

Fubon Research

2023 年 5 月 23 日

南六 (6504 TT)

獲利難回以往水準

未評等

股價 NT\$83.90	目標價 NT\$/N/A
● 訪談摘要	○ 初次評論
● 公司動態	● 獲利調整
○ 獲利預覽	● 評等調整
流通在外股數 (百萬)	73
市值 (百萬台幣)	6,090
市值 (百萬美元)	198
外資持股率 (%)	4.69
投信持股率 (%)	0.01
董監持股率 (%)	14.89
52 週高價 (元)	87.12
52 週低價 (元)	67.40
當沖比率	38%

ESG 評等 4 產業排名 77/139



資料來源：CMoney

2022 盈餘預估及評等修正

	新	舊	%
評等	未評等	中立	
目標價	N/A	75	N/A
EPS 預估	2.49	3.75	-34
目標 PE	0	20	

主要財務報表分析

至 12 月 31 日

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營收淨額	5,986	6,456	6,955
年成長率(%)	-11.8	7.8	7.7
營業利益	59	322	480
年成長率(%)	-77.7	447.4	49.1
稅後淨利	58	181	304
年成長率(%)	-50.8	213.5	68.0
每股淨利(NT\$)	0.80	2.49	4.19
每股現金股利	1.0	1.5	2.5
本益比(x)	104.9	33.7	20.0
本淨比(x)	1.7	1.7	1.6
現金股利殖利率	1.2	1.8	3.0
淨值報酬率(%)	1.6	5.1	8.2

資料來源：CMoney · 富邦投顧

 黃大仁
 886-2-27815995#37118
 darren.huang@fubon.com

剔除核心持股，對未來股價看法中性。

- ◆ 各產品線營收已見回升，然毛利率仍受壓。
- ◆ 印度新廠持續擴大貢獻，為集團未來營運動能所在。
- ◆ 獲利難回以往疫情前水準，評價不具吸引力。

1Q23 稅後 EPS 為 0.14 元，低於預期

1Q23 稅後淨利 0.10 億，YoY-11.9%，稅後 EPS 為 0.14 元，低於預期，其中營收、毛利率、營業利率率皆較去年同期為增，本業表現優於預期，然所得稅較預期為高，影響整體獲利。

各產品線營收已見回升，然毛利率仍受壓

因 1Q22 基期較低，1Q23 除口罩外，公司其餘各產品線皆呈現回升，1Q23 產品營收比重：水針、熱風、生技(濕紙巾及面膜)、手術衣及口罩分別為 29.0%、32.1%、29.8%、8.8%及 0.3%，其中以熱風熱壓不織布因印度新廠投產，以及手術衣，兩產品成長性達雙位數為較佳，水針跟生技產品則成長中個位數；若以地區營收比重：大陸 65%、台灣 29%及印度 6%。展望未來，不織布產品如熱風熱壓布及水針需求較為穩定，防疫商品如濕巾、口罩等回溫力道仍需觀察；因疫情間兩岸同業產能擴大，競爭壓力未減下，毛利率持續受壓。

印度新廠持續擴大貢獻，為集團未來營運動能所在

為因應印度濕紙巾、尿布等產品需求強勁，帶動當地不織布需求攀升，南六的印度新廠目前已建置 4 條熱風熱壓不織布產線(2 條熱風熱壓不織布為 1Q23 投產)，目前單月可出貨 1000-1200 萬噸熱風熱壓不織布，此外，也規劃濕巾及面膜產線，供應印度內需市場，1Q23 印度廠貢獻營收 3 千多萬/月，隨著產能持續擴增，未來營收將持續擴大，未來規劃將台灣燕巢廠的 1 條水針不織布產線移往印度廠。至於台灣將規劃將燕巢及橋頭舊廠產能遷至燕巢新廠集中管理，有利於控制集團營業費用。長期來看，印度廠為公司未來營運動能所在。

