

## 台耀(4746)

### 個股資料

評等：	買進
目標價：	100
收盤價：	85.4
每股淨值：	62.54
PER：	20.85
PBR：	1.39
外資持股：	21.1%
投信持股：	1.6%
融資使用率：	19.3%
融券使用率：	1.5%

### 產品組合

產品項目	營收比重
膽固醇磷酸鹽結合劑	35%
維他命 D 衍生物	19%
CDMO、勞務	12%

### 配股息訊息

現金股利	1 元
股票股利	-
除息日	-

### 研究員聯絡方式

訪談方式：法說會  
 研究員：吳健鈺  
 電話：(02) 25456888  
 電子信箱：7969@entrust.com.tw

### 評等定義：

強力買進	未來一季可能有 25%以上空間
買進	未來一季可能有 10~25%空間
區間持有	未來一季可能有 0~10%空間
中立	未來一季可能<0%

### 投資建議

- 台耀投資建議為買進，預估 2023 EPS+4.17 元，現階段建議本益比 18-24X，目標價 100 元，隱含漲幅+17%：
  - (1) 高毛利的 CDMO 業務成長速度較快，帶動 2023 年毛利率、淨利率向上提高，本業獲利大幅提高
  - (2) 轉投資台新藥認列費用影響 EPS-1.36 元，將隨新藥、ADC 項目進度取得權利金收入之外，也將貢獻台耀代工收入。

### 訪談摘要

- 台耀營收來自膽固醇磷結合劑(polymer) 35%、維他命 D 衍生物 19%、CDMO/勞務 12%、抗癌活性成分 3%、紫外線吸收劑 3%、其他 28%。
- 2023 年預估營收 YOY+15%，產品方面 Polymer YOY+15%，維他命 D 衍生物年 YOY+10%、CDMO/勞務 YOY+40%，僅有 UV 吸收劑 YOY-50%。
- 由於 CDMO/勞務占比將持續提升，預期 2023 年毛利率逐季上升。
- 轉投資台新藥研發費用，約影響台耀稅前 EPS-1.36 元，
- 針劑廠方面，客戶 Fresenius 預計 23Q2 申請美國，23Q4 以前取得 Eribulin 美國 ANDA，台耀可享銷售權利金分潤。
- 轉投資台新藥研發費用，約影響台耀稅前 EPS-1.36 元，根據台新藥授權時間，或將在 2024 年認列。

### 年度 EPS 預估

單位：億元、元

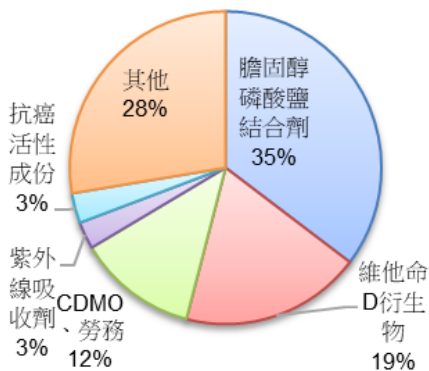
年度	營收	毛利率	營益率	業外收支率	股本	稅前盈餘	稅前 EPS	稅後 EPS
2018	26.9	34.0	2.3	3.2	9.9	1.5	1.48	1.85
2019	27.6	29.9	0.9	-2.3	9.9	-0.4	-0.41	0.12
2020	30.8	30.7	0.9	10.8	10.8	3.6	3.33	3.78
2021	31.4	30.9	-5.3	40.0	12.0	10.9	9.04	10.92
2022	37.7	36.9	4.3	4.5	12.0	3.3	2.77	3.40
2023(F)	43.3	39.3	10.5	0.0	12.0	4.5	3.77	4.17

## 訪談內容

台耀營收來自膽固醇磷酸鹽結合劑(polymer) 35%、維他命 D 衍生物 19%、CDMO/勞務 12%、抗癌活性成分 3%、紫外線吸收劑 3%、其他 28%

