

2024 年 10 月 24 日

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 18.95 元
目標價
3 個月 20.40 元
12 個月 20.40 元

永純(4711 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

高毛利產品銷量下滑，未來不確定性偏高

投資建議：基於(1)高毛利產品銷售減少、(2)原物料價格上升、市場需求疲軟等因素，(3)預估 2025 年 EPS0.10 元，由於本益比評價失真，建議 PBR 1.15 倍，目標價 20.4 元。

1H24 EPS+0.06 元，毛利率與淨利率均下滑：

1H24 營收 YOY-4.7%，市場需求未完全恢復，同時原物料成本小幅上升，導致毛利率下滑。受到高單價產品銷售減少以及子公司虧損的雙重影響，EPS0.06 元。

營收主要來自原料樹脂產品為主，PU 和 UP 銷售量占總營收的 90%左右，其中 PU 銷售量在 1Q24 YOY+6.8%，UP 銷售量 YOY+14%。但耐酸塗料銷售量 YOY-26%，產品結構中，高毛利產品逐漸減少。

3Q24 營收 2.2 億元稍有回升，YOY+8.5%，但整體毛利仍未見顯著改善。此外工資及生產費用上升，壓縮利潤空間。

積極擴展新市場及推動研發，但短期內仍難以改善：

1H24 耐酸塗料銷售量 YOY-26%，反映市場需求的疲軟及競爭力下降。酸燃 PU 和 UP 等低毛利產品銷售量提升，但不足以彌補高毛利產品銷量下降所帶來的負面影響。

公司持續投入研發，開發新型無鹵阻燃樹脂等環保產品，並推動太陽能發電以支持工廠的生產，新措施短期內對營收的影響有限。預計 2025 年財務表現仍將承受一定挑戰。

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 611
市值(億元) 12
目前每股淨值(元) 16.81
外資持股比(%) 1.58
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 25.46
融資餘額(張) 1,316
現金股息配發率(%) 166.67

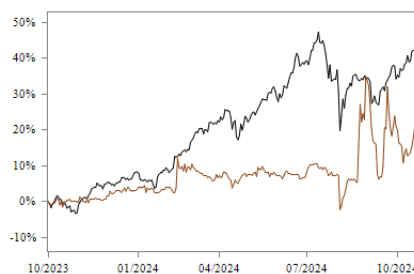
產品組合



- 醃酵樹脂:41.07%
- 聚氯酯膠粒(熱熔膠及鞋膠):28.42%
- 不飽和樹脂:19.05%
- 其他:11.46%

股價相對大盤走勢

— 4711 — TWSE



(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	769	787	811	202	189	177	183	219	208	206	204	206
營業毛利淨額	101	88	90	23	18	22	19	24	22	23	23	23
營業利益	20	4	4	0	-1	3	-1	2	0	2	1	2
稅後純益	18	7	6	1	-1	3	1	2	1	2	2	2
稅後 EPS(元)	0.30	0.11	0.10	0.02	-0.01	0.05	0.01	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03
毛利率(%)	13.13%	11.15%	11.15%	11.17%	9.39%	12.67%	10.39%	10.91%	10.77%	11.20%	11.17%	11.20%
營業利益率(%)	2.55%	0.55%	0.55%	-0.05%	-0.35%	1.68%	-0.39%	0.74%	0.21%	0.83%	0.59%	0.75%
稅後純益率(%)	2.39%	0.84%	0.78%	0.63%	-0.46%	1.62%	0.37%	0.91%	0.53%	0.97%	0.80%	0.91%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-32.22%	2.40%	3.00%	24.62%	-6.31%	-6.48%	3.44%	19.75%	-5.00%	-1.07%	-1.00%	1.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	-63.84%	-5.07%	N.A	N.A	N.A	-76.19%	191.79%	-44.27%	80.52%	-18.08%	14.88%

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 6.11 億元計算。

2024 年 10 月 24 日

ESG：

因應企業永續經營所帶來的挑戰與機會，整合各方利害關係人關注之議題，展開「永續經營(ESG)計畫」，成立企業永續發展委員會，以企業核心精神與專業，落實永續經營各項目標，促進永續的經濟成長、社會發展與環境保護，提升企業競爭力與發揮影響力。

