

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 180.50 元

目標價

3 個月 225.00 元

12 個月 225.00 元

## 近期報告日期、評等及前日股價

2024/11/26 Trading Buy 193

2024/9/30 Buy 225

## 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 583

市值(億元) 105

目前每股淨值(元) 57.75

外資持股比(%) 5.56

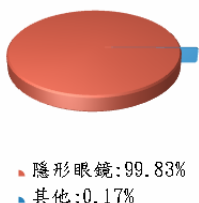
投信持股比(%) 0.00

董監持股比(%) 21.03

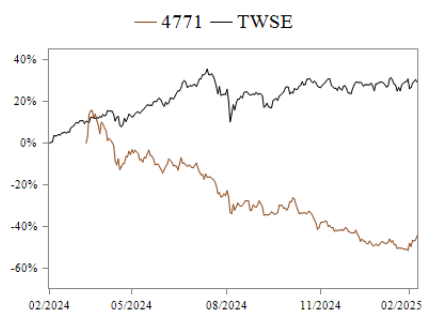
融資餘額(張) 558

現金股息配發率(F)(%) 23.32

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢



## 望隼(4771 TT)

Buy

### 矽水膠產品帶動毛利率回升，2025 業績逐季成長

**投資建議：**基於(1)中國市場已達谷底有望回溫，日本市場持續穩定成長，矽水膠產品逐漸擴大市佔率。(2)1Q25 營收恢復年增並且逐季成長，2H25 獲利恢復年增。(3)預估 2025 年 EPS13.24 元為評價基礎，建議 PER 17X，目標價 225 元。

### 預估 2024 EPS11.29 元，2025 年全市場持續成長：

2024 年 1-10 月營收占比：一般透片 41%、一般美瞳片 39%、濾藍光透片 8%、濾藍光美瞳片 10%、功能型鏡片 1%、矽水膠鏡片 1%。以地區分營收為：日本 38%、大陸 57%、台灣 4%。

2024 年受到中國經濟下行的影響，預估年營收 YOY+15-20%，年獲利估計接近雙位數成長。毛利率預計維持在 39-40%左右，營業利潤率約為 30%。

01/2025 營收 2.57 億元、MOM+15.23%、YOY-20.26%。MOM 成長由於日本市場新產品出貨帶動本月，但受春節影響 YOY 下滑。

預期 2025 年整體市場維持成長，日本第二代濾藍光鏡片出貨，中國矽水膠彩片 2H25 取證，美國矽水膠產品 1Q25 出貨，全年營收雙位數成長。矽水膠產品 2025 年佔營收比重可達 5~10%

### 矽水膠透片出貨，彩片率續取證，帶動毛利率回升：

中國市場佔營收 57%，望隼 09/2024 開始出貨矽水膠透片，預計 2Q25 取得矽水膠彩片許可證，2H25 取得矽水膠半年彩拋許可證，預估營收 YOY+15%。

日本市場佔營收 38%。1Q25 第二代濾藍光鏡片開始出貨，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，預估營收 YOY+20%。

2024 年底新增一條產線，產能增加 250-300 萬片(透片)，2H24 整體稼動率約達 80%，1H25 台灣接近滿載，中國稼動率也回升。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	3,002	3,512	3,938	807	768	730	742	762	791	831	914	977
營業毛利淨額	1,158	1,377	1,596	350	310	284	277	287	299	319	364	395
營業利益	885	1,073	1,292	285	239	222	205	219	224	244	287	317
稅後純益	658	772	930	185	183	173	145	158	161	176	207	228
稅後 EPS(元)	11.29	13.24	15.95	3.17	3.14	2.96	2.48	2.71	2.76	3.02	3.54	3.92
毛利率(%)	38.58%	39.19%	40.53%	43.37%	40.41%	38.95%	37.30%	37.62%	37.80%	38.36%	39.80%	40.46%
營業利益率(%)	29.48%	30.54%	32.81%	35.33%	31.13%	30.38%	27.63%	28.75%	28.33%	29.39%	31.41%	32.50%
稅後純益率(%)	21.93%	21.97%	23.61%	22.89%	23.80%	23.67%	19.50%	20.74%	20.32%	21.20%	22.61%	23.37%
營業收入 YoY/QoQ(%)	16.71%	17.00%	12.12%	14.65%	-4.78%	-4.98%	1.74%	2.60%	3.85%	5.00%	10.00%	6.92%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	17.08%	17.22%	20.50%	8.08%	-0.97%	-5.51%	-16.21%	9.15%	1.72%	9.56%	17.33%	10.53%

