

投資評等 強力買進
目標價位 106 元

美時(1795)

原廠銷售力道減弱，艾威群將奪取美國戒毒藥市佔第一寶座

個股基本資料：

個股摘要		1795 美時	
收盤價	78.5	傳產-生技	
近一年低點	44.6	成立日期	1966/6/30
近一年高點	117.5	股息(元)	0.00
日成交量(張)	492	殖利率(%)	0.00
20日均量(張)	1,323	扣抵稅率(%)	0.00
日週轉率(%)	0.20	董監持股(%)	61.60
資本額(億)	24.5	外資持股(%)	69.90
總市值(億)	192.6	投信持股(%)	0.03
成交值(百萬)	38.7	自營持股(%)	0.04

財務數據(百萬)		1795 美時				
項目/季度	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	
營業收入	1,963	2,703	2,997	3,183	10,845	
營業毛利	901	1,147	1,266	1,301	4,614	
營業利益	292	382	443	346	1,463	
稅後淨利	132	222	269	199	822	
EPS(元)	0.54	0.91	1.11	0.82	3.38	
毛利率	45.9	42.4	42.2	40.9	42.5	
營益率	14.9	14.1	14.8	10.9	13.5	
淨利率	6.7	8.2	9.0	6.3	7.6	
項目/季度	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	
營業收入	2,949	3,152	3,220	3,438	12,759	
營業毛利	1,318	1,410	1,442	1,431	5,601	
營業利益	618	524	529	396	2,067	
稅後淨利	1,029	323	331	231	1,914	
EPS(元)	4.23	1.33	1.36	0.95	7.87	
毛利率	44.7	44.7	44.8	41.6	43.9	
營益率	20.9	16.6	16.4	11.5	16.2	
淨利率	34.9	10.2	10.3	6.7	15.0	



資料來源：Cmoney

股價評價基礎

戒毒藥舌下片 gSuboxone 原廠 Indivior 因敗訴解散該藥之銷售團隊，有利於美時/Alvogen 市佔率再度擴張，2021 有機會突破 50% 成為市佔第一，營收重啟成長動能，加上賠償金入帳，預估 2020、2021 年 EPS 各為 3.38 元/7.87 元(扣除一次性賠償金 EPS 為 5.3 元)，獲利可再創新高，故調整為**強力買進**評等，目標價提升至 106 元(20x 扣除一次性賠償金的 2021 EPS)。

營運近況重點摘要

美時 GSuboxone 市佔率已達 37%

美時是高毒性、高活性分子的學名藥研發公司，產品以癌症藥、賀爾蒙藥與中樞神經相關藥物為主。目前重點產品-gSuboxone 已於美國市場上市超過 1 年，市佔率達 37%，由母公司-艾威群 Alvogen 銷售，美時可分獲其淨利。1Q20 地區銷售佔比：外銷 20%(gSuboxone 16%+其他外銷藥 4%)、韓國 70%、台灣與其他 10%。1Q20 產品銷售佔比：中樞神經藥物 22%、癌症藥 14%、減肥藥 14%、女性保健用藥 9%、心血管用藥 21%、腎臟藥 6%、其他 14%。自 May-20 營收開始納入 Alvogen 東南亞部門(額外貢獻 3~5% 營收)。

2Q20 美時營收 27.0 億(+37.7%QoQ，+42.7%YoY)，因 gSuboxone 銷售回穩而較上季增加，毛利率因低毛利之 gSuboxone 營收佔比上升至 30~40% 而略為下滑至 42.4%，費用率因疫情居家上班、經濟規模提升而下降至 28.3%，估計稅後淨利將來到 2.2 億(+69.1%QoQ，+359.0%YoY)，EPS 0.91 元。

原廠銷售力道減弱將使美時市佔率突破 50%

戒毒藥舌下片 Suboxone 原廠 Indivior 因不當推銷 Suboxone 導致患者成癮於 2019 年遭美國政府起訴，於 Jul-20 正式宣布 Indivior 敗訴，必須支付 6 億美金之和解金，且解散 Suboxone 之銷售團隊。Jul-20 時 Suboxone 各藥廠市佔率：Indivior 佔 37%、美時/Alvogen 佔 37%、Dr Reddy's 佔 20%、Mylan 佔 4%、AG 佔 2%，預期原廠的 37% 市佔率將因此逐漸釋出。gSuboxone 的競爭者估計都將難以跟美時搶 Indivior 釋出的大餅，因為 Dr Reddy's 受制於供應方面問題，在 AG 退出市場時已無力正面與美時競爭；Mylan 估計受限於當時和解協議，出貨量受限；AG 已於 2019 年 10 月宣布退出市場，現在市場只剩少量存貨還在消化。美時/Alvogen 已打入美國三大代理商中的兩大，預期美時 7 月起將可逐步吞食 Indivior 釋出的大餅，市佔

