



## 核心觀點

公司保健食品競爭優勢在於研發自有特色原料，積極進軍海外市場，2025年預估持續成長，預估2024/2025年EPS為5.17/6.29元，初次評等給予「買進」之投資建議。

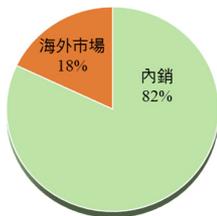
## 交易資料

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盤價           | 74.00       |
| 市值(億元)        | 19.90       |
| 流通在外股數(百萬股)   | 26.90       |
| 本益比(2025F)    | 11.76       |
| 股價淨值比         | 2.23        |
| 240日股價(低/均/高) | 71/77.26/84 |
| 60日均成交額(百萬元)  | 1.72        |

## 相對報酬率



## 2025年區域比重預估



## CSR 天下永續公民獎

|      |        |        |      |      |      |      |      |
|------|--------|--------|------|------|------|------|------|
| 企業類別 | 2023排名 | 2022排名 | 平均總分 | 公司治理 | 企業承諾 | 社會參與 | 環境永續 |
| -    | -      | -      | -    | -    | -    | -    | -    |

資料來源：天下雜誌

## 2023年公司治理評鑑

|     |        |
|-----|--------|
| 項目一 | 評鑑結果排名 |
| -   | -      |
| 項目二 | 評鑑結果排名 |
| -   | -      |

資料來源：證基會

研究員：蔡博任  
pojen-71579@esunsec.com.tw

## 研究報告

# 綠茵(6846.TT)

## 買進(初次)

TP：88

2025年預估持續成長，積極進軍海外市場

## 重要訊息

更新公司營運近況。

## 玉山觀點

**公司競爭優勢在於研發自有特色原料。**綠茵為保健食品原料供應商，亦提供代工製造，持續投入資源進行產品創新，開發多項具台灣特色且具國際競爭力的保健食品原料，提供從原料研發、製造到配方設計和成品開發的完整服務，滿足客戶多樣化的需求，提升客戶產品的市場競爭力，公司多款產品已取得美國食品藥物管理局FDA的新膳食補充成分許可NDI認證，包括牛樟芝菌絲體和苦瓜胜肽等，為產品進入國際市場提供了有力的背書。

**2025年預估持續成長，積極進軍海外市場。**由於老年化趨勢與慢性疾病的盛行，因此各國民眾保健意識抬頭，造成膳食補充劑需求每年不斷增加。根據Research And Markets市場研究報告統計，全球保健食品預估2022~2030年的市場規模年複合成長率為8.9%，2025年市場規模將接近約3,300億美元，公司掌握關鍵原料，且積極開發海外市場，布局日本、韓國與東南亞市場，我們認為公司未來成長將優於產業平均，預估2024年營收為8.8億元，年增10%，EPS為5.17元，2025年營收為10.9億元，年增24%，EPS為6.29元。

**因應成長所需，公司積極擴產。**公司預計2025年在台中潭子聚興產業園區建置新廠房，因應公司中長期發展、快速滿足客戶需求、公司各廠區集中管理提昇營運效率及ESG永續發展等趨勢，廠房將分為兩期，第一期6,600坪，第二期1,800坪，資本支出規模約15億元，未來擴大研發中心與製劑發展，掌握後段產能，有助於公司爭取更多國際級中大型客戶。

## 投資建議

公司競爭優勢在於研發自有特色原料，積極進軍海外市場，2025年預估持續成長，預估2024/2025年EPS為5.17/6.29元，初次評等給予「買進」之投資建議，目標價88元(2025年EPS\*14倍PER)。

## 圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

|        | 24Q1   | 24Q2   | 24Q3   | 24Q4(F) | 2024(F) | 2025(F) |
|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 營收     | 226    | 191    | 210    | 253     | 880     | 1,091   |
| YoY    | 19.30% | -3.40% | 8.95%  | 14.72%  | 9.94%   | 23.92%  |
| 毛利率    | 47.05% | 45.12% | 48.16% | 48.18%  | 47.22%  | 48.19%  |
| 營益率    | 20.69% | 13.99% | 18.14% | 21.30%  | 18.80%  | 19.37%  |
| 稅後淨利   | 42     | 25     | 29     | 43      | 139     | 169     |
| EPS(元) | 1.56   | 0.93   | 1.08   | 1.60    | 5.17    | 6.29    |

