

大江(8436)

BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 林修齊 George Lin
georgelin@masterlink.com.tw

評等

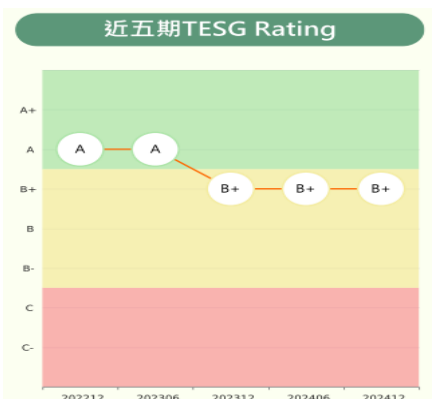
日期:	2025/4/9
目前收盤價 (NT\$):	133
目標價 (NT\$):	171
52 週最高最低(NT\$):	113-162
加權指數:	17391.76

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,183
市值 (NT\$/mn):	15,730
市值 (US\$/mn):	524
20 日平均成交量(仟股):	1,454
PER (2025):	13.21
PBR (2025):	1.82
外資持股比率:	16.14
TCRI	3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-13.1	9.5	-0.4
加權指數報酬率	-23.0	-24.7	-23.3

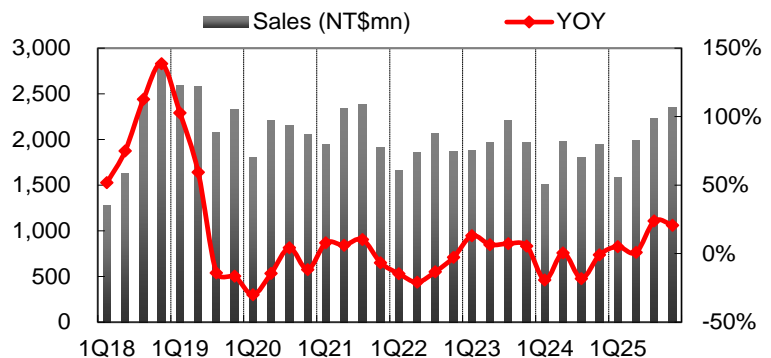
2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	171	151
營業收入 (NT\$/mn)	8,160	8,349
毛利率 (%)	44.1	43.8
營益率 (%)	17.0	16.3
EPS (NT\$)	10.07	10.07
BVPS(NT\$)	73	73



GLP-1 將逐漸放量，且中國需求好轉

- **GLP-1 全球已有 10 個客戶，預計 3Q25 完成臨床試驗：**目前大江 GLP-1 全球已有 10 位客戶，2025 年底大江 GLP-1 全球客戶將超過 20 位，且 GLP-1 各國專利將陸續取得，取得專利後客戶將積極推廣此產品，預估 GLP-1 相關產品 2025 年可貢獻營收 10 億元；臨床試驗部分，大江已於醫院執行，預計收案 100 人，2025 年 7 月 GLP-1 有效性、安全性等實驗數據將出爐。
- **2025 年成長來自 GLP-1，毛利率維持高檔，費用有效控制：**預估 2025 年營收 82 億元，YOY +13%，中國市場 3 月開始已有回溫之跡象，美國客戶為國際型直銷商，2025 年合作品項增加，並擴大銷售區域，歐洲主要客戶為通路商自有品牌、大型快消品品牌，歐洲市場仍在高速成長階段；2025 年國際大型客戶佔比增加，且新品 GLP-1 毛利率較高，預估 2025 年毛利率可以維持 44%之高水準；預估 2025 年費用率下降 2.5%至 27.2%，因為大江專注於服務國際大型品品牌客戶，管理與行銷費用將下滑，預估 2025 年 EPS 10.07 元。
- **元富分析，GLP-1 全球專利陸續取得後，預期 2Q25 將逐漸放量，**中國保健食品市場需求亦有好轉之跡象，大江 2025 年毛利率維持高檔，費用有效控制，且大江目前殖利率 7.5%，具殖利率保護，大江投資評等維持買進，目標價 171 元(17X2025EPS)。

