

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 254.50 元

目標價

3 個月 289.00 元

12 個月 289.00 元

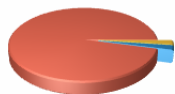
近期報告日期、評等及前日股價

03/09/2024 Buy 286.5

公司基本資訊

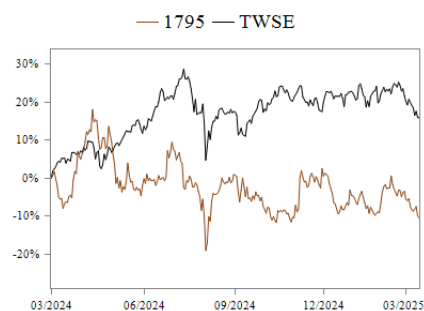
目前股本(百萬元)	2,659
市值(億元)	677
目前每股淨值(元)	79.66
外資持股比(%)	55.86
投信持股比(%)	0.66
董監持股比(%)	6.96
融資餘額(張)	9,042
現金股息配發率(%)	29.61

產品組合



- 商品銷售收入:96.00%
- 智慧財產權授權或出售收入:2.00%
- 勞務收入及其他:2.00%

股價相對大盤走勢



美時(1795 TT)

Trading Buy

血癌藥 2025 年持續成長，期待 2026 年 Nintedanib 上市

投資建議：(1)核心產品 Lenalidomide 在 2025 年美國市占率持續成長，Nintedanib 抑制肺纖維化學名藥預計於 2026 年上市，市場規模約 35 億美元。(2)美國關稅議題以及醫保改制，可能受到部分影響，(3)預估 2025 年 EPS20.63 元，建議 PER 14X，目標價 289 元，投資建議為 Trading Buy。

2024 年 EPS19.05 元，主要來自血癌藥、腫瘤藥物帶動成長：

4Q24 營收 44 億元，YOY+29%。出口業務 YOY+60%以上，主要來自美國 Lenalidomide 及全球腫瘤藥需求。亞洲市場 YOY+10%，其中泰國市場單季 YOY+450%，由於與 Teva Pharma Thailand 的產品整合綜效。2024 全年出口及亞洲市場營收分別 YOY+15%、4%。2024 年營收 185.8 億，毛利率 58.85，EPS+19.05 元。

展望 2025 年，美國血癌藥出貨量將持續增加，價格穩定。Teva 泰國及 Alpha Choay®併購案於 1Q25 開示認列營收，預計 2025 年在越南市場營收達 8 至 10 億元台幣。

多項產品陸續推出，2025-2026 年成長加速：

預計 2025 年上市藥品：(1)Pomalidomide (血癌藥) 計劃在歐洲市場推出，主要針對多發性骨髓瘤患者，市場規模預估約為 9 億美元。(2)Tofacitinib (抗發炎藥) 主要用於類風濕性關節炎治療，全球市場規模估計超過 16 億美元。(3)Enzalutamide (前列腺癌藥) 預計於 2025 年上市，針對前列腺癌市場，目標市場規模預估達 14 億美元。南美市場需求增長，將補足英國市場上市延遲的影響。(4)Alpha Choay® (抗發炎藥) 預計 1H25 在越南市場交付銷售，年營收可達 8-10 億元台幣，在越南抗發炎藥物市場市佔率達 25%。

預計 2026 年上市藥品：(1)Nintedanib (特發性肺纖維化藥物) 2026 年將於美國及全球主要市場上市，市場規模估計為 35 億美元。目標是填補特發性肺纖維化治療需求。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	18,584	20,240	22,466	3,419	4,198	4,743	5,234	4,409	4,618	5,217	5,317	5,088
營業毛利淨額	10,924	11,887	13,005	1,423	2,303	2,879	3,316	2,426	2,557	3,156	3,223	2,951
營業利益	6,020	6,777	7,876	143	1,256	1,633	2,112	1,019	1,306	1,874	1,943	1,654
稅後純益	5,066	5,485	6,373	400	1,036	1,332	1,565	1,133	1,058	1,516	1,572	1,339
稅後 EPS(元)	19.05	20.63	23.97	1.50	3.90	5.01	5.89	4.26	3.98	5.70	5.91	5.04
毛利率(%)	58.78%	58.73%	57.88%	41.62%	54.87%	60.70%	63.34%	55.03%	55.36%	60.50%	60.62%	58.00%
營業利益率(%)	32.39%	33.48%	35.06%	4.19%	29.91%	34.43%	40.36%	23.11%	28.28%	35.93%	36.54%	32.52%
稅後純益率(%)	27.26%	27.10%	28.37%	11.70%	24.68%	28.07%	29.90%	25.69%	22.91%	29.07%	29.56%	26.32%
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.59%	8.91%	11.00%	-25.24%	22.79%	12.98%	10.36%	-15.77%	4.74%	12.98%	1.92%	-4.32%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	23.38%	8.29%	16.18%	-67.90%	159.10%	28.49%	17.54%	-27.64%	-6.57%	43.32%	3.63%	-14.79%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 26.59 億元計算。

