2019 年 3 月 22 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
8279 TT 生展	買進 目標價 150	生展的投資評等維持買進，目標價由118元調升至150元，潛在漲幅27%，主要理由如下：中國競爭者成本提升，1Q19原料藥毛利率回升至40%以上；美系連鎖賣場1H19預計於日本、中國開幕上架；2H19年冬蟲夏草菌絲體新產品出貨，同步上修獲利及評價。

研究員 李振南
donaldlee@jsun.com

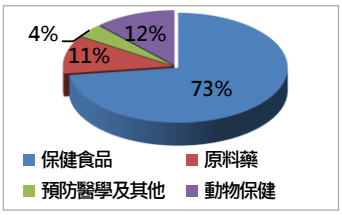
近期投資評等

03/21/2019	買進
12/21/2018	買進
07/10/2018	持有/中立

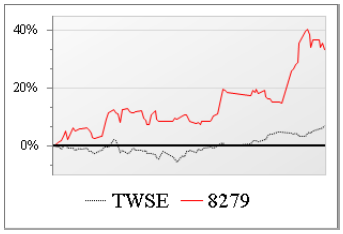
公司基本資料

收盤價(元)(03/21/2019)	118.00
股本(百萬元)	231
總市值(億元)	27.3
每股淨值(元)	35.94
外資持股比(%)	0.57
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	86
融資餘額(03/21/2019)	N.A

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- **中國競爭者成本提升，1Q19原料藥毛利率回升至40%以上：**生展4Q18營收3.14億元(YoY+36%)，符合預期，雖給予部份通路客戶年度Rebate導致費用率偏高，惟因保健品產能利用率回升，且原料藥自12/2018毛利率回穩，預估4Q18毛利率36%，稅後淨利0.41億元(YoY+60%)，稅後EPS 1.78元。原料藥方面，「莫匹羅星」(Mupirocin)去年陸續新增土耳其、墨西哥、希臘製劑廠等，年銷售量約2噸(全球市佔10%)，YoY+3~4%，惟1H18來自中、印的價格競爭，2018年原料藥營收仍微幅衰退。然中國競爭同業生產成本提高，生展自4Q18起逐步向客戶調漲報價，帶動1Q19原料藥毛利率已回升至40%以上(1Q18同期約31%)。2019年起除新客戶外，將陸續完成兩項整腸功能的API PIC/s GMP查廠，預估2019年原料藥營收YoY成長5~10%。
- **威德次品牌新產品，預估1Q19、2Q19將出貨日本、中國連鎖賣場：**保健食品方面，由生展製造的威德Weider次品牌《GREAT AMERICAN》益生菌新產品，已於1~2/2019出貨至美系連鎖賣場之日本倉庫，將配合客戶行銷於2Q19正式上架，該客戶於日本擁有27家賣場，為台灣店數的2倍，推估首批出貨將達數萬盒，預計最快2Q19將有reorder貢獻。美系連鎖賣場2014年以電商方式進入天貓設立旗艦店，以自有品牌保健品銷售為主，5/9/2018宣布與上海浦東康橋集團簽訂投資協議書，將在中國上海設立實體賣場，首家據點將於5~7/2019開幕，生展益生菌產品將提前一個月出貨。國內市場首次打入國際知名直銷N客戶，目前保健品僅出貨台灣，下單頻率約2~3個月，雖初期出貨量有限，惟公司已成為該客戶全球合格供應商，未來不排除全球合作銷售可能性。日盛預估，2019年保健品營收可望成長超過25%。
- **冬蟲夏草菌絲體預計2H19出貨：**在冬蟲夏草方面，子實體2018年底已與中國潛在夥伴初步談定以簽約支付授權金，以及銷售支付權利金方式合作，惟因更換領導此合作案目前進度不明。然在菌絲體有突破進展，去年已以原料的形式出貨香港，2019年新增台灣菌絲體客戶，預計6~7/2019出貨，未來將透過該客戶通路銷售其他亞洲市場。生展2018年陸續完成新營廠25噸醱酵槽的擴增，合計醱酵總產能達110噸(YoY+30%)(產值約15億~20億元)，並增加錠劑、顆粒及Vial年產能約40~100%，4Q18已陸續投產。此外，南科新廠則陸續新增顆粒及日本多條式粉包產品線。考量美系連鎖賣場1H19於日本、中國開幕上架，國際直銷客戶及冬蟲夏草2019年將有所突破，上修2019年稅後淨利1.9億元(YoY+41%)，稅後EPS 8.04元(原估EPS 7.63元)，目前PER約14.6倍，位於歷史區間12~30倍低檔，維持買進建議。(2019年PER 20倍)