獲利難回以往疫情前水準，評價不具吸引力

4 月營收 5.64 億，YoY+20.1%；展望未來，印度新廠營收貢獻擴大下，將帶動集團營收擺脫谷底，單月營收回到 5.5-6.0 億水準，預期全年營收將重回正成長，毛利率持續受壓，預期集團獲利難回以往疫情前 7-8 元水準。整體來說，下修 2023、2024 年稅後 EPS 至 2.49、4.19 元(原預估 3.75、6.00 元)，YoY 分別為 213.4%、67.9%。目前本益比為 2023、2024 年 33.7X、20.0X，評價不具吸引力。

圖表 1: 季 EPS 回顧 單位: 新台幣百萬元

	1Q23	QoQ	YoY	富邦	差異	市場同業	差異
營業收入	1,433	-12.5%	10.7%	1,566	-8.5%	1,464	-2.1%
銷貨毛利	158	-21.9%	25.9%	174	-9.5%	155	1.6%
營業利益	42	-44.7%	--	25	67.5%	9	365.2%
稅前淨利	32	35.9%	78.1%	30	6.3%	23	38.7%
稅後淨利	10	--	-11.9%	23	-54.9%	17	-39.0%
EPS (元)	0.14	--	-12.5%	0.32	-56.0%	0.25	-44.0%
重要比率							
毛利率	11.0%			11.1%		10.6%	
營益率	2.9%			1.6%		0.6%	
淨利率	0.7%			1.5%		1.2%	

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

 圖表 2: 獲利預估修正 單位: 新台幣百萬元

	FY22		FY23F			FY24F		
		原估	新估	差異	原估	新估	差異	
營業收入	5,986	7,104	6,456	-9.1%	7,881	6,955	-11.7%	
銷貨毛利	628	962	854	-11.2%	1,223	1,034	-15.5%	
營業利益	59	334	322	-3.6%	544	480	-11.8%	
稅後淨利	58	272	181	-33.5%	436	304	-30.3%	
EPS (元)	0.80	3.75	2.49	-33.6%	6.00	4.19	-30.3%	
重要比率								
毛利率	10.5%	13.5%	13.2%		15.5%	14.9%		
營益率	1.0%	4.7%	5.0%		6.9%	6.9%		
淨利率	1.0%	3.8%	2.8%		5.5%	4.4%		

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 3：單季預測

單位: 百萬元	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
損益模型											
營業收入	1,433	1,664	1,597	1,762	1,549	1,787	1,720	1,899	5,986	6,456	6,955
銷貨成本	1,275	1,437	1,388	1,502	1,342	1,517	1,465	1,598	5,359	5,602	5,921
銷貨毛利	158	227	209	260	208	270	254	302	628	854	1,034
營業費用	116	138	132	146	106	148	143	157	569	532	553
營業利益	42	89	77	114	102	122	112	144	59	322	480
業外收支淨額	-10	-8	-15	-3	-17	-7	-14	-8	130	-49	-46
稅前淨利	32	81	62	111	85	115	98	136	189	273	434
稅後淨利	10	40	47	84	60	81	69	95	58	181	304
EPS	0.14	0.56	0.64	1.15	0.82	1.11	0.95	1.31	0.80	2.49	4.19
獲利能力(%)											
毛利率	11.0%	13.6%	13.1%	14.8%	13.4%	15.1%	14.8%	15.9%	10.5%	13.2%	14.9%
營益率	2.9%	5.3%	4.8%	6.5%	6.6%	6.8%	6.5%	7.6%	1.0%	5.0%	6.9%
淨利率	0.7%	2.4%	2.9%	4.8%	3.9%	4.5%	4.0%	5.0%	1.0%	2.8%	4.4%
年成長率(%)											
營業收入	10.7%	8.4%	5.1%	7.6%	8.1%	7.4%	7.7%	7.8%	-11.8%	7.8%	7.7%
銷貨毛利	25.9%	57.4%	33.6%	28.9%	32.0%	18.9%	21.5%	16.2%	-31.5%	36.1%	21.1%
營業利益	--	--	701.5%	50.6%	143.6%	37.1%	45.5%	26.3%	-77.7%	447.4%	49.1%
稅後淨利	-11.9%	8.2%	31.3%	--	478.1%	102.5%	46.8%	13.1%	-50.8%	213.5%	68.0%
EPS	-12.5%	9.3%	30.7%	--	486.2%	99.2%	47.5%	13.7%	-50.6%	211.6%	67.9%
季成長率(%)											
營業收入	-12.5%	16.1%	-4.0%	10.3%	-12.1%	15.4%	-3.7%	10.4%			
銷貨毛利	-21.9%	44.1%	-7.9%	24.4%	-20.0%	29.8%	-5.9%	18.9%			
營業利益	-44.7%	112.6%	-13.5%	48.1%	-10.5%	19.6%	-8.2%	28.6%			
稅後淨利	--	285.4%	17.5%	78.7%	-28.6%	35.0%	-14.8%	37.7%			
EPS	--	298.2%	14.9%	79.7%	-28.7%	35.3%	-14.9%	38.5%			

