

2018年6月8日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1565 TT 精華	持有 目標價 950	精華的投資評等由買進調降至持有，目標價由1,080元至950元，潛在漲幅14%，理由如下： (1) 5/2018營收年增16%，因產品組合因素，並未創單月新高； (2) 隨Hubble新上市區域漸趨明朗，市場疑慮化解，惟日本市場競爭加劇。

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

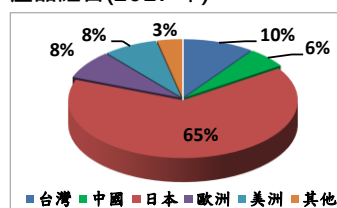
近期投資評等

06/08/2018	持有/中立
03/23/2018	買進
12/20/2017	買進

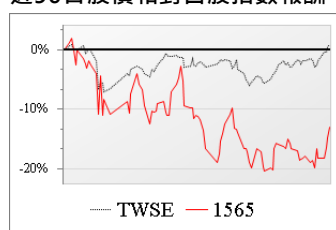
公司基本資料

收盤價(元)(06/07/2018)	835.00
股本(百萬元)	504
總市值(億元)	420.8
每股淨值(元)	92.49
外資持股比(%)	47.10
投信持股比(%)	3.21
近20日均量(張)	230
融資餘額(06/07/2018)	864

產品組合(2017年)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2017	2018F	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	6,418	7,056	1,642	1,583	1,712	1,980	1,781	1,668
營業毛利	2,545	2,664	638	580	646	762	676	609
營業利益	2,071	2,172	513	469	531	628	544	493
稅後純益	1,589	1,801	396	353	449	513	486	389
稅後EPS(元)	31.52	35.72	7.85	7.00	8.91	10.17	9.64	7.72
毛利率(%)	39.65	37.76	38.87	36.64	37.74	38.48	37.97	36.49
營業利益率(%)	32.27	30.78	31.21	29.62	31.01	31.73	30.53	29.54
稅後純益率(%)	24.76	25.52	24.08	22.29	26.25	25.9	27.28	23.34
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.63	9.94	-7.36	-3.6	8.12	15.64	-10.01	-6.35
營業利益 YoY/QoQ(%)	-7.89	4.85	-12.08	-8.51	13.2	18.33	-13.43	-9.38
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-10.6	13.32	-20.35	-10.77	27.32	14.07	-5.21	-19.89

資料來源:CMoney、JS 預估 註：以最新股本回溯EPS

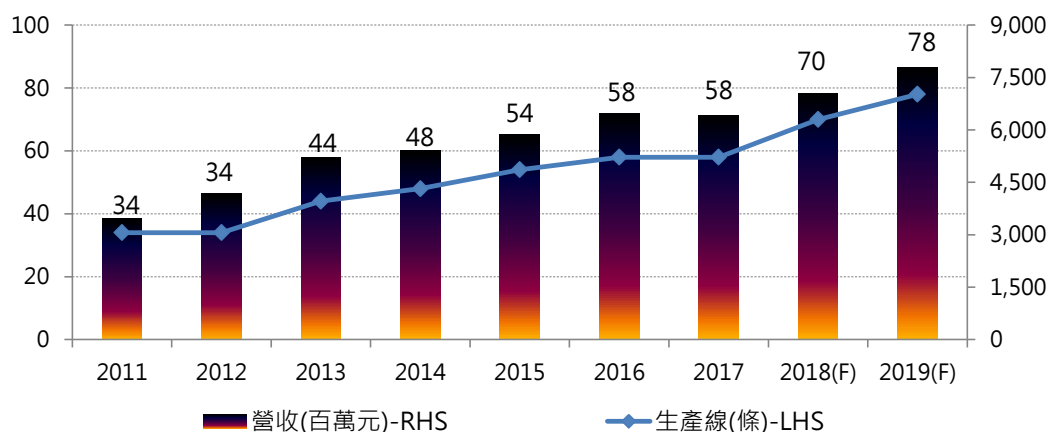
2018 年 6 月 8 日

◆ 精華為全球第五大隱形眼鏡製造商，市佔率約2%：

精華為全球第五大隱形眼鏡製造商，市佔率約2%，2016年出貨約7.27億片。台灣以OBM自有品牌「帝康」在台銷售，市佔率約15%，2017年內銷營收佔比10%；海外市場以ODM/OEM為主，其中日本佔比65%、中國6%、歐洲8%、美洲8%及其他3%，其營收成長動能仰賴代工客戶的品牌市占消長，以及新產品開發上市。毛利率部分，自有品牌內銷約40%~45%、日本代工毛利率則隨日圓兌美元浮動，由110開始對客戶進行補貼約2%，至125則給予最高約10%折扣，落在35%~40%。歐美代工則介於35%~40%，中國市場則低於平均值。以產品別區分，日拋佔比95%、彩片佔比約55%。

