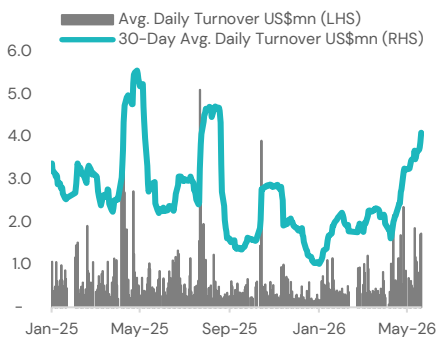
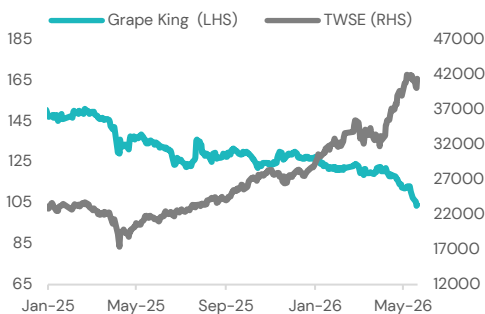


2026/05/21  
TruePulse Equity Research  
research@truepulsecapital.com

## 市場數據

股票代號:	1707.TW / 1707.TT
收盤價:	TWD 103.5
52周價格範圍:	TWD 102.0 - 138
30天平均交易量(張)	268.7
在外流通股數(百萬)	148.1
外資持股比例(%)	14.14
市值(百萬美元)	485.0

## 股價表現



## 財務摘要

新台幣 百萬	2024	2025	2026E	2027E
營業收入	11,160	10,252	10,948	12,563
營業收入年增率(%)	4.9	(8.1)	6.8	14.7
毛利率(%)	77.6	75.1	74.5	73.8
營業利益率(%)	22.4	20.9	20.8	21.5
淨利(損)	1,448	1,218	1,305	1,594
淨利(損)年增率(%)	(0.3)	(15.9)	7.1	22.2
淨利率(%)	13.0	11.9	11.9	12.7
每股盈餘(元)	9.78	8.22	8.81	10.76
每股淨利(元)	79.6	81.5	89.1	99.0
股東權益報酬率(%)	14.5	11.9	12.3	14.3
殖利率(%)	5.4	5.8	6.0	-
本益比(x)	13.0	12.6	11.7	9.6
股價淨值比(x)	1.5	1.3	1.2	1.0
股價營收比(x)	1.4	1.5	1.4	1.2
企業價值倍數(x)	4.5	4.9	4.5	3.8

# 葡萄王生技

## 海外擴張與產品升級驅動長期成長潛力

### 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

**1Q26 獲利低於預期，短期受成本與產品組合壓力影響:** 1Q26 合併營收達 NT\$2.28bn，年增 1.1%，其中 OEM/ODM 業務維持強勁成長，但高毛利之葡眾事業體表現相對疲弱，加上自 3 月起原物料與包材成本明顯上升，對整體毛利率造成約 2 個百分點左右之壓力，導致毛利率降至 69.7%。雖然公司持續控管營業費用，營業費用年減 1.6%，但仍不足以完全抵銷毛利率下滑壓力，使 EPS 降至 NT\$1.18，低於市場預期。管理層表示，目前仍傾向透過產品優化、配方調整與新品設計進行成本轉嫁，而非直接調漲售價。

**葡眾產品結構升級，馬來西亞市場正式啟動:** 雖然葡眾前四月營收達 NT\$2.23bn，年減約 5%，但管理層指出，新產品與外用品 (保養品) 表現亮眼，已逐步成為重要成長來源。其中 CordiBella 保養品系列營收占比已提升至約 13%，而「桑本力元」與「樟芝滴粒」等新品單月營收亦各自達約 NT\$40mn，相關新品單月合計已可創造超過 NT\$170mn 業績，反映葡眾仍具備強勁產品開發與會員銷售能力。我們認為，葡眾產品組合正逐步往多元品項、高黏著度與外用品方向升級。另一方面，葡眾亦將於 5 月底正式於馬來西亞展開試營運，現階段策略將優先聚焦會員組織建立與核心團隊培養。我們認為，考量馬來西亞成熟直銷市場環境、華人文化優勢，以及葡萄王完整供應鏈能力，未來仍具備相當不錯的長期擴張潛力。

