

精華 (1565 TT) St. Shine

營收趨緩、產能利用率回升有限，使毛利率承壓

持有-超越同業

目標價 (12 個月)：NT\$195.0

收盤價 (2024/06/03)：NT\$188.0

隱含漲幅：3.7%

營收組成 (1Q24)

日本 58%、台灣 14%、中國 11%、歐洲 11%、美國 3%、其他 3%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	195.0	195.0
2024年營收 (NT\$/十億)	4.5	4.6
2024年EPS	12.7	13.2

交易資料表

市值	NT\$9,480百萬元
外資持股比率	11.4%
董監持股比率	8.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$119.33
負債比	23.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	5,004	4,394	4,490	4,670
營業利益	1,073	606	709	890
稅後純益	1,019	546	642	734
EPS (元)	20.21	10.83	12.74	14.57
EPS YoY (%)	7.5	-46.4	17.6	14.3
本益比 (倍)	9.3	17.4	14.8	12.9
股價淨值比 (倍)	1.5	1.5	1.6	1.5
ROE (%)	16.7	8.8	10.7	11.7
現金殖利率 (%)	7.2%	3.7%	5.1%	5.8%
現金股利 (元)	13.50	7.00	9.55	10.92

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuant.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuant.com

元大觀點

業外匯兌利益較多，使 1Q24 EPS 季增 77%/年增 17%；日本新產品遞延上市、中國需求趨緩，下修 2Q24 營收 3.8%至季減 2.1%。

2H24 日本、歐洲可望出貨矽水膠新產品，帶動 2024 年日本/歐洲地區營收 YoY+3%/+6%；受同業競爭影響，中國及美國營收動能趨緩。

下修 2024/2025 年 EPS 3.6%/15.9%，維持 15 倍目標本益比，以 2H24-1H25F EPS 13.07 元為基準，給予目標價 195 元及持有評等。

業外匯兌利益較多，使 1Q24 EPS 季增 77%/年增 17%

精華 1Q24 營收 11.0 億元，QoQ-3.1%/YoY-2.8%，其中中國地區受惠雙十一購物節延續動能，使中國市場營收 YoY+40%；毛利率 24.0%，優於預期 1ppt，主因 1Q24 之產品組合與 4Q23 相比變化不大，然而因 2 月農曆過年工作天數減少，毛利率 QoQ-0.7ppt/YoY-2.0ppt；業外匯兌利益 6,593 萬元，使 1Q24 獲利 1.9 億元，EPS 3.77 元，QoQ+77.3%/YoY+16.6%。

展望 2Q24，下修營收 3.8%至 10.8 億元，QoQ-2.1%/YoY+0.2%，主因 1) 原預計日本 2Q24 上市的新產品(矽水膠透明片日拋)受日幣持續貶值影響而遞延至 2H24 上市；2) 中國 618 購物節未見到拉貨訂單需求。

2H24 日本、歐洲可望出貨新產品；中國、美國營收動能趨緩

日本矽水膠新產品於 2H24 上市後，預估將帶動日本市場 2024 年營收 YoY+3.8%；歐洲 2Q24 可望取得高毛利矽水膠日拋產品證，並規劃 3Q-4Q24 出貨，預估帶動歐洲市場 2024 年營收 YoY+5.6%；中國市場 2Q24 旺季不旺，預估 2024 年 YoY+3.4%，成長幅度將遠低於 2023 年的 60%；美國客戶因新增兩大供應商，下單量將呈現較大幅度的下降，預估美國 2024 年營收 YoY-43.1%。整體而言，預估 2024/2025 年營收 44.9 億元/46.7 億元，YoY+2.2%/+4.0%，營運擺脫 2023 年谷底，但動能仍不強。

營收趨緩、產能利用率回升有限，使毛利率承壓

因精華營收趨緩，整體產能利用率回升有限，使毛利率仍承壓，下修 2024/2025 年毛利率 1.8ppt/2.2ppt 至 24.3%/27.2%，同步下修 2024/2025 年 EPS 3.6%/15.9%至 12.74 元/14.57 元。維持 15 倍目標本益比，以 2H24-1H25F EPS 13.07 元為基準，給予目標價 195 元及持有評等。

營運分析

業外匯兌利益較多，使 1Q24 EPS 季增 77%/年增 17%，優於預期 47%

精華 1Q24 營收 11.0 億元，QoQ-3.1%/YoY-2.8%，符合元大及市場預期，其中中國地區受惠雙十一購物節延續動能，使中國市場營收 YoY+40%；毛利率 24.0%，優於預期 1ppt，主因 1Q24 之產品組合與 4Q23 相比變化不大，然而因 2 月的農曆過年使工作天數減少，毛利率 QoQ-0.7ppt/YoY-2.0ppt；營業利益 1.65 億元，QoQ-11.2%/YoY-16.6%，優於元大預期 5.1%/低於市場預期 5.1%；業外匯兌利益 6,593 萬元，使得 1Q24 歸屬母公司稅後淨利達 1.9 億元，EPS 3.77 元，QoQ+77.3%/YoY+16.6%，優於元大/市場預期 47.3%/32.8%。1Q24 地區別營收佔比(營收年增率)如下：台灣 14% (YoY+10%)、日本 58% (YoY-10%)、中國 11% (YoY+40%)、其他亞洲 3% (YoY-2%)、歐洲 11% (YoY-9%)、美國 3% (YoY-1%)。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,131	1,134	1,100	-3.1%	-2.8%	1,101	1,100	-0.1%	0.0%
營業毛利	294	280	264	-5.8%	-10.1%	253	267	4.4%	-1.1%
營業利益	198	186	165	-11.2%	-16.6%	157	174	5.1%	-5.1%
稅前利益	201	131	237	80.6%	18.4%	162	179	46.6%	32.7%
稅後淨利	163	107	190	77.3%	16.6%	129	143	47.3%	32.8%
調整後 EPS (元)	3.23	2.12	3.77	77.3%	16.6%	2.56	2.84	47.3%	32.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	26.0%	24.7%	24.0%	-0.7	-2.0	23.0%	24.3%	1.0	-0.3
營業利益率	17.5%	16.4%	15.0%	-1.4	-2.5	14.3%	15.8%	0.8	-0.8
稅後純益率	14.4%	9.4%	17.3%	7.8	2.9	11.7%	13.0%	5.6	4.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

