

## 南茂 (8150 TT) ChipMOS

## 2024年營運復甦趨勢不變

買進 (維持評等)

目標價 (12個月) : NT\$52.0

收盤價 (2024/02/22) : NT\$44.0

隱含漲幅 : 18.2%

## 營收組成 (4Q23)

Bumping 22.4%、LCD driver 36.2%、Assembly 23.2%、Testing 19.9%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	52.0	50.0
2024年營收 (NT\$/十億)	23.1	23.8
2024年EPS	4.0	4.2

## 交易資料表

市值	NT\$32,000百萬元
外資持股比率	42.5%
董監持股比率	11.7%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$34.53
負債比	46.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	23,517	21,356	23,146	24,945
營業利益	3,217	1,908	3,190	4,207
稅後純益	3,372	1,893	2,880	3,984
EPS (元)	4.64	2.60	3.96	5.48
EPS YoY (%)	-33.3	-43.8	52.1	38.3
本益比 (倍)	9.5	16.9	11.1	8.0
股價淨值比 (倍)	1.3	1.4	1.3	1.2
ROE (%)	13.7	7.9	11.9	15.1
現金殖利率 (%)	5.2%	3.3%	5.0%	6.8%
現金股利 (元)	2.30	1.43	2.18	3.01

## 劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

## 徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 4Q23 本業獲利優於預期 52.3%，主因電費成本下降，惟業外匯兌損失影響之下，EPS 符合預期。

◆ 在 DDI/記憶體業務逐漸回溫之下，預期 1Q24 為全年營運低點，2024 年營收預估年增 8.4%，EPS 3.96 元，年增 52.1%。

◆ 下修 2024 年 EPS 5%，上調目標本淨比至 1.5 倍，重申買進評等，目標價 52 元(1.5 倍本淨比 x 2024 BVPS NT\$34.5)。

## 4Q23 本業優於預期，惟因匯兌損失使 EPS 僅符合預期

4Q23 南茂毛利率季增 4.2 個百分點至 20.1%，優於本中心/市場預期 4.4/3.8 個百分點，主因生產成本明顯下滑，其中電費成本下降相對上季減少 8,600 萬元，本業獲利優於元大/市場預期 52.3%/50.4%。EPS 0.66 元，符合元大/市場預期，主因業外匯兌損失 1.95 億元抵銷生產成本下降之挹注。

## DDI 補庫存需求較預期疲弱，不過復甦趨勢不變

管理層展望 2024 年，全年營收預期將會微幅成長，1Q24 將會是今年谷底，不過獲利表現將因電費以及生產成本上升將較有壓力。本中心預期 2024 年在兩大業務回溫下，營收將年增 8.4%。DDIC 業務方面，如同 [頤邦報告](#) 指出，預期 1H24 DDIC 補庫存力道相較預期疲弱，不過仍預期 Bumping/LCD Driver 業務稼動率將於 2H24 回升至 70% 以上水準(圖 7、8)。記憶體業務方面，本中心觀察到近期美系記憶體廠稼動率有所回升將有利於南茂記憶體業務，此外在國內原廠與模組廠拉貨動能逐漸回升之下，預估記憶體業務稼動率將自目前 47% 回升至 2H24 70% 以上(圖 5、6)。

## 營運進入復甦趨勢下，重申買進評等

此次下修 2024 年 EPS 5%，主因本中心觀察到 1H24 DDIC 補庫存力道相對預期疲弱，但重申對南茂 2024 年營運正向看法，係因 1) DDIC 設計客戶庫存調整已進入尾聲，2Q24 將進入補庫存循環；2) 記憶體業務復甦將於 2H24 更加明確，且公司客戶多為國內原廠與模組廠，因此較力成(6239 TT；買進)不受一線原廠控產影響。評價面，我們認為 2024 年 DRAM 漲價潮將有利本淨比提升(圖 21)，因此上修目標本淨比自 1.4 倍至 1.5 倍，上調目標價至 52 元(1.5x 2024F BVPS NT\$34.5)，重申買進評等。

## 營運分析

### 4Q23 本業優於預期 52.3%，不過 EPS 僅符合預期，主因受匯兌損失影響

4Q23 南茂營收季增 2.6%/年增 22.2%至 57.3 億元，優於元大/市場預期 5.7%/3.2%，整體稼動率季減 1 個百分點至 62%。主要應用智慧行動裝置/電視/消費性產品營收分別季增 7.3%/季減 14.5%/季增 4.3%，反映大尺寸 DDIC 急單需求趨緩，與前次[頤邦報告](#)看法相同；記憶體業務方面，Assembly 稼動率季增 10 個百分點，反映 NAND Flash / DRAM 訂單回溫，其中 NAND Flash/DRAM 業務營收季增 22.4%/28.4%，不過 NOR Flash 則因為客戶營運仍在低檔，營收則呈現季減，整體記憶體業務營收季增 9.5%。