**OEM/ODM 持續高成長，自有品牌與上海事業體展望改善:** OEM/ODM 業務仍為目前葡萄王集團最主要的成長引擎，前四月營收達 NT\$276mn，年增 35%。管理層對今年 OEM/ODM 業務維持高度樂觀看法，預估全年仍有機會達 40% 至 50% 成長。目前公司訂單能見度維持良好，近期參加 Vitafoods Europe 後亦持續推進海外客戶合作，既有大型客戶新品已開始於台灣市場鋪貨，另亦有機會爭取美系大型量販通路之新代工訂單。我們認為，OEM/ODM 業務目前已逐步成為葡萄王未來最重要的成長與國際化引擎。此外，自有品牌與上海事業體亦持續透過新品、直播帶貨與 OEM/ODM 訂單提升營運動能，整體營運結構正逐步改善。

**調整獲利預估，但長期成長與評價邏輯不變:** 基於原物料成本壓力與產品組合變化，我們下修 2026-2027 年 EPS 預估至 NT\$8.81 與 NT\$10.76，並同步調整毛利率預估，以反映 OEM/ODM 業務占比提升與短期成本壓力。不過，我們認為市場目前仍過度聚焦短期獲利壓力，而低估 OEM/ODM 國際化、葡眾新品與外用品占比提升，以及馬來西亞市場長線擴張所帶來的長期成長潛力。此外，目前現金殖利率已接近 6%，亦提供股價下檔一定支撐。基準情境下 (Base Case)，我們採用 14-16 倍 2026-2027 年平均 EPS，對應隱含價值區間為 NT\$137-156。

## 近期管理層訪談摘要

### 1Q26 獲利承壓，原物料與產品組合變化為主要壓力來源

葡萄王 1Q26 合併營收為 NT\$2.28bn，年增 1.1%，其中 OEM/ODM 業務維持強勁成長，但高毛利之葡眾事業體表現相對疲弱，加上自 3 月起原物料與包材成本明顯上升，對整體毛利率造成約 2 個百分點左右之壓力，導致整體毛利率降至 69.7%。雖然公司持續控管營業費用，1Q26 營業費用年減 1.6%，但仍不足以完全抵銷毛利率下滑壓力，使營業利益降至 NT\$335mn，年減 10.8%；EPS 為 NT\$1.18，年減 15.9%，低於市場預期。

針對成本壓力，公司目前仍傾向透過配方優化、原料替代、劑量與包裝調整，以及新品設計進行成本轉嫁，短期內並不傾向直接調漲售價。管理層表示，部分替代原料仍需重新進行功效驗證與確效流程，因此整體毛利率修復仍需時間觀察。不過，公司目前策略仍以維持產品競爭力與會員穩定性為優先，而非透過激進漲價影響長期市場基礎。

### 葡眾產品力仍強，新品與外用品成為成長亮點

雖然葡眾前四月營收達 NT\$2.23bn，年減約 5%，但管理層表示，保健食品需求放緩之際，新產品與外用品（保養品）表現亮眼，已逐步成為重要成長動能。其中「CordiBella」保養品系列在 4 月促銷活動中創造超過 NT\$80mn 業績，產品營收占比亦由年初約 8.8% 提升至目前約 13%。公司認為其產品定位精準，價格帶介於開架與專櫃品牌之間，兼具品質與性價比優勢。

此外，今年推出結合葡萄王獨家桑黃菌絲體 MYOSS® 的複方高蛋白飲「桑本力元」，以及去年底上市的「樟芝滴粒」，單月營收亦分別達約 NT\$40mn。管理層指出，僅上述三個系列產品，單月即可貢獻超過 NT\$170mn 營收，反映葡眾在產品開發與會員銷售能力上仍具備相當深厚的基礎。我們認為，葡眾目前雖仍面臨傳統保健食品需求放緩，但產品組合正逐步往多元品項、高黏著度與外用品方向升級，有助中長期重新建立成長動能。

