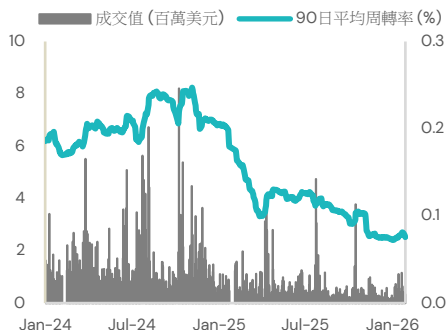
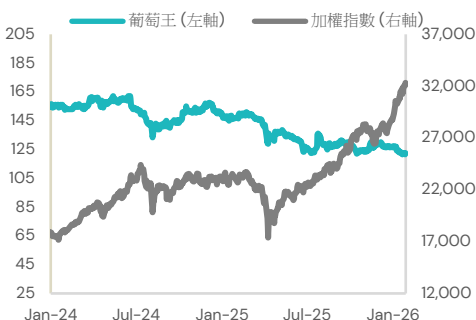


2026/01/28
TruePulse Equity Research
research@truepulsecapital.com

市場數據

股票代號:	1707.TW / 1707.TT
收盤價:	TWD 122.5
52周價格範圍:	TWD 121.5 - 151
30天平均交易量(張)	103.5
在外流通股數(百萬)	148.0
外資持股比例(%)	14.33
市值(百萬美元)	575.0

股價表現



財務摘要

新台幣 百萬	2023	2024	2025E	2026E
營業收入	10,635	11,160	10,252	11,407
營業收入年增率(%)	2.4	4.9	(8.1)	11.3
毛利率(%)	80.3	77.6	75.3	75.9
營業利益率(%)	23.5	22.4	20.1	21.4
淨利(損)	1,455	1,448	1,208	1,482
淨利(損)年增率(%)	(0.2)	(0.5)	(16.6)	22.7
淨利率(%)	13.7	13.0	11.8	13.0
每股盈餘(元)	9.82	9.78	8.16	10.01
每股淨利(元)	78.5	79.6	77.3	81.8
股東權益報酬率(%)	14.9	14.5	12.1	15.0
殖利率(%)	5.4	5.4	5.0	5.7
本益比(x)	13.0	13.0	15.0	12.2
股價淨值比(x)	1.9	1.9	1.6	1.5
股價營收比(x)	1.8	1.7	1.8	1.6
企業價值倍數(x)	6.0	5.9	6.3	5.4

葡萄王生技

全方位動能重塑：構築多引擎、跨市場之營運新局

公司介紹

葡萄王生技 (1707.TW) 成立於 1969 年，為台灣具代表性的保健食品公司，營運基礎建立於自有發酵技術、品牌產品，以及近年快速成長的 OEM/ODM 平台。集團目前主要營運單位包括台灣自有品牌、OEM/ODM、直銷事業體葡眾 (UVACO)，以及上海子公司，並由內部研發體系與長期累積的發酵技術所支撐。產品組合聚焦於靈芝及樟芝等機能性菇蕈、益生菌，以及具科學或臨床基礎的機能性成分，服務對象涵蓋台灣消費市場與國際品牌客戶。在穩健的資產負債表與穩定現金流支持下，公司策略重心放在產品創新與海外布局，以支撐中長期成長。

重點摘要

OEM/ODM 為集團海外成長的主要推動引擎: 我們認為，OEM/ODM 已成為葡萄王短、中、長期成長最具能見度的主要動能來源。2025 年 OEM/ODM 營收年增 54%，主要受惠於國際客戶需求提升及產能利用率改善。隨著歐洲與日本市場拓展加速，並在 EU 原料註冊進展順利，以及具專利、臨床基礎之發酵活性成分持續導入下，國際品牌客戶滲透度逐步提升。配合多劑型製造能力持續擴充，我們預期 OEM/ODM 於 2026–2027 年仍可維持高雙位數成長，有助拉升集團整體營收能見度並擴大海外市場布局，提供集團最清晰、可追蹤的海外成長路徑。

葡眾 (UVACO) 由單一市場走向海外與新品類，成為中期成長的重要來源: 葡眾目前在台灣市場的營運基礎相對穩定，後續成長動能將逐步轉向海外布局與品類延伸。2025 年 11 月推出的樟芝菌絲體滴粒新產品，有助延續高單價機能性產品的銷售動能，並可望延續至 2026 年。結構面來看，CordiBella 為葡眾首度跨足保養品領域，結合集團自有發酵活性成分與女性會員占比偏高的結構，有助擴大單一會員的消費範圍並改善長期會員經濟。展望未來，葡眾預計於 3Q26 啟動馬來西亞市場，將直銷模式延伸至海外，突破台灣市場規模限制，使成長動能由內需驅動逐步轉向「市場 x 品類」的雙軸延伸。

台灣自有品牌與上海事業體逐步築底，提供較穩定的獲利基礎: 台灣自有品牌去年受到消費支出轉向海外旅遊，以及公司進行通路結構與價格秩序調整的影響，營運表現相對承壓。隨通路調整接近尾聲，並搭配新品推出節奏逐步回復正常，我們預期自 2026 年起營運環境可望趨於穩定。上海子公司方面，短期仍受中國消費降級影響而表現相對保守，惟與統一企業的合作有助擴大能量飲料通路覆蓋，另 2026 年將量產之無水膠原蛋白及機能飲品 OEM 專案，亦可望改善產能利用率。整體而言，兩大事業體的逐步穩定，有助提供集團較為扎實的獲利底盤，並降低整體營運波動。

穩定現金流與成長動能並存，評價具備修復空間: 根據我們預估，葡萄王於 2025–2027 年營收年複合成長率約 12.9%，EPS 年複合成長率約 18.7%，主要來自 OEM/ODM 規模擴張、葡眾產品循環回溫，以及初步海外貢獻。公司具備穩健的資產負債表與長期穩定配息紀錄，有助提供下檔支撐；惟目前股價僅反映約 12–13 倍 2026 年預估本益比，較台灣同業及全球保健食品與發酵原料族群仍存在約 25–45% 折價。從產業結構來看，葡萄王屬於全球保健食品產業中，少數同時具備研發能力、關鍵發酵原料自主開發與製造能力，並能透過多元銷售通路直接觸及終端市場的公司，使其在產品創新與營運掌控度上具備相對優勢。我們認為，隨 2026 年起成長動能與獲利能見度逐步提升，評價具備修復空間，整體風險報酬結構仍具吸引力。

1. 公司概况與關鍵觀察

1.1 公司沿革與發展歷程

葡萄王生技創立於 1969 年，前身為製藥與健康相關產品製造商。同年，公司推出康貝特 (ComeBest)，為台灣首款由本土自行研發的能量飲料，於台灣早期工業化階段迅速打開市場知名度，並奠定「葡萄王」品牌在機能性飲品領域的基礎。

1970 至 1980 年代，集團業務逐步擴展至食品與製藥相關產品，並於 1982 年正式掛牌上市。1991 年，公司成立生物工程中心，正式切入發酵技術與菇蕈類機能性成分研發，為後續保健食品與機能性原料布局奠定技術基礎。2002 年，公司更名為葡萄王生技，反映其策略重心由傳統製造，轉向以生物科技為核心的保健食品事業。

1993 年，公司成立直銷事業體葡眾，並於 1998 年正式導入直銷制度，聚焦於高單價、教育導向的營養補充產品；該直銷事業體於 2025 年將英文名稱更名為 UVACO，以利後續拓展海外市場與國際化布局，現已發展為集團重要成長引擎之一。另一方面，上海葡萄王於 1990 年代中期成立，作為 OEM/ODM 製造基地，服務中國市場並兼顧出口需求，逐步擴大集團在區域製造與代工領域的布局。

自 2014 年曾盛麟博士 (Dr. Andrew Tseng) 接任董事長暨總經理後，葡萄王加速轉型為多事業體並行的保健食品平台，橫跨自有品牌、OEM/ODM 製造與直銷體系，並逐步強化技術導向、規模化發展與海外市場布局，奠定目前多引擎成長的營運架構。

圖表 1.1：葡萄王歷史沿革

2026 年葡萄王將展開全新篇章



資料來源: 公司資料，好脈資本

1.2 營運架構與事業版圖

葡萄王以自有研發體系、發酵技術與大規模保健食品製造能力為核心基礎，建構一個多事業體並行的保健食品營運平台，並透過四大主要事業單位加以變現，各事業單位雖面向不同客群與市場，但在技術、產品與營運資源上高度互補、相互支撐：

- OEM/ODM 事業：為國內外保健食品品牌提供代工製造服務；
- 台灣自有品牌事業：透過實體通路與電商銷售自有品牌保健食品
- UVACO (原 Pro-Partner / 葡眾)：以直銷模式運作的會員制平台；
- 上海葡萄王：在中國以 OEM/ODM 製造為主，並搭配小規模自有品牌銷售經營。

不同於彼此獨立運作的事業單位架構，葡萄王各事業體實際上形成一套整合式系統。集團的研發成果、發酵技術與配方能力可於各事業單位間共享，而不同通路在產品測試與規模放大上分工明確，形成互補；台灣自有品牌有助於驗證產品概念與市場接受度，UVACO 強化高單價與教育導向產品的深化經營，而 OEM/ODM 則可將成熟技術與成功產品模式快速複製至海外市場。此一架構有助於延長產品生命週期、提升產能利用率，並在 B2B 與 B2C 模式間取得較佳平衡。

更重要的是，此事業結構亦賦予公司在資本配置與成長動能布局上的高度彈性。隨著不同市場與產品類別需求變化，集團可視能見度與報酬結構調整資源配置，優先投入成長動能較明確的事業體，尤其是 OEM/ODM 與海外市場擴張，並可在既有營運架構下調整資源配置，有助提升中長期成長的穩定度與延續性。

1.3 整合式研發、發酵與製造平台

葡萄王營運模式的核心，在於其長期建立的垂直整合研發與製造平台，涵蓋研發、發酵技術與大規模保健食品生產能力，並全面支撐各事業單位的發展。公司相關能力累積逾數十年，重點聚焦於微生物研究、發酵科學及機能性成分開發，形成難以複製的技術門檻。

圖表1.2：葡萄王的整合式研發、發酵與製造平台



資料來源: 公司資料，好脈資本

在研發基礎方面，葡萄王以龍潭生技研究所為主要研發中樞，負責微生物菌種開發、發酵條件優化與配方設計。集團目前已累積：

- 超過 4,000 株自有菌種庫
- 225 項專利，涵蓋菌株、發酵製程與配方技術
- 194 篇學術論文發表
- 270 項以上國內外創新與技術獎項

此一研發基礎使公司得以持續開發具差異化的機能性原料，特別集中於益生菌、靈芝與樟芝等菇蕈類成分，以及多項發酵型植物活性成分，相關技術同時支援自有品牌產品開發與 OEM/ODM 客戶專案。

在發酵與配方能力方面，葡萄王目前擁有亞洲規模領先的保健食品發酵產能，年發酵產能約 587 公噸，可支援益生菌、菇蕈萃取物及發酵型活性原料之商業化量產。同時，公司已建構超過 1,000 項自有配方資料庫，涵蓋腸道健康、免疫調節、代謝管理、體力補給、內在美容與機能性飲品等主要應用領域。研發、發酵與配方之高度整合，有助於縮短產品開發時程、提升客製化彈性，並確保跨市場與跨批次生產品質的一致性。

在製造端，集團於台灣與中國布局多座專業化生產基地，涵蓋大型發酵製程、液態與飲品生產線，以及多劑型製造能力，整體平台可支援超過 10 種以上劑型，包括膠囊、粉劑、液劑、即飲飲品、軟膠囊、果凍條等。各廠區皆取得 GMP、ISO、HACCP 等國際品質認證，有助於因應不同市場法規要求，強化產品外銷與跨區域供應能力。整體而言，此一整合式研發、發酵與製造平台不僅構成葡萄王 OEM/ODM 事業擴張的核心基礎，同時亦支撐自有品牌與 UVACO 產品創新，並提供國際市場拓展所需的規模化與穩定供應能力，為集團中長期成長奠定關鍵結構性優勢。

1.4 銷售與通路布局

葡萄王透過多元且分工明確的通路架構，同時連結終端消費者與企業客戶，在擴大市場覆蓋率的同時，亦維持各通路間的定位差異與互補性。整體通路可歸納為三大主要通路類型：

圖表 1.3：葡萄王銷售管道及通路



資料來源：公司資料，好脈資本

(一) 實體通路與電商 (台灣自有品牌)

在台灣市場，葡萄王自有品牌產品主要透過藥局、健康食品專門通路、量販零售體系、便利商店合作，以及各大電商平台銷售。實體通路有助於建立品牌信任度與專業形象，並強化消費者教育功能；電商通路則提供較高的產品測試彈性與行銷執行效率，有利於新產品導入與年輕族群滲透。兩者搭配，有助於兼顧品牌穩定度與市場反應速度。

(二) 直銷通路 (UVACO / 葡眾)

UVACO 採會員制、教育導向的直銷模式，聚焦於複方與高單價產品，特別適合需長期使用、具專業解說與個人化建議需求的產品類型。此通路除具備較高客單價與黏著度外，亦可為公司提供完整的一手消費者數據，有助於產品開發方向調整與產品生命週期管理。規劃於 3Q26 進軍馬來西亞市場，為集團首次將直銷模式輸出海外，象徵 UVACO 通路正式進入區域擴張階段。

(三) OEM/ODM 合作通路 (大中華與全球市場)

透過 OEM/ODM 事業體，葡萄王為第三方品牌客戶提供成品製造與客製化配方服務，市場涵蓋大中華區、東南亞、日本、韓國、中東及部分歐美市場。市場觸及方式包含台灣出口、中國在地製造、授權經銷合作及跨境電商等模式，使集團可在不直接投入品牌建置成本下參與國際成長，同時提升產能利用率。其中，上海葡萄王在此架構中扮演複合角色，一方面提供在地 OEM/ODM 製造服務，另一方面亦保留選擇性品牌銷售布局，使集團能在中國高度監管環境下，兼顧代工成長與有限度的品牌參與彈性。整體而言，

