

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士在職專班論文

企業評價與價值創造策略之研究

-以永信藥品工業(股)公司為例

A Study on the Business Valuation & Value Creation  
Strategies – An Example on Y.S.P.

指導教授：詹家昌 博士

研究生：曾靜瑜

中華民國 103 年 6 月

# 東海大學碩士在職專班學位論文 學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士在職專班 曾靜瑜 君

所提之論文(中文)： 企業評價與價值創造策略之研究-以永信  
藥品工業(股)公司為例

(英文)： A Study on the Business Valuation & Value  
Creation Strategies – An Example on Y.S.P.

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人

林雨輝

考試委員

詹家昌

(指導教授)

張永和

系所主任

張永和

中華民國 103 年 6 月 11 日

東海大學

財務金融學系

碩士論文學術倫理聲明書

本人 曾靜琿 (學號: G01441016)

已完全了解學術倫理之定義。僅此聲明，本人呈交之碩士論文絕無抄襲或由他人代筆之情事。若被揭露具有違背學術倫理之事實或可能，本人願自行擔負所有之法律責任。對於碩士學位因違背學術倫理而被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人 曾靜琿 (簽名)

中華民國 103 年 6 月 11 日

## 謝辭

在我的生涯規劃中，就讀碩士班，是相當重要的一塊拼圖。

兩年學業順利完成，除本身毅力與努力，更感謝許多人亦師亦友的陪同與幫忙。

感謝指導教授詹家昌，帶我進入企業評價之學習領域，並引領論文研究方向。

感謝興大林丙輝院長與本系所張永和主任惠賜寶貴建議，使得論文更臻完善。

感謝授課老師之教導，讓我學習與成長。

感謝珮滢與麗夙助教，行政事務之協助。

感謝詠賢，論文完成的好伙伴。

感謝雅微，飯友團的親愛團長。

感謝孟芳，像乾媽般的照顧我。

感謝所有同學，相見就是緣份。

感謝豐貴、永泉學長與芳如學姐的關照與鼓勵。

感謝青煌經理引薦。

感謝怡芬、雅閔與鄉本，協同討論與解決課業難題。

感謝佩君經理大力支持、經驗分享與擔任指導顧問。

感謝小黑 Tiida，保護我快樂出門、平安回家。

感謝苓霖，一路上的陪伴，讓我心裡備受溫暖，更勇於面對一切的困難。

最後，將本論文獻給我最愛的家人，謝謝您們的包容與體諒，讓我完成我的夢想。

曾靜瑜 謹致於

東海大學財務金融研究所

中華民國一〇三年七月

## 摘要

由於新藥開發不易，製藥廠為維持成長動能，併購、合併已成為近期重要之成長策略，尤其國內化工資源缺少，供應鏈垂直與橫向整合更是關鍵。故本論文以個案模式，採用現金流量折現法(DCF)與經濟利潤法(EVA)，針對製藥產業之永信藥品工業股份有限公司進行企業評價。

研究個案公司之盈餘品質、競爭優勢、營運策略與財務決策等資訊，並分析個案公司及同業之歷史資料，結合相關財務預測數據，經由樂觀與中立之情境假設，評估個案公司每股權益價值。超額報酬產生時，營收成長才能產生價值，再以敏感性分析找出驅動個案公司企業價值之關鍵因子，從研究結果得知為營業成本、營業費用與加權平均資金成本，最後以評價角度對該公司經營策略提出建議。

關鍵字：企業評價；現金流量折現法；經濟利潤法

## **Abstract**

Due to the difficulties of innovative drugs development, mergers and acquisitions have become an important strategy for pharmaceutical industries to maintain high growth rates in recent times. Especially for the rare domestic sources of chemical materials, vertical and horizontal integration of the supply chain is more crucial for firms. Therefore, an individual case study of YUNG SHIN PHARM. IND. CO., LTD. as an example of the pharmaceutical industry is taken in this research and the Discounted Cash-Flow Model (DCF) and Economic Value Added (EVA) are applied to carry out the business evaluation.

The research is to study the earnings quality, competitive advantages, operation strategies, financial decisions of the subject company. It also analyzes the historic and forecasted financial data of the subject and other pharmaceutical companies to evaluate the equity value of each share of this company by using the optimistic and neutral circumstance hypothesis. When excess return happened, the value of revenue growth can be created, and the crucial factor to drive the business value of this company could be further found against the sensitivity analysis. According to the research findings, the operation costs, operation expenses and weighted average costs of capital could be known, then we could propose recommendations regarding to the operation strategies for this company from the valuation made perspective.

**Keywords :** Business Valuation ; Discounted Cash Flow Model ; Economic Value Added

# 目錄

謝辭.....	i
摘要.....	ii
Abstract.....	iii
目錄.....	iv
表目錄.....	v
圖目錄.....	vii
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	2
第三節 研究範圍與流程.....	3
第二章 文獻探討.....	4
第一節 企業評價方法.....	4
第二節 企業價值實證研究.....	9
第三節 企業評價步驟.....	11
第三章 產業概況與個案公司介紹.....	12
第一節 產業概況.....	12
第二節 個案公司介紹.....	27
第三節 個案公司之策略分析.....	34
第四章 企業評價分析與價值創造策略.....	41
第一節 歷史資料分析.....	41
第二節 經營績效預測.....	64
第三節 價值創造策略.....	78
第五章 結論與建議.....	80
第一節 研究結論.....	80
第二節 研究限制與建議.....	82
參考文獻.....	83

## 表目錄

表 2-1 企業評價步驟.....	11
表 3-1 2010 年~2013 年我國製藥業產值統計(億元).....	23
表 3-2 2008 年~2014 年我國製藥產業進出口值統計(億元).....	24
表 3-3 2012 年我國製藥產業前五大進口國與出口國(億元).....	24
表 3-4 2012 年我國藥品市場銷售額前二十名大藥廠(億元).....	25
表 3-5 永信藥品基本資料.....	27
表 3-6 永信藥品 2008 年~2013 年主要許可證種類統計 .....	30
表 3-7 永信藥品 2008 年~2013 年研發費用佔營業額比重 .....	31
表 3-8 永信藥品 2008 年~2013 年研發經歷與成果 .....	31
表 3-9 永信藥品 2008 年~2013 年主要營業額(仟元).....	33
表 3-10 永信藥品 2008 年~2013 年主要營業額營業比重 .....	33
表 3-11 永信藥品 2008 年~2013 年商品內外銷銷售額(仟元).....	33
表 3-12 永信藥品 2008 年~2013 年商品內外銷銷售額比重 .....	33
表 3-13 我國西藥及生技製藥業主要廠商成本結構表.....	34
表 4-1 永信藥品 2008 年~2013 年投入資本(仟元).....	42
表 4-2 永信藥品 2008 年~2013 年淨營運利潤減調整後稅賦(仟元).....	43
表 4-3 永信藥品 2008 年~2013 年投入資本報酬率(仟元；%) .....	44
表 4-4 永信藥品 2008 年~2013 年 ROIC 拆解.....	47
表 4-5 永信藥品與同業 2008 年~2012 年 ROIC 拆解-1/2 .....	48
表 4-5 永信藥品與同業 2008 年~2012 年 ROIC 拆解-2/2 .....	49
表 4-6 永信藥品與同業 2008 年~2012 年營業費用拆解 .....	49
表 4-7 永信藥品 2008 年~2013 年加權平均資金成本計算(仟元).....	50
表 4-8 中化 2008 年~2012 年加權平均資金成本計算(仟元).....	51
表 4-9 東洋 2008 年~2012 年加權平均資金成本計算(仟元).....	51
表 4-10 生達 2008 年~2012 年加權平均資金成本計算(仟元).....	52
表 4-11 杏輝 2008 年~2012 年加權平均資金成本計算(仟元).....	52
表 4-12 永信藥品 2008 年~2013 年可支配現金流量(仟元).....	54



表 4-13 永信藥品 2008 年~2013 年超額報酬率 .....	55
表 4-14 永信藥品 2009 年~2013 年 EVA(仟元).....	57
表 4-15 永信藥品 2008 年~2013 年七大盈餘指標 .....	59
表 4-16 永信藥品 2009 年~2013 年業外損益比重(仟元；%) .....	60
表 4-17 永信藥品 2009 年~2013 年稅後淨利與營業活動現金之差異分析(仟元).....	60
表 4-18 永信藥品 2009 年~2013 年現金轉換天數 .....	61
表 4-19 永信藥品 2008 年~2013 年再投資率分析表 .....	62
表 4-20 永信藥品 2009 年~2013 年自由現金流量、負債比率(仟元；%) .....	63
表 4-21 永信藥品 2009 年~2013 年股利分配表(仟元；%) .....	63
表 4-22 情境一：未來十年投資人總資金計算(仟元).....	68
表 4-23 情境一：未來十年淨營運利潤減調整後稅賦計算(仟元).....	69
表 4-24 情境一：未來十年可支配現金流量計算(仟元).....	69
表 4-25 情境二：未來十年投資人總資金計算(仟元).....	70
表 4-26 情境二：未來十年淨營運利潤減調整後稅賦計算(仟元).....	71
表 4-27 情境二：未來十年可支配現金流量計算(仟元).....	71
表 4-28 永信藥品存續價值(仟元).....	73
表 4-29 永信藥品每股價值計算(仟元，每股價值元).....	73
表 4-30 情境一：股價預測.....	74
表 4-31 情境二：股價預測.....	75
表 4-32 永信藥品權益價值之敏感性分析(仟元).....	77

## 圖目錄

圖 3-1 生技醫藥產業架構.....	13
圖 3-2 我國西藥製藥產業(不含中藥)之上、中、下游結構.....	15
圖 3-3 國民醫療保健支出成長概況.....	19
圖 3-4 國民醫療保健支出經費使用流程圖.....	20
圖 3-5 2007 年~2012 年我國藥品市場規模與成長趨勢.....	21
圖 3-6 2012 年我國藥品市場銷售額前十五大本國藥廠.....	26
圖 3-7 永信藥品組織圖.....	29
圖 3-8 我國西藥產業之產業鏈.....	37
圖 3-9 我國 OTC 藥品產業上中下游關聯性.....	38
圖 3-10 國內保健食品產業供應鏈.....	39
圖 4-1 永信藥品與同業 2008 年~2012 年投入資本(仟元).....	42
圖 4-2 永信藥品與同業 2008 年~2012 年淨營運利潤減調整後稅賦(仟元).....	44
圖 4-3 永信藥品與同業 2008 年~2012 年投入資本報酬率 .....	45
圖 4-4 永信藥品關鍵獲利因子消長圖.....	46
圖 4-5 永信藥品與同業 2008 年~2012 年 WACC .....	53
圖 4-6 永信藥品與同業 2008 年~2012 年可支配現金流量(仟元).....	54
圖 4-7 永信藥品 ROIC 拆解與消長圖 .....	55
圖 4-8 永信藥品與同業 2008 年~2012 年超額報酬率 .....	56
圖 4-9 正確的財務決策圖形.....	61
圖 4-10 永信藥品權益價值之敏感性分析比較圖(仟元).....	77

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

製藥產業是集合人才、資金、技術、法規之高度知識密集型產業，與世界強國相比，台灣製藥業算是晚起步，加上國人對於科技產業之重視，因此大部分的人對於製藥產業相對陌生，隨著生技醫藥產業被各國公認是未來之明星產業，我國政府自 1982 年起，亦也將生技產業列為重點產業推動項目。台灣藥廠大多從事學名藥<sup>1</sup>之生產，過去受到健保給付藥價調整、醫院持續不斷議定價格擴大藥價差，與我國加入 WTO 後進口藥品市場開放之嚴重威脅與挑戰。然而，隨著醫療保健意識之提升，人口高齡化之現象，慢性病及老人病用藥及醫療服務等需求增加，非健保市場及醫療照護為企業新的經營目標，另一方面陸續透過與國際大廠之合作，積極拓展海外市場。

依照天下雜誌 2014 年兩千大企業調查，2013 年製造業總成績排名揭曉，製藥與生物科技平均獲利率為 10.12%，排名第一；平均營收成長率為 8.92%，排名第八。目前台灣之生技產業可望取代半導體產業成為投資市場重要主流，除擁有穩定獲利基礎之外，首先是製藥廠之認證價值，生產製造是需要透過廠房認證、製程技術專利等過程，非電子代工製造業可相提並論。其次，現在製藥業多數不單為純代工，而是參與新藥開發之合作研發，因多數新藥公司無製藥廠，有賴製藥業提供臨床實驗用的樣本，直到藥證取得。再者，2013 年台灣成為 PIC/S<sup>2</sup>第 43 個會員國，可共享國際藥品安全資訊，並與其他會員國進行相互認證，除拓展外銷市場，更可吸引委託國內藥廠製造或外資來台投資設廠。依據 EvaluatePharma、IMS Health 研究資料顯示，在全球人口高齡化及新興國家如中國、巴西、印度與俄羅斯等醫藥政策及醫療普及之帶動下，初估 2013 年全球藥品銷售規模達 7,500 億美元，預估 2014 年藥品市場將達 7,785 億美元，年增率成長 3.8%。同時受先進國家如美國、歐盟、日本之醫療擰節計畫影響，未來年成長率約 4%至 5%。簡言之，全球醫藥市場之需求只有成長沒有衰退，疾病日新月異、新藥推陳出新，都需要具備且擁有國際製藥水準認證的藥廠，來進行藥品之製造。

---

1 當原廠藥品專利過期後，其他藥廠採用同樣組成及製造方式所複製之藥品。

2 國際醫藥品稽查協約組織(Pharmaceutical Inspection Convention and Pharmaceutical Inspection Co-operation Scheme, PIC/S)為各國官方主管藥品優良製造規範(Good Manufacturing Practice, GMP)與醫藥品稽查機構組成的國際組織，1995 年開始運作，目前共有 43 個會員，以調和國際 GMP 法規標準、提升醫藥稽查品質為宗旨。

如前文所述，製藥產業是個影響人類甚深之民生工業，加上本人工作背景之緣故，決定對此產業做深入分析和企業評價。以國內製藥業之本土第一大學名藥廠「永信藥品工業股份有限公司」(以下簡稱永信藥品)作為個案研討對象，該公司自設立以來，本著「做藥，是要給家人的吃的」的心態製藥，專注於醫藥健康產業發展，追求最高品質，領先業界。不僅在學名藥有積極之作為和拓展，對於製藥標準更是相當重視，為國內製藥企業的典範，2009年為國內首家取得PIC/S GMP認證之藥廠。在強敵環伺之國內藥品市場中，保有領頭者之地位與競爭力，2011年與2012年之市佔率皆為本國藥廠第一。

本研究從財務角度切入，不同於一般研究者，以企業經營策略分析其核心競爭能力，除提出競爭策略分析，期透過對該公司之企業評價分析，尋找公司之競爭優勢與價值創造之關鍵因子。

## 第二節 研究目的

企業經營最終目的是為達到股東權益極大化，管理者要如何提升公司價值及兼顧股東權益，選擇對企業最有利的經營模式是一重要課題。另外，過去傳統大型藥廠完全掌控新藥開發之所有階段與流程，但在面臨新藥開發效率不彰之情況下，為維持藥廠成長動能，併購、合併已成為製藥廠近期重要的成長策略之一，尤其台灣缺少化工資源，供應鏈之垂直與橫向整合是一個關鍵，因此，企業價值評價更顯重要。

張家銘(2013)表示，財務學家給企業價值的定義是：企業的價值是該企業預期自由現金流量以其加權平均資本成本為貼現率折現的現值，它與企業的財務決策密切相關，體現了企業資金的時間價值、風險以及持續發展能力。

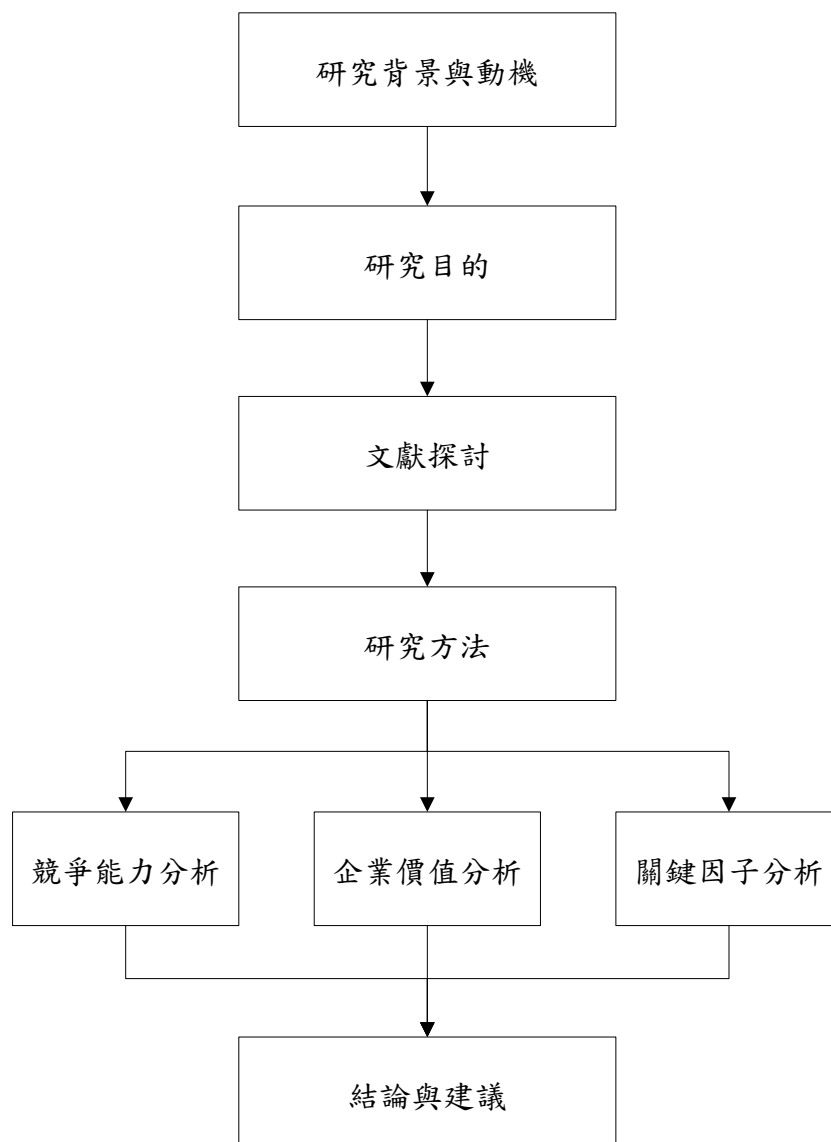
由企業價值的定義可知，企業價值與企業自由現金流量呈現正相關。本研究將對製藥產業進行探討，以個案研究方式，採用現金流量折現法(Discounted Cash Flow, DCF)與經濟利潤法(Economic Value Added, EVA)，找尋關鍵價值驅動因子，進而評估公司價值。期透過策略模擬，提出未來將能創造企業價值的營運方針與建議。

- ◆ 將財務報表重新組合，利用超額報酬率、盈餘品質、財務決策品質分析，了解近期五年之經營狀況與績效，並與同業(中化、東洋、生達、杏輝)進行比較，期找出公司外部競爭優劣勢與內部機會威脅點所在。
- ◆ 採用現金流量折現法與經濟利潤法，配合情境分析，推算合理股價及每股權益價值。

- ◆ 使用現金流量折現法進行敏感性分析，試算各因子對公司價值之影響程度，找尋企業之關鍵價值驅動因子，提出提升企業價值之策略建議。

### 第三節 研究範圍與流程

本論文分為五章，第一章概述研究背景與動機、研究目的；第二章為企業評價方法與相關文獻探討、評價步驟；第三章對產業概況、個案公司簡介與策略進行說明；第四章為企業評價分析與價值創造策略；第五章為研究結論與建議。



## 第二章 文獻探討

本章主要探討與企業價值相關之評價模式與文獻，然後再歸納國內相關實證研究結果，決定本研究之評價結構。

### 第一節 企業評價方法

依據會計研究發展基金會發佈之評價準則公報中第四號評價流程準則，點出企業常用之評價方法為市場基礎法、收益基礎法及資產基礎法，以下介紹各方法常見之應用模式、使用限制及優缺點。

#### 一、市場基礎法(Market Approach)

##### (一)說明

市場基礎法又稱相對評價法、市場比較法，認為在效率市場內，具有類似營業項目、獲利能力、成長率、財務特性、風險與規模之公司，應該會有類似之表現及價值，以對照標的市場交易價格或過去價格為依據，再考量評價公司與對照標的之差異，例如產業景氣、市場及歷史營運狀況，進行必要之常規化調整，決定適當價格乘數(Market Multiple)，以估算評價標的之價值。常用之市場基礎法有市價盈餘比、市價帳面價值比、市價銷售額比。

##### 1. 市價盈餘比(本益比法 P/E)：每股市價÷每股盈餘

將本益比乘以每股盈餘即是公司之股價，目前是最多投資人使用之指標。本益比可經由股利折現模式計算，依成長型態可分為穩定成長型與二階段成長型，且深受公司盈餘成長、配股率、企業風險與景氣波動等因素影響，而本益比法並不適用每股盈餘為負數或不具繼續經營價值之企業作評價。

##### 2. 市價帳面價值比(股價淨值比 P/B)：每股價格÷每股帳面價值

將股價淨值比乘以每股淨值即是公司股價，可分為固定成長型企業股價淨值比與二階段成長型企業股價淨值比，且深受公司 ROE、股利發放率、成長率等因素影響。不適用帳面價值為負數時，且容易受不同會計方法影響，用於評估固定資產數較少之公司較無意義，因公司價值來源可能是無形資產。

3. 市價銷售額比(本銷比法 P/S)：每股價格÷每股營收

市價銷售額比是將每股股價除以每股銷貨額，可將預估之 P/S 與實際 P/S 比較，以判斷股價是否合理。與 P/E 和 P/B 相較，銷貨收入較不易受公司管理者操控且不會有負值，對於公司營運政策改變之結果較能掌控，但如果是成本及費用發生問題，較不易發現。P/S 值變動程度比 P/E 值之變動程度小，此評價比率之信賴度較高。

(二)優點

1. 評價方法簡單易懂，計算與資料取得容易，除證券市價與財務報表外，不需要太複雜之評價假設。
2. 使用實際數據估算價值，被認為較具客觀性且容易接受。

(三)缺點

1. 價值易受會計原則之扭曲或不同會計處理方法而有所差異。
2. 對照公司難尋且企業營運模式與特性皆不相同，勢必影響評價準確度。

## 二、收益基礎法(Income Approach)

(一)說明

一般認為企業經營之目的是在追求股東價值最大化，公司未來所能創造現金流量之現值總和即是公司之價值。常用之收益基礎法有股利折現法、會計盈餘折現法、自由現金流量折現法、調整後現值法、經濟利潤折現法等，一般實務界最常使用自由現金流量折現法及經濟利潤折現法，其中又以自由現金流量折現法應用最廣。

1. 股利折現法

在股利穩定成長之狀況，股票價值應是未來股利折現值之總和，此理論認為投資者購買股票之目的是無限期持有，而現金股利為唯一的現金流量。除非企業訂有穩定之股利政策，否則易受人為因素影響，且並不代表為企業真正之獲利能力指標，容易發生價值低估之現象，股利發放越多不見得是將資金做最適之運用與配置，有可能阻礙公司成長。

2. 會計盈餘折現法

公司價值等於未來各期間會計盈餘(淨利)之折現值。有學者提出經常性盈餘

之概念，只有經常發生之營運盈餘才會創造價值，所以盈餘之計算為稅後盈餘扣除非常項目與非營運資產之資本利得。企業盈餘越多，表示獲利能力越佳，企業價值也越高。雖較股利折現法更能反映企業收益狀況，但容易受到公司會計政策或處理方法影響，導致會計盈餘無法反映真正的獲利能力與價值，不同企業不容易比較。另外，此法無法顯示公司擁有多少可支配現金，使得會計盈餘屬非可靠之評價指標。

### 3. 自由現金流量折現法

將企業未來營運各期產生之可支配現金流量，以適當的折現率加以折現，折現率同時反映資金成本與風險，再扣除負債的價值與較普通股優先受償之權利價值後，即為權益價值。此模式假設企業經營者無代理問題，且現金流量可以合理估算。以現金流量法評價時，對於未來競爭優勢期間與現金流量與營運價值應審慎評估，額外需要考量企業是否賺取正的超額報酬率，否則企業繼續經營價值無法估算，而且若企業成立時間太短，不具備長期營運表現，評價者很難預估未來之數據。

### 4. 調整後現值法

計算方法類似現金流量折現法，僅將營運價值分為二部份，一部份為假設企業為完全權益融資之價值，另一部份則來自負債融資的稅賦利益之價值。二者分別以籌資效果之折現率加以折現，相加之總額即為企業之價值。使用此法在計算加權平均成本時，不需要將資本結構維持固定比例，即使資本結構異動，仍可評估公司價值。

### 5. 經濟利潤折現法

衡量一家公司營運之實際獲利狀況，在單期所創造之價值，藉此評估企業對資金使用之效率，進行價值拆解。經濟利潤等於投入資本乘以投入資本報酬率與加權平均資金成本之差距。實證上結果顯示，經濟利潤衡量公司經營和創造股東財富具有顯著之關聯性。若企業經營完善，將股東出資之機會成本扣除後，經濟利潤為正數，可為股東創造出正的之投資機會價值。

## (二)優點

1. 考量公司所處之產業景氣、市場狀況與風險、歷史經營績效、未來成長率、折現率、財務結構和賦稅等因素，因為最能反映企業實際所面臨之境境，



其結果最能代表公司之實際合理價值。

2. 與其他評價模型相較，評價架構更為完整且嚴謹。

### (三)缺點

1. 未來現金流量不易準確估計，變數量大且操作較為複雜，過程中主觀判斷因素較多。
2. 未來營收及獲利水準估計之準確性。
3. 資本支出及財務結構是否符合未來營運需求。
4. 未來收益推估之期數、成長率等是否符合評價標的之特性。
5. 折現率是否合理反映評價標的之風險。

## 三、資產基礎法(Asset Approach)

認為企業的價值在於其擁有的資產價值，資產總額減去負債總額後之淨資產價值即是企業價值，重點在於如何評估企業所擁有之個別資產與負債價值，並視評價標之特性，選擇適當方法進行評價。常用之資產基礎法有帳面價值法、清算價值法、跟重置成本法。一般而言，資產基礎法多用為企業進行清算時或購併進行購買價值分攤。企業之所以能營運獲利，絕對不是依靠單一資產，應包括各項資產負債如品牌、技術、人力與生產工具等結合之價值所創造出之效益，吸引投資人的是公司以永續經營與未來的盈餘與股利，而不是停業而處分資產，所以評價通常不會以資產價值來衡量企業價值。

### (一)帳面價值法

資產負債表所表達之帳面價值，以資金來源區分須支付利息之負債、特別股股本、普通股股本，將以上三種會計科目加總即是公司價值。若從資產面計算，則是將總資產減去免付息之負債(如應付帳款、應付薪資、應付所得稅)。僅有在公司剛成立或結束營業時，才會用資產價值衡量企業價值。

優點：簡單計算，資料取得容易。

缺點：帳面價值是原始投資金額，未能反映投資獲利及虧損價值、通貨膨脹或因過時所造成之資產減值，並忽略組織資本之存在，且因會計處理方法之不同與限制，導致難以代表企業真實價值。

## (二)清算價值法

公司資產進行清算處分後可獲得之市價，實務上處分資產仍須負擔一些額外成本，且所獲得之價金須扣除必須償還之負債，才是股東所能分配之淨值。清算價值可等於資產價值減除償還負債與特別股金額、稅賦與清算費用。此法適用企業破產、急於結束營業時。

優點：依當時物價水準與市場行情計算而得，較符合現有成本與變現之觀念。

缺點：價值不易衡量，且忽略企業獲利能力、未來繼續經營價值、管理者效率、商譽及組織成本存在之價值。

## (三)重置成本法

公司價值以目前物價水準估算重置公司資產所須負擔之成本支出，再以此總資產重置成本減除負債重置成本後之剩餘價值。

優點：較能反映真實成本與變現之概念。

缺點：價值不易衡量，且忽略企業獲利能力、未來繼續經營價值、管理者效率、商譽及組織成本存在之價值。

## 第二節 企業價值實證研究

參考近幾年與企業評價相關之實證文獻，對各種企業評價模式均有所探討，其中又以採用收益基礎法最為常見，本節將節錄採用現金流量折現與經濟利潤折現模式評價之文獻重點摘要。

陳俊良(2002)利用企業超額報酬率、盈餘品質分析、財務決策分析等工具，了解連鎖便利商店是否為好的行業、是否有會計盈餘的缺點及是否有好的管理者。以現金流量折現法評價統一超商，採用 DCF 盈餘導向與 DCF 銷售導向兩種方法進行評價，並估算樂觀、最可能與悲觀三種情境下之股價，研究發現以 DCF 盈餘導向評價法估算出之股價最為合理，而便利商店業之主要關鍵成功因素是掌握通路、降低成本、提高資本週轉率及攻佔市場佔有率。

