

視陽 (6782 TT) Visco Vision

日本、中國矽水膠彩片需求持續強勁，散光及老花鏡片為未來趨勢

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$300.0

收盤價 (2024/08/28) : NT\$221.5
隱含漲幅 : 35.4%

營收組成 (2Q24)

亞洲 76%、歐洲 16%、美國 8%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	300.0	300.0
2024年營收 (NT\$/十億)	3.7	3.1
2024年EPS	11.8	9.2

交易資料表

市值	NT\$13,950百萬元
外資持股比率	10.4%
董監持股比率	16.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$54.88
負債比	38.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (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	2,778	2,398	3,651	3,928
營業利益	710	332	929	1,054
稅後純益	617	302	740	857
EPS (元)	11.11	4.79	11.75	13.61
EPS YoY (%)	37.0	-56.9	145.5	15.8
本益比 (倍)	19.9	46.3	18.9	16.3
股價淨值比 (倍)	4.5	4.7	4.0	3.5
ROE (%)	29.1	9.7	21.4	21.7
現金殖利率 (%)	2.5%	1.1%	2.7%	3.1%
現金股利 (元)	5.50	2.40	5.88	6.81

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

◆ 2Q24 稅後淨利 1.4 億元，EPS 2.28 元，QoQ-16%/YoY+153%。主因投資抵減尚未抵稅故認列遞延所得稅資產，及匯兌損失 2,035 萬元。

◆ 3Q24 日本、中國矽彩需求強勁、產能利用率提升至 90%以上，故稅後淨利上修 41%至 2.1 億元，EPS 3.30 元，QoQ+45%/YoY+109%。

◆ 日本、中國客戶訂單較佳，2024/2025 年 EPS 上修 28%/6%至 11.75 元/13.61 元，YoY+146%/+16%；看好視陽在矽水膠代工寡佔地位，維持目標價 300 元 (22x 2025F EPS 13.61 元)，重申買進評等。

亞洲矽水膠彩片需求強勁，2Q24 EPS 2.28 元，優於預期 3%

視陽 2Q24 營收 9.1 億元，QoQ+10.9%/YoY+69.0%，毛利率 39.7%，QoQ-3.7ppt/YoY+0.2ppt，低於本中心預期 1.7ppt，主因營收及人力成本認列時間落差導致單位成本較高。受惠產品組合轉佳，營業利益 2.1 億元，QoQ+5.1%/YoY+143.6%，優於預期 26.3%。因 1) 1H24 產線設備完工驗收後，投資抵減尚未抵稅，因此先認列遞延所得稅資產，使所得稅率 QoQ+7.8ppt 至 21.5%，2) 匯兌損失 2,035 萬元，使稅後淨利 1.4 億元，EPS 2.28 元，QoQ-15.6%/YoY+152.8%，優於本中心預期 3.1%。

3Q24 矽水膠彩片產能釋出、整體產能利用率提升至 90%以上

展望 3Q24，日本、中國客戶矽水膠彩片需求依然強勁，矽水膠彩片產能完整開出後全產全銷，3Q24 營收上修 19.1%至 9.5 億元，QoQ+4.5%/YoY+46.1%；產能利用率自 1H24 的 80~85%提升至 90%以上，單位成本下降，毛利率上修 1.6ppt 至 43.6%，QoQ+3.9ppt/YoY+4.2ppt；稅後淨利上修 40.7%至 2.1 億元，QoQ+44.6%/YoY+108.6%，EPS 3.30 元。

看好視陽矽水膠寡佔地位，2024/25 年獲利預估上修 28%/6%

2024/2025 年 EPS 上修 28.4%/5.9%至 11.75 元/13.61 元，YoY+146%/+16%，係反映日本代工客戶及自有品牌對矽水膠彩片需求強勁，2024 年改線擴增 1,000 萬片矽水膠彩片產能，全產全銷，2H24 亦將逐步滿足中國代工客戶需求；產能利用率提升至 2H24 的 90%以上，將可推動單季毛利率自 1Q24 的 43.4%提升至 2H24F 的 44-45%。本中心長線看好視陽在矽水膠彩片及高階矽水膠鏡片產品代工的寡佔地位，維持目標價 300 元 (22x 2025F EPS 13.61 元)，重申「買進」評等。

營運分析

視陽為亞洲第一、全球第五之矽水膠隱形眼鏡廠

視陽光學成立於 1998 年，多年來專注於深耕自有技術與高品質產品，公司擁有市場上最完整的矽水膠產品線，與全球各主要市場的醫療器材證照，並提供專業的製造服務，為全球第五大、亞洲第一大矽水膠隱形眼鏡製造商，更領先全球，成為第一家推出矽水膠彩拋隱形眼鏡的製造商。

- **矽水膠技術領先同業：**視陽矽水膠隱形眼鏡技術與國際大廠相當，更優於台灣同業，於 2011 年將矽水膠隱形眼鏡出貨歐洲市場、2012 年將矽水膠產品銷售於台灣、2013 年正式出貨矽水膠彩色鏡片、2015 年跨足中國大陸、2016 年進入美國、2019 年於日本推出矽水膠鏡片。在這些指標性市場中，視陽擁有長期耕耘的 ODM/OEM 客戶，顯示其產品品質已獲得消費者認同。
- **於馬來西亞設廠製造：**視陽位於馬來西亞檳城的製造基地，臨近空、海運港口，出貨便捷，透過東協的人口紅利，以及日益增加的經濟實力，能支持產能擴充及長期穩健經營，除了絕佳的地理位置，生產流程亦採用兼顧產品品質與生產效率的模組式自動化產線，以確保順利達成客戶滿意的品質及準時交貨之營運要求。
- **超過 80 張產品證照：**視陽已取得 ISO 13485、日本 FMR、及 MDSAP 等證照，並符合美國 QSR 品質系統規範及要求，其中，MDSAP 須同時符合美國、加拿大、日本、澳洲及巴西等五國品質系統，視陽是台灣業界第一家通過 MDSAP 認證的公司。除了品質系統外，目前視陽已取得的產品證照已超過 80 張，包含歐洲、美國、加拿大、台灣、日本、中國大陸、韓國、澳洲、紐西蘭等國家或市場，並積極規劃取得其他市場產品證照。

視陽主要銷售產品為矽水膠透/彩片及水膠透/彩片，1H24 產品別營收佔比：矽水膠透片 50~60%、矽水膠彩片約 30%、水膠 10~20%；銷售市場以日本、台灣、中國、歐洲、美國為主，2Q24 地區別營收佔比：日本 40~50%，中國及台灣 20~30%，歐美 20~30%。

圖 1：視陽發展歷程



資料來源：公司資料、元大投顧

受惠於各地品牌廠搶食四大廠份額，及亞洲龐大成長空間

全球隱形眼鏡滲透率由 2011 年的 43% 成長至 2023 年的 89%，矽水膠材質佔據現今多數新配眼鏡及換鏡，其中，根據《Contact Lens Spectrum》統計數據顯示，2023 年矽水膠佔 50%，傳統水膠佔 29%，剩餘 11% 為硬性透氣隱形眼鏡，由於矽水膠隱形眼鏡可降低長期配戴者缺氧、眼睛乾澀等症狀，更多消費者傾向選擇矽水膠材質。

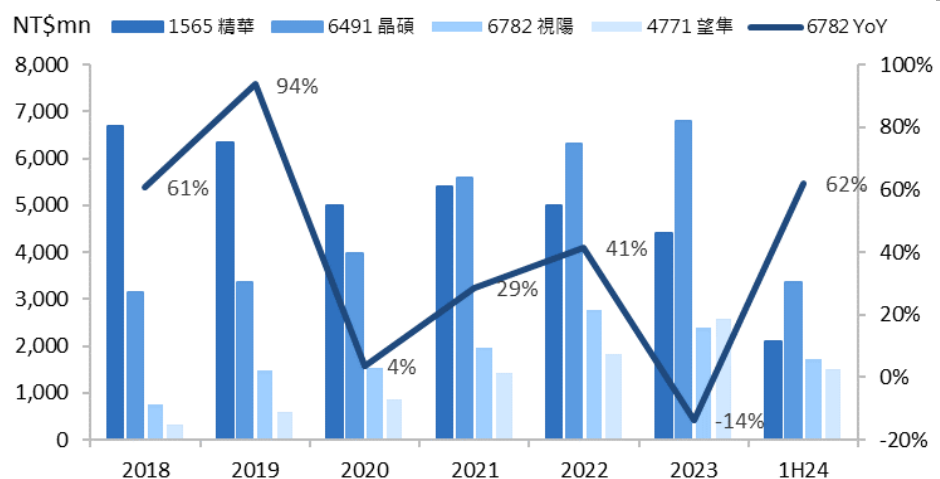
歐美地區約 90% 隱形眼鏡由國際四大廠商 Johnson & Johnson (嬌生)、Alcon (愛爾康)、Cooper Vision (酷柏)、Bausch + Lomb (博士倫) 提供，而近年來隱形眼鏡通路商紛紛推出自有品牌隱形眼鏡分食四大廠商的市佔率，疫情帶動北美線上隱形眼鏡銷售快速成長也有利於新銳品牌進入市場。相較於美國、英國矽水膠隱形眼鏡滲透率高達 70% 以上，亞洲地區滲透率皆在 50% 以下，隨著人口老化、健康意識提升、品牌廠推廣，亞洲滲透率可望提升。視陽於 2019 年併購 From-eyes 後，除貢獻當年營收 56% 年增，也贏得更多日本 OEM 訂單。受惠於亞洲矽水膠產品滲透率提升、各地品牌搶食市佔率趨勢，預期視陽將可取得更多 OEM 訂單。

