

::投資評等::

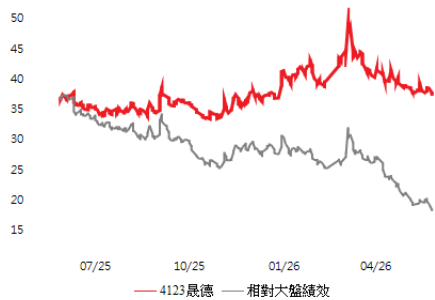
| | |
|---------|-------------------|
| 投資評等 | 買進 |
| 目標價 | 43.00 |
| 收盤價 | 37.70 |
| 隱含漲幅(%) | 14.06 |
| 評價區間 | 0.82X - 0.9X(PBR) |
| 訪談類型 | 研討會/發表會/論壇 |

::基本資料::

| | |
|---------|-------|
| 市值(億元) | 290.0 |
| 月均量(張) | 2,596 |
| 每股淨值(元) | 37.97 |
| PER | 3.60 |
| PBR | 0.99 |
| 外資持股(%) | 9.06 |
| 投信持股(%) | 0.00 |
| 資使用率(%) | 7.12 |
| 券使用率(%) | 0.86 |

| 報告日期 | 評等 | 目標價 |
|------|----|-----|
| | | |

::近一年個股與大盤報酬率比較::



::研究員聯絡方式::

| | |
|------|----------------------|
| 研究員 | 黃立齊 |
| 電子信箱 | 11101@entrust.com.tw |

晟德(4123)

- NAV 評價反應投控價值

投資建議

晟德評等為買進，公司已由傳統藥廠轉型為生技投資控股平台，以1Q26 每股淨值 37.97 元，加計權益法投資帳面價值與市場價值差額後，每股 NAV 51.2 元，建議以每股淨值 0.82–0.9X 區間操作，目標價 43.00 元，隱含漲幅 14.06%，理由如下所述：

- (1) 1Q26 EPS 2.62 元，主要來自業外轉投資收益，若本業排除寶濟託管績效獎金，本業營業利益 0.7 億元，EPS 0.1 元。
- (2) 1Q26 每股淨值約 37.97 元，調整後每股 NAV 約 51.2 元，公司持有順藥、寶濟、加科思等核心生技資產，若出現臨床、授權或市值催化，NAV 折價有望收斂。

內容摘要

■ 1Q26 本業帳面小虧，排除寶濟費用後已轉盈題

1Q26 合併營收 4.7 億元，營益率 -4.1%，本業 EPS -0.03 元，主要受認列寶濟託管績效獎金約 8,500 萬元影響；若排除此項，本業營業利益約 0.7 億元，EPS 約 0.1 元；豐華生技單季貢獻營收約 2.5 億元，占比 53%，益生菌訂單滿載，為核心營運改善主因。

■ 2026 全年營收估 19.8 億元，EPS 估 10.48 元

2026 年合併營收估 19.8 億元，YoY +31%，毛利率估 49.03%，全年本業雖受豐華放量帶動，但因擴廠與產能投入使費用率估達 48.89%，抵銷毛利改善，營益率估約 0.1%，本業 EPS 約 0 元，全年 EPS 估 10.48 元，主要來自轉投資評價、處分利益與權益法收益。

■ 調整後 NAV 約 51.2 元，目標價 43 元

晟德屬於生技投控平台，評價邏輯應由 PE 轉向 NAV，1Q26 調整後每股 NAV 約 51.2 元；參考國際成熟生技投資平台 NAV 折價約 9.2%，考量晟德未上市與臨床階段資產占比仍高，且控股公司本身存在折價，故採 NAV 折價約 16%，目標價 43 元。

::年度EPS預估::

單位：億元、元

| 年度 | 營收 | 毛利率 (%) | 營益率 (%) | 業外收支率 (%) | 股本 | 稅前純益 | 稅前 EPS | 稅後 EPS |
|---------|------|---------|---------|-----------|------|-------|--------|--------|
| 2022 | 7.7 | 52.9 | 37.0 | -113.7 | 59.5 | -5.9 | -0.99 | 0.16 |
| 2023 | 13.9 | 44.3 | 5.6 | -85.5 | 69.1 | -11.1 | -1.61 | -1.50 |
| 2024 | 16.2 | 46.3 | 14.5 | -86.8 | 72.5 | -11.7 | -1.61 | -1.48 |
| 2025 | 15.2 | 41.0 | -23.9 | 786.9 | 76.1 | 115.7 | 15.20 | 12.33 |
| 2026(F) | 19.8 | 49.0 | 0.1 | 509.9 | 76.1 | 101.2 | 13.25 | 10.48 |