圖表 2、季度財測修正

| 百萬元     | 更新預估  |       | 前次預估  |       | 差異(%) |      |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|         | 24Q4  | 25Q1  | 24Q4  | 25Q1  | 24Q4  | 25Q1 |
| 營收      | 253   | 245   | 253   | 245   | 0.00  | 0.00 |
| 毛利      | 122   | 118   | 122   | 118   | 0.00  | 0.00 |
| 營業利益    | 54    | 53    | 54    | 53    | 0.00  | 0.00 |
| 稅前淨利    | 54    | 53    | 54    | 53    | 0.00  | 0.00 |
| 稅後淨利    | 43    | 42    | 43    | 42    | 0.00  | 0.00 |
| 每股盈餘(元) | 1.60  | 1.57  | 1.60  | 1.57  | 0.00  | 0.00 |
| 財務比率(%) |       |       |       |       |       |      |
| 毛利率     | 48.18 | 48.11 | 48.18 | 48.11 | 0.00  | 0.00 |
| 營益率     | 21.30 | 21.53 | 21.30 | 21.53 | 0.00  | 0.00 |
| 淨利率     | 21.30 | 21.53 | 21.30 | 21.53 | 0.00  | 0.00 |

資料來源：玉山投顧(2024/11)

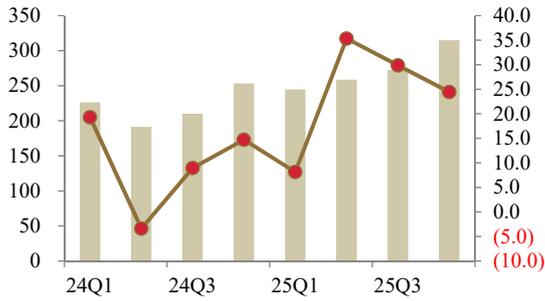
圖表 3、季度財務資訊

| 百萬元    | 24Q1   | 24Q2    | 24Q3   | 24Q4  | 2024  | 25Q1   | 25Q2    | 25Q3  | 25Q4  | 2025  |
|--------|--------|---------|--------|-------|-------|--------|---------|-------|-------|-------|
| 營業收入   | 226    | 191     | 210    | 253   | 880   | 245    | 259     | 272   | 315   | 1,091 |
| 營業毛利   | 106    | 86      | 101    | 122   | 416   | 118    | 125     | 131   | 152   | 526   |
| 營業費用   | 60     | 59      | 63     | 68    | 250   | 65     | 78      | 82    | 90    | 314   |
| 營業利益   | 47     | 27      | 38     | 54    | 165   | 53     | 47      | 50    | 62    | 211   |
| 淨業外收支  | 6      | 4       | (2)    | 0     | 9     | 0      | 0       | 0     | 0     | 0     |
| 稅前淨利   | 53     | 31      | 36     | 54    | 174   | 53     | 47      | 50    | 62    | 211   |
| 稅後淨利   | 42     | 25      | 29     | 43    | 139   | 42     | 37      | 40    | 50    | 169   |
| EPS(元) | 1.56   | 0.93    | 1.08   | 1.60  | 5.17  | 1.57   | 1.39    | 1.47  | 1.86  | 6.29  |
| 財務比率   |        |         |        |       |       |        |         |       |       |       |
| 毛利率    | 47.05  | 45.12   | 48.16  | 48.18 | 47.22 | 48.11  | 48.19   | 48.21 | 48.23 | 48.19 |
| 營業利益率  | 20.69  | 13.99   | 18.14  | 21.30 | 18.80 | 21.53  | 18.03   | 18.18 | 19.80 | 19.37 |
| 稅前淨利率  | 23.52  | 16.25   | 17.24  | 21.30 | 19.81 | 21.53  | 18.03   | 18.18 | 19.80 | 19.37 |
| YoY(%) |        |         |        |       |       |        |         |       |       |       |
| 營業收入   | 19.30  | (3.40)  | 8.95   | 14.72 | 9.94  | 8.14   | 35.33   | 29.88 | 24.44 | 23.92 |
| 營業毛利   | 13.48  | (12.89) | 8.78   | 14.12 | 5.89  | 10.57  | 44.56   | 30.00 | 24.57 | 26.45 |
| 營業利益   | 19.05  | (27.49) | 10.99  | 6.96  | 2.88  | 12.54  | 74.51   | 30.15 | 15.68 | 27.63 |
| 稅前淨利   | 32.97  | (23.34) | (4.57) | 13.66 | 5.12  | (0.99) | 50.24   | 36.91 | 15.68 | 21.16 |
| 稅後淨利   | 36.0   | (23.16) | (5.07) | 17.00 | 6.37  | 0.29   | 49.73   | 36.95 | 15.68 | 21.56 |
| QoQ(%) |        |         |        |       |       |        |         |       |       |       |
| 營業收入   | 2.55   | (15.49) | 9.77   | 20.59 |       | (3.33) | 5.76    | 5.34  | 15.55 |       |
| 營業毛利   | (0.37) | (18.97) | 17.18  | 20.63 |       | (3.47) | 5.94    | 5.38  | 15.60 |       |
| 營業利益   | (7.13) | (42.87) | 42.36  | 41.63 |       | (2.28) | (11.42) | 6.18  | 25.88 |       |
| 稅前淨利   | 12.18  | (41.63) | 16.52  | 48.98 |       | (2.28) | (11.42) | 6.18  | 25.88 |       |
| 稅後淨利   | 14.00  | (40.67) | 16.08  | 49.02 |       | (2.28) | (11.42) | 6.18  | 25.88 |       |

