

2025 年 4 月 7 日

研究員：吳健鈺 A51755@cim.capital.com.tw

前日收盤價 874.00 元

目標價

3 個月 900 元

12 個月 900 元

近期報告日期、評等及前日股價

03/06/2025 Buy 983

9/24/2024 Buy 868

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 992

市值(億元) 864

目前每股淨值(元) 164.02

外資持股比(%) 52.20

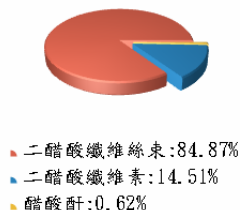
投信持股比(%) 5.72

董監持股比(%) 43.19

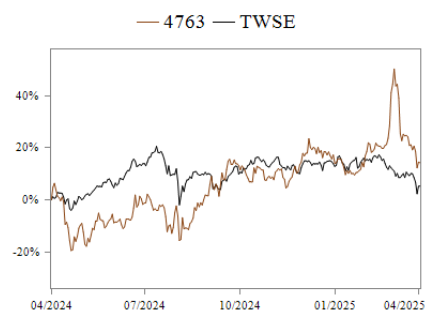
融資餘額(張) 8,261

現金股息配發率(%) 56.40

產品組合



股價相對大盤走勢



材料-KY(4763 TT)

Neutral

考慮美國對等關稅影響可能造成經濟衰退，因此調整評等至 Neutral

投資建議：考慮美國對等關稅影響可能造成經濟衰退，因此調整評等至 Neutral。

4Q24 營收 45.3 億元，毛利率 62.5%，EPS 達 27 元；預估 2025 年營收 212 億元，毛利率 63.1%，EPS108.03 元；

營收占比；絲束 90%，醋片 10%，醋酐 0.06%。01/2025 月營收 12.05 億元，MOM-23%、YOY-6%，主要因為農曆春節海關放假，公司仍維持生產，2 月出貨有望月增。

轉投資新廠「魯志伸新材料」於 03/2025 已竣工，原料供應端擴大兩倍，從每年 3.5 萬噸提高至 6.5 萬噸，也可以控制原料的各種性能，因應市場需求調整增加產品多樣性。紡絲級醋片供應濟南大自然與阿斯泰克生產絲束與長絲，塑料級醋片用於眼鏡架、髮夾、鞋帶頭領域；並且年產 3 萬噸醋酸，為 2025 年主要成長動能。

3/5/2025 董事會通過變更每股面額為新台幣 1 元，將於 5/22/2025 提交股東會討論，預計最快 6 月進行面額變更。

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。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	15,713	21,213	24,395	3,614	3,195	4,372	4,533	4,300	5,350	5,618	5,945	5,470
營業毛利淨額	9,940	13,391	15,444	2,430	1,959	2,718	2,832	2,700	3,378	3,550	3,762	3,455
營業利益	8,976	12,411	14,459	2,228	1,753	2,416	2,580	2,464	3,133	3,295	3,519	3,210
稅後純益	8,338	10,685	12,448	2,103	1,753	1,811	2,670	2,119	2,699	2,837	3,029	2,765
稅後 EPS(元)	84.31	108.03	125.86	21.26	17.73	18.31	27.00	21.43	27.29	28.68	30.63	27.95
毛利率(%)	63.26%	63.12%	63.31%	67.26%	61.32%	62.18%	62.48%	62.80%	63.14%	63.20%	63.28%	63.17%
營業利益率(%)	57.12%	58.51%	59.27%	61.64%	54.85%	55.26%	56.92%	57.30%	58.55%	58.66%	59.19%	58.69%
稅後純益率(%)	53.06%	50.37%	51.03%	58.19%	54.88%	41.43%	58.91%	49.29%	50.45%	50.50%	50.95%	50.54%
營業收入 YoY/QoQ(%)	42.52%	35.00%	15.00%	-5.82%	-11.57%	36.82%	3.69%	-5.14%	24.42%	5.00%	5.84%	-8.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	61.10%	28.14%	16.50%	8.64%	-16.62%	3.29%	47.44%	-20.64%	27.36%	5.10%	6.77%	-8.73%

