

## 南電 (8046 TT) Nan Ya PCB

營運逐季回溫，3Q24 載板復甦強勁

持有-超越同業

目標價 (12 個月)：NT\$180.0

收盤價 (2024/05/28)：NT\$202.0  
隱含漲幅：-10.9%

## 營收組成 (1Q24)

BT 29%、ABF 54%、PCB 17%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	180.0	170.0
2024年營收 (NT\$/十億)	35.6	35.5
2024年EPS	2.9	3.2

## 交易資料表

市值	NT\$130,530百萬元
外資持股比率	9.4%
董監持股比率	67.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$67.11
負債比	34.8%
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	64,647	42,253	35,617	46,387
營業利益	23,575	6,330	1,415	6,910
稅後純益	19,416	5,817	1,857	5,808
EPS (元)	30.05	9.00	2.87	8.99
EPS YoY (%)	83.5	-70.0	-68.1	212.7
本益比 (倍)	6.7	22.4	70.3	22.5
股價淨值比 (倍)	2.4	2.7	3.0	2.7
ROE (%)	41.2	11.5	4.3	12.0
現金殖利率 (%)	8.9%	2.7%	0.7%	2.2%
現金股利 (元)	18.00	5.50	1.44	4.49

張晏榮

Will.chang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

## 元大觀點

- 受惠 AI PC 及 800G 陸續放量，本中心預期 3Q24 ABF 載板營收將大幅季增 30-40%，營運自谷底顯著跳升。
- 隨美系 CSP 業者投資力道加大，Regular Server 需求已見初步回溫跡象，預期後續將顯著改善載板產業供需態勢。
- 雖公司營運走出谷底並逐季回溫，惟目前評價合理，給予「持有-超越同業」，以 2025 年 EPS 為基礎，目標價根據 20 倍本益比推得。

## 1Q24 本業陷入虧損，三大產品線營運疲軟

1Q24 營收 71.0 億，季減 24%。ABF 載板受 PC 需求不佳及美系網通客戶持續調整庫存影響，1Q24 營收季減 24%；BT 載板因美系客戶消費性產品銷量不佳（特別於中國地區），故板材價量衝擊延續，1Q24 營收季減 21%。毛利率因載板稼動率仍處谷底，且 PCB 價格壓力嚴峻，故低於本中心預期 4.1 個百分點達-5.4%，季減 16.3 個百分點，營業利益-7.9 億，稅後淨利-1.5 億，QoQ 皆盈轉虧，EPS -0.24 元。

## 2Q24 營運谷底復甦，3Q24 ABF 載板強勢回歸

2Q24 ABF 載板受惠美系客戶 AI PC 展開拉貨，預估 ABF 載板營收將季增 5-10%。BT 載板受惠記憶體需求強勁，預估營收將季增 20-30%。本中心預期 2Q24 營收將季增 16.4%至 82.6 億，毛利率 5.7%，季增 11.0 個百分點，EPS 0.28 元。展望 3Q24，受惠 800G 及 AI PC 相關載板需求強勁，本中心預期 3Q24 ABF 載板營收將大幅季增 30-40%；BT 載板因進入傳統消費性電子旺季，本中心預期營收季增 5-10%。預估 3Q24 整體營收將季增 20.7%至 99.7 億，毛利率受惠 ABF 載板成長帶動產品組合轉佳，預期將季增 7.3 個百分點至 13.0%，EPS 1.28 元。

## Regular Server 需求見曙光，載板下行循環即將進入尾聲

根據本中心近期供應鏈訪查，Regular Server 先前雖受 AI Server 排擠效應影響導致需求疲軟，然自 2Q24 起部分電子零組件已見復甦跡象，目前 ABF 載板產業因仍具庫存故尚未見其效益，然在 2H24 Regular Server 需求延續下，本中心預期高階載板貢獻將逐步發酵。此外，在 AI Server 產業強勁成長下，800G 需求將於 2H24 伴隨而來，其高階載板需求也將帶動南電營運轉佳，目前公司為主力美系客戶 800G Tier 1 載板供應商。本中心預估 2025 年營收將年增 30.2%，毛利率年增 10.1 個百分點至 18.2%，EPS 8.99 元。

