2019 年 2 月 18 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 650	精華的投資評等為持有，目標價由725元下修至650元，潛在漲幅11%，主要理由如下： (1) 美系客戶1Q19訂單與2H18相當，1/2019營收成長，部分來自日系客戶提前拉貨； (2) 2019年閒置產能投入，將視日本第二供應商銷售表現以及Hubble資金2Q19能否到位。

研究員 李振南
donaldlee@jsun.com

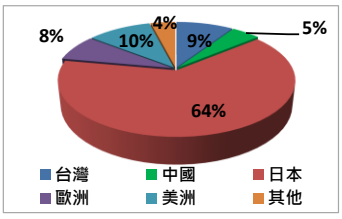
近期投資評等

02/18/2019	持有/中立
09/10/2018	持有/中立
06/08/2018	持有/中立

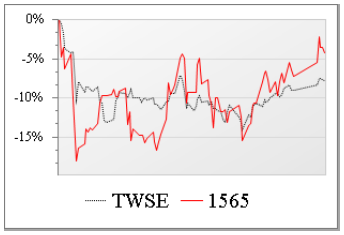
公司基本資料

收盤價(元)(02/15/2019)	584.00
股本(百萬元)	504
總市值(億元)	294.3
每股淨值(元)	106.79
外資持股比(%)	46.26
投信持股比(%)	1.13
近 20 日均量(張)	150
融資餘額(02/15/2019)	768

產品組合(2018 年)



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- **預估4Q18稅後EPS 8.8元：**精華2018年營收66.7億元(YoY+4%)，其中日本市場占比64%(YoY<5%)，成長低於產業平均的6~7%，係因彩片新進品牌增加，雖有2~3個日系客戶發展海外市場，但仍無法彌補日本境內成長放緩的影響。美國市場占比約10%(YoY+40%)，成長低於預期，因美系客戶Hubble遭遇市場同業Waldo競爭，進入庫存調整。中國市場占比5%(YoY-14%)，則因大客戶博士倫BL於3Q18起調整in/out sourcing比例，將較無生產成本壓力的非日拋系列彩片，轉由其2014年併購的韓廠Bescon生產所致。台灣占比9%(YoY-3%)，則因推出新產品使衰退幅度降低。考量4Q18匯率波動不大，預估稅後淨利4.4億元(YoY+12%)，稅後EPS 8.8元。
- **觀察2Q19美系客戶Hubble資金是否如期到位：**精華1/2019營收5.9億元(YoY+3%)，受2/2019工作天數減少，日本客戶有提前拉貨情況，目前1Q19訂單與4Q18相當。雖日本客戶Seed在8/2018與第二供應商晶碩合作推出變色片，然而對於既有由精華代工的coffret放大片系列，除產品升級外，近期亦推出散光用日拋新產品，顯示雙方合作短期並未因增加第二供應商減少，日本市場成長趨緩，主要仍受產業新競爭者影響。此外，另一多品牌客戶於近期取得矽膠片執照，將視市場接受度推動行銷，預估2019年日本市場維持5%以內增長。美國方面，由於7/2018英國Waldo在完成A-run投資500萬美元進入美國市場後，目前並無再籌資進度，Hubble壓力縮小，且去年Hubble新進歐洲五大市場，資源有限下料將回防美國，目前1Q19訂單與2H18相當(占比約6%)。然日盛認為，未來Hubble將面臨更大挑戰，包含市場質疑透氧低、驗光師提起訴訟等，將影響Hubble募資的4,000萬美元(高露潔投資)，2Q19是否能完全到位，管理層預估全年表現持平。而中國市場方面，BL目前占中國營收比重已由70%降至50%，2019年將視通路新客戶訂單，預估可望恢復雙位數成長。
- **12條產線停擺，目前仍無明確投入計畫：**產能方面，1/2018採購12條，已投入8條，4Q18全額認列折舊；去年底新增8條自動化產線，資本支出4億元，折舊費用約4,000萬~5,000萬/年，2Q19開始全額認列折舊。總計78條產線，12條停擺，已投入66條(產能利用率>100%)，投入情況不如預期。日盛下修2019年營收至69億元(YoY+3%)，因匯率相對穩定，主要差異來自於投產進度，預估毛利率38%，稅後淨利17.8億元(YoY+5.3%)，稅後EPS 35.3元(原估38.4元)，PER約16.5倍，相對合理，依股息配發率80%計算，殖利率約4.6%，建議持有。(以2019年PER 18.5倍評價)

