

## 視陽 (6782 TT) Visco Vision

短期因產品組合不佳使毛利率承壓，但仍看好歐美市場需求強勁

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$250.0

收盤價 (2024/11/20) : NT\$207.0  
隱含漲幅 : 20.8%

## 營收組成 (3Q24)

亞洲 73%、歐洲 21%、美洲 7%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	250.0	300.0
2024年營收 (NT\$/十億)	3.8	3.7
2024年EPS	11.0	11.8

## 交易資料表

市值	NT\$13,040百萬元
外資持股比率	9.2%
董監持股比率	16.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$62.45
負債比	32.5%
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	3,781	4,130
營業利益	710	332	833	954
稅後純益	617	302	692	790
EPS (元)	11.11	4.79	10.99	12.54
EPS YoY (%)	37.0	-56.9	129.5	14.1
本益比 (倍)	18.6	43.2	18.8	16.5
股價淨值比 (倍)	4.2	4.4	3.3	3.0
ROE (%)	29.1	9.7	17.6	18.0
現金殖利率 (%)	2.7%	1.2%	2.7%	3.0%
現金股利 (元)	5.50	2.40	5.49	6.27

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 3Q24 毛利率低於預期 7.9ppt，受產品組合差及匯率不利因素影響；因認列業外匯兌利益及所得稅利益，EPS QoQ+38%，低於預期 5%。

◆ 預估 4Q24 日本、歐洲需求強勁，營收上修 4%；預估產品組合尚無法轉佳，毛利率下修 5.6ppt，EPS 下修 18%，QoQ-10%/YoY+70%。

◆ 看好視陽在歐美市場快速成長、日本矽彩需求強勁，給予新目標價 250 元(20 x 2025F EPS 12.54 元)，重申買進評等。

## 3Q24 毛利率因產品組合差及匯率不利因素，低於預期 7.9ppt

視陽 3Q24 營收 10.4 億元，QoQ+15%/YoY+60%，主因歐洲出貨矽水膠老花多焦片及中國雙十一訂單集中於 3Q 出貨；毛利率 35.7%，QoQ-4.0ppt/YoY-3.7ppt，低於本中心/市場預期 7.9ppt/ 6.9ppt，主要受產品組合差及匯率不利因素影響；營業利益 2.0 億元，QoQ-8%/YoY+74%，低於本中心/市場預期 21%/24%，但業外認列股利收入 833 萬元、利息收入 249 萬元，加上認列所得稅利益 70 萬元，使稅後淨利 2.0 億元，EPS 3.15 元，QoQ+38%/YoY+99%，低於元大/市場預期 5%/7%。

## 4Q24 日本、歐洲需求強勁，營收上修 4%至年增 49%

展望 4Q24，預期日本客戶矽水膠彩片需求依然強勁，加上開始出貨矽水膠散光片新品，故將 4Q24 營收上修 4%至 10.2 億元，QoQ-1%/YoY+49%；因歐洲矽水膠日拋（較低毛利率）有續訂訂單 (repeat order)，而預估中國地區月拋產品出貨減少，產品組合仍較差，預估毛利率下修 5.6ppt 至 38.4%，QoQ+2.7ppt/YoY+3.8ppt；EPS 下修 18%至 2.85 元，QoQ-10%/YoY+70%。

## 看好視陽歐美市場快速成長、日本矽彩需求強勁

我們認為視陽 1) 在歐洲/美洲地區受惠終端消費者口碑良好，客戶拉貨力道強勁，且歐洲地區出貨矽水膠老花多焦片新品、2) 日本地區受惠 2024 年增加許多新產品及新客戶，且 10 月開始出貨矽水膠散光鏡片，看好未來可接到許多續訂訂單，且將持續推出矽水膠彩片新產品，綜合以上，我們將 2024/2025 年營收上修 4%/5%至 38 億/41 億元；考量歐美消費者偏好配戴較低毛利率的日拋產品，將毛利率下修 3.6ppt/3.9ppt 至 39.0%/40.5%；EPS 下修 7%/8%至 10.99 元/12.54 元。我們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，給予新目標價 250 元 (20 x 2025F EPS 12.54 元)，重申買進評等。

## 營運分析

### 3Q24 毛利率低於預期 7.9ppt，主要受產品組合差及匯率不利因素影響

視陽 3Q24 營收 10.4 億元，QoQ+14.6%/YoY+60.2%，主因 1) 歐洲矽水膠老花多焦鏡片開始出貨、2) 中國雙十一訂單主要集中在 3Q24 出貨、3) 日本客戶庫存去化順利，矽水膠需求同步升溫，推動新舊客戶增加矽水膠產品線，穩定提升銷量，並同時增開新品備貨。毛利率 35.7%，QoQ-4.0ppt/YoY-3.7ppt，低於本中心/市場預期 7.9ppt/6.9ppt，主因 1) 3Q24 歐洲出貨成長較多，主要集中在矽水膠透片日拋產品，部分日本客戶在市場上推出的矽水膠彩拋反應佳，另外也有出貨矽水膠透片新品，增加整體矽水膠彩拋佔比，而月拋產品占比降低，使產品組合單價較 2Q24 減少大於 5%；2) 因高階矽水膠新品(老花、散光片)首次鋪貨，視陽有給予優惠價格；3) 出貨強勁需求下，3Q24 產能稼動率超過 90%，營收維持高檔，使人工及製造成本得以有效降低，雖日幣回升，但馬幣兌美元亦升值，不利整體生產成本；4) 3Q24 新的彩片設備提列折舊攤提。營業利益達 2.0 億元，QoQ-7.9%/YoY+74.4%，低於本中心/市場預期 20.8%/24.0%，但業外認列股利收入 833 萬元、利息收入 249 萬元，加上認列所得稅利益 70 萬元，使稅後淨利 2.0 億元，EPS 3.15 元，QoQ+38.0%/YoY+99.1%，低於元大/市場預期 4.5%/6.7%。

