相關營收將有顯著成長。

Exhibit 2: 產品營收比重

|      | 2022<br>營收 | 2023<br>營收 | 2024F<br>營收 | 2023<br>YOY | 2024F<br>YOY | 2025<br>目標 |
|------|------------|------------|-------------|-------------|--------------|------------|
| 銷貨收入 | 52%        | 61%        |             | 53%         |              |            |
| 藥品   | 32%        | 29%        | 32%         | 16%         | <3%          | ~50%       |
| 醫材設備 | 20%        | 32%        | 29%         | 114%        | -16%         | ~50%       |
| 出租收入 | 38%        | 30%        |             | 4%          |              |            |
| 勞務收入 | 9%         | 8%         | 39%         | 15%         | -6%          | 5%         |
| 其他   | 1%         | 1%         |             | 4%          |              |            |

Source: Company Data、Masterlink

Exhibit 3: 承業醫主要代理產品於台灣市佔情形

| 產品項目            | 經銷品牌               | 占有率   |
|-----------------|--------------------|-------|
| 放射腫瘤治療設備        | Elekta and other   | ≥ 55% |
| 腔內近接治療系統        | Elekta Nucletron   | ≥ 80% |
| 水假體輻射品質測量驗證系統   | PTW                | ≥ 70% |
| 神經放射手術治療系統      | Elekta Gamma Knife | ≥ 60% |
| 醫療手術顯微鏡-整形外科    | Leica              | ≥ 65% |
| 進口品牌醫療多功能手術床    | Baxter             | ≥ 25% |
| 醫療手術顯微鏡-眼科      | Leica              | ≥ 40% |
| 準分子近視雷射系統       | BAUSCH+LOMB        | ≥ 50% |
| 多焦/多焦散光人工水晶體-自費 | BVI                | ≥ 20% |

Source: Company Data

## 新取得 14 億元國防質子治療設備合約

承業醫 2012 年取得質子治療系統製造商龍頭 IBA 的台灣獨家代理權(全球市占約 5~6 成)，質子系統為新型治療手段，具 spread-out Bragg peak (SOBP) 的特性，相比於傳統的光子技術放射治療其輻照深度更可控，IBA 旗下單一治療室超過 3,000 萬美金，相關商機成公司重要潛在成長動能。承業醫的 IBA 質子治療此前已有兩個合作案，其中與(1)彰基為賣斷合約，包括 IBA 小型質子治療設備 (Proteus ONE) 及 2 台直線加速器，推估承業醫總合約金額將達 5,000 萬美金，毛利率約 20%，預計 2026 年開始裝機，則以全部完工法認列時間預期為 2027 年；另(2)與北醫合作案為租賃，於 2017 年簽約並於 2018 年動工，於 2022.9 開始收治病人，目前貢獻公司月營收維持 1000 萬~2000 萬，已為北醫目前人力及規劃限制下的滿載，且目前收案之療程 ASP 較低，公司表示後續將跟北醫協調調高收費。若以每座 IBA 治療室滿載下每年可治療約 400 位病患，國內每個療程約新台幣 100 萬推估(病患須透過自費治療)，公司可分成約 6~7 成，推估設備滿載下對承業醫的年營收貢獻約 2~3 億元。國防則為承業醫質子治療系統第三個合作案，依據政府決標公告金額為 14 億元台幣，公司表示尚需待國防完成建築工程後才能進行設備裝機，則最樂觀以全部完工法認列時間將為 2027~2028 年，元富推估若毛利率與彰基項目相當則國防項目將可望貢獻該年稅前 EPS 1.68 元。

