南六(6504)

建議：維持中立

結論：潛沉蟄伏，靜待印度廠帶動營運起飛

2022 EPS	2023 EPS		BVPS	收盤價	PER	目標價		建議
	前次	本次				前次	本次	
0.80	1.97	2.02	48.60	83.9	41.61	80	85	中立

一、南六為亞洲不織布大廠，其產品擴及手術衣、面膜、濕紙巾以及紙尿布表材

南六為亞洲不織布大廠，其主要產品根據技術製程可分為水針不織布以及熱風不織布，2018 年亞洲水針不織布產能約 92.4 萬噸，以 2019 年南六兩岸年產能約 7 萬噸來看，市佔率約 7.57%，南六擁有全球最大 6.2 寬幅水針布生產線，目前已是亞洲最大水針不織布廠商；熱風不織布亞洲產能共 26.5 萬噸，以 2019 年南六兩岸總產能 1.86 萬噸來看，市佔率約 7%；南六的水針不織布主要應用於醫療手術用衣以及面膜/濕紙巾等等，餘者外賣；2022 年醫療手術用衣佔營收比重約 8.3%、濕紙巾/面膜 29.8%、口罩 1.8%以及水針布外賣約 30.8%；熱風不織布主要應用於紙尿布表材及口罩親膚層，佔營收比重約 29.4%，主要客戶為 Unicharm、金百利、Babycare 等。

NT$mn	營收					營收佔比					YoY			
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
醫療手術用衣	798	1,056	499	495	584	12.2%	11.3%	7.4%	8.3%	8.4%	32.3%	-52.7%	-0.8%	17.9%
水針布	1,752	2,667	2,042	1,842	2,033	26.8%	28.5%	30.1%	30.8%	29.4%	52.2%	-23.4%	-9.8%	10.4%
面膜/濕紙巾	2,201	2,428	2,137	1,782	2,089	33.6%	25.9%	31.5%	29.8%	30.2%	10.3%	-12.0%	-16.6%	17.2%
口罩	0	1,162	265	105	86	0.0%	12.4%	3.9%	1.8%	1.2%		-77.2%	-60.4%	-18.1%
熱風不織布	1,796	2,059	1,841	1,762	2,120	27.4%	22.0%	27.1%	29.4%	30.7%	14.6%	-10.6%	-4.3%	20.3%
合併營收	6,547	9,371	6,784	5,986	6,911						43.1%	-27.6%	-11.8%	15.4%

二、營運最壞的時刻已過，預估 2Q23 EPS 0.29 元，不考慮一次性所得稅費用，EPS 0.56 元，下半年營運優於上半年

1Q23 因春節過年天數長，稼動率較低，EPS 0.14 元。展望 2Q23，隨著工作天數恢復正常且印度廠營收貢獻緩步提升，南六平均月營收回到 5.5~6 億元間，我們預估 2Q23 營收 16.54 億元，毛利率可望穩定於 11~12%間，費用控管得宜下。預估本業獲利 6700 萬元，營益率 4%，稅前淨利 5500 萬元，所得稅方面，預計將有海外所得匯回將產生一次性所得稅費用 2000 萬元所致，預估 EPS 0.29 元，倘若不考慮一次性稅負影響下，EPS 0.56 元。下半年營收可望逐季緩步增溫且目前正在進行台灣廠區整併計畫，下半年隨著台灣整併效益發酵、中國平湖獲利穩定且印度新熱風產線稼動率提升帶動下，獲利逐季向上，預期 4Q23 單季獲利有季上挑戰 1 元。

