

生技醫療

**皇將 (4744.TT)****疫後復甦與併購，獲利倍增且創高****買進(維持評等)****出刊緣由：更新近況**

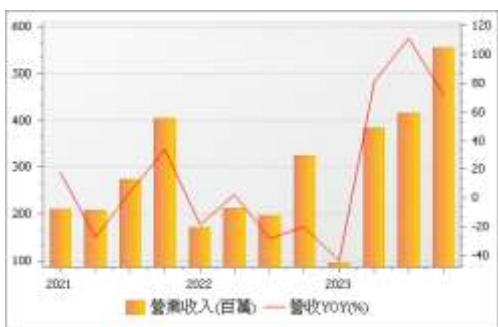
與前次比較：	上次	本次
評等	買進	買進
目標價	48	55
EPS	-	2.73
收盤價	35.8	39.55
大盤指數	18212.28	15626.07

前次評等日期:2022/1/20

市值(億)	20.6
股本(億)	5.200000
三個月平均成交金額(億)	0.51
淨負債/股東權益	99.72
董監持股比率	9.67
外資持股比率	2.24
投信持股比率	0.00

**個股與大盤走勢**

	近一個月	近三個月	近半年	近一年
加權指數報酬率	-1.5	0.2	20.0	-6.4
個股股價報酬率	17.9	35.9	55.7	38.4

**營收走勢圖**研究員/張立群 [BI0@uni-psg.com](mailto:BI0@uni-psg.com)

皇將是台灣最大的製藥包裝廠，公司 1Q23 舊訂單(多半來自疫情前的詢問單)銳減，4Q21~2022 之新接單也還未開始銜接，導致 2022 年底設備集中驗收後，1Q23 營收驟降至 9,579 萬元 (QoQ-70%，YoY-44%)，遠低於損平門檻，預估皇將 1Q23 EPS-0.49 元。然而，公司 2Q23 起營運將急起直追，因併購南韓軟膠囊包裝設備廠「昌誠 CHANGSUNG」，自 2023/04 起合併財報(貢獻每月營收約 5,000 萬元)，且 2H21 起積極參展並屢獲高評價的製藥包裝設備已轉為正式訂單，於近一季起出貨動能增溫，預期 2Q23 起完成驗收(認列營收)的數量將大增。

投研部正面看待皇將，係因：(1) 2023 獲利將創高且逐季向上。預估皇將 2023 營收 14.48 億元(YoY+60%)，稅後 EPS 2.73 元(YoY+152%)。2023 動能來自 2023/04 起併表的昌誠(估貢獻 2023 營收 4.5 億元)、印度地區的回升(2.1 億元，YoY+17%)，以及美國市場的持續成長(5.6 億元，YoY+8%)。估皇將 2Q23~4Q23 EPS 分別躍升至 0.64 元、0.85 元、1.72 元。(2) 2024 既有事業可望回升至疫情前水準，加上昌誠營運成長，併表時間也由 2023 的三個季度增至 2024 的全年度，預估皇將 2024 營收、稅後 EPS 將持續創高至 17.9 億元(YoY+24%)、3.51 元(YoY+29%)。(3) 台灣醫材設備代理廠 PER 均有 20X 左右，預期成長動能更佳的皇將 PER 也將上看 20X。投研部建議買進皇將，目標價 55 元(=2023 PER 20X)。

**重點摘要：**

1. 印度營運重挫，皇將22年EPS 1.08元(YoY-26%)。然疫後參展好評漸轉為訂單，且併購效益可觀，估23年EPS創高至2.73元

皇將之製藥設備單參展詢問度轉為實際訂單費時1~2年，由於疫情前參展之訂單效益於2022轉弱，疫情導致2020~1H21難以藉由參展拓展新訂單來彌補舊訂單的下滑，造成皇將2022營運表現疲弱，當中又以疫情控管不佳的印度地區最為嚴峻。皇將2022營收衰退至9.03億元(YoY-18%)，其中，營收佔比曾一度接近4成的印度地區2022營收驟降至1.79億元(YoY-49%，營收占比20%)，中國亦衰退至2,600萬元(YoY-6%)，其它地區1.77億元(YoY-28%)。先進的美國地區表現仍較強勢，2022營收持續成長至5.2億元(YoY+11%)。隨著疫情影響淡化，皇將4Q21起積極參展，導致2022