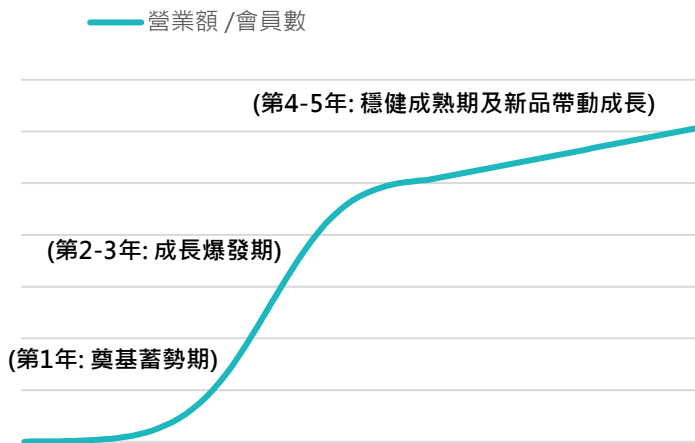
### 葡眾馬來西亞正式啟動，初期聚焦會員基礎建設

葡眾將於 5 月 29 日正式於馬來西亞展開試營運（表定 8 月 17 日為大型開幕活動），公司表示，初期導入品項仍以少量核心產品為主，約 6 個 SKU，現階段營運目標將優先聚焦於會員人數與組織建立，而非短期營收貢獻。管理層坦言，雖然原先內部設定下半年馬來西亞營收目標約 NT\$100mn，但因開幕時程略有延後，目前仍在與 PM 團隊確認最終目標。

我們認為，直銷產業跨入新市場後的發展通常具備明顯的「S 型成長曲線」，第一年多屬奠基與組織播種階段，主要依賴既有高階經銷商跨境拓展市場；第二至三年則進入在地組織裂變與高速成長期，會員與營收有機會出現倍數增長；第四至五年則逐漸進入成熟與穩定成長階段。以過往 USANA、Atomy 等亞洲市場案例觀察，若能成功建立在地核心領導人與高重購率產品組合，新市場通常具備相當可觀的長期擴張潛力。

我們認為葡眾選擇馬來西亞作為東南亞首站具備相當高的成功機率，包括：(1) 馬來西亞本身即為亞洲高度成熟的直銷市場；(2) 當地華人文化、語言與健康消費習慣與台灣高度接近，有利於葡眾既有制度與銷售模式快速複製；(3) 葡萄王具備完整生技研發與 Halal 認證供應鏈能力；以及 (4) 核心益生菌產品具備高重購、高黏著特性，有利於後續會員穩定擴張。我們仍看好馬來西亞未來有機會成為葡眾進一步複製東南亞市場的重要灘頭堡。

圖表1.1: 直銷S行成長曲線



資料來源: 公司資料, 好脈資本

圖表1.2: 直銷品牌跨國: 前5年成長軌跡與策略對比

	案例一: USANA (優莎納)	案例二: Atomy (艾多美)
品牌起源	美系頂尖健康營養品牌 (功能性細胞營養)	韓系亞太區指標品牌 (背靠韓國科瑪生技)
海外擴展核心策略	「系統化複製 + 高階領袖插旗法」	「單一超強明星商品突破法」
新市場第1年軌跡	多為成熟市場高階領袖跨海開線的延伸, 在地化比例低 (30%以下)。	精簡至 2-3 款核心爆款 (如蜂蜜飲、益生菌)。透過明星商品的高口碑, 首購轉重購率高達40-45%, 快速累積在地消費者基數。
新市場第2-3年軌跡	在地營運中心與物流到位, 在地核心領導人系統成形, 營收與會員數通常迎來 100% - 300% 的跳躍式年增率。	當市場對核心爆款建立高度信任後, 順勢引進周邊延伸生活用品。組織深度裂變, 帶動整體客單價 (ARPU) 提升 35% 以上。
新市場第4-5年軌跡	增速放緩至 15% - 30% 的穩健高原期, 市場進入考驗「真實提貨率」與客戶終身價值的階段。	形成高密度的在地消費網絡, 建立起極具防守力的高黏性重購經濟。

資料來源: 公司資料, 好脈資本

圖表1.3: 葡眾馬來西亞試營運首波產品



資料來源: 公司資料, 好脈資本

**OEM/ODM 維持高成長, 自有品牌與上海事業體展望改善**

OEM/ODM 業務仍為目前葡萄王集團最主要的成長引擎, 前四月營收達 NT\$276mn, 年增 35%。管理層對今年 OEM/ODM 業務維持高度樂觀看法, 預估全年事業部營收仍有機會達 40% 至 50% 成長。目前公司訂單能见度維持良好, 近期參加 Vitafoods Europe 後亦持續推進海外客戶合作, 既有大型客戶新品已開始於台灣市場鋪貨, 另亦有機會爭取美系大型量販通路之新代工訂單。

