

博晟(6733)

BUY

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:	2025/3/26
目前收盤價 (NT\$):	31.95
目標價 (NT\$):	39
52 週最高最低(NT\$):	31.6-40.7
加權指數:	22106.64

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,243
市值 (NT\$/mn):	3,920
市值 (US\$/mn):	131
20 日平均成交量(仟股):	97
PER (2025):	-
PBR (2025):	4.79
外資持股比率:	0.49
TCRI	8

股價表現

	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-7.1	-5.3	-16.8
加權指數報酬率	-6.2	-4.4	-1.5

2025 Key Changes

	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	39	44
營業收入 (NT\$/mn)	217	210
毛利率 (%)	76.3	81.5
營益率 (%)	-41.2	-34.7
EPS (NT\$)	-0.69	-0.43
BVPS(NT\$)	7	7



感染科銷售續揚，骨科開發收成在即

- **高階骨填補材料 OIF 將展開多項三期臨床試驗：**博晟 OIF 鎖定營收規模曾達近十億美元的骨移植產品 Infuse 做改良，公司 OIF 近期規劃為：(1)於日本、台灣與新加坡進行骨折不癒合的三期臨床試驗、(2)展開中國地區腰椎椎體融合的三期臨床試驗、與進行(3)歐美授權談判。參考國際相似授權，包括 2012 年 Wright Medical 以 3.8 億美元取得擁有 PDGF-BB 的 BioMimetic Therapeutics；與 2019 年日本製藥公司 Nippon Zoki 以總授權金 5 億元美金向韓國公司 CGBio 取得 Novosis Putty (BMP-2/TCP)之日本獨家授權等。
- **膝關節軟骨修復產品愛膝康 RevoCart 美日授權洽談中：**RevoCart 台灣地區 2022 /2023 /2024 年銷售 100 /120 /264 組，2025 年目標全數台灣醫學中心通路進院完成，博晟持續拓展台灣的銷售通路並同步展開海外佈局，因應後續放量需求的新竹廠已於 1H24 完成查廠，公司表示美日授權分別與 B 公司(Nasdaq 上市公司)及 H 公司洽談中。
- **感染科業務可望持續成長：**2024 年公司營收 1.68 億元，YoY +52.5%，成長主要來自(1)抗生素產品 Minocycline，於 2023.4.1 納入台灣健保後放量為公司近年成長主力，出貨量 2022 /2023 /2024 年銷售 1 / 8 /16 萬支，預期 2025 年有望超越 20 萬支；及(2)台灣地區愛膝康 2022 /2023 /2024 年銷售 100 /120 /264 組，2025 年目標全數台灣醫學中心通路進院完成，另新產品 Fluconazole 亦於 2024.9 開始貢獻營收。
- **評等維持買進：**博晟陸續推進旗下多項業務開發，其中感染科業務可望持續挹注現金流，高階骨填補材料 OIF 與膝關節軟骨修復產品 RevoCart 的開發收成在即，評價可望隨公司的業務發展迎來調整空間，維持買進評等，目標價 39 元。

Exhibit 1: TESI 企業永續指標



Sources : TEJ

博晟專注於建立全方位的骨科服務，並以感染科業務帶入現金流挹注研發量能

博晟生醫成立於 2016 年，公司專注於骨科醫療器材的研發，現階段以高階骨填補材料(OIF)及膝關節軟骨修復(RevoCart)為主要開發項目，開發策略包括透過股權投資或併購來佈局相關技術及拓展海外市場，並以感染科產品作為短期金牛(cash cow)產品，帶入現金流量挹注研發量能，未來也將持續拓展骨科相關業務，如 510(K)類產品、關節保健產品等，建立全方位的骨科服務。

高階骨填補材料 OIF 將展開多項三期臨床試驗

博晟 2016 年投資日 Osteopharma 股權並簽訂 OIF 技術授權與合作開發協議，其中由 Osteopharma 保留日本市場權益，日本以外之全球市場權益則歸博晟所有，相關研發項目為 BiG-001 適用於脛骨骨折融合，預計於 3Q25 揭露二期數據，並可望展開後續國際授權；另 BiG-006 適用於腰椎椎體融合，進度尚處於臨床前試驗中。公司針對 OIF 的近期規劃為：(1)於日本、台灣與新加坡進行骨折不癒合的三期臨床試驗、(2)展開中國地區腰椎椎體融合的三期臨床試驗、與進行(3)歐美授權談判。參考國際相似授權，包括 2012 年 Wright Medical 以 3.8 億美元取得擁有 PDGF-BB (血小板源生長因子)的 BioMimetic Therapeutics；與 2019 年日本製藥公司 Nippon Zoki 以總授權金 5 億元美金向韓國公司 CGBio 取得 Novosis Putty (BMP-2/TCP)之日本獨家授權等。

