2018 年 9 月 10 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 725	精華的投資評等為持有，目標價由950元下修至725元，潛在漲幅12%，主要理由如下： (1) 8/2018營收YoY-6%，低於預期，係因Hubble區域擴充快速，下修3Q18訂單； (2) 日本、美國市場均有潛在競爭者加入，實際影響程度仍待觀察。

研究員 李振南
donaldlee@jsun.com

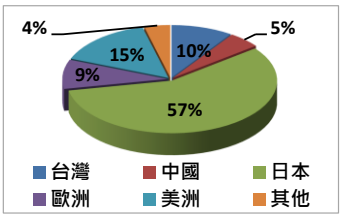
近期投資評等

09/10/2018	持有/中立
06/08/2018	持有/中立
03/23/2018	買進

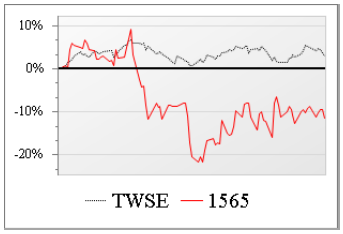
公司基本資料

收盤價(元)(09/07/2018)	650.00
股本(百萬元)	504
總市值(億元)	327.6
每股淨值(元)	98.51
外資持股比(%)	43.79
投信持股比(%)	1.62
近 20 日均量(張)	270
融資餘額(09/07/2018)	1,038

產品組合(1H18)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- **8/2018營收YoY-6%，低於預期：**精華2Q18稅後淨利4.78億元(YoY+5.5%)，稅後EPS 9.47元，低於日盛預估，係因：日本兩大客戶進行改包裝及部分產品升級，導致出貨往後遞延，營業利益5.1億元(YoY+3%)。惟業外因美元升值，匯兌貢獻約1億元。截至1H18營收33億元(YoY+10.1%)，其中日本佔比57.5%(YoY-3.4%)，美國15%(YoY+226%)，台灣9.5%(YoY-0.8%)，歐洲9%(YoY+16%)，中國5%(YoY-23%)，其他地區約4%。精華8/2018營收5.6億元(MoM+0.3%、YoY-6%)，雖日本升級產品8/2018陸續恢復出貨，但Hubble因區域擴充快速，下修3Q18訂單。
- **日本、美國市場均有潛在競爭者加入：**由於日本彩片市場競爭加劇，1H18客戶希望透過更改外包裝刺激需求，導致部分出貨遞延至2H18。此外，由國內晶碩代工Seed的新產品《Jill Stuart》8/2018已在日本正式上市，其與美妝品牌合作，產品兼具放大及變色片功能，為Seed首次跨入變色片領域，可望增加對年輕族群的吸引力；而精華代工Seed產品多為放大片，與晶碩產品仍有區隔。精華為Seed代工之新產品，目前持續出貨中，預估品牌廠將於4Q18上市。日本市場下修至5%以下成長。美國方面，近期Hubble已完成下一輪4,000萬美元的融資，預期3Q18調整庫存後，4Q18將恢復拉貨動能，然訂單展望仍低於1Q18出貨水準。由於歐洲市場零碎，推估Hubble將回歸美國主力市場。然而，近期市場亦出現潛在競爭者，包括英國Waldo，8/2017首次在歐洲推出，目前在歐盟27個國家擁有超過5萬名會員，美國則有約6,000名會員，公司近期完成500萬美元融資，將擴大美國市場行銷。由於Waldo在美國市場的每月定價約36美元(含運費)，與Hubble相當，且行銷方式幾乎如出一轍，對Hubble的實際影響仍待觀察。管理層下修美國市場年成長由80%~100%至50%。
- **8條自動化設備估計遞延至1Q19到位：**在新產能方面，年初到位的12條新產線，已投入7條人力，預計年底前仍將持續招募人力並全數投入(原估3Q18)，然受到Hubble訂單不確定性增加，另外8條全新自動化產線，預估將遞延至1Q19投入，由於供應商將配合精華產能狀況彈性驗收，故折舊費用影響有效。目前精華庫存天數約80~85天，預計增加至100天，降低工作天數及急單的影響。考量日本產品升級及美國Hubble下單減少，下修全年營收至68億元(YoY+7%)，稅後淨利17.8億元(YoY+12%)，稅後EPS 35.35元(原估35.72元)。然因產品組合改善，且匯率因素貢獻，新產品預計2H18出貨，目前股價已修正至合理區間，建議持有。(2019年PER 19倍)