我們認為 OEM/ODM 業務目前已不再只是補充型業務, 而是逐步成為葡萄王未來最重要的成長與國際化引擎。隨著全球保健食品品牌持續尋求亞洲供應鏈與功能性原料合作, 加上葡萄王於菌種、發酵與功能性原料平台具備長期累積, 我們認為公司未來幾年 OEM/ODM 業務仍具備相當不錯的中長期成長空間。

自有品牌方面, 雖然前四月營收達 NT\$202mn、年減約 6.6%, 但管理層仍維持全年成長約 10% 的目標, 並持續透過新品與通路優化推動成長。公司預計於 8-9 月推出結合專利原料之新款保健水產品, 由於屬飲品型態, 預期

銷售規模將較一般保健食品更大，同時具備較佳毛利率。此外，公司近期亦開始導入直播帶貨模式，雖仍處初期階段，但若後續成效良好，將有機會成為額外成長動能。

管理層亦坦言，近年日圓大幅貶值，帶動大量國人赴日旅遊並囤購日本保健食品，對台灣整體保健食品市場造成一定壓力。因此，公司未來將更聚焦於台灣獨家、具差異化與更符合本地需求之產品，以降低與日本產品的直接競爭。

上海葡萄王方面，前四月營收達 NT\$342mn，年增約 9.8%。管理層表示，目前中國市場策略已明顯轉向 OEM/ODM 訂單導向，核心目標為提升產能利用率與營運效率。目前包括統一集團等客戶訂單皆持續推進，並預估今年上海事業體營收仍有機會達 10% 至 20% 成長。

### 獲利預估調整與評價更新

基於 1Q26 獲利低於預期，以及原物料與包材成本壓力短期仍高於原先預估，我們下修 2026–2027 年獲利預估。此次調整主要反映：(1) OEM/ODM 業務占比提升，導致整體產品組合毛利率稀釋；(2) 原物料與包材成本上漲；以及 (3) 葡眾與台灣自有品牌復甦速度較原先預期溫和。

我們目前預估 2026 年 EPS 為 NT\$8.81，較先前預估下修 11.6%；2027 年 EPS 則由 NT\$11.81 下修至 NT\$10.76，調整幅度約 8.9%。毛利率方面，我們將 2026–2027 年毛利率預估分別下修至 74.5% 與 73.8%，主要反映成本壓力與 OEM/ODM 業務占比提升。

不過，我們認為目前市場仍過度聚焦於短期獲利壓力，而低估公司中長期結構轉型潛力。包括 OEM/ODM 國際化布局、葡眾新品與外用品占比提升，以及馬來西亞市場長線擴張，皆有機會逐步重新建立公司成長動能與獲利穩定性。此外，目前現金殖利率已接近 6%，亦提供股價下檔一定支撐。

基準情境 ( Base Case ) 下，我們採用 14–16 倍 2026–2027 年平均 EPS，對應隱含價值區間為 NT\$137–156。我們認為，公司目前長期海外擴張、OEM/ODM 國際化，以及葡眾組織擴張後所帶來的潛在獲利槓桿，仍未充分反映於現行評價水準。

圖表 1.4：葡萄王 1Q26 財報表現與預估比較

NT\$m	1Q26A	1Q26E	Diff.	1Q25	YoY	4Q25	QoQ
合併營收	2,278	2,363	-3.6%	2,252	1.1%	3,002	-24.1%
營業成本	691	653	5.8%	602	14.7%	706	-2.2%
營業毛利	1,588	1,710	-7.1%	1,650	-3.8%	2,298	-30.9%
營業費用	1,252	1,305	-4.0%	1,274	-1.7%	1,553	-19.3%
營業利益	335	405	-17.1%	376	-10.8%	745	-55.0%
業外收益	28	52	-46.3%	38	-25.1%	57	-50.5%
稅前收益	363	457	-20.4%	414	-12.1%	802	-54.7%
所得稅費用	77	87	-11.3%	85	-9.6%	145	-46.9%
少數股權	112	122	-8.2%	121	-7.5%	212	-47.3%
歸屬母公司淨利	175	248	-29.7%	208	-15.9%	445	-60.7%
每股盈餘 (NT\$)	1.18	1.68	-29.7%	1.40	-15.9%	3.00	-60.7%
毛利率	69.7%	72.4%		73.3%		76.5%	
營業費用率	55.0%	55.2%		56.6%		51.7%	
營業利益率	14.7%	17.1%		16.7%		24.8%	
所得稅率	21.2%	19.0%		20.6%		18.1%	
稅前淨利率	16.0%	19.3%		18.4%		26.7%	
淨利率	7.7%	10.5%		9.2%		14.8%	

