

## 精華 (1565 TT) St. Shine

營運谷底已過，自動化效益提升及產品組合轉佳使毛利率大幅提升

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月)：NT\$290.0

收盤價 (2024/11/07)：NT\$238.0  
隱含漲幅：21.8%

## 營收組成 (3Q24)

日本 58%、中國 11%、台灣 11%、歐洲 15%、美國 2%、其他 3%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	290.0	195.0
2024年營收 (NT\$/十億)	4.6	4.5
2024年EPS	14.6	12.7

## 交易資料表

市值	NT\$12,000百萬元
外資持股比率	14.8%
董監持股比率	8.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$129.34
負債比	17.7%
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	4,561	5,013
營業利益	1,073	606	824	1,112
稅後純益	1,019	546	737	917
EPS (元)	20.21	10.83	14.62	18.19
EPS YoY (%)	7.5	-46.4	35.0	24.4
本益比 (倍)	11.8	22.0	16.3	13.1
股價淨值比 (倍)	1.9	2.0	1.8	1.7
ROE (%)	16.7	8.8	11.3	13.3
現金殖利率 (%)	5.7%	2.9%	4.6%	5.7%
現金股利 (元)	13.50	7.00	10.97	13.64

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 3Q24 毛利率季增 5.9ppt 至 29.9%，毛利較高的日本及歐洲營收顯著拉升，帶動產能利用率提升至 70%，EPS 3.90 元，優於預期 34%。

◆ 4Q24 營收上修 4%至 12.4 億元，主因日本市場營收表現續強及自動化設備效益浮現，EPS 上修 25%至 4.29 元，QoQ+10%/YoY+102%。

◆ 2024/2025 年 EPS 上修 15%/25%，調升至買進評等，給予目標價 290 元(16 x 2025F EPS 18.19 元)。

## 3Q24 毛利率季增 5.9ppt 至 29.9%，主因產品組合較佳

精華 3Q24 營收 12.2 億元，QoQ+23%/YoY+16%，主因日本及歐洲 2Q24 訂單遞延至 3Q24 出貨；毛利率 29.9%，QoQ+5.9ppt/YoY+13.0ppt，大幅優於元大預期 5.6ppt，主因毛利較高的日本及歐洲市場營收於 3Q24 顯著拉升，使 3Q24 平均產能利用率提升至 70%；營業利益 2.6 億元，QoQ+84%/YoY+204%，優於元大預期 46%；認列外幣兌換損失 1,814 萬元，使歸屬母公司稅後淨利 2.0 億元，EPS 3.90 元，QoQ+46%/YoY+43%，優於元大預期 34%。

## 日本市場營收表現續強，4Q24 營收上修 4%

精華公布 10 月營收 4.13 億元，MoM flat/YoY+11%，4Q24 營收達成率 33%，符合元大預期。4Q24 因 1) 歐洲矽水膠日拋預計 4Q24 取得產品證；2) 自動化設備因人力持續回補使效益浮現，預估可使 11、12 月營收維持在 4~4.2 億元水位；3) 尚有 2Q24 對日本的積欠訂單需出貨，綜合以上，我們將營收上修 4%至 12.4 億元，QoQ+1%/YoY+9%。受惠目前產能利用率已提升至 70%，毛利率上修 4.5ppt 至 29.7%，QoQ-0.1ppt/YoY+5.0ppt；預估稅後淨利 2.2 億元，EPS 4.29 元，上修 25%，QoQ+10%/YoY+102%。

## 2024/2025 年 EPS 各上修 15%/25%，調升至買進評等

展望後市，我們認為精華 1) 將主力放在日本及歐洲兩大高毛利市場，將帶動產品組合轉佳；2) 日本於 2H25 取得矽彩產品證並銷售；3) 2025 年自動化設備更完善，將可逐步滿足訂單需求並提升產能利用率；4) 中國近期的政策挹注及精華對中國降價策略效益延續，訂單穩定回溫，帶動 2024/2025 年 EPS 上修 15%/25%至 14.62 元/18.19 元。我們認為隨自動化效益提升、產品組合轉佳、矽水膠產品開始出貨將成為新引擎，給予 16 倍本益比，以 2025 年 EPS 18.19 元，推得新目標價 290 元，調升至買進評等。

## 營運分析

### 3Q24 毛利率季增 5.9ppt 至 29.9%，主因產品組合較佳

精華 3Q24 營收 12.2 億元，QoQ+22.9%/YoY+16.2%，優於元大/市場預期 9.6%/8.0%，主因 1) 產能瓶頸問題逐步緩解；2) 日本 2Q24 未出貨訂單部分遞延至 3Q24 出貨；3) 歐洲地區因 2Q24 中東戰爭影響船運，兩季的訂單集中在 3Q24 出貨；毛利率 29.9%，QoQ+5.9ppt/YoY+13.0ppt，優於元大/市場預期 5.6ppt/6.0ppt，主因自 6 月份起人力陸續補足，加上毛利較高的日本及歐洲市場營收於 3Q24 顯著拉升，使 3Q24 平均產能利用率得以提升至 70%；營業利益 2.6 億元，QoQ+84.0%/YoY+203.8%，優於元大/市場預期 45.8%/45.7%；3Q24 因認列外幣兌換損失 1,814 萬元，使歸屬母公司稅後淨利 1.96 億元，EPS 3.90 元，QoQ+46.1%/YoY+42.5%，優於元大/市場預期 34.1%/29.2%。