單位:百萬元	2018F	2019F	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	6,676	6,900	1,722	1,663	1,708	1,473	1,655	1,834
營業毛利	2,512	2,620	634	637	661	560	626	700
營業利益	2,030	2,134	511	516	534	458	517	575
稅後純益	1,691	1,781	478	417	444	363	451	468
稅後 EPS(元)	33.55	35.32	9.48	8.27	8.80	7.20	8.94	9.28
毛利率(%)	37.63	37.97	36.81	38.31	38.69	38.01	37.82	38.16
營業利益率(%)	30.4	30.94	29.64	31.02	31.29	31.08	31.27	31.38
稅後純益率(%)	25.33	25.81	27.76	25.07	25.97	24.66	27.23	25.52
營業收入 YoY/QoQ(%)	4.02	3.35	8.79	-3.46	2.7	-13.74	12.34	10.81
營業利益 YoY/QoQ(%)	-2.01	5.17	8.87	1.01	3.62	-14.34	13.05	11.2
稅後純益 YoY/QoQ(%)	6.42	5.29	35.44	-12.81	6.41	-18.11	24.05	3.88

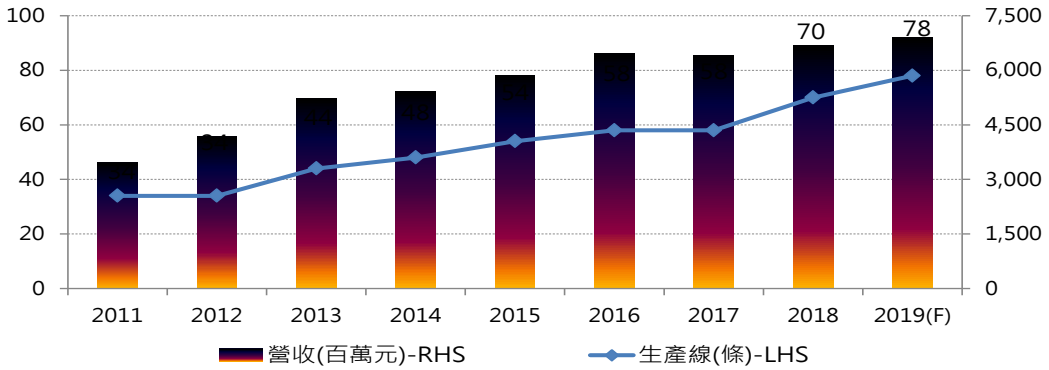
資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **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%，2018 年出貨約 8.21 億片(YoY+5.9%)。台灣以 OBM 自有品牌「帝康」在台銷售，市占率約 10%，2018 年內銷營收佔比 9%；海外市場以 ODM/OEM 為主，其中日本佔比 64%、美洲 10%、歐洲 8%、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，2018 年日拋占比 96%、彩片佔比約 50%。

截至 2/2019，精華已建立 78 條產線，其中 2018 年初到位的 12 條產線，已投入 8 條人力生產，其餘 4 條尚未有投入計畫。此外，精華另採購 8 條高度自動化生產設備，資本支出約 4 億元，將用於生產一般藍片，原預計 for Hubble 訂單使用，但因 Hubble 拉貨動能不如預期，目前尚無投入計畫，故總計 12 條產能閒置。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、精華目前已建立 78 條生產線，其中 12 條閒置