資料來源：公司資料，好脈資本

圖表1.5 : 葡萄王2026-2027E財務預估修正

NT\$m	2026E			2027E		
	修正後	修正前	差異	修正後	修正前	差異
合併營收	10,948	11,240	-2.6%	12,563	12,891	-2.5%
營業毛利	8,158	8,468	-3.7%	9,273	9,582	-3.2%
營業利益	2,282	2,458	-7.1%	2,701	2,876	-6.1%
稅前收益	2,447	2,673	-8.5%	2,908	3,121	-6.8%
歸屬母公司淨利	1,305	1,476	-11.6%	1,594	1,750	-8.9%
每股盈餘 (NT\$)	8.81	9.96	-11.6%	10.76	11.81	-8.9%
毛利率	74.5%	75.3%		73.8%	74.3%	
營業利益率	20.8%	21.9%		21.5%	22.3%	
稅前淨利率	22.3%	23.8%		23.2%	24.2%	
淨利率	11.9%	13.1%		12.7%	13.6%	

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表1.6 : 葡萄王財務概況與主要架設

營收占比 (%)	2023	2024	2025	2026E	2027E
葡眾 (直銷)	80.6%	79.2%	76.8%	74.4%	73.1%
台灣自有品牌	7.9%	6.5%	6.4%	6.5%	6.5%
國際代工	3.8%	4.1%	7.0%	9.1%	10.7%
上海葡萄王	7.7%	10.2%	9.8%	10.0%	9.6%
(NT\$m)					
合併營收	10,635	11,160	10,252	10,948	12,563
營業毛利	8,536	8,658	7,697	8,158	9,273
營業利益	2,499	2,500	2,141	2,282	2,701
業外收益	164	173	156	165	207
稅前淨利	2,663	2,673	2,297	2,447	2,908
稅後淨利	1,455	1,448	1,218	1,305	1,594
每股盈餘 (NT\$)	9.82	9.78	8.22	8.81	10.76
財務比例					
毛利率	80.3%	77.6%	75.1%	74.5%	73.8%
營業費用率	56.8%	55.2%	54.2%	53.7%	52.3%
營業利益率	23.5%	22.4%	20.9%	20.8%	21.5%
稅前淨利率	25.0%	24.0%	22.4%	22.3%	23.2%
稅後淨利率	13.7%	13.0%	11.9%	11.9%	12.7%
年增長率 (YoY)					
合併營收	2.4%	4.9%	-8.1%	6.8%	14.7%
營業毛利	0.6%	1.4%	-11.1%	6.0%	13.7%
營業淨利	-2.1%	0.0%	-14.4%	6.6%	18.4%
稅後淨利	-0.2%	-0.5%	-15.9%	7.1%	22.2%
每股盈餘 (NT\$)	-0.2%	-0.5%	-15.9%	7.1%	22.2%

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表1.7：葡萄王財務概況與主要架設 (季度)

