

1795.TT 美時

前景展望佳 調升目標價

公司簡介

美時創立於 1966 年，主要從事學名藥之製造及銷售，目前美時由 Alvogen Taiwan、

投資評等/目標價

買進

325

【前次投資建議】買進，272

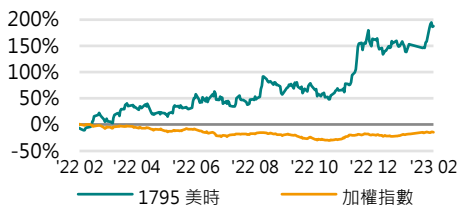
【大盤指數/股價】15587 / 277.50

重點摘要

► 1M23 營收優於預期，血癌藥逐季出貨使營收及獲利穩定成長

1M23 營收 20.08 億元，YoY+112.28%，MoM+57.97%，略優於投研部預期，調整後投研部預估美時 1Q23 營收 43.05 億元，YoY+36.2%，QoQ+35.8%，毛利率則將因血癌藥的出貨，而從 4Q22 的 45.55% 跳升至 63.88%。由於血癌藥於美國市場每年可享有固定市場份額，故投研部假設 2022 年固定的市場份額為 2%，在此基礎上，2023 年預估能再增加 1.5% 的市場份額、年營收貢獻推估可達 42 億元，YoY+75%，並從 1Q23 開始逐季出貨，讓 1Q~3Q23 每季皆能維持 60% 以上的高毛利率表現。

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	263
市值(百萬元)	72,869
3M 平均日成交值(百萬元)	3,556
外資持股率(%)	23.32
投信持股率(%)	1.10
董監持股率(%)	51.06

重點財報解析

百萬元	FY21	FY22F	FY23F
營業收入	12,649	14,632	16,413
營業利益	2,295	4,294	5,618
母公司本期淨利	1,403	3,272	4,228
EPS(元)	5.50	12.57	16.24
每股現金股利(元)	1.93	4.40	5.68
每股淨值(元)	43.38	52.93	64.83
本益比(x)	50.45	22.08	17.09
本淨比(x)	6.40	5.24	4.28
殖利率(%)	0.70	1.59	2.05

環境、社會與治理(ESG)



► 2023 年營運表現值得期待，維持買進之投資建議

投研部看好：1) 2025 年以前，Lenalidomide 可每年穩定提升市場份額，且由於各藥廠出貨比例已固定，可避免學名藥削價競爭壓力，使毛利率下滑有限；2) 台灣及韓國市場 2023 年有望維持 10% 以上年成長；3) 戒癮藥衰退幅度小於預期；4) 多項產品藥證審查中，且開發中案件包含 first-to-file 潛力產品，銷售品項持續擴大並使營運可持續成長；5) 持續進行併購高鑑別度且具高品牌價值之產品，並透過授權取得具市場利基之新藥產品，另已打入高速成長之藥局通路。

因訴訟賠償尚未有明確消息，因此本次獲利模型預估先將業外訴訟賠償部分移除(約影響 EPS 2 元)，僅以本業進行評價，考量臺灣市場營收成長性及 Lenalidomide 於巴西上市後銷售情形皆有望優於預期，投研部上修 2023 年預估營收至 164.13 億元，毛利率 60.46%，未計入業外訴訟賠償金的前提下 EPS 預估為 16.24 元，評價部分，因公司產品組合轉佳，重磅產品亦可明顯提升毛利率表現，並使獲利穩定成長，加以 2023 年本業獲利再度上修，近期公司營運表現續獲市場青睞，故本益比從前次報告的 17X 提升至 20X，目標價上修至 325 元(2023F EPS 16.24 元 * 20X)，維持買進投資建議。

