

南亞科 (2408 TT) Nanya Tech

短期營運缺乏亮點，惟漲價趨勢不變

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$90.0

收盤價 (2024/04/10) : NT\$70.2
隱含漲幅 : 28.2%

營收組成 (4Q23)

消費性 65%/伺服器 5%/PC 20%/其他 10%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	90.0	90.0
2024年營收 (NT\$/十億)	52.1	51.6
2024年EPS	0.9	1.5

交易資料表

市值	NT\$217,490百萬元
外資持股比率	15.4%
董監持股比率	29.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$55.04
負債比	13.2%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	56,952	29,892	52,121	67,736
營業利益	11,002	-14,460	1,579	13,542
稅後純益	14,619	-7,440	2,881	11,648
EPS (元)	4.72	-2.40	0.93	3.76
EPS YoY (%)	7.5	--	--	304.4
本益比 (倍)	14.9	--	75.5	18.7
股價淨值比 (倍)	1.2	1.3	1.3	1.2
ROE (%)	8.3	-8.0	1.7	6.6
現金殖利率 (%)	3.0%	0	0.8%	3.2%
現金股利 (元)	2.13	0	0.56	2.26

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ 南亞科公告 1Q24 毛利率季增 10.7 個百分點至-2.9%，量價改善下預估 2Q24 毛利率將回升至 11.6%，維持 2H24 本業由虧轉盈預期。
- ◆ 2H24 起 1B 製程逐步量產下，DDR5 將於 2H24 加入營運貢獻，管理層維持今年整體位元出貨量將成長>20%之預期。
- ◆ 基於 DRAM 市況改善及 DDR5 營運貢獻符合預期，目標價維持 90 元 (1.6x 2024F BVPS NT\$55)，重申買進。

1Q24 本業獲利持續改善，惟幅度低於預期

1Q24 營收 95 億元，其中 ASP/位元出貨量季增高個位數/低個位數，毛利率季增 10.7 個百分點至-2.9%，DDR3/4 價格改善趨勢未變不過幅度較本中心原先預期低(圖 3、4)，EPS-0.39 元，優於本中心/市場預期之-0.52/-0.48 元，主因所得稅利益 3.35 億元，略優於預期。

管理層維持 2024 年正向展望，DDR5 新品將加入營運貢獻

1Q24 南亞科位元出貨量季增低個位數與 Micron FY2Q24 (2023/12-2024/2) 相當，且管理層同時指出中國客戶(~20%營收比重)需求並未顯著復甦，反映出整體消費性電子(如 PC/網通)需求僅緩步回溫，亦使 2Q24 南亞科位元出貨量估計僅將持平~略為增加。然而，儘管客戶拉貨復甦低於預期，2Q24 漲價幅度有望優於 1Q24 之高個位數，反映出議價能力逐步上升，預估 2Q24 營收季增 13%/年增 53%，毛利率/營益率分別季增 15/18 個百分點至 11.6%/-13.2%，預估 EPS-0.15 元。展望 2H24，本中心仍預期營運逐季轉佳，係因 1) 漲價趨勢持續，尤其三大廠持續將產能轉至 DDR5/HBM，DDR3/4 產能排擠效應將加劇，因此預估南亞科 2-4Q24 合約價漲幅為 9%/15%/8%；2) DDR5 16GB 新品將於 2H24 貢獻，有助 ASP/毛利改善。

2H24 由虧轉盈預期不變，重申買進評等

此次下修 2024/2025 年 EPS 36.7%/16.6%至 0.93/3.76 元，考量到 1) 消費性需求復甦緩慢將抑制稼動率表現；2) 調高 2024 年費用率 0.4 個百分點至 21.3%。儘管此次法說會缺乏亮點，評估公司營運仍在改善初期，基於 1) 整體 DRAM 產業庫存於 1H24 將降至健康水準，仍樂觀看待 2H24 出貨量逐步轉佳；2) DRAM 報價仍在起漲階段，因此維持買進評等，目標價 90 元，係根據 1.6 倍目標本淨比、2024 年預估 BVPS 55 元。

營運分析

1Q24 雖本業獲利持續改善，不過幅度低於預期

南亞科 1Q24 營收 95 億元，季增 9%/年增 48%，其中 1) 平均售價(ASP)季增高個位數(+7%~9%)；2) 位元出貨量(Bit Shipments)季增低個位數(+1%~+3%)，在量價皆改善下，毛利率季增 10.7 個百分點至-2.9%。營業費用金額高於本中心預期 11%，主因投入 1B 製程研發費用較高，營業利益率-30.7%，較 4Q23 之-46.5%有所改善，EPS 達-0.39 元，優於本中心/市場預期之-0.52/-0.48 元，主因所得稅利益 3.35 億元，略優於預期。