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	6,844	7,553	1,583	1,722	1,789	1,750	1,682	1,939
營業毛利	2,577	2,855	580	634	696	667	614	735
營業利益	2,073	2,323	469	511	563	530	498	606
稅後純益	1,782	1,935	353	478	484	467	392	522
稅後 EPS(元)	35.35	38.39	7.00	9.48	9.60	9.27	7.77	10.35
毛利率(%)	37.65	37.8	36.64	36.81	38.92	38.09	36.52	37.91
營業利益率(%)	30.28	30.76	29.62	29.64	31.48	30.29	29.58	31.25
稅後純益率(%)	26.04	25.63	22.29	27.76	27.06	26.7	23.27	26.92
營業收入 YoY/QoQ(%)	6.65	10.35	-3.6	8.79	3.86	-2.17	-3.86	15.24
營業利益 YoY/QoQ(%)	0.07	12.07	-8.51	8.87	10.3	-5.88	-6.11	21.76
稅後純益 YoY/QoQ(%)	12.15	8.6	-10.77	35.44	1.25	-3.47	-16.19	33.31

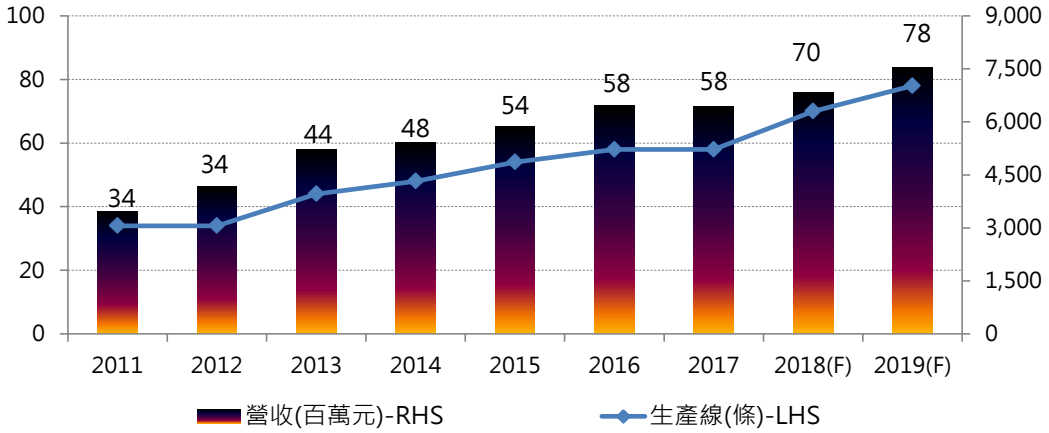
資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **精華為全球第五大隱形眼鏡製造商：**

精華為全球第五大隱形眼鏡製造商，市佔率約 2%，2017 年出貨約 7.75 億片，1H18 出貨約 4.18 億。台灣以 OBM 自有品牌「帝康」在台銷售，市占率約 10%，1H18 內銷營收佔比 9.5%；海外市場以 ODM/OEM 為主，其中日本佔比 57.5%、美洲 15%、歐洲 9%、中國 5%及其他 4%，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，1H18 日拋占比 92%、彩片佔比約 54%。

截至 9/2018 精華已建立 58+12 條產線，其中 58+7 條已投入人力生產，因應美系客戶 Hubble 訂單，其餘 5 條產線將視人力招募情況，於 2018 年底全數投入(原估 3Q18)。精華另採購 8 條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

