

美時 (1795 TT) Lotus Pharmaceutical

2025 年獲利有望創新高，肺纖維化用藥於 1Q26 上市為下一動能

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$310.0

收盤價 (2025/03/18)：NT\$256.5
隱含漲幅：20.9%

營收組成 (2024)

歐美 48%、韓國 31%、台灣 14%、其他亞洲 7%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	310	365
2025年營收 (NT\$/十億)	19.6	21.9
2025年EPS	19.8	22.7

交易資料表

市值	NT\$68,200百萬元
外資持股比率	55.8%
董監持股比率	7.0%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$94.88
負債比	47.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (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	16,958	18,584	19,599	20,164
營業利益	4,903	6,020	7,062	6,243
稅後純益	4,106	5,066	5,187	4,544
EPS (元)	15.72	19.35	19.81	17.36
EPS YoY (%)	35.6	23.1	2.4	-12.4
本益比 (倍)	16.3	13.3	13.0	14.8
股價淨值比 (倍)	3.9	3.2	2.7	2.4
ROE (%)	26.3	23.9	20.9	16.3
現金殖利率 (%)	1.8%	2.2%	2.3%	2.0%
現金股利 (元)	4.65	5.73	5.94	5.21

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳彥菱

dorothy.chen123@yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q24 毛利率佳、業外認列評價利益，EPS 4.33 元，優於預期 77%。

◆ 血癌藥於 2025 年在限制量出貨下預估營收成長 19%至 63 億元，2026 年 1 月底後自由競爭，預估 2026 年血癌藥營收年減 37%至 40 億元。

◆ 特發性肺纖維化用藥於 1Q26 在美國上市為下一動能，目前評價位於歷史區間中下緣，具投資價值，維持買進評等，目標價 310 元。

4Q24 毛利率較佳，業外認列評價利益，EPS 優於預期 77%

受高毛利率血癌藥 Lenalidomide 出貨波動影響，美時 4Q24 營收 44.09 億元，QoQ-16%/YoY+29%，毛利率 55.0%，QoQ-8.3ppt/YoY+13.4ppt，優於元大/市場預期 1.9ppt/0.5ppt；營業利益 10.19 億元，QoQ-52%/YoY+611%，優於元大預期 7%，但低於市場預期 7%；業外認列透過損益按公允價值衡量之金融資產利益 5.41 億元；稅後淨利 11.33 億元，QoQ-27.6%/YoY+183.2%，優於元大/市場預期 76.6%/29.7%，EPS 4.33 元。

2025 年美國血癌藥銷售預計成長 2 成，有利產品組合改善

2024 年美時血癌藥營收約 53 億元，優於原先預期 47 億元，預估 2025 年美國血癌藥營收將年增 19%至 63 億元，其毛利率高達 95%，主因 Revlimid 每人每年藥價高達 16 萬美元，且學名藥在限制量出貨下無削價競爭，學名藥價格約為原廠藥的 8 折，目前各家學名藥廠在美國 Lenalidomide 市場賺取超額利潤。預估於 2026/1/31 原廠藥 Revlimid 物質專利到期後，學名藥價格將降至原廠藥價的 4-5 折(目前為原廠藥價的 8 折)，即便美時市佔率在低基期下仍有望提升，但保守預估 2026 年美國血癌藥營收貢獻 40 億元，YoY-37%，且毛利率自目前的 95%下滑至 2026 年的 60%。

特發性肺纖維化藥有望於 1Q26 在美國上市，為下一動能

OFEV®(學名為 Nintedanib)是一種激酶抑制劑，用於治療特發性肺纖維化、慢性間質性肺部疾病，以及系統性硬化症相關的間質性肺病，2023 年 OFEV®美國銷售額約 19 億美元，原廠藥物專利於 2026/1/8 日到期，Nintedanib 有望於 1Q26 上市，假設美時取得 10-20%市佔率，預估 2026/2027 年美國 Nintedanib 學名藥營收 22.8 億元/45.6 億元，預估毛利率 70%。美時國際競爭力優於台灣同業，給予 18 倍目標本益比、以 2026 年預估 EPS 17.36 元，推得新目標價 310 元，維持買進評等。目前股價相當於 2025 年/2026 年 13 倍/14.8 倍本益比，位於歷史區間中下緣，具投資價值。

營運分析

4Q24 毛利率優於預期，業外認列評價利益，EPS 4.33 元，優於預期 77%

美時 4Q24 營收 44.09 億元，QoQ-16%/YoY+29%，營收年增係受惠於美國血癌藥 Lenalidomide 出貨增加，抵銷戒毒癮藥 Buprenorphine/Naloxone 收入下滑的影響，帶動歐美地區營收年增 93%，同期亞太地區營收年增 3%；毛利率 55.0%，QoQ-8.3ppt/YoY+13.4ppt，受高毛利率血癌藥 Lenalidomide 出貨波動影響，優於元大/市場預期 1.9ppt/0.5ppt；營業費用季增 17%、年增 10%，主因認列限制員工權利新股費用，人事成本增加，使得營業利益達 10.19 億元，QoQ-51.8%/YoY+610.5%，優於元大預期 7%，但低於市場預期 7%；業外收入 4.75 億元，優於預期，主因認列透過損益按公允價值衡量之金融資產利益 5.41 億元；稅後淨利 11.33 億元，QoQ-27.6%/YoY+183.2%，優於元大/市場預期 76.6%/29.7%，EPS 4.33 元。

2024 年地區別營收佔比如下：亞洲 52%、出口 48%。

- **出口業務**：2024 年出口業務營收年增 15%，受惠於美國血癌藥 Lenalidomide 營收年增 60%，及全球腫瘤產品組合（包括 Enzalutamide）在新市場的銷售拓展，彌補戒毒癮藥 Buprenorphine/Naloxone 營收年減 3 成（營收金額年減 10 億元）的影響。美時的戒毒癮藥在美國的市佔率從 2023 年的 30% 降至 2024 年的 15-20%，主要受到其他學名藥廠競爭影響。2024 年外銷市場總共上市 21 個 SKU。
- **亞洲業務**：2024 年亞洲營收年增 5%，主要受惠於自 2024 年 8 月起合併 Teva 泰國業務，帶動泰國地區營收年增 185%。韓國收入年增 2%，主因減重品牌藥 Qsymia 銷售增加；台灣/其他亞洲地區營收分別年增 4%/28%，東南亞地區營收成長主要來自併購 Teva 泰國子公司挹注。2024 年在亞洲推出 66 個 SKU，延續亞洲市場動能。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,419	5,234	4,409	-15.8%	29.0%	4,266	4,270	3.4%	3.3%
營業毛利	1,423	3,316	2,426	-26.8%	70.5%	2,266	2,328	7.1%	4.2%
營業利益	143	2,112	1,019	-51.8%	610.5%	951	1,095	7.1%	-7.0%
稅前利益	508	1,898	1,494	-21.3%	194.0%	846	1,105	76.6%	35.2%
稅後淨利	400	1,565	1,133	-27.6%	183.2%	641	873	76.6%	29.7%
調整後 EPS (元)	1.53	5.98	4.33	-27.6%	182.5%	2.45	3.33	76.6%	29.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	41.6%	63.3%	55.0%	-8.3	13.4	53.1%	54.5%	1.9	0.5
營業利益率	4.2%	40.4%	23.1%	-17.2	18.9	22.3%	25.6%	0.8	-2.5
稅後純益率	11.7%	29.9%	25.7%	-4.2	14.0	15.0%	20.5%	10.6	5.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q25 美國血癌藥出貨較少，下調營收/獲利預估 21%/40%