3Q24 地區別營收佔比(營收年增率)如下：台灣 11% (YoY+1%)、日本 58% (YoY+18%)、中國 11% (YoY+7%)、其他亞洲 3% (YoY+20%)、歐洲 15% (YoY+65%)、美國 2% (YoY-53%)。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	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	1,054	996	1,224	22.9%	16.2%	1,117	1,133	9.6%	8.0%
營業毛利	178	239	366	53.0%	105.8%	272	270	34.7%	35.4%
營業利益	85	140	258	84.0%	203.8%	177	177	45.8%	45.7%
稅前利益	158	176	246	39.1%	55.3%	183	190	34.1%	29.2%
稅後淨利	138	134	196	46.1%	42.5%	146	152	34.1%	29.2%
調整後 EPS (元)	2.73	2.67	3.90	46.1%	42.5%	2.90	3.01	34.1%	29.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	16.9%	24.0%	29.9%	5.9	13.0	24.3%	23.8%	5.6	6.0
營業利益率	8.1%	14.1%	21.1%	7.0	13.0	15.8%	15.6%	5.2	5.5
稅後純益率	13.1%	13.5%	16.0%	2.6	3.0	13.5%	13.4%	2.6	2.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 日本市場營收表現續強，4Q24 營收上修 4%

精華公布 10 月營收 4.13 億元，MoM flat/YoY+11.1%，4Q24 營收達成率 33%，符合元大預期。2024 年中國市場降價策略效益延續，訂單穩定回溫，但雙十一購物節訂單拉貨動能不及 2023 年，惟中國市場營收佔比僅 11%，對整體營收影響不大，除此之外，4Q24 受惠 1) 歐洲矽水膠日拋預計 4Q24 取得產品證；2) 自動化設備因人力持續回補使效益浮現，預估可使 11、12 月營收維持在 4~4.2 億元水位；3) 尚有 2Q24 對日本的積欠訂單需出貨，綜合以上，我們將營收上修 3.7%至 12.4 億元，QoQ+1.4%/YoY+9.4%。

受惠目前產能利用率已提升至 70%，預估 4Q24 毛利率上修 4.5ppt 至 29.7%，QoQ-0.1ppt/YoY+5.0ppt；預估 4Q24 營業利益上修 26.6%至 2.6 億元，QoQ+1.1%/YoY+40.3%；預估 4Q24 稅後淨利 2.2 億元，EPS 4.29 元，上修 25.4%，QoQ+10.2%/YoY+102.0%。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,134	1,224	1,241	1.4%	9.4%	1,197	1,220	3.7%	1.7%
營業毛利	280	366	369	0.9%	31.7%	302	305	22.3%	20.9%
營業利益	186	258	261	1.1%	40.3%	206	206	26.6%	26.6%
稅前利益	131	246	270	10.2%	105.7%	216	222	25.4%	21.8%
稅後淨利	107	196	216	10.2%	102.0%	173	178	25.4%	21.6%
調整後 EPS (元)	2.12	3.90	4.29	10.2%	102.0%	3.42	3.53	25.4%	21.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	24.7%	29.9%	29.7%	-0.1	5.0	25.2%	25.0%	4.5	4.7
營業利益率	16.4%	21.1%	21.0%	-0.1	4.6	17.2%	16.9%	3.8	4.1
稅後純益率	9.4%	16.0%	17.4%	1.4	8.0	14.4%	14.6%	3.0	2.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 4Q24 可望取得歐洲矽水膠許可證

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，其中日本將於 1~2Q25 出貨矽水膠新產品，遞延主因日本地區仍有第一代矽水膠產品出貨中，且產品口碑不錯，近一年來日本客戶對第二代矽水膠新產品詢問度極高，並與精華合力提升產品舒適度及對品質進行嚴格把關，本次新品之透氧率(DK 值)自第一代矽水膠產品的 80 提高至 110，將提高日本客戶行銷投放意願，規格提升亦可望吸引新客群購買；2) 歐洲目前僅取得第一代矽水膠月拋的銷售許可證，預計從 2Q24 遞延至 4Q24 取得第二代矽水膠日拋銷售許可證；3) 美國申請的第二代矽水膠日拋證照，已於 3Q24 取得許可證，惟 Hubble 已與視陽合作，短期內與精華無合作案；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。