三、印度廠預估 2023 年營收貢獻 3.5~4 億元，獲利小幅正向貢獻，長期目標超越平湖廠

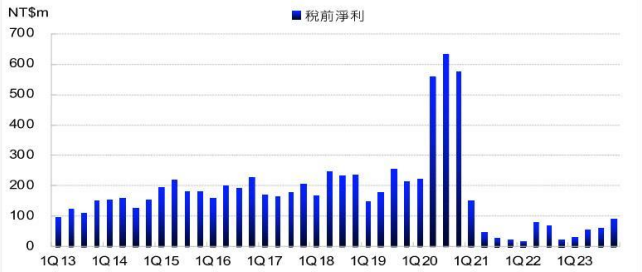
印度廠於 2022 年上半年量產，第一期有兩條熱風產線，稼動率滿載，於 1Q23 再度新增兩條熱風產線。目前單月營收貢獻約 1 億元盧比，我們預期下半年四條產線貢獻下，單月營收貢獻可望有 1.5~2 億元盧比。根據過去經驗，一條產線滿載營收貢獻約 2.5~3 億元，亦即依照目前規劃，印度廠四條熱風產線滿載營收可達 10 億元，主要客戶均為現有國際大廠客戶等。且印度廠尚有濕紙巾以及面膜產線並已通過 GMP 認證，可開始生產濕紙巾以及面膜以供應印度內銷市場，預計 2024 年會再增加水針布產線(由台灣燕巢舊廠搬遷至印度)，屆時印度廠區產品線更臻完善。由於 2021 年僅為試產，故並無營收貢獻，2022 年熱風產線量產，營收貢獻 1.5~2 億元，2023 年營收貢獻上看 4 億元；中期規劃是印度廠營收貢獻 20 億元，長期則是希望規模大於中國平湖廠。另在折舊方面，設備採 10 年折舊，四條熱風產線一年新增折舊費用約 1.5~2 億元。根據過去平湖廠量產經驗來看，保守預估印度廠需 2~3 年方能達到穩定獲利水準。但就印度廠來看，本身已有客戶訂單且客戶需求穩定，印度廠目前已達損平規模，預期 2023 年對集團產生小幅正向貢獻。

四、潛沉蟄伏，靜待印度廠帶動營運起飛，維持中立，後續將觀察印度廠獲利貢獻再做評等的調升

2022 年在受到中國封控影響且產業競爭格局加劇，產品報價下跌影響，營收持續衰退且獲利同步下滑，EPS 0.80 元，公司擬配發現金股利 1 元。展望 2023 年，中國營收穩定且在印度廠量產貢獻下，預估營收可望有中雙位數成長達 69.11 億元，預估 EPS 2.02 元，下半年單季有機會挑戰 EPS 1 元。就長線來看，我們依舊看好南六的產業布局以及地位，2023 年～2024 年隨著燕巢廠、平湖廠穩定以及印度廠量產的貢獻，獲利可望逐步回穩；考量評價合理，投資評等維持中立，目標價 85 元，後續將觀察印度廠獲利貢獻再做評等的調升。

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。
元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (111)金管投顧新字第 005 號

Comprehensive Income Statement								NT$m
	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY20	FY21	FY22	FY23F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	1,433	1,654	1,715	2,109	9,371	6,784	5,986	6,911
Gross profit	158	199	210	252	2,745	916	628	819
Operating profit	42	67	73	104	2,077	264	59	286
Total non-ope inc.	-10	-12	-12	-12	-84	-13	130	-46
Pre-tax profit	32	55	61	92	1,993	250	189	240
Net profit	10	21	46	69	1,454	117	58	146
EPS	0.14	0.29	0.63	0.95	20.02	1.62	0.80	2.02
Y/Y %	**1Q23**	**2Q23F**	**3Q23F**	**4Q23F**	**FY20**	**FY21**	**FY22**	**FY23F**
Net sales	10.7	7.8	12.9	28.8	43.1	(27.6)	(11.8)	15.4
Gross profit	25.9	37.9	34.4	24.9	121.9	(66.6)	(31.5)	30.5
Operating profit	(296.8)	(1,382.8)	660.9	37.9	186.2	(87.3)	盈轉虧	虧轉盈
Net profit	(277.9)	(1,290.1)	574.1	虧轉盈	173.8	(91.9)	(50.8)	153.5
Q/Q %	**1Q23**	**2Q23F**	**3Q23F**	**4Q23F**	**FY20**	**FY21**	**FY22**	**FY23F**
Net sales	(12.5)	15.5	3.6	23.0				
Gross profit	(21.9)	26.3	5.7	19.8				
Operating profit	(44.7)	59.0	9.8	42.7				
Net profit	虧轉盈	37.7	6.0	16.0				
Margins %	**1Q23**	**2Q23F**	**3Q23F**	**4Q23F**	**FY20**	**FY21**	**FY22**	**FY23F**
Gross	11.0	12.0	12.3	11.9	29.3	13.5	10.5	11.8
Operating	2.9	4.0	4.3	4.9	22.2	3.9	1.0	4.1
Net	0.7	1.3	2.7	3.3	15.5	1.7	1.0	2.1



本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。