美時 2025 年 1-2 月營收合計 31.38 億元，YoY+3%，達成我們前次 1Q25 營收預估 59%，低於預期，主因美國血癌藥 Lenalidomide 營收貢獻僅約 10 億元，低於我們前次預估的 15 億元，本次也排除日本血癌藥營收預估，進而下調 1Q25 營收/獲利預估 21%/40%，預估 1Q25 EPS 3.48 元，QoQ-20%/YoY-12%。

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	1Q25		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	4,198	4,409	4,225	-4.2%	0.6%	5,363	4,964	-21.2%	-14.9%
營業毛利	2,303	2,426	2,398	-1.1%	4.1%	3,181	2,897	-24.6%	-17.2%
營業利益	1,256	1,019	1,273	25.0%	1.4%	2,056	1,692	-38.1%	-24.8%
稅前利益	1,306	1,494	1,184	-20.8%	-9.4%	1,951	1,599	-39.3%	-26.0%
稅後淨利	1,036	1,133	910	-19.6%	-12.2%	1,509	1,269	-39.7%	-28.3%
調整後 EPS (元)	3.96	4.33	3.48	-19.6%	-12.2%	5.76	4.85	-39.7%	-28.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	54.9%	55.0%	56.8%	1.7	1.9	59.3%	58.4%	-2.5	-1.6
營業利益率	29.9%	23.1%	30.1%	7.0	0.2	38.3%	34.1%	-8.2	-4.0
稅後純益率	24.7%	25.7%	21.5%	-4.1	-3.1	28.1%	25.6%	-6.6	-4.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2025 年美國血癌藥營收成長無虞

根據與血癌藥 Revlimid (Lenalidomide) 原廠 BMS/Celgene 和解協議，美時的血癌學名藥 Lenalidomide 可於 2022/9 在美國上市後，到 2026/1/31 原廠藥專利到期前，在限制量出貨下，市場份額每 12 個月遞增至不超過 10%。2024 年美時血癌藥營收約 53 億元，優於原先預期 47 億元，預估 2025 年美國血癌藥營收將年增 19% 至 63 億元，其毛利率高達 95%，主因 Revlimid 每人每年藥價高達 16 萬美元，且學名藥在限制量出貨下無削價競爭，學名藥價格約為原廠藥的 8 折，目前各家學名藥廠在美國 Lenalidomide 市場賺取超額利潤。由於 2025 年美時的血癌學名藥 Lenalidomide 在美國市場的市佔率僅中個位數，預期 2026/1/31 原廠藥專利到期後，美時的血癌學名藥在美國的市佔率仍有望提升，不過我們認為學名藥價格將會降至原廠藥的 4-5 折，後續血癌學名藥在美國市場的營收貢獻估計為一年 40-50 億元，屆時其毛利率估計仍有 60% 以上。我們目前保守預估 2026 年血癌藥營收為 40 億元。

特發性肺纖維化藥 Nintedanib 有望於 2026 年領先在美國上市，為下一動能

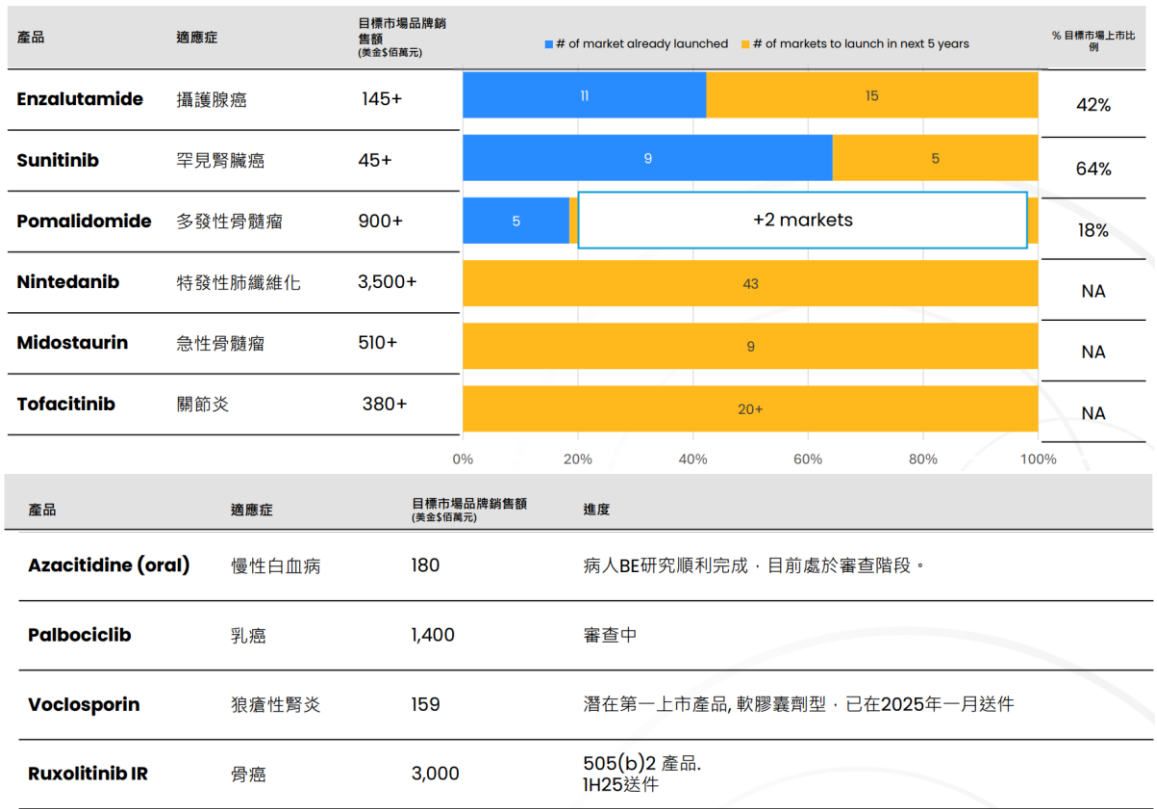
OFEV®(學名為 Nintedanib) 是一種激酶抑制劑(kinase inhibitor)，用於治療特發性肺纖維化、慢性間質性肺部疾病，以及系統性硬化症相關的間質性肺病，2023 年 OFEV 全球銷售額達 38 億美元，其中美國銷售額約 19 億美元，美時的 Nintedanib 學名藥已獲得 FDA 暫定審查核可，在美國市場的合作夥伴是 Sandoz，而在美國以外市場的合作夥伴可能是 Sandoz 或 Teva。此外，目前原廠還沒對美時提出專利訴訟，而原廠藥物專利於 2026 年 1 月 8 日到期，如果順利的話，管理層預計於 2026 年可在美國及全球上市 Nintedanib 學名藥，有望成為第一個在美國上市的學名藥(1Q26 原廠藥物專利到期後就有機會上市)，假設美時最終可取得 20% 市佔率，則預計未來每年可貢獻美時合併營收約 45 億元，預估 2026/2027 年美國 Nintedanib 學名藥營收貢獻分別為 22.8 億元/45.6 億元。原廠藥 OFEV 每人每年藥價約 9.6 萬美元，Nintedanib 學名藥上市初期估計藥價為原廠藥的八折，此時毛利率預估達 70% 以上。