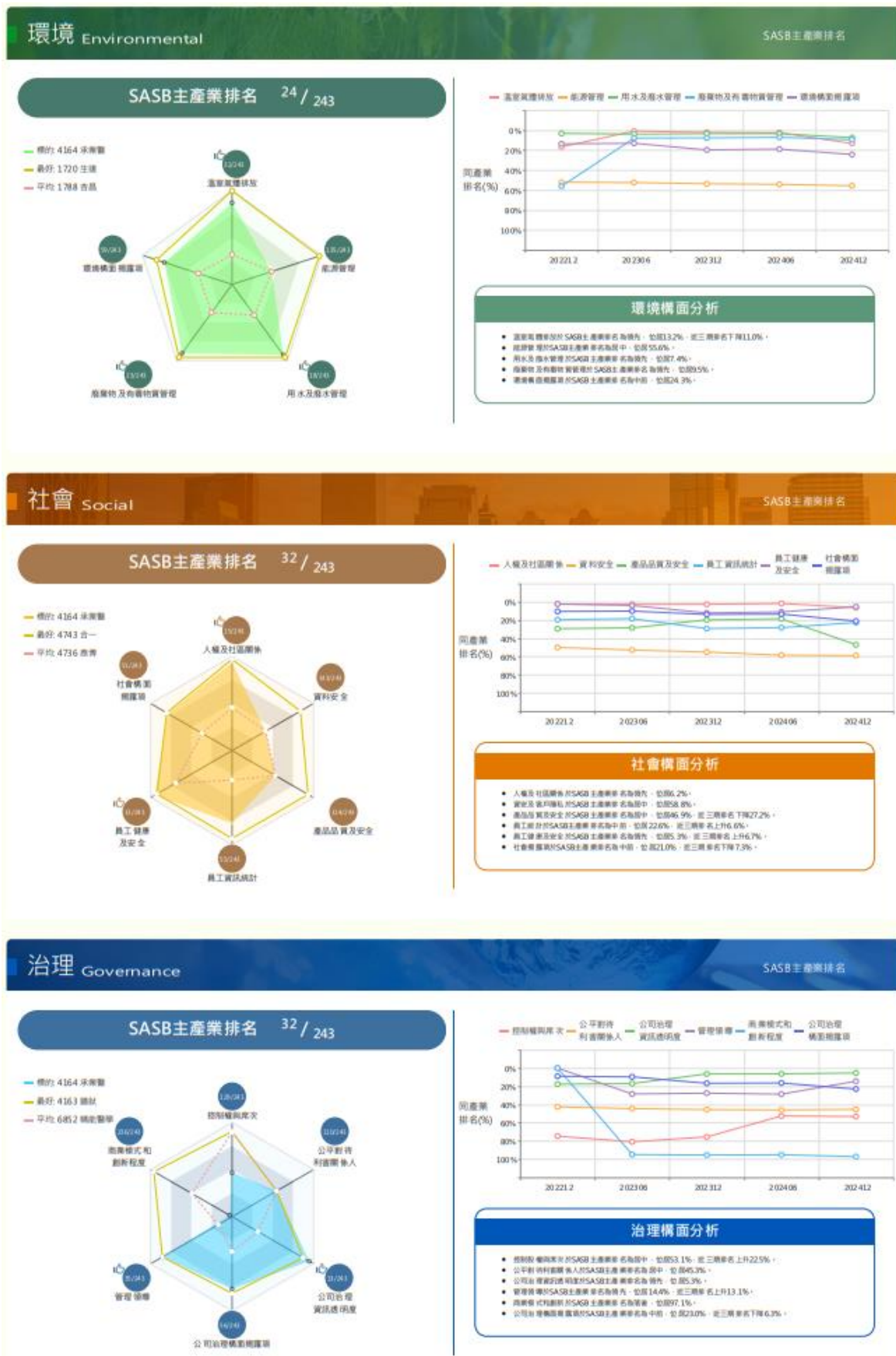
## 輻照事業力拚今年轉盈

承業醫引進比利時 IBA 光子照射與電子照射滅菌系統發展輻照及滅菌確效技術，於銅鑼科學園區興建全新工廠，主要運用領域包括醫療器材、衛材、化妝品、食品等產業，也能提供航太如低軌衛星輻照測試，及半導體部分製程等相關需求。參考競爭同業每一立方平米每次服務收益約 5000 元，現規劃完整年生產量能可達 6 萬次，即滿載營收完整年度貢獻上看 3 億元，若調高設備設定功率限制則尚有 3~5 倍成長空間，公司亦將積極爭取較高收費的訂單以提升效益，元富考量相關訂單尚需發展因此暫保守看待初期實際貢獻，而公司公開說明書揭露之預估初期完整年貢獻營收為 6,370 萬元。公司輻照事業已於 2Q24 營運並承接農業等滅菌訂單，預計於 2Q25 完成相關認證後開始提供醫材相關服務，目標於 2025 年轉虧為盈。