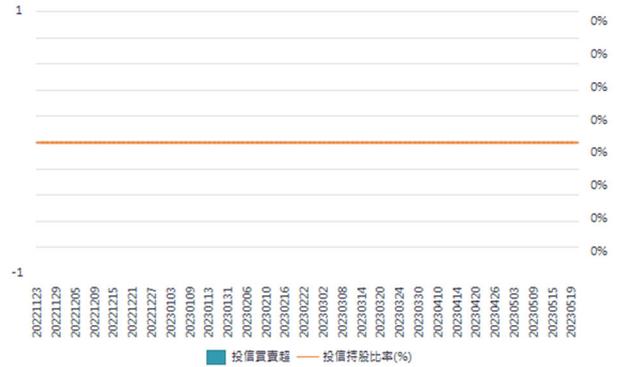
資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 4：季營收、EPS 表現 單位：百萬元/元



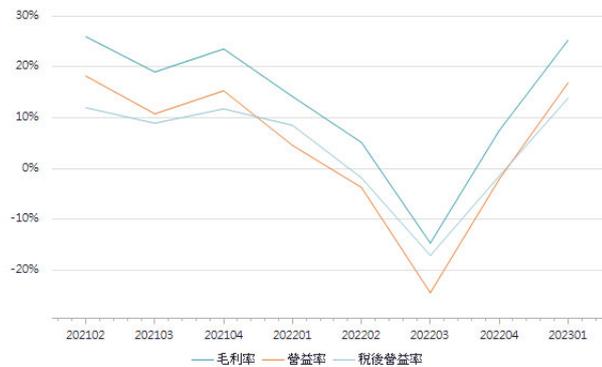
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 7：投信買賣超張數及持股比率 單位：張/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 5：毛利率、營益率、稅後營益率 單位：%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 8：稅後淨利年成長趨勢 單位：百萬元/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 6：外資買賣超張數及持股比率 單位：張/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 9：當沖成交量佔比 單位：%



資料來源：CMoney、富邦投顧

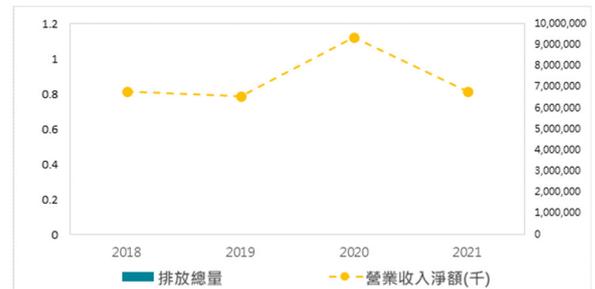
ESG永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating

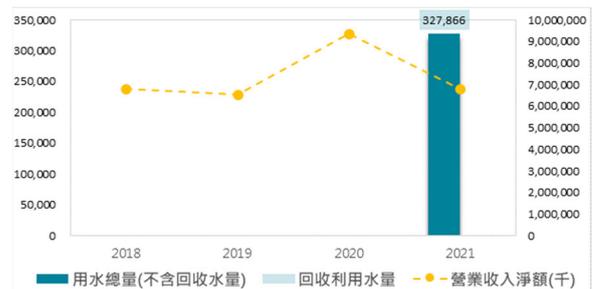
CMoney ESG Rating	E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)
4 /10	6 /10	2 /10	5 /10
交易所產業類別	產業排名	交易所公司治理評鑑	
其他	77 /139	66%至 80%	