營收占比 (%)	1Q26A	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
葡眾	70.6%	75.7%	72.0%	77.9%	68.8%	74.1%	71.0%	77.0%
台灣自有品牌	7.1%	6.4%	7.1%	5.6%	7.3%	6.6%	7.0%	5.6%
國際代工	9.6%	8.2%	10.6%	8.3%	11.5%	9.9%	12.3%	9.6%
上海葡萄王	12.7%	9.6%	10.2%	8.2%	12.5%	9.5%	9.7%	7.8%
(NT\$m)								
合併營收	2,278	2,725	2,640	3,305	2,573	3,065	3,080	3,845
營業毛利	1,588	2,084	1,953	2,535	1,793	2,313	2,249	2,918
營業利益	335	515	616	816	409	600	729	964
業外收益	28	43	46	47	50	51	53	54
稅前淨利	363	559	662	863	459	650	782	1,017
稅後淨利	175	303	360	467	247	361	430	556
每股盈餘 (NT\$)	1.18	2.05	2.43	3.16	1.67	2.45	2.91	3.76
財務比例								
毛利率	69.7%	76.4%	74.0%	76.7%	69.7%	75.5%	73.0%	75.9%
營業費用率	55.0%	57.5%	50.7%	52.0%	53.8%	55.9%	49.3%	50.8%
營業利率率	14.7%	18.9%	23.3%	24.7%	15.9%	19.6%	23.7%	25.1%
稅前淨利率	16.0%	20.5%	25.1%	26.1%	17.8%	21.2%	25.4%	26.5%
稅後淨利率	7.7%	11.1%	13.6%	14.1%	9.6%	11.8%	13.9%	14.5%
年增長率 (YoY)								
合併營收	1.1%	6.1%	8.7%	10.1%	12.9%	12.5%	16.7%	16.3%
營業毛利	-3.8%	6.1%	9.3%	10.3%	12.9%	11.0%	15.2%	15.1%
營業淨利	-10.8%	7.8%	13.6%	9.5%	21.9%	16.4%	18.4%	18.1%
稅後淨利	-15.9%	12.3%	21.6%	5.0%	41.1%	19.2%	19.3%	19.1%
每股盈餘 (NT\$)	-15.9%	12.3%	21.6%	5.0%	41.1%	19.2%	19.3%	19.1%

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

圖表1.8：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 (%)	
			2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026
<b>台灣保健食品同業</b>																
葡萄王	485	14.5%	12.6	11.7	9.6	1.3	1.2	1.0	4.9	4.5	3.8	11.9	12.3	14.3	5.8	6.0
大研生醫	475	55.4%	44.4	26.2	18.4	2.8	-	-	32.8	13.0	9.2	10.0	25.9	27.0	3.8	-
大江	417	24.0%	13.8	11.4	9.0	1.7	1.7	-	6.9	5.5	4.7	11.9	12.8	15.6	6.2	6.3
生展	83	-	9.7	-	-	1.1	-	-	5.7	2.2	2.2	11.8	-	-	5.1	-
平均		<b>31.3%</b>	<b>20.3</b>	<b>16.4</b>	<b>12.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>12.3</b>	<b>6.3</b>	<b>5.0</b>	<b>10.4</b>	<b>17.0</b>	<b>18.9</b>	<b>5.1</b>	<b>6.1</b>
<b>國際直銷同業</b>																
Nu Skin	284	-35.5%	1.8	5.6	4.3	0.3	-	-	2.7	-	-	22.0	-	-	4.1	-
Herbalife	1,303	21.7%	5.7	4.5	3.9	-	-	-	4.9	4.4	4.2	NM	-	-	-	-
USANA Health	335	118.0%	31.1	8.6	6.5	0.6	0.6	0.6	2.8	2.3	2.0	2.0	4.4	7.5	-	-
Nature's Sunshine	386	11.6%	19.8	17.8	15.9	2.4	-	-	8.3	6.0	5.5	12.7	-	-	-	-
LifeVantage	66	-16.6%	8.4	12.2	12.1	2.0	-	-	5.4	4.5	5.9	25.0	-	-	3.3	-
Medifast	129	-40.5%	-	-	-	0.7	-	-	-	-	-	9.1	-	-	-	-
DXN Holdings	570	9.2%	7.7	7.5	6.5	1.7	-	-	3.5	4.0	3.4	21.3	-	-	7.7	7.1
平均		<b>9.7%</b>	<b>12.4</b>	<b>9.4</b>	<b>8.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>	<b>10.4</b>	<b>4.4</b>	<b>7.5</b>	<b>5.5</b>	<b>7.1</b>
<b>國際保健食品同業</b>																
Jamieson Wellness	1,049	28.8%	23.1	16.0	13.9	3.0	2.4	2.1	15.0	10.8	9.7	12.0	16.9	17.5	-	2.8
By-health Co.	2,473	13.0%	21.5	19.8	16.8	1.5	1.5	1.5	10.3	9.6	8.5	7.3	7.4	8.6	4.5	4.0
H&H International	1,029	120.8%	35.7	8.9	7.3	1.2	1.1	1.0	7.9	6.5	6.0	3.3	11.7	13.3	2.9	3.1
Simply Good Foods	1,012	29.9%	11.1	6.6	6.6	0.6	-	-	5.5	6.1	6.0	5.2	-	-	-	-
BellRing Brands	1,043	-1.3%	5.7	7.2	5.9	2.1	-	-	6.6	7.1	6.4	NM	-	-	-	-
Applied Nutrition	745	9.8%	20.1	18.4	16.6	8.0	-	-	13.2	12.7	11.6	49.4	-	-	-	44.6
BioGaia AB	1,462	23.1%	41.0	32.3	27.1	10.4	10.2	9.6	27.2	22.8	19.2	21.9	32.0	36.8	1.2	3.1
FitLife Brands	93	-	14.8	-	-	2.1	-	-	9.9	8.6	7.2	15.9	-	-	-	-
平均		<b>32.0%</b>	<b>21.6</b>	<b>15.6</b>	<b>13.5</b>	<b>3.1</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>	<b>12.0</b>	<b>10.5</b>	<b>9.3</b>	<b>16.4</b>	<b>17.0</b>	<b>19.0</b>	<b>2.9</b>	<b>11.5</b>
<b>國際原料供應同業</b>																
Glanbia	5,762	43.9%	31.4	16.3	15.2	3.0	2.9	2.7	1.2	1.7	1.6	9.2	17.5	17.5	2.1	2.0
Novozymes	27,108	36.8%	39.9	23.5	21.3	2.1	2.1	2.0	10.9	6.8	6.3	5.3	8.3	8.8	1.7	1.9
DSM-Firmenich	19,651	-	-	18.6	16.6	0.9	1.0	1.0	1.9	2.3	2.3	1.7	4.3	5.1	3.7	3.7
平均		<b>40.4%</b>	<b>35.7</b>	<b>19.5</b>	<b>17.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>4.7</b>	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>	<b>5.4</b>	<b>10.0</b>	<b>10.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>