資料來源：玉山投顧(2024/11)

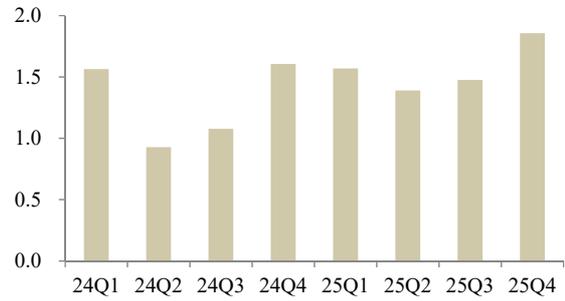
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



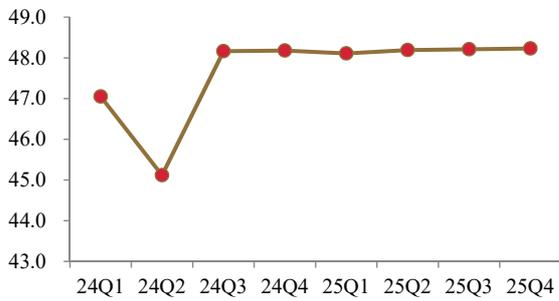
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



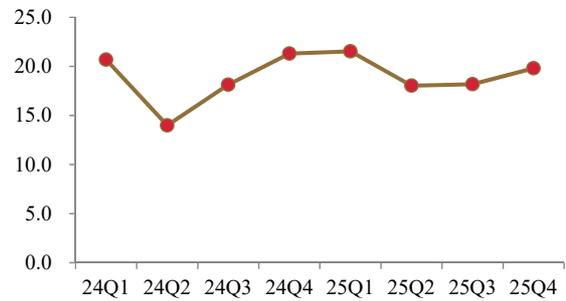
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



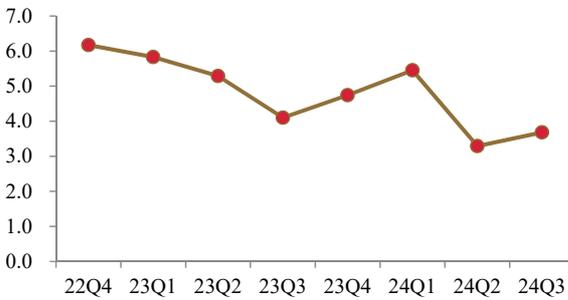
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