其他值得關注的產品包括：1) 軟膠囊劑型血癌藥 Midostaurin (目標市場 5.1 億美元) 已取得美國 FDA 暫定審查核可，目前美時已和原廠 Novartis 和解，可關注後續上市時程；及 2) 血癌藥 Pomalidomide(目標市場 9 億美元)、前列腺癌藥 Enzalutamide (目標市場 1.45 億美元) 在美國以外市場的上市及銷售成長。本次法說會也提到 Azacitidine(用於治療慢性白血病，目標市場 1.8 億美元)、Palbociclib(用於治療乳癌，目標市場 14 億美元) 學名藥皆處於藥證審查階段，而 Ruxolitinib

IR(對照藥為 Jakafi，用於治療骨髓纖維化；目標市場 30 億美元)為 505(b)2 新藥，預計 1H25 遞交藥證申請。隨上述產品陸續取證上市，美時將有豐富的血癌藥物產品線，而血癌藥高單價的特性，將有利於美時的產品組合。

美時自主研發項目以高門檻癌症學名藥為主，研發中的 26 個品項中，有 10 項可能成為在美國第一個上市的學名藥(First-to-file)，另外 14 個品項目標在美國首波上市，剩餘 2 項為 505(b)2 新藥。

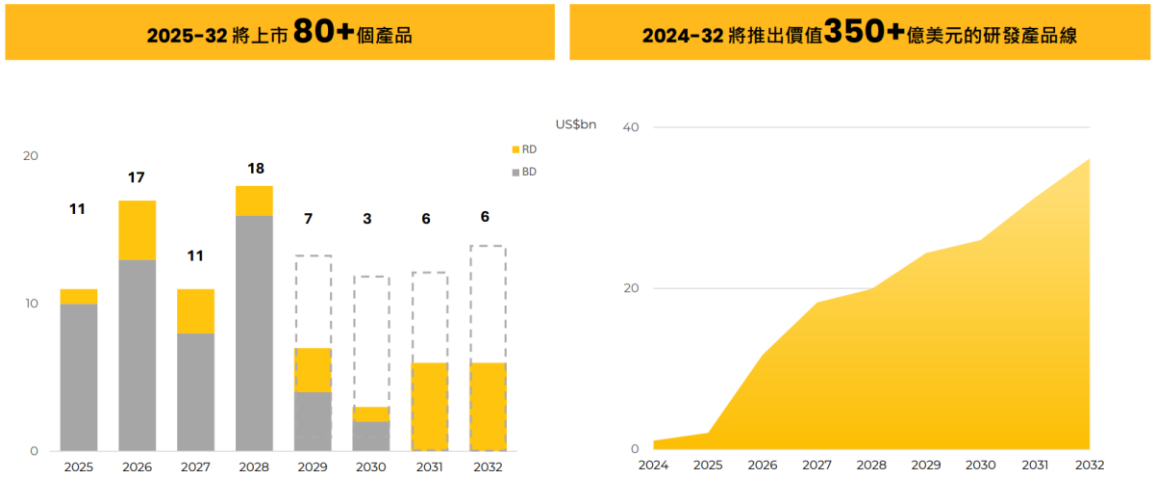
圖 3：美時自主研發產品之全球上市推展進度 (最近三個月的進展)



資料來源：公司資料

根據目前產品開發時程，管理層預計 2025~2032 年將會上市逾 80 個新產品，這些研發產品線的目標市場價值總計超過 350 億美元隨更多研發產品線、授權案的評估，美時會持續更新產品上市時程，為確保原料藥供給，美時已和很多原料藥廠簽訂共同開發協議。

圖 4：美時透過自主研發及授權引進高市場價值的產品線，支持未來成長



資料來源：公司資料

2024 年取得 67 項藥證核准及抗發炎領導品牌藥於越南和柬埔寨的商業權利

2024 年美時提交 132 項藥證申請，獲得 67 項藥證核准，並推動 87 項品項(涵蓋 31 INN)上市，包括重點產品 Nintedanib(Ofev®學名藥)在加拿大和英國取得藥證，Pomalidomide(Pomalyst®學名藥)在英國和歐盟取得藥證，以及 Enzalutamide 在英國取得藥證。2024 年美時業務開發團隊簽署 20 項授權協議，包括 1) 兩項東南亞收購案：併購 Teva 泰國子公司，及取得抗發炎藥物領導品牌 Alpha Choay®於越南和柬埔寨的商業權利，擴大公司的產品組合及銷售渠道；2) 獲得 Aflibercept (對照藥物為 Eylea，用於治療濕式黃斑部病變)生物相似藥在泰國、越南及菲律賓等東南亞主要市場的商業化權利；3) 簽署三項潛在第一上市(FTF)產品的共同開發協議(圖 5)。隨著 Teva 泰國子公司併入營運，加上 Alpha Choay®品牌藥貢獻，管理層預期 2025 年東南亞地區營收將倍增至 20 億元。美時正積極評估 5 項東南亞資產併購案，包括：1) 有一項越南市場產品組合併購在 1H25 可以完成；2) 馬來西亞、菲律賓都有銷售團隊公司併購評估中；3) 新藥品牌併購案評估中；及 4) Cialis 在其他亞洲市場的評估剛開始。如果上述五項資產全部買到，可以貢獻公司營收 1 億美元。