- 台耀為專業原料藥廠，擁有降膽固醇磷酸鹽結合劑、維他命 D 衍生物、抗癌活性成分等特殊領域 API。近年來透過轉投資生物相似藥/生物藥 CDMO 廠台康生、新藥公司台新藥、台睿生技等，逐漸擴展產品線，實現垂直整合。
- CDMO 針劑新廠方面，可滿足客戶從前段 API 設計與開發至最後段針劑充填的一條龍需求。抗癌產線 22Q2 通過 TFDA 查廠，預計 23Q2 申請歐美查廠。

## 產品占比(2022)



## 產品銷售額與年增率

產品	2021		2022			2023(F)		
	營收(億)	占比(%)	營收(億)	占比(%)	YOY(%)	營收(億)	占比(%)	YOY(%)
膽固醇磷酸鹽結合劑	12.1	39%	13.3	35%	10%	15.3	35%	15%
維他命 D 衍生物	6.1	19%	7.1	19%	16%	7.8	18%	10%
CDMO、勞務	1.5	5%	4.7	12%	207%	6.5	15%	40%
紫外線吸收劑	1.7	6%	1.1	3%	-39%	0.5	1%	-50%
抗癌活性成份	1.0	3%	1.2	3%	16%	1.3	3%	10%
其他	8.9	28%	10.4	28%	17%	11.9	27%	14%

資料來源：台耀、華南投顧彙整

2023 年預估營收 YOY+15%，產品方面 Polymer YOY+15%，維他命 D 衍生物年 YOY+10%、CDMO/勞務 YOY+40%，僅有 UV 吸收劑 YOY-50%；由於 CDMO/勞務占比將持續提升，預期 2023 年毛利率逐季上升；轉投資台新藥研發費用，約影響台耀稅前 EPS-1.36 元

- 2022 年毛利率逐季穩定成長，淨利率成長 10%左右。其中一部分原因是由於大部分的營收來自美元市場，受到匯率波動的影響。
- 23Q1 膽固醇磷酸鹽結合劑(Polymer)營收 3.5 億元，YOY+28%，佔比 37%；維他命 D 衍生物營收 2 億元，YOY+5%，佔比 22%；CDMO 營收 1.21 億元，YOY-18%，佔比 13%。其他產品線的營收總和 2.6 億元，YOY+16%。
- 預期 2023 年產品成長率方面，營收 YOY+10~15%。Polymer YOY+15% 可能會有更好的表現。維他命 D 衍生物年增率約在 High Single Digit 到 Low Double Digit 之間。CDMO 將有顯著增長，其中包括 ADC、針劑。其他類型的 API 因為產品比較多，所以沒有具體的預估數字。
- 毛利率方面，Polymer 與一般產品相似略低，維他命 D 毛利率維持在 60~70%之間，平均算 65%。CDMO 主要包含三個生產組成，小分子、ADC 以及針劑，其中 ADC 和針劑的毛利率較高將不低於 40，其他類型產品大概 30~35%之間。
- 台耀營收有八到九成是合約體系，Polymer 和 CDMO 的合約體系佔比很高。目前對全年預估沒有調整，Q4 費用會稍微較高，因為會認列一些一次性的 Marketing 和 Promotion 費用，除此之外費用的變動不會很大，23Q1 費用可用 22Q2~Q3 水準預估，現階段沒有特別的額外開支。

針劑廠方面，客戶 Fresenius 預計 23Q2 申請美國，23Q4 以前取得 Eribulin 美國 ANDA，台耀可享銷售權利金分潤

- 台耀與德國大廠 Fresenius Kabi 獨家合作乳癌化療針劑 Eribulin 學名藥，Fresenius 預計將於 23Q2 申請美國 ANDA，預計 23Q4 以前取得 Eribulin 美國 ANDA，台耀將獲得銷售權利份額，毛利率預期會相當不錯。
- 針劑廠查廠進度：22H2 已通過台灣 FDA 查廠。細胞毒性線的針劑廠，需要花費 9-12 個月的時間進行查廠；非細胞毒性線的一億劑開始進行查廠，預計在 2024 年所有產線都能取得 GMP 認證。
- 針劑相關營收 2022 年從 5000 萬元增加到約 1 億元。針對產能的規劃有三條不同的針劑產線，其中臨床線每季大約可產出 200-300 萬劑，細胞毒性線包括 ADC、抗癌藥等則可產出 2000-3000 萬劑，另外還有非細胞毒性線，每劑估計售價為 1 美元，簡單計算每季可產出 1.2 億美元左右的產值。