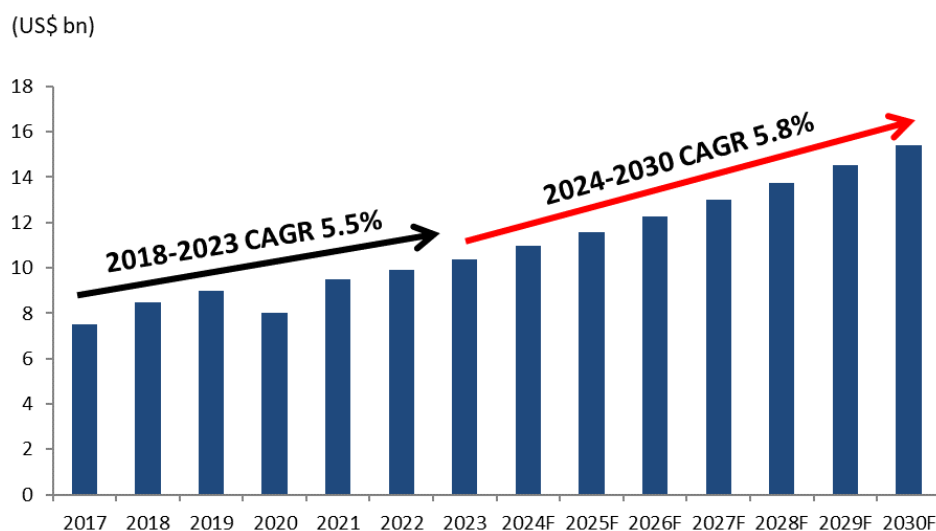
## 產業概況

### 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。

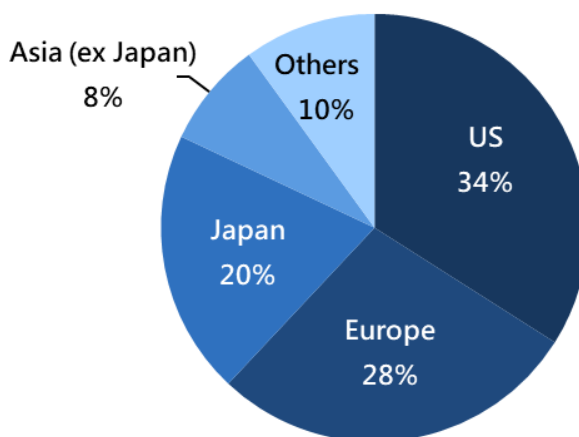
2023 年全球隱形眼鏡市場規模約 100 億美元，年增 4.5%，預估 2024-2030 年 CAGR 為 5.8%。研究指出，全球近視人口從 2020 年的 26.2 億人(佔總人口 34%) 提升至 2050 年的 47.6 億人(佔總人口 50%)，全球屈光不正人口增加及保健意識提升為隱形眼鏡市場成長動能。2022 年美國、歐洲、日本、其他亞洲在全球隱形眼鏡市佔率分別為 39.5%、28%、20%、8%，但亞洲人口數及近視普及率高於歐美，由此可見亞洲市場隱形眼鏡的使用率仍低，未來主要成長動能來自亞洲需求所帶動。

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

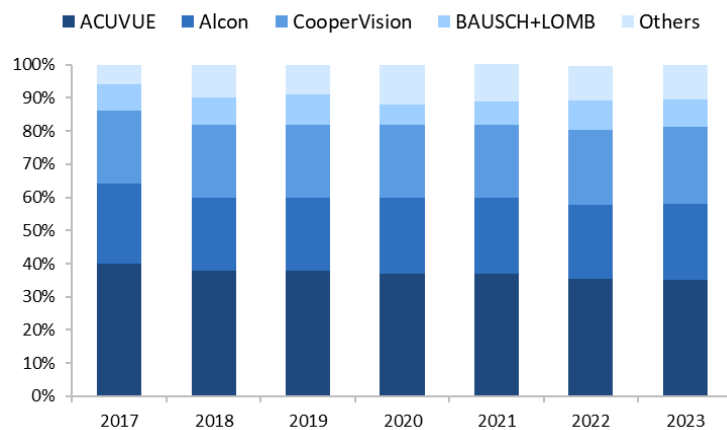


資料來源：Contact Lens Spectrum、元大投顧

## 隱形眼鏡四大品牌廠市佔率逐年遭侵蝕

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

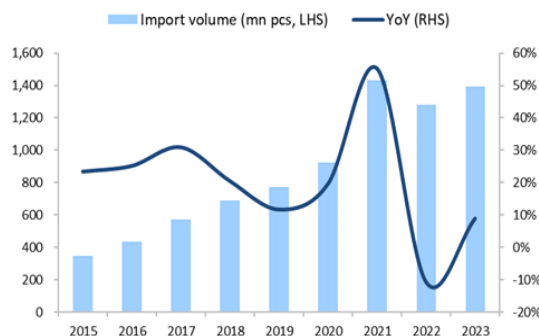


資料來源：CooperVision、元大投顧

## 中國隱形眼鏡市場成長快速，並高度依賴台灣進口

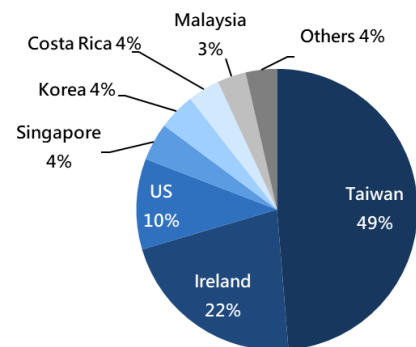
2015-2023 年中國隱形眼鏡進口量 CAGR 達 19%，反映中國隱形眼鏡需求快速成長，且大量仰賴進口。2023 年中國隱形眼鏡進口量為 13.9 億片，年增 9%，其中約 49% 來自台灣，顯示中國隱形眼鏡市場對於台灣廠商的依賴性高。中國隱形眼鏡滲透率僅 8%，遠低於其他東亞地區(日本 32%、韓國 30%、香港 35%、台灣 34%)，顯示中國市場極大的成長空間。

圖 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，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 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
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%。