## 營運分析

### 1Q24 本業陷入虧損，三大產品線營運疲軟

1Q24 營收 71.0 億，季減 24%。ABF 載板受 PC 需求不佳及美系網通客戶持續調整庫存影響，1Q24 營收季減 24%；BT 載板因美系客戶消費性產品銷量不佳（特別於中國地區），故板材價量衝擊延續，1Q24 營收季減 21%；PCB 因遊戲機、美系筆電需求疲軟，加上車用板價格壓力顯現，1Q24 營收季減 28%。毛利率方面，因載板稼動率仍處谷底，且 PCB 價格壓力嚴峻，故低於本中心預期 4.1 個百分點達-5.4%，季減 16.3 個百分點，營業利益-7.9 億，稅後淨利-1.5 億，QoQ 皆盈轉虧，EPS -0.24 元。

圖 1：南電各季產品組合及營收變化

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Product Mix													
BT	30%	29%	30%	33%	30%	28%	28%	20%	17%	21%	25%	28%	29%
ABF	46%	51%	50%	50%	55%	58%	57%	66%	70%	62%	55%	54%	54%
PCB	24%	20%	20%	17%	15%	14%	15%	15%	14%	17%	20%	18%	17%
QoQ													
BT	-1%	11%	17%	15%	-10%	-3%	13%	-28%	-40%	4%	19%	2%	-21%
ABF	1%	28%	11%	5%	8%	10%	11%	19%	-24%	-28%	-11%	-11%	-24%
PCB	-5%	-4%	13%	-11%	-13%	-3%	21%	1%	-35%	-1%	22%	-18%	-28%
Total	-1%	15%	13%	5%	-1%	4%	13%	3%	-29%	-19%	1%	-5%	-24%
YoY													
BT	42%	37%	30%	48%	34%	17%	14%	-29%	-52%	-49%	-47%	-25%	-1%
ABF	37%	34%	56%	49%	60%	38%	39%	57%	10%	-28%	-43%	-57%	-56%
PCB	32%	44%	3%	-9%	-15%	-15%	-9%	4%	-22%	-21%	-21%	-36%	-29%
Total	37%	37%	34%	34%	34%	22%	22%	20%	-14%	-33%	-42%	-47%	-44%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 2：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	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	12,581	9,311	7,101	-23.7%	-43.6%	7,101	7,278	0.0%	-2.4%
營業毛利	3,718	1,016	-380	-	-	-92	469	-	-
營業利益	3,165	690	-794	-	-	-442	-117	-	-
稅前利益	3,148	543	-241	-	-	-314	225	-	-
稅後淨利	2,325	843	-152	-	-	-245	163	-	-
調整後 EPS (元)	3.60	1.30	-0.24	-	-	-0.38	0.25	-	-
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	29.6%	10.9%	-5.4%	-16.3	-34.9	-1.3%	6.4%	-4.1	-11.8
營業利益率	25.2%	7.4%	-11.2%	-18.6	-36.3	-6.2%	-1.6%	-5.0	-9.6
稅後純益率	18.5%	9.1%	-2.1%	-11.2	-20.6	-3.5%	2.2%	1.3	-4.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2Q24 營運谷底復甦，3Q24 ABF 載板強勢回歸

2Q24 ABF 載板受惠美系客戶 AI PC 展開拉貨，本中心預估營收將季增 5-10%。BT 載板受惠 1) 記憶體需求強勁、2) 美系客戶手錶新品預期將採 RCC 材料設計，且新增光感測晶片、3) 中國地區中低階消費性產品需求上揚，預估營收將季增 20-30%。PCB 受惠車用板量能提升，且在日系客戶新款遊戲機陸續備貨下，加上公司於 2Q24 開始出貨一美系客戶 AI Server 顯示應用電路板(HDI)，預期 2Q24 PCB 營收將季增 20-30%。整體而言，本中心預期 2Q24 營收將季增 16.4%至 82.6 億，毛利率 5.7%，季增 11.0 個百分點，EPS 0.28 元。

