

2025 年 3 月 17 日

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 777.00 元

目標價

3 個月 878.00 元

12 個月 878.00 元

## 保瑞(6472 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

02/14/2025	Buy	871.00
02/12/2025	到價	
11/28/2024	Buy	790.00
08/29/2024	Buy	760.00

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,034
市值(億元)	803
目前每股淨值(元)	124.44
外資持股比(%)	11.24
投信持股比(%)	2.42
董監持股比(%)	27.94
融資餘額(張)	3,760
現金股息配發率(%)	36.19

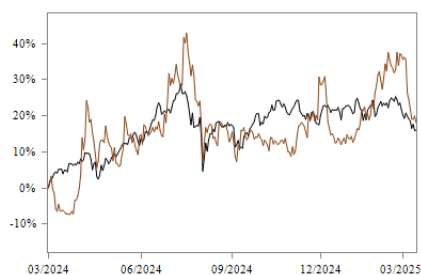
### 產品組合



■藥品及保健品銷售:65.10%  
■製藥代工:34.90%

### 股價相對大盤走勢

— 6472 — TWSE



## 4Q24 財報不如預期，美國製造趨勢受惠不變

**投資建議：**基於(1)美國課徵關稅對保瑞影響有限，並且中長期受惠美國製造趨勢。(2)2024 年的大量投入將在 2025~2026 年顯現。(3)預估 2026 年 EPS54.89 元為評價基礎，建議 PER 16X，目標價 878 元。

## 預估 1Q25 營收 54 億元，EPS26.54 元，2Q25 營收約 60 億：

1Q25 預估營收約 54 億元，1 月主要因為美國市場短期供應鏈調整及部分產線維護升級工作影響，2 月起營收逐月提升。2Q25 成長來自穩定的訂單流及產能逐步恢復，月營收有望維持在約 20 億元左右。2H25 隨著新併購資產整合完成、無菌針劑及大分子生產線自動化升級效益逐步顯現，加上市場需求逐步回暖，預期營收與毛利率均將顯著提升。

2025 年預計單季費用約 13 億台幣水準，增加的原因包括 Pyros 案併購後新產品上市的費用支出，北美業務團隊和管理人才方面進行投資。

## 併購綜效將在 2H25 展現，2026 年本業獲利大幅成長：

Deflazacort 於 01/2025 上市銷售，預期 GLP-1 減肥藥、治療乾眼症的 Cyclosporine 眼藥，以及治療多發性硬化症和血癌的 Cladribine 等，2025 年可能獲得 FDA 回應並有機會上市。

保瑞在併購後會進行業務模式改善、軟硬體與人員整合，以降低成本並提升營運效率。2024 年的三項主要併購案在 2025 年將持續進行整合與優化，將編列預算在加拿大廠、Maple Group 廠及麻州注射劑廠投入資本支出，擴大產能和升級設備，預期效益將在 2026 年顯現。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	19,246	24,650	28,966	3,206	2,857	5,027	5,615	5,746	5,400	5,994	6,474	6,782
營業毛利淨額	7,710	10,438	12,517	1,697	1,506	1,951	2,376	1,877	2,214	2,486	2,797	2,942
營業利益	3,383	5,247	7,465	1,136	892	743	1,217	531	1,161	1,197	1,405	1,484
稅後純益	3,939	5,465	5,676	566	716	1,172	1,447	604	2,744	791	938	993
稅後 EPS(元)	38.09	52.86	54.89	5.47	6.93	11.33	13.99	5.85	26.54	7.65	9.07	9.60
毛利率(%)	40.06%	42.35%	43.21%	52.93%	52.70%	38.81%	42.32%	32.67%	41.00%	41.47%	43.20%	43.38%
營業利益率(%)	17.58%	21.28%	25.77%	35.43%	31.22%	14.77%	21.68%	9.24%	21.50%	19.97%	21.70%	21.88%
稅後純益率(%)	20.47%	22.17%	19.59%	17.64%	25.06%	23.31%	25.76%	10.52%	50.82%	13.19%	14.49%	14.63%
營業收入 YoY/QoQ(%)	35.53%	28.08%	17.51%	4.23%	-10.86%	75.93%	11.69%	2.34%	-6.03%	11.00%	8.00%	4.77%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	29.99%	38.75%	3.85%	-22.85%	26.61%	63.63%	23.45%	-58.22%	354.04%	-71.19%	18.59%	5.84%