2025 年 3 月 17 日

ESG：

美時之企業使命「提供全球病患更好、更安全且更負擔得起的藥物」。為追求使命，同時投入環境與社會之永續發展，2024 年初，美時已成立「永續暨風險管理小組」，針對公司的永續發展工作建立管理機制，研擬永續發展相關之短、中、長期目標、策略，並管理監督跨部門之執行過程與成果，以從系統性的內部管理，極小化美時產品對於社會及環境所帶來的潛在衝擊。

2024 年 EPS19.05 元，主要來自血癌藥、腫瘤藥物帶動成長：

3Q24 營收以地區分營收：亞太 47%(韓國 28%、台灣 12%、東南亞 7%)、出口業務 53%(美國 47%、其他 6%)。美國市場 YOY+26%，其中血癌藥 Lenalidomide YOY+109%；戒毒藥品因需求減少 YOY-40%。美國以外市場 YOY+106%，主因來自南美及歐洲市場 Lenalidomide 及 Enzalutamide 等藥品增長。亞太營收持平，併購 Teva 泰國子公司後自 8 月起認列營收；台灣及其他亞洲地區分別 YOY+3%與 12%。

4Q24 營收 44 億元，YOY+29%。出口業務 YOY+60%以上，主要來自美國 Lenalidomide 及全球腫瘤藥需求。亞洲市場 YOY+10%，其中泰國市場單季 YOY+450%，由於與 Teva Pharma Thailand 的產品整合綜效。2024 全年出口及亞洲市場營收分別 YOY+15%、4%。2024 年營收 185.8 億，毛利率 58.85，EPS+19.05 元。

展望 2025 年，美國血癌藥出貨量將持續增加，價格穩定。Teva 泰國及 Alpha Choay®併購案於 1Q25 開示認列營收，預計 2025 年在越南市場營收達 8 至 10 億元台幣。。

2026 年為產品上市高峰，預期包括 Nintedanib(35 億美元市場)在美國及全球上市將有顯著貢獻。東南亞市場的拓展策略也進行多項併購計畫，預期將帶來 1 億美元營收。

多項產品陸續推出，2025-2026 年成長加速：

美時的產品管線多樣化，涵蓋新藥、505(b)(2)、生物相似藥等領域，並持續深耕高門檻的癌症學名藥市場。Nintedanib 學名藥於 1Q23 獲得美國食品藥品監督管理局 (FDA) 的暫時許可證，並於 1Q24 通過歐洲市場的許可。Nintedanib 的合作夥伴包括美國的 Sandoz 和以色列的 Teva，預計將於 2026 年在歐美市場上市。

預計 2025 年上市藥品：

Pomalidomide (血癌藥)：計劃在歐洲市場推出，主要針對多發性骨髓瘤患者，市場規模預估約為 9 億美元。

Tofacitinib (抗炎藥)：將於其他地區上市，主要用於類風濕性關節炎治療，全球市場規模估計超過 16 億美元。

Enzalutamide (前列腺癌藥)：預計於 2025 年上市，針對前列腺癌市場，目標市場規模預估達 14 億美元。南美市場需求增長，將補足英國市場上市延遲的影響。

2025 年 3 月 17 日

Alpha Choay®(抗發炎藥)：完成併購後，預計 1H25 在越南市場交付銷售，預估年營收可達 8-10 億元台幣（約合 2,500 萬美元），在越南抗發炎藥物市場市佔率達 25%。

