

2017年10月20日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4105 TT 東洋	買進 目標價 109	東洋的投資評等由持有調升至買進，目標價109元，潛在漲幅17%，主要理由如下： (1) 3Q17國際CDMO代工恢復出貨，4Q17流感疫苗、里程碑、轉投資貢獻獲利； (2) 兩項微脂體藥物近期有望授權歐洲市場，1H18美國夥伴將有機會申請ANDA藥證。

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

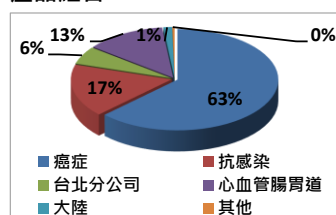
近期投資評等

日期	評等
10/20/2017	買進
11/30/2016	持有/中立
03/27/2015	持有/中立

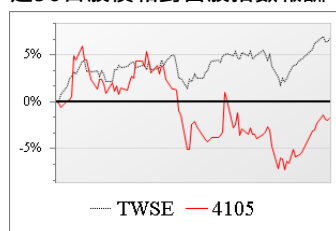
公司基本資料

收盤價(元)(10/19/2017)	93.20
股本(百萬元)	2,486
總市值(億元)	231.7
每股淨值(元)	33.08
外資持股比(%)	23.09
投信持股比(%)	1.92
近20日均量(張)	686
融資餘額(10/19/2017)	9,186

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2017F	2018F	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	4,238	4,732	946	930	1,045	1,317	1,020	1,059
營業毛利	2,781	3,104	648	620	721	791	695	717
營業利益	1,285	1,410	302	287	343	353	334	332
稅後純益	1,201	1,318	221	244	289	447	283	332
稅後 EPS(元)	4.83	5.30	0.89	0.98	1.16	1.80	1.14	1.34
毛利率(%)	65.61	65.6	68.49	66.66	69.01	60.1	68.09	67.66
營業利益率(%)	30.33	29.79	31.92	30.9	32.81	26.8	32.68	31.35
稅後純益率(%)	28.35	27.86	23.37	26.2	27.7	33.95	27.74	31.35
營業收入 YoY/QoQ(%)	12.7	11.65	-0.64	-1.72	12.36	25.97	-22.49	3.8
營業利益 YoY/QoQ(%)	8.95	9.69	28.17	-4.87	19.32	2.89	-5.48	-0.44
稅後純益 YoY/QoQ(%)	0.68	9.72	-35.89	10.16	18.8	54.41	-36.67	17.32

資料來源:CMoney · JS 預估 註:以最新股本回溯 PS

重點摘要

- ◆ **生產自有產品三批確效，2Q17獲利不如預期：**東洋2Q17稅後淨利2.44億元(YoY-31.4%)，稅後EPS 0.98元，低於預期，因Doxil®代工出貨量下滑，加上有存貨打銷影響，毛利率下滑至66.6%(YoY-1.8ppts)。截至1H17，營收18.8億元(YoY+0.2%)，其中癰症部門(TOT)營收11.8億元(YoY-4.6%)，2016年國際大廠CDMO佔TTY、TOT營收約27%、41%，2017年出貨價格雖維持2016年水準，然JNJ增加第二供應商(GSK)，以及生產兩項微脂體產品Pegylipo、Lipo-AB連續三批之製程確效，排擠既有CDMO產能所致；抗感染部門(TIT)營收3.17億元(YoY+34%)，除院內感染人數持續增加外，公司採搭售方式，維持高度增長。
- ◆ **3Q17代工恢復出貨，4Q17疫苗、里程碑、轉投資貢獻獲利：**東洋3Q17營收10.4億元(QoQ+12.3%、YoY+11.6%)，則因CDMO恢復出貨所致，預估3Q17獲利2.9億元(YoY+36%)(同期有匯損)，稅後EPS 1.16元。展望4Q17，10/2017將認列三批確效200萬美金里程碑(仍需扣除約30%製造費用)。此外，2017年公費疫苗新業務，國光取得55%，賽諾菲則因海外進口略有遞延，使東洋代理之獨家經銷Seqirus公司三價流感疫苗有取得部分數量，預計11/2017認列營收貢獻約1.5億元。業外轉投資智擎ONIVYDE®亞洲取證獲取2,500萬美元，東洋可望依權益法認列轉投資收益貢獻EPS 0.58元。預估4Q17稅後EPS 1.8元。管理層並預計4Q17兩項Liposomal將有機會授權歐洲市場。預估2017年稅後淨利12億元(YoY+0.7%)，稅後EPS 4.83元(原估5.6元)。
- ◆ **合作夥伴預計1H18申請ANDA藥證，評價偏低：**Pegylipo、Lipo-AB由合作夥伴執行生體相等性(BE)中，預計1H18先後提出ANDA藥證申請，東洋可依據合約各獲得100萬美元。目前Caelyx/Doxil每年需求量約100萬針，其中原廠JNJ及首發學名藥廠Sun Pharma(02/2013)市佔率分別為60%、40%，Dr.Reddy's也於05/2017取得美國FDA ANDA藥證，目前Ipsen(Merrimack/Actavis)藥證審查中。若東洋Pegylipo順利於2019年初上市，將成為第4家學名藥廠，雖上市時程較慢，惟Dr.Reddy's會搶到Sun Pharma的市佔率比較多，Pegylipo則預計搶食JNJ約3成市場。此外，自有品牌Pegylipo銷售利潤優於CDMO約5倍。預估2018年營收47.3億元(YoY+11.7%)，稅後淨利13.2億元(YoY+9.7%)，稅後EPS 5.3元(未含歐洲學名藥授權金)，目前PER 17.5X，相較歷史區間低檔，調升至買進，目標價109元。(2018年PER 20.5X)