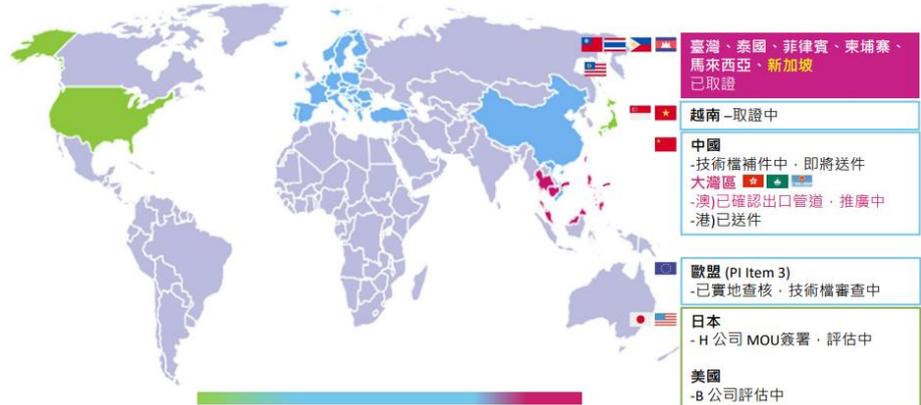
博晟為留有日本市場並加速研發進程，後陸續增持 Osteopharma 至 46.73%(入合併報表)，Osteopharma 於 1Q22 完成 OIF/ β TCP 用於治療骨折不癒合的日本一/二期臨床試驗，後續三期臨床試驗預計於 2025 年展開，更於 2023.4 公告與日本製藥公司 Fujimoto 簽訂日本地區獨家合約，由 Fujimoto 接手後續臨床研究及上市產銷，博晟於 2023.5 認列授權簽約金約 2,000 萬元，博晟 OIF 日本授權採簽約低分潤高的形式，後續若成功推進上市將成公司重要 cash cow。而中國地區博晟於 2023.6 公告將中國地區權利以無形資產作價方式與上海朗邁集團合資建立上海朗晟博(博晟與上海朗邁分別持股 49%及 51%)，由博晟提供 OIF 產品技術移轉，上海朗邁投入人力及資金，共同合作推進產品於中國取證上市，博晟於 2023.10 認列衍生相關授權金約 1 千萬元。

膝關節軟骨修復產品愛膝康 RevoCart 美日授權洽談中

RevoCart (愛膝康)為博晟 2017 年收購台灣美精技所取得，產品由康膝骨(Chondroplug)兩相軟硬骨植入物、安切康(AccuCut)組織切碎機以及相關酵素溶液所組成，鎖定全球軟骨修復與再生市場。博晟 RevoCart 於 2020.4 取得 TFDA 第三級醫材許可證並開始貢獻營收，RevoCart 台灣地區 2022 /2023 /2024 年銷售 100 /120 /264 組，2025 年目標全數台灣醫學中心通路進院完成，公司積極推進台大與長庚的進院程序中。RevoCart 為病患接受人工膝關節置換前的高成本效益治療方案，以台灣每年半膝關節置換案例約 5 萬件，全膝關節置換的案例約 2~3 萬件，RevoCart 在台灣的潛在成長空間可觀。

RevoCart 海外部分中國地區以委託合作方負責中國的註冊許可證申請，歐洲地區亦已提出申請，東南亞地區已取得柬埔寨、泰國、菲律賓、馬來西亞與新加坡之許可證，公司表示美日授權分別與 B 公司(Nasdaq 上市公司)及 H 公司洽談中。為因應 RevoCart 及其他產品後續成長需求，博晟於新竹建立新廠並於 1H24 通過查廠，中長期年產能目標為提供一萬次治療所需 RevoCart，而若有空間產能亦可彈性提供相關醫材或再生醫療 CDMO 服務。

