

2024 年 9 月 30 日

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 225.00 元
目標價
3 個月 271.00 元
12 個月 271.00 元

望隼(4771 TT)

buy

近期報告日期、評等及前日股價

望隼中國市場有望受惠，2H24 進入旺季。

投資建議：基於(1)中國政策推動消費復甦，望隼中國市場佔比 6 成，2H24 進入旺季並且毛利率回升。(2)2025 年矽水膠產品陸續推出，為主要成長動能。(3)預估 2025 年 EPS15.08 元，建議 PER 18X，目標價 271 元。

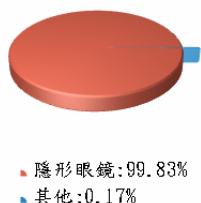
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	579
市值(億元)	130
目前每股淨值(元)	55.33
外資持股比(%)	5.47
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	21.16
融資餘額(張)	46
現金股息配發率(%)	30.04

1H24 EPS6.14 元，預估 2024 年 EPS12.91 元：

1H24 營收 15 億，YOY+41%，EPS6.14 元。毛利率受產能利用率波動影響較大。4Q23 由於產能全滿，毛利率達到 43.4%，1H24 因稼動率下滑至 75%且給予大客戶折扣，毛利率略降至約 40%。隨著 2H24 產能利用率提升至 80%以上，矽水膠產品的推出將進一步提升毛利率，矽水膠價格比水膠高出約 40%，良率穩定在 80-85%之間。

產品組合



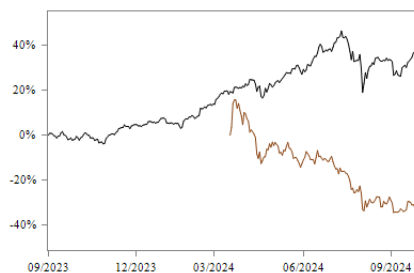
月產能目前為 5,200 萬片，預計年底將提升至 5,400 萬片。25 億台幣興建竹南新總部，預計 2026 年完工，月產能達到 6,000 萬片，最終達到 1.6 億片。中國廠區預計 2025 年 6 月達到滿載。

中國政策促進消費，望隼 2H24 進入旺季，08/2024 開始出貨矽水膠透片，1H25 預計取得矽水膠彩片中國許可證：

中國市場是望隼的最大收入來源，佔營收 60%，YOY+55%。望隼在中國市場的競爭力來自於其本地化生產的優勢，沒有進口關稅和運輸成本的壓力。08/2024 月開始出貨矽水膠產品，預計 1Q25-2Q25 取得矽水膠彩片許可證。

股價相對大盤走勢

— 4771 — TWSE



日本市場佔營收 36%，YOY+27%。儘管日本市場滲透率較高，但仍對具備特殊功能的隱形眼鏡產品有需求，例如散光、多焦點產品和濾藍光鏡片。公司預計 2024 年推出第二代濾藍光鏡片，將濾藍光比例從 15%提升至 30%。矽水膠產品也將於 2Q25 取得日本市場認證。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	2,572	3,194	3,705	553	704	807	768	730	805	891	809	850
營業毛利淨額	1,025	1,299	1,536	210	288	350	310	284	330	375	327	348
營業利益	832	1,009	1,227	179	244	285	239	222	252	296	250	272
稅後純益	562	748	873	117	171	185	183	173	180	212	178	193
稅後 EPS(元)	9.71	12.91	15.08	2.01	2.95	3.19	3.16	2.98	3.11	3.66	3.07	3.34
毛利率(%)	39.86%	40.68%	41.47%	37.98%	40.92%	43.37%	40.41%	38.95%	41.00%	42.04%	40.40%	40.91%
營業利益率(%)	32.35%	31.59%	33.11%	32.28%	34.72%	35.33%	31.13%	30.38%	31.34%	33.18%	30.89%	31.96%
稅後純益率(%)	21.86%	23.41%	23.57%	21.07%	24.28%	22.89%	23.80%	23.67%	22.35%	23.80%	21.94%	22.76%
營業收入 YoY/QoQ(%)	40.23%	24.17%	16.00%	8.67%	27.18%	14.65%	-4.78%	-4.98%	10.31%	10.68%	-9.17%	5.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	79.65%	32.94%	16.82%	29.11%	46.53%	8.08%	-0.97%	-5.51%	4.13%	17.89%	-16.29%	8.95%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 5.79 億元計算。

2024 年 9 月 30 日

ESG：

望隼展開「永續經營(ESG)計畫」，成立企業永續發展委員會，以企業核心精神與專業，落實永續經營各項目標，促進永續的經濟成長、社會發展與環境保護，提升企業競爭力與發揮藥業之影響力。

公司概況：

望隼成立於 2012 年，專注於軟式拋棄型隱形眼鏡的研發、製造和銷售，主要產品包括日拋和半年拋美瞳片，以及濾藍光產品。公司目前擁有三個工廠，分別位於台灣竹南（兩座）和中國江蘇河陽廠。