:: 訪談內容::

■ 公司簡介

1. 晟德創立於 1959 年，早期為全劑型藥廠，1998 年轉型聚焦內服液劑，2018 年正式定位為專業生技投控公司；現有業務分為醫藥事業、益生菌 CDMO 與生技股權投資。
2. 2024 年營收比重約為西藥 60%、益生菌 40%，1Q26 則為醫藥事業 2.19 億元、豐華生技 2.47 億元。
3. 銷售區域方面，醫藥事業以台灣內銷為主，豐華生技則以益生菌 CDMO 與益萃質國際訂單作為海外成長來源。

產品組合

| 年別 | 2024 | | | 2026(F) | | |
|----------------|------|------|------|---------|------|-----|
| | 產品別 | 營收 | 占比 | 營收 | 占比 | YOY |
| 醫藥事業 (晟德水劑) | 9.7 | 9.4 | 62% | 9.5 | 48% | 1% |
| 益生菌事業 (豐華) | 6.5 | 5.8 | 38% | 10.3 | 52% | 80% |
| 合計 | 16.2 | 15.2 | 100% | 19.8 | 100% | 31% |

■ 1Q26 EPS 主要由業外挹注

1. 1Q26 合併營收4.66億元，YoY +22.96%，毛利率 46.57%，帳面營業損失約 1,913 萬元，本業 EPS 約 -0.03 元。主因認列寶濟託管績效獎金約 8,500 萬元，若排除此項費用，本業營業利益約 0.7 億元，EPS 約 0.1 元。
2. 1Q26 單季 EPS 2.62 元，主要來自業外收益，業外 EPS 約 2.65 元。獲利來源包含轉投資處分利益、金融資產評價利益與權益法收益，主要與東曜股權處分，以及寶濟、加科思等生技資產評價變動有關。
3. 豐華生技為本業改善主軸，1Q26 營收約 2.47 億元，年增約 86%，占合併營收約 53%。成長來自益生菌 CDMO 訂單放大、產品組合改善與產能利用率提升，毛利率由過去約 30% 提升至 40% 以上，帶動集團毛利率改善。

■ 豐華放量支撐本業，擴廠費用使本業全年接近損平

1. 晟德合併本業分為水劑醫藥與豐華益生菌，水劑醫藥以自有藥品銷售為主，2026年營收預估為9.5億元、占比48%，年增約1%，主要提供基礎營收；豐華生技以益生菌CDMO/ODM為主，營收預估為10.3億元、占比52%，年增約80%，為今年本業成長主軸。
2. 費用面來看，2025年本業壓力主要來自晟德水劑二廠建置，固定成本墊高壓抑營業利益，2026年水劑二廠費用壓力下降，豐華益生菌訂單放大與毛利率提升，帶動本業由虧損收斂至接近損平。
3. 預估2026年合併營收19.8億元，年增約31%，毛利率49.03%。產品結構由2025年水劑醫藥占62%、益生菌占38%，轉為2026年水劑醫藥占48%、益生菌占52%。全年EPS估10.48元，獲利仍主要來自轉投資評價、處分利益與權益法收益，本業則以豐華益生菌放量作為改善核心。

■ 2030年由資產配置轉向困難製造

1. 截至2025年底，晟德總資產約490億元，投資組合涵蓋29家公司，其中14家已完成IPO。核心事業平均投入資本倍數MOIC約6.15倍，生技資產已累積資本增值成果，未來重點將轉向成熟資產回收與困難製造平台擴大。
2. 目前資產結構中，創新研發平台占比逾50%，困難製造平台占比低於25%，公司規劃至2030年，困難製造平台占比提升至60%，創新研發平台降至30%，其他資產占10%。
3. 資金來源主要來自成熟資產回收。以東曜為例，晟德出售部分股權後認列處分利益並回收現金，剩餘持股轉列金融資產，資金可再投入其他平台，此類平台短期仍有費用與稼動率壓力，但若訂單放大、虧損收斂，對集團獲利穩定度與NAV折價收斂的支撐將高於單次評價利益。
4. 創新研發平台仍保留具授權、臨床進度與市值彈性的標的，作為NAV上修來源；集團策略則降低對單一新藥股價波動的依賴，將回收資金導向可形成營收、訂單與現金流的困難製造平台。
5. 2026–2030年規劃重點在提高資產品質與現金回收能力，創新研發平台提供評價彈性，困難製造平台提供營收與現金流基礎；當困難製造平台占比提升至60%，晟德評價將更容易從短期業外收益，延伸至資產價值與現金流穩定度。