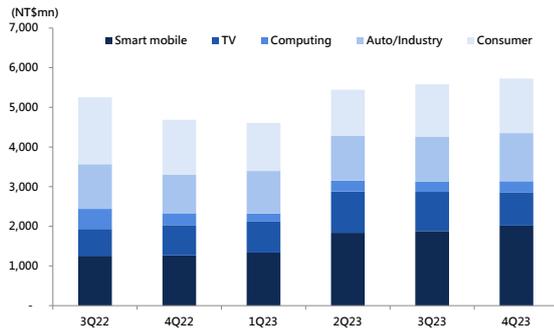
毛利率則季增 4.2 個百分點至 20.1%，優於本中心/市場預期 4.4/3.8 個百分點，主因 3Q23 採用夏季電費，4Q23 沒採夏季電費後，電費成本相對上季下滑 8,600 萬元，亦抵銷毛利率較低之 Assembly 營收比重提升之影響。營業費用率 7.6%，高於本中心預期，低於市場預期，營業利益 7.2 億元，優於本中心/市場預期 52.3%/50.4%。不過在業外損失之 1.4 億元(外匯兌換損失 1.95 億元)之下，EPS 0.66 元，大致符合本中心與市場預期。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	4,686	5,582	5,725	2.6%	22.2%	5,417	5,546	5.7%	3.2%	
營業毛利	680	889	1,150	29.3%	69.1%	851	901	35.1%	27.6%	
營業利益	310	487	715	46.7%	130.2%	469	475	52.3%	50.4%	
稅前利益	180	718	578	-19.6%	220.3%	595	591	-2.9%	-2.3%	
稅後淨利	155	581	482	-17.0%	211.2%	482	486	0.0%	-0.8%	
調整後 EPS (元)	0.21	0.80	0.66	-17.0%	211.2%	0.66	0.67	0.4%	-0.6%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	14.5%	15.9%	20.1%	4.2	5.6	15.7%	16.3%	4.4	3.8	
營業利益率	6.6%	8.7%	12.5%	3.8	5.9	8.7%	8.6%	3.8	3.9	
稅後純益率	3.3%	10.4%	8.4%	-2.0	5.1	8.9%	8.8%	-0.5	-0.4	

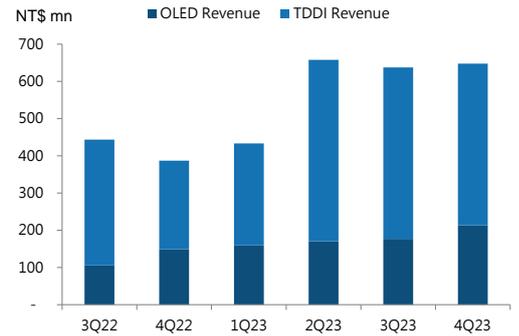
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：營收季增主要來自其他消費品與智慧行動裝置



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：4Q23 TDDI/OLED 營收季減 5.7%/季增 20.5%



資料來源：公司資料、元大投顧

## 1Q24 預估為全年營運低谷，2H24 營運將優於 1H24

展望 1Q24，因工作天數較少以及 DDI 進入淡季，以業務別而言：

- DDIC 相關：OLED/車用 DDI 訂單維持穩健，且因應客戶之需求，不過如前次報告所述，DDIC 供應鏈中 TV、手機訂單拉貨動能皆趨緩，且預期將延續至 2Q24，因此預估 Bumping/LCD Driver 營收 1Q24 將季減 10.2/20.3%。
- 記憶體相關：DRAM/NAND Flash 封裝訂單於 4Q23 回溫，並預期將會延續到 1Q24，我們預估 Assembly 稼動率將季增 1 個百分點至 53%。

基於營運淡季與 TV 與手機 DDI 需求趨緩，預估 1Q24 營收將季減 10.3%，毛利率與整體稼動率將呈現季減，營業利益率也預估將季減 4.6 個百分點，EPS 0.52 元，季減 21.1%，相較前次下修 8.3%。

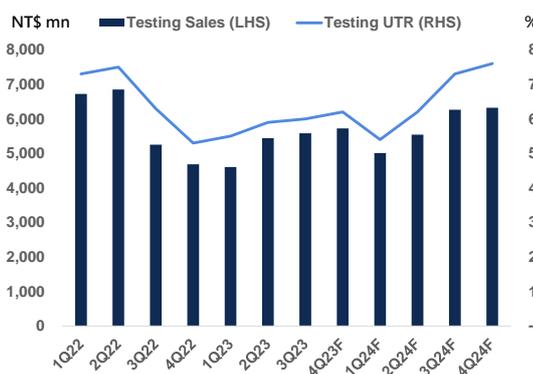
展望 2024 年，管理層預期 1Q24 將會是今年谷底，全年營收預期將會微幅成長，不過獲利表現將因電費以及生產成本上升將較有壓力，而資本支出將會相對謹慎，預估將會控制在營收之 15% 以下，折舊費用則預計自 4Q23 開始每季將會增加 1~3%。本中心預期 1H24 記憶體業務將隨台股模組廠客戶拉貨動能回升之下將持續成長，不過將受 DDI 進入傳統淡季且客戶拉貨力道趨緩所抵銷。而 2H24 在終端需求回溫帶動客戶拉貨動能回升之下，預估整體 UTR 將會有所回升，預估全年營收將年增 8.4%，主要成長動能來自 OLED 以及記憶體訂單回升，毛利率年增 4.2 個百分點至 20.8%，EPS 3.96 元，年增 52.1%。

