

旭富製藥科技股份有限公司

提升企業價值計畫

一、營運分析及強化計畫

(一) 目前營運狀態

本公司於 2020 年末發生重大火災事故，產能受損嚴重，影響業務銷售，生產線雖然已於 2024 年第一季全數修復完成，但預估 2024 年業務狀態只能回復至災前 6 成水準，毛利率在價格競爭激烈、產能利用率待提升及折舊成本遽增等不利因素影響下，與災前水準有相當差異，於營業收入衰退與毛利率不佳之雙重負面衝擊下，災後至今獲利能力待提升；火災之後本公司基於風險管理考量，決定增建觀音廠，以增加營運韌性，提高客戶信賴度，觀音廠目前已取得使用執照，正在積極安裝機器設備中，預計於 2025 年中啟用生產。

(二) 獲利能力評估

本公司管理階層主要採用股東權益報酬率(ROE)來評估獲利能力，並據以規劃短中長期營運強化計畫，最近幾年之股東權益報酬率因受火災影響本業及業外之獲利狀況，不具分析價值，但自 2025 年起，股東權益報酬率將可充分顯示本公司管理階層之經營能力，本公司將 2025-2027 年股東權益報酬率目標設定為 12%，這段時間仍受火災餘波及觀音廠初營運須時間調適(如美國 FDA 查廠等)之影響，經營表現相對將面臨較多挑戰，2028-2030 年預估進入成長期，ROE 目標設定為大於 15%，2031 年後則規畫維持在 20% 之水準，故本公司之提升企業價值計畫即是將股東權益報酬率極大化，將股東權益報酬率予以拆解，即為所謂的杜邦方程式：股東權益報酬率= 淨利率 x 總資產週轉率 x 權益乘數

- 淨利率：稅後淨利佔營業收入的比例，衡量公司獲利能力。
- 總資產週轉率：營業收入佔總資產的比例，衡量公司資產的利用率與營運能力。
- 權益乘數：總資產除以股東權益，衡量公司的資本結構，可看出舉債與股東權益佔比情形。

(三) 短期強化計畫

1. 提升蘆竹廠總資產週轉率

提升總資產週轉率即是增加營收以提升產能利用率，首先目標為將營收盡速回復至 2020 年水準，目前尚有 40% 之差距待努力，方案一為爭取既有客戶回流，與 2020 年營收相較，目前差異較大產品為癲癇原料藥及奎寧原料藥，本公司過往癲癇原料藥最大客戶為法國原廠，其出貨占癲癇原料藥銷售額之 50%，貢獻 2020 年營收約 11%，此客戶回流為回復過往營運水準之關鍵要素，目前該客戶已於 2024 年重新查廠，冀望 2025 年能重新下單；方案二為增加既有品項之客戶群，2024 年顯著成績為本公司治療青光眼原料藥新增此藥物之原發明人客戶，致使該品項成為 2024 年前三季銷售額最大之產品，對營運回復 2020 年水準助益匪淺。本公司維持現有客戶群之良好關係，積極擴展新客戶及爭取舊客戶回歸，以提高每項產品成長動能，另外，本公司將更深入了解市場的挑戰和機會，確定業務強化空間，並提高生產效率、採用先進製程技術，提高整體經營效能。

2.提升淨利率

本公司評估目前營運管理已具相當效率及效果，此亦是本公司在火災致使產能全無之狀況下，本業從未產生過赤字情事，故提升淨利率主要須來自提升產品毛利率，本公司目前毛利率亞於災前或同業水準，主因為產能尚未能充分利用及重建成本高昂導致折舊激增，但本公司將持續強化客戶滿意度和堅持 CGMP 品質至上的原則，穩固與客戶的夥伴關係，盡力爭取合理的利潤水準。

(四) 中長期強化計畫

1. 提升總資產周轉率

如前述，本公司為強化客戶信心，爭取客戶回流，新建觀音廠區，新廠將於 2025 年開出新產能，產能將新增 50%，蘆竹廠與觀音廠如同打造本公司為雙引擎飛機，長期可讓本公司翱翔高遠，然短期在產能未充分利用狀況下，定會負面影響總資產周轉率，中長期提升總資產周轉率之方法即為盡速將新產品商業化及繼續開發更多具潛力新品，阿茲海默症等數個新藥為本公司規劃中長期可以用來提升產能利用率之利器，雖然新品上市非本公司全然可控，但本公司與客戶密切溝通合作，協助客戶盡速搶占市場商機，本公司規劃中長期將總資產周轉率提升至 50% 以上之水準。

2.提升淨利率

小分子原料藥產業屬於完全競爭狀態，絕大部分產品售價隨時間經過只會持平或續跌，但新品項(尤其新藥之原料藥)通常可以貢獻較為優異之利潤，故本公司之新品項除可提升資產周轉率外，尚可提升淨利率，故新產品是否能成功市場化，攸關本公司未來營運良窳，本公司利用以下業務發展策略提升淨利率：