1M23 營收優於預期，血癌藥逐季出貨使營收及獲利穩定成長

1M23 營收 20.08 億元，YoY+112.28%，MoM+57.97%，略優於投研部預期，調整後投研部預估美時 1Q23 營收 43.05 億元，YoY+36.2%，QoQ+35.8%，毛利率則將因血癌藥的出貨，而從 4Q22 的 45.55% 跳升至 63.88%。由於血癌藥於美國市場每年可享有固定市場份額，故投研部假設 2022 年固定的市場份額為 2%，在此基礎上，2023 年預估能再增加 1.5% 的市場份額、年營收貢獻推估可達 42 億元，YoY+75%，並從 1Q23 開始逐季出貨，讓 1Q23~3Q23 每季皆能維持 60% 以上的高毛利率表現。

持續強化 Ready-to-go 產品組合 拓展全球潛在市場商機

美時持續強化營運策略，包括對 Ready-to-go 產品組合的強化以及持續推動產品研發以擴大其在目標市場的營運規模。Ready-to-go 產品組合強化方面，潛在市場規模最大的血癌藥 Lenalidomide 除美國市場以逐年固定比例提升的市場份額外，也於歐洲、巴西順利上市，後續亦將進軍日本市場，可看出血癌藥持續於國際市場有所斬獲，投研部認為，2025 年以前，Lenalidomide 將因逐年固定比例提升的市場份額、及免受學名藥削價競爭的特性而成為美時最重要的產品。另美時在癌症用藥方面，包括 Vinorelbine 軟膠囊、Enzalutamide 軟膠囊、Goserelin implant、Lenalidomide 及 Erlotinib 等多項產品皆已在東南亞主要市場取得藥證，投研部預估將於 1Q23 後陸續上市並開始貢獻營收，另尚有年產值約 200 億美元的潛在市場正在進行藥證審查及送件準備，隨未來陸續取證並上市銷售，有望持續提高美時於該市場的市佔率及品牌影響力；而研發中產品方面，亦陸續進行多項臨床試驗，合計有約 190 億美元潛在市場的研發專案進行中，近期亦可看到美時與 Unicycive 簽訂授權協議，合作開發腎臟疾病 CKD 相關的 505(b)(2) 新藥，目標即在於強化韓國腎臟病市場佔有率，投研部看好美時隨產品組合持續優化及市場布局能力佳，短中長期營運動能無虞。

2023 年營運表現值得期待，維持買進之投資建議

投研部看好：1) 2025 年以前，Lenalidomide 可每年穩定提升市場份額，且由於各藥廠出貨比例已固定，可避免學名藥削價競爭壓力，使毛利率下滑有限；2) 台灣及韓國市場 2023 年有望維持 10% 以上年成長；3) 戒毒癮藥衰退幅度小於預期；4) 多項產品藥證審查中，且開發中案件包含 first-to-file 潛力產品，銷售品項持續擴大並使營運可持續成長；5) 持續進行併購高鑑別度且具高品牌價值之產品，並透過授權取得具市場利基之新藥產品，另已打入高速成長之藥局通路。

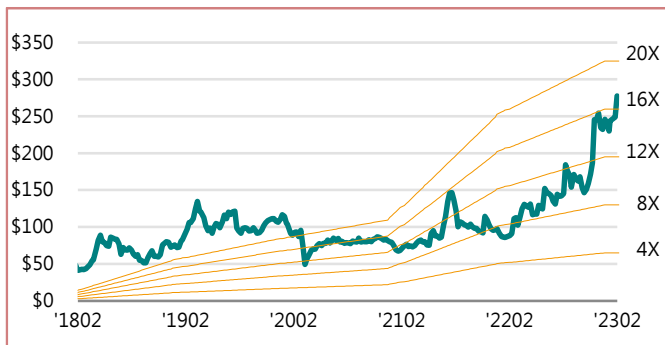
因訴訟賠償尚未有明確消息，因此本次獲利模型預估先將業外訴訟賠償部分移除(約影響 EPS 2 元)，僅以本業進行評價，考量臺灣市場營收成長性及 Lenalidomide 於巴西上市後銷售情形皆有望優於預期，投研部上修 2023 年預估營收至 164.13 億元，毛利率 60.46%，未計入業外訴訟賠償金的前提下 EPS 預估為 16.24 元，評價部分，因公司產品組合轉佳，重磅產品亦可明顯提升毛利率表現，並使獲利穩定成長，加以 2023 年本業獲利再度上修、近期公司營運表現續獲市場青睞，故本益比從前次報告的 17X 提升至 20X，目標價上修至 325 元(2023F EPS 16.24 元 * 20X)，維持買進投資建議。