圖 4：2024 年第 1 季預估與市場共識比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	4,605	5,725	5,011	-12.5%	8.8%	5,169	5,212	-3.1%	-3.9%
營業毛利	570	1,150	777	-32.5%	36.3%	790	820	-1.7%	-5.2%
營業利益	185	715	406	-43.1%	118.9%	427	411	-4.8%	-1.1%
稅前利益	229	578	464	-19.8%	102.5%	508	503	-8.8%	-7.9%
稅後淨利	202	482	380	-21.2%	87.8%	411	411	-7.5%	-7.5%
調整後 EPS (元)	0.28	0.66	0.52	-21.1%	87.8%	0.57	0.56	-8.3%	-7.5%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>			<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	12.4%	20.1%	15.5%	-4.6	3.1	15.3%	15.7%	0.2	-0.2
營業利益率	4.0%	12.5%	8.1%	-4.4	4.1	8.3%	7.9%	-0.2	0.2
稅後純益率	4.4%	8.4%	7.6%	-0.8	3.2	8.0%	7.9%	-0.4	-0.3

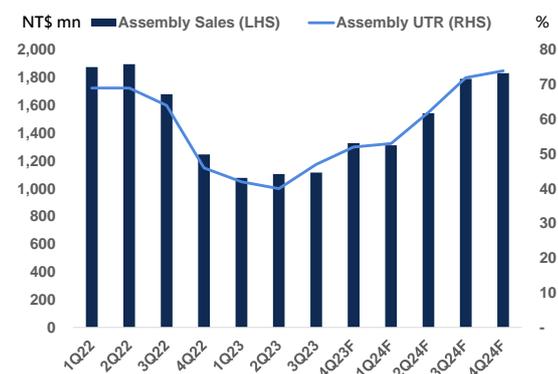
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 5：Testing 稼動率與營收預估



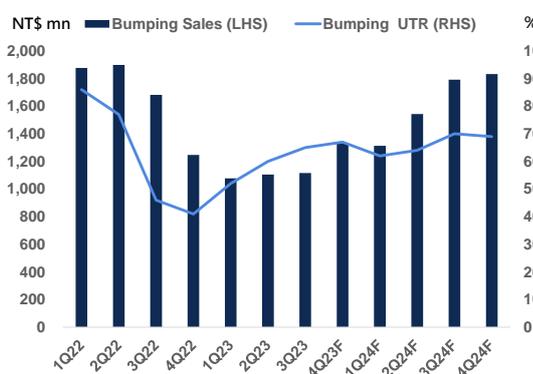
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：Assembly 稼動率與營收預估



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：Bumping 稼動率與營收預估



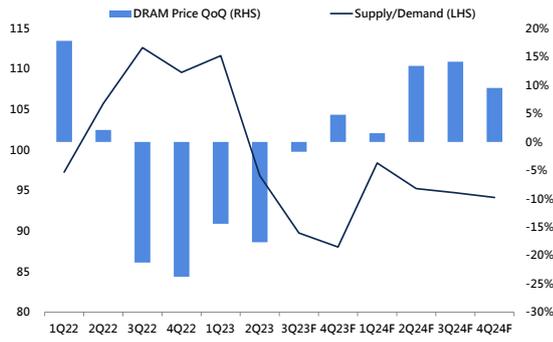
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：LCD Driver 稼動率與營收預估



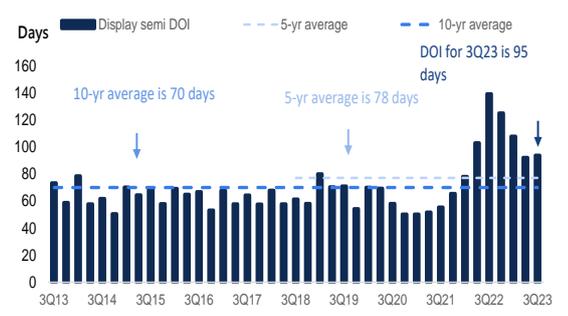
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：DRAM 漲價預估延續至 4Q24



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：3Q23 Driver IC 庫存已顯著下降



資料來源：公司資料、元大投顧

## 產業概況

### 消費性電子應用仍為大宗，車用及 AMOLED 為長線動能

短期本中心預期南茂仍將持續受消費性電子需求疲弱以及客戶庫存調整影響。惟基於 1) 車用 DDI；2) 大容量車用/工控 NOR 需求，預期車用工控營收於明後年持續成長雙位數，此外，我們亦樂觀看待 AMOLED 於手機及 IT 滲透，有利高階測試需求上升。

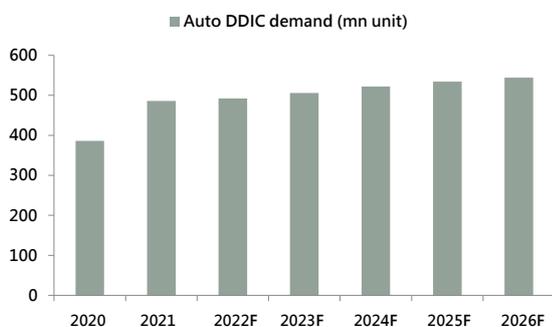
### 車用/工控記憶體與 DDI 長期成長無虞

車用 DDI 市場持續成長(圖 11)以及 TV/IT 持續朝高解析度升級，將可提供南茂晶圓測試及金凸塊業務長期的成長動能。觀察 2018~2021 年車用/工控營收年複合成長率達 30%，其中車用/工控記憶體營收比重已達 10%，受惠於 NOR 大客戶大容量產品，根據 Omdia 預估，256Mb 以上大容量 NOR Flash 產值占比將從 2020 年的 25% 提升至 2025 年的 41% (圖 12)，我們樂觀看待旺宏與華邦電為避開競爭激烈的中低容量市場，持續提供南茂穩定大容量 NOR Flash 訂單。車用 DDI 方面，雖然目前佔營收僅 5%，然看好兩大 DDI 主要客戶(車用 DDI 合計市佔率達 7 成)將持續貢獻車用 TDDI/OLED 訂單，每年相關營收可維持雙位數成長。