◆ 東洋擁有領先全球之微脂體開發與量產能力：

東洋為國內學名藥廠，近年來專注於特殊劑型研發，擁有全球領先之微脂體、微球體開發與量產能力，並以新劑型、新配方、新適應症為主的特殊學名藥或類新藥研發。1995年公司開始研發微脂體藥品，「Lipo-Dox®」仿製自Doxil / Caelyx (liposomal doxorubicin)，1998年於台灣上市，並外銷至東南亞，銷售模式採美國市場以代工合作、非美國市場則將循共同品牌模式進行。截至1H17，營收佔比分別為：癌症62.8% (含國際針劑代工CDMO業務)、抗感染16.9%、心血管腸胃道12.8%、台灣自費市場5.7%、大陸及其他1.8%。公司擁有2座工廠，分別為中壢廠(抗癌治劑)及六堵新廠(生物製劑及重症抗感染)，六堵新廠口服製劑已完成台灣TFDA及日本PMDA查廠，生物製劑則待Lipo-AB促使美國FDA查廠。

◆ 國際大廠代工針劑，面臨新競爭者：

2014年東洋為J&J代工之抗癌針劑出貨約20萬針，除產能短缺外，因出貨品項以歐洲、小針為主，年營收貢獻僅約1億元。2015年，除歐洲市場外，J&J於08/2015取得美國上市許可，全年出貨量倍增至46萬針，銷售約2.4億美金，佔美國市場約62%。由於東洋與J&J於2015年中重啟合約議價，每針代工費由600元調升至1,800元，預估2015年貢獻東洋營收約4.9億元。2016年則為完整供應年度，預估東洋出貨57萬針，貢獻營收約10.2億元。

2017年，由於J&J與東洋簽訂三年之最低供貨保證合約至2017年，且J&J除了美國之外尚有其他地區之出貨量，推估2017年J&J出貨量仍可保持10~12%增長。然而，第二供應商GSK已於2015年底通過美國FDA核准成為Doxil/Caelyx之供應商，雖第二供應商代工價格高於東洋，仍將分蝕東洋部分美國代工訂單。

表一、預估東洋代工針劑出貨量及營收貢獻 單位：萬針/元

	2014	2015	2016(E)	2017(F)	2018(F)
歐洲市場	30	30	30	30	30
J&J市佔率	66%	70%	100%	100%	100%
銷售量	19.8	21	30	30	30
美國市場	40	40	40	40	40
J&J市佔率		62%	62%	60%	50%
銷售量		24.8	24.8	24	20
其他市場	30	30	30	30	30
J&J市佔率			40%	50%	60%
銷售量			12	15	18
J&J合計銷售量	19.8	45.8	66.8	69	68
東洋代工比例	100%	90%	85%	70%	65%
東洋代工量(萬針)	20	41	57	48	44
東洋代工費用	600	1,200	1,800	1,800	1,800
合計營收貢獻(萬)	11,880	49,464	102,204	86,940	79,560

