JihSun Holdings
JihSun Securities Investment Consulting
日盛投顧

訪談報告(投研部)

2019 年 2 月 11 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4105 TT 東洋	持有 目標價 88	東洋的投資評等為持有，目標價88元，潛在漲幅10%，主要理由如下： (1) 2019年癌症及抗感染部門持續成長，彌補國際CDMO代工收入下滑； (2) 預計2H19將完成第三項學名藥授權，中國抗生素新藥遞延至2020年上市。

研究員 李振南
donaldlee@jsun.com

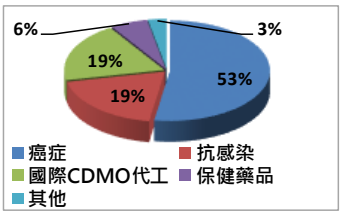
近期投資評等

02/11/2019	持有/中立
03/16/2018	持有/中立
10/20/2017	買進

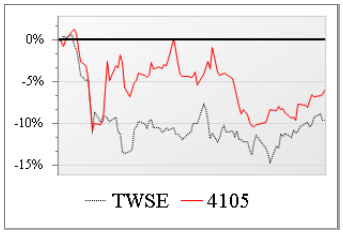
公司基本資料

收盤價(元)(01/30/2019)	80.00
股本(百萬元)	2,486
總市值(億元)	198.9
每股淨值(元)	22.06
外資持股比(%)	21.31
投信持股比(%)	1.43
近 20 日均量(張)	431
融資餘額(01/30/2019)	3,593

產品組合(2018 年母公司)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

◆ **2018年癌症及抗感染成長，彌補國際CDMO代工收入下滑：**東洋2018年營收40.6億元(YoY-0.8%)，其中母公司癌症事業(TOT)占比增9ppts至53%，係因主力產品適應症增加以及管制鴉片類藥物Painkyl進入銷售高峰；抗感染部門(TIT)因2018年無疫苗營收貢獻占比減少3ppts至19%，主力產品如Brosym、Colimycin及Cubicin出貨仍持續增加；保健藥品佔比維持6%；CDMO國際代工業務則因JNJ市佔下滑，出貨減少，佔比下滑7ppts至19%。由於CDMO利潤高於自有產品，故營收下滑導致2018年自結營業利益10.6億元(YoY-15.4%)，但因業外處分智擎收益約4.5億元(貢獻EPS約1.8元)，累積2018年稅前淨利16.6億元(YoY+4.4%)，預估稅後EPS 5.83元。

◆ **預計2H19將完成第三項學名藥授權：**展望2019年，預計JNJ市佔率將維持20%，在代工費不變下，出貨量估年減3~5%。就東洋自行開發學名藥來看，Pegylipo(適應症：軟巢癌，市場規模約6億美金)，預計6/2019送件，美國FDA審查時間約10個月，最快4/2020取證，分別將取得各100萬美金的milestone，預計1H20可在美國上市，利潤將為JNJ代工的3~4倍。Lipo-AB(適應症：全身性侵入性黴菌，市場規模約4.4億美元)，現已完成收案，將進行資料整理，預計12/2019送件，10/2020取證，分別將取得各100萬美元的milestone，預計2020年底於美國上市。Leuprolide前列腺癌及Risperidone精神分裂藥物則持續開發中。Octreotide(適應症：肢端肥大症，市場規模16.3億美元)，目前生產批量約2,000針，仍介於實驗室至商業化量產放大階段，已有包含中國藥廠在內的4家藥廠談判授權中，預計2H19可望完成第三個學名藥授權。