此一多通路架構有助於提升市場地理分散度、強化產能利用效率，並降低單一通路波動對整體營運的影響，使集團在穩定性與擴張彈性之間取得較佳平衡。

1.5 產品組合與功能性布局

葡萄王的產品策略並非以單一 SKU 為核心，而是以「發酵技術導向的機能性成分」為基礎，圍繞高附加價值的保健食品品類進行長期布局。無論在自有品牌、UVACO 或 OEM/ODM 事業體中，產品結構皆以功能導向與品類深耕為主，而非追求品項數量的快速擴張，主要涵蓋以下幾個核心領域：

- **益生菌產品**：應用於腸道健康、體重管理與代謝調節；
- **菇蕈類機能性成分**：包括靈芝（免疫調節）與樟芝（肝臟保健與修復）；
- **機能性飲品**：如能量飲料、康普茶等發酵型飲品；
- **高階複方保健食品**：以 UVACO 通路為核心，強調高濃度與多功效配方；
- **新興成長品類**：包含內在美容、運動營養與代謝健康相關應用。

圖表1.4: 葡萄王產品的核心功效



資料來源: 公司資料，好脈資本

圖表1.5: 葡萄王主要產品及品項



資料來源: 公司資料，好脈資本

在通路配置上，集團透過配方複雜度、有效成分濃度與產品使用情境進行明確區隔。台灣自有品牌著重產品普及性與品牌辨識度；UVACO 聚焦高單價、教育導向的複方產品；OEM/ODM 則依客戶需求提供高度客製化解決方案，使各通路能在不同價值層級與目標客群下運作。此一架構有助於降低通路間的內部競合，並使成熟產品與核心技術得以於不同通路與市場間延伸，逐步擴大其商業化規模。

葡萄王的產品組合涵蓋範圍廣泛，橫跨 FMCG 屬性的機能性飲品、核心保健食品，以及早期藥品研發階段，其中保健食品仍為目前營收與獲利的主要來源。另一方面，公司亦以發酵與草本技術為基礎，推進針對非酒精性脂肪肝 (NASH) 的植物新藥，目前已進入美國 FDA 第二期臨床試驗，為其技術平台延伸應用與長期發展保留選項。

1.6 成長動能與未來展望

我們認為，葡萄王中期成長動能主要來自三個面向，分別為國際化成長引擎啟動、突破性產品創新，以及平台升級強化競爭力。上述三項動能相互配合，有助於提升集團的成長延展性、競爭力與中長期營運能見度。

1.6.1 國際化成長引擎啟動: UVACO 出海 + OEM/ODM 全球擴張

葡萄王營運重心正由台灣市場，逐步延伸至海外，朝具國際布局的保健食品與機能性原料供應商發展。直銷事業體 UVACO 規劃 3Q26 進入馬來西亞市場，為集團首次將直銷模式拓展至海外，並已搭配為期兩年的產品導入規劃，作為後續區域市場發展的基礎。除直銷事業外，OEM/ODM 業務亦持續

推進全球化布局，向國際品牌客戶供應發酵型原料與成品，合作市場涵蓋美國、日本、香港、新加坡、印度等地，並同時透過品牌合作與原料供應兩種模式，持續擴大客戶基礎。部分國際客戶合作深度持續提升，未來合作規模仍有擴大空間；隨著海外比重拉升，可望降低台灣市場集中度，並強化未來成長動能。

1.6.2 突破性產品創新、切入高成長、高價值功能性賽道

在產品研發策略上，葡萄王持續將研發資源集中於需求趨勢明確，且與自身技術能力高度契合的機能性健康領域。現階段較具代表性的發展方向包括：

- 以自有發酵植萃為核心，將技術延伸至附加價值較高的美容應用；
- 以發酵型活性成分為核心的口服型 GLP-1 概念相關產品，聚焦體重管理與代謝健康需求；
- 因應壓力、老化與生活型態改變所帶動的需求，發展頭皮與毛髮健康相關解決方案。

除上述重點方向外，集團亦同步推進腸道健康、免疫調節、女性健康、助眠、抗疲勞、機能性零食、視力保健及菇蕈成分升級等多元產品開發。此一多方向並行的創新布局，有助於分散單一品類風險，並為未來營收結構提供更廣泛的成長選項。

1.6.3 平台升級強化競爭力：技術 × 製造 × 數位與AI的長期護城河

為配合產品與市場擴張，葡萄王持續強化研發與製造能力，重點包括吸收效率提升技術、雙相遞送系統、微膠囊化技術、高產能發酵製程，以及多劑型製造能力，涵蓋軟膠囊、粉包、即飲飲品、果凍條等形式。

此外，OEM/ODM 事業亦逐步導入 AI 輔助的個人化營養應用（如多型態消費者分群），並加快關鍵原料於美國、歐盟、日本及東南亞市場的註冊進程，以利後續產品與市場拓展。

整體來看，研發與製造平台層級的持續升級，有助於拉開與同業在技術、製造與法規面的差距，並支撐集團中長期成長動能。

1.7 財務概況

回顧過去幾年，葡萄王的財務表現反映其營運結構與通路組合的逐步調整。營收成長主要來自發酵型保健食品規模擴大，以及直銷事業體的發展；獲利表現則受惠於費用控管相對穩健、營運現金流穩定，以及保守的資產負債結構。整體而言，公司長期財務體質維持穩定。

2025 年營運表現進入調整期，主要受到直銷事業前一波產品循環影響、台灣保健食品市場競爭加劇，以及中國消費環境偏弱等因素影響，短期成長動能相對收斂。

展望未來，我們於 2025–2027 年預估中，已納入 OEM/ODM 業務貢獻度提升，直銷事業首度出海，以及消費端事業隨新品循環推進、比較基期趨於正常後的回穩表現。整體而言，我們預估集團營收於 2025–2027 年年複合成長率約 12.9%，EPS 年複合成長率約 18.7%，主要成長動能來自產能利用率改善、OEM/ODM 規模擴大，以及各事業體營運能見度逐步提升。隨著獲利結構轉趨均衡，整體財務表現可望自 2026 年起回到較為穩定的成長軌道。

圖表1.6：葡萄王財務概況與主要架設

營收占比 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
葡眾 (直銷)	80.6%	79.2%	76.8%	75.9%	74.7%
台灣自有品牌	7.9%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
國際代工	3.8%	4.1%	7.0%	8.1%	9.5%
上海葡萄王	7.7%	10.2%	9.8%	9.7%	9.4%
(NT\$m)					
合併營收	10,635	11,160	10,252	11,407	13,063
營業毛利	8,536	8,658	7,720	8,656	9,792
營業利益	2,499	2,500	2,061	2,441	2,856
業外收益	164	173	110	170	191
稅前淨利	2,663	2,673	2,171	2,611	3,047
稅後淨利	1,455	1,448	1,208	1,482	1,703
每股盈餘 (NT\$)	9.82	9.78	8.16	10.01	11.49
財務比例					
毛利率	80.3%	77.6%	75.3%	75.9%	75.0%
營業費用率	56.8%	55.2%	55.2%	54.4%	53.1%
營業利益率	23.5%	22.4%	20.1%	21.4%	21.9%
稅前淨利率	25.0%	24.0%	21.2%	22.9%	23.3%
稅後淨利率	13.7%	13.0%	11.8%	13.0%	13.0%
年增長率 (YoY)					
合併營收	2.4%	4.9%	-8.1%	11.3%	14.5%
營業毛利	0.6%	1.4%	-10.8%	12.1%	13.1%
營業淨利	-2.1%	0.0%	-17.5%	18.4%	17.0%
稅後淨利	-0.2%	-0.5%	-16.6%	22.7%	14.9%
每股盈餘 (NT\$)	-0.2%	-0.5%	-16.6%	22.7%	14.9%

資料來源：公司資料，好脈資本

1.8 估值摘要與同業比較

在估值架構上，我們採用同業比較的本益比分析，將葡萄王與台灣同類型保健食品公司，以及全球消費保健相關企業進行對照。依我們預估，目前葡萄王 2026 年本益比約為 12.2 倍，市場評價相較同業區間仍隱含約 25–45% 的折價，主要反映市場對短期獲利波動，以及營運動能轉趨明確所需時間的觀望態度，而非公司基本面條件出現明顯差異。

在此基礎上，我們針對 OEM/ODM 擴張進度、直銷事業產品循環，以及海外市場推進速度等關鍵變數進行情境分析。在不同營運假設下，三種情境所對應的隱含價值區間約介於 NT\$110–190；其中，在基準情境 (Base Case) 下，所對應的隱含價值區間約為 NT\$140–160，可作為目前估值推導的中性參考區間。

整體來看，隨著 OEM/ODM 規模持續放大、海外布局逐步展開，加上獲利結構轉趨穩定，公司的營運輪廓已較過去清楚，評價結果對後續執行進度與能見度變化具調整空間。

圖表1.7：葡萄王市場評價與同業比較

	市值	EPS CAGR	本益比 (x)			股價淨值比 (x)			企業價值倍數 (x)			股東權益報酬率 (%)			殖利率 (%)		
	(US\$mn)	2025-2027E	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
台灣保健食品同業																	
葡萄王	575	18.7%	12.5	15.0	12.2	1.8	1.6	1.5	5.5	6.3	5.4	14.5	12.1	15.0	5.6	5.0	5.7
大研生醫	740	57.0%	219.3	70.6	40.8	13.2	-	-	119.7	55.9	24.7	13.7	20.2	25.9	1.4	-	-
大江	543	-	20.1	19.0	15.4	2.3	2.3	2.2	10.0	-	-	10.1	9.6	12.4	6.4	4.8	4.8
佳格	838	-	15.3	-	-	1.4	-	-	9.0	-	-	9.9	-	-	4.8	-	-
生展	108	-	14.2	-	-	1.5	-	-	8.5	3.1	2.9	11.0	-	-	4.0	-	-
平均		37.9%	56.3	34.9	22.8	4.1	1.9	1.8	30.5	21.8	11.8	11.8	14.0	17.8	4.4	4.9	5.3
國際直銷同業																	
Nu Skin	539	-	-	8.3	7.6	0.8	-	-	3.8	-	-	-	-	-	2.2	-	-
Herbalife	1,719	28.5%	6.8	7.8	5.9	-	-	-	6.2	5.6	5.3	-	-	-	-	-	-
USANA Health	412	26.6%	9.8	12.7	11.4	0.8	0.8	0.8	4.0	3.2	2.9	7.8	3.0	5.2	-	-	-
Nature's Sunshine	432	2.2%	56.1	20.3	23.7	2.9	-	-	10.4	7.4	7.0	4.9	-	-	-	-	-
LifeVantage	78	27.1%	10.6	7.8	6.0	2.6	-	-	5.4	3.9	3.3	25.7	-	-	2.5	-	-
Medifast	124	-	59.2	-	-	0.6	-	-	-	-	-	1.0	-	-	-	-	-
DXN Holdings	633	11.6%	7.8	8.0	7.2	1.9	-	-	3.9	4.1	3.8	24.5	-	-	7.3	7.0	8.1
平均		19.2%	25.1	10.8	10.3	1.1	0.8	0.8	5.6	4.9	4.5	12.8	3.0	5.2	4.9	7.0	8.1
國際保健食品同業																	
Jamieson Wellness	1,089	19.8%	28.8	18.7	15.6	3.0	2.7	2.4	17.8	12.2	10.6	9.9	16.9	16.9	2.3	2.4	2.7
By-health Co.	3,041	36.2%	32.4	29.4	22.8	1.9	1.8	1.9	17.3	12.5	10.8	5.6	7.8	7.8	2.8	2.5	3.0
H&H International	1,176	23.4%	-	12.3	9.6	1.4	1.3	1.2	10.1	7.5	6.7	-	8.9	12.2	2.6	3.2	3.6
Simply Good Foods	1,877	5.8%	13.2	10.3	9.7	1.2	-	-	8.3	8.1	7.6	8.4	-	-	-	-	-
BellRing Brands	3,276	7.1%	11.7	13.5	13.4	-	-	-	9.6	9.9	9.8	-	-	-	-	-	-
Applied Nutrition	814	13.4%	39.1	24.0	20.8	14.3	-	-	29.3	17.1	14.8	-	-	-	-	-	-
BioGaia AB	1,258	25.6%	32.5	36.7	27.5	6.6	8.8	9.6	22.4	25.7	19.3	18.7	20.5	33.1	1.7	4.6	4.6
FitLife Brands	148	62.9%	16.5	21.7	10.8	4.0	-	-	14.2	13.6	9.1	28.4	-	-	-	-	-
平均		24.3%	24.9	20.8	16.3	4.6	3.6	3.8	16.1	13.3	11.1	11.7	12.9	17.5	2.4	3.2	3.5
國際原料供應同業																	
Glanbia	4,558	6.9%	27.7	13.7	13.0	2.3	2.3	2.2	10.7	10.5	10.0	7.8	15.5	16.4	2.1	2.3	2.4
Novozymes	29,640	8.8%	82.4	27.6	25.6	1.3	2.2	2.1	20.2	18.1	16.6	4.7	7.3	7.8	1.5	1.5	1.7
DSM-Firmenich	19,539	6.3%	66.5	17.9	18.2	0.8	0.8	0.8	12.1	8.4	8.6	1.2	4.3	4.3	3.8	3.8	3.9
平均		7.3%	58.9	19.7	18.9	1.5	1.8	1.7	14.3	12.4	11.7	4.6	9.0	9.6	2.5	2.5	2.7

資料來源：公司資料，Capital IQ，好脈資本

圖表1.8：葡萄王隱含價值情境分析

情境假設	採用本益比倍數	隱含價值區間 (NT\$)	關鍵假設
保守情境 (Bear Case)	11-13 倍	110-130 元	OEM/ODM 放量進度較慢，海外布局推進延後，消費端需求復甦不如預期
基準情境 (Base Case)	14-16 倍	140-160 元	OEM/ODM 擴張進度符合預期，直銷事業回歸常態，海外市場逐步貢獻
樂觀情境 (Bull Case)	17-19 倍	170-190 元	OEM/ODM 動能明顯轉強，海外布局推進順利，整體獲利能見度顯著提升