預計 2026 年上市藥品：

Nintedanib(特發性肺纖維化藥物)：2026 年將於美國及全球主要市場上市，市場規模估計為 35 億美元。目標是填補特發性肺纖維化治療需求。

其他品項增強市場布局：2026 年預計有 22 項新產品上市，其中 13 項為授權引進藥品、9 項為自研藥品，包含多項高毛利產品。

未來目標藥品：

LP754(慢性白血病患者)：此藥針對慢性白血病患者，市場預期達 1.8 億美元。預計未來數季內完成提交申請。

LP670(骨癌藥物)：用於治療骨癌，市場規模估計 14 億美元。

LP764(骨髓纖維化藥物)：目標市場約 30 億美元，上市時程視研發進度推進。

併購與整合：

成功完成對 Teva 泰國子公司的併購，目前年營收約為 0.2 至 0.25 億美元，毛利率約為 50%。此次併購強化美時在東南亞市場的地位，並增強了其在眼科、呼吸道疾病等專業領域的市場佔有率。

計劃在東南亞市場進行三項併購案，包括越南的一家大型品牌學名藥公司、越南市場的品牌學名藥組合，以及涵蓋整個東南亞區域的大型品牌學名藥組合。併購案合計貢獻約 1 億美元營收，毛利率約在 5 至 6 成。

投資建議：(1)核心產品 Lenalidomide 在 2025 年美國市占率持續成長，Nintedanib 抑制肺纖維化學名藥預計於 2026 年上市，市場規模約 35 億美元。(2)美國關稅議題以及醫保改制，可能受到部分影響，(3)預估 2025 年 EPS20.63 元，建議 PER 14X，目標價 289 元，投資建議為 Trading Buy。

2025 年 3 月 17 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 3 月 17 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	29,526	32,992	40,101	47,053	55,019
流動資產	10,661	12,653	18,098	12,830	21,623
現金及約當現金	1,983	1,771	6,030	3,255	6,491
應收帳款與票據	4,392	6,255	7,213	6,548	8,748
存貨	3,330	3,775	3,833	4,287	4,923
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	3,047	3,258	3,395	3,216	3,036
負債總計	15,658	15,658	18,921	22,459	26,296
流動負債	5,893	4,524	8,438	12,830	16,633
應付帳款及票據	1,403	671	1,070	1,001	1,340
非流動負債	9,765	11,134	10,483	9,698	9,394
權益總計	13,868	17,334	21,180	24,594	28,723
普通股股本	2,626	2,650	2,659	2,659	2,659
保留盈餘	4,823	8,900	12,660	16,074	20,203
母公司業主權益	13,868	17,334	21,180	24,593	28,722
負債及權益總計	29,526	32,992	40,101	47,053	55,019

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	14,633	16,958	18,584	20,240	22,466
營業成本	6,827	7,574	7,660	8,353	9,462
營業毛利淨額	7,806	9,384	10,924	11,887	13,005
營業費用	3,695	4,481	4,904	5,110	5,129
營業利益	4,111	4,903	6,020	6,777	7,876
EBITDA	5,256	6,839	8,112	7,513	7,524
業外收入及支出	-174	168	-496	40	45
稅前純益	3,940	5,103	6,360	6,818	7,921
所得稅	919	997	1,294	1,332	1,548
稅後純益	3,021	4,106	5,066	5,485	6,373
稅後 EPS(元)	11.36	15.44	19.05	20.63	23.97
完全稀釋 EPS**	11.36	15.44	19.05	20.63	23.97

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 26.59【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 26.59 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	15.68%	15.89%	9.59%	8.91%	11.00%
營業毛利淨額	38.40%	20.21%	16.41%	8.82%	9.40%
營業利益	79.10%	19.26%	22.78%	12.58%	16.21%
稅後純益	115.25%	35.91%	23.38%	8.29%	16.18%

獲利能力分析(%)

毛利率	53.35%	55.34%	58.78%	58.73%	57.88%
EBITDA(%)	35.92%	40.33%	43.65%	37.12%	33.49%
營益率	28.10%	28.91%	32.39%	33.48%	35.06%
稅後純益率	20.64%	24.21%	27.26%	27.10%	28.37%
總資產報酬率	10.23%	12.44%	12.63%	11.66%	11.58%
股東權益報酬率	21.78%	23.69%	23.92%	22.30%	22.19%

償債能力檢視

負債比率(%)	53.03%	47.46%	47.18%	47.73%	47.79%
負債/淨值比(%)	112.91%	90.33%	89.33%	91.32%	91.55%
流動比率(%)	180.91%	279.67%	214.48%	100.00%	130.00%

