

東洋(4105)

HOLD

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

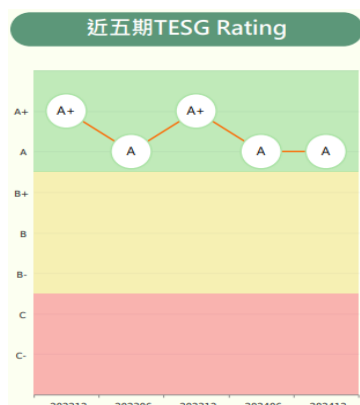
日期:	2025/3/28
目前收盤價 (NT\$):	73.8
目標價 (NT\$):	78
52 週最高最低(NT\$):	70.6-80.6
加權指數:	22260.29

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	2,486
市值 (NT\$/mn):	19,520
市值 (US\$/mn):	651
20 日平均成交量(仟股):	1,220
PER (2025):	16.02
PBR (2025):	2.89
外資持股比例:	16.90
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-0.6	7.4	7.0
加權指數報酬率	-4.9	-4.2	-2.6

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	78	78
營業收入 (NT\$/mn)	6,150	-
毛利率 (%)	58.0	-
營益率 (%)	24.8	-
EPS (NT\$)	4.9	-
BVPS(NT\$)	27	23



轉投資助攻，評價合理

■ **2024 年成長來自外銷產品里程碑金與轉投資：**東洋 2024 年成長主要來自(1)外銷及代工事業群，包括肢端肥大症用藥 OT2015 海外市場、以及感染科學名藥 Lipo-AB 皆認列階段里程碑達成金，使外銷及代工事業群 2024 年營收 9.36 億元，YoY+18%；與(2)轉投資公司如 ATB 泰國等獲利較去年同期增加，使轉投資事業群貢獻東洋 2024 年營收 11.16 億元，YoY+37%。而智擎於 2024.12 認列其胰腺癌新藥 ONIVYDE 於歐亞地區淨銷售額達到第二期銷售里程碑的 5 千萬美元金銷售里程碑金，而智擎為東洋採權益法之轉投資事業，並持有 18%，即東洋可按持股比例認列近 3 億元台幣的投資損益。另東洋與瑞士 Inopha AG 公司及其實質受益人 Denis Opitz 達成庭外和解，並將分配瑞士信託帳戶內之資金總額 2,146 萬歐元，東洋的分配比率約為 65%，其中過半保留作為訴訟費用等相關支出，公司表示預計將於 1H25 認列，元富推估返還依剩餘比例 10%~50%不等將貢獻東洋 0.5~2.4 億元台幣，因金額未明暫不計入 2025 年獲利預估。

■ **獨得 114 年公費流感疫苗增購標案，唯貢獻不顯著：**東洋國內公費疫苗於 2020 年起連續得標，唯取得份額自 2023 年連兩年遇新競爭者搶單而衰退。2025.2 東洋以 1270.5 萬元拿下全數 114 年增購四價流感疫苗的採購案共 10 萬劑流感疫苗，其中部分由原廠 CSL seqirus 公益無償提供予東洋，唯此次標案整體金額不高，對公司貢獻有限，2025 年疫苗業務的展望仍需觀察年度的採購案決標結果。

■ **評等中立：**展望後市，東洋營運穩健，短期亮點為轉投資智擎的里程碑金與返還和解金的一次性認列吃補，現金殖利率約 4%~5%，唯評價無明顯低估，維持中立評等，目標價 78 元(16X 2025EPS)。

Exhibit 1: TEGS 企業永續指標



Sources: TEJ

東洋為國內特殊劑型學名藥廠，專注於微脂體、微球體的研發與產製

東洋為國內專注於微脂體、微球體等特殊劑型研發的學名藥廠，地區別營收組成以國內營收占比逾 8 成，事業別營收組成分別為癌症事業體約 4 成、抗感染事業體約 2 成、外銷及代工與轉投資分別約 1~2 成。東洋的新事業開發則透過轉投資策略來降低風險，包含 (1) 新藥開發，如殷漢(持股 50%)、東生華(持股 56.48%)、智擎(持股 18%)；以及 (2) 海外經銷通路開發，範圍涵蓋菲律賓、越南、泰國、墨西哥等地。