表 1：美時 2023 年財報調整表

	調整後 (百萬元)	成長 (YoY%)	調整前 (百萬元)	差異 (%)
營業收入	16,413	12.17%	16,261	0.93%
營業毛利	9,923	26.38%	9,979	-0.56%
營業利益	5,618	30.83%	5,717	-1.73%
稅後淨利	4,228	29.21%	4,688	-9.81%
稅後 EPS (元)	16.24		18.01	
Margin (%)				
營業毛利率	60.46%		61.37%	
營業利益率	34.23%		35.16%	
稅後淨利率	25.76%		28.83%	

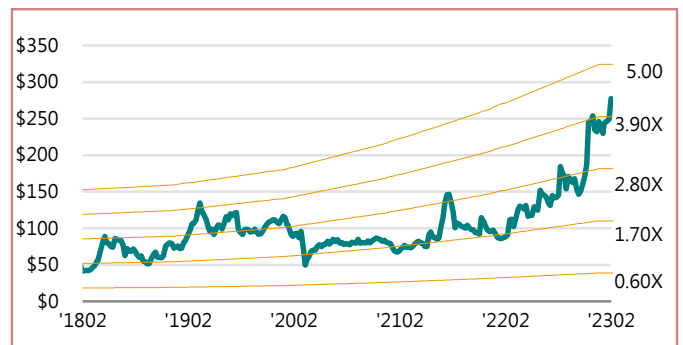
資料來源：國票投顧

美時未來 12 個月 P/E 區間



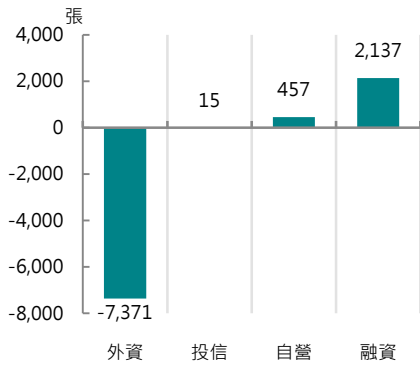
資料來源：國票投顧

美時未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
香港商	51.05
大通 Innobic	6.67
中信富士製藥	1.87
中信美時員工	0.71
張濬安	0.67
渣打斐拉首都	0.66
台灣人壽保險(股)黃思國	0.54
陳建廷	0.53
元大證券(股)	0.52
新制勞退基金	0.48

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
香港商 Alvog(股)Arni Hardars	董事	51.05
香港商 Alvog(股)Krisana Wini	董事	51.05
香港商 Alvog(股)Oranee Tangp	董事	51.05
香港商 Alvog(股)PETAR ANTONO	董事/總經理	51.05
香港商 Alvog(股)Phannalin Ma	董事	51.05
香港商 Alvog(股)Robert Wessm	董事長	51.05
香港商 Alvog(股)Thor Kristja	董事	51.05
香港商 Alvog(股)Yves Hermes	董事	51.05
Hjorleifur P	獨立董事	0
林翰飛	獨立董事	0