說明：2011年歐盟人體用藥委員會希望撤銷 Sun Pharma 的市場營銷許可證，目前僅 JNJ 獨家掌握歐洲市場；2015年代工費用以平均價格計算。資料來源：日盛投顧彙整。

2017年10月20日

由於東洋生產兩項微脂體產品 Pegylipo、Lipo-AB 連續三批之製程確效，排擠既有 CDMO 產能所致，且東洋代工比例下滑，預估 2017 年 CDMO 營收 8.7 億元 (YoY-14.9%)。

目前 Caelyx/Doxil 每年需求量約 100 萬針，據 IMS Health 統計資料顯示，Doxil 品牌和仿製藥在 03/2017 結束的最近的 12 個月內的銷售額約為 1.96 億美元，其中原廠 JNJ 及首發學名藥廠 Sun Pharma(02/2013)市佔率分別為 60%、40%。Dr. Reddy's 也於 05/2017 取得美國 FDA ANDA 藥證，另外 Ipsen(Merrimack/Actavis)ANDA 於 10/2016 提出，目前藥證審查中。若東洋學名藥 Pegylipo 順利於 2019 年初上市，將成為第 4 家學名藥廠，雖上市時程較慢，惟 Dr. Reddy's 會搶到 Sun Pharma 的市佔率比較多，Pegylipo 則預計搶食 JNJ 約 3 成市場。由於東洋學名藥 Pegylipo 銷售利潤優於國際大廠 CDMO 約 5 倍，故若 Pegylipo 順利於 2019 年上市，可望挹注東洋銷售分潤，據了解，東洋將以成本價出貨給美系合作夥伴，並且雙分依據利潤分成各半。

表二、Doxil 原廠及學名藥上市時程

Drug Name	Active Ingredients	Strength	Marketing Status	Reference Listed Drug(RLD)	Company
DOXIL (Liposomal)	DOXORUBICIN HYDROCHLORIDE	20MG/10ML 50MG/25ML (2MG/ML)	Prescription	Yes	JANSSEN RES AND DEV
Doxorubicin Hydrochloride (Liposomal)	DOXORUBICIN HYDROCHLORIDE		Prescription (05/17/2017)	No	DR REDDYS LABS LTD (Natco Pharma)
Doxorubicin Hydrochloride (Liposome)	DOXORUBICIN HYDROCHLORIDE		Prescription (02/04/2013)	No	SUN PHARMA GLOBAL
Doxorubicin Hydrochloride (Liposome)	DOXORUBICIN HYDROCHLORIDE		non-Prescription 10/31/2016 申請ANDA		Ipsen (Merrimack/Actavis)