資料來源：公司資料，好脈資本

1.9 風險與挑戰

- **OEM/ODM 業務放量時程與執行風險：**OEM/ODM 為集團核心成長動能，然其營收認列具備專案導向特性，實際量產時點易受產品研發週期、客戶端上市進度及訂單排程之連動影響，致使短期營收可能面臨波動風險。
- **直銷事業產品週期與會員動能風險：**UVACO 之營運績效高度取決於會員活躍度與新產品導入成效。若面臨消費趨勢轉向、產業競爭加劇，或新產品之市場滲透速度未達預期，恐對其短期營收成長動能造成壓抑。
- **海外拓展與法規適應風險：**海外市場布局涉及各地法規差異、產品註冊與在地化調整，若相關審批時程延後，或合規成本高於預期，可能影響海外擴張進度。
- **中國市場消費力道與通路執行風險：**上海葡萄王面臨產業競爭白熱化及終端價格高度敏感之挑戰。若中國宏觀消費環境持續低迷，或新通路布局進度未達預期，短期營運復甦動能之能見度仍偏低。
- **市場競爭與價格壓力：**台灣保健食品市場競爭持續升溫，線上通路與自有品牌產品增加，對品牌定位與價格紀律形成壓力，市場份額與毛利結構仍需持續觀察。

2. 產業與公司展望

2.1 國際化成長引擎啟動

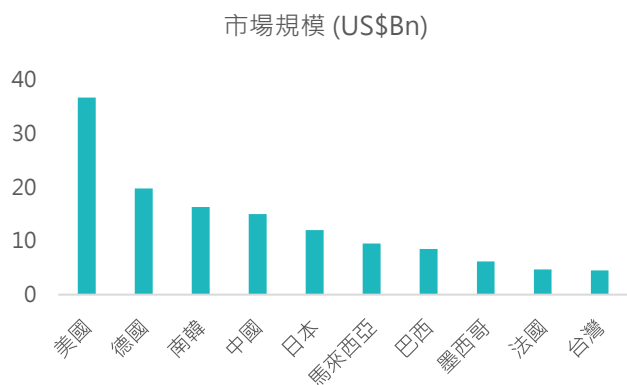
葡萄王近年營運重心逐步由台灣市場，延伸至區域型乃至全球市場，朝向具國際布局的保健食品與機能性原料平台發展。此一地理分散主要由兩項動能推進，一為直銷事業體 UVACO 首度跨出台灣市場，二為 OEM/ODM 業務持續加快國際化腳步，並以發酵技術與益生菌及菇蕈類機能性原料作為核心競爭基礎。

隨著海外市場比重提升，集團營收來源結構可望趨於多元，有助降低對單一市場的依賴，並為中長期成長建立較具延展性的地理布局。

2.1.1 UVACO 馬來西亞：直銷事業海外布局的關鍵起點

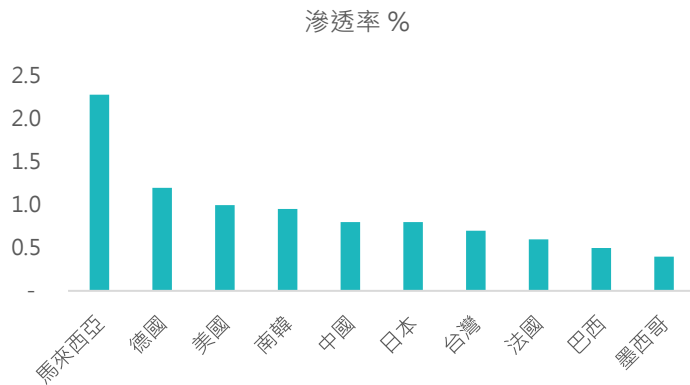
UVACO 規劃進入馬來西亞市場，為公司十多年來最重要的海外擴張行動之一，也代表直銷事業體正式跨出台灣。就市場條件而言，馬來西亞屬全球直銷產業結構相對成熟的市場：2024 年直銷市場規模約 95 億美元，全球排名約第 6、亞太約第 4；直銷滲透率約 2.28%，為全球最高之一。參與人口亦具規模，約 800 萬人參與直銷活動，約占全國人口四分之一，顯示消費者對「社群 + 產品教育」型態的接受度高、產業運作相對成熟。

圖表2.1: 全球直銷排名 – 國家 (2024)



資料來源: WFDSA Global Statistics · 好脈資本

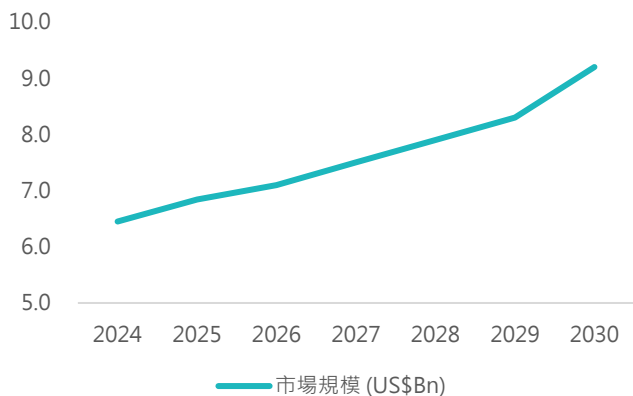
圖表2.2: 全球直銷滲透率排名 – 國家 (2024)



資料來源: WFDSA Global Statistics · 好脈資本
備註: 滲透率 = 直銷市場規模/GDP

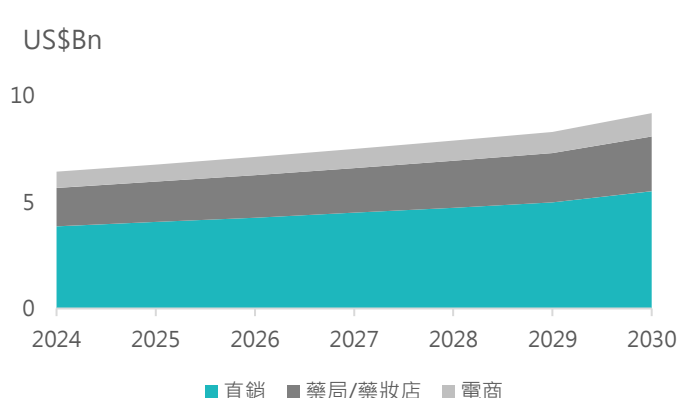
就產品結構來看，馬來西亞直銷市場以保健食品為主，保健食品占直銷營收比重逾 60%，顯著高於美容或居家品類。另就終端市場規模而言，馬來西亞保健食品市場預估將由 2024 年 6.45 億美元成長至 2030 年 9.2 億美元；成長動能主要來自腸道健康需求提升、肥胖與代謝症候群盛行率偏高，以及消費者對「具科學支持」的營養補充品接受度提高。上述趨勢與葡萄王既有強項（發酵型益生菌 / 後生元、靈芝、蟲草類機能性原料等）具高度契合。

圖表2.3: 馬來西亞保健食品市場



資料來源: Maximize Market Research · 好脈資本

圖表2.4: 馬來西亞保健品銷售 – 按通路別



資料來源: WFDSA Global Statistics · 好脈資本

在時程規劃上，UVACO 預計於 2026 年第三季正式啟動市場，並搭配分階段 rollout (夥伴招募活動、產品教育說明會、設立會員與培訓中心等)，以強化透明度與在地信任基礎。產品導入方面，前兩年規劃導入約 20 項 SKU，涵蓋益生菌、菇蕈類機能性產品、女性保健、代謝健康等主力產品。在法規面則將完成 NPRA (馬來西亞) 註冊 (為當地保健食品銷售的必要條件)，並規劃取得 Halal 清真認證；供應鏈採「台灣生產原料 + 當地後段包裝」的混合模式，以兼顧品質控管與在地合規需求。

圖表2.5: 為何選擇馬來西亞？

指標	數據	意義
直銷市場規模	USD 95 億 (2024)	東南亞最大直銷市場
市場滲透率	2.28% (全球第一)	每 6 個馬來西亞人就有 1 人參與直銷
5 年 CAGR	8%	遠高於全球平均 2-3%
活躍直銷參與者	802.5 萬人	占總人口 25%
政府態度	積極支持、完善監管	2024 年頒發 45 張新執照

資料來源: WFDSA Global Statistics · 好脈資本

圖表2.6: 全球直銷滲透率排名 – 國家 (2024)

公司	2024 年營收 (USD 百萬)	成長率	強項	弱點
安麗 (馬來西亞)	264.6	-13.6%	全品類、通路強	成長停滯、品牌老化
賀寶芙 (馬來西亞)	120-180 (估)	-12.2%	減重市場領導	單一品類、監管風險
無限極 (馬來西亞)	15-30 (估)	-25.4%	中草藥產品領導者	中國品牌形象退化
DXN Malaysia	392	+12.6%	菇類產品領導者	產品老化

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

UVACO 的差異化優勢之一，來自母公司背景與制度透明度；葡萄王為台灣上市公司，具 50+ 年營運歷史與近 30 年直銷經驗；葡眾在台灣亦為本土直銷龍頭之一，長期名列全台前三大。相較部分「短週期」或透明度不足的新進品牌，上述背景有助降低海外市場對新品牌的信任門檻。另 UVACO 規劃導入全球掛線獎酬認列機制，使台灣既有 20 萬名以上會員可將組織網絡延伸至馬來西亞並認列績效，藉此突破台灣市場逐步接近飽和的限制，並在市場初期就具備較成熟的推進動能。制度設計方面，UVACO 採單軌制 (single-line) 獎酬架構，較符合馬來西亞監管偏好，有助降低法規摩擦。

綜合來看，馬來西亞同時具備直銷市場規模、滲透率與以保健食品為主的品類結構，且在法規面 (NPRA / Halal) 與推進機制 (全球掛線) 上具備可操作性，可作為 UVACO 海外布局的重要起點，並在中期發展上扮演後續東南亞多市場策略的基礎。

圖表2.7: 台灣直銷歷史前三名

年度	第一名 (NT\$億)	第二名 (NT\$億)	第三名 (NT\$億)	葡眾表現亮點
2024	安麗 (123.0)	葡眾 (~110)	八馬 (~91)	重回全台第二，本土品牌歷史最高營收。
2023	安麗 (117.3)	力匯 (~116)	葡眾 (106.3)	連續兩年突破百億，穩居前三強。
2022	力匯 (116.1)	安麗 (113.4)	葡眾 (103.9)	首度突破百億大關，奠定本土一哥地位。
2021	力匯 (134.3)	安麗 (109.4)	葡眾 (95.0)	疫情下營收仍逼近百億，展現極強抗壓性。
2020	安麗 (106.8)	葡眾 (91.6)	力匯 (~90)	蟬聯 7 年全台第二，與後追者拉開差距。
2019	安麗 (103.7)	葡眾 (91.1)	美安 (~50)	營收突破 90 億，鞏固雙雄競爭格局。
2018	安麗 (104.3)	葡眾 (81.1)	美安 (~48)	業績站穩 80 億，獲利能力領先同業。
2017	安麗 (106.4)	葡眾 (79.3)	賀寶芙 (~55)	本土品牌唯一能威脅外資安麗的競爭者。
2016	安麗 (118.5)	葡眾 (76.8)	賀寶芙 (~58)	靠康貝兒與益生菌系列達成雙位數成長。
2015	安麗 (100.8)	葡眾 (71.6)	賀寶芙 (~52)	營收首度跨越 70 億，穩定佔領第二。
2014	安麗 (103.0)	葡眾 (61.3)	賀寶芙 (~50)	首度躍升全台第二，超越所有美商對手。
2013	安麗 (108.7)	如新 (54.7)	葡眾 (53.7)	首度闖入全前三，開啟長達 12 年的黃金期。

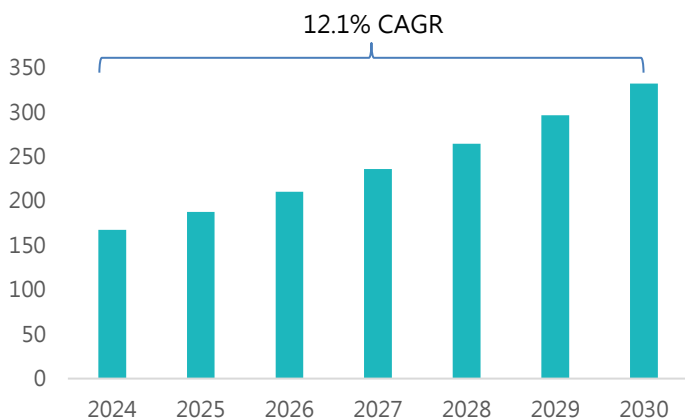
資料來源: 直銷世紀 · 公司資料 · 好脈資本

2.1.2 OEM/ODM全球擴張: 由區域製造邁向全球供應商

葡萄王的 OEM/ODM 事業已進入關鍵轉折階段，角色正由過去以支援為主的製造單位，逐步轉型為集團中長期成長的重要動能來源。此一轉變已反映於營運數據上，OEM/ODM 於 2025 營收年增達 54%，主要受惠於國際客戶需求顯著提升，以及產能利用率持續改善。在全球市場加速轉向具科學基礎、發酵來源之營養補充品趨勢下，葡萄王正切入規模持續擴張的全球保健食品代工市場；該市場 2024 年規模約為 1,676 億美元，並預估於 2030 年以約 12.1% 的年複合成長率成長至 3,326 億美元，提供長期成長空間。

支撐 OEM/ODM 全球擴張的關鍵基礎，在於葡萄王長期累積的發酵技術，以及具規模化優勢的產能配置。公司目前擁有總計約 587 噸的工業級發酵產能，為台灣最大規模，並持續透過龍潭二期等擴建計畫，提前因應國際客戶對大批量、穩定供應的需求。配合超過 4,000 株自有菌種庫、可支援超過 10 種劑型（包括即飲型飲品、軟膠囊與果凍條等）的製造平台，葡萄王在承接高複雜度、跨市場的大型國際訂單上具備同業難以複製的能力。

圖表2.8: 全球保健補充品代工市場



資料來源: Precedence Research · Grand View Research · 好脈資本

圖表2.9: 代工競爭力分析

	葡萄王生技	同業平均
發酵總產能	587 噸	約 100 - 250 噸
菌種研發量能	4,000+ 組自有菌株庫	約 800 - 1,500 組
核心技術	精密發酵與高濃度萃取技術	一般發酵與製劑包裝
國際合作實績	具備 Tier-1 跨國大藥廠合作經驗	缺乏國際代工或供應國際大廠實績

