

1795 TT 美時

美時的重磅新產品 Lenalidomide 於 2022 開始陸續在歐洲、美國、巴西等市場開始銷售，2023 年將可全年出貨，加上亞洲市場佈局逐漸成熟，業績展望穩健。以 2023 預估 EPS 計算目前 PER 約為 16.1X，處於歷史區間中段，考量公司成長動能，故給予「優於大盤」評等。

投資評等

優於大盤

上市/上櫃指數 15,360.42
股價 248

公司基本資料

| | |
|---------------|---------|
| 流通在外股數(百萬股) | 262.6 |
| 市值(百萬元) | 651.2 |
| 1M 平均日成交量(張數) | 10974.4 |
| 外資持股率(%) | 70.5 |
| 投信持股率(%) | 1.4 |
| 董監持股率(%) | 51.1 |
| 自營持股率(%) | 0.5 |
| 融資使用率(%) | 19.4 |
| 融券使用率(%) | 3.4 |
| 券資比(%) | 17.7 |
| TCRI 信用評等 | 6.0 |

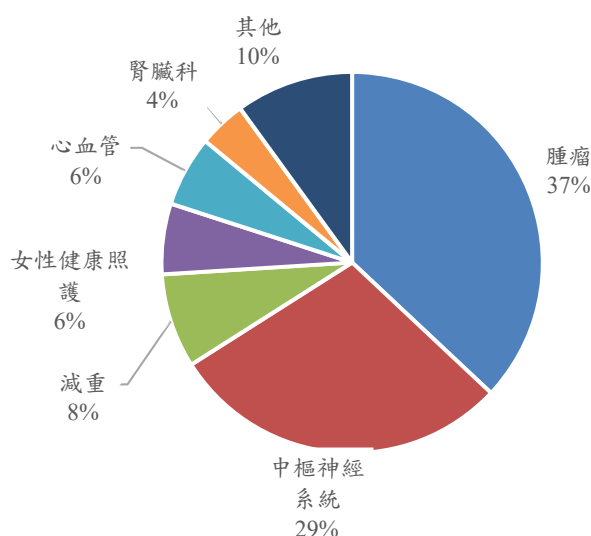
重點摘要

一、美時是一家利基型學名藥廠，以韓國及美國為主要銷售市場

美時公司成立於 1966 年，是一家從事利基型學名藥之製藥廠 2014 年與艾威群集團(Alvogen)策略聯盟，由該集團取得美時 66% 股權，美時整併艾威群集團在韓國、台灣與印度之業務，並自艾威群集團取得挑戰專利學名藥(P-IV)的 Budesonide ER 與 Buprenorphine/Naloxone 舌下含錠在美國的經銷權，以及艾威群集團的 Alvotech 所研發的兩項生物相似性藥品開發完成後在亞太區的經銷權。

2022 年美時的內外銷營收占比分別為 10%、90%，韓國與美國為美時的主要市場，營收占比分別為 36%、40%；若以銷售領域來區分，腫瘤中樞神經系統及減重為主要科別(如圖一所示)，公司主要明星商品包括：血癌藥 Lenalidomide 符、戒毒癮藥 gSuboxone 及減重藥 Qsymia 等。

圖一、2022 年美時產品銷售科別分布



資料來源：美時；福邦投顧整理

二、2022 年受血癌藥 Lenalidomide 在美國啟動銷售影響，營收 146.3 億元 YoY 15.7%，EPS 11.5 元(2021 年同期 5.46 元)，創公司成立以來最佳成績

美時的學名藥 Lenalidomide 挑戰 Celgene 的專利藥 Revlimid 於 2020 年 9 月取得 FDA 之暫定審查核可，日前美時已與原廠和解，雙方議定 2022 年 9 月起美時可在歐洲及美國市場上有限度的銷售(市場銷售額 10%之內)，2026 年起美時可不受限地銷售該藥。Revlimid 的適應症為血癌，市場銷售額達 122 億美元，是目前市場上最暢銷的小分子藥之一。美時目前已在 2022 年三月出貨給歐洲通路商，而美國市場受到與原廠的協議及第一上市學名藥廠擁有 180 天專賣期的影響於 2022 年第三季上市。受 Lenalidomide 上市帶動，美時 2022 營收 146.3 億元 YoY 15.7%，由於第四季的美元貶值，加上美時的韓國與新加坡子公司資產轉移產生額外稅賦影響全年 EPS 11.5 元略低於預期(原預估 2022 年 EPS12.1 元；2021 年同期 5.46 元)。