營業費用逆勢增至4.07億元 (YoY+10%)。2022營收衰退且本業損平門檻進一步提高，造成公司2022本業首度虧損，營益率降至-1.1% (YoY-8.4 pts)，營業淨利-1,013萬元。所幸2022匯率環境佳，匯兌利益達9,913萬元並帶動2022整體業外收入創高至9,100萬元。受惠於業外表現佳，皇將2022稅後EPS仍有1.08元 (稀釋前YoY-26%，稀釋後YoY-33%)。

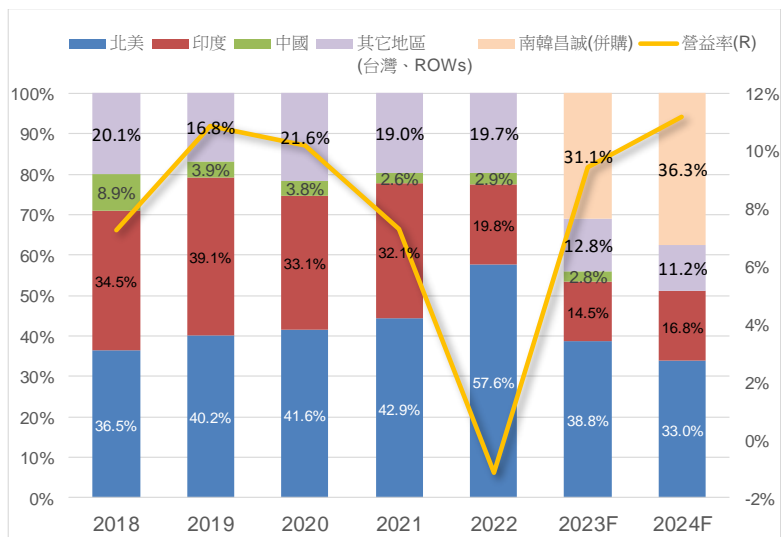
投研部預估皇將2023營收14.48億元 (YoY+60%)，其中，來自美國之營收預估持續成長至5.62億元 (YoY+8%)，印度營收則回升至2.1億元 (YoY+17%)，中國4,000萬元 (YoY+50%)，台灣與其它地區合計小幅成長至1.85億元 (YoY+4%)。另併購南韓昌誠可於2023/04正式併入皇將財報，每月營收貢獻約5,000萬元，估貢獻2023營收4.5億元。營收創高帶動可觀的規模經濟效益，預估皇將2023營益率回升至9.4% (YoY+10.6pts)，接近疫情前的正常水準，預估2023營業淨利1.37億元 (虧轉盈)，業外收入4,100萬元 (YoY-55%)<sup>註</sup>，稅後EPS 2.73元 (YoY+152%)，本業與稅前/稅後獲利將創高。

註、皇將較穩定的業外收入為來自北美客戶之運費、空置廠房之租金，每年皆約1,000多萬台幣。較浮動的業外損益為匯率，以及於每年第四季評價的轉投資價值損益 (2022虧損1,826萬，可望於2023部分回沖)。

預估皇將2024營收17.9億元 (YoY+24%)，其中，美國營收預估5.9億元 (YoY+5%)，印度持續回升至3億元 (YoY+43%)，相當於疫情前正常水準的8成，中國5,000萬元 (YoY+25%)，台灣與其它地區合計2億元 (YoY+8%)，南韓昌誠貢獻2024營收6.5億元 (YoY+44%)。包含營運成長10%、及併表時間較2023多了一季)。預估皇將2024營益率11.2% (YoY+1.7pts)，營業淨利2億元 (YoY+46%)，業外收入2,800萬元 (YoY-32%)，稅後EPS 3.51元 (YoY+29%)。

