

永昕 (4726.TWO/4726 TT)

100%專注生物藥 CDMO

未評等

收盤價 October 2 (NT\$)	38.30
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

焦點內容

永昕為台灣 100% 從事生物藥 CDMO 的公司，營收以日韓客戶為主，傳統生物藥營收仍佔 90%，已有數個藥物等待取證上市，並積極切入新興生物藥 CDMO 如異體細胞治療、ADC 等。

交易資料表

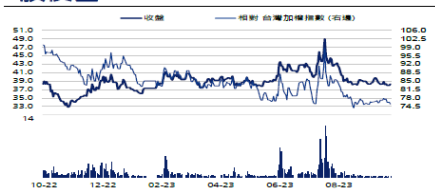
市值：(NT\$/US\$mn)	7.88 / 245.4
流通在外股數 (百萬股)：	205.8
外資持有股數 (百萬股)：	44.02
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.15
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	32.90 - 49.00

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-10.6	-2.3	1.1
相對表現 (%)	-8.5	-6.6	-22.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	0.85	(0.45)	(0.52)	(0.38)
2022	0.12	(0.76)	(1.12)	(1.10)
2023	(1.17)	(0.82)	N.A.	N.A.

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

永昕為台灣唯一百分百專注生物藥 CDMO 的公司，國外營收比例最高，目前有 3 個 3 期臨床以後的專案正在進行，其中一個為日本公司，一個為韓國生物藥公司 SCD，若藥品上市，將為永昕帶來穩定的 commercial scale 訂單；永昕亦積極發展異體細胞治療 CDMO 與 ADC 業務。

評論及分析

100%生物藥 CDMO 公司。永昕目前有四個廠，台北廠：哺乳細胞與細胞治療的製程開發中心，竹北廠：微生物製程開發中心、細胞治療 CDMO 先導工廠、連續式製程與抗體藥物複合體中心，竹南：GMP 等級 1、2 廠。1 廠提供前臨床與 Phase 1,2 產品，包含哺乳動物細胞(2000L)與微生物(200L)產線；GMP 2 廠提供 Phase 3 與商業規模量產，2000L 3 槽，並有充填產線，可擴充至 1.2 萬升；永昕 2019 出售自己開發的 LusiNex 後便成為 100% 專注 CDMO 的公司，營收 7 成來自國外，6 成以上為日韓，2022 日本 JCR 更以 13.65 億入股永昕，躍最大股東，目前有 2-4 個案子與永昕合作。

傳統生物藥 CDMO 即將收割。目前已有 3 個 3 期臨床以後的專案正在進行，包括南韓與日本客戶，南韓為 SCD 藥廠開發的黃斑部病變生物相似藥 Eylea，除授權給加拿大 Apotex 外，也可能在 2024 取證；日本則是某家日本公司原來在美生產的生物相似藥轉廠至永昕，預計 2025 銷售，若這些藥品上市，將為永昕帶來穩定的 commercial scale 訂單。1H23 CDMO 業務較 1H22 成長 35.6%。

大 D 小 M 策略。精準醫療時代，病人數下降，藥效提高也會導致劑量與用藥頻率下降，故著重在 Development，而非追逐擴產的 Manufacturing，以新興生物藥 CDMO 為未來成長動能；異體細胞先導工廠 3Q24 啟用，並與晟德(4123 TT, NT\$46.05, 未評等)入股建誼(台)，由永昕接單，完成實驗室至 GMP 之間的 ADC 產品，到 GMP 等級再由永昕生產蛋白藥物，建誼負責 payload 與 linker，已開始執行日本客戶專案。

投資建議

我們未評等永昕，但會視日韓 CDMO 業務進度做出調整。

投資風險

日韓藥物因 CDMO 問題取證失敗。

主要財務數據及估值

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入 (NT\$百萬)	211	391	665	774	732
營業毛利 (NT\$百萬)	14	133	187	138	(114)
營業利益 (NT\$百萬)	(323)	(230)	35	(85)	(445)
稅後淨利 (NT\$百萬)	(274)	(218)	31	(90)	(454)
每股盈餘 (NT\$)	(2.50)	(1.74)	0.24	(0.61)	(2.74)
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
每股盈餘成長率 (%)	45.6	(30.5)	0.0	(350.3)	353.4
本益比 (x)	N.A.	N.A.	158.4	N.A.	N.A.
股價淨值比 (x)	4.6	4.4	4.1	3.1	2.5
EV/EBITDA (x)	N.A.	N.A.	22.9	68.3	N.A.
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	15.3	Net cash
殖利率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益報酬率 (%)	(26.8)	(21.7)	2.7	(5.8)	(18.1)

