

2024 年 9 月 27 日

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 76.50 元

目標價

3 個月 82.00 元

12 個月 82.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

綠茵 (6846 TT)

Trading Buy

持續擴產提高自製率，2025 年雙位數成長。

投資建議：基於 (1)預期 2025 年雙位數成長，動能來自擴展海外市場；(2)未來兩年半擴充產能後，產品自製率提高，毛利率將回升；(3)預估 2025 年 EPS5.89 元，建議 PER 14X，目標價 82 元。

1H24 EPS2.49 元，預估 2024 全年 5.05 元：

2023 年營收以地區分為台灣 91%、海外 9%；2Q24 台灣 89%，YOY+4%、海外 11%，YOY+50%。預計 2024 年海外營收占比將提升至 12%並持續成長。

產品自製率 2023 年為 38%，2Q24 達 42%。

1H24 營收 4.2 億，YOY+7.7%，EPS2.49 元，由於代工費上漲因素，毛利率下滑到 2Q24 的 45.1%。

2025 年預計營收雙位數成長，海外占比持續提高：

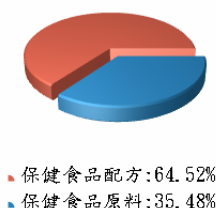
預計新產品將是在 2024-2025 年主要成長動能，例如針對美容與減重市場的昭和草萃取，以及增肌減脂的動物性胜肽。國際市場上，已與 12 個國家簽訂獨家代理協議，產品將陸續在日本、韓國、澳洲等市場上市。預計海外營收占比將達 20%

為了應對代工費用上漲導致的毛利率下降，綠茵計劃自行建置製劑產線，未來兩年半內擴建廠房，擴充原料生產和製劑線，提高自製率降低生產成本。新廠房完工後產能將提升至目前的 5 至 8 倍，毛利率將回升至 50%以上。

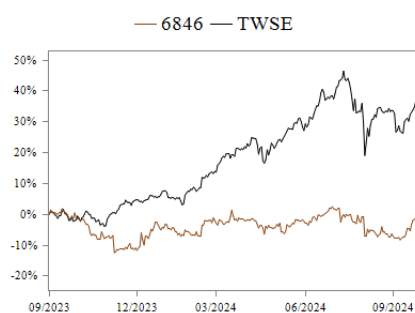
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	269
市值(億元)	21
目前每股淨值(元)	28.65
外資持股比(%)	0.08
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	41.78
融資餘額(張)	-
現金股息配發率(%)	69.36

產品組合



股價相對大盤走勢



(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	801	857	985	198	193	221	226	191	203	236	247	231
營業毛利淨額	392	393	452	99	93	107	106	86	92	108	113	106
營業利益	161	158	196	37	34	50	47	27	35	50	49	42
稅後純益	131	136	158	32	30	37	42	25	28	40	40	34
稅後 EPS(元)	4.86	5.05	5.89	1.21	1.13	1.37	1.56	0.93	1.06	1.50	1.47	1.26
毛利率(%)	49.03%	45.86%	45.90%	50.03%	48.24%	48.43%	47.05%	45.12%	45.32%	45.78%	45.91%	45.72%
營業利益率(%)	20.09%	18.43%	19.90%	18.63%	17.81%	22.85%	20.69%	13.99%	17.04%	21.05%	19.84%	18.05%
稅後純益率(%)	16.32%	15.85%	16.07%	16.39%	15.83%	16.71%	18.58%	13.04%	13.98%	17.13%	16.02%	14.61%
營業收入 YoY/QoQ(%)	13.50%	7.00%	15.00%	4.36%	-2.67%	14.53%	2.55%	-15.49%	6.27%	16.26%	4.65%	-6.44%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-10.95%	3.92%	16.59%	4.98%	-6.03%	20.91%	14.00%	-40.67%	13.90%	42.53%	-2.13%	-14.67%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 2.69 億元計算。

2024 年 9 月 27 日

ESG：

綠茵生技致力於實踐 ESG 的發展願景，不斷優化產品製程和原料控管，以實現綠色製程為研發團隊的核心目標。自 2021 年起，綠茵研發團隊計劃引進超臨界流體萃取技術，並於 2023 年將 2 條生產線轉型為綠色製程，進一步降低環境污染並提高能源效率。同時，為創造產業共榮之成果，綠茵生技也不斷加深與本土農、漁業結合力度，預計於 2024 年推出更多與環境友善和農業加值相關的產品和原料，實現產業與環境雙贏的共同目標。這些舉措不僅符合 ESG 的目標，同時也體現了綠茵生技對於永續發展、環保和社會責任等方面的承諾。

公司簡介：

綠茵生技從事代理進口和自行研發製造保健食品原料。業務範圍涵蓋保健食品配方及劑型設計、包裝與輔導銷售，為保健食品業者提供從原料供應到輔導銷售的一站式服務。

集團架構母公司為綠茵生技，旗下兩家 100% 持有子公司為康普森生技(保健食品原料國際貿易商)、鋒揚生醫(保健食品代工廠)。

1H24 EPS2.49 元，預估 2024 全年 5.05 元：

2023 年營收以地區分為台灣 91%、海外 9%；2Q24 台灣 89%，YOY+4%、海外 11%，YOY+50%。產品自製率 2023 年為 38%，2Q24 達 42%。預計 2024 年海外營收占比將提升至 12%並持續成長。