資料來源：精華光學、日盛投顧彙整

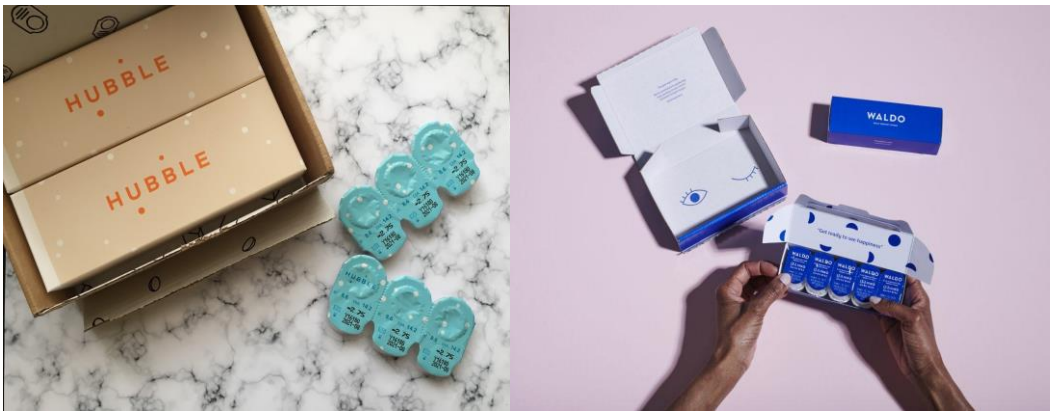
◆ **預期 Hubble 將回防美國市場，惟 1Q19 拉貨並未回溫：**

2018 年美國市場營收 7 億元(YoY+42%)，營收占比約 10%，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、法國及西班牙等 5 大歐洲區域上市。由於品牌投入新市場需要大量行銷資源，在擴充快速的情況之下，導致行銷資金不足，故 Hubble 自 3Q18 下調出貨量，為近期精華光學營收表現低於預期之主因。

由於歐洲市場分散，推估 2019 年 Hubble 將回歸美國主力市場。據了解，近期 Hubble 已完成下一輪 4,000 萬美元的融資(高露潔投資)，然資金並未完全到位，此將影響到 Hubble 對新用戶的推廣能力，目前 1Q19 訂單水準仍與 4Q18 相當(營收佔比約 6%)。

日盛認為，Hubble 以超低價格及物流配送的創新模式，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。此外，未來 Hubble 將面臨更大挑戰，包含市場質疑透氧低、驗光師提起訴訟等。管理層預估 2019 年美國市場表現將持平。

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

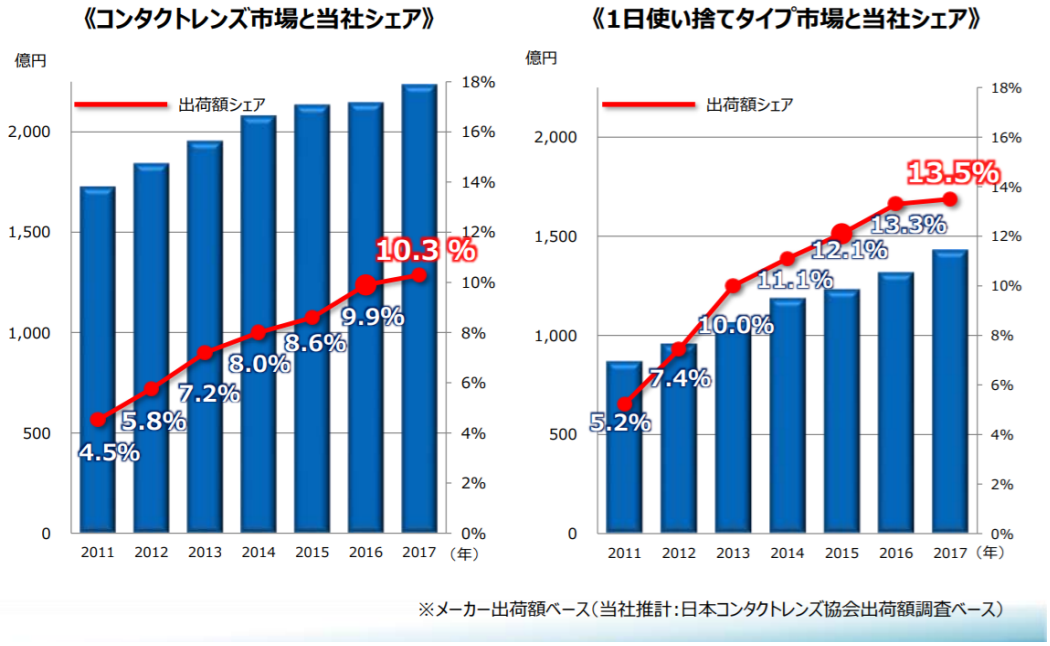
◆ **<u>日本市場成長低於產業平均，留意 Seed 第二供應商新產品線銷售狀況：</u>**

精華在日本擁有 6 個客戶，2018 年來自日本市場貢獻約 64%，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。

