

蔣佳龍
(886-2)2563-6262
gerald.chiang@firstsec.com.tw

承業醫(4164)

中立

中立

Price(08/07):42.3

評價上，承業醫今年成長動能來自於放腫設備以及新增眼科、神經醫學設備銷售成長，且新代理產品毛利率優於過往平均，在醫管收入維持穩定下，今年營運將優於去年。國內醫院放腫設備換機需求延續，且北醫 IBA 質子設備 2021 年可望開始貢獻營收，彰基 IBA 質子設備預估 2022 年將認列賣斷營收，目前亦有其他國內醫院在洽談合作中，可望成為新的成長動能，印尼市場將成為公司未來營運亮點。依研究部預估 2020 年 EPS2.92 元計算，目前本益比約 14 倍，相較於近年本益比區間 11~15 倍，目前評價並未低估，研究部給予中立投資建議。

● 近期投資評等

- 預估 2020 年營收 29.71 億，YoY+0.70%，毛利率 29.94%，稅後 EPS 為 2.92 元：

承業醫(4164)6 月營收 2.44 億，YoY-34.60%，因去年同期較多設備營收認列，單月營收受招標、裝機時程差異影響。承業醫 20Q2 營收 6.32 億，YoY-17.47%，毛利率 30.30%，稅後淨利 0.91 億，YoY+12.79%，稅後 EPS 為 0.64 元。毛利率因產品組合比重較佳，相較於去年提升，20H1 營收占比為儀器銷售 48%、醫管收入 52%(2019 年營收占比為儀器銷售 56%、醫管收入 44%)，儀器銷售平均毛利率約 20%，醫管收入平均毛利率為 40%。預期下半年進入設備營收認列旺季，全年營收比重儀器銷售應會略高於醫管收入。

展望後續，國內醫院採購開標大致上落在 Q2~Q3，開標到裝機認列營收需要時間，因此下半年為承業醫儀器營收認列旺季，今年公司引進新代理設備，由於多是國內獨家代理或是自費醫療產品，毛利率高於過往公司平均水準，因引進新產品及國內醫院固定汰換設備需求的貢獻，今年公司儀器銷售將維持成長，而租賃業務亦穩定，今年公司全年毛利率預估將往 30% 靠攏。

承業已取得北醫及彰基 2 台質子設備訂單，該設備售價每台約 5000 萬美金，預估最快 2021 上半年開始跟北醫分潤貢獻營收，若以 IBA 質子設備一年最多治療病患 400 人次，治療費用 100 萬/療程，承業醫拆帳比率 70%等假設預估，對承業醫最大醫管收入貢獻達 2.80 億元/年(2021 年起貢獻營收)，該小型化質子設備售價約 12 億台幣，成本設備折舊分 25 年攤提

● 公司基本資料

股本(億)	14.71
收盤價	42.3
成交量	328.0
市值(億)	62.20
P/E(x)	14.45

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	25.71	-0.23
投信	0.04	0
自營商	0	0
融資率	17.45	-1.62
券餘(張)	2,113	-113

● 除權息狀況

現金股利	2
現金股利(總和)	2
現金股利(去年)	1.79
股票股利	0
除息日	2020/07/10
除權日	--
殖利率(%)	4.12

● 近期報酬率(%)

日	週	月
-0.59	-2.08	-5.94

(4,800 萬/年)，一年最高約可貢獻 EPS 0.63 元。另一台 IBA 質子設備預估 2022 年交貨彰基，屬於賣斷形式，貢獻營收約 5000 萬美金，一次認列可貢獻 EPS 約 1.7 元。質子設備目前還有其他醫院在洽談合作，下半年有望再增加新的合作案。