視陽專精於矽水膠產品推陳出新，步調大幅超前同業

台灣隱形眼鏡廠營收規模較大廠商包括晶碩、金可、精華、視陽、望隼，有別於同業大多專注於生產水膠隱形眼鏡，視陽將重心放在自身優勢-矽水膠產品的持續推陳出新，受惠於矽水膠產品取證時間點遠較同業早，且矽水膠終端價格下降後，仍較水膠產品高 20~30% (2012 年以前較水膠產品高 130~160%)，故近年亞洲市場對矽水膠產品需求急劇成長，更看準亞洲地區對彩片之龐大需求，以其成熟的矽水膠彩色片製程技術及終端消費者口碑，鞏固其市場地位及成長潛力。

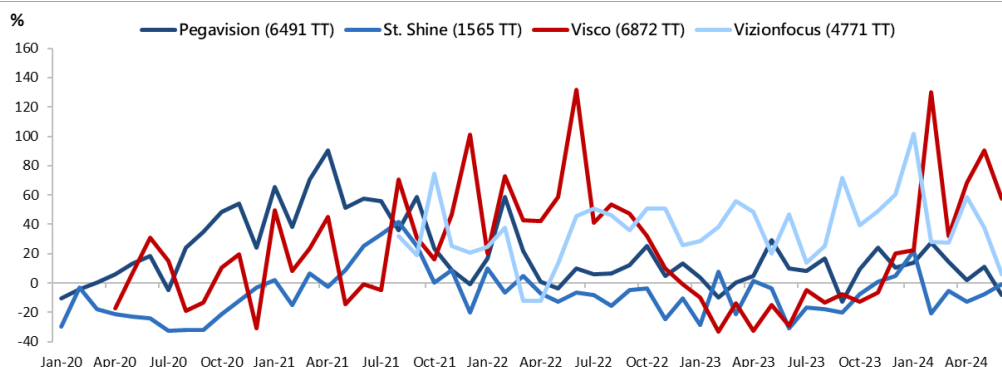
視陽 2018-2023 年營收 CAGR 為 26%，優於晶碩/精華同期的 17%/-8%，惟低於近幾年成長強勁之新秀 - 望隼 (CAGR 52%)。我們觀察到視陽矽水膠彩片銷售表現突出，抵銷中國地區 618 購物節旺季不旺的影響，1H24 營收 YoY+62%，優於精華/晶碩/望隼的營收 YoY-5.0%/+9.4%/+41.0%。

圖 2：視陽具差異化之矽水膠彩片出貨強勁，1H24 YoY+62%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：視陽營運逆風已過，2024 年月營收年增幅重回同業首位



資料來源：TEJ、元大投顧整理

圖 4：目前僅視陽全數取得主要銷售國家之矽透、矽彩證照

	透片		彩片		2023 年矽水膠營收貢獻
	已取證	將取證	已取證	將取證	
視陽	2011 年歐洲、台灣 2015 年中國 2016 年美國 2019 年日本		2016 年中國 2017 年美國 2020 年日本		100%
精華	2023 年台灣、日本	2H24-1H25 美國、歐洲	2023 年台灣	2025 年日本	<1%
晶碩	4Q22 歐洲(功能不齊) 4M24 日本	4Q24 歐洲 1Q25 美國 4Q25 台灣 4Q26 中國		11M24-2M25 日本 6M25 美國 3M26 台灣 6M26 歐洲 3M27 中國	6%
望隼	2H24 中國 2H24 台灣	2025 年日本 2Q25 美國		2025 年日本 3M25 中國 2Q25 美國	0.40%

資料來源：公司資料、元大投顧整理

2H24 後稼動率超過 90%，2025 年可望再擴充 500 萬片彩片月產能

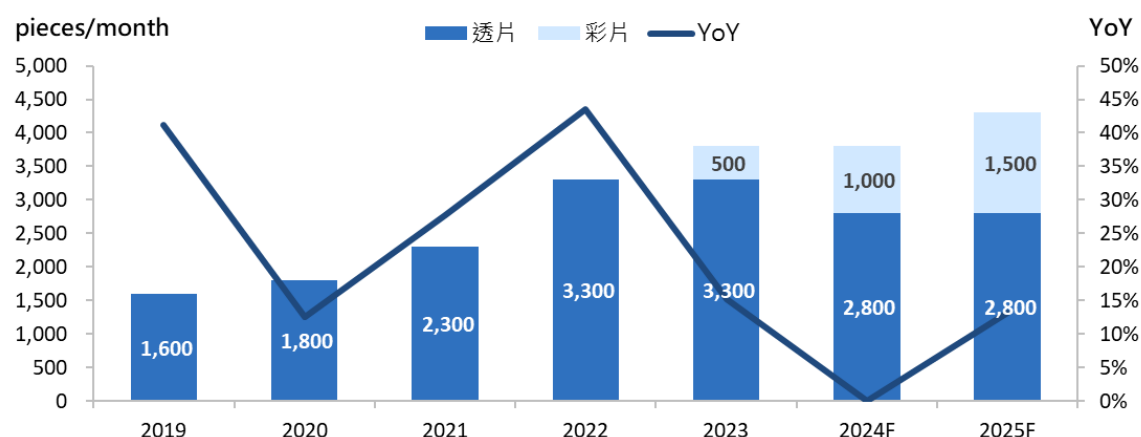
視陽 2023 年底月產能共 3,800 萬片，其中矽水膠彩片月產能 500 萬片。公司看好矽水膠彩片產能供不應求，且預估 2H24 產能利用率可達 90%以上，於 2024 年初投入 1~1.5 億元的資本支出進行改線，並於 2024 年 4 月底提前完成，將矽水膠彩片月產擴充至 1,000 萬片，2024 年總月產能維持 3,800 萬片。公司 2024 年 5 月已通過對馬來西亞子公司增資案，規劃 2025 年可再擴充 500 萬片矽水膠彩片月產能，屆時總月產能將達 4,300 萬片，其中矽水膠彩片月產能達 1,500 萬片。馬來西亞廠房總共可開出 7,200 萬片之月產能，目前僅開出 3,800 萬片月產能，未來將因應客戶需求，進行產能擴充。

圖 5：隨產能利用率提升至 90%以上，毛利率可望提升至 45%

	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2025F
矽水膠彩片月產能	500 萬片	1,000 萬片	1,000 萬片	1,000 萬片	1,500 萬片
產能利用率	80%	85%	>90%	>90%	>90%
毛利率	43%	40%	44%	44%	45%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：2025 年視陽可望再擴充 500 萬片彩片月產能，使總月產能達 4,300 萬片



資料來源：元大投顧預估

亞洲矽水膠彩片需求強勁，2Q24 EPS 年增 153%，優於預期 3%

視陽日本子公司及中國客戶均推出矽水膠新產品、618 中國消費檔期、以及日本代工客戶於 1Q24 推出之矽水膠彩片產品持續熱賣，使 2Q24 營收達 9.1 億元，QoQ+10.9%/YoY+69.0%，優於本中心/市場預期 19.9%/5.1%；毛利率 QoQ-3.7ppt/YoY+0.2ppt 至 39.7%，低於本中心/市場預期 1.7ppt/3.8ppt，主因 2024 年 4 月提前擴充產線，新進產線人員同步於 4 月到職，但產品出貨放量時程落在 6 月以後，營收及成本認列時間落差導致單位成本較高，待矽水膠彩片正式量產後，隨營收貢獻提升，毛利率將回歸正常水位；受惠產品組合轉佳及營收規模提升，營業費用率降低，使得營業利益達 2.1 億元，QoQ+5.1%/YoY+143.6%，優於本中心/市場預期 26.3%/0.1%；因 1) 因日本地區超過 50%為日幣收款，2Q24 日幣兌台幣從 0.21 圓貶至 0.20 圓，業外認列匯兌損失 2,035 萬元，2) 1H24 產線設備驗收後的馬來西亞的投資抵減尚未抵稅（完工驗收到核准抵稅需要一段時間），因此先認列遞延所得稅資產（後續可以抵扣，但實際發生時間仍未知），所得稅率 QoQ+7.8ppt 至 21.5%，使稅後淨利 1.4 億元，QoQ-15.6%/YoY+152.8%，EPS 2.28 元，優於本中心預期 3.1%，低於市場預期 18.7%。

圖 7：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	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	536	816	905	10.9%	69.0%	755	861	19.9%	5.1%
營業毛利	212	354	359	1.4%	69.8%	312	374	15.1%	-4.1%
營業利益	88	204	214	5.1%	143.6%	170	214	26.3%	0.1%
稅前利益	82	196	189	-3.7%	129.6%	167	206	13.3%	-8.4%
稅後淨利	57	170	144	-15.6%	152.8%	140	177	3.1%	-18.7%
調整後 EPS (元)	0.90	2.70	2.28	-15.6%	152.8%	2.21	2.81	3.1%	-18.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	39.5%	43.4%	39.7%	-3.7	0.2	41.3%	43.5%	-1.7	-3.8
營業利益率	16.4%	25.0%	23.7%	-1.3	7.3	22.5%	24.9%	1.2	-1.2
稅後純益率	10.6%	20.9%	15.9%	-5.0	5.3	18.5%	20.5%	-2.6	-4.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