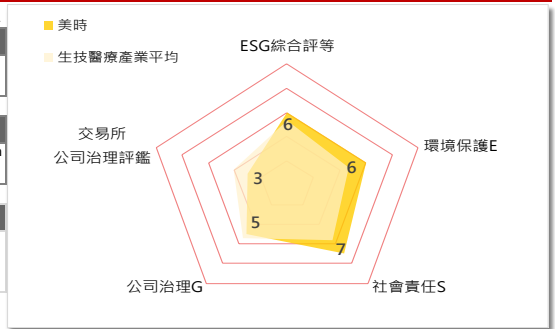
資料來源：TEJ

1795 美時 永續發展概況

CMoney ESG Rating

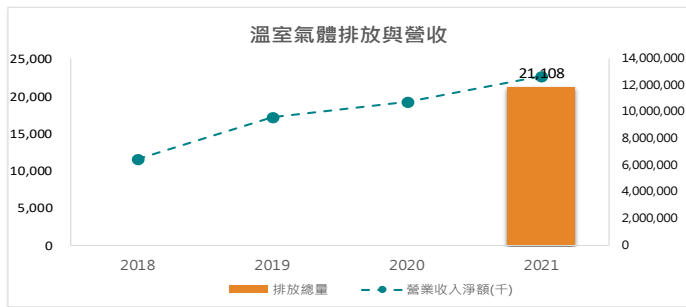
落後						平均		領先		評鑑年季：2023Q1
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
E(環境保護)		S(社會責任)		G(公司治理)		永續報告書連結				
6		7		5		https://www.lotuspharm.com.tw/company/citizen-ship				
產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結						
生技醫療	128	27	是	https://www.fvusunow.com.tw/download/itemlist/category/201.html						

資料來源：CMoney
說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



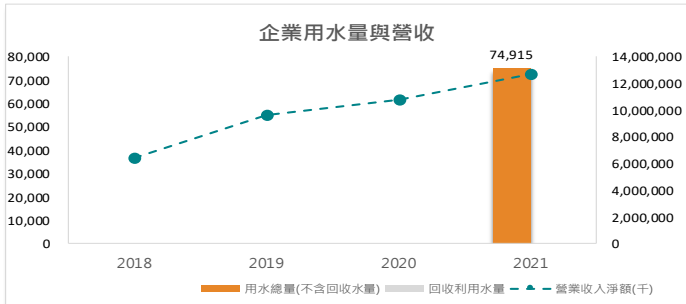
摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

年度	溫室氣體盤查數據		
	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	21,108	10,784	10,324
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據
*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放
*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

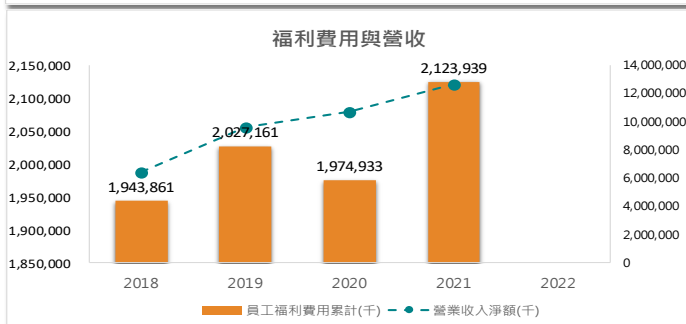
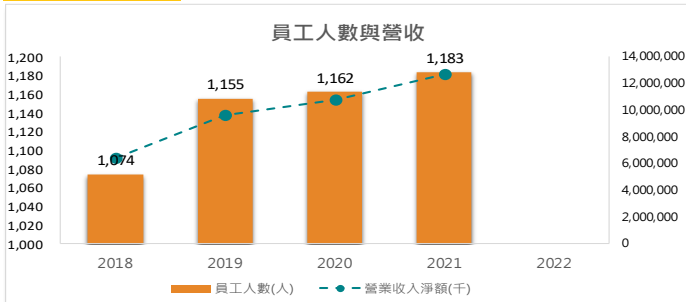
年度	企業用水量盤查數據		
	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	74,915	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)
*排水量：排放的汗水總量