環境保護 Environment
溫室氣體排放與營收

摘要			
溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	直接排放(公噸)	間接排放(公噸)
2021	--	--	--
2020	--	--	--
2019	--	--	--
2018	--	--	--


企業用水量與營收

摘要			
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	327,866	--	--
2020	--	--	--
2019	--	--	--
2018	--	--	--


社會責任 Social Responsibility
員工人數與福利費用

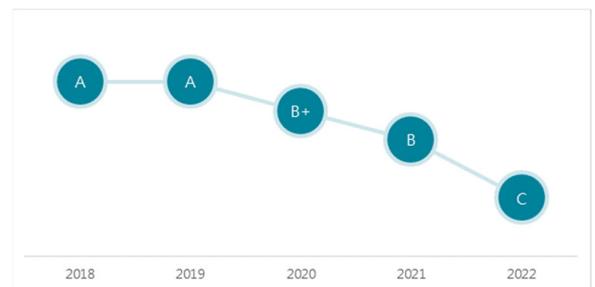
摘要			
員工人數與福利費用統計			
年度	員工人數(人)	員工人數增減(人)	福利費用
2023	--	--	--
2022	887	11	537,173
2021	876	-236	621,670
2020	1,112	212	711,489
2019	900	-8	511,379


公司治理 Corporate Governance
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			構面一	構面二	構面三	構面四
2022	66%至 80%	C	0.20	0.33	0.23	0.24
2021	36%至 50%	B	0.20	0.33	0.26	0.21
2020	21%至 35%	B+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至 20%	A	0.20	0.35	0.24	0.21

[註]等級轉換：前 5%：「A+」；6%至 20%：「A」；21%至 35%：「B+」；36%至 50%：「B」；51%至 65%：「C+」；66%至 80%：「C」；81%至 100%：「D」

資料來源：交易所、公司、CMoney、富邦投顧



損益表	百萬台幣				
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
營收淨額	9,371	6,784	5,986	6,456	6,955
銷貨成本	6,626	5,868	5,359	5,602	5,921
銷貨毛利	2,745	916	628	854	1,034
營業費用	668	653	569	532	553
營業利益	2,077	264	59	322	480
EBITDA	2,465	806	785	864	1,048
利息淨收支	(16)	(23)	(25)	(47)	(54)
投資淨損益	(1)	0	7	0	0
匯兌淨損益	(116)	(30)	120	(12)	0
其他收支	48	39	28	10	7
業外收支淨額	(84)	(13)	130	(49)	(46)
稅前淨利	1,993	250	189	273	434
所得稅	539	133	131	105	130
少數股權	0	0	0	(13)	0
稅後淨利	1,454	117	58	181	304
基本 EPS(NT\$)	20.02	1.62	0.80	2.49	4.19
完全稀釋 EPS(NT\$)	19.99	1.61	0.80	2.49	4.19
股票股利(NT\$)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
現金股利(NT\$)	12.00	1.20	1.00	1.50	2.51

年成長率(%)					
營收淨額	43.1	(27.6)	(11.8)	7.8	7.7
銷貨毛利	121.9	(66.6)	(31.5)	36.1	21.1
營業利益	188.2	(87.3)	(77.7)	447.4	49.1
稅後淨利	176.4	(91.9)	(50.8)	213.5	68.0
基本 EPS	176.1	(91.9)	(50.6)	211.6	67.9
獲利能力(%)					
毛利率	29.3	13.5	10.5	13.2	14.9
營益率	22.2	3.9	1.0	5.0	6.9
稅後淨利率	15.5	1.7	1.0	2.8	4.4
EBITDA 率	26.3	11.9	13.1	13.4	15.1

財務比率	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
流動比率(%)	127	112	99	104	111
速動比率(%)	86	83	70	83	90
淨負債股權比率(%)	53	87	98	100	82
稅後淨利率(%)	15.5	1.7	1.0	2.8	4.4
資產周轉率(x)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7
財務槓桿(x)	2.5	3.0	3.0	2.9	2.7
已動用資本/淨值(x)	1.7	1.9	1.8	1.6	1.5
總資產報酬率(%)	13.4	1.1	0.6	1.8	2.9
淨值報酬率(%)	39.4	3.0	1.6	5.1	8.2
資本報酬率(%)	33.0	4.3	3.6	5.7	8.7

