

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
8480 TT	持有	泰昇-KY的投資評等為買進調降至持有，目標價由150下調為141元，潛在空間9.7%。主因：1Q19營收與獲利能力不如預期，2Q19受惠成本降低，獲利能力可望提升，然幅度較先前預期低，2H19仍將面臨市場競爭加劇問題，下調2019年營收獲利預估，惟考量東南亞市場經濟成長仍維持強勁，維持偏高PER 18倍評價。
泰昇-KY	目標價	
	141	

研究員 林子楹

Satinlin@jsun.com

重點摘要

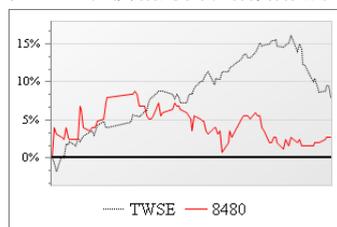
近期投資評等

05/24/2019	持有/中立
01/16/2019	買進
04/21/2017	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(05/23/2019)	128.50
股本(百萬元)	393
總市值(億元)	50.5
每股淨值(元)	43.47
外資持股比(%)	90.37
投信持股比(%)	0.18
近20日均量(張)	7
融資餘額(05/23/2019)	27

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **1Q19營收獲利皆不如預期：**1Q19合併營收4.61億元，QoQ-5%，YoY+9.9%，略低於先前預期3%，因此毛利率受高價原物料庫存影響較明顯，低於原先預期近29%預期，僅27.35%，費用與4Q18持平，營益率低於原先預期2pp，稅後獲利0.65億元，QoQ-18.7%，YoY-18.8%，EPS1.66元。
- ◆ **2Q19預期獲利能力回升，然競爭加劇，下修營收動能：**2Q19為傳統淡季(氣候因素)，原預期2Q19成人紙尿褲新產線貢獻動能，加上柬埔寨擴展市場，季節性衰退幅度可望較過往低，然越南市場面臨競爭加劇的情況，而柬埔寨則面臨白牌仿冒問題，雖公司希望透過司法系統解決，然日盛認為短期緩解有限，加上市場電商通路營收雙位數成長(2018)，造成傳統通路上則持平或小幅衰退，網路平台價格亦讓價格失真，傳統通路商訂貨率較低，雖目前泰昇管控線上平台售價，然預期網路提價反將造成需求略受影響，由先前4.48億元下調營收預期至4.27億元，YoY+10.7%，毛利率雖可望受惠於成本下滑之利，然幅度較先前預期31%~32%低，預估稅後獲利0.67億元，QoQ+2.7%，YoY+7.7%，EPS1.7元(原估1.96元)
- ◆ **2H19折舊將再提高：**泰昇嬰兒尿布營收比重約近八成，成人尿布產品則約兩成，營收來源約有五成來自越南，柬埔寨約有三成，越南紙尿褲要與前三大國際品牌競爭，目前市佔率約11%、成人尿布則近三成市佔；而柬埔寨因進入市場較早，為柬埔寨市場市佔率最高，嬰兒尿布約四成五、成人尿布約六成市佔率泰昇今年增加一條嬰兒拉拉褲產線，預期將會提高2H19折舊費用，然越南目前成為投資熱點，電商興起，市場競爭較公司先前預期激烈，加上柬埔寨面臨仿冒問題，2H19能否營收動能是否能重回高成長尚具不確定性，日盛下調2019營收獲利預估，評等持有

單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	1,744	1,910	453	485	461	427	489	532
營業毛利	521	560	127	139	126	128	144	162
營業利益	285	284	70	73	59	60	76	90
稅後純益	299	307	76	80	65	67	82	94
稅後 EPS(元)	7.61	7.83	1.94	2.04	1.66	1.70	2.08	2.38
毛利率(%)	29.89	29.34	28.04	28.55	27.35	30.05	29.45	30.4
營業利益率(%)	16.31	14.89	15.46	15.02	12.76	14.05	15.45	16.9
稅後純益率(%)	17.13	16.09	16.79	16.52	14.13	15.67	16.68	17.59
營業收入 YoY/QoQ(%)	16.28	9.5	17.5	7.05	-4.97	-7.37	14.5	8.78
營業利益 YoY/QoQ(%)	14.8	-0.04	12.11	4.05	-19.29	2	25.91	18.99
稅後純益 YoY/QoQ(%)	17.66	2.88	22.48	5.33	-18.72	2.71	21.89	14.74