日本新產品遞延上市、中國 618 需求趨緩，故下修 2Q24 營收 3.8%至季減 2.1%

展望 2Q24，下修營收 3.8%至 10.8 億元，QoQ-2.1%/YoY+0.2%，下修主因 1) 原預計日本 2Q24 上市的新產品(矽水膠透明片日拋)受日幣持續貶值影響而遞延至 2H24 上市；2) 中國 618 購物節未見到拉貨訂單需求，預估 2Q24 中國營收季持平；2Q24 受惠產能利用率的調整，毛利率上修 0.6ppt 至 23.7%；下修營業利益 1.2%至 1.6 億元；稅後淨利 1.33 億元，EPS 2.64 元，下修 0.3%，QoQ-29.8%/YoY-3.4%。

圖 2：2024 年第 2 季獲利預估調整

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,074	1,100	1,076	-2.1%	0.2%	1,119	1,180	-3.8%	-8.8%
營業毛利	223	264	255	-3.6%	14.1%	258	304	-1.4%	-16.4%
營業利益	137	165	160	-2.8%	17.2%	162	202	-1.2%	-20.6%
稅前利益	189	237	167	-29.9%	-11.7%	167	208	-0.3%	-19.9%
稅後淨利	138	190	133	-29.8%	-3.4%	134	166	-0.3%	-19.7%
調整後 EPS (元)	2.74	3.77	2.64	-29.8%	-3.4%	2.65	3.29	-0.3%	-19.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	20.8%	24.0%	23.7%	-0.4	2.9	23.1%	25.8%	0.6	-2.1
營業利益率	12.7%	15.0%	14.9%	-0.1	2.2	14.5%	17.1%	0.4	-2.2
稅後純益率	12.8%	17.3%	12.4%	-4.9	-0.5	12.0%	14.1%	0.4	-1.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1H24 日圓持續走貶，2024 年中國市場成長幅度大幅減緩

日本(佔營收 58%) - 2023 年至 1H24 日圓兌美元持續走貶，日本市場品牌客戶成本增加，不利行銷投放，影響其行銷投入及新品上市時程，導致 2023 年原先要推出的矽水膠自有品牌(代工客戶的品牌)新產品一再遞延，然考量同業之矽水膠產品陸續推出，無論後續日幣走勢為何，客戶皆將於 2H24 上市新產品。新品上市後的鋪貨期可貢獻 1-2 季度之營收，預期將帶動 2024 年日本市場營收 YoY+3.8%。

台灣(佔營收 14%) - 台灣市場自 2023 年 12 月上市矽水膠新產品，各通路開始鋪貨，且搭配新品上市時促銷活動，使 1Q24 台灣地區營收 QoQ+29.1%/YoY+10%，預計 2Q24 仍可延續新產品動能。台灣網路社交平台崛起，精華在台灣銷售有所成長，然因台灣隱形眼鏡市場趨於飽和、競爭品牌眾多，且 2024 年台灣將不再推出矽水膠新產品，管理層對於 2H24 台灣市場仍保守看待，預估 2024 年台灣市場營收 YoY+8.6%。

中國(佔營收 11%) - Statista 預估 2024-2028 年中國隱形眼鏡市場規模 CAGR 可達 7.01%，顯示中國市場成長強勁，主因中國隱形眼鏡滲透率僅 8%，遠低於日本/韓國/香港的 32%/30%/35%。精華 2023 年開始與中國大客戶協議降價，協議結果為降價 10%以上，訂單增加使 2023 年營收 YoY+60%，然因中國隱形眼鏡代工市場競爭激烈，預估 2024 年中國市場營收 YoY+3.4%，成長遠低於 2023 年幅度。

歐洲(佔營收 11%) - 過去兩年歐洲市場因經濟低迷，人民所得重分配，替代效益使便宜的水膠透明片(價格比矽水膠隱形眼鏡低 20-30%)需求上升，然 2024 年歐洲市場在總體經濟回穩，可望逐漸由過去的購買水膠透明片轉為購買矽水膠透明片。目前精華已向歐洲少量出貨矽水膠月拋，2Q24 可望取得高毛利矽水膠日拋產品證，並預計 3Q-4Q24 開始出貨，主要成長貢獻將落在 2025 年，使精華歐洲營收穩健成長，預估 2024/2025 年歐洲市場營收 YoY+5.6%/+9.8%。

美國(佔營收 3%) - 2023 年客戶新增兩大供應商產品，分別為 1) 日本 Menicon 生產的水膠隱形眼鏡，強調創新包裝，透過使用更少耗材及塑膠，可減少 80%的廢棄物，為全球最薄的隱形眼鏡包裝，並已申請專利；2) 視陽生產的矽水膠透片。在同時販售其他廠商的商品，使精華與該客戶合作之貼牌產品(基礎款水膠透明片)訂單波動較大，且客戶在行銷策略上著重於新產品銷售，因此客戶對精華下單量將呈現較大幅度的下降。預估 2024 年美國市場營收 YoY-43.1%，然因美國市場僅佔精華營收比重 3-5%，故即便營收波動，對精華整體營收影響並不大。