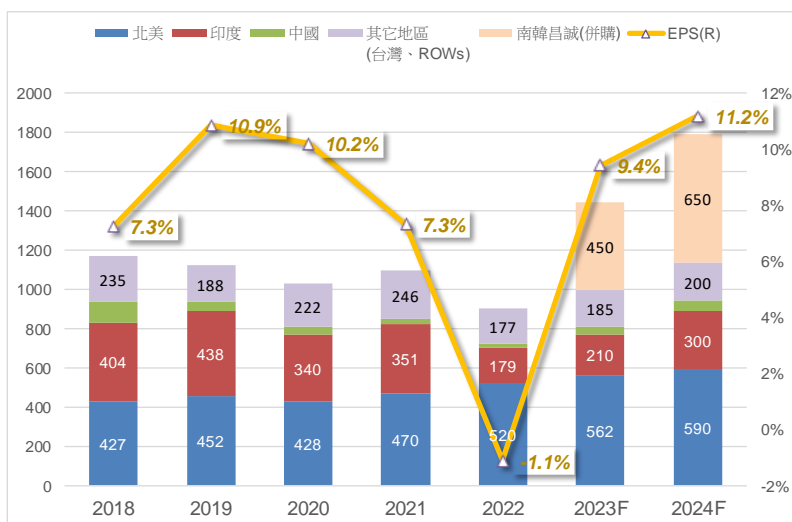


圖一、皇將年營收組成(依%)、營益率 (單位：%)



資料來源：公開資訊觀測站，統一投顧彙整預估

圖二、皇將年營收組成(依金額)、營益率 (單位：百萬台幣；%)

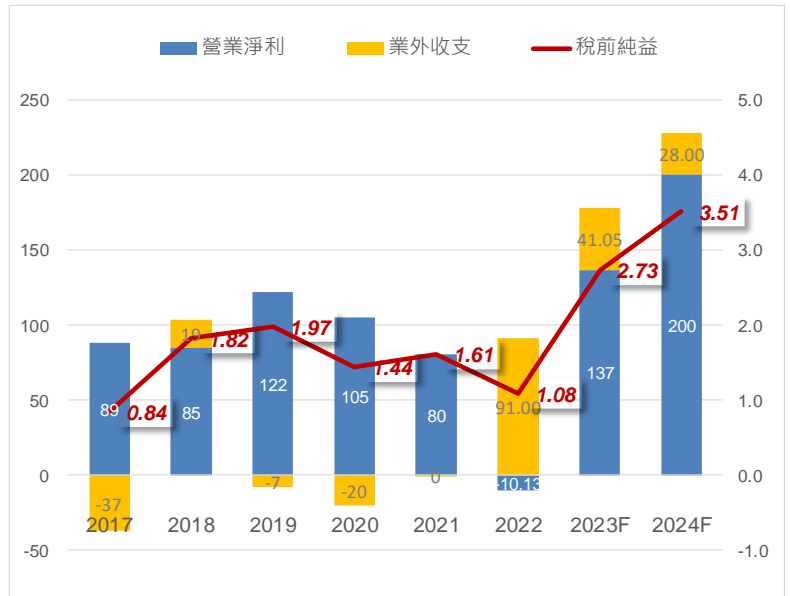


資料來源：公開資訊觀測站，統一投顧彙整預估



圖三、皇將年獲利結構與 EPS (依業內、業外)

(單位：百萬台幣；元/股)