Exhibit 1: 營收與營收 YOY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: TESG 企業永續指標



Sources : Masterlink

大江為一條龍之保健品/保養品代工廠，產品以機能飲品、粉劑與面膜為主

大江為全方位的保健食品與美容保養品廠，能提供研發、學術研究、功效評估、生產、檢驗、美術設計之一條龍服務，工廠為 10 萬級無塵室規格，高於目前法規，且大江持續開發特色素材以鞏固客戶訂單，並提供完善的後勤支援，為大江競爭利基所在。若以銷售地區，中國佔 34%、歐洲 13%、美國 26%、東南亞/台灣 27%。

Exhibit: 大江營收比重

	2023 營收(A)	2024 營收 A)	2025 營收(F)	2024 YOY	2025 YOY
歐洲	8%	13%	14%	47%	21%
美國	31%	26%	26%	-24%	14%
東南亞/台灣	20%	27%	28%	22%	17%
中國	41%	34%	32%	-25%	6%

Source: Company Data、Masterlink

GLP-1 全球已有 10 個客戶，預計 3Q25 完成 GLP-1 臨床試驗

大江已開發出數個 GLP-1 (Glucagon-like peptide-1)減重產品配方，可以滿足不同客戶之需求，其成分為純天然素材複方與專利益生菌株等，可促進人體自身分泌 GLP-1，且符合各國食品與保健食品法規，中國 GLP-1 客戶為中國大型醫藥集團，已於 2Q24 上市，歐洲品牌客戶 2024/10 出貨，美國直銷客戶 2024/12 出貨。

目前大江 GLP-1 全球已有 10 位客戶，2025 年大江 GLP-1 全球客戶將超過 20 位，且 GLP-1 各國專利將陸續取得，取得專利後客戶將積極推廣此產品，預估 GLP-1 相關產品 2025 年可貢獻營收 10 億元；臨床試驗部分，大江已於醫院執行，預計收案 100 人，2025 年 7 月 GLP-1 有效性、安全性等實驗數據將出爐。

大江集團積極佈局骨關節市場

大江集團以「骨關節照顧專家」為定位，大江 2024 年推出 18 款骨關節保健新品，貢獻營收 6.3 億元，同時，開發中的新品包括「TCI 666 軟骨素益生菌」，TCI 666 可於人體腸道產生軟骨素，達到關節保健功效，且大江與子公司和康生、大江基因合作，可以提供從預防醫學到再生治療之一條龍服務，滿足骨關節市場之需求。