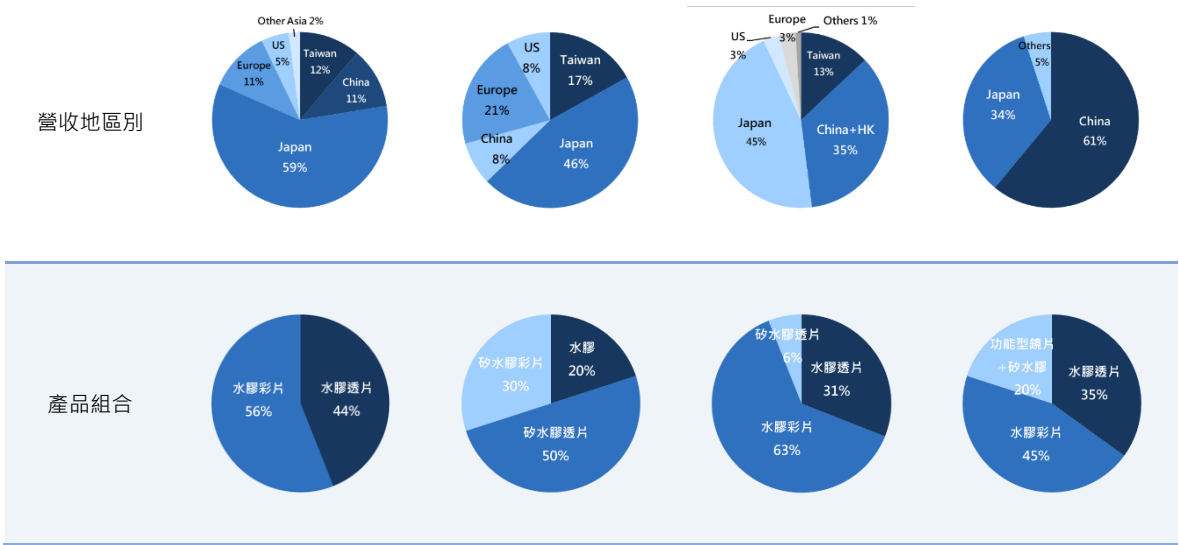
日本市場穩定成長，除了彩片產品熱賣，隨健康意識提升，對於高透氧率的矽水膠鏡片需求增加，日本當地品牌除了持續推出水膠透明片、彩片新產品，也開始推出矽水膠透明片、彩片產品，釋出大量代工訂單給台廠，具競爭力廠商在日本地區營收可成長雙位數，主因台灣代工廠協助日本當地品牌自國際大廠贏得市佔率。台廠中，最初以具高代工 CP 值的精華，成功打入日本的透片及彩片水膠市場；而後晶碩再以提供更高 CP 值的代工，搶攻日本隱形眼鏡市場，台廠在日本市場市佔率持續提升；近年來望隼、視陽憑藉具競爭力的矽水膠及功能性隱形眼鏡代工業務在日本市場亦獲得其一席之地。

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%。然晶碩 2024 年中國地區營收表現不如預期，主因近年來在飽受中國市場殺價競爭壓力下，晶碩仍未加入價格競爭，壓抑其中國地區營收成長。
- **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 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	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

圖 10：台灣主要隱形眼鏡公司矽水膠取證進度

	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		80-90%
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 4M25 台灣 4M26 中國		11M24-2M25 日本 6M25 美國 3M26 台灣 6M26 歐洲 3M27 中國	5%
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



## 獲利調整與股票評價

### 2024/2025 年 EPS 各上修 15%/25%至 14.62 元/18.19 元，調升至買進評等

展望後市，我們認為精華 1) 將主力放在日本及歐洲兩大高毛利市場，將帶動產品組合轉佳；2) 日本可望於 2H25 取得矽水膠彩片產品證後開始銷售；3) 2025 年自動化設備將日益完善，並隨人力持續回補，使自動化效益逐漸顯現，將可逐步滿足訂單需求並提升產能利用率；4) 中國近期的政策挹注可望於 2025 年緩解消費降級趨勢，加上降價策略效益延續，訂單穩定回溫。綜合以上，我們將 2024/2025 年營收上修 1.6%/7.3%至 45.6 億/50.1 億元，YoY+3.8%/+9.9%；毛利率上修 2.8ppt/3.3ppt 至 27.2%/30.5%，YoY+5.0ppt/+3.3ppt；EPS 上修 14.8%/24.9%至 14.62 元/18.19 元，YoY+35.0%/+24.4%。

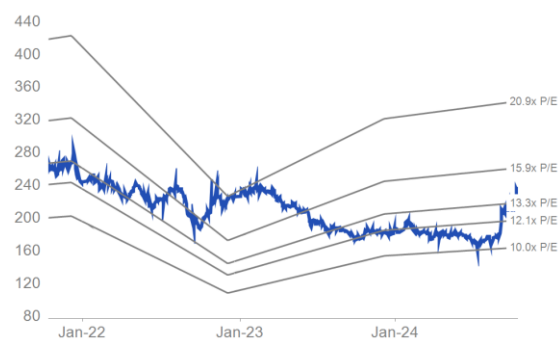
精華股價目前位於 2025 年預估 EPS 的 13.08 倍，我們認為隨自動化效益提升、產品組合轉佳、矽水膠產品開始出貨將成為新引擎，考量 2025 年國內同業本益比區間 13~16 倍，及精華過去三年本益比區間 11~22 倍，給予 16 倍本益比，以 2025 年 EPS 18.19 元，推得新目標價 290 元，調升至買進評等。