三、Lenalidomide 2023 年將可全年出貨，加上亞洲市場佈局逐漸成熟，全年業績展望穩健，研究員預估 2023 年營收 162.1 億元 YoY 10.8%，EPS 15.41 元

2022 年美國 Lenalidomide 出貨情況較為特殊，採全年使用量在 9 月一次性出貨，2023 年規劃前 3 季每季出貨，共出三次，因此明年每季營收較穩定。目前美國市場的 Lenalidomide 已上市學名藥共 6 家，還有 10 家已與原廠和解但未上市；但美時的和解條件已規定市場份額，不會受新進者影響。

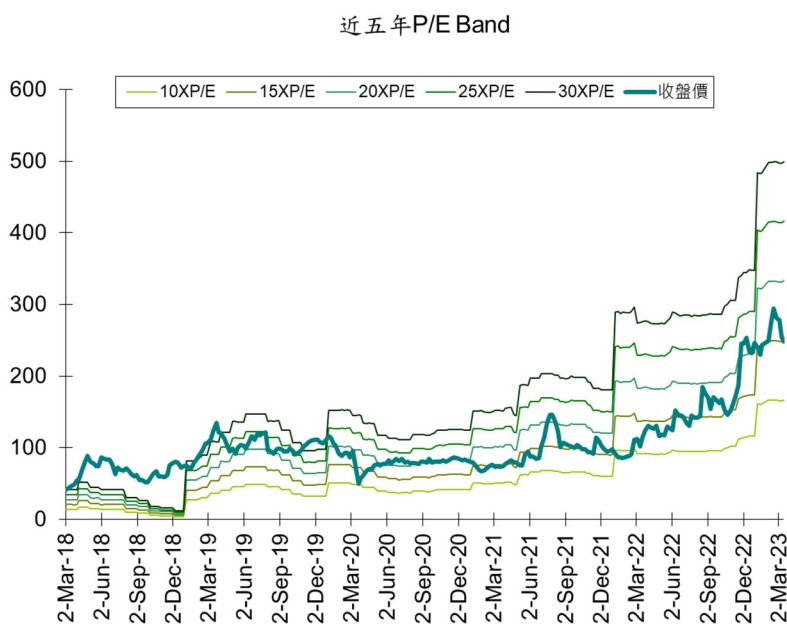
近期美時在亞洲市場逐步轉型，由單純學名藥公司轉變成結合品牌藥、學名藥以及新藥同時並行的綜合型藥品開發行銷公司，公司在台灣、韓國和泰國等市場設定了重點治療領域，例如台灣的骨質疏鬆症、肺癌、帕金森氏症、戒癮藥品及藥局通路；韓國的減重、帕金森氏症、腎臟病以及泰國的骨質疏鬆症等科別。因此美時多個品牌藥，例如 Cialis®(性功能障礙；藥局通路)和 Alimta(肺癌藥)。預期今年轉型策略可進一步為公司帶來成長動能。綜上所述，研究員預估 2023 年營收 162.1 億元 YoY 10.8%，EPS 15.41 元。

另外，美時有一筆約 2,880 萬美元的賠償金，是先前 FDA 批准美時戒毒用藥 gSuboxone 銷售許可後，原廠 Indivior 聲請禁止銷售令到遭法院判決取消期間，gSuboxone 的利潤損失。由於該筆賠償金尚未進入終局判決，考量審判的不確定性，該筆賠償金並不計入公司 2023 年的預估 EPS 中。