資料來源: 公司資料，好脈資本

與一線全球藥廠暨消費保健集團（P 客戶）的合作，為葡萄王 OEM/ODM 國際化進程中的具代表性案例。雙方於 2018–2019 年完成嚴謹的工廠稽核後，隨即展開產品合作，首項益生菌產品於台灣上市後，單一客戶營收年增達 4.5 倍。2020–2024 年期間，該客戶貢獻營收年複合成長率高達 82%，主要來自產品線持續擴充與成功進入新市場。依目前規劃，2025–2026 年雙方將進一步擴大合作範圍，以 2025 年已執行規劃觀察，台灣市場已新增 4 項 SKU，東南亞市場合計再導入 4 項新產品，顯示雙方合作已由單一代工專案，逐步深化為具長期策略性的供應關係。

在區域布局上，OEM/ODM 的成長策略以相對輕資產的模式推進，並以技術與關鍵原料輸出作為核心，逐步切入高門檻市場。日本市場方面，公司以具專利保護的菇蕈類活性成分（如樟芝）推進原料註冊，建立長期供應優勢；泰國則鎖定熱帶氣候需求，推廣耐熱型益生菌產品；歐洲市場則受惠於 EU 原料註冊流程加速，以及具專利發酵活性成分陸續到位，推進速度明顯加快。馬來西亞則作為東南亞區域的重要布局據點，有助於推動後續多國市場的 OEM/ODM 拓展。

整體而言，隨著 OEM/ODM 由過去偏重代工的角色，逐步發展為具國際能見度的發酵原料與配方供應體系，葡萄王在海外拓展上的風險結構已有所改善。此一事業不僅有助於擴大集團的地理覆蓋範圍，亦提升中長期營收與獲利表現的可預期性。長期來看，OEM/ODM 有潛力發展為具全球辨識度的原料與配方平台，與集團消費端事業形成互補，並持續支撐整體成長動能。

圖表2.10：代工案例分享 – 與關鍵客戶共同成長 (P-客戶)



資料來源：公司資料，好脈資本

2.2 突破性產品創新，切入高成長、高價值功能性賽道

產品創新仍是葡萄王中長期成長的重要支撐，隨著公司進入新一輪品項擴張階段，相關布局係建立在既有核心業務穩定運作的基礎上，而非以犧牲核心動能為前提。；以益生菌為主的成熟產品線需求仍維持穩定，持續提供具防禦性的現金流來源。在此基礎上，管理層正逐步將研發資源配置至具結構性需求的新興功能性領域，以強化中長期成長動能。

展望未來三至五年，我們認為葡萄王的產品創新主軸將聚焦於三大方向：(1) 以自有發酵植萃為核心的機能性美容應用，(2) 以天然發酵活性成分切入體重管理與代謝支持的 GLP-1 概念產品，以及 (3) 因應壓力、老化與生活型態改變趨勢的頭皮與髮根健康解決方案。上述品項皆對應全球長期成長趨勢，且在功效驗證與供應端整合上具備切入空間，使葡萄王得以憑藉其發酵技術與研發基礎，逐步形塑差異化定位。

支柱一：機能性美容——結合通路結構優勢的品項延伸

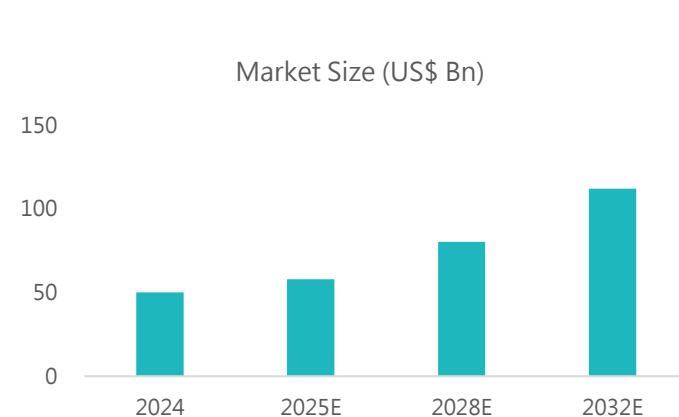
葡萄王近期在機能性美容領域的布局，已出現具體落地成果。公司於 2025 年 12 月透過葡眾通路推出 CordiBella 系列，為集團首次將自有發酵菇蕈技術系統性導入保養品品類。首波產品包含保濕乳液 (150ml)、精華液 (30ml) 與緊緻霜 (50g)，核心成分為自有蟬花 (Cordyceps cicadae) 菌絲體萃取物與 GKK2 後生元，強調修護、調理與機能性訴求。

圖表2.11：葡眾新品 – CordiBella系列



資料來源：公司資料，好脈資本

圖表2.12：全球機能性保養品市場規模 (US\$ Bn)



資料來源：Fortune Business Insights · Research Nester · 好脈資本

此一產品線在通路選擇上具明確策略性考量。葡眾會員結構中女性占比約八成，與功能性美容產品的主要消費族群高度重疊，亦有別於傳統保健食品以腸道與免疫為主的支出結構，使該品類得以切入不同的消費預算來源，進一步擴大單一會員的可支出範圍。

從產業面觀察，全球機能性化妝品市場 2024 年規模約為 502 億美元，並預估於 2032 年前以約 9.9% 的年複合成長率持續擴張，反映消費者對具科學基礎與功能訴求之保養產品需求持續提升。依公司回饋，CordiBella 首批產品上市後即迅速完售，顯示市場接受度良好，也驗證葡萄王將既有發酵生物資產延伸至高附加價值保養品領域的可行性。隨著相關產品線於 2026 年起逐步擴充，機能性美容可望成為集團中長期成長動能的補充來源之一。

支柱二：天然 GLP-1 支援——以 GKM3® 切入體重管理成長賽道

隨著全球體重管理與代謝健康市場逐步聚焦於 GLP-1 機制，相關需求快速升溫，市場規模預估於 2030 年將超過 1,390 億美元。在此趨勢下，葡萄王以自有研發之 GKM3® 「代謝」益生菌為核心，切入天然 GLP-1 支援的應用方向，作為藥物治療之外的營養補充選項。值得注意的是，GKM3 並非因應市場熱度而推出的跟隨型產品，而是已於自有品牌體系中累積銷售與使用基礎的核心成分，具備明確的代謝相關功能定位。

在科學基礎方面，既有前臨床研究顯示，GKM3 相較對照組可提升約 1.5 倍（50%）的 GLP-1 分泌表現，為其在代謝與食慾調節相關應用上提供初步支持。隨著市場對「天然 GLP-1」概念的接受度逐步提升，以營養補充品形式作為藥物治療之外的輔助選項之需求亦開始浮現；在此背景下，葡萄王持續評估高劑量配方的可行性，以進一步強化相關飽足感與代謝支持效果。

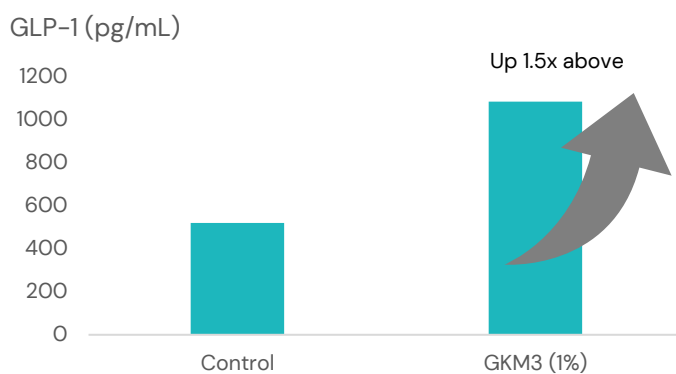
整體而言，GKM3 的發展方向有助於葡萄王切入「藥物輔助型保健品」（companion supplement）整體而言，此一利基應用領域可望隨 GLP-1 相關治療普及而同步擴大，且具備相對較高的產品附加價值，有助於為集團在體重管理領域延伸中長期成長動能。

圖表2.13:技術比較：天然 GLP-1 相關成分與 GKM3®

成分類型	作用機制	相對 GLP-1 影響程度	科學 / 技術門檻
膳食纖維 / 益生元	物理性刺激、增加腸道體積	低至中度	低 (高度商品化)
小檗鹼 (Berberine)	AMPK 代謝路徑調節	中度 (市場銷售規模逾 2 億美元)	中度 (植物性原料)
Eriomin®	柑橘類黃酮機制	GLP-1 分泌提升約 +17%	高 (具專利保護)
GKM3® 益生菌	直接刺激腸道 L 細胞	高 (GLP-1 分泌提升約 +50%)	極高 (專屬成分)
GKM3 高劑量配方	強化代謝訊號傳遞	驗證中	先行者優勢

資料來源: 公司資料，好脈資本

圖表2.14:原始數據：GKM3® 的 GLP-1 分泌表現



資料來源: 公司資料，好脈資本

支柱三：頭皮與髮根健康——建構「內服 × 外用」的整合式解決方案

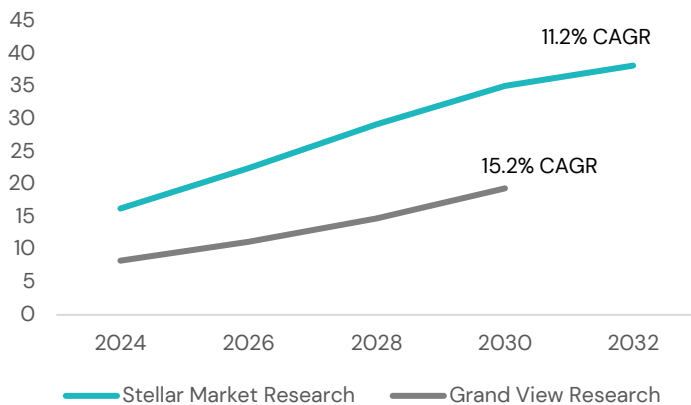
葡萄王近年開始切入頭皮與毛髮健康領域，布局方向並非傳統以化學外用產品為主的護理模式，而是結合內在調理與外部保養的整合式系統。公司憑藉其在益生菌與發酵配方上的研發基礎，嘗試從頭皮生態平衡的角度切入掉髮與毛髮健康議題，對應近年「Hair Skinification (頭皮肌膚化)」的產業趨勢，即以接近臉部保養的標準與科學邏輯來處理頭皮健康需求。此一布局亦有助於延伸葡萄王既有的發酵與製劑平台至高附加價值應用。

從需求面觀察，全球對毛髮生長與頭皮保養解決方案的需求持續升溫，主要驅動因素包括壓力增加、生活型態改變，以及消費者對非藥物、成分相對單純之保健介入方式的接受度提升。依 Stellar Market Research 估計，全球生髮補充品市場 2024 年規模約為 16.3 億美元，並預期於 2032 年成長至約 38.2 億美元，年複合成長率約 11.2%；Grand View Research 則對部分高成長細分領域給予更為積極的預期，估計至 2030 年年複合成長率可達 15.5%。其中，亞太地區為主要成長動能來源，特別是日本等市場已形成成熟的「頭皮保養文化」，消費者對高階頭皮與毛髮保養產品具備穩定且具黏著度的固定支出行為。

在技術與產品設計上，葡萄王以「內外並進」作為核心策略。內在調理部分，透過新建置之軟膠囊產線，採用口服劑型傳遞高生物利用率的活性成分，著重於由體內調整毛囊與頭皮的生理環境，作為外用保養之外的基礎支持。相較僅著重外部塗抹的產品，此一設計有助於形成較為完整的毛髮健康支持架構。外用產品則採雙層次設計，包括定期使用的高效能頭皮調理產品，以清潔並改善髮根環境，以及日常使用的維持型配方，用以支持頭皮微生態的穩定。

整體而言，此一結合內服與外用的整合式頭皮與毛髮健康方案，有助於葡萄王切入具結構性需求與較高附加價值的功能性保健應用，並成為集團產品組合中具中長期成長潛力的延伸布局。

圖表2.15: 全球生髮補充品市場規模預估 (US\$ Bn)



資料來源: Stellar Market Research, Grand View Research, 好脈資本

圖表2.16: 從傳統落髮治療走向新一代解決方案

項目	傳統解決方案 (Legacy Solutions)	新世代整合系統 (葡萄王)
核心作法	以外用化學刺激為主	系統性「內服 × 外用」整合生態
劑型與傳遞方式	僅外用 (液態 / 泡沫)	口服軟膠囊 + 針對性外用產品
消費者使用邏輯	問題發生後的修正型使用 (掉髮後介入)	前瞻式日常保養與活力管理
技術門檻	通用成分 (Minoxidil、咖啡因等)	生物活性軟膠囊 + 頭皮微生態支持

資料來源: 公司資料, 好脈資本

2.2.4 多軌創新布局：擴大生技資產的商業轉化效率

除三大核心成長主軸外，葡萄王亦同步推進一套「多軌道創新 (Multi-Lane)」的產品布局策略，目的在於分散單一品類風險，並最大化其發酵技術與生物素材資產的商業化效率。相關研發方向聚焦於需求明確、但仍具教育與產品升級空間的功能性健康領域，包括睡眠、視力、特定族群保健，以及以高功效訴求切入的「機能型零食」與菇蕈成分升級應用。

腸道微生態與腸黏膜修復應用

在既有益生菌優勢基礎上，葡萄王進一步將研發重心延伸至腸道屏障與黏膜修復相關應用，鎖定俗稱「腸漏症」等尚未被主流產品充分滿足的需求場景。此類產品雖具一定消費教育門檻，但對應潛在市場規模大，亦有助將益生菌由日常保健，推進至更具專業定位的機能性應用。此外，公司亦同步升級過敏相關產品線，針對異位性皮膚炎等特定族群需求，擴展微生態應用至皮膚健康支持。

女性專屬保健

葡萄王積極切入孕前與孕期保健市場，特別聚焦於葉酸補充品類。台灣市場目前尚無具明確技術差異化的領導品牌，公司透過高吸收率葉酸技術，切入

具長期消費黏著度的母嬰健康垂直領域。除孕期應用外，研發管線亦涵蓋女性日常需求，如以果凍劑型呈現的補鐵產品，兼顧功效訴求與使用便利性，提升實際消費接受度。

高效菇蕈升級與生物替代應用

在靈芝與樟芝等核心菇蕈產品上，葡萄王持續推出高濃度升級版本，藉由更強的萃取與發酵技術，提升單位產品的功效密度與附加價值。另一方面，公司亦開發以生物活性成分取代傳統高劑量維他命 B 群的舒緩配方，應用於肩頸放鬆與疲勞調節，主打低副作用、長期使用友善的「生物替代 (Bio-Replacement)」概念。

