

佳醫(4104)

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

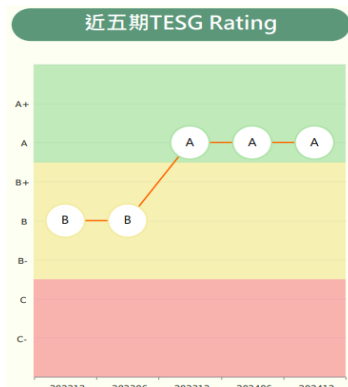
日期:	2025/4/1
目前收盤價 (NT\$):	88.8
目標價 (NT\$):	92
52 週最高最低(NT\$):	84.8-97.4
加權指數:	21602.89

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,634
市值 (NT\$/mn):	14,510
市值 (US\$/mn):	484
20 日平均成交量(仟股):	153
PER (2025):	17.45
PBR (2025):	1.62
外資持股比例:	4.23
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	2.0	3.3	0.7
加權指數報酬率	-6.3	-7.2	-5.4

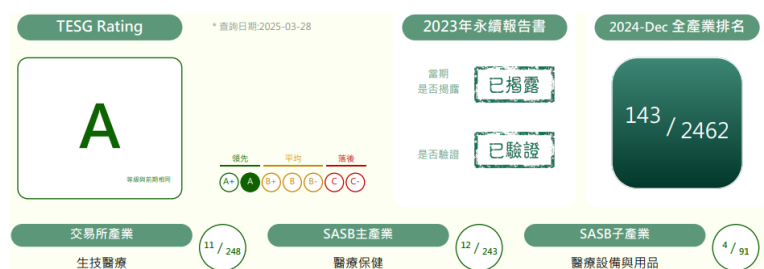
2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	92	90
營業收入 (NT\$/mn)	8,910	-
毛利率 (%)	21.2	-
營益率 (%)	9.5	-
EPS (NT\$)	5.09	-
BVPS(NT\$)	55	55



營運穩健，評價合理

- 佳醫為國內大型醫療服務整合通路商：佳醫早期業務為代理血液透析使用之醫療器材，近年來逐步轉型為醫療服務整合通路商，佳醫 2024 年合併營收為 85.39 億元，YoY +3.7%，營收占比為母公司 62%、曜亞 19%、久裕 15%及其他 4%。
- 於台灣洗腎機構市占維持約兩成，預期 2025 年維持穩健：佳醫自 2022.4 加入 NC 及 CMS 旗下洗腎機構後市占上升至 21%，由於國內血液透析市場已屬成熟產業，因此佳醫相關有機成長基本反應國內血液透析人口年成長約 1%~3%，考量目前佳醫洗腎事業無新收購規劃，預估 2025 年佳醫母公司維持穩健的小幅成長。
- 曜亞 2024 年成長不如預期，將持續推進展店：曜亞業務包括國內醫學美容雷射設備之買賣維修、注射類填充劑及醫美保養品等，2024 年曜亞美容通路部門成長受醫療器材貿易部門衰退稀釋，2024 年營收 YoY -1.3%，2025 年公司將持續推進展店，目標自 33 間上升至 35 間，並鎖定生髮市場，以及微創手術等相關需求。
- 久裕穩居台灣第二大藥品物流通路商，可望維持成長：久裕為台灣第二大藥品物流通路商，市佔率約 10%~20%，2024 年在公司冷鏈新業務與新增代理品項逐步發量下，2024 年營收 YoY +14%，展望後市，久裕穩居台灣第二大藥品物流通路商，可望隨著新增代理品項、與新擴充倉儲空間(新倉儲規劃成長上看 143%)及服務下維持成長。
- 評等維持中立：展望後市，佳醫獲利配息穩健，近年現金殖利率約 4~4.5%，目前評價合理，維持中立評等，預計 2025 年 EPS 5.09 元，目標價 92 元(18X2025EPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Sources : TEJ