宋柏衡
 金融、生技產業
S1070001@tss-c.com.tw

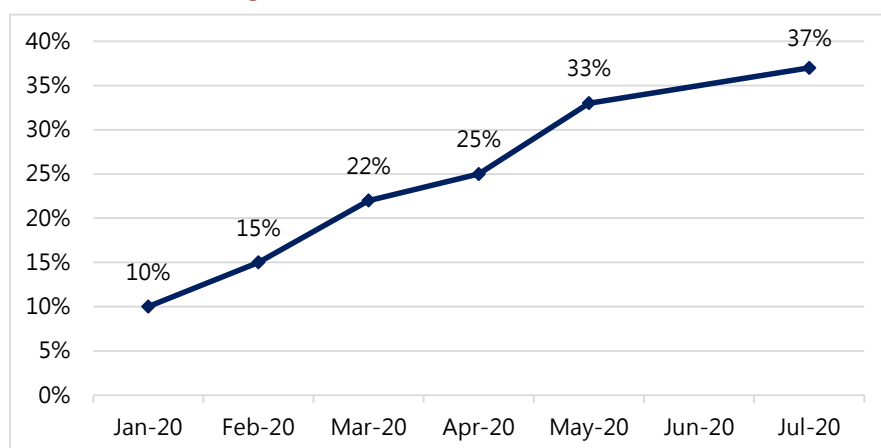
率將往 50~55%邁進，成為市佔第一的廠商。美時 7 月營收 11.2 億(+6.1%MoM、+49.8%YoY)，今年來連續 5 個月創高，也創歷史次高，7M20 營收 57.8 億(+19.9%YoY)。7 月營收中戒毒藥舌下片 gSuboxone 營收 4 億(+30~40%MoM)，前幾個月只有約 3 億出頭，優於預期。gSuboxone 營收也已走高，預估 2H20 美時月營收有機會可以站穩 10 億以上，2020 年營收將突破 100 億大關來到 108.5 億(+18.2%YoY)，毛利率 42.5%，稅後淨利 8.2 億(+24.1%YoY)，EPS 3.38 元。

預估 2021 年美時營收上看 127.6 億(+17.6%YoY)，因 4Q20 將正式採用新的低價原料合約，gSuboxone 成本降低估計將使其毛利率自 35%提升至 42%，帶動 2021 年整體毛利率回升至 43.9%。因 gSuboxone 的銷售不太需要行銷費用，營業費用率估計可較 2020 年小幅減少至 27.7%，加上與原廠的訴訟判決即將出爐，賠償金 2,800 萬美金預期將於 4Q20~1Q21 認列，預計美時 2021 年獲利有機會較 2020 年倍增至 19.1 億(+132.7%YoY)，EPS 來到 7.87 元，再創新高。

血癌藥 gRevlimid 的下個 TDA 在 Sep-20

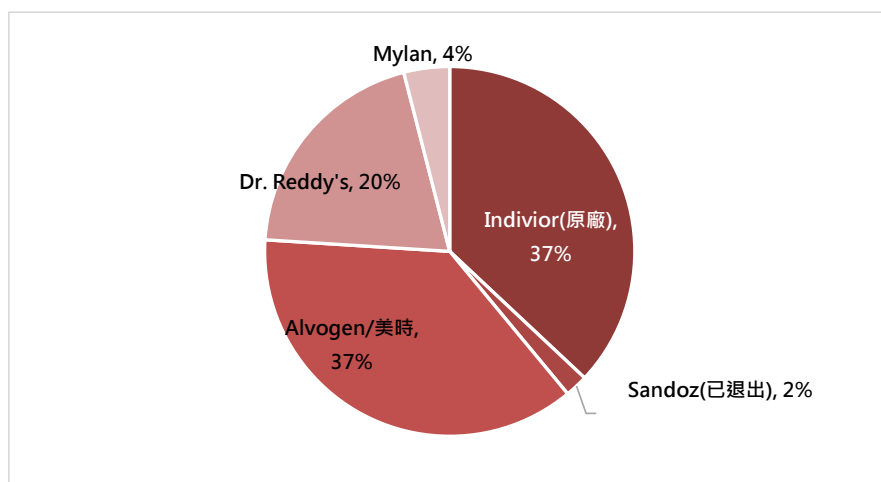
血癌藥-gRevlimid 目前已於 2019 年開始在東歐市場銷售，一年貢獻營收約 3~5 億元台幣，但市場較大的美國、西歐市場之銷售(原廠在美國市場年銷售額達 70 億美金)必須等到 2022 年專利到期後才能啟動(估計 2Q22 以後)。目前有送 ANDA 的學名藥廠至少 10 家，但據了解除了 NACTO 外不會有其他廠商進度比美時快。美國藥證方面，已於 Jun-20 底完成標籤方面補件，預計下個 TAD(Target action date)將落於 Sep-20。