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 10.34 億元計算。

2025 年 3 月 17 日

## ESG：

Bora's Mission Contributing to Better Health All Over the World。因應企業永續經營所帶來的挑戰與機會，整合各方利害關係人關注之議題，保瑞將展開「永續經營(ESG)計畫」，成立企業永續發展委員會，聚焦於五大策略，連結聯合國「永續發展目標 SDGs」，以企業核心精神與專業，落實永續經營各項目標，促進永續的經濟成長、社會發展與環境保護，提升企業競爭力與發揮藥業之影響力。

## 公司簡介：

保瑞為台灣最大藥廠，藥品銷售區域涵蓋全球 100 多個國家，海外營收佔比超過九成。公司組織架構包含兩大事業體：全球 CDMO 業務與全球銷售業務。

截至 3Q24，CDMO 業務佔營收的 32%，全球銷售業務佔 68%，其中全球銷售業務中，DLS 佔 21%，Branded NDA 佔 4%，Specialty 佔 19%，Other US generics 佔 50%，SW+BH 佔 6%。

保瑞在美國市場積極進行併購，已在美國地區擁有完整劑型大小分子藥物一條龍生產服務。公司全球廠區能協助客戶進行最適產能調配。保瑞持續優化產品組合，策略上將提高特殊藥品(Specialty Pharma)營收占比，帶動毛利率提高。

## 預估 1Q25 營收 54 億元，EPS26.54 元，2Q25 營收約 60 億：

1Q25 預估營收約 54 億元，1 月主要因為美國市場短期供應鏈調整及部分產線維護升級工作影響，2 月起營收逐月提升。2Q25 成長來自穩定的訂單流及產能逐步恢復，月營收有望維持在約 20 億元左右。2H25 隨著新併購資產整合完成、無菌針劑及大分子生產線自動化升級效益逐步顯現，加上市場需求逐步回暖，預期營收與毛利率均將顯著提升。

CDMO 業務與併購效應：2024 營收占比約 34%，YOY+20%，2025 年透過美國併購案及產能優化，預計 YOY+33%。針劑與大分子生產線的自動化升級預計提升產能 20~30%，可以進一步降低成本、提高效率。

Commercial 業務產品組合與市場佈局：2024 營收占比約 68%，YOY+50%，預估 2025 年 YOY 約 2 成以上。保瑞在 Commercial 業務方面擁有超過 80 個商業量產品項，產品涵蓋學名藥與品牌藥兩大類。公司正積極推動產品組合優化，專注在特殊藥品 (Specialty Pharma) 領域，透過新增罕病藥品如 Deflazacort Tablet 及收購取得的 VIGAFYDE，預計特殊藥品在全球銷售業務中的比重將由約 15% 提升至 25~28%。由於特殊藥品毛利率較高，Commercial 業務優化對整體獲利結構產生正面影響，預計 2H25 將有明顯表現。另外透過與美國主要通路及醫院的戰略合作，提高市場覆蓋率並且提升品牌影響力與銷售規模。

2025 年預計費用約 50 億台幣水準，增加的原因包括 Pyros 案併購後新產品上市的費用支出，北美業務團隊和管理人才方面進行投資。隨著 ECB 募資完成並進行部分還款，ECB 有效利率比原來的美金借款低，預計利息費用將會降低。展望 2025 年營收成長應相當正向，button-line 也會成長。

2025 年 3 月 17 日

## 併購綜效將在 2H25 展現，2026 年本業獲利大幅成長：

2024 年展開四項收購案：美國百年藥廠 Upsher-Smith，已於 4/1/2024 併入合併報表。8/20/2024 將 Emergent BioSolutions 旗下位於美國 camden 無菌製劑廠納入。8/27/2024 宣告董事會通過入主泰福(6541 TT)。10/25/2024 收購 Pyros Pharmaceuticals Inc.之全數普通股股權。

