

2024 年 9 月 24 日

研究員：吳健鈺 [A51755@cim.capital.com.tw](mailto:A51755@cim.capital.com.tw)

前日收盤價 890.00 元  
目標價  
3 個月 1,065.00 元  
12 個月 1,065.00 元

## 材料-KY(4763 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

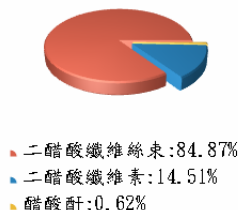
擴產計畫持續到 2H25，預期營收獲利續創新高。

**投資建議：**基於(1)醋酸纖維長絲市場 2024-2026 持續倍增、(2) 擴產計畫自 2H24 到 1H25 持續推進、(3)預估 2025 年 EPS97.35 元為評價基礎，建議 PER 11 倍，目標價 1,065 元。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 992  
市值(億元) 883  
目前每股淨值(元) 138.90  
外資持股比(%) 51.31  
投信持股比(%) 2.78  
董監持股比(%) 44.38  
融資餘額(張) 8,119  
現金股息配發率(%) 17.35

### 產品組合



### 2Q24 因停產稼動率降低獲利下滑，3Q24 恢復成長：

2Q24 營收占比；絲束 90%，醋片 10%，醋酐 0.06%。營收 31.95 億，毛利率 61.3%，主要因為規劃二階段停工歲修，5-6 月進行新、舊廠管線對接，影響絲束產能減少，稼動率暫時下降，但在匯率、產品 ASP 維持高檔。業外收益包括匯兌約 4,792 萬元，利息收入 1.08 億元，EPS17.68 元。

### 預估 3Q24 營收 43.86 億元，EPS21.94 元：

3Q24 成長來自新產能的擴充完成，7-8 月持續滿載，稼動率提高擴產的經濟規模效應顯現。目前 3Q24 美元匯率較弱勢，可能產生匯兌損失。毛利率將介於 1Q-2Q 之間。

1Q25、2Q25 新產能再次開出，再加上長絲(森綾)產品貢獻，營收持續成長。

### 擴產計畫持續，1Q25 絲束 YOY+19%、2Q25 醋片 YOY+100%，長絲產能持續倍增：

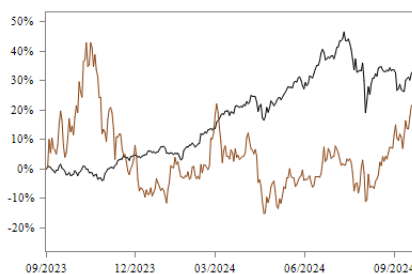
絲束預計 2024 年售價優於 2023 年，產能持續增擴大使經濟規模擴大，原料(醋酸、木漿)價格維持低檔等因素，營收及利率可望成長。

絲束 07/2024 中旬已完成擴增產能，預計 01/2025 將再完成擴增產能。醋片預計 2Q25 完成與中峰化學規模相當之醋片新廠。絲束東南亞設廠計畫，擬與當地大型菸草公司洽談合資。

長絲(森綾)價格約相當於絲束，產能約 720 噸，08/2024 增加到 1,200 噸，11/2024 月再擴增 1,200 噸；預計 12/2025 產能倍數擴增，12/2026 產能再倍數擴增。

### 股價相對大盤走勢

— 4763 — TWSE



| (百萬元)           | 2023    | 2024F  | 2025F  | 2Q23    | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24    | 3Q24F  | 4Q24F  | 1Q25F  | 2Q25F  |
|-----------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額          | 11,026  | 15,712 | 19,684 | 2,367   | 3,261  | 3,837  | 3,614  | 3,195   | 4,386  | 4,517  | 4,365  | 5,020  |
| 營業毛利淨額          | 6,889   | 10,018 | 12,236 | 1,435   | 2,024  | 2,582  | 2,430  | 1,959   | 2,772  | 2,856  | 2,706  | 3,121  |
| 營業利益            | 6,049   | 9,188  | 11,400 | 1,264   | 1,809  | 2,332  | 2,228  | 1,753   | 2,564  | 2,644  | 2,499  | 2,912  |
| 稅後純益            | 5,176   | 8,273  | 9,657  | 1,079   | 1,640  | 1,936  | 2,103  | 1,753   | 2,176  | 2,241  | 2,115  | 2,469  |
| 稅後 EPS(元)       | 52.17   | 83.40  | 97.35  | 10.88   | 16.53  | 19.51  | 21.20  | 17.68   | 21.94  | 22.59  | 21.32  | 24.88  |
| 毛利率(%)          | 62.48%  | 63.76% | 62.16% | 60.64%  | 62.05% | 67.30% | 67.26% | 61.32%  | 63.20% | 63.24% | 62.00% | 62.18% |
| 營業利益率(%)        | 54.86%  | 58.48% | 57.92% | 53.41%  | 55.48% | 60.78% | 61.64% | 54.85%  | 58.45% | 58.53% | 57.25% | 58.02% |
| 稅後純益率(%)        | 46.94%  | 52.66% | 49.06% | 45.59%  | 50.27% | 50.45% | 58.19% | 54.88%  | 49.61% | 49.61% | 48.45% | 49.18% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | 158.25% | 42.50% | 25.28% | 51.63%  | 37.80% | 17.64% | -5.82% | -11.57% | 37.26% | 2.98%  | -3.36% | 15.00% |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | 314.12% | 59.84% | 16.73% | 106.78% | 51.97% | 18.05% | 8.64%  | -16.62% | 24.10% | 2.98%  | -5.61% | 16.72% |