截至6/2018精華已建立58+12條產線，其中58+6條已投入人力生產，因應美系客戶Hubble訂單持續增長，其餘6條產線將視人力招募情況，於3Q18底全數投入。精華另採購8條具高度自動化生產線設備，資本支出約4億元，將用於生產一般型藍片。由於出貨Hubble以一般藍片為主，毛利率低於彩片，故隨Hubble佔比提升，公司毛利率將承壓，然Hubble不同於日系客戶，無須支付佣金費用，故在出貨達規模經濟下，Hubble的淨利率與日本代工客戶相當。

圖一、精華 2018~2019 年將投入 20 條生產線至 78 條



資料來源：精華光學、日盛投顧彙整

表一、國內近 8 年出口量、出口值、ASP 成長趨勢

年度	出口量 (PCE)	yoy	出口值 (新台幣/千元)	出口ASP	yoy	精華市佔率*
2010	246,965,407	29.2%	2,465,475	9.98	18.9%	126%
2011	323,326,356	30.9%	3,162,639	9.78	28.3%	109%
2012	450,540,326	39.3%	4,290,074	9.52	35.6%	97%
2013	553,814,101	22.9%	5,132,672	9.27	19.6%	102%
2014	647,665,850	16.9%	6,231,236	9.62	21.4%	87%
2015	746,090,772	15.2%	7,635,085	10.23	22.5%	77%
2016	875,163,806	17.3%	9,250,359	10.57	21.2%	70%
2017	1,105,166,209	26.3%	10,900,236	9.86	17.8%	60%

說明：受國內同業製造品質提升，精華市佔率降至 6 成；隨新產能投入，預計市占率可望略微回升。附註：*精華市佔率乃依據新台幣營收規模推算，可能受匯率換算有些微誤差。資料來源：財政部關務署、日盛投顧彙整。

