

2024 年 10 月 30 日

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 212.50 元
目標價
3 個月 237.00 元
12 個月 237.00 元

精華 (1565 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

2025 年矽水膠產品將在日本上市，帶動營收獲利成長

投資建議：基於(1)矽水膠產品將於 2025 年出貨日本市場，帶動稼動率與毛利率提升。(2)台灣市場透過多元化通維持單位數成長。(3) 預估 2025 年 EPS13.17 元，建議 PER 18X，目標價 237 元。

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 504
市值(億元) 107
目前每股淨值(元) 121.19
外資持股比(%) 13.87
投信持股比(%) 0.26
董監持股比(%) 8.02
融資餘額(張) 1,568
現金股息配發率(%) 64.64

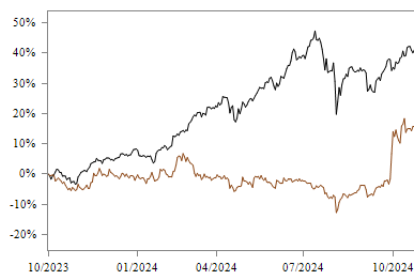
產品組合



■拋棄式鏡片: 99.85%
■其他: 0.15%

股價相對大盤走勢

— 1565 — TWSE



預估 3Q24 EPS3.02 元，全年毛利率優於 1H24：

3Q24 累季產能利用率約 70%，較上半年有所提升。營收水平穩定增長，預估至 2024 年底單季營收水準不低於 4 億元，有望進一步推動全年毛利率改善。費用支出約為 1 億/季度，2024 全年預估支出達 4.8-5 億。

台灣市場與中國市場成長帶動營收上揚，台灣市場 YOY 成長約 8%，中國市場 YOY+40%，而歐洲成長率 20%，僅日本和美洲分別衰退 5% 及 50%。日本市場的衰退主要受日幣疲軟影響，影響到矽水膠新品上市時間遞延。

美洲市場銷售占比僅 2%，衰退主因在於 Hubble 找到第二供應應商，行銷資源減少影響，預期未來美洲市場成長空間有限。

2025 主要成長動能來自日本市場，第二代矽水膠日拋產品將上市銷售：

預計 1H25 日本市場矽水膠第二代日拋產品有望上市，將為整體營收提供顯著支撐。隨著滲透率提升，將逐步拉升公司產能利用率至 75% 以上，有助於優化毛利率。

一條產線生產透片產能約 1300-1400 萬片，彩片約 1000-1200 萬片。目前總共 70 條產線，2 條用於生產矽水膠，公司計畫新增 2 條生產線，屆時產能利用率預估提升至 80%，帶動營收獲利增長。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	4,394	4,535	4,762	1,054	1,134	1,100	996	1,224	1,215	1,122	1,178	1,233
營業毛利淨額	975	1,109	1,232	178	280	264	239	302	304	286	304	322
營業利益	606	671	790	85	186	165	140	182	184	175	193	212
稅後純益	546	629	664	138	107	190	134	152	153	148	162	177
稅後 EPS(元)	10.83	12.49	13.17	2.74	2.13	3.77	2.67	3.02	3.04	2.94	3.22	3.52
毛利率(%)	22.20%	24.46%	25.87%	16.87%	24.72%	24.02%	24.01%	24.70%	25.00%	25.50%	25.81%	26.09%
營業利益率(%)	13.79%	14.80%	16.58%	8.06%	16.39%	15.01%	14.07%	14.90%	15.12%	15.59%	16.38%	17.17%
稅後純益率(%)	12.43%	13.88%	13.94%	13.08%	9.44%	17.27%	13.50%	12.42%	12.59%	13.20%	13.79%	14.37%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-12.18%	3.22%	5.00%	-1.91%	7.64%	-3.05%	-9.40%	22.86%	-0.74%	-7.68%	5.00%	4.68%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-46.43%	15.30%	5.44%	-0.09%	-22.31%	77.34%	-29.22%	13.09%	0.62%	-3.25%	9.72%	9.13%

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 5.04 億元計算。

ESG：

精華光因應企業永續經營所帶來的挑戰與機會，整合各方利害關係人關注之議題，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影響力。