生活型整合：機能零食與視力 / 睡眠應用

為擴大年輕族群接觸面，葡萄王亦將機能性成分導入零食型態，分別從風味導向（聯名、口感）與功效導向兩條路徑切入。其中包含可顯著降低蛀牙菌、改善口氣的口腔保健糖果，以及以菇蕈為基礎、單次攝取即可達每日建議量的免疫機能餅乾。同步開發的還包括兒童近視控制相關素材，以及兼顧睡眠品質與日間精神狀態的睡眠支持產品。

整體而言，透過多軌道創新布局，葡萄王得以在不稀釋核心資源的前提下，持續擴展其技術應用邊界，並於不同消費情境中創造新的營收來源。此一策略有助提升生物資產的整體投資報酬率，並為集團中長期成長提供更具彈性的產品選項。

圖表2.17：產品研發方向

創新主軸 (Innovation Lane)	主要產品方向 (Key Product Direction)	策略目標 (Strategic Objective)	目標族群 (Target Demographic)
腸道微生態 +	腸漏修復、異位性皮膚炎	建立具臨床等級定位的腸道 / 皮膚修復方案	慢性症狀族群
母嬰健康	高吸收率葉酸 (先進技術)	在台灣市場建立品項領先地位	備孕 / 孕期族群
高效菇蕈	「三倍濃度」靈芝 / 樟芝	維持關鍵技術與產品優勢	熟齡族群族群
疼痛與疲勞調節	維生素 B 群替代型膠囊	取代合成型產品、提升長期使用友善度	上班族 (肩頸痠痛)
機能型零食	低熱量粥品 / 口腔保健糖果	將機能保健導入日常生活情境	Z 世代 / 千禧世代
視力與睡眠	近視控制 / 日間疲勞調節	回應數位世代壓力相關需求	兒童 / 高壓工作族群

資料來源: 公司資料，好脈資本

2.3 平台升級強化競爭力：技術 × 製造 × 數位與AI的長期護城河

除海外市場拓展與高成長產品主軸外，葡萄王近年持續加大於技術、製造能力與原料科學上的投入，構成支撐中長期成長的第三項結構性動能。相關升級不僅屬於產能或效率層面的調整，而是推動公司由傳統保健食品製造商，逐步轉型為具科學基礎、多劑型能力，且可支援全球市場需求的整合式平台。

我們認為，這些平台層級的強化，有助於提升葡萄王在發酵型原料與機能性成分上的進入門檻，同時也進一步拉開其於自有品牌與 OEM/ODM 兩大事業體間的競爭差異，強化整體營運的可延展性與長期競爭力。

2.3.1 技術與智能升級：精準遞送系統與數據導向應用

在平台升級過程中，葡萄王首先著力於配方設計與有效成分遞送技術的深化，逐步由傳統膠囊劑型，推進至具高技術門檻的複合型系統。

雙重遞送封裝技術方面，管理層已導入新一代雙相包覆系統，使水溶性與脂溶性成分得以在同一劑型中穩定共存，解決過往配方相容性與吸收效率的限制。依公司內部評估，在特定應用情境下，該系統相較傳統劑型可顯著提升吸收效率，為高單價與高功能性產品提供技術支撐。

在穩定度與實際效能層面，透過進階微包覆技術，益生菌與後生元於消化道中的存活率已獲改善，有助於提升產品功效一致性。此一技術優勢使葡萄王在臨床效益與產品差異化上具備較同業更高的競爭門檻，亦為毛利結構提供支撐。

此外，在 AI 與數據應用方面，葡萄王於 OEM/ODM 事業體中逐步建構以消費者輪廓為核心的分析能力 (36 類型分群)，協助客戶依代謝特性與生活型態設計對應配方。此一應用使公司角色由單純製造端，延伸至具策略價值的數據與產品共同開發夥伴，強化 OEM/ODM 服務深度與客戶黏著度。

2.3.2 製造平台升級：多劑型能力支撐全球化與生活化應用

為因應保健產品朝向「生活化使用情境」與年輕化消費趨勢發展，葡萄王持續擴充其製造平台的劑型彈性，以支援全球市場與 OEM/ODM 客戶對多元產品形式的需求。

多劑型製造能力方面，公司已軟膠囊、果凍條與粉包等高成長劑型的量產布局。相較傳統膠囊與錠劑，相關形式更符合歐美 DTC 品牌與亞洲年輕族群的使用偏好，亦有助提升產品接受度與通路滲透率。此一劑型完整度，使葡萄王在承接國際訂單時具備較同業更高的彈性與放量能力。

在包裝與永續設計層面，公司亦同步投入環保包材的自主開發，提供自產品設計、製造至包裝的一站式整合方案。此一「從概念到上架」的整合能力，特別有利於 OEM/ODM 客戶因應歐美市場對減塑與永續的合規要求，並形成額外的差異化門檻。

此外，為支援海外市場快速推進，葡萄王正加速其國際原料與產品註冊進度，涵蓋美國、歐盟、日本及東南亞等主要市場。透過提前完成法規佈局，集團可使自有益生菌菌株與菇蕈類發酵原料維持高度出口彈性，並協助國際客戶有效縮短產品上市時程，進一步提升 OEM/ODM 服務黏著度。

圖表2.18：製造平台演進：由標準化製程走向生活化劑型布局

項目 (Feature)	傳統製造模式(Traditional Manufacturing)	葡萄王整合式平台 (Grape King Integrated Platform)
主要劑型	膠囊、錠劑	粉包、軟膠囊、軟糖、即飲液 (RTD)、果凍
技術重點	產量 / 製程效率	吸收效率 / 穩定度 / 精準配方
包裝形式	一般塑膠包材	自主開發之環保包裝
目標使用族群	傳統保健食品消費者	Z 世代、千禧世代及具臨床需求族群
市場與法規覆蓋	區域 / 內需市場	可支援全球市場

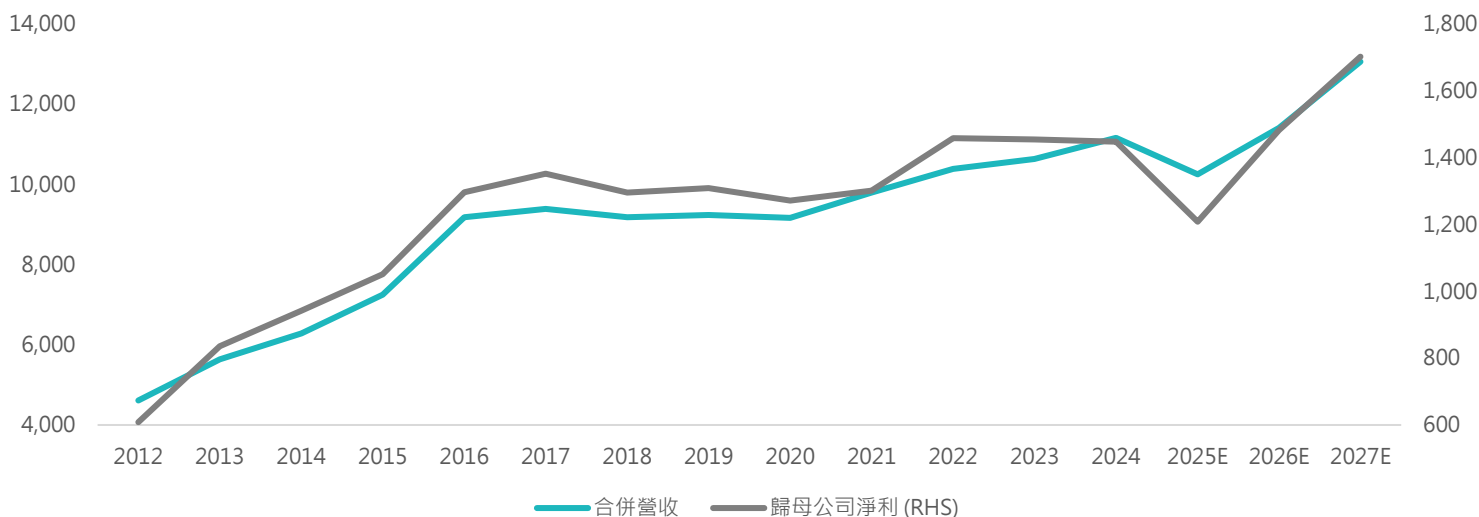
資料來源: 公司資料，好脈資本

3. 財務表現與預測

3.1 歷史營運表現 (2012–2024)

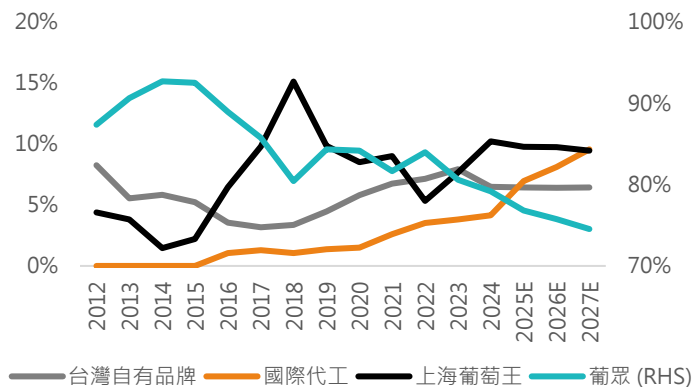
葡萄王過去十餘年的營運表現，反映其由單一品牌導向，逐步發展為多事業體並行之保健食品平台的演進歷程。2012–2018 年間，公司營收與獲利維持穩定成長，主要受惠於台灣自有品牌的高市占基礎，以及葡眾 (UVACO) 直銷體系快速擴張。在垂直整合製造與費用控管相對嚴謹的支撐下，葡萄王長期維持台灣消費保健同業中相對突出的毛利與獲利水準。

圖表 3.1: 葡萄王合併營收即歸母公司淨利趨勢



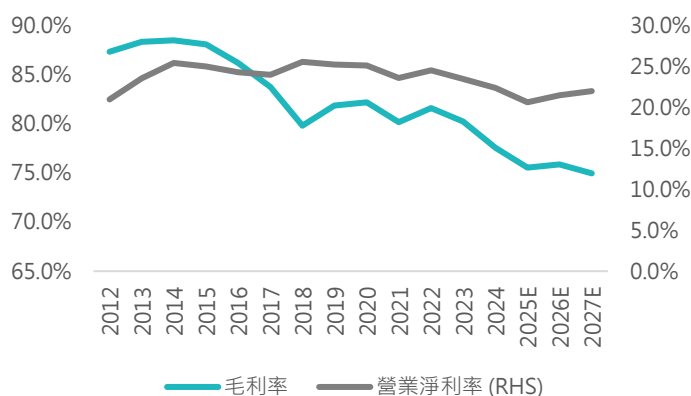
資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表3.2: 葡萄王各部門營收占比變化



資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表3.3: 葡萄王毛利率及營業淨利率趨勢



資料來源: 公司資料 · 好脈資本

自 2019 年起，整體營運環境趨於複雜。台灣保健食品市場促銷活動增加、產品數量快速擴張，市場競爭明顯升溫；同時，直銷通路的會員生產力亦自高峰水準回落，自有品牌業務亦歷經多輪產品循環調整。在此背景下，OEM/ODM 業務的重要性逐步提升，成為對沖消費端波動、支撐整體營運穩定度的關鍵來源。

COVID 期間 (2020–2022 年)，公司營運表現呈現一定波動。葡眾受惠於免疫相關產品需求提升，而部分自有品牌通路則受到實體通路限制影響。整體而言，葡萄王仍能透過營運彈性與費用控管，維持相對穩定的獲利表現。

至 2023–2024 年，營運輪廓逐步轉趨明朗。2024 年營收達新台幣 105 億元，主要來自 OEM/ODM 產能利用率提升，以及直銷通路行為趨於理性化；營業利益回升至新台幣 21.4 億元，顯示在競爭仍高的市場環境下，公司

毛利與費用結構仍具一定韌性。回顧 2012–2024 年整體表現，葡萄王展現出可持續的獲利能力，基礎來自多引擎事業結構、製造端競爭力，以及相對保守的財務體質。

在毛利結構方面，歷史變化主要反映營收組合調整。葡眾占比已自高峰逾九成，下降至目前八成以下；由於直銷通路具備最高毛利水準，相關占比下滑加上 OEM/ODM（毛利率相對較低）快速成長，對整體毛利率形成稀釋效果。惟在產品組合變化下，公司營業利率仍大致維持於 20% 上下，顯示其營運槓桿與費用控管具備一定穩定性。

3.2 財務預估 (2025–2027)

我們於本次預估中，將 2025 年視為過渡與調整階段，並預期自 2026 年起，集團獲利結構將逐步回到較為均衡且多引擎支撐的成長軌道。部分事業體於 2025 年仍面臨較高比較基期或通路結構調整，而另一些單位則已接近新產品或海外擴張的實質貢獻時點。

UVACO (葡眾)

UVACO 於 2025 年營收年減 10.9%，主因來自 2024 年下半年價格調整所造成的比較基期扭曲。當時會員於調價前提前備貨，相關銷售動能延續至 2024 年底，並於 2025 年形成消化效應。我們認為，該現象屬於時點與基期因素，並非需求結構性轉弱。

展望後續，隨著比較基期逐步趨於正常，並搭配產品循環重新啟動，我們預期 UVACO 營運動能將自 2025 年底開始回溫，並於 2026 年進一步加速。2025 年 11 月 22 日上市的樟芝菌絲體滴粒 (Antrodia Cinnamomea Mycelium Beadlets) 市場反應正向，部分訂單仍在出貨與認列過程中，對短期營收具支撐效果。此外，CordiBella 女性機能性美容系列為 UVACO 首度切入保養品品類，預期可於年底檔期提供額外貢獻。

中期來看，UVACO 預計於 2026 年第三季正式進入馬來西亞市場，為直銷事業帶來新的結構性成長來源。隨著通路建置與會員啟動逐步展開，海外貢獻將以循序方式反映，並有助於拉升 UVACO 中長期成長的天花板。

OEM/ODM

OEM/ODM 為 2025 年表現最為突出的事業體，全年營收年增 54%，主要受惠於國際客戶需求擴張、產品滲透度提升，以及產能利用率持續改善。相較消費端事業易受產品循環與通路調整影響，OEM/ODM 的成長動能與訂單能見度相對明確，已成為支撐集團營運的重要來源。