圖 11：2024 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	4,561	4,490	5,013	4,670	1.6%	7.3%
營業毛利	1,238	1,092	1,529	1,270	13.4%	20.4%
營業利益	824	709	1,112	890	16.2%	24.9%
稅前利益	930	803	1,146	918	15.8%	24.8%
稅後淨利	737	642	917	734	14.8%	24.9%
調整後 EPS (元)	14.62	12.74	18.19	14.57	14.8%	24.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	27.2%	24.3%	30.5%	27.2%	2.8	3.3
營業利益率	18.1%	15.8%	22.2%	19.1%	2.3	3.1
稅後純益率	16.2%	14.3%	18.3%	15.7%	1.9	2.6

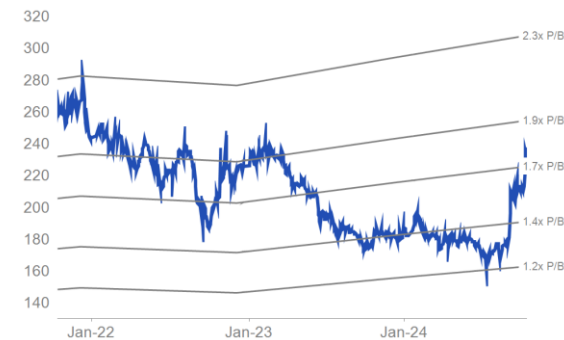
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：12 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 14：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	買進	238.0	375	10.83	14.62	18.19	22.0	16.3	13.1	(46.4)	35.0	24.4
國際同業													
Seed	7743 JP	未評等	496.0	97	(12.6)	22.0	43.9	--	22.6	11.3	--	--	99.6
Menicon	7780 JP	未評等	1692.0	839	97.2	83.4	98.2	17.4	20.3	17.2	13.5	(14.2)	17.7
Interojo	119610 KS	未評等	24900.0	235	1103.5	--	--	22.6	--	--	(25.0)	--	--
Cooper	COO US	未評等	103.8	20,668	1.5	3.7	4.1	69.9	28.4	25.4	(24.1)	146.2	11.5
Alcon	ALC US	未評等	81.2	45,482	1.7	2.6	3.1	48.8	30.8	26.6	163.8	58.8	15.5
國際同業平均					238.2	27.9	37.3	39.7	25.5	20.1	32.0	63.6	36.1
國內同業													
視陽	6782 TT	買進	219.5	428	4.8	11.8	13.6	45.9	18.7	16.1	(41.0)	145.5	15.8
晶碩	6491 TT	買進	371.0	895	22.8	23.5	27.5	16.3	15.8	13.5	5.4	2.8	16.9
望隼	4771 TT	未評等	202.5	360	10.8	12.7	15.5	18.8	15.9	13.1	79.0	18.0	22.0
國內同業平均					12.8	16.0	18.9	27.0	16.8	14.2	14.5	55.4	18.2

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 15：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	買進	238.0	375	8.8	11.3	13.3	121.75	129.34	136.56	2.0	1.8	1.7
國際同業													
Seed	7743 JP	未評等	496.0	97	(2.6)	4.5	7.3	473.8	484.0	613.0	1.1	1.0	0.8
Menicon	7780 JP	未評等	1692.0	839	10.7	9.1	9.4	983.5	1044.2	1131.2	1.7	1.6	1.5
Interojo	119610 KS	未評等	24900.0	235	15.0	--	--	14932.0	--	--	1.7	--	--
Cooper	COO US	未評等	103.8	20,668	8.7	8.0	9.1	38.1	40.2	42.7	2.7	2.6	2.4
Alcon	ALC US	未評等	81.2	45,482	5.5	7.3	8.5	37.0	37.3	39.1	2.2	2.2	2.1
國際同業平均					7.4	7.2	8.5	3292.9	401.4	456.5	1.9	1.9	1.7
國內同業													
視陽	6782 TT	買進	219.5	428	10.2	21.4	21.7	47.1	54.9	62.6	4.7	4.0	3.5
晶碩	6491 TT	買進	371.0	895	16.7	16.7	17.6	136.6	140.7	156.4	2.7	2.6	2.4
望隼	4771 TT	未評等	202.5	360	32.9	27.9	24.9	34.1	44.0	--	5.9	4.6	--
國內同業平均					19.9	22.0	21.4	72.6	79.9	109.5	4.4	3.7	2.9

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 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