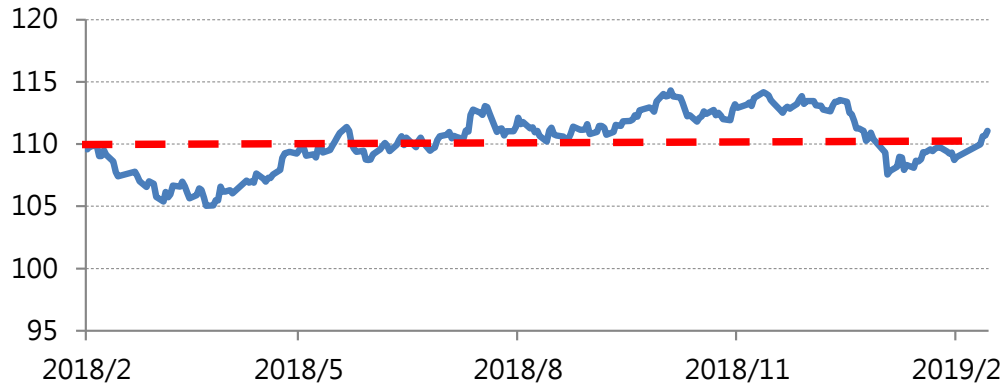
日盛觀察，Seed 自推出男性專用 CL 後，已超過 3 年未推出彩片新產品，除因精華產能吃緊外，增加第二供應商為國際大廠分散經營風險的方式之一。由於國內市場同業晶碩(6491 TT)彩片代工品質提升，Seed 與美妝品牌合作的彩片新產品《Jill Stuart》，8/2018 已在日本正式上市，產品兼具放大及變色片功能，為 Seed 首次跨入變色片領域，可望增加對年輕族群的吸引力；而精華代工 Seed 產品過去多為放大片，雖與晶碩變色片產品雖有區隔，近期亦有日拋型散光變色片新產品上市，然市場端銷售的變化，仍將影響未來 Seed 產品的開發方向。管理層預估，2019 年日本市場營收仍將維持 5%以下的成長。