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 9.92 億元計算。

2024 年 9 月 24 日

## ESG：

濟南大自然公司導入建置 ISO14001 環境管理系統，並於 2018 年取得第三方上海英格爾認證有限公司驗證通過，展現對於環境管理不遺餘力之決心。其中以廢水處理費用、環保規費及新增改造環保設施費用為大宗，此三項占環保支出占比 93%，2023 年環保支出更較 2022 年增加 10.73%，顯示本公司對於環境管理的重視。

本公司 2023 年整體用水密集度較 2022 年下降約 55.02%，2023 年回收水量達 562,200 噸，佔年總用水量 53.04%。本公司回收水佔總用水量連續三年均穩定維持 50% 以上。本公司之廠區所在地區非生態保育之相關區域，所用水源一律由自來水公司供應，因此並沒有對當地自然保護區之水質及水資源保護造成影響的疑慮。廢水排放方面日常生產生活所產出廢水均收集至廠內污水處理設施進行處理，並確保排放廢水達到當地環保部門相關標準再放流，2023 年並未發生超標事件持續以此目標管制。

中峰回收醋酸自用說明：醋酸成品線生產工藝中產 30% 稀酸，進醋酸回收系統，經過過濾、萃取、精餾後得到 99.5% 含量的醋酸進入儲槽，作為原料進入醋酸酯纖維素生產線進行重複使用，減低物料耗用。2023 年營業收入較 2022 年成長 158.25%，惟 2023 年能源耗用密集度較 2022 年降低約 53%。

## 公司簡介：

濟南大自然新材料（4763 TT）是全球第 5 大二醋酸纖維絲束生產商，主要產品為二醋酸纖維絲束及醋片。絲束應用於香菸濾嘴、醫療用紗布、不織布面膜等領域，並廣泛供應全球的地區性大廠，如埃及的 Eastern、巴拉圭的 Globalfilters 及巴基斯坦的 Star Filter。台灣菸酒公司亦是其主要客戶之一。

絲束的主要成本來自於原材料，其中 80% 的成本來自於醋片等原料，且每噸醋酸纖維絲束的生產需要 0.95 噸的醋片。每生產 1 噸醋片需要消耗 0.65 噸木漿和 1.5 噸醋酸酐，並伴隨產生約 1~1.1 噸的副產品醋酸。

## 2Q24 因停產稼動率降低獲利下滑，3Q24 恢復成長：

2Q24 營收占比；絲束 90%，醋片 10%，醋酐 0.06%。營收 31.95 億，毛利率 61.3%，主要因為規劃二階段停工歲修，5-6 月進行新、舊廠管線對接，影響絲束產能減少，稼動率暫時下降，但在匯率、產品 ASP 維持高檔。業外收益包括匯兌約 4,792 萬元，利息收入 1.08 億元，EPS17.68 元。

## 預估 3Q24 營收 43.86 億元，EPS21.94 元：

3Q24 成長來自新產能的擴充完成，7-8 月持續滿載，稼動率提高擴產的經濟規模效應顯現。目前 3Q24 美元匯率較弱勢，可能產生匯兌損失。毛利率將介於 1Q-2Q 之間。