Exhibit 2: 東洋事業體個別營收比重

	2023	2024	2023	2024
	營收	營收	YOY	YOY
癌症事業群	44%	41%	6%	-1%
抗感染事業群	22%	21%	*	1%
醫療保健事業群	4%	3%	*	-5%
外銷及代工	14%	16%	40%	18%
其他	1%	1%	-38%	-46%
轉投資	15%	19%	9%	37%

*調整分類因此不適用

Source: Company Data、Masterlink

2024 年成長來自外銷產品 里程碑金與轉投資

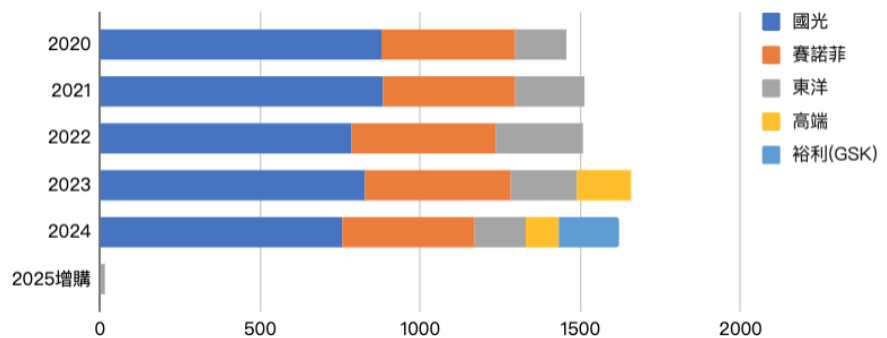
東洋 2024 年成長主要來自 (1) 外銷及代工事業群，包括肢端肥大症用藥 OT2015 海外市場、以及感染科學名藥 Lipo-AB 皆認列階段里程碑達成金，使外銷及代工事業群 2024 年營收 9.36 億元，YoY+18%；與 (2) 轉投資公司智擎與 ATB 泰國等獲利較去年同期增加，使轉投資事業群貢獻東洋 2024 年營收 11.16 億元，YoY+37%。而智擎於 2024.12 認列其胰腺癌新藥 ONIVYDE 於歐亞地區淨銷售額達到第二期銷售里程碑的 5 千萬元美金銷售里程碑金，而智擎為東洋採權益法之轉投資事業，並持有 18%，即東洋可按持股比例認列近 3 億元台幣的投資損益。

另東洋與瑞士 Inopha AG 公司及其實質受益人 Denis Opitz 達成庭外和解，並將分配瑞士信託帳戶內之資金總額 2,146 萬歐元，東洋的分配比率約為 65%，其中過半保留作為訴訟費用等相關支出，公司表示預計將於 1H25 認列，元富推估返還依剩餘比例 10%~50% 不等將貢獻東洋 0.5~2.4 億元台幣，因金額未明暫不計入 2025 年獲利預估。

獨得 114 年公費流感疫苗增購標案，唯貢獻不顯著

東洋流感疫苗公費加自費貢獻營收占比約 5%~10%，其中國內公費疫苗部分，東洋於 2017 年開始投標並於 2020 年起連續得標，唯取得份額自 2023 年連兩年遇新競爭者搶單而衰退，東洋取得 2022 /2023 /2024 年公費標案金額 2.73 / 2.09 億元 / 1.57 億元，YoY +27% / -23% / -25%。2023 年國內公費流感疫苗標案整體金額 YoY +10%，東洋取得金額衰退 23%，新進競爭者高端則取得 71 萬劑，佔比 10%。2024 年國內公費流感疫苗標案整體金額 YoY -2%，東洋取得金額衰退 25%，新進競爭者裕利則取得標案金額 1.88 億元，佔比 11.6%。2025.2 東洋以 1270.5 萬元拿下全數 114 年增購四價流感疫苗的採購案共 10 萬劑流感疫苗，其中部分由原廠 CSL seqirus 公益無償提供予東洋，唯此次標案整體金額不高，對公司貢獻有限，2025 年疫苗業務的展望仍需觀察年度的採購案決標結果。

Exhibit 3: 國內近四年流感疫苗公費採購得標金額 (百萬新台幣)