資料來源：FDA、日盛投顧彙整

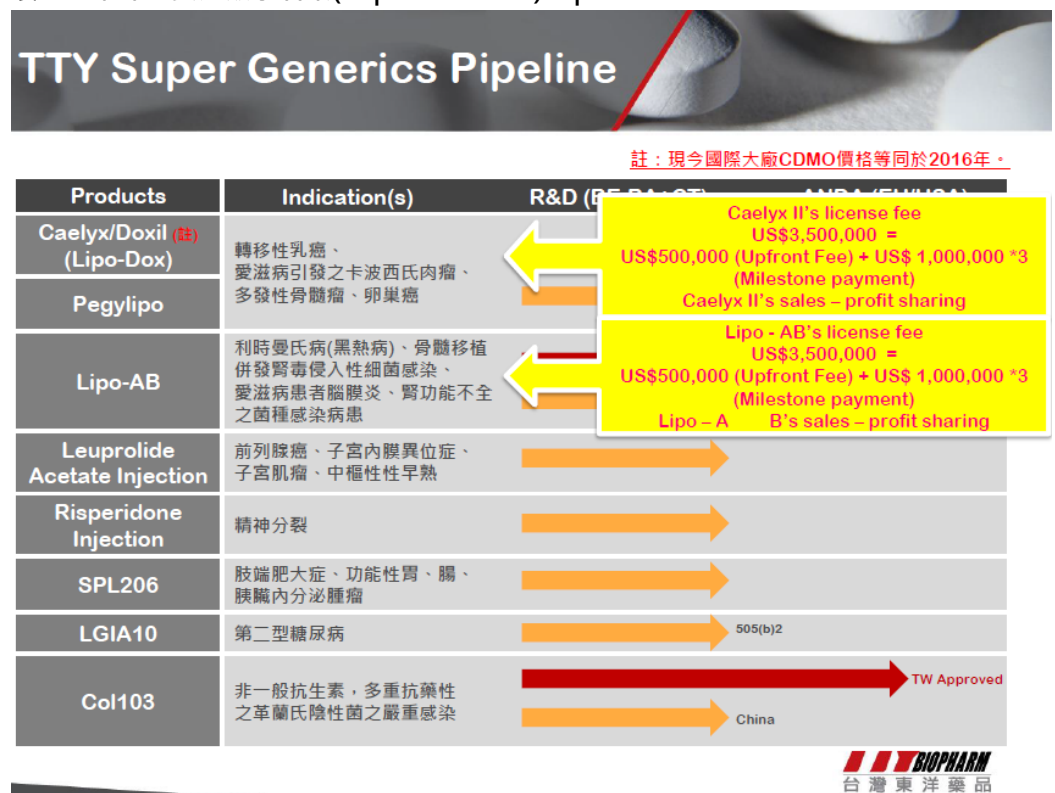
◆ 3Q17 代工恢復出貨，4Q17 疫苗、里程碑、轉投資貢獻獲利：

東洋3Q17營收10.4億元(QoQ+12.3%、YoY+11.6%)，則因CDMO恢復出貨所致，預估3Q17獲利2.9億元(YoY+36%)(同期有匯損)，稅後EPS 1.16元。展望4Q17，10/2017將認列三批確效200萬美金里程碑(仍需扣除約30%製造費用)。此外，2017年公費疫苗新業務，國光取得55%，賽諾菲則因海外進口略有遞延，使東洋代理之獨家經銷Seqirus公司三價流感疫苗有取得部分數量，預計11/2017認列營收貢獻約1.5億元。業外轉投資智擎ONIVYDE®亞洲取證獲取2,500萬美元，東洋可望依權益法認列轉投資收益貢獻EPS 0.58元。預估4Q17稅後EPS 1.8元。管理層並預計4Q17兩項Liposomal將有機會授權歐洲市場。預估2017年稅後淨利12億元(YoY+0.7%)，稅後EPS 4.83元(原估5.6元)。

◆ 合作夥伴預計 1H18 申請 ANDA 藥證，評價偏低：

管理層預計Pegylipo、Lipo-AB近期可望決定歐洲市場合作夥伴，預期授權金將略低於美國市場。此外，美系合作夥伴目前正執行Pegylipo、Lipo-AB生體相等性(BE)試驗中，預計1H18先後提出ANDA藥證申請，東洋可依據合約各獲得100萬美元。預估2018年營收47.3億元(YoY+11.7%)，稅後淨利13.2億元(YoY+9.7%)，稅後EPS 5.3元(未含歐洲學名藥授權金)，目前PER 17.5X，相較歷史區間10X~30X中下緣，調升至買進，目標價109元。(2018年PER 20.5X)

表三、東洋主要超級學名藥(Super Generics) Pipeline



資料來源：東洋、日盛投顧彙整

**PE Band**



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

**投資評等與股價走勢圖**



**近期投資評等**

推薦日期	投資評等	目標價
20171020	買進	109.0
20161130	持有/中立	108.0
20150327	持有/中立	72.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2017年10月20日