佳醫為國內大型醫療服務整合通路商

佳醫創立於 1988 年，早期業務為代理血液透析使用之醫療器材，近年來逐步轉型為醫療服務整合通路商，營收來源主要來自(1)專注於血液透析相關業務的佳醫、(2)醫學美容相關業務的曜亞(股票代碼 4138)、及(3)提供醫藥物流相關業務的久裕(股票代碼 4173)。佳醫 2024 年合併營收為 85.39 億元，YoY +3.7%，營收占比為母公司 62%、曜亞 19%、久裕 15%及其他 4%。毛利率以醫美設備耗材代理較高約 30%~45%，血液透析與藥品分銷則約為 15%~20%。

Exhibit 2: 產品營收比重

	2022	2023	2024	2023	2024	2025
	營收	營收	營收	YOY	YOY	展望
佳醫 (血液透析)	65%	64%	62%	13%	1%	0%~5%
曜亞 (醫學美容)	18%	19%	19%	23%	-1%	5%~10%
久裕 (藥品物流)	14%	14%	15%	12%	14%	10%~20%
其他	3%	3%	4%	14%	3%	0%~5%

Source: Company Data、Masterlink

於台灣洗腎機構市占約兩成，預期 2025 年維持穩健

佳醫母公司的主力產品有二，一為外科相關產品，佔整體合併營收約 20%~25%，重要代理品牌包括 Covidien、JMS、Hollister 等。佳醫母公司的主力產品之二為血液透析相關產品，佔整體合併營收約 3 成，重要代理產品包括 AsahiKasei 及 FMC 的人工腎臟、Nikkiso 及 FMC 之洗腎機、Kyowa Kirin 長效型紅血球生成素，及自有品牌如 Fasflo 血液迴路管及穿刺針，佳醫相關產品於國內血液透析市場市佔約 3 成。佳醫於 2022.4 取得費森尤斯子公司 NephroCare Limited (NC)及 Cardinal Medical Services Ltd.(CMS)各 49%股權，全台洗腎機構約 740 家，佳醫原佔 14%，加入 NC 及 CMS 旗下洗腎機構後市占上升至 21%。由於國內血液透析市場已屬成熟產業，因此佳醫相關有機成長基本反應國內血液透析人口年成長約 1~3%，預估 2025 年佳醫母公司維持穩健的小幅成長。

曜亞 2024 年成長不如預期，將持續推進展店

曜亞(股票代碼 4138，佳醫持股 33.96%)專注於醫學美容相關事業，業務包括國內醫學美容雷射設備之買賣維修、注射類填充劑及醫美保養品等，重要代理品牌包括超音波治療儀 Ulthera、皮秒雷射 Picoway、DR CYJ 髮勝肽、少女針 AestheFill、玻尿酸 Hya-Dermis 及 Animers。曜亞以內銷為主(營收占比 9 成以上)，其餘外銷至香港，2024 年香港地區營收再轉衰，2021/2022/2023/2024 年 YoY -35%/-66%/+160%/-45%，內銷表現亦不如預期，其中美容通路部門成長受醫療器材貿易部門衰退稀釋，2024 年內銷貢獻營收 YoY -0.1%，2025 年公司将持續推進展店，目標自 33 間上升至 35 間，並鎖定國內年成長率 1~2 成之生髮市場，以及微創手術等相關需求。