轉投資影響業外與 NAV，成熟資產回收挹注業外

1. 晟德轉投資資產分為創新研發與困難製造兩類，資產未完全反映在合併營收，但會影響業外獲利與 NAV 評價。
2. 順藥主要價值來自急性缺血性中風藥 LT3001，產品已進入臨床 2/3 期，中國三期臨床預計 2026 年啟動，目標 2029 年完成、2030 年取得中國上市資格；長效止痛針劑 LT1001 已在台灣、新加坡、泰國、馬來西亞及烏克蘭上市。
3. 寶濟聚焦重組酶平台與輔助生殖用藥，核心產品包括長效重組人促卵泡激素 SJ02、重組人透明質酸酶 KJ017，以及 IgG 降解酶 KJ103。SJ02 已取得中國藥證，KJ017 於 2026 年取得中國上市批准，可用於大容量皮下給藥。
4. 加科思為 KRAS 癌症藥物平台，KRAS G12C 抑制劑已於中國獲批上市，Pan-KRAS 抑制劑 JAB-23E73 與 AstraZeneca 達成全球授權合作，總授權金約 19.15 億美元，預期 2026 年有望轉盈。
5. 奧孟亞則是口服胜肽平台公司，公司核心技術 Mira/Je® 平台主打將原本需注射的胜肽藥物改為口服劑型，主要產品 ANY002 瞄準口服 Semaglutide 學名藥市場，對應糖尿病與減重需求。
6. 困難製造資產方面，永昕為生物藥 CDMO 平台，受惠商業化產品放量，GMP1 廠產能滿載、GMP2 廠稼動率提升，公司目標 2026 年現金流轉正、2027 年開始獲利。
7. 益安聚焦高階醫材，Cross-Seal 與 Urocross 已取得美國 FDA 上市許可，並透過益興生醫布局高階醫材 CDMO，採美國接单試產、台灣量產模式。
8. 博晟則以骨科再生醫材與感染重症產品為主要成長來源，RevoCart 愛膝康已切入多家醫院與骨科醫師通路，Menocik 美諾幸也支撐感染重症產品線，2026 年公司目標維持營收雙位數成長，獲利時程預估落在 2027–2028 年。

國際同類公司多以 NAV 評價，核心資產進度決定折價收斂

1. 晟德為生技投控平台，單年度 EPS 易受轉投資評價、處分利益與權益法收益影響，PE 評價參考性有限，應以 NAV 折價法衡量資產價值。
2. 參考上市型生技投資平台，BB Biotech、IBT、BIOG 近期 NAV 折價約 8%–9%；RTW Bio 因私有與臨床階段資產比重較高，NAV 折價約 16.6%。晟德投資組合仍包含未上市與臨床階段資產，因此折價採接近 RTW Bio 的 16% 折價。
3. 晟德 1Q26 調整後每股 NAV 約 51.2 元，考量投資組合包含未上市與臨床階段資產，資產流動性、估值透明度與退出時程低於成熟上市型投資平台，因此採 NAV 折價約 16% 估算，目標價約 43 元。

| 公司名稱 | 持股比例 | Q1帳面價值 | Q1持股市值 |
|----------|------|--------|--------|
| 順藥(6535) | 35% | 5.13億 | 84.99億 |
| 永昕(4726) | 20% | 3.16億 | 13.23億 |
| 益安(6499) | 25% | 3.29億 | 21.06億 |
| 博晟(6733) | 33% | 3.99億 | 14.79億 |

資料來源：晟德法說

::表 季EPS回顧(單位：億元)::

| 項目 | 2026Q1 | QoQ | YoY | 華南預估 | 差異(%) | 市場同業 | 差異(%) | 原因簡述 |
|-------|--------|-------|-------|------|-------|------|-------|------|
| 營業收入 | 4.7 | 16.5 | 23.0 | | | | -- | |
| 營業毛利 | 2.2 | 29.2 | 33.1 | | | | -- | |
| 營業利益 | -0.2 | -- | -- | | | | -- | |
| 稅前純益 | 28.1 | -67.1 | 302.6 | | | | -- | |
| 稅後純益 | 19.7 | -71.0 | 258.1 | | | | -- | |
| 稅後EPS | 2.62 | -70.3 | 263.9 | | | | -- | |
| 毛利率 | 46.6 | | | | | | -- | |
| 營益率 | -4.1 | | | | | | -- | |
| 稅後淨利率 | 421.8 | | | | | | -- | |

