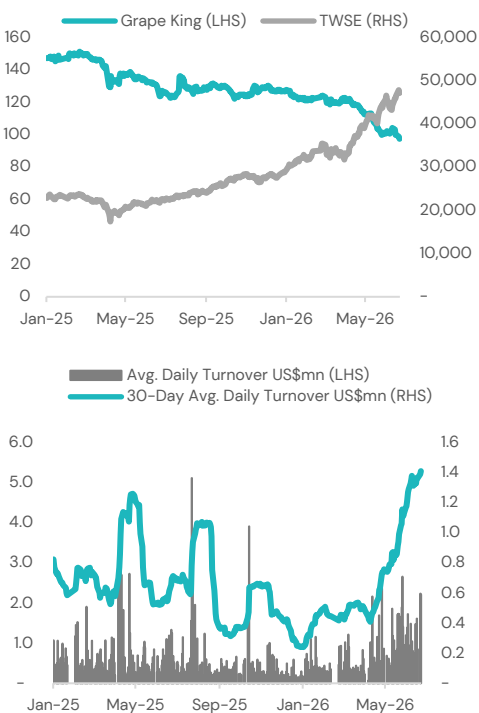


2026/06/23
TruePulse Equity Research
research@truepulsecapital.com

市場數據

股票代號:	1707.TW / 1707 TT
收盤價:	TWD 97.3
52周價格範圍:	TWD 97.0 – 138.0
30天平均交易量 (張)	440.2
在外流通股數 (百萬)	148.1
外資持股比例 (%)	13.60
市值 (百萬美元)	455.0

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(%)	7.1	6.2	6.4	-
本益比(x)	10.0	11.8	11.0	9.0
股價淨值比(x)	1.4	1.2	1.1	1.0
股價營收比(x)	1.3	1.4	1.3	1.1
企業價值倍數(x)	4.2	4.6	4.2	3.5

葡萄王生技

獲利逐季修復，海外成長布局加速展開

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菌、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

今日法說釋出獲利修復路徑，2Q起毛利率可望逐季回升：葡萄王今日召開法說會，管理層此次釋出的最重要訊號，是1Q26可能為全年獲利結構相對不利的季度，隨高毛利事業營收占比回升、上海葡萄王產能利用率改善，以及台灣原料代工出貨增加，後續獲利可望逐季修復。在原物料與包材成本未進一步惡化的情況下，公司預估2Q26合併毛利率可回升至約72%，3Q及4Q則有機會維持在72%以上，其中第四季受惠葡眾傳統旺季、馬來西亞開始貢獻營收及台灣代工出貨高峰，整體營運表現可望優於上半年。

台灣葡萄王延續成長，ODM/OEM由劑型擴張走向原料與海外市場：台灣葡萄王1Q26營收年增20.8%至3.82億元，其中自有品牌營收年增3%，反映公司調整電話行銷模式、強化自有電商與直播銷售後，業績已恢復正成長；ODM/OEM營收則年增39%至2.19億元，主要受惠大型P客戶新增軟膠囊等劑型與產品線放量。不過，P客戶占代工營收比重已由去年同期30%升至56%，原料銷售占比則由26%降至18%，顯示首季成長仍較集中於單一大型客戶。展望下半年，公司將持續提高自有發酵原料、益生菌素材及海外代工銷售，隨乾燥製程逐步收回自製、九大劑型布局完備，以及亞歐美日客戶開發持續推進，代工業務有望由單一客戶放量，逐步轉向更分散且具較佳毛利的成長結構。

馬來西亞啟動第二會員市場，短期投入換取2027年成長空間：葡眾1Q26營收年減4.2%，主要反映台灣有效會員人數過去一年大致停滯，以及部分核心組織與藍鑽會員開始將時間與資源投入馬來西亞市場。吉隆坡營運中心已於5月29日展開試營運，預計8月17日正式開幕，首波推出6項台灣明星商品，截至5月底已舉辦約16場培訓會議，累計參與逾2,000人次，並吸引數百位新會員加入。公司規劃於7月安排近1,000人次赴馬交流，並以2026年底會員數達1萬人及全年接近損益兩平為營運目標。由於2026年仍以會員招募、培訓及在地組織建置為優先，短期費用投入可能壓抑獲利，但較明確的正向貢獻可望自2027年開始浮現。

維持財務預估與基準情境評價，長期獲利槓桿尚未充分反映：考量台灣 ODM/OEM 業務延續強勁成長、上海葡萄王新增飲料代工訂單有助提高產能利用率，以及馬來西亞已進入實質營運階段，本次法說釋出的中期方向大致符合我們既有預期。然而，原物料及包材成本尚未回落，葡眾台灣會員成長仍顯停滯，馬來西亞短期亦將以市場投入而非獲利最大化為優先，因此我們維持2026–2027年財務預估不變。基準情境下，我們採用14–16倍2026–2027年平均EPS，對應隱含價值區間為新台幣137–156元；公司長期海外擴張、ODM/OEM國際化，以及葡眾組織規模擴大後所帶來的潛在獲利槓桿，仍未充分反映於現行評價水準。