◆ **預期 Hubble 將回防美國市場，4Q18 拉貨回溫：**

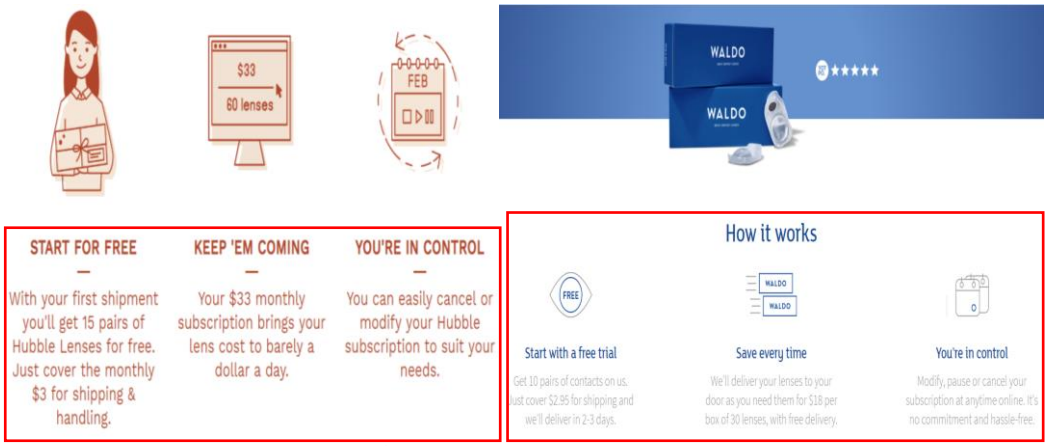
截至 1H18 美國市場營收 5 億元(YoY+227%)，營收占比提升至 15%，主要貢獻來自於美國客戶 Hubble。繼 8/2017 在加拿大上市後，Hubble 在 2/2018 宣布進軍英國市場(UK)，為首次跨入北美以外的地區，並陸續在 4/2018 荷蘭、6/2018 德國上市。由於品牌在投入新市場需要大量的行銷資源，在擴充較快速的情況之下，導致行銷資金不足，故 Hubble 下調 3Q18 出貨量，為近期精華光學營收表現低於預期之主因。

據了解，近期 Hubble 已完成下一輪 4,000 萬美元的融資，預期 3Q18 調整庫存後，4Q18 將恢復拉貨動能，然訂單展望仍低於 1H18 平均出貨水準。由於歐洲市場分散且零碎，推估 Hubble 將回歸美國主力市場。

然而，Hubble 以超低價格的物流配送模式的創新方式，近期市場亦出現潛在競爭者，包括英國 Waldo，8/2017 首次在歐洲推出，目前在歐盟 27 個國家擁有超過 5 萬名會員，美國則有約 6,000 名會員，公司近期完成 500 萬美元融資，將擴大美國市場行銷。由於 Waldo 主打透氧率高，行銷方式幾乎如出一轍，且在美國市場每月定價約 36 美元(含運費)，較 Hubble 相當，對 Hubble 的實際影響仍待觀察。目前 Waldo 代工廠推測為國內隱形眼鏡大廠晶碩。管理層下修美國市場年成長由 80%~100%至 50%。

圖二、Hubble 商業模式面臨挑戰，新進者 Waldo 來勢洶洶

圖三、新進者 Waldo 行銷策略幾乎完全 copy Hubble



資料來源：Hubble、Waldo、日盛投顧彙整

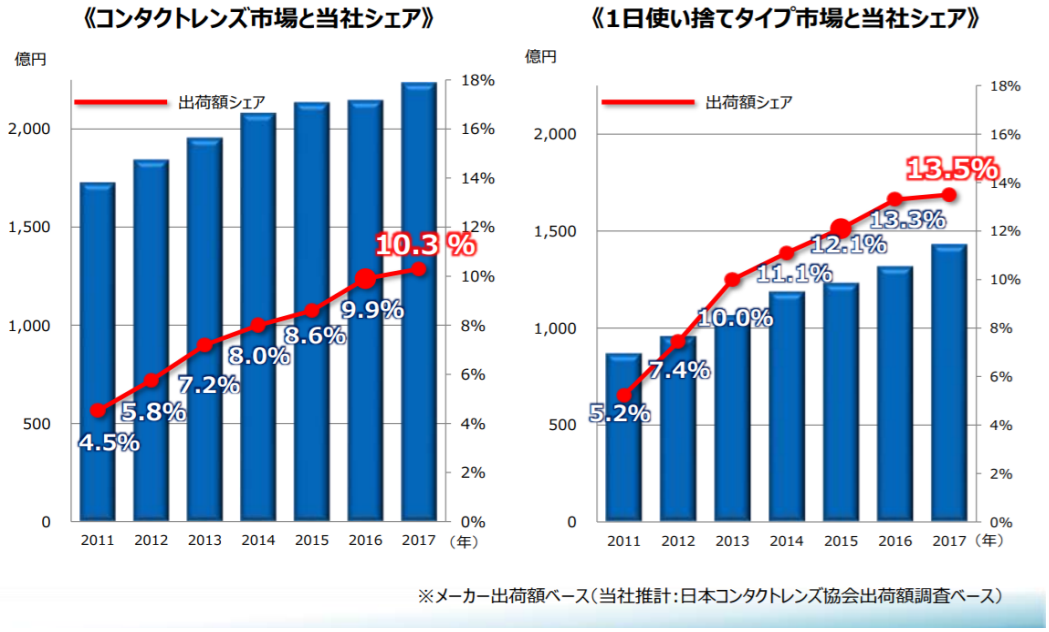
◆ **<u>日本大客戶 Seed 持續擴增產能及第二供應商，惟產品線及區域別仍有所區隔：</u>**