單位:百萬元	2018F	2019F	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	1,081	1,354	310	314	255	325	383	391
營業毛利	381	491	114	114	87	116	142	146
營業利益	164	227	57	49	34	53	75	65
稅後純益	132	186	48	41	30	36	64	56
稅後 EPS(元)	5.71	8.04	2.08	1.78	1.29	1.56	2.77	2.42
毛利率(%)	35.22	36.27	36.95	36.25	34.31	35.78	36.98	37.25
營業利益率(%)	15.21	16.75	18.55	15.66	13.27	16.42	19.51	16.58
稅後純益率(%)	12.2	13.72	15.49	13.11	11.7	11.13	16.68	14.3
營業收入 YoY/QoQ(%)	13.06	25.29	17.37	1.55	-18.9	27.3	18.15	1.88
營業利益 YoY/QoQ(%)	-4.72	37.93	33.06	-14.27	-31.26	57.53	40.35	-13.42
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-11.3	40.92	72.54	-14.07	-27.61	21.11	77.06	-12.67

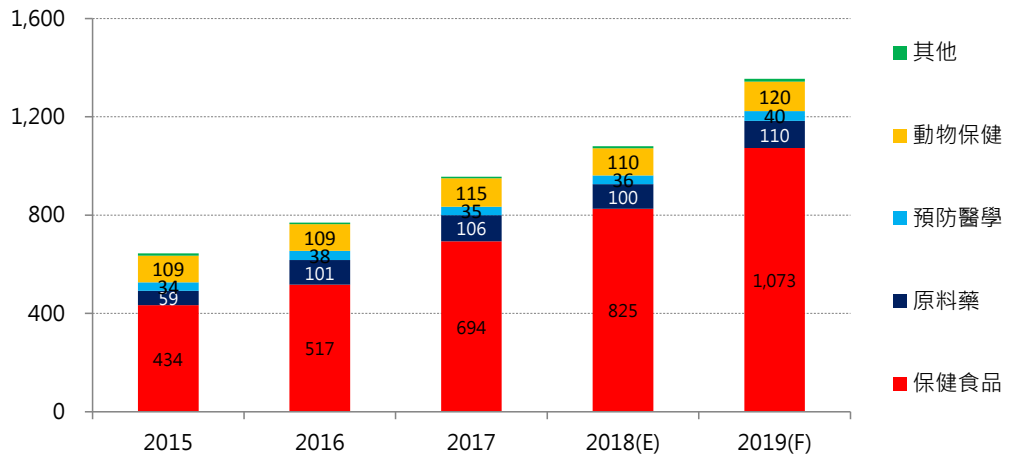
資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **生展為國內保健食品醱酵大廠：**

生展成立於1999年，母公司生達化學製藥(1720 TT)持股約47.27%，生展以經營保健食品(占比約73%)及醱酵原料藥(占比約11%)為主，其次則為動物保健12%、預防醫學及其他4%，其核心技術為菌種鑑定、保存、活化及改良等。2018年營收10.81億元(YoY+13%)，主要成長動能來自保健食品代工及原料藥外銷。保健食品除替美國80年保健品大廠威德(Weider)代工益生菌產品，並於台灣連鎖賣場獨家銷售外，2017年亦增加中國大型藥企客戶雲南白藥，出貨益生菌保健品原料(營收占比約3%~5%)。

生展原料藥主力產品為「莫匹羅星」(Mupirocin)，主要用於治療細菌感染之皮膚疾病外用抗生素，其藥品製劑全球市場超過2億美元，生展於2/2016取得美國DMF藥證，2018年陸續新增土耳其、墨西哥、希臘製劑廠等客戶，全球年銷售約2噸，市佔率10%。受惠於南科新廠(液劑為主)於1Q17投產後，目前稼動率超過5成，在生產規模達經濟效益下，費用增加有限，獲利將逐步顯現。