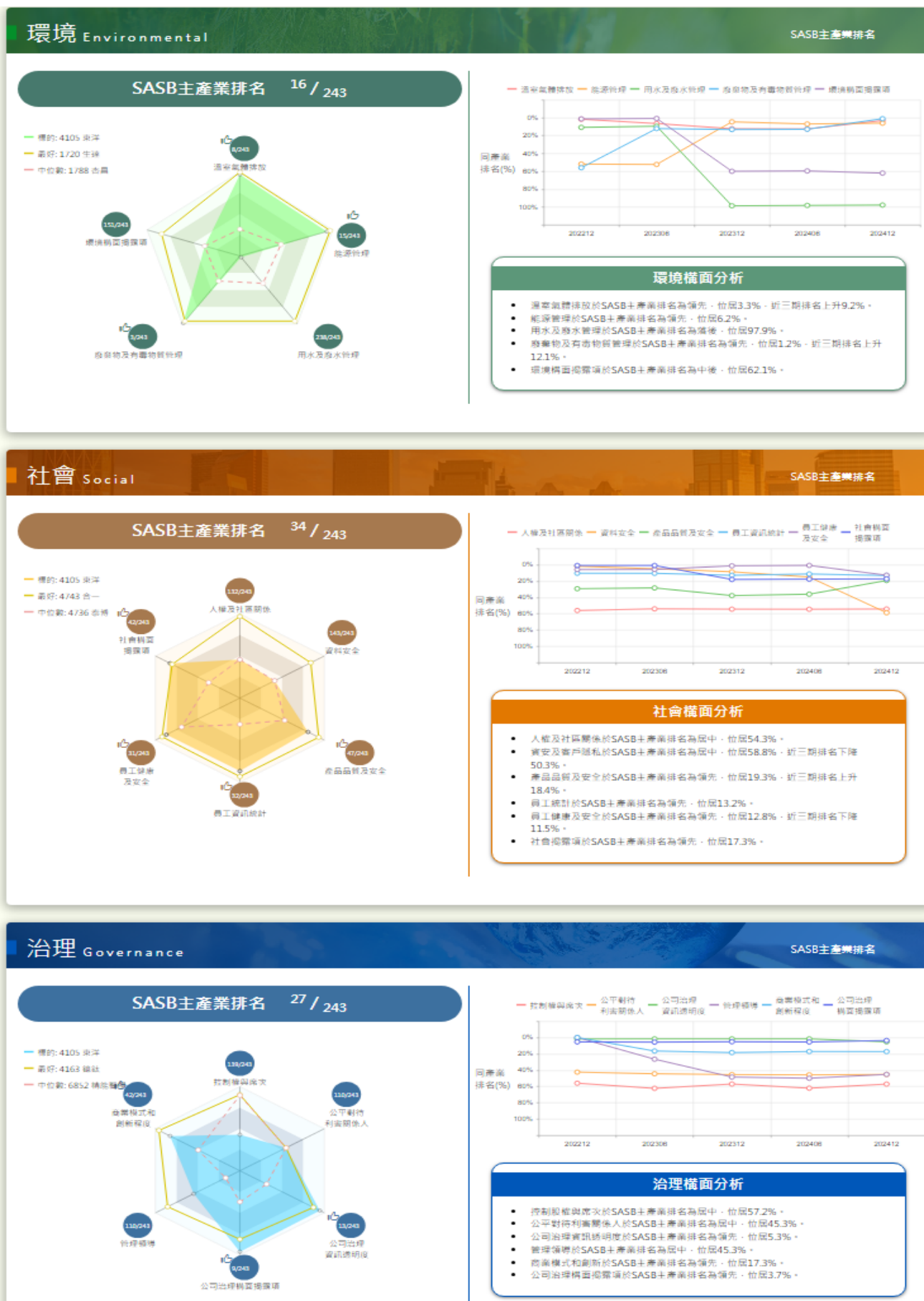


Source: 政府電子採購網、元富投顧整理

維持中立評等，目標價 78 元

展望後市，東洋營運穩健，短期亮點為轉投資智擎的里程金與返還和解金的一次性認列吃補，現金殖利率約 4%~5%，唯評價無明顯低估，維持中立評等，目標價 78 元(16X 2025EPS)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊登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	5,062	5,506	5,894	6,150	
COGS	2,040	2,223	2,479	2,581	
Gross profit	3,021	3,282	3,415	3,569	
Operating expense	1,790	1,910	2,022	2,047	
Operating profit	1,232	1,372	1,394	1,522	
Total non-operate. Inc.	180	47	492	0	
Pre-tax profit	1,412	1,419	1,886	1,522	
Total Net profit	1,103	1,119	1,519	1,218	
Minority	9	-10	70	0	
Net Profit	1,098	1,129	1,450	1,218	
EPS (NT\$)	4.40	4.54	5.83	4.90	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Sales	11.6	8.8	7.1	4.3	
Gross profit	9.2	8.6	4.0	4.5	
Operating profit	6.7	11.4	1.6	9.2	
Pre-tax profit	28.2	0.5	32.8	(19.3)	
Net profit	29.9	2.8	28.5	(16.0)	
EPS	31.6	3.1	28.5	(16.0)	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Gross	59.7	59.6	57.9	58.0	
Operating	24.3	24.9	23.6	24.8	
EBITDA	28.3	25.8	31.8	28.0	
Pre-tax	27.9	25.8	32.0	24.8	
Net	21.7	20.5	24.6	19.8	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	2,357	2,621	2,773	3,495	
Marketable securities	52	79	77	77	
A/R & N/R	1,227	1,344	1,354	1,395	
Inventory	1,039	1,096	1,270	1,275	
Others	360	230	320	320	
Total current asset	5,035	5,370	5,793	6,561	
Long-term invest.	1,495	1,550	1,918	1,918	
Total fixed assets	2,426	2,278	2,235	2,315	
Total other assets	644	676	917	641	
Total assets	9,601	9,875	10,863	11,435	
Short-term Borrow	1,370	1,450	1,200	950	
A/P & N/P	289	295	326	354	
Other current liab.	1,840	1,465	1,950	2,274	
Total current liab.	3,500	3,209	3,476	3,577	
L-T borrow s	10	400	100	50	
Other L-T liab.	447	782	479	120	
Total liability.	3,367	3,369	3,352	3,747	
Common stocks	2,487	2,487	2,487	2,487	