精華在日本擁有 6 個客戶，1H18 來自日本市場貢獻約 57.5%，其中 Seed(7743.JP)及另一多品牌客戶合計佔日本比重約 90%。兩大客戶合計佔日本當地彩片市佔率超過 3 成。受到日本隱形眼鏡市場競爭愈趨激烈，Seed 市佔率成長亦出現減緩態勢(2017 年僅增加 0.4ppts，如圖四)。近年來，Seed 積極擴建產能以布局海外市場，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。由於擴增的產能主要是 for Seed 旗下 In house《Pure 系列》藍片，與交付給精華代工的一般/非保濕型《One day Fine 系列》藍片及日拋彩片產品，有所不同，且 Pure 系列為 Seed 海外市場銷售的主力產品，與交付給精華代工的產品銷售以日本、中國有明顯區隔。

日盛觀察，Seed 自推出男性專用 CL 後，已超過 3 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經營風險的方式之一。由於國內市場同業彩片代工品質提升，Seed 與美妝品牌合作的彩片新產品《Jill Stuart》，8/2018 已在日本正式上市，產品兼具放大及變色片功能，為 Seed 首次跨入變色片領域，可望增加對年輕族群的吸引力，該產品確定由國內同業晶碩(6491 TT)代工；而精華代工 Seed 產品過去多為放大片，雖與晶碩變色片產品雖有區隔，然市場端銷售的變化，仍將影響未來 Seed 產品的開發方向。精華為 Seed 代工之新產品，則預估將於 4Q18 上市，目前持續出貨當中。

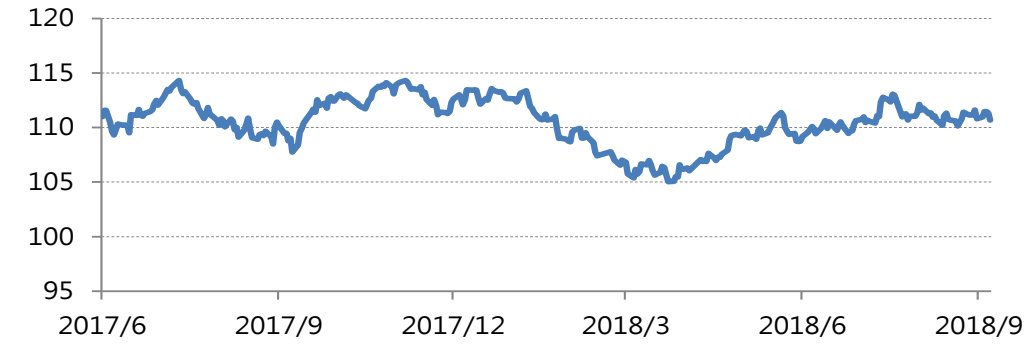
考量 1H18 日本兩大客戶透過更改產品外包裝(約需 1~1.5 個月)，以及產品升級(需證照變更，約需 3~5 個月)，如增加抗 UV、保濕等附加價值，刺激消費需求，導致部分出貨將遞延至 2H18。管理層下修 2018 年日本市場營收由高個位數增長至 5%以下成長。