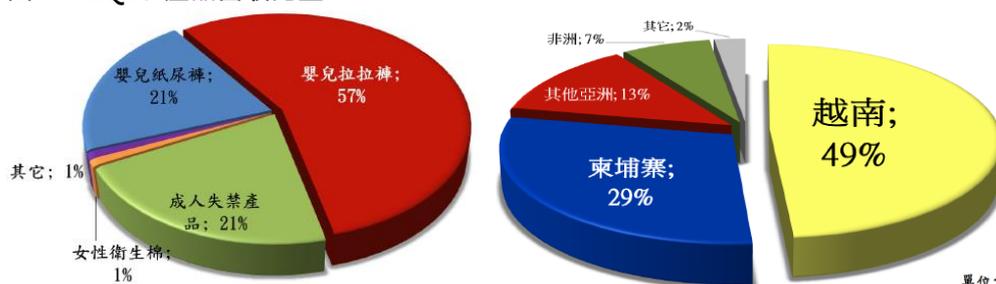
資料來源:CMoney·JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

2019年5月24日

◆ 公司簡介

泰昇-KY 是從事紙尿片(褲)生產及銷售之廠商，除了以自有品牌在越南與柬埔寨銷售嬰兒拉拉褲、紙尿褲與成人紙尿褲外，也替海外客戶代工出口產品到非洲與亞洲。1Q19 營收比重：嬰兒紙尿褲 21%、嬰兒拉拉褲 57%、成人紙尿褲 21%、衛生棉 1%；地區營收占比：越南 49%、柬埔寨 29%、非洲 7%、其他地區 13%。

圖一、1Q19 產品營收比重



資料來源：法說

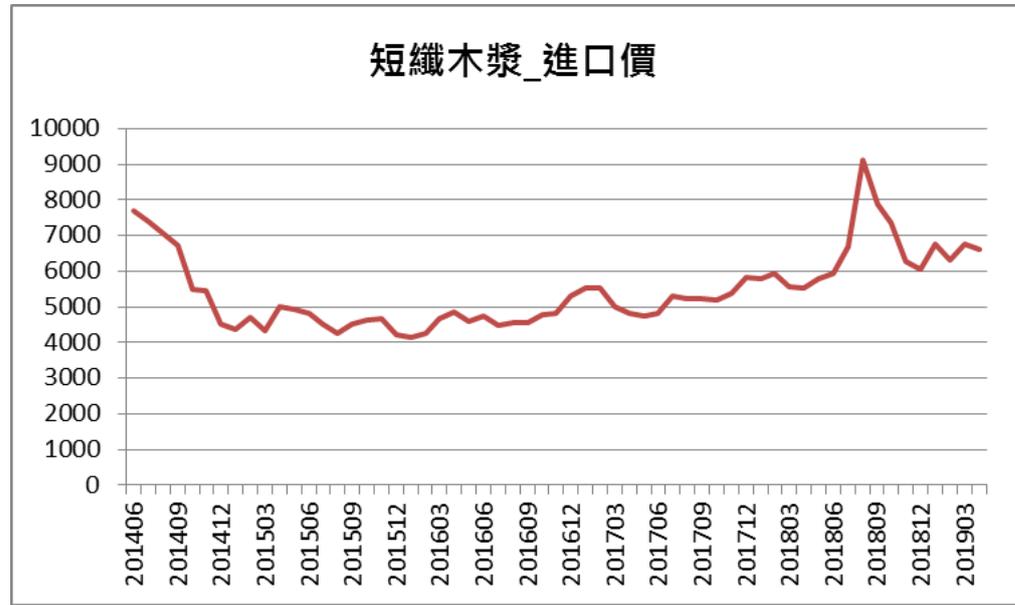
◆ 1Q19營收獲利皆不如預期：

1Q19 合併營收 4.61 億元，QoQ-5%、YoY+9.9%，略低於先前預期 3%，因此毛利率受高價原物料庫存影響較明顯，低於原先預期近 29% 預期，僅 27.35%，費用與 4Q18 持平，營益率低於原先預期 2pp，稅後獲利 0.65 億元，QoQ-18.7%、YoY-18.8%，EPS1.66 元。