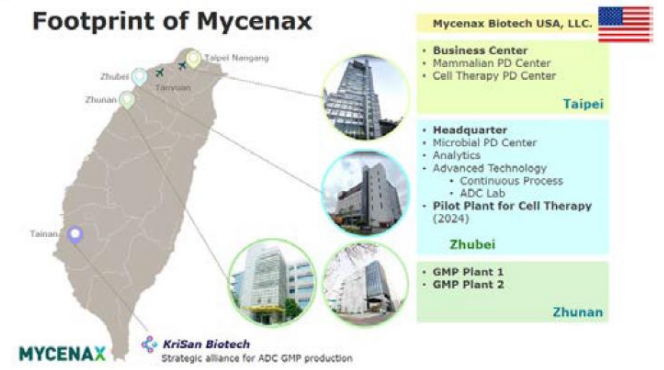
資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 公司概況

永昕生醫為專注提供生物藥委託開發與製造服務的 CDMO 公司。提供多樣的生物藥開發服務，包含重組蛋白、酵素、抗體、抗體藥物複合體及基因與細胞治療產品，目前有四個廠，台北廠：哺乳細胞與細胞治療的製程開發中心，竹北廠：微生物製程開發中心、細胞治療 CDMO 先導工廠、連續式製程與抗體藥物複合體中心，竹南：GMP 等級 1、2 廠。1 廠提供前臨床與 Phase 1,2 產品，包含哺乳動物細胞(2000L)與微生物(200L)產線；GMP 2 廠提供 Phase3 與商業規模量產，2000L 3 槽，並有充填產線，可擴充至 1.2 萬升

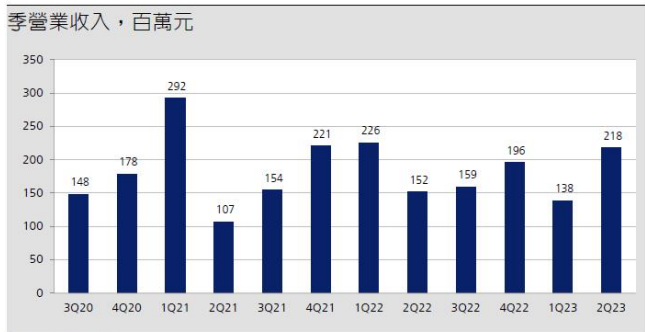
資料來源：凱基

圖 2: 永昕廠區簡介



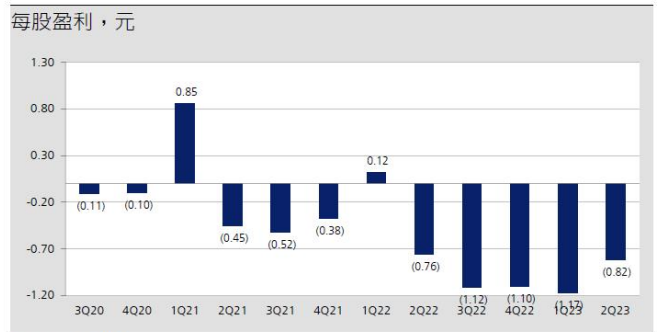
資料來源：公司資料

圖 3: 季營業收入



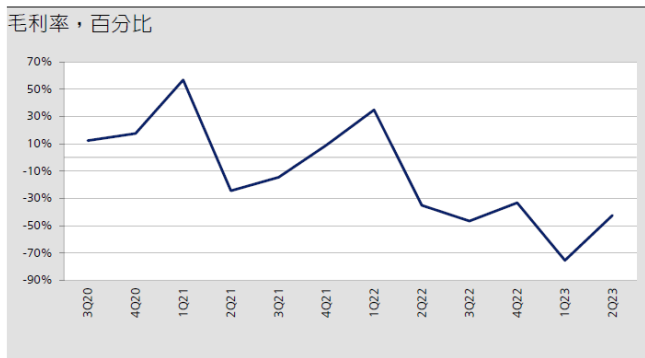
資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利