資料來源：CMoney，統一投顧彙整預估

## 2. 1Q23谷底過後，2Q23將顯著躍升。2023營運逐季提升可期

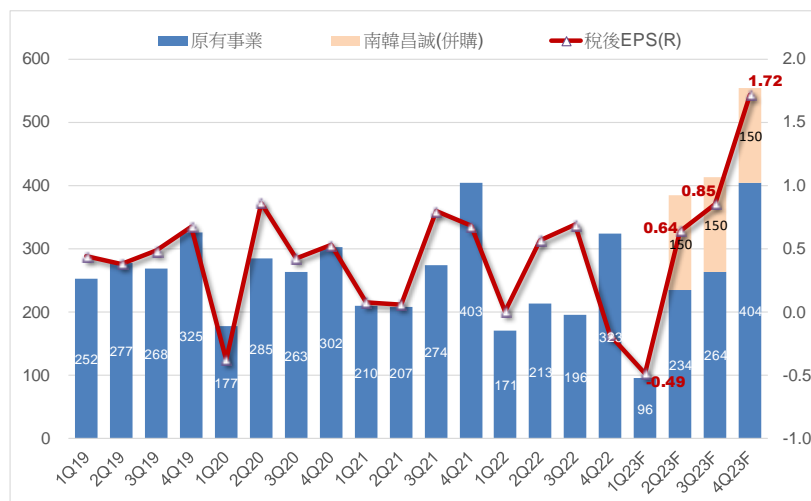
皇將1Q23營收驟降至9,579萬元(QoQ-70%，YoY-44%)，因舊訂單(多半來自疫情前的詢問單)銳減，且4Q21~2022之新接單也還未開始銜接，導致2022年底設備集中驗收後1Q23淡季更淡。1Q23營收遠低於損平門檻，預估皇將1Q23營益率-41%(QoQ-50ppts，YoY-24ppts)，營業淨損3,929萬元(QoQ、YoY盈轉虧)，EPS-0.49元。公司預期2Q23起營運將急起直追，因2023/04起併購南韓軟膠囊包裝設備廠昌誠(貢獻每月營收約5,000萬元)，且4Q21起積極參展且屢獲高評價的製藥包裝設備已轉為正式訂單，於近一季起出貨動能增溫，預期2Q23起完成驗收(認列營收)的數量將大增，營運逐季提升可期。

預估皇將2Q23營收3.84億元(QoQ+300%，YoY+81%)，營益率9.4%(QoQ+50.4ppts，YoY+8.4ppts)，營業淨利3,600萬元(YoY+1,591%)，2Q23稅後EPS 0.64元(YoY+14%)。預估皇將3Q23營收14億元(QoQ+8%，YoY+111%)，營益率11.1%(QoQ+1.8ppts，YoY+17.7ppts)，營業淨利4,608萬元(YoY虧轉盈)，3Q23稅後EPS 0.85元(YoY+26%)。其中，2Q23~3Q23稅前/稅後獲利成長動能不如本業獲利之成長，係因2Q22~3Q22有可觀的匯兌利益墊高業外基期。預估皇將4Q23營5.54億元(QoQ+34%，YoY+72%)，營益率17%(QoQ +5.8ppts，YoY+7.6 ppts)，營業淨利9,301萬元(QoQ+104%，YoY+213%)，稅後EPS 1.72元(YoY虧轉盈)。



圖四、皇將季營收組成、及稅後 EPS

(單位：百萬台幣；元/股)



資料來源：統一投顧彙整預估

### 3. 4Q21起積極參展與大獲好評，詢問單將自2Q23起轉為實質營收。併購南韓昌誠估將分別貢獻22、23年EPS 1.1元、1.6元

皇將是台灣最大的製藥包裝廠，公司從製藥後段的貼標機起家，2010和全球的數粒機大廠-荷蘭Cremer OEM合作開始跨進前端的製藥包裝設備，爾後陸續開發與整合製藥設備，2017起已能進行製藥設備一條龍的整線輸出(圖五)。皇將是亞洲少數全產線包裝設備獲得多項國際重要認證的製藥包裝廠，其中，ISO9001-CE(歐盟)、FDA(美國)、PMMI(美國)是公司拓展國際市場的關鍵。皇將在國際製藥包裝領域的接單競爭力包括：