◆ 2Q19預期獲利能力回升，然競爭加劇，下修營收動能：

2Q19 為傳統淡季(氣候因素)，原預期 2Q19 成人紙尿褲新產線貢獻動能，加上柬埔寨擴展市場，季節性衰退幅度可望較過往低，然越南市場面臨競爭加劇的情況，而柬埔寨則面臨白牌仿冒問題，雖公司希望透過司法系統解決，然日盛認為短期緩解有限，加上市場電商通路營收雙位數成長(2018)，造成傳統通路上則持平或小幅衰退，網路平台價格亦讓價格失真，傳統通路商訂貨率較低，雖目前泰昇管控線上平台售價，然預期網路提價反將造成需求略受影響，由先前 4.48 億元下調營收預期至 4.27 億元，YoY+10.7%，毛利率雖可望受惠於成本下滑之利，然幅度較先前預期 31%~32% 低，預估稅後獲利 0.67 億元，QoQ+2.7%、YoY+7.7%，EPS1.7 元(原估 1.96 元)

圖二、4Q18 紙漿價格下跌，反映 2Q19 成本下滑

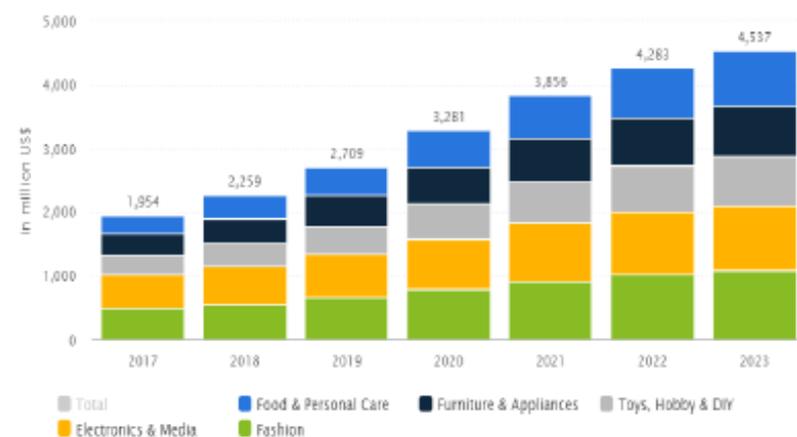


資料來源：Cmoney

◆ 2H19 折舊將再提高：

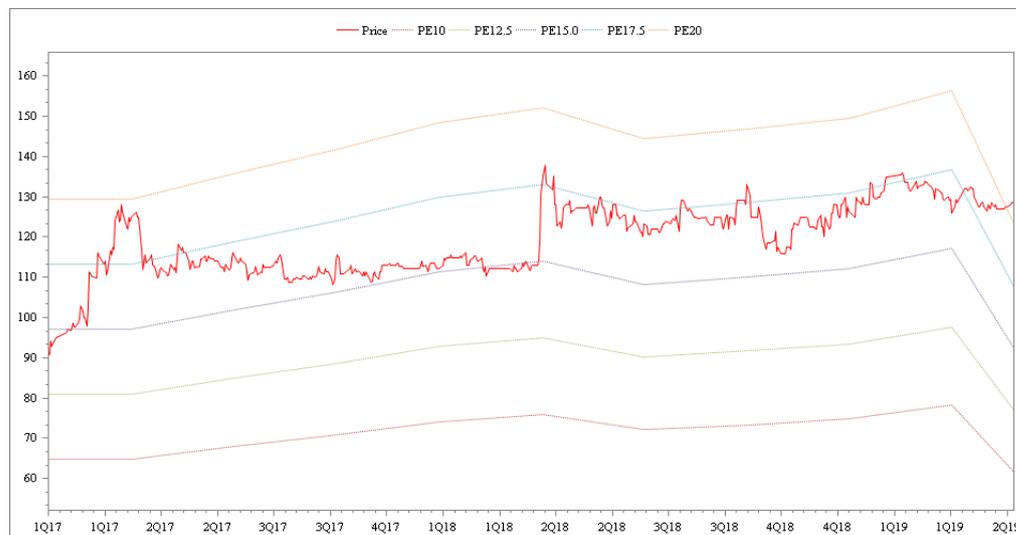
泰昇嬰兒尿布營收比重約近八成，成人尿布產品則約兩成，營收來源約有五成來自越南，柬埔寨約有三成，越南紙尿褲要與前三大國際品牌競爭，目前市佔率約 11%、成人尿布則近三成市佔；而柬埔寨因進入市場較早，為柬埔寨市場市佔率最高，嬰兒尿布約四成五、成人尿布約六成市佔率泰昇今年增加一條嬰兒拉拉褲產線，預期將會提高 2H19 折舊費用，然越南目前成為投資熱點，電商興起，市場競爭較公司先前預期激烈，加上柬埔寨面臨仿冒問題，2H19 能否營收動能是否能重回高成長尚具不確定性，日盛下調 2019 營收獲利預估，評等持有