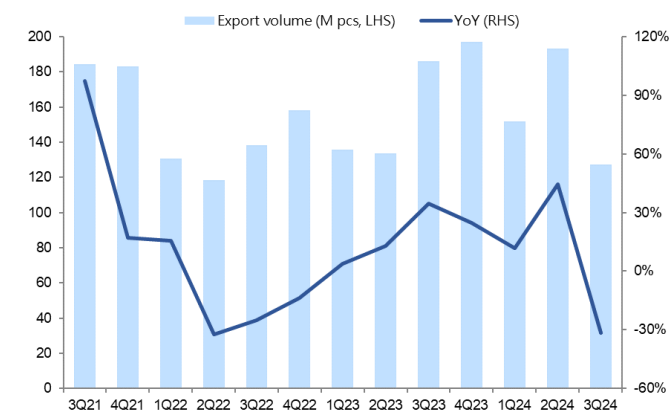
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,100	996	1,224	1,241	1,205	1,227	1,278	1,303	4,561	5,013
銷貨成本	(836)	(757)	(858)	(872)	(844)	(854)	(884)	(901)	(3,323)	(3,484)
營業毛利	264	239	366	369	361	373	394	402	1,238	1,529
營業費用	(99)	(99)	(108)	(108)	(99)	(102)	(107)	(108)	(414)	(417)
營業利益	165	140	258	261	262	270	287	293	824	1,112
業外利益	72	36	(12)	9	6	12	6	10	106	34
稅前純益	237	176	246	270	268	282	293	303	930	1,146
所得稅費用	(48)	(42)	(49)	(54)	(54)	(56)	(59)	(61)	(193)	(229)
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	134	196	216	214	225	235	242	737	917
調整後每股盈餘(NT\$)	3.77	2.67	3.90	4.29	4.25	4.47	4.66	4.81	14.62	18.19
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%	24.0%	29.9%	29.7%	30.0%	30.4%	30.8%	30.8%	27.2%	30.5%
營業利益率	15.0%	14.1%	21.1%	21.0%	21.7%	22.0%	22.4%	22.5%	18.1%	22.2%
稅前純益率	21.6%	17.7%	20.1%	21.8%	22.2%	23.0%	23.0%	23.3%	20.4%	22.9%
稅後純益率	17.3%	13.5%	16.0%	17.4%	17.8%	18.4%	18.4%	18.6%	16.2%	18.3%
有效所得稅率	20.0%	23.8%	19.9%	20.0%	20.1%	19.9%	20.1%	20.1%	20.8%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-3.0%	-9.4%	22.9%	1.4%	-2.9%	1.8%	4.2%	2.0%		
營業利益	-11.2%	-15.1%	84.0%	1.1%	0.4%	3.1%	6.3%	2.1%		
稅後純益	77.3%	-29.2%	46.1%	10.2%	-0.9%	5.1%	4.4%	3.0%		
調整後每股盈餘	77.8%	-29.2%	46.1%	10.2%	-1.0%	5.2%	4.2%	3.3%		
年增率(%)										
營業收入	-2.8%	-7.3%	16.2%	9.4%	9.6%	23.2%	4.4%	5.0%	3.8%	9.9%
營業利益	-16.6%	2.4%	203.8%	40.3%	58.7%	92.6%	11.2%	12.3%	36.0%	35.0%
稅後純益	16.6%	-2.6%	42.5%	102.0%	12.7%	67.3%	19.9%	12.0%	35.0%	24.4%
調整後每股盈餘	16.7%	-2.6%	42.5%	102.0%	12.8%	67.4%	19.4%	12.0%	35.0%	24.4%

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

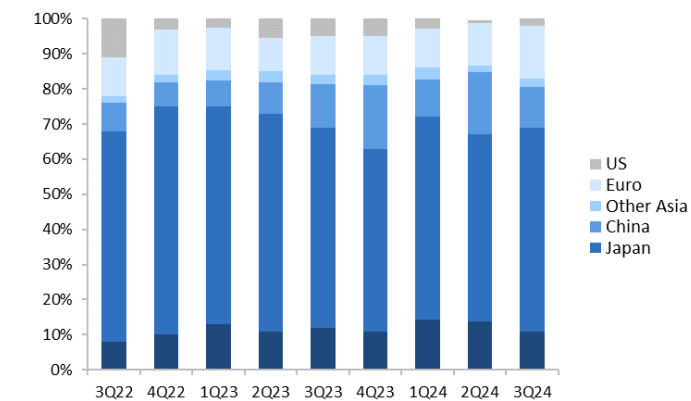
精華光學成立於 1986 年，專注於隱形眼鏡的生產及銷售，產品以「帝康」品牌行銷台灣，並在台灣以外地區經營隱形眼鏡 OEM/ODM 業務，1996 年取得 ISO 與 CE 認證資格，隨後並不斷通過台灣衛福部 GMP 認證、美國、加拿大及澳洲等區域之 MDSAP 認證。3Q24 地區別營收如下：日本 58%、中國 11%、台灣 11%、歐洲 15%、美國 2%、其他 3%。

