

台耀(4746)

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

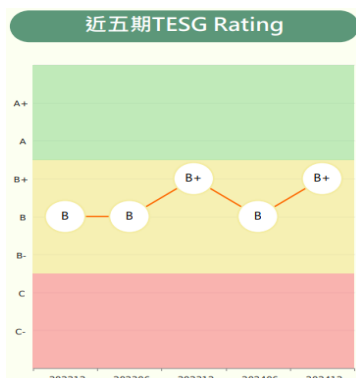
日期:	2025/3/21
目前收盤價 (NT\$):	72.9
目標價 (NT\$):	88
52 週最高最低(NT\$):	68.8-116.5
加權指數:	21960.83

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,203
市值 (NT\$/mn):	8,700
市值 (US\$/mn):	290
20 日平均成交量(仟股):	433
PER (2025):	11.48
PBR (2025):	1.13
外資持股比率:	8.03
TCRI	6

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-5.2	0.6	-22.4
加權指數報酬率	-7.0	-4.2	-0.4

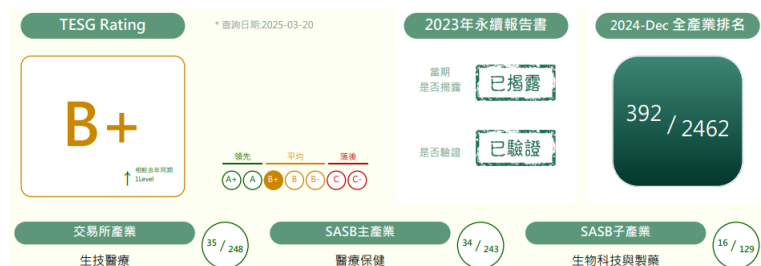
2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	-
目標價 (NT\$)	88	-
營業收入 (NT\$/mn)	5,020	-
毛利率 (%)	43.4	-
營益率 (%)	16.9	-
EPS (NT\$)	6.30	-
BVPS(NT\$)	64	-



先蹲後跳，收成在即

- **營運漸佳，唯轉投資股價影響仍大使台耀整體獲利波動表現：**台耀本業逐步轉佳，原因包括：(1)膽固醇磷酸鹽結合劑產品客戶取得中國藥證並逐步出貨，以及新增產能的陸續開出，(2)呼吸系統用藥需求旺，其中公司為緩解咳嗽用藥 Benzonatate 全球最大的原料藥供應商、(3)類固醇類產品打入原廠供應鏈等。台耀專攻利基性原料藥，於多項產品身居全球主要供應商地位，2025 年展望正面，唯轉投資台康(6589)股價表現對台耀淨利影響仍大，致使公司整體獲利波動表現。台耀 2024 年營業利益 7.26 億元，YoY+7.5%，然業外虧損 5.28 億元，其中台康評價利益約影響 5 億元，使台耀 2024 年 EPS 1.31 元。
- **自研針劑學名藥產品 Eribulin 最快 1Q25 取得美國藥證：**公司第一項自有研發針劑產品 Eribulin 學名藥已在台灣上市，台灣相關市場規模約 4.5 億元台幣，公司目標取得 1~2 成市佔，而美國相關市場規模約 1.3 億元美金，公司預期於 1Q25 取得美國藥證。
- **子公司台新藥 APP13007 新藥開發邁入收成期：**子公司台新藥(持有 40.66%，入合併報表)治療眼部術後發炎及疼痛之新藥 APP13007，陸續完成美歐亞非等地的授權，其中與 Eyenovia 的美國獨家授權總合約金額達 8,600 萬美元，APP13007 已於 2024.9 正式於美銷售。展望後市，APP13007 新藥邁入收成期，公司目標於 2030 年達到全球類固醇眼藥市佔 8.4%，即 APP13007 淨銷售額 1.33 億美元，並可望隨著後續急性乾眼症與其他擴充適應症的發展擴大市場。
- **評等買進：**台耀營運漸佳，多項業務收成在即，給予買進評等，預計 2025 年 EPS 6.3 元，目標價 88 元 (14X 2025EPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Sources : TEJ

台耀專注於利基性原料藥，並持續拓展針劑廠與CDMO等業務

台耀成立於 1995 年，主要業務為原料藥之製造及銷售，過去紫外線吸收劑佔比過半，然受到中國廠商低價競爭，台耀已退出防曬市場，專心在利基型原料藥上的經營，例如膽固醇磷酸鹽、維生素 D 衍生物等全球供應廠商較少的原料藥產品，並持續拓展針劑廠與 CDMO 等業務，另規劃將投入 16 億元建置 GLP-1 新產線，預計於 2027 年建置完成。