圖三、預期越南電商 CAGR~10%



資料來源：泰昇法說

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20190524	持有	141.0
20190116	買進	150.0
20170421	持有	150.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年5月24日

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	1,500	1,744	1,910	392	420	386	453	485	461	427	489	532
營業毛利	471	521	560	133	134	121	127	139	126	128	144	162
營業費用	223	237	276	57	55	59	57	66	67	68	68	72
營業利益	248	285	284	75	79	63	70	73	59	60	76	90
營業外收支	45	51	61	11	15	13	10	14	13	16	16	15
稅前純益	293	336	345	86	94	75	80	87	72	76	92	105
稅後純益	254	299	307	73	80	62	76	80	65	67	82	94
最新股本	393	393	393	393	393	393	393	393	393	393	393	393
稅後 EPS (元)	6.46	7.61	7.83	1.86	2.04	1.58	1.94	2.04	1.66	1.70	2.08	2.38
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	31.38	29.89	29.34	33.81	31.99	31.45	28.04	28.55	27.35	30.05	29.45	30.4
營業利益率	16.52	16.31	14.89	19.24	18.83	16.2	15.46	15.02	12.76	14.05	15.45	16.9
稅前純益率	19.5	19.26	18.08	22.03	22.31	19.5	17.67	17.9	15.68	17.8	18.74	19.76
稅後純益率	16.92	17.13	16.09	18.58	19.12	16.11	16.79	16.52	14.13	15.67	16.68	17.59
<b>YoY(%)</b>												
營收	0.55	16.28	9.5	-5.22	12.18	9.58	18.81	23.73	9.93	10.72	7.9	9.64
營業利益	-23.73	14.8	-0.04	-17.74	10.3	25.19	37.94	-3.38	-25.52	-3.97	7.85	23.34
稅前純益	-14.43	14.81	2.8	-9.96	21.17	28.06	14.31	0.53	-22.74	1.1	14.44	21.05
稅後純益	-11.83	17.66	2.88	-8.77	18.72	23.42	20.77	10.02	-18.78	7.7	7.18	16.75
<b>QoQ(%)</b>												
營收				2.79	6.96	-8.03	17.5	7.05	-4.97	-7.37	14.5	8.78
營業利益				48.54	4.71	-20.89	12.11	4.05	-19.29	2	25.91	18.99
稅前純益				23.34	8.32	-19.64	6.47	8.47	-16.75	5.16	20.52	14.74
稅後純益				15.62	10.1	-22.55	22.48	5.33	-18.72	2.71	21.89	14.74

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

**資產負債表**

單位：百萬元	2017	2018	1Q19
流動資產	1,227	1,370	1,515
現金及約當現金	429	373	410
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	9	0	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	236	289	265
非流動資產	502	678	646
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	294	364	427
無形資產	1	1	1
資產總計	1,730	2,048	2,160
流動負債	267	408	449
短期借款	112	228	259
非流動負債	3	3	3
負債總計	270	411	452
股本	357	393	393
普通股股本	357	393	393
資本公積	653	653	653
保留盈餘	562	682	747
庫藏股票	--	--	--
股東權益	1,460	1,637	1,708
每股淨值(元)	40.9	41.68	43.5
流動比率(%)	460.49	335.5	337.17
速動比率(%)	371.51	264.31	278.13
應收帳款週轉率(%)	38.64	28.01	5.18
負債比率(%)	15.58	20.09	20.93
稅後股東權益報酬率(%)	20.57	19.29	3.9

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2017	2018	1Q19
繼續營業單位稅前損益	293	336	72
折舊及攤提費用	49	59	21
利息費用	1	3	2
股利收入	0	0	0
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	--	--	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-2	-25	-14
存貨增減	-47	-45	25
應付帳款增減	19	-5	3
營業活動現金流量	237	236	75
公允價值衡量金融資產增減	0	-9	-8
攤銷成本衡量金融資產增減	0	-74	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-66	-55	-15
處分不動產、廠房及設備	--	--	--
投資活動現金流量	-484	-253	-70
短期借款增減	114	111	30
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	523	0	--
發放現金股利	-214	-143	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	425	-32	29
淨現金流量	129	-55	36

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年5月24日

## 免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。  
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。  
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。  
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

## 投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股