Reserves	312	317	317	287	
Retain earnings	1,383	1,551	2,191	4,914	
Total Equity	6,233	6,506	7,511	7,687	
Total Liab. & Equity	9,601	9,875	10,863	11,435	

Comprehensive Quarterly Income Statement					
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,450	1,400	1,550	1,750	
Gross profit	882	840	938	910	
Operating profit	422	335	418	348	
Total non-ope inc.	0	0	0	0	
Pre-tax profit	422	335	418	348	
Net profit	337	268	334	278	
EPS	1.36	1.08	1.34	1.12	
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Net sales	13.85	1.84	1.08	2.21	
Gross profit	14.07	3.99	(1.40)	3.06	
Operating profit	36.04	18.42	(7.29)	(0.70)	
Net profit	20.13	2.40	(10.31)	(47.91)	
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Net sales	(15.3)	(3.4)	10.7	12.9	
Gross profit	(0.2)	(4.7)	11.6	(3.0)	
Operating profit	20.3	(20.5)	24.7	(16.7)	
Net profit	(36.9)	(20.5)	24.7	(16.7)	
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Gross	60.8	60.0	60.5	52.0	
Operating	29.1	23.9	27.0	19.9	
Net	23.3	19.1	21.6	15.9	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	1,098	1,129	1,450	1,218	
Dep & Amort	190	199	204	200	
Investment income	-116	-131	-400	0	
Changes in W/C	-130	-222	-162	-19	
Other adjustment	194	111	258	0	
Cash flow – ope.	1,236	1,085	1,349	1,399	
Capex	-82	-71	-121	-80	
Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Other adjustment	-51	69	-122	0	
Cash flow –inve.	-133	-3	-244	-80	
Free cash flow	1,154	1,014	1,228	1,319	
Inc. (Dec.) debt	-325	52	-150	350	
Cash dividend	-771	-872	-870	-1,044	
Other adjustment	-8	4	-31	0	
Cash flow –Fin.	-1,103	-816	-1,051	-694	
Exchange influence	136	-3	97	97	
Change in Cash	135	264	152	722	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
ROA	11.62	11.59	13.98	10.92	
ROE	18.30	17.72	20.68	16.03	

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.