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 5.83 億元計算。

2025 年 2 月 11 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。

2024 年底月產能為 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。

## 預估 2024 EPS11.29 元，2025 年全市場持續成長：

2024 年 1-10 月營收占比：一般透片 41%、一般美瞳片 39%、濾藍光透片 8%、濾藍光美瞳片 10%、功能型鏡片 1%、矽水膠鏡片 1%。以地區分營收為：日本 38%、大陸 57%、台灣 4%。

2024 年受到中國經濟下行的影響，預估年營收 YOY+15-20%，年獲利估計接近雙位數成長。毛利率預計維持在 39-40%左右，營業利潤率約為 30%。

01/2025 營收 2.57 億元、MOM+15.23%、YOY-20.26%。MOM 成長由於日本市場新產品出貨帶動本月，但受春節影響 YOY 下滑。

預期 2025 年整體市場維持成長，日本第二代濾藍光鏡片出貨，中國矽水膠彩片 2H25 取證，美國矽水膠產品 1Q25 出貨，全年營收雙位數成長。矽水膠產品 2025 年佔營收比重可達 5~10%。

## 矽水膠透片出貨，彩片率續取證，帶動毛利率回升：

中國市場佔營收 57%，望隼 09/2024 開始出貨矽水膠透片，預計 2Q25 取得矽水膠彩片許可證，2H25 取得矽水膠半年彩拋許可證，預估營收 YOY+15%。

線上三大平台（天貓、京東、抖音）YOY+16%，其中抖音成長 123%。2024 年受到中國經濟下行影響，市場競爭加劇，部分二線品牌開始採用低價策略搶占市場，導致整體市場價格下滑。望隼認為此價格競爭趨勢已於 2024 年底趨緩，預計 2025 年價格將維持穩定。

日本市場佔營收 38%。1Q25 第二代濾藍光鏡片開始出貨，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，預估營收 YOY+20%。

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。美國市場之前主要銷售運動鏡片，預計 1H25 矽水膠產品將開始出貨，主要客戶為視光體系。

## 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

2025 年 2 月 11 日

利率也將高出 3-5%。矽水膠鏡片於 2024 年 9 月開始在大陸銷售，預計 2H24 佔營收 3%，2025 年可達 5-10%。

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)中國市場已達谷底有望回溫，日本市場持續穩定成長，矽水膠產品逐漸擴大市佔率。(2)1Q25 營收恢復年增並且逐季成長，2H25 獲利恢復年增。(3) 預估 2025 年 EPS13.24 元為評價基礎，建議 PER 17X，目標價 225 元。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 2 月 11 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	3,210	4,463	5,752	7,002	8,985
流動資產	1,574	1,757	2,131	2,532	2,635
現金及約當現金	919	800	1,099	1,237	1,321
應收帳款與票據	416	621	590	878	741
存貨	219	257	310	365	365
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	1,296	2,334	2,714	3,029	3,029
<b>負債總計</b>	1,188	2,427	3,128	3,686	4,804
流動負債	548	954	1,157	1,279	1,376
應付帳款及票據	104	182	158	230	199
非流動負債	639	1,473	1,995	2,358	3,411
<b>權益總計</b>	2,022	2,036	2,624	3,316	4,181
普通股股本	520	525	583	583	583
保留盈餘	477	618	1,207	1,899	2,763
母公司業主權益	1,638	1,787	2,314	2,932	3,708
<b>負債及權益總計</b>	3,210	4,463	5,752	7,002	8,985

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	1,834	2,572	3,002	3,512	3,938
營業成本	1,137	1,547	1,844	2,136	2,342
<b>營業毛利淨額</b>	697	1,025	1,158	1,377	1,596
營業費用	331	193	273	304	304
<b>營業利益</b>	366	832	885	1,073	1,292
<b>EBITDA</b>	625	1,123	1,123	1,057	1,088
業外收入及支出	12	-5	24	3	4
稅前純益	382	835	909	1,076	1,296
所得稅	65	179	190	231	278
稅後純益	313	562	658	772	930
稅後 EPS(元)	5.37	9.64	11.29	13.24	15.95
完全稀釋 EPS**	5.37	9.64	11.29	13.24	15.95