Exhibit 2: 產品營收比重

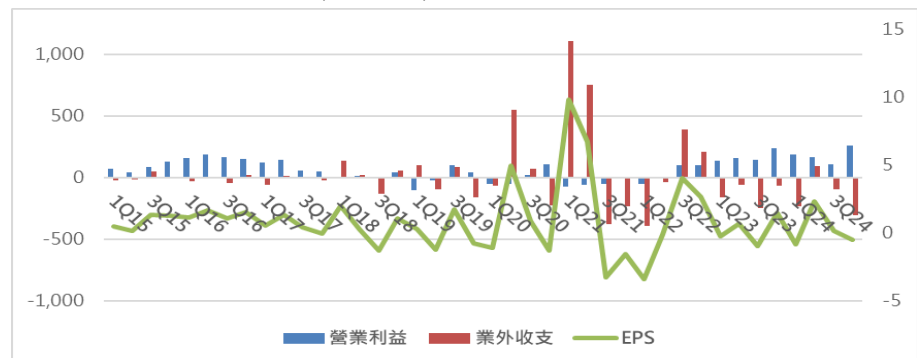
	2022 營收	2023 營收	2024 營收	2023 YOY	2024 YOY
膽固醇磷酸鹽結合劑	34%	36%	35%	22%	4%
維他命 D 衍生物	19%	19%	17%	15%	1%
呼吸系統用藥	9%	11%	12%	11%	20%
委託研發代工生產	16%	12%	10%	-12%	-8%
抗癌活性成分	3%	6%	4%	121%	-26%
消炎止痛劑	6%	5%	4%	-8%	1%
其他	13%	11%	18%	-4%	59%

Source: Company Data、Masterlink

營運漸佳，唯轉投資股價影響仍大使台耀整體獲利波動表現

台耀本業逐步轉佳，原因包括：(1)膽固醇磷酸鹽結合劑產品市佔維持領先，公司供應過半的全球需求量，亦為 Sevelamer 學名藥原料藥的最大供應商，隨著客戶陸續取得中國藥證並出貨，加乘新增產能的陸續開出，台耀膽固醇磷酸鹽結合劑產品銷售持續成長，2023 /2024 年相關營收 YoY +22% /+4%，(2)呼吸系統用藥需求旺，2023 /2024 年相關營收 YoY +11% /+20%，其中公司為緩解咳嗽用藥 Benzonatate 全球最大的原料藥供應商、(3)類固醇類產品打入原廠供應鏈等。台耀專攻利基性原料藥，於多項產品身居全球主要供應商地位，2025 年展望正面，成長動能將來自呼吸系統用藥的持續成長，以及客戶抗癌藥物新產品即將上市等，唯轉投資台康(6589)股價表現對台耀淨利影響仍大，致使公司整體獲利波動表現。台耀 2024 年營業利益 7.26 億元，YoY+7.5%，然業外虧損 5.28 億元，其中台康評價利益約影響 5 億元，使台耀 2024 年 EPS 1.31 元。

Exhibit 3: 台耀各季獲利情形(百萬台幣)



Source: Company Data、Masterlink

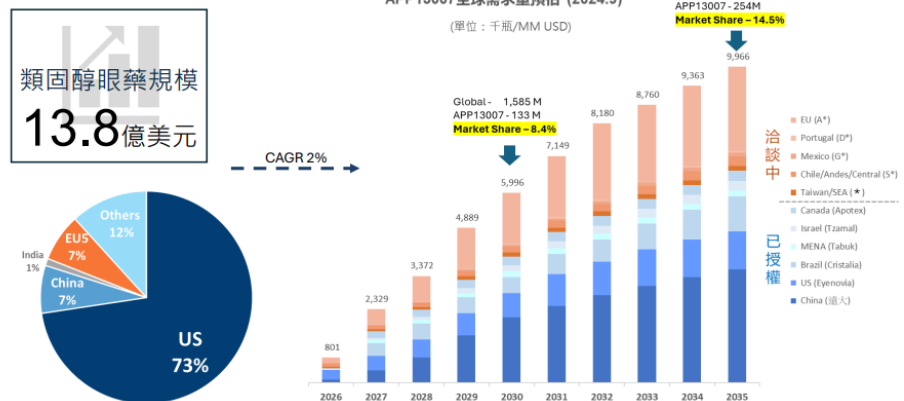
自研針劑產品 Eribulin 最快 1Q25 取得美國藥證

台耀的針劑新廠符合 USA(FDA)、歐盟(EMA)與日本(PMDA)規格，可生產小分子藥品與大分子藥品，其中癌症用藥產線於 2Q22 完成 TFDA 查廠，2024.7 通過美 FDA 現場稽核，並預計於 1H25 進行 EMA 現場稽核；而一般產線則於 3Q24 完成 TFDA 查廠。公司第一項自有研發針劑產品 Eribulin 學名藥已在台灣上市，台灣相關市場規模約 4.5 億元台幣，公司目標取得 1~2 成市佔，而美國相關市場規模約 1.3 億元美金，其他學名藥競爭者包括 Long Grove、Baxter、Gland/Apotex、江西青峰/Hikma 以及正大天晴，公司預期最快於 1Q25 取得美國藥證。