圖一、生展近 5 年產品組合，主要成長動能來自保健食品 **單位：百萬元**



資料來源：生展、日盛投顧彙整

◆ **保健食品隨國際品牌成長，預估 2019 年成長 25~30%**

目前生展保健食品客戶數約50位，推估2018年保健食品營收8.25億元(YoY+19%)，其中佔比最高為威德(Weider)約21%，目前合作多項產品於台灣14家美式連鎖賣場好市多(Costco)獨家銷售。觀察Weider為美國80年保健品大廠，過去以健身相關營養補充品為主，近年陸續跨入預防醫學、保健食品領域，而生展為威德全球通路中，唯一醱酵類產品合作夥伴，2017年威德貢獻生展營收約2.04億元(YoY+46%)，生展將擴大與Weider的合作，目前國內提案上線的新產品超過6項。

在國際市場方面，生展亦將攜手Weider與Costco三方結盟。在日本市場方面，目前Costco與Weider合作的產品為果凍(由簽約代工廠森永生產)，礙於Weider與森永的合約尚未正式到期。威德Weider改以次品牌《GREAT AMERICAN》銷售益生菌新產品(由生展代工)，生展已於1~2/2019出貨至美系連鎖賣場之日本倉庫，將配合客戶行

銷於2Q19正式上架，該客戶於日本擁有27家賣場，為台灣店數的2倍，推估首批出貨將達數萬盒，預計最快2Q19將有reorder貢獻。

在中國市場方面，美系連鎖賣場Costco中國目前已在包含天貓在內的電商平台設立線上旗艦店，試銷多年，預計5~7/2019於上海正式成立首家實體通路。由於中國開架產品上架必須先取得三證(標籤/商檢/衛生證)，目前Costco是否能如期開幕，將取決於美國Costco旗下產品於中國登記審查的速度，生展的產品已完成申請，預計開幕前1個月展開出貨。

其次第二大保健品客戶，則為國際營養保健品大廠G公司，營收佔比超過5%，出貨以新加坡、馬來西亞為主。2Q17新增的中國客戶雲南白藥，目前出貨兩項益生菌產品，包含益生菌牙膏及另一項益生菌產品之原料半成品，2017年營收貢獻約3,000萬~4,000萬元，目前每月穩定出貨，但1Q18其中一項產品在中國進行證照renew，預計將於2Q18完成，由於白藥產品均有兩家供應商，生展今年出貨比重將過半，預估2018年白藥訂單可維持雙位數成長。由於雲南白藥目前中國牙膏年銷售達40億人民幣，目前益生菌牙膏僅佔極少部分，預期未來成長潛力仍高。

整體而言，2019年中國、國內亦有直銷、媒體通路新客戶加入，預估2019年保健食品營收成長25%~30%。

◆ **中印生產成本提升，1Q19 原料藥毛利率已回升至 40%以上**

原料藥方面，生展鎖定市場競爭者較少的藥項，目前有三項產品，2017年原料藥營收推估營收1.06億元(YoY+6%)，僅有個位數成長，係因新品項「莫匹羅星鈣」(Mupirocin Calcium)雖已取得藥證，然其市場較「莫匹羅星」(Mupirocin)小且僅特定市場有需求量，2017年Mu鈣的API僅出貨約100公斤，該品項預估市場年需求約2噸，2017年底公司積極開發中東市場，預估2018年將有小量訂單貢獻。

在「莫匹羅星」(Mupirocin)部分，全球市場年需求量約17公噸，生展2018年陸續新增土耳其、墨西哥、希臘製劑廠等，年銷售量約2噸(全球市佔10%)，YoY+3~4%，惟1H18來自中、印的價格競爭，2018年原料藥營收仍微幅衰退。然中國競爭同業生產成本提高，生展自4Q18起逐步向客戶調漲報價，帶動1Q19原料藥毛利率已回升至40%以上(1Q18同期約31%)。2019年起除新客戶外，將陸續完成兩項整腸功能的API PIC/s GMP查廠，預估2019年原料藥營收YoY成長5~10%。