花瑤錦(2002)採用 Copeland 之現金流量折現評價模型對中華電信進行價值評估，利用敏感度分析探討在不同的參數估計值下，對於現金流量折現評價模型的影響並將計算結果與股票上市實際承銷價格做比較，以觀察此種模式在台灣的合理適用性。實證結果評價模式在評估企業價值的分析上仍具應用價值。

郭佩蘭(2007)以現金流量折現法評價元大京華證券，並藉由敏感性分析探討在不同假設之變化下，對於評價結果之影響。結果發現以現金流量評價模式評估企業價值時，深受自由現金流量成長率與加權平均資金成本率估計之影響，但在進行企業併購時，現金流量評價模式被視為是最符合財務管理理論之企業評價方法。

呂琮怡(2008)為了解台灣生技製藥產業營運績效、理論與實際股價之差異，以 2006 年台灣上市上櫃的生技製藥產業類股前五大之企業(中化、永信、生達、杏輝、東達)為評價研究對象，並以經濟附加價值法及相對評價法(每股股東權益帳面價值、市價盈餘比、市價銷售比、市價帳面價值比)計算分析及比較，顯示台灣股票市場存在對於製藥公司理論價值之低估。

賴桂芳(2009)以股東權益現金流量法預測玉山金控之股價，並透過對超額報酬率、經濟附加價值、財務比率分析衡量整體金融業環境，針對可能影響預測股價之因素作敏感性分析，研究結果得知股東權益現金流量法最貼近玉山金控股價並符合企業經營價值。

廖見聰(2009)以大立光電公司為實證對象，利用企業超額報酬率、盈餘品質、財務決策等構面，探討企業經營績效及判斷是否屬於好的行業或擁有好的管理者。同時以 DCF 盈餘導向與 DCF 銷售導向兩種方法進行評價並依樂觀與悲觀情境求算股價，研究顯示兩個評價模式在預測個案公司樂觀情境下之股價非常接近，顯示兩者對評價之有效性。

黃嘉君(2011)藉由銷售導向及盈餘導向之現金流量折現法，評估英華達股份有限公司之企業價值，採用銷售導向 DCF 評價之股價與現況較為接近，具有參考價值。

張慧玲(2012)以現金流量折現法(DCF)及經濟利潤法(EVA)評價聚隆維股份有限公司，並藉由敏感性分析及情境分析，以瞭解企業的價值驅動因子，並據以形成創造公司價值之策略，實證結果個案公司主要價值關鍵因子為銷售額及加權平均資金成本、利潤率。

林敬皓(2012)以友達、廣輝併購個案進行企業評價對股價影響之研究，使用現金流量折現法來評估廣輝公司企業價值，再以友達公司當時市價換算換股比率區間，評價結果發現該次併購的換股比率落在本研究所評價出來的合理區間內。

從以上與企業評價相關文獻，評價者常採用現金流量折現法進行評價，且多數認為評價結果最能反映企業價值，故本研究以現金流量折現法為主，再以經濟利潤法為輔，對永信藥品進行企業評價。

### 第三節 企業評價步驟

本研究按企業角度進行企業評價，先估算整體企業價值，再減除融資負債，求得股票價值，整理現金流量折現法與經濟利潤法評價步驟如表 2-1。

表 2-1 企業評價步驟

項目	現金流量折現法	經濟利潤法
公式	可支配現金流量= 淨營運利潤減調整後稅賦－ 淨投資	經濟利潤= 投入資本×(投入資本報酬率－ 加權平均資金成本)
進行企業評價前	針對超額報酬率、盈餘品質及財務決策品質等歷史資料進行分析。	
評價五步驟	<p>評價前提假設： 歷史財報資料之正確與完整性，且未來可合理估算。投入資本報酬率、成長率與可支配現金流量等價值驅動因子之計算與拆解。</p>	
	<p>模式之選擇： 利用企業處於哪一個生命週期作判斷，依盈餘穩定性及成長性高低決定採用幾階段模式，及按產業特性與成長之差別來決定每一階段年限為何。 盈餘穩定性高且低成長之企業：一階段。 盈餘穩定且中度成長型企業：二階段。 盈餘不穩定且高度成長之企業：三階段。 營收高成長企業：四階段。</p>	<p>模式之選擇： 利用企業處於哪一個生命週期(草創期、成長期或成熟期)作判斷，決定採用一階段或多階段模式。</p>
	<p>參數之估算： 現金流量(將公司未來策略轉換成財務預測，設想有可能發生之績效情境並評估其合理性)、折現率(WACC=公司負債與權益之目標財務結構、市場價值權重與資金成本之計算)及最後階段存續價值參數之假設。</p>	
	<p>評價計算： 價格=(企業營運價值+閒置現金+長短期投資等非營運資產－融資負債)÷流通在外股數。</p>	
	<p>敏感度與情境分析： 敏感性分析是看影響價值之因素，各個影響現金流量之因子是如何影響企業價值，影響企業價值越大者，便是關鍵價值因子。採用情境分析推估評價區間，當不確定評價是否準確時，應將評價區間放大。</p>	

## 第三章 產業概況與個案公司介紹

本章第一部分主要說明生技醫療產業架構及透過產業結構環境五力分析了解產業各參與者之競爭強度與影響獲利高低之因素，最後闡述全球及我國藥品市場與健康食品之產業概況。第二部分以基本簡介、公司沿革、組織圖、業務範圍、產品項目、研發概況與營業概況各個面向，簡述個案公司基本資料。第三部分利用市場結構/廠商行為/經營績效模式(Structure-Conduct-Performance, S-C-P)與企業競爭優勢分析(SWOT)等策略分析工具，進行個案公司之策略分析。

### 第一節 產業概況

#### 一、前言

##### (一)產業架構

世界各國生技醫藥產業發展歷程及重點，對其定義與範疇有所不同。圖 3-1 為我國生技醫藥產業架構，將「製藥產業」、「應用生技產業」、及「醫療器材產業」等三大產業納入生技醫藥產業範疇，主要係著力於生物技術之應用，促進國民健康、環境安全與民生福祉。

生技醫藥產業以製藥產業為主，從中可細分「原料藥產業」、「西藥製劑產業」、「中藥製劑產業」與「生物製劑產業」。原料藥是經物理、化學合成或生物技術過程製造出具藥理作用之成分，病人無法直接服用，須經過加工製作成藥品。西藥製劑產業便是將原料藥加工調製成一定劑型及劑量之藥品，主要產品有麻醉藥品製劑；心臟脈管、腎、呼吸道、胃腸道、激素及影響激素機能等作用藥；營養與電解質液；血液與造血器官、免疫性、抗腫瘤、抗過敏/抗組織胺、外科(耳鼻喉、眼科、齒科及皮膚)等用藥；抗微生物藥；植物藥新藥。中藥產業則因法規及對查驗登記臨床試驗之不同要求，分為中藥傳統製劑、中藥濃縮製劑、中藥之西藥劑型與中藥新藥。而生物製劑產業指以生物為取得來源(從人體、動植物或微生物所衍生)，或利用新生物技術開發之產品。



圖 3-1 生技醫藥產業架構

資料來源：ITIS 計畫<sup>3</sup>

<sup>3</sup>ITIS 計畫全名是 Industry & Technology Intelligence Service(產業技術知識服務計畫)，為經濟部技術處提昇我國產業競爭力，促進產業升級而執行之一項計畫。

## (二)藥品之定義與類別

依藥事法第六條規定所稱之「藥品」，是指下列各款之一之原料藥及製劑：

載於中華藥典或經中央衛生主管機關認定之其他各國藥典、公定之國家處方集，或各該補充典籍之藥品。

未載於前款，但使用於診斷、治療、減輕或預防人類疾病之藥品。

其他足以影響人類身體結構及生理機能之藥品。

用以配製前三款所列之藥品。

又可依藥品之安全性及有效性，區分為「處方藥品」、「指示藥品」與「成藥」。處方藥品是經醫師診斷開立處方才能取得；指示藥品則需經醫師、藥師、藥劑生指示使用；成藥係指原料藥經加工調製，不用其原名稱，其摻入之藥品，不超過中央衛生主管機關所規定之限量，作用緩和，無積蓄性，耐久儲存，使用簡便，並明示其效能、用量、用法，標明成藥許可證字號，其使用不待醫師指示，即供治療疾病之用者，不需要經由醫藥專業人員指示，消費者可自由選購。

再依專利區分「專利藥」及「學名藥」，專利藥係指由藥廠自行開發與研發之藥物，進行動物及人體試驗，確認藥物安全程度、成分、劑量及療效後，確認對目前疾病有提高療效之處便得上市。受各國政府所提供之專利權保護，並取得銷售優先順位且售價由廠商自行決定，獲利空間豐厚。學名藥是當原廠藥專利權到期後或專利所有人放棄權利，其他合格藥廠依原廠藥申請專利時所公開的資訊，生產製造及銷售相同化學成分藥品，其用途、效果、品質、療效與投藥方式皆與原廠藥相同。因不需投入昂貴新藥研發與臨床實驗成本，亦節省產品開發之時程與費用，故售價相較原廠藥實惠。

## (三)製藥產業上中下游結構(圖 3-2)

上游為西藥之原材料(有效成分)，主要原料包含天然物及一般化學品，採用化學合成法或半合成法製作，少部分屬生物技術生產，可從礦物、植物、動物及微生物與相關之組織細胞獲得。國內主要廠商計 21 家，以生產有效成分原料藥為主，產品少樣多量，大部分以外銷為主，國內使用的原料藥則以進口為主。

中游大多為有機化學原料藥工業，依照上游不同原材料及來源而有不同的



生產方式。一般化學品主要製程技術為有機合成及分離純化。天然物取得者，製程技術主要在萃取、分離及純化。

下游由製藥廠將原料藥加上如賦型劑、崩散劑、粘著劑、潤滑劑、乳化劑等製劑輔料，製作成方便消費者使用的劑型。國內製劑廠商共 143 家，以生產專利過期學名藥為主，新藥開發較少。

最後經由藥品經銷通路配送服務，將製藥廠商生產之處方藥、指示藥及成藥，透過醫院、診所、藥局及購物連鎖通路提供給消費者，並由健保局支付部分藥品費用給經銷通路。

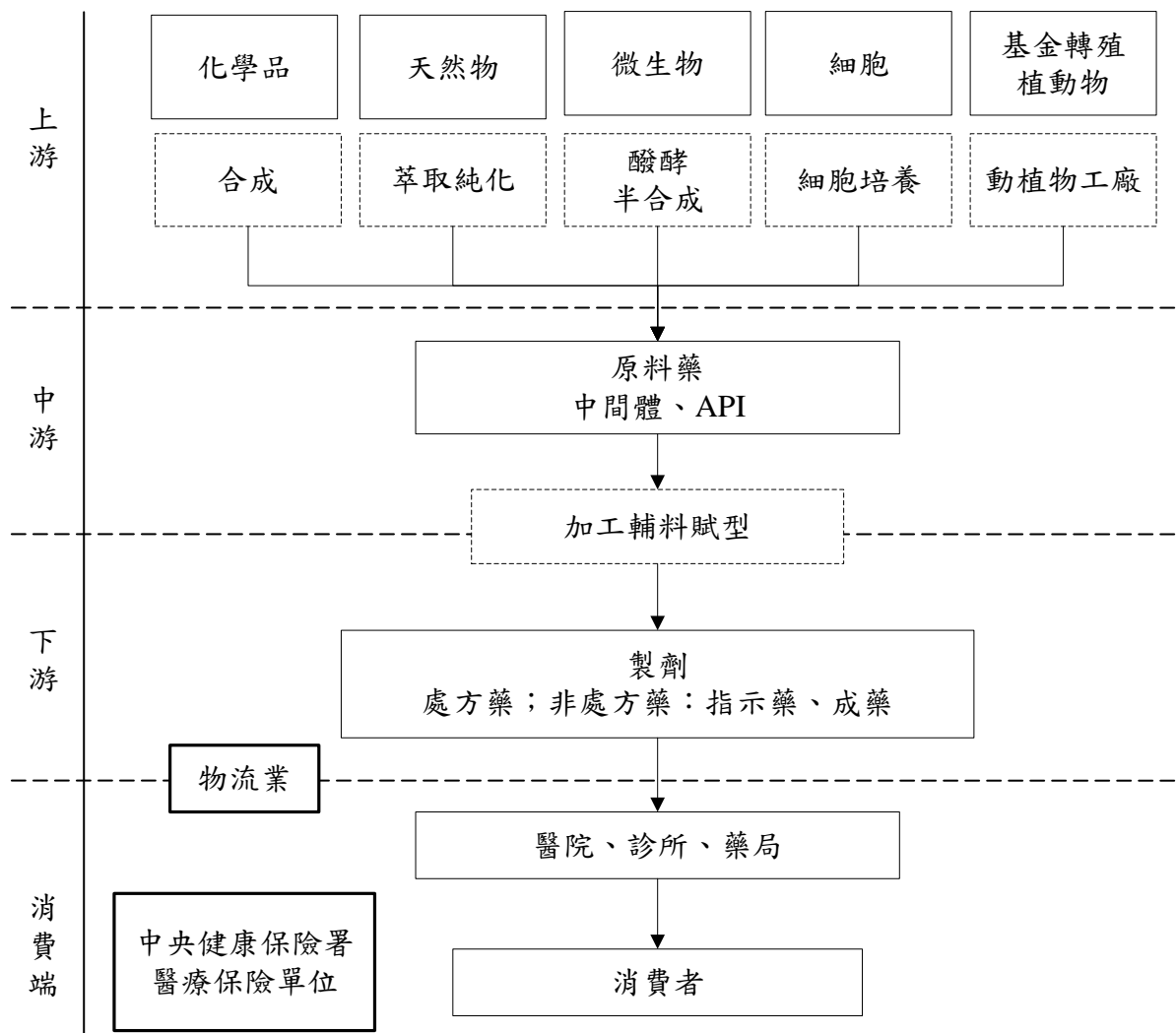


圖 3-2 我國西藥製藥產業(不含中藥)之上、中、下游結構

資料來源：生物技術開發中心產業資訊組整理

## 二、產業競爭環境五力分析

### (一)新進入者的威脅

製藥產業技術門檻與投資門檻較高，業者對於技術與設備須具備相當的經驗與熟悉度，規模經濟只有少數大廠易達成。深受法律及政府嚴格規範，衛生署食品藥物管理局要求國內藥廠必須於2014年底前通過國際藥品優良製造規範PIC/S GMP標準，否則不得從事製造及販售之行為，屆時半數本土藥廠可能遭受淘汰。再者通路進入不易，與顧客建立關係耗時，藥商為鞏固行銷通路，通常提供專人服務及酬佣，若要切入通路，勢必要投入許多金錢及人力，新進入者之進入障礙大。

### (二)供應商的議價能力

製藥產業原料占製造成本比重約60%，尤其可見原料價格波動對其影響程度甚高，受限國內原料藥廠商家數少，主要廠商僅有21家，替代廠商與原料多位於國外，原料之供應大多仰賴進口，且受各藥廠規模與產品種類之影響，藥品之生產製造較無法達到經濟批量，顯現原料大量購貨囤積之困難，購料成本無法有效壓低，相對供應商之議價能力相對較高。

### (三)購買者的議價能力

藥品主要銷售通路為診所、藥局與醫療院所，使用量差異導致議價能力不同，診所跟藥局議價空間相對較低，而醫院因集中化與大型化之經營，買方議價力提高，彰顯對供過於求的藥品市場更為不利。實施全民健保制度之後，藥品價格偏固定且用量穩定，但藥品價格易受健保局核價、廠牌區別藥價及健保用藥使用規範等政策面因素影響，尤其中央健保局常採用調降藥價方式，降低健保虧損，對製藥產業而言更是雪上加霜。因此對製藥產業而言，顧客之議價能力高。

### (四)替代品的威脅

國內藥廠多集中生產軟膏、液劑、膠囊、注射劑等同類產品，學名藥大多主功能相同，產品同質性頗高，導致消費者可選擇種類眾多且轉換成本低。受限於專利權取得不易，藥廠常對過期專利藥品再新添增其他療效，但若創新的療效和其他藥廠製造之藥品無明顯區別，購買者易以價格導向來選擇藥品，沒有品牌之商品更容易流失客源與降低競爭力，替代品威脅頗高。

#### (五)現有競爭者的威脅

台灣藥品市場趨於飽和狀態，成長相當緩慢，而非處方藥(Over-the-counter, OTC)市場之藥品因是於一般藥局或通路以開架式陳列銷售，造就各藥廠利用通路之布局與廣告及品牌行銷來增加公司之競爭力，除國資藥廠外，亦有外資藥廠搶攻版圖，各企業為求獲利，常出現削價之惡性競爭狀況，製藥產業深陷競爭激烈之紅海市場。唯保健品自費市場規模可望快速成長，食用保健食品是國際趨勢，並隨著消費者經濟能力與自我保健意識升高，吸引食品、生技與製藥廠商相繼投入。論規模經濟，就國內相似規模的藥廠比較，以永信、中化、杏輝為佼佼者，但這幾家廠商與外資設立的大廠相比就顯遜色，導致其邊際成本偏高，加上國人用藥迷思，偏向使用原廠藥，使得國內藥廠更加喪失競爭優勢。

### 三、全球製藥產業概況

#### (一)全球藥品市場

2012 年全球藥品市場銷售額為 9,621 億美元，其中以美國為主之北美市場達 3,487 億美元，歐洲市場為 2,218 億美元，日本市場為 1,121 億美元，歐美日三者合計市佔率約 58%。藉由人口老化所增加之醫療支出與新興國家經濟成長和藥品普及性增加將驅動未來藥品市場，另一方面亦受藥品價格壓力、學名藥之競爭、政府鼓勵使用學名藥與產品研發績效不彰等負面影響。

#### (二)原料藥市場

全球原料藥市場隨藥品市場之波動而改變，2012 年銷售額達 1,160 億美元，預估 2009 年~2016 年複合年成長率為 7.2%，到 2016 年銷售額將達 1,591 億美元。西歐製藥工業較早發展且規模較大、技術水準高，原料藥最大生產地區是歐洲，佔全球原料藥市場 32%，第二為北美洲 29.3%，第三是亞洲 27.9%。目前亞洲原料藥市場成長最快，因印度及中國大陸擁有較優之研發人才及相對較低之人力成本，且擅長生產大宗學名藥廠原料藥，具生產優勢，預估 2016 年亞洲之市佔率為 36%。2012 年原料藥市場中，創新原料藥佔 56.5%，學名藥原料藥佔 43.5%，專利到期藥品將帶動原料藥市場成長，而 2015 年將有銷售額達 650 億美元之產品專利到期，預計將有 190 億美元被學名藥取代，預估 2016 年學名藥原料藥市佔率將達 52%。

### (三) 學名藥市場

2011 年學名藥銷售額佔整體藥品市場約 20%，依 IMS Health、BMI 及 PwC 資料，推估 2011 年~2020 年之學名藥市場複合年成長率為 8.6%，主要是因 2013 年~2018 年約 2,300 億美元的專利藥品到期，學名藥預估可搶下 1,140 億美元之市場。且由於新興市場經濟持續成長，加上各國醫療支出佔 GDP 比率持續攀升，政府為緊縮財務支出，傾向鼓勵使用較低價之學名藥，但一方面對於藥品定價又持續採計價限縮策略，亦成為學名藥市場成長之重大阻力。各國對學名藥之使用程度不一，美國、加拿大、英國及德國屬於相對成熟市場，學名藥處方箋用量皆超過 50% 以上。而日本 2011 年學名藥使用量僅 24.3%，主要是受日本人喜愛國際知名品牌偏好之影響，但 311 地震後，為節約醫療支出成本，政府採取積極開放及鼓勵使用學名藥，預估日本 2011~2020 年學名藥市場複合年成長率將達 10.7%。中國大陸亦因十二五及醫保政策帶動醫療覆蓋率普及化，，預估 2011~2020 年的複合年成長率為 10.2%。

### (四) 非處方藥市場

全球非處方藥品以經常使用之咳嗽/感冒/呼吸、維他命/礦物質、止痛這三大類貢獻度最高，總計市佔率約 52.7%。2012 年全球 OTC 藥品市場約 1,070 億美元，約佔總藥品市場 11.4%，主要市場分別是亞太地區(APAC，不含日本)23%、西歐 21%、北美 18%、中歐/東歐 16%、日本及拉丁美洲各 11%。疼痛、咳嗽類等急性症狀之藥品使用量逐漸增加，使得全球非處方藥品市場持續成長，2012 年成長率為 2%，成長動力 42% 是來自亞太地區，其中成長最快之市場集中於中國大陸、印度、韓國、印尼及澳洲，這五國合計成長率為 18%，優於整體亞太市場，顯示極具市場發展潛力。北美市場則由美國及加拿大主導，因 2010 年主要廠商產品品質問題，導致近年非處方藥產品營收下滑，不過已有漸漸好轉之跡象。歐洲市場則受各國市場與經濟面影響其市場之成長，近年市場驅動者是法國與德國，義大利則是相對緩慢成長，希臘及西班牙則受經濟衝擊處衰退狀態。中東歐市場如波蘭、俄羅斯及埃及等國家則是成長快速。拉丁美洲市場因藥品相關法規之變化，導致市場處於不穩定狀態，境內以巴西及委內瑞拉的成長最快。

#### 四、我國製藥產業概況

##### (一)產業結構

依衛生福利部資料，我國國民醫療保健支出(National Health Expenditure, NHE)佔國內生產毛額(Gross Domestic Product, GDP)比維持 6%~7%，近十年來之成長率介於 3%~6%之間(圖 3-3)。

2012 年 NHE/GDP 比為 6.6%，計新台幣 9,302 億元，較 2011 年增加 2.6%，以經費應用單位區分，最大佔比為中央健康保險局之 52.2%，自 1996 年全民健保開辦以來，每年佔比皆超過 50%，最高為 53.92%。NHE 主要用於個人醫療照顧服務約新台幣 8,229 億元(保險部門 4,804 億元佔 58.4%；家庭自付 3,364 億元佔 40.9%次之)，佔總額約 88.5%，其中以醫院治療佔比最多，達 49.5%；診所治療佔 27.0%(圖 3-4)。

根據經建會推計，2012 年 65 歲以上老人佔總人口 11.2%，於 2025 年前之人口仍持續成長，因人口高齡化，NHE 仍續呈增加趨勢。

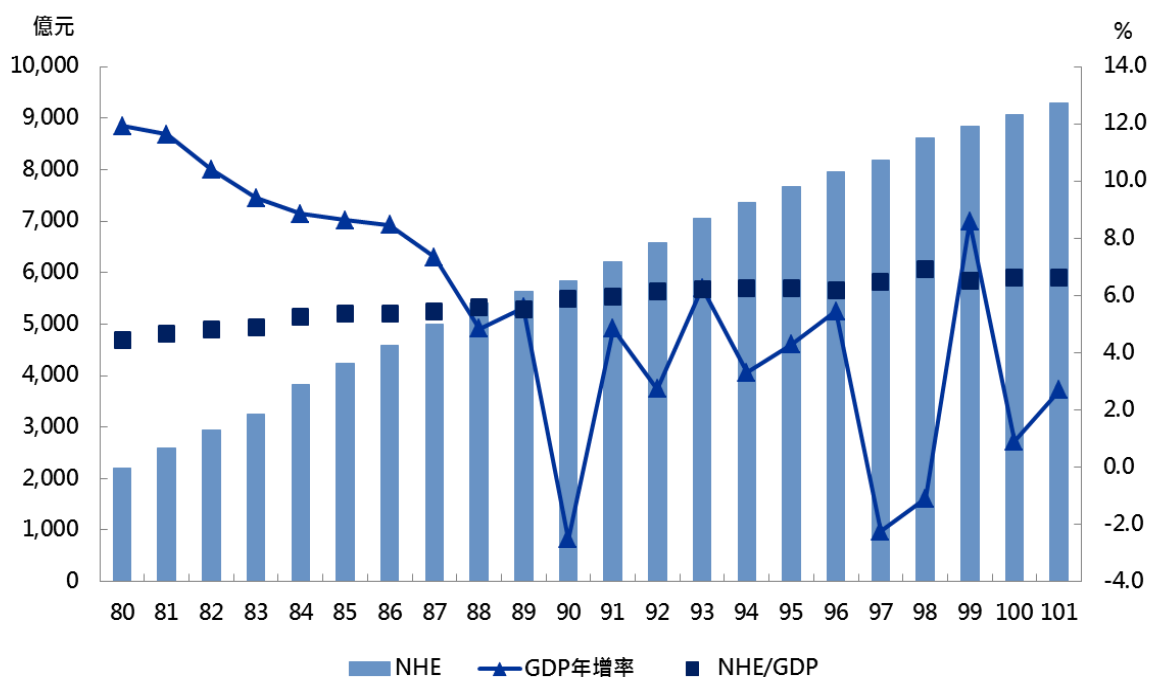


圖 3-3 國民醫療保健支出成長概況

101年NHE=9,302億元

單位：(一)金額(百萬元)  
(二)百分比(%)  
(三)年增率(%)

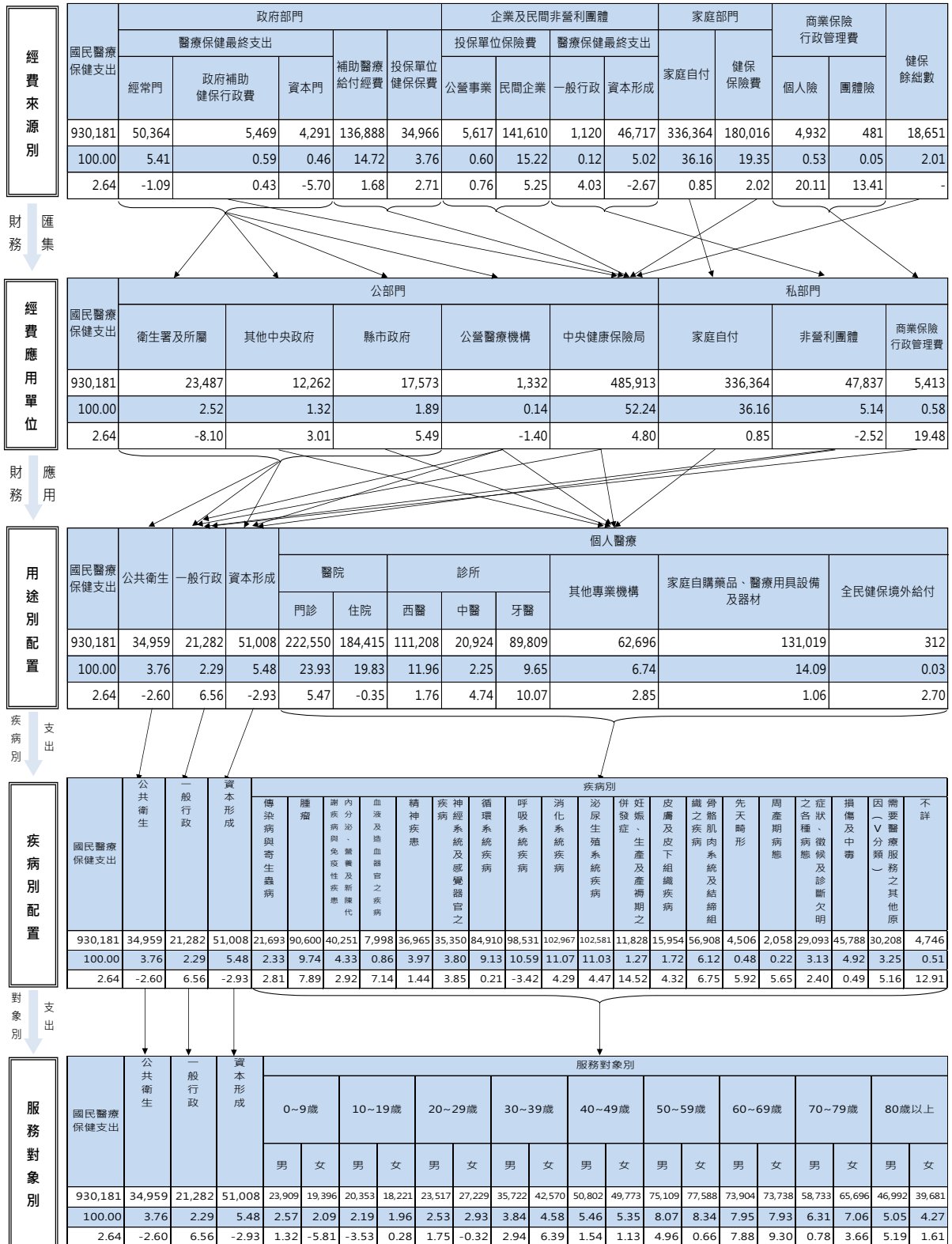


圖 3-4 國民醫療保健支出經費使用流程圖

資料來源：衛生福利部-101年國民醫療保健支出統計

健保局為國內市場最大買家，自 2000 年起，依「全民健康保險藥價基準」進行兩年一次的例行性健保藥價調整，嚴重影響藥品市場之成長，2008 年~2012 年複合年成長率為 2.7%。如圖 3-5，2012 年市場規模為新台幣 1,354 億元，較 2011 年衰退 0.64%，處方藥佔國內藥品市場約 92.3%，OTC 藥品佔 7.7%，而處方藥其中以專利藥佔 65.1%，學名藥佔 27.2%。