展望 2026–2027 年，我們預期 OEM/ODM 動能可望延續。歐洲市場方面，具專利與臨床基礎的發酵型原料逐步獲得國際品牌採用，公司亦同步加快 EU 原料註冊進度，以縮短商品化時程並提升接單彈性。日本市場則在高品質發酵原料需求升溫下，於內在美容與機能營養等應用領域持續深化合作。

整體而言，OEM/ODM 已由過往的輔助性角色，轉為集團中期最具能見度與穩定性的成長引擎，並在營收結構優化與獲利穩定度提升上，扮演關鍵支撐角色。

台灣自有品牌

台灣自有品牌於 2025 年營收年減 8.2%，主因一方面在於後疫情時期消費行為轉變，部分可支配支出轉向海外旅遊；另一方面，公司亦主動進行價格與通路結構調整，以因應灰色通路與仿冒品問題。相關措施雖對短期銷售形成壓力，但有助於改善品牌定位與通路秩序，對中長期營運體質屬正向調整。

展望後續，隨著比較基期於 2026 年趨於正常，並配合新產品依集團整體創

新節奏逐步推出，我們預期台灣自有品牌營運表現可望逐步回穩，重回較為重回較為穩定的成長軌道。

上海葡萄王

上海葡萄王於 2025 年營收年減 12.3%，主要反映中國消費信心偏弱，以及消費者持續轉向價格較低產品的趨勢。儘管短期環境仍具挑戰，惟公司近年已啟動多項結構性調整，有助於營運逐步築底。

在通路面，與策略投資人統一企業的合作持續深化，通路覆蓋與執行力明顯改善，包含規劃將通過「藍帽子」認證的康貝特產品，導入華東地區 7-Eleven 系統；同時，公司亦加快布局主要智慧零售平台，以提升接觸消費者的廣度。製造端方面，預計於 2026 年推出與關鍵客戶共同開發的無水膠原蛋白 OEM 產品，有助提升產能利用率，並強化上海事業在集團內的製造支撐角色。

依照我們的財務模型，我們預估集團合併營收將由 2025 年的 102.5 億元，成長至 2027 年的 130.6 億元，2025–2027 年營收年複合成長率約 12.9%。營業利益預期由 20.6 億元提升至 28.6 億元，營業利率亦可望自 20.1% 回升至約 21.9%，主要反映 OEM/ODM 產能利用率持續改善，以及通路結構調整後的營運體質轉佳。

在獲利端，稅後淨利預估由 12.1 億元成長至 17.0 億元，EPS 則由 8.16 元提升至 11.49 元，對應 2025–2027 年 EPS 年複合成長率約 18.7%。我們認為，相關預估反映 2025 年屬短期調整與基期消化階段，而自 2026 年起，隨國內產品循環回溫、OEM/ODM 持續放量，以及海外布局逐步展開，集團獲利結構將轉趨清晰，並進入由多項成長引擎共同支撐的回升階段。

圖表3.4：葡萄王財務概況與主要架設

營收占比 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
葡眾 (直銷)	80.6%	79.2%	76.8%	75.9%	74.7%
台灣自有品牌	7.9%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
國際代工	3.8%	4.1%	7.0%	8.1%	9.5%
上海葡萄王	7.7%	10.2%	9.8%	9.7%	9.4%
(NT\$m)					
合併營收	10,635	11,160	10,252	11,407	13,063
營業毛利	8,536	8,658	7,720	8,656	9,792
營業利益	2,499	2,500	2,061	2,441	2,856
業外收益	164	173	110	170	191
稅前淨利	2,663	2,673	2,171	2,611	3,047
稅後淨利	1,455	1,448	1,208	1,482	1,703
每股盈餘 (NT\$)	9.82	9.78	8.16	10.01	11.49
財務比例					
毛利率	80.3%	77.6%	75.3%	75.9%	75.0%
營業費用率	56.8%	55.2%	55.2%	54.4%	53.1%
營業利率	23.5%	22.4%	20.1%	21.4%	21.9%
稅前淨利率	25.0%	24.0%	21.2%	22.9%	23.3%
稅後淨利率	13.7%	13.0%	11.8%	13.0%	13.0%
年增長率 (YoY)					
合併營收	2.4%	4.9%	-8.1%	11.3%	14.5%
營業毛利	0.6%	1.4%	-10.8%	12.1%	13.1%
營業淨利	-2.1%	0.0%	-17.5%	18.4%	17.0%
稅後淨利	-0.2%	-0.5%	-16.6%	22.7%	14.9%
每股盈餘 (NT\$)	-0.2%	-0.5%	-16.6%	22.7%	14.9%

資料來源：公司資料，好脈資本

圖表3.5：葡萄王財務概況與主要假設 (季度)

營收占比 (%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
葡眾	74.5%	78.0%	74.6%	79.4%	73.0%	76.9%	74.7%	78.2%
台灣自有品牌	7.1%	6.2%	6.8%	5.9%	7.2%	6.2%	6.3%	5.9%
國際代工	7.0%	6.2%	8.2%	6.5%	8.1%	7.3%	9.1%	7.7%
上海葡萄王	11.4%	9.6%	10.4%	8.2%	11.6%	9.6%	9.8%	8.2%
(NT\$mn)								
合併營收	2,252	2,569	2,428	3,002	2,431	2,834	2,847	3,294
營業毛利	1,650	1,963	1,788	2,319	1,786	2,181	2,148	2,540
營業利益	376	478	543	664	424	538	694	785
業外收益	38	26	36	10	41	42	43	44
稅前淨利	414	504	579	674	465	580	737	829
稅後淨利	208	270	297	434	223	290	464	505
每股盈餘 (NT\$)	1.40	1.82	2.00	2.93	1.51	1.96	3.13	3.41
財務比例								
毛利率	73.3%	76.4%	73.6%	77.3%	73.4%	77.0%	75.5%	77.1%
營業費用率	56.6%	57.8%	51.3%	55.1%	56.0%	58.0%	51.1%	53.3%
營業利益率	16.7%	18.6%	22.4%	22.1%	17.4%	19.0%	24.4%	23.8%
稅前淨利率	18.4%	19.6%	23.8%	22.5%	19.1%	20.5%	25.9%	25.2%
稅後淨利率	9.2%	10.5%	12.2%	14.4%	9.2%	10.2%	16.3%	15.3%
年增長率 (YoY)								
合併營收	-4.1%	-6.9%	-16.3%	-4.8%	8.0%	10.3%	17.3%	9.7%
營業毛利	-6.1%	-9.3%	-21.1%	-6.1%	8.2%	11.1%	20.2%	9.5%
營業淨利	-13.6%	-13.7%	-27.4%	-13.0%	12.6%	12.6%	27.8%	18.3%
稅後淨利	-19.1%	-18.3%	-28.6%	-2.6%	7.3%	7.4%	56.2%	16.5%
每股盈餘 (NT\$)	-19.1%	-18.3%	-28.6%	-2.6%	7.3%	7.4%	56.2%	16.5%

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

4. 評價與情境分析

4.1 評價架構

在估值架構上，我們採用以 2026 年預估獲利為基礎的同業本益比 (P/E) 比較法，主要反映 OEM/ODM 規模擴張、葡眾營運趨於正常化，以及海外布局開始貢獻後，集團多引擎成長輪廓逐步清楚的階段。依本次初評假設，葡萄王目前約以 2026 年 12.2 倍本益比交易，對應約 1.5 倍股價淨值比 (P/B)，EV/EBITDA 約 5.4 倍，隱含未來股息殖利率約 5–6%。相較 2025–2027 年 EPS 年複合成長率約 18.7%，目前估值水準屬於相對保守。

就同業比較而言：

- 台灣保健食品同業 (如大研生醫、大江、佳格、生展等) 2026 年平均本益比約 22.8 倍，ROE 多落在低雙位數區間，股息殖利率約 5–6%。
- 全球消費保健與直銷品牌 (如 Jamieson、By-Health、H&H 等) 2026 年本益比約 16.3 倍，雖具較分散的營收結構，但多數股息殖利率相對偏低。
- 全球原料與供應鏈型公司 (如 Glanbia、Novozymes、DSM-Firmenich) 整體交易倍數約 18.9 倍本益比，即使其 ROE 水準與葡萄王相差不大。
- 全球直銷同業 (如 Herbalife、Nu Skin、USANA 等) 則因產業結構性挑戰，估值顯著偏低，約 10 倍本益比。

圖表4.1：葡萄王市場評價與同業比較

	市值 (US\$m)	EPS CAGR 2025-2027E	本益比 (x)			股價淨值比 (x)			企業價值倍數 (x)			股東權益報酬率 (%)			殖利率 (%)		
			2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
台灣保健食品同業																	
葡萄王	575	18.7%	12.5	15.0	12.2	1.8	1.6	1.5	5.5	6.3	5.4	14.5	12.1	15.0	5.6	5.0	5.7
大研生醫	740	57.0%	219.3	70.6	40.8	13.2	-	-	119.7	55.9	24.7	13.7	20.2	25.9	1.4	-	-
大江	543	-	20.1	19.0	15.4	2.3	2.3	2.2	10.0	-	-	10.1	9.6	12.4	6.4	4.8	4.8
佳格	838	-	15.3	-	-	1.4	-	-	9.0	-	-	9.9	-	-	4.8	-	-
生展	108	-	14.2	-	-	1.5	-	-	8.5	3.1	2.9	11.0	-	-	4.0	-	-
平均		37.9%	56.3	34.9	22.8	4.1	1.9	1.8	30.5	21.8	11.8	11.8	14.0	17.8	4.4	4.9	5.3
國際直銷同業																	
Nu Skin	539	-	-	8.3	7.6	0.8	-	-	3.8	-	-	-	-	-	2.2	-	-
Herbalife	1,719	28.5%	6.8	7.8	5.9	-	-	-	6.2	5.6	5.3	-	-	-	-	-	-
USANA Health	412	26.6%	9.8	12.7	11.4	0.8	0.8	0.8	4.0	3.2	2.9	7.8	3.0	5.2	-	-	-
Nature's Sunshine	432	2.2%	56.1	20.3	23.7	2.9	-	-	10.4	7.4	7.0	4.9	-	-	-	-	-
LifeVantage	78	27.1%	10.6	7.8	6.0	2.6	-	-	5.4	3.9	3.3	25.7	-	-	2.5	-	-
Medifast	124	-	59.2	-	-	0.6	-	-	-	-	-	1.0	-	-	-	-	-
DXN Holdings	633	11.6%	7.8	8.0	7.2	1.9	-	-	3.9	4.1	3.8	24.5	-	-	7.3	7.0	8.1
平均		19.2%	25.1	10.8	10.3	1.1	0.8	0.8	5.6	4.9	4.5	12.8	3.0	5.2	4.9	7.0	8.1
國際保健食品同業																	
Jamieson Wellness	1,089	19.8%	28.8	18.7	15.6	3.0	2.7	2.4	17.8	12.2	10.6	9.9	16.9	16.9	2.3	2.4	2.7
By-health Co.	3,041	36.2%	32.4	29.4	22.8	1.9	1.8	1.9	17.3	12.5	10.8	5.6	7.8	7.8	2.8	2.5	3.0
H&H International	1,176	23.4%	-	12.3	9.6	1.4	1.3	1.2	10.1	7.5	6.7	-	8.9	12.2	2.6	3.2	3.6
Simply Good Foods	1,877	5.8%	13.2	10.3	9.7	1.2	-	-	8.3	8.1	7.6	8.4	-	-	-	-	-
BellRing Brands	3,276	7.1%	11.7	13.5	13.4	-	-	-	9.6	9.9	9.8	-	-	-	-	-	-
Applied Nutrition	814	13.4%	39.1	24.0	20.8	14.3	-	-	29.3	17.1	14.8	-	-	-	-	-	-
BioGaia AB	1,258	25.6%	32.5	36.7	27.5	6.6	8.8	9.6	22.4	25.7	19.3	18.7	20.5	33.1	1.7	4.6	4.6
FitLife Brands	148	62.9%	16.5	21.7	10.8	4.0	-	-	14.2	13.6	9.1	28.4	-	-	-	-	-
平均		24.3%	24.9	20.8	16.3	4.6	3.6	3.8	16.1	13.3	11.1	11.7	12.9	17.5	2.4	3.2	3.5
國際原料供應同業																	
Glanbia	4,558	6.9%	27.7	13.7	13.0	2.3	2.3	2.2	10.7	10.5	10.0	7.8	15.5	16.4	2.1	2.3	2.4
Novozymes	29,640	8.8%	82.4	27.6	25.6	1.3	2.2	2.1	20.2	18.1	16.6	4.7	7.3	7.8	1.5	1.5	1.7
DSM-Firmenich	19,539	6.3%	66.5	17.9	18.2	0.8	0.8	0.8	12.1	8.4	8.6	1.2	4.3	4.3	3.8	3.8	3.9
平均		7.3%	58.9	19.7	18.9	1.5	1.8	1.7	14.3	12.4	11.7	4.6	9.0	9.6	2.5	2.5	2.7

資料來源: 公司資料, Capital IQ, 好脈資本

綜合比較，葡萄王目前估值相較台灣策略型同業，以及全球消費保健與原料平台型公司，仍隱含約 25–45% 的折價。考量公司 ROE 水準相近、現金股利回饋穩定，且營收結構已由單一通路逐步轉為自有品牌、直銷與 OEM/ODM 並行，我們認為現階段市場評價尚未完全反映其整合式營運模式所帶來的獲利韌性。

在 2026 年 EPS 預估約 10.0 元，且 2027 年前仍維持中雙位數獲利成長潛力的前提下，後續估值表現將取決於 OEM/ODM 擴展進度、海外直銷推進節奏，以及新產品於免疫、代謝、機能性美容與女性健康等品類的執行成果。

4.2 情境式隱含價值分析

為反映葡萄王在多引擎成長架構下，不同執行節奏與營運能見度變化所可能對估值帶來的影響，我們以 2026 年預估 EPS NT\$10.0 為基礎，搭配不同本益比假設，推導出情境式的隱含價值區間。

圖表 4.2：葡萄王隱含價值情境分析

情境假設	採用本益比倍數	隱含價值區間 (NT\$)	關鍵假設
保守情境 (Bear Case)	11–13 倍	110–130 元	OEM/ODM 放量進度較慢，海外布局推遲延後，消費端需求復甦不如預期
基準情境 (Base Case)	14–16 倍	140–160 元	OEM/ODM 擴張進度符合預期，直銷事業回歸常態，海外市場逐步貢獻
樂觀情境 (Bull Case)	17–19 倍	170–190 元	OEM/ODM 動能明顯轉強，海外布局推遲順利，整體獲利能見度顯著提升