表一、生展目前登記在美國 DMF 的原料藥證

DMF#	STATUS	TYPE	SUBMIT DATE	SUBJECT	Active	Competitor	2017年出貨量	全球市場年需求	全球市場年產值
30292	A	II	2016/2/11	MUPIROCIN 莫匹羅星	5	GSK、TEVA、杭州中美华东制药(非無菌)、CONCORD、KAWMAN	>1公噸	17公噸	2億美金
-	-	-	-	MUPIROCIN CALCIUM 莫匹羅星鈣	4	GSK(非無菌)、TEVA、杭州中美华东制药、CONCORD	100kg	2公噸	1.3億美金

說明：生展 Mupirocin Calcium 尚未取得美國 DMF 藥證，故僅能銷售非歐美法規國家。資料來源：生展、日盛投顧彙整。

◆ **冬蟲夏草菌絲體預計 2H19 出貨**

在冬蟲夏草方面，子實體 2018 年底已與中國潛在夥伴初步談定以簽約支付授權金，以及銷售支付權利金方式合作，惟因該公司今年更換新領導，此合作案目前進度不明。然在菌絲體有突破進展，2018 年已以原料的形式出貨香港，2019 年新增台灣菌絲體客戶，預計 6~7/2019 出貨，未來將透過該客戶通路銷售其他亞洲市場。

◆ **2019 年產能擴充完成，營運動能轉佳**

在馬來西亞佈局，生展除替Weider代工保健品外，亦掌握Weider產品經銷權，使代工售價不易砍價，且自有品牌也將跟隨國際品牌進入當地市場，目前已在萬寧(約400多家店面)、康寧(約100多家店面)兩大當地醫藥通路鋪貨銷售。然因當地市場認證速度較慢，2018年銷售仍低於預期。整體而言，預計2018年海外銷售占比維持20%。

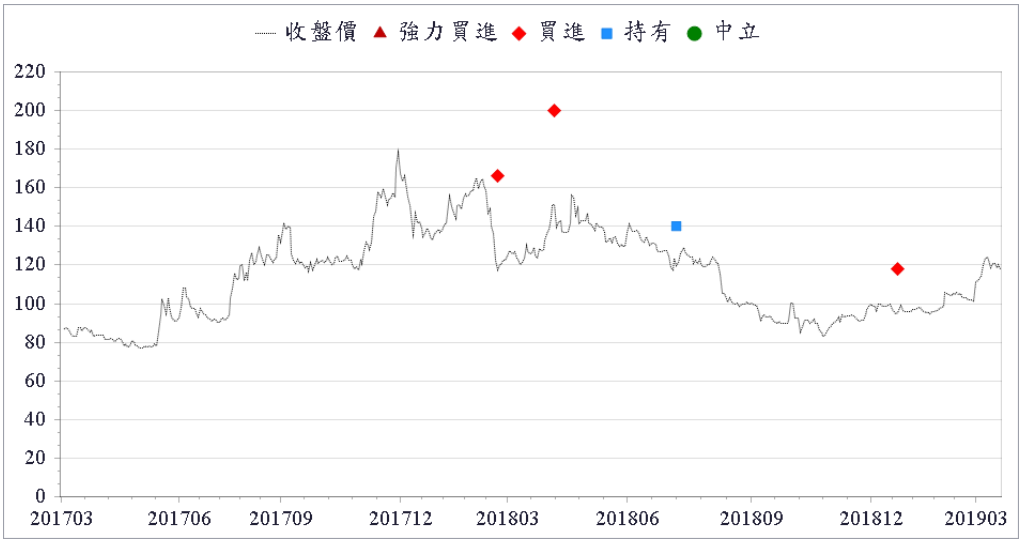
生展2018年陸續完成新營廠25噸醱酵槽的擴增，合計醱酵總產能達110噸(YoY+30%)(產值約15億~20億元)，並增加錠劑、顆粒及Vial年產能約40~100%，4Q18已陸續投產。此外，南科新廠則陸續新增顆粒及日本多條式粉包產品線。管理層並規劃將於2019年擴增新廠二期，已完成設計圖，預計2H20完工投產。