1H24 EPS6.14 元，預估 2024 年 EPS12.91 元：

1H24 營收占比：一般透片 40%、一般美瞳片 42%、濾藍光透片 8%、濾藍光美瞳片 10%。

1H24 營收 15 億，YOY+41%，EPS6.14 元。毛利率受產能利用率波動影響較大。4Q23 由於產能全滿，毛利率達到 43.4%，1H24 因稼動率下滑至 75% 且給予大客戶折扣，毛利率略降至約 40%。隨著 2H24 產能利用率提升至 80% 以上，預期毛利率將回到四成以上水準。

矽水膠產品的推出將進一步提升毛利率，矽水膠價格比水膠高出約 40%，良率穩定在 80-85% 之間。

月產能目前為 5,200 萬片，預計年底將提升至 5,400 萬片。25 億台幣興建竹南新總部，預計 2026 年完工，月產能達到 6,000 萬片，最終達到 1.6 億片。中國廠區預計 2025 年 6 月達到滿載。

中國政策促進消費，望隼 2H24 進入旺季，08/2024 開始出貨矽水膠透片，1H25 預計取得矽水膠彩片中國許可證：

中國市場是望隼的最大收入來源，佔營收 60%，YOY+55%。望隼在中國市場的競爭力來自於其本地化生產的優勢，沒有進口關稅和運輸成本的壓力。08/2024 月開始出貨矽水膠產品，預計 1Q25-2Q25 取得矽水膠彩片許可證。

中國的隱形眼鏡市場呈現出線上快速增長的趨勢，YOY+24%，抖音平台增長最大。然而經濟下行和低價產品的崛起（拼多多）導致日拋產品銷售受抑，半年拋美瞳的銷售比重提升。

日本市場佔營收 36%，YOY+27%。儘管日本市場滲透率較高，但仍對具備特殊功能的隱形眼鏡產品有需求，例如散光、多焦點產品和濾藍光鏡片。公司預計 2024 年推出第二代濾藍光鏡片，將濾藍光比例從 15% 提升至 30%。矽水膠產品也將於 2Q25 取得日本市場認證。

台灣市場相對較小，佔總營收約 4%。其他新興市場如東南亞已開始出貨，並計劃中期進軍美國市場。美國市場的發展將依賴於未來 1-2 年內的新產品，包括矽水膠透片和近視控制產品。

2024 年 9 月 30 日

2024-2025 將陸續推出矽水膠產品：

矽水膠產品：2024 年開始小量出貨，預計 2025 年將成為主要貢獻產品。矽水膠具有透氧性 (DK/t) 高達 100，含水率達 60%，優於傳統水膠，並且毛利率也將高出 3-5%。

散光與多焦點鏡片：預計在 2H24 至 2025 年推出，針對日本和中國市場對特殊功能鏡片的需求。

濾藍光鏡片：第二代濾藍光產品將進一步提升濾藍光比例，有望增加該類產品的營收比重。

投資建議：基於(1)中國政策推動消費復甦，望隼中國市場佔比 6 成，2H24 進入旺季並且毛利率回升。(2)2025 年矽水膠產品陸續取推出，為主要成長動能。(3)預估 2025 年 EPS15.08 元，建議 PER 18X，目標價 271 元。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 30 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	2,889	3,210	4,463	5,166	7,409
流動資產	1,336	1,574	1,757	2,675	2,152
現金及約當現金	581	919	800	1,380	1,059
應收帳款與票據	523	416	621	807	701
存貨	205	219	257	373	299
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,132	1,296	2,334	1,650	647
負債總計	1,081	1,188	2,427	2,545	3,998
流動負債	472	548	954	1,206	1,147
應付帳款及票據	83	104	182	152	247
非流動負債	609	639	1,473	1,369	2,786
權益總計	1,809	2,022	2,036	2,621	3,411
普通股股本	520	520	525	579	579
保留盈餘	269	477	618	1,204	1,994
母公司業主權益	1,424	1,638	1,787	2,299	2,998
負債及權益總計	2,889	3,210	4,463	5,166	7,409

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	1,420	1,834	2,572	3,194	3,705
營業成本	928	1,137	1,547	1,895	2,168
營業毛利淨額	492	697	1,025	1,299	1,536
營業費用	175	331	193	290	310
營業利益	317	366	832	1,009	1,227
EBITDA	506	625	1,123	937	1,107
業外收入及支出	13	12	-5	26	0
稅前純益	330	382	835	1,035	1,227
所得稅	52	65	179	214	263
稅後純益	234	313	562	748	873
稅後 EPS(元)	4.04	5.41	9.71	12.91	15.08
完全稀釋 EPS**	4.04	5.41	9.71	12.91	15.08

