

4123 TT 晟德【統一國法論壇會議紀要】

分析師：周品三

結論：正向。1)藥明合聯(Wuxi XDC)以100%溢價收購晟德持股的東曜藥業，實現8.3 億元處分利益；2)1Q26合併稅後淨利歸屬於母公司達19.7億元，每股淨值為37.2元，NAV 51.2元；3)子公司豐華生技(益生菌事業)營收超越醫藥事業，年增86%，轉投資永昕生醫營收年增105%，商業化量產能力轉化為實質營收；4)資產截至1Q26 AUM超過480億元，核心投資平均資本增長倍數 (MOIC)達6.15x。

一、公司簡介

1. 發展歷程

- **1959年**：創立，初期以全劑型製藥為主。**1998-2003年**：林榮錦先生接手，聚焦水劑研發，市佔率達70% 並掛牌上櫃。**2008年**至今：轉型為生技投控，成立玉晟管顧，推動投資與醫藥雙軌成長，聚焦新藥、CDMO、醫材與益生菌。

2. 2025年營運達成：

- 實收資本額達76億元；持股市值達480億元；持股流動性比例達70%。連續26年穩定配息(殖利率目標 3-5%)。

二、2026 年第一季財務績效分析

1. 合併損益概況

晟德在1Q26的損益表現受惠於投資處分與金融資產評價有大幅增長。

項目 (單位：新台幣億元)	2026Q1	2025Q1	年增率 (YoY)
營業收入	4.7	3.8	24%
營業毛利	2.2	1.6	38%
營業損益	(0.2)	0.5	-
營業外收入與支出	28.3	6.5	335%

處分投資利益	8.3	0.0	-
金融資產公允價值衡量	21.6	7.8	177%
稅後損益 (歸屬母公司)	19.7	5.5	258%

關鍵因素說明：

- 東曜處分利益：貢獻8.3億元。
- 金融資產評價：來自寶濟、加科思等標的之評價利益共21.6億元。
- 營業損益：主要受寶濟託管績效獎金(帳上需認列但未發生)等費用影響，本季呈現微幅赤字。

2. 營收結構拆解：醫藥 vs. 益生菌

益生菌事業(豐華生技)已成為集團營收的主要成長引擎。

事業體 (2026Q1)	營收 (億元)	年增率 (YoY)	淨利率	備註
醫藥事業 (晟德)	2.19	-11%	20%	持續擴產與產能優化
益生菌事業 (豐華)	2.47	86%	25%	營收與獲利首度超越醫藥事業

三、資產價值與淨值分析 (NAV)

晟德的帳面價值未能完全體現其持股的市場潛力。截至1Q26，其主要轉投資事業的潛在市場價值較帳面價值高出逾105億元。

1. 持股價值對照表

公司名稱	持股比例	Q1 帳面價值	Q1 持股市值	潛在價值空間
順藥 (6535)	35%	5.13 億	84.99 億	+79.86 億
永昕 (4726)	20%	3.16 億	13.23 億	+10.07 億
益安 (6499)	25%	3.29 億	21.06 億	+17.77 億
博晟 (6733)	33%	3.99 億	14.79 億	+10.80 億

2. 每股淨值評估

- 會計每股淨值:NTD 37.2 元。
- 市值調整後淨值(NAV):NTD 51.2 元。
- 資產組合:總資產 482.9 億元,其中金融資產佔57%,權益法投資(按市值計)佔27.8%。

四、核心事業營運進展與投資亮點

晟德透過「創新研發」與「困難製造」兩大戰略鎖定細分市場領頭羊。

1. 生物醫藥與創新藥

- 順藥 (6535):中風創新藥LT3001關鍵臨床二期取得正向數據,成功突破溶栓藥4.5 小時的治療時間窗,2026年啟動II/III期無縫橋接臨床。
- 加科思:KRAS G12C項目於2025年在中國獲批上市;Pan KRAS項目獲 AZ授權,總授權金高達20億美元。
- 寶濟:首發產品SJ02於中國獲批上市,公司於2025年12月在香港掛牌上市;2026年重組透明質酸酶(KJ017)預計獲批。

2. CDMO 與醫療器材

- 永昕(4726):2025年通過多國查廠並啟動商業化量產,1-4月營收翻倍成長,在手訂單超過10億元。
- 益安 (6499):CDMO業務連續四年正成長,自研產品UroCross取得美國FDA 510(k)許可。
- 博晟 (6733):營收連續五年雙位數增長,RevoCart臨床案例突破400 例。

3. 戰略退出案例:東曜藥業(BioDlink)

- 階段一 (2010-2019):累計投資25億元,完成香港上市。
- 階段二 (2020-2021):協助東曜由生物藥研發轉型為ADC CDMO,建置 20,000L商業化產能。
- 階段三 (2026):實現MOIC 1.47x 的回報,以100%溢價由藥明合聯收購,完成資本循環。