圖四、Seed 日本隱形眼鏡市佔率出現成長趨緩



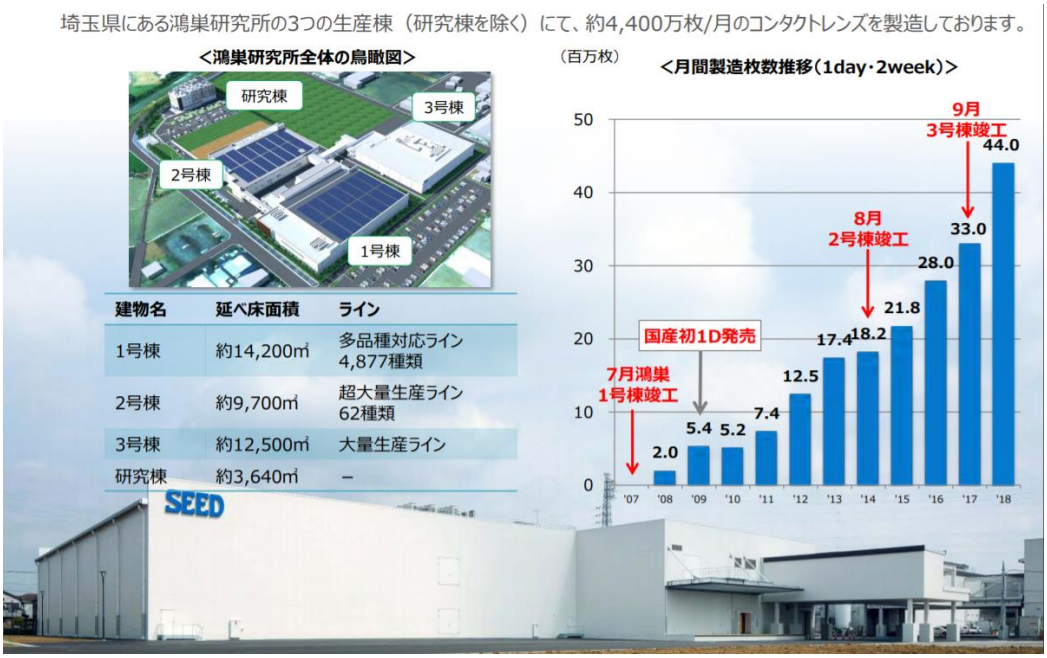
附註：Seed 於近期財報並未再揭露市佔率。資料來源：Seed、日盛投顧彙整

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

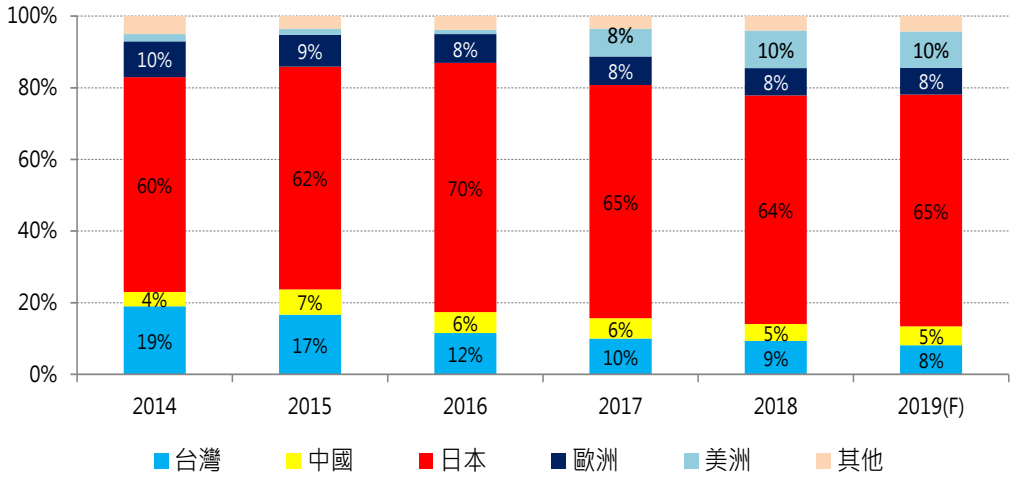


資料來源：Seed、日盛投顧彙整

◆ **12 條產線停擺，目前仍無明確投入計畫：**

在產能方面，1/2018 採購 12 條，已投入 8 條，4Q18 全額認列折舊；去年底新增 8 條自動化產線，資本支出 4 億元，折舊費用約 4,000 萬~5,000 萬/年，2Q19 開始全額認列折舊。總計 78 條產線，12 條停擺，已投入 66 條(產能利用率>100%)，投入情況不如預期。日盛下修 2019 年營收至 69 億元(YoY+3%)，因匯率相對穩定，主要差異來自於投產進度，預估毛利率 38%，稅後淨利 17.8 億元(YoY+5.3%)，稅後 EPS 35.3 元(原估 38.4 元)，PER 約 16.5 倍，相對合理，依股息配發率 80%計算，殖利率約 4.6%，建議持有，目標價由 725 元，下修至 650 元。(以 2019 年 PER 18.5 倍評價)