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	648	905	1,037	14.6%	60.2%	946	1,000	9.6%	3.7%
營業毛利	255	359	370	3.1%	45.1%	413	426	-10.2%	-13.0%
營業利益	113	214	197	-7.9%	74.4%	249	260	-20.8%	-24.0%
稅前利益	114	189	198	4.7%	73.0%	244	258	-19.0%	-23.2%
稅後淨利	100	144	199	38.0%	99.1%	208	213	-4.5%	-6.7%
調整後 EPS (元)	1.58	2.28	3.15	38.0%	99.1%	3.30	3.38	-4.5%	-6.7%
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%	35.7%	-4.0	-3.7	43.6%	42.6%	-7.9	-6.9
營業利益率	17.5%	23.7%	19.0%	-4.7	1.6	26.4%	26.0%	-7.3	-7.0
稅後純益率	15.4%	15.9%	19.1%	3.3	3.7	22.0%	21.3%	-2.8	-2.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 日本矽彩及歐美矽透需求強勁，4Q24 營收上修 3.9%至年增 49%

視陽公告 10 月營收 3.89 億元，月增 25.6%/年增 78.5%，4Q24 營收達成元大預估之 42%，優於元大預期，月增主因 1) 9 月受兩個颱風影響，有些原本要出貨到中國的訂單遞延到 10 月出貨；2) 歐美地區考量到海運所需時間，提前對年底聖誕假期備貨；3) 日本地區出貨矽水膠散光片新品。

展望 4Q24，預期日本客戶矽水膠彩片需求依然強勁，加上開始出貨矽水膠散光片新品，故將 4Q24 營收上修 3.9%至 10.2 億元，QoQ-1.4%/YoY+48.5%；因歐洲矽水膠日拋(較低毛利率)有續訂訂單(repeat order)，而預估中國地區月拋產品出貨減少，產品組合仍較差，惟產能利用率可維持 90%以上水位，且公司持續採取降低材料成本的方案，我們預估毛利率 38.4%，QoQ+2.7ppt/YoY+3.8ppt，下修 5.6ppt；稅後淨利下修 17.7%至 1.8 億元，EPS 2.85 元，QoQ-9.5%/YoY+69.5%。

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	689	1,037	1,023	-1.4%	48.5%	984	976	3.9%	4.8%
營業毛利	238	370	393	6.1%	65.0%	433	419	-9.2%	-6.2%
營業利益	96	197	217	10.1%	125.5%	261	256	-16.8%	-15.2%
稅前利益	76	198	212	7.4%	178.7%	256	244	-17.0%	-12.9%
稅後淨利	106	199	180	-9.5%	69.5%	218	204	-17.7%	-12.0%
調整後 EPS (元)	1.68	3.15	2.85	-9.5%	69.5%	3.46	3.24	-17.7%	-12.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	34.6%	35.7%	38.4%	2.7	3.8	44.0%	42.9%	-5.6	-4.5
營業利益率	14.0%	19.0%	21.3%	2.2	7.3	26.6%	26.3%	-5.3	-5.0
稅後純益率	15.4%	19.1%	17.6%	-1.6	2.2	22.2%	20.9%	-4.6	-3.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 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 3：2025 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