圖 17：台灣對中國隱形眼鏡出口片數趨勢



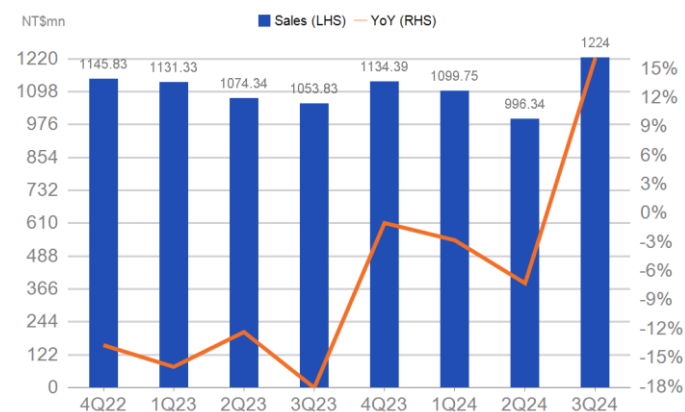
資料來源：公司資料、海關進出口統計

圖 18：營收組成



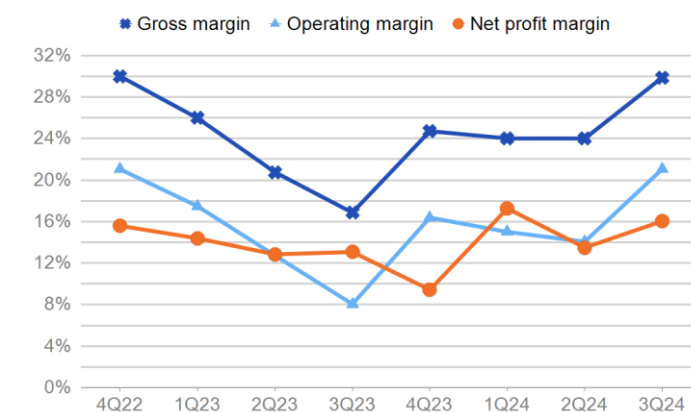
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



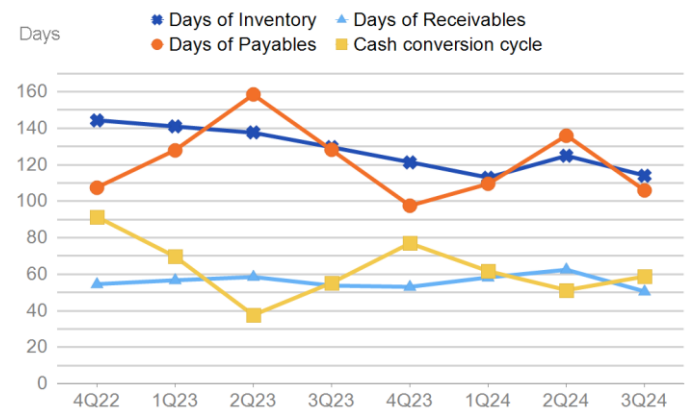
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



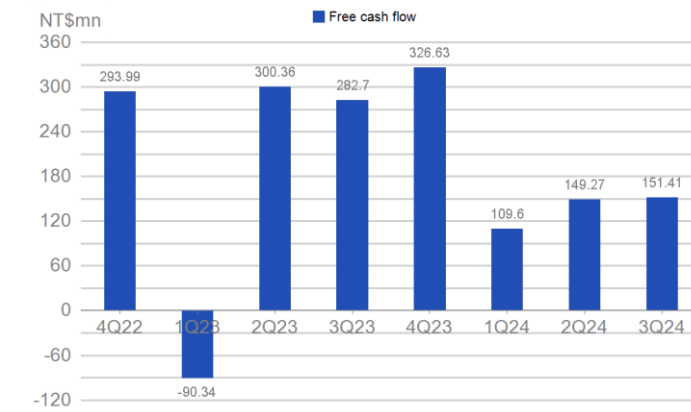
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：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，表明對投資者和公眾的責任不足。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 23：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 (2024/11/7)

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	2,254	2,675
存貨	1,176	1,327	1,087	1,056	1,145
應收帳款及票據	905	639	684	716	799
其他流動資產	62	95	70	87	87
流動資產	4,498	4,345	3,905	4,113	4,706
採用權益法之投資	0	11	12	60	60
固定資產	3,793	3,659	3,546	3,397	3,201
無形資產	3	2	4	3	3
其他非流動資產	305	284	287	321	321
非流動資產	4,102	3,957	3,849	3,780	3,585
資產總額	8,600	8,302	7,754	7,893	8,291
應付帳款及票據	327	247	264	226	260
短期借款	400	200	0	0	0
什項負債	1,333	1,119	1,009	828	828
流動負債	2,061	1,565	1,273	1,054	1,088
長期借款	495	392	289	212	212
其他負債及準備	74	76	56	106	106
長期負債	568	469	346	318	318
負債總額	2,629	2,034	1,618	1,372	1,406
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	5,489	5,853
什項權益	(9)	0	1	2	2
歸屬母公司之權益	5,971	6,268	6,136	6,521	6,885
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	5,971	6,268	6,136	6,521	6,885

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	737	917
折舊及攤提	320	329	322	282	270
本期營運資金變動	(131)	71	190	(37)	(139)
其他營業資產 及負債變動	103	(130)	(92)	(181)	0
營運活動之現金流量	1,240	1,288	966	802	1,048
資本支出	(78)	(135)	(146)	(102)	(74)
本期長期投資變動	0	11	2	(1)	0
其他資產變動	(20)	(57)	(10)	(181)	0
投資活動之現金流量	(98)	(181)	(155)	(147)	(74)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	22	(392)	(303)	(77)	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(605)	(756)	(681)	(353)	(553)
其他調整數	(44)	(45)	(47)	(35)	0
融資活動之現金流量	(627)	(1,193)	(1,030)	(465)	(553)
匯率影響數	(4)	14	0	0	0
本期產生現金流量	511	(71)	(220)	190	420
自由現金流量	1,162	1,153	819	699	973

