



## 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

## 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。

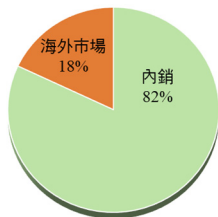
## 交易資料

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

## 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)

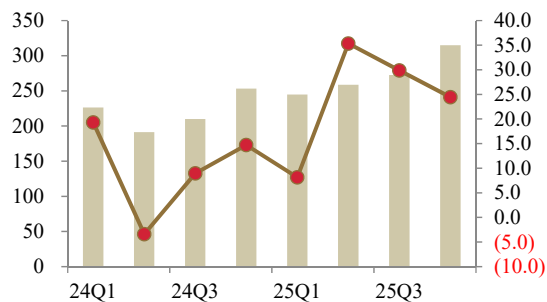
圖表 3、季度財務資訊

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)

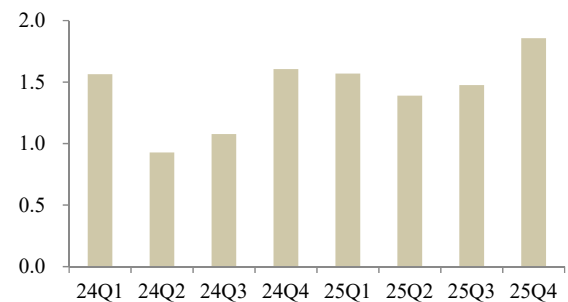
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



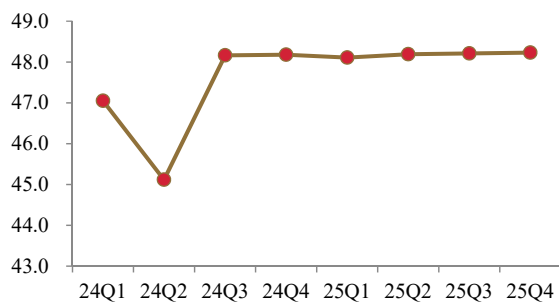
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



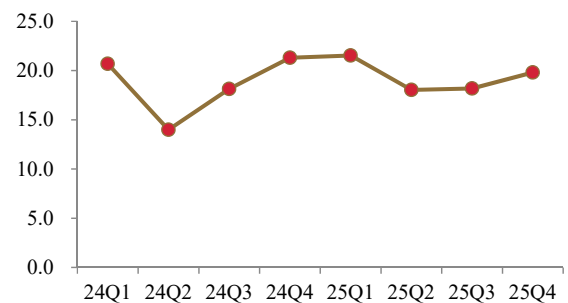
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



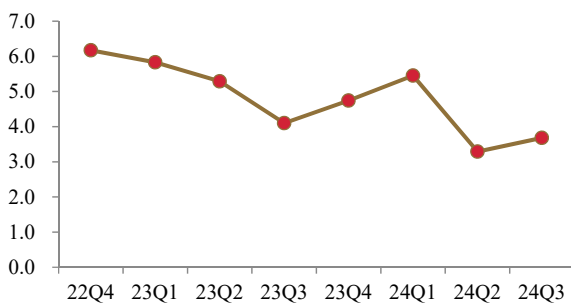
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



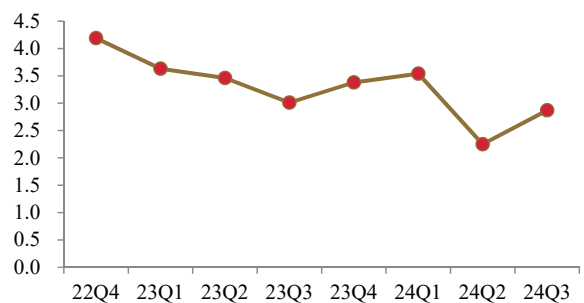
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

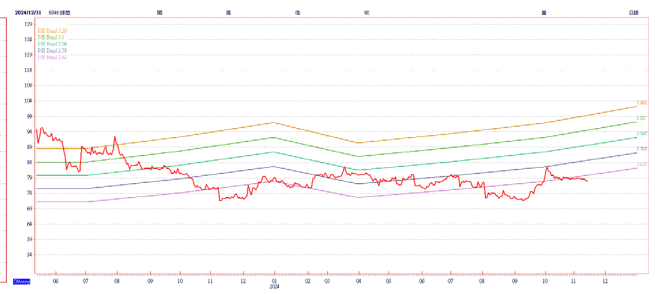
(季末年化)



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				
營收	-	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	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