收購 Pyros 之全數普通股股權。後續或有價金包括里程碑價金(milestone)與銷售/淨利結算(earnout)。短期最重要產品為 09/2024 正式於美國上市銷售的 VIGAFYDE™。視為年銷售曾逾 2 億美元的 Sabril(Vigabatrin)的取代品。

保瑞併購泰福後持有 30.5%股份，合併基準日定為 01/20/2025，換股產生之潛在處分投資利益為 25.73 億台幣，預期 1Q25 按持股比例認列業外投資損益而不會併表。

泰福虧損約八成來自研發費用壓力，而保瑞入主後除現有兩項後期產品 TX01 與 TX05，將會轉攻 CDMO 因此後續可望大幅降低研發支出，若後續進展順利更有望轉盈。

基準日之後泰福將轉型 CDMO 業務，1Q24 單季費用約 5 億(研發約 4 億)，2Q25 下降至 3.6 億(研發約 2.8 億)，假設保瑞 2Q25 開始認列泰福業外虧損，保守預估 2025 年泰福虧損約 10 億，保瑞將認列業外虧損 3.05 億。預計通過整合與成本控制後，2025 年實現泰福財務轉虧為盈目標。

USL 投入 CDMO 業務的執行，在 Miniapolis USL 廠已簽署一至兩個新客戶，包含新產品開發。

Camden 針劑廠產能可再提升 30%，因快速線尚未啟用，月營收 2 億元並非短期天花板，有望持續提高。

## CDMO 與全球市場佈局：

保瑞的全球佈局包括亞洲與北美兩大區域。亞洲方面，台灣擁有 6 個生產工廠，分別位於竹南、桃園蘆竹、中壢及台南官田。涵蓋服固體劑型、特殊劑型及大分子藥品等，並已取得多國藥監機構認證。

北美區域的佈局則以 USL 製藥廠及加拿大廠為核心。USL 位於美國明尼蘇達州，負責物流及產品出口；加拿大廠則承擔固體劑型、液體劑型及外用乳膏劑型等多元劑型的生產與出口，目前產品已出口至 80 多個國家。

06/20/2024 宣布併購美國馬里蘭州的 Camden 無菌針劑充填廠，可以與安成(Twi)產生互補效益，強化大分子與小分子藥品充填能力，Camden 廠擁有四條充填產線，能夠滿足不同劑型的生產需求。

泰福擁有 4 個 1,000L 發酵槽，滿產能營收可達 1 億美元。目前有 2 個生物相似藥項目，將可能佔用其中 2 個槽，未來可能增加 1-2 個 1,000L 槽以滿足需求。

泰福 2 項生物相似藥 Nypozi(TX01)、Valheric(TX05)，Nypozi 已取得美國 FDA 核發生物相似藥上市許可，也將持續進行 Valheric(TX-05)取證，銷售方面將透過保瑞進行。

2025 年 3 月 17 日

上述項目整合將進一步完善保瑞在小分子及大分子生產的產能佈局，保瑞集團將涵蓋細胞篩選、製程開發、分析方法、新型生物製劑開發、藥品生產、充填，成為一條龍服務的大分子 CDMO 公司。在美國 BIOSECURE 法案的推動下，有望取得更多訂單。

## 美國製藥業影響對保瑞：

### 關稅議題：

由於保瑞在美國擁有完整的生產基地，產品符合美國的“買美國製造”趨勢，有助於爭取美國本土客戶，提升品牌信任度與市場份額。當美國對進口藥品及相關原材料徵收關稅時，海外競爭對手的成本將上升，而保瑞則可以在價格上保持優勢，吸引更多客戶。

保瑞持續優化產品組合，並將部分藥品生產轉移至台灣廠區，以降低生產成本，即使計入關稅，總成本仍可能低於在美國生產。對於原本委外且在非美國地區生產的藥品，則維持原樣。CDMO 業務採用 FOB 報價，若美國加徵關稅，保瑞預期客戶將吸收相關成本。

### 醫療保險制度變革：

保瑞將策略方向轉向減少 generic 藥品，增加 specialty 藥品，以應對美國醫療保險制度中自負額調整可能帶來的影響。Specialty 藥品主要銷售給各社區藥局和醫院，有助於分散風險。commercial 部分產品已開始調整，透過增加 specialty 藥品來平衡。