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	4,561	5,013
銷貨成本	(3,790)	(3,529)	(3,419)	(3,323)	(3,484)
營業毛利	1,611	1,474	975	1,238	1,529
營業費用	(380)	(402)	(370)	(414)	(417)
推銷費用	(197)	(197)	(176)	(189)	(190)
研究費用	(54)	(49)	(70)	(94)	(94)
管理費用	(150)	(160)	(128)	(133)	(133)
其他費用	21	4	5	2	0
營業利益	1,231	1,073	606	824	1,112
利息收入	2	12	38	35	35
利息費用	(11)	(10)	(10)	(9)	(9)
利息收入淨額	(8)	2	28	26	26
投資利益(損失)淨額	0	(3)	0	1	0
匯兌損益	(89)	193	33	0	0
其他業外收入(支出)淨額	20	16	13	79	8
稅前純益	1,154	1,281	679	930	1,146
所得稅費用	(206)	(262)	(133)	(193)	(229)
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	737	917
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,484	1,619	1,011	1,106	1,382
調整後每股盈餘 (NT\$)	18.80	20.21	10.83	14.62	18.19

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)	3.8	9.9
營業利益	23.0	(12.9)	(43.5)	36.0	35.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	15.5	9.1	(37.6)	9.4	25.0
稅後純益	27.2	7.5	(46.4)	35.0	24.4
調整後每股盈餘	27.2	7.5	(46.4)	35.0	24.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	29.8	29.5	22.2	27.2	30.5
營業利益率	22.8	21.4	13.8	18.1	22.2
稅前息前淨利率	21.2	25.4	15.2	18.1	22.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	27.5	32.4	23.0	24.3	27.6
稅前純益率	21.4	25.6	15.5	20.4	22.9
稅後純益率	17.6	20.4	12.4	16.2	18.3
資產報酬率	11.4	12.1	6.8	9.4	11.3
股東權益報酬率	16.3	16.7	8.8	11.3	13.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	44.0	32.5	26.4	21.0	20.4
淨負債權益比(%)	(24.5)	(27.0)	(28.9)	(31.3)	(35.8)
利息保障倍數 (倍)	110.7	131.9	67.4	104.7	128.8
流動比率 (%)	218.3	277.6	306.9	390.2	432.4
速動比率 (%)	159.0	189.5	217.5	290.0	327.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,460)	(1,691)	(1,774)	(2,042)	(2,463)
調整後每股淨值 (NT\$)	118.48	124.36	121.75	129.34	136.56
評價指標 (倍)					
本益比	12.7	11.8	22.0	16.3	13.1
股價自由現金流量比	10.3	10.3	14.5	17.0	12.2
股價淨值比	2.0	1.9	2.0	1.8	1.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.0	7.4	11.8	10.8	8.6
股價營收比	2.2	2.4	2.7	2.6	2.4

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。



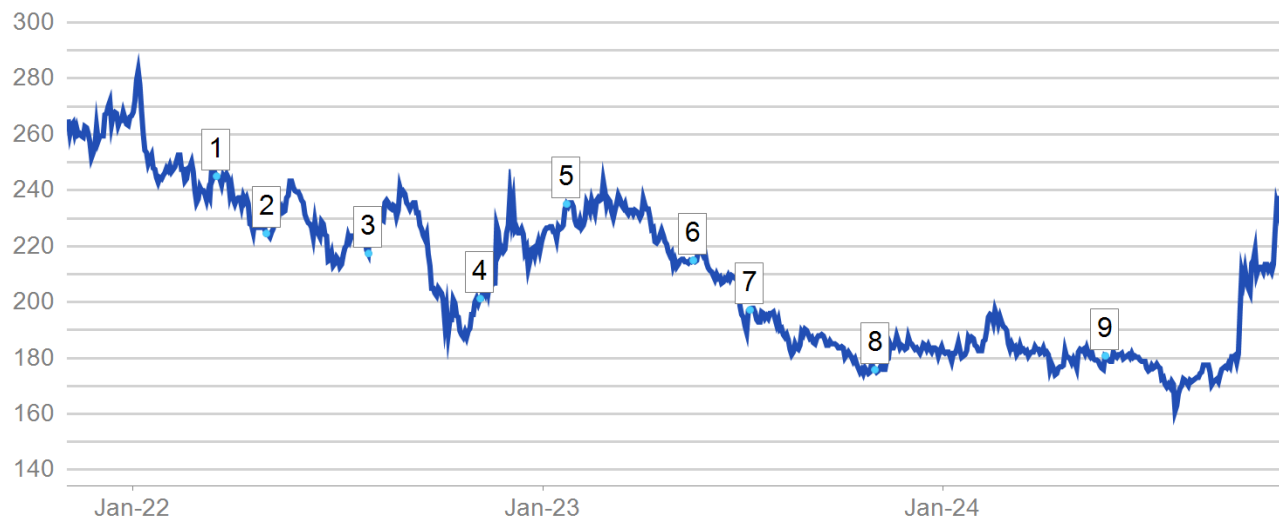
附錄：重要揭露事項

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

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20220324	288.00	325.00	276.47	持有-超越同業	蔣欣穎
2	20220510	265.50	305.00	259.45	持有-超越同業	蔣欣穎
3	20220804	257.00	275.00	233.93	持有-超越同業	蔣欣穎
4	20221109	224.00	225.00	202.32	持有-落後同業	蔣欣穎
5	20230202	259.50	250.00	224.80	持有-落後同業	蔣欣穎
6	20230529	238.50	225.00	202.32	持有-落後同業	蔣欣穎
7	20230718	219.00	230.00	206.81	持有-落後同業	蔣欣穎
8	20231106	183.50	195.00	187.48	持有-落後同業	蔣欣穎
9	20240603	188.00	195.00	187.48	持有-超越同業	蔣欣穎

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 仁愛路三段 157 號 4 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>.