2023 年營收 8 億元，毛利率約 46%，較過去平均的 50%略有下降，但仍高於同業平均的 34%至 43%。毛利率下降主要受代工費用上漲和國際通膨影響，代工費用的上升導致成本增加。淨利率約為 16%至 18%，優於同業的 11%至 14%。

1H24 營收 4.2 億，YOY+7.7%，EPS2.49 元，由於代工費上漲因素，毛利率下滑到 2Q24 的 45.1%。

2025 年預計營收雙位數成長，海外占比持續提高：

預計新產品將是在 2024-2025 年主要成長動能，例如針對美容與減重市場的昭和草萃取，以及增肌減脂的動物性胜肽。國際市場上，已與 12 個國家簽訂獨家代理協議，產品將陸續在日本、韓國、澳洲等市場上市。預計海外營收占比將達 20%

為了應對代工費用上漲導致的毛利率下降，綠茵計劃自行建置製劑產線，未來兩年半內擴建廠房，擴充原料生產和製劑線，提高自製率降低生產成本。新廠房完工後產能將提升至目前的 5 至 8 倍，毛利率將回升至 50%以上。

投資建議：基於 (1)預期 2025 年雙位數成長，動能來自擴展海外市場；(2)未來兩年半擴充產能後，產品自製率提高，毛利率將回升；(3)預估 2025 年 EPS5.89 元，建議 PER 14X，目標價 82 元。

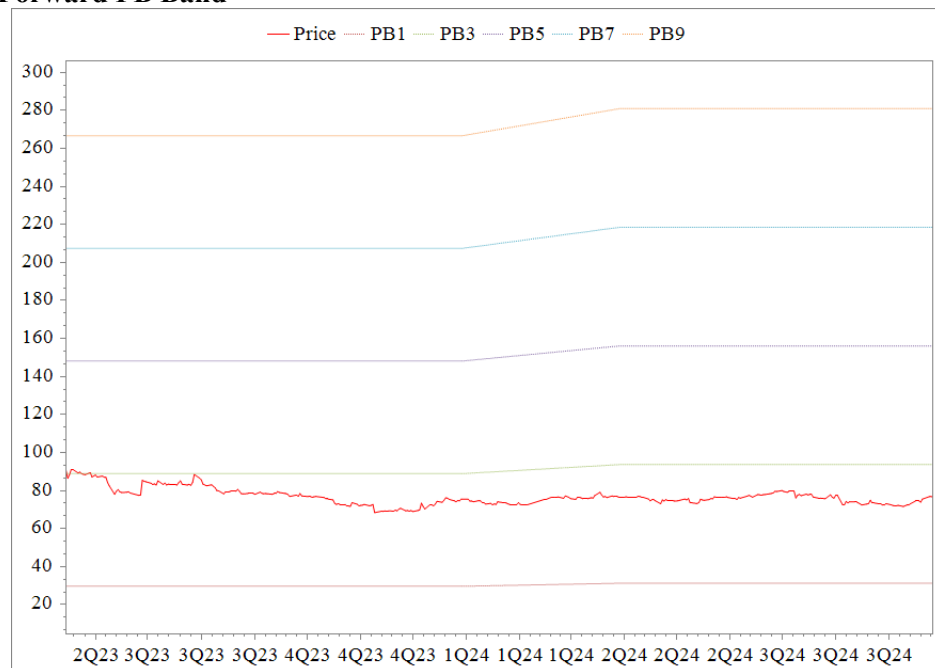
2024 年 9 月 27 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 27 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	845	835	1,161	1,229	1,297
流動資產	682	666	841	779	1,076
現金及約當現金	356	370	534	467	665
應收帳款與票據	114	117	126	140	159
存貨	113	159	160	207	210
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	89	77	71	79	86
負債總計	231	273	364	390	407
流動負債	188	226	306	274	391
應付帳款及票據	41	46	58	61	76
非流動負債	43	47	58	113	-1
權益總計	614	562	797	840	889
普通股股本	244	244	268	269	269
保留盈餘	253	313	349	391	441
母公司業主權益	614	562	797	839	889
負債及權益總計	845	835	1,161	1,229	1,297

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	694	705	801	857	985
營業成本	336	334	408	464	533
營業毛利淨額	358	371	392	393	452
營業費用	189	204	232	235	256
營業利益	169	167	161	158	196
EBITDA	193	209	187	195	188
業外收入及支出	0	16	0	14	5
稅前純益	169	184	166	172	201
所得稅	36	37	35	36	43
稅後純益	133	147	131	136	158
稅後 EPS(元)	4.94	5.45	4.86	5.05	5.89
完全稀釋 EPS**	4.94	5.45	4.86	5.05	5.89