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 5.79【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 5.79 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	66.02%	29.21%	40.23%	24.17%	16.00%
營業毛利淨額	70.36%	41.81%	47.02%	26.72%	18.25%
營業利益	112.79%	15.65%	127.27%	21.25%	21.61%
稅後純益	59.96%	33.68%	79.65%	32.94%	16.82%

獲利能力分析(%)

毛利率	34.64%	38.02%	39.86%	40.68%	41.47%
EBITDA(%)	35.67%	34.08%	43.67%	29.32%	29.87%
營益率	22.30%	19.96%	32.35%	31.59%	33.11%
稅後純益率	16.49%	17.06%	21.86%	23.41%	23.57%
總資產報酬率	8.10%	9.75%	12.60%	14.47%	11.79%
股東權益報酬率	12.94%	15.48%	27.62%	28.52%	25.60%

償債能力檢視

負債比率(%)	37.40%	37.00%	54.38%	49.26%	53.96%
負債/淨值比(%)	59.74%	58.73%	119.22%	97.07%	117.20%
流動比率(%)	283.00%	287.03%	184.17%	221.75%	187.60%

其他比率分析

存貨天數	72.93	68.04	56.11	60.65	56.51
應收帳款天數	114.52	93.51	73.62	81.61	74.28

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	389	758	959	1,182	1,448
稅前純益	330	382	835	1,035	1,227
折舊及攤銷	169	234	279	232	79
營運資金變動	-155	114	-165	-332	276
其他營運現金	45	28	10	246	-133
投資活動現金	-393	-288	-1,394	-1,433	-5,088
資本支出淨額	-422	-277	-1,355	-965	-1,319
長期投資變動	0	0	0	0	0
其他投資現金	30	-11	-39	-469	-3,769
籌資活動現金	280	-134	325	832	3,319
長借/公司債變動	3	78	851	-104	1,416
現金增資	176	0	0	0	0
發放現金股利	0	-78	-130	-236	-174
其他籌資現金	101	-134	-396	1,172	2,076
淨現金流量	275	338	-118	580	-322
期初現金	305	581	919	800	1,380
期末現金	581	919	800	1,380	1,059

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 30 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	509	553	704	807	768	730	805	891	809	850	963	1,083
營業成本	331	343	416	457	458	446	475	516	482	502	563	621
營業毛利淨額	178	210	288	350	310	284	330	375	327	348	401	461
營業費用	53	32	44	65	71	63	78	79	77	76	78	78
營業利益	124	179	244	285	239	222	252	296	250	272	322	383
業外收入及支出	1	1	16	-15	14	10	1	1	0	0	0	0
稅前純益	125	179	260	270	253	232	253	297	250	272	322	383
所得稅	26	32	58	63	57	39	54	64	54	58	69	82
稅後純益	90	117	171	185	183	173	180	212	178	193	230	272
最新股本	579	579	579	579	579	579	579	579	579	579	579	579
稅後EPS(元)	1.56	2.01	2.95	3.19	3.16	2.98	3.11	3.66	3.07	3.34	3.97	4.71

獲利能力(%)

毛利率(%)	34.89%	37.98%	40.92%	43.37%	40.41%	38.95%	41.00%	42.04%	40.40%	40.91%	41.60%	42.60%
營業利益率(%)	24.41%	32.28%	34.72%	35.33%	31.13%	30.38%	31.34%	33.18%	30.89%	31.96%	33.48%	35.36%
稅後純益率(%)	17.74%	21.07%	24.28%	22.89%	23.80%	23.67%	22.35%	23.80%	21.94%	22.76%	23.86%	25.17%

QoQ(%)

營業收入淨額	-6.93%	8.67%	27.18%	14.65%	-4.78%	-4.98%	10.31%	10.68%	-9.17%	5.00%	13.35%	12.40%
營業利益	-21.91%	43.69%	36.80%	16.65%	-16.08%	-7.27%	13.79%	17.18%	-15.46%	8.64%	18.76%	18.71%
稅前純益	-17.73%	43.75%	44.94%	3.98%	-6.28%	-8.40%	9.06%	17.16%	-15.71%	8.64%	18.76%	18.71%
稅後純益	-16.96%	29.11%	46.53%	8.08%	-0.97%	-5.51%	4.13%	17.89%	-16.29%	8.95%	18.83%	18.56%

YoY(%)

營業收入淨額	N.A	N.A	35.00%	47.48%	50.89%	31.93%	14.43%	10.47%	5.37%	16.44%	19.65%	21.51%
營業利益	N.A	N.A	75.59%	79.06%	92.43%	24.18%	3.30%	3.76%	4.53%	22.47%	27.81%	29.48%
稅前純益	N.A	N.A	73.95%	78.24%	103.03%	29.37%	-2.65%	9.69%	-1.34%	17.02%	27.42%	29.10%
稅後純益	N.A	N.A	74.71%	69.81%	102.50%	48.19%	5.31%	14.87%	-2.90%	11.96%	27.77%	28.50%

註1：稅後EPS以股本5.79億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。