矽彩需求強勁，3Q24 EPS 上修 41%至 3.30 元，季增 45%/年增 109%

視陽公布 7 月營收 3.3 億元，MoM-3.72%/YoY+76.1%，達成我們前次 3Q24 季財測 44%，月減主要受訂單安排出貨時點、貨運運輸影響所致，年增主要受惠日本客戶需求持續強勁，且尚不含中國雙十一備貨需求下，產能利用率仍維持在 90%以上。展望 3Q24，目前訂單能見度 2~3 個月，預期日本、中國客戶矽水膠彩片需求依然強勁，加上新增的矽水膠彩片產能於 6 月份正式量產貢獻，3Q24 可完整使用，故 3Q24 營收上修 19.1%至 9.5 億元，QoQ+4.5%/YoY+46.1%；因單位成本回到正常水位、產能利用率自 1H24 的 80~85%提升至 90%以上，毛利率上修 1.6ppt 至 43.6%，QoQ+3.9ppt/YoY+4.2ppt；稅後淨利上修 40.7%至 2.1 億元，EPS 3.30 元，QoQ+44.6%/YoY+108.6%。

圖 8：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	648	905	946	4.5%	46.1%	794	924	19.1%	2.3%
營業毛利	255	359	413	14.9%	61.7%	333	404	23.7%	2.1%
營業利益	113	214	249	16.3%	120.3%	182	239	36.7%	4.3%
稅前利益	114	189	244	29.3%	113.6%	177	231	38.1%	5.9%
稅後淨利	100	144	208	44.6%	108.6%	148	196	40.7%	6.4%
調整後 EPS (元)	1.58	2.28	3.30	44.6%	108.6%	2.35	3.10	40.7%	6.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	39.4%	39.7%	43.6%	3.9	4.2	42.0%	43.7%	1.6	-0.1
營業利益率	17.5%	23.7%	26.4%	2.7	8.9	23.0%	25.9%	3.4	0.5
稅後純益率	15.4%	15.9%	22.0%	6.1	6.6	18.6%	21.2%	3.4	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

地區別結構分析

日本：佔營收 40-50%

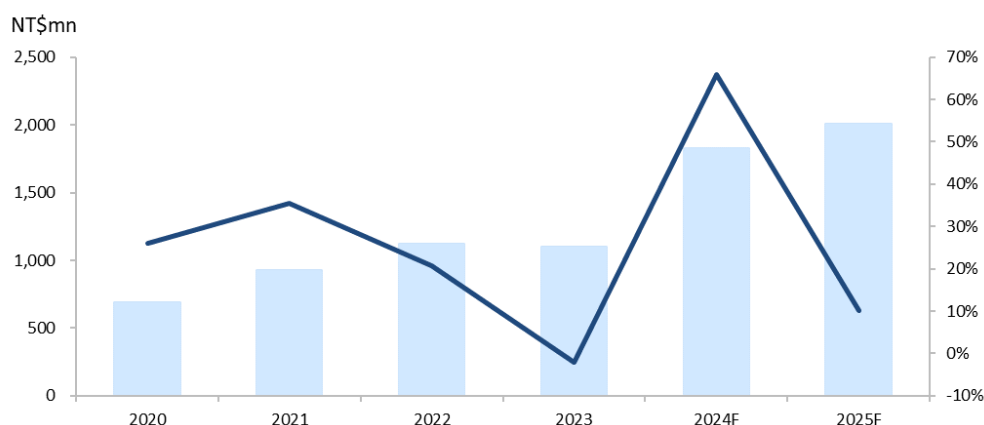
日本地區佔營收約四至五成，其中約六成來自日本子公司 **From-eyes**，子公司營收中，六成為 **OEM** 代工，四成為自有品牌，故日本自有品牌佔總營收約 10-15%。日本消費者對健康意識的提升，使矽水膠在日本地區滲透率快速增加。日本子公司 **From-eyes** 可直接取得客戶 **OEM** 訂單，並因 **From-eyes** 已取得日本當地矽水膠證照，客戶無須取證即可直接使用 **From-eyes** 之矽水膠證照進行販售。1Q23 子公司 **From-eyes** 將水膠透片自有品牌交付委外代工廠生產，卻因原物料品質問題，少數消費者配戴後出現眼紅症狀，雖產品皆通過檢測標準，但為了維持品質穩定，將訂單回歸至視陽馬來西亞廠生產，以解決品質問題。目前 **From-eyes** 接單之代工產品中，約九成為矽水膠產品，然客戶為了多元化產品線，會搭配進貨水膠產品，此部分佔一成多，而其中 95% 以上為水膠彩片。

2024 年 2 月日本 **OEM** 客戶首單出貨新款聯名商品(矽水膠彩片日拋)，因首單拉貨通常會將度數及各式花色備齊，並且會一次拉較大的數量，使 2 月矽水膠彩片出貨量大於矽水膠透片，該客戶直至 2Q24 的每個月都有續訂訂單(Repeat Order)。2024 年 5 月底，視陽在日本的自有品牌推出 **Aespa** 代言之矽水膠彩片產品，目前僅於日本地區銷售，剛推出時有限定通路及小卡，6 月後更擴展至更多通路銷售。

除此之外，因隨著日本中高年齡消費者的隱形眼鏡需求逐漸浮現，促使日本客戶增加散光鏡片品類之意願，對此，視陽已於 1H24 取得日本散光鏡片許可證，預計 2H24 將出貨給日本既有客戶，此客戶因已具備矽水膠透片及矽水膠彩片之產品，在當地也具有一定規模，想透過擴充產品線將可充分滿足消費者各項需求。

整體而言，日本地區受惠 **OEM** 客戶及自有品牌矽水膠彩片營收持續放量，預估 2024/2025 年日本營收 18.3 億/20.1 億元，YoY+66.0%/+10.0%。

圖 9：日本地區營收金額及成長趨勢

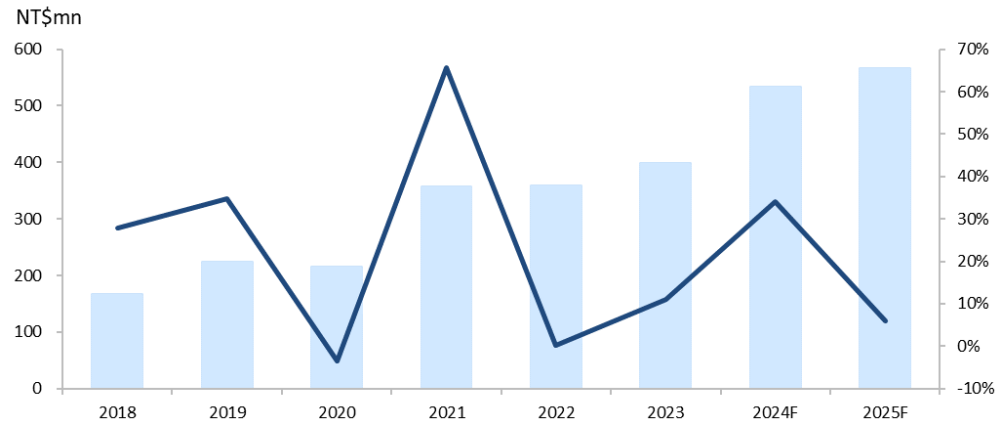


資料來源：公司資料、元大投顧預估

台灣：佔營收 15-20%

視陽在台灣地區沒有自有品牌及銷售通路，台灣地區營收皆來自 **OEM** 客戶，銷售區域台灣佔三成，中國佔七成。2023 年台灣第一大客戶明基材，佔視陽營收 16.05%，旗下自有品牌為美若康，在台灣地區主要販售矽水膠透片及矽水膠彩片，而在中國地區以販售矽水膠彩片為主，透過與中國線上代運營商合作後，清楚掌握中國即時市況及中國當地彩片爆款圖紋，帶動銷售成長，預估 2024/2025 年台灣地區營收 5.3 億/5.7 億元，YoY+34.0%/+6.0%。

圖 10：台灣地區營收金額及成長趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

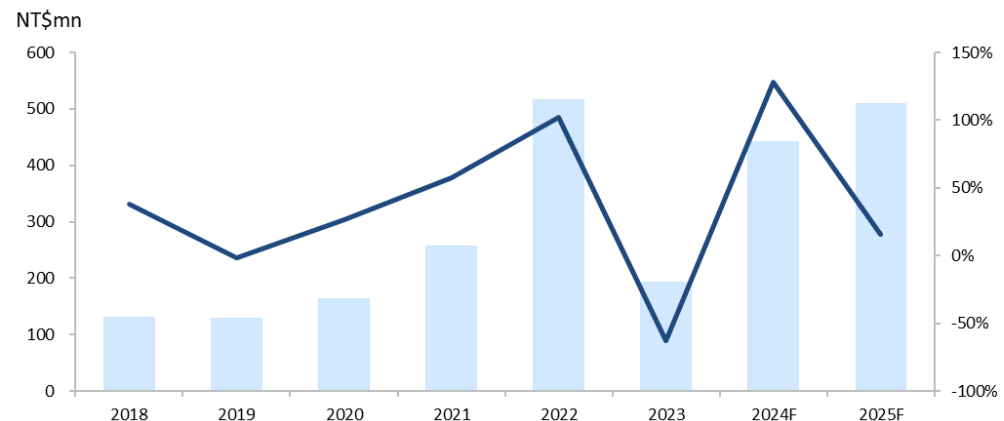
中國：佔營收 10-15%

視陽將主要生產工廠設於馬來西亞，與中國同為東協-中國自由貿易區(ACFTA)成員國，具有零關稅的優勢，而視陽在 2~3 年前於中國設立子公司，可即時反應客戶訂單需求與出貨時程安排。視陽於 2022 年 10 月取得中國多色彩拋許可證，亦即可為中國代工客戶推出 2 色/3 色等多顏色的彩拋產品，在中國線上彩色隱形眼鏡盛行下，有助於吸引更多新客戶採用，2023 年即有 5-6 家中國新客戶推出新產品。