### TDDI 已飽和，AMOLED 接棒成長

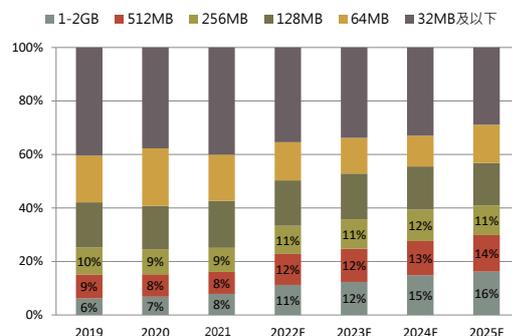
本中心預估 2024 手機 AMOLED 滲透率將提升至 58% (圖 13) 抵消 TDDI 衰退的態勢。而近期興起的 Ramless AMOLED DDI 測試時間亦僅較一般型 AMOLED DDI 縮短 20~30%，2023~2024 年公司將受惠於 AMOLED 於中低階手機滲透率持續上升，而 2024 年後隨面板廠 G8.5/8.7 以上代線建置成熟後，OLED 於 NB/DT 應用將逐漸上升，預期公司將於 2024 年逐步開出高階測試新產能以因應長期需求。

圖 11：2021-26 年車用 DDI 市場 CAGR 達 6%



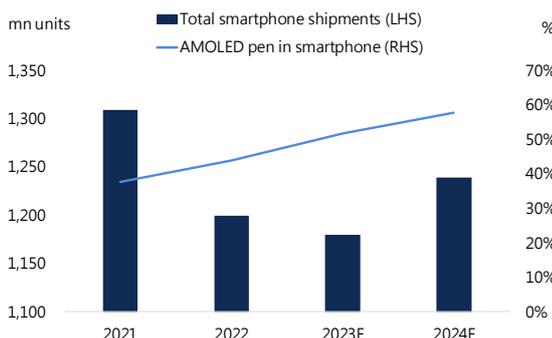
資料來源：Omdia、元大投顧預估

圖 12：256MB 以上大容量 NOR 漸成主流



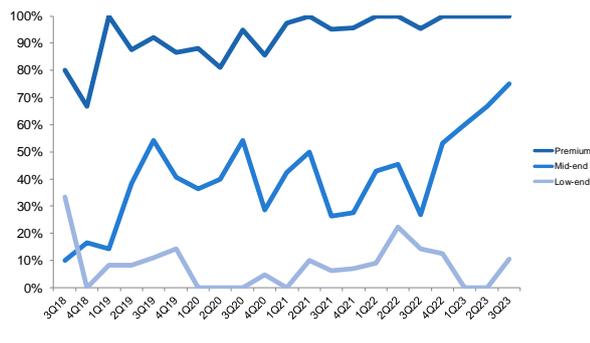
資料來源：Omdia、元大投顧預估

圖 13：2024 年 AMOLED 手機滲透率將至 58%



資料來源：元大投顧預估

圖 14：中低階 OLED 手機滲透率仍有提升空間



資料來源：元大投顧預估

## 獲利調整與股票評價

### 雖下修 2024 年 EPS 5%，但營運復甦趨勢不變，重申買進評等

此次下修 2024 年 EPS 5%，主因 DDI 補庫存力道較預期疲弱。不過本中心重申對南茂 2024 年營運正向看法，係因 1) DDIC 設計客戶庫存調整已進入尾聲；2) 記憶體業務復甦將於 2H24 更加明確，且公司客戶多為國內原廠與模組廠，因此較不受一線原廠減產持續影響。

目前南茂評價交易於 1.3 倍 2024 年每股淨值，低於國內/國外同業之 1.9 倍/1.8 倍，處於近十年 0.8~1.9 倍中緣水位，我們認為目前評價仍具中長期吸引力，係因明年評價將受惠於兩大正面因子 1) DRAM 漲價(圖 9)；2) 2H24 DDI 廠商拉貨動能回溫，其中 DRAM 合約價將率先於 1Q24 進入起漲期，因此上修目標本淨比自 1.4 倍至 1.5 倍，並採 2024 年每股淨值 34.5 元，目標價至 52 元，重申買進評等。