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。

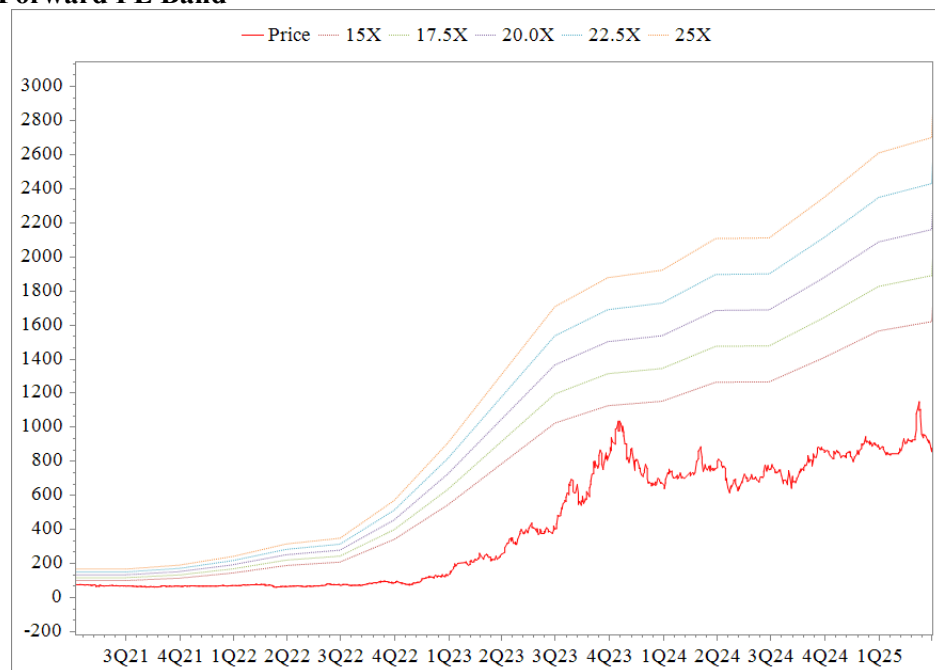
2025 年 4 月 7 日

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。

該公司 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。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 4 月 7 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	5,412	11,999	20,980	23,962	30,437
流動資產	3,406	9,856	16,804	17,302	12,115
現金及約當現金	1,941	8,116	13,259	13,708	9,457
應收帳款與票據	220	356	923	643	632
存貨	375	486	769	913	951
採權益法之投資	0	57	0	705	2,262
不動產、廠房設備	1,508	1,706	3,133	1,285	1,085
負債總計	1,759	1,677	4,581	1,533	1,311
流動負債	1,705	1,677	4,581	1,427	1,035
應付帳款及票據	289	180	269	180	188
非流動負債	55	0	0	106	268
權益總計	3,653	10,323	16,399	22,428	29,126
普通股股本	703	863	989	992	992
保留盈餘	1,404	5,749	11,151	17,855	24,552
母公司業主權益	3,505	10,199	16,222	22,154	28,755
負債及權益總計	5,412	11,999	20,980	23,962	30,437

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	4,269	11,026	15,713	21,213	24,395
營業成本	2,586	4,137	5,773	7,822	8,951
營業毛利淨額	1,684	6,889	9,940	13,391	15,444
營業費用	607	840	964	980	984
營業利益	1,077	6,049	8,976	12,411	14,459
EBITDA	1,620	6,279	9,873	4,535	6,124
業外收入及支出	329	-65	553	185	212
稅前純益	1,414	6,136	10,033	12,595	14,672
所得稅	139	913	1,646	1,826	2,127
稅後純益	1,250	5,176	8,338	10,685	12,448
稅後 EPS(元)	12.60	52.17	84.05	107.71	125.48
完全稀釋 EPS**	12.60	52.17	84.05	107.71	125.48

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)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	57.26%	158.25%	42.52%	35.00%	15.00%
營業毛利淨額	106.55%	309.17%	44.29%	34.72%	15.33%
營業利益	205.69%	461.71%	48.40%	38.26%	16.51%
稅後純益	249.60%	314.12%	61.10%	28.14%	16.50%

獲利能力分析(%)

毛利率	39.43%	62.48%	63.26%	63.12%	63.31%
EBITDA(%)	37.95%	56.95%	62.83%	21.38%	25.10%
營益率	25.22%	54.86%	57.12%	58.51%	59.27%
稅後純益率	29.27%	46.94%	53.06%	50.37%	51.03%
總資產報酬率	23.09%	43.13%	39.74%	44.59%	40.90%
股東權益報酬率	34.22%	50.14%	50.85%	47.64%	42.74%

償債能力檢視

負債比率(%)	32.51%	13.97%	21.84%	6.40%	4.31%
負債/淨值比(%)	48.17%	16.24%	27.93%	6.84%	4.50%
流動比率(%)	199.78%	587.90%	366.82%	1212.50%	1170.50%