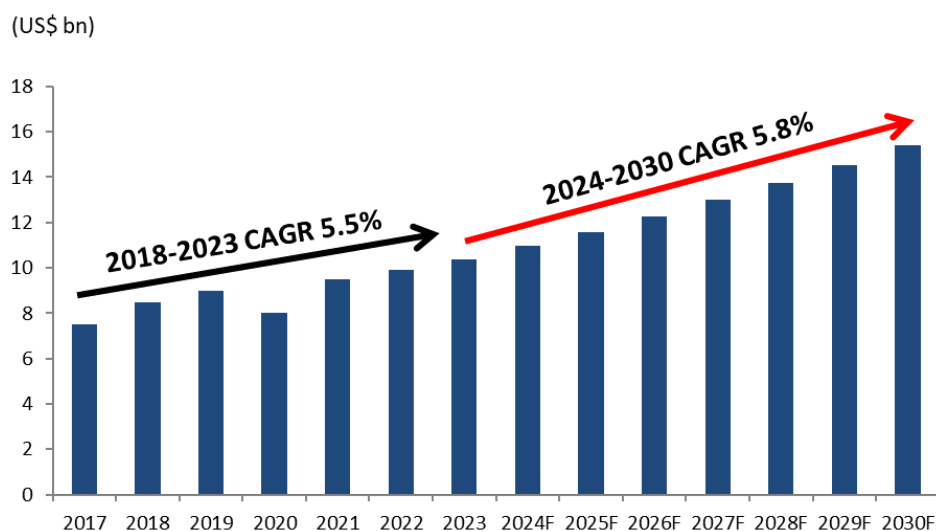
## 產業概況

### 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。

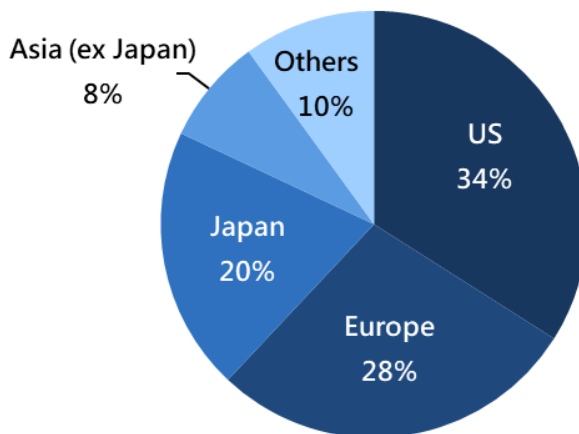
2023 年全球隱形眼鏡市場規模約 100 億美元，年增 4.5%，預估 2024-2030 年 CAGR 為 5.8%。研究指出，全球近視人口從 2020 年的 26.2 億人(佔總人口 34%)提升至 2050 年的 47.6 億人(佔總人口 50%)，全球屈光不正人口增加及保健意識提升為隱形眼鏡市場成長動能。2022 年美國、歐洲、日本、其他亞洲在全球隱形眼鏡市佔率分別為 39.5%、28%、20%、8%，但亞洲人口數及近視普及率高於歐美，由此可見亞洲市場隱形眼鏡的使用率仍低，未來主要成長動能來自亞洲需求所帶動。

圖 4：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

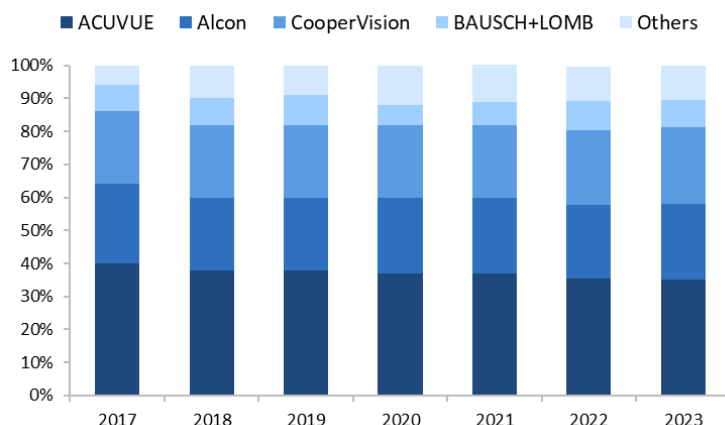
圖 5：全球隱形眼鏡市場分布



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 6：隱形眼鏡四大品牌廠市佔率逐年遭侵蝕

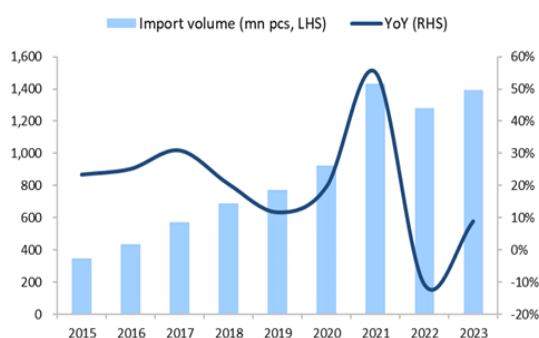


資料來源：CooperVision、元大投顧

## 中國隱形眼鏡市場成長快速，並高度依賴台灣進口

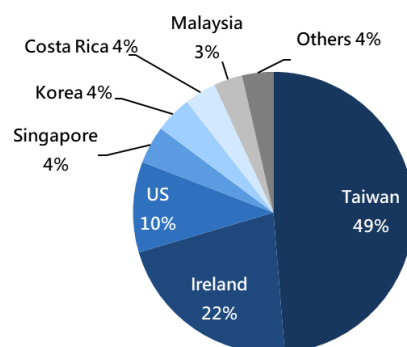
2015-2023 年中國隱形眼鏡進口量 CAGR 達 19%，反映中國隱形眼鏡需求快速成長，且大量仰賴進口。2023 年中國隱形眼鏡進口量為 13.9 億片，年增 9%，其中約 49% 來自台灣，顯示中國隱形眼鏡市場對於台灣廠商的依賴性高。中國隱形眼鏡滲透率僅 8%，遠低於其他東亞地區(日本 32%、韓國 30%、香港 35%、台灣 34%)，顯示中國市場極大的成長空間。

圖 7：中國隱形眼鏡進口量趨勢



資料來源：Wind、元大投顧

圖 8：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 9：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%。