圖 1：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	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	6,425	8,704	9,503	9.2%	47.9%	8,708	9,769	9.1%	-2.7%
營業毛利	-554	-1,188	-277	--	--	-316	940	--	--
營業利益	-2,885	-4,050	-2,918	--	--	-2,693	-2,525	--	--
稅前利益	-2,112	-3,530	-1,543	--	--	-2,029	-1,777	--	--
稅後淨利	-1,685	-2,480	-1,209	--	--	-1,617	-1,500	--	--
調整後 EPS (元)	-0.54	-0.80	-0.39	--	--	-0.52	-0.48	--	--
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	-8.6%	-13.7%	-2.9%	10.7	5.7	-3.6%	9.6%	0.7	-12.5
營業利益率	-44.9%	-46.5%	-30.7%	15.8	14.2	-30.9%	-25.8%	0.2	-4.9
稅後純益率	-26.2%	-28.5%	-12.7%	15.8	13.5	-18.6%	-15.4%	5.9	2.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2Q24 在價量持續改善之下預估 EPS 回升至-0.15 元

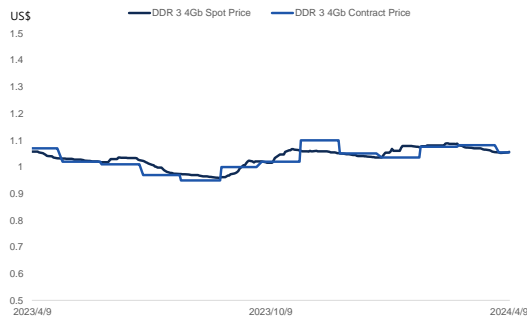
展望 2Q24，在供給持續限縮之下，DRAM 報價將維持漲勢，不過因整體消費性需求未明顯復甦，出貨量將本中心原先預期低。預估 2Q24 南亞科營收將季增 13%/年增 53%至 107.4 億元，其中預估 ASP 將季增高個位數，出貨量則季增低個位數。毛利率季增 14.6 個百分點至 11.6%，營業利益綠-13.2%，調升營業費用主因用於 1B 之研發費用較預期多。EPS -0.15 元。

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	7,027	9,503	10,735	13.0%	52.8%	10,199	11,428	5.3%	-6.1%
營業毛利	-788	-277	1,249	--	--	993	1,892	--	--
營業利益	-3,185	-2,918	-1,413	--	--	-1,357	-941	--	--
稅前利益	-1,920	-1,543	-661	--	--	-654	-246	--	--
稅後淨利	-771	-1,209	-464	--	--	-521	-210	--	--
調整後 EPS (元)	-0.25	-0.39	-0.15	--	--	-0.17	-0.07	--	--
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	-11.2%	-2.9%	11.6%	14.6	22.9	9.7%	16.6%	1.9	-4.9
營業利益率	-45.3%	-30.7%	-13.2%	17.5	32.2	-13.3%	-8.2%	0.1	-4.9
稅後純益率	-11.0%	-12.7%	-4.3%	8.4	6.6	-5.1%	-1.8%	0.8	-2.5

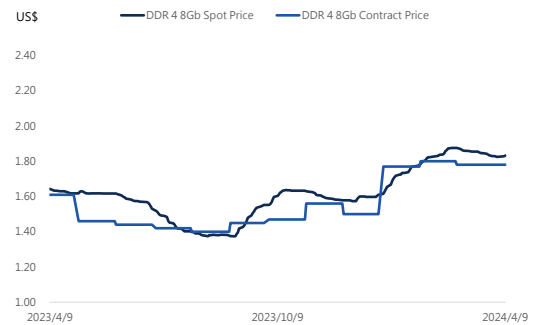
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：DDR3 現貨價年初至今漲勢趨緩



資料來源：Wind、BBG、元大投顧

圖 4：DDR4 現貨價年初至今漲幅約 13.4%



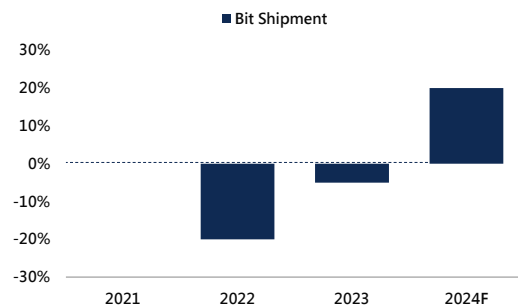
資料來源：Wind、BBG、元大投顧

雖終端需求復甦較預期疲弱，維持 2H24 由虧轉盈之預期

管理層對於 2024 年展望(圖 5)：1) 位元出貨量將成長>20%，減產的閒置損失將於 2H24 起明顯改善，有助毛利率改善；2) 資本支出預計達 260 億元(50% 用於設備支出)，相較上次增加 60 億元，主因 2023 年資本支出遞延。本中心認為本次法說會對於 2Q24 之展望，雖反應終端需求較預期疲弱，不過 3Q23 由虧轉盈之預期不變。此外管理層亦指出 1B 製程有望於 2H24 加入營收貢獻，且維持今年底位元產出比重將達 10%以上之預估。