圖 5：三項潛在於美國第一個上市的共同開發產品

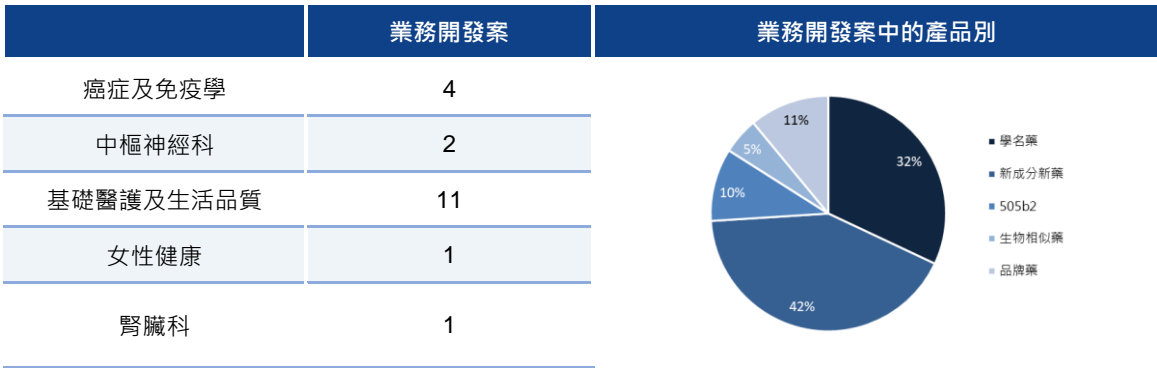
產品	競爭優勢	品牌藥銷售高峰
LP797/798/799	- 癌症, 孤兒藥 - 美國潛在第一上市 - 與原料藥供應商簽訂獨家合作協議	Global: ~US\$1,200Mn US: ~US\$600-800Mn
LP786/787	- 癌症 - 美國潛在第一上市，歐洲D1上市 - 與原料藥供應商簽訂獨家合作協議	Global: ~US\$1,600Mn US: ~US\$900Mn
LP004	- 免疫疾病 - 亞太地區患者人數眾多，具備龐大銷售潛力.	Global: ~US\$800Mn US: ~US\$550Mn

資料來源：公司資料

近期業務開發主軸在學名藥及新成分新藥，長期目標轉型成多元化複合型藥廠

美時除了開發困難學名藥，也持續投資創新元素，包括新成分新藥(NCE)、生物相似藥、品牌藥等多元產品線，專注於五大治療領域，包括癌症治療、中樞神經科(CNS)、基礎醫護及生活品質、女性健康、腎臟科。美時也有新增心血管、眼科產品線，業務拓展策略上以品牌藥開拓通路，學名藥、505(b)2、生物相似藥作為多元主體產品，新成分新藥作為輔助加值產品。美時不僅要具備研發、取證能力，也要掌握行銷能力，在亞太地區透過併購品牌藥、授權合作多元產品線，以拓展新通路，並優化產品組合，在台灣專注於骨質疏鬆症、肺癌、帕金森氏症、戒癮藥品及藥局通路，韓國市場著重減重、帕金森氏症、腎臟病，泰國市場專注於眼科、癌症、婦科、骨質疏鬆症等科別。美時目標轉型成多元化複合型藥廠，透過專案引進、共同開發、品牌併購，豐富產品線。業務開發案中的產品別：學名藥 32%、新成分新藥 42%、505(b)2 新藥 10%、生物相似藥 5%、品牌藥 11%。

圖 6：美時透過自主研發與堅實的業務開發能力，建構多元產品布局



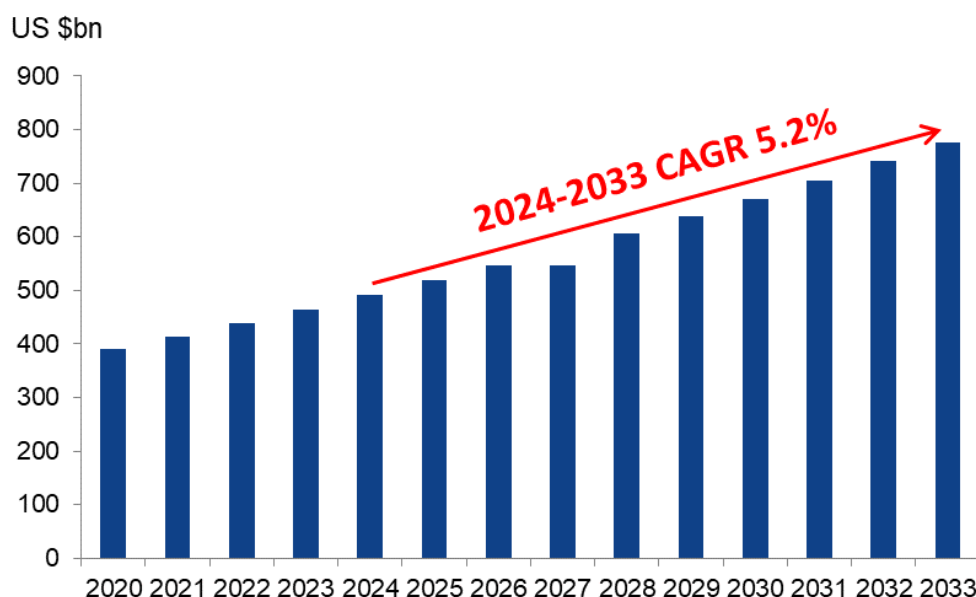
資料來源：公司資料

產業概況

癌症、免疫疾病用藥為學名藥/生物相似藥研發重心

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 7)。癌症、免疫疾病為全球前兩大醫療支出治療領域，在暢銷藥排行上比重高，癌症及免疫疾病適應症在 2023 年前十大暢銷藥排行/2028 年預估前十大暢銷藥排行中，合計分別佔 50%/70%，隨著相關原廠藥專利到期，也是學名藥/生物相似藥主要銷售成長重心。

圖 7：全球學名藥市場規模預估



資料來源：Precedence Research、元大投顧

廠商可挑戰 PIV 學名藥，在原廠專利到期前賺取超額利潤

一般學名藥取證及上市，都是發生在原廠藥專利到期後，使得多數藥品具 5 家以上學名藥供應商，價格競爭激烈。不過 1984 年美國頒布藥品價格競爭與專利期補償法案(Drug Price Competition and Patent Term Restoration Act)，又稱為 Hatch-Waxman 法案，讓學名藥廠可在原廠藥專利到期前，向美國 FDA 申請 PIV 學名藥藥證(ANDA)，學名藥廠需在 ANDA 中提供原廠專利無效或未受該學名藥產品侵犯的證明文件(certification)，並同時通知原廠，若原廠在 45 天內對學名藥廠提起侵權訴訟，FDA 最終許可將自動推遲 30 個月，期間 FDA 仍可給學名藥廠「暫時許可」。學名藥廠在取得最終許可後，將會評估其在專利訴訟上是否有勝算，來決定是否冒風險上市。此外，第一家向 FDA 提交 ANDA 的公司擁有該學名藥上市後 180 天獨家銷售權。由於挑戰 PIV 學名藥廠商須具專利訴訟團隊，競爭較少，常見廠商包括 Alvogen、Dr. Reddy、Hikma、Par pharma。台廠如美時、保盛藥業、漢達，專注於利基學名藥開發，掌握製劑或原料藥生產技術，與國際廠商結盟。

重磅藥原廠專利陸續到期，仿製藥商機可期

圖 8 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 2025-2026 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。

圖 8：2023-2030 年關鍵專利到期之重磅藥概覽

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	類風濕性關節炎	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