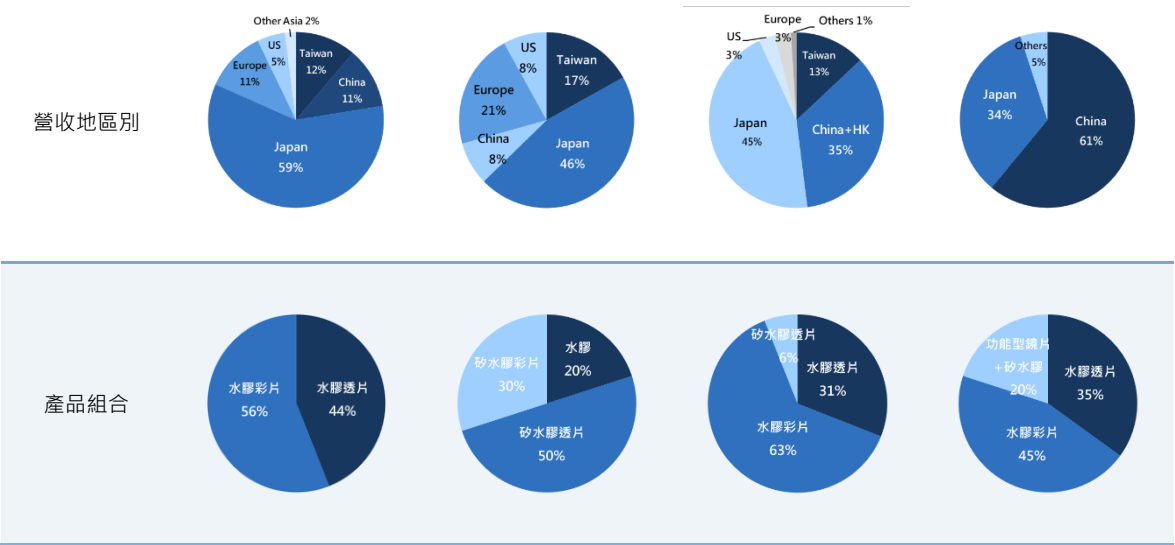
日本市場穩定成長，除了彩片產品熱賣，隨健康意識提升，對於高透氧率的矽水膠鏡片需求增加，日本當地品牌除了持續推出水膠透明片、彩片新產品，也開始推出矽水膠透明片、彩片產品，釋出大量代工訂單給台廠，具競爭力廠商在日本地區營收可成長雙位數，主因台灣代工廠協助日本當地品牌自國際大廠贏得市佔率。台廠中，最初以具高代工 CP 值的精華，成功打入日本的透片及彩片水膠市場；而後晶碩再以提供更高 CP 值的代工，搶攻日本隱形眼鏡市場，台廠在日本市場市佔率持續提升；近年來望隼、視陽憑藉具競爭力的矽水膠及功能性隱形眼鏡代工業務在日本市場亦獲得其一席之地。

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害者。

圖 10：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

### 看好視陽矽彩及高階矽水膠產品寡佔地位，2024/2025 年營收上修 4%/5%

展望後市，我們認為視陽在歐洲/美洲地區受惠終端消費者口碑良好，客戶拉貨力道強勁，加上歐洲地區出貨矽水膠老花多焦片新品，預估歐洲/美洲市場 2025 年營收 YoY+20%/+13%；而日本地區則受惠 2024 年增加許多新產品及新客戶，且 10 月開始出貨矽水膠散光鏡片，看好未來可接到許多續訂訂單，且將持續推出矽水膠彩片新產品，預估日本市場 2025 年營收 YoY+10%，綜合以上，我們將 2024/2025 年營收上修 3.6%/5.2%至 37.8 億/41.3 億元，YoY+57.7%/+9.2%；考量未來歐美地區營收成長強勁，惟歐美消費者偏好配戴較低毛利率的日拋產品，我們將毛利率下修 3.6ppt/3.9ppt 至 39.0%/40.5%，YoY+3.3ppt/1.5ppt；稅後淨利下修 6.5%/7.9%至 6.9 億/7.9 億元，EPS 10.99 元/12.54 元，YoY+129.5%/+14.1%。

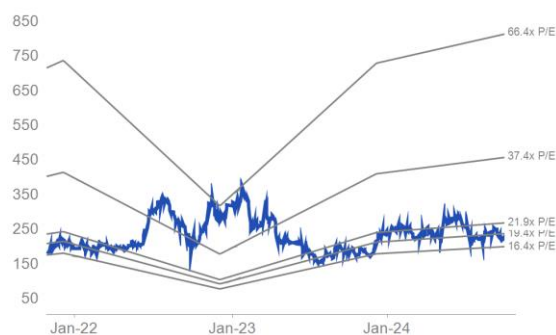
視陽股價目前位於 2025 年預估 EPS 的 16.5 倍本益比，我們長線看好視陽在矽水膠彩片及高階矽水膠鏡片產品代工的寡佔地位，給予 20 倍本益比，以 2025 年 EPS 12.54 元，推得新目標價 250 元，重申買進評等。