2018 年 6 月 8 日

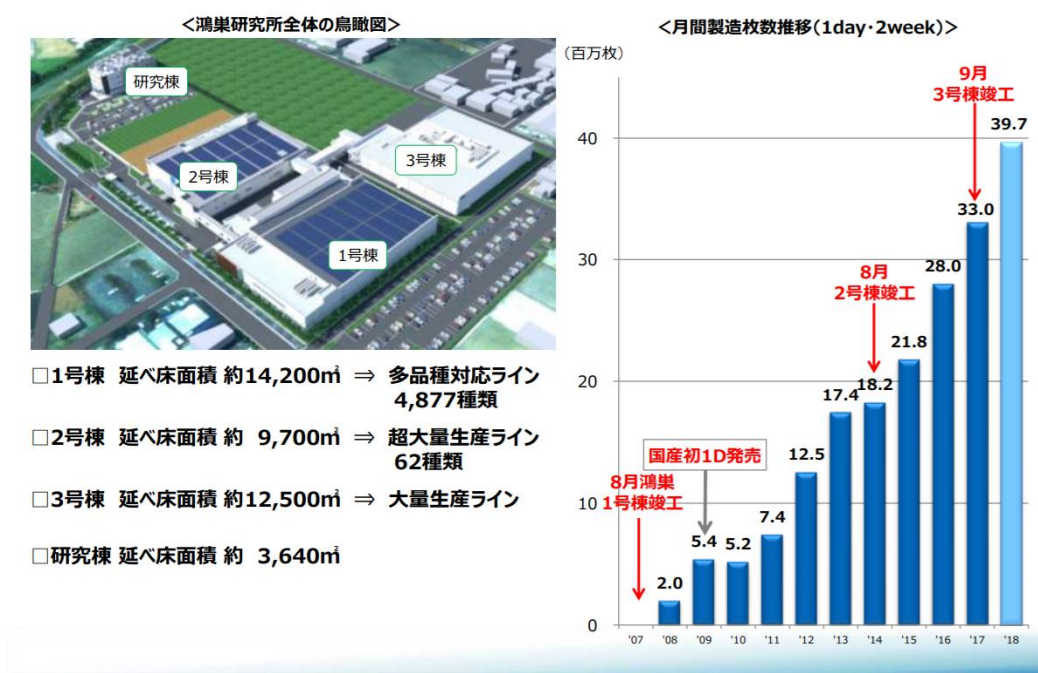
◆ 日本大客戶Seed持續擴增產能，惟產品線及區域別與精華並無重疊：

過去日本最大隱形眼鏡國際品牌為ACUVUE®(嬌生)，其海外生產據點主要位於愛爾蘭，2011年市佔率約55.3%，但因線上產品銷售管理不佳，嬌生自2015年起收回日本當地電商經銷權，吸引日本當地品牌如Menicon、Seed等廠商紛紛搶食市佔率，觀察目前嬌生日本市佔率已下滑至45.8%左右。

精華2017來自日本市場貢獻約65%，目前於日本當地擁有6個客戶，其中Seed及另一多品牌客戶合計佔日本、集團營收比重約90%、60%。近年來，隨著市佔率逐漸提升，Seed(7743.JP)積極擴建產能，9/2017落成的3號廠，去年底已正式投產，初期每月產能1,000萬片，並將逐步增加設備，預計3/2019前總月產能將達4,000萬片。

由於主要擴增的是Seed旗下In house Pure系列藍片產品，與交付給精華代工之一般型藍片及彩片不同。此外，Pure系列為Seed海外市場銷售的主力產品，與交付給精華的代工產品銷售以日本、中國有明顯區隔。然而，受到日本隱形眼鏡市場競爭愈趨激烈，Seed市佔率成長幅度亦出現成長趨緩(2017年僅增加0.4ppts)。由於新進品牌將以「具證照」及「價格導向」的製造廠為合作首要對象，精華因時空背景並無取得證照，故支持既有客戶成長，為精華首要目標。精華目前兩大客戶(Seed及另一多品牌客戶)合計佔日本當地彩片市佔率超過3成。

圖二、Seed 持續增加 In house 產能，用於海外市場的布局

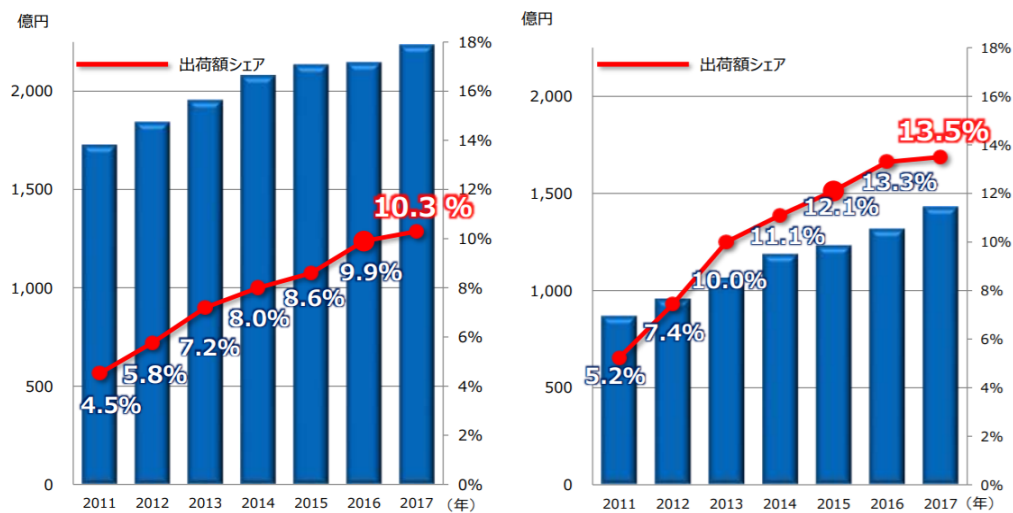


資料來源：Seed、日盛投顧彙整

圖三、Seed 日本隱形眼鏡市佔率出現成長趨緩

《コンタクトレンズ市場と当社シェア》

《1日使い捨てタイプ市場と当社シェア》



※メーカー出荷額ベース(当社推計:日本コンタクトレンズ協会出荷額調査ベース)