Exhibit 2: 博晟愛膝康全球開發進度



Source: Company

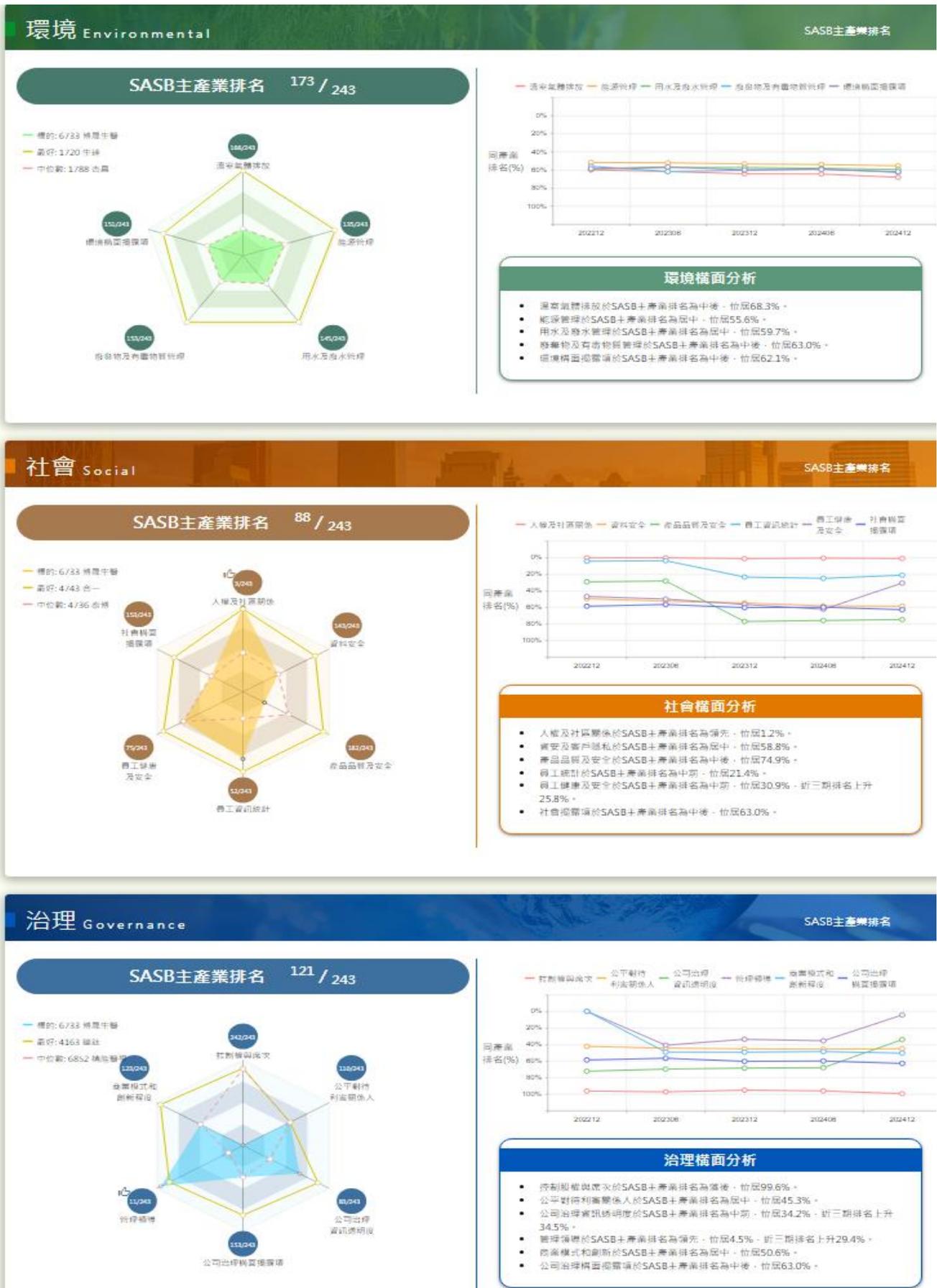
感染科業務可望持續成長

2024 年公司營收 1.68 億元，YoY +52.5%，成長主要來自(1)抗生素產品 Minocycline，於 2023.4.1 納入台灣健保後放量為公司近年成長主力，出廠價相較原先自費價格約為 0.7~0.8 倍，出貨量 2022 /2023 /2024 年銷售 1 / 8 /16 萬支，預期 2025 年有望超越 20 萬支；及(2)台灣地區愛膝康 2022 /2023 /2024 年銷售 100 /120 /264 組，2025 年目標全數台灣醫學中心通路進院完成，另感染科新產品 Fluconazole 復抑諾懸液用粉亦於 2024.9 開始貢獻營收。