- (1)原料藥：以供應藥品原發明人為首選，避開熱門產品，選擇藥品安全性高，市場銷售穩定，有新用途、新劑型或進一步研發新藥，或可作為新藥起始原料之現有原料藥。
- (2)中間體：以供應藥品原發明人為目標，次為進入障礙高之管制藥中間體，法規及品質管理系統嚴格之關鍵中間體，與本公司核心技術相關連之中間體，有策略合作對象之中間體，在新藥研發階段即參與之中間體。

3.提高權益乘數

本公司目前營運乘數約 1.33 倍，銀行借款成本稅後在 1.5% 左右，負債資金成本相對低廉，但因為權益資金占比較高，所以加權平均資金成本高於 1.5%，但在營收回復至 2020 年水準前，本公司認為宜採取穩健原則，不適合過度放大財務槓桿以提升企業價值，但於中期後，產能若已可高度利用，營收創高峰時，則可計畫透過提高權益乘數最高至 1.67 倍，來增加股東權益報酬率。

4.推動 ESG 發展

本公司每年接受眾多客戶定期稽核，目前查廠焦點均為 CGMP 遵循，以確保產品品質，然隨全球 ESG 潮流發展，歐盟已於 2024 年 7 月 25 日正式通過《企業永續盡職調查義務指令》(CSDDD)，後續 CSDDD 之強制性環境與人權盡職調查義務將於 2027 年中適用於受規範之企業，本公司目前主要市場在歐洲，未來客戶稽核時，會同時將 CGMP

及 ESG 之落實列為是否成為合格供應商之重要評估，另本公司屬於製造業，ESG 之環境議題更為其中重點，歐盟碳邊境調整機制 (Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM) 旨在為進入歐盟的產品於生產過程中排放的碳定價，並鼓勵非歐盟國家以更友善環境的方式進行工業生產，CBAM 將於 2026 年正式實施，淨零排放為本公司未來營運首要課題，需要逐步擬定相關策略、目標及標的，目前策略為規畫透過 CDP(Carbon Disclosure Project) 系統性地評估與管理環境相關風險與機會，運用 SBTi((Science Based Targets Initiative) 方法學來發展淨零路徑圖；本公司與法商 Veolia 合資成立法蘭摩沙公司，推動製藥過程所需之化學溶劑循環再利用，減少營運活動對環境面之影響，同時降低營業成本及提升競爭力，此投資對範疇三之碳排減量有相當效益，可協助本公司淨零目標之邁進，法蘭摩沙預計於 2025 年開始營運。

二、市場評價及分析

(一) 評價水準分析：

目前本公司股價淨值比(PBR)約 2 倍，並無股價低於淨值之不合理市場評價情形，另根據台灣證券交易所提供之上市公司本益比相關資訊，資本市場目前給予本公司之本益比(PER)相對同業或整體市場為高，顯示投資人對本公司未來發展前景有正向期待。

(二) 潛在成長評估：

本公司審慎樂觀看待美國生物安全法所帶來之長期開拓及深化美國市場機會，眾多新品項之未來市場潛力也予以深切寄望，相信在與市場利害關係人充分溝通下，市場會效率地反映公司應有價值及未來發展潛力；本公司管理階層將竭盡全力執行前述之短中長期企業價值強化計畫，目標為讓本公司股東之投資總回報可超過全市場之總回報率，本公司亦會精進及落實公司治理，監督管控管理階層營運計畫之確實執行，至於目前之公司治理情形，根據公司治理評鑑系統之評估，有市場平均以上之水準，詳細運作情形請參閱本公司年報之相關記載，本公司會基於相關指標及永續路徑之規範，據以再精進公司治理，目標是將評鑑排名推升至第 2 層級。

ADC(antibody drug conjugate) 現在是生物製藥顯學之一，主要由三個關鍵部分組成，分別為單株抗體 (monoclonal antibody)、化學小分子藥物 (常稱 payload) 以及將二者連接在一起的化學接頭 (linker)，通過針對特定腫瘤細胞表面抗原的高度專一性抗體與強效的細胞毒殺性藥物結合，可以精準地殺死癌細胞，大幅降低副作用，旭富透過轉投資公司一窺堂奧，也開發 linker 涉足此藥物領域，為潛在成長奠基。

三、風險及競爭評估：

中國和印度是全球最大的原料藥生產國，特別是在學名藥和大宗原料藥 (例如抗生素、鎮痛藥等) 的供應上佔有主導地位，中國是全球最大的原料藥出口國，而印度學名藥發展蓬勃，兩國共同佔據全球原料藥市場近 70% 的份額；歐美國家藥廠專注於高附加值的創新藥物研發，因此在高端原料藥市場需求較大，尤其是美國廠商，由於對醫藥品質和安全性的高要求，進口大量合規標準高的原料藥。

本公司災後設備重建成本高昂，觀音廠建造支出亦是不斐，人力成本在台灣少子化及半導體產業之人才磁吸作用下日益增加，故本公司無能力與中國及印度廠商競爭大量低

價品項，須秉持前述之業務開發策略，選擇利基型品項，用杜邦方程式來分析，需在總資產周轉率與淨利率之取捨下，本公司會優先選擇淨利率，避開與中國及印度廠商正面競爭之紅海市場，以維持營運之穩健性。