圖四、Seed 日本隱形眼鏡市佔率出現成長趨緩



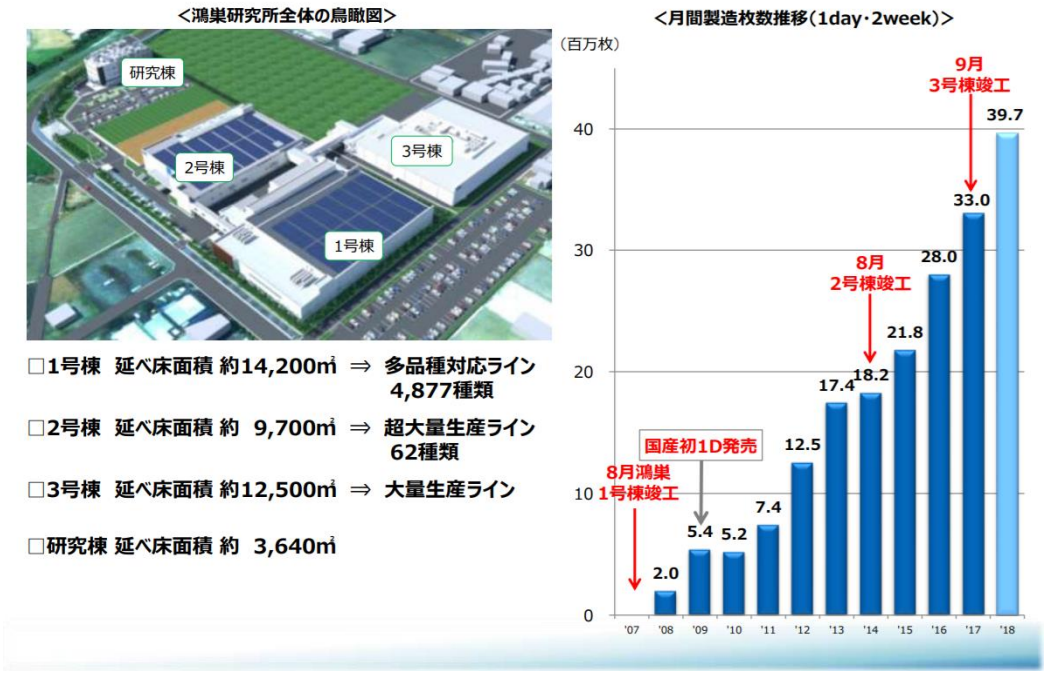
資料來源：Seed、日盛投顧彙整

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

圖六、Seed 持續增加 In house 產能，用於海外市場的布局

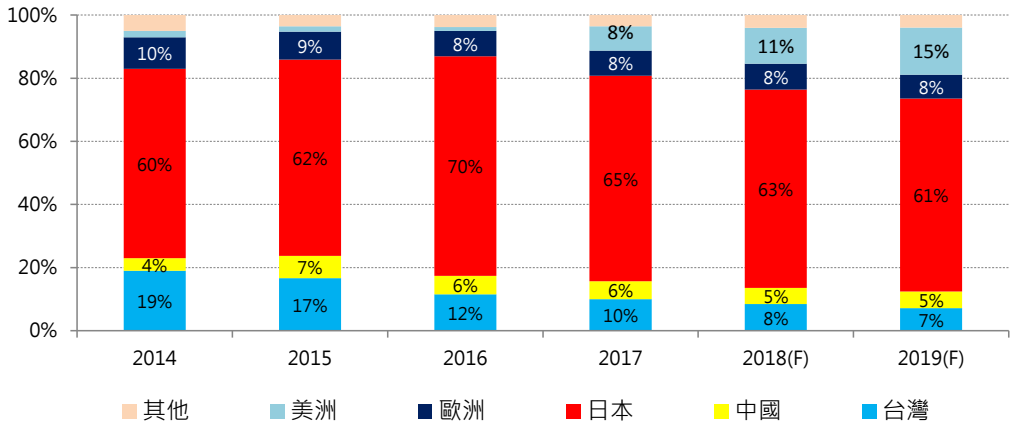


資料來源：Seed、日盛投顧彙整

◆ **8 條自動化設備估計遞延至 1Q19 到位：**

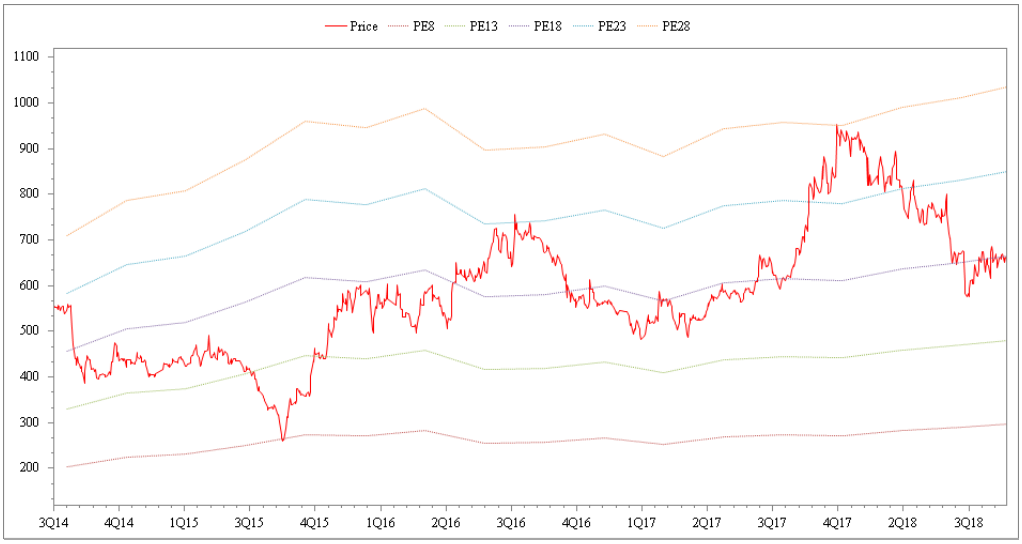
在新產能方面，年初到位的 12 條新產線，已投入 7 條人力，預計年底前仍將持續招募人力並全數投入(原估 3Q18)，然受到 Hubble 訂單不確定性增加，另外 8 條全新自動化產線，預估將遞延至 1Q19 投入，由於供應商將配合精華產能狀況彈性驗收，故折舊費用影響有效。目前精華庫存天數約 80~85 天，預計增加至 100 天，降低工作天數及急單的影響。考量日本產品升級及美國 Hubble 下單減少，下修全年營收至 68 億元(YoY+7%)，稅後淨利 17.8 億元(YoY+12%)，稅後 EPS 35.35 元(原估 35.72 元)。然因產品組合改善，且匯率因素貢獻，新產品預計 2H18 出貨，目前股價已修正至合理區間，建議持有。(2019 年 PER 19 倍)