轉投資台新藥研發費用，約影響台耀稅前 EPS-1.36 元，根據台新藥授權時間，或將在 2024 年認列

- 台新藥 Biosimilar 中間的 linker ADC 原廠已經專利過期，執行上不會有太多難度，但不確定由台耀生產還是外包，因為量不會很大，最主要是要管理 supply chain。ADC 的傳輸來源是台康，其中 DM1 的專利到期，因此應該不會是在 similarity 上面出問題。
- 台耀的 ADC 以客戶市場和產品為主，沒有開發新 linker 僅以現有的 linker 來提供客戶選擇。台耀的客戶已經知道需求 ADC 的 lead compound 的結構，台耀僅負責後續放大、製程開發和 GMP。
- 台新藥的部分目前仍在虧損，兩個主要產品中，眼藥部分已達授權末期，不會有太大改變，另一個產品則是與台康共同開發的 BioSimilar，開發時間稍微延後，預計會在年底到明年的時間推出。台新藥正在進行現增，完成後就會進入資本市場。

### 淨值比區間圖



**各季 EPS 預估**

單位：億元、元

年季	營收	毛利率	營益率	業外收支率	股本	稅前純益	稅前 EPS	稅後 EPS
202201	8.3	30.6	-6.1	-47.0	12.0	-4.4	-3.69	-3.33
202202	8.4	34.7	0.8	-4.4	12.0	-0.3	-0.26	-0.07
202203	10.2	38.7	10.1	38.0	12.0	4.9	4.09	4.09
202204	10.7	41.8	9.8	19.7	12.0	3.2	2.62	2.71
202301(F)	9.3	37.5	6.2	0.0	12.0	0.6	0.48	0.72
202302(F)	10.2	38.6	9.4	0.0	12.0	1.0	0.80	0.94
202303(F)	11.4	39.8	13.0	0.0	12.0	1.5	1.23	1.24
202304(F)	12.4	40.7	12.2	0.0	12.0	1.5	1.26	1.27

**單月營收概況及預估**

單位：億元

年月	一	二	三	四	五	六	七	八	九	十	十一	十二
2022	2.9	2.1	3.4	2.9	2.4	3.1	3.4	2.8	4.0	3.5	3.4	3.7
2023	2.7	2.8	3.9	3.5	3.0	3.7	3.7	3.2	4.5	4.0	4.1	4.4
MOM	-28%	3%	39%	-8%	-16%	25%	-1%	-13%	42%	-12%	2%	8%
YOY	-6%	34%	13%	23%	24%	19%	7%	14%	12%	13%	19%	17%
2022	8.3			8.4			10.2			10.7		
2023	9.3			10.2			11.4			12.4		
QOQ	-12.8%			9.4%			11.4%			9.4%		
YOY	11.6%			21.6%			10.9%			16.3%		

**財務資料**

年季	負債比率 (%)	流動比率 (%)	速動比率 (%)	應收款項 週轉天數	應付款項 週轉天數	存貨週轉 天數	每股營業 現金流量	資產報酬 率(%)	股東權益 報酬率(%)
202101	43.3	126.1	73.7	92	259	39.5	5.7	9.3	17.2
202102	36.0	153.9	82.3	78	246	39.0	-2.7	5.6	9.3
202103	36.0	171.1	88.2	90	302	39.1	-0.4	-3.4	-5.3
202104	36.7	151.7	79.7	74	233	28.9	-1.0	-1.8	-2.9
202201	37.3	145.9	72.3	86	252	36.6	-1.1	-3.8	-6.0
202202	39.7	137.4	66.9	86	267	34.0	0.0	-0.3	-0.4
202203	38.3	147.7	85.9	77	230	28.7	2.9	4.2	6.8
202204	38.9	132.1	78.3	75	229	32.0	2.7	2.5	4.1

本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。