資料來源：公開資訊觀測站、CMoney、華南投顧整理

::表 獲利預估修正(單位：億元)::

| 項目 | 年度 | 2026(F) | | | 修正理由簡述 |
|-------|-------|---------|-------|-------|--------|
| | 2025 | 原估 | 新估 | 差異(%) | |
| 營業收入 | 實際 | | | | |
| 營業收入 | 15.2 | -- | 19.8 | -- | |
| 營業毛利 | 6.2 | -- | 9.7 | -- | |
| 營業利益 | -3.6 | -- | 0.0 | -- | |
| 稅後純益 | 93.2 | -- | 79.5 | -- | |
| 稅後EPS | 12.33 | -- | 10.48 | -- | |
| 毛利率 | 41.0 | -- | 49.0 | -- | |
| 營益率 | -23.9 | -- | 0.1 | -- | |
| 稅後淨利率 | 614.9 | -- | 400.7 | -- | |

資料來源：CMoney、華南投顧整理

::表 股利概況::

| 年度 | 現金股利(元) | 股票股利(元) | 現金股利殖利率(%) | 平均填息天數 | 平均填權天數 |
|------|---------|---------|------------|--------|--------|
| 2018 | 1.50 | 1.50 | 1.94 | 195 | 195 |
| 2019 | 1.43 | 0.48 | 1.84 | 16 | 16 |
| 2020 | 1.50 | 1.00 | 2.09 | -- | -- |
| 2021 | 2.43 | 1.46 | 4.01 | 206 | 206 |
| 2022 | 0.99 | 0.99 | 1.93 | 186 | 186 |
| 2023 | 1.43 | 0.00 | 2.84 | 56 | -- |
| 2024 | 0.76 | 0.51 | 1.98 | 58 | 58 |
| 2025 | 1.75 | 0.50 | 4.64 | -- | -- |

資料來源：CMoney、華南投顧整理

::各季EPS預估::

單位：億元、元

| 年季 | 營收 | 毛利率(%) | 營益率(%) | 業外收支率(%) | 股本 | 稅前純益 | 稅前EPS | 稅後EPS |
|-----------|-----|--------|--------|----------|------|------|-------|-------|
| 202501 | 3.8 | 43.1 | 12.1 | 172.3 | 72.5 | 7.0 | 0.92 | 0.72 |
| 202502 | 3.8 | 38.7 | 1.0 | -242.6 | 76.1 | -9.2 | -1.20 | -1.01 |
| 202503 | 3.6 | 40.0 | 3.7 | 902.6 | 76.1 | 32.5 | 4.28 | 3.80 |
| 202504 | 4.0 | 42.0 | -106.2 | 2,241.6 | 76.1 | 85.3 | 11.21 | 8.81 |
| 202601 | 4.7 | 46.6 | -4.1 | 607.2 | 76.1 | 28.1 | 3.65 | 2.62 |
| 202602(F) | 4.9 | 48.4 | -1.6 | 554.7 | 76.1 | 26.8 | 3.52 | 2.88 |
| 202603(F) | 5.0 | 49.9 | 4.9 | 480.0 | 76.1 | 24.4 | 3.21 | 2.63 |
| 202604(F) | 5.3 | 50.9 | 0.9 | 411.4 | 76.1 | 21.8 | 2.87 | 2.35 |

::單月營收概況及預估::