## 評等維持中立，目標價 55 元

展望後市，公司營運有望落底回升，唯兩項待認列的質子項目至少需至 2027 年後，目前評價未明顯低估，評等維持中立，目標價 55 元(22X2025 EPS)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ



| Comprehensive income statement |             |             |             | NT\$m       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Year-end Dec. 31               | FY22        | FY23        | FY24 F      | FY25 F      |
|                                | IFRS        | IFRS        | IFRS        | IFRS        |
| Net sales                      | 2,974       | 3,877       | 3,600       | 4,515       |
| COGS                           | 2,072       | 2,809       | 2,776       | 3,308       |
| Gross profit                   | 902         | 1,068       | 824         | 1,207       |
| Operating expense              | 427         | 455         | 507         | 651         |
| <b>Operating profit</b>        | <b>476</b>  | <b>613</b>  | <b>317</b>  | <b>556</b>  |
| Total non-operate. Inc.        | 8           | -54         | -30         | 0           |
| Pre-tax profit                 | 484         | 559         | 287         | 556         |
| Total Net profit               | 389         | 425         | 238         | 445         |
| Minority                       | 32          | 6           | -3          | 30          |
| <b>Net Profit</b>              | <b>357</b>  | <b>419</b>  | <b>241</b>  | <b>415</b>  |
| <b>EPS (NT\$)</b>              | <b>2.21</b> | <b>2.55</b> | <b>1.45</b> | <b>2.49</b> |
| Y/Y %                          | FY22        | FY23        | FY24 F      | FY25 F      |
| Sales                          | 21.9        | 30.4        | (7.2)       | 25.4        |
| Gross profit                   | 6.2         | 18.4        | (22.9)      | 46.5        |
| Operating profit               | (3.6)       | 28.9        | (48.4)      | 75.6        |
| Pre-tax profit                 | (1.5)       | 15.6        | (48.7)      | 93.7        |
| Net profit                     | (6.6)       | 17.5        | (42.4)      | 72.1        |
| EPS                            | (9.1)       | 15.3        | (43.3)      | 72.1        |
| Margins %                      | FY22        | FY23        | FY24 F      | FY25 F      |
| Gross                          | 30.3        | 27.6        | 22.9        | 26.7        |
| Operating                      | 16.0        | 15.8        | 8.8         | 12.3        |
| EBITDA                         | 18.8        | 16.3        | 25.9        | 25.6        |
| Pre-tax                        | 16.3        | 14.4        | 8.0         | 12.3        |
| <b>Net</b>                     | <b>12.0</b> | <b>10.8</b> | <b>6.7</b>  | <b>9.2</b>  |

| Consolidated Balance Sheet      |               |               |               | NT\$m         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Year-end Dec. 31                | FY22          | FY23          | FY24 F        | FY25 F        |
|                                 | IFRS          | IFRS          | IFRS          | IFRS          |
| Cash                            | 1,473         | 1,891         | 1,789         | 2,939         |
| Marketable securities           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| A/R & N/R                       | 941           | 1,105         | 1,110         | 1,103         |
| Inventory                       | 528           | 605           | 717           | 755           |
| Others                          | 663           | 594           | 594           | 594           |
| Total current asset             | 3,604         | 4,196         | 4,210         | 5,390         |
| Long-term invest.               | 38            | 47            | 47            | 47            |
| Total fixed assets              | 5,825         | 5,916         | 6,416         | 6,816         |
| Total other assets              | 3,364         | 3,454         | 3,287         | 2,288         |
| <b>Total assets</b>             | <b>12,831</b> | <b>13,613</b> | <b>13,960</b> | <b>14,541</b> |
| Short-term Borrow               | 340           | 359           | 405           | 405           |
| A/P & N/P                       | 347           | 397           | 408           | 408           |
| Other current liab.             | 408           | 729           | -831          | -1,032        |
| Total current liab.             | 1,094         | 1,485         | -18           | -219          |
| L-T borrow s                    | 2,913         | 3,067         | 2,864         | 3,562         |
| Other L-T liab.                 | 4,552         | 4,528         | 4,429         | 4,429         |
| <b>Total liability.</b>         | <b>6,428</b>  | <b>6,838</b>  | <b>7,276</b>  | <b>7,772</b>  |
| Common stocks                   | 1,616         | 1,664         | 1,668         | 1,668         |
| Reserves                        | 3,544         | 3,717         | 3,697         | 3,667         |
| Retain earnings                 | 194           | 263           | 1,319         | 1,433         |
| <b>Total Equity</b>             | <b>6,403</b>  | <b>6,776</b>  | <b>6,684</b>  | <b>6,768</b>  |
| <b>Total Liab. &amp; Equity</b> | <b>12,831</b> | <b>13,613</b> | <b>13,960</b> | <b>14,541</b> |