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	3,781	3,651	4,130	3,928	3.6%	5.2%
營業毛利	1,476	1,558	1,674	1,747	-5.3%	-4.2%
營業利益	833	929	954	1,054	-10.3%	-9.5%
稅前利益	795	885	935	1,033	-10.2%	-9.6%
稅後淨利	692	740	790	857	-6.5%	-7.9%
調整後 EPS (元)	10.99	11.75	12.54	13.61	-6.5%	-7.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	39.0%	42.7%	40.5%	44.5%	-3.6	-3.9
營業利益率	22.0%	25.4%	23.1%	26.8%	-3.4	-3.7
稅後純益率	18.3%	20.3%	19.1%	21.8%	-2.0	-2.7

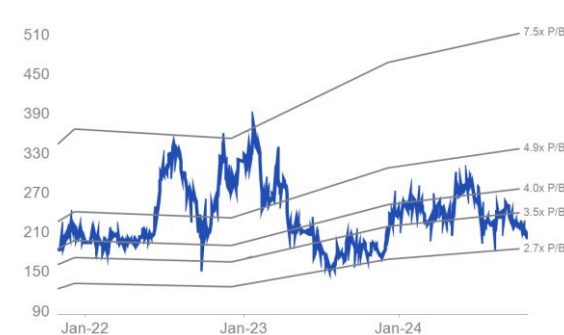
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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
視陽	6782 TT	買進	207.0	407	4.79	10.99	12.54	43.2	18.8	16.5	(56.9)	129.5	14.1
國際同業													
Seed	7743 JT	未評等	464.0	91	(12.6)	77.4	43.9	--	6.0	10.6	--	--	(43.3)
Menicon	7780 JT	未評等	1604.0	795	91.5	59.7	100.4	17.5	26.9	16.0	6.7	(34.8)	68.4
Cooper	COO US	未評等	99.1	19,726	2.1	3.7	4.1	46.7	27.1	24.3	8.4	72.5	11.5
Alcon	ALCC.SW	未評等	75.5	42,822	2.2	3.1	3.5	34.7	24.8	21.7	245.9	39.9	14.1
J&J	JNJ US	未評等	153.0	368,366	8.5	10.0	10.6	18.1	15.4	14.4	35.8	17.5	6.6
國際同業平均								29.2	20.0	17.4	74.2	23.8	11.4
國內同業													
晶碩	6491 TT	買進	375.0	904	22.8	23.5	27.5	16.4	16.0	13.7	5.4	2.8	16.9
精華	1565 TT	買進	240.0	374	10.8	14.6	18.2	22.2	16.4	13.2	(46.4)	35.0	24.4
望隼	4771 TT	未評等	189.0	336	10.8	12.6	15.5	17.5	15.0	12.2	79.0	17.0	23.0
國內同業平均								18.7	15.8	13.0	12.7	18.3	21.4

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
視陽	6782 TT	買進	207.0	407	9.7	17.6	18.0	47.06	62.45	69.49	4.4	3.3	3.0
國際同業													
Seed	7743 JT	未評等	464.0	91	(2.6)	13.5	7.3	473.8	573.5	613.0	1.0	0.8	0.8
Menicon	7780 JT	未評等	1604.0	795	10.7	9.1	9.3	983.5	1044.2	1133.6	1.6	1.5	1.4
Cooper	COO US	未評等	99.1	19,726	8.7	7.9	9.1	38.1	40.2	42.7	2.6	2.5	2.3
Alcon	ALCC.SW	未評等	75.5	42,822	6.8	7.3	8.4	35.2	38.1	39.9	2.2	2.0	1.9
J&J	JNJ US	未評等	153.0	368,366	34.9	31.6	32.3	27.2	30.3	33.6	5.6	5.1	4.6
國際同業平均					11.7	13.8	13.3				2.6	2.4	2.2
國內同業													
晶碩	6491 TT	買進	375.0	904	16.7	16.7	17.6	136.6	140.7	156.4	2.8	2.7	2.4
精華	1565 TT	買進	240.0	374	8.8	11.3	13.3	121.8	129.3	136.6	2.0	1.9	1.8
望隼	4771 TT	未評等	189.0	336	32.8	27.9	24.9	34.3	44.0	--	5.5	4.3	--
國內同業平均					19.4	18.6	18.6				3.4	2.9	2.1

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)