1Q25、2Q25 新產能再次開出，再加上長絲（森綾）產品貢獻，營收持續成長。

## 擴產計畫持續，1Q25 絲束 YOY+19%、2Q25 醋片 YOY+100%，新增長絲產品：

2024 年 9 月 24 日

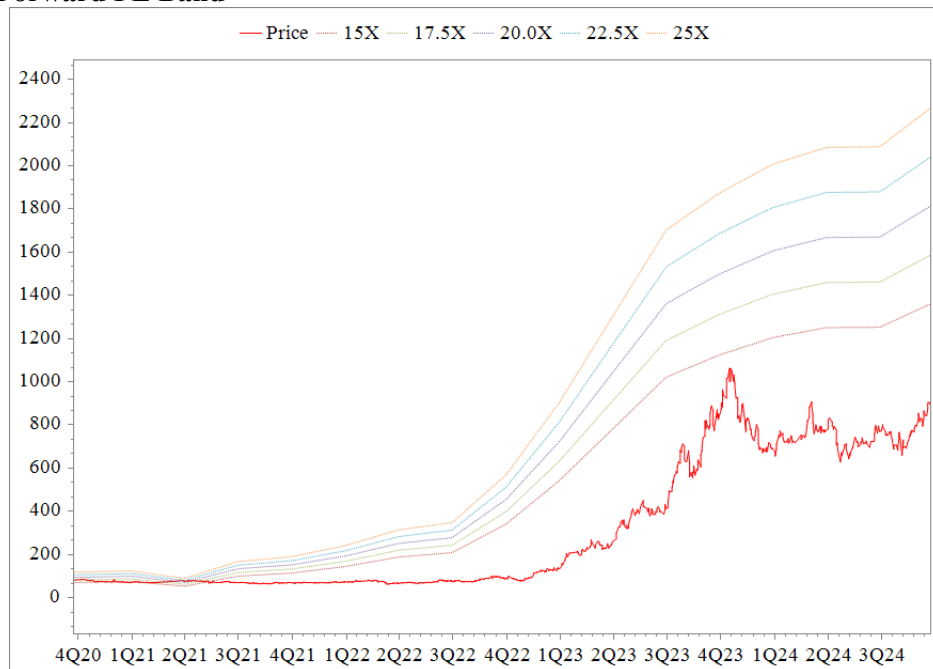
濟南大自然的產能將在 2024 年和 2025 年大幅提升。預計 2024 年售價優於 2023 年，產能持續增擴大使經濟規模擴大，原料(醋酸、木漿)價格維持低檔等因素，營收及利率可望成長。

絲束 07/2024 中旬已完成擴增產能，預計 01/2025 將再完成擴增產能。醋片預計 2Q25 完成與中峰化學規模相當之醋片新廠。絲束東南亞設廠計畫，擬與當地大型菸草公司洽談合資。

長絲(森綾)價格約相當於絲束，產能約 720 噸，08/2024 增加到 1,200 噸，11/2024 月再擴增 1,200 噸；預計 12/2025 產能倍數擴增，12/2026 產能再倍數擴增。

**投資建議：**基於(1)醋酸纖維長絲市場 2024-2026 持續倍增、(2) 擴產計畫自 2H24 到 1H25 持續推進、(3)預估 2025 年 EPS97.35 元為評價基礎，建議 PER 11 倍，目標價 1,065 元。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 24 日

## 資產負債表

| (百萬元)          | 2021         | 2022         | 2023          | 2024F         | 2025F         |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>資產總計</b>    | 3,635        | 5,412        | 11,999        | 20,318        | 28,318        |
| 流動資產           | 2,146        | 3,406        | 9,856         | 9,657         | 14,079        |
| 現金及約當現金        | 646          | 1,941        | 8,116         | 7,323         | 11,140        |
| 應收帳款與票據        | 444          | 220          | 356           | 1,193         | -96           |
| 存貨             | 383          | 375          | 486           | 881           | 691           |
| 採權益法之投資        | --           | 0            | 57            | 1,204         | 1,700         |
| 不動產、廠房設備       | 1,265        | 1,508        | 1,706         | 1,483         | 1,283         |
| <b>負債總計</b>    | <b>1,998</b> | <b>1,759</b> | <b>1,677</b>  | <b>4,738</b>  | <b>4,178</b>  |
| 流動負債           | 1,372        | 1,705        | 1,677         | 2,174         | 2,449         |
| 應付帳款及票據        | 140          | 289          | 180           | 573           | 284           |
| 非流動負債          | 625          | 55           | 0             | 2,170         | 1,625         |
| <b>權益總計</b>    | 1,638        | 3,653        | 10,323        | 15,580        | 24,140        |
| 普通股股本          | 586          | 703          | 863           | 992           | 992           |
| 保留盈餘           | 729          | 1,404        | 5,749         | 11,007        | 19,567        |
| 母公司業主權益        | 1,517        | 3,505        | 10,199        | 15,379        | 23,842        |
| <b>負債及權益總計</b> | <b>3,635</b> | <b>5,412</b> | <b>11,999</b> | <b>20,318</b> | <b>28,318</b> |