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 5.83【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 5.83 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	29.21%	40.23%	16.71%	17.00%	12.12%
營業毛利淨額	41.81%	47.02%	12.95%	18.86%	15.94%
營業利益	15.65%	127.27%	6.36%	21.22%	20.46%
稅後純益	33.68%	79.65%	17.08%	17.22%	20.50%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	38.02%	39.86%	38.58%	39.19%	40.53%
EBITDA(%)	34.08%	43.67%	37.41%	30.09%	27.62%
營益率	19.96%	32.35%	29.48%	30.54%	32.81%
稅後純益率	17.06%	21.86%	21.93%	21.97%	23.61%
總資產報酬率	9.75%	12.60%	11.44%	11.02%	10.35%
股東權益報酬率	15.48%	27.62%	25.09%	23.27%	22.24%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	37.00%	54.38%	54.38%	52.64%	53.47%
負債/淨值比(%)	58.73%	119.22%	119.22%	111.15%	114.92%
流動比率(%)	287.03%	184.17%	184.17%	197.89%	191.49%

## 其他比率分析

存貨天數	68.04	56.11	56.11	57.70	56.96
應收帳款天數	93.51	73.62	73.62	76.27	75.03

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	758	959	1,361	1,322	1,748
稅前純益	382	835	909	1,076	1,296
折舊及攤銷	234	279	324	387	375
營運資金變動	114	-165	-45	-272	106
其他營運現金	28	10	173	131	-29
<b>投資活動現金</b>	-288	-1,394	-1,891	-1,745	-3,158
資本支出淨額	-277	-1,355	-1,355	-1,211	-1,278
長期投資變動	0	0	0	0	0
其他投資現金	-11	-39	-536	-534	-1,880
<b>籌資活動現金</b>	-134	325	829	561	1,494
長借/公司債變動	78	851	521	363	1,052
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-78	-130	-131	-154	-154
其他籌資現金	-134	-396	438	351	594
<b>淨現金流量</b>	338	-118	299	138	83
<b>期初現金</b>	581	919	800	1,099	1,237
<b>期末現金</b>	919	800	1,099	1,237	1,321

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 11 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	704	807	768	730	742	762	791	831	914	977	870	914
營業成本	416	457	458	446	465	475	492	512	550	582	528	550
營業毛利淨額	288	350	310	284	277	287	299	319	364	395	342	364
營業費用	44	65	71	63	72	68	75	74	77	78	75	75
營業利益	244	285	239	222	205	219	224	244	287	317	266	288
業外收入及支出	16	-15	14	10	-1	1	1	1	1	1	1	1
稅前純益	260	270	253	232	204	220	225	245	288	318	267	289
所得稅	58	63	57	39	47	47	48	52	62	68	57	62
稅後純益	171	185	183	173	145	158	161	176	207	228	192	207
最新股本	583	583	583	583	583	583	583	583	583	583	583	583
稅後EPS(元)	2.93	3.17	3.14	2.96	2.48	2.71	2.76	3.02	3.54	3.92	3.29	3.56
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	40.92%	43.37%	40.41%	38.95%	37.30%	37.62%	37.80%	38.36%	39.80%	40.46%	39.29%	39.80%
營業利益率(%)	34.72%	35.33%	31.13%	30.38%	27.63%	28.75%	28.33%	29.39%	31.41%	32.50%	30.62%	31.55%
稅後純益率(%)	24.28%	22.89%	23.80%	23.67%	19.50%	20.74%	20.32%	21.20%	22.61%	23.37%	22.05%	22.70%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	27.18%	14.65%	-4.78%	-4.98%	1.74%	2.60%	3.85%	5.00%	10.00%	6.92%	-10.93%	5.00%
營業利益	36.80%	16.65%	-16.08%	-7.27%	-7.49%	6.75%	2.34%	8.94%	17.56%	10.61%	-16.06%	8.18%
稅前純益	44.94%	3.98%	-6.28%	-8.40%	-12.14%	7.75%	2.35%	8.93%	17.54%	10.60%	-16.05%	8.17%
稅後純益	46.53%	8.08%	-0.97%	-5.51%	-16.21%	9.15%	1.72%	9.56%	17.33%	10.53%	-15.97%	8.12%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	35.00%	47.48%	50.89%	31.93%	5.53%	-5.56%	3.00%	13.82%	23.07%	28.25%	10.00%	10.00%
營業利益	75.59%	79.06%	92.43%	24.18%	-16.02%	-23.15%	-6.28%	10.10%	39.91%	44.98%	18.91%	18.07%
稅前純益	73.95%	78.24%	103.03%	29.37%	-21.57%	-18.73%	-11.24%	5.55%	41.19%	44.93%	18.88%	18.05%
稅後純益	74.71%	69.81%	102.50%	48.19%	-15.26%	-14.42%	-12.10%	1.92%	42.72%	44.53%	19.39%	17.82%

註1：稅後EPS以股本5.83億元計算

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。