公司簡介：

精華光學成立於 1986 年，主要業務為隱形眼鏡之製造與銷售，產品包含各式拋棄式隱形眼鏡、特殊用途隱形眼鏡及硬式隱形眼鏡等。2024 年前三季營收區域佔比分別為：台灣 13%、其他亞洲區 72%、歐洲市場 13%、美洲市場 2%。其他亞洲區中，中國市場佔 13%，日本市場佔 56% 至 57%。

地區\季度	3Q23 累季	4Q24 累季	YOY
日本	60%	56%	-5%
台灣	13%	13%	8%
歐洲	11%	13%	20%
美洲	4%	2%	-50%
中國	9%	13%	40%

預估 3Q24 EPS3.02 元，全年毛利率優於 1H24：

1H24 毛利率偏低，主因為產能利用率偏低。預計下半年毛利率將隨產能利用率提升至 70% 上下而改善。預估至 2024 年底單季營收水準不低於 4 億元。

2025 年聚焦日本市場吸水膠產品的擴展。預計 1H25 矽水膠第二代日拋產品有望上市，滲透率提升將逐步拉升公司產能利用率至 75% 以上，有助於優化毛利率。

公司目前擁有 70 條生產線，其中 2 條生產矽水膠產品，預計 2025 年上半年將新增 2 條。隨著需求增長，計畫新增 2 條生產線，屆時產能利用率預估提升至 80%。

2025 主要成長動能來自日本市場，第二代矽水膠日拋產品將上市銷售：

日本市場：占比約 56%-57%，但因日幣偏弱，前三季成長率為-5%。新品矽水膠推遲上市至 2025 年，影響 2024 年 YOY 成長預期。估計全年維持單位數衰退。日本市場品牌忠誠度較高，受價格競爭壓力相對較小，預期 2025 年將推出 DKT 120 的第二代矽水膠日拋產品，帶動需求提升。

台灣市場：持續拓展非傳統眼鏡通路，在藥妝及專門眼鏡銷售渠道中見效。新推出的矽水膠日拋產品反應不錯，但受到其他競品如海昌產品的競爭影響，市占成長有限。預計穩定在單位數成長。

2024 年 10 月 30 日

中國市場：成長主要因 2023 年年初進行的 10%-15% 降價策略，其效果在 2024 年累積發酵。觀察 618 和雙 11 訂單未顯現大幅增長。中國市場價格競爭激烈，儘管日系品牌在中國市場並未採取低價策略，但部分產品線仍面臨價格競爭壓力。精華光會調整產品策略以維持競爭力。

歐洲市場：成長主要集中在第三季，預計全年 YOY 增長將在 0%-10% 之間。

美洲市場：因為主要客戶 Hubble 的行銷資源轉移，並增加其他供應商（如 Menicon、視陽）。預估未來 1-2 年在美洲市場不會有顯著成長。

毛利率將隨著矽水膠產品推出，以及稼動率提高而優化：

3Q24 毛利率受產能利用率偏低（約 70%）影響，由於下半年營收增長穩定，每季度預估營收不低於 4 億元，使得毛利率相較上半年有所改善。2024 年全年毛利率預計將略高於上半年，隨著產能利用率逐步上升，成本控制效率將逐步增強。

矽水膠產品目前在整體營收中的占比仍低，並非常態性量產，因此毛利率與水膠產品接近。矽水膠產品的售價高於水膠產品 30%-50%，但因量產未達穩定規模，未能完全顯現毛利優勢。

預計 2025 年第二代矽水膠產品在日本市場穩定供貨後，產能利用率有望提升至 75% 以上，進一步推高毛利率。若產能利用率達到 80% 以上，預期毛利率可進一步上升至 30%-33% 之間。產能效率的提升將使固定成本分攤效益逐步顯現，從而增強毛利表現。

公司已完成後端包裝自動化設備開發，但受限於廠商產能，預計需三年時間完成所有產線自動化升級。自動化升級效益需配合 80% 以上產能利用率才能完全發揮。

缺工問題仍然存在，過去兩年訂單下滑導致人員流動率高，目前人力成本增加對公司獲利造成一定壓力。未來需持續提升產能利用率，以降低人力成本佔比。

投資建議：基於(1)矽水膠產品將於 2025 年出貨日本市場，帶動稼動率與毛利率提升。(2)台灣市場透過多元化通維持單位數成長。(3) 預估 2025 年 EPS13.17 元，建議 PER 18X，目標價 237 元。