2023 年中國營收佔比接近約 6.5%，YoY-68.2%，其中新客戶佔 8 成，舊客戶佔 2 成，營收急遽衰退主因中國既有大客戶於 2022 年拉貨太多，2023 年進行庫存調整。展望 2024 年，中國地區整體市場有較明顯的拉貨復甦，也持續推出新產品，營收可望年增超過一倍。1H24 中國矽水膠彩片供不應求，未受 2024 年 618 旺季不旺效應波及。除此之外，2024 年 6 月視陽首次將自有品牌 Refrear 推出至中國地區，主要銷售短中長期矽水膠透片及矽水膠彩片(未達 10 種花色)，營收貢獻尚不顯著。目前中國有超過 10 位客戶穩定出貨，惟新加入客戶尚未見放量出貨。

目前隱形眼鏡同業(精華、晶碩、望隼)在中國地區營收佔比皆高於視陽，惟目前同業在市場上推出的產品以水膠彩片為主，主打客群及價位皆與視陽不太一樣。而目前在中國推出的矽水膠彩片中，以視陽為主要供應商，四大品牌在這一塊並未積極涉入。整體而言，中國既有大客戶重啟拉貨、新舊客戶皆積極打樣並出貨矽水膠彩片新產品，預估 2024/2025 年中國營收 4.4 億/5.1 億元，YoY+128.2%/+15.7%。

圖 11：中國地區營收金額及年成長趨勢

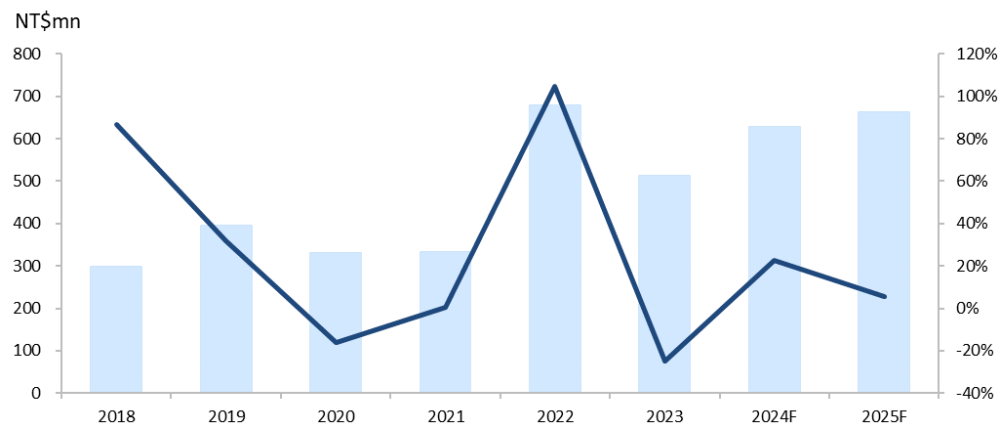


資料來源：公司資料、元大投顧預估

歐洲：佔營收 15-20%

視陽在歐洲市場已與超過 10 位以上具規模之通路商合作，並以矽水膠產品為主，滲透率約七成。全球隱形眼鏡市場規模中，球面鏡片(透明片)約佔 40%、老花+散光鏡片約佔 40%、彩片約佔 10%，目前除了四大品牌以外，台廠僅視陽有推出矽水膠老花鏡片。視陽之第一代老花鏡片，過去有一位歐洲客戶下單並持續出貨中，但總量不多。目前已改良製造出第二代老花鏡片，並已得到歐洲權威機構認證，歐洲大客戶(視陽既有客戶，過去主要出貨矽水膠透片產品)原預計於 1Q24 推出第二代老花鏡片，然因海運及出貨問題而遞延至 2H24 出貨。2022/2023 年歐洲營收 YoY+101.0%/-23%，2022 年營收大增主因疫情導致海運航班不穩定，故客戶增加庫存至 3 個月以上，2023 年疫情趨緩後，海運供需恢復正常，客戶庫存調整完畢導致出貨下降。整體而言，隨庫存調整結束，客戶拉貨回復正常，預估歐洲地區 2024/2025 年營收 6.3 億/ 6.6 億元，YoY+22.5%/+5.6%。

圖 12：歐洲地區營收金額及成長趨勢

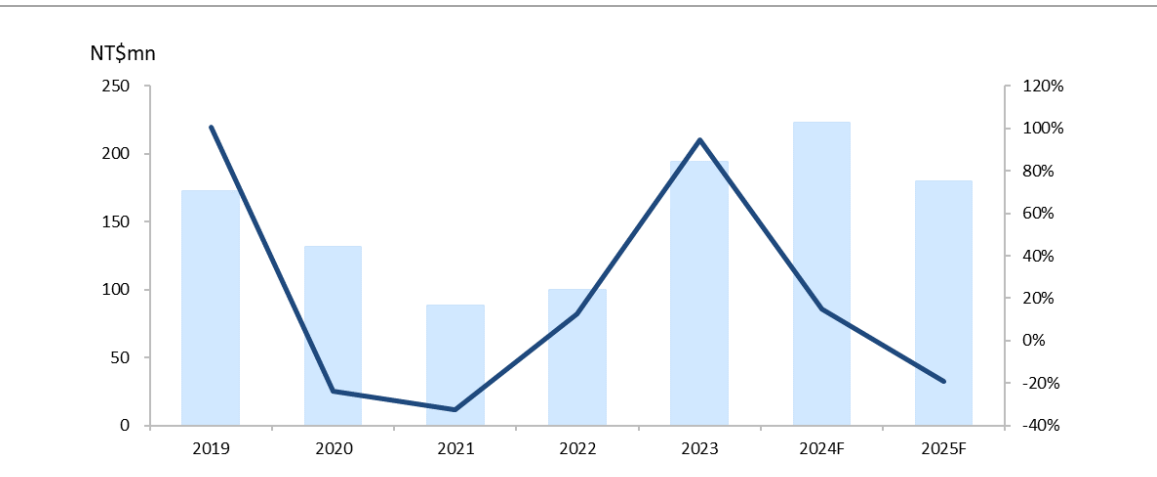


資料來源：公司資料、元大投顧預估

美國：佔營收 10%以下

美國為全球最大的單一市場，矽水膠滲透率超過七成，相較於其他地區，美國市場進入障礙最高，前四大隱形眼鏡製造商除提供價格回饋外，同時亦透過許多不同計劃綁定客戶，形成高度進入障礙。相較於其他亞洲廠商，視陽為最早取得美國 USAN 及 FDA 認證之亞洲矽水膠隱形眼鏡供應商。視陽在美國市場之客戶皆為線上通路客戶，線上通路主要販售四大品牌產品及自身的貼牌產品，貼牌產品即視陽主要出售之產品。近期美國線上客戶(與視陽合作超過五年之舊客戶)表現強勁，抵銷新電商客戶銷售狀況不如預期，保守預估 2024/2025 年美國營收 2.2/1.8 億元，YoY+14.9% /-19.3%。

圖 13：美國地區營收金額及成長趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

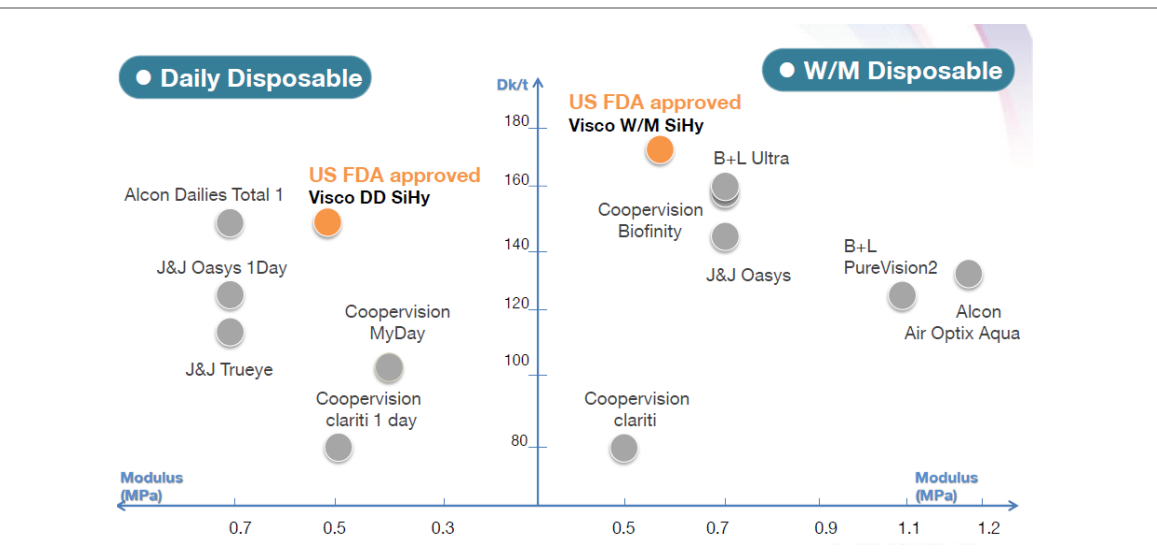
整體而言，全球除四大廠以外，各地區大型品牌幾乎都是視陽的客戶，只剩個位數大型品牌客戶還沒爭取到訂單，視陽專注於代工生產透氧度最高的高階矽水膠隱形眼鏡，未來隨視陽出貨之老花及散光鏡片放量，預估毛利率與矽水膠彩片相當。然短期因尚未放量生產，在切換產線及人力等成本較高，隨著老花、散光鏡片陸續驗證放量，將協助各地大品牌搶攻四大廠市場份額，更可望為視陽挹注營收。