四、評等為「優於大盤」的理由

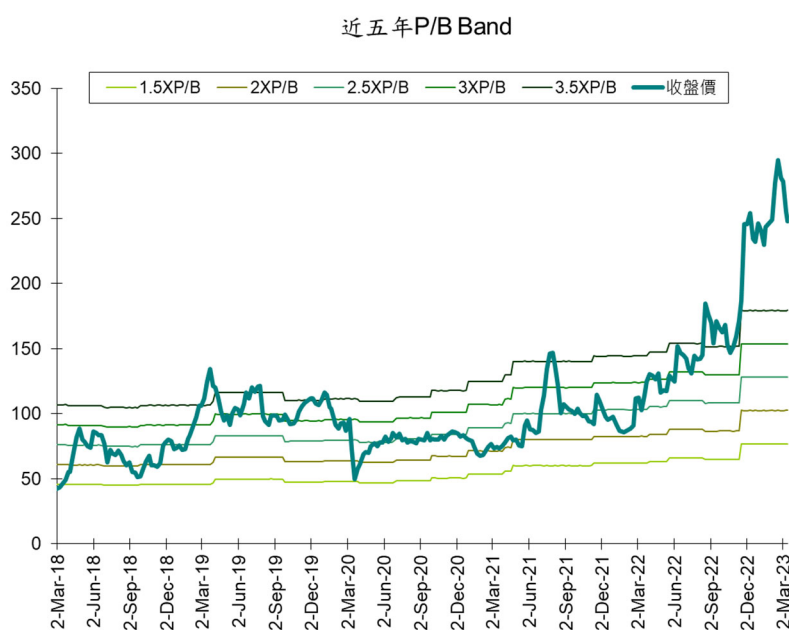
1. 基本面來看，美時的重磅新產品 Lenalidomide 於 2022 開始陸續在歐洲、美國、巴西等市場開始銷售，2023 年將可全年出貨，加上亞洲市場佈局逐漸成熟，業績展望穩健。
2. 過去 3 年美時 PER 區間多數落在 10X-20X，以 2023 預估 EPS 計算目前 PER 約為 16.1X，處於歷史區間中段，考量公司成長動能，故給予「優於大盤」評等。

圖二、美時過去五年 P/E Band



資料來源：CMoney；福邦投顧整理

圖三、美時過去五年 P/B Band



資料來源：CMoney；福邦投顧整理

分季損益表

單位：新台幣(百萬)