## 現金流量表

| (百萬元)         | 2021 | 2022  | 2023  | 2024F  | 2025F  |
|---------------|------|-------|-------|--------|--------|
| <b>營業活動現金</b> | 455  | 1,609 | 6,250 | 9,832  | 11,335 |
| 稅前純益          | 365  | 1,414 | 6,136 | 9,711  | 11,459 |
| 折舊及攤銷         | 135  | 180   | 277   | 217    | 207    |
| 營運資金變動        | 37   | 380   | -355  | -838   | 1,189  |
| 其他營運現金        | -82  | -365  | 192   | 743    | -1,520 |
| <b>投資活動現金</b> | -690 | -240  | -685  | -8,093 | -3,711 |
| 資本支出淨額        | -502 | -647  | -421  | -499   | -429   |
| 長期投資變動        | -164 | 106   | -380  | 0      | 0      |
| 其他投資現金        | -24  | 300   | 116   | -7,594 | -3,282 |
| <b>籌資活動現金</b> | 61   | -47   | 733   | -2,532 | -3,808 |
| 長借/公司債變動      | -66  | 77    | 0     | 2,169  | -544   |
| 現金增資          | 0    | 298   | 2,119 | 0      | 0      |
| 發放現金股利        | -275 | -314  | -997  | -3,093 | -1,194 |
| 其他籌資現金        | 402  | -108  | -388  | -1,609 | -2,069 |
| <b>淨現金流量</b>  | -185 | 1,295 | 6,175 | -793   | 3,816  |
| <b>期初現金</b>   | 831  | 646   | 1,941 | 8,116  | 7,323  |
| <b>期末現金</b>   | 646  | 1,941 | 8,116 | 7,323  | 11,140 |

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

| (百萬元)         | 2021  | 2022  | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|---------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>營業收入淨額</b> | 2,715 | 4,269 | 11,026 | 15,712 | 19,684 |
| 營業成本          | 1,900 | 2,586 | 4,137  | 5,694  | 7,448  |
| <b>營業毛利淨額</b> | 815   | 1,684 | 6,889  | 10,018 | 12,236 |
| 營業費用          | 463   | 607   | 840    | 830    | 835    |
| <b>營業利益</b>   | 352   | 1,077 | 6,049  | 9,188  | 11,400 |
| <b>EBITDA</b> | 533   | 1,620 | 6,279  | 4,535  | 6,124  |
| 業外收入及支出       | 11    | 329   | -65    | 523    | 59     |
| 稅前純益          | 365   | 1,414 | 6,136  | 9,711  | 11,459 |
| 所得稅           | 5     | 139   | 913    | 1,361  | 1,705  |
| 稅後純益          | 358   | 1,250 | 5,176  | 8,273  | 9,657  |
| 稅後 EPS(元)     | 3.60  | 12.60 | 52.17  | 83.40  | 97.35  |
| 完全稀釋 EPS**    | 3.60  | 12.60 | 52.17  | 83.40  | 97.35  |

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 9.92【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 9.92 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 | 15.36%  | 57.26%  | 158.25% | 42.50% | 25.28% |
| 營業毛利淨額 | 3.37%   | 106.55% | 309.17% | 45.43% | 22.14% |
| 營業利益   | -29.44% | 205.69% | 461.71% | 51.90% | 24.08% |
| 稅後純益   | -29.15% | 249.60% | 314.12% | 59.84% | 16.73% |

## 獲利能力分析(%)

|           |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率       | 30.02% | 39.43% | 62.48% | 63.76% | 62.16% |
| EBITDA(%) | 19.63% | 37.95% | 56.95% | 28.86% | 31.11% |
| 營益率       | 12.97% | 25.22% | 54.86% | 58.48% | 57.92% |
| 稅後純益率     | 13.17% | 29.27% | 46.94% | 52.66% | 49.06% |
| 總資產報酬率    | 9.83%  | 23.09% | 43.13% | 40.72% | 34.10% |
| 股東權益報酬率   | 21.83% | 34.22% | 50.14% | 53.10% | 40.00% |

## 償債能力檢視

|           |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 負債比率(%)   | 54.95%  | 32.51%  | 13.97%  | 23.32%  | 14.75%  |
| 負債/淨值比(%) | 121.99% | 48.17%  | 16.24%  | 30.41%  | 17.31%  |
| 流動比率(%)   | 156.39% | 199.78% | 587.90% | 444.15% | 574.97% |

## 其他比率分析

|        |       |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 存貨天數   | 57.90 | 53.51 | 38.01 | 43.84 | 38.53 |
| 應收帳款天數 | 74.31 | 28.40 | 9.54  | 17.98 | 10.16 |