獲利調整與股票評價

肺纖維化用藥有望於 1Q26 上市，為下一動能，維持買進評等

2024 年美國血癌藥營收 53 億元，YoY+60%，優於我們原先預期的 47 億元。隨著出貨份額增加，預估 2025 年美國血癌藥營收達 63 億元，YoY+19%，上調 5%。高毛利率的血癌藥在美國市場出貨成長，東南亞併購案 Teva 泰國子公司/抗發炎領導品牌藥 Alpha Choay®陸續於 3Q24/1H25 貢獻營收，彌補低毛利率的戒毒癮藥營收下滑，改善產品組合。惟保守去除日本血癌藥出貨，下調 2025 年營收 10.5%，下調 EPS 預估 12.5%至 19.81 元，YoY+2.4%。

展望 2026 年，預估於 2026/1/31 原廠藥 Revlimid 物質專利到期後，血癌藥 Lenalidomide 學名藥價格將降至原廠藥價的 4-5 折(目前為原廠藥價的 8 折)，即便美時市佔率在低基期下仍有望提升，但保守預估 2026 年美國血癌藥營收貢獻 40 億元，YoY-37%，且毛利率自目前的 95%下滑至 2026 年的 60%。不過下一重磅產品肺纖維化用藥 Nintedanib 有望於 1Q26 上市，貢獻 2026 年營收 22.8 億元，預估毛利率 70%，可部分抵銷血癌藥衰退的衝擊。

公司持續透過自主開發、專案引進、併購品牌藥來豐富產品線，以達到分散風險、加強科室的效果，目標轉型成多元化複合型藥廠，兼具獲利穩定度及成長性。考量美時國際競爭力優於台灣同業，本次給予 18 倍目標本益比(落於國內同業本益比區間 15-20 倍)、以 2026 年預估 EPS 17.36 元(前次以 16 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 評價，前次目標本益比較低，主因 2025 年 EPS 為近年營運高峰)，下調目標價至 310 元，維持買進評等，目前股價相當於 2025 年/2026 年 13 倍/14.8 倍本益比，位於歷史區間中下緣，具投資價值。

美時優異的研發能力，配合 Alvogen 集團行銷、專利訴訟團隊資源，使其得以在國際學名藥市場嶄露頭角，且美時 EPS 成長性優於國際學名藥廠同業，評價可望朝印度學名藥廠同業 20 倍以上本益比靠攏，我們認為 18 倍目標本益比評價，尚屬合理。

圖 9：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	18,584	18,441	19,599	21,887	0.8%	-10.5%
營業毛利	10,924	10,764	12,119	13,060	1.5%	-7.2%
營業利益	6,020	5,952	7,062	8,089	1.1%	-12.7%
稅前利益	6,360	5,711	6,705	7,669	11.4%	-12.6%
稅後淨利	5,066	4,574	5,187	5,930	10.7%	-12.5%
調整後 EPS (元)	19.35	17.47	19.81	22.65	10.7%	-12.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	58.8%	58.4%	61.8%	59.7%	0.4	2.2
營業利益率	32.4%	32.3%	36.0%	37.0%	0.1	-0.9
稅後純益率	27.3%	24.8%	26.5%	27.1%	2.5	-0.6

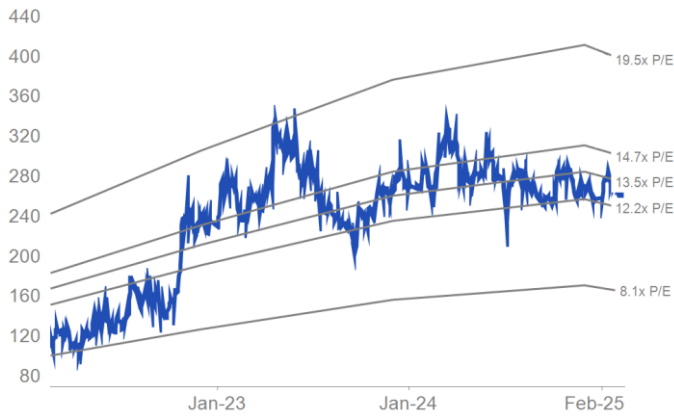
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：美時重點產品美國營收預估及其他產品營收預估

地區/國家	2024 年		2025 年		2026 年		說明
	營收 (NT\$ mn)	YoY	營收 (NT\$ mn)	YoY	營收 (NT\$ mn)	YoY	
戒毒癮舌下片 Buprenorphine /Naloxone	2,468	-33.3%	1,916	-22.4%	1,858	-3.0%	美國戒毒藥毛利率約 30%，營收高峰已過，但美時無須負擔該產品行銷費用，仍是不錯的現金流來源。
血癌藥 Lenalidomide	5,300	62.2%	6,300	18.9%	4,000	-36.5%	美國血癌藥毛利率預計從 2025 年的 95%降至 2026 年的 60%，仍高於公司平均，該產品營收佔比提升可改善毛利率及營業利益率。
肺纖維化用藥 Nintedanib	--	--	--	--	2,280	--	美國肺纖維化用藥預計於 1Q26 上市，毛利率 70%。
其他	10,817	8.3%	11,384	5.2%	12,025	5.6%	其他營收主要來自亞太地區，積極併購品牌藥、公司，為成長動能。
合計	18,584	9.6%	19,599	5.5%	20,164	2.9%	

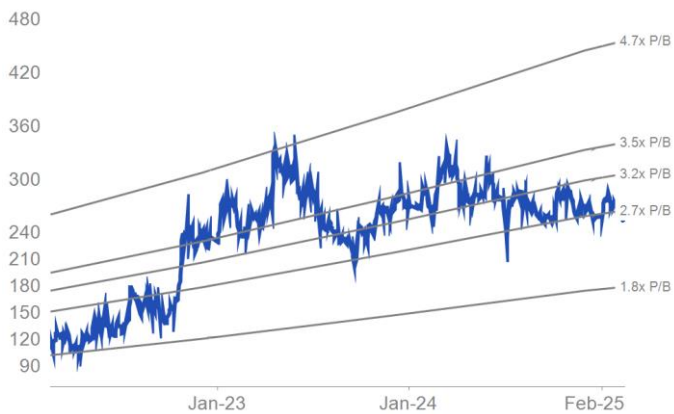
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：12 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 13：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
美時	1795 TT	買進	256.5	2,066	15.72	19.35	19.81	16.3	13.3	13.0	35.6	23.1	2.4
國外同業													
Dr. Reddy' s	DRRD IN	未評等	1162.0	11,027	54.3	63.7	66.5	21.4	18.2	17.5	106.8	17.4	4.3
Sun Pharma	SUNP IN	未評等	1736.7	47,034	35.3	39.5	49.1	49.2	44.0	35.4	158.9	11.7	24.5
Cipla	CIPLA IN	未評等	1502.0	13,865	34.7	51.3	59.8	43.3	29.3	25.1	11.3	47.6	16.7
Glenmark	GNP IN	未評等	1457.7	4,640	(6.0)	27.0	50.3	--	54.0	29.0	--	--	86.2
Hikma	HIK LN	未評等	2050.0	5,825	67.6	175.7	178.3	30.3	11.7	11.5	(2.6)	160.0	1.5
國外同業平均					37.2	71.4	80.8	36.0	31.4	23.7	68.6	59.2	26.6
國內同業													
中化	3716 TT	未評等	37.8	171	1.1	--	--	35.0	--	--	(32.8)	--	--
永信	3705 TT	未評等	56.2	454	3.1	--	--	18.1	--	--	(1.3)	--	--
東洋	4105 TT	未評等	80.0	604	4.4	4.7	5.2	18.4	16.9	15.5	(1.2)	8.7	9.1
保瑞	6472 TT	持有-超越同業	779.0	2,437	30.2	38.7	52.8	25.8	20.1	14.8	111.8	28.1	36.4
國內同業平均					9.7	21.7	29.0	24.3	18.5	15.1	19.1	18.4	22.7