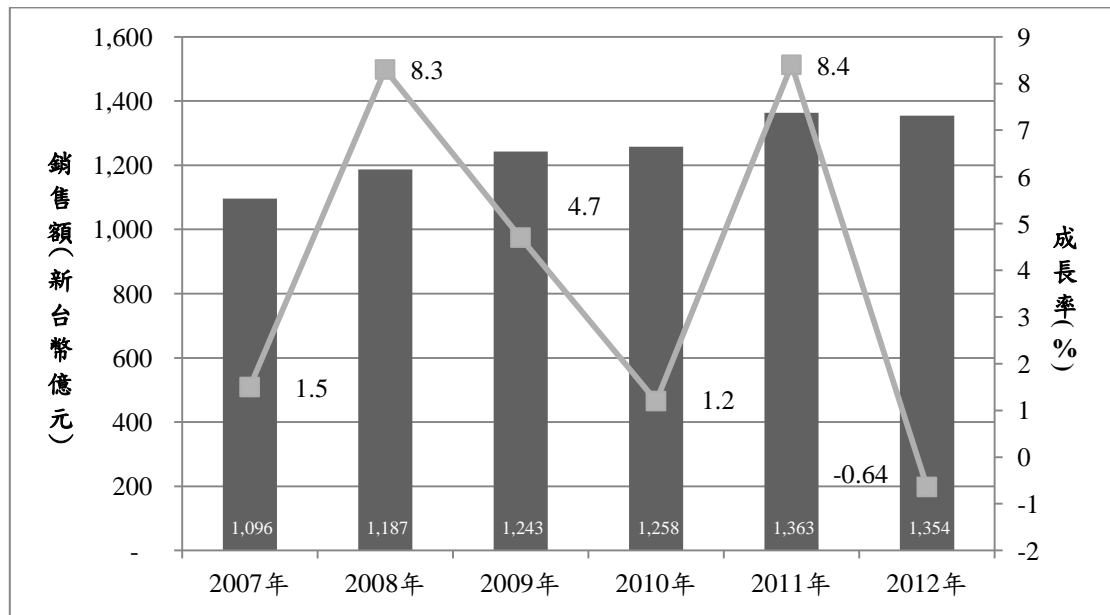


圖 3-5 2007 年~2012 年我國藥品市場規模與成長趨勢

資料來源：2012 醫藥年鑑、2013 醫藥年鑑

我國 OTC 藥品分為「指示藥」及「成藥」，而成藥細分為「乙類成藥」、「甲類成藥」，指示藥與甲類成藥僅於領有藥商許可證之商店販售，乙類成藥則是在超市、藥房、一般商店等任何通路販售。處方藥市場成長受限健保局對於藥品價格之調整，各藥廠便想從 OTC 藥品尋找成長機會，目前主要競爭藥商為跨國藥廠、日本藥廠與國資廠商，本國廠商整體市佔率約 53.7%，相較於外資廠高。前 10 大廠商市佔率合計為 33.5%，本國廠商共有 5 位入榜，市佔率合計為 13.5%，永信藥品為首位，其他排名順序為杏輝、五洲、中化、中美兄弟。以產品屬性區分，維他命及其他類佔 28.5%，胃腸製劑佔 18.1%、綜合感冒製劑佔 15.3%，三類產品總計佔比約 62%。再來依序為一般皮膚外用劑、鎮咳祛痰劑、解熱鎮痛劑、瀉劑、眼用製劑、抗過敏劑、鎮暈劑、驅蟲劑。觀看廠商競爭性，僅維

他命類(國資廠佔 36.2%)及眼用製劑類(國資廠佔 32.5%)是外資廠商處於領導地位，解熱鎮痛劑類(國資廠佔 48.9%)是國資及外資勢均力敵，其餘則是國資廠商表現較佳，市佔率超過五成(胃腸製劑佔 56.2%、綜合感冒製劑佔 67.9%、一般皮膚外用劑佔 59.3%、鎮咳祛痰劑佔 73.5%、瀉劑佔 70%、抗過敏劑佔 91.8%)。

另外，保健食品亦是國內重要且極具高附加價值與發展性之產業，吸引食品、生技與製藥廠商相繼投入。醫藥水準之改善，促使人均壽命延長與生活水準提高，亦造成人民由「疾病治癒」提升至「預防醫學」健康概念之提升，再加上科學研發大量增加食品成份之驗證成果，保健食品市場規模因此快速成長。而健康食品及醫療保健用品支出與所得呈正相關，2012 年最高所得(共五等分位)自付健康食品及醫療保健用品支出為最低所得家庭之 3.9 倍。近年來因消費者消費能力提升及為自身保養、再加上高齡化族群增加與健保費率調整，進而帶動對保健食品之偏好與消費。2015 年我國銀髮族產業商機規模預估超過 1,000 億美元，預告將從醫療走入預防醫學，保健商品獲得消費者青睞。2011 年保健食品市場規模為新台幣 896 億元(傳統食品型態 52.57%；膳食補充劑 47.43%)，受塑化劑事件影響，成長力道偏弱。2012 年規模推估為新台幣 1,004 億元，成長率為 11.95%。然而，依 ITIS 食品所之 2013 年台灣保健食品消費行為與生活型態調查研究發現，約 40% 消費者每天食用保健食品、30% 消費者為每週食用 2~3 次、14% 消費者食用保健食品的頻率並不固定，顯示待開發的市場潛力還有明顯空間。

## (二)產值分析

從表 3-1 來看，2013 年 1 月~11 月製藥產業產值新台幣 690 億元已逼近 2012 年總產值新台幣 696 億元，在原料藥表現亮麗下，整體產值維持成長，其中原料藥產值 287 億元，西藥製劑產值 321 億元，生物製劑產值 11 億元，中藥成藥產值 72 億元，分別佔總產值 41.5%、46.6%、1.6% 及 10.5%。近幾年製藥業產值成長主要是因原料藥與中藥成藥之成長，西藥製劑產值之衰退，是因各藥廠為符合 PIC/S GMP 評鑑之規範，積極提升公司軟硬體之設施與廠房升級，產值成長有限，而生物製劑維持約新台幣 12 億元之產值。在產值消長下，2011 年與 2012 年產值成長率僅約 0.7%。



表 3-1 2010 年~2013 年我國製藥業產值統計(億元)

產品	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 (1 月~11 月)	2013 年(e)
原料藥	235.5	263.6	255.3	286.6	303.5
西藥製劑	372.4	340.9	350.7	320.6	350.0
生物製劑	12.5	12.3	13.6	11	11.9
中藥成藥	67.5	74.5	76.4	72.2	79.5
製藥產業產值總計	687.7	691.3	696.0	690.4	744.9

註：e 為推估值；DCB 產業資訊組推估整理

資料來源：台灣地區產銷存統計資料庫；生物技術開發中心產業資訊組整理(2013.8)

### (三)進出口分析

2012 年製藥產業出口值為 156 億元，進口值為 739 億元，我國業者產製的商品內外銷比例為 17:83。顯示我國製藥產業進出口屬貿易逆差之狀態(表 3-2)，對國外藥品具有高度依存度，入超最大金額為西藥製劑，進口藥品成為國內藥廠之主要競爭者，但各藥廠積極進行海外布局及開拓國際市場，與加上我國為 PIC/S GMP 第四十三個會員國，期待帶動原料藥與西藥製劑外銷持續成長。

我國原料藥除自產自銷，近九成以上都是外銷。2012 年製藥產業出口值之 40.2% 來自原料藥，為新台幣 63 億元，較 2011 年成長 5.2%，美國、印度及義大利是我國原料藥之前三大出口的國家，佔出口額之 31.1%、12.3% 及 9.1%。但 2013 年第一季與第三季有機化合物出口額下降達 84.6% 與 81.6%，加上外國經濟復甦緩慢與客戶資金緊縮問題，減少庫存和採購量，大單及長單轉為小單，原料藥出口值呈現下滑趨勢。而原料藥進口值約新台幣 58 億元，較上年度成長 1.2%，三大國家依序是中國大陸、日本、及美國，分別佔我國原料藥進口額之 33.6%、14.8%、11.1%，顯示我國原料要進口來源集中。而 2013 年進口原料藥衰退，可能是受國內實施原料藥主檔案制度，進口門檻提高之影響。

就西藥製劑產來看，2012 年之西藥製劑進口額則成長 5.7%，為新台幣 680 億元，推估 2013 年成長達 10.65%，約 753 億元，而 2012 年出口額表現依舊亮眼，為新台幣 88 億元，較 2011 年成長 38.8%，2008 年~2012 年複合年成長率則為 18.09%，2013 年亦有不錯之成長。澳洲、中國大陸、美國是我國西藥製劑的前三大出口的國家，佔出口額之 22.3%、17.9% 及 14.8%，該三國佔西藥製劑

出口額55%，其中澳洲比重顯著提高，從2011年之8.8%上升至2012年之22.3%。而我國西藥製劑進口的前三大國家依序是美國、德國、瑞士，比重分別為16.8%、12.9%及9.1%。

2012年我國中藥製劑進口值約新台幣五仟萬元，衰退近30%。出口值為新台幣5億元，成長率3.1%。

表 3-2 2008 年~2014 年我國製藥產業進出口值統計(億元)

產品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013(e)	2014 年(f)
進口值							
原料藥	36	43.5	48.5	57.3	58	54.1	54.6
西藥製劑	505.8	575.5	608.1	643.7	680.7	753.2	801.8
中藥製劑	0.8	0.9	0.7	0.6	0.4	0.5	0.4
合計	542.6	619.9	657.3	701.6	739.1	807.8	856.8
出口值							
原料藥	48.6	54.3	60.2	59.7	62.8	42	37.1
西藥製劑	38.5	48.4	53.1	63.7	88.4	105.8	126.5
中藥製劑	3.9	3.5	4.0	4.9	5.0	5.5	5.7
合計	91.0	106.2	117.3	128.2	156.3	153.3	169.3

註：e 為推估值；f 為預測值；DCB 產業資訊組推估整理

資料來源：中華民國海關進出口統計資料；生物技術開發中心產業資訊組整理

表 3-3 2012 年我國製藥產業前五大進口國與出口國(億元)

排行	原料藥			西藥製劑		
	國家	金額	比重	國家	金額	比重
前五大進口國						
1	中國大陸	19.48	33.6%	美國	114.32	16.8%
2	日本	8.56	14.8%	德國	87.50	12.9%
3	美國	6.44	11.1%	瑞士	62.18	9.1%
4	義大利	5.92	10.2%	英國	52.61	7.7%
5	印度	5.16	8.9%	法國	50.52	7.4%
合計		45.56	78.6%	合計	367.13	53.9%
前五大出口國						
1	美國	19.46	31.1%	澳洲	19.74	22.3%
2	印度	7.69	12.3%	中國大陸	15.81	17.9%
3	義大利	5.74	9.1%	美國	13.12	14.8%
4	日本	3.60	5.7%	日本	7.16	8.1%
5	德國	2.63	4.1%	越南	4.56	5.2%
合計		39.11	62.3%	合計	60.39	68.3%

資料來源：中華民國海關進出口統計資料；生物技術開發中心產業資訊組整理

#### (四)廠商現況

2012 年我國藥品市場銷售額前十名藥廠市佔率為 49.8%，前二十名藥廠市佔率為 67.7%(表 3-4)，2008 年則分別為 46%與 63%，表示我國藥品市場集中度逐漸提高。2011 年排名前二十大本國藥廠只有 3 家，2012 年則為 4 家，排名依序為永信藥品、中化、東洋、生達，銷售額合計約新台幣 103 億元，市佔率為 7.6%，本國藥廠市佔率逐漸增加。

表 3-4 2012 年我國藥品市場銷售額前二十名大藥廠(億元)

排名		公司名稱	藥品銷售額	成長率	市佔率
2012 年	2011 年				
1	1	Pfizer	128.4	-7.8	9.5
2	2	Novartis	91.3	-0.3	6.7
3	3	Merck Sharp & Dohme	77.9	-4.1	5.8
4	5	Roche	77.4	2.2	5.7
5	4	Sanofi	73.8	-7.8	5.5
6	6	GlaxoSmithKline	59.1	-3.5	4.4
7	7	AstraZeneca	57.4	-0.2	4.2
8	8	Bayer	39.4	-2.6	2.9
9	9	Lilly	38.1	0.5	2.8
10	10	BMS	31.5	6.6	2.3
11	11	永信藥品	29.9	10.0	2.2
12	13	中化	27.4	3.1	2.0
13	12	東洋	26.8	-0.9	2.0
14	18	Takeda	25.2	-1.4	1.9
15	17	Abbott	24.0	0.3	1.8
16	14	Janssen-Cilag	24.0	1.5	1.8
17	15	Novo Nordisk	23.9	5.8	1.8
18	16	Astellas Pharma	22.1	0.8	1.6
19	19	Baxter Healthcare	20.5	0.7	1.5
20	21	生達	18.8	5.8	1.4
前 20 大藥廠合計			917	-	67.7

註：藥品銷售額係指以健保藥價估算之藥品銷售金額，非公司營收；BMS=Bristol-Myers Squibb

資料來源：IMS Health；生物技術開發中心產業資訊組整理

2012 年我國藥品市場前十大本國藥廠銷售額為新台幣 161 億元，市佔率為 12%，較 2011 年成長 4.2%，而排行前十五大藥廠銷售額為新台幣 190 億元，市佔率為 14%，較去年成長 3.2%。

本國藥廠前十五大藥廠市佔率排名順序為永信藥品(2.21%)、中化(2.02%)、台灣東洋(1.98%)、生達(1.39%)、信東、友華、健喬信元、杏輝、南光、健亞、景德、瑞士、衛達、美時及五洲。成長率則是衛達之10.4%為最快，其次為永信10%，再來是南光6.6%，至於台灣東洋與美時則是負成長0.9%與14.2%(圖3-6)。

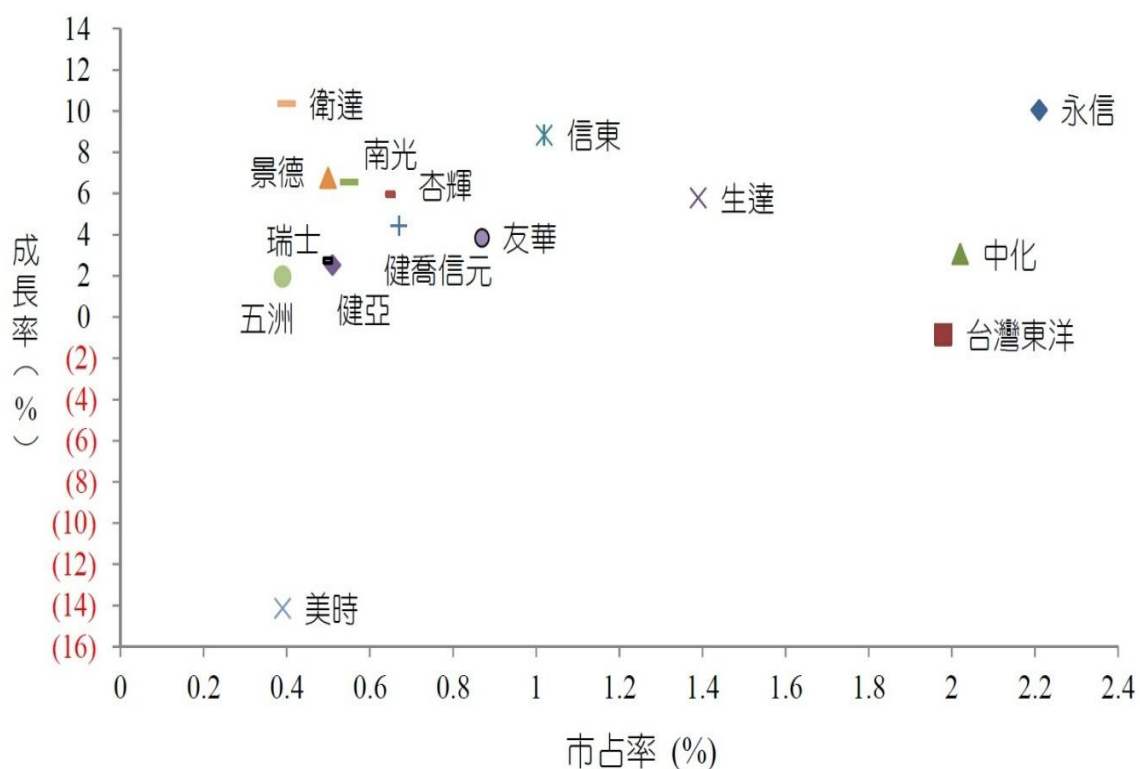


圖 3-6 2012 年我國藥品市場銷售額前十五大本國藥廠

註：藥品銷售額係指以健保藥價估算之國內藥品銷售金額，非公司營收。

資料來源：IMS Health；生物技術開發中心產業資訊組整理

## 第二節 個案公司介紹

### 一、基本簡介

永信藥品是國內規模最大之國資學名藥廠，致力於藥品製造品質之提升，亦為全球性製藥集團，在台灣、美國、中國大陸與東協地區設有製藥廠。

為強化國際競爭力及全球市場佈局，執行專業分工及達到產業控股之目的，永信藥品依據企業併購法，進行組織調整及加速企業轉型，於2010年6月業經股東會決議以股份轉換方式成立「永信國際投資控股股份有限公司」並成為該公司百分之百持股之子公司，永信國際投資控股股份有限公司於2011年1月3日於台灣證券交易所上市(股票代號3705)，永信藥品轉為公開發行公司。

表 3-5 永信藥品基本資料

股票代號：1716	產業類別：生技醫療
設立：民國 54 年 8 月(1965 年 8 月)	製藥產業：西藥製劑
類別：公開發行公司	實收資本額：2,537,362 仟元
股東結構：永信國際投資控股股份有限公司百分之百持有	
總公司：台中市大甲區中山路一段 1191 號	
使命：提供最佳的藥品，增進人類的健康	
願景：護衛健康、創造美麗、傳遞快樂	
主要經營項目：人用藥品、動物用藥品、食品、化妝品、醫療器材等製造及買賣業務	
內外銷比重：內銷88%、外銷12%	
廠區： 幼獅一廠(人用藥、動物藥、注射劑、診斷試劑、機能性食品、漢方製劑、化粧品) 幼獅二廠(醱酵產品、一般原料藥、特用化學品及酵素代工) 幼獅三廠(頭子孢菌素原料藥、製劑及青黴素製劑) 針劑廠(針劑產品) 自動倉儲(軟硬體控管流程之物流中心)	
品質認證： 1986年第一家通過藥品優良製造規範(GMP)認證 2001年第一家通過現行藥品優良製造規範(cGMP)認證 2004年第一家通過美國食品藥物管理局(FDA)認證 2007年第一家通過日本厚生勞動省(MHLW)認證 2009年第一家通過國際醫藥品稽查協約組織藥品優良製造規範(PIC/S GMP)認證 2013年再度以無483缺失通過美國食品藥物管理局查廠	

## 二、公司沿革

### (一)草創期 1965 年~1981 年

- 1965 年：設立「永信藥品工業股份有限公司」
- 1966 年：經衛生主管官署評列為「甲級綜合藥廠」
- 1978 年：設立「永日化學工業股份有限公司」
- 1979 年：興建幼獅分廠製造銷售動物藥品

### (二)成長期 1982 年~1992 年

- 1985 年：幼獅工業區 GMP 新廠建廠完成
- 1986 年：全國民營第一家全新廠房全製品已實施 GMP 藥廠
- 1987 年：設立馬來西亞製造廠
- 1988 年：辦理公開發行
- 1990 年：設立美國廠「CARLSBAD TECHNOLOGY INC.」

### (三)轉型期 1993 年~迄今

- 1993 年：股票上市買賣
- 1994 年：設立大陸廠「永信藥品(昆山)有限公司」
- 1995 年：以傳銷之方式從事保健食品之銷售
- 1996 年：成立化妝品事業
- 1998 年：設立醱酵廠、食品廠、自動倉儲
- 1999 年：設立抗生素廠
- 2001 年：通過 cGMP 三階段確效認證
- 2004 年：美國 FDA 四項認證、永信藥品東南亞控股公司掛牌上市
- 2007 年：榮獲「96 年度工業精銳獎」與「96 年國家永續發展獎」
- 2008 年：人用針劑廠新建完成
- 2009 年：通過 PIC/S GMP 認證、幼獅一廠與幼獅三廠通過日本 PMDA 查廠
- 2010 年：再度以零 483 缺失通過美國 FDA 查廠
- 2011 年：永信藥品轉型永信投控
- 2012 年：永信檢驗實驗室成立
- 2013 年：永信藥品榮獲第一屆中堅企業廠商

資料來源：永信藥品 2013 年報與公司網站

### 三、組織圖

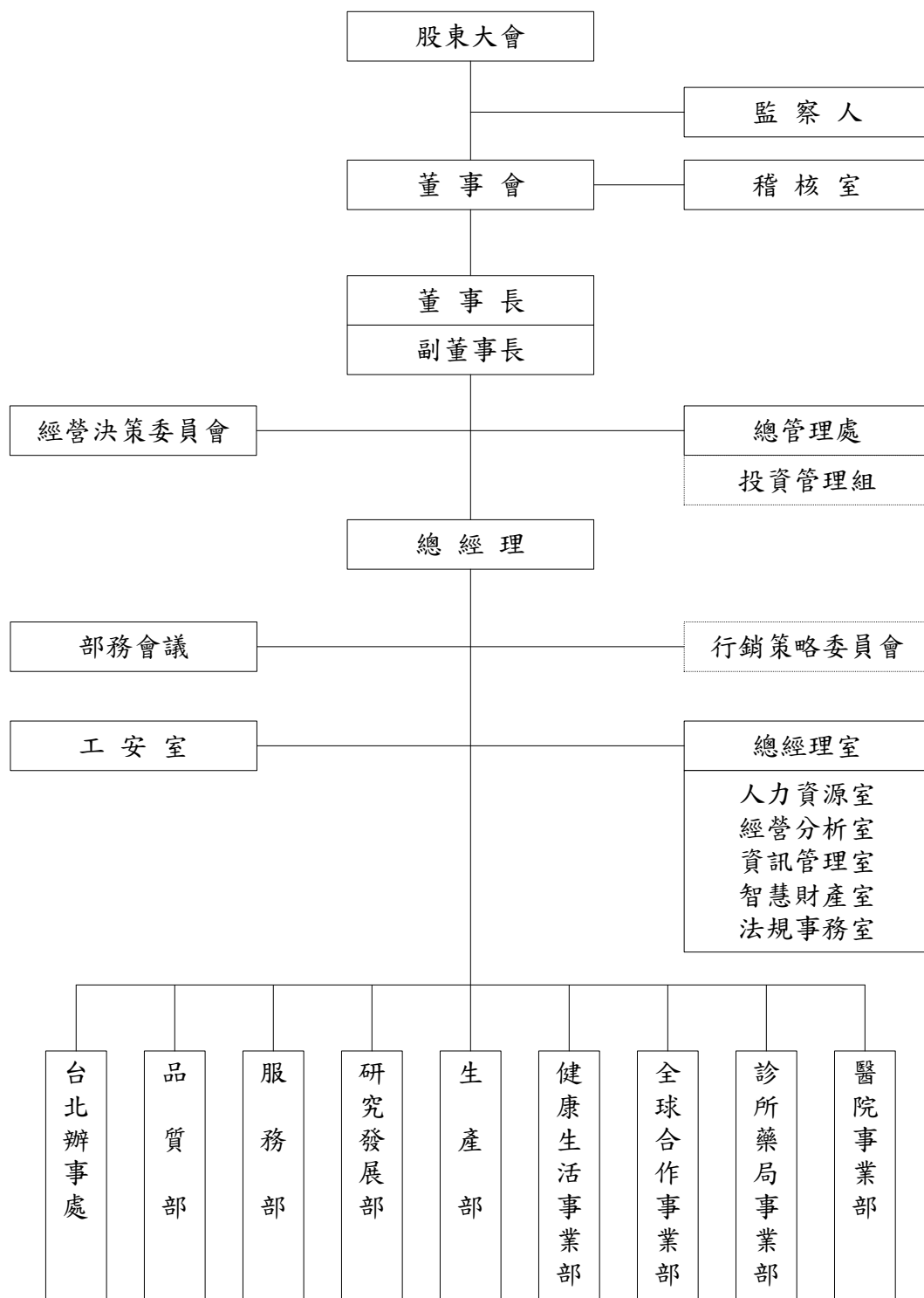


圖 3-7 永信藥品組織圖

資料來源：永信藥品 2013 年報

#### 四、業務範圍

- (一)醫藥品、農業工業藥品、動物藥品、食品、中藥、農產品、化工藥品、衛生醫療用品、環境衛生用藥、化粧品、牙膏、肥皂、香皂、藥皂、洗衣洗髮劑及其他清潔劑、香料、飼料、飼料添加物、肥料、運動用品、裝飾品、科學儀器、醫療器材、診斷試劑、診斷儀器及生物製劑等製造及買賣業務。
- (二)C802120 工業助劑製造業。
- (三)C801030 精密化學材料製造業。
- (四)機械維修製造及買賣業務。
- (五)前各項產品之進出口及代辦業務。
- (六)委託營造廠商興建住宅商業大樓出租、出售及委託營造廠商開發經工業主管單位核准之工業區。
- (七)雜誌圖書之出版發行。
- (八)ZZ99999 除許可業務外，得經營法令非禁止或限制之業務。
- (九)F401171 酒類輸入業。

#### 五、產品項目

- (一)主要產品包括神經系統、循環系統、呼吸系統、消化系統、代謝作用、抗癌、泌尿生殖系統、抗微生物等藥物、皮膚外用藥、賀爾蒙製劑等各大治療類別。
- (二)製劑劑型：栓劑、膠囊、顆粒、注射劑、軟膏、粉末、糖漿、錠劑、液劑等。
- (三)主要許可證種類(表 3-6)。

表 3-6 永信藥品 2008 年~2013 年主要許可證種類統計

許可證種類	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
人用藥品	581	590	593	618	633	632
人用藥品委外製造	-	-	-	-	-	15
動物用藥品	92	95	97	98	101	101
補助飼料	4	5	6	6	6	6
含藥化粧品	4	6	5	5	5	9
原料藥	18	20	20	20	20	22
醫療器材	10	11	10	8	8	5
輸入食品	7	12	11	5	9	5
健康食品	-	1	1	1	1	2
食品查驗登記	-	-	-	-	80	82



## 六、研發概況

每年投入平均年營業收入之 7~10%於研究發展支出，研發費用高達貳至參億元(表 3-7)，所研發之人用藥品涵蓋多種治療類別，近年研發經歷與成果如表 3-8，開發策略如下：

1. 滿足市場需求為導向，配合高品質訴求及市場滲透策略，藉以提升公司整體競爭力。
2. 全方位研發醫藥相關產品，創造市場需求，並因應健保制度及市場趨勢調整研發策略。
3. 採集中式多角化經營策略，開發其他具市場潛力及高品質水準之產品且在公司堅實的研發陣容，配合技術及行銷系統的績效及整合下，除可穩固製藥專精的領域外，更期開拓新事業的成功機會。

表 3-7 永信藥品 2008 年~2013 年研發費用佔營業額比重

項目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
研發支出(仟元)	310,361	251,543	262,463	291,221	334,039	286,676
佔營業額之比例	9.81%	7.7%	7.92%	8.12%	9.1%	7.73%

表 3-8 永信藥品 2008 年~2013 年研發經歷與成果

年度	成果
2013	開發之 Valaciclovir Tablets 和 Azithromycin Tablets 於 8 月 15 日順利獲得日本厚生省核准，成為兩藥品於日本第一批取得許可證的學名藥廠商，兩藥品於 2012.08 與 Wakamoto 合作在日本進行藥證申請，歷經一年努力後，2013 年終於通過 PMDA 並順利取得藥證，可在日本上市銷售。 Clonidine Hydrochloride Tablets, USP 0.1mg, 0.2mg, 0.3mg 藥品於美國上市(核准日期: 2013.6.13)。
2012	台中幼獅二廠通過 TFDA 原料藥 GMP 評鑑: LOV(Lovastatin)、TXE (Paclitaxel "Yung shin")(核准日期 2012.12.12;有效期限 2015.03.06)。 Paclitaxel 申請日本 MF No. 224MF10223(核准日期 2012.11.26)。 Modafinil tablets 100mg, 200mg 美國食品藥物管理局(核准日期 2012.11.01)。 健康食品活力五味子錠核准上市(核准日期 2012.10.25)。 美國食品藥物管理局(核准日期 2012.2.17)： Cefaclor Oral Suspension 250mg/5mL Cefaclor Oral Suspension 375mg/5mL Cefaclor Oral Suspension 500mg/5mL Cefaclor Oral Suspension 750mg/6mL