預計 2Q24/2H24 可取得歐洲/美國矽水膠許可證

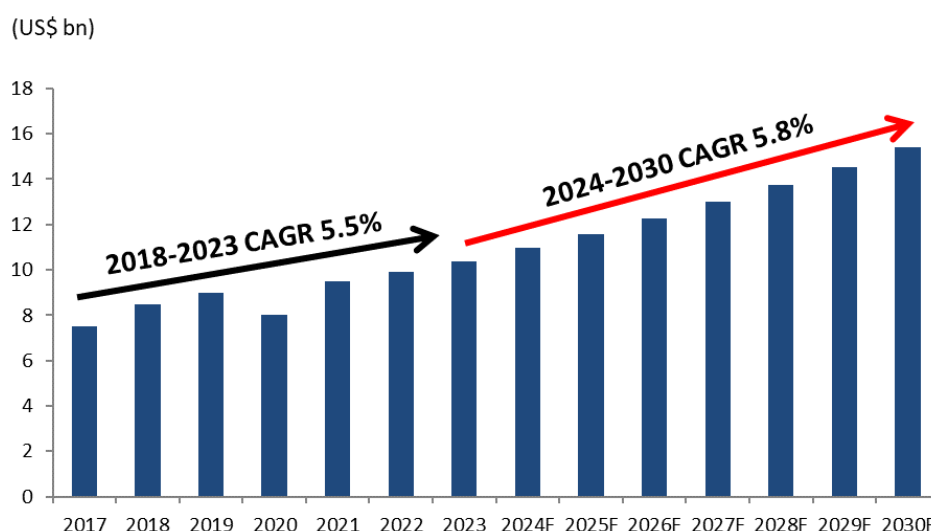
矽水膠鏡片在亞洲市場的成長可期，隨著產品售價降低，需求走升速度將有機會提高。精華研發的矽水膠透明片，1) 目前於台灣及日本已取得第一代及第二代矽水膠日拋銷售許可證；2) 歐洲目前僅取得第一代矽水膠月拋的銷售許可證，預計 2Q24 取得第二代矽水膠日拋銷售許可證；3) 美國仍在申請第二代矽水膠日拋證照，預計 2H24 將可取得許可證；4) 中國則因政策緣故(需臨床實驗至少兩年)，預計最快可於 2026 年取得第二代矽水膠日拋許可證。矽水膠彩拋目前僅台灣取得銷售許可證，日本目前仍在申請許可證，預計 2025 年可取得。後續公司將持續觀察客戶定價及消費者體驗，並持續為矽水膠產品做進一步的優化。

產業概況

全球隱形眼鏡市場以年複合成長率 5.8% 成長，主要由亞洲需求帶動

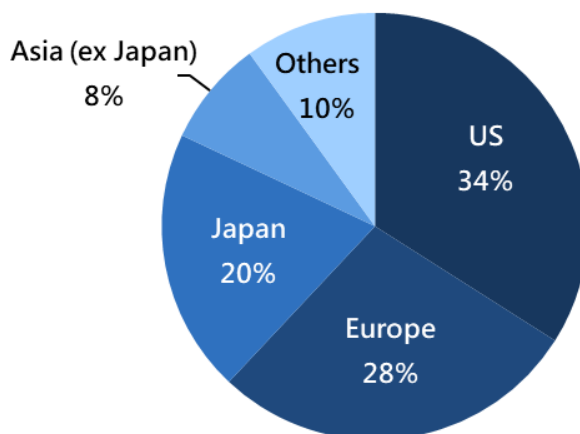
2020 年全球隱形眼鏡市場衰退 1 成，主因全球新冠病毒大流行，短期無疫苗、治療藥物可使用下，各國施行不同程度的封控，以降低疾病傳播，外出人群減少，配戴隱形眼鏡的需求降低，不過 2021 年開始隨各地疫苗普及率提升，鬆綁防疫政策，2021 年全球隱形眼鏡市場規模達 94.8 億美元，相比於 2019 年疫情前的 90 億美元成長，顯示後疫情全球隱形眼鏡需求復甦力道強勁。2023 年全球軟式隱形眼鏡市場規模約 100 億美元，年增 4.5%，預估 2024-2030 年 CAGR 為 5.8%。研究指出，全球近視人口從 2020 年的 26.2 億人(佔總人口 34%) 提升至 2050 年的 47.6 億人(佔總人口 50%)，全球屈光不正人口增加及保健意識提升為隱形眼鏡市場成長動能。2022 年美國、歐洲、日本、其他亞洲在全球隱形眼鏡市佔率分別為 39.5%、28%、20%、8%，但亞洲人口數及近視普及率高於歐美，由此可見亞洲市場隱形眼鏡的使用率仍低，未來主要成長動能來自亞洲需求所帶動。

圖 3：全球隱形眼鏡市場穩定成長



資料來源：Contact Lens Spectrum、Fortune Business Insights、元大投顧

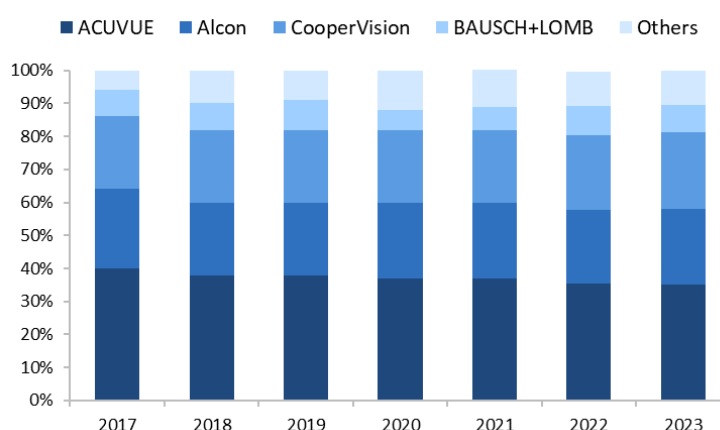
圖 4：全球隱形眼鏡市場分布



資料來源：Contact Lens Spectrum、元大投顧

全球隱形眼鏡市場主要由四大廠商 Johnson & Johnson (嬌生)、Alcon (愛爾康)、Cooper Vision (酷柏)、Bausch+Lomb (博士倫) 主導，前四大隱形眼鏡公司因經營規模大，且品牌知名度高，導致經營彈性降低，在某些區域通路上有著歷史的包袱，不過四大廠商市佔率已從 2017 年的 94% 下降到 2023 年的 89%，其他廠商逐漸搶佔市佔率，主因 1) 越來越多生產廠有能力提供高性價比產品，隱形眼鏡品牌競爭激烈；2) 國際大廠為維持自身利潤，壓縮經銷通路利潤，使經銷通路推出自有品牌，如 Vision Direct、1-800 等；3) 亞洲彩片盛行，當地品牌廠較有能力根據消費者喜好設計花樣；及 4) 線上通路興起，新銳品牌進入障礙降低。