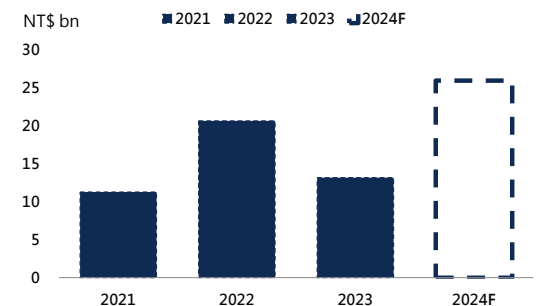
本中心認為未來兩年公司營運重點將首先 1) 滿足既有客戶 DDR3 轉 DDR4 需求；2) 把 DDR5 產品線應用自 PC 拓展至伺服器等其他應用，而非發展與三大廠競爭之 HBM。總體而言，基於 1) DDR3/4 成熟製程產能排擠效應下，利基型 DRAM 報價將逐步轉佳；2) 整體 DRAM 市況將於 2024 年逐步改善；3) DDR5 營收貢獻符合預期，維持 2H24 南亞科本業獲利由虧轉盈預期。

圖 5：2024 年位元銷售量有望成長二十位數



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：2024 年資本支出有望達 260 億元



資料來源：公司資料、元大投顧

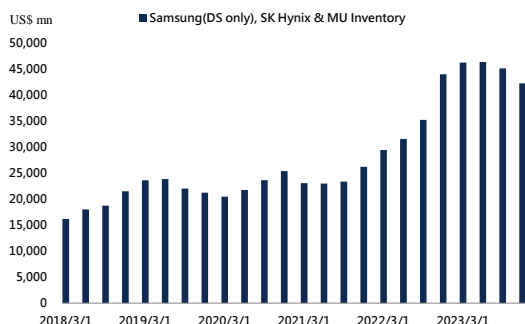
產業概況

庫存降至健康水準需待 2024 年中

本中心觀察矽晶圓廠 SUMCO 記憶體客戶庫存於 3Q23 才開始下降，推測係因 Samsung 於 2-3Q23 擴大減產，以因應持續疲弱之需求。觀察 4Q23 國內外原廠庫存(圖 5、6)：

- Samsung 半導體(DS)部門/SK Hynix/Micron 整體 4Q23 庫存金額季減 6.4%，其中 Micron 因策略性備貨，庫存金額仍季增 1%；其中 SK Hynix 指出 NAND 庫存較 DRAM 高，而 DDR4 等成熟性產品庫存仍處於去化階段。
- 台灣記憶體原廠 4Q23 庫存金額呈現季持平，庫存天數因營運淡季，季增 12 天至 223 天，其中：
 - ✓ 南亞科(2408 TT；買進)：4Q23 庫存金額微幅季減 1.5%，庫存天數季減 7 天至 256 天。
 - ✓ 華邦電(2344 TT；未評等)：因高雄新廠生產下，庫存金額仍季增 2.8%，庫存天數季增持平，預期於 1Q24 庫存金額才將下降。
 - ✓ 旺宏(2337 TT；持有)：雖公司持續減產，不過 NOR 客戶拉貨力道疲弱，庫存金額季持平且庫存天數季應 32 天至 259 天，目前庫存金額中 NOR>ROM>NAND，其中中國與日本客戶庫存去化緩慢，因此營運復甦估計遞延至 2H24。

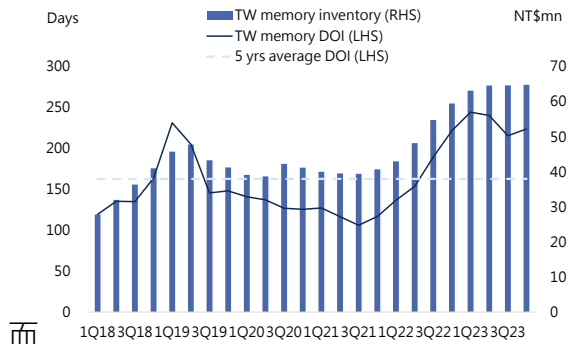
圖 7：記憶體原廠庫存於 4Q23 已逐步改善



資料來源：BBG、元大投顧

*包含 Micron、SK、Samsung DS。

圖 8：台灣原廠 4Q23 庫存呈現季持平



資料來源：TEJ、元大投顧

*包含南亞科、華邦電、旺宏。

原廠投片緩步回升，主要仍集中在 HBM/DDR5

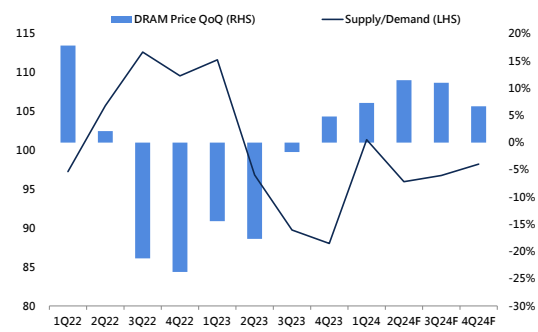
我們觀察 4Q23 各記憶體原廠中，除 SK Hynix 因其具競爭力之 HBM 產品而使 DRAM 業務由虧轉盈外，美光之獲利也由虧轉盈，顯示 DDR5 與 HBM 有效改善獲利，後續現金流之改善將仰賴 1) 資本支出控制；2) 本業復甦：

- 資本支出控制：我們預期 2024 年主要原廠 DRAM/NAND 資本支出將年增 5%/1%，主要用於高階產能(HBM/DDR5)以及既有設備更新。因 1) 原廠自由現金流初轉正；2) 2024 年資本支出與產能擴充將主要集中在 HBM 與高階 DRAM (1 beta)/NAND (232L)產能，我們認為成熟型產品(DDR3/4)產能將受到排擠。
- 本業復甦：考量前述終端需求仍存在不確定性，因此我們評估原廠將致力於維持合約價。