2011	2011.03 達比® 黴素凍晶注射劑，於 2011.3.24 業經衛生署核准取得許可證。 2011.01 協同生產部，品保處建立符合 ISO/IEC 17025 系統之檢驗實驗室，並取得 TFDA 食品檢驗實驗室認證。 2011.01 幼獅三廠增加凍乾劑型，並於 2011.1.13 通過衛生署查核。
2009	幼獅三廠增加凍乾劑型，並於 2009.12.28 通過日本 PMDA 查核。 健康食品哈克麗康-納麩 Q10 膠囊核准上市、Meclofenamate 申請美國 DMF No. 22795、Cefepime dihydrochloride 1gm, 0.5gm, 0.3mg 日本核准領證。
2008	國內原料藥領證：Carvedilol, Meloxicam 1% Lidofenac 乳膏治療帶狀皰疹第二期臨床試驗、1% Lidofenac 凝膠治療唇皰疹第二期臨床試驗；經濟部技術處科專計畫核准進行。 新成分新藥，妥速適錠 5mg、10mg、20mg 領證，新複方新藥，帝脈錠 10/25 毫克、5/12.5 毫克領證。

資料來源：永信藥品公司網站

## 七、營運概況

永信藥品對產品品質特別注重，2008 年營業收入為新台幣 31.6 億元，歷年營業收入逐年增長，2013 年營收為新台幣 37 億元，為歷史新高，2013 年較 2008 年成長約 17%。其中人用藥品及動物藥品佔營業額營業比重最高，介於 79.44%~91.01%，近年佔比大約為 83%。而在營業團隊之努力與通路拓展之下，加工產品屢創佳績，2012 年達新台幣 3.75 億元，2013 年亦有新台幣 2.63 億元之業績，兩年度分別佔營收 10.22% 與 7.10%。第三大營收來源為健康食品，除在大甲 HAC 健康生活館展店販賣，消費者亦可於 HAC 官方網站購買，另在既有之診所通路進行銷售，更與連鎖藥妝店與電視購物合作，提供消費者多種購物管道之選擇，六年平均佔營業額 6.63%，平均營收為新台幣 2.28 億元(表 3-9 及表 3-10)。

市場方面，內銷佔營業額約 88%，外銷佔營業額 12%。永信藥品目前仍以內銷為主，由公司 300 多名營業人員，服務全省醫療院所、藥局、動物蓄殖場等，客戶數達兩萬餘家，但隨著國內市場飽和，擴展國外市場更是不遺餘力，近年外銷成績表現亮眼。

表 3-9 永信藥品 2008 年~2013 年主要營業額(仟元)

主要產品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
人用藥品、動物藥品	2,880,289	2,802,816	2,791,224	2,982,870	2,916,566	3,097,923
化粧品	4,594	43,922	19,805	36,652	19,091	2,459
健康食品	201,835	197,614	291,335	236,798	226,159	214,460
檢驗試劑	2,977	2,556	1,169	241	-	-9
代理產品	-	-	-	81,922	82,240	126,973
加工產品	46,352	96,636	208,623	240,033	375,218	263,450
其他	28,776	124,049	1,630	6,069	52,133	5,172
合計	3,164,823	3,267,593	3,313,786	3,584,585	3,671,407	3,710,428

註：人用藥品、動物藥品 2010 年前歸類為醫藥品、動物藥品。健康食品 2010 年前歸類為食品。

表 3-10 永信藥品 2008 年~2013 年主要營業額營業比重

主要產品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
人用藥品、動物藥品	91.01%	85.78%	84.23%	83.21%	79.44%	83.49%
化粧品	0.15%	1.34%	0.60%	1.02%	0.52%	0.07%
健康食品	6.38%	6.05%	8.79%	6.61%	6.16%	5.78%
檢驗試劑	0.09%	0.07%	0.04%	0.01%	-	0.00%
代理產品	-	-	-	2.28%	2.24%	3.42%
加工產品	1.46%	2.96%	6.30%	6.70%	10.22%	7.10%
其他	0.91%	3.80%	0.05%	0.17%	1.42%	0.14%
合計	100%	100%	100%	100%	100%	100%

註：人用藥品、動物藥品 2010 年前歸類為醫藥品、動物藥品。健康食品 2010 年前歸類為食品。

表 3-11 永信藥品 2008 年~2013 年商品內外銷銷售額(仟元)

地區	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
內銷	2,988,542	2,995,021	2,972,690	3,139,369	3,204,104	3,251,093
外銷	176,281	272,572	341,096	445,216	467,303	459,335
合計	3,164,823	3,267,593	3,313,786	3,584,585	3,671,407	3,710,428

資料來源：永信藥品年報

表 3-12 永信藥品 2008 年~2013 年商品內外銷銷售額比重

主要產品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
內銷	94.43%	91.66%	89.71%	87.58%	87%	88%
外銷	5.57%	8.34%	10.29%	12.42%	13%	12%
合計	100%	100%	100%	100%	100%	100%

### 第三節 個案公司之策略分析

#### 一、市場結構/廠商行為/經營績效分析

##### (一)市場結構

1. 市場集中度：國內西藥製劑廠於 1989 年政府規定實行 GMP 後，多數廠商未能通過認證，廠商數為從 550 家銳減至 211 家，1999 年公布實施 cGMP，藥廠數量更減為 160 家左右，目前面臨 PIC/S GMP 規範之考驗，必然帶動另一次的製藥產業調整，可能整合至 60~70 家。個案公司為國內第一家通過 PIC/S GMP 認證之藥廠。
2. 產品差異化：我國藥廠大多生產非專利藥品，產品種類多樣且同質性高，各廠商積極擴展中國、美、日、東南亞與新興國家等外銷市場。為了避免價格競爭，永信藥品鎖定進入法規門檻較高之美國和日本作為目標市場。
3. 成本結構：從永信藥品、中化、東洋、杏輝等主要廠商之成本結構資料(表 3-13)發現，製藥產業之製造成本所佔比重最高者為直接原料，其次是製造費用、直接人工。以 2012 年為例，隨著大宗原料價格持續下滑，直接原料佔比逐漸減少，直接原料佔製造成本 64.36%；且由於我國藥廠為符合 PIC/S GMP 認證，陸續進行廠區整改，製造費用明顯提升，製造費用佔製造成本 28.74%，而直接人工比重無明顯變化，直接人工佔製造成本 6.90%。在營業費用的部分，佔整體營收比重最高是銷售費用，2012 年銷售費用、管理費用、研發費用佔營收比重分別為 17.49%、6.32%、11.08%，均較 2011 年增加，研發費用增加幅度較大是因在政府獎勵下，國內藥廠持續投入新藥開發，有助於製藥業市場競爭力之提升。

表 3-13 我國西藥及生技製藥業主要廠商成本結構表

項目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
直接原料/製造成本	66.62%	68.04%	67.39%	65.50%	64.36%
直接人工/製造成本	7.68%	7.53%	7.17%	7.09%	6.90%
製造費用/製造成本	25.69%	24.43%	25.43%	27.41%	28.74%
銷售費用/營收淨額	19.68%	19.95%	17.72%	16.40%	17.49%
管理費用/營收淨額	7.15%	6.73%	6.50%	6.31%	6.32%
研發費用/營收淨額	8.81%	8.36%	9.45%	10.53%	11.08%

資料來源：公開資訊觀測站，台經院產經資料庫整理(2013.8)

## (二)廠商行為

1. 產品：永信藥品目前生產及銷售皆以西藥製劑為主，健保藥價調整對公司毛利造成極大影響，但隨著健保局通過對 PICS/S GMP 認證之本土藥廠施行健保藥價給付獎勵措施，期影響幅度可減少。未來仍以多角化經營策略，積極擴展保健食品自費市場，以公司本身具有悠久製藥水準之能力與通過行政院衛生署藥物食品管理局認可的食品檢驗認證實驗室把關，在食品、營養品、醫美產品仍可積極作為，未來有很大之發展空間。
2. 價格：因永信藥品對產品品質之重視，為取得品質穩定之原物料來源，寧願犧牲價格較便宜之供應商，產品售價與外資廠或進口藥品價格相比，永信藥品相對便宜，但是相對國資藥廠價格較高。
3. 通路：永信藥品於營運初期專心開發診所與藥局通路，在診所與藥局具有強大之通路優勢。在 1991 年後因診所與藥局市場飽和且公司已建立名氣，開始進入大型醫院通路，目前醫院是藥品最大之消費市場，未來成長性也最高，向醫院拓展行銷通路為重要策略。近幾年雖有電子商務、電視購物與便利商店通路之興起，但由於藥品受到管制，銷售模式並無改變，反而是自費市場(如健康食品)之產品，不同以往傳統銷售模式，成長潛力驚人。永信藥品 2013 年營業額，醫院約佔 28%、診所 21%、藥局 14%、特約 OTC 5%、動物醫院與蓄殖場約 8%、外銷約 13%、電子商務&連鎖藥粧約 8%。
4. 促銷：對於製藥產業而言，醫師與藥師掌握藥品購買之權利，藥廠會透過不同方法增進彼此互動，以利產品推廣。個案公司透過不定期接受學術與醫療團體參訪、研習營，讓醫生、醫學系學生等相關人士面對面更認識永信藥品，且由各區域業務代表直接向醫師及藥師提供產品介紹及服務，維繫良好客情，亦經由樣品提供，希望增加醫師對藥品之使用信心、轉換意願與新產品曝光率，也會每年度舉辦搭售或搭贈活動回饋客戶。並以關懷國人健康為出發點，透過慈善活動，對民眾進行免費健診，提醒消費者保健康。再來以刊登 DM、醫藥雜誌與本身每月發行之藥訊等刊物進行平面廣告增加產品知名度，近幾年電視廣告以強打公司品牌形象廣告為主，強調是消費者永遠信賴的好夥伴，可惜曝光度不高，較無法深入民心與貼近消費者。

### (三)政府政策

為提供生技醫藥產業發展之必要協助，從「生技新藥產業發展條例」、「臺灣生技產業起飛行動方案」、「公司研究發展支出適用投資抵減辦法」、「經濟部業界開發產業技術計畫」、「藥物科技研究發展獎勵辦法」等，我國政府近年來推出多項的措施，提供相關法令鬆綁條文、租稅獎勵優惠措施及研發投資抵減，並將衛生署功能職權擴大成衛生福利部食品藥物管理署(TFDA)，希望建置能與國際相接軌之藥物法規環境及產業發展環境，強化開發製藥產業價值鏈，提升我國研發能量。

經濟部技術處發布之新聞稿指出，自 2010 年起為協助國內藥廠與生技業國際化，運用業界科技專案推動三年「學名藥國際化產值倍增政策性項目」之計畫，以外銷歐洲、美國、日本等市場為標的，鎖定產值高、單價高、利潤高之品項，補助藥廠投入學名藥與原料藥開發，尋求突破原廠專利，進行配方、製劑技術開發及人體相等性試驗，帶動廠商投資，生產優質藥品行銷全球，核定補助南光、安成、永信、中化、台灣神隆、台耀、得榮、美時、生達、杏輝、三利、培力、友霖等 13 家國內學名藥廠共計 17 件計畫，補助金額為新台幣 4.2 億元，帶動廠商研發投入新台幣 8.82 億元。預估至 2020 年可累計促成投資 214 億元，增加學名藥產值新台幣 400 億元以上。經濟部於 2014 年開始推動「A+ 企業創新研發淬鍊計畫」及「標竿新產品創新研發計畫」持續協助國內藥廠開發利基藥品及特色學名藥，拓展國際市場，鼓勵國內原料藥廠及製劑廠上中下游整合，共同開發藥品；並促使國內學名藥大廠轉型開發類新藥及新藥，逐步跨入創新新藥領域。

#### (四) 產業供應鏈

我國西藥、OTC 藥品與保健食品產業結構大致完整，主要是以中、小型藥廠為主，從上游原料，中游產品研發與產製，到下游通路皆建置到位，而原料大多從國外進口。西藥製劑廠商位於中游，國內大多數藥廠處於該製造位置，產品類似、替代性高、藥價較低，市場競爭激烈且市場大多侷限於國內，資本與經營規模不及跨國藥廠，依圖 3-8 我國西藥產業之產業鏈與圖 3-9 我國 OTC 藥品產業上中下游關聯性，可了解永信藥品的競爭者，包含台灣東洋、中化、生達、杏輝、南光、信東、中美、五洲、新萬能、得生製藥...等。

健康食品市場其傳統食品型態之市場規模仍大於膳食補充劑型，加上受 2011 年塑化劑汙染與近年景氣不佳之影響，成長力道減弱，從圖 3-10 國內保健食品產業供應鏈，發現競爭對手為葡萄王、景岳、勇健、台灣菸酒、台糖、台鹽、統一、愛之味、食益補、中天、佳格、味全、生達、養樂多、維他露...等。

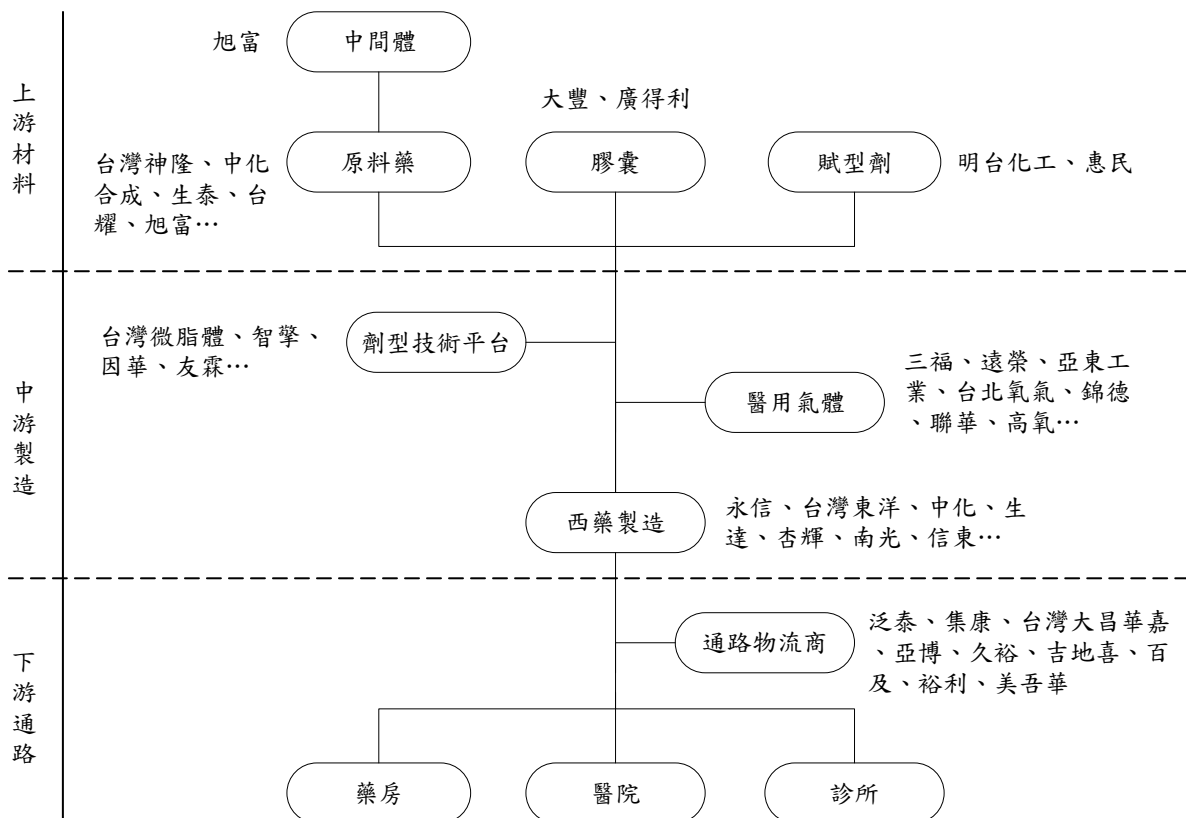


圖 3-8 我國西藥產業之產業鏈

資料來源：生物技術開發中心產業資訊組整理

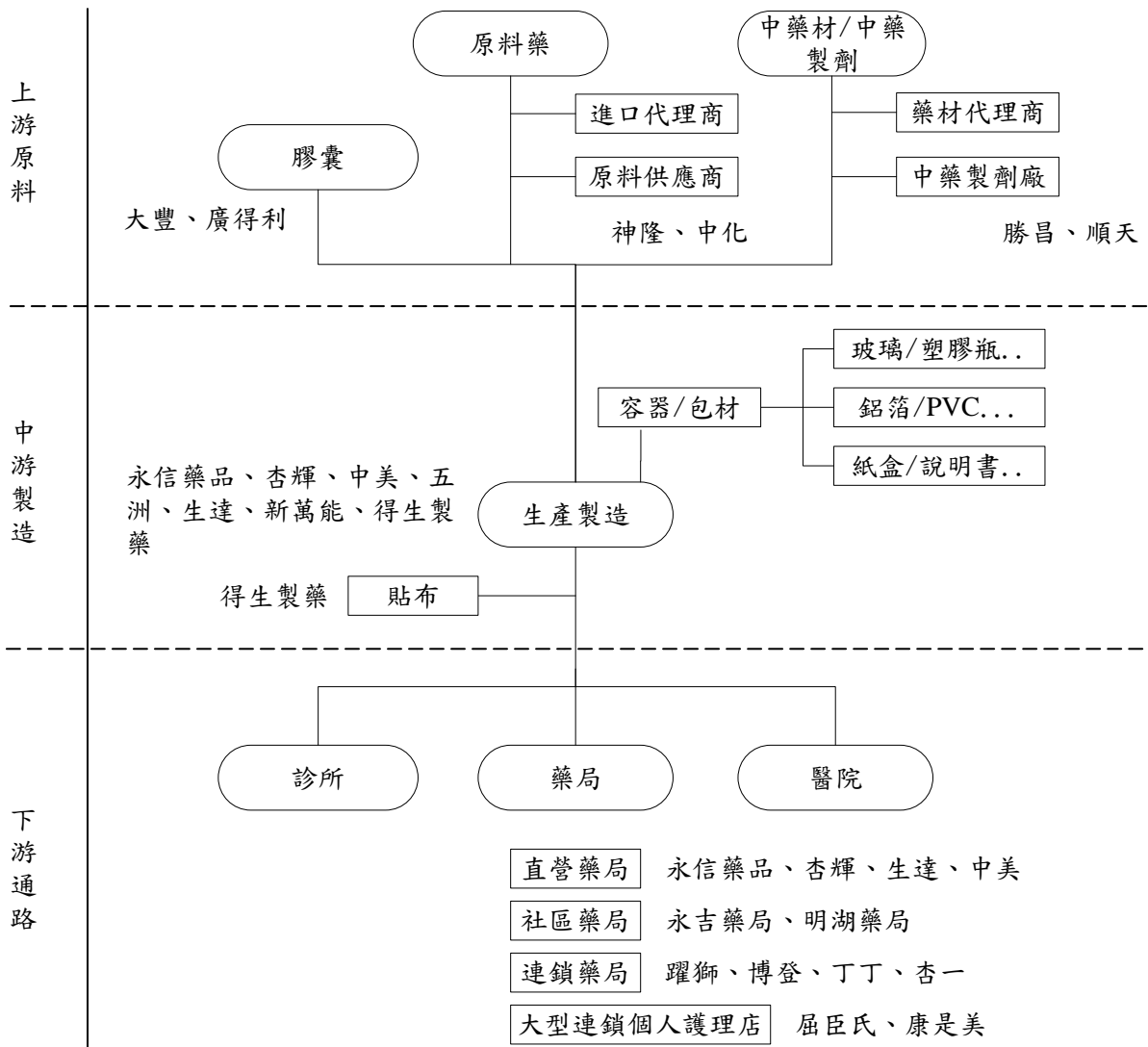


圖 3-9 我國 OTC 藥品產業上中下游關聯性

資料來源：生物技術開發中心產業資訊組整理



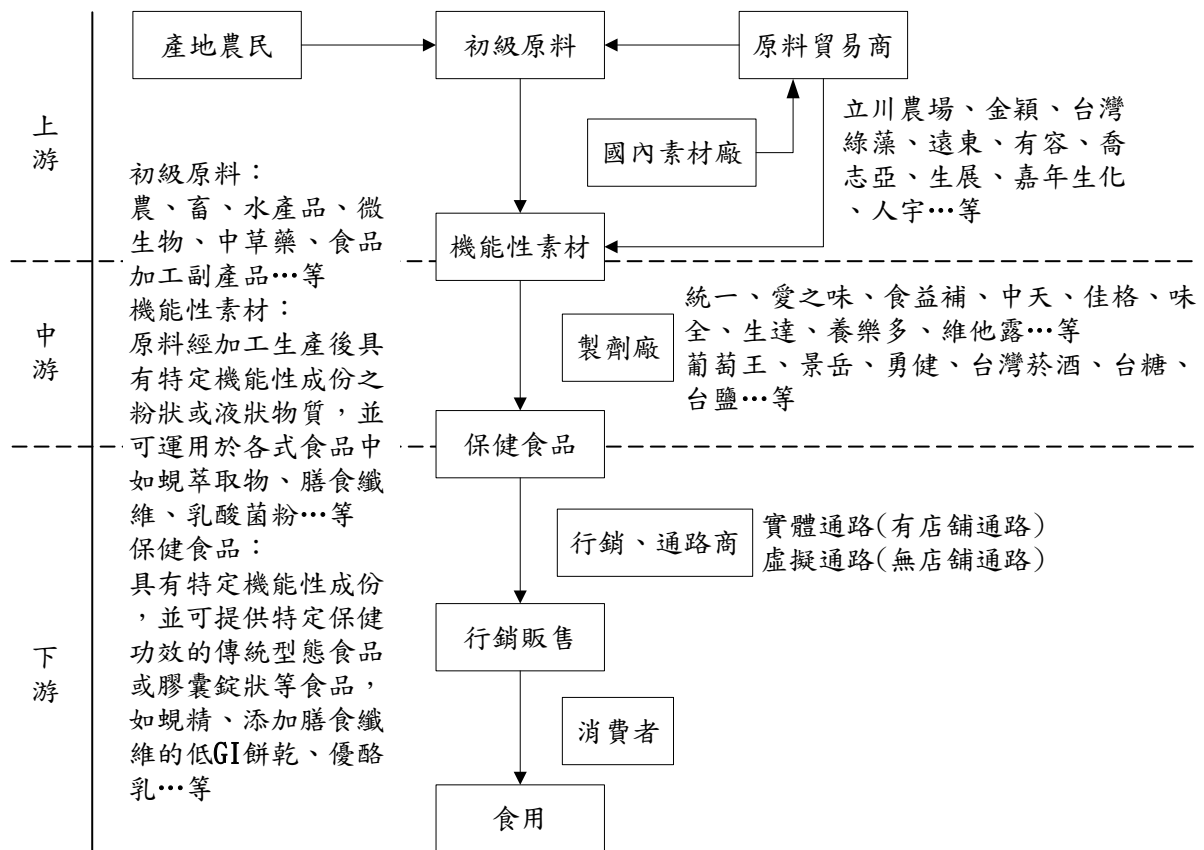


圖 3-10 國內保健食品產業供應鏈

資料來源：中華穀類食品工業技術研究所

## 二、企業競爭優勢分析(SWOT 分析)

### (一)優勢(Strength)

1. 建立生產優勢，製藥標準與品質升級，國內第一家通過 PIC/S GMP 認證之藥廠，提供消費者安全、有效、均一之藥品。
2. 深耕學名藥市場，對醫院、診所及藥局具有強大之通路優勢，以專業之自有業務團隊與各藥商競爭，具有各類治療類別藥物與劑型，讓顧客可以一次購足所需藥品。
3. 積極進行集團布局與上下游垂直整合，掌握關鍵原料至製劑產品之生產，並強化研發、生產及銷售管理，以提升競爭力。
4. 營運與獲利穩健，資金來源無虞，財務結構健全。

## (二)劣勢(Weakness)

1. 為服務客戶需求，產品種類齊全，生產不易達到經濟規模。
2. 存貨週轉天期長，易有存貨囤積問題與影響營運資金流量。應收帳款週轉天期長，若往後毛利不易維持，則恐有資金週轉問題。
3. 一般消費者對個案公司品牌知名度不足，銷售容易受其他知名品牌影響，廣告效果不鮮明，行銷策略缺乏彈性。
4. 傳統化學製藥生產模式，未來能否調整或生產經營模式轉往生技製藥領域，仍待觀察。

## (三)機會(Opportunity)

1. 全球人口高齡化趨勢，相關醫藥需求和支出隨之上升。
2. 各國節省醫療支出與財政負擔及專利藥品到期高峰，期望帶動學名藥商機。
3. OTC 藥品、保健食品、醫美產品等市場前景看好。
4. 臺灣為國際醫藥品稽查協約組織(PIC/S)會員國，且因全球委外生產需求增加，有利於接軌及擴張國際市場。

## (四)威脅(Threat)

1. 學名藥市場競爭激烈，政府藥價刪減及用量控制壓縮藥廠獲利空間。
2. PIC/S GMP 強調原料至終端產銷的品質管控，軟硬體升級與維護之難度及成本甚高，經營成本大幅上升。
3. 原廠專利藥市場佔有率高，行銷策略靈活，考驗藥廠基層通路之經營實力。
4. 亞洲地區各國政府致力發展製藥產業，雖提高市場進入障礙，但中國大陸之龐大市場，將使其廠商能有經濟規模優勢。

## 第四章 企業評價分析與價值創造策略

本章以永信藥品個體公司為分析對象，並同時與同業進行歷史資料之分析，用以了解影響永信藥品企業價值之關鍵驅動因子為何，再利用現金流量折現及經濟利潤折現模型估算企業價值與股價，最後提出合適之價值創造策略，以增進目標公司企業價值。

### 第一節 歷史資料分析

進行企業評價程序，藉由分析歷史資料，瞭解公司過去之績效及作為未來評估之依據。歷史資料分析著重投入資本報酬率(Return On Invested Capital, ROIC)及公司為未來之成長再投資部分的計算，二者影響公司可支配現金流量與價值甚鉅。當投入資本報酬率大於加權平均資金成本(Weighted Average Cost of Capital, WACC)之時，我們才可以說是為股東創造價值。本研究將 ROIC 與成長拆解，藉此了解影響公司價值之驅動因子及組成要素。個案公司 2013 年財務報表係採用 IFRS 國際會計準則編製，本論文已調整同以往 GAAP 一般公認會計原則編製基礎。

#### 一、投入資本報酬率(ROIC)

投入資本報酬率為淨營運利潤減調整稅賦(Net Operating Profit Less Adjusted Taxes, NOPLAT)除以投入資本額(Invested Capital, IC)之比率，主要用來衡量公司整體營運績效。

##### (一)投入資本(IC)

投入資本=營運資金+淨財產、廠房和設備+其他資產淨額

營運資金=營運流動資產－不必支付利息的流動負債

將財務報表重新組合與計算，表 4-1 是近年永信藥品之投入資本表，每年投入資本約新台幣 35 億元，處於穩定狀態，公司運轉以自有資金為主，流動資產逐年增加，2013 年最大佔比是因營收成長所導致之應收帳款與票據(佔總資產 14%)與存貨(13%)增加，其次為現金(9%)，整體而言，營運資金有上升趨勢。2009 年，永信藥品耗資約 4.5 億元之人用針劑廠完工，各生產廠區並通過 PIC/S GMP 認證，產能與產量充足，從閱讀財報發現近期沒有大型設備購置，因折舊攤提，導致淨固定資產逐年降低，在固定資產之取得具既得利益。

表 4-1 永信藥品 2008 年~2013 年投入資本(仟元)

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013
流動營運資產	2,032,943	2,114,993	2,279,819	2,363,715	2,487,854	2,583,269
不必支付利息之流動負債	515,701	546,728	554,050	656,059	575,204	761,768
營運資金	1,517,242	1,568,265	1,725,769	1,707,656	1,912,650	1,821,501
淨財產、廠房和設備	2,281,789	2,113,268	2,006,580	1,880,379	1,759,336	1,629,481
其他營運資產、各項準備、其他淨負債	(50,697)	(68,586)	(88,872)	(95,976)	(16,370)	19,074
營運投入資金(無形資產除外)	3,748,334	3,612,947	3,643,477	3,492,059	3,655,616	3,470,056
無形資產	12,889	15,310	17,885	24,436	18,364	32,778
營運投入資金(含無形資產)	3,761,223	3,628,257	3,661,362	3,516,495	3,673,980	3,502,834
超額有價證券	0	0	0	0	0	29,622
非營運投資	1,650,359	1,806,313	1,936,681	2,147,978	2,136,663	2,234,942
投資人總資金	5,411,582	5,434,570	5,598,043	5,664,473	5,810,643	5,767,398
權益	5,131,526	5,222,514	5,405,799	5,471,921	5,417,343	5,413,944
支付利息的負債	280,056	212,056	192,244	192,552	393,300	353,454
投資人總資金	5,411,582	5,434,570	5,598,043	5,664,473	5,810,643	5,767,398