其他比率分析

存貨天數	171.18	171.20	181.27	177.42	177.65
應收帳款天數	94.49	114.59	132.26	124.08	124.25

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	3,719	1,614	6,155	14,896	7,292
稅前純益	3,940	5,103	6,360	6,818	7,921
折舊及攤銷	937	1,211	1,283	1,193	1,125
營運資金變動	-810	-3,041	-616	142	-2,498
其他營運現金	-348	-1,659	-872	6,743	745
投資活動現金	-4,656	-3,249	-2,691	-12,785	261
資本支出淨額	-568	-409	-353	-386	-386
長期投資變動	-1,583	0	-1,242	0	0
其他投資現金	-2,506	-2,840	-1,096	-12,399	647
籌資活動現金	1,262	1,403	714	-4,886	-4,316
長借/公司債變動	3,075	2,061	940	-784	-304
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-506	-906	-1,232	-2,072	-2,244
其他籌資現金	-1,308	247	1,006	-2,030	-1,768
淨現金流量	378	-213	4,259	-2,775	3,237
期初現金	1,605	1,983	1,771	6,030	3,255
期末現金	1,983	1,771	6,030	3,255	6,491

資料來源：CMoney、群益

2025 年 3 月 17 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	4,573	3,419	4,198	4,743	5,234	4,409	4,618	5,217	5,317	5,088	5,139	5,739
營業成本	1,925	1,996	1,895	1,864	1,919	1,983	2,061	2,061	2,094	2,137	2,364	2,353
營業毛利淨額	2,648	1,423	2,303	2,879	3,316	2,426	2,557	3,156	3,223	2,951	2,775	3,386
營業費用	1,166	1,280	1,048	1,246	1,203	1,407	1,251	1,282	1,281	1,297	1,277	1,283
營業利益	1,482	143	1,256	1,633	2,112	1,019	1,306	1,874	1,943	1,654	1,498	2,103
業外收入及支出	84	365	51	28	-214	475	9	10	11	10	10	11
稅前純益	1,566	508	1,306	1,661	1,898	1,494	1,315	1,885	1,953	1,664	1,508	2,114
所得稅	320	108	270	329	333	362	257	368	382	325	295	413
稅後純益	1,246	400	1,036	1,332	1,565	1,133	1,058	1,516	1,572	1,339	1,214	1,701
最新股本	2,659	2,659	2,659	2,659	2,659	2,659	2,659	2,659	2,659	2,659	2,659	2,659
稅後EPS(元)	4.69	1.50	3.90	5.01	5.89	4.26	3.98	5.70	5.91	5.04	4.56	6.40

獲利能力(%)

毛利率(%)	57.90%	41.62%	54.87%	60.70%	63.34%	55.03%	55.36%	60.50%	60.62%	58.00%	54.00%	59.00%
營業利益率(%)	32.41%	4.19%	29.91%	34.43%	40.36%	23.11%	28.28%	35.93%	36.54%	32.52%	29.15%	36.64%
稅後純益率(%)	27.24%	11.70%	24.68%	28.07%	29.90%	25.69%	22.91%	29.07%	29.56%	26.32%	23.62%	29.64%

QoQ(%)

營業收入淨額	2.96%	-25.24%	22.79%	12.98%	10.36%	-15.77%	4.74%	12.98%	1.92%	-4.32%	1.00%	11.68%
營業利益	-8.14%	-90.33%	775.59%	30.08%	29.33%	-51.77%	28.17%	43.53%	3.64%	-14.84%	-9.45%	40.38%
稅前純益	2.78%	-67.55%	157.06%	27.15%	14.27%	-21.27%	-11.99%	43.32%	3.63%	-14.79%	-9.38%	40.18%
稅後純益	-1.57%	-67.90%	159.10%	28.49%	17.54%	-27.64%	-6.57%	43.32%	3.63%	-14.79%	-9.38%	40.18%

YoY(%)

營業收入淨額	-15.14%	7.80%	-7.20%	6.78%	14.45%	28.95%	10.00%	10.00%	1.59%	15.39%	11.27%	10.00%
營業利益	-43.88%	-59.76%	-24.54%	1.22%	42.51%	610.51%	4.01%	14.77%	-8.03%	62.37%	14.71%	12.19%
稅前純益	-40.45%	72.39%	-13.17%	9.00%	21.18%	194.04%	0.67%	13.48%	2.92%	11.39%	14.69%	12.18%
稅後純益	-40.08%	138.63%	-13.20%	5.19%	25.62%	183.16%	2.11%	13.89%	0.41%	18.25%	14.69%	12.18%

註1：稅後EPS以股本26.59億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。