2024 年 9 月 24 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   | 1,561 | 2,367 | 3,261 | 3,837 | 3,614 | 3,195 | 4,386 | 4,517 | 4,365 | 5,020 | 5,120 | 5,180 |
| 營業成本     | 713   | 932   | 1,238 | 1,254 | 1,183 | 1,236 | 1,614 | 1,660 | 1,659 | 1,898 | 1,935 | 1,957 |
| 營業毛利淨額   | 848   | 1,435 | 2,024 | 2,582 | 2,430 | 1,959 | 2,772 | 2,856 | 2,706 | 3,121 | 3,185 | 3,223 |
| 營業費用     | 204   | 171   | 214   | 250   | 203   | 206   | 208   | 213   | 207   | 209   | 209   | 210   |
| 營業利益     | 643   | 1,264 | 1,809 | 2,332 | 2,228 | 1,753 | 2,564 | 2,644 | 2,499 | 2,912 | 2,976 | 3,013 |
| 業外收入及支出  | -8    | 94    | 58    | -56   | 211   | 285   | 13    | 14    | 13    | 15    | 15    | 16    |
| 稅前純益     | 635   | 1,358 | 1,867 | 2,276 | 2,439 | 2,038 | 2,577 | 2,657 | 2,512 | 2,927 | 2,991 | 3,029 |
| 所得稅      | 102   | 268   | 210   | 333   | 327   | 255   | 384   | 395   | 374   | 436   | 445   | 451   |
| 稅後純益     | 522   | 1,079 | 1,640 | 1,936 | 2,103 | 1,753 | 2,176 | 2,241 | 2,115 | 2,469 | 2,521 | 2,553 |
| 最新股本     | 992   | 992   | 992   | 992   | 992   | 992   | 992   | 992   | 992   | 992   | 992   | 992   |
| 稅後EPS(元) | 5.26  | 10.88 | 16.53 | 19.51 | 21.20 | 17.68 | 21.94 | 22.59 | 21.32 | 24.88 | 25.41 | 25.73 |

## 獲利能力(%)

|          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率(%)   | 54.31% | 60.64% | 62.05% | 67.30% | 67.26% | 61.32% | 63.20% | 63.24% | 62.00% | 62.18% | 62.21% | 62.22% |
| 營業利益率(%) | 41.21% | 53.41% | 55.48% | 60.78% | 61.64% | 54.85% | 58.45% | 58.53% | 57.25% | 58.02% | 58.12% | 58.18% |
| 稅後純益率(%) | 33.43% | 45.59% | 50.27% | 50.45% | 58.19% | 54.88% | 49.61% | 49.61% | 48.45% | 49.18% | 49.24% | 49.28% |

## QoQ(%)

|        |        |         |        |        |        |         |        |       |        |        |       |       |
|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 營業收入淨額 | 26.94% | 51.63%  | 37.80% | 17.64% | -5.82% | -11.57% | 37.26% | 2.98% | -3.36% | 15.00% | 2.00% | 1.17% |
| 營業利益   | 51.29% | 96.50%  | 43.15% | 28.88% | -4.48% | -21.31% | 46.27% | 3.11% | -5.47% | 16.54% | 2.17% | 1.27% |
| 稅前純益   | 53.81% | 113.71% | 37.52% | 21.92% | 7.14%  | -16.43% | 26.45% | 3.11% | -5.46% | 16.54% | 2.17% | 1.27% |
| 稅後純益   | 48.47% | 106.78% | 51.97% | 18.05% | 8.64%  | -16.62% | 24.10% | 2.98% | -5.61% | 16.72% | 2.12% | 1.25% |

## YoY(%)

|        |         |         |         |         |         |        |        |        |        |        |        |        |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | 94.22%  | 127.47% | 172.77% | 212.02% | 131.51% | 35.01% | 34.49% | 17.72% | 20.79% | 57.09% | 16.73% | 14.68% |
| 營業利益   | 444.57% | 413.45% | 529.69% | 448.47% | 246.30% | 38.67% | 41.69% | 13.36% | 12.19% | 66.16% | 16.06% | 13.99% |
| 稅前純益   | 43.99%  | 543.23% | 435.52% | 451.13% | 283.91% | 50.12% | 38.03% | 16.73% | 3.01%  | 43.64% | 16.06% | 13.99% |
| 稅後純益   | 34.11%  | 432.58% | 434.50% | 450.76% | 303.04% | 62.53% | 32.72% | 15.77% | 0.58%  | 40.78% | 15.85% | 13.91% |

註1：稅後EPS以股本9.92億元計算

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。