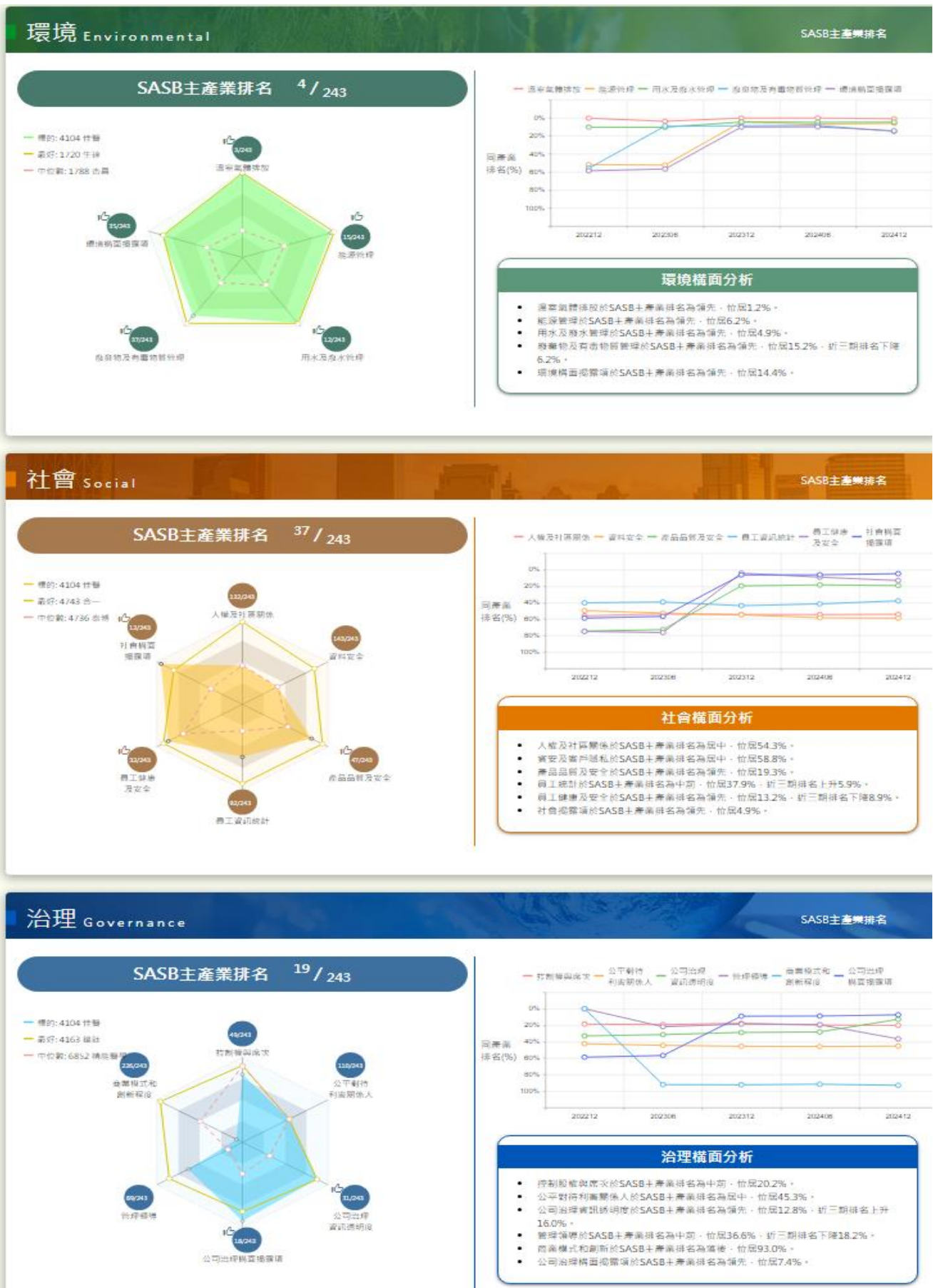
久裕穩居台灣第二大藥品物流通路商，可望維持成長

久裕(股票代碼 4173，佳醫持股 40%)為台灣第二大藥品物流通路商，市佔率約 10%~20%，與瑞士商背景的裕利(市佔率約 3 成)及大昌華嘉(市佔率約 1 成)形成寡占格局，三者專精之藥品科別及代理品牌同質性低，因此較無直接競爭。久裕近年營運狀況為 2021 年因受到經銷 13 價肺炎鏈球菌疫苗衰退影響因而營收 YoY -24.4%，2022 年在新簽訂客戶貢獻下 YoY +7.7%，2023 年公司擴增 2~8 度/-20 度/-80 度冷鏈服務，並順利替客戶取得疾管署肺炎鏈球菌疫苗採購案，2023 年營收 YoY +12%，2024 年在公司冷鏈新業務與新增代理品項逐步發量下，2024 年營收 YoY +14%，展望後市，久裕穩居台灣第二大藥品物流通路商，可望隨著新增代理品項、與新擴充倉儲空間(~2027 年新倉儲規劃成長上看 143%)及服務下維持成長。

維持中立評等，目標價 92 元

佳醫獲利配息穩健，近年現金殖利率約 4~4.5%，目前評價合理，維持中立評等，預計 2025 年 EPS 5.09 元，目標價 92 元(18X2025EPS)。