公司簡介：

永純化工成立於 1965 年，主要生產聚酯多元醇、聚氨酯（PU）、不飽和聚酯樹脂（UP）、耐酸塗料（RH）及玻璃纖維強化塑膠（FRP）。產品主要應用於人造皮革、大理石、鑄造、運動場地等，涵蓋了化工、建材及日常生活用品等多領域。永純化工依靠兩次併購與一次收購擴展規模，並通過垂直整合加強競爭力。

1H24 EPS+0.06 元，毛利率與淨利率均下滑：

1H24 營收 YOY-4.7%，市場需求未完全恢復，同時原物料成本微幅上升，導致毛利率下滑。受到高單價產品銷售減少以及子公司虧損的雙重影響，EPS0.06 元。

營收主要來自原料樹脂產品為主，PU 和 UP 銷售量占總營收的 90%左右，其中 PU 銷售量 YOY+6.8%，UP 銷售量 YOY+14%。但耐酸塗料銷售量 YOY-26%，產品結構中，高毛利產品逐漸減少。

3Q24 營收 2.2 億元稍有回升，YOY+8.5%，但整體毛利仍未見顯著改善。此外工資及生產費用上升，壓縮利潤空間。

積極擴展新市場及推動研發，但短期內仍難以改善：

未來面臨多重挑戰，包括全球經濟不確定性、美國對中國的貿易制裁影響，以及原物料價格波動。公司積極擴展東南亞市場，以應對中國市場需求減弱及價格競爭壓力，但東南亞市場的貢獻尚需時間顯現。

公司持續投入研發，開發新型無鹵阻燃樹脂等環保產品，並推動太陽能發電以支持工廠的生產，新措施短期內對營收的影響有限。預計 2025 年財務表現仍將承受一定挑戰。

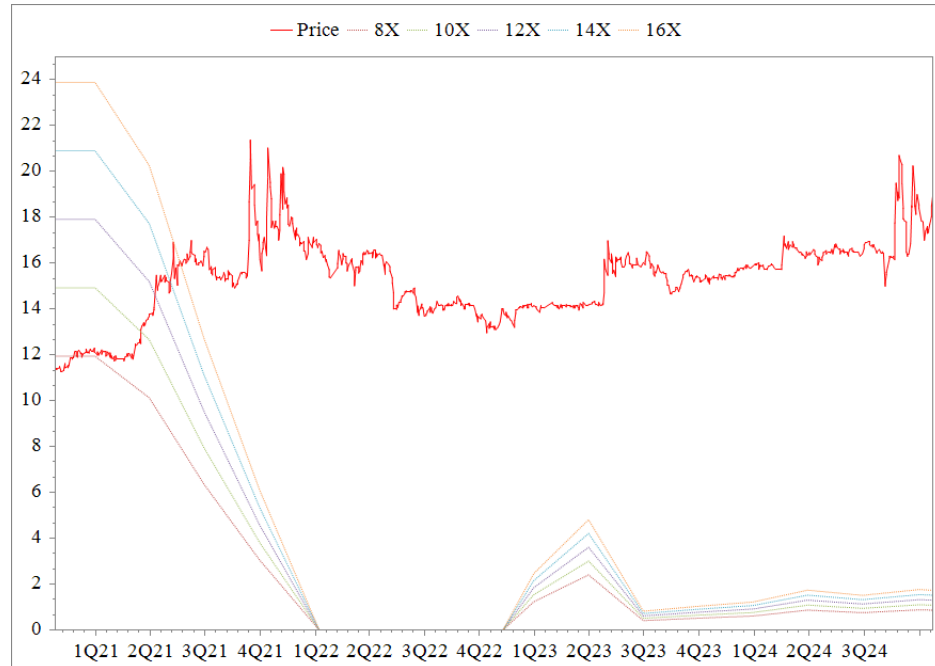
高毛利產品（耐酸塗料）銷售下降，整體毛利率構成影響：

1H24 耐酸塗料銷售量 YOY-26%，反映市場需求的疲軟及競爭力下降。耐酸 PU 和 UP 等低毛利產品銷售量提升，但不足以彌補高毛利產品銷量下降所帶來的負面影響。