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 14：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
美時	1795 TT	買進	256.5	2,066	26.3	23.9	20.9	65.41	80.89	94.88	3.9	3.2	2.7
國外同業													
Dr. Reddy' s	DRRD IN	未評等	1162.0	11,027	21.2	20.5	17.9	280.5	331.9	382.8	4.1	3.5	3.0
Sun Pharma	SUNP IN	未評等	1736.7	47,034	16.6	15.8	17.1	233.4	261.1	302.0	7.4	6.7	5.8
Cipla	CIPLA IN	未評等	1502.0	13,865	13.5	16.2	16.7	290.1	330.6	377.3	5.2	4.5	4.0
Glenmark	GNP IN	未評等	1457.7	4,640	11.5	14.4	17.1	335.8	398.0	323.5	4.3	3.7	4.5
Hikma	HIK LN	未評等	2050.0	5,825	22.7	20.8	20.0	781.8	901.8	971.0	2.6	2.3	2.1
國外同業平均					17.1	17.5	17.8	384.3	444.7	471.3	4.7	4.1	3.9
國內同業													
中化	3716 TT	未評等	37.8	171	4.3	--	--	25.0	--	--	1.5	--	--
永信	3705 TT	未評等	56.2	454	11.4	--	--	27.6	--	--	2.0	--	--
東洋	4105 TT	未評等	80.0	604	19.5	17.9	18.3	23.9	25.3	26.6	3.4	3.2	3.0
保瑞	6472 TT	持有-超越同業	779.0	2,437	36.3	30.2	32.0	89.7	124.7	164.9	8.7	6.3	4.7
國內同業平均					17.9	24.0	25.1	41.5	75.0	95.8	3.9	4.7	3.9

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 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

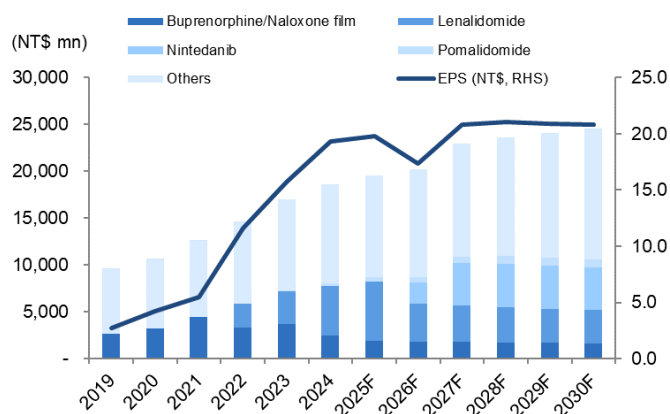
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	4,198	4,743	5,234	4,409	4,225	5,043	5,305	5,025	18,584	19,599
銷貨成本	(1,895)	(1,864)	(1,919)	(1,983)	(1,827)	(1,874)	(1,868)	(1,912)	(7,660)	(7,480)
營業毛利	2,304	2,879	3,316	2,426	2,398	3,169	3,438	3,114	10,924	12,119
營業費用	(1,048)	(1,246)	(1,203)	(1,407)	(1,125)	(1,220)	(1,261)	(1,450)	(4,904)	(5,057)
營業利益	1,256	1,633	2,112	1,019	1,273	1,949	2,176	1,663	6,020	7,062
業外利益	51	28	(214)	475	(89)	(89)	(89)	(89)	340	(357)
稅前純益	1,306	1,661	1,898	1,494	1,184	1,860	2,087	1,574	6,360	6,705
所得稅費用	(270)	(329)	(333)	(362)	(274)	(419)	(468)	(358)	(1,294)	(1,518)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	1,036	1,332	1,565	1,133	910	1,441	1,619	1,217	5,066	5,187
調整後每股盈餘(NT\$)	3.96	5.09	5.98	4.33	3.48	5.50	6.18	4.65	19.35	19.81
調整後加權平均股數(百萬股)	262	262	262	262	262	262	262	262	262	262
重要比率										
營業毛利率	54.9%	60.7%	63.3%	55.0%	56.8%	62.8%	64.8%	62.0%	58.8%	61.8%
營業利益率	29.9%	34.4%	40.4%	23.1%	30.1%	38.7%	41.0%	33.1%	32.4%	36.0%
稅前純益率	31.1%	35.0%	36.3%	33.9%	28.0%	36.9%	39.3%	31.3%	34.2%	34.2%
稅後純益率	24.7%	28.1%	29.9%	25.7%	21.6%	28.6%	30.5%	24.2%	27.3%	26.5%
有效所得稅率	20.7%	19.8%	17.5%	24.2%	23.1%	22.5%	22.4%	22.7%	20.3%	22.6%
季增率(%)										
營業收入	22.8%	13.0%	10.4%	-15.8%	-4.2%	19.4%	5.2%	-5.3%		
營業利益	775.6%	30.1%	29.3%	-51.8%	25.0%	53.1%	11.6%	-23.6%		
稅後純益	159.1%	28.5%	17.5%	-27.6%	-19.6%	58.4%	12.4%	-24.8%		
調整後每股盈餘	158.8%	28.5%	17.5%	-27.6%	-19.6%	58.3%	12.4%	-24.9%		
年增率(%)										
營業收入	-7.2%	6.8%	14.4%	29.0%	0.6%	6.3%	1.4%	14.0%	9.6%	5.5%
營業利益	-24.5%	1.2%	42.5%	610.6%	1.4%	19.3%	3.0%	63.2%	22.8%	17.3%
稅後純益	-13.2%	5.2%	25.6%	183.2%	-12.2%	8.2%	3.4%	7.4%	23.4%	2.4%
調整後每股盈餘	-13.5%	4.9%	25.6%	182.5%	-12.2%	8.1%	3.4%	7.3%	23.1%	2.4%