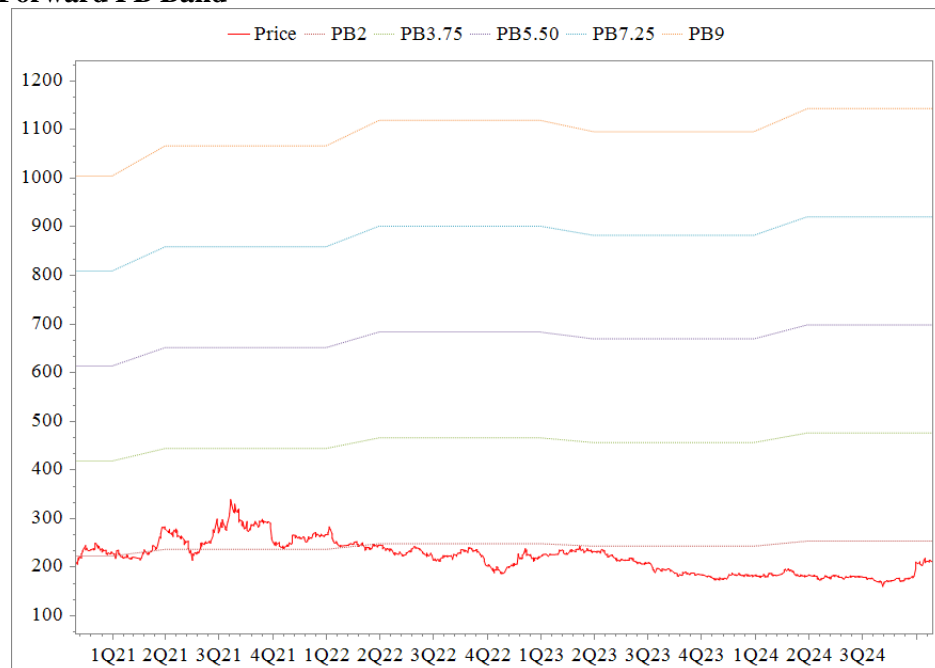
2024 年 10 月 30 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 10 月 30 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	8,600	8,302	7,754	8,256	8,642
流動資產	4,498	4,345	3,905	4,377	4,319
現金及約當現金	2,355	2,283	2,064	2,306	2,279
應收帳款與票據	905	639	684	696	753
存貨	1,176	1,327	1,087	1,323	1,160
採權益法之投資	0	11	12	8	21
不動產、廠房設備	3,793	3,659	3,546	3,671	3,796
負債總計	2,629	2,034	1,618	1,855	1,942
流動負債	2,061	1,565	1,272	1,488	1,468
應付帳款及票據	327	247	264	265	280
非流動負債	568	468	346	366	458
權益總計	5,971	6,268	6,136	6,401	6,700
普通股股本	504	504	504	504	504
保留盈餘	4,950	5,238	5,105	5,370	5,669
母公司業主權益	5,971	6,268	6,136	6,400	6,700
負債及權益總計	8,600	8,302	7,754	8,256	8,642

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	1,240	1,288	966	1,138	1,238
稅前純益	1,154	1,281	679	821	885
折舊及攤銷	320	329	322	331	343
營運資金變動	-149	34	212	-247	121
其他營運現金	-84	-356	-248	233	-110
投資活動現金	-98	-181	-155	-49	-446
資本支出淨額	-78	-135	-146	-140	-140
長期投資變動	0	-45	31	0	0
其他投資現金	-20	-1	-40	91	-306
籌資活動現金	-627	-1,193	-1,030	-846	-820
長借/公司債變動	-178	-192	-103	20	91
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-605	-756	-681	-365	-365
其他籌資現金	156	-245	-247	-502	-547
淨現金流量	511	-71	-220	243	-27
期初現金	1,844	2,355	2,283	2,064	2,306
期末現金	2,355	2,283	2,064	2,306	2,279

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	5,402	5,003	4,394	4,535	4,762
營業成本	3,790	3,529	3,419	3,426	3,530
營業毛利淨額	1,611	1,474	975	1,109	1,232
營業費用	380	402	370	438	442
營業利益	1,231	1,073	606	671	790
EBITDA	1,482	1,608	973	1,202	1,202
業外收入及支出	-78	197	35	149	95
稅前純益	1,154	1,281	679	821	885
所得稅	206	262	133	191	221
稅後純益	948	1,019	546	629	664
稅後 EPS(元)	18.80	20.22	10.83	12.49	13.17
完全稀釋 EPS**	18.51	19.90	10.66	12.29	12.96