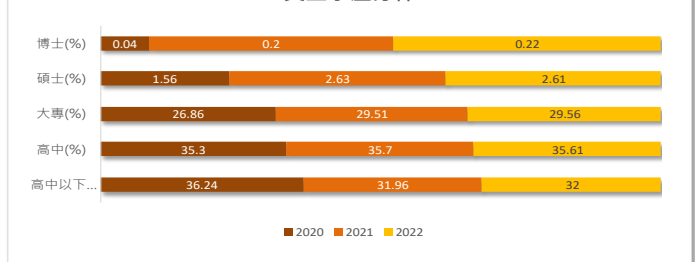
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分布



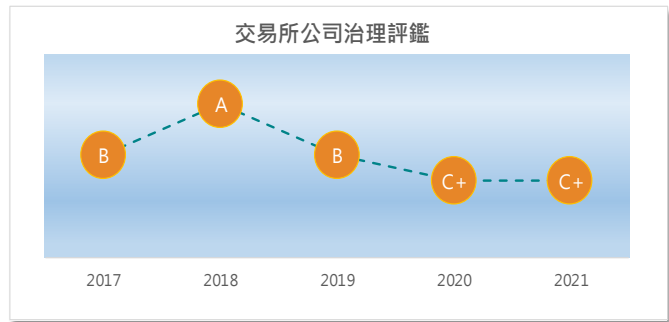
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	51%至65%	C+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	36%至50%	B	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	36%至50%	B	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

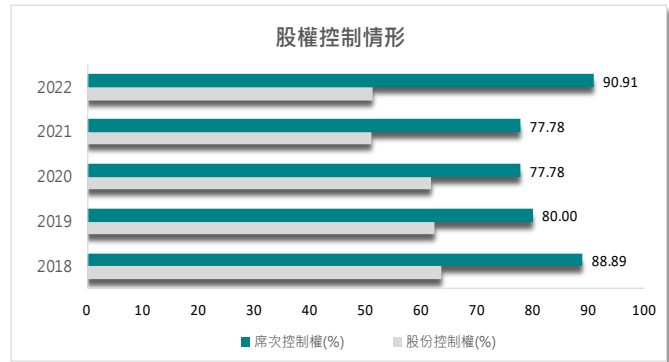


企業功能委員會

功能委員會	
審計委員會(非強制設置)	審計委員會(強制設置) ★
提名委員會 ★	資訊安全委員會
公司治理委員會	永續發展委員會
薪資報酬委員會 ★	誠信經營委員會
風險管理委員會 ★	策略委員會

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22F	FY23F
營業收入	3,161	2,910	5,389	3,171	4,305	4,436	4,454	3,218	12,649	14,632	16,413
營業毛利	1,371	1,379	3,657	1,444	2,750	2,840	2,867	1,466	5,640	7,851	9,923
營業費用	747	889	1,016	905	1,091	1,136	1,153	925	3,345	3,558	4,305
營業利益	624	490	2,641	539	1,659	1,704	1,713	541	2,295	4,294	5,618
稅前淨利	589	427	2,630	548	1,664	1,709	1,718	546	1,870	4,193	5,638
本期淨利(NI)	446	328	2,079	419	1,248	1,282	1,289	409	1,403	3,272	4,228
淨利歸屬於_母公司業主	446	328	2,079	419	1,248	1,282	1,289	409	1,403	3,272	4,228
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	1.71	1.26	7.97	1.61	4.78	4.91	4.94	1.57	5.50	12.57	16.24
QoQ(%)											
營收淨額	12.79	(7.94)	85.17	(41.16)	35.76	3.04	0.41	(27.75)			
銷貨毛利	4.62	0.64	165.12	(60.50)	90.39	3.27	0.94	(48.85)			
營業利益	58.68	(21.38)	438.75	(79.59)	207.79	2.72	0.52	(68.43)			
稅後純益_母公司淨利	77.28	(26.55)	534.59	(79.84)	197.69	2.71	0.52	(68.23)			
YoY(%)											
營收淨額	(4.90)	(15.98)	76.25	13.13	36.17	52.42	(17.36)	1.48	17.90	15.68	12.17
銷貨毛利	(8.43)	(4.78)	164.12	10.25	100.64	105.89	(21.61)	1.50	22.70	39.21	26.38
營業利益	(12.70)	(18.97)	352.78	37.19	166.10	247.66	(35.13)	0.32	44.46	87.12	30.83
稅後純益_母公司淨利	(0.62)	(7.59)	497.05	66.62	179.79	291.24	(38.03)	(2.36)	36.35	133.18	29.21
各項比率											
營業毛利率	43.36	47.39	67.86	45.55	63.88	64.02	64.36	45.56	44.59	53.66	60.46
營業利益率	19.72	16.84	49.00	17.00	38.54	38.42	38.46	16.81	18.14	29.35	34.23
稅前淨利率	18.62	14.66	48.80	17.28	38.66	38.53	38.58	16.96	14.78	28.66	34.35
稅後淨利率	14.11	11.26	38.58	13.22	28.99	28.90	28.93	12.72	11.09	22.36	25.76