説明: 左圖為隱形眼鏡整體市場, 右圖為日拋產品。資料來源: Seed、日盛投顧彙整

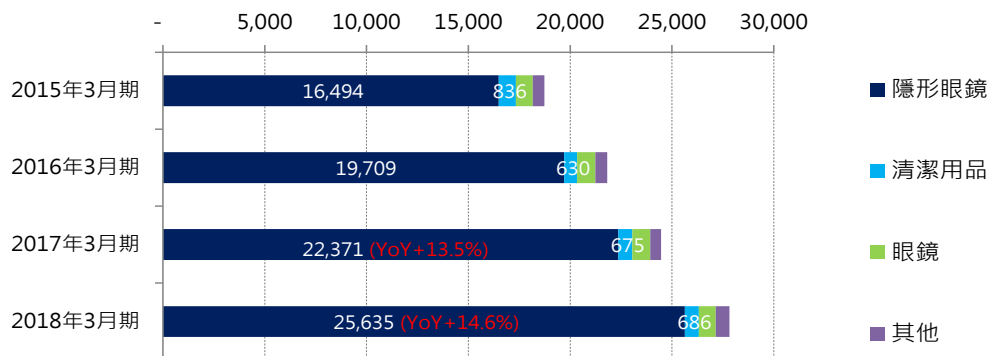
◆ 受限於精華代工產能不足, Seed 彩片成長率相對偏低:

根據Seed於6/6/2018公佈之(會計年度為2018年3月期)財報顯示, 受惠於Pure系列和海外子公司銷售額增加, 營收278.3億日元(YoY+13.8%), 符合預期。此外, 由於銷量增加及海外代工貢獻, 帶動毛利率提升至44.6%(YoY+3.5ppts), 稅後淨利YoY+36.7%, 營收及獲利表現均相對亮眼。

目前精華承接Seed代工品項包括日拋一般片(非保濕型, 亦即One day Fine)及日拋彩色片, 觀察Seed隱形眼鏡部門營業額256.3億日元(YoY+14.6%), 當中One day Pure日拋型由Seed In house生產YoY+14.3%, 表現最好; 由精華代工之One day Fine非保濕型日拋YoY+10.7%; 瞳孔放大片營收YoY+6.4%, 乃受精華彩片產能受限所致, 2017年精華進行產能配置致日本出貨量衰退5%, 且以高毛利率彩片為主。日盛認為, 根據Seed對於2019年財測目標, 仍有雙位數約11.4%的成長。

圖四、精華日系品牌客戶 Seed 最新 2017 年 3 月期財報

單位: 百萬元



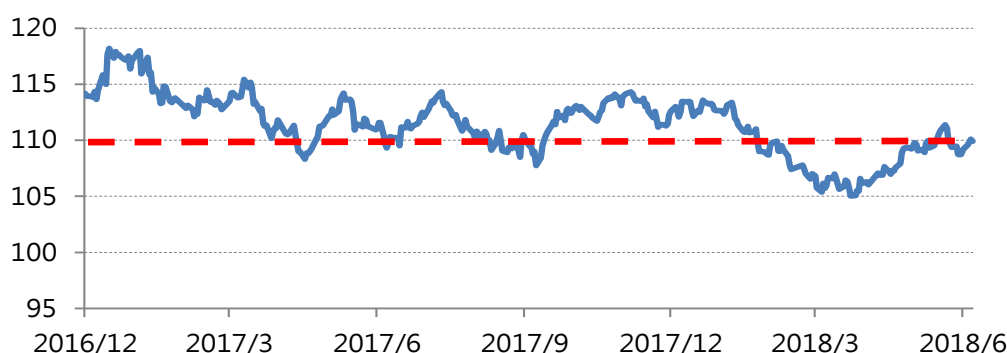
*One day Pure+14.3%、One day Fine+10.7%、瞳孔放大片+6.4%

資料來源: Seed 財報、日盛投顧彙整

2018 年 6 月 8 日

日盛觀察，Seed自推出男性專用CL後，已超過三年未推出彩片新產品，除因精華產能吃緊外，增加第二供應商為國際大廠分散風險的經營傳統。由於國內市場同業彩片代工品質提升，預期Seed 2H18將上市新產品將由國內市場同業取得，而精華舊有彩片代工品項，恐受到新產品排擠銷售，預計日本兩大客戶仍可維持產業平均成長率。截至1Q18，Seed彩片營收僅成長6.4%，日盛下修日本市場營收成長由8.4%至1%。