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 5.04【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 5.12 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	7.89%	-7.37%	-12.18%	3.22%	5.00%
營業毛利淨額	17.37%	-8.49%	-33.85%	13.76%	11.06%
營業利益	23.05%	-12.88%	-43.53%	10.84%	17.63%
稅後純益	27.20%	7.52%	-46.43%	15.30%	5.44%
獲利能力分析(%)					
毛利率	29.83%	29.47%	22.20%	24.46%	25.87%
EBITDA(%)	27.44%	32.13%	22.15%	26.50%	25.24%
營益率	22.79%	21.44%	13.79%	14.80%	16.58%
稅後純益率	17.55%	20.37%	12.43%	13.88%	13.94%
總資產報酬率	11.02%	12.28%	7.04%	7.62%	7.68%
股東權益報酬率	15.87%	16.26%	8.90%	9.83%	9.91%
償債能力檢視					
負債比率(%)	30.57%	24.50%	20.87%	22.47%	22.47%
負債/淨值比(%)	44.02%	32.45%	26.37%	28.99%	28.99%
流動比率(%)	218.30%	277.56%	306.88%	294.15%	294.15%
其他比率分析					
存貨天數	109.06	129.45	128.90	128.42	128.42
應收帳款天數	58.31	56.34	54.96	55.53	55.53

2024 年 10 月 30 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	1,074	1,054	1,134	1,100	996	1,224	1,215	1,122	1,178	1,233	1,229	1,144
營業成本	851	876	854	836	757	922	911	836	874	911	909	851
營業毛利淨額	223	178	280	264	239	302	304	286	304	322	320	293
營業費用	86	93	94	99	99	120	120	111	111	110	110	97
營業利益	137	85	186	165	140	182	184	175	193	212	210	196
業外收入及支出	52	73	-54	72	36	20	20	22	24	25	25	23
稅前純益	189	158	131	237	176	203	204	197	217	236	235	219
所得稅	51	20	24	48	42	51	51	49	54	59	59	55
稅後純益	138	138	107	190	134	152	153	148	162	177	176	164
最新股本	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504
稅後EPS(元)	2.74	2.74	2.13	3.77	2.67	3.02	3.04	2.94	3.22	3.52	3.49	3.26

獲利能力(%)

毛利率(%)	20.77%	16.87%	24.72%	24.02%	24.01%	24.70%	25.00%	25.50%	25.81%	26.09%	26.07%	25.63%
營業利益率(%)	12.74%	8.06%	16.39%	15.01%	14.07%	14.90%	15.12%	15.59%	16.38%	17.17%	17.10%	17.13%
稅後純益率(%)	12.85%	13.08%	9.44%	17.27%	13.50%	12.42%	12.59%	13.20%	13.79%	14.37%	14.32%	14.35%

QoQ(%)

營業收入淨額	-5.04%	-1.91%	7.64%	-3.05%	-9.40%	22.86%	-0.74%	-7.68%	5.00%	4.68%	-0.29%	-6.93%
營業利益	-30.81%	-37.98%	118.99%	-11.23%	-15.07%	30.07%	0.77%	-4.80%	10.32%	9.68%	-0.69%	-6.76%
稅前純益	-5.96%	-16.18%	-16.86%	80.62%	-25.70%	14.90%	0.62%	-3.26%	9.72%	9.13%	-0.65%	-6.78%
稅後純益	-15.32%	-0.09%	-22.31%	77.34%	-29.22%	13.09%	0.62%	-3.25%	9.72%	9.13%	-0.65%	-6.78%

YoY(%)

營業收入淨額	-12.32%	-18.10%	-1.00%	-2.79%	-7.26%	16.16%	7.11%	2.00%	18.21%	0.73%	1.18%	2.00%
營業利益	-47.69%	-68.60%	-22.92%	-16.58%	2.40%	114.73%	-1.19%	5.96%	37.65%	16.07%	14.39%	12.04%
稅前純益	-39.02%	-58.09%	-41.19%	18.38%	-6.47%	28.20%	55.15%	-16.90%	22.71%	16.55%	15.09%	10.90%
稅後純益	-42.92%	-54.32%	-40.09%	16.57%	-2.56%	10.29%	42.83%	-22.08%	20.78%	16.55%	15.09%	10.90%

註1：稅後EPS以股本5.04億元計算

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。