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 2.69【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 2.69 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	4.71%	1.66%	13.50%	7.00%	15.00%
營業毛利淨額	5.64%	3.61%	5.80%	0.09%	15.10%
營業利益	5.94%	-1.44%	-3.50%	-1.87%	24.18%
稅後純益	7.47%	10.51%	-10.95%	3.92%	16.59%

獲利能力分析(%)

毛利率	51.61%	52.59%	49.03%	45.86%	45.90%
EBITDA(%)	27.87%	29.66%	23.37%	22.73%	19.07%
營益率	24.38%	23.63%	20.09%	18.43%	19.90%
稅後純益率	19.14%	20.80%	16.32%	15.85%	16.07%
總資產報酬率	15.72%	17.58%	11.25%	11.05%	12.21%
股東權益報酬率	21.63%	26.11%	16.40%	16.17%	17.81%

償債能力檢視

負債比率(%)	27.35%	32.68%	31.38%	31.69%	31.43%
負債/淨值比(%)	37.65%	48.54%	45.74%	46.40%	45.83%
流動比率(%)	362.35%	295.14%	274.79%	284.49%	275.47%

其他比率分析

存貨天數	131.96	148.79	142.67	144.35	142.87
應收帳款天數	54.66	59.75	55.31	56.77	55.46

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	82	230	127	162	248
稅前純益	169	184	166	172	201
折舊及攤銷	23	25	25	27	30
營運資金變動	-1	-42	2	-59	-7
其他營運現金	-109	63	-66	22	24
投資活動現金	-19	-16	-156	-131	228
資本支出淨額	-14	-15	-7	-10	-7
長期投資變動	-80	0	-63	0	0
其他投資現金	75	-2	-86	-121	236
籌資活動現金	-91	-199	192	-97	-279
長借/公司債變動	0	0	0	54	-113
現金增資	0	0	196	0	0
發放現金股利	-48	-200	-95	-93	-109
其他籌資現金	-43	1	91	-58	-57
淨現金流量	-28	14	163	-66	197
期初現金	384	356	370	534	467
期末現金	356	370	534	467	665

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 27 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	190	198	193	221	226	191	203	236	247	231	234	272
營業成本	96	99	100	114	120	105	111	128	134	126	127	147
營業毛利淨額	94	99	93	107	106	86	92	108	113	106	107	126
營業費用	54	62	59	56	60	59	57	58	64	64	64	64
營業利益	39	37	34	50	47	27	35	50	49	42	44	62
業外收入及支出	1	4	4	-3	6	4	1	2	1	1	1	1
稅前純益	40	41	38	47	53	31	36	51	50	43	45	63
所得稅	9	8	7	11	11	6	8	11	11	9	10	13
稅後純益	31	32	30	37	42	25	28	40	40	34	35	50
最新股本	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269	269
稅後EPS(元)	1.15	1.21	1.13	1.37	1.56	0.93	1.06	1.50	1.47	1.26	1.31	1.84

獲利能力(%)

毛利率(%)	49.46%	50.03%	48.24%	48.43%	47.05%	45.12%	45.32%	45.78%	45.91%	45.72%	45.76%	46.16%
營業利益率(%)	20.73%	18.63%	17.81%	22.85%	20.69%	13.99%	17.04%	21.05%	19.84%	18.05%	18.66%	22.59%
稅後純益率(%)	16.30%	16.39%	15.83%	16.71%	18.58%	13.04%	13.98%	17.13%	16.02%	14.61%	15.09%	18.20%

QoQ(%)

營業收入淨額	-6.33%	4.36%	-2.67%	14.53%	2.55%	-15.49%	6.27%	16.26%	4.65%	-6.44%	1.33%	16.26%
營業利益	-7.34%	-6.21%	-7.00%	46.97%	-7.13%	-42.87%	29.46%	43.61%	-1.36%	-14.88%	4.75%	40.80%
稅前純益	-3.94%	1.25%	-6.40%	25.08%	12.18%	-41.63%	16.04%	42.53%	-2.13%	-14.67%	4.66%	40.16%
稅後純益	-8.15%	4.98%	-6.03%	20.91%	14.00%	-40.67%	13.90%	42.53%	-2.13%	-14.67%	4.66%	40.16%

YoY(%)

營業收入淨額	8.41%	22.16%	15.93%	8.97%	19.30%	-3.40%	5.48%	7.08%	9.27%	20.98%	15.35%	15.35%
營業利益	-29.29%	5.26%	1.87%	18.79%	19.05%	-27.49%	0.94%	-1.37%	4.76%	56.10%	26.30%	23.83%
稅前純益	-35.67%	5.77%	-9.49%	13.86%	32.97%	-23.34%	-4.96%	8.30%	-5.52%	38.12%	24.57%	22.50%
稅後純益	-36.59%	5.41%	-9.29%	9.56%	35.97%	-23.16%	-6.86%	9.80%	-5.74%	35.57%	24.57%	22.49%

註1：稅後EPS以股本2.69億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。