圖七、精華地區別營收，美系客戶佔比提升

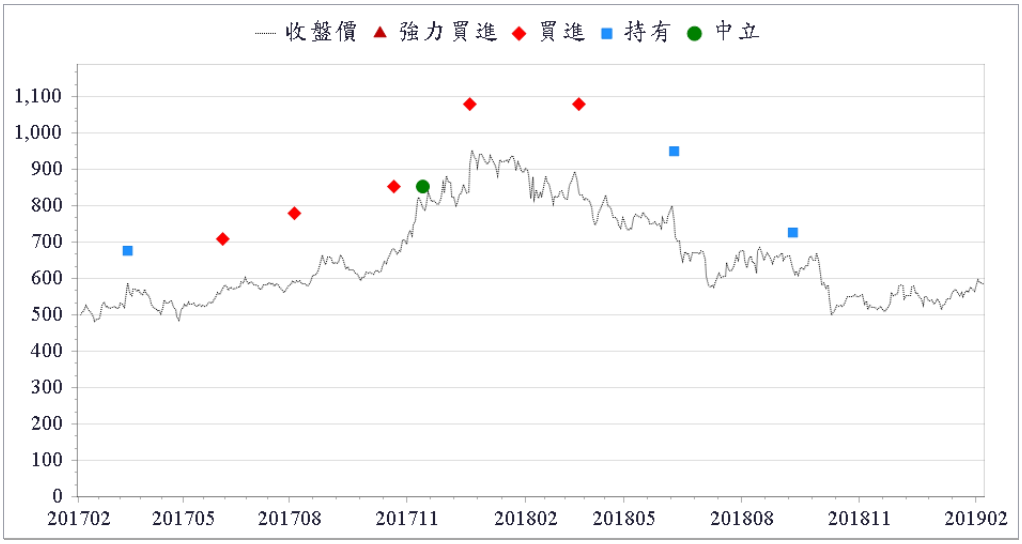


資料來源：精華、日盛投顧彙整

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
20190218	持有	650.0
20180910	持有	725.0
20180608	持有	950.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	6,418	6,676	6,900	1,773	1,642	1,583	1,722	1,663	1,708	1,473	1,655	1,834
營業毛利	2,545	2,512	2,620	725	638	580	634	637	661	560	626	700
營業費用	473	482	485	142	126	111	123	121	126	102	108	124
營業利益	2,071	2,030	2,134	583	513	469	511	516	534	458	517	575
營業外收支	-106	92	98	23	-28	-36	103	5	20	-12	60	10
稅前純益	1,965	2,122	2,232	606	484	433	614	521	554	446	578	585
稅後純益	1,589	1,691	1,781	497	396	353	478	417	444	363	451	468
最新股本	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504	504
稅後 EPS(元)	31.52	33.55	35.32	9.85	7.85	7.00	9.48	8.27	8.80	7.20	8.94	9.28
經營效率(%)												
毛利率	39.65	37.63	37.97	40.91	38.87	36.64	36.81	38.31	38.69	38.01	37.82	38.16
營業利益率	32.27	30.4	30.94	32.88	31.21	29.62	29.64	31.02	31.29	31.08	31.27	31.38
稅前純益率	30.62	31.79	32.35	34.19	29.48	27.34	35.65	31.33	32.46	30.25	34.91	31.91
稅後純益率	24.76	25.33	25.81	28.01	24.08	22.29	27.76	25.07	25.97	24.66	27.23	25.52
YoY(%)												
營收	-0.63	4.02	3.35	3.21	-2.25	8.99	11.12	-6.22	3.97	-6.96	-3.93	10.28
營業利益	-7.89	-2.01	5.17	-7.32	-5.95	-2.26	2.96	-11.54	4.25	-2.39	1.35	11.58
稅前純益	-8.73	7.99	5.19	13.02	-16.96	47.4	5.65	-14.04	14.48	2.95	-5.92	12.29
稅後純益	-10.6	6.42	5.29	11.59	-18.26	44.82	5.47	-16.08	12.12	2.9	-5.75	12.29
QoQ(%)												
營收	--	--	--	14.38	-7.36	-3.6	8.79	-3.46	2.7	-13.74	12.34	10.81
營業利益	--	--	--	17.57	-12.08	-8.51	8.87	1.01	3.62	-14.34	13.05	11.2
稅前純益	--	--	--	4.29	-20.12	-10.6	41.85	-15.15	6.38	-19.6	29.62	1.28
稅後純益	--	--	--	9.57	-20.35	-10.77	35.44	-12.81	6.41	-18.11	24.05	3.88

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	3Q18
流動資產	4,944	4,643	4,050
現金及約當現金	3,412	3,005	2,066
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	885
非流動資產	2,401	3,960	4,303
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,264	3,709	3,923
無形資產	0	0	3
資產總計	7,345	8,603	8,353
流動負債	1,651	2,176	2,053
短期借款	0	350	350
非流動負債	517	1,035	919
負債總計	2,167	3,211	2,971
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	4,351
庫藏股票	--	--	--
股東權益	5,177	5,392	5,382
每股淨值(元)	102.69	106.94	106.75
流動比率(%)	299.49	213.38	197.33
速動比率(%)	258.45	178.98	147.52
應收帳款週轉率(%)	7.25	7.54	1.72
負債比率(%)	29.51	37.33	35.57
稅後股東權益報酬率(%)	36.39	30.07	8.06

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	2,153	1,965	1,568
折舊及攤提費用	278	251	206
利息費用	9	10	12
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	-113
存貨增減	-24	-46	-186
應付帳款增減	-28	21	11
營業活動現金流量	2,397	1,767	1,036
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	-414
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	-71	-1,742	-601
短期借款增減	0	350	0
長期借款增減	-86	587	-116
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-1,185	-1,361	-1,260
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-1,271	-424	-1,377
淨現金流量	1,053	-407	-939

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