圖 14：視陽各地區銷售產品及營收佔比預估

地區	2023 營收佔比	主要銷售產品	產品證	2024F 營收佔比	2025F 營收佔比
日本	45.6%	矽透、矽彩、水彩、水透 短週期(日拋)>長週期(雙週拋、月拋)	矽透、矽彩、水透、水彩、散光	49.3%	53.7%
台灣	18.8%	矽彩>矽透	矽透、矽彩、水透、水彩	15.8%	15.2%
中國	6.4%	矽彩、矽透	矽透、矽彩、水透、水彩	10.5%	9.9%
歐洲	21.2%	矽透(日拋為主)	矽透、水透、老花	17.4%	15.0%
美國	8.0%	矽透(日拋為主)	矽透	7.1%	6.2%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：視陽矽水膠產品技術與國際大廠相當



資料來源：公司資料、元大投顧

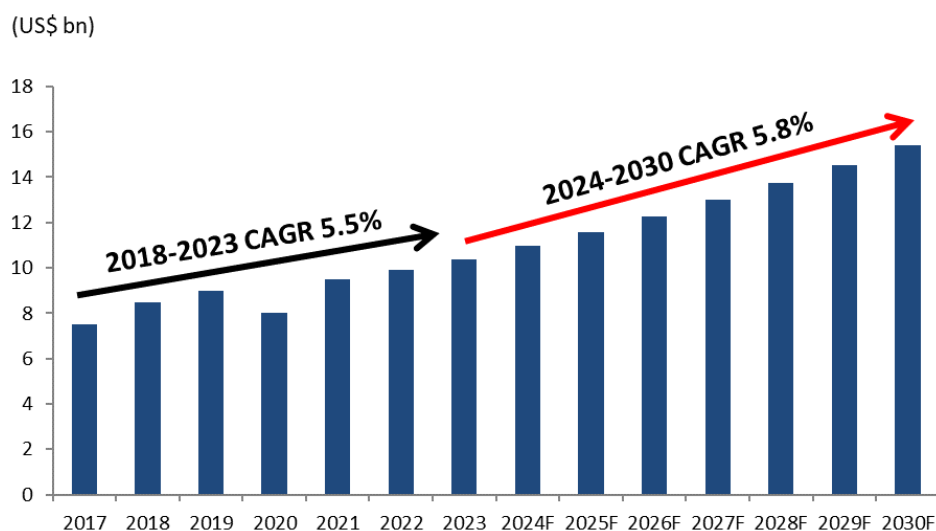
產業概況

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。

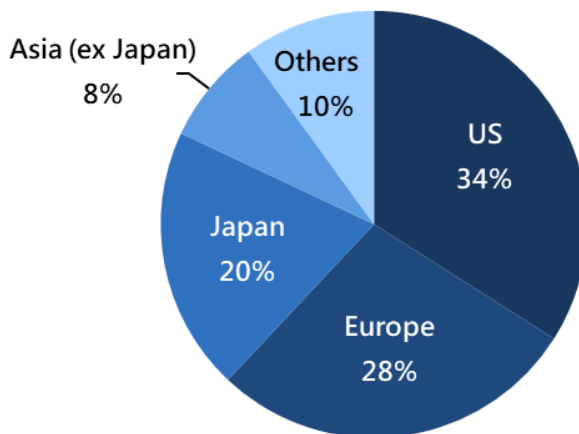
2023 年全球隱形眼鏡市場規模約 100 億美元，年增 4.5%，預估 2024-2030 年 CAGR 為 5.8%。研究指出，全球近視人口從 2020 年的 26.2 億人(佔總人口 34%)提升至 2050 年的 47.6 億人(佔總人口 50%)，全球屈光不正人口增加及保健意識提升為隱形眼鏡市場成長動能。2022 年美國、歐洲、日本、其他亞洲在全球隱形眼鏡市佔率分別為 39.5%、28%、20%、8%，但亞洲人口數及近視普及率高於歐美，由此可見亞洲市場隱形眼鏡的使用率仍低，未來主要成長動能來自亞洲需求所帶動。

圖 16：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

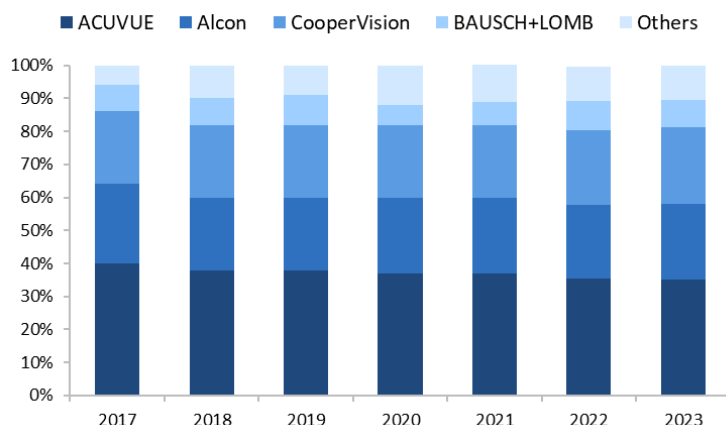
圖 17：全球隱形眼鏡市場分布



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，不過四大廠市佔率達已從 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 18：隱形眼鏡四大品牌廠市佔率逐年遭侵蝕

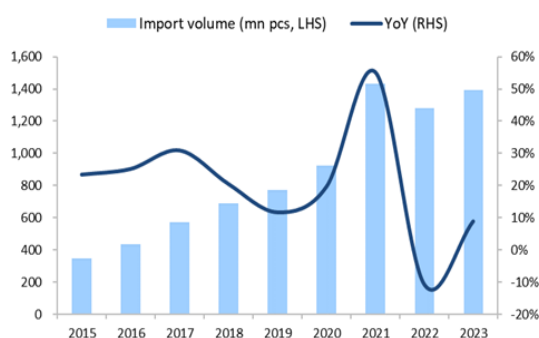


資料來源：CooperVision、元大投顧

中國隱形眼鏡市場成長快速，並高度依賴台灣進口

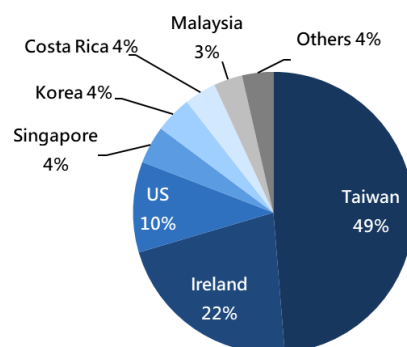
2015-2023 年中國隱形眼鏡進口量 CAGR 達 19%，反映中國隱形眼鏡需求快速成長，且大量仰賴進口。2023 年中國隱形眼鏡進口量為 13.9 億片，年增 9%，其中約 49% 來自台灣，顯示中國隱形眼鏡市場對於台灣廠商的依賴性高。中國隱形眼鏡滲透率僅 8%，遠低於其他東亞地區(日本 32%、韓國 30%、香港 35%、台灣 34%)，顯示中國市場極大的成長空間。

圖 19：中國隱形眼鏡進口量趨勢



資料來源：Wind、元大投顧

圖 20：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，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。矽水膠產品則彌補了水膠鏡片透氧不足的問題，藉由在水膠成分中加入矽，大幅提高鏡片得透氧率，具有良好的強韌度。由於矽是高透氧而不含水的原料，也可降低鏡片含水量，減輕鏡片脫水後吸收眼睛表面淚液現象，眼睛較不易感覺乾澀。其高透氧特性，可改善角膜缺氧問題。

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 21：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
Dk/t 值	低，Dk/t 平均約在 20~30	高，可達 Dk/t 145~175 以上
含水量	38%以上	30%-80%
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：元大投顧整理

註：透氧率為透氧係數 (Oxygen Permeability)，以 Dk 值來表示，為隱形眼鏡鏡片材質能通過多少氧氣量的數值表示，數值越大，表示氧氣的透過率越大，角膜的負擔越輕，眼睛也越健康。傳氧率(透氧量)是指傳氧係數 (Oxygen Transmissibility)，以 Dk/t 值來表示。是說明真正傳送到眼角膜的氧氣分子量。傳氧率為 Dk 值除以隱形眼鏡鏡片的厚度 t，表示相同的隱形眼鏡材質，會因為不同的鏡片厚度而有不同的傳氧率；鏡片愈薄，則傳送到眼角膜的氧分子量會愈多，眼睛也愈健康。