圖 15：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	23,146	23,775	24,945	24,950	-2.6%	0.0%
營業毛利	4,802	4,893	5,798	5,798	-1.9%	0.0%
營業利益	3,190	3,341	4,207	4,255	-4.5%	-1.1%
稅前利益	3,512	3,740	4,427	4,628	-6.1%	-4.3%
稅後淨利	2,880	3,030	3,984	4,144	-4.9%	-3.9%
調整後 EPS (元)	3.96	4.17	5.48	5.70	-5.0%	-3.9%
<b>重要比率 (%)</b>					<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	20.7%	20.6%	23.2%	23.2%	0.1	0.0
營業利益率	13.8%	14.1%	16.9%	17.1%	-0.3	-0.2
稅後純益率	12.4%	12.7%	16.0%	16.6%	-0.3	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：12 個月預期股價淨值比與 UTR 區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
南茂	8150 TT	買進	44.0	1,000	2.60	3.96	5.48	16.9	11.1	8.0	(43.8)	52.1	38.3
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	30.0	8,157	1.4	2.1	2.8	21.6	14.7	--	(55.5)	47.1	--
長電科技	600584 CH	未評等	24.5	6,354	0.8	1.5	1.9	29.5	16.8	13.1	(54.3)	75.8	28.3
通富微電	002156 CH	未評等	21.8	4,611	0.1	0.5	0.9	152.5	40.4	25.2	(61.4)	277.7	60.5
天水華天	002185 CH	未評等	8.6	3,105	0	0.1	0.2	309.7	81.0	39.3	(88.2)	282.2	106.4
晶方科技	603005 CH	未評等	16.8	1,629	0.3	0.5	0.7	52.1	35.7	26.1	(7.6)	45.9	36.7
國外同業平均					0.5	0.9	1.3	113.1	37.7	25.9	(53.4)	145.7	58.0
國內同業													
日月光投控	3711 TT	持有-超越 同業	139.0	18,773	7.4	9.6	12.7	18.8	14.5	10.9	(49.1)	29.8	32.5
力成	6239 TT	買進	146.5	3,266	10.7	10.9	16.6	13.7	13.5	8.8	(7.8)	1.6	52.4
京元電	2449 TT	持有-超越 同業	93.5	3,277	4.6	6.2	7.6	20.2	15.2	12.4	(17.2)	33.3	22.7
頤邦	6147 TT	買進	71.6	1,744	5.3	6.4	8.8	13.5	11.2	8.2	(36.7)	20.1	37.4
國內同業平均					7.0	8.3	11.4	16.5	13.6	10.1	(27.7)	21.2	36.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 19：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
南茂	8150 TT	買進	44.0	1,000	7.9	11.9	15.1	32.02	34.53	37.87	1.4	1.3	1.2
國外同業													
Amkor	AMKR US	未評等	30.0	8,157	--	--	--	--	--	--	--	--	--
長電科技	600584 CH	未評等	24.5	6,354	6.1	9.7	11.1	12.9	16.0	17.8	1.9	1.5	1.4
通富微電	002156 CH	未評等	21.8	4,611	1.7	5.4	8.1	9.3	9.7	10.4	2.4	2.2	2.1
天水華天	002185 CH	未評等	8.6	3,105	1.5	3.0	4.9	5.0	5.2	5.4	1.7	1.7	1.6
晶方科技	603005 CH	未評等	16.8	1,629	5.1	7.0	8.6	--	--	--	--	--	--
國外同業平均					3.6	6.3	8.2	9.0	10.3	11.2	2.0	1.8	1.7
國內同業													
日月光投控	3711 TT	持有-超越 同業	139.0	18,773	10.0	12.8	15.7	76.1	81.7	89.2	1.8	1.7	1.6
力成	6239 TT	買進	146.5	3,266	12.3	12.4	17.0	66.4	69.5	79.3	2.2	2.1	1.9
京元電	2449 TT	持有-超越 同業	93.5	3,277	14.8	18.1	20.3	32.6	35.7	39.3	2.9	2.6	2.4
頤邦	6147 TT	買進	71.6	1,744	7.5	8.6	11.3	54.9	57.5	60.7	1.3	1.2	1.2
國內同業平均					11.2	13.0	16.1	57.5	61.1	67.1	2.1	1.9	1.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 20：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	5,011	5,545	6,266	6,324	5,672	6,287	6,384	6,602	23,146	24,945
銷貨成本	4,234	4,524	4,797	4,790	4,542	4,833	4,851	4,921	(18,344)	(19,147)
營業毛利	777	1,021	1,469	1,535	1,131	1,454	1,533	1,681	4,802	5,798
營業費用	399	410	451	455	362	392	389	393	(1,716)	(1,694)
營業利益	406	638	1,042	1,104	794	1,085	1,169	1,313	3,190	4,207
業外利益	58	69	98	98	82	135	152	167	322	220
稅前純益	464	707	1,140	1,202	876	1,220	1,321	1,480	3,512	4,427
所得稅費用	(83)	(127)	(205)	(216)	(158)	(220)	(238)	(266)	(632)	(444)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	380	580	935	985	718	1,000	1,083	1,214	2,880	3,984
調整後每股盈餘(NT\$)	0.52	0.80	1.29	1.36	0.99	1.38	1.49	1.67	3.96	5.48
調整後加權平均股數(百萬股)	727	727	727	727	727	727	727	727	727	727
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	15.5%	18.4%	23.5%	24.3%	19.9%	23.1%	24.0%	25.5%	20.7%	23.2%
營業利益率	8.1%	11.5%	16.6%	17.5%	14.0%	17.3%	18.3%	19.9%	13.8%	16.9%
稅前純益率	9.3%	12.8%	18.2%	19.0%	15.4%	19.4%	20.7%	22.4%	15.2%	17.8%
稅後純益率	7.6%	10.5%	14.9%	15.6%	12.7%	15.9%	17.0%	18.4%	12.4%	16.0%
有效所得稅率	17.9%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	10.0%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	-12.5%	10.7%	13.0%	0.9%	-10.3%	10.8%	1.5%	3.4%		
營業利益	-43.1%	57.1%	63.3%	6.0%	-28.1%	36.6%	7.7%	12.3%		
稅後純益	-21.2%	52.6%	61.2%	5.3%	-27.1%	39.3%	8.3%	12.1%		
調整後每股盈餘	-21.1%	52.5%	61.3%	5.4%	-27.1%	39.3%	8.3%	12.1%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	8.8%	1.9%	12.3%	10.5%	13.2%	13.4%	1.9%	4.4%	8.4%	7.8%
營業利益	118.9%	22.4%	113.9%	54.6%	95.6%	70.1%	12.2%	18.9%	67.2%	31.9%
稅後純益	87.8%	-7.7%	61.0%	104.4%	88.9%	72.4%	15.8%	23.2%	52.1%	38.3%
調整後每股盈餘	87.8%	-7.8%	61.0%	104.5%	88.9%	72.6%	15.8%	23.1%	52.1%	38.3%