由於原廠目前仍持續降低 DRAM/NAND 庫存，因此舊產能晶圓投片將受限制，預期晶圓投片主要恢復時間點將落在 2H24，2024 年 DRAM/NAND 位元供給成長率 14%/17%。

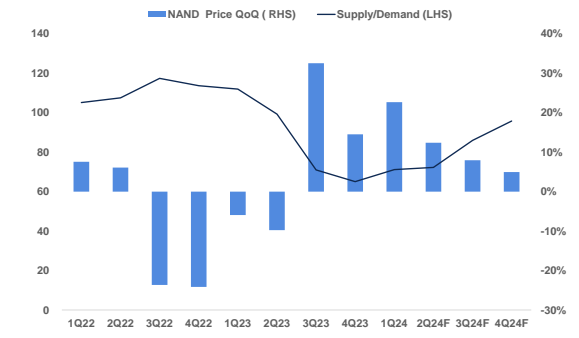
總體而言，我們認為 2024 年記憶體漲價之持續性關鍵在於 1) 大廠產能恢復速度：影響供給恢復速度，我們目前認為發生產能快速恢復機率仍低，尤其是消費型 DRAM 與 NAND；2) 實質需求明顯回溫：若實質需求(美國資訊設備耐久材消費)有明顯回升，我們認為才將帶動 DRAM/NAND 需求提升。因此，我們預期漲價將較為平緩(圖 7、8)。

圖 9：預期 DRAM 供需於 2024 年維持健康



資料來源：元大投顧預估

圖 10：預期 NAND 供需於 2024 年維持健康



資料來源：元大投顧預估

獲利調整與股票評價

DRAM 產業轉佳趨勢不變，維持買進評等

此次下修 2024 年 EPS 37%至 0.93 元，反映毛利率改善進度慢於預期，然維持正向看待 2H24 本業虧轉盈，基於 1) 產能排擠效應下，利基型 DRAM 報價將逐步轉佳；2) 整體 DRAM 市況將逐步改善；3) DDR5 營收貢獻符合預期。

目前南亞科股價約落在 1.3 倍 2024 年每股淨值，高於國內/低於國外同業之 1.1/2.3 倍。基於 1) 產能排擠效應下，利基型 DRAM 報價將逐步轉佳；2) 整體 DRAM 市況將逐步改善；3) DDR5 營收貢獻符合預期。因此維持目標價 90 元(1.6x 2024F BVPS NT\$55.0)，重申買進評等。

圖 11：2024 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	52,121	51,631	67,736	68,017	0.9%	-0.4%
營業毛利	12,687	13,726	26,363	27,626	-7.6%	-4.6%
營業利益	1,579	2,957	13,542	14,769	-46.6%	-8.3%
稅前利益	4,561	5,728	16,581	17,513	-20.4%	-5.3%
稅後淨利	2,881	4,565	11,648	13,959	-36.9%	-16.6%
調整後 EPS (元)	0.93	1.47	3.76	4.51	-36.7%	-16.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	24.3%	26.6%	38.9%	40.6%	-2.2	-1.7
營業利益率	3.0%	5.7%	20.0%	21.7%	-2.7	-1.7
稅後純益率	5.5%	8.8%	17.2%	20.5%	-3.3	-3.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、TEJ、元大投顧預估

圖 13：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
南亞科	2408 TT	買進	70.2	6,796	(2.40)	0.93	3.76	--	75.5	18.7	--	--	304.4
國外同業													
Micron	MU US	未評等	123	98,513	(4.5)	(0.4)	6.6	-	-	18.6	-	-	-
Samsung	005930 KS	未評等	84,100	373,372	1,653	4,655	6,392	50.9	18.1	13.2	(79.5)	181.7	37.3
SK Hynix	000660 KS	未評等	182,900	77,841	(11,108)	10,313	18,037	-	17.7	10.1	-	-	74.9
國外同業平均								50.9	17.9	14.0	(79.5)	181.7	56.1
國內同業													
華邦電	2344 TT	未評等	27.6	3,716	(0.0)	0.8	3.1	-	33.7	8.8	-	-	283.6
旺宏	2337 TT	持有-超越同業	27.9	1,777	(0.9)	(0.0)	0.6	-	-	46.4	-	-	-
國內同業平均			--	--	(0.5)	0.4	1.9	-	33.7	27.6	-	-	283.6

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 14：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
南亞科	2408 TT	買進	70.2	6,796	(8.0)	1.7	6.6	53.88	55.04	58.24	1.3	1.3	1.2
國外同業													
Micron	MU US	未評等	123	98,513	(8.9)	(2.5)	14.1	40.3	38.8	43.8	3.0	3.2	2.8
Samsung	005930 KS	未評等	84,100	373,372	3.2	8.5	11.1	52,393	55,869	60,568	1.6	1.5	1.4
SK Hynix	000660 KS	未評等	182,900	77,841	(13.5)	11.8	17.5	76,684	85,782	99,857	2.4	2.1	1.8
國外同業平均					(6.4)	5.9	14.2				2.3	2.3	2.0
國內同業													
華邦電	2344 TT	未評等	27.6	3,716	2.9	8.8	12.1	22.9	24.6	28.8	1.2	1.1	1.0
旺宏	2337 TT	持有-超越同業	27.9	1,777	(3.4)	(0.1)	2.4	26.0	24.9	25.5	1.1	1.1	1.1
國內同業平均					(0.2)	4.3	7.2	24.5	24.7	27.1	1.1	1.1	1.0