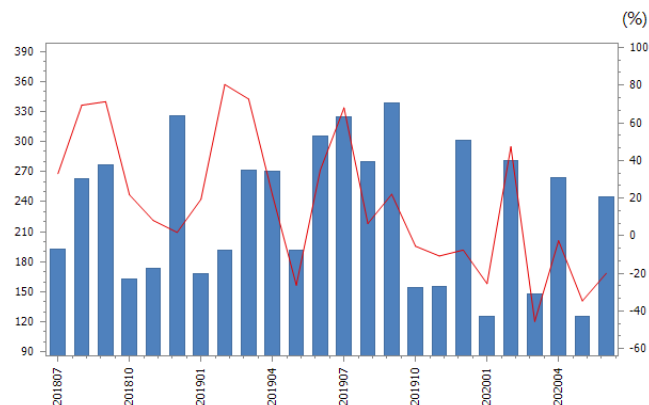
海外市場部分，承業醫與印尼 Mayapada 集團合作，該集團下有 10 間醫院，去年第 1 間位於雅加達的醫院的直線加速器已開始收病人有營收貢獻，預估明年再新增 1 間合作醫院，未來則維持每年增加 1 間合作醫院的速度擴張業務，公司亦與印尼官方談其他醫院的合作。

綜合以上，研究部預估承業醫 2020 年營收 29.71 億，YoY+0.70%，毛利率 29.94%，稅後淨利 4.14 億，YoY+4.73%，資本額 14.18 億下，稅後 EPS 為 2.92 元。