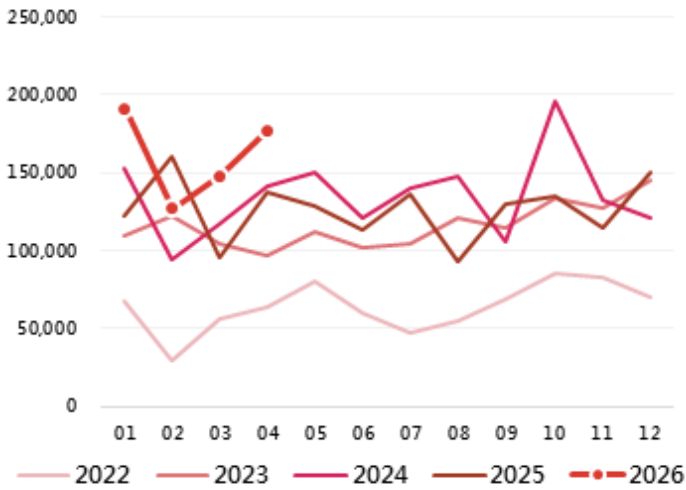
單位：億元

| 年\月 | 一 | 二 | 三 | 四 | 五 | 六 | 七 | 八 | 九 | 十 | 十一 | 十二 |
|------|------|-------|------|------|-------|------|------|------|-----|------|------|------|
| 2025 | 1.2 | 1.6 | 1.0 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.4 | 0.9 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 1.5 |
| 2026 | 1.9 | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.4 |
| MOM | 27.6 | -33.7 | 16.6 | 19.9 | -27.4 | 1.0 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 2.0 |
| YOY | 56.4 | -21.1 | 55.6 | 28.3 | 0.5 | 15.1 | -3.8 | 40.5 | 1.4 | -1.5 | 16.0 | -9.3 |
| 2025 | 3.8 | | 3.8 | | 3.6 | | 4.0 | | | | | |
| 2026 | 4.7 | | 4.4 | | 3.9 | | 4.0 | | | | | |
| QOQ | 16.6 | | -6.4 | | -9.7 | | 2.0 | | | | | |
| YOY | 23.3 | | 15.0 | | 9.6 | | 0.6 | | | | | |

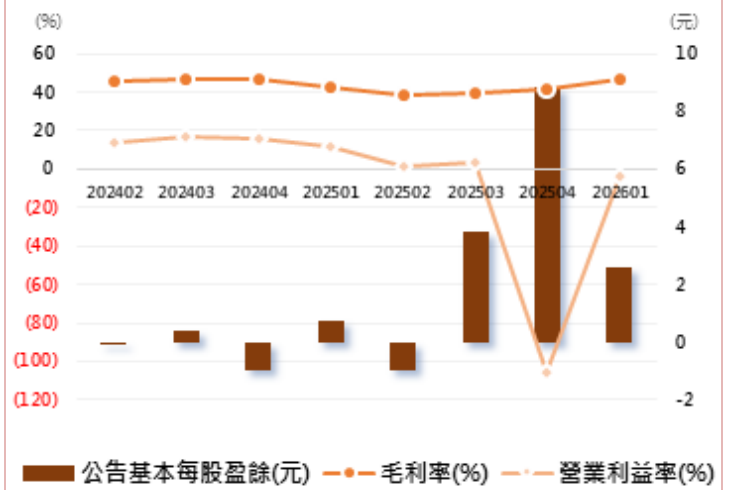
::財務資料::

| 年季度 | 負債 比率(%) | 流動 比率(%) | 速動 比率(%) | 應收帳款 週轉天數 | 存貨 週轉天數 | 營業 費用率 (%) | 每股營業 現金流量 | 資產 報酬率 (%) | 股東權 益報酬率 (%) |
|--------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------|------------------|--------------|------------------|--------------------|
| 202402 | 30.6 | 221.4 | 210.0 | 144.1 | 109.9 | 32.6 | 0.0 | -0.2 | -0.3 |
| 202403 | 25.9 | 96.4 | 88.9 | 148.6 | 122.2 | 29.8 | 0.2 | 1.0 | 1.4 |
| 202404 | 29.3 | 81.9 | 75.2 | 41.9 | 115.3 | 31.3 | 0.2 | -3.0 | -4.1 |
| 202501 | 27.1 | 85.3 | 77.4 | 51.1 | 127.1 | 31.0 | 0.0 | 2.2 | 3.0 |
| 202502 | 29.0 | 47.0 | 41.3 | 55.7 | 119.3 | 37.8 | -0.2 | -3.0 | -4.1 |
| 202503 | 23.9 | 50.9 | 42.2 | 56.7 | 134.3 | 36.3 | 0.1 | 11.0 | 14.9 |
| 202504 | 23.5 | 45.3 | 35.2 | 48.9 | 132.0 | 35.8 | 0.1 | 22.5 | 29.4 |
| 202601 | 24.9 | 93.3 | 86.9 | 48.8 | 123.2 | 32.4 | 0.2 | 5.4 | 7.2 |