資料來源：公司資料，好脈資本

樂觀情境 (Bull Case): 隱含價值 NT\$170–190 (2026E P/E 約 17-19 倍)

在相對樂觀情境下，假設多項成長動能同時優於目前基準假設，包括：UVACO 馬來西亞市場推遲順利，會員招募、啟動與回購行為優於預期；OEM/ODM 成長幅度高於中雙位數，受惠於歐洲市場採用速度加快、日本市場滲透度提升，以及原料註冊流程進展順暢；至少一項新產品品類（如體重管理、頭皮健康或菇蕈型機能性美容）成為具規模的營收來源；上海事業體在通路合作與產能利用率上改善幅度快於預期。

在此假設下，市場對葡萄王的評價可望向高成長消費保健平台靠攏，本益比對應至中高段水準，隱含價值區間約落在 NT\$170–190。

基準情境 (Base Case): 隱含價值 NT\$140–160 (2026E P/E 約 14–16 倍)

基準情境假設營運進展大致符合目前預期：馬來西亞市場自 2026 年起循序推遲，未出現顯著提前或延後；OEM/ODM 維持中雙位數成長，來自既有客戶擴品與歐、日市場需求提升；台灣 UVACO 隨比較基期消化，新產品（如樟芝菌絲體滴粒與 CordiBella）支撐會員互動與銷售動能；台灣自有品牌在通路與價格結構調整後趨於穩定。

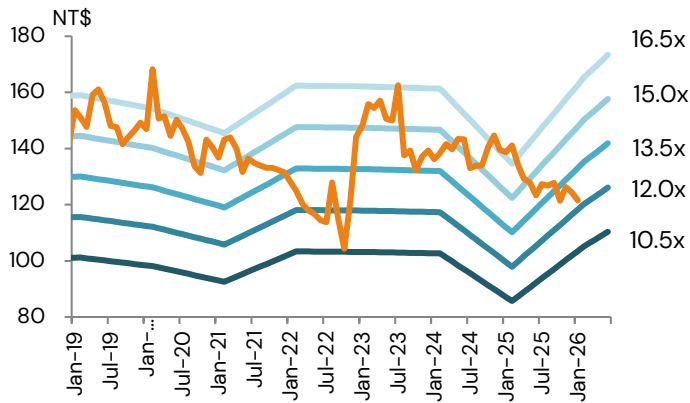
在此情境下，葡萄王評價對應中段本益比水準，仍較台灣策略型同業略低，隱含價值區間約為 NT\$140–160，可視為目前營運假設下的中性參考。

保守情境 (Bear Case): 隱含價值 NT\$110–130 (2026E P/E 約 11–13 倍)

保守情境主要反映執行節奏較為緩慢的可能性，包括：馬來西亞市場因法規或通路啟動進度延後，貢獻時點後移；OEM/ODM 成長降至高個位數，部分專案轉換期拉長或新原料上市時程延後；台灣市場消費動能持續受旅遊支出排擠或線上價格競爭影響；上海市場消費降級情況延續，使產能利用率改善有限。

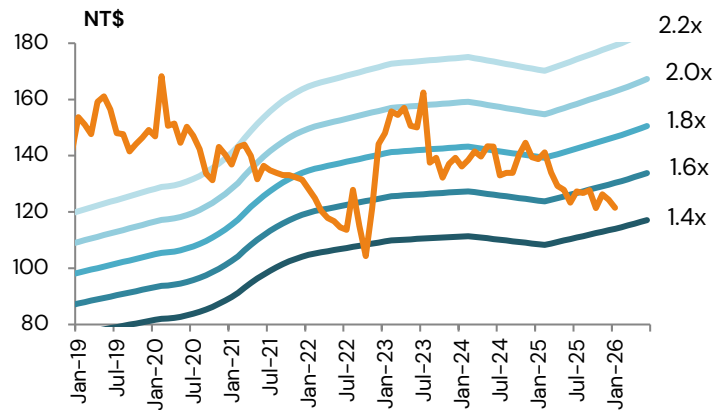
在此情境下，評價水準趨近保守區間，惟考量葡萄王具備穩健資產負債表、穩定現金配息與原料技術基礎，整體評價仍相對具支撐。

圖表 4.3: 葡萄王預期本益比



資料來源: 公司資料, 好脈資本

圖表 4.4: 葡萄王預期股價淨值比



資料來源: 公司資料, 好脈資本

4.3 風險與挑戰

- **OEM/ODM 業務放量時程與執行風險：**OEM/ODM 為集團核心成長動能，然其營收認列具備專案導向特性，實際量產時點易受產品研發週期、客戶端上市進度及訂單排程之連動影響，致使短期營收可能面臨波動風險。
- **直銷事業產品週期與會員動能風險：**UVACO 之營運績效高度取決於會員活躍度與新產品導入成效。若面臨消費趨勢轉向、產業競爭加劇，或新產品之市場滲透速度未達預期，恐對其短期營收成長動能造成壓抑。
- **海外拓展與法規適應風險：**海外市場布局涉及各地法規差異、產品註冊與在地化調整，若相關審批時程延後，或合規成本高於預期，可能影響海外擴張進度。
- **中國市場消費力道與通路執行風險：**上海葡萄王面臨產業競爭白熱化及終端價格高度敏感之挑戰。若中國宏觀消費環境持續低迷，或新通路布局進度未達預期，短期營運復甦動能之能見度仍偏低。
- **市場競爭與價格壓力：**台灣保健食品市場競爭持續升溫，線上通路與自有品牌產品增加，對品牌定位與價格紀律形成壓力，市場份額與毛利結構仍需持續觀察。

5. 附錄

5.1 經營團隊簡介

董事長暨總經理：曾盛麟 博士 (Dr. Andrew Tseng)

曾盛麟博士為葡萄王近十年轉型的重要推動者。自 2014 年 11 月出任董事長以來，帶領公司由傳統保健食品製造商，逐步轉型為以研發、數據與平台化為核心的生技保健企業，並推動多項組織與產品層級的改革，聚焦國際化布局，致力於提升營運價值與企業競爭力。

學歷背景

- 英國University of Strathclyde行銷學博士
- 英國University of Strathclyde MBA
- 東海大學 EMBA 專任助理教授

專業經歷

曾博士於加入家族企業前，曾於英國累積逾十年行銷與顧問實務經驗。其歷任職務包括：

- 英國 Proxima Consulting 資深行銷經理
- Elitegroup Computer Systems (精英電腦) 泛歐行銷總監
- 2010 年返台後加入葡萄王，擔任副總經理，啟動組織與營運改革

主要策略與營運成果

- **數位轉型與組織升級**：主導「Digital DNA」計畫，推動內部流程數位化與系統整合，提升營運彈性，並為跨市場與跨通路擴張奠定基礎。
- **策略合作深化**：促成與統一企業的策略合作，使台灣零售通路覆蓋率由約 60% 提升至 80%，並為上海事業體的通路拓展提供支撐。
- **產品與品牌年輕化**：主導康貝特 (ComeBest) 產品線重塑，於 2015 年推出 PowerBOMB 系列，成功切入 30 歲以下族群，降低整體消費者年齡結構。
- **ESG 與公司治理**：在其任內，葡萄王於永續與治理面向表現顯著提升。公司為台灣少數率先承諾 RE100 的生技企業，並於 2023 年簽署 SBTi，設定 2050 年淨零排放目標；治理面則長期維持證交所公司治理評鑑前 5%，並獲 MSCI ESG Rating A 級評等。

綜上所述，管理團隊優異的策略視野、卓越的執行力以及嚴謹的治理紀律，是支撐葡萄王近年成功由單一市場轉型為『多引擎、跨區域』營運模式的核心基石。

圖表5.1：葡萄王ESG第三方ESG評級表現優異

第三方ESG評級	Sustainalytics	FTSE	S&P	MSCI	CDP
分數定義	100-0, 0 = 最佳	0-5, 5 = 最佳	0-100, 100 = 最佳	AAA-CCC, AAA = 最佳	A-D-, A = 最佳
最近一次評分	5-Sep-25	19-Nov-25	16-Jan-26	12-Nov-25	10-Dec-25
最新分數	21.7	4.1	60	A	B

資料來源：公司資料，好脈資本

5.2 台灣保健食品產業環境：總體驅動因素與通路結構

要理解葡萄王的策略定位，需先回到台灣保健食品產業的整體市場環境。台灣為亞洲中相對成熟、且法規要求高度嚴謹的保健食品市場之一，其市場特性包括消費者專業度高、預防保健觀念普及，以及由直銷、零售藥局、電商與專業通路並行發展所構成的高度分散多通路結構。因此，產業競爭結果往往並非單純取決於市場成長率，而更取決於法規進入門檻、品牌信任累積，以及跨通路的執行能力。

5.2.1 結構性需求動能：超高齡與預防保健社會

台灣保健食品需求主要來自結構性、非循環性的長期因素。依官方預估，台灣將於 2026 年正式進入「超高齡社會」，65 歲以上人口占比將超過 20%，較 2018 年約 14% 明顯提升，為亞洲高齡化速度最快的市場之一。此一人口結構轉變，為關節骨骼、心血管保養、認知支持與代謝調節等功能性品類提供長期且具延續性的需求支撐。

除人口因素外，台灣消費者普遍具備強烈的預防保健意識，保健食品多被視為日常保養，而非疾病治療用途。多項產業調查顯示，一旦品牌信任建立，多數使用者傾向以每週甚至每日頻率持續補充，帶來相對穩定的回購結構。近年隨都市生活型態變化，助眠、情緒調節與抗疲勞等需求亦持續擴大，且消費者偏好「溫和有效」、具發酵或植物基礎的配方，進一步強化產業需求的結構韌性。

5.2.2 法規護城河：台灣「小綠人」健康食品認證制度

法規為台灣保健食品產業最具辨識度的結構性特徵。依《健康食品管理法》，產品若欲標示特定保健功效，需通過俗稱「小綠人」的健康食品認證，審查期通常長達 2-3 年，並需提出臨床或毒理相關數據，投入成本動輒數千萬元。

由於未通過認證的產品依法不得宣稱功效，小綠人標章不僅是合規工具，更構成實質的行銷與競爭門檻。迄今全市場通過認證的產品數量仍不到 400 項，顯示其稀缺性。此一制度安排使市場競爭重心逐步轉向具備研發能力、法規經驗與製造整合優勢的業者，有效提高產業進入門檻，並限制僅依賴行銷操作或快速導入產品之品牌切入高附加價值品類的空間。

5.2.3 多通路市場結構：沒有單一通路能獨大

台灣保健食品市場本質上為多通路並行結構，不同通路的價值創造模式差異顯著。直銷與會員制通路強調教育、社群信任與長期回購；藥局與 CVS 著重即時需求與專業推薦；電商通路則聚焦速度、劑型創新與數位行銷；而專業與診所通路則支撐較高定價與科學背書。產業估計顯示，直銷、零售 / 藥局與電商各自約占總銷售 20-35%，其餘分布於專業與機構通路，顯示需求高度分散。此一結構使單一通路業者的營運波動度相對較高，反而有利於具備多通路調配能力的平台型公司，得以隨消費行為、促銷強度或法規環境變化進行資源再平衡。

圖表 5.2：台灣保健食品市場的多通路競爭結構

通路類型	核心優勢	競爭特性
直銷通路	高互動黏著度；仰賴社群信任與教育	重複購買率高；價格敏感度相對低
實體零售（藥局 / 超商）	即時需求導向；具專業背書	競爭激烈；陳列位置與通路操作影響大
電商 / D2C	成長快速；觸及年輕族群	以成效行銷為主；促銷與價格競爭高
專業 / 醫療通路	科學與專業認可	可支撐較高單價；信任門檻高

資料來源：公司資料，好脈資本

5.2.4 消費型態轉變：由膠囊走向生活化劑型

近年台灣保健食品消費出現明確的結構轉移，消費者逐步由傳統膠囊型產品，轉向更貼近日常生活的使用形式，特別是在年輕族群中尤為明顯。眼睛保健、內在美容與壓力調節等品類需求快速成長，並帶動軟糖、果凍條、即飲型機能飲品等非膠囊劑型的放量。相關非傳統劑型近年成長率多落在中雙位數至 20% 以上，明顯高於膠囊型產品的低至中個位數成長。此一趨勢突顯製造彈性、配方設計能力與上市速度的重要性，也進一步拉開具備多劑型平台與僅專注單一劑型業者間的競爭差距。

5.2.5 競爭結構：高門檻品項的集中效應

儘管台灣保健食品市場表面上品牌數量眾多、進口產品密集，但實際獲利結構主要集中於具較高進入門檻的功能性品類，例如菇蕈類、進階型益生菌，以及具臨床應用定位的配方產品。於上述領域中，法規遵循深度、專利與製程技術累積，以及製造規模與品質控管能力，對潛在競爭者形成實質進入限制，使市場競爭呈現相對集中的結構特性。

相對而言，低門檻品類更容易陷入價格競爭與品牌快速汰換，突顯產品組合平衡與通路紀律的重要性。整體來看，垂直整合能力與法規執行力，仍是台灣保健食品產業中長期維持獲利能力的關鍵。

在上述產業環境下，葡萄王的營運結構與台灣市場的需求與競爭邏輯高度契合。公司聚焦於具認證深度、產品生命週期較長的功能性品項，對應高齡化與預防保健導向的消費結構；其發酵技術與臨床驗證能力，亦符合台灣法規體系對科學基礎的要求。多通路布局則反映對市場分散特性的因應，有助降低單一通路依賴度。結合持續投入的多劑型製造能力，葡萄王之營運模式更傾向聚焦於可持續的高附加價值獲利結構，而非以短期出貨量擴張為主要成長訴求。

圖表5.3：葡萄王在台灣市佔率

類別	葡萄王市占率	市場定位	競爭優勢
益生菌	約 30%–35%	市場龍頭（第 1 名）	UVACO 直銷體系規模優勢 + 具臨床驗證的自有菌株
菇蕈類機能成分	約 59%	市場龍頭（第 1 名）	樟芝與靈芝領域具壓倒性領先地位，累積超過 4,000 株菌種資料庫
機能性能量飲品	約 8%	市場前三大	ComeBest 與 PowerBOMB 雙品牌策略，涵蓋不同消費族群