圖七、精華地區別營收，美系客戶佔比提升



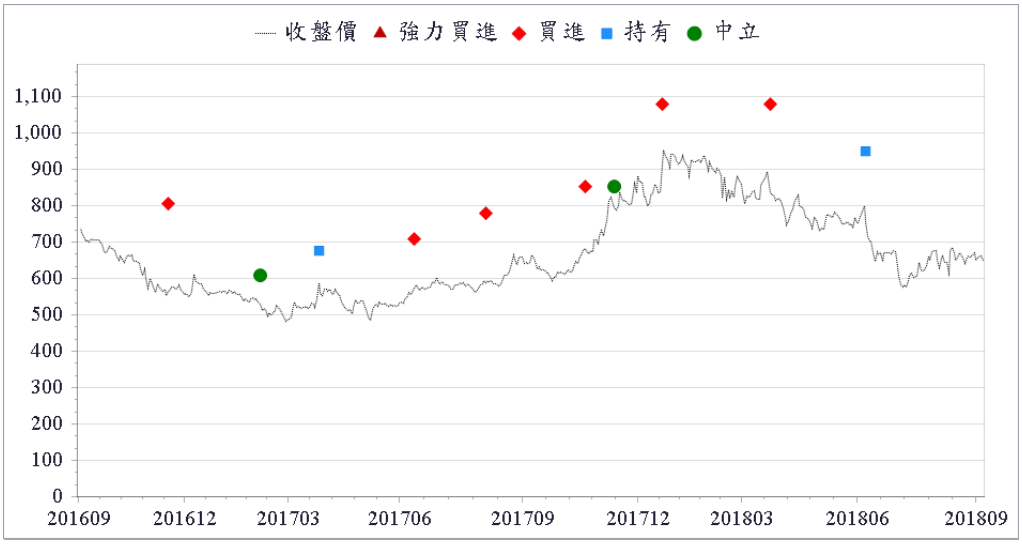
資料來源：精華、日盛投顧彙整

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
20180910	持有	725.0
20180608	持有	950.0
20180323	買進	1,080.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	6,418	6,844	7,553	1,550	1,773	1,642	1,583	1,722	1,789	1,750	1,682	1,939
營業毛利	2,545	2,577	2,855	601	725	638	580	634	696	667	614	735
營業費用	473	504	532	105	142	126	111	123	133	137	117	129
營業利益	2,071	2,073	2,323	496	583	513	469	511	563	530	498	606
營業外收支	-106	148	88	85	23	-28	-36	103	34	47	-17	63
稅前純益	1,965	2,221	2,411	581	606	484	433	614	598	577	480	669
稅後純益	1,589	1,782	1,935	453	497	396	353	478	484	467	392	522
最新股本	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504
稅後 EPS(元)	31.52	35.35	38.39	8.99	9.85	7.85	7.00	9.48	9.60	9.27	7.77	10.35
經營效率(%)												
毛利率	39.65	37.65	37.8	38.76	40.91	38.87	36.64	36.81	38.92	38.09	36.52	37.91
營業利益率	32.27	30.28	30.76	31.99	32.88	31.21	29.62	29.64	31.48	30.29	29.58	31.25
稅前純益率	30.62	32.45	31.93	37.49	34.19	29.48	27.34	35.65	33.4	32.96	28.56	34.51
稅後純益率	24.76	26.04	25.63	29.24	28.01	24.08	22.29	27.76	27.06	26.7	23.27	26.92
YoY(%)												
營收	-0.63	6.65	10.35	0.17	3.21	-2.25	8.99	11.12	0.9	6.55	6.27	12.57
營業利益	-7.89	0.07	12.07	-10.54	-7.32	-5.95	-2.26	2.96	-3.41	3.41	6.11	18.68
稅前純益	-8.73	13.04	8.56	7.35	13.02	-16.96	47.4	5.65	-1.41	19.14	11	8.99
稅後純益	-10.6	12.15	8.6	3.01	11.59	-18.26	44.82	5.47	-2.54	18.11	10.94	9.19
QoQ(%)												
營收				6.71	14.38	-7.36	-3.6	8.79	3.86	-2.17	-3.86	15.24
營業利益				3.35	17.57	-12.08	-8.51	8.87	10.3	-5.88	-6.11	21.76
稅前純益				97.92	4.29	-20.12	-10.6	41.85	-2.68	-3.47	-16.71	39.29
稅後純益				85.98	9.57	-20.35	-10.77	35.44	1.25	-3.47	-16.19	33.31

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	2Q18
流動資產	4,944	4,643	5,086
現金及約當現金	3,412	3,005	3,156
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	819
非流動資產	2,401	3,960	4,253
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,264	3,709	3,940
無形資產	0	0	2
資產總計	7,345	8,603	9,338
流動負債	1,651	2,176	3,415
短期借款	0	350	350
非流動負債	517	1,035	958
負債總計	2,167	3,211	4,373
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	3,934
庫藏股票	--	--	--
股東權益	5,177	5,392	4,965
每股淨值(元)	102.69	106.94	98.48
流動比率(%)	299.49	213.38	148.9
速動比率(%)	258.45	181.26	124.91
應收帳款週轉率(%)	7.25	7.54	1.82
負債比率(%)	29.51	37.33	46.83
稅後股東權益報酬率(%)	36.39	30.07	8.93

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	2,153	1,965	1,047
折舊及攤提費用	278	251	134
利息費用	9	10	8
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	-158
存貨增減	-24	-46	-120
應付帳款增減	-28	21	29
營業活動現金流量	2,397	1,767	578
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	-238
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	-71	-1,742	-353
短期借款增減	0	350	0
長期借款增減	-86	587	-78
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	-78
淨現金流量	1,053	-407	151

資料來源：CMoney · JS 預估

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