| Comprehensive Quarterly Income Statement |          |        |        | NT\$m |
|--|----------|--------|--------|-------|
|  | 1Q25F    | 2Q25F  | 3Q25F  | 4Q25F |
|  | IFRS     | IFRS   | IFRS   | IFRS  |
| Net sales                                | 813      | 993    | 1,264  | 1,445 |
| Gross profit                             | 203      | 258    | 341    | 405   |
| Operating profit                         | 48       | 95     | 178    | 235   |
| Total non-ope inc.                       | 0        | 0      | 0      | 0     |
| Pre-tax profit                           | 48       | 95     | 178    | 235   |
| Net profit                               | 33       | 68     | 135    | 180   |
| EPS                                      | 0.20     | 0.41   | 0.81   | 1.08  |
| Y/Y %                                    | 1Q25F    | 2Q25F  | 3Q25F  | 4Q25F |
| Net sales                                | 23.58    | 3.64   | 31.27  | 41.55 |
| Gross profit                             | 45.36    | 31.89  | 64.34  | 44.13 |
| Operating profit                         | 136.73   | 49.99  | 107.99 | 59.89 |
| Net profit                               | 1,337.91 | 142.18 | 45.07  | 53.07 |
| Q/Q %                                    | 1Q25F    | 2Q25F  | 3Q25F  | 4Q25F |
| Net sales                                | (20.4)   | 22.2   | 27.3   | 14.3  |
| Gross profit                             | (27.6)   | 27.1   | 32.2   | 18.5  |
| Operating profit                         | (67.2)   | 97.7   | 87.2   | 31.5  |
| Net profit                               | (72.3)   | 109.6  | 97.4   | 33.4  |
| Margins %                                | 1Q25F    | 2Q25F  | 3Q25F  | 4Q25F |
| Gross                                    | 25.0     | 26.0   | 27.0   | 28.0  |
| Operating                                | 5.9      | 9.6    | 14.1   | 16.2  |
| Net                                      | 4.0      | 6.9    | 10.7   | 12.4  |

| Consolidated Statement of Cash flow |             |             |             | NT\$m        |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Year-end Dec. 31                    | FY22        | FY23        | FY24 F      | FY25 F       |
|                                     | IFRS        | IFRS        | IFRS        | IFRS         |
| Net income                          | 357         | 419         | 241         | 415          |
| Dep & Amort                         | 504         | 595         | 600         | 600          |
| Investment income                   | 0           | -2          | -2          | 0            |
| Changes in W/C                      | -231        | -145        | -105        | -30          |
| Other adjustment                    | 27          | 96          | 0           | 0            |
| <b>Cash flow – ope.</b>             | <b>657</b>  | <b>963</b>  | <b>734</b>  | <b>985</b>   |
| Capex                               | -681        | -549        | -500        | -400         |
| Change in L-T inv.                  | 0           | 0           | 0           | 0            |
| Other adjustment                    | 341         | 48          | 0           | 0            |
| <b>Cash flow –inve.</b>             | <b>-340</b> | <b>-500</b> | <b>-500</b> | <b>-400</b>  |
| Free cash flow                      | -25         | 414         | 234         | 585          |
| Inc. (Dec.) debt                    | -10         | 290         | 0           | 0            |
| Cash dividend                       | -324        | -325        | -335        | -334         |
| Other adjustment                    | -13         | -8          | 0           | 900          |
| <b>Cash flow –Fin.</b>              | <b>-346</b> | <b>-42</b>  | <b>-335</b> | <b>566</b>   |
| Exchange influence                  | 9           | -2          | -2          | -2           |
| <b>Change in Cash</b>               | <b>-21</b>  | <b>419</b>  | <b>-102</b> | <b>1,150</b> |
| Ratio Analysis                      |             |             |             | NT\$m        |
| Year-end Dec. 31                    | FY22        | FY23        | FY24 F      | FY25 F       |
| ROA                                 | 2.81        | 3.17        | 1.75        | 2.91         |
| ROE                                 | 5.61        | 6.36        | 3.58        | 6.17         |

#### 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.