| 1795 美時 | 2021 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 2022 | 23Q1(F) | 23Q2(F) | 23Q3(F) | 23Q4(F) | 2023(F) |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入淨額 | 12,649 | 3,161 | 2,910 | 5,389 | 3,172 | 14,633 | 4,381 | 4,114 | 4,527 | 3,193 | 16,215 |
| 營業成本 | 7,009 | 1,791 | 1,531 | 1,732 | 1,772 | 6,827 | 1,665 | 1,514 | 1,702 | 1,622 | 6,503 |
| 營業毛利 | 5,640 | 1,371 | 1,379 | 3,657 | 1,399 | 7,806 | 2,716 | 2,600 | 2,825 | 1,571 | 9,712 |
| 營業費用 | | | | | | | | | | | |
| 推銷費用 | 1,809 | 442 | 531 | 545 | 606 | 2,125 | 626 | 588 | 647 | 457 | 2,319 |
| 管理費用 | 906 | 207 | 252 | 268 | 326 | 1,053 | 315 | 296 | 326 | 230 | 1,167 |
| 研發費用 | 596 | 101 | 108 | 203 | 109 | 520 | 180 | 110 | 120 | 190 | 600 |
| 營業費用合計 | 3,310 | 750 | 891 | 1,016 | 1,041 | 3,698 | 1,122 | 995 | 1,093 | 876 | 4,086 |
| 營業淨利(損) | 2,295 | 624 | 490 | 2,641 | 356 | 4,111 | 1,594 | 1,606 | 1,732 | 694 | 5,626 |
| 營業外收支 | | | | | | | | | | | |
| 利息收入 | 5 | 1 | 1 | 1 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 4 |
| 利息支出 | -267 | -67 | -66 | -65 | -64 | -262 | -67 | -67 | -68 | -68 | -270 |
| 投資損益淨額 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收支淨額 | -164 | 31 | 2 | 53 | 2 | 89 | 10 | 10 | 10 | 10 | 40 |
| 營業外收支淨額合計 | -425 | -35 | -63 | -11 | -62 | -171 | -56 | -56 | -57 | -57 | -226 |
| 稅前淨利 | 1,870 | 589 | 427 | 2,630 | 295 | 3,940 | 1,538 | 1,550 | 1,675 | 637 | 5,400 |
| 所得稅費用(利益) | 467 | 142 | 99 | 551 | 127 | 919 | 385 | 387 | 419 | 159 | 1,350 |
| 稅後淨利 | 1,403 | 446 | 328 | 2,079 | 168 | 3,021 | 1,154 | 1,162 | 1,256 | 478 | 4,050 |
| 母公司業主 | 1,403 | 446 | 328 | 2,079 | 168 | 3,021 | 1,154 | 1,162 | 1,256 | 478 | 4,050 |
| 非控制權益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股股本 | 2,628 | 2,628 | 2,628 | 2,626 | 2,626 | 2,628 | 2,628 | 2,628 | 2,628 | 2,628 | 2,628 |
| 每股盈餘(元) | 5.46 | 1.70 | 1.25 | 7.92 | 0.64 | 11.50 | 4.39 | 4.42 | 4.78 | 1.82 | 15.41 |
| 季成長分析 (QoQ, %) | | | | | | | | | | | |
| 營收成長率 | | 12.8 | -7.9 | 85.2 | -41.2 | | 38.1 | -6.1 | 10.0 | -29.5 | |
| 營業毛利成長率 | | 4.6 | 0.6 | 165.1 | -61.7 | | 94.1 | -4.3 | 8.6 | -44.4 | |
| 營業利益成長率 | | 58.7 | -21.4 | 438.7 | -86.5 | | 347.4 | 0.7 | 7.8 | -59.9 | |
| 稅前淨利成長率 | | 83.8 | -27.5 | 516.2 | -88.8 | | 421.8 | 0.7 | 8.1 | -61.9 | |
| 稅後淨利成長率 | | 77.3 | -26.5 | 534.6 | -91.9 | | 588.4 | 0.7 | 8.1 | -61.9 | |
| 年成長分析 (YoY, %) | | | | | | | | | | | |
| 營收成長率 | 17.9 | -4.9 | -16.0 | 76.3 | 13.2 | 15.7 | 38.6 | 41.4 | -16.0 | 0.7 | 10.8 |
| 營業毛利成長率 | 22.7 | -8.4 | -4.8 | 164.1 | 6.8 | 38.4 | 98.2 | 88.5 | -22.8 | 12.3 | 24.4 |
| 營業利益成長率 | 42.3 | -12.7 | -19.0 | 352.8 | -9.3 | 79.1 | 155.7 | 227.5 | -34.4 | 94.9 | 36.8 |
| 稅前淨利成長率 | 43.4 | -0.8 | -11.8 | 456.4 | -7.9 | 110.7 | 161.4 | 263.1 | -36.3 | 116.2 | 37.0 |
| 稅後淨利成長率 | 36.7 | -0.6 | -7.6 | 497.0 | -33.4 | 115.3 | 158.6 | 254.7 | -39.6 | 185.2 | 34.1 |
| 獲利分析 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 44.6 | 43.4 | 47.4 | 67.9 | 44.1 | 53.3 | 62.0 | 63.2 | 62.4 | 49.2 | 59.9 |
| 營業利益率 | 18.1 | 19.7 | 16.8 | 49.0 | 11.2 | 28.1 | 36.4 | 39.0 | 38.2 | 21.7 | 34.7 |
| 稅前淨利率 | 14.8 | 18.6 | 14.7 | 48.8 | 9.3 | 26.9 | 35.1 | 37.7 | 37.0 | 20.0 | 33.3 |
| 稅後淨利率 | 11.1 | 14.1 | 11.3 | 38.6 | 5.3 | 20.6 | 26.3 | 28.2 | 27.7 | 15.0 | 25.0 |
| 實質所得稅率 | 25.0 | 24.2 | 23.2 | 20.9 | 43.1 | 23.3 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |

資料來源:Cmoney，福邦投顧整理

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，主要針對內部使用，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標，財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。福邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

福邦投顧投資評等

優於大盤：未來六個月該股票表現將優於大盤

中立：未來六個月該股票表現將與大盤相當

劣於大盤：未來六個月該股票表現將落後大盤