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

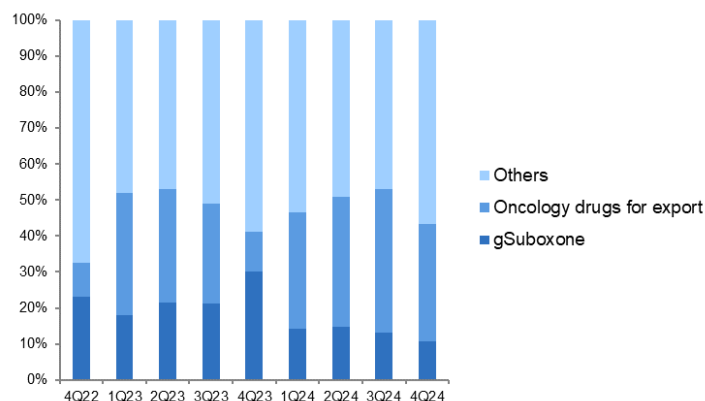
美時化學製藥成立於 1966 年，專注於困難學名藥研發、生產及銷售，係以台灣為基地供應全球市場之學名藥廠，產品線涵蓋抗癌藥、減肥藥、中樞神經用藥等，並以錠劑、膠囊為主。公司擁有亞洲公認的一流研發和製造平台，並在美國、歐洲、日本、中國和巴西等市場建立了合作夥伴關係，是台灣唯一同時獲得美國 FDA、歐盟 EMA、日本 PDMA、中國 FDA、及巴西 ANVISA 認證的藥廠。公司透過內部研發和合作授權，投資高門檻的腫瘤用藥、複雜學名藥、505(b)2 新藥、NCE 新藥和生物相似藥產品，以組成多元、最具競爭力的產品組合。

圖 16：美時產品營收及 EPS 預估



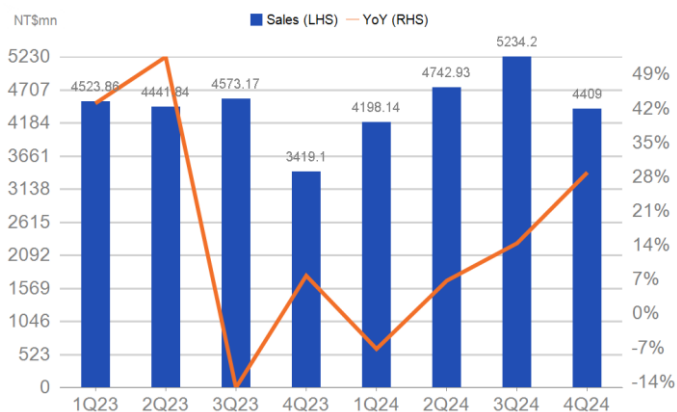
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：營收組成



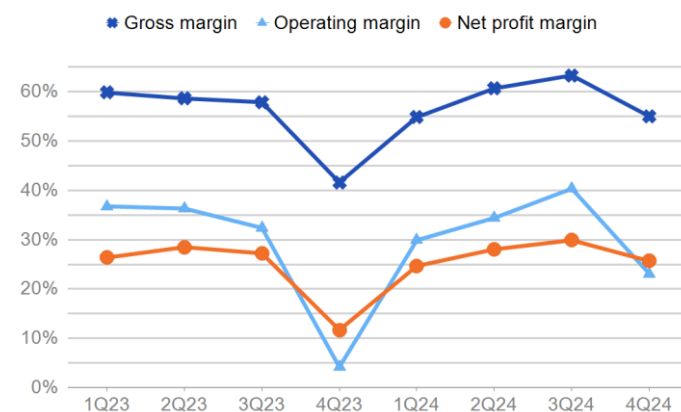
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



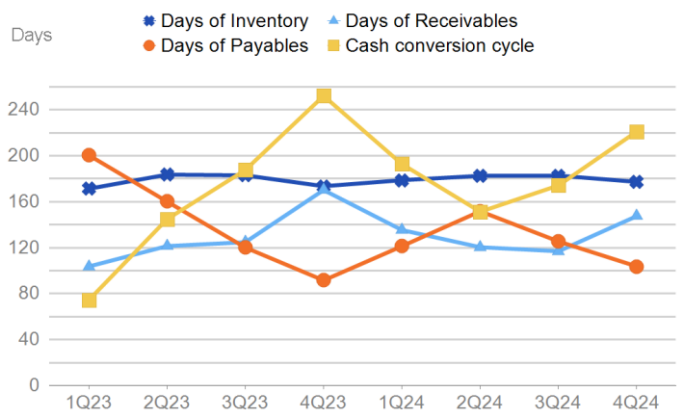
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



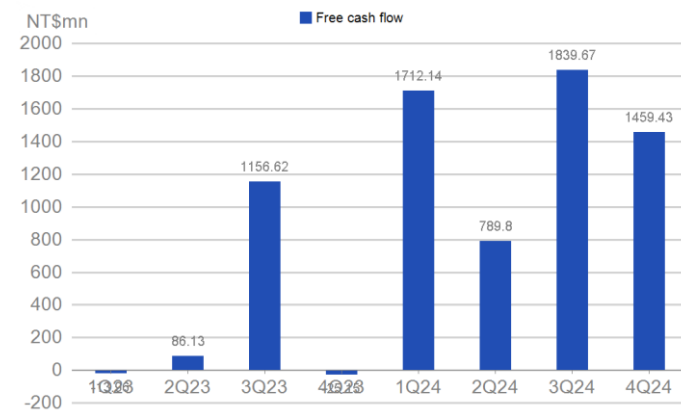
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：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：**美時整體的 ESG 風險評級屬高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名於落後的位置，在製藥行業中的公司中亦排名落後同業。
- **在 ESG 議題上的曝險：**美時的整體曝險屬於中等水準，與製藥行業的平均水準相當。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司品管、商業道德、公司基本福利等。
- **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**美時在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司的 ESG 的揭露較少，表明對投資者和公眾的問責制不足，並缺乏管理與其重大 ESG 問題相關的風險的政策和計劃。儘管如此，該公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 22：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	32.0
在 ESG 議題上的曝險 (A)	44.6
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	30.4
風險評級	高 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	154

資料來源：Sustainalytics (2025/3/18)

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+)

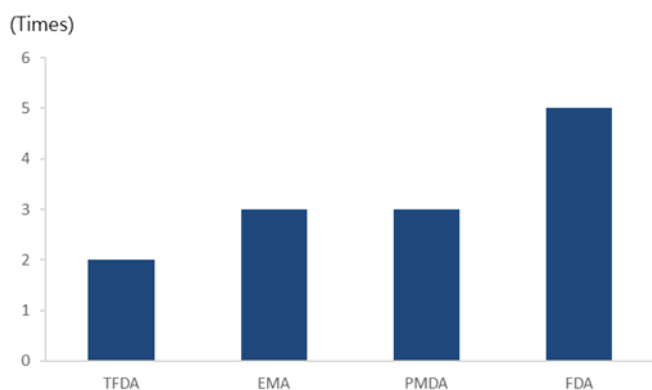
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