圖 5：隱形眼鏡四大品牌廠市佔率逐年遭侵蝕

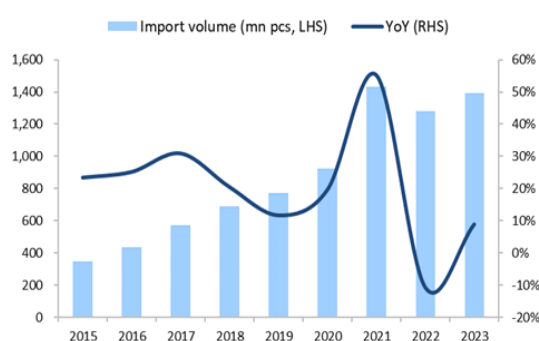


資料來源：CooperVision、元大投顧

中國隱形眼鏡市場成長快速，並高度依賴台灣進口

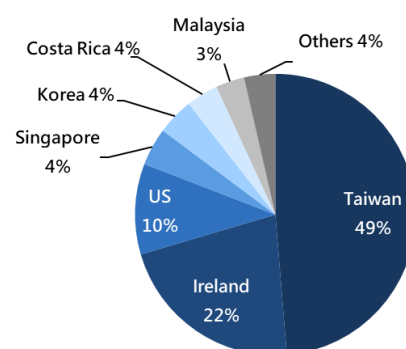
2015-2023 年中國隱形眼鏡進口量 CAGR 達 19%，反映中國隱形眼鏡需求快速成長，且大量仰賴進口。中國隱形眼鏡滲透率僅 8%，遠低於其他東亞地區(日本 32%、韓國 30%、香港 35%、台灣 34%)，顯示中國市場極大的成長空間。2023 年中國隱形眼鏡進口量為 13.9 億片，年增 9%，其中約 49% 來自台灣，顯示中國隱形眼鏡市場對於台灣廠商的依賴性高。

圖 6：中國隱形眼鏡進口量趨勢



資料來源：Wind、元大投顧

圖 7：中國隱形眼鏡進口地區分布



資料來源：中國海關總署、元大投顧

彩片 2024-2032 年 CAGR 為 9.5%，在亞洲市場為銷售主流

隱形眼鏡以外觀區分為彩片和一般透明片。目前為止，透明片仍是歐美市場的主流，但在亞洲市場情況則相反，彩片漸成市場銷售主流外，更訴求不斷推陳出新，從瞳孔放大、變色、特色花紋、男性專屬的彩片等，都可見各廠商極盡創新與行銷，讓彩片跳脫點綴的功能，躍居成為時尚彩妝的一部份。2023 年全球彩片(美瞳)市場規模為 56.8 億美元，預計 2032 年將達到 128.6 億美元，2024-2032 年 CAGR 達 9.5%。

矽水膠軟式隱形眼鏡為未來主流

隱形眼鏡分硬式與軟式兩大類，硬式隱形眼鏡主要材質為壓克力加上高透氧的材質，特色是不含水、硬度高、清晰度和透氧度較佳，但由於其材質較硬，配戴時不會順應著角膜去改變它原來的弧度或形狀，所以眨眼時鏡片滑動程度較大，且異物感也較重，較不如軟式來得舒服。目前軟式隱形眼鏡為市場主流，因材質軟，可與角膜緊密貼合，不易產生滑動現象，且較無異物感，配戴者能很快地適應，整體配戴舒適度遠勝過硬式隱形眼鏡。軟式隱形眼鏡依材質主要可分為水膠及矽水膠。水膠含水量高，配戴舒適度高，也正因如此，許多人不自覺地超時配戴，但水膠透氧度低，長期配戴會使眼睛缺氧，產生不適的症狀，例如紅眼、酸痛、乾眼等。此外，對於乾眼症的患者，水膠材質的隱形眼鏡會進一步導致乾眼症加劇。而矽水膠產品則彌補了水膠鏡片透氧不足的問題，透氧率為最大訴求。新一代矽水膠鏡片，其透氧率超過水膠產品五倍以上，因此在民眾健康意識抬頭之下，矽水膠鏡片的普及率正快速崛起，成為下一代隱形眼鏡的主流。在開發中或是隱形眼鏡滲透率不高的國家，例如中國、東南亞各國，因價格因素仍會以水膠的材質成長主力；隱形眼鏡滲透率高的地區，成長力道將會轉以矽水膠為主。2023 年隱形眼鏡市場中，矽水膠佔 50%、水膠佔 29%、硬式隱形眼鏡佔 11%，其中全球眼科醫生開立的軟式隱形眼鏡處方箋中，矽水膠佔 79% (2022 年佔 77%)。

圖 8：矽水膠隱形眼鏡透氧度高，可解決水膠乾澀、紅眼、無法久戴等問題

	水膠	矽水膠
透氧度 (Dk/t)	低，可達 Dk/t 25 以上	高，可達 Dk/t 100 以上
含水量	60%以上	40%-60%
材質	傳統水膠	水膠中加入矽分子
價格	較低	較高
健康影響	乾澀、紅眼、疲勞等	較少
特性	長時間配戴易造成角膜缺氧	舒適感較佳，適合長時間配戴，乾眼症患者也可配戴

資料來源：CooperVision、元大投顧

台廠掌握亞洲隱形眼鏡成長機會，進攻不同產品、市場

國內各家公司專注產品、市場不盡相同，隨著各市場對隱形眼鏡需求轉變，每家公司在不同時間掌握成長機會。2023 年全球隱形眼鏡市場規模約 100 億美元，精華/晶碩/視陽分別佔全球軟式隱形眼鏡市場約 1.38%/2.14%/0.75%。