子公司台新藥 APP13007 新藥邁入收成期

台耀子公司台新藥(6838，持有 40.66%入合併報表)治療眼部術後發炎及疼痛之新藥 APP13007，陸續完成中國、美國、巴西、中東、以色列、加拿大、葡萄牙、瑞士、印度與非洲等地的授權，其中與 Eyenovia 的美國獨家授權總合約金額達 8,600 萬美元，由 Eyenovia 負責 APP13007 美國市場之銷售，APP13007 已於 2024.3 通過美 FDA 的新藥審查並於 2024.9 正式於美銷售。展望後市，APP13007 新藥開發已邁入收成期，公司目標於 2030 年達到全球類固醇眼藥市佔 8.4%，即 APP13007 淨銷售額 1.33 億美元，並可望隨著後續急性乾眼症與其他擴充適應症的發展擴大市場。

Exhibit 4: 台新藥新藥 APP13007 市場展望
(不含乾眼症及其他適應症之預估)

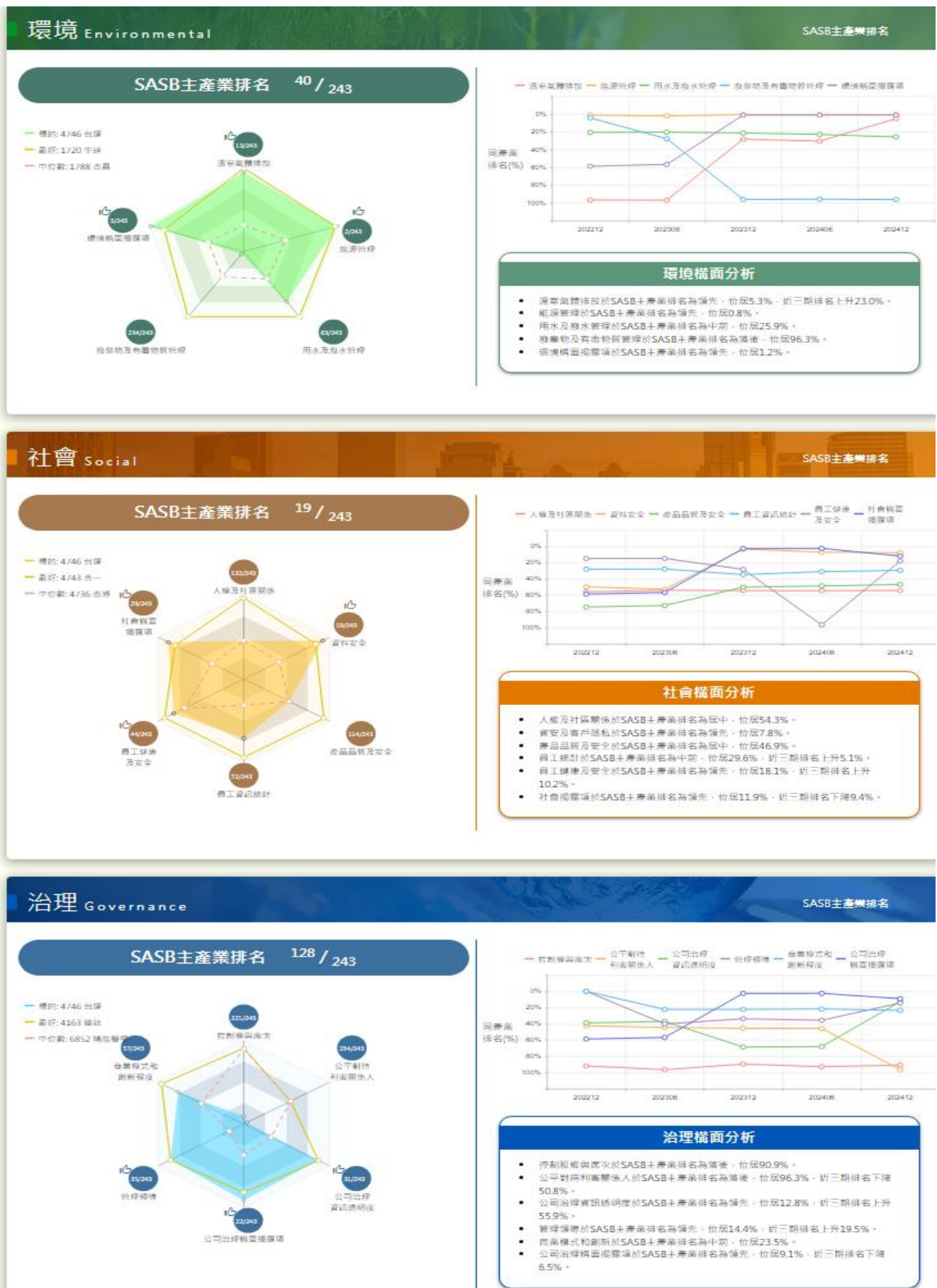


Source: Company

給予買進評等，目標價 88 元

台耀營運漸佳，多項業務收成在即，給予買進評等，預計 2025 年 EPS 6.3 元，目標價 88 元 (14X 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	3,766	4,360	4,731	5,020	
COGS	2,375	2,437	2,682	2,843	
Gross profit	1,390	1,923	2,049	2,177	
Operating expense	1,198	1,248	1,323	1,330	
Operating profit	192	675	726	847	
Total non-operate. Inc.	170	-533	-528	0	
Pre-tax profit	362	142	198	847	
Total Net profit	217	-52	64	678	
Minority	-193	-179	-93	-80	
Net Profit	438	126	157	758	
EPS (NT\$)	3.40	1.05	1.31	6.30	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Sales	19.8	15.8	8.5	6.1	
Gross profit	43.1	38.3	6.5	6.3	
Operating profit	(205.5)	251.8	7.5	16.7	
Pre-tax profit	(66.3)	(60.6)	39.2	327.6	
Net profit	(64.6)	(71.2)	24.6	381.9	
EPS	(68.8)	(69.2)	24.6	381.9	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Gross	36.9	44.1	43.3	43.4	
Operating	5.1	15.5	15.3	16.9	
EBITDA	12.5	4.5	5.8	25.8	
Pre-tax	9.6	3.3	4.2	16.9	
Net	11.6	2.9	3.3	15.1	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	1,279	1,526	1,365	1,689	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	812	960	1,196	1,199	
Inventory	1,602	1,597	1,712	1,742	
Others	106	176	257	257	
Total current asset	3,800	4,259	4,529	4,887	
Long-term invest.	77	141	118	118	
Total fixed assets	5,875	6,025	6,097	6,597	
Total other assets	2,999	3,211	3,151	3,245	
Total assets	12,751	13,636	13,895	14,846	
Short-term Borrow	1,450	1,434	683	-71	
A/P & N/P	187	203	219	224	
Other current liab.	2,011	2,062	2,197	3,770	