與同業相比較，受市場需求及政府推動 PIC/S GMP 之影響，為提升國內藥廠製藥之品質，各藥廠積極進行產能之擴充，財產、廠房和設備之新設、購置與維護，其同業之投入資本皆呈現成長趨勢，永信藥品投入資本之規模僅低於中化(圖 4-1)。

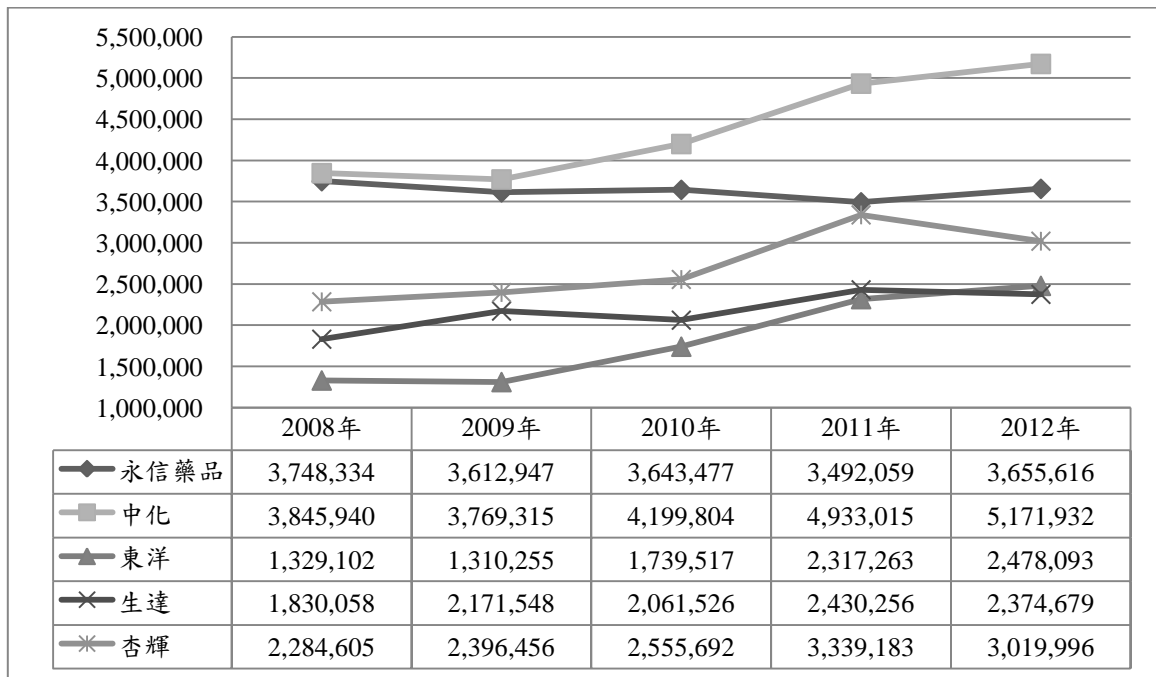


圖 4-1 永信藥品與同業 2008 年~2012 年投入資本(仟元)

## (二)淨營運利潤減調整後稅賦(NOPLAT)

淨營運利潤減調整後稅賦=息前、稅前與商譽攤銷前盈餘(EBITA)-EBITA 的稅賦

EBITA 的稅賦=所得稅+淨利息稅盾+非營運淨利的稅

受惠國際藥廠逐步釋出藥品之代工訂單，加上藥廠積極拓展國外(如美國、中國)等重要市場，帶動我國相關藥品之銷售成長。永信藥品 2008 年~2013 年之 NOPLAT 呈現逐年成長，近年受健保藥價之衝擊，對產品銷售比重進行調整，除持續推廣國內處方藥銷售，另將重心轉向非健保給付用藥或自費市場如健康食品之產品，2013 年營收為歷史新高。營業毛利率維持在 50%，然而受健保藥價每兩年調整一次與 2009 年起會計政策存貨認列改採「財務會計準則第 10 號公報」規定，存貨跌價損失從業外損失改列銷貨成本之影響，毛利維持不易。近五年營業費用平均約 36%，因永信藥品自聘專責銷售業務團隊，最大佔比為銷售費用 22%，其次依序為研發費用 8%、管理費用 6%。

表 4-2 永信藥品 2008 年~2013 年淨營運利潤減調整後稅賦(仟元)

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013
營業收入淨額	3,164,823	3,267,593	3,313,786	3,584,585	3,671,407	3,710,428
營業成本	1,387,161	1,594,914	1,674,150	1,806,608	1,852,600	1,854,992
營業毛利	1,778,597	1,671,684	1,642,942	1,762,408	1,823,094	1,852,135
營業費用	1,395,817	1,302,436	1,199,610	1,280,586	1,349,865	1,254,530
銷售費用	818,486	814,662	698,864	776,161	811,985	757,437
管理及總務費用	266,970	236,231	238,283	213,203	203,841	210,417
研發費用	310,361	251,543	262,463	291,222	334,039	286,676
稅前息前的攤銷盈餘	382,780	369,248	443,332	481,822	473,229	597,605
EBITA 的所得稅	107,907	31,535	48,549	57,207	52,637	109,886
NOPLAT	274,873	337,714	394,783	424,615	420,592	487,719
所得稅	183,858	93,703	97,763	94,737	71,696	139,385
淨利息稅盾	(139)	(47)	(50)	(61)	90	(110)
非營運淨利的稅	(75,813)	(62,122)	(49,164)	(37,470)	(19,148)	(29,388)
EBITA 的稅	107,907	31,535	48,549	57,207	52,637	109,886

參考圖 4-2，永信藥品 2008 年~2012 年整體表現，優於其他同業。生達之 NOPLAT 有下滑之趨勢，中化、東洋與杏輝波動幅度較不明顯，2010 年與 2011 年受藥價調查、全球景氣蕭條及健保財政赤字之持續惡化，使當年醫藥市場成長呈現趨緩現象，生達、東洋與杏輝等藥廠表現不佳。

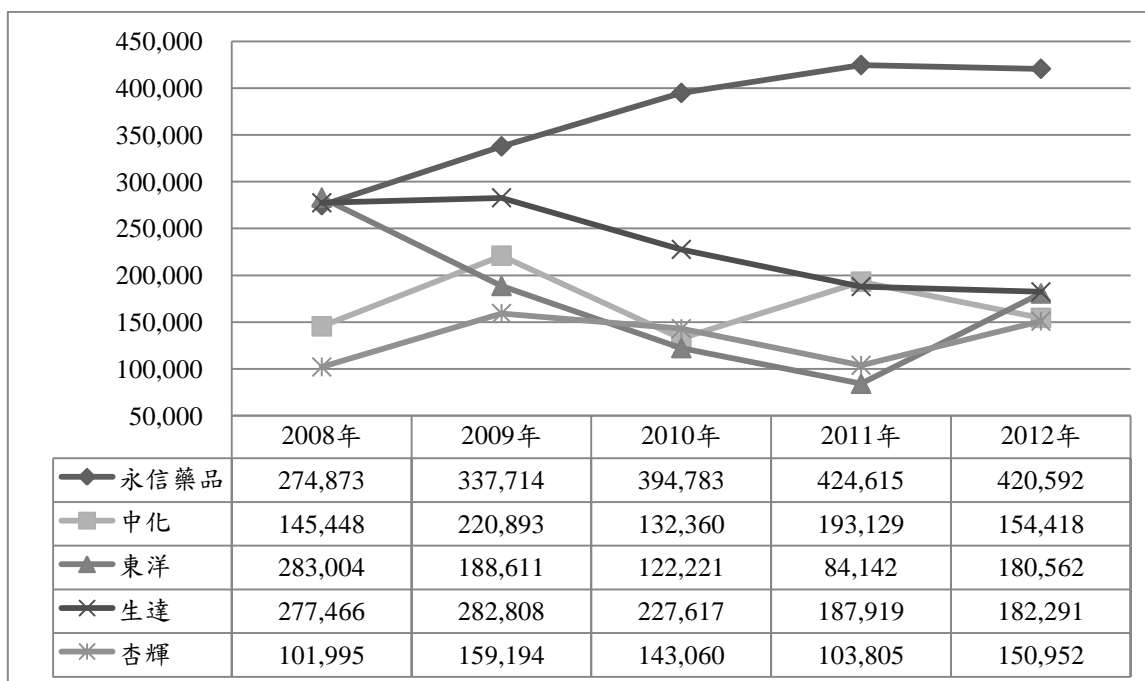


圖 4-2 永信藥品與同業 2008 年~2012 年淨營運利潤減調整後稅賦(仟元)

### (三)投入資本報酬率(ROIC)

投入資本報酬=NOPLAT÷投入資本

=銷售利潤率×資本週轉率

從表 4-3 得知永信藥品 ROIC 介於 7.33%~14.06%，2012 年稍有下降是面臨二代健保制度變革及政府油電雙漲，及投入新藥研發之支出及強化 PIC/S GMP 規範之生產規格、驗收條件，整體獲利略受影響，其餘每年度為成長之趨勢。

表 4-3 永信藥品 2008 年~2013 年投入資本報酬率(仟元；%)

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBITA	382,780	369,248	443,332	481,822	473,229	597,605
NOPLAT	274,873	337,714	394,783	424,615	420,592	487,719
年初營運投入資本(不含商譽)	3,748,334	3,612,947	3,643,477	3,492,059	3,655,616	3,470,056
稅前 ROIC(不含商譽)	10.21%	10.22%	12.17%	13.80%	12.95%	17.22%
ROIC(不含商譽)	7.33%	9.35%	10.84%	12.16%	11.51%	14.06%

從圖 4-3 得知，永信藥品投入資本報酬率相較同業穩定，2011 年與 2013 年永信藥品投入資本報酬率為同業之冠。東洋與生達之 ROIC 受 NOPLAT 之影響，逐年衰退。

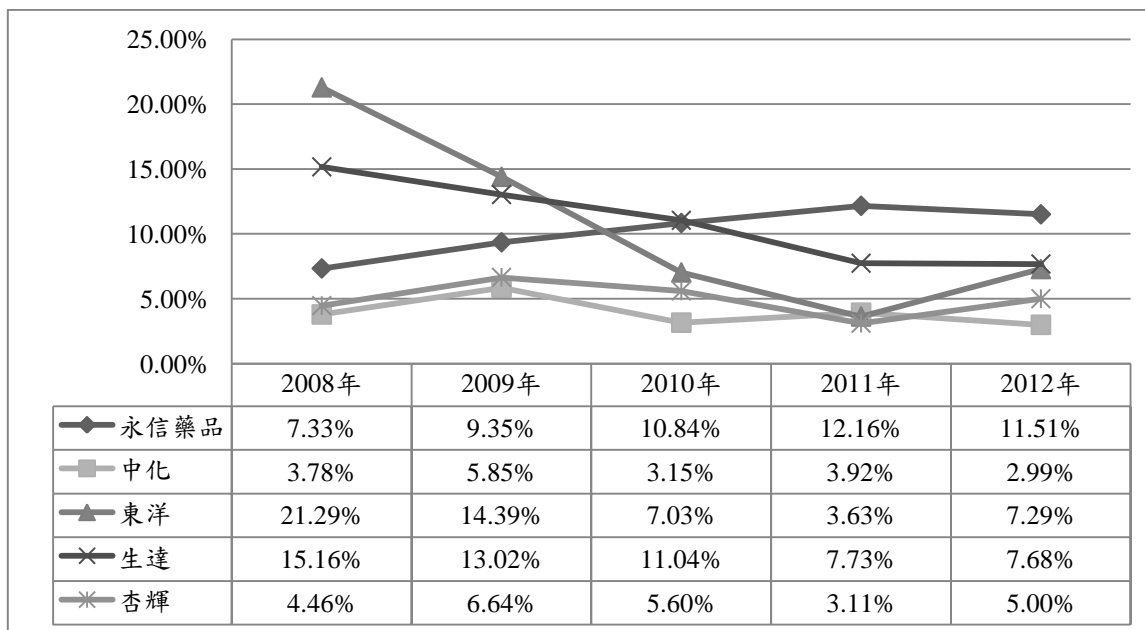


圖 4-3 永信藥品與同業 2008 年~2012 年投入資本報酬率

#### (四) 拆解投入資本報酬率

透過 ROIC 拆解，可將企業獲利來源分為利潤率與週轉率，進而判斷企業是屬於具有競爭優勢之行業或是企業擁有好的管理效能。

企業經營之本質是用投入資本創造營收，營收裡有利潤。ROIC=營收利潤率(Operating Margin,m)×資本週轉率(Operating Assets Turnover,T)。利潤率是受產業影響，賺取創新產品差異化的錢，週轉率則是企業賺取本身營運或經營效率的錢，產業結構與策略會影響企業 ROIC 之關鍵價值因子。因此，企業經營者必要確認影響公司之 ROIC 高低之原因。

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}}{\text{投入資本}} \times (1 - \text{現金稅率})$$

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{銷貨收入}} = 1 - \left( \frac{\text{銷貨成本}}{\text{銷貨收入}} + \frac{\text{銷管費用}}{\text{銷貨收入}} + \frac{\text{折舊費用}}{\text{銷貨收入}} \right)$$

$$\frac{\text{銷貨收入}}{\text{投入資本}} = 1 \div \left( \frac{\text{淨營運資金}}{\text{銷貨收入}} + \frac{\text{固定資產}}{\text{銷貨收入}} + \frac{\text{淨其他資產}}{\text{銷貨收入}} \right)$$

$$\text{稅前投入資本報酬率} = \frac{\text{EBIT}}{\text{銷貨收入}} \times \frac{\text{銷貨收入}}{\text{投入資本}}$$

$$\text{現金稅率} = \frac{\text{EBIT} - \text{NOPLAT}}{\text{EBIT}}$$

從圖 4-4，可看出影響永信藥品 ROIC 之兩個因素，2008 年~2013 年 ROIC 是往正向移動，2008 年、2009 年、2010 年、2011 年、2012 年、2013 年營收利潤率分別為 12.09%、11.30%、13.38%、13.44%、12.89%、16.11%，而投入資本週轉率分別為 0.84、0.90、0.91、1.03、1.00、1.07，利潤率與週轉率皆是走高之趨勢，顯示成本與費用控管得宜，且致力於資產之利用。

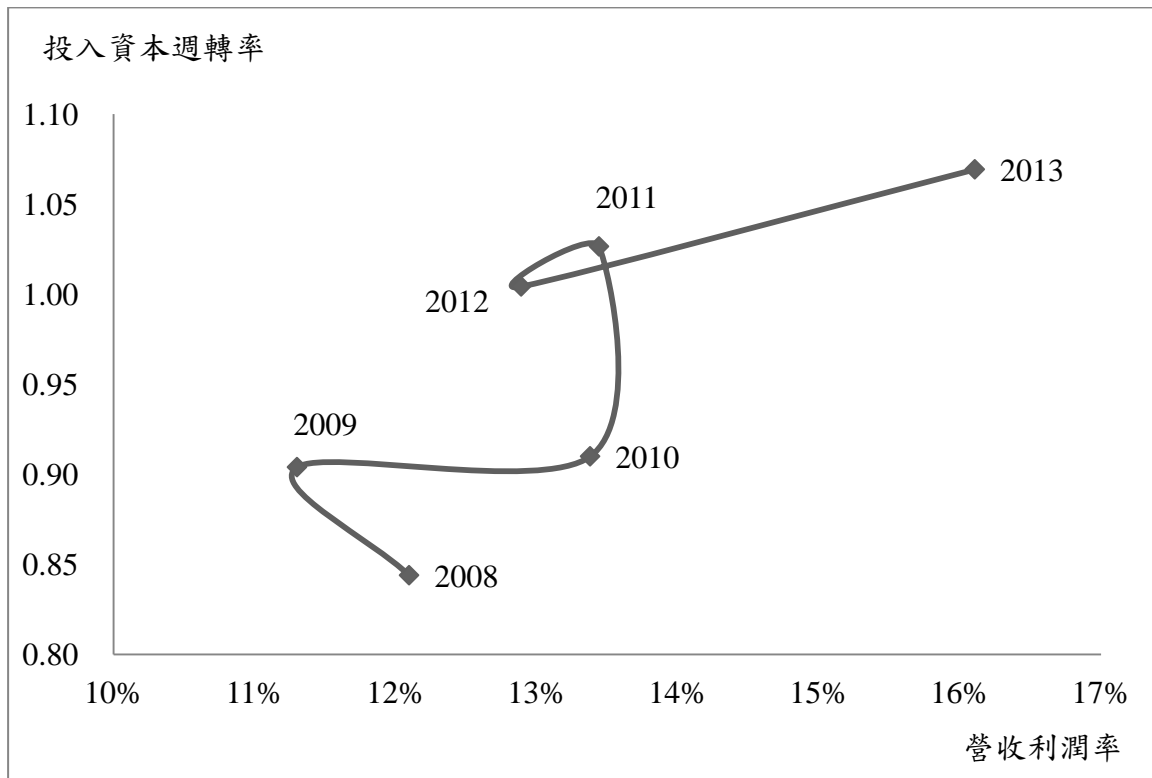


圖 4-4 永信藥品關鍵獲利因子消長圖

以表 4-4，進行永信藥品進行營業利潤率與投入資本週轉率之分析。2008 年~2013 年平均營業利潤率為 13.2%，歷年本業獲利狀況穩定，2013 年達 16.11%。受產業環境及政府政策之影響，營業成本仍控管於約佔銷貨淨額之 50% 以內，營業費用有逐年下降之趨勢，並未有隨著銷貨成長增加之情形，由此可見永信藥品在營業成本與營業費用之管理能力，且成本與費用率控管於一定之範圍內。投入資本週轉率影響最大者為固定資產，其次為營運資金，2008 年~2013 年平均投入資本週轉率為 0.96，從 2008 年之 0.84 次上升至 2013 年 1.07 次，歷年來之趨勢與 ROIC 變動方向一致，自 2011 年起投入資本週轉率皆大於 1。



表 4-4 永信藥品 2008 年~2013 年 ROIC 拆解

ROIC		稅前 ROIC		營業利潤率		營業成本率		營業費用率			
2008 年	7.33%	2008 年	10.21%	2008 年	12.09%	2008 年	43.83%	2008 年	44.10%		
2009 年	9.35%	2009 年	10.22%	2009 年	11.30%	2009 年	48.81%	2009 年	39.86%		
2010 年	10.84%	2010 年	12.17%	2010 年	13.38%	2010 年	50.52%	2010 年	36.20%		
2011 年	12.16%	2011 年	13.80%	2011 年	13.44%	2011 年	50.40%	2011 年	35.72%		
2012 年	11.51%	2012 年	12.95%	2012 年	12.89%	2012 年	50.46%	2012 年	36.77%		
2013 年	14.06%	2013 年	17.22%	2013 年	16.11%	2013 年	49.99%	2013 年	33.81%		
均值	10.9%	均值	12.8%	均值	13.20%	均值	49%	均值	37.74%		
		EBITA 現金稅率		投入資本週轉率		營運資金/銷貨淨額		固定資產/銷貨淨額		其它營運資產/銷貨淨額	
		2008 年	28.19%	2008 年	0.84	2008 年	47.94%	2008 年	72.10%	2008 年	-1.60%
		2009 年	8.54%	2009 年	0.90	2009 年	47.99%	2009 年	64.67%	2009 年	-2.10%
		2010 年	10.95%	2010 年	0.91	2010 年	52.08%	2010 年	60.55%	2010 年	-2.68%
		2011 年	11.87%	2011 年	1.03	2011 年	47.64%	2011 年	52.46%	2011 年	-2.68%
		2012 年	11.12%	2012 年	100	2012 年	52.10%	2012 年	47.92%	2012 年	-0.45%
		2013 年	18.39%	2013 年	1.07	2013 年	49.09%	2013 年	43.92%	2013 年	0.51%
		均值	14.84%	均值	0.96	均值	49.47%	均值	56.94%	均值	-1.50%

在表 4-5 針對永信藥品與中化、東洋、生達、杏輝之 ROIC 進行拆解比較。2008 年~2012 年 ROIC 之平均值，以生達 10.9% 最高，東洋 10.7% 次之，再來為永信藥品 10.2%，前三名 ROIC 比率差距不大，但生達與東洋因擴廠需求，ROIC 逐年下降，反觀永信藥品則是有逐年升高之趨勢。

平均營業利潤率表現最佳者為生達 13.4%，永信藥品 12.6% 次之，杏輝 10.3% 為第三，中化僅有 6.9%。從 2008 年~2012 年資料，可以發現除永信藥品與杏輝較不明顯之外，其餘三家藥廠營業利潤率逐年下降。與同業相較，永信藥品營運利潤率處於緩升之狀態，顯示成本與費用控制之管理成效。

因屬於製藥產業，影響投入資本週轉率最大因素是固定資產佔銷貨淨額比，其次是營運資金佔銷貨淨額比。平均投入資本週轉率表現最佳者為東洋 1.10 次，但有逐年下降之趨勢；永信藥品與生達並列第二為 0.94 次，永信藥品因具有生產優勢且資產與設備維護得宜，投入資本週轉率表現愈佳。

表 4-5 永信藥品與同業 2008 年~2012 年 ROIC 拆解-1/2

ROIC					
年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝
2008	7.3%	3.8%	21.3%	15.2%	4.5%
2009	9.3%	5.9%	14.4%	13.0%	6.6%
2010	10.8%	3.2%	7.0%	11.0%	5.6%
2011	12.2%	3.9%	3.6%	7.7%	3.1%
2012	11.5%	3.0%	7.3%	7.7%	5.0%
均值	10.2%	3.9%	10.7%	10.9%	5.0%

稅前 ROIC					
年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝
2008	10.2%	6.0%	23.4%	18.8%	5.6%
2009	10.2%	5.2%	14.7%	13.6%	8.2%
2010	12.2%	3.6%	9.2%	14.0%	6.7%
2011	13.8%	4.1%	3.5%	8.8%	4.1%
2012	12.9%	3.0%	8.1%	8.6%	6.2%
均值	11.9%	4.4%	11.8%	12.8%	6.2%

EBITA 現金稅率					
年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝
2008	28.2%	36.5%	8.9%	19.5%	20.3%
2009	8.5%	-13.4%	2.1%	4.5%	19.4%
2010	11.0%	12.5%	24.0%	21.1%	16.2%
2011	11.9%	3.4%	-3.5%	12.6%	23.6%
2012	11.1%	1.7%	9.8%	10.9%	19.0%
均值	14.1%	8.2%	8.3%	13.7%	19.7%

營收利潤率					
年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝
2008	12.1%	9.5%	15.8%	18.1%	8.6%
2009	11.3%	6.7%	11.9%	15.3%	12.9%
2010	13.4%	5.6%	9.4%	14.0%	10.8%
2011	13.4%	7.8%	3.8%	10.3%	8.6%
2012	12.9%	4.9%	9.3%	9.3%	10.5%
均值	12.6%	6.9%	10.0%	13.4%	10.3%

投入資本週轉率					
年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝
2008	0.84	0.68	1.47	1.04	0.65
2009	0.90	0.70	1.24	0.89	0.64
2010	0.91	0.65	1.01	1.00	0.62
2011	1.03	0.64	0.89	0.86	0.47
2012	1.00	0.55	0.87	0.93	0.59
均值	0.94	0.65	1.10	0.94	0.59

表 4-5 永信藥品與同業 2008 年~2012 年 ROIC 拆解-2/2

營收利潤率						營業成本率						營業費用率					
年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝	年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝	年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝
2008	12.1%	9.5%	15.8%	18.1%	8.6%	2008	43.8%	75.5%	32.1%	52.1%	58.7%	2008	44.1%	15.0%	52.0%	29.8%	32.7%
2009	11.3%	6.7%	11.9%	15.3%	12.9%	2009	48.8%	77.4%	32.8%	54.7%	56.5%	2009	39.9%	15.9%	55.3%	29.9%	30.6%
2010	13.4%	5.6%	9.4%	14.0%	10.8%	2010	50.5%	78.0%	31.6%	57.6%	58.8%	2010	36.2%	16.4%	59.0%	28.5%	30.3%
2011	13.4%	7.8%	3.8%	10.3%	8.6%	2011	50.4%	76.7%	39.0%	59.7%	59.8%	2011	35.7%	15.5%	57.2%	30.0%	31.6%
2012	12.9%	4.9%	9.3%	9.3%	10.5%	2012	50.5%	78.0%	36.8%	58.9%	61.7%	2012	36.8%	17.1%	54.0%	31.8%	27.8%
均值	12.6%	6.9%	10.0%	13.4%	10.3%	均值	48.8%	77.1%	34.5%	56.6%	59.1%	均值	38.5%	16.0%	55.5%	30.0%	30.6%

投入資本週轉率						營運資金/銷貨淨額						固定資產/銷貨淨額						其它營運資產/銷貨淨額					
年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝	年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝	年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝	年度	永信	中化	東洋	生達	杏輝
2008	0.84	0.68	1.47	1.04	0.65	2008	47.9%	42.3%	36.3%	49.9%	42.1%	2008	72.1%	96.1%	30.8%	44.7%	98.1%	2008	-1.6%	7.8%	1.0%	1.6%	12.8%
2009	0.90	0.70	1.24	0.89	0.64	2009	48.0%	40.8%	41.2%	59.2%	44.9%	2009	64.7%	95.8%	38.2%	51.7%	104.4%	2009	-2.1%	6.7%	1.5%	1.6%	6.9%
2010	0.91	0.65	1.01	1.00	0.62	2010	52.1%	35.8%	44.1%	38.9%	40.1%	2010	60.6%	110.5%	56.2%	59.6%	113.8%	2010	-2.7%	6.5%	-1.4%	1.4%	8.2%
2011	1.03	0.64	0.89	0.86	0.47	2011	47.6%	41.5%	36.5%	47.3%	72.7%	2011	52.5%	112.0%	70.9%	68.6%	133.9%	2011	-2.7%	2.8%	4.7%	0.5%	4.5%
2012	1.00	0.55	0.87	0.93	0.59	2012	52.1%	50.4%	36.7%	44.2%	41.2%	2012	47.9%	129.9%	74.3%	62.3%	126.7%	2012	-0.4%	1.3%	3.8%	1.5%	2.0%
均值	0.94	0.65	1.10	0.94	0.59	均值	49.5%	42.2%	39.0%	47.9%	48.2%	均值	59.5%	109%	54%	57%	115%	均值	-1.9%	5.0%	1.9%	1.3%	6.9%

表 4-6 永信藥品與同業 2008 年~2012 年營業費用拆解

營業費用																
公司別	永信藥品			中化			東洋			生達			杏輝			
年度	銷售	管理	研發	銷售	管理	研發	銷售	管理	研發	銷售	管理	研發	銷售	管理	研發	
2008	25.9%	8.4%	9.8%	3.9%	4.7%	6.4%	31.2%	9.6%	11.3%	17.9%	5.9%	6.0%	19.4%	5.6%	7.7%	
2009	24.9%	7.2%	7.7%	4.2%	4.7%	7.0%	33.4%	8.8%	13.1%	18.1%	6.0%	5.8%	16.7%	6.3%	7.6%	
2010	21.1%	7.2%	7.9%	3.9%	4.5%	8.0%	33.9%	8.8%	16.2%	17.3%	5.9%	5.2%	16.7%	6.0%	7.7%	
2011	21.7%	5.9%	8.1%	2.6%	4.3%	8.6%	28.7%	10.2%	18.3%	17.6%	6.0%	6.4%	16.0%	6.0%	9.7%	
2012	22.1%	5.6%	9.1%	3.1%	4.2%	9.7%	27.8%	9.2%	17.0%	17.2%	6.8%	7.8%	14.2%	6.2%	7.4%	
均值	23.1%	6.9%	8.5%	3.5%	4.5%	7.9%	31.0%	9.3%	15.2%	17.6%	6.1%	6.3%	16.6%	6.0%	8.0%	

## 二、加權平均資金成本(Weighted Average Cost of Capital, WACC)

加權資金成本是將公司所取得資金來源之稅後成本，加以加權平均計算而得，計算公式如下： $WACC = (E/V) \times K_s + (D/V) \times K_d \times (1 - t_c)$ 。

$E/V$  表股東權益佔企業價值比重； $K_s$  為股東權益資金成本，採用資本資產定價模式(Capital Asset Pricing Model, CAPM)估算，公式為  $K_s = R_f + \beta(R_m - R_f)$ ， $R_f$  之估計係採用我國 10 年期公債殖利率，而  $R_m$  以 2000 年~2013 年大盤平均之市場報酬計算之。 $\beta$  是權益之系統風險，為衡量公司風險相對於市場風險之指標，永信藥品於 2011 年轉為公開發行公司，故 2008 年~2010 年  $\beta$  值採用 C Money 資料庫將其公司與台灣上市櫃股票加權指數連動試算，2011 年~2013 年因轉投資結構無太大變化， $\beta$  值以母公司永信國際投資控股股份有限公司與台灣上市櫃股票加權指數連動計算。