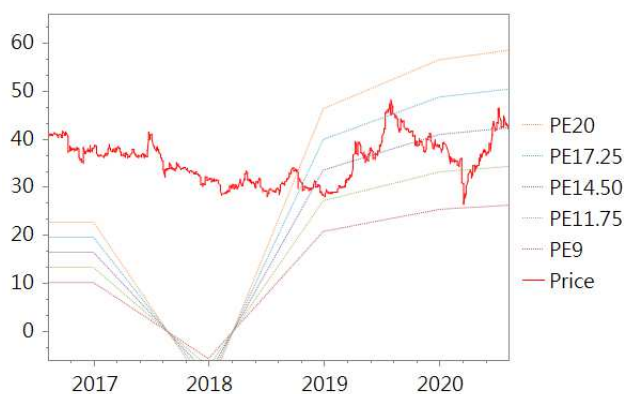
股價相對指數走勢圖



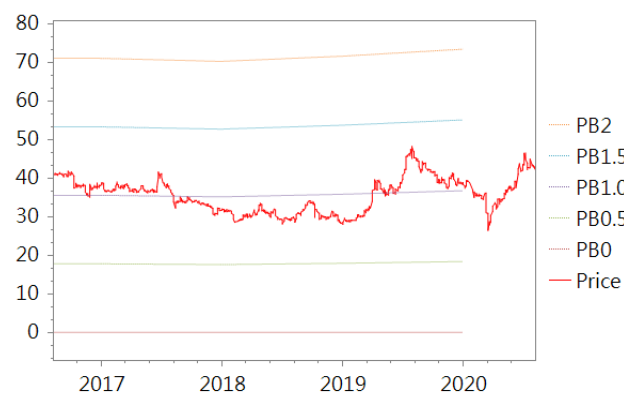
月營收&年增率



Forward PE bands



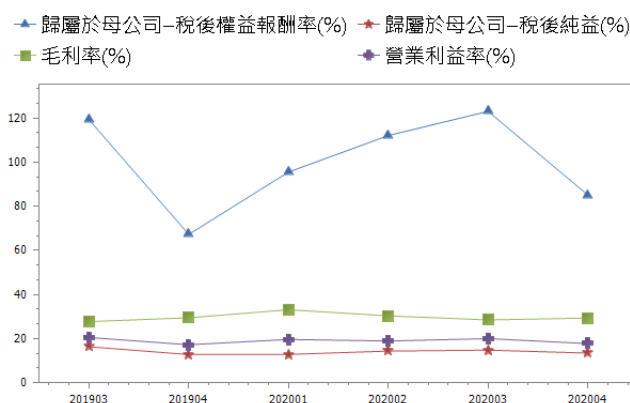
Forward PB bands



持股統計



財務比率



4164 承業醫綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F
營業收入淨額	630.1	766.7	943.2	610.1	555.1	632.8	983.3	799.7	2,950	2,971
毛利率	22.99	28.74	27.7	29.43	33.06	30.3	28.45	29.31	27.32	29.94
營業利益率	12.02	20.3	20.48	17.21	19.59	18.89	19.95	17.71	17.95	19.05
營業外收入及支出	0.138	-23.96	-2.137	-27.02	-13.37	-7.553	-15.09	-15.52	-52.98	-51.53
稅前純益	75.85	131.7	191.1	77.96	95.34	112.0	181.1	126.1	476.6	514.6
稅後純益	59.77	103.9	153.7	77.80	71.10	90.63	144.9	107.2	395.2	413.8
普通股股本	1,399	1,404	1,416	1,416	1,416	1,419	1,419	1,419	1,416	1,419
未稀釋 EPS	0.43	0.75	1.1	0.55	0.51	0.64	1.02	0.76	2.83	2.93
稀釋後 EPS	0.39	0.65	0.93	0.48	0.45	0.56	1.02	0.76	2.46	2.79
QoQ(%)										
營收	-4.91	21.68	23.01	-35.32	-9.02	14	55.39	-18.68		
營業利益	-25.79	105.61	24.11	-45.67	3.56	9.95	64.11	-27.81		
稅後純益	-29.04	73.9	47.87	-49.38	-8.6	27.47	59.86	-26.01		
YoY(%)										
營收	55.87	8.16	28.9	-7.93	-11.91	-17.47	4.26	31.08	17.65	0.7
營業利益	39.12	5.68	23.68	2.88	43.58	-23.22	1.53	34.91	15.13	6.88
稅後純益	244.47	-15.34	55.1	-7.64	18.97	-12.79	-5.72	37.81	22.18	4.73

4164 承業醫資產負債表

單位:Mn	2016	2017	2018	2019
流動資產	2,508	3,042	3,205	3,510
現金及約當現金	1,163	1,444	1,210	1,245
短期投資合計	--	0.000	53.48	369.4
應收帳款與票據合計	792.6	788.7	786.7	808.0
存貨	215.8	290.4	490.0	439.7
非流動資產	7,276	7,551	7,643	7,696
投資性不動產	1,162	1,152	1,195	1,210
無形資產	161.7	161.7	161.7	159.2
資產總計	9,783	10,593	10,848	11,205
流動負債	2,191	1,804	1,353	3,049
一年內到期長期負債	--	--	--	--
非流動負債	2,623	3,875	4,361	2,839
應付公司債	0.000	1,165	1,177	0.000
長期借款	2,263	2,349	2,813	2,091
負債總計	4,814	5,679	5,714	5,888
資本公積	2,892	2,927	2,930	2,982
保留盈餘	849.2	620.4	1,042	1,187
權益總計	4,969	4,914	5,134	5,317

4164 承業醫現金流量表

營業活動現金流量	845.0	293.8	338.0	1,190
投資活動現金流量	-755.4	-812.7	-353.5	-647.0
籌資活動現金流量	-172.0	786.1	-188.0	-506.0
本期現金增減數	-94.51	281.0	-234.7	35.60

4164 承業醫綜合損益表

單位: Mn,%,元	2017	2018	2019	2020F
營業收入淨額	2,117	2,507	2,950	2,971
毛利率	32.53	29.14	27.32	29.94
營業利益率	16.67	18.34	17.95	19.05
營業外收入及支出	-379.0	-91.81	-52.98	-51.53
稅前純益	-26.08	368.2	476.6	514.6
稅後純益	-86.70	323.4	395.2	413.8
普通股股本	1,399	1,399	1,416	1,419
未稀釋 EPS	-0.62	2.32	2.83	2.93
稀釋後 EPS	-0.62	2	2.45	2.79
YoY(%)				
營收	-3.99	18.44	17.65	0.7
營業利益	14.51	30.35	15.13	6.88
稅後純益	--	--	22.18	4.73

4164 承業醫財報分析

年度	2016	2017	2018	2019
稅後權益報酬率(%)	3.14	-1.75	6.54	7.8
稅後資產報酬率(%)	1.61	-0.85	3.02	3.58
流動比率(%)	114.47	168.65	236.84	115.1
速動比率(%)	98.83	133.22	166.66	88.78
負債比率(%)	49.21	53.61	52.68	52.55
利息保障倍數(倍)	4.33	0.64	5.49	7.08
應付款項週轉天數(天)	65.81	60.52	57.52	63.47
應收款項週轉天數(天)	157.79	144.55	130.61	117.66
存貨週轉天數(天)	61.64	63.79	79.06	78.05