圖五、美元兌日幣走勢



說明：當日幣升破 110 時，精華將停止給予客戶價格補貼；反之，則將給予 2~10%補貼。資料來源：CMoney、日盛投顧彙整

◆ 隨Hubble新上市區域漸趨明朗，市場疑慮化解：

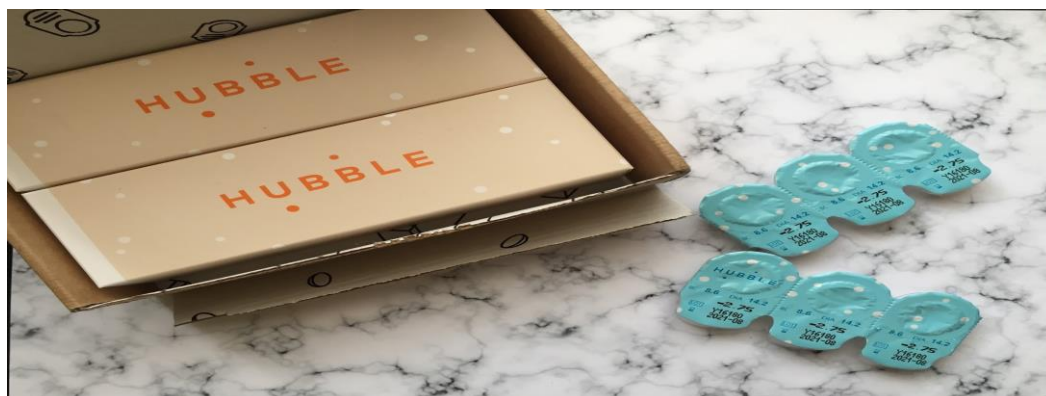
根據GFK最新公布來自全美各地眼科護理從業人員的銷售數據，2017年美國日拋隱形眼鏡市占率首次超越月拋，較2016年同期大增6.6個百分點達38.1%。此外，隨日拋滲透率提升，平均單價亦有提高現象。截至2017年底，預估Hubble會員數達25萬人，每月增加約1萬名會員，對照美國4,000萬配戴人口，目前Hubble市佔率約0.6%(四大廠囊括95%市場)。此外，Hubble於2/1/2018宣布首次進軍英國市場(UK)，將是繼8/2017在加拿大上市後，第一次跨入北美以外的地區。

近期精華股價弱勢反映國內同業針對Hubble進行搶單，日盛認為，觀察目前Hubble在英國的訂閱價格為每月24英鎊，每個新客戶同樣享有前兩周的鏡片免費，僅需要支付3英鎊的物流費用，此商業模式與北美相當，研判推廣產品同屬於成本型日拋產品。由於隱形眼鏡產品進行委外代工時，供應商必須可追溯以確保產品責任歸屬，故雖國內廠商有出貨Hubble，然第二供應商以「新系列產品」供應非英美第三地可能性較高，推測為金可取得Hubble德國市場訂單。目前北美、英國日拋型產品，仍由精華光學獨家供貨，預估2018年美國市場營收倍數成長。

由於歐洲市場日拋產品滲透率高於美國市場，市場極具想像空間，暢通的籌資管道，使Hubble能夠在營銷和廣告業務方面投入更多資源，採購額外庫存以支應不斷增長的客戶群，精華光學可因此受惠。