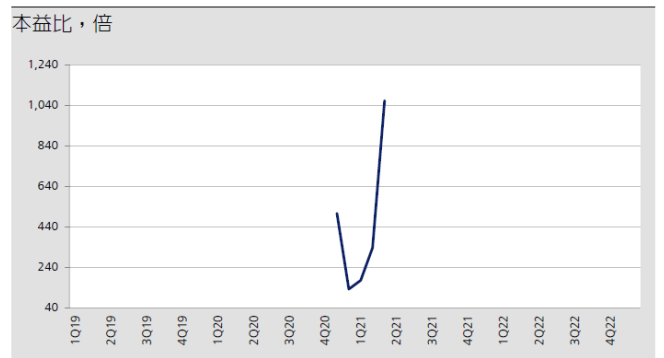
資料來源：凱基

圖 5: 毛利率



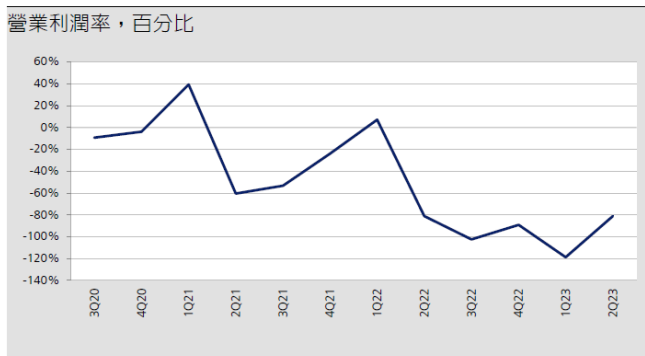
資料來源：凱基

圖 6: 本益比



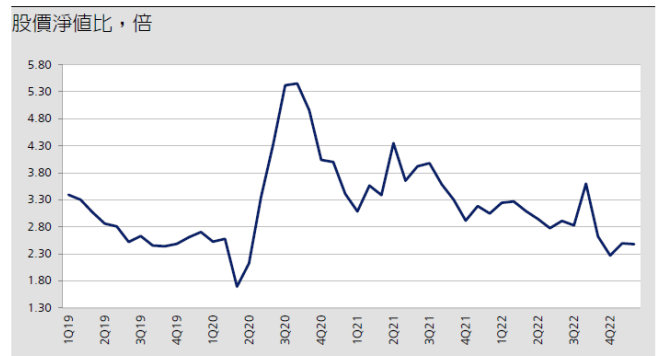
資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 8: 股價淨值比