VIGAFYDE 及其他新上市的肌少症藥物表現良好，作為市場上唯一的即用型液體配方，具有更高的患者接受度、安全性和精準度，有潛力主導 vigabatrin 市場。

保瑞發行生技 ECB 籌集資金，可進行策略性併購，目標是成為全球前五大 CDMO，需要持續擴展產能、增加客戶量，因此併購仍是重要策略。

**投資建議：**基於(1)美國課徵關稅對保瑞影響有限，並且中長期受惠美國製造趨勢。(2)2024 年的大量投入將在 2025~2026 年顯現。(3)預估 2026 年 EPS54.89 元為評價基礎，建議 PER 16X，目標價 878 元。

## Forward PE 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
<b>資產總計</b>	22,761	25,134	45,599	49,713	55,465
流動資產	12,241	10,604	23,566	19,520	23,967
現金及約當現金	3,281	3,053	5,829	5,491	6,697
應收帳款與票據	6,085	4,013	10,242	8,134	11,009
存貨	1,947	2,157	5,502	3,828	4,728
採權益法之投資	--	0	1	0	0
不動產、廠房設備	6,645	6,651	11,684	3,980	2,776
<b>負債總計</b>	17,621	13,368	30,587	32,326	35,537
流動負債	10,496	8,229	13,809	15,410	18,821
應付帳款及票據	455	380	792	725	1,102
非流動負債	7,125	5,139	16,779	16,572	15,995
<b>權益總計</b>	5,140	11,766	15,012	17,387	19,928
普通股股本	754	1,014	1,034	1,034	1,034
保留盈餘	2,549	4,729	7,107	10,350	12,891
母公司業主權益	4,528	9,085	12,867	14,503	16,937
<b>負債及權益總計</b>	22,761	25,134	45,599	49,713	55,465

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	10,494	14,200	19,246	24,650	28,966
營業成本	7,582	7,209	11,536	14,211	16,449
<b>營業毛利淨額</b>	2,913	6,991	7,710	10,438	12,517
營業費用	991	1,742	4,328	5,192	5,052
<b>營業利益</b>	1,922	5,249	3,383	5,247	7,465
<b>EBITDA</b>	2,263	4,779	6,370	3,748	3,794
業外收入及支出	-94	-1,185	1,437	1,804	-145
稅前純益	1,840	4,064	4,955	7,051	7,320
所得稅	438	992	915	1,481	1,537
稅後純益	1,392	3,030	3,939	5,465	5,676
稅後 EPS(元)	13.46	29.31	38.09	52.86	54.89
完全稀釋 EPS**	13.46	29.31	38.09	52.86	54.89

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 10.34【最新股本】億元計算  
 註 3：完全稀釋 EPS 以股本 10.34 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	114.18%	35.31%	35.53%	28.08%	17.51%
營業毛利淨額	74.23%	140.02%	10.28%	35.38%	19.91%
營業利益	83.77%	173.08%	-35.56%	55.11%	42.29%
稅後純益	85.65%	117.70%	29.99%	38.75%	3.85%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	27.76%	49.23%	40.06%	42.35%	43.21%
EBITDA(%)	21.56%	33.65%	33.10%	15.20%	13.10%
營益率	18.32%	36.97%	17.58%	21.28%	25.77%
稅後純益率	13.26%	21.34%	20.47%	22.17%	19.59%
總資產報酬率	6.12%	12.06%	8.64%	10.99%	10.23%
股東權益報酬率	27.08%	25.75%	26.24%	31.43%	28.48%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	77.42%	53.19%	67.08%	65.03%	64.07%
負債/淨值比(%)	342.79%	113.62%	203.76%	185.92%	178.33%
流動比率(%)	116.63%	128.86%	170.66%	126.67%	127.34%