財務比率	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
股息保障倍數(x)	3.6	0.9	3.8	5.1	5.7
所得稅保障倍數(x)	2.2	5.7	2.5	3.6	4.8
資本支出保障倍數(x)	2.9	3.7	5.1	1.9	3.1
應收帳款週轉率(x)	6.1	4.8	4.9	4.8	4.9
存貨週轉率(x)	5.2	6.8	6.2	6.1	6.3
應付帳款週轉率(x)	13.9	10.5	10.2	6.3	6.3
應收帳款週轉天數	60	75	75	77	75
存貨週轉天數	70	54	59	59	58
應付帳款週轉天數	26	35	36	58	58
現金循環週期(天)	103	94	98	78	75

資產負債表	百萬台幣				
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	1,689	1,777	1,522	1,575	1,841
應收款項	1,536	1,401	1,225	1,357	1,425
存貨	1,265	862	867	912	939
其他流動資產	381	270	613	612	612
流動資產	4,871	4,311	4,227	4,456	4,817
長期投資	84	84	84	84	85
固定資產	4,850	4,976	4,880	4,570	4,243
其他長期資產	1,074	1,180	1,228	1,227	1,228
總資產	10,879	10,550	10,420	10,337	10,373
短期借款	1,667	1,949	2,718	3,185	3,188
商業本票	0	90	50	0	0
應付款項	478	557	523	886	936
其他流動負債	1,699	1,242	982	200	200
流動負債	3,844	3,837	4,273	4,271	4,324
長期借款	2,303	2,788	2,186	1,996	1,784
其他長期負債	0	0	0	460	460
總負債	6,611	7,061	6,918	6,727	6,568
普通股股本	726	726	726	726	726
公積	453	453	453	453	453
保留盈餘	3,439	2,685	2,666	2,774	2,969
其他	(350)	(376)	(343)	(343)	(343)
股東權益	4,268	3,489	3,502	3,610	3,805
負債加股東權益	10,879	10,550	10,420	10,337	10,373

現金流量表	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
稅後淨利	1,454	117	58	181	304
折舊與攤提	437	523	542	545	561
投資收入	1	0	(7)	0	0
營運資金增減	(592)	616	138	186	(45)
其他	281	(297)	(333)	(339)	1
來自營運之現金流量	1,581	959	397	573	821
資本支出	(405)	(205)	(65)	(200)	(200)
長投增減	84	0	0	(200)	(200)
其他	(1,066)	(734)	(808)	0	0
來自投資之現金流量	(981)	(733)	(758)	(400)	(400)
自由現金流量	600	226	(361)	173	421
借款增(減)	2,548	1,626	2,479	2	3
現金股利支出	(327)	(871)	(87)	(73)	(109)
發行公司債	0	0	0	0	0
償還公司債	0	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0	0
其他	(2,492)	(893)	(2,330)	(50)	(50)
來自融資之現金流量	(270)	(138)	62	(121)	(156)
匯率調整	49	1	44	0	0
本期產生之現金流量	379	88	(255)	53	266

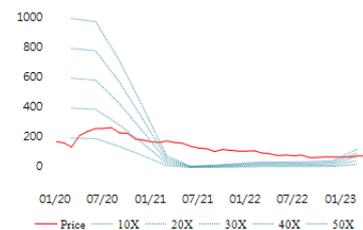
比率分析	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
本益比(x)	4.2	51.8	104.9	33.7	20.0
本營比(x)	0.6	0.9	1.0	0.9	0.9
本淨比(x)	1.4	1.7	1.7	1.7	1.6
P/CFPS(x)	3.9	6.4	15.4	10.6	7.4
PE/growth(x)	0.0	(0.6)	(2.1)	0.2	0.3
P/FCFPS(x)	5.2	8.1	18.4	16.3	9.8
EV/EBITDA(x)	3.4	11.2	12.1	11.2	8.8
現金股利殖利率(%)	14.3	1.4	1.2	1.8	3.0

股價及相對大盤績效圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本益比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本淨比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

免責宣言

分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標、財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過15%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於15%與負15%之間
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負15%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差