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY21	FY22F	FY23F
現金及約當現金	1,605	3,280	7,011
流動金融資產	0	0	0
應收款項	3,184	4,936	3,569
存貨	3,073	2,927	3,119
其他流動資產	247	405	312
流動資產	8,333	11,645	14,091
非流動金融資產	302	302	302
採用權益法之投資	0	(0)	(0)
不動產、廠房與設備	2,542	2,718	2,903
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	19,394	17,796	17,664
資產總計	21,222	23,904	26,403
短期借款	1,375	1,981	2,776
流動金融負債	0	0	0
應付款項	1,633	2,383	1,234
其他流動負債	1,124	952	585
流動負債	4,326	5,316	4,594
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	4,667	4,417	4,962
其他非流動負債	1,031	385	(37)
負債總計	10,153	10,118	9,520
股本	2,628	2,568	2,568
資本公積	8,039	8,039	8,039
保留盈餘	1,701	4,477	7,576
其他權益	(1,241)	(1,241)	(1,241)
庫藏股	58	58	58
非控制權益	0	0	0
股東權益	11,069	13,785	16,884

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY21	FY22F	FY23F
本期稅前淨利(淨損)	1,870	4,193	5,638
折舊攤提	240	264	290
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(5)	(3)	(4)
收取之股利	0	9	0
營運資金增減	(2,405)	(405)	165
支付之利息	(228)	(323)	(240)
支付之所得稅	(260)	(921)	(1,409)
其他	389	105	106
來自營運之現金流量	120	3,438	5,065
資本支出	(573)	(440)	(475)
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	4	0	0
其他	(1,008)	(1,062)	(935)
來自投資之現金流量	(1,577)	(1,502)	(1,410)
自由現金流量	(1,457)	1,936	3,655
借款增(減)	470	356	1,340
股利發放	(92)	(496)	(1,130)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	1,414	0	0
其他	(129)	(102)	(115)
來自融資之現金流量	1,663	(242)	95
匯率調整	(90)	(20)	(20)
本期產生之現金流量	116	1,675	3,730
期末現金及約當現金	1,605	3,280	7,011

資料來源：TEJ、國票投顧

美時歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	51

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% · 且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣 · 可偏多操作; 股價若偏區間價位上緣 · 宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 · 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容 · 係研究人員就其專業能力之善意分析 · 負責之研究人員 (或者負責參與的研究人員) 確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員 · 國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業 (以下簡稱 國票金控集團) 從事廣泛金融業務 · 包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工 · 可能會投資本報告所涵蓋之標的公司 · 且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外 · 國票金控集團於法令許可的範圍內 · 亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略 · 然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質 · 僅供集團內部同仁及特定客戶參考 · 不保證其完整性及精確性 · 且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估 · 係取自本公司相信為可靠之資料來源 · 且為特定日期所為之判斷 · 有其時效性 · 爾後若有變更 · 本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險 · 並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有 · 非經本公司同意 · 禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。