$D/V$  為負債佔企業價值比重； $K_d$  為負債資金成本，短期利率以公司短期舉債之實際利率計算；長期利率以同等企業規模之信用評等加計指標利率(臺灣銀行、彰化銀行、合作金庫銀行、第一銀行、華南銀行及台灣土地銀行等六家銀行平均數)估算； $t_c$  為有效稅率，2008 年與 2009 年所得稅率為 25%，2010 年~2013 年為 17%。

永信藥品是屬保守資本結構政策之公司，需要支付利息之負債佔總資本比率約 3%，2008 年~2013 年 WACC 介於 4.01%~6.98%(表 4-7)，除 2011 年受  $\beta$  值影響，權益資金成本大幅增加，該年 WACC 為 6.98%。若排除 2011 年之 WACC，其餘五年度平均 WACC 為 4.58%。永信藥品近年營運以自我資金為主，採用低財務槓桿之策略，營運資金不足部分，則以短期融資因應，故 WACC 偏高。

表 4-7 永信藥品 2008 年~2013 年加權平均資金成本計算(仟元)

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013
目標負債權重(D/V)	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
負債資金成本(Kd)	2.60%	1.54%	1.66%	1.88%	1.48%	1.88%
目標權益權重(E/V)	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97
權益資金成本(Ks)	5.46%	4.09%	5.12%	7.13%	4.10%	4.60%
無風險利率( $R_f$ )	2.29%	1.51%	1.38%	1.39%	1.21%	1.45%
市場報酬率( $R_m$ )	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%
風險溢酬( $R_m - R_f$ )	5.61%	6.39%	6.52%	6.51%	6.69%	6.45%
系統風險 $\beta$	0.56	0.40	0.57	0.88	0.43	0.49
加權平均資金成本	5.36%	4.01%	5.02%	6.98%	4.02%	4.51%

同業 WACC 計算，E/V 表股東權益佔企業價值比重；Ks 為股東權益資金成本，採用資本資產定價模式估算。R<sub>f</sub> 之估計係採用我國 10 年期公債殖利率；而 R<sub>m</sub> 以 2000 年~2013 年大盤平均之市場報酬計算之；2008 年~2010 年 β 值採用 C Money 資料庫將其公司與台灣上市櫃股票加權指數連動試算之。

D/V 為負債佔企業價值比重；Kd 為負債資金成本，短期利率、應付短期票券利率、以該公司之實際借款利率或實際借款平均利率計算；應付公司債利率以該公司之實際發行利率計算；長期利率以該公司之實際借款利率或實際借款平均利率計算或同等企業規模之信用評等加計指標利率(臺灣銀行、彰化銀行、合作金庫銀行、第一銀行、華南銀行及台灣土地銀行等六家銀行平均數)估算；tc 為有效稅率，2008 年與 2009 年所得稅率為 25%，2010 年~2013 年為 17%。

表 4-8 中化 2008 年~2012 年加權平均資金成本計算(仟元)

年度	2008	2009	2010	2011	2012
目標負債權重(D/V)	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
負債資金成本(Kd)	3.09%	1.29%	1.00%	1.47%	1.20%
目標權益權重(E/V)	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78
權益資金成本(Ks)	9.01%	6.31%	8.07%	8.44%	9.95%
系統風險β	1.1976	0.7514	1.0262	1.0832	1.3061
加權平均資金成本	7.52%	5.12%	6.46%	6.84%	7.96%

表 4-9 東洋 2008 年~2012 年加權平均資金成本計算(仟元)

年度	2008	2009	2010	2011	2012
目標負債權重(D/V)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
負債資金成本(Kd)	2.36%	1.19%	0.96%	1.04%	1.09%
目標權益權重(E/V)	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
權益資金成本(Ks)	10.94%	5.17%	8.20%	8.02%	11.52%
系統風險β	1.5417	0.5730	1.0467	1.0179	1.5417
加權平均資金成本	10.45%	4.94%	7.81%	7.63%	10.95%

表 4-10 生達 2008 年~2012 年加權平均資金成本計算(仟元)

年度	2008	2009	2010	2011	2012
目標負債權重(D/V)	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
負債資金成本(Kd)	1.79%	3.10%	2.31%	1.73%	1.48%
目標權益權重(E/V)	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
權益資金成本(Ks)	7.87%	5.16%	6.70%	6.58%	6.45%
系統風險 $\beta$	0.9938	0.5705	0.8160	0.7968	0.7830
加權平均資金成本	7.06%	4.81%	6.11%	5.94%	5.81%

表 4-11 杏輝 2008 年~2012 年加權平均資金成本計算(仟元)

年度	2008	2009	2010	2011	2012
目標負債權重(D/V)	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26
負債資金成本(Kd)	2.60%	1.66%	1.51%	1.58%	1.61%
目標權益權重(E/V)	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74
權益資金成本(Ks)	7.25%	4.67%	5.31%	6.00%	7.77%
系統風險 $\beta$	0.8837	0.4948	0.6021	0.7080	0.9810
加權平均資金成本	5.89%	3.79%	4.27%	4.80%	6.12%

觀察永信藥品與其他同業之目標資本結構，可以發現製藥業負債權重偏低，主要以使用權益資金。從圖 4-5 發現，加權平均資金成本之高低，依序是東洋、中化、生達、永信藥品與杏輝，但 2013 年杏輝之加權平均資金成本較永信藥品高。在負債資金成本部分，每一家公司對於銀行都有相當之議價能力，負債資金成本相對低廉。權益資金受 $\beta$ 值影響，最高者為東洋，再來是中化、杏輝、生達、永信藥品，可見永信藥品個股之穩健程度相較其他同業高，資產報酬率變動與市場報酬率變動的敏感度低。

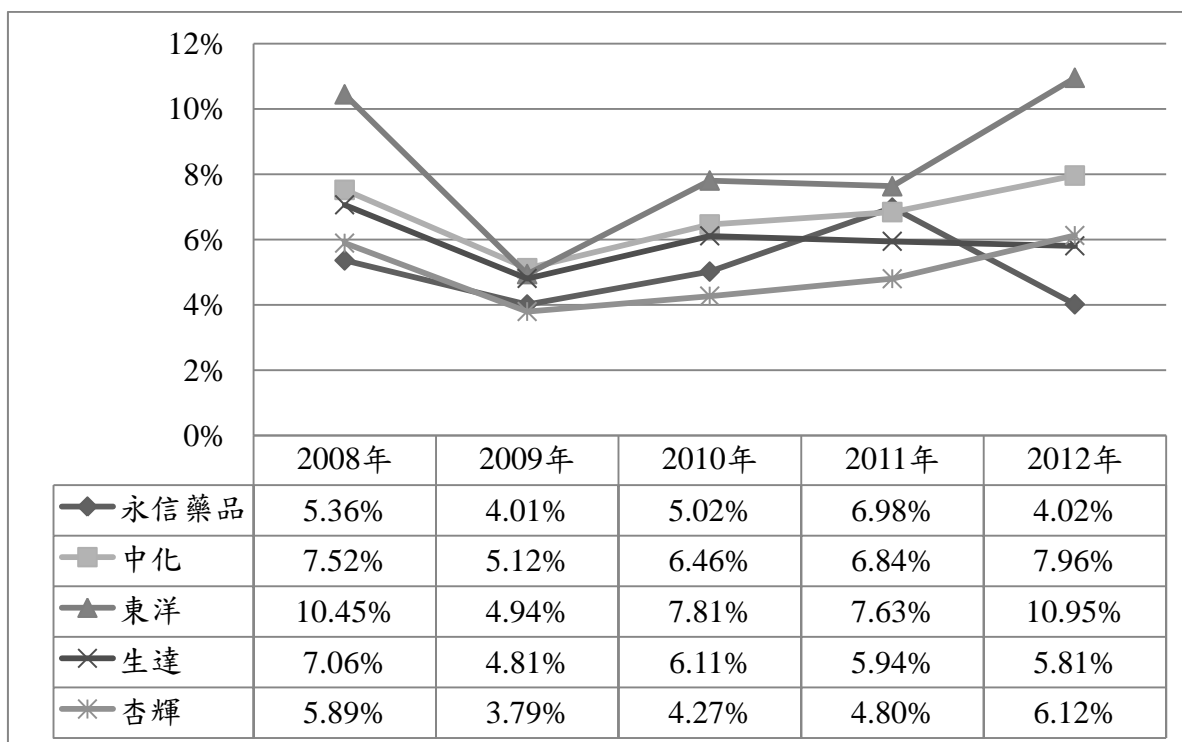


圖 4-5 永信藥品與同業 2008 年~2012 年 WACC

### 三、可支配現金流量(Free cash flow, FCF)

可支配現金流量是公司真正之現金流量，亦是屬於債權人與股東等所有資金提供者可擁有之部分，用於了解公司現金如何產生與支出，為稅後現金流量總金額。可支配現金流量為公司理財活動前之現金流量，不受公司財務結構之影響。我們可透過可支配現金流量之拆解，尋找影響現金流量之關鍵因子，將企業資源做有效分配。

$$\begin{aligned}
 \text{可支配現金流量} &= \text{NOPLAT} - \text{淨投資} \\
 &= (\text{NOPALT} + \text{折舊}) + (\text{淨投資} + \text{折舊}) \\
 &= \text{毛現金流量} - \text{毛投資}
 \end{aligned}$$

毛現金流量來自公司營運現金流量之計算，指不需要依賴其他額外資金，可供公司維持營運或為成長之再投資所需。永信藥品 2008 年~2013 年之毛現金流量皆為正數，介於新台幣 5.1 億元~7.91 億元，且每年持續成長。

在可支配現金流量部分，2013 年受營運成長之影響與節省不必要之費用開支，可支配現金流量為歷年新高，且每個年度皆為正數，可見可支配現金流量充足。

表 4-12 永信藥品 2008 年~2013 年可支配現金流量(仟元)

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013
NOPLAT	274,873	337,714	394,783	424,615	420,592	487,719
折舊費用	233,364	257,856	257,292	255,234	259,528	303,422
毛現金流量	508,237	595,570	652,075	679,849	680,120	791,141
營運資金(增加)減少	392,657	(51,023)	(157,504)	18,113	(204,994)	91,149
資本支出(增加)減少	(465,270)	(89,335)	(150,604)	(129,033)	(138,485)	(173,567)
其他資產、負債淨額(增加)減少	52,778	17,889	20,286	7,104	(79,606)	(35,444)
毛投資額	(19,835)	(122,469)	(287,822)	(103,816)	(423,085)	(117,862)
無形資產前可支配現金流量	488,402	473,101	364,253	576,033	257,035	673,279

永信藥品之可支配現金流量，除 2012 年較杏輝低之外，其餘皆為同業之冠。2011 年中化、東洋、生達與杏輝可支配現金流量較低，主要是因為當年獲利下降，且有鉅額之資本支出投入。

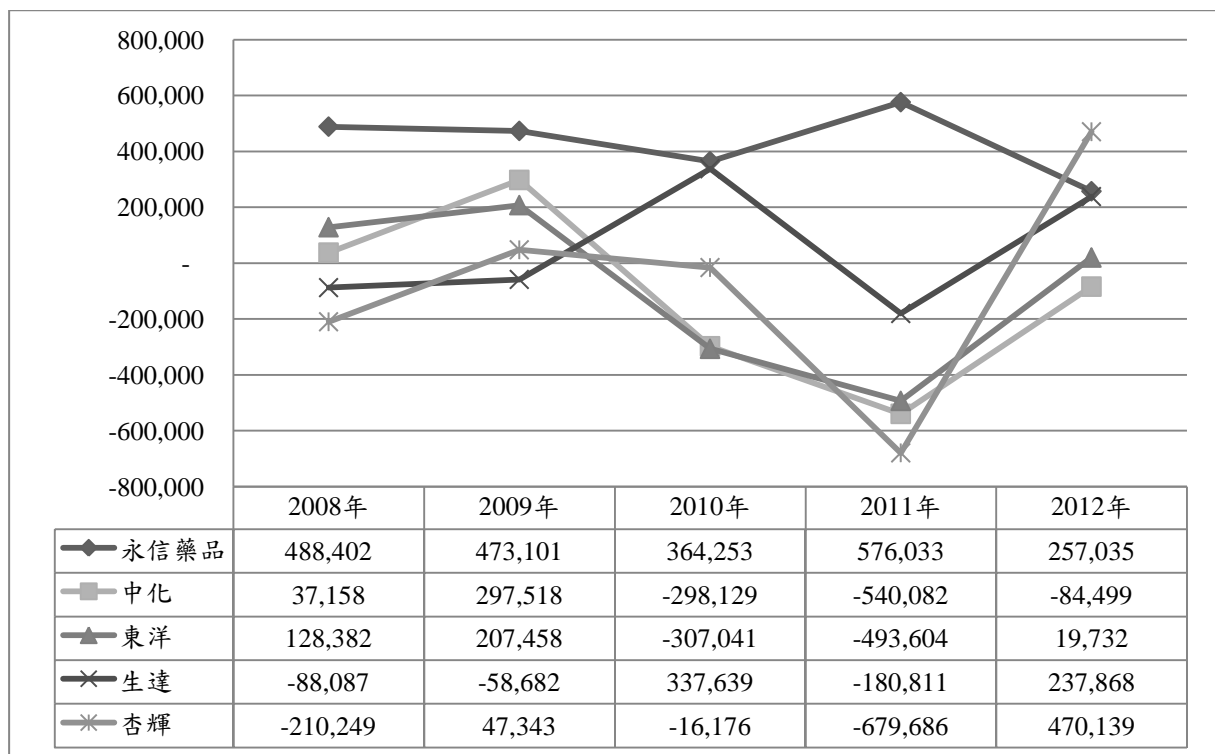


圖 4-6 永信藥品與同業 2008 年~2012 年可支配現金流量(仟元)



#### 四、超額報酬率

超額報酬率之計算等於 ROIC 減去 WACC，表 4-13 為永信藥品近六年之超額報酬率，每年皆有正超額報酬且為成長之態勢，2008 年為 1.97%，2009 年~2011 年平均約為 5.4%，2012 年 7.49%，2013 年為最高，達 9.54%。

表 4-13 永信藥品 2008 年~2013 年超額報酬率

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROIC	7.33%	9.35%	10.84%	12.16%	11.51%	14.06%
WACC	5.36%	4.01%	5.02%	6.98%	4.02%	4.51%
SPREAD	1.97%	5.34%	5.82%	5.18%	7.49%	9.54%

圖 4-7 為 2008 年~2012 年永信藥品 ROIC 拆解與消長之狀況，圖中 WACC 曲線是代表所有利潤率與週轉率等於 5.08%(2008 年~2012 年 WACC 平均數為 5.08%)之所有點的連線，而 ROIC 都位於此線之右上方，代表有超額利潤之產生。中間十字線為永信藥品、中化、東洋、生達與杏輝之產業平均利潤率 10.64%與週轉率 0.84 次，2008 年~2012 年永信藥品之 ROIC 皆大於產業平均，有助於公司價值之提升。

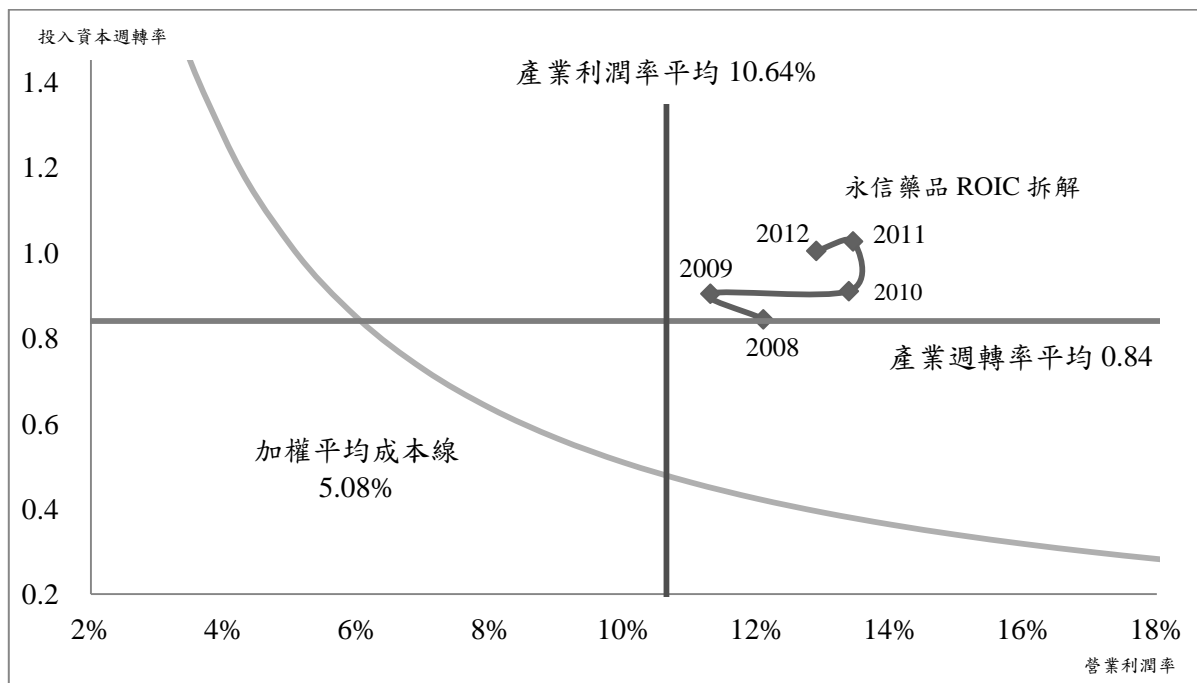


圖 4-7 永信藥品 ROIC 拆解與消長圖

從圖 4-8 得知，永信藥品超額報酬率逐年成長，表現亮眼，東洋、生達與杏輝則在投入資本之影響下，屬於衰退之現象。而中化僅 2009 年為 0.78%，其餘年度超額報酬率皆是負數。

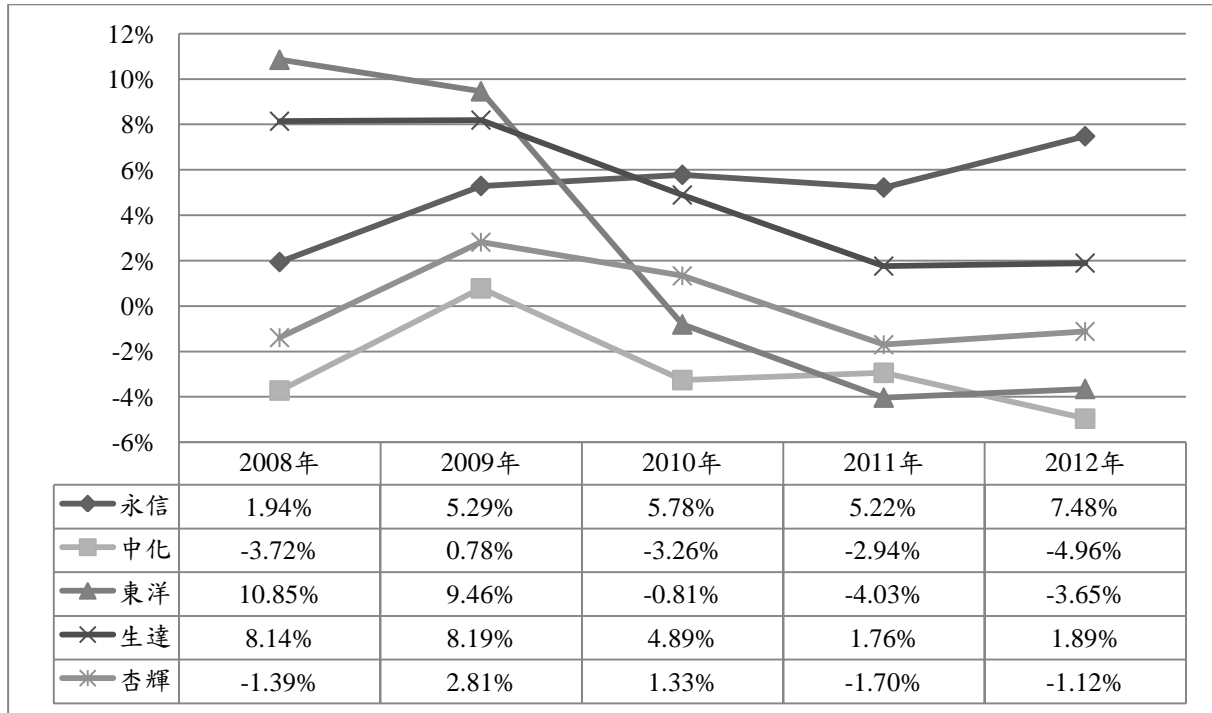


圖 4-8 永信藥品與同業 2008 年~2012 年超額報酬

## 五、經濟利潤(EVA)拆解

EVA 是了解公司任一年度績效之有用指標，衡量公式如下， $IC_0$  為期初投入資本：  
 $EVA = IC_0 \times (ROIC - WACC) = NOPLAT - IC_0 \times WACC$ 。

公司應確保運用投資人的錢所獲得之報酬，要大於投資人投資在其他具有相同風險地方所獲得之報酬，才不會誤用投資人的錢，EVA 大於零時，表示公司投入資本能為股東賺得正的經濟利潤，提升企業價值。從表 4-14 得知，永信藥品 2009 年~2013 年 ROIC 皆大於 WACC，EVA 亦皆為正數，2013 年表現最佳。投入資本約維持於新台幣 36 億元，淨固定資產投資因為產能充足而趨緩，從 2009 年新台幣 23 億元降至 2013 年新台幣 18 億元，反而因營收成長而帶動淨營運資金之增加，從 2009 年新台幣 15 億元上升至 2013 年新台幣 19 億元。在新投入資本部分，淨營運資金與淨資本支出平均再投資率為負 16.25%，淨資本支出再投資率皆為負數，整體再投資偏低，個案公司應找尋最適企業規模，以維持競爭力與經營效率。

表 4-14 永信藥品 2009 年~2013 年 EVA(仟元)

經濟利潤 (EVA)	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	均值
		192,699	211,899	180,101	267,212	326,569
超額報酬率(ROIC-WACC)	5.31%	5.78%	5.15%	7.47%	9.51%	6.64%
ROIC	9.35%	10.84%	12.16%	11.51%	14.06%	11.58%
EBITA 的現金稅率	8.54%	10.95%	11.87%	11.12%	18.39%	12.17%
稅前 ROIC	10.22%	12.17%	13.80%	12.95%	17.22%	13.27%
銷售利潤率	11.30%	13.38%	13.44%	12.89%	16.11%	13.42%
投入資本週轉率	0.90	0.91	1.03	1.00	1.07	0.98
加權平均資金成本(WACC)	4.04%	5.05%	7.01%	4.03%	4.55%	4.94%
投入資本(前期 IC+ $\Delta$ IC)	3,630,836	3,663,763	3,499,163	3,576,010	3,434,612	3,560,877
前期投入資本	3,748,334	3,612,947	3,643,477	3,492,059	3,655,616	3,630,487
淨營運資金	1,517,242	1,568,265	1,725,769	1,707,656	1,912,650	1,686,316
固定資產淨額	2,281,789	2,113,268	2,006,580	1,880,379	1,759,336	2,008,270
其它資產淨額	(50,697)	(68,586)	(88,872)	(95,976)	(16,370)	(64,100)
新投入資本( $\Delta$ IC=NOPLAT $\times$ 再投資率)	(117,498)	50,816	(144,314)	83,951	(221,004)	69,610
NOPLAT	337,714	394,783	424,615	420,592	487,719	413,084
再投資率(投資支出/NOPLAT)	-34.79%	12.87%	-33.99%	19.96%	-45.31%	-16.25%
投資支出	(117,498)	50,816	(144,314)	83,951	(221,004)	(69,610)
淨營運資金的前後期變動數	51,023	157,504	(18,113)	204,994	(91,149)	60,852
資本支出—折舊攤提	(168,521)	(106,688)	(126,201)	(121,043)	(129,855)	(130,462)

## 六、盈餘品質分析

盈餘品質會影響我們估計未來可支配現金流量之準確度，若以盈餘品質較高者之盈餘估算未來盈餘，則評價可信度較高，代表盈餘可預期且財務透明度較佳，未來評價時，較不需要修正盈餘預估數字，風險貼水相對降低。對此，採用七大盈餘指標、業外損益比重、稅後淨利與營業活動現金之差異分析及現金轉換天數這四個構面來探討永信藥品之盈餘品質強度是否良好。若盈餘指標大於零時，表示公司在某層面之盈餘品質不佳。

(一)七大盈餘指標：存貨指標、應收帳款指標、銷貨毛利指標、銷管費用指標、備抵壞帳指標、研究發展指標、員工生產力指標，計算公式如下：

1. 存貨指標是利用存貨相對於銷貨收入之非預期變動來衡量，若指標大於零，代表存貨累積之速度勝過銷貨成長率，恐有存貨積壓之風險，盈餘品質降低。

存貨之變動=(本年度存貨－前2年存貨平均)÷前2年存貨平均

銷貨收入之變動=(本年度銷貨收入－前2年銷貨收入平均)÷前2年銷貨收入平均

存貨收入指標=(存貨之變動－銷貨收入之變動)

2. 應收帳款指標是利用應收帳款相對於銷貨收入之非預期變動來衡量，若指標大於零，代表公司有應收帳款催收不良之狀況或是採用賒銷方式增加業績，盈餘品質降低。

應收帳款之變動=(本年度應收帳款－前2年應收帳款平均)÷前2年應收帳款平均

應收帳款指標=(應收帳款之變動－銷貨收入之變動)

3. 銷貨毛利指標是利用銷貨收入相對於銷貨毛利之非預期變動來衡量，若指標大於零，代表公司獲利能力受質疑，可能為求銷售而犧牲利潤，盈餘品質降低。

銷貨毛利之變動=(本年度銷貨毛利－前2年銷貨毛利平均)÷前2年銷貨毛利平均

銷貨毛利指標=(銷貨收入之變動－銷貨毛利之變動)

4. 銷管費用指標是利用銷管費用相對於銷貨收入之非預期變動來衡量，若指標大於零，代表公司有銷管費用控管不當，盈餘品質降低。

銷管費用之變動=(本年度銷管費用－前2年銷管費用平均)÷前2年銷管費用平均

銷管費用指標=(銷管費用之變動－銷貨收入之變動)

5. 備抵壞帳指標是利用應收帳款相對於備抵壞帳之非預期變動來衡量，若指標大於零，代表公司備抵壞帳提列不足，盈餘品質降低。

備抵壞帳之變動=(本年度備抵壞帳－前2年備抵壞帳平均)÷前2年備抵壞帳平均

備抵壞帳指標=(應收帳款之變動－備抵壞帳之變動)

6. 研究發展指標是利用產業平均研究發展費用相對於公司研究發展費用之非預期變動來衡量，若指標大於零，代表公司在研發創新能力稍嫌不夠用功，可能損及未來競爭力及未來盈餘成長相對較差，不利公司盈餘品質。

研究發展費用率=(本年度研究發展費用率－前2年研究發展費用率平均)÷  
前2年研究發展費用率平均

研究發展指標=(同業研究發展費用率－研究發展費用率)

7. 員工生產力指標以每位員工銷售額來表示員工生產力之高低，若指標大於零，代表公司員工生產力衰退，不利公司盈餘品質。

員工生產力指標=(員工平均銷貨<sub>t</sub>－員工平均銷貨<sub>t-1</sub>)÷員工平均銷貨<sub>t-1</sub>

如表 4-15，存貨指標、應收帳款指標、銷管費用指標、備抵壞帳指標與員工生產力指標平均數皆為小於零，顯示為有利公司盈餘品質。銷貨毛利平均數大於零，是受產業特性影響。同業研究發展費用較永信藥品稍高，不同藥廠有不同研究發展策略，永信藥品一直維持穩定之投入，2013 年研究發展指標為近年最高，臆測可能是公司對於研發管理重整布局，降低不必要之研發開支，個案公司所有權與經營權一致，應不會做出損及股東權益之情事。整體而言，盈餘品質表現不錯。

表 4-15 永信藥品 2008 年~2013 年七大盈餘指標

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	平均
存貨指標	-0.053	-0.048	0.002	0.043	-0.027	-0.011	-0.016
應收帳款指標	-0.002	-0.016	-0.007	0.019	0.001	-0.024	-0.005
銷貨毛利指標	0.020	0.029	0.019	0.006	-0.002	-0.003	0.012
銷管費用指標	0.004	-0.012	-0.038	-0.023	-0.002	-0.014	-0.014
備抵壞帳指標	-0.042	-0.151	-0.016	0.046	-0.156	0.124	-0.032
研究發展指標	-0.032	0.027	0.051	0.052	-0.013	0.023	0.018
員工生產力指標	0.037	-0.095	-0.029	-0.054	-0.004	-0.028	-0.029

## (二)業外損益比重

由表 4-16 得知，永信藥品業外損益佔稅前淨利比重為下降之趨勢，深耕海外市場，業外損益最大佔比為投資收益。主要是受轉投資公司營運狀況影響，可認列之投資收益減少，而其它業外損益佔比很低或非經常性發生之項目，影響層面較低。

表 4-16 永信藥品 2009 年~2013 年業外損益比重(仟元；%)