近五年營收走勢(單位：千元)



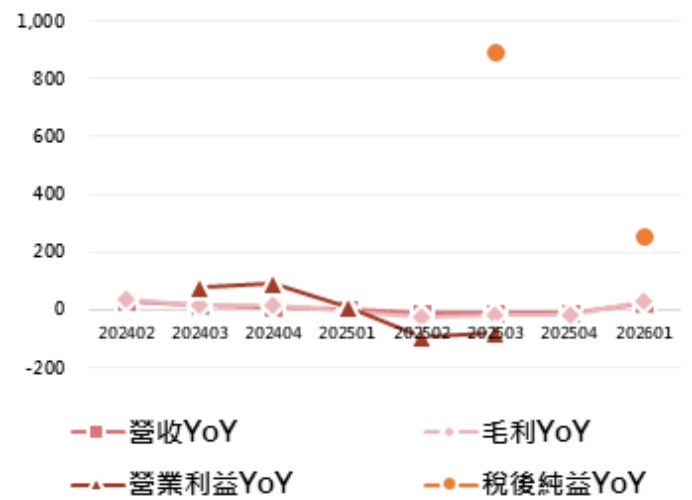
毛利率、營益率、EPS走勢(%、元)



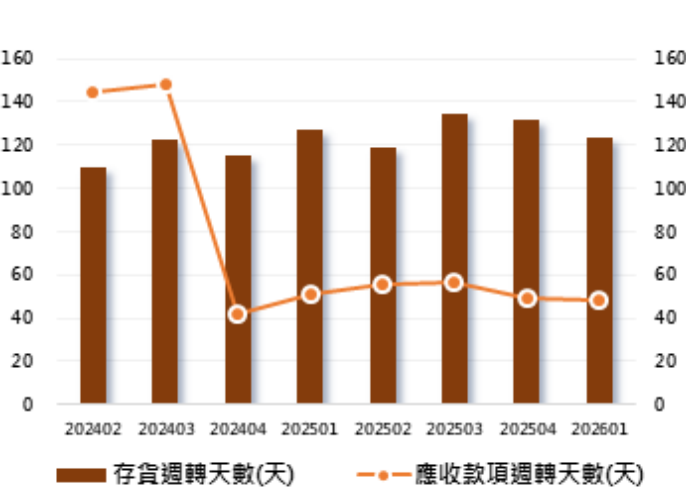
外資買賣超(張)、外資持股(張)



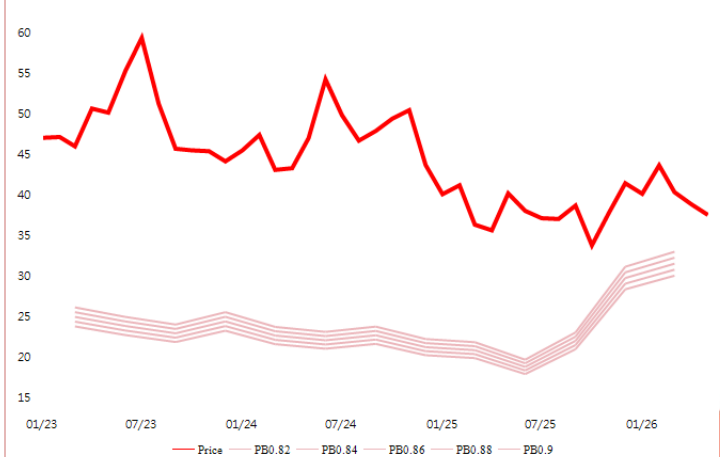
營運狀況年增率



存貨及A/R週轉天數



歷史PB區間



個股投資建議與目標價三年歷史趨勢：



:: 個股投資建議與目標價::

| 編號 | 發佈日期 | 收盤價(元) | 目標價(元) | 投資評等 | 研究員 |
|----|----------|--------|--------|------|-----|
| 1 | 20260527 | 37.70 | 43.00 | 買進 | 黃立齊 |

::評等定義::

| 投資評等 | 定義 |
|------|-------------------|
| 強力買進 | 未來一季報酬預期有25%以上空間 |
| 買進 | 未來一季報酬預期有10~25%空間 |
| 區間持有 | 未來一季報酬預期有0~10%空間 |
| 中立 | 未來一季報酬預期空間<0% |

::免責宣言::

本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。