- (1) 製藥包裝設備有高工藝與高整合門檻，過往大都是有CE、FDA、cGMP、PMMI 其中數項認證的歐美廠商主導國際市場。皇將則是亞洲少數全產線設備具備上述認證的廠商。
- (2) 公司建立工業4.0(IOT)與AR遠端系統並應用在驗機、系統智能巡檢、設備系統電子化/視覺化，並可透過手機掌握機器狀況。
- (3) 公司設備較便宜且交期短，比歐美廠商更能滿足客戶的需求。一般而言，製藥設備從下單~交機/驗收需要6個月以上，然皇將一直都在精簡流程，新冠疫情期又更加速了流程的精簡(包含前述的工業4.0與AR的導入)。公司現在從下單~交機/驗收減半至3個月。





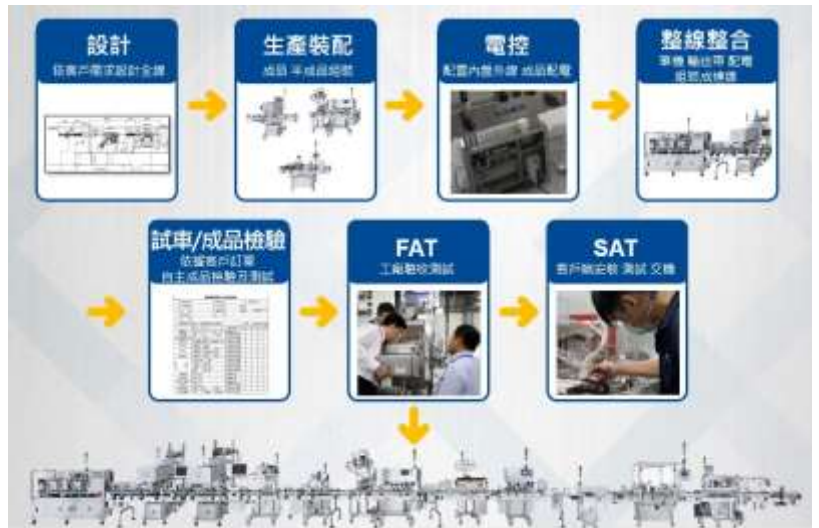
- (4) 簡化並圖像化操作介面，皇將的產品是全世界最容易上手與操作的製藥設備。

過去參展的詢問度為製藥設備廠1~2年後營運展望的風向球，依據公司經驗，約有2~3成的詢問單會轉為實際訂單。受惠疫後需求復甦、烏俄戰爭對需求的衝擊淡化，皇將3Q21積極參展迄今之詢問度勝過疫情前水準，公司在數個參展會場中有最高詢問熱度。以客戶參展詢問~轉化惟實際訂單之出貨(驗收)的時間差來推估，皇將2Q23起的營運將明顯向上，投研部預期公司2024有機會重回、甚至超越疫情前的營運水準(年營收11~12億元)。公司表示，目前營收佔比最高的美國市場能見度與確定度最高，2023可望仍維持過去雙位數之成長；而2022驟降的印度地區，亦將藉由耕耘參展期間積極詢問的客戶、及新產品的推出，努力拉升至疫情前的水準。其它地區則維持等於~大於2022之水準。

皇將於2023/02 100%收購的南韓最大軟膠囊包裝設備廠「昌誠CHANGSUNG」則是公司2023~2024營運躍升的關鍵。昌誠的設備除了包裝軟膠囊藥品，也可包裝魚油、葉黃素...等保健品，適合保健食品蓬勃發展的亞洲地區，亦可拓展疫後保健食品接受度快速提升的北美市場。昌誠為營運穩定成長之企業，近年營收與獲利分別約為5.7億台幣、8,000多萬台幣，皇將對昌誠營運的預算編列為每年成長10%。南韓昌誠於2023/04正式併入皇將之財報，考量併表之時間點，投研部預估昌誠實際貢獻皇將2023營收4.5億元，貢獻稅後EPS 1.1元。預估貢獻皇將2024營收6億元，貢獻稅後EPS 1.59元