圖一、2020 年美時 gSuboxone 市佔率變化



資料來源：法說會簡報，台新投顧彙整

圖二、July-20 美國 Suboxone 各廠商市佔率



資料來源：公司、台新投顧彙整

圖三、Alvogen 獲取 Indivior 釋出市佔率多寡之情境分析

(單位:百萬台幣)	Alvogen獲取Indivior釋出之市佔率					
	5%	10%	15%	20%	30%	37%
4Q21 Alovogen市佔率	42%	47%	52%	57%	67%	74%
Suboxone營收	4,329	4,718	5,108	5,678	6,637	7,311
總營收	11,980	12,370	12,759	13,329	14,289	14,963
稅後淨利	1,683	1,798	1,914	2,082	2,366	2,566
扣除一次性賠償金之稅後淨利	1,058	1,173	1,289	1,430	1,708	1,904
EPS(元)	6.92	7.40	7.87	8.57	9.73	10.55
扣除一次性賠償金之EPS(元)	4.35	4.83	5.30	5.88	7.03	7.83
目標本益比	20					
目標價(元)	87	97	106	118	141	157

資料來源：台新投顧預估

表一、損益表

單位：NT\$ mn	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
營業收入	1,963	2,703	2,997	3,183	2,949	3,152	3,220	3,438	9,175	10,845	12,759
營業毛利	901	1,147	1,266	1,301	1,318	1,410	1,442	1,431	4,248	4,614	5,601
營業費用	609	765	823	955	701	886	912	1,035	3,135	3,151	3,533
營業利益	292	382	443	346	618	524	529	396	1,113	1,463	2,067
業外收支	-133	-77	-84	-73	754	-82	-87	-80	-237	-368	505
稅前淨利	159	305	359	273	1,372	442	442	317	876	1,096	2,572
所得稅	27	82	90	74	343	119	110	85	198	273	658
非控制權益-稅後淨利	0	0	0	0	0	0	0	0	15	1	1
母公司業主-稅後淨利	132	222	269	199	1,029	323	331	231	663	822	1,914
普通股股本	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431	2,431
EPS(元)	0.54	0.91	1.11	0.82	4.23	1.33	1.36	0.95	2.73	3.38	7.87
財務比率(%)											
毛利率	45.9	42.4	42.2	40.9	44.7	44.7	44.8	41.6	46.3	42.5	43.9
費用率	31.0	28.3	27.4	30.0	23.8	28.1	28.3	30.1	34.2	29.1	27.7
營益率	14.9	14.1	14.8	10.9	20.9	16.6	16.4	11.5	12.1	13.5	16.2
稅後淨利率	6.7	8.2	9.0	6.3	34.9	10.2	10.3	6.7	7.2	7.6	15.0
QoQ(%)											
營業收入	-37.3	37.7	10.9	6.2	-7.4	6.9	2.2	6.8			
營業利益	17.2	30.8	15.9	-22.0	78.6	-15.1	0.9	-25.1			
稅前淨利	-77.0	92.2	17.8	-24.1	402.9	-67.8	-0.1	-28.4			
稅後淨利	-5.6	69.1	21.1	-26.1	417.0	-68.6	2.7	-30.3			
YoY(%)											
營業收入	-10.1	42.7	52.1	1.7	50.2	16.6	7.5	8.0	42.7	18.2	17.6
營業利益	-34.5	202.4	51.9	38.7	111.4	37.2	19.4	14.7	148.1	31.4	41.3
稅前淨利	-68.7	-42.8	-46.1	-60.4	764.5	45.0	23.0	16.0	435.4	25.0	134.8
稅後淨利	-52.3	359.0	35.0	42.8	682.3	45.1	23.0	16.1	446.6	24.1	132.7

資料來源：CMoney, 台新投顧預估&彙整

表二、股利政策

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EPS(元)	0.34	-0.86	-4.32	-0.94	-2.41	0.44	-0.63	0.09	0.42	2.74
公積配股(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
盈餘配股(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股票股利合計(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公積配息(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
盈餘配息(元)	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
現金股利合計(元)	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股票股利發放率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
現金股利發放率(%)	88.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利發放率(%)	88.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
現金股利殖利率(%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

股東會日期	2011/6/13	2012/6/5	2013/6/3	2014/6/23	2015/6/24	2016/6/27	2017/6/27	2018/6/26	2019/6/24	2020/6/30
除權日										
除息日	2011/9/27									
領股日期										
領息日期	2011/10/25									

說明：美時今年不發放股利

資料來源：CMoney, 台新投顧預估&彙整。

投資定義如下

強力買進：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距+20%以上

買進：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距在+10%~+20%之間

中立：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距在正負 10%之間

賣出：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距-10%以上

免責宣言說明

免責聲明:

台新證券投資顧問股份有限公司 (02)5589-9558 Fax:(02)3707-6769 地址:台北市仁愛路四段 118 號 16 樓 一百零八金管投顧新字第零壹柒號。本報告所載係根據各項市場資訊, 加以整理、彙集及研究分析。僅供參考, 本公司不保證其正確性及完整性。內容如涉及有價證券或金融商品相關記載或說明, 並不構成要約、招攬、宣傳、建議或推薦買賣等任何形式之表示, 投資人如參考本報告進行相關投資或交易, 應自行承擔所有損益, 本公司不負任何法律責任。此外, 非經本公司同意, 不得將本報告內容之部份或全部加以複製、轉載或散布。