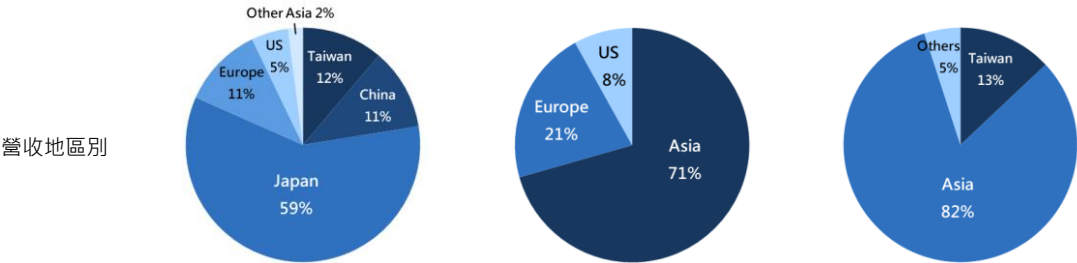
精華為台灣最早跨足國際市場之隱形眼鏡製造及銷售服務廠商，專攻水膠隱形眼鏡，2010-2016 年間，日本彩片需求快速成長，帶動期間台灣對日本隱形眼鏡出口金額每年年增率皆達 20%以上，但隨著更多品牌投入日本彩片市場，2018 年後日本隱形眼鏡市場降到中個位數成長。

晶碩較晚進入市場，專攻水膠隱形眼鏡，憑藉少量多樣自動化彩片生產、良好的訂單交期，持續於日本、中國提升 ODM 市佔率，2Q20 中國疫情得控後，戴口罩的防疫需求加強了眼妝的重要性，加上中國隱形眼鏡滲透率低、新銳品牌積極投入行銷，中國線上彩片於 2020-2021 年快速成長，晶碩期間爭取許多中國新銳品牌釋出的 ODM 訂單，產能亦隨訂單成長逐季增加，2Q22 雖受上海封控影響物流，但預期未來疫情得控後仍受惠於中國線上彩片快速成長趨勢。

視陽則專注於矽水膠隱形眼鏡研發及生產，於 2011 年首次出貨矽水膠隱形眼鏡至歐洲及台灣，於 2016/2018 年取得美國/日本矽水膠日拋產品許可證，並在 2019 年併購日本 From-eyes 子公司後，日本 ODM 業務快速成長，如今受惠歐洲、美國、日本 ODM 客戶持續推出矽水膠隱形眼鏡品牌以搶食國際四大廠市佔率，也受惠於中國線上隱形眼鏡快速成長下，帶動對矽水膠隱形眼鏡需求增加。

圖 9：台灣主要隱形眼鏡公司比較 (2023 年)

	精華 St. Shine	視陽 Visco	晶碩 Pegavision
成立年份	1986 年	1998 年	2009 年
營收 (NT\$)	4,394 mn	2,398 mn	6,790 mn
營收年增率	-12.2%	-13.7%	7.4%
毛利率	22.2%	35.8%	54.0%
營業利益率	13.8%	13.9%	29.2%
營業費用率	8.4%	21.9%	24.9%
研發費用率	1.6%	6.4%	8.7%
權益報酬率	8.9%	7.2%	20.2%
每股盈餘 (NT\$)	10.83	4.79	22.83
股利配發率	64.6%	50.1%	47.1%
年產能(百萬片)	800	396	1,512
自有品牌	帝康	Refrear	晶碩、美麗海洋



資料來源：公司資料、元大投顧

獲利調整與股票評價

下修 2024/2025 年 EPS 3.6%/15.9%，維持持有評等

由於 1) 日本新產品上市時間遞延，使營收將延後至 2H24 及 2025 年認列；2) 台灣 2024 年將不再上市新產品；3) 中國 618 購物節拉貨動能不如預期等因素，故下修 2024/2025 年營收 2.5%/7.3% 至 44.9 億元/46.7 億元，YoY+2.2%/+4.0%；下修 2024/2025 年毛利率 1.8ppt/2.2ppt 至 24.3%/27.2%，主因精華訂單展望平淡，即便針對生產端調整(產能利用率自 4Q23 透過 1) 預先生產規劃；2) 將 8 條生產線停工，兩項調整使產能利用率回升至近 60%，毛利率因此可望穩定維持在 20% 以上)，整體產能利用率回升有限，閒置產能產生負面影響，使毛利率仍承壓；下修 2024/2025 年 EPS 3.6%/15.9% 至 12.74 元/14.57 元，年增 17.6%/14.3%。2024/2025 年 EPS 皆預估雙位數成長，主因 2023 年為近十年來營運谷底，使基期較低。

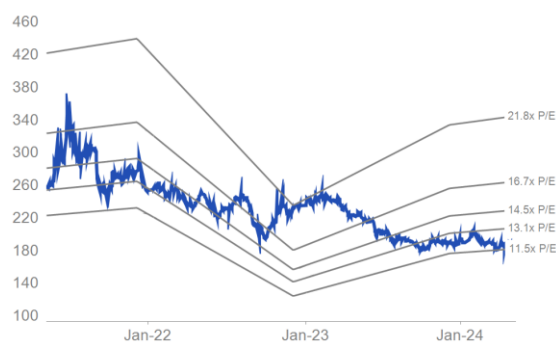
對精華看法維持中立，主因考量營收與獲利成長性低於同業，故維持 15 倍本益比(相當於精華過去三年本益比區間 11~22 倍中下緣，及 2024/2025 年國內同業本益比區間 15.1~27.9 倍/13.4~19.8 倍下緣)，但精華具高殖利率特性(2024/2025F 預估殖利率 5.1%/5.8%)，以 2H24~1H25F EPS 13.07 元為基準，維持目標價 195 元及持有評等。

圖 10：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	4,490	4,603	4,670	5,040	-2.5%	-7.3%
營業毛利	1,092	1,203	1,270	1,480	-9.2%	-14.2%
營業利益	709	814	890	1,073	-12.9%	-17.1%
稅前利益	803	833	918	1,092	-3.6%	-15.9%
稅後淨利	642	666	734	874	-3.6%	-15.9%
調整後 EPS (元)	12.74	13.21	14.57	17.33	-3.6%	-15.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	24.3%	26.1%	27.2%	29.4%	-1.8	-2.2
營業利益率	15.8%	17.7%	19.1%	21.3%	-1.9	-2.2
稅後純益率	14.3%	14.5%	15.7%	17.3%	-0.2	-1.6