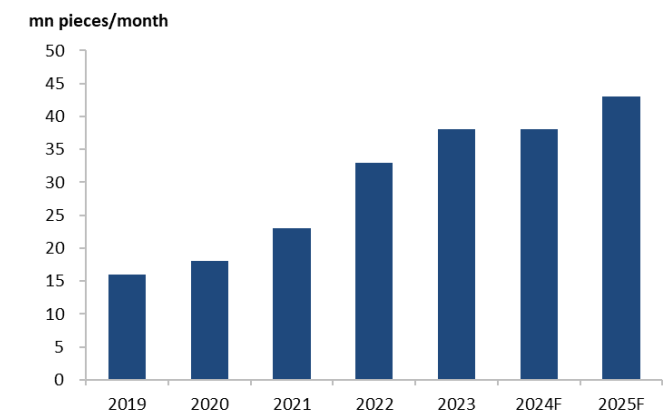
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	816	905	1,037	1,023	966	1,016	1,061	1,087	3,781	4,130
銷貨成本	(462)	(546)	(667)	(630)	(590)	(616)	(618)	(632)	(2,305)	(2,456)
營業毛利	354	359	370	393	376	400	443	456	1,476	1,674
營業費用	(150)	(145)	(173)	(176)	(169)	(175)	(187)	(188)	(643)	(720)
營業利益	204	214	197	217	206	225	255	268	833	954
業外利益	(8)	(25)	0	(5)	(5)	(6)	(4)	(5)	(38)	(19)
稅前純益	196	189	198	212	201	219	251	263	795	935
所得稅費用	(27)	(41)	1	(33)	(31)	(34)	(39)	(41)	(100)	(145)
少數股東權益	(1)	4	0	0	0	0	0	0	3	0
歸屬母公司稅後純益	170	144	199	180	170	185	212	222	692	790
調整後每股盈餘(NT\$)	2.70	2.28	3.15	2.85	2.70	2.94	3.37	3.53	10.99	12.54
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%	35.7%	38.4%	38.9%	39.4%	41.7%	41.9%	39.0%	40.5%
營業利益率	25.0%	23.7%	19.0%	21.3%	21.4%	22.1%	24.1%	24.6%	22.0%	23.1%
稅前純益率	24.0%	20.9%	19.1%	20.8%	20.8%	21.6%	23.7%	24.2%	21.0%	22.6%
稅後純益率	20.9%	15.9%	19.1%	17.6%	17.6%	18.3%	20.0%	20.5%	18.3%	19.1%
有效所得稅率	13.7%	21.5%	-0.4%	15.6%	15.4%	15.5%	15.5%	15.6%	12.6%	15.5%
季增率(%)										
營業收入	18.5%	10.9%	14.6%	-1.4%	-5.6%	5.2%	4.4%	2.5%		
營業利益	111.6%	5.1%	-7.9%	10.1%	-5.1%	9.2%	13.3%	5.1%		
稅後純益	60.8%	-15.6%	38.0%	-9.5%	-5.6%	8.8%	14.6%	4.7%		
調整後每股盈餘	60.8%	-15.6%	38.0%	-9.5%	-5.4%	9.2%	14.4%	4.8%		
年增率(%)										
營業收入	55.2%	69.0%	60.2%	48.5%	18.4%	12.3%	2.3%	6.3%	57.7%	9.2%
營業利益	491.0%	143.6%	74.4%	125.5%	1.0%	5.0%	29.2%	23.5%	150.8%	14.5%
稅後純益	336.3%	152.8%	99.1%	69.5%	-0.2%	28.6%	6.8%	23.3%	136.3%	13.5%
調整後每股盈餘	336.3%	152.8%	99.1%	69.5%	-0.3%	29.0%	6.9%	23.8%	129.5%	14.1%

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

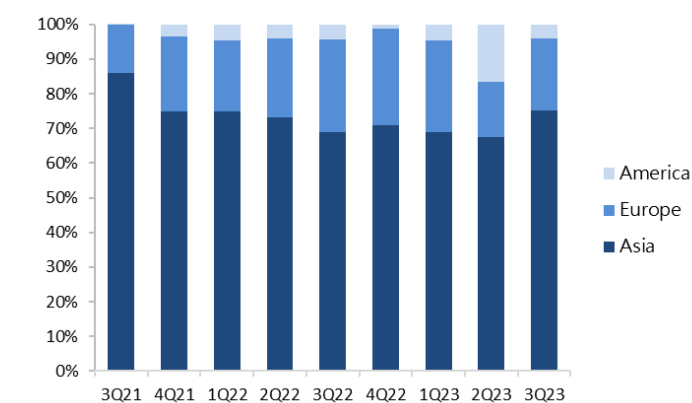
視陽光學 1998 年在台灣成立，主要從事隱形眼鏡的 OEM/ODM 業務，是目前全球第五大、亞洲第一大的矽水膠隱形眼鏡製造商，矽水膠營收佔比達 80% 以上。2009 年明基材料轉投資視陽，目前持股比例為 14.82%，2013 年發表了世界首款矽水膠彩拋。3Q24 視陽地區別營收佔比：亞洲(日本、中國、台灣) 73%、歐洲 21%、美洲 7%。

圖 17：視陽產能擴張趨勢



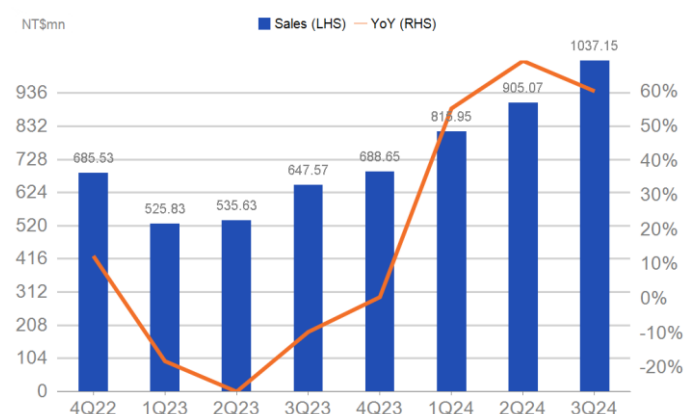
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