投資建議：基於(1)高毛利產品銷售減少、(2)原物料價格上升、市場需求疲軟等因素，(3)預估 2025 年 EPS0.10 元，由於本益比評價失真，建議 PBR 1.15 倍，目標價 20.4 元。

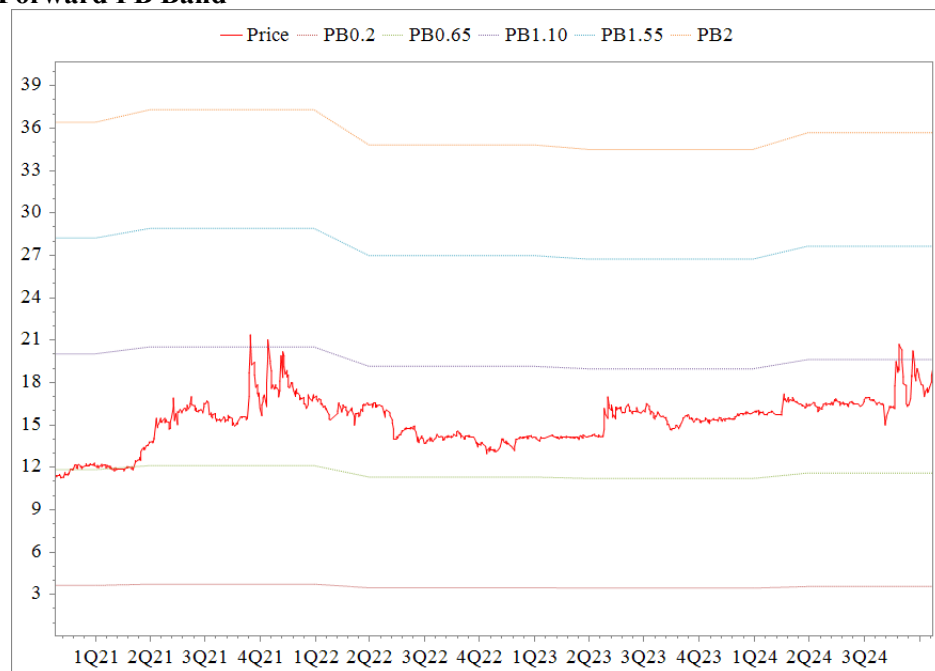
2024 年 10 月 24 日

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 10 月 24 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	1,408	1,271	1,272	1,273	1,274
流動資產	1,020	848	840	835	1,482
現金及約當現金	354	338	365	347	630
應收帳款與票據	256	151	146	151	166
存貨	306	249	218	223	219
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	350	348	370	361	330
負債總計	268	207	218	183	178
流動負債	204	121	143	106	92
應付帳款及票據	48	29	28	29	35
非流動負債	64	85	75	77	79
權益總計	1,140	1,064	1,054	1,090	1,096
普通股股本	611	611	611	611	611
保留盈餘	476	400	390	426	432
母公司業主權益	1,140	1,064	1,054	1,089	1,096
負債及權益總計	1,408	1,271	1,272	1,273	1,274

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	1,149	1,134	769	787	811
營業成本	971	1,085	668	699	720
營業毛利淨額	177	49	101	88	90
營業費用	87	76	81	83	86
營業利益	90	-27	20	4	4
EBITDA	115	-2	42	30	51
業外收入及支出	2	2	0	6	4
稅前純益	93	-23	24	10	9
所得稅	16	-4	5	3	3
稅後純益	77	-19	18	7	6
稅後 EPS(元)	1.27	-0.31	0.30	0.11	0.10
完全稀釋 EPS	1.27	-0.31	0.30	0.11	0.10

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 6.11【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 6.11 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	41.80%	-1.25%	-32.22%	2.40%	3.00%
營業毛利淨額	48.19%	-72.21%	104.89%	-13.06%	3.06%
營業利益	108.78%	N.A	N.A	-77.99%	4.24%
稅後純益	39.39%	N.A	N.A	-63.84%	-5.07%

獲利能力分析(%)