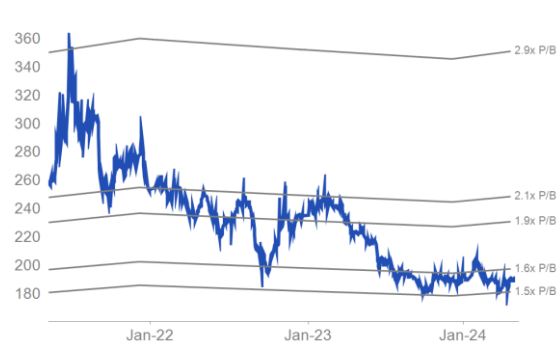
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 13：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
精華	1565 TT	持有-超越同業	188.0	296	10.83	12.74	14.57	17.4	14.8	12.9	(46.4)	17.6	14.3
國際同業													
Seed	7743 JP	未評等	569.0	132	(12.6)	22.0	--	--	25.9	--	--	--	--
Menicon	7780 JP	未評等	1342.0	1,102	59.7	102.6	111.0	21.8	12.7	11.7	(38.7)	72.0	8.2
Interojo	119610 KS	未評等	24900.0	289	1103.0	2600.0	3008.5	22.6	9.6	8.3	(25.1)	135.7	15.7
Cooper	COO US	未評等	94.3	18,475	3.2	3.6	4.0	28.2	25.4	22.9	3.2	10.9	11.2
Alcon	ALC US	未評等	80.3	37,975	2.5	2.8	3.0	32.7	29.4	26.7	15.9	11.4	10.1
國際同業平均								26.3	20.6	17.4	(11.2)	57.5	11.3
國內同業													
視陽	6782 TT	買進	260.5	476	4.5	9.2	12.9	56.2	27.9	19.8	(44.0)	101.5	40.4
晶碩	6491 TT	買進	476.5	952	22.8	25.5	29.1	20.7	18.5	16.3	5.4	11.7	14.0
望隼	4771 TT	未評等	292.5	500	10.8	15.6	--	26.7	18.4	--	79.0	44.7	--
亨泰光	6747 TT	未評等	175.5	141	8.2	11.6	13.2	21.4	15.1	13.4	(22.0)	41.3	13.0
國內同業平均								31.2	20.0	16.5	4.6	49.8	22.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 14：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
精華	1565 TT	持有-超越同業	188.0	296	8.8	10.7	11.7	121.75	119.33	124.34	1.5	1.6	1.5
國際同業													
Seed	7743 JP	未評等	569.0	132	1.2	4.5	--	473.8	484.0	--	1.2	1.2	--
Menicon	7780 JP	未評等	1342.0	1,102	5.9	9.9	9.6	983.5	1072.7	1107.5	1.3	1.2	1.2
Interojo	119610 KS	未評等	24900.0	289	15.0	15.1	15.4	14932	17794	20151	1.7	1.4	1.2
Cooper	COO US	未評等	94.3	18,475	8.7	7.9	8.6	152.5	162.0	173.1	0.6	0.6	0.5
Alcon	ALC US	未評等	80.3	37,975	5.5	6.0	6.8	37.0	39.0	41.0	2.2	2.1	2.0
國際同業平均					7.2	8.7	10.1				1.4	1.3	1.2
國內同業													
視陽	6782 TT	買進	260.5	476	9.5	16.7	20.4	47.8	54.7	63.0	5.3	4.7	4.1
晶碩	6491 TT	買進	476.5	952	20.4	17.9	18.3	127.0	142.5	158.8	3.7	3.3	3.0
望隼	4771 TT	未評等	292.5	500	32.9	--	--	34.1	51.0	--	8.4	5.6	--
亨泰光	6747 TT	未評等	175.5	141	15.4	22.5	23.4	52.6	--	--	3.3	--	--
國內同業平均					19.6	19.0	20.7				5.2	4.5	3.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

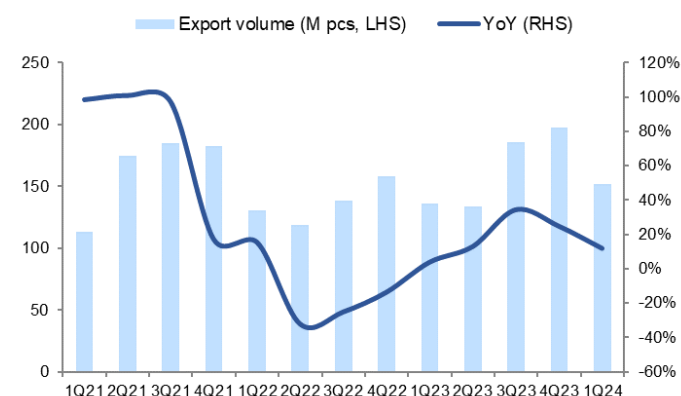
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,100	1,076	1,117	1,197	1,152	1,145	1,172	1,202	4,490	4,670
銷貨成本	(836)	(822)	(846)	(895)	(852)	(839)	(846)	(862)	(3,398)	(3,400)
營業毛利	264	255	272	302	299	305	326	340	1,092	1,270
營業費用	(99)	(94)	(95)	(96)	(97)	(95)	(95)	(94)	(384)	(380)
營業利益	165	160	177	206	202	211	231	246	709	890
業外利益	72	7	6	10	6	6	6	10	94	28
稅前純益	237	167	183	216	208	217	237	256	803	918
所得稅費用	(48)	(33)	(37)	(43)	(42)	(43)	(47)	(51)	(161)	(184)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	190	133	146	173	167	173	190	205	642	734
調整後每股盈餘(NT\$)	3.77	2.64	2.90	3.42	3.31	3.44	3.77	4.06	12.74	14.57
調整後加權平均股數(百萬股)	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
重要比率										
營業毛利率	24.0%	23.7%	24.3%	25.2%	26.0%	26.7%	27.8%	28.3%	24.3%	27.2%
營業利益率	15.0%	14.9%	15.8%	17.2%	17.6%	18.4%	19.7%	20.5%	15.8%	19.1%
稅前純益率	21.6%	15.5%	16.4%	18.0%	18.1%	18.9%	20.3%	21.3%	17.9%	19.7%
稅後純益率	17.3%	12.4%	13.1%	14.4%	14.5%	15.1%	16.2%	17.0%	14.3%	15.7%
有效所得稅率	20.0%	19.8%	20.2%	19.9%	20.2%	19.8%	19.8%	19.9%	20.0%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-3.1%	-2.1%	3.8%	7.2%	-3.8%	-0.6%	2.4%	2.6%		
營業利益	-11.2%	-2.8%	10.6%	16.4%	-1.9%	4.5%	9.5%	6.5%		
稅後純益	77.3%	-29.8%	9.8%	18.5%	-3.5%	3.6%	9.8%	7.9%		
調整後每股盈餘	77.3%	-29.8%	9.8%	18.5%	-3.5%	3.6%	9.8%	7.9%		
年增率(%)										
營業收入	-2.8%	0.2%	6.0%	5.5%	4.8%	6.4%	4.9%	0.4%	2.2%	4.0%
營業利益	-16.6%	17.2%	108.4%	10.8%	22.4%	31.9%	30.5%	19.4%	17.1%	25.5%
稅後純益	16.6%	-3.4%	5.9%	61.5%	-12.1%	30.1%	30.1%	18.5%	17.6%	14.3%
調整後每股盈餘	16.6%	-3.4%	5.9%	61.5%	-12.1%	30.1%	30.1%	18.5%	17.6%	14.3%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