年度	2009	2010	2011	2012	2013	平均
營業淨利	369,248	443,332	481,822	473,229	597,605	473,047
稅前業外損益	248,674	289,494	220,767	112,110	173,522	208,913
稅前淨利	617,922	732,826	702,589	585,339	771,127	681,961
業外損益/稅前淨利	40.24%	39.50%	31.42%	19.15%	22.50%	30.63%

(三)稅後淨利與營業活動現金之差異分析(GAP 分析)

GAP=營運現金流量－稅後淨利

若 GAP 為正數，表示盈餘品質較佳。

由表 4-17 可知，永信藥品 GAP 在 2011 年為負數，主要是因為來自營運現金流量減少，當年度應收帳款及存貨皆為歷年最高，其餘年度 GAP 皆是正數，表現永信藥品盈餘品質佳。

表 4-17 永信藥品 2009 年~2013 年稅後淨利與營業活動現金之差異分析(仟元)

年度	2009	2010	2011	2012	2013
稅後淨利(1)	524,219	635,063	607,852	513,643	631,741
(+)折舊	257,856	257,292	255,234	259,528	303,422
(-)淨營運資金變動數	(41,876)	50,436	322,273	(132,514)	(27,904)
來自營運現金流量(2)	823,951	841,919	540,813	905,685	963,067
GAP(2)-(1)	299,732	206,856	(67,039)	392,042	331,326

(四)現金轉換天數

1. 存貨週轉天數=365÷存貨週轉率
2. 應收帳款週轉天數=365÷應收款項週轉率
3. 應付帳款週轉天數=365÷應付款項週轉率
4. 現金轉換天數=存貨週轉天數+應收帳款週轉天數－應付帳款週轉天數

因製藥業行業特性，存貨與應收帳款週轉天數較長，但有逐年改善之情況，存貨週轉天數從 2009 年之 184 天縮短至 2013 年之 170 天，應收帳款週轉天數由 2009 年之 105 天縮短至 2013 年之 98 天。另外，公司為享有購貨折扣，大宗採購業務部分選擇以現金付款。五年平均現金轉換天數為 246 天，製藥業因毛利較高，所以可忍受較長之現金轉換天數。

表 4-18 永信藥品 2009 年~2013 年現金轉換天數

年度	2009	2010	2011	2012	2013	平均
存貨週轉天數	184	181	190	187	170	182
應收帳款週轉天數	105	103	102	105	98	103
應付帳款週轉天數	37	40	42	40	38	39
現金轉換天數	252	244	250	252	230	246

### 七、財務決策品質分析

針對投資、融資與股利政策進行探討，用以了解永信藥品財務決策與公司價值之關係，如果使企業價值增加，則是對股東權益有助益。而財務三大決策非屬獨立作業，投資決策影響資金取得來源，資金取得來源又仰賴融資政策，融資政策又可分為外部及內部融資，攸關公司股利發放政策，三大決策息息相關。當企業擁有正的超額報酬時，正確之財務政策有助於企業增加價值，正確之財務決策如圖 4-9。

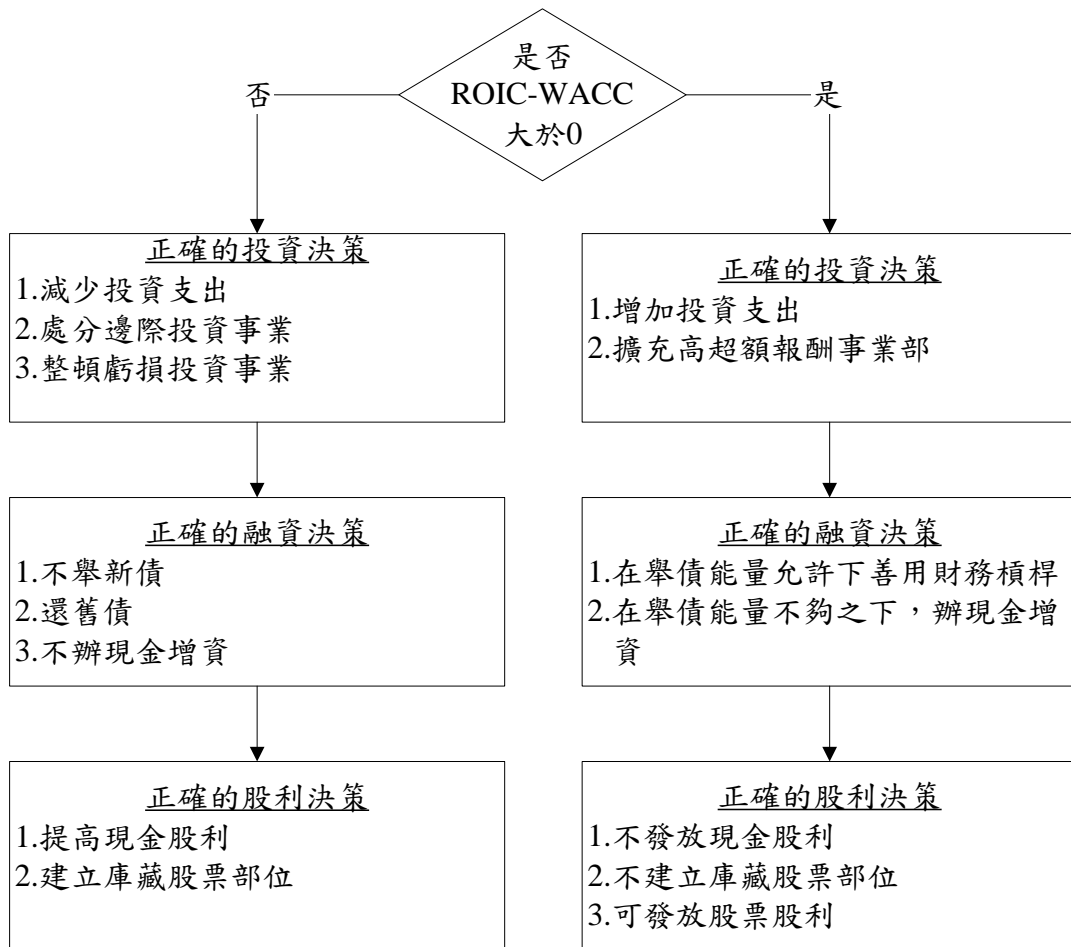


圖 4-9 正確的財務決策圖形

吳啟銘(2010)，頁 113

### (一)投資決策

談及投資決策，最重要的是資金如何運用與資源配置，資金該挹注於可以使公司提升價值之地方，屬於資產負債表中資產科目之效率運用。

1. R&D 再投資率=研發費用÷NOPLAT
2. 營運資金再投資率=營運資金變動數÷NOPLAT
3. 資本支出再投資率=資本支出變動數÷NOPLAT
4. 其他資產再投資率=其他資產變動數÷NOPLAT

從表 4-19 得知，再投資率呈現走低趨勢，永信藥品平均再投資率為 56.12%，僅 2012 年較高為 118.31%。針對再投資率組成因素分析，再投資率比重最高者為 R&D 再投資率，通常佔製造業最大的投資支出為資本支出之再投資，永信藥品因產能充足，因應法規衍生之相關設廠之支出皆提早同業完成，近幾年資本支出再投資率不高。永信藥品近幾年再投資率低，卻能夠賺取正的超額報酬，顯現過往之投資效益已逐步實現。

表 4-19 永信藥品 2008 年~2013 年再投資率分析表

年度	2009	2010	2011	2012	2013	平均
R&D 再投資率	74.48%	66.48%	68.58%	79.42%	58.78%	69.55%
營運資金再投資率	15.11%	39.90%	-4.27%	48.74%	-18.69%	16.16%
資本支出再投資率	-49.90%	-27.02%	-29.72%	-28.78%	-26.62%	-32.41%
其他資產再投資率	-5.30%	-5.14%	-1.67%	18.93%	7.27%	2.82%
總再投資率	34.39%	74.22%	32.92%	118.31%	20.73%	56.12%

### (二)融資決策

如何取得便宜資金，以提升公司價值。

1. 現金流量=NOPLAT+折舊費用
2. 投資支出=淨營運資金的前後期變動數+(資本支出-折舊攤提)
3. 自由現金流量=現金流量+自由現金流量
4. 負債比率=負債總額÷資產總額



從表 4-20 得知永信藥品具有低負債比之特性，擁有高舉債能量，自由現金流量足以支付投資支出現金流量，公司沒有向外部融資壓力，平均負債比率僅 15.85%，財務槓桿偏低。在 ROIC 大於 WACC 之情況下，經營者適度提高其負債比率，可使股東權益報酬率增加，並提升公司超額報酬。

表 4-20 永信藥品 2009 年~2013 年自由現金流量、負債比率(仟元；%)

年度	2009	2010	2011	2012	2013	平均
現金流量	595,570	652,075	679,849	680,120	1,119,460	745,415
投資支出	(117,498)	50,816	(144,314)	83,951	(221,004)	(69,610)
自由現金流量	478,072	702,891	535,535	764,071	898,456	675,805
負債比率	14.50%	14.10%	15.47%	16.55%	18.66%	15.85%

### (三)股利決策

公司所賺得之盈餘，要留下部份再投資用或是發還給股東：或是資金不足時，需要再向投資人募集多少資金，企業價值最大化是端看股利決策如何讓投資人處於最有利之狀況。

從表 4-21 發現永信藥品平均股利發放率為 81.89%，股利發放相當穩定，除 2010 年外，每一年股利發放率皆超過 72%，近年採發放高現金股利之政策，顯示在公司有盈餘之狀況下，願意同時兼顧股東權益。但在高 ROIC 及低再投資率狀況下，建議可與投資策略互相搭配，適度將盈餘利用於再投資，期創造更高之企業價值。

表 4-21 永信藥品 2009 年~2013 年股利分配表(仟元；%)

年度	2009	2010	2011	2012	2013	平均
現金股利	380,604	380,604	583,593	532,846	507,472	477,024
稅後淨利	524,219	635,063	607,852	513,643	631,741	582,504
股利發放率	72.60%	59.93%	96.01%	103.74%	80.33%	81.89%

## 第二節 經營績效預測

本文於第三章已對製藥產業與永信藥品過去之表現進行分析，擬以 2009 年~2013 年歷史財務資訊與產業相關研究報告，模擬可能會發生之二種不同情境，同時以需求驅動法來預估資產負債表與損益表，在不考慮通貨膨脹影響數之情況下，預測未來十年之經營績效。

### 一、績效情境設定

評價之中最困難的是未來的不確定性與現金流量之預估，本研究則依產業現況與趨勢及永信藥品個案分析資訊，作為未來參數估計之依據。

2007年~2011年全球於健康醫療支出佔總GDP約10.1%，不論各國醫療水準的程度，整體呈現緩慢上升的趨勢。面臨全球人口高齡化之趨勢及各個經濟體轉變與成長之狀況，製藥產業前景看俏。依據聯合國資料統計，2012年全球人口為70.8億，預估2010年~2015年人口成長率為1.2%，有逐年衰退之現象，但受惠醫藥與科學之進步，人類壽命得以延長。2012年全球扶老比(65歲以上老人人口÷15~64歲人口×100%)為11.9%，預測2015年全球扶老比為15.1%，已開發國家扶老比可能高達33.5%，人口結構失衡，高齡化所帶來之衝擊不可忽視。

根據 BMI 全球各藥品類別市場比重之資料顯示，2012 年專利藥佔市場總值 77%、學名藥為 18%，OTC 藥品則為 5%，因為新藥研發時程較長且利潤不如以往，新藥開發減少，預估 2017 年學名藥市場將成長至 22%，專利藥下降至 73%。而全球學名藥市場未來因暢銷藥陸續專利到期，學名藥上市增加，美國及各國政府鼓勵使用學名藥來達到有效控制醫療支出，促使全球學名藥市場成長，預測 2012 年~2018 年全球藥品市場複合年成長率約為 8.6%，2020 年全球學名藥市場規模將超過 5,000 億美元，約佔全球藥品市場之 35%，學名藥的市場規模比重將逐年成長。

回首永信藥品之產品發展策略，從生產學名藥起家，創業初期原本僅有口服錠劑跟膠囊及外用軟膏產品，1974 年增加針劑產品並在當年設立原料藥進出口貿易公司與製造原料藥之藥廠，用以取得原料之穩定供應，1979 年製造銷售動物藥品，在 1995 年遭逢健保制度實施之衝擊，掌握台灣經濟成長，消費者對預防保健醫學之重視與契機，全力拓展保健食品市場，隔年推出美容保養品，現在保健品與化妝品營

收已突破新台幣 3 億元。近年海外佈局速度加快，2012 年嗜睡症 Modafinil 錠劑與 Cefaclor 懸浮液用粉劑獲准於美國上市，2013 年口服製劑帶狀疱疹 Valacyclovir tablet 和抗生素產品 Azithromycin tablet 獲日本厚生省核准上市且心血管用藥產品 Clonidine 錠劑產品亦獲准於美國上市。

情境一(樂觀)：目前永信藥品銷售最大比重是人用藥品，由於國內市場受健保法規與藥價調查之限制成長有限，對公司毛利產生侵蝕作用，透過多角化經營與自有品牌大力推廣，持續開發高附加價值新產品與拓展海外市場實為必要。依蕭燕翔(2014)報導，生達、永信、中化及益得生四家藥廠共同研發之抗癌標靶新藥 DCBCI0901，強調能解決一代藥物的抗藥性問題，抑制肺癌、乳癌、攝護腺癌、人類肺腺癌等癌細胞生長之活性，且將進入一期人體臨床試驗，若順利上市，預期二至三年內年銷售高峰可望超越 3 億美元。觀察幾年主要營業額營業比重與市場趨勢，除擴大原市場佔有率外，亦積極發展營養保健用品與化妝品市場，未來更計畫進入醫美市場與搶攻美國、日本、歐洲等較高規格之學名藥市場，針對美國、日本及中國等海外市場需求，積極開發具有關鍵與特殊性之學名藥產品，未來每年以 5-10 個新藥證速度拓展海外市場。2014 年申請英國藥物管理(MHRA)查核無菌製劑廠，預計完成矯正預防措施後，可望順利取得 MHRA 頒發之 PIC/S GMP 認證，將製劑外銷版圖擴展到歐盟市場，壯大全球主要市場之涵蓋率，將使得公司營收維持高成長。

情境二(中立)：依 BMI 針對亞洲主要國家(日本、韓國、中國大陸、台灣、馬來西亞與越南)製藥產業風險評比之結果，產業報酬評比僅勝馬來西亞，國家報酬評比僅次日本與韓國、產業風險評比與韓國及馬來西亞並列第二、國家風險評比較中國大陸及越南高，綜合評比台灣排名第四，表示產業風險較高，產業報酬明顯偏低，藥品市場規模小及成長有限，產業環境不錯且風險性較低。永信藥品一直以來即是專注本業之營運，持續進行產品研發與改善，積極降低生產成本與費用控管，在競爭者眾多與低價藥品、健保藥價之衝擊下，推估公司營收未來仍可維持平穩成長。

## 二、預測永信藥品之績效表現

以十年作為預測期間之年數，參酌 2009 年~2013 年歷史財報資料與成長率，依照情境分析所假設之預估銷售量，進行資產負債表與損益表之推估。主要預估比率之計算，是以損益表各會計科目佔營業收入淨額之平均比率、資產負債表各會計科目則為佔資產總額之平均比率，再酌情加減調整之。

### (一)營業收入

營業收入依照以上所敘述之二種績效情境假設計算，情境一(樂觀)新產品量產且市場接受：假設前五年平均營收成長率為 6%，後五年平均營收成長率為 5%；情境二(中立)營收平穩成長：假設前五年平均營收成長率為 4%，後五年平均營收成長率為 3%。

### (二)營業成本與費用

2009 年~2013 年永信藥品營業成本佔營業收入淨額介於 48.81%~50.52%，平均值為 50.4%，營業費用佔營業收入淨額介於 33.81%~39.86%，平均值為 36.47%，雖然近年對於費用控管更加嚴格，但由於公司擁有專業自有銷售團隊，且為滿足顧客需求，對於新產品之開發不遺餘力，銷售與研發費用長期以來維持一定水準，故本研究預測未來仍然可維持此固定比率。

### (三)折舊

永信藥品所購買之折舊性資產都與公司製造工廠有關，主要為機器、設備、廠房新建與整改，2009 年~2013 年折舊佔固定資產淨額比率介於 12.2%~18.62%，平均為 14.39%；固定資產淨額佔總資產比率介於 24.48%~34.6%，平均為 29.42%。預測未來折舊費用之估計，依每年資產增加幅度採經濟耐用年限提列折舊，再加計現有設備每年應提列之折舊費用。

### (四)融資成本

永信藥品 2009 年~2013 年歷史資料來看，平均負債權重僅佔總財務結構之 3%，且其中很大佔比為應計退休金負債，故未來擬以 100%權益資金作估算基礎，暫不考量融資成本。

### (五)稅率

依照目前營業所得稅率 17%估算。

#### (六)營運資金

營運資金是流動資產減除超過公司營運所需之現金、短期投資與不必支付利息之流動負債的淨額，永信藥品專注本業之經營，營運資金變化不大，以 2009 年~2013 年佔總資產平均數 27.26% 估算。

#### (七)財產、廠房和設備淨額

以 2009 年~2013 年平均固定資產淨額佔總資產比率 29.42% 作為預測值，並假設固定資產使用至折舊完全提列，無殘值估計。

#### (八)股利

過去幾年皆以發放高現金股利為主，參考永信藥品股利發放政策情形，估計 2014 年~2023 年仍以發放現金股利為主，無增資計畫。

#### (九)長期投資

以 2009 年~2013 年平均長期投資佔總資產比率 32% 作為預測值。因應永信藥品轉換永信投控，自 2011 年以來，在集團之整合與購買其他公司股權之投資皆由永信投控負責，故本研究未來仍以此固定比率估算。

表 4-22 情境一：未來十年投資人總資金計算(仟元)

年度	2014(E)	2015(E)	2016(E)	2017(E)	2018(E)	2019(E)	2020(E)	2021(E)	2022(E)	2023(E)
流動資產	2,431,379	2,511,993	2,597,443	2,688,020	2,784,033	2,885,805	2,992,667	3,104,872	3,222,686	3,346,392
不必支付利息的流動負債	635,117	656,175	678,496	702,156	727,236	753,821	781,735	811,045	841,820	874,134
營運資金	1,796,262	1,855,818	1,918,947	1,985,864	2,056,797	2,131,984	2,210,932	2,293,827	2,380,866	2,472,258
淨財產、廠房和設備	1,938,665	2,002,943	2,071,077	2,143,299	2,219,855	2,301,003	2,386,210	2,475,676	2,569,616	2,668,253
其他營運資產、各項準備、其他淨負債	(52,492)	(54,232)	(56,077)	(58,032)	(60,105)	(62,302)	(64,609)	(67,032)	(69,575)	(72,246)
營運投入資金(無形資產除外)	3,682,435	3,804,529	3,933,947	4,071,131	4,216,547	4,370,685	4,532,533	4,702,471	4,880,907	5,068,265
無形資產	22,240	22,978	23,759	24,588	25,466	26,397	27,375	28,401	29,479	30,610
營運投入資金(包含無形資產)	3,704,675	3,827,507	3,957,706	4,095,719	4,242,013	4,397,082	4,559,908	4,730,872	4,910,386	5,098,875
超額有價證券	5,865	6,059	6,265	6,484	6,716	6,961	7,219	7,489	7,774	8,072
非營運投資	2,108,754	2,178,671	2,252,783	2,331,342	2,414,614	2,502,882	2,595,564	2,692,880	2,795,062	2,902,352
長期投資款	2,108,754	2,178,671	2,252,783	2,331,342	2,414,614	2,502,882	2,595,564	2,692,880	2,795,062	2,902,352
閒置資產	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資人總資金	5,819,294	6,012,237	6,216,754	6,433,545	6,663,343	6,906,925	7,162,691	7,431,241	7,713,222	8,009,299
權益	5,544,270	5,728,094	5,922,946	6,129,490	6,348,427	6,580,498	6,824,175	7,080,035	7,348,688	7,630,773
需支付利息的負債	275,025	284,143	293,809	304,054	314,915	326,427	338,515	351,206	364,534	378,526
投資人總資金	5,819,295	6,012,237	6,216,755	6,433,544	6,663,342	6,906,925	7,162,690	7,431,241	7,713,222	8,009,299

表 4-23 情境一：未來十年淨營運利潤減調整後稅賦計算(仟元)

年度	2014(E)	2015(E)	2016(E)	2017(E)	2018(E)	2019(E)	2020(E)	2021(E)	2022(E)	2023(E)
營業收入淨額	3,933,054	4,169,037	4,419,179	4,684,330	4,965,390	5,213,660	5,474,343	5,748,060	6,035,463	6,337,236
營業成本	1,967,978	2,086,056	2,211,219	2,343,893	2,484,526	2,608,753	2,739,191	2,876,150	3,019,958	3,170,955
營業毛利	1,965,076	2,082,981	2,207,960	2,340,437	2,480,864	2,604,907	2,735,152	2,871,910	3,015,505	3,166,281
營業費用	1,434,482	1,520,552	1,611,785	1,708,493	1,811,002	1,901,552	1,996,629	2,096,460	2,201,284	2,311,349
推銷費用	866,877	918,890	974,023	1,032,465	1,094,413	1,149,133	1,206,590	1,266,919	1,330,265	1,396,779
管理及總務費用	248,498	263,408	279,213	295,966	313,724	329,410	345,880	363,174	381,333	400,400
研發費用	319,107	338,254	358,549	380,062	402,865	423,009	444,159	466,367	489,686	514,170
稅前息前的攤銷盈餘	530,594	562,429	596,175	631,944	669,862	703,355	738,523	775,450	814,221	854,932
EBITA 的所得稅	90,201	95,613	101,350	107,431	113,876	119,570	125,549	131,827	138,418	145,339
NOPLAT	440,393	466,816	494,825	524,513	555,986	583,785	612,974	643,623	675,803	709,593
所得稅	130,633	138,471	146,779	155,586	164,921	173,167	181,825	190,917	200,462	210,485
淨利息稅盾	(37)	(39)	(41)	(44)	(47)	(49)	(51)	(54)	(56)	(59)
非營運淨利的稅	(40,395)	(42,819)	(45,388)	(48,111)	(50,998)	(53,548)	(56,225)	(59,036)	(61,988)	(65,087)
EBITA 的稅	90,201	95,613	101,350	107,431	113,876	119,570	125,549	131,827	138,418	145,339

表 4-24 情境一：未來十年可支配現金流量計算(仟元)

年度	2014(E)	2015(E)	2016(E)	2017(E)	2018(E)	2019(E)	2020(E)	2021(E)	2022(E)	2023(E)
NOPLAT	440,393	466,816	494,825	524,513	555,986	583,785	612,974	643,623	675,803	709,593
折舊費用	259,528	303,414	340,183	381,015	426,339	476,629	532,407	594,168	662,531	738,178
毛現金流量	699,921	770,230	835,008	905,528	982,325	1,060,414	1,145,381	1,237,791	1,338,334	1,447,771
營運資金(增加)減少	25,239	(59,556)	(63,129)	(66,917)	(70,933)	(75,187)	(78,948)	(82,895)	(87,039)	(91,392)
資本支出(增加)減少	(568,712)	(367,692)	(408,317)	(453,237)	(502,895)	(557,777)	(617,614)	(683,634)	(756,471)	(836,815)
其他資產、負債淨額(增加)減少	71,566	1,740	1,845	1,955	2,073	2,197	2,307	2,423	2,543	2,671
毛投資額	(471,907)	(425,508)	(469,601)	(518,199)	(571,755)	(630,767)	(694,255)	(764,106)	(840,967)	(925,536)
無形資產前可支配現金流量	228,014	344,722	365,407	387,329	410,570	429,647	451,126	473,685	497,367	522,235

表 4-25 情境二：未來十年投資人總資金計算(仟元)

年度	2014(E)	2015(E)	2016(E)	2017(E)	2018(E)	2019(E)	2020(E)	2021(E)	2022(E)	2023(E)
流動資產	2,431,379	2,510,472	2,592,728	2,678,274	2,767,243	2,859,771	2,955,073	3,053,236	3,154,343	3,258,483
不必支付利息的流動負債	635,117	655,777	677,264	699,610	722,850	747,020	771,915	797,557	823,967	851,170
營運資金	1,796,262	1,854,695	1,915,464	1,978,664	2,044,393	2,112,751	2,183,158	2,255,679	2,330,376	2,407,313
淨財產、廠房和設備	1,938,665	2,001,730	2,067,317	2,135,528	2,206,467	2,280,244	2,356,234	2,434,504	2,515,122	2,598,158
其他營運資產、各項準備、其他淨負債	(52,492)	(54,199)	(55,975)	(57,822)	(59,743)	(61,740)	(63,798)	(65,917)	(68,100)	(70,348)
營運投入資金(無形資產除外)	3,682,435	3,802,226	3,926,806	4,056,370	4,191,117	4,331,255	4,475,594	4,624,266	4,777,398	4,935,123
無形資產	22,240	22,964	23,716	24,499	25,313	26,159	27,031	27,929	28,853	29,806
營運投入資金(包含無形資產)	3,704,675	3,825,190	3,950,522	4,080,869	4,216,430	4,357,414	4,502,625	4,652,195	4,806,251	4,964,929
超額有價證券	5,865	6,056	6,254	6,460	6,675	6,898	7,128	7,365	7,609	7,860
非營運投資	2,108,754	2,177,352	2,248,694	2,322,889	2,400,052	2,480,302	2,562,959	2,648,096	2,735,787	2,826,108
長期投資款	2,108,754	2,177,352	2,248,694	2,322,889	2,400,052	2,480,302	2,562,959	2,648,096	2,735,787	2,826,108
閒置資產	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資人總資金	5,819,294	6,008,598	6,205,470	6,410,218	6,623,157	6,844,614	7,072,712	7,307,656	7,549,647	7,798,897
權益	5,544,270	5,724,625	5,912,194	6,107,266	6,310,141	6,521,131	6,738,450	6,962,290	7,192,844	7,430,314
需支付利息的負債	275,025	283,971	293,275	302,952	313,015	323,482	334,262	345,366	356,802	368,582
投資人總資金	5,819,295	6,008,596	6,205,469	6,410,218	6,623,156	6,844,613	7,072,712	7,307,656	7,549,646	7,798,896



表 4-26 情境二：未來十年淨營運利潤減調整後稅賦計算(仟元)

年度	2014(E)	2015(E)	2016(E)	2017(E)	2018(E)	2019(E)	2020(E)	2021(E)	2022(E)	2023(E)
營業收入淨額	3,858,845	4,013,199	4,173,727	4,340,676	4,514,303	4,649,732	4,789,224	4,932,901	5,080,888	5,233,315
營業成本	1,930,846	2,008,080	2,088,403	2,171,939	2,258,817	2,326,581	2,396,378	2,468,270	2,542,318	2,618,588
營業毛利	1,927,999	2,005,119	2,085,324	2,168,737	2,255,486	2,323,151	2,392,846	2,464,631	2,538,570	2,614,727
營業費用	1,407,417	1,463,714	1,522,263	1,583,152	1,646,479	1,695,874	1,746,749	1,799,152	1,853,126	1,908,720
推銷費用	850,521	884,542	919,924	956,720	994,989	1,024,839	1,055,584	1,087,252	1,119,869	1,153,465
管理及總務費用	243,810	253,562	263,705	274,253	285,223	293,780	302,593	311,671	321,021	330,652
研發費用	313,086	325,610	338,634	352,179	366,267	377,255	388,572	400,229	412,236	424,603
稅前息前的攤銷盈餘	520,582	541,405	563,061	585,585	609,007	627,277	646,097	665,479	685,444	706,007
EBITA 的所得稅	88,499	92,039	95,720	99,550	103,531	106,637	109,837	113,131	116,525	120,022
NOPLAT	432,083	449,366	467,341	486,035	505,476	520,640	536,260	552,348	568,919	585,985
所得稅	128,168	133,295	138,626	144,172	149,938	154,436	159,070	163,842	168,757	173,820
淨利息稅盾	(36)	(38)	(39)	(41)	(42)	(44)	(45)	(46)	(48)	(49)
非營運淨利的稅	(39,633)	(41,218)	(42,867)	(44,581)	(46,365)	(47,756)	(49,188)	(50,664)	(52,184)	(53,749)
EBITA 的稅	88,499	92,039	95,720	99,550	103,531	106,637	109,837	113,131	116,525	120,022

表 4-27 情境二：未來十年可支配現金流量計算(仟元)