資料來源：公司資料，好脈資本

5.3 UVACO（葡眾）：制度設計、運作機制經濟結構解析

葡眾為少數由傳統保健食品製造商成功建立並長期運作的直銷平台，其經濟結構與一般以招募為導向的直銷模式存在顯著差異。由葡萄王直接營運的葡眾，其核心運作邏輯並非建立於高壓式招募或頻繁的產品汰換機制，而是以實際產品消費為制度基礎，透過相對低推銷壓力與長期參與導向的設計，支撐會員結構的穩定性。此一結構有助於提升會員穩定度、延長產品生命週期，並帶來相對可預期的營收表現。

5.3.1 「主力 SKU（Hero SKU）」策略：以組合紀律提升營收效率

葡眾營運模式的一大特徵，在於其刻意維持精簡的產品組合。相較多數國際直銷同業動輒涵蓋數百至上千項營養、個人護理與家用品 SKU，葡眾僅聚焦於少數具長期需求的核心功能性產品，實際銷售高度集中於幾項主力品項。

整體銷量主要由少數「主力產品」帶動，尤其是具代表性的益生菌與營養配方，且多年來配方調整幅度有限。此一策略帶來多項結構性效益，包括：

- 單一 SKU 營收效率高，銷量集中而非分散；
- 產品生命週期長，降低對頻繁新品上市的依賴；
- 有利於發酵型產品的製造規模化；
- 教育成本相對低，會員較易建立產品理解與信任。

相較依賴快速換品以維持動能的 SKU 擴張型直銷模式，葡眾更重視消費深度而非品項廣度，有助於整體穩定與營運效率。

5.3.2 制度規則與政策設計：「三不」原則

葡眾的獎酬與參與制度，透過一組明確的結構性規則，實質影響會員行為與留存表現，並與傳統直銷形成差異。其核心可歸納為「三不」原則：

第一，積分不歸零。不同於多數直銷制度採月結制，UVACO 的累積銷售積分可保留，讓兼職或以消費為主的會員得以依自身節奏參與，降低月底壓力。

第二，不設降階機制。會員一旦達到特定聘級，即可保留該身分，無需透過高額月度業績反覆重算資格，減少因制度壓力導致的流失與波動。

第三，不鼓勵囤貨。由於積分不歸零、聘級不回降，會員缺乏為維持資格而大量進貨的經濟誘因，使購買行為更貼近實際終端需求，而非通路內部堆貨。

整體而言，這套規則將系統由「績效壓力導向」轉為「實際使用導向」，結構上有利於延長會員參與年期並降低流失率。

5.3.3 聘級架構與晉升邏輯

葡眾採用循序漸進的聘級制度，結合個人消費與團隊發展。多數會員初期以產品使用者身分加入，隨著熟悉度與信心提升，逐步轉為較積極的推廣角色；聘級愈高，評價重心愈由個人消費轉向組織深度與領導貢獻。

在較高階層（內部常稱為「高聘」職級，如珍珠、翡翠、藍鑽等），會員可參與更廣泛的獎勵與認可機制。由於聘級無需反覆重算，高階會員即使銷售強度隨時間下降，仍能與平台維持長期經濟連結，強化整體系統的黏著度與穩定性。

5.3.4 會員經濟性：留存、流失與消費導向

葡眾的制度設計，使其會員結構呈現「消費者優先、招募其次」的特性。管理層與通路觀察顯示，多數參與者為長期產品使用者，未必積極發展下線，與招募導向型直銷有明顯差異。

從經濟面來看，這樣的結構意味著：

- 即便推廣活動下降，會員仍持續消費，留存率相對較高；
- 制度本身不具懲罰性，結構性流失率較低；
- 單一會員的終身價值（LTV）得以透過長期使用累積。

雖未公開標準化留存指標，但其制度邏輯與消費型態，顯示葡眾的會員網絡在結構上較多數直銷同業穩定。

在集團層面，葡眾的角色更接近「結構性需求錨點」，而非短期拉動營收的高成長通路。其以重複消費為核心、產品週期長、會員基礎穩定的特性，為集團帶來可預期的現金流，並與電商與促銷導向零售通路的波動性形成互補。同時，葡眾亦提供新通過認證配方的良好測試與導入環境，仰賴既有信任與社群擴散，而非大量行銷投放。

整體而言，葡眾之競爭力並非建立於激進式獎酬設計或產品品項快速堆疊，而是來自其制度架構本身。透過獎酬規則、產品策略與治理邏輯之高度一致性設計，葡眾得以形塑一個以實際產品消費與長期參與為核心的社群型營運體系。於台灣高度監管的保健食品市場環境下，此一結構性 DNA 具備明顯差異化意義，亦使其成長邏輯有別於傳統直銷模式所採取之擴張敘事。

圖表5.4 : 直銷制度比較

	傳統 MLM 模式	UVACO (葡眾)
SKU 策略	品項多、上新頻繁	聚焦少數長生命週期的核心明星產品
晉級 / 維持制度	每月需重新達標	達成後即永久保留
積分制度	每月歸零	點數可長期累積
囤貨誘因	結構性偏高	制度上明顯抑制
會員導向	招募導向	消費導向 (以實際使用為核心)
營收穩定度	波動度高	重複購買驅動 · 穩定度較高

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

葡萄王損益表

NT\$m	2023	2024	2025E	2026E	2027E
銷貨收入淨額	10,635	11,160	10,252	11,407	13,063
銷貨成本	2,099	2,502	2,531	2,751	3,271
已實現銷貨(損)益	-2	-0	-1	0	0
營業毛利	8,536	8,658	7,720	8,656	9,792
推銷費用	5,046	5,140	4,695	5,136	5,715
管理費用	702	726	666	725	817
研發費用	290	292	298	353	405
其他營業費用	0	0	0	0	0
營業利益	2,499	2,500	2,061	2,441	2,856
稅前息折舊攤銷前利潤	2,959	3,013	2,649	3,097	3,607
利息收入(支出)淨額	48	50	38	32	37
其他淨額(通常指營業外收支淨額)	0	0	4	26	42
稅前淨利(不含非常損益/特殊項目)	2,547	2,550	2,104	2,499	2,935
處分投資(損)益	0	0	0	0	0
處分資產(損)益	-1	1	-0	0	0
匯兌(損)益	1	7	-7	0	0
其他特殊項目合計	117	116	74	111	112
稅前淨利(含非常損益/特殊項目)	2,663	2,673	2,171	2,611	3,047
所得稅費用	519	502	420	499	585
繼續營業單位淨利	2,144	2,171	1,751	2,111	2,463
停業單位損益	0	0	0	0	0
本期淨利(或稅後淨利)	2,144	2,171	1,796	2,106	2,463
少數股權	689	723	543	629	760
特種股股利	0	0	0	0	0
歸屬於母公司業主淨利	1,455	1,448	1,208	1,482	1,703
每股盈餘(新台幣)	9.82	9.78	8.16	10.01	11.49

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

葡萄王資產負債表

NT\$m	2023	2024	2025E	2026E	2027E
現金及約當現金	4,819	4,343	3,848	4,478	5,291
交易性金融資產	80	41	21	21	21
短期投資	71	49	89	89	89
應收帳款及應收票據	291	305	289	315	364
存貨	688	754	807	865	1,044
預付費用	64	73	132	132	132
其他流動資產	26	32	22	22	22
流動資產合計	6,039	5,596	5,206	5,921	6,962
長期投資	89	193	278	278	278
不動產、廠房及設備合計	7,539	7,699	7,641	7,550	7,433
商譽	0	0	0	0	0
其他無形資產	125	119	97	48	0
其他非流動資產	1,721	1,717	1,785	1,785	1,785
資產總計	15,512	15,324	15,008	15,583	16,458
應付帳款及應付票據	290	309	350	374	454
應付費用	3,122	2,778	2,651	2,537	2,529
其他流動負債	235	235	284	284	284
流動負債合計	3,647	3,323	3,285	3,194	3,267
營運週轉金/循環信貸(短期借款)	0	0	0	0	0
總債務(含一年內到期長期負債)	0	0	0	0	0
其他負債	235	210	266	266	266
負債總計	3,882	3,533	3,550	3,460	3,533
普通股權益總額	9,978	10,056	9,860	9,896	9,939
普通股股本	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481
資本公積	2,876	2,879	2,881	2,881	2,881
保留盈餘	5,700	5,730	5,585	5,595	5,596
其他調整項目	-80	-35	-88	-62	-20
特別股權益總額	0	0	0	0	0
非控制權益(少數股權)	1,652	1,735	1,598	2,227	2,987
權益總計	11,630	11,791	11,458	12,123	12,925

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

葡萄王現金流量表

NT\$m	2023	2024	2025E	2026E	2027E
本期淨利	1,455	1,448	1,208	1,482	1,703
少數股權損益	689	723	543	629	760
折舊及攤銷合計	434	475	543	606	694
遞延費用攤銷	26	39	44	49	57
營運資產淨變動	-87	-51	-711	-60	-148
其他非現金項目合計	5	-757	210	0	0
其他非現金項目合計	693	-35	641	0	0
營業活動現金流量	2,522	1,876	1,838	2,707	3,065
資本支出	-587	-627	-454	-530	-607
處分不動產、廠房及設備	0	1	1	14	30
其他投資活動	-68	-36	-118	0	0
投資活動現金流量	-655	-662	-571	-516	-577
債務發行/(償還)	0	0	0	0	0
銀行循環貸款增加/(償還)	0	0	0	0	0
長期債務(償還)	0	0	0	0	0
普通股發行/(收回、買回)	0	0	0	0	0
特別股發行/(收回)	0	0	0	0	0
已付現金股利	-1,664	-1,670	-1,703	-1,587	-1,718
其他籌資活動	-45	-54	-26	0	0
非控制權益增加(減少)	0	6	4	0	0
籌資活動現金流量	-1,709	-1,717	-1,725	-1,587	-1,718
匯率變動影響數	-10	27	-37	26	42
現金及約當現金淨增減	148	-476	-495	630	813
期初現金餘額	4,673	4,819	4,343	3,848	4,478
期末現金餘額	4,821	4,343	3,848	4,478	5,291

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

葡萄王財務比例

新台幣百萬元 / 百分比 / 天數	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利潤率(獲利能力指標)					
毛利率	80.3%	77.6%	75.3%	75.9%	75.0%
營業費用率	56.8%	55.2%	55.2%	54.5%	53.1%
營業利益率	23.5%	22.4%	20.1%	21.4%	21.9%
EBITDA 獲利率	27.8%	27.0%	25.8%	27.2%	27.6%
稅前淨利率	25.0%	24.0%	21.7%	22.9%	23.3%
稅後淨利率(純益率)	13.7%	13.0%	11.8%	13.0%	13.0%
資產負債表比率(營運效率)					
應收帳款	291	305	289	315	364
存貨	688	754	807	865	1,044
應付帳款	290	309	350	374	454
淨營運資本	689	750	746	806	954
應收帳款週轉天數	9.6	9.7	10.6	9.7	9.5
存貨庫存天數	119.7	105.2	112.6	110.9	106.5
應付帳款付現天數	50.8	43.7	47.5	48.0	46.2
現金循環週期(或營運週期)	78.5	71.2	75.6	72.6	69.8
流動性比率(償債能力)					
營業活動現金流量	2,522	1,876	1,838	2,707	3,065
資本支出	-587	-627	-454	-530	-607
自由現金流量	1,935	1,249	1,384	2,177	2,459
現金及約當現金	4,819	4,343	3,848	4,478	5,291
總債務(有息負債總額)	0	0	0	0	0
淨債務	-4,890	-4,391	-3,937	-4,567	-5,380
總債務權益比	0%	0%	0%	0%	0%
淨債務權益比(淨負債比)	-42%	-37%	-34%	-38%	-42%
負債權益比(財務槓桿比率)	33%	30%	31%	29%	27%
負債比率(總負債/總資產)	25%	23%	24%	22%	21%
報酬率指標					
平均股東權益報酬率	14.9%	14.5%	12.1%	15.0%	17.2%
平均資產報酬率	9.5%	9.4%	8.0%	9.7%	10.6%

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

免責聲明

好脈資本 (TruePulse Capital Advisory) 為專業的企業與金融顧問機構，提供資本市場相關解決方案。根據中華民國相關法令規範，好脈資本未具備證券經紀商、證券承銷商、證券自營商、投資銀行、承銷商或證券投資顧問等資格與執照。本公司發布的文章、研究報告及相關訪談 (以下統稱「本網站內容」) 僅供參考，不應被視為於台灣地區對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項之要約、招攬、提供分析意見或推介建議。本網站內容不構成專業財務建議，亦非針對任何公司、產業或證券進行完整資訊揭露或深入分析。投資人應自行評估，並向專業財務、稅務及法律顧問尋求建議，以根據自身需求與風險承受能力做出適當的投資決策。

本網站內容係根據本公司認可之資料來源，提供客觀且一般性證券投資資訊。本公司不對該等資料或第三方網站的準確性或完整性承擔責任。本刊物為定期發布之資訊來源，未根據個別投資人之特定需求量身規劃。本公司不提供個別化投資建議，且本報告提及之任何特定有價證券，均不構成對該有價證券或任何其他證券相關商品的推介建議。

好脈資本及其關係企業，可能因與本報告無關之專業服務，自所涵蓋之公司 (Covered Companies) 獲取報酬，包含但不限於企業簡報、投資人會議、策略顧問及投資人關係服務。該等服務與本公司是否於報告中涵蓋特定公司無關，亦不影響本報告之內容或觀點。

本網站內容不構成對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項之要約、招攬、提供分析意見或推介建議。好脈資本不對依賴本資料進行投資決策的個人或機構負有確保其遵守台灣證券法令之責任。本公司不對本網站內容所載資訊之正確性、完整性或即時性作出任何陳述或保證，所有資訊均以「現況」提供，因此，有些資料可能會變得過時，而有些觀點可能有變。好脈資本對於因使用或依賴該等資訊而可能產生的直接或間接損失 (包含但不限於投資損失) 概不負責。

本報告所包含之所有投資資訊，投資人應自行進行獨立查證。如需進一步資訊，請造訪好脈資本官方網站：
<https://www.truepulsecapital.com/>。