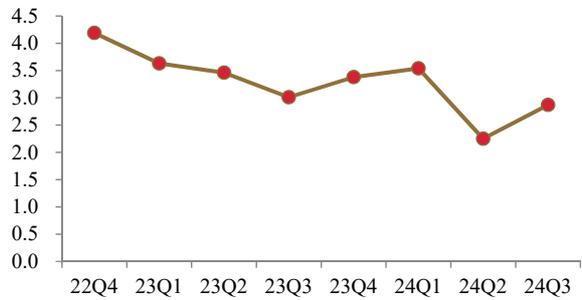
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

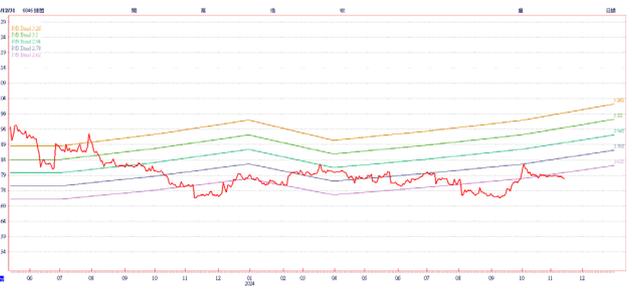
(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/11)

| 年損益表    | 單位:百萬元 |        |         |         |
|---------|--------|--------|---------|---------|
|         | 2022   | 2023   | 2024(F) | 2025(F) |
| 營業收入    | 705    | 801    | 880     | 1,091   |
| 營業成本    | 334    | 408    | 465     | 565     |
| 營業毛利    | 371    | 392    | 416     | 526     |
| 營業費用    | 204    | 232    | 250     | 314     |
| 營業利益    | 167    | 161    | 165     | 211     |
| 營業外收支淨額 | 17     | 5      | 9       | 0       |
| 稅前淨利    | 184    | 166    | 174     | 211     |
| 稅後淨利    | 147    | 131    | 139     | 169     |
| 普通股股本   | 244    | 268    | 269     | 269     |
| EPS(元)  | 6.01   | 4.87   | 5.17    | 6.29    |
| 年成長率    |        |        |         |         |
| 營業      | -      | 13.5%  | 9.9%    | 23.9%   |
| 營業利益    | -      | -3.5%  | 2.9%    | 27.6%   |
| 稅前淨利    | -      | -9.9%  | 5.1%    | 21.2%   |
| 母公司稅後淨利 | -      | -11.0% | 6.4%    | 21.6%   |
| 獲利能力比率  |        |        |         |         |
| 毛利率     | 52.6%  | 49.0%  | 47.2%   | 48.2%   |
| 營業利益率   | 23.6%  | 20.1%  | 18.8%   | 19.4%   |
| 稅前淨利率   | 26.1%  | 20.7%  | 19.8%   | 19.4%   |
| 稅後淨利率   | 20.8%  | 16.3%  | 15.8%   | 15.5%   |

| 資產負債表   | 單位:百萬元 |       |         |         |
|---------|--------|-------|---------|---------|
|         | 2022   | 2023  | 2024(F) | 2025(F) |
| 流動資產    | 666    | 841   | 908     | 1,091   |
| 現金及約當現金 | 370    | 534   | 572     | 680     |
| 存貨      | 159    | 160   | 176     | 217     |
| 應收帳款及票據 | 117    | 126   | 139     | 172     |
| 其他流動資產  | 20     | 22    | 22      | 22      |
| 長期投資    | 0      | 0     | 0       | 0       |
| 固定資產    | 77     | 71    | 50      | 1,023   |
| 其他長期資產  | 91     | 249   | 262     | 275     |
| 資產總額    | 835    | 1,161 | 1,220   | 2,389   |
| 流動負債    | 226    | 306   | 336     | 417     |
| 應付帳款及票據 | 46     | 58    | 64      | 79      |
| 短期借款    | 30     | 130   | 143     | 177     |
| 什項負債    | 149    | 118   | 130     | 161     |
| 非流動負債   | 47     | 58    | 42      | 1,080   |
| 負債總額    | 273    | 364   | 379     | 1,497   |
| 普通股股本   | 244    | 268   | 269     | 269     |
| 資本公積    | 4      | 180   | 180     | 180     |
| 保留盈餘    | 313    | 349   | 391     | 441     |
| 股東權益總額  | 562    | 797   | 841     | 892     |