◆ **中國抗生素新藥遞延至2020年上市：**中國抗生素3.1類新藥Colimycin(適應症：多重抗藥性之革蘭氏陰性菌之嚴重感染)，目前中國替代性藥品每年需求量約800萬針，潛在市場約10億人民幣。由於中國進行醫藥改革，除執行BE試驗外，針對API及相關佐劑均需進行查驗登記，目前進行補件中，預計3Q19取得藥證，但因需申請進口批文，遞延至1Q20上市(原估2019年)。轉投資殷漢生技(持股預計由50%增加至67%)旗下多發性硬化症新藥Enx-201位於臨床一期尾聲，預計2H19執行歐美二、三期臨床試驗，預計花費2,000萬美金，最快2021年取證，2022年於美歐上市，已有廠商談判授權中。2019年東洋癌症事業(TOT)、抗感染部門(TIT)將持續成長，並將取得疫苗標案及里程金等，預估營收46億元(YoY+13.5%)，但因殷漢臨床費用增加且暫無處份智擎計畫，推估2019年稅後淨利10.2億元(YoY-30%)，稅後EPS 4.1元，建議持有。

單位:百萬元	2018F	2019F	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	4,063	4,613	997	907	1,119	1,106	1,095	1,009
營業毛利	2,689	3,019	647	599	745	753	741	696
營業利益	1,064	1,187	225	218	310	326	289	249
稅後純益	1,450	1,020	495	343	356	234	257	199
稅後 EPS(元)	5.83	4.10	1.99	1.38	1.43	0.94	1.03	0.80
毛利率(%)	66.18	65.43	64.87	66.07	66.6	68.09	67.66	68.91
營業利益率(%)	26.17	25.73	22.54	24.02	27.74	29.48	26.35	24.7
稅後純益率(%)	35.68	22.11	49.64	37.85	31.78	21.18	23.43	19.71
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.38	13.53	-4.14	-9.08	23.38	-1.15	-0.99	-7.81
營業利益 YoY/QoQ(%)	-15.39	11.62	-27.63	-3.09	42.47	5.06	-11.51	-13.57
稅後純益 YoY/QoQ(%)	7.81	-29.65	93.45	-30.68	3.61	-34.12	9.54	-22.46

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **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(CDMO)、非美國市場則以授權合作銷售夥伴為主。

截至 2018 年，東洋母公司營收組成分別為：癌症部門(TOT)佔比 53%、抗感染部門(TIT)19%、CDMO 國際代工業務 19%、保健藥品 6%及其他 3%。公司擁有 2 座工廠，分別為中壢廠(抗癌製劑)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。

東洋國內營收佔比約 75%，由於國內市場有限且健保價逐年調降，公司積極布局海外市場，外銷主要來自美國，東南亞(低於 5%)。然而，隨著中國對生技醫療支持，運用資本實力大量引進新產品，東洋在尋求台灣+大中華的商業化權利時，面臨中國資本的強大競爭，故未來將鎖定台灣+東南亞區域市場為布局重點。

◆ **國際大廠代工針劑，面臨新競爭者：**

2014 年東洋為 JNJ 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，JNJ 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 JNJ 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 50 萬針，貢獻營收約 8.8 億元。

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	2017	2018(E)
歐洲市場	30	30	30	30	30
J&J市佔率	66%	70%	100%	100%	70%
銷售量	**19.8**	**21**	**30**	**30**	**21**
美國市場	40	40	40	40	40
J&J市佔率		62%	62%	52%	20%
銷售量		**24.8**	**24.8**	**20.8**	**8**
其他市場	30	30	30	30	30
J&J市佔率			50%	50%	40%
銷售量			**15**	**15**	**12**
J&J合計銷售量	**19.8**	**45.8**	**69.8**	**65.8**	**41**
東洋代工比例	**100%**	**90%**	**70%**	**60%**	**58%**
東洋代工量(萬針)	**20**	**41**	**49**	**39**	**24**
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**	**87,948**	**71,064**	**42,804**

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。

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，導致東洋代工比例下滑，預估 2017 年 CDMO 營收 7.1 億元(YoY-17.7%)。