資料來源: 公司資料 · Capital IQ · 好脈資本

圖表1.9：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	108-127 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	137-156 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	166-186 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

### 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。

葡萄王損益表

NT\$m	2023	2024	2025	2026E	2027E
銷貨收入淨額	10,635	11,160	10,252	10,948	12,563
銷貨成本	2,099	2,502	2,555	2,790	3,290
已實現銷貨(損)益	-2	-0	1	1	0
營業毛利	8,536	8,658	7,697	8,158	9,273
推銷費用	5,046	5,140	4,615	4,883	5,448
管理費用	702	726	667	705	792
研發費用	290	292	275	289	332
其他營業費用	0	0	0	0	0
營業利益	2,499	2,500	2,141	2,282	2,701
稅前息折舊攤銷前利潤	2,959	3,013	2,698	2,967	3,487
利息收入(支出)淨額	48	50	46	42	54
其他淨額(通常指營業外收支淨額)	0	0	0	21	42
稅前淨利(不含非常損益/特殊項目)	2,547	2,550	2,188	2,346	2,797
處分投資(損)益	0	0	0	0	0
處分資產(損)益	-1	1	-1	0	0
匯兌(損)益	1	7	-1	3	0
其他特殊項目合計	117	116	112	98	111
稅前淨利(含非常損益/特殊項目)	2,663	2,673	2,298	2,447	2,908
所得稅費用	519	502	437	479	565
繼續營業單位淨利	2,144	2,171	1,861	1,968	2,343
停業單位損益	0	0	0	0	0
本期淨利(或稅後淨利)	2,144	2,171	1,861	1,968	2,343
少數股權	689	723	643	663	750
特種股股利	0	0	0	0	0
歸屬於母公司業主淨利	1,455	1,448	1,218	1,305	1,594
每股盈餘(新台幣)	9.82	9.78	8.22	8.81	10.76