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	7,187	8,233	8,539	8,910	
COGS	5,674	6,558	6,757	7,017	
Gross profit	1,513	1,676	1,781	1,893	
Operating expense	893	973	1,032	1,044	
Operating profit	620	703	753	849	
Total non-operate. Inc.	357	441	421	420	
Pre-tax profit	977	1,144	1,174	1,269	
Total Net profit	785	923	971	1,040	
Minority	118	176	200	208	
Net Profit	681	747	771	832	
EPS (NT\$)	4.50	4.80	4.72	5.09	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Sales	9.3	14.6	3.7	4.4	
Gross profit	10.2	10.7	6.3	6.2	
Operating profit	2.9	13.4	7.2	12.6	
Pre-tax profit	10.9	17.1	2.6	8.0	
Net profit	10.8	9.7	3.3	7.9	
EPS	4.7	6.5	(1.6)	7.9	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Gross	21.1	20.4	20.9	21.2	
Operating	8.6	8.5	8.8	9.5	
EBITDA	13.5	13.3	13.0	17.7	
Pre-tax	13.6	13.9	13.8	14.2	
Net	9.5	9.1	9.0	9.3	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	2,507	2,615	4,189	4,609	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	1,714	1,961	2,183	2,193	
Inventory	1,161	1,247	1,393	1,402	
Others	3,442	4,100	3,698	3,698	
Total current asset	8,824	9,924	11,463	11,902	
Long-term invest.	4,357	4,696	4,700	4,700	
Total fixed assets	760	773	796	876	
Total other assets	2,542	2,687	3,409	3,425	
Total assets	16,483	18,080	20,368	20,902	
Short-term Borrow	535	1,135	918	700	
A/P & N/P	1,000	975	979	981	
Other current liab.	6,856	7,405	11,027	7,627	
Total current liab.	8,391	9,515	12,924	9,309	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	251	251	344	22	
Total liability.	6,185	7,167	9,011	9,331	
Common stocks	1,482	1,556	1,634	1,634	
Reserves	3,276	3,288	3,383	3,353	
Retain earnings	2,396	2,794	2,568	6,585	
Total Equity	10,297	10,913	11,357	11,572	
Total Liab. & Equity	16,483	18,080	20,368	20,902	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	2,160	2,200	2,250	2,300
Gross profit	445	458	473	518
Operating profit	198	204	207	241
Total non-ope inc.	105	105	105	105
Pre-tax profit	303	309	312	346
Net profit	196	201	203	231
EPS	1.20	1.23	1.24	1.42
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	5.78	1.87	9.27	0.97
Gross profit	8.54	8.43	7.49	1.51
Operating profit	19.60	17.35	9.75	6.34
Net profit	6.08	(8.77)	17.22	20.38
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	(5.2)	1.9	2.3	2.2
Gross profit	(12.7)	2.8	3.3	9.5
Operating profit	(12.5)	2.8	1.4	16.5
Net profit	2.2	2.4	1.2	13.7
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	20.6	20.8	21.0	22.5
Operating	9.2	9.3	9.2	10.5
Net	9.1	9.1	9.0	10.1

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	681	747	771	832	
Dep & Amort	236	265	301	305	
Investment income	-290	-342	-323	0	
Changes in W/C	-368	-411	-244	-17	
Other adjustment	379	-151	1,966	0	
Cash flow – ope.	637	107	2,471	1,121	
Capex	-169	-90	-114	-80	
Change in L-T inv.	-837	0	12	0	
Other adjustment	316	196	37	0	
Cash flow –inve.	-690	106	-66	-80	
Free cash flow	468	17	2,358	1,041	
Inc. (Dec.) debt	55	600	-217	0	
Cash dividend	-494	-541	-591	-621	
Other adjustment	-195	-163	-147	0	
Cash flow –Fin.	-634	-105	-956	-621	
Exchange influence	121	-1	124	0	
Change in Cash	-565	108	1,574	420	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
ROA	4.31	4.32	4.01	4.03	
ROE	6.79	7.04	6.93	7.26	

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.