**損益表**

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	3,761	4,238	4,732	960	936	953	946	930	1,045	1,317	1,020	1,059
營業毛利	2,557	2,781	3,104	657	650	611	648	620	721	791	695	717
營業費用	1,380	1,495	1,694	338	346	375	344	334	378	438	361	385
營業利益	1,180	1,285	1,410	322	304	236	302	287	343	353	334	332
營業外收支	332	224	241	121	-45	208	-32	23	21	212	11	92
稅前純益	1,512	1,509	1,651	443	260	444	270	311	364	564	345	424
稅後純益	1,193	1,201	1,318	355	213	345	221	244	289	447	283	332
最新股本	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486
稅後 EPS(元)	4.80	4.83	5.30	1.43	0.85	1.39	0.89	0.98	1.16	1.80	1.14	1.34
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	67.99	65.61	65.6	68.42	69.46	64.17	68.49	66.66	69.01	60.1	68.09	67.66
營業利益率	31.37	30.33	29.79	33.56	32.53	24.75	31.92	30.9	32.81	26.8	32.68	31.35
稅前純益率	40.21	35.61	34.88	46.2	27.76	46.63	28.54	33.42	34.82	42.87	33.79	40.02
稅後純益率	31.73	28.35	27.86	36.98	22.72	36.22	23.37	26.2	27.7	33.95	27.74	31.35
<b>YoY(%)</b>												
營收	17.7	12.7	11.65	30.34	14.88	2.96	3.7	-3.11	11.71	38.21	7.82	13.88
營業利益	49.37	8.95	9.69	103.96	8.1	4.05	-4.83	-10.8	12.69	49.69	10.39	15.54
稅前純益	-0.89	-0.18	9.37	100.66	-10.43	-49.97	-25.91	-29.91	40.12	27.06	27.64	36.37
稅後純益	-1.46	0.68	9.72	94.27	-12.29	-49.8	-21.18	-31.37	36.18	29.55	27.97	36.29
<b>QoQ(%)</b>												
營收				5.19	-2.54	1.81	-0.64	-1.72	12.36	25.97	-22.49	3.8
營業利益				1.49	-5.55	-22.54	28.17	-4.87	19.32	2.89	-5.48	-0.44
稅前純益				21.63	-41.43	71.02	-39.18	15.06	17.09	55.07	-38.91	22.93
稅後純益				26.51	-40.12	62.31	-35.89	10.16	18.8	54.41	-36.67	17.32

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

**資產負債表**

單位：百萬元	2015	2016	2Q17
流動資產	4,301	4,668	4,935
現金及約當現金	1,711	2,109	2,697
公允價值衡量金融資產	0	0	0
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	532	566	587
非流動資產	4,524	4,622	4,396
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,296	2,586	2,565
無形資產	51	30	26
<b>資產總計</b>	<b>8,825</b>	<b>9,290</b>	<b>9,331</b>
流動負債	2,069	2,281	3,049
短期借款	1,200	1,249	1,150
非流動負債	1,061	999	999
<b>負債總計</b>	<b>3,130</b>	<b>3,280</b>	<b>4,048</b>
股本	2,487	2,487	2,487
普通股股本	2,487	2,487	2,487
資本公積	374	405	409
保留盈餘	1,881	2,202	1,722
庫藏股票	--	--	--
<b>股東權益</b>	<b>5,695</b>	<b>6,010</b>	<b>5,283</b>
每股淨值(元)	20.52	21.63	19.06
流動比率(%)	207.89	204.69	161.86
速動比率(%)	180	178.71	140.69
應收帳款週轉率(%)	2.8	3.14	1.04
負債比率(%)	35.47	35.31	43.39
稅後股東權益報酬率(%)	26.05	22.77	4.77

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2015	2016	2Q17
繼續營業單位稅前損益	1,526	1,512	581
折舊及攤提費用	119	123	71
利息費用	25	23	11
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	0	-160	16
處分不動產、廠房及設備	0	0	2
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-284	171	-2
存貨增減	-48	-72	-21
應付帳款增減	12	-68	19
<b>營業活動現金流量</b>	<b>639</b>	<b>711</b>	<b>412</b>
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	960	430	--
取得不動產、廠房及設備	-64	-90	-28
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
<b>投資活動現金流量</b>	<b>713</b>	<b>422</b>	<b>340</b>
短期借款增減	-540	49	-99
長期借款增減	700	130	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-622	-870	--
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-494</b>	<b>-718</b>	<b>-99</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>856</b>	<b>398</b>	<b>588</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2017 年 10 月 20 日

## 免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。  
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。  
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。  
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

## 投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股