資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

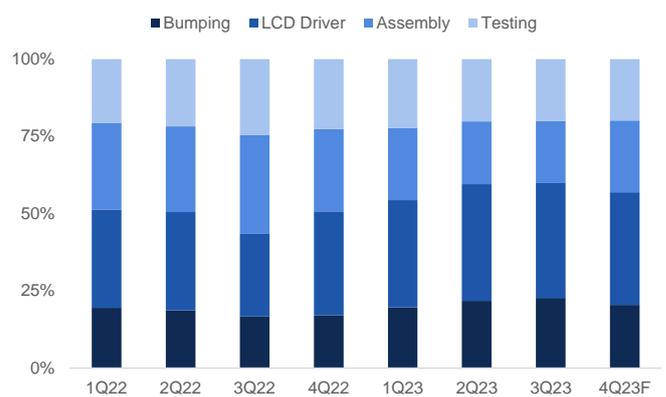
南茂成立於 1997 年，主要業務包含驅動 IC (DDI)與記憶體(Memory)，少部分混和信號產品(Mixed signal)。DDI 方面，公司提供 COF/COG 及金凸塊(Gold Bump)製作，目前在 Gold Bump DDIC 全球市佔率約 15~20%，僅次於頤邦。記憶體業務則包含 DRAM、NOR Flash、NAND Flash 等。主要 DDI 客戶包含聯詠(3034 TT；持有)、Himax 等，記憶體客戶則包含 Micron、南亞科(2408 TT；持有)、旺宏(2337 TT；持有)、華邦電等。廠房分佈於竹科、竹北、台南、湖口；在大陸上海則是設立宏茂微電子，從事記憶體及混合訊號產品封裝及測試。

圖 21：DDR4 價格與本淨比連動性高



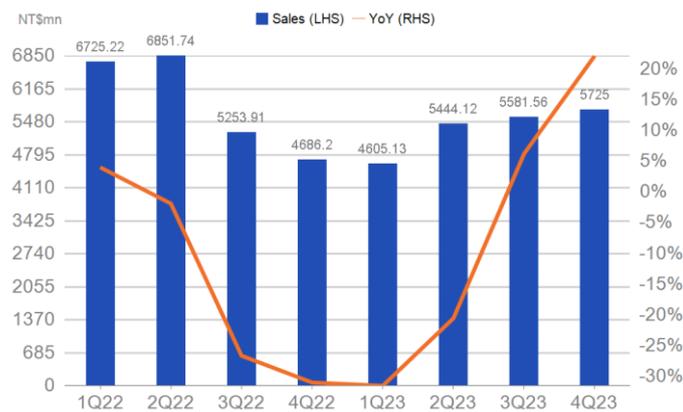
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：營收組成



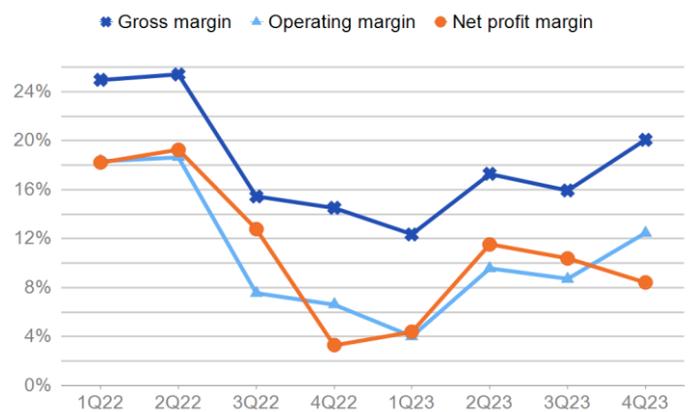
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



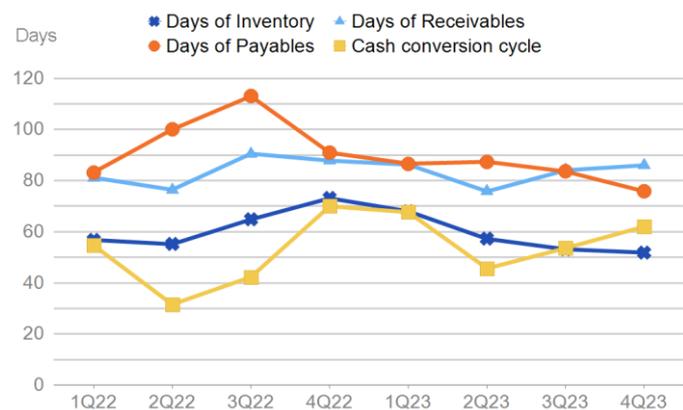
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