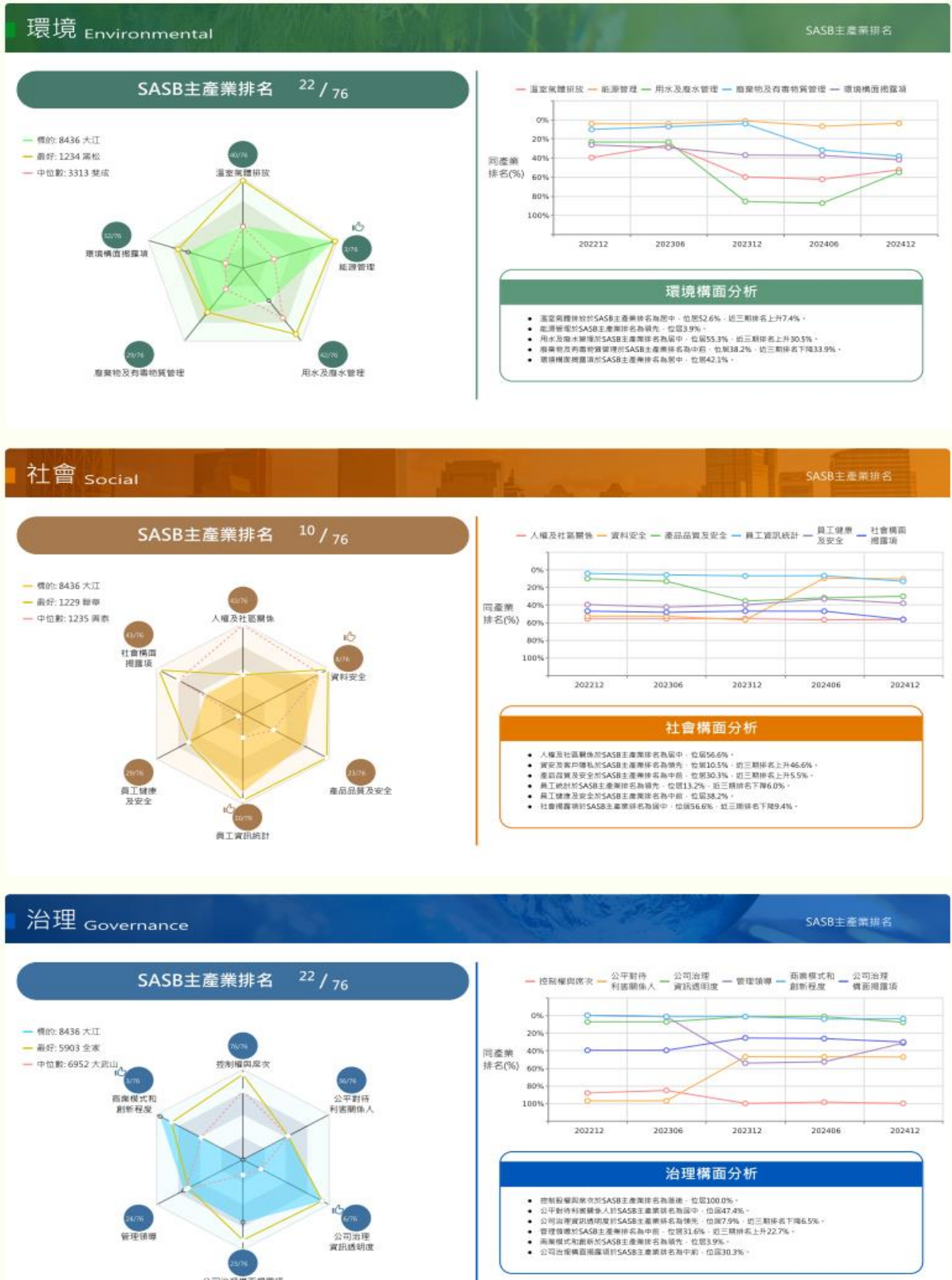
**2025 年成長來自 GLP-1，
毛利率維持高檔，費用有效
控制，預估 EPS 10.07 元**

預估 2025 年營收 82 億元，YOY +13%，中國市場 3 月開始已有回溫之跡象，美國客戶為國際型直銷商，主要銷售區域為中國，2025 年合作品項逐漸增加，並擴大銷售區域，歐洲主要客戶為通路商自有品牌、大型快消品品牌，歐洲市場仍在高速成長階段；若以產品類型區分，成長來自 GLP-1、骨關節保健與美容產品。2025 年國際大型客戶佔比增加，且新品 GLP-1 毛利率較高，預估 2025 年毛利率可以維持 44% 之高水準；預估 2025 年費用率下降 2.5% 至 27.2%，因為大江將專注於服務國際大型品品牌客戶，管理與行銷費用將下滑，預估 2025 年 EPS 10.07 元。

**維持買進評等，目標價 171
元**

GLP-1 全球專利陸續取得後，預期 2Q25 將逐漸放量，中國保健食品市場需求亦有好轉之跡象，大江 2025 年毛利率維持高檔，費用有效控制，且大江目前殖利率 7.5%，具殖利率保護，大江投資評等維持買進，目標價 171 元 (17X2025EPS)。