台灣代工廠以高性價比水膠彩片拓展亞洲市場，矽水膠鏡片開發為下一動能

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/望隼分別佔全球軟式隱形眼鏡市場約 1.41%/2.18%/0.77%/0.83%。

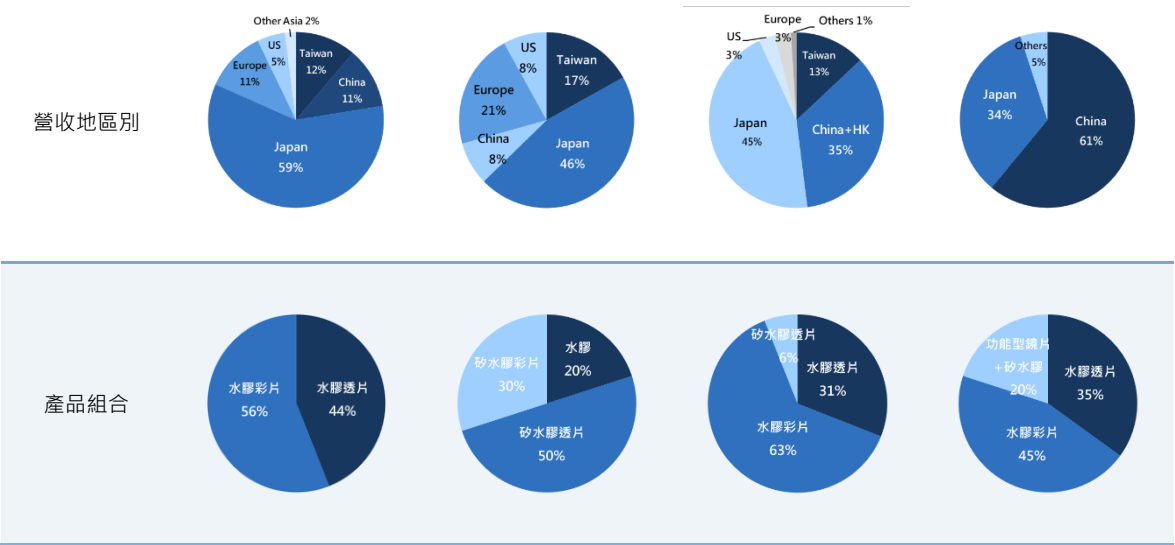
日本市場穩定成長，除了彩片產品熱賣，隨健康意識提升，對於高透氧率的矽水膠鏡片需求增加，日本當地品牌除了持續推出水膠透明片、彩片新產品，也開始推出矽水膠透明片、彩片產品，釋出大量代工訂單給台廠，具競爭力廠商在日本地區營收可成長雙位數，主因台灣代工廠協助日本當地品牌自國際大廠贏得市佔率。台廠中，最初以具高代工 CP 值的精華，成功打入日本的透片及彩片水膠市場；而後晶碩再以提供更高 CP 值的代工，搶攻日本隱形眼鏡市場，台廠在日本市場市佔率持續提升；近年來望隼、視陽憑藉具競爭力的矽水膠及功能性隱形眼鏡代工業務在日本市場亦獲得其一席之地。

中國本土隱形眼鏡品牌商在電商通路持續推出多元的彩片新產品，讓隱形眼鏡得以作為眼部化妝品，供消費者選購，排除短期疫情干擾，2020 年以來中國隱形眼鏡市場維持雙位數成長，台灣代工廠擅長少量多樣的彩片生產，且具規模經濟，提供高性價比的產品，是品牌廠進攻中國隱形眼鏡市場的最佳夥伴。

- **精華(1565 TT)** 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，生產線較舊，自動化程度低，價格競爭力較差，且早期日本法規嚴格，精華在日本市場合作產品的許可證皆掛在客戶公司名下，近年在日本、中國市佔率逐漸流失，2023 年精華營收為 43.9 億元，年減 12%，主因該年度日圓兌美元大幅貶值，使日本客戶進貨成本增加，減少行銷投放所致。儘管 2022-2023 年完成後段包裝製程自動化，但整體產線自動化仍待加強，同時因人力持續短缺，近年營運表現落後同業。惟近期透過人力回補及設備自動化開始展現效益，生產線效率回升，有利整體產能利用率回升，預估未來營運可望改善。
- **晶碩(6491 TT)** 的隱形眼鏡產品(代工+自有品牌)目前在中國市場的市佔率達 15-18%居冠，即便中國本土品牌廠有分散供應鏈的趨勢，但晶碩中國客戶穩健分散，受該衝擊影響不大，晶碩代工優勢包括自動化程度高、交期短(小於一個月)、售後服務佳，未來持續爭取新客戶、合作新產品為成長動能，2023 年晶碩合併營收達 67.9 億元，年增 7.4%。
- **視陽(6782 TT)** 為全球第五大矽水膠隱形眼鏡生產廠，其矽水膠隱形眼鏡透氧度與國際大廠相當，並優於台廠，在全球有完整的矽水膠隱形眼鏡產品許可證，包括矽水膠彩拋，且早在 2011 年矽水膠產品即出貨歐洲及台灣，擁有長期耕耘的 ODM 客戶，並協助代工客戶搶攻全球 52-60 億美元矽水膠隱形眼鏡市場。2023 年視陽營收 24.0 億元，年減 13.7%，其中 2023 年視陽歐洲地區營收佔比達 21%，遠高於同業的 11%以下；視陽在日本矽水膠鏡片也取得優異的成績，2023 年視陽日本地區營收佔比達 40-50%。2023 年歐洲、日本地區客戶穩定成長，惟視陽的中國大客戶專注於去化在手庫存而幾乎未拉貨，使 2023 年中國營收年減 63%，同一年度視陽在中國增加了 5~6 位新客戶，2024 年中國大客戶重啟拉貨，新舊客戶持續推出新產品，加上歐洲、日本新訂單挹注，營運可望逐季走升。
- **望隼(4771 TT)** 在台灣、中國皆有設廠，以低價在中國市場積極爭取水膠隱形眼鏡代工訂單，2023 年望隼合併營收達 25.78 億元，年增 40.5%。近日望隼取得中國矽水膠產品證，加上中國本土線上品牌會先將訂單交給當地品質佳的 CDMO 廠，當地廠無法消化時，訂單才會流向台灣，下單偏好由 MIT 轉向 MIC 之趨勢中，望隼為台廠中唯一受惠者。

圖 22：台灣主要隱形眼鏡公司比較 (2023 年)

	精華 St. Shine	視陽 Visco	晶碩 Pegavision	望隼 Vizionfocus
成立年份	1986 年	1998 年	2009 年	2012 年
營收 (NT\$mn))	4,394	2,398	6,790	2,572
營收年增率	-12.2%	-13.7%	7.4%	40.2%
毛利率	22.2%	35.8%	54.0%	39.8%
營業利益率	13.8%	13.9%	29.2%	32.3%
權益報酬率	8.8%	9.7%	20.4%	32.3%
每股盈餘 (NT\$)	10.83	4.79	22.83	10.77
月產能(萬片)	7,500	3,800	10,500	4,160



資料來源：公司資料、元大投顧

獲利調整與股票評價

看好視陽矽水膠寡佔地位，2024/2025 年獲利預估上修 28%/6%，重申買進評等

本中心樂觀預期 2024/2025 年的營運成長，2024/2025 年營收上修 16.9%/2.7%至 36.5 億/39.3 億元，YoY+52.3%/+7.6%，主要基於 1)日本代工客戶及自有品牌對矽水膠彩片需求強勁，2024 年改線擴增 1,000 萬片矽水膠彩片產能，全產全銷，2H24 亦將逐步滿足中國代工客戶需求；2) 2023 年中國大客戶因去化庫存使訂單驟降，近期該客戶已有較大筆的回補庫存訂單釋出；3) 產能利用率可望從 1Q24 的 80%提升至 2H24 的 90%以上，將可推動單季毛利率自 1Q24 的 43.4%提升至 2H24F 的 44-45%；4) 歐洲客戶大力推廣老花多焦片，已取得歐洲權威機構認證，預計將於 2H24 出貨；2H24 起產能利用率可望提升至 90%以上，毛利率上修 0.9ppt/0.5ppt 至 42.7%/44.5%，YoY+7.0ppt/+1.8ppt；稅後淨利上修 28.4%/5.9%至 7.4 億/8.6 億元，EPS 11.75 元/13.61 元，YoY+145.5%/+15.8%。

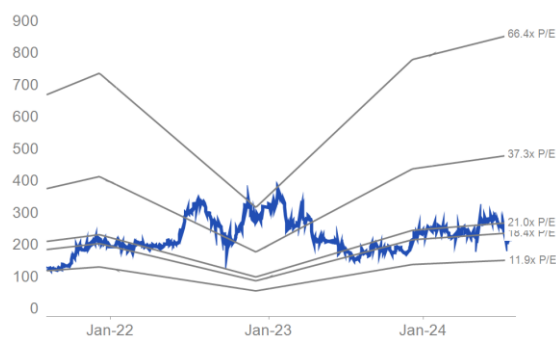
視陽股價目前位於 2025 年預估 EPS 的 16.3 倍本益比，本中心認為目前評價尚未反映公司之成長預期，過去隱形眼鏡廠快速成長期，本益比可達 20-24 倍，本中心長線看好視陽在矽水膠彩片及高階矽水膠鏡片產品代工的寡佔地位，2024/2025 年新訂單動能可期，未來營運成長動能明確，給予本益比 22 倍，維持目標價 300 元(22x 2025F EPS 13.61 元)，重申「買進」評等。