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 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	6,425	7,027	7,736	8,704	9,503	10,735	14,114	17,769	29,892	52,121
銷貨成本	(6,979)	(7,815)	(9,689)	(9,892)	(9,780)	(9,486)	(9,692)	(10,477)	(34,375)	(39,434)
營業毛利	(554)	(788)	(1,953)	(1,188)	(277)	1,249	4,423	7,292	(4,483)	12,687
營業費用	(2,331)	(2,396)	(2,387)	(2,863)	(2,641)	(2,662)	(2,781)	(3,024)	(9,977)	(11,108)
營業利益	(2,885)	(3,185)	(4,340)	(4,050)	(2,918)	(1,413)	1,642	4,268	(14,460)	1,579
業外利益	773	1,264	1,198	521	1,375	752	759	765	3,755	2,982
稅前純益	(2,112)	(1,920)	(3,142)	(3,530)	(1,543)	(661)	2,401	5,033	(10,705)	4,561
所得稅費用	428	1,150	638	1,050	335	197	(714)	(1,497)	3,265	(1,680)
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	(1,685)	(771)	(2,505)	(2,480)	(1,209)	(464)	1,687	3,536	(7,440)	2,881
調整後每股盈餘(NT\$)	(0.54)	(0.25)	(0.81)	(0.80)	(0.39)	(0.15)	0.54	1.14	(2.40)	0.93
調整後加權平均股數(百萬股)	3,098	3,098	3,098	3,098	3,098	3,098	3,098	3,098	3,098	3,097
重要比率										
營業毛利率	-8.6%	-11.2%	-25.2%	-13.7%	-2.9%	11.6%	31.3%	41.0%	-15.0%	24.3%
營業利益率	-44.9%	-45.3%	-56.1%	-46.5%	-30.7%	-13.2%	11.6%	24.0%	-48.4%	3.0%
稅前純益率	-32.9%	-27.3%	-40.6%	-40.6%	-16.2%	-6.2%	17.0%	28.3%	-35.8%	8.8%
稅後純益率	-26.2%	-11.0%	-32.4%	-28.5%	-12.7%	-4.3%	12.0%	19.9%	-24.9%	5.5%
有效所得稅率	--	--	--	--	--	--	29.7%	29.7%	30.5%	36.8%
季增率(%)										
營業收入	-19.2%	9.4%	10.1%	12.5%	9.2%	13.0%	31.5%	25.9%		
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	159.9%		
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	109.6%		
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	109.6%		
年增率(%)										
營業收入	-67.8%	-61.0%	-29.8%	9.4%	47.9%	52.8%	82.4%	104.1%	-47.5%	74.4%
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

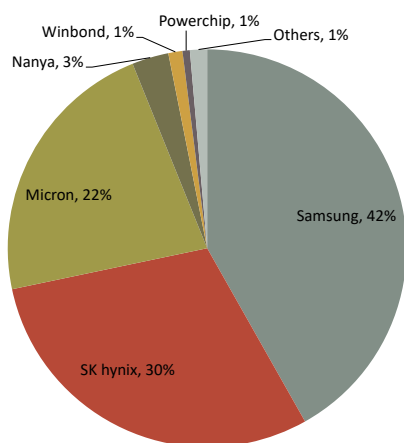
資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

南亞科技成立於 1995 年，近年於全球 DRAM 市佔率約 2~3%，排名穩居第四，公司產品以 DDR3 為主(佔比約 7 成)，其餘為 DDR4，以應用別而言，Specialty DRAM (60~70%；消費性產品為主，如: Router、機上盒與家電等產品，此外車用約 5~10%)、Mobile DRAM (10~15%)、Server DRAM (5~10%)、PC DRAM (15~20%)。公司唯一生產基地為新北泰山 Fab 3A 廠，月產能約 7 萬片。

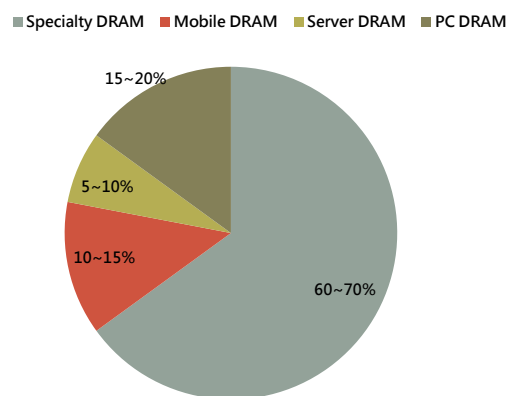
由於 DDR4/5 為長期主流市場，公司將陸續發展 1A/1B 製程，對應三大廠的 1X/1Y 製程技術，公司以新台幣 3,000 億元於 Fab 3A 附近的南林科技園區興建新廠，將分三階段擴建，預計月產能於 2025 年達到滿載 4.5 萬片，製程將包含現有的 1A 以及發展中的 1B/1C/1D。