## 其他比率分析

存貨天數	68.85	103.90	121.18	119.82	94.93
應收帳款天數	120.16	129.78	135.17	136.05	120.61

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	2,010	4,614	981	7,688	7,702
稅前純益	1,840	4,064	4,955	7,051	7,320
折舊及攤銷	325	606	1,026	301	213
營運資金變動	-6,074	1,787	-9,162	-379	-3,398
其他營運現金	5,919	-1,844	4,161	716	3,567
<b>投資活動現金</b>	-4,281	-2,458	-10,680	-7,417	-2,747
資本支出淨額	-157	-294	-516	-236	-238
長期投資變動	-4,166	-1,330	-9,843	0	0
其他投資現金	42	-833	-322	-7,181	-2,509
<b>籌資活動現金</b>	4,595	-2,440	12,071	362	-3,750
長借/公司債變動	3,676	-297	12,215	3,184	-577
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-239	-619	-1,233	-2,508	-3,242
其他籌資現金	1,158	-1,524	1,088	-314	69
<b>淨現金流量</b>	2,371	-228	2,776	633	1,205
<b>期初現金</b>	911	3,281	3,053	4,858	5,491
<b>期末現金</b>	3,281	3,053	5,829	5,491	6,697

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	3,075	3,206	2,857	5,027	5,615	5,746	5,400	5,994	6,474	6,782	6,172	6,789
營業成本	1,431	1,509	1,352	3,076	3,239	3,869	3,186	3,508	3,677	3,840	3,543	3,871
營業毛利淨額	1,644	1,697	1,506	1,951	2,376	1,877	2,214	2,486	2,797	2,942	2,629	2,918
營業費用	425	561	614	1,209	1,159	1,346	1,053	1,289	1,392	1,458	1,256	1,268
營業利益	1,219	1,136	892	743	1,217	531	1,161	1,197	1,405	1,484	1,374	1,649
業外收入及支出	-296	-456	91	769	499	212	2,382	-180	-194	-203	-31	-34
稅前純益	923	680	984	1,512	1,716	743	3,543	1,017	1,211	1,280	1,343	1,615
所得稅	178	97	240	298	262	114	744	214	254	269	282	339
稅後純益	733	566	716	1,172	1,447	604	2,744	791	938	993	1,042	1,252
最新股本	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034
稅後EPS(元)	7.09	5.47	6.93	11.33	13.99	5.85	26.54	7.65	9.07	9.60	10.07	12.11
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	53.46%	52.93%	52.70%	38.81%	42.32%	32.67%	41.00%	41.47%	43.20%	43.38%	42.60%	42.98%
營業利益率(%)	39.64%	35.43%	31.22%	14.77%	21.68%	9.24%	21.50%	19.97%	21.70%	21.88%	22.26%	24.29%
稅後純益率(%)	23.84%	17.64%	25.06%	23.31%	25.76%	10.52%	50.82%	13.19%	14.49%	14.63%	16.88%	18.44%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-2.01%	4.23%	-10.86%	75.93%	11.69%	2.34%	-6.03%	11.00%	8.00%	4.77%	-9.00%	10.00%
營業利益	-9.48%	-6.83%	-21.46%	-16.76%	63.94%	-56.40%	118.76%	3.10%	17.36%	5.64%	-7.43%	20.07%
稅前純益	-9.42%	-26.37%	44.71%	53.71%	13.54%	-56.70%	376.74%	-71.29%	19.01%	5.78%	4.87%	20.30%
稅後純益	5.94%	-22.85%	26.61%	63.63%	23.45%	-58.22%	354.04%	-71.19%	18.59%	5.84%	4.94%	20.23%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	12.89%	-39.50%	-40.23%	60.18%	82.57%	79.26%	88.98%	19.23%	15.29%	18.03%	14.29%	13.26%
營業利益	89.50%	72.66%	-42.35%	-44.86%	-0.15%	-53.27%	30.15%	61.20%	15.40%	179.61%	18.32%	37.80%
稅前純益	18.03%	55.93%	-31.81%	48.36%	85.96%	9.35%	260.23%	-32.72%	-29.47%	72.30%	-62.10%	58.82%
稅後純益	28.88%	40.05%	-31.10%	69.33%	97.31%	6.87%	283.23%	-32.52%	-35.18%	64.20%	-62.05%	58.36%

註1：稅後EPS以股本10.34億元計算

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。