圖 23：2024 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	3,651	3,124	3,928	3,824	16.9%	2.7%
營業毛利	1,558	1,304	1,747	1,682	19.5%	3.8%
營業利益	929	712	1,054	992	30.6%	6.2%
稅前利益	885	689	1,033	970	28.5%	6.5%
稅後淨利	740	577	857	810	28.4%	5.9%
調整後 EPS (元)	11.75	9.15	13.61	12.85	28.4%	5.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	42.7%	41.8%	44.5%	44.0%	0.9	0.5
營業利益率	25.4%	22.8%	26.8%	26.0%	2.7	0.9
稅後純益率	20.3%	18.5%	21.8%	21.2%	1.8	0.7

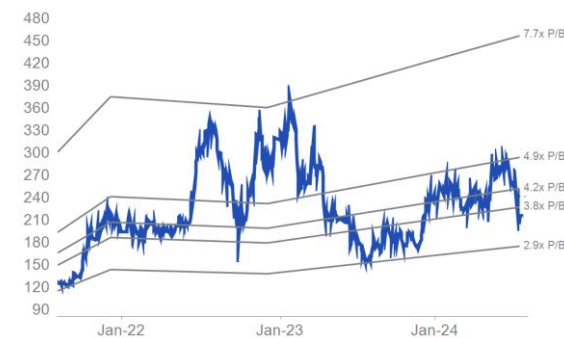
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：12 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 26：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
視陽	6782 TT	買進	221.5	435	4.79	11.75	13.61	46.3	18.9	16.3	(56.9)	145.5	15.8
國際同業													
Seed	7743 JT	未評等	520.0	109	(12.6)	77.4	46.3	--	6.7	11.2	--	--	(40.2)
Menicon	7780 JT	未評等	1328.0	707	91.5	59.7	95.7	14.5	22.3	13.9	6.7	(34.8)	60.5
Cooper	COO US	未評等	94.4	18,787	2.1	3.6	4.0	44.5	26.4	23.8	8.4	68.6	11.1
Alcon	ALCC.SW	未評等	82.0	48,147	2.2	3.1	3.5	37.6	26.9	23.6	245.9	39.9	14.1
J&J	JNJ US	未評等	163.0	392,260	8.5	10.0	10.7	19.2	16.3	15.2	35.8	18.4	6.9
國際同業平均					18.3	30.7	32.0	29.0	19.7	17.5	74.2	23.0	10.5
國內同業													
晶碩	6491 TT	買進	437.5	1,070	22.8	25.5	29.1	19.2	17.2	15.1	5.4	11.7	14.0
精華	1565 TT	持有-超越同業	177.5	281	10.8	12.7	14.6	16.4	13.9	12.2	(46.4)	17.7	14.4
望隼	4771 TT	未評等	225.0	406	10.8	13.9	17.7	20.9	16.2	12.7	79.0	28.7	27.6
國內同業平均					14.8	17.4	20.4	18.8	15.8	13.3	12.7	19.3	18.7

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 27：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
視陽	6782 TT	買進	221.5	435	9.7	21.4	21.7	47.06	54.88	62.62	4.7	4.0	3.5
國際同業													
Seed	7743 JT	未評等	520.0	109	(2.6)	13.5	7.7	473.8	573.5	615.3	1.1	0.9	0.9
Menicon	7780 JT	未評等	1328.0	707	10.7	9.1	8.7	983.5	1044.2	1112.9	1.4	1.3	1.2
Cooper	COO US	未評等	94.4	18,787	8.7	8.0	8.8	38.1	40.3	42.8	2.5	2.3	2.2
Alcon	ALCC.SW	未評等	82.0	48,147	6.8	7.3	8.5	35.2	36.7	38.3	2.3	2.2	2.1
J&J	JNJ US	未評等	163.0	392,260	34.9	31.8	32.7	27.2	29.4	32.9	6.0	5.5	5.0
國際同業平均					11.7	13.9	13.3	311.6	344.8	368.4	2.7	2.5	2.3
國內同業													
晶碩	6491 TT	買進	437.5	1,070	20.4	17.9	18.3	127.0	142.5	158.8	3.4	3.1	2.8
精華	1565 TT	持有-超越同業	177.5	281	8.8	10.7	11.7	121.8	119.3	124.3	1.5	1.5	1.4
望隼	4771 TT	未評等	225.0	406	32.8	28.1	27.7	34.3	54.2	79.6	6.6	4.2	2.8
國內同業平均					20.7	18.9	19.2	94.3	105.3	120.9	3.8	2.9	2.3

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 28：季度及年度簡明損益表 (合併)

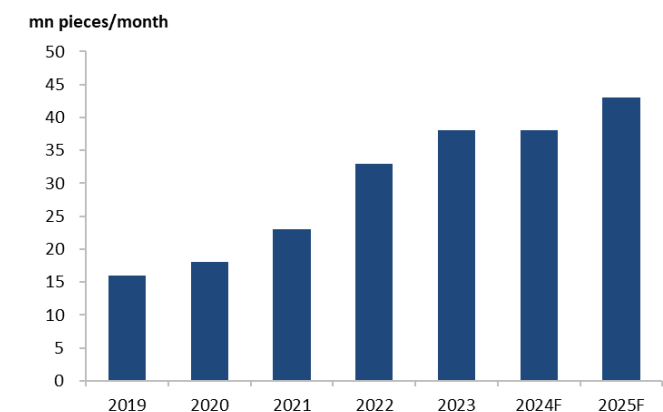
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	816	905	946	984	917	964	1,003	1,044	3,651	3,928
銷貨成本	(462)	(546)	(533)	(551)	(520)	(542)	(550)	(569)	(2,093)	(2,181)
營業毛利	354	359	413	433	397	422	453	475	1,558	1,747
營業費用	(150)	(145)	(163)	(171)	(164)	(170)	(175)	(183)	(629)	(693)
營業利益	204	214	249	261	233	252	277	292	929	1,054
業外利益	(8)	(25)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(6)	(44)	(21)
稅前純益	196	189	244	256	228	247	272	286	885	1,033
所得稅費用	(27)	(41)	(32)	(33)	(35)	(38)	(42)	(44)	(133)	(158)
少數股東權益	(1)	4	4	4	4	4	4	4	12	18
歸屬母公司稅後純益	170	144	208	218	188	205	226	238	740	857
調整後每股盈餘(NT\$)	2.70	2.28	3.30	3.46	2.99	3.25	3.59	3.78	11.75	13.61
調整後加權平均股數(百萬股)	63	63	63	63	63	63	63	63	63	63
重要比率										
營業毛利率	43.4%	39.7%	43.6%	44.0%	43.3%	43.8%	45.2%	45.5%	42.7%	44.5%
營業利益率	25.0%	23.7%	26.4%	26.6%	25.4%	26.2%	27.7%	27.9%	25.5%	26.8%
稅前純益率	24.0%	20.9%	25.8%	26.0%	24.8%	25.7%	27.1%	27.4%	24.3%	26.3%
稅後純益率	20.9%	15.9%	22.0%	22.2%	20.5%	21.3%	22.5%	22.8%	20.3%	21.8%
有效所得稅率	13.7%	21.5%	13.1%	12.9%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.0%	15.3%
季增率(%)										
營業收入	18.5%	10.9%	4.5%	4.0%	-6.8%	5.1%	4.0%	4.1%		
營業利益	111.6%	5.1%	16.3%	4.8%	-10.7%	8.2%	9.9%	5.4%		
稅後純益	60.8%	-15.6%	44.6%	4.8%	-13.8%	9.0%	10.2%	5.3%		
調整後每股盈餘	60.8%	-15.6%	44.6%	4.9%	-13.7%	8.8%	10.3%	5.3%		
年增率(%)										
營業收入	55.2%	69.0%	46.1%	42.9%	12.4%	6.5%	6.0%	6.1%	52.3%	7.6%
營業利益	491.0%	143.6%	120.3%	170.7%	14.2%	17.6%	11.2%	11.9%	179.7%	13.5%
稅後純益	336.3%	152.8%	108.6%	105.7%	10.3%	42.5%	8.7%	9.2%	155.6%	16.2%
調整後每股盈餘	336.3%	152.8%	108.6%	106.0%	10.6%	42.5%	8.7%	9.1%	145.5%	15.8%