圖 16：南亞科為全球第四大 DRAM 廠



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：公司產品以消費型 DRAM 為主



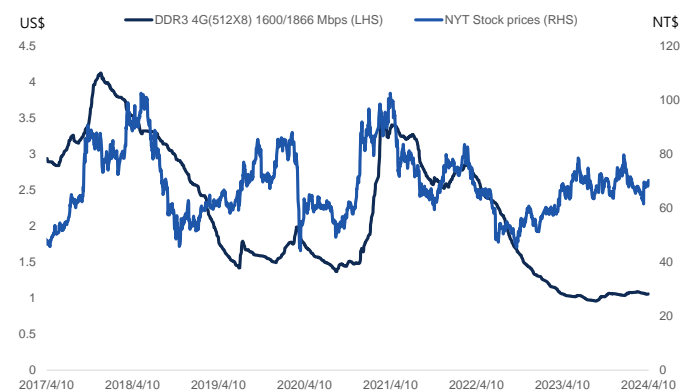
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 18：前十大股東

Name	Holding %
Nan Ya Plastics Corp.	29.29
Formosa Petrochemical Corp.	10.81
Formosa Plastic Group	10.81
Formosa Chemicals And Fibre Corp.	10.81
Cathay Investment Trust	1.93
Black Rock Group	1.41
New Labor Pension Fund	1.2
Vanguard Group	1.01
FIL Ltd	0.89
Nanshan Life Insurance	0.85

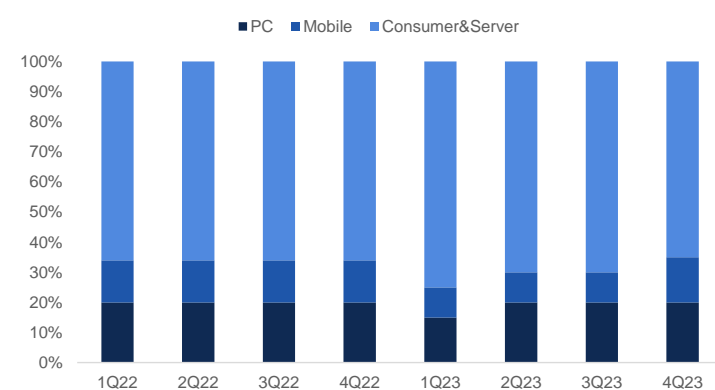
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 19：股價與 DRAM 價格走勢



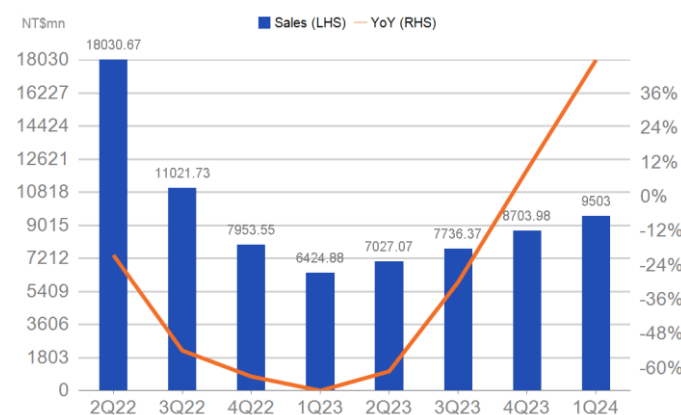
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 20：營收組成



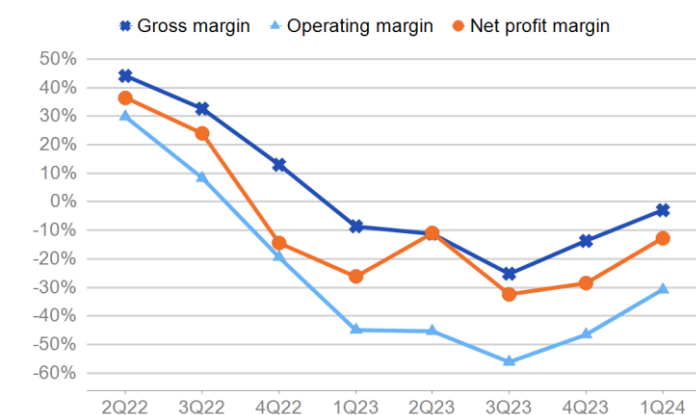
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



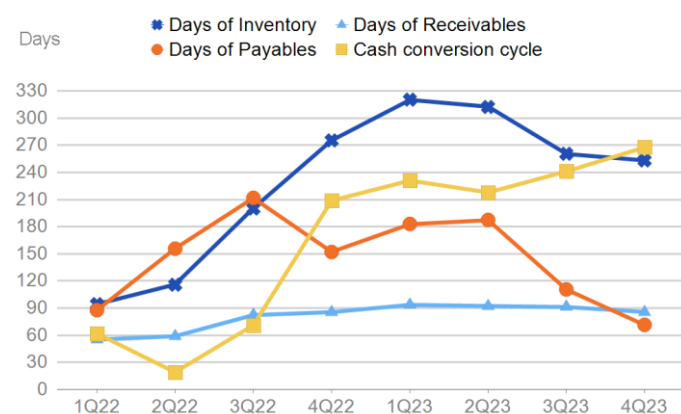
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