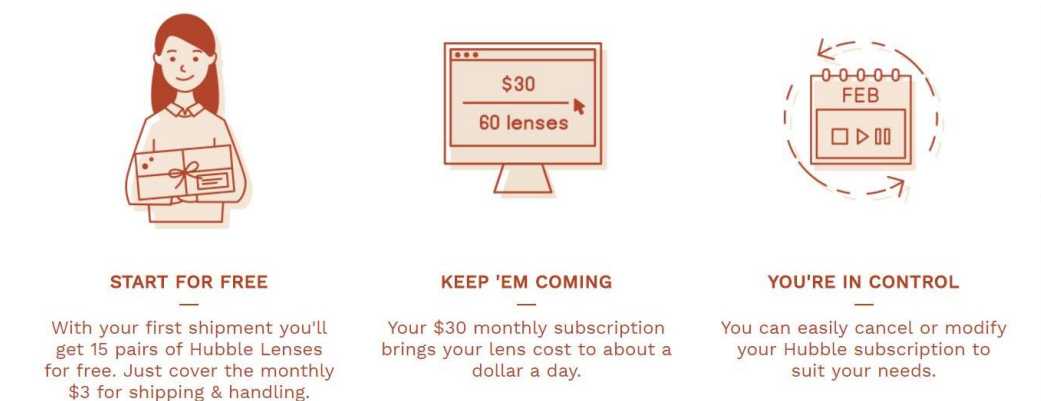
2018 年 6 月 8 日

圖六、Hubble 為近年來北美地區少數市場看好的新進品牌



資料來源：Hubble 網站、日盛投顧彙整

圖七、Hubble 以每月 30 美元的超低價格及創新營銷模式，快速成長

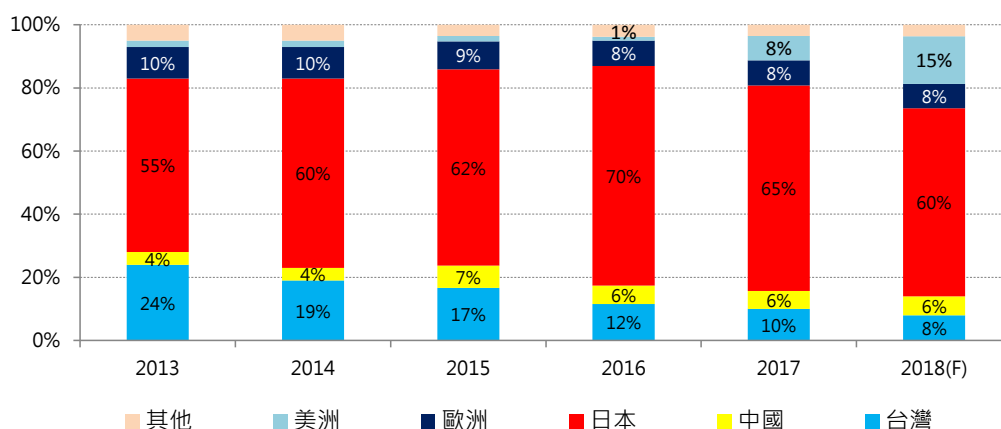


資料來源：Hubble 網站、日盛投顧彙整

◆ 下修日本市場成長幅度：

新產能部分，8條產線預計3Q18驗收，保守預計2019年投產。考量日本市場成長恐不如預期，日盛下修精華2018年營收7%至70.6億元(YoY+10%)，下修精華2018年稅後淨利至18億元(YoY+13.3%)，稅後EPS由39元至35.7元，評等調降至持有。(近四季EPS 36.4元*PER 26倍)

圖八、精華地區別營收，美系客戶佔比提升



資料來源：精華、日盛投顧彙整

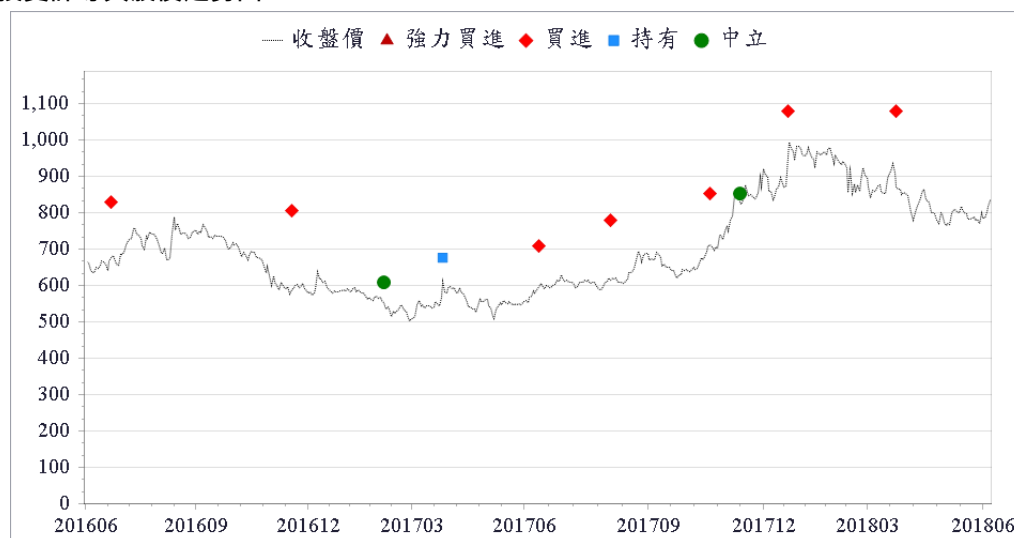
2018 年 6 月 8 日

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20180608	持有	950.0
20180323	買進	1,080.0
20171220	買進	1,080.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018 年 6 月 8 日