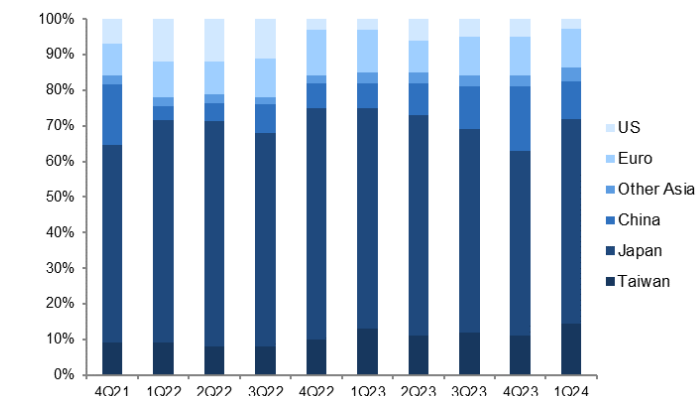
成立於 1986 年的精華光學，專注於隱形眼鏡的生產及銷售，產品以「帝康」品牌行銷台灣，並在台灣以外地區經營隱形眼鏡 OEM/ODM 業務，1996 年取得 ISO 與 CE 認證資格，隨後並不斷通過台灣衛福部 GMP 認證、美國、加拿大及澳洲等區域之 MDSAP 認證。1Q24 地區別營收如下：日本 58%、中國 11%、台灣 14%、美國 3%、歐洲 11%、其他 3%。

圖 16：1Q24 台灣對中國隱形眼鏡出口量年增 12%



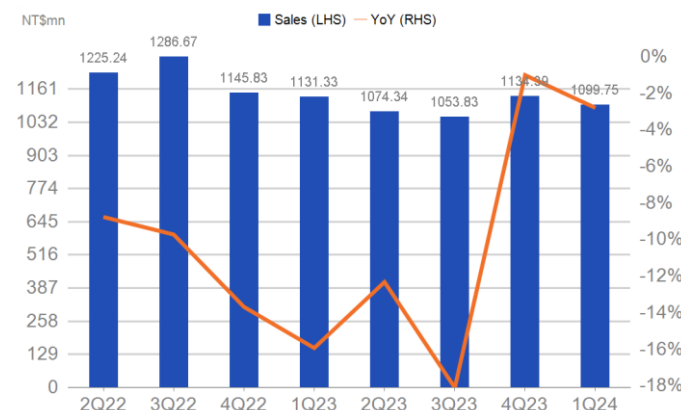
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：營收組成



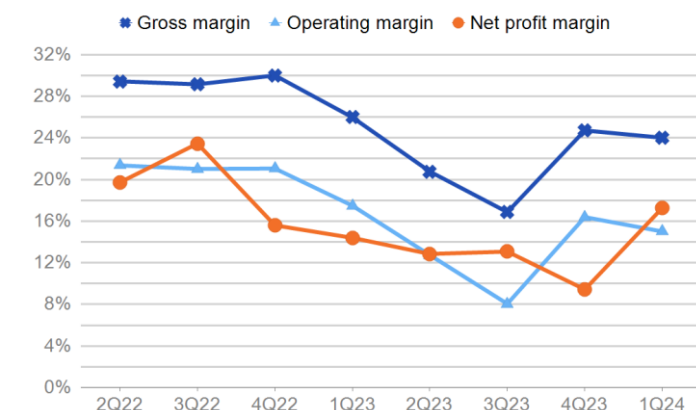
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



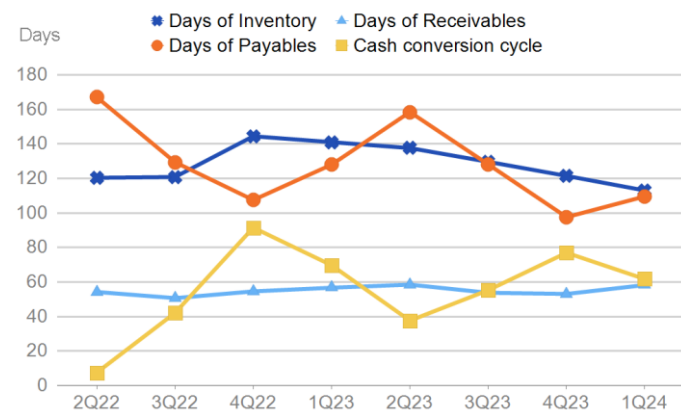
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