1Q26法說會重點摘要

1Q26獲利承壓，主要反映事業組合與成本壓力，而非營收全面轉弱

葡萄王1Q26合併營收為新台幣22.78億元，年增1.1%，惟毛利率由去年同期73.3%降至69.7%，營業利益年減10.9%至3.35億元，歸屬母公司淨利年減15.9%至1.75億元，EPS為1.18元。獲利下滑主要受到三項因素影響，包括高毛利葡眾營收年減4.2%、上海葡萄王低產能利用率造成固定成本負擔，以及原物料與包材價格上升。由於台灣葡萄王與上海葡萄王營收分別年增20.8%及11.5%，首季表現應解讀為獲利結構轉弱，而非集團整體需求全面減少。

台灣葡萄王維持強勁成長，ODM/OEM仍為主要營收動能

台灣葡萄王1Q26營收年增20.8%至3.82億元，其中自有品牌營收年增3%至1.63億元，反映公司調整電話行銷策略、強化自有電商與直播銷售後，業績已恢復正成長；ODM/OEM營收則年增39%至2.19億元，主要受惠大型P客戶新增軟膠囊等劑型與產品線放量。惟P客戶占代工營收比重由去年同期30%升至56%，原料銷售占比則由26%降至18%，顯示首季代工成長仍較集中於大型客戶。下半年若自有發酵原料及益生菌素材銷售占比回升，將有助ODM/OEM成長進一步轉化為較佳的毛利貢獻。

葡眾台灣會員成長停滯，馬來西亞成為組織擴張的必要布局

葡眾1Q26營收為16.08億元，年減4.2%，除台灣有效會員人數過去一年大致停滯外，部分核心組織與藍鑽會員亦開始將資源投入馬來西亞市場，短期對台灣業績形成一定排擠。外用品則持續維持正向表現，1Q26營收年增15%至1.22億元，占葡眾營收比重升至7.6%，公司亦將持續由個人保養延伸至更完整的生活用品布局，作為產品組合多元化的重要方向。

馬來西亞2026年以會員擴張及損益兩平為目標，獲利貢獻預計自2027年浮現

葡眾吉隆坡營運中心已於5月29日展開試營運，預計8月17日正式開幕，首波推出6項台灣明星產品。截至五月底，當地已舉辦約16場培訓會議，累計參與逾2,000人次，並吸引數百位新會員加入；部分台灣組織亦規劃於7月安排近1,000人次赴馬交流。管理層表示，從正式開幕至2027年上半年，營運策略將以會員招募、培訓及在地組織建置為優先，並挑戰2026年底會員數達1萬人。公司以今年接近損益兩平為目標，較明確的正向獲利貢獻則預計自2027年開始，第四季將是觀察會員成長、活躍度及營收轉換效率的重要時間點。

上海葡萄王改善關鍵在稼動率，而非中國消費需求快速復甦

上海葡萄王1Q26營收年增11.5%至2.88億元，占集團營收13%，但淨利貢獻為負4%。管理層指出，上海代工業務本身仍維持正毛利，虧損主因為產能利用率僅約18%，固定成本無法有效攤提。自第二季起，策略夥伴統一企業增加飲料代工訂單，在完成產線調整後，可望提高產能利用率並帶動虧損收斂。然而，中國既有客戶下單間隔持續拉長、單次訂單量亦較過去減少，台灣自有品牌跨境電商計畫則因法規及通關限制暫緩，因此上海短期改善仍將主要來自代工訂單填補產能，而非中國終端需求全面回升。

毛利率可望自2Q26逐季回升，惟成本壓力尚未解除

管理層表示，原物料及包材價格目前仍未明顯回落，部分物料漲幅達20%至50%，近期部分原料亦上漲5%至20%。在成本條件未進一步惡化的情況下，公司預估2Q26合併毛利率可望由1Q26的69.7%回升至約72%，3Q及4Q則有機會維持在72%以上。改善動能主要來自高毛利葡眾營收占比回升、台灣原料代工出貨增加，以及上海產能利用率改善，並非建立在成本快速反轉之上。考量2025年上半年EPS僅占全年39%，下半年原本即為集團較重要的獲利期間，預期2026年營運仍將呈現前低後高。

製程內製化與新產線支撐中期成長，財務結構維持穩健

公司2026年規劃資本支出6.53億元，平鎮湧豐廠一期及龍潭廠二期已完成並投入生產，原先委外的乾燥製程將逐步收回廠內自製，有助提升品質、良率、交期掌控及原料端毛利率。公司另預計於4Q26投入約1億元更新液劑產線並增設Slim can產能，以擴大日系及國際代工接單範圍，相關新增產能預計自2Q27起開始貢獻營收。儘管資本支出增加，公司仍維持約70%的股利發放政策，且截至1Q26維持零借款及充裕淨現金部位，整體財務結構仍屬穩健。

維持財務預估與基準情境評價不變

本次法說釋出的營運方向大致符合我們既有預期。台灣ODM/OEM業務維持強勁成長、上海產能利用率有望自第二季改善，且馬來西亞市場已正式進入會員與組織建置階段；惟原物料成本壓力尚未解除，葡眾台灣會員成長仍顯停滯，馬來西亞短期亦將以市場投入而非獲利最大化為優先。考量正負面因素大致平衡，且公司未提供足以改變全年獲利預估的正式財務指引，我們本次維持2026–2027年財務預估不變。基準情境下，我們採用14–16倍2026–2027年平均EPS，對應隱含價值區間為新台幣137–156元。我們認為，公司長期海外擴張、OEM/ODM國際化，以及葡眾組織規模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1.1：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/>。