目前 Caelyx/Doxil 每年需求量約 100 萬針，據 IMS Health 統計資料顯示，目前除原廠 JNJ 及首發學名藥廠 Sun Pharma(02/2013)外，印度學名藥廠 Dr. Reddy's 於 05/2017 取得美國 ANDA 藥證。2018 年雖無產能排擠問題，東洋供給量可望恢復 2016 年水準，出貨比重亦高於第二供應商 GSK，然 JNJ 美國市占率下滑，推估 2018 年國際 CDMO 代工營收下滑至 4.2 億元。另外 Ipsen(Merrimack/Actavis)ANDA 於 10/2016 提出，目前藥證審查中，歐洲市場亦有潛在競爭者恐加入，預期 2019 年 CDMO 業務仍將較 2018 年衰退約 3~5%。

東洋學名藥 Pegylipo，預計 1H20 可在美國上市，雖上市時程較慢，然利潤將為 JNJ 代工的 3~4 倍，預計 Pegylipo 將搶食原廠 JNJ 市場。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

◆ **預計 2H19 將完成第三項學名藥授權：**

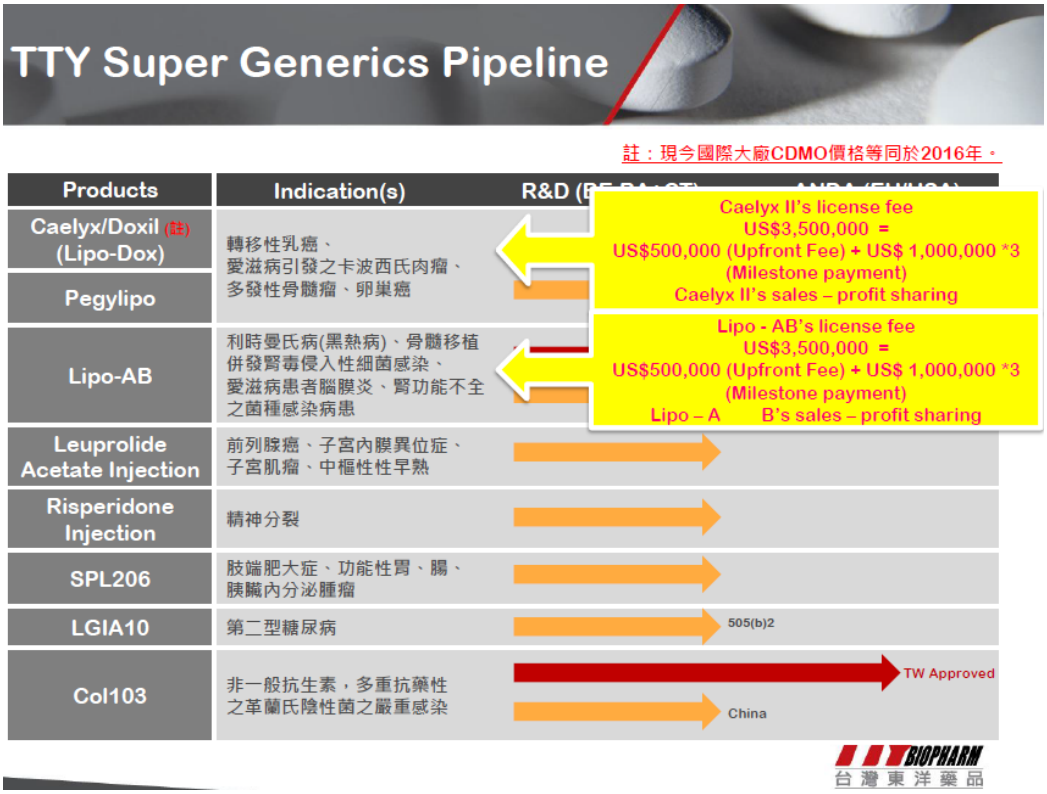
就東洋自行開發學名藥來看，Pegylipo(適應症：軟巢癌，市場規模約 6 億美金)，預計 6/2019 送件，美國 FDA 審查時間約 10 個月，最快 4/2020 取證，分別將取得各 100 萬美金的 milestone，預計 1H20 可在美國上市，利潤將為 JNJ 代工的 3~4 倍。Lipo-AB(適應症：全身性侵入性黴菌，市場規模約 4.4 億美元)，現已完成收案，將進行資料整理，預計 12/2019 送件，10/2020 取證，分別將取得各 100 萬美元的 milestone，預計 2020 年底於美國上市。Leuprolide 前列腺癌及 Risperidone 精神分裂藥物則持續開發中。Octreotide(適應症：肢端肥大症，市場規模 16.3 億美元)，目前生產批量約 2,000 針，仍介於實驗室至商業化量產放大階段，已有包含中國藥廠在內的 4 家藥廠談判授權中，預計 2H19 可望完成第三個學名藥授權。