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入	154	221	226	152	159	196	138	218	665	774	732
營業成本	(177)	(201)	(147)	(205)	(233)	(261)	(243)	(310)	(479)	(637)	(846)
營業毛利	(22)	20	79	(53)	(74)	(65)	(104)	(92)	187	138	(114)
營業費用	(60)	(73)	(63)	(70)	(89)	(110)	(60)	(85)	(151)	(223)	(331)
營業利益	(82)	(53)	16	(123)	(163)	(175)	(164)	(177)	35	(85)	(445)
折舊	(36)	(40)	(46)	(57)	(74)	(78)	(77)	(75)	(121)	(146)	(255)
攤提	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(4)	(3)	(16)	(22)	(28)
EBITDA	(39)	(6)	68	(59)	(82)	(90)	(83)	(99)	173	82	(162)
利息收入	0	0	0	0	0	4	4	4	1	0	4
投資利益淨額	-	-	-	-	0	-	-	-	-	-	0
其他營業外收入	0	1	1	2	1	1	2	1	4	2	6
總營業外收入	0	1	1	2	2	5	6	5	5	2	9
利息費用	(1)	(1)	(2)	(3)	(6)	(8)	(7)	(7)	(1)	(3)	(19)
投資損失	-	-	-	-	-	-	(0)	(2)	-	-	(1)
其他營業外費用	3	(1)	4	7	(8)	(11)	(83)	15	(12)	(2)	(7)
總營業外費用	3	(2)	2	4	(15)	(19)	(90)	5	(13)	(4)	(27)
稅前純益	(79)	(55)	19	(117)	(176)	(189)	(248)	(166)	28	(88)	(463)
所得稅費用[利益]	(0)	(1)	(1)	0	3	7	7	(1)	3	(2)	9
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	(79)	(56)	18	(116)	(173)	(183)	(241)	(167)	31	(90)	(454)
非常項目	(0)	0	0	(0)	0	0	0	0	-	0	(0)
稅後淨利	(79)	(56)	18	(116)	(173)	(183)	(241)	(167)	31	(90)	(454)
每股盈餘 (NT\$)	(0.52)	(0.38)	0.12	(0.76)	(1.12)	(1.10)	(1.17)	(0.82)	0.24	(0.61)	(2.74)
獲利率 (%)											
營業毛利率	(14.4)	9.0	34.8	(35.1)	(46.5)	(33.2)	(75.3)	(42.2)	28.0	17.8	(15.5)
營業利益率	(53.3)	(24.0)	7.1	(81.1)	(102.5)	(89.2)	(118.8)	(81.2)	5.3	(11.0)	(60.8)
EBITDA Margin	(25.6)	(2.6)	30.3	(38.8)	(51.4)	(46.0)	(60.2)	(45.2)	25.9	10.7	(22.2)
稅前純益率	(51.3)	(24.7)	8.4	(76.9)	(110.6)	(96.5)	(179.3)	(76.3)	4.2	(11.3)	(63.2)
稅後純益率	(51.3)	(25.3)	8.1	(76.8)	(108.6)	(93.2)	(174.1)	(76.8)	4.7	(11.6)	(61.9)
季成長率 (%)											
營業收入	44.7	43.0	2.1	(32.8)	5.1	23.0	(29.3)	57.6			
營業毛利	(14.3)		293.7	(167.6)	39.5	(12.4)	60.4	(11.6)			
營業收益增長	27.3	(35.6)		(871.0)	32.7	7.1	(6.0)	7.7			
EBITDA	54.5	(85.2)		(186.1)	39.1	10.0	(7.6)	18.5			
稅前純益	14.6	(31.1)		(711.9)	51.1	7.3	31.2	(33.0)			
稅後純益	14.7	(29.4)		(735.8)	48.6	5.5	32.0	(30.5)			
年成長率 (%)											
營業收入	4.1	24.0	(22.8)	42.0	3.1	(11.3)	(38.6)	43.8	70.2	16.4	(5.4)
營業毛利	(221.3)	(36.2)	(52.7)	104.1	232.2	(425.6)	(232.7)	73.4	40.8	(26.2)	(182.6)
營業收益	492.6	662.3	(86.1)	90.2	98.2	229.7	(1130.4)	43.9		(341.1)	421.5
EBITDA	(287.3)	(118.7)	(55.4)	130.6	107.5	1446.5	(221.8)	67.5		(52.2)	(296.9)
稅前純益	388.3	381.9	(83.5)	68.8	122.5	246.8	(1402.3)	42.6		(412.9)	428.9
稅後純益	477.9	351.4	(84.0)	68.5	118.3	226.5	(1415.8)	43.8		(390.4)	404.8