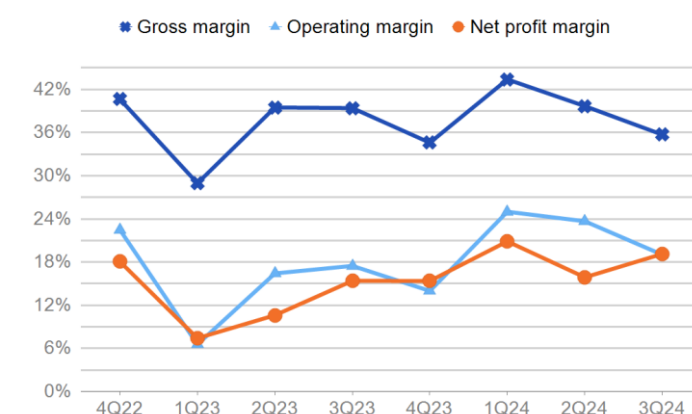
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 19：營收趨勢



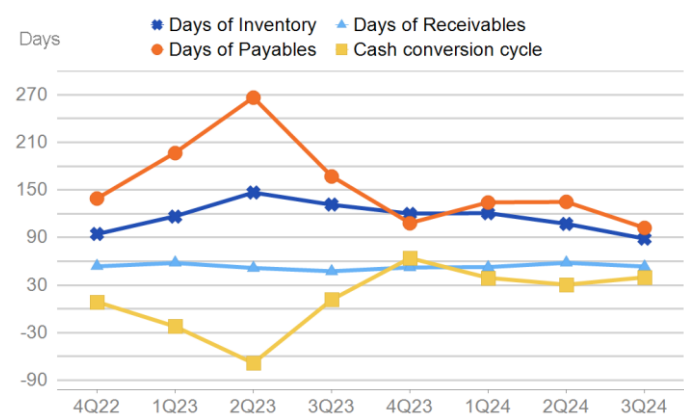
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



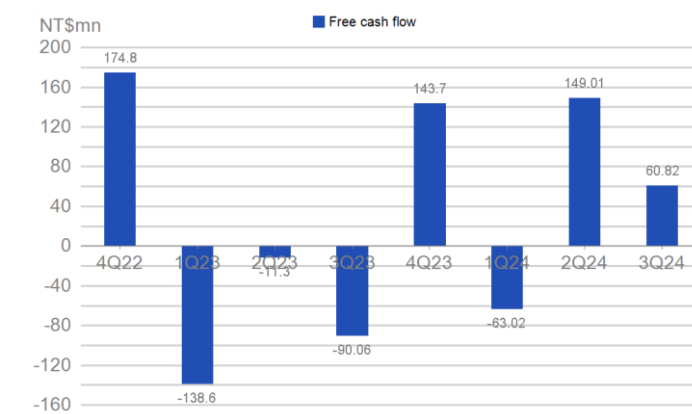
資料來源：CMoney、公司資料

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：**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 23：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 (2024/11/20)

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	791	951
存貨	291	462	606	666	771
應收帳款及票據	313	300	374	674	711
其他流動資產	45	88	282	91	91
流動資產	999	2,652	1,784	2,222	2,524
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,215	1,764	1,890	2,225	2,428
無形資產	146	147	98	93	93
其他非流動資產	770	731	952	1,259	1,259
非流動資產	2,130	2,642	2,940	3,576	3,780
資產總額	3,129	5,294	4,724	5,798	6,303
應付帳款及票據	178	188	172	239	300
短期借款	48	47	44	87	87
什項負債	813	721	669	874	874
流動負債	1,040	956	885	1,199	1,260
長期借款	882	1,161	833	627	627
其他負債及準備	94	68	24	16	17
長期負債	976	1,229	857	644	644
負債總額	2,016	2,185	1,742	1,843	1,905
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	1,639	2,083
什項權益	(216)	(120)	(194)	234	234
歸屬母公司之權益	1,113	3,084	2,965	3,934	4,378
非控制權益	0	25	17	21	21
股東權益總額	1,113	3,109	2,982	3,955	4,399

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	696	790
折舊及攤提	242	336	405	434	517
本期營運資金變動	(67)	(151)	(213)	(282)	(81)
其他營業資產 及負債變動	(11)	186	(133)	(11)	1
營運活動之現金流量	608	985	353	837	1,227
資本支出	(533)	(932)	(449)	(512)	(720)
本期長期投資變動	0	0	0	(3)	0
其他資產變動	(216)	(31)	(490)	(7)	1
投資活動之現金流量	(748)	(963)	(939)	(474)	(720)
股本變動	0	83	0	0	0
本期負債變動	360	168	(299)	(24)	0
現金增減資	0	1,475	0	0	0
支付現金股利	(60)	(219)	(347)	(151)	(346)
其他調整數	(13)	(98)	(21)	(12)	0
融資活動之現金流量	288	1,409	(667)	(187)	(346)
匯率影響數	(33)	19	(28)	94	0
本期產生現金流量	114	1,450	(1,281)	270	160
自由現金流量	75	53	(96)	326	507