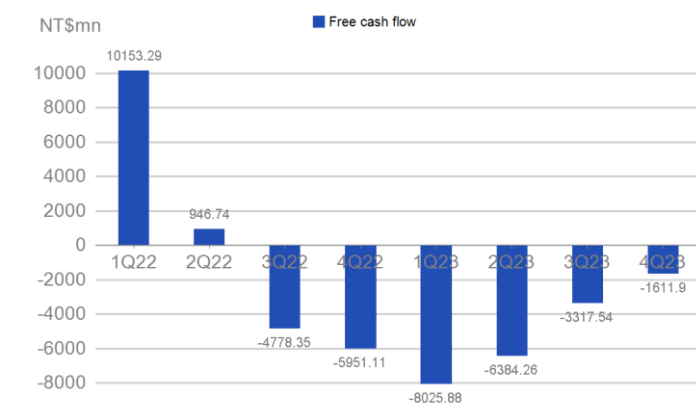
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：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：**南亞科整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在略為領先的位置，但在半導體設計與製造的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**南亞科的整體曝險屬於中等水準，但仍略優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 議題包含原材料使用的效率、商業道德以及人力資源等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**南亞科在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬較佳。主因公司不僅設有多元獎勵辦法，以鼓勵員工提案，近年員工提案件數與相關獎金配發趨勢向上，有利公司風險管理的落實。此外，公司擁有完善吹哨者計畫及供應鏈採購標準，包含解決童工及強迫勞動問題等，更承諾不採購來自剛果的衝突礦物。

圖 25：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	18.8	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	44.5	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	61.8	
風險評級	中	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	12	

資料來源：Sustainalytics (2024/4/10)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

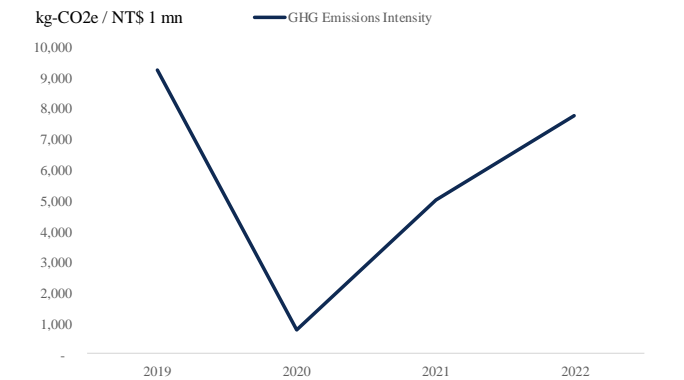
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

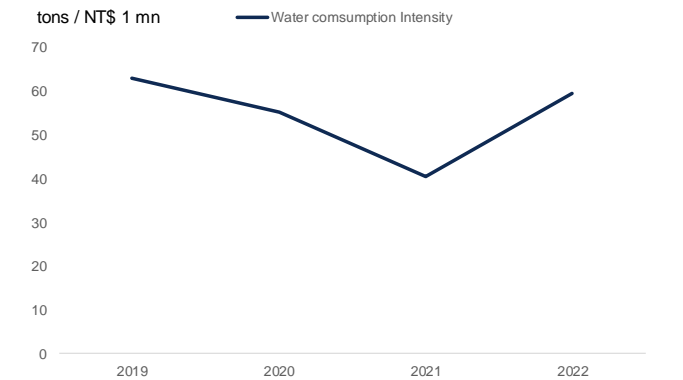
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 26：二氧化碳排放密度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 27：廢水排放密度



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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	80,700	73,593	58,812	59,976	71,565
存貨	11,611	23,384	27,634	20,953	16,679
應收帳款及票據	11,569	4,360	5,236	10,498	11,190
其他流動資產	2,580	4,175	4,827	4,827	4,827
流動資產	106,460	105,512	96,510	96,255	104,262
採用權益法之投資	5,339	5,386	37,831	37,831	37,831
固定資產	76,207	84,897	54,442	58,433	60,730
無形資產	1,014	767	767	767	767
其他非流動資產	2,402	5,674	2,801	2,496	2,190
非流動資產	84,961	96,723	95,841	99,526	101,517
資產總額	191,421	202,236	192,351	195,781	205,779
應付帳款及票據	2,850	5,604	3,443	3,324	3,402
短期借款	0	0	11,181	11,181	11,181
什項負債	12,842	10,575	5,493	5,493	5,493
流動負債	15,692	16,179	20,118	19,999	20,077
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	2,751	5,099	5,309	5,309	5,309
長期負債	2,751	5,099	5,309	5,309	5,309
負債總額	18,443	21,278	25,427	25,308	25,386
股本	30,973	30,981	30,983	30,983	30,983
資本公積	32,805	32,824	32,826	32,826	32,826
保留盈餘	113,317	116,541	102,516	106,065	106,065
什項權益	(4,117)	612	599	599	599
歸屬母公司之權益	172,978	180,958	166,924	170,473	170,473
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	172,978	180,958	166,924	170,473	180,393