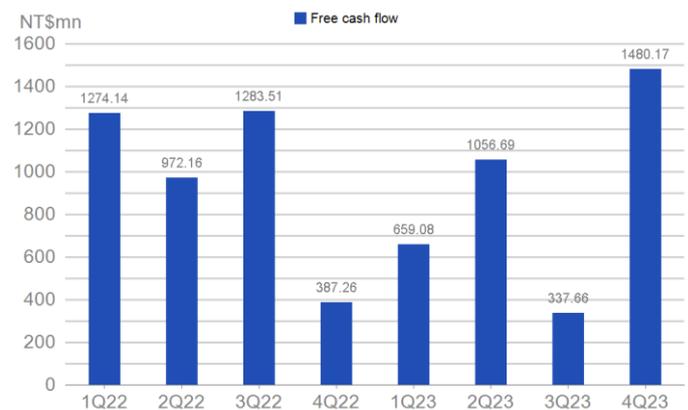
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

## ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：南茂科技整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於微幅領先的位置，但在半導體設計與製造行業的公司中排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：南茂科技的整體曝險屬於中等水準，但略差於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資源、資源使用、商業道德等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：南茂科技在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。在產業中其重大的 ESG 政策與規劃皆遵循最佳方法。此外，南茂沒有捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 27：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	22.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	54.1
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	63.2
風險評級	中 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	43

資料來源：Sustainalytics (2024/2/22)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

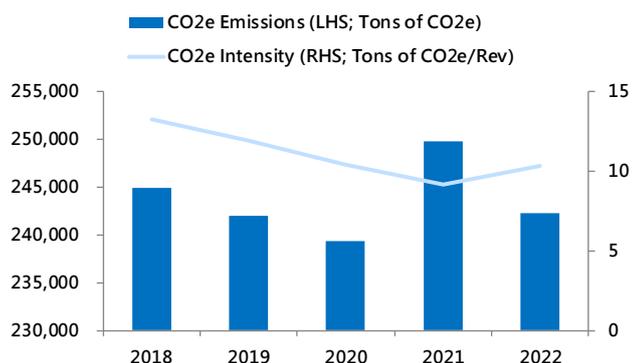
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級： 極低 (0-10) 低 (10-20) 中 (20-30) 高 (30-40) 極高 (40+)

註 3：曝險分數評級： 低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

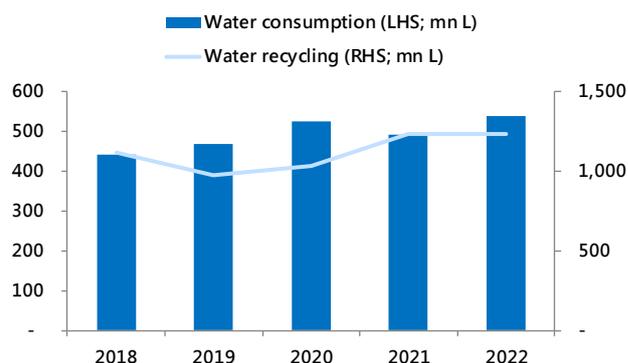
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 28：二氧化碳排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 29：水資源利用



資料來源：公司資料、Reuters

## 資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	5,906	9,897	10,756	13,688	17,494
存貨	3,207	3,210	2,702	2,828	2,906
應收帳款及票據	6,345	4,382	5,263	5,813	6,069
其他流動資產	1,027	864	528	528	528
<b>流動資產</b>	<b>16,485</b>	<b>18,352</b>	<b>19,295</b>	<b>22,904</b>	<b>27,043</b>
採用權益法之投資	3,900	4,353	4,431	4,431	4,431
固定資產	20,111	20,446	18,746	16,999	15,306
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	2,026	1,791	1,368	1,368	1,368
<b>非流動資產</b>	<b>26,037</b>	<b>26,591</b>	<b>24,544</b>	<b>22,797</b>	<b>21,104</b>
<b>資產總額</b>	<b>42,523</b>	<b>44,943</b>	<b>43,839</b>	<b>45,701</b>	<b>48,147</b>
應付帳款及票據	1,012	561	711	744	765
短期借款	732	0	2,263	2,263	2,263
什項負債	5,437	5,768	3,247	3,247	3,247
<b>流動負債</b>	<b>7,182</b>	<b>6,329</b>	<b>6,222</b>	<b>6,255</b>	<b>6,275</b>
長期借款	9,367	12,445	12,914	12,914	12,914
其他負債及準備	1,589	1,357	1,419	1,419	1,419
<b>長期負債</b>	<b>10,955</b>	<b>13,802</b>	<b>14,333</b>	<b>14,333</b>	<b>14,333</b>
<b>負債總額</b>	<b>18,137</b>	<b>20,131</b>	<b>20,555</b>	<b>20,588</b>	<b>20,608</b>
股本	7,272	7,272	7,272	7,272	7,272
資本公積	6,064	6,065	6,065	6,065	6,065
保留盈餘	10,811	11,234	9,782	11,621	14,052
什項權益	238	241	165	165	165
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>24,386</b>	<b>24,812</b>	<b>23,284</b>	<b>25,123</b>	<b>27,554</b>
非控制權益	0	0	0	0	0
<b>股東權益總額</b>	<b>24,386</b>	<b>24,812</b>	<b>23,284</b>	<b>25,113</b>	<b>27,539</b>