圖五、皇將的製藥包裝設備種類(上)，以及整線設備製程(下)

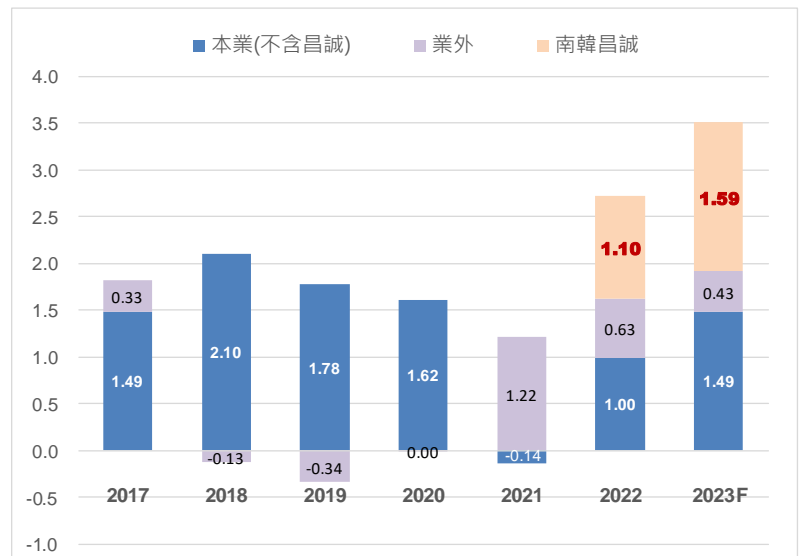




資料來源：皇將，統一投顧彙整

圖六、皇將年 EPS 組成

(單位：元/股)



資料來源：CMoney，統一投顧彙整預估

12 month Forward PE bands



12 month Forward PB bands



簡明損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F
營業收入	171	213	196	323	96	384	414	554	1,094	902	1,448
營業毛利	73	90	84	149	41	173	188	252	449	397	654
營業費用	103	88	97	119	80	137	142	158	369	407	517
營業利益	-30	2	-13	30	-39	36	46	93	80	-10	137
業外收支	32	35	59	-35	9	6	8	18	0	90	41
稅前純益	3	37	46	-5	-30	42	55	112	80	80	178
稅後純益	0	30	36	-9	-25	33	44	89	76	56	141
EPS	0.01	0.57	0.69	-0.18	-0.49	0.64	0.85	1.72	1.61	1.08	2.73
重要比率											
毛利率	42.9	42.4	43.0	46.2	42.7	45.1	45.4	45.5	41.1	44.0	45.2
費用率	60.2	41.4	49.6	36.9	83.3	35.7	34.3	28.5	33.8	45.1	35.7
營益率	-17.3	1.0	-6.6	9.4	-40.6	9.4	11.1	17.0	7.3	-1.1	9.5
淨利率	0.2	13.9	18.2	-2.9	-26.0	8.6	10.6	16.1	7.0	6.2	9.7
QoQ											
營業收入	-57.6	24.2	-7.7	64.8	-70.3	300.0	7.8	33.8			
營業毛利	-46.1	22.7	-6.4	77.3	-72.5	322.0	8.7	34.0			
營業利益	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	27.8	104.3			
稅前純益	-90.8	1,239.4	24.9	N.A.	N.A.	N.A.	31.0	103.6			
稅後淨利	-98.8	7,260.6	21.0	N.A.	N.A.	N.A.	33.3	102.3			
YoY											
營業收入	-18.4	2.4	-28.5	-19.9	-43.9	81.1	111.2	71.5	6.5	-17.5	60.3
營業毛利	-23.5	-9.2	-29.1	9.9	-43.8	92.2	123.8	69.1	-0.5	-11.7	64.7
營業利益	N.A.	-85.2	N.A.	-0.4	N.A.	1,591.5	N.A.	213.3	-23.6	N.A.	N.A.
稅前純益	-52.7	N.A.	0.9	N.A.	N.A.	16.7	19.6	N.A.	-5.8	1.0	123.8
稅後淨利	-89.1	918.5	-5.0	N.A.	N.A.	13.8	25.7	N.A.	12.2	-26.1	151.8