維持買進評等，目標價 39 元

博晟陸續推進旗下多項業務開發，其中感染科業務可望持續挹注現金流，高階骨填補材料 OIF 與膝關節軟骨修復產品 RevoCart 的開發收成在即，評價可望隨公司的業務發展迎來調整空間，維持買進評等，目標價 39 元。

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	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	31	110	168	217	
COGS	9	20	37	51	
Gross profit	23	90	131	166	
Operating expense	242	266	253	255	
Operating profit	-219	-177	-122	-89	
Total non-operate. Inc.	5	7	-6	0	
Pre-tax profit	-214	-169	-128	-89	
Total Net profit	-205	-161	-120	-85	
Minority	-21	-5	-3	0	
Net Profit	-184	-156	-116	-85	
EPS (NT\$)	-1.79	-1.30	-0.95	-0.69	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Sales	239.3	249.5	52.5	29.4	
Gross profit	644.7	293.4	45.6	26.8	
Operating profit	33.4	(19.5)	(30.7)	(26.8)	
Pre-tax profit	48.3	(20.9)	(24.2)	(30.2)	
Net profit	33.2	(15.3)	(25.5)	(27.0)	
EPS	30.9	(27.4)	(27.2)	(27.0)	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Gross	72.4	81.5	77.8	76.3	
Operating	(697.1)	(160.6)	(72.9)	(41.2)	
EBITDA	(544.9)	(117.4)	(53.9)	(17.7)	
Pre-tax	(680.2)	(154.0)	(76.5)	(41.2)	
Net	(586.6)	(142.2)	(69.5)	(39.2)	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	164	331	219	178	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	11	27	47	51	
Inventory	5	17	16	18	
Others	32	34	35	35	
Total current asset	212	407	318	283	
Long-term invest.	0	10	8	8	
Total fixed assets	18	43	40	40	
Total other assets	591	589	546	519	
Total assets	822	1,050	913	851	
Short-term Borrow	0	0	0	0	
A/P & N/P	2	2	4	5	
Other current liab.	52	80	50	85	
Total current liab.	54	82	54	90	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	44	36	27	0	
Total liability.	91	94	66	90	
Common stocks	1,031	1,231	1,243	1,231	
Reserves	0	0	-0	-0	
Retain earnings	-328	-290	-417	-469	
Total Equity	731	957	847	762	
Total Liab. & Equity	822	1,050	913	851	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	50	52	55	60
Gross profit	38	40	42	46
Operating profit	-20	-23	-22	-24
Total non-ope inc.	0	0	0	0
Pre-tax profit	-20	-23	-22	-24
Net profit	-19	-22	-21	-23
EPS	-0.16	-0.18	-0.17	-0.18
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	40.64	39.54	24.28	18.64
Gross profit	28.85	33.06	26.16	21.07
Operating profit	9.06	(44.86)	(41.51)	0.75
Net profit	75.49	(36.06)	(33.63)	(42.39)
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	(1.1)	4.0	5.8	9.1
Gross profit	(1.1)	4.7	6.5	9.8
Operating profit	(14.3)	16.0	(6.6)	8.6
Net profit	(51.0)	16.0	(6.6)	8.6
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	75.5	76.0	76.5	77.0
Operating	(40.5)	(45.2)	(39.9)	(39.7)
Net	(38.5)	(42.9)	(37.9)	(37.7)

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	-184	-156	-116	-85	
Dep & Amort	53	55	51	51	
Investment income	0	1	2	0	
Changes in W/C	-0	-27	-18	-6	
Other adjustment	-37	-11	-18	0	
Cash flow – ope.	-169	-139	-99	-40	
Capex	-18	-26	-1	0	
Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Other adjustment	220	-64	-8	0	
Cash flow –inve.	202	-90	-8	0	
Free cash flow	-187	-165	-100	-40	
Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Cash dividend	0	0	0	0	
Other adjustment	-5	396	-4	0	
Cash flow –Fin.	-5	396	-4	0	
Exchange influence	-1	-1	-1	-1	
Change in Cash	27	167	-111	-41	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
ROA	-19.99	-16.70	-11.87	-9.64	
ROE	-22.03	-18.52	-12.92	-10.57	

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.