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

葡萄王資產負債表

NT\$m	2023	2024	2025	2026E	2027E
現金及約當現金	4,819	4,343	4,165	5,215	6,747
交易性金融資產	80	41	21	21	21
短期投資	71	49	92	94	94
應收帳款及應收票據	291	305	337	347	414
存貨	688	754	829	881	1,070
預付費用	64	73	182	132	132
其他流動資產	26	32	35	22	22
流動資產合計	6,039	5,596	5,661	6,713	8,500
長期投資	89	193	352	384	384
不動產、廠房及設備合計	7,539	7,699	7,841	7,724	7,558
商譽	0	0	0	0	0
其他無形資產	125	119	108	60	0
其他非流動資產	1,721	1,717	1,776	1,760	1,760
資產總計	15,512	15,324	15,738	16,640	18,202
應付帳款及應付票據	290	309	364	386	474
應付費用	3,122	2,778	2,782	2,571	2,582
其他流動負債	235	235	275	250	250
流動負債合計	3,647	3,323	3,421	3,207	3,305
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	251	236	236
負債總計	3,882	3,533	3,672	3,444	3,542
普通股權益總額	9,978	10,056	10,342	10,809	11,522
普通股股本	1,481	1,481	1,481	1,481	1,481
資本公積	2,876	2,879	2,882	2,882	2,882
保留盈餘	5,700	5,730	6,003	6,411	7,083
其他調整項目	-80	-35	-24	34	76
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	1,725	2,388	3,138
權益總計	11,630	11,791	12,066	13,197	14,660

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

葡萄王現金流量表

NT\$m	2023	2024	2025	2026E	2027E
本期淨利	1,455	1,448	1,218	1,305	1,594
少數股權損益	689	723	643	663	750
折舊及攤銷合計	434	475	514	631	724
遞延費用攤銷	26	39	42	54	62
營運資產淨變動	-87	-51	-575	-137	-168
其他非現金項目合計	5	-757	338	75	0
其他非現金項目合計	693	-35	980	186	0
營業活動現金流量	2,522	1,876	2,180	2,590	2,962
資本支出	-587	-627	-446	-654	-588
處分不動產、廠房及設備	0	1	1	12	30
其他投資活動	-68	-36	-161	-28	0
投資活動現金流量	-655	-662	-606	-670	-558
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	-889	-913
其他籌資活動	-45	-54	-69	-17	0
非控制權益增加(減少)	0	6	26	0	0
籌資活動現金流量	-1,709	-1,717	-1,745	-906	-913
匯率變動影響數	-10	27	-6	37	42
現金及約當現金淨增減	148	-476	-178	1,051	1,532
期初現金餘額	4,673	4,819	4,343	4,165	5,215
期末現金餘額	4,821	4,343	4,165	5,215	6,747

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	2025	2026E	2027E
利潤率(獲利能力指標)					
毛利率	80.3%	77.6%	75.1%	74.5%	73.8%
營業費用率	56.8%	55.2%	54.2%	53.7%	52.3%
營業利益率	23.5%	22.4%	20.9%	20.8%	21.5%
EBITDA 獲利率	27.8%	27.0%	26.3%	27.1%	27.8%
稅前淨利率	25.0%	24.0%	22.4%	22.3%	23.2%
稅後淨利率(純益率)	13.7%	13.0%	11.9%	11.9%	12.7%
資產負債表比率(營運效率)					
應收帳款	291	305	337	347	414
存貨	688	754	829	881	1,070
應付帳款	290	309	364	386	474
淨營運資本	689	750	802	842	1,010
應收帳款週轉天數	9.6	9.7	11.4	11.4	11.1
存貨庫存天數	119.7	105.2	113.1	111.9	108.2
應付帳款付現天數	50.8	43.7	48.1	49.1	47.7
現金循環週期(或營運週期)	78.5	71.2	76.4	74.2	71.6
流動性比率(償債能力)					
營業活動現金流量	2,522	1,876	2,180	2,590	2,962
資本支出	-587	-627	-446	-654	-588
自由現金流量	1,935	1,249	1,734	1,936	2,374
現金及約當現金	4,819	4,343	4,165	5,215	6,747
總債務(有息負債總額)	0	0	0	0	0
淨債務	-4,890	-4,391	-4,257	-5,310	-6,842
總債務權益比	0%	0%	0%	0%	0%
淨債務權益比(淨負債比)	-42%	-37%	-35%	-40%	-47%
負債權益比(財務槓桿比率)	33%	30%	30%	26%	24%
負債比率(總負債/總資產)	25%	23%	23%	21%	19%
報酬率指標					
平均股東權益報酬率	14.9%	14.5%	11.9%	12.3%	14.3%
平均資產報酬率	9.5%	9.4%	7.8%	8.1%	9.1%

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/>。