Total current liab.	3,648	3,699	3,099	3,923	
L-T borrow s	1,638	2,038	2,670	2,282	
Other L-T liab.	1,713	2,086	2,716	2,695	
Total liability.	4,954	5,426	5,249	5,799	
Common stocks	1,203	1,203	1,203	1,203	
Reserves	3,514	3,552	3,773	3,743	
Retain earnings	2,359	2,275	2,228	4,101	
Total Equity	7,796	8,210	8,647	9,047	
Total Liab. & Equity	12,751	13,636	13,895	14,846	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	1,000	1,250	1,350	1,420
Gross profit	430	539	583	625
Operating profit	135	209	248	255
Total non-ope inc.	0	0	0	0
Pre-tax profit	135	209	248	255
Net profit	128	188	219	224
EPS	1.06	1.56	1.82	1.86
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	(11.82)	2.92	30.96	5.06
Gross profit	(20.67)	3.17	37.50	11.63
Operating profit	(28.09)	25.92	120.93	(1.83)
Net profit	(233.31)	(33.96)	876.98	(522.24)
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	(26.0)	25.0	8.0	5.2
Gross profit	(23.2)	25.4	8.1	7.1
Operating profit	(48.0)	55.1	18.5	2.7
Net profit	(341.5)	46.5	16.6	2.4
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	43.0	43.2	43.2	44.0
Operating	13.5	16.8	18.4	17.9
Net	12.8	15.0	16.2	15.8

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	438	126	157	758	
Dep & Amort	499	462	531	450	
Investment income	-8	-6	2	0	
Changes in W/C	-46	-101	-358	-29	
Other adjustment	-240	345	394	0	
Cash flow – ope.	643	827	726	1,179	
Capex	-438	-538	-539	-500	
Change in L-T inv.	-39	-52	0	0	
Other adjustment	-63	-667	-487	0	
Cash flow –inve.	-541	-1,257	-1,026	-500	
Free cash flow	205	288	188	679	
Inc. (Dec.) debt	497	214	-182	0	
Cash dividend	-241	-120	-241	-361	
Other adjustment	191	606	555	0	
Cash flow–Fin.	448	700	132	-361	
Exchange influence	-0	-23	6	6	
Change in Cash	550	247	-161	324	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
ROA	3.53	0.96	1.14	5.27	
ROE	5.69	1.58	1.87	8.57	

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.