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	3,781	4,130
銷貨成本	(1,125)	(1,545)	(1,541)	(2,305)	(2,456)
營業毛利	839	1,233	857	1,476	1,674
營業費用	(433)	(523)	(525)	(643)	(720)
推銷費用	(178)	(159)	(174)	(188)	(207)
研究費用	(122)	(161)	(153)	(216)	(237)
管理費用	(133)	(200)	(195)	(251)	(276)
其他費用	0	(4)	(3)	11	0
營業利益	407	710	332	833	954
利息收入	0	1	13	8	8
利息費用	(21)	(32)	(33)	(29)	(29)
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)	(16)	2
稅前純益	404	713	296	795	935
所得稅費用	39	(99)	(2)	(100)	(145)
少數股權淨利	0	(3)	(7)	3	0
歸屬母公司之稅後純益	444	617	302	692	790
稅前息前折舊攤銷前淨利	668	1,081	734	1,267	1,471
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.11	11.11	4.79	10.99	12.54

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)	57.7	9.2
營業利益	151.4	74.6	(53.2)	150.8	14.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	117.5	61.9	(32.1)	72.7	16.1
稅後純益	246.4	38.4	(52.0)	136.3	13.5
調整後每股盈餘	244.9	37.0	(56.9)	129.5	14.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	42.7	44.4	35.8	39.1	40.5
營業利益率	20.7	25.6	13.9	22.0	23.1
稅前息前淨利率	19.5	24.5	11.0	22.0	23.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	34.0	38.9	30.6	33.5	35.6
稅前純益率	20.6	25.7	12.4	21.0	22.6
稅後純益率	22.6	22.2	12.6	18.3	19.1
資產報酬率	16.6	14.6	5.9	13.2	13.1
股東權益報酬率	45.5	29.1	9.7	17.6	18.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	181.1	70.3	58.4	46.6	43.3
淨負債權益比(%)	52.1	(19.1)	11.9	(2.0)	(5.4)
利息保障倍數 (倍)	19.8	23.2	10.0	28.0	32.7
流動比率 (%)	96.1	277.3	201.6	185.2	200.2
速動比率 (%)	68.1	229.0	133.1	129.7	139.0
淨負債 (NT\$百萬元)	580	(594)	356	(77)	(237)
調整後每股淨值 (NT\$)	20.35	48.96	47.06	62.45	69.49
評價指標 (倍)					
本益比	25.5	18.6	43.2	18.8	16.5
股價自由現金流量比	173.8	245.2	--	40.0	25.7
股價淨值比	10.2	4.2	4.4	3.3	3.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	19.5	12.1	17.8	10.3	8.9
股價營收比	6.6	4.7	5.4	3.5	3.2

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。



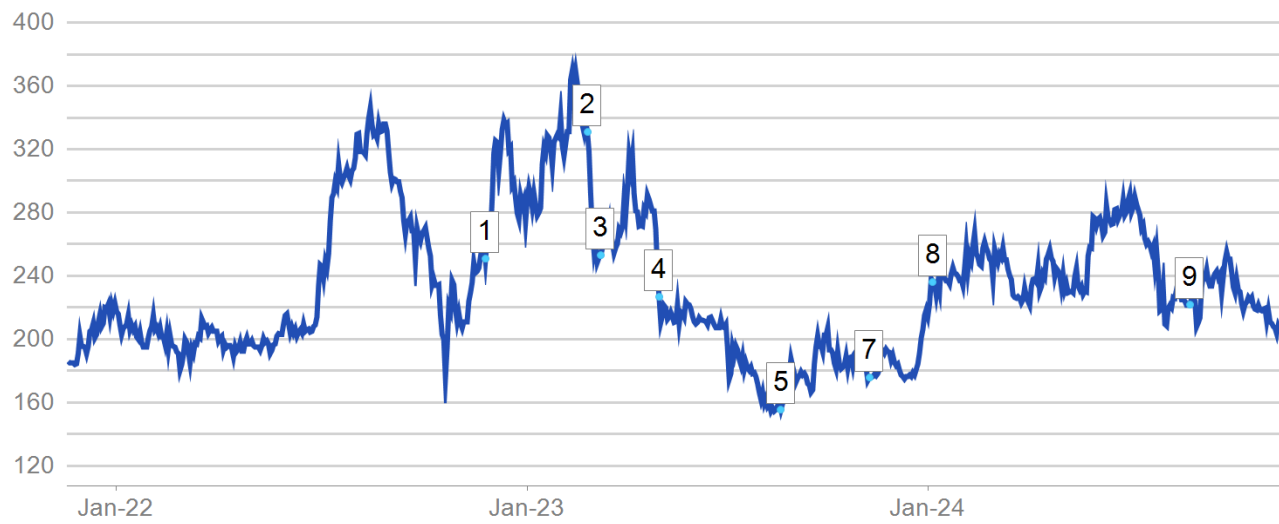
# 附錄：重要揭露事項

## 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

— 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	20221128	263.00	390.00	375.98	買進	蔣欣穎
2	20230308	343.50	410.00	395.27	買進	蔣欣穎
3	20230320	262.50	410.00	395.27	買進	蔣欣穎
4	20230512	252.00	260.00	250.66	買進	蔣欣穎
5	20230828	157.00	157.00	155.57	持有-超越同業	蔣欣穎
6	20230923	169.50	215.00	213.05	買進	蔣欣穎
7	20231114	175.50	215.00	213.05	買進	蔣欣穎
8	20240108	240.50	300.00	297.27	買進	蔣欣穎
9	20240829	221.50	300.00	300.00	買進	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>.