毛利率	15.43%	4.34%	13.13%	11.15%	11.15%
EBITDA(%)	10.01%	-0.15%	5.51%	3.82%	6.32%
營益率	7.85%	-2.39%	2.55%	0.55%	0.55%
稅後純益率	6.74%	-1.69%	2.39%	0.84%	0.78%
總資產報酬率	5.50%	-1.51%	1.44%	0.52%	0.50%
股東權益報酬率	6.79%	-1.80%	1.74%	0.61%	0.58%

償債能力檢視

負債比率(%)	19.05%	16.27%	17.12%	14.38%	13.94%
負債/淨值比(%)	23.53%	19.43%	20.66%	16.80%	16.20%
流動比率(%)	500.63%	698.81%	589.27%	790.00%	1609.99%

其他比率分析

存貨天數	98.70	93.31	127.62	115.22	112.00
應收帳款天數	74.62	65.50	70.50	68.97	71.50

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-22	118	72	-17	-351
稅前純益	93	-23	24	10	9
折舊及攤銷	22	23	22	22	19
營運資金變動	-141	143	35	-10	-4
其他營運現金	2	-25	-9	-38	-375
投資活動現金	-13	-12	-36	-42	578
資本支出淨額	-13	-12	-34	-26	-38
長期投資變動	0	0	0	0	0
其他投資現金	0	0	-2	-16	616
籌資活動現金	-39	-122	-9	41	56
長借/公司債變動	0	0	0	2	1
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-49	-61	-31	29	0
其他籌資現金	10	-61	21	10	54
淨現金流量	-74	-16	27	-17	283
期初現金	428	354	338	365	347
期末現金	354	338	365	347	630

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 24 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	162	202	189	177	183	219	208	206	204	206	195	208
營業成本	142	179	171	154	164	195	186	183	181	183	174	185
營業毛利淨額	20	23	18	22	19	24	22	23	23	23	22	23
營業費用	20	23	18	19	20	22	22	21	22	22	21	20
營業利益	-1	0	-1	3	-1	2	0	2	1	2	0	4
業外收入及支出	1	2	1	1	2	1	1	1	1	1	1	1
稅前純益	1	2	0	4	1	3	2	3	2	3	1	5
所得稅	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1
稅後純益	0	1	-1	3	1	2	1	2	2	2	1	3
最新股本	611	611	611	611	611	611	611	611	611	611	611	611
稅後EPS(元)	0.00	0.02	-0.01	0.05	0.01	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03	0.01	0.06

獲利能力(%)

毛利率(%)	12.19%	11.17%	9.39%	12.67%	10.39%	10.91%	10.77%	11.20%	11.17%	11.20%	11.04%	11.23%
營業利益率(%)	-0.41%	-0.05%	-0.35%	1.68%	-0.39%	0.74%	0.21%	0.83%	0.59%	0.75%	0.02%	1.74%
稅後純益率(%)	-0.08%	0.63%	-0.46%	1.62%	0.37%	0.91%	0.53%	0.97%	0.80%	0.91%	0.40%	1.62%

QoQ(%)

營業收入淨額	-24.88%	24.62%	-6.31%	-6.48%	3.44%	19.75%	-5.00%	-1.07%	-1.00%	1.00%	-5.27%	6.63%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-73.05%	291.28%	-29.25%	27.51%	-97.01%	7760.87%
稅前純益	-96.24%	91.74%	N.A	N.A	-70.31%	117.79%	-44.27%	80.54%	-18.12%	14.90%	-58.50%	330.61%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	-76.19%	191.79%	-44.27%	80.52%	-18.08%	14.88%	-58.49%	330.43%

YoY(%)

營業收入淨額	-51.94%	-25.85%	-1.57%	-17.98%	12.94%	8.53%	10.06%	16.41%	11.42%	-6.03%	-6.29%	1.00%
營業利益	N.A	N.A	N.A	-85.88%	N.A	N.A	N.A	-42.50%	N.A	-4.88%	-89.45%	111.96%
稅前純益	-83.46%	N.A	N.A	-79.88%	58.69%	80.26%	N.A	-34.95%	79.41%	-5.35%	-29.51%	68.12%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	-84.18%	N.A	56.57%	N.A	-30.10%	140.47%	-5.33%	-29.49%	68.13%

註1：稅後EPS以股本6.11億元計算

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。