考量美系連鎖賣場1H19於日本、中國開幕上架，國際直銷客戶及冬蟲夏草2019年將有所突破，上修2019年稅後淨利1.9億元(YoY+41%)，稅後EPS 8.04元(原估EPS 7.63元)，目前PER約14.6倍，位於歷史區間12~30倍低檔，維持買進建議，目標價由118元，上修至150元。(2019年PER 20倍)

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
20190322	買進	150.0
20181221	買進	140.0
20180710	持有	140.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	956	1,081	1,354	231	193	264	310	314	255	325	383	391
營業毛利	356	381	491	80	60	92	114	114	87	116	142	146
營業費用	184	216	264	51	45	49	57	65	54	63	67	81
營業利益	173	164	227	30	15	43	57	49	34	53	75	65
營業外收支	12	8	14	1	3	2	2	2	3	2	4	5
稅前純益	185	173	241	31	17	45	59	51	37	56	79	69
稅後純益	149	132	186	26	15	28	48	41	30	36	64	56
最新股本	231	231	231	231	231	231	231	231	231	231	231	231
稅後 EPS(元)	6.43	5.71	8.04	1.12	0.64	1.20	2.08	1.78	1.29	1.56	2.77	2.42
經營效率(%)												
毛利率	37.28	35.22	36.27	34.84	31.11	34.95	36.95	36.25	34.31	35.78	36.98	37.25
營業利益率	18.05	15.21	16.75	12.89	7.56	16.36	18.55	15.66	13.27	16.42	19.51	16.58
稅前純益率	19.32	15.97	17.82	13.49	8.87	17.01	19.19	16.28	14.62	17.12	20.59	17.76
稅後純益率	15.55	12.2	13.72	11.2	7.72	10.54	15.49	13.11	11.7	11.13	16.68	14.3
YoY(%)												
營收	24.21	13.06	25.29	10.16	-5.8	6.17	13.87	36.28	32.23	23.06	23.88	24.28
營業利益	49.04	-4.72	37.93	-1.69	-38.3	-24.8	-7.05	65.54	132.15	23.52	30.29	31.58
稅前純益	61.94	-6.56	39.8	21.52	-30.37	-26.92	-12.13	64.48	117.98	23.9	32.94	35.56
稅後純益	64.75	-11.3	40.92	16.89	-27.05	-37.48	-17.23	59.52	100.4	29.99	33.39	35.56
QoQ(%)												
營收				-15.15	-16.41	36.78	17.37	1.55	-18.9	27.3	18.15	1.88
營業利益				-51.87	-50.99	196.08	33.06	-14.27	-31.26	57.53	40.35	-13.42
稅前純益				-53.96	-45.04	162.24	32.43	-13.83	-27.16	49.06	42.08	-12.13
稅後純益				-55.42	-42.38	86.72	72.54	-14.07	-27.61	21.11	77.06	-12.67

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	558	562	646
現金及約當現金	179	171	101
公允價值衡量金融資產	70	0	0
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	125	145	223
非流動資產	493	602	651
公允價值衡量金融資產	--	0	4
不動產、廠房及設備	412	478	515
無形資產	34	35	33
資產總計	1,051	1,164	1,297
流動負債	396	312	376
短期借款	0	50	50
非流動負債	18	88	91
負債總計	414	400	467
股本	210	210	231
普通股股本	210	210	231
資本公積	163	163	163
保留盈餘	264	390	436
庫藏股票	--	--	--
股東權益	637	764	830
每股淨值(元)	30.35	36.38	35.94
流動比率(%)	140.97	180.13	171.91
速動比率(%)	106.33	123.71	104.32
應收帳款週轉率(%)	4.88	4.95	1.13
負債比率(%)	39.37	34.37	35.99
稅後股東權益報酬率(%)	17.37	21.21	5.95

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	114	185	121
折舊及攤提費用	32	39	36
利息費用	1	1	1
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	-1	0	0
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	-33	11	-88
存貨增減	-17	-36	-76
應付帳款增減	26	-12	17
營業活動現金流量	47	161	28
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	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-19	-196	-52
處分不動產、廠房及設備	2	1	1
投資活動現金流量	-33	-293	-74
短期借款增減	0	50	0
長期借款增減	-22	95	-4
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	152	0	--
發放現金股利	-9	-21	-21
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	121	124	-25
淨現金流量	135	-8	-71

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