其他比率分析

存貨天數	53.51	38.01	39.69	39.25	38.01
應收帳款天數	28.40	9.54	14.86	13.48	9.54

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	1,609	6,250	7,786	11,139	15,391
稅前純益	1,414	6,136	10,033	12,595	14,672
折舊及攤銷	180	277	344	188	175
營運資金變動	380	-355	-762	-378	-20
其他營運現金	-365	192	-1,829	-1,266	564
投資活動現金	-240	-685	-2,425	1,602	-10,734
資本支出淨額	-647	-421	-1,782	-499	-429
長期投資變動	106	-380	-603	0	0
其他投資現金	300	116	-40	2,101	-10,306
籌資活動現金	-47	733	-532	-5,891	-8,908
長借/公司債變動	77	0	0	105	161
現金增資	298	2,119	0	0	0
發放現金股利	-314	-997	-558	-5,018	-5,847
其他籌資現金	-108	-388	27	-978	-3,223
淨現金流量	1,295	6,175	5,143	6,850	-4,251
期初現金	646	1,941	8,116	6,859	13,708
期末現金	1,941	8,116	13,259	13,708	9,457

資料來源：CMoney、群益

2025 年 4 月 7 日

季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	3,837	3,614	3,195	4,372	4,533	4,300	5,350	5,618	5,945	5,470	6,017	6,318
營業成本	1,254	1,183	1,236	1,653	1,701	1,600	1,972	2,067	2,183	2,015	2,209	2,316
營業毛利淨額	2,582	2,430	1,959	2,718	2,832	2,700	3,378	3,550	3,762	3,455	3,808	4,002
營業費用	250	203	206	302	252	237	245	255	243	245	247	247
營業利益	2,332	2,228	1,753	2,416	2,580	2,464	3,133	3,295	3,519	3,210	3,561	3,755
業外收入及支出	-56	211	285	17	543	37	47	49	52	48	52	55
稅前純益	2,276	2,439	2,038	2,433	3,123	2,501	3,179	3,344	3,571	3,258	3,614	3,810
所得稅	333	327	255	616	448	363	461	485	518	472	524	552
稅後純益	1,936	2,103	1,753	1,811	2,670	2,119	2,699	2,837	3,029	2,765	3,066	3,232
最新股本	989	989	989	989	989	989	989	989	989	989	989	989
稅後EPS(元)	19.57	21.26	17.73	18.31	27.00	21.43	27.29	28.68	30.63	27.95	31.00	32.68

獲利能力(%)

毛利率(%)	67.30%	67.26%	61.32%	62.18%	62.48%	62.80%	63.14%	63.20%	63.28%	63.17%	63.29%	63.35%
營業利益率(%)	60.78%	61.64%	54.85%	55.26%	56.92%	57.30%	58.55%	58.66%	59.19%	58.69%	59.19%	59.43%
稅後純益率(%)	50.45%	58.19%	54.88%	41.43%	58.91%	49.29%	50.45%	50.50%	50.95%	50.54%	50.95%	51.16%

QoQ(%)

營業收入淨額	17.64%	-5.82%	-11.57%	36.82%	3.69%	-5.14%	24.42%	5.00%	5.84%	-8.00%	10.00%	5.00%
營業利益	28.88%	-4.48%	-21.31%	37.83%	6.79%	-4.50%	27.14%	5.20%	6.79%	-8.77%	10.93%	5.44%
稅前純益	21.92%	7.14%	-16.43%	19.38%	28.36%	-19.91%	27.10%	5.20%	6.78%	-8.76%	10.91%	5.43%
稅後純益	18.05%	8.64%	-16.62%	3.29%	47.44%	-20.64%	27.36%	5.10%	6.77%	-8.73%	10.89%	5.44%

YoY(%)

營業收入淨額	212.02%	131.51%	35.01%	34.05%	18.14%	19.00%	67.43%	28.50%	31.16%	27.21%	12.46%	12.46%
營業利益	448.47%	246.30%	38.67%	33.52%	10.64%	10.61%	78.72%	36.41%	36.40%	30.31%	13.69%	13.94%
稅前純益	451.13%	283.91%	50.12%	30.32%	37.20%	2.56%	55.99%	37.45%	14.34%	30.26%	13.67%	13.92%
稅後純益	450.76%	303.04%	62.53%	10.47%	37.96%	0.78%	53.93%	56.63%	13.43%	30.45%	13.58%	13.94%

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。