註 4：執行力分數評級：

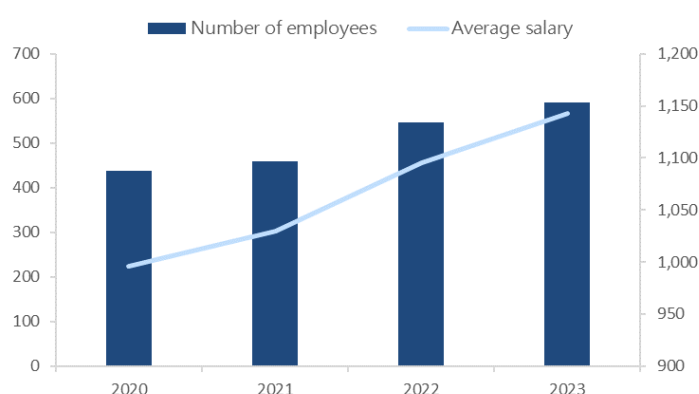
弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 23：美時生產廠通過各國法規單位查廠次數



資料來源：公司資料、Reuters

圖 24：非擔任主管職務之全時員工人數及薪資平均



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	1,983	1,771	6,030	8,129	11,155
存貨	3,330	3,775	3,833	4,427	4,733
應收帳款及票據	4,392	6,255	7,213	8,813	9,120
其他流動資產	955	851	1,022	1,022	1,022
流動資產	10,661	12,653	18,098	22,391	26,030
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	3,047	3,258	3,395	2,381	1,280
無形資產	12,983	13,035	13,965	14,445	14,925
其他非流動資產	2,835	4,046	4,643	4,643	4,643
非流動資產	18,865	20,339	22,003	21,469	20,848
資產總額	29,526	32,992	40,101	43,860	46,878
應付帳款及票據	1,403	671	1,070	1,220	1,328
短期借款	156	510	1,615	1,615	1,615
什項負債	4,334	3,343	5,753	5,753	5,753
流動負債	5,893	4,524	8,438	8,588	8,695
長期借款	8,596	9,519	8,384	8,329	8,274
其他負債及準備	1,169	1,614	2,099	2,099	2,099
長期負債	9,765	11,134	10,483	10,428	10,374
負債總額	15,658	15,658	18,921	19,016	19,069
股本	2,626	2,650	2,659	2,659	2,659
資本公積	7,534	7,131	7,431	7,431	7,431
保留盈餘	4,823	8,900	12,660	16,324	19,288
什項權益	(1,116)	(1,347)	(1,569)	(1,569)	(1,569)
歸屬母公司之權益	13,868	17,334	21,180	24,844	27,809
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	13,868	17,334	21,180	24,844	27,809

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	3,021	4,106	5,066	5,187	4,544
折舊及攤提	937	1,211	1,283	1,368	1,455
本期營運資金變動	69	(1,542)	(593)	(2,044)	(505)
其他營業資產 及負債變動	(307)	(2,160)	399	0	0
營運活動之現金流量	3,719	1,614	6,155	4,511	5,495
資本支出	(577)	(411)	(354)	(354)	(354)
本期長期投資變動	0	0	(1,100)	(480)	(480)
其他資產變動	(4,079)	(2,839)	399	0	0
投資活動之現金流量	(4,656)	(3,249)	(2,691)	(834)	(834)
股本變動	(2)	24	0	0	0
本期負債變動	2,410	2,416	2,058	(55)	(55)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(506)	(906)	(1,232)	(1,523)	(1,580)
其他調整數	(640)	(131)	(112)	0	0
融資活動之現金流量	1,262	1,403	714	(1,578)	(1,634)
匯率影響數	53	20	81	0	0
本期產生現金流量	378	(213)	4,259	2,099	3,026
自由現金流量	3,142	1,204	5,801	4,157	5,141

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	14,633	16,958	18,584	19,599	20,164
銷貨成本	(6,827)	(7,574)	(7,660)	(7,480)	(8,644)
營業毛利	7,806	9,384	10,924	12,119	11,520
營業費用	(3,695)	(4,481)	(4,904)	(5,057)	(5,276)
推銷費用	(2,125)	(2,540)	(2,630)	(2,811)	(2,952)
研究費用	(520)	(721)	(774)	(668)	(668)
管理費用	(1,053)	(1,224)	(1,503)	(1,578)	(1,657)
其他費用	3	4	3	0	0
營業利益	4,111	4,903	6,020	7,062	6,243
利息收入	4	32	101	121	121
利息費用	(356)	(534)	(571)	(557)	(557)
利息收入淨額	(353)	(502)	(469)	(437)	(437)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(81)	92	81	0	0
其他業外收入(支出)淨額	263	610	728	80	80
稅前純益	3,940	5,103	6,360	6,705	5,887
所得稅費用	(919)	(997)	(1,294)	(1,518)	(1,342)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	3,021	4,106	5,066	5,187	4,544
稅前息前折舊攤銷前淨利	5,260	6,871	7,303	8,430	7,698
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.59	15.72	19.35	19.81	17.36

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	15.7	15.9	9.6	5.5	2.9
營業利益	79.1	19.3	22.8	17.3	(11.6)
稅前息前折舊攤銷前淨利	79.7	30.6	6.3	15.4	(8.7)
稅後純益	115.3	35.9	23.4	2.4	(12.4)
調整後每股盈餘	110.8	35.6	23.1	2.4	(12.4)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	53.4	55.3	58.8	61.8	57.1
營業利益率	28.1	28.9	32.4	36.0	31.0
稅前息前淨利率	24.5	26.9	32.4	36.0	31.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	35.9	40.5	39.3	43.0	38.2
稅前純益率	26.9	30.1	34.2	34.2	29.2
稅後純益率	20.6	24.2	27.3	26.5	22.5
資產報酬率	11.9	13.1	13.9	12.4	10.0
股東權益報酬率	24.2	26.3	23.9	20.9	16.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	112.9	90.3	89.3	76.5	68.6
淨負債權益比(%)	48.8	47.6	18.7	7.3	(4.6)
利息保障倍數 (倍)	12.1	10.6	12.1	13.0	11.6
流動比率 (%)	180.9	279.7	214.5	260.7	299.4
速動比率 (%)	124.4	196.2	169.1	209.2	244.9
淨負債 (NT\$百萬元)	6,769	8,259	3,968	1,814	(1,266)
調整後每股淨值 (NT\$)	52.81	65.41	80.89	94.88	106.20
評價指標 (倍)					
本益比	22.1	16.3	13.3	13.0	14.8
股價自由現金流量比	21.4	55.8	11.6	16.2	13.1
股價淨值比	4.9	3.9	3.2	2.7	2.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	12.8	9.8	9.2	8.0	8.7
股價營收比	4.6	4.0	3.6	3.4	3.3

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。

美時 (1795 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請。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>.