資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	5,059	3,372	1,893	2,880	3,984
折舊及攤提	4,634	4,752	4,847	5,137	5,488
本期營運資金變動	(2,040)	1,507	(222)	(644)	(313)
其他營業資產 及負債變動	(334)	(1,015)	(241)	0	0
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>7,320</b>	<b>8,616</b>	<b>6,277</b>	<b>7,373</b>	<b>9,190</b>
資本支出	(5,882)	(4,699)	(3,107)	(3,400)	(3,800)
本期長期投資變動	629	453	0	0	0
其他資產變動	(763)	(816)	(241)	0	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(6,015)</b>	<b>(5,062)</b>	<b>(3,052)</b>	<b>(3,400)</b>	<b>(3,800)</b>
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	2,384	3,782	1,182	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,600)	(3,127)	(1,673)	(1,041)	(1,584)
其他調整數	(290)	(238)	(241)	0	0
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>494</b>	<b>417</b>	<b>(705)</b>	<b>(1,041)</b>	<b>(1,584)</b>
匯率影響數	(6)	19	12	0	0
<b>本期產生現金流量</b>	<b>1,793</b>	<b>3,990</b>	<b>2,532</b>	<b>2,932</b>	<b>3,806</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>1,438</b>	<b>3,917</b>	<b>3,170</b>	<b>3,973</b>	<b>5,390</b>

資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入</b>	<b>27,400</b>	<b>23,517</b>	<b>21,356</b>	<b>23,146</b>	<b>24,945</b>
銷貨成本	(20,146)	(18,605)	(17,807)	(18,344)	(19,147)
<b>營業毛利</b>	<b>7,254</b>	<b>4,912</b>	<b>3,549</b>	<b>4,802</b>	<b>5,798</b>
營業費用	(1,817)	(1,825)	(1,727)	(1,716)	(1,694)
推銷費用	(74)	(128)	(127)	(141)	(122)
研究費用	(1,139)	(1,159)	(1,096)	(1,144)	(1,104)
管理費用	(604)	(539)	(418)	(431)	(421)
其他費用	0	0	0	0	0
<b>營業利益</b>	<b>5,562</b>	<b>3,217</b>	<b>1,908</b>	<b>3,190</b>	<b>4,207</b>
利息收入	10	57	185	171	158
利息費用	(132)	(153)	(231)	(219)	(219)
利息收入淨額	(122)	(96)	(46)	(48)	(61)
投資利益(損失)淨額	626	454	309	370	354
匯兌損益	(89)	448	273	0	167
其他業外收入(支出)淨額	59	5	(176)	0	(240)
稅前純益	6,036	4,028	2,268	3,512	4,427
所得稅費用	(977)	(656)	(375)	(632)	(444)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>5,059</b>	<b>3,372</b>	<b>1,893</b>	<b>2,880</b>	<b>3,984</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	10,791	8,922	6,756	8,327	9,695
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>6.96</b>	<b>4.64</b>	<b>2.60</b>	<b>3.96</b>	<b>5.48</b>

資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	19.1	(14.2)	(9.2)	8.4	7.8
營業利益	56.0	(42.2)	(40.7)	67.2	31.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	47.6	(17.3)	(24.3)	23.3	16.4
稅後純益	113.7	(33.3)	(43.9)	52.1	38.3
調整後每股盈餘	113.7	(33.3)	(43.8)	52.1	38.3
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	26.5	20.9	16.6	20.8	23.2
營業利益率	20.3	13.7	8.9	13.8	16.9
稅前息前淨利率	21.6	16.5	8.9	13.8	16.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	39.4	37.9	31.6	36.0	38.9
稅前純益率	22.0	17.1	10.6	15.2	17.8
稅後純益率	18.5	14.3	8.9	12.4	16.0
資產報酬率	13.0	7.7	4.3	6.4	8.5
股東權益報酬率	22.4	13.7	7.9	11.9	15.1
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	74.4	81.1	88.3	82.0	74.8
淨負債權益比 (%)	17.2	10.3	18.8	5.8	(8.6)
利息保障倍數 (倍)	46.7	27.3	8.3	14.6	19.2
流動比率 (%)	229.6	290.0	310.1	366.2	430.9
速動比率 (%)	182.8	237.3	257.5	311.8	375.5
淨負債 (NT\$百萬元)	4,192	2,548	4,374	1,443	(2,363)
調整後每股淨值 (NT\$)	33.53	34.12	32.02	34.53	37.87
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	6.3	9.5	16.9	11.1	8.0
股價自由現金流量比	22.2	8.2	10.1	8.1	5.9
股價淨值比	1.3	1.3	1.4	1.3	1.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.0	3.6	4.7	3.8	3.3
股價營收比	1.2	1.4	1.5	1.4	1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估；註：負債為短期債加上長期債。

## 附錄：重要揭露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 南茂 (8150 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

#### — 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210810	54.00	61.00	51.89	持有-超越同業	林凱威
2	20210906	59.00	62.00	52.74	持有-超越同業	林凱威
3	20211108	46.90	50.00	42.53	持有-超越同業	林凱威
4	20220225	52.00	57.00	48.49	持有-超越同業	劉誠新
5	20220505	48.15	55.00	46.78	持有-超越同業	林凱威
6	20220805	34.20	32.00	30.11	持有-超越同業	劉誠新
7	20221213	33.25	29.00	27.29	持有-超越同業	劉誠新
8	20230224	37.00	39.00	36.70	持有-超越同業	劉誠新
9	20230505	37.60	43.00	40.46	買進	劉誠新
10	20230804	35.70	48.00	48.00	買進	劉誠新
11	20231103	42.10	50.00	50.00	買進	劉誠新

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 投資評等說明

**買進：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

**持有-超越同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**持有-落後同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**賣出：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

**評估中：**本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

**限制評等：**為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.