◆ **中國抗生素新藥遞延至 2020 年上市：**

中國抗生素 3.1 類新藥 Colimycin(適應症：多重抗藥性之革蘭氏陰性菌之嚴重感染)，目前中國替代性藥品每年需求量約 800 萬針，潛在市場約 10 億人民幣。由於中國進行醫藥改革，除執行 BE 試驗外，針對 API 及相關佐劑均需進行查驗登記，目前進行補件中，預計 3Q19 取得藥證，但因需申請進口批文，遞延至 1Q20 上市(原估 2019 年)。

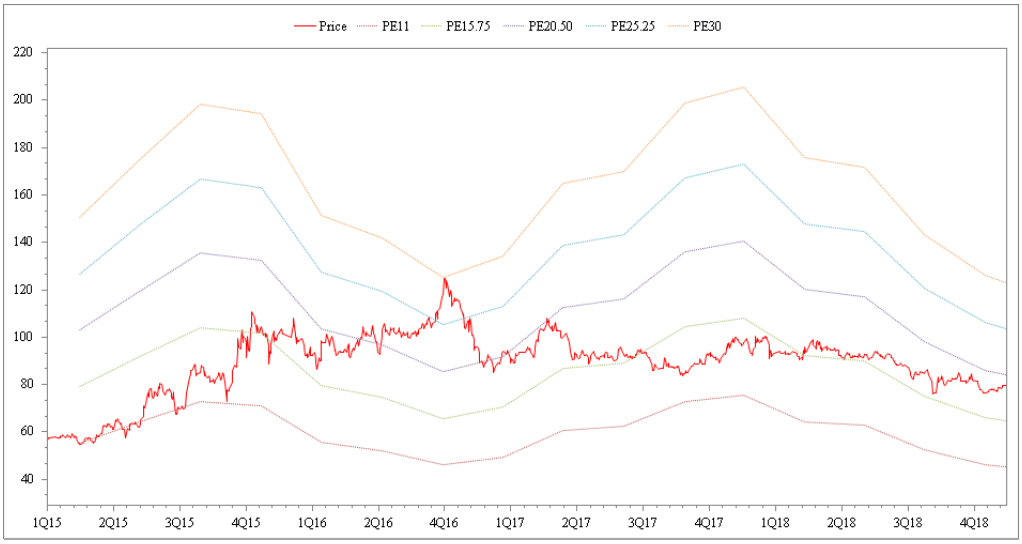
轉投資殷漢生技(持股預計由 50%增加至 67%)旗下多發性硬化症新藥 Enx-201 位於臨床一期尾聲，預計 2H19 執行歐美二、三期臨床試驗，預計花費 2,000 萬美金，最快 2021 年取證，2022 年於美歐上市，已有廠商談判授權中。2019 年東洋癌症事業(TOT)、抗感染部門(TIT)將持續成長，並將取得疫苗標案及里程金等，預估營收 46 億元(YoY+13.5%)，但因殷漢臨床費用增加且暫無處份智擎計畫，推估 2019 年稅後淨利 10.2 億元(YoY-30%)，稅後 EPS 4.1 元，建議持有。(以 2019 年 PER 21.5 倍評價)