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

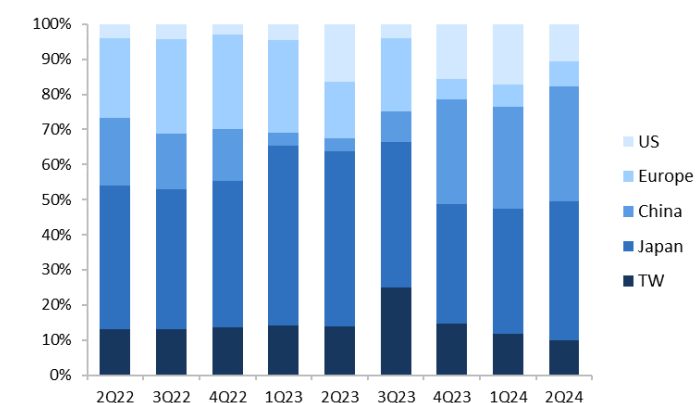
視陽光學 1998 年在台灣成立，主要從事隱形眼鏡的 OEM/ODM 業務，是目前全球第五大、亞洲第一大的矽水膠隱形眼鏡製造商，矽水膠營收佔比達 80% 以上。2009 年明基材料轉投資視陽，目前持股比例為 14.82%，2013 年發表了世界首款矽水膠彩拋。2Q24 視陽地區別營收佔比：亞洲(日本、中國、台灣) 76%、歐洲 16%、美國 8%。

圖 29：視陽產能擴張趨勢



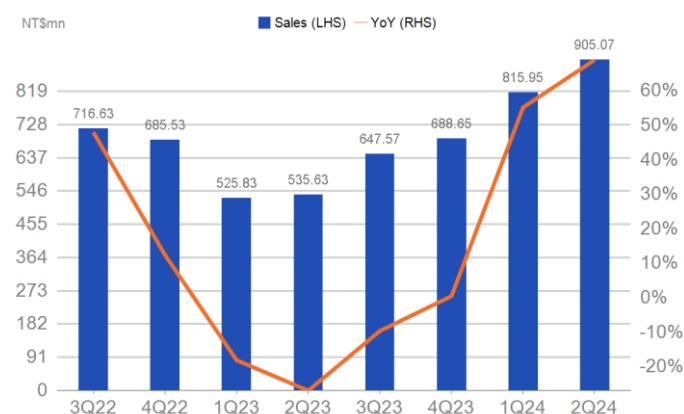
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 30：營收組成



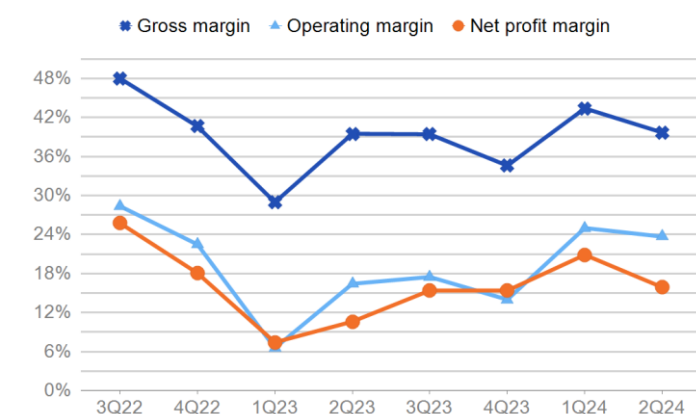
資料來源：公司資料

圖 31：營收趨勢



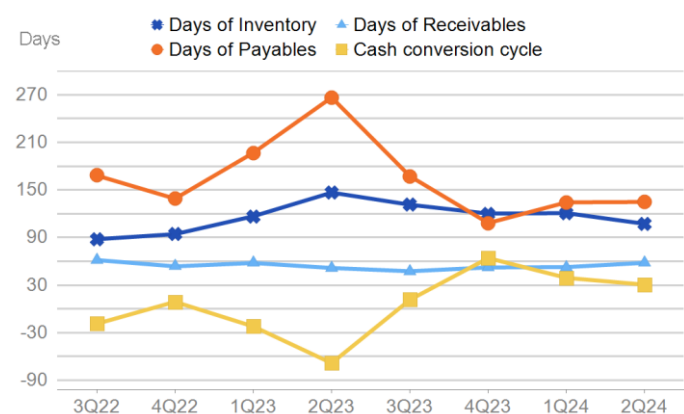
資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 34：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：**視陽整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微領先的位置，但在電子元件行業中的公司中排名略微落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**視陽的整體曝險屬於低等水準，但仍略優於電子元件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、資源利用、公司自有碳排等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**視陽在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司的資訊揭露很差，顯示對投資者和公眾的責任不夠。公司有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但缺乏關鍵領域的政策和計劃。儘管如此，公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 35：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	24.2
在 ESG 議題上的曝險 (A)	33.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	28.1
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	48

資料來源：Sustainalytics (2024/8/28)

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	351	1,801	521	875	1,063
存貨	291	462	606	688	710
應收帳款及票據	313	300	374	632	686
其他流動資產	45	88	282	249	249
流動資產	999	2,652	1,784	2,444	2,708
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,215	1,764	1,890	1,952	2,192
無形資產	146	147	98	87	87
其他非流動資產	770	731	952	989	989
非流動資產	2,130	2,642	2,940	3,028	3,268
資產總額	3,129	5,294	4,724	5,472	5,975
應付帳款及票據	178	188	172	259	274
短期借款	48	47	44	24	24
什項負債	813	721	669	923	923
流動負債	1,040	956	885	1,206	1,222
長期借款	882	1,161	833	770	770
其他負債及準備	94	68	24	18	18
長期負債	976	1,229	857	788	788
負債總額	2,016	2,185	1,742	1,994	2,010
股本	547	630	630	630	630
資本公積	38	1,431	1,431	1,431	1,431
保留盈餘	744	1,143	1,098	1,537	2,024
什項權益	(216)	(120)	(194)	(140)	(140)
歸屬母公司之權益	1,113	3,084	2,965	3,457	3,945
非控制權益	0	25	17	21	21
股東權益總額	1,113	3,109	2,982	3,478	3,966

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	444	614	295	753	875
折舊及攤提	242	336	405	417	480
本期營運資金變動	(67)	(151)	(213)	(243)	(60)
其他營業資產 及負債變動	(11)	186	(133)	(5)	(18)
營運活動之現金流量	608	985	353	921	1,278
資本支出	(533)	(932)	(449)	(369)	(720)
本期長期投資變動	0	0	0	(1)	0
其他資產變動	(216)	(31)	(490)	7	0
投資活動之現金流量	(748)	(963)	(939)	(395)	(720)
股本變動	0	83	0	0	0
本期負債變動	360	168	(299)	(14)	0
現金增減資	0	1,475	0	0	0
支付現金股利	(60)	(219)	(347)	(151)	(370)
其他調整數	(13)	(98)	(21)	(9)	0
融資活動之現金流量	288	1,409	(667)	(174)	(370)
匯率影響數	(33)	19	(28)	2	0
本期產生現金流量	114	1,450	(1,281)	354	187
自由現金流量	75	53	(96)	552	558

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	1,965	2,778	2,398	3,651	3,928
銷貨成本	(1,125)	(1,545)	(1,541)	(2,093)	(2,181)
營業毛利	839	1,233	857	1,558	1,747
營業費用	(433)	(523)	(525)	(629)	(693)
推銷費用	(178)	(159)	(174)	(181)	(196)
研究費用	(122)	(161)	(153)	(213)	(226)
管理費用	(133)	(200)	(195)	(246)	(270)
其他費用	0	(4)	(3)	10	0
營業利益	407	710	332	929	1,054
利息收入	0	1	13	7	7
利息費用	(21)	(32)	(33)	(30)	(30)
利息收入淨額	(21)	(31)	(20)	(22)	(22)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(6)	19	(10)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	25	15	(6)	(21)	2
稅前純益	404	713	296	885	1,033
所得稅費用	39	(99)	(2)	(133)	(158)
少數股權淨利	0	(3)	(7)	12	18
歸屬母公司之稅後純益	444	617	302	740	857
稅前息前折舊攤銷前淨利	668	1,081	734	1,346	1,534
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.11	11.11	4.79	11.75	13.61

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	28.7	41.4	(13.7)	52.3	7.6
營業利益	151.4	74.6	(53.2)	179.7	13.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	117.5	61.9	(32.1)	83.5	14.0
稅後純益	246.4	38.4	(52.0)	155.6	16.2
調整後每股盈餘	244.9	37.0	(56.9)	145.5	15.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	42.7	44.4	35.8	42.7	44.5
營業利益率	20.7	25.6	13.9	25.5	26.8
稅前息前淨利率	19.5	24.5	11.0	25.5	26.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	34.0	38.9	30.6	36.9	39.1
稅前純益率	20.6	25.7	12.4	24.3	26.3
稅後純益率	22.6	22.2	12.6	20.3	21.8
資產報酬率	16.6	14.6	5.9	14.8	15.3
股東權益報酬率	45.5	29.1	9.7	21.4	21.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	181.1	70.3	58.4	57.3	50.7
淨負債權益比(%)	52.1	(19.1)	11.9	(2.3)	(6.8)
利息保障倍數 (倍)	19.8	23.2	10.0	30.9	35.9
流動比率 (%)	96.1	277.3	201.6	202.7	221.6
速動比率 (%)	68.1	229.0	133.1	145.6	163.5
淨負債 (NT\$百萬元)	580	(594)	356	(81)	(268)
調整後每股淨值 (NT\$)	20.35	48.96	47.06	54.88	62.62
評價指標 (倍)					
本益比	27.3	19.9	46.3	18.9	16.3
股價自由現金流量比	186.0	262.4	--	25.3	25.0
股價淨值比	10.9	4.5	4.7	4.0	3.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	20.9	12.9	19.0	10.4	9.1
股價營收比	7.1	5.0	5.8	3.8	3.6

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。

視陽 (6782 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>.