資料來源：公司資料・凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
資產總額	1,119	1,408	1,753	3,139	4,453
流動資產	466	495	577	897	1,924
現金及短期投資	304	278	292	295	1,341
存貨	60	56	85	173	247
應收帳款及票據	51	104	67	130	69
其他流動資產	50	57	132	298	267
非流動資產	653	913	1,176	2,242	2,529
長期投資	138	149	192	110	200
固定資產	425	545	690	1,147	1,887
什項資產	91	219	294	985	443
負債總額	212	306	541	1,232	1,347
流動負債	180	232	425	540	635
應付帳款及票據	40	25	40	55	53
短期借款	-	-	100	66	206
什項負債	140	207	284	420	376
長期負債	32	74	116	692	713
長期借款	29	37	37	512	656
其他負債及準備	3	4	7	4	-
股東權益總額	907	1,102	1,212	1,907	3,106
普通股	1,100	1,280	1,283	1,533	2,053
保留盈餘	(520)	(473)	(207)	(254)	(407)
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
年成長率					
營業收入	(33.6%)	84.9%	70.2%	16.4%	(5.4%)
營業收益增長	165.5%	(28.6%)		(341.1%)	421.5%
EBITDA	318.2%	(55.9%)		(52.2%)	(296.9%)
稅後純益	45.7%	(20.5%)		(390.4%)	404.8%
每股盈餘成長率	45.6%	(30.5%)		(350.3%)	353.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	6.7%	33.9%	28.0%	17.8%	(15.5%)
營業利益率	(152.5%)	(58.9%)	5.3%	(11.0%)	(60.8%)
EBITDA Margin	(114.7%)	(27.4%)	25.9%	10.7%	(22.2%)
稅後純益率	(129.8%)	(55.8%)	4.7%	(11.6%)	(61.9%)
平均資產報酬率	(22.6%)	(17.3%)	2.0%	(3.7%)	(12.0%)
股東權益報酬率	(26.8%)	(21.7%)	2.7%	(5.8%)	(18.1%)
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	3.1%	3.4%	11.3%	30.3%	27.8%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	15.3%	Net cash
利息保障倍數 (x)	(964.5)	(118.7)	33.3	(33.6)	(23.1)
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	0.2	4.1	1.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	(609.0)	(73.3)	201.4	(57.8)	(7.8)
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(609.0)	(73.3)	1.7	(2.1)	(0.7)
流動比率 (x)	2.6	2.1	1.4	1.7	3.0
速動比率 (x)	2.3	1.9	1.2	1.3	2.6
淨負債 (NT\$百萬)	(187)	(157)	(154)	291	(461)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	(2.50)	(1.74)	0.24	(0.61)	(2.74)
每股現金盈餘 (NT\$)	(1.64)	(1.12)	1.36	(0.98)	(0.91)
每股淨值 (NT\$)	8.25	8.61	9.44	12.43	15.13
調整後每股淨值 (NT\$)	8.25	8.76	9.47	12.84	18.78
每股營收 (NT\$)	1.92	3.11	5.20	5.21	4.43
EBITDA/Share (NT\$)	(2.21)	(0.85)	1.35	0.56	(0.98)
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.17	0.31	0.42	0.32	0.19
應收帳款周轉天數	87.7	96.9	37.0	61.4	34.6
存貨周轉天數	111.8	79.3	64.9	99.4	106.5
應付帳款周轉天數	73.8	34.9	30.8	31.3	22.7
現金轉換周轉天數	125.7	141.3	71.0	129.4	118.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入	211	391	665	774	732
營業成本	(197)	(258)	(479)	(637)	(846)
營業毛利	14	133	187	138	(114)
營業費用	(337)	(363)	(151)	(223)	(331)
營業利益	(323)	(230)	35	(85)	(445)
總營業外收入	27	12	5	2	9
利息收入	5	4	1	0	4
投資利益淨額	-	-	-	-	0
其他營業外收入	22	8	4	2	6
總營業外費用	10	(12)	(13)	(4)	(27)
利息費用	(0)	(2)	(1)	(3)	(19)
投資損失	-	-	-	-	(1)
其他營業外費用	10	(10)	(12)	(2)	(7)
稅前純益	(286)	(230)	28	(88)	(463)
所得稅費用 [利益]	11	12	3	(2)	9
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	0	0	(0)
稅後淨利	(274)	(218)	31	(90)	(454)
EBITDA	(243)	(107)	173	82	(162)
每股盈餘 (NT\$)	(2.50)	(1.74)	0.24	(0.61)	(2.74)

現金流量

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營運活動之現金流量	(180)	(141)	174	(146)	(150)
本期純益	(274)	(218)	31	(90)	(454)
折舊及攤提	80	123	137	168	283
本期運用資金變動	26	(75)	13	(120)	(62)
其他營業資產及負債變動	(12)	30	(7)	(104)	83
投資活動之現金流量	54	(266)	(169)	(1,031)	(745)
投資用短期投資出售 [新購]	171	4	106	83	93
本期長期投資變動	-	-	-	-	(200)
資本支出淨額	(118)	(178)	(260)	(1,098)	(627)
其他資產變動	2	(92)	(14)	(16)	(11)
自由現金流	(324)	(363)	(87)	(1,160)	(870)
融資活動之現金流量	-	385	92	1,174	1,932
短期借款變動	-	-	100	(50)	50
長期借款變動	-	-	-	490	272
現金增資	-	401	-	761	1,625
已支付普通股股息	-	-	-	-	-
其他融資現金流	-	(17)	(8)	(27)	(15)
匯率影響數	-	-	-	-	-
本期產生現金流量	(126)	(22)	97	(4)	1,036

投資回報率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	159.2%	92.8%	22.7%	28.8%	45.2%
= 營業利益率	(152.5%)	(58.9%)	5.3%	(11.0%)	(60.8%)
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	2.0	1.4	1.0	1.5	2.6
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.1	0.8	0.3
= 資本周轉率	0.5	0.7	0.9	0.4	0.3
營業利益率	(152.5%)	(58.9%)	5.3%	(11.0%)	(60.8%)
x 資本周轉率	0.5	0.7	0.9	0.4	0.3
x (1 - 有效現金稅率)	96.0%	94.9%	110.7%	102.7%	98.0%
= 稅後 ROIC	(74.8%)	(40.0%)	5.6%	(4.6%)	(19.4%)

資料來源：公司資料，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。