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
20190211	持有	88.0
20180316	持有	109.0
20171020	買進	109.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	4,079	4,063	4,613	1,045	1,157	1,040	997	907	1,119	1,106	1,095	1,009
營業毛利	2,671	2,689	3,019	720	682	698	647	599	745	753	741	696
營業費用	1,412	1,623	1,831	366	368	387	420	381	435	427	452	446
營業利益	1,257	1,064	1,187	353	314	311	225	218	310	326	289	249
營業外收支	338	600	86	6	341	34	343	186	38	-19	33	2
稅前純益	1,595	1,664	1,273	359	655	344	568	404	348	307	321	251
稅後純益	1,345	1,450	1,020	278	602	256	495	343	356	234	257	199
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)	5.41	5.83	4.10	1.12	2.42	1.03	1.99	1.38	1.43	0.94	1.03	0.80
經營效率(%)												
毛利率	65.49	66.18	65.43	68.94	58.97	67.09	64.87	66.07	66.6	68.09	67.66	68.91
營業利益率	30.82	26.17	25.73	33.81	27.15	29.85	22.54	24.02	27.74	29.48	26.35	24.7
稅前純益率	39.11	40.95	27.59	34.36	56.61	33.1	56.9	44.53	31.12	27.79	29.32	24.89
稅後純益率	32.97	35.68	22.11	26.6	52.01	24.6	49.64	37.85	31.78	21.18	23.43	19.71
YoY(%)												
營收	8.46	-0.38	13.53	11.69	21.49	9.94	7.22	-13.22	-3.32	6.29	9.79	11.32
營業利益	6.55	-15.39	11.62	16.11	33.27	2.81	-21.79	-38.35	-1.2	4.98	28.36	14.47
稅前純益	5.49	4.31	-23.51	38.22	47.47	27.5	82.58	12.47	-46.85	-10.78	-43.42	-37.77
稅後純益	12.69	7.81	-29.65	30.74	74.44	15.7	103.18	23.48	-40.93	-8.47	-48.17	-42.02
QoQ(%)												
營收	--	--	--	12.34	10.74	-10.09	-4.14	-9.08	23.38	-1.15	-0.99	-7.81
營業利益	--	--	--	22.94	-11.09	-1.12	-27.63	-3.09	42.47	5.06	-11.51	-13.57
稅前純益	--	--	--	15.5	82.47	-47.42	64.77	-28.85	-13.76	-11.74	4.48	-21.75
稅後純益	--	--	--	14.06	116.56	-57.48	93.45	-30.68	3.61	-34.12	9.54	-22.46

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	2016	2017	3Q18
流動資產	4,668	4,997	4,593
現金及約當現金	2,109	1,441	2,297
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	566	694	731
非流動資產	4,622	4,510	4,360
公允價值衡量金融資產	--	0	4
不動產、廠房及設備	2,586	2,548	2,484
無形資產	30	142	158
資產總計	9,290	9,507	8,952
流動負債	2,281	2,783	2,166
短期借款	1,249	1,650	1,450
非流動負債	999	613	709
負債總計	3,280	3,395	2,875
股本	2,487	2,487	2,487
普通股股本	2,487	2,487	2,487
資本公積	405	396	359
保留盈餘	2,202	2,592	2,567
庫藏股票	--	--	--
股東權益	6,010	6,112	6,077
每股淨值(元)	21.63	22.11	22.06
流動比率(%)	204.69	179.55	211.99
速動比率(%)	178.71	154.06	177.12
應收帳款週轉率(%)	3.14	4.13	0.89
負債比率(%)	35.31	35.71	32.11
稅後股東權益報酬率(%)	22.77	24.73	6.44

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	1,512	1,595	1,316
折舊及攤提費用	123	141	109
利息費用	23	25	13
股利收入	--	--	0
權益法認列關聯企業損益	-160	-114	-30
處分不動產、廠房及設備	0	2	1
處分權益法之投資損益	--	--	-496
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	157	-128	49
存貨增減	-34	-128	-37
應付帳款增減	-68	11	-8
營業活動現金流量	1,227	997	642
公允價值衡量金融資產增減	0	0	-157
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	430	214	--
取得不動產、廠房及設備	-90	-84	-27
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	-94	-730	1,748
短期借款增減	49	401	-200
長期借款增減	130	-280	-200
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-870	-945	-1,119
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-718	-876	-1,558
淨現金流量	398	-667	856

資料來源：CMoney · JS 預估

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