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	22,849	14,619	(7,440)	2,881	11,648
折舊及攤提	15,294	15,247	3,854	16,215	17,609
本期營運資金變動	3,195	(4,685)	829	1,300	3,660
其他營業資產 及負債變動	2,770	(4,099)	(1,627)	0	0
營運活動之現金流量	44,107	21,082	577	21,064	32,917
資本支出	(11,260)	(20,711)	(2,189)	(19,900)	(19,600)
本期長期投資變動	179	47	0	0	0
其他資產變動	152	(204)	(1,627)	0	0
投資活動之現金流量	(10,930)	(20,868)	(2,177)	(19,900)	(19,600)
股本變動	1	8	0	0	0
本期負債變動	0	0	2,884	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(4,000)	(11,470)	0	0	(1,728)
其他調整數	939	(309)	(1,627)	0	0
融資活動之現金流量	(3,060)	(11,771)	2,715	0	(1,728)
匯率影響數	(1,143)	4,451	(2,778)	0	0
本期產生現金流量	28,974	(7,107)	(1,662)	1,164	11,589
自由現金流量	32,847	371	(1,612)	1,164	13,317

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	85,604	56,952	29,892	52,121	67,736
銷貨成本	(48,560)	(35,610)	(34,375)	(39,434)	(41,373)
營業毛利	37,044	21,342	(4,483)	12,687	26,363
營業費用	(9,858)	(10,340)	(9,977)	(11,108)	(12,821)
推銷費用	(827)	(754)	(589)	(796)	(1,023)
研究費用	(7,500)	(7,842)	(7,576)	(8,208)	(9,081)
管理費用	(1,531)	(1,744)	(1,812)	(2,121)	(2,718)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	27,186	11,002	(14,460)	1,579	13,542
利息收入	274	1,395	3,160	3,036	3,109
利息費用	(24)	(49)	(63)	(54)	(70)
利息收入淨額	250	1,346	3,097	2,982	3,040
投資利益(損失)淨額	521	574	193	0	0
匯兌損益	(323)	3,190	(38)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	133	765	437	0	0
稅前純益	27,767	16,877	(10,705)	4,561	16,581
所得稅費用	(4,918)	(2,258)	3,265	(1,680)	(4,933)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	22,849	14,619	(7,440)	2,881	11,648
稅前息前折舊攤銷前淨利	43,085	32,173	865	17,793	31,151
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.39	4.72	(2.40)	0.93	3.76

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	40.3	(33.5)	(47.5)	74.4	30.0
營業利益	222.3	(59.5)	--	--	757.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	83.7	(25.3)	(97.3)	1957.0	75.1
稅後純益	197.3	(36.0)	--	--	304.3
調整後每股盈餘	942.5	7.5	--	--	304.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	43.3	37.5	(15.0)	24.3	38.9
營業利益率	31.8	19.3	(48.4)	3.0	20.0
稅前息前淨利率	32.4	29.6	(48.4)	3.0	20.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	50.3	56.5	2.9	34.1	46.0
稅前純益率	32.4	29.6	(35.8)	8.8	24.5
稅後純益率	26.7	25.7	(24.9)	5.5	17.2
資產報酬率	12.8	7.4	(1.3)	1.5	5.8
股東權益報酬率	14.0	8.3	(8.0)	1.7	6.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	10.7	11.8	15.2	14.9	14.1
淨負債權益比(%)	(46.7)	(40.7)	(28.5)	(28.6)	(33.5)
利息保障倍數 (倍)	1175.0	344.6	0	29.4	193.9
流動比率 (%)	678.5	652.2	4.8	4.8	5.2
速動比率 (%)	599.1	501.7	3.2	3.5	4.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(80,700)	(73,593)	(47,631)	(48,795)	(60,384)
調整後每股淨值 (NT\$)	55.86	58.41	53.88	55.04	58.24
評價指標 (倍)					
本益比	16.0	14.9	--	75.5	18.7
股價自由現金流量比	6.6	586.7	--	186.8	16.3
股價淨值比	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.1	6.8	251.3	12.2	7.0
股價營收比	2.5	3.8	7.3	4.2	3.2

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。

南亞科 (2408 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	20211012	61.60	80.00	72.56	買進	高啟璋
2	20220127	72.00	96.00	87.07	買進	高啟璋
3	20220302	79.90	108.00	97.96	買進	高啟璋
4	20220411	66.80	92.00	83.45	買進	孫伯勛
5	20220614	62.20	77.00	69.84	買進	孫伯勛
6	20220711	49.65	46.00	44.62	持有-超越同業	孫伯勛
7	20221005	51.40	48.00	46.56	持有-超越同業	孫伯勛
8	20230111	56.50	68.00	65.95	買進	劉誠新
9	20230412	68.20	80.00	77.59	買進	劉誠新
10	20230710	69.70	90.00	90.00	買進	劉誠新
11	20230830	66.20	82.00	82.00	買進	劉誠新
12	20231011	70.70	82.00	82.00	買進	劉誠新
13	20231213	73.70	90.00	90.00	買進	劉誠新
14	20240111	71.50	90.00	90.00	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>.