| 現金流量表     | 單位:百萬元 |      |         |         |
|-----------|--------|------|---------|---------|
|           | 2022   | 2023 | 2024(F) | 2025(F) |
| 稅前淨利      | 184    | 166  | 174     | 211     |
| 折舊及攤提費用   | 25     | 25   | 25      | 28      |
| 本期營運資金變動  | -32    | -6   | -23     | -60     |
| 其他項目      | 53     | -57  | -63     | -78     |
| 營運活動之現金流量 | 230    | 127  | 114     | 101     |
| 資本支出      | -3     | -4   | -4      | -1,000  |
| 本期長期投資變動  | 0      | 0    | 0       | 0       |
| 其他項目      | -14    | -152 | 9       | 1,071   |
| 投資活動之現金流量 | -16    | -156 | 5       | 71      |
| 短期借款及票券變動 | 10     | 100  | 13      | 34      |
| 舉措/償還長期借款 | 0      | 0    | 0       | 0       |
| 發行/償還公司債  | 0      | 0    | 0       | 0       |
| 現金增資      | 0      | 196  | 0       | 0       |
| 發行現金股利    | -200   | -95  | -94     | -97     |
| 其他項目      | -3     | 0    | 0       | 0       |
| 融資活動之現金流量 | -199   | 192  | -81     | -63     |
| 匯率影響數     | 0      | 0    | 0       | 0       |
| 本期現金流量    | 14     | 163  | 38      | 108     |
| 期末現金及約當現金 | 370    | 534  | 572     | 680     |

| 重要財務比率     | 單位:百萬元 |        |         |         |
|------------|--------|--------|---------|---------|
|            | 2022   | 2023   | 2024(F) | 2025(F) |
| 資產品質比率     |        |        |         |         |
| 負債比率       | 32.7%  | 31.4%  | 31.1%   | 62.7%   |
| 槓桿比率       | 48.5%  | 45.7%  | 45.0%   | 167.9%  |
| 流動比率       | 295.1% | 274.8% | 269.8%  | 261.7%  |
| 速動比率       | 224.5% | 222.6% | 217.6%  | 209.6%  |
| 存貨週轉率(次)   | 2.45   | 2.56   | 2.77    | 2.88    |
| 存貨週轉天數     | 146.75 | 140.72 | 129.88  | 125.20  |
| 應收帳款週轉率(次) | 3.17   | 3.53   | 6.65    | 7.03    |
| 應收帳款週轉天數   | 53.97  | 58.99  | 54.12   | 51.21   |
| 總資產週轉率(次)  | 0.84   | 0.69   | 0.72    | 0.46    |
| 淨值週轉率(次)   | 1.25   | 1.00   | 1.05    | 1.22    |
| 股東權益報酬率    | 25.0%  | 19.2%  | 17.0%   | 19.5%   |
| 總資產報酬率     | 17.5%  | 13.1%  | 11.7%   | 9.4%    |
| OCF/流動負債   | 111.0% | 47.8%  | 35.4%   | 26.8%   |
| 每股比率       |        |        |         |         |
| 每股淨值(元)    | 23.03  | 29.74  | 31.30   | 33.19   |
| 每股營收(元)    | 28.89  | 29.83  | 32.76   | 40.60   |
| 每股盈餘(元)    | 6.01   | 4.87   | 5.17    | 6.29    |
| 每股現金股利(元)  | 3.90   | 3.50   | 3.62    | 4.40    |
| 現金股利配發率    | 64.9%  | 71.8%  | 70.0%   | 70.0%   |

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

#### 【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法