資料來源：公司資料及統一投顧預估





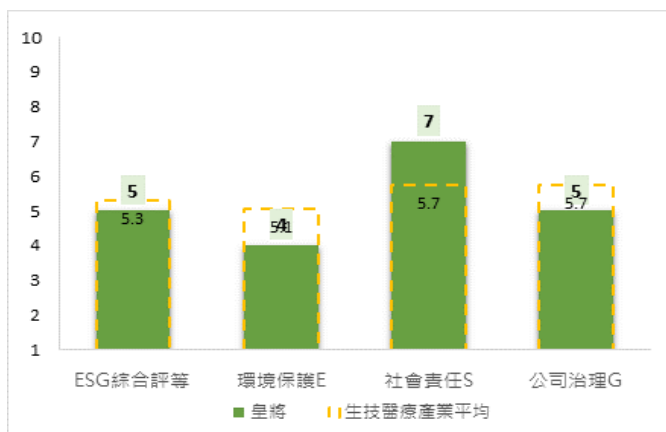
ESG 永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating



CMoney ESG Rating	E 環境保護 Rating	S 社會責任 Rating	G 公司治理 Rating
5 / 10	3 / 10	5 / 10	5 / 10

交易所產業分類排名	交易所公司治理評鑑	永續報告書連結
70 / 130	51%至 65%	



資料來源：交易所、CMoney 及統一投顧整理

溫室氣體盤查數據

年度	排放總量(公噸)	範疇一(公噸)	範疇二(公噸)
2020	793,668	177,914	615,754
2019	732,111	153,110	579,001
2018	642,790	89,618	553,172

企業用水量盤查數據

年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2020	未揭露	--	--
2019	未揭露	--	--
2018	未揭露	--	--

員工人數與福利

年度	員工人數(人)	員工人數增減(人)	福利費用(千)
2022	--	--	288,463
2021	226	-11	281,393
2020	237	-6	292,749

股權控制情形

年度	席次控制權(%)	股份控制權(%)	股權集中度
2022	11	78	0
2021	11	78	0
2020	11	78	0

交易所公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊透明度	落實 企業社會責任
2023	51%至 65%	C+	0.20	0.33	0.23	0.24
2022	51%至 65%	C+	0.20	0.33	0.26	0.21
2021	36%至 50%	B	0.19	0.34	0.26	0.21

資料來源：交易所、CMoney 及統一投顧整理



## 附錄一：評等之標準

評等	定義
強力買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬超過 25%以上
買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬 10%以上
中立	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10~-10%
降低持股	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 (-10%) 以下
未評等	沒有足夠的基本資料判斷該公司評等

## 附錄二：免責宣言

© 2010 統一投資顧問股份有限公司版權所有。本公司提供之報告內容係根據本公司認可之資料來源，並基於特定日期所做之判斷，但不保證其完整性或正確性，報告中所有的意見及預估，如有變更恕不另行通知。

本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶做為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見，不構成任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本投資報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。本投資報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。本投資報告內容屬統一投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。



### 服務據點

#### 台北

統一綜合證券股份有限公司

電話：886-2-2747-8266

地址：台北市松山東興路 8 號 1 樓

#### 台北

統一證券投資顧問股份有限公司

電話：886-2-2748-8399

地址：台北市松山東興路 8 號 3 樓

#### 香港

統一證券(香港)有限公司

電話：852-2956-3330

地址：香港中環德輔道中 199 號無限極廣場 26 樓 2603-6 室