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	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	7,433	8,016	7,240	8,160	
COGS	4,297	4,799	4,062	4,561	
Gross profit	3,135	3,217	3,178	3,599	
Operating expense	2,109	2,162	2,150	2,216	
Operating profit	1,026	1,055	1,028	1,383	
Total non-operate. Inc.	264	120	107	90	
Pre-tax profit	1,290	1,175	1,134	1,473	
Total Net profit	821	992	974	1,252	
Minority	107	96	122	134	
Net Profit	713	896	851	1,118	
EPS (NT\$)	6.06	7.73	7.60	10.07	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25F	
Sales	(13.4)	7.8	(9.7)	12.7	
Gross profit	(15.8)	2.6	(1.2)	13.3	
Operating profit	(40.7)	2.8	(2.5)	34.6	
Pre-tax profit	(35.8)	(8.9)	(3.4)	29.8	
Net profit	(53.8)	25.6	(5.0)	31.3	
EPS	(60.5)	17.1	25.8	32.5	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25F	
Gross	42.2	40.1	43.9	44.1	
Operating	13.8	13.2	14.2	17.0	
EBITDA	10.8	7.3	8.7	11.4	
Pre-tax	17.4	14.7	15.7	18.1	
Net	9.6	11.2	11.8	13.7	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	1,587	1,992	2,232	2,348
Gross profit	693	879	987	1,040
Operating profit	184	341	429	430
Total non-ope inc.	20	20	20	30
Pre-tax profit	204	361	449	460
Net profit	158	265	349	345
EPS	1.42	2.39	3.15	3.11
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	4.96	0.75	23.70	20.64
Gross profit	9.24	2.19	24.72	16.61
Operating profit	60.22	19.65	75.93	11.76
Net profit	23.97	(2.10)	114.04	19.02
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	(18.5)	25.5	12.0	5.2
Gross profit	(22.3)	26.7	12.3	5.4
Operating profit	(52.1)	85.1	25.8	0.3
Net profit	(45.5)	68.0	31.7	(1.3)
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	43.7	44.1	44.2	44.3
Operating	11.6	17.1	19.2	18.3
Net	10.0	13.3	15.7	14.7

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	5,933	5,363	4,767	4,537	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	1,018	969	906	960	
Inventory	1,169	941	856	912	
Others	482	611	1,153	988	
Total current asset	8,601	7,885	7,682	7,397	
Long-term invest.	76	83	96	96	
Total fixed assets	4,867	4,940	4,815	5,115	
Total other assets	1,564	1,193	1,122	1,122	
Total assets	15,108	14,102	13,715	13,730	
Short-term Borrow	1,146	350	430	330	
A/P & N/P	731	738	681	713	
Other current liab.	2,613	2,192	1,714	2,090	
Total current liab.	4,491	3,280	2,826	3,133	
L-T borrow s	318	747	1,169	869	
Other L-T liab.	220	197	232	232	
Total liability.	5,029	4,224	4,227	4,234	
Common stocks	1,183	1,183	1,183	1,110	
Reserves	2,887	2,900	2,893	2,893	
Retain earnings	4,157	4,373	4,530	5,492	
Total Equity	10,079	9,878	9,488	9,496	
Total Liab. & Equity	15,108	14,102	13,715	13,730	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	713	896	851	1,118	
Dep & Amort	663	647	628	540	
Investment income	5	7	11	0	
Changes in W/C	-470	278	66	-78	
Other adjustment	44	77	-76	0	
Cash flow – ope.	956	1,905	1,481	1,579	
Capex	-368	-315	-196	-300	
Change in L-T inv.	-8	0	-16	0	
Other adjustment	620	-63	-598	0	
Cash flow – inve.	244	-378	-811	-300	
Free cash flow	588	1,590	1,285	1,279	
Inc. (Dec.) debt	-302	-817	302	-400	
Cash dividend	-1,050	-591	-824	-1,110	
Other adjustment	519	-565	-706	0	
Cash flow – Fin.	-833	-1,974	-1,228	-1,510	
Exchange influence	87	-123	-39	0	
Change in Cash	454	-569	-596	-231	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
ROA	4.71	6.14	6.12	8.14	
ROE	7.24	8.98	8.79	11.77	

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.