

晟德

(4123 TT, NT\$42.5, 未評等)

重點摘要

1. 本業水藥與豐華益生菌事業持續成長。
2. 順藥：LT3001 Phase 2b 年底解盲並啟動國際授權，永昕國際查廠完成，年度現金流轉正；建誼：擴大 ADC 業務，年度轉虧為盈，登錄興櫃；東曜：營收 YoY 雙位數成長，年度轉虧為盈；益安：23 年權利金收入遞延，CDMO 與國際大廠合作；博晟(請參考博晟 Takeaway)，抗生素與骨相關再生醫療產品持續放量；寶濟：多項產品啟動國際授權。
3. 持續發放股利。

結論

深度經營核心事業、低風險、穩健報酬的大型投控、生技策略投資、新興產業投資為晟德 4 個主要成長支柱，伴隨中國投資環境與資本市場觸底回升，成長動能可期。

評論

■ 公司架構：

- 分為 3 大部分：投資事業、益生菌事業(豐華，上半年會以增資換股方式變成 100% 合併，目前持股 47.33%)、醫藥事業(原來水劑事業，全台市佔率 8-9 成以上)
- 財報認列上，益生菌事業、醫藥事業屬業內受入，投資事業屬業外收入
- 投資事業可細分為核心事業投資，大型醫藥事業投資、新興事業投資與高技術、高成長、高風險的策略投資
- 核心事業投資(低風險、穩健報酬的大型投資):
 - (1) 新藥開發：順藥(33.57%)、寶濟(14.22%)
 - (2) 生物藥與 CDMO：永昕(20.4%)、建誼(19.29%)、東曜(28.59%)
 - (3) 創新醫材暨 CDMO：益安(29.78%)、博晟(30.53%)持股>20%採權益法認列營收獲利(22%)，也就是股價高低不影響晟德營收，持股<20%採取金融資產評價法(53%)
- 大型醫藥事業投資：具有安全性、現金流強大的大型基金(德福/維梧)及部分個案跟投
- 高技術、高成長、高風險的策略投資(跟本業有 Synergy 效益為主)：長佳、長聖、加科思、引正基因
- 新興事業投資與高技術：氫能生態圈

凱基投顧

陳宣甫
886.2.2181.8724
hsuan.chen@kgi.com

孫瑞隆
886.2.2181.8745
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

■ 2023 年現金流情形概覽：

- 流入：投資事業：25.4 億元(處分非核心事業 19 億元，股利收入 2.7 億元)，醫藥事業：3.2 億元，益生菌事業：0.5 億元，發行 CB：32.7 億元，總計 65.3 億元
- 流出：投資事業：18.8 億元(核心事業及大型醫藥基金 9.3 億元新興事業投資 1.7 億元)，股利發放：6 億元，所得稅 & 利息：10.3 億元，銀行還款：7.6 億元，總計 42.7 億元
- 2023 年期初現金餘額 13.2 億元加上 2023 年淨流入 22.6 億元，總計 2023 年期末現金餘額 35.8 億元

■ 2023 年損益概覽

- 醫藥事業(晟德)：營業收入 9.5 億元，毛利率 53%，營業成本 4.4 億元，營業費用 2 億元，淨利率 32%，EBITDA 3.2 億元；益生菌事業(豐華)：營業收入 4.4 億元，毛利率 25%(2023 擴廠，今年新廠啓用有往上空間)，營業成本 3.3 億元，營業費用 1.4 億元，淨利率-6%，EBITDA 0.5 億元
- 2023 年合併營收 13.9 億元，YoY+80%，受惠於水劑疫情後缺藥，供不應求，今年會調配產能
- 投資損益：業外投資利益包括有公告的處分育世博、全福等，約 4.3 億元，股利收入約 2.7 億元；不影響現金流項目：金融資產評價損益-10.2 億元(主因為中國大陸投資如加斯科虧損)(持股 20%以下，按市值入帳)，權益法認列-7.2 億元(持股 20%以上，按淨值入帳)
- 主要負債：銀行借款 14.2 億元(佔比 5%)，可轉換公司債 43.5 億元(佔比 16%)
- 每股淨值\$29.3 元

■ 2023 年股利分配

- 2024 年 3 月董事會決議配發每股 1.5 元現金股利，現金殖利率約 3.5%
- 連續 24 年配發股票股利，資本額由新台幣 0.4 億元擴大至 69 億元
- 連續 7 年配發現金股利，累計發放新台幣 61 億元

■ 核心事業營運

- 水劑：2008-23 年 CAGR 6.78%、YoY 25%
(1) 2024 年成長動能：適當化的產銷協調、確保營收成長與營運成本增加之平衡、優化產線配置(衝刺毛利較高的 CNS 領域，不局限於毛利較低的健保給付藥品如小兒咳嗽藥水)及製造智能化、提高人均產值與新產品開發策略
- 豐華生技：
(1) 豐富化產品組合(益生菌+益萃質，也就是一生俊代謝過程的副產物，又稱後生元)、增加國際認證品項(小綠人、GRAS)以吸引國際級 KA 客戶(產品規模化)、業績設定成長 30%達損

益兩平、100%併入晟德(貢獻獲利)

(2) 新竹廠去年完工，擴增 ODM 廠，以條包、膠囊為主，嘉義廠為主藥菌粉量產廠，產能可達 40-60 噸/年，台南廠為研發中心+ODM+菌粉中心，提供客製化、少量多樣的配方與製程開發

(3) 目前晟德佔 47.33%，但因為有在台 IPO 的計畫，其他大股東如德福資本(41.67%)有中資成分，因此會計畫以增發換股形式，讓晟德 100%持有，增發不會超過>10%，由於益生菌事業為高科技，不能在香港 IPO

➤ 順天醫藥：CNS 相關新藥開發公司

(1) LT3001 最小市場有 100 億美金元，請參考凱基之前有關順藥(6535 TT)的報告

(2) 順藥及晟德 2022 年合資成立顯晟生醫，引進幹細胞外泌體之疾病治療技術藥 LT6001，有效提升外泌體產量及品質，已達到商品化目標

(3) 順藥及晟德於 2024 年初共同投資香港引正基因(GenEditBio)，首次跨入基因治療領域。引正基因專精於大基因片段編輯，未來有機會與順藥共同開發 CNS 靶向之 In vivo 基因編輯新藥，生產成本較低，為異體治療，目前 post money valuation 為 1 億美元

➤ 奧孟亞：搶攻減重市場

(1) 晟德持股 30.55%，Pre-money 估值 3 千萬美元，這次募資美金 1,500 萬美元，4 月底 closed，今年 9 月興櫃，年底申請科技事業，明年 9 月上櫃

(2) 主要做口服肽類藥物，核心技術有腸溶衣(胃酸耐受性佳，並可於腸道環境順利溶解)、PE 庫(吸收促進劑)、MIRA/JE® 庫腸蛋白酶抑制(針對各肽弱點，調配出對抗蛋白酶(50 種)的最適配方)、P-Glycoprotein 抑制劑(可與腸道中的 P-Glycoprotein 結合，避免 peptide 藥物失活)

(3) ANY-002：Wegovy 學名藥，市場瞄準美歐以外市場，已收到 2 家國際學名藥廠(市值約 100 億元)授權合約，已與對方法務進行細節討論，有機會於上半年將主要市場美國、歐盟、印度完成授權

(4) ANY-004：tirzepatide 的 505 (b) (2)

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。