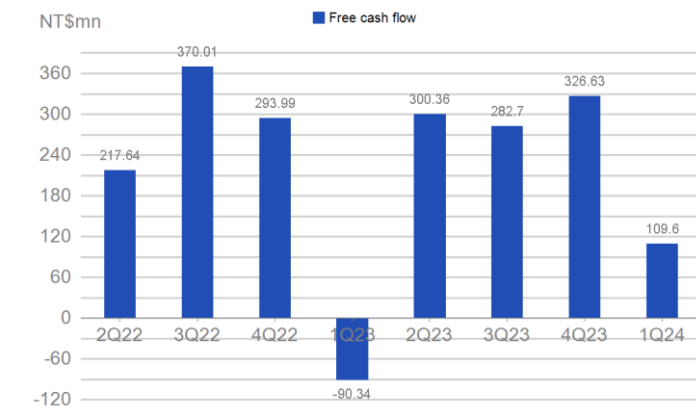
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**精華整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名屬於領先的位置，在醫療用品行業的公司中排名亦領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**精華的整體曝險屬於低等水準，優於醫療用品行業的平均水準。精華較需要改善的 ESG 議題包含產品治理、商業道德和人力資本等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**精華在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等，但披露不佳，表明對投資者 and 公眾的責任不足。精華有一些措施來管理與重大 ESG 問題相關的風險，但這些舉措不足以管理其所有風險。儘管如此，精華並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 22：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	14.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	26.4
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	49.4
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	10

資料來源：Sustainalytics (2024/6/3)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	2,355	2,283	2,064	2,318	2,918
存貨	1,176	1,327	1,087	1,024	933
應收帳款及票據	905	639	684	726	596
其他流動資產	62	95	70	58	58
流動資產	4,498	4,345	3,905	4,126	4,505
採用權益法之投資	0	11	12	14	14
固定資產	3,793	3,659	3,546	3,358	3,158
無形資產	3	2	4	4	4
其他非流動資產	305	284	287	337	337
非流動資產	4,102	3,957	3,849	3,713	3,513
資產總額	8,600	8,302	7,754	7,839	8,018
應付帳款及票據	327	247	264	270	197
短期借款	400	200	0	0	0
什項負債	1,333	1,119	1,009	1,183	1,183
流動負債	2,061	1,565	1,273	1,453	1,380
長期借款	495	392	289	263	263
其他負債及準備	74	76	56	106	106
長期負債	568	469	346	369	369
負債總額	2,629	2,034	1,618	1,823	1,749
股本	504	504	504	504	504
資本公積	526	526	526	526	526
保留盈餘	4,950	5,238	5,105	4,985	5,238
什項權益	(9)	0	1	1	1
歸屬母公司之權益	5,971	6,268	6,136	6,016	6,269
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	5,971	6,268	6,136	6,016	6,269

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	948	1,019	546	642	734
折舊及攤提	320	329	322	304	309
本期營運資金變動	(131)	71	190	27	146
其他營業資產及負債變動	103	(130)	(92)	(157)	0
營運活動之現金流量	1,240	1,288	966	816	1,189
資本支出	(78)	(135)	(146)	(109)	(109)
本期長期投資變動	0	11	2	(1)	0
其他資產變動	(20)	(57)	(10)	(157)	0
投資活動之現金流量	(98)	(181)	(155)	(115)	(109)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	22	(392)	(303)	(26)	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(605)	(756)	(681)	(409)	(482)
其他調整數	(44)	(45)	(47)	(12)	0
融資活動之現金流量	(627)	(1,193)	(1,030)	(447)	(482)
匯率影響數	(4)	14	0	0	0
本期產生現金流量	511	(71)	(220)	255	599
自由現金流量	1,162	1,153	819	707	1,081

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	5,402	5,004	4,394	4,490	4,670
銷貨成本	(3,790)	(3,529)	(3,419)	(3,398)	(3,400)
營業毛利	1,611	1,474	975	1,092	1,270
營業費用	(380)	(402)	(370)	(384)	(380)
推銷費用	(197)	(197)	(176)	(180)	(177)
研究費用	(54)	(49)	(70)	(81)	(81)
管理費用	(150)	(160)	(128)	(122)	(122)
其他費用	21	4	5	(2)	0
營業利益	1,231	1,073	606	709	890
利息收入	2	12	38	29	29
利息費用	(11)	(10)	(10)	(9)	(9)
利息收入淨額	(8)	2	28	20	20
投資利益(損失)淨額	0	(3)	0	2	0
匯兌損益	(89)	193	33	0	0
其他業外收入(支出)淨額	20	16	13	73	8
稅前純益	1,154	1,281	679	803	918
所得稅費用	(206)	(262)	(133)	(161)	(184)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	948	1,019	546	642	734
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,484	1,619	1,011	1,012	1,199
調整後每股盈餘 (NT\$)	18.80	20.21	10.83	12.74	14.57

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	7.9	(7.4)	(12.2)	2.2	4.0
營業利益	23.0	(12.9)	(43.5)	17.1	25.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	15.5	9.1	(37.6)	0.1	18.5
稅後純益	27.2	7.5	(46.4)	17.6	14.3
調整後每股盈餘	27.2	7.5	(46.4)	17.6	14.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	29.8	29.5	22.2	24.3	27.2
營業利益率	22.8	21.4	13.8	15.8	19.1
稅前息前淨利率	21.2	25.4	15.2	15.8	19.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	27.5	32.4	23.0	22.6	25.7
稅前純益率	21.4	25.6	15.5	17.9	19.7
稅後純益率	17.6	20.4	12.4	14.3	15.7
資產報酬率	11.4	12.1	6.8	8.2	9.3
股東權益報酬率	16.3	16.7	8.8	10.7	11.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	44.0	32.5	26.4	30.3	27.9
淨負債權益比(%)	(24.5)	(27.0)	(28.9)	(34.2)	(42.3)
利息保障倍數 (倍)	110.7	131.9	67.4	89.7	102.4
流動比率 (%)	218.3	277.6	306.9	283.9	326.5
速動比率 (%)	159.0	189.5	217.5	213.4	258.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,460)	(1,691)	(1,774)	(2,055)	(2,654)
調整後每股淨值 (NT\$)	118.48	124.36	121.75	119.33	124.34
評價指標 (倍)					
本益比	10.0	9.3	17.4	14.8	12.9
股價自由現金流量比	8.1	8.2	11.5	13.3	8.7
股價淨值比	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	6.3	5.8	9.3	9.3	7.8
股價營收比	1.7	1.9	2.1	2.1	2.0

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

精華 (1565 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.