年度	2014(E)	2015(E)	2016(E)	2017(E)	2018(E)	2019(E)	2020(E)	2021(E)	2022(E)	2023(E)
NOPLAT	432,083	449,366	467,341	486,035	505,476	520,640	536,260	552,348	568,919	585,985
折舊費用	259,528	303,414	340,062	380,627	425,511	475,156	530,049	590,653	657,545	731,361
毛現金流量	691,611	752,780	807,403	866,662	930,987	995,796	1,066,309	1,143,001	1,226,464	1,317,346
營運資金(增加)減少	25,239	(58,433)	(60,769)	(63,200)	(65,729)	(68,358)	(70,407)	(72,521)	(74,697)	(76,937)
資本支出(增加)減少	(568,712)	(366,479)	(405,649)	(448,838)	(496,450)	(548,933)	(606,039)	(668,923)	(738,163)	(814,397)
其他資產、負債淨額(增加)減少	71,566	1,707	1,776	1,847	1,921	1,997	2,058	2,119	2,183	2,248
毛投資額	(471,907)	(423,205)	(464,642)	(510,191)	(560,258)	(615,294)	(674,388)	(739,325)	(810,677)	(889,086)
無形資產前可支配現金流量	219,704	329,575	342,761	356,471	370,729	380,502	391,921	403,676	415,787	428,260

### 三、存續價值

在預測期間以外之可預期現金流量之價值，就是存續價值(Continuing Value, CV)在評價中佔公司整體價值比重相當高。所以，此數值之估計更為重要，我們假設與過去相同之經營環境來估算永信藥品之存續價值。

$$\text{以現金流量折現法計算：CV} = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}_i}\right)}{\text{WACC} - g}$$

其中  $\text{NOPLAT}_{t+1}$  = 在預測期間後第一年 NOPLAT 之正常水準

$g$  = 永續的 NOPLAT 預期成長率

$\text{ROIC}_i$  = 淨新投資額之預期報酬率

$\text{WACC}$  = 加權平均資金成本

$$\text{以經濟利潤法計算：CV} = \frac{\text{EP}_{T+1}}{\text{WACC}} + \frac{(\text{NOPLAT}_{t+1}) \left(\frac{g}{\text{ROIC}_i}\right) (\text{ROIC}_i - \text{WACC})}{\text{WACC}(\text{WACC} - g)}$$

其中  $\text{EP}_{T+1}$  = 預測期間後第一年經濟利潤之正常水準

$\text{NOPLAT}_{t+1}$  = 預測期間後第一年的 NOPLAT 之正常水準

$g$  = NOPLAT 的永續成長率

$\text{ROIC}_i$  = 新投資的預期報酬率

$\text{WACC}$  = 加權平均資金成本

依據永信藥品於不同營收之情況，分別以現金流量折現法與經濟利潤法計算存續價值，計算結果如表 4-30、表 4-31，未折現前存續價值總表整理於 4-28，各參數估計如下。

(一) 存續價值期間期初(預測期間後之第一年)之正常盈餘水準 NOPLAT 依照不同情

境分為：情境一(樂觀)新台幣 723,785 仟元；情境二(中立)新台幣 597,705 仟元。

(二) 預估加權平均資金成本為 5.01%，係以穩定成長環境之情況來估計，假設永信藥品資本結構採 100% 權益資金，而事業風險無明顯之重大變化。

(三) 預估投入資本報酬率：情境一(樂觀)為 13.13%、情境二(中立)為 11.92%。

(四) 預估成長率為 2%。

表 4-28 永信藥品存續價值(仟元)

項目	現金流量折現法		經濟利潤法	
	情境一 (樂觀)	情境二 (中立)	情境一 (樂觀)	情境二 (中立)
存續價值	20,404,916	16,543,110	15,053,200	11,373,903

#### 四、公司價值與股價預測

價值=在預測期間內現金流量之現值+在預測期間外之現金流量之現值

=預測情境中可支配現金流量之現值+存續價值之現值

陳隆麒等譯(2002),採用現金流量折現法與經濟利潤法衡量每股價值,求算2014年~2023年所預測之現金流量與存續價值,各期現金流量依預估加權平均資金成本率折算現值,而存續價值為預估期間內最後一期間之價值,所以按照預估期間之最後期數折算目前之現值,將兩個現金流量之現值加總,便可求得營運價值。若以經濟利潤法計算價值,則要加上預估期間期初所投入之資本。接著調整年中平均收到現金流量之價值,並加回任何可以產生現金流量,卻未計入營運資產的非營運資產,以便估計公司整體價值。最後再減去所有需要支付利息之負債總額,除以公司流通在外股數,便可求出每股權益價值。

利用現金流量折現法與經濟利潤法,並根據情境一與情境二假設資料計算權益價值,除以流通在外股數 253,736 仟股,預估公司每股價值如表 4-29。若依各情境發生機率分配 60%、40%,將其情境價值進行加權彙總,預測永信藥品每股價值為 66 元。

表 4-29 永信藥品每股價值計算(仟元,每股價值元)

項目	現金流量折現法		經濟利潤法	
	情境一 (樂觀)	情境二 (中立)	情境一 (樂觀)	情境二 (中立)
營運價值	15,997,163	13,226,124	15,993,682	13,249,341
全部企業價值	18,232,105	15,461,066	18,228,624	15,484,283
負債價值	353,454	353,454	353,454	353,454
權益價值	17,878,651	15,107,612	17,875,170	15,130,829
每股價值	70.5	59.5	70.5	59.6

表 4-30 情境一：股價預測

現金流量折現評價			
預測年度	可支配現金流量 (單位：仟元)	折現因子 5.01%	可支配現金流量的現值 (單位：仟元)
2014 年(E)	228,014	0.9523	217,142
2015 年(E)	344,722	0.9069	312,633
2016 年(E)	365,407	0.8637	315,591
2017 年(E)	387,329	0.8225	318,574
2018 年(E)	410,570	0.7833	321,588
2019 年(E)	429,647	0.7459	320,485
2020 年(E)	451,126	0.7104	320,462
2021 年(E)	473,685	0.6765	320,443
2022 年(E)	497,367	0.6442	320,421
2023 年(E)	522,235	0.6135	320,399
存續價值	20,404,916	0.6135	12,518,733
可支配現金流量的現值			15,606,471
年中調整因子			1.0250
營運價值			15,997,163
超額有價證券			29,622
非營運投資的價值			2,234,942
全部企業價值			18,232,105
減：負債價值			353,454
權益價值			17,878,651
最近流通在外股數(仟股)			253,736
每股權益價值			70.5

經濟利潤評價			
預測年度	經濟利潤 (單位：仟元)	折現因子 5.01%	可支配現金流量的現值 (單位：仟元)
2014 年(E)	256,021	0.9523	243,814
2015 年(E)	297,860	0.9069	270,133
2016 年(E)	297,860	0.8637	257,253
2017 年(E)	320,680	0.8225	263,756
2018 年(E)	344,871	0.7833	270,128
2019 年(E)	364,953	0.7459	272,228
2020 年(E)	386,039	0.7104	274,226
2021 年(E)	408,180	0.6765	276,129
2022 年(E)	431,426	0.6442	277,939
2023 年(E)	455,835	0.6135	279,662
存續價值	15,053,200	0.6135	9,235,372
經濟利潤的現值			11,920,639
投入資本(年初)			3,682,435
合計			15,603,074
年中調整因子			1.0250
營運價值			15,993,682
超額有價證券			29,622
非營運投資的價值			2,234,942
全部企業價值			18,228,624
減：負債價值			353,454
權益價值			17,875,170
最近流通在外股數(仟股)			253,736
每股權益價值			70.5

表 4-31 情境二：股價預測

現金流量折現評價			
預測年度	可支配現金流量 (單位：仟元)	折現因子 5.01%	可支配現金流量的現值 (單位：仟元)
2014 年(E)	219,704	0.9523	209,229
2015 年(E)	329,575	0.9069	298,896
2016 年(E)	342,761	0.8637	296,032
2017 年(E)	356,471	0.8225	293,194
2018 年(E)	370,729	0.7833	290,382
2019 年(E)	380,502	0.7459	283,826
2020 年(E)	391,921	0.7104	278,405
2021 年(E)	403,676	0.6765	273,082
2022 年(E)	415,787	0.6442	267,863
2023 年(E)	428,260	0.6135	262,744
存續價值	16,543,110	0.6135	10,149,455
可支配現金流量的現值			12,903,108
年中調整因子			1.0250
營運價值			13,226,124
超額有價證券			29,622
非營運投資的價值			2,234,942
全部企業價值			15,461,066
減：負債價值			353,454
權益價值			15,107,612
最近流通在外股數(仟股)			253,736
每股權益價值			59.5

經濟利潤評價			
預測年度	經濟利潤 (單位：仟元)	折現因子 5.01%	可支配現金流量的現值 (單位：仟元)
2014 年(E)	247,711	0.9523	235,900
2015 年(E)	270,733	0.9069	245,531
2016 年(E)	270,733	0.8637	233,824
2017 年(E)	282,941	0.8225	232,716
2018 年(E)	295,635	0.7833	231,563
2019 年(E)	303,783	0.7459	226,599
2020 年(E)	312,176	0.7104	221,757
2021 年(E)	320,820	0.6765	217,031
2022 年(E)	329,724	0.6442	212,419
2023 年(E)	338,893	0.6135	207,916
存續價值	11,373,903	0.6135	6,978,066
經濟利潤的現值			9,243,323
投入資本(年初)			3,682,435
合計			12,925,758
年中調整因子			1.0250
營運價值			13,249,341
超額有價證券			29,622
非營運投資的價值			2,234,942
全部企業價值			15,484,283
減：負債價值			353,454
權益價值			15,130,829
最近流通在外股數(仟股)			253,736
每股權益價值			59.6

## 五、敏感性分析與價值驅動因子

從上述股價預測，我們可看出營收增加，對企業價值之影響，再用營收觀點拆解EVA：本期EVA=上期營收 $\times(1+g) \times(m-WACC \div T)$ 。顯示在銷售超額利潤產生時，營收成長率越高(g)，則企業價值越高。永信藥品歷年EVA皆為正數，在目前營運模式上，銷售額成長有助公司價值之提升。

價值管理之核心為對各價值因子之取捨，為了解企業價值受到營收成長率(g)、營收利潤率(m)、週轉率(T)與風險(R)改變之影響，以現金流量折現法拆解關鍵因子，使用中立情境之財務預估報表為計算基礎，再分別採用營業成本、營業費用、營運資金、資本支出、其他資產&負債淨額、WACC等企業價值因子進行敏感性分析，以單變數加減10%之變動，求出各價值因子對公司價值的影響程度與重要性並整理於表4-32、圖4-10。

(一)營業成本：若減少10%幅度，則使公司權益價值增加5,800,951仟元，提升38.4%。

個案公司屬於製造業，營業成本之降低，對每股價值之提升相當顯著。

(二)營業費用：若減少10%幅度，則使公司權益價值增加4,227,281仟元，提升27.98%。

其中以銷售費用影響程度最大(減少10%幅度，提升權益價值16.91%)，其次為研發費用(減少10%幅度，提升權益價值6.23%)、管理費用(減少10%幅度，提升權益價值4.85%)。

(三)WACC：若減少10%幅度，則使公司權益價值增加2,657,502仟元，提升17.59%。

若公司仍處於成長狀態，為使加權平均資金成本最低並提升企業價值，應善用財務槓桿與進行財務規劃，提高負債比率，籌措成本較低廉之資金，降低權益比重，為股東創造更大之價值。若處於穩定狀態或成長動能已受到限制時，可考慮減資退回股款給股東，同步向銀行借款，在總資金不變之狀況下，企業價值亦可提升。

(四)資本支出：若減少10%幅度，則使公司權益價值增加351,129仟元，提升2.32%。

個案公司致力於品質追求，於投入資本之擴充不遺餘力，除具有生產優勢外，長期可能取得較低之生產成本，資本週轉率逐年提升，對公司價值提升亦有所助益。

(五)營運資金：若減少 10% 幅度，則使公司權益價值增加 324,027 仟元，提升 2.14%。

對公司權益影響不大，但須考量維持正常運轉所須持有之適當營運資金為何。

(六)其他資產與負債：若減少 10% 幅度，則使公司權益價值減少 8,246 仟元，減少 0.05%。

表 4-32 永信藥品權益價值之敏感性分析(仟元)

項目	價值因子	變動	原權益價值	新權益價值	權益價值變動數	變動比	重要性排序 (1 為最重要)
1	營業成本	-10%	15,107,612	20,908,563	5,800,951	38.40%	1
2	營業費用	-10%	15,107,612	19,334,893	4,227,281	27.98%	2
3	WACC	-10%	15,107,612	17,765,714	2,657,502	17.59%	3
4	銷售費用	-10%	15,107,612	17,663,008	2,555,396	16.91%	-
5	研發費用	-10%	15,107,612	16,048,271	940,659	6.23%	-
6	管理費用	-10%	15,107,612	15,840,698	733,086	4.85%	-
7	資本支出	-10%	15,107,612	15,458,741	351,129	2.32%	4
8	營運資金	-10%	15,107,612	15,431,639	324,027	2.14%	5
9	其他資產	-10%	15,107,612	15,099,366	(8,246)	-0.05%	6

註：銷售費用、研發費用與管理費用未列入重要性排序，歸屬營業費用大類。

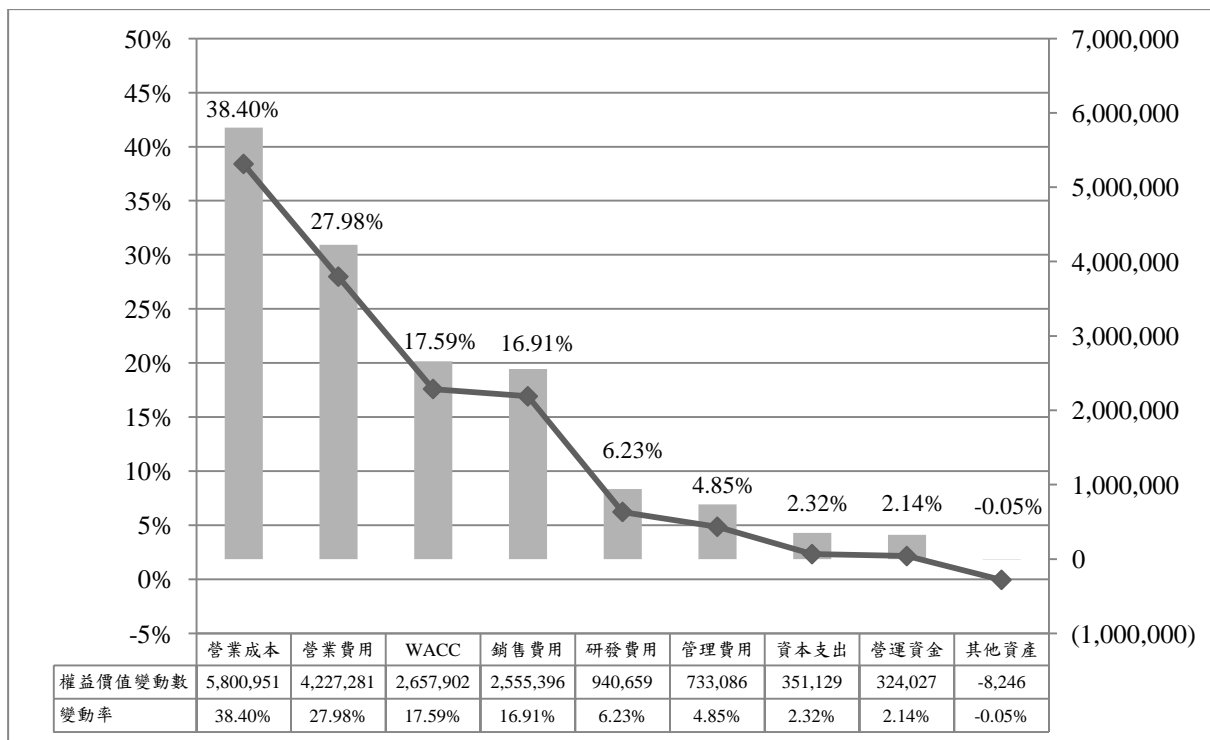


圖 4-10 永信藥品權益價值之敏感性分析比較圖(仟元)

### 第三節 價值創造策略

於超額報酬產生及處於可接受之企業風險之狀況下，營收成長才能創造價值。透過敏感性分析，得知影響永信藥品企業價值之主要關鍵價值因子為營業成本、營業費用與WACC，本研究於此節擬定價值創造策略之建議方案，以提升企業價值。

#### 一、銷售額

##### (一)新產品開發與多角化經營策略

隨著全球疾病變化之趨勢，建立相關研發與產品線，目前腫瘤藥物為全球最大之用藥類別，2018 年全球藥品市場第一用藥類別仍以抗腫瘤藥物為主，未來 5 年複合年成長率約為 9.0%，2012 年台灣民眾十大死因調查，癌症連續第 31 年蟬聯十大死因之首。個案公司在新產品開發，應掌握及注意市場趨勢，發展抗癌製劑與其他具利基性產品，並爭取專利到期第一學名藥，以提升市佔率。個案公司除強化醫藥相關產品之研發，並應積極跨足藥物以外的輔助治療產品，如營養保健品與醫美等非健保給付自費市場。

##### (二)活化品牌

以保健食品與 OTC 藥品切入大眾市場，保健食品以多品牌策略進軍連鎖藥妝及電子商務通路，並也設立自有通路建立其品牌知名度；OTC 藥品則以優良品質形象進入市場。唯消費者對永信藥品品牌尚處於陌生狀態，個案公司應思考其行銷策略如何改善，以增加品牌曝光度，並同時維持新產品持久性與延續性。

##### (三)海外市場佈局與掌握代工能力

擴展美國及日本等成熟性較高且國家及產業較穩定之市場，主要進入障礙為通路，個案公司可透過策略聯盟或引進策略性投資夥伴打入市場。新興市場切入策略則不相同，應採差異化，以利基性產品為主，並結合當地廠商資源與本身集團公司來開發市場。另外，因個案公司本身具之製造能力優勢，開拓歐美及日本之藥品代工市場與持續搶佔保健食品代工機會。

##### (四)延攬與培養研發專業人才

新產品之上市速度，決定公司未來，研發能力是企業永續成長及長期競爭優勢之來源，目前在製程領域之人才，相對於國外較為缺乏。個案公司研發能力強，



但動能稍嫌不足，除既有研發單位與台北研究中心之外，應減少研發人才流失，亦可推動產學合作延攬人才，藉由研發能量，促使營收成長及營業利潤之提升。

## 二、營業成本

### (一)強化原料成本競爭力

不論新藥或是學名藥之研發，首先要掌握原料藥之開發跟供應，個案公司目前擁有 22 種可自行生產之原料藥，未來除本身開發原料藥之外，亦可透過集團合作取得較具優勢之原料；第二為詢求第二原料來源或集團統購，避免主原料缺料或被惡意抬高價格，及利用有利的議價空間，達到降低成本之目標。

### (二)產品價格反應相關成本

大環境變化、法規之限制與能源上漲皆造成製藥業經營上的困難，產品應合理反映所增加之成本。另個案公司在固定資產具有取得優勢，在產品訂價上，應可考量此因素進行售價調整。

### (三)檢視產品成本組成結構

從產品結構檢視增進效率或利潤之方法，如節約能源與製程改善、減少換線成本、提高設備利用率(延長使用壽命)與機器稼動等構面，以求成本降低。

### (四)降低庫存壓力

準確預估銷售數量與調整生產計畫，降低銷售預測誤差與存貨積壓風險，且考量精簡化產品項目與適時淘汰製品，以減輕庫存品面臨降價或過期之壓力。

## 三、營業費用

人力盤點，清楚內部人力結構，透過人力精實方案實務做法並配合流程改善，降低人事成本，提升暨強化人員技能與職能，多能工之展現，提高人員附加價值。

## 四、WACC

若公司仍處於成長狀態，為使加權平均資金成本最低並提升企業價值，應重新檢視公司合適之財務槓桿與資本結構，提高負債比率，籌措成本較低廉之資金。若處於穩定狀態或成長動能已受到限制時，可考慮減資退回股款給股東，同步向銀行借款，在總資金不變之狀況下，企業價值亦可提升。

## 第五章 結論與建議

經過企業評價相關文獻探討、分析產業與個案公司歷史財務資料，再依個案公司競爭優勢預估未來營運狀況，估算每股權益價值，最後在本章提出研究結論、研究限制與建議。

### 第一節 研究結論

製藥產業擁有市場獨占性、附加價值高、受政府嚴格管制之特性，亦屬於高度專業化市場，但因各藥廠集中及差異化程度與轉換成本低，加上規模企業只有大廠易達成，藥廠之間競爭激烈不在話下。但由於市場飽和，導致成長率趨緩，人口老化所增加之醫療支出與新興國家經濟成長和藥品普及性增加將驅動未來藥品市場。

#### 一、歷史資料發現

##### (一) 超額報酬率分析

永信藥品近六年之 ROIC 有明顯上升之趨勢，2008 年之 7.33% 上升至 2013 年之 14.06%，而 2008 年~2013 年 WACC 介於 4.01%~6.98%，超額報酬率由 2008 年之 1.97% 提升至 2013 年之 9.54%；拆解其 ROIC，2008 年~2013 年平均營業利潤率為 13.2%，歷年本業獲利狀況穩定，而 2008 年~2013 年平均投入資本週轉率為 0.96，從 2008 年之 0.84 次上升至 2013 年 1.07 次。

##### (二) 盈餘品質分析

以七大盈餘指標、業外損益比重、GAP 與現金轉換天數進行分析。七大盈餘指標之存貨指標、應收帳款指標、銷管費用指標、備抵壞帳指標與員工生產力指標呈現皆為有利公司盈餘品質；銷貨毛利指標受產業特性影響及研發費用在與同業相較之下，盈餘品質表現較差。業外損益佔稅前淨利比重為下降之趨勢，從 2009 年之 40.24% 減少至 2013 年之 22.50%，主要是因投資收益影響；2009 年、2010 年、2012 年與 2013 年營業活動現金流量皆大於稅後淨利，且 GAP 逐年增加，會計盈餘品質越來越好。2009 年~2013 年平均現金轉換天數 246 天，因製藥業毛利較高，可忍受較長之現金轉換天數。整體而言，個案公司盈餘品質漸入佳境。

### (三)財務決策品質分析

投資決策呈現走低趨勢，2009年~2013年平均再投資率為56.12%，其比重最高者為R&D再投資率，顯示永信藥品對於研發能力之重視。融資決策之2009年~2013年平均負債比率僅15.85%，財務槓桿偏低，擁有高舉債能量。2009年~2013年平均股利發放率為81.89%，採取發放高現金股利之政策。

## 二、企業評價實證研究發現

### (一)經營績效預測

以現金流量折現法與經濟利潤法進行每股價值計算，並透過情境一(樂觀)新產品量產且市場接受、情境二(中立)營收平穩成長之情境分析，得出每股盈餘價值分別70.46元、59.54元，依各情境發生機率60%、40%，預測每股價值為66元。

### (二)關鍵價值驅動因子

在超額利潤產生，營收成長方能創造價值，並以現金流量法作敏感性分析，得出價值關鍵驅動因子依序為營業成本、營業費用與WACC。

### (三)關鍵因子價值創造策略

#### 1. 銷售額

- (1) 新產品開發與多角化經營策略
- (2) 活化品牌
- (3) 海外市場佈局與掌握代工能力
- (4) 延攬與培養研發專業人才

#### 2. 營業成本

- (1) 強化原料成本競爭力
- (2) 產品價格反應相關成本
- (3) 檢視產品成本組成結構
- (4) 降低庫存壓力

#### 3. 營業費用

提升人力附加價值

#### 4. WACC

財務槓桿與資本結構之應用

## 第二節 研究限制與建議

本研究僅考慮與財務有關之公開資料進行分析，對於個案公司沒有進行深度訪談，亦因商業機密與策略對許多關鍵數字有所保留，僅作為公開資料學術上之研究，不涉及商業機密與公司現有及未來營運策略無關。

企業評價模式種類繁多且各種方法立論基礎不一致，導致適用情形與優缺點會有所不同，評價者進行評價時，應作全盤性考量，避免受單一評價方法之限制，造成評價結果偏誤。

本研究以個案公司進行資料分析，採用目前實務上應用最廣泛之現金流量折現法進行評價，雖有歷史資料作為參考指標及透過產業分析來推估每股價值，然而參數設定受作者主觀認定與未來不確定因素之影響，評價結果勢必與實際價值有所差異，推算之每股權益價值可能須作適當調整。衡量一個理論價格區間，而非單一絕對價格，應可提高評價模式之適用性。

研究發展能力為製藥產業中能否提升公司新產品上市速度與競爭能力之關鍵因子。本研究對於個案公司非本論文能力所及之無形資產，如專利、技術層次、通路、上中下游整合能力、生產良率、品牌價值、管理者能力與人力資本等因素，無法客觀加以量化衡量，使得實證評價結果可能偏低。

由於企業評價模型具有動態性，隨著企業營運與市場狀況，對於相關數據可立即反應，評價結果亦可能不同。本研究最大之貢獻非價值估算正確性與否，而是藉此評價對個案公司進行營運策略探討與建議。

## 參考文獻

- 2012 年國民醫療保健支出統計提要分析，衛生福利部。
- 永信藥品工業股份有限公司公司網站，網址 <http://www.ysp.com.tw>。
- 江文勝(2013.10.11)，「新藥、製藥、醫材風雲再起」，財訊快報。
- 吳啟銘(2010)，「企業評價個案實證分析」，智勝文化。
- 巫文玲等(2013)，「2013 醫藥產業年鑑」，經濟部技術處。
- 李河水等(2012)，「2012 食品產業年鑑」，經濟部技術處。
- 李芳全(1999)，「永信藥品關係企業經營策略之研究」，東海大學管理研究所，碩士論文。
- 李芳如(2012)，「以現金流量折現法探討台灣自行車產業之企業評價-M 公司為例」，東海大學管理學院財務金融研究所碩士在職專班，碩士論文。
- 汪萱蕙(2013)，「2014 年我國西藥及生技製藥產業分析」，台灣經濟研究院產經資料庫。
- 汪萱蕙(2013)，「西藥及生技製藥業基本資料」，台灣經濟研究院產經資料庫。
- 汪萱蕙(2014)，「西藥及生技製藥業訪談報導—美國與中國的藥品市場概況」，台灣經濟研究院產經資料庫。
- 花瑤錦(2002)，「中華電信企業評價之評估」，國立交通大學經營管理研究所，碩士論文。
- 呂琮怡(2008)，「製藥產業營運績效與企業評價分析-以台灣前五大西藥製劑公司為例」，國立交通大學高階主管管理學程碩士班，碩士論文。
- 林敬皓(2012)，「企業併購之企業評價對股價的影響-以友達、廣輝併購案為例」，元智大學管理碩士在職專班，碩士論文。
- 洪福澤(2012)，「我國學名藥廠競合策略之研究-以 Y 公司為例」，東海大學高階經營管理碩士在職專班，碩士論文。
- 財團法人會計研究發展基金會(2009.12.31)，「評價準則公報第四號評價流程準則」。
- 郭佩蘭(2007)，「企業評價之個案研究-以元大京華證券為例」，朝陽科技大學財務金融系，碩士論文。
- 陳隆麒等譯(2002)，「事業評價：價值管理的基礎」，原著 Tom Compeland, Tim Kooler, Jack Murrin，「Valuation：measuring and managing the value of companies」，華泰文化。
- 陳佩君(2008)，「研究發展密度與資訊揭露評鑑系統對企業實質盈餘管理行為的影響---以裁減研究發展支出為例」，中興大學高階經理人碩士在職專班，碩士論文。

陳俊良(2002),「企業價值評估與創造策略之研究-以統一超商為例」,國立政治大學經營管理研究所,碩士論文。

陳麗婷等(2014),「2013年台灣保健食品消費行為與生活型態調查研究」,經濟部技術處。

張家銘(2013),「企業價值 V.S 企業市場價值」,中華徵信所。

張慧玲(2012),「企業價值評估-以紡織產業的聚隆纖維(股)公司為例」,東海大學管理學院財務金融研究所碩士在職專班,碩士論文。

黃靜宜等(2013),「無界花園李天德的逐夢人生」,中國生產力中心。

黃巧雯(2014.04.17),「學名藥 6 年內產值拚增 4 百億」,中央通訊社。

黃嘉君(2011),「企業評價之個案研究-以英華達(股)公司為例」,元智大學經營管理碩士在職專班,碩士論文。

曾馨誼(2011),「國內保健食品產值暨產業現況分析」,中華穀類食品工業技術研究所。

傅偉祥(2014.04.17),「經濟部推動國產學名藥產品行銷國際化具突破性發展」,經濟部技術處。

彭雅琪(2011),「我國製藥產業市場結構、廠商行為與營運績效之研究-以永信藥品為個案」,中華大學企業管理學系碩士班,碩士論文。

廖見聰(2009),「企業評價之個案研究:以大立光電公司為例」,國立台灣科技大學財務金融研究所,碩士論文。

鄭永泉(2012),「企業價值評估-以醫療器材 B 公司為例」,東海大學管理學院財務金融研究所碩士在職專班,碩士論文。

賴桂芳(2009),「企業評價個案研究-以玉山金控為例」,朝陽科技大學財務金融系,碩士論文。

蕭燕翔(2014.04.22),「生達/永信/中化/益得生攜手推進標靶抗癌新藥」,MoneyDJ 財經知識庫。