損益表

單位：百萬元	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	6,458	6,418	7,056	1,453	1,550	1,773	1,642	1,583	1,712	1,980	1,781	1,668
營業毛利	2,757	2,545	2,664	580	601	725	638	580	646	762	676	609
營業費用	508	473	492	100	105	142	126	111	115	134	132	116
營業利益	2,249	2,071	2,172	480	496	583	513	469	531	628	544	493
營業外收支	-96	-106	55	-186	85	23	-28	-36	45	-3	49	-15
稅前純益	2,153	1,965	2,227	294	581	606	484	433	576	625	593	478
稅後純益	1,778	1,589	1,801	244	453	497	396	353	449	513	486	389
最新股本	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504
稅後 EPS(元)	35.26	31.52	35.72	4.83	8.99	9.85	7.85	7.00	8.91	10.17	9.64	7.72
經營效率(%)												
毛利率	42.68	39.65	37.76	39.93	38.76	40.91	38.87	36.64	37.74	38.48	37.97	36.49
營業利益率	34.82	32.27	30.78	33.03	31.99	32.88	31.21	29.62	31.01	31.73	30.53	29.54
稅前純益率	33.34	30.62	31.56	20.22	37.49	34.19	29.48	27.34	33.66	31.58	33.27	28.63
稅後純益率	27.52	24.76	25.52	16.78	29.24	28.01	24.08	22.29	26.25	25.9	27.28	23.34
YoY(%)												
營收	10.21	-0.63	9.94	-3.99	0.17	3.21	-2.25	8.99	10.44	11.66	8.46	5.37
營業利益	34.97	-7.89	4.85	-7.79	-10.54	-7.32	-5.95	-2.26	7.05	7.75	6.1	5.09
稅前純益	25.35	-8.73	13.32	-40.36	7.35	13.02	-16.96	47.4	-0.87	3.15	22.4	10.35
稅後純益	22.1	-10.6	13.32	-40.36	3.01	11.59	-18.26	44.82	-0.86	3.22	22.85	10.29
QoQ(%)												
營收				-13.55	6.71	14.38	-7.36	-3.6	8.12	15.64	-10.01	-6.35
營業利益				-11.96	3.35	17.57	-12.08	-8.51	13.2	18.33	-13.43	-9.38
稅前純益				-49.63	97.92	4.29	-20.12	-10.6	33.11	8.51	-5.21	-19.4
稅後純益				-49.63	85.98	9.57	-20.35	-10.77	27.32	14.07	-5.21	-19.89

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
流動資產	4,944	4,643	4,576
現金及約當現金	3,412	3,005	2,822
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	653	699	704
非流動資產	2,401	3,960	4,082
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,264	3,709	3,739
無形資產	0	0	2
資產總計	7,345	8,603	8,658
流動負債	1,651	2,176	1,916
短期借款	0	350	350
非流動負債	517	1,035	998
負債總計	2,167	3,211	2,914
股本	504	504	504
普通股股本	504	504	504
資本公積	526	526	526
保留盈餘	4,141	4,363	4,716
庫藏股票	--	--	--
股東權益	5,177	5,392	5,743
每股淨值(元)	102.69	106.94	113.92
流動比率(%)	299.49	213.38	238.79
速動比率(%)	258.45	181.26	202.05
應收帳款週轉率(%)	7.25	7.54	1.8
負債比率(%)	29.51	37.33	33.66
稅後股東權益報酬率(%)	36.39	30.07	6.34

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
繼續營業單位稅前損益	2,153	1,965	433
折舊及攤提費用	278	251	66
利息費用	9	10	4
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-6	-22	-55
存貨增減	-24	-46	-5
應付帳款增減	-28	21	6
營業活動現金流量	2,397	1,767	-3
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-41	-1,596	-34
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	-71	-1,742	-140
短期借款增減	0	350	0
長期借款增減	-86	587	-39
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-1,185	-1,361	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-1,271	-424	-39
淨現金流量	1,053	-407	-183

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 6 月 8 日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。

客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。

本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。

非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7%
	近期股價將呈持平走勢
	無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股