展望 3Q24，受惠 800G 及 AI PC 相關載板需求強勁，本中心預期 3Q24 ABF 載板營收將大幅季增 30-40% (其中包含部分 2Q24 遞延訂單)；BT 載板因進入傳統消費性電子旺季，本中心預期在高基期下營收仍將季增 5-10%；PCB 同樣受惠旺季效應，搭配 AI Server HDI 持續出貨，本中心預期營收將季增 10-15%。預估 3Q24 整體營收將季增 20.7%至 99.7 億，毛利率受惠 ABF 載板成長帶動產品組合轉佳，預期將季增 7.3 個百分點至 13.0%，EPS 1.28 元。

圖 3：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	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	10,134	7,101	8,262	16.4%	-18.5%	8,321	8,655	-0.7%	-4.5%
營業毛利	1,922	-380	468	--	-75.7%	625	898	-25.1%	-47.9%
營業利益	1,444	-794	116	--	-92.0%	273	331	-57.5%	-65.1%
稅前利益	1,973	-241	236	--	-88.1%	410	577	-42.5%	-59.1%
稅後淨利	1,573	-152	183	--	-88.3%	319	372	-42.5%	-50.6%
調整後 EPS (元)	2.43	-0.24	0.28	--	-88.3%	0.49	0.58	-42.5%	-50.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	19.0%	-5.4%	5.7%	11.0	-13.3	7.5%	10.4%	-1.8	-4.7
營業利益率	14.3%	-11.2%	1.4%	12.6	-12.8	3.3%	3.8%	-1.9	-2.4
稅後純益率	15.5%	-2.1%	2.2%	4.4	-13.3	3.8%	4.3%	-1.6	-2.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

Regular Server 需求見曙光，載板下行循環即將進入尾聲

根據本中心近期供應鏈訪查，Regular Server 先前雖受 AI Server 排擠效應影響導致需求疲軟，然自 2Q24 起部分電子零組件 ( ex: CCL/PCB/BMC 等 ) 已見復甦跡象，目前 ABF 載板產業因仍具庫存故尚未見其效益，然在 2H24 Regular Server 需求延續下，本中心預期高階載板貢獻將逐步發酵 ( 呼應近期北美四大 CSP 業者釋出最新強勁 CAPEX 展望 )。此外，在 AI Server 產業強勁成長下，800G 需求將於 2H24 伴隨而來，其高階載板需求也將帶動南電營運轉佳，目前公司為主力美系客戶 800G Tier 1 載板供應商。整體而言，本中心預估 2024/25 年營收將年減 15.7%/年增 30.2%至 356.2/463.9 億，毛利率 8.1%/18.2%，年減 11.3 個百分點/年增 10.1 個百分點，營業費用在積極調控下，預期單季將由 4-5 億縮減至 3-4 億水準，營業利益預估 14.2/69.1 億，年減 77.6%/年增 388.3%，稅後淨利 18.6 億/58.1 億，年減 68.1%/年增 212.8%，EPS 2.87/8.99 元。

## 產業概況

### AI 貢獻顯現，四大 CSP 資本支出展望持續上修

美國四大 CSP 業者近期法說會均表示，因伺服器、AI 伺服器及資料中心建設持續增加，2024-2025 年資本支出將持續提高。根據各業者 CY1Q24 財報，Microsoft 資本支出季增 13%，主因雲端基礎設施的投資，AI 貢獻也逐漸轉佳；Google 資本支出季增 9%，主要用於基礎設施的投資，最大應用為伺服器，其次為資料中心；Amazon 資本支出季增 2%，今年資本支出將明顯增加以投資生成式 AI 的基礎建設；Meta 資本支出季減 15%，宣布調升今年資本支出 8-16%。CSP 業者均看好 AI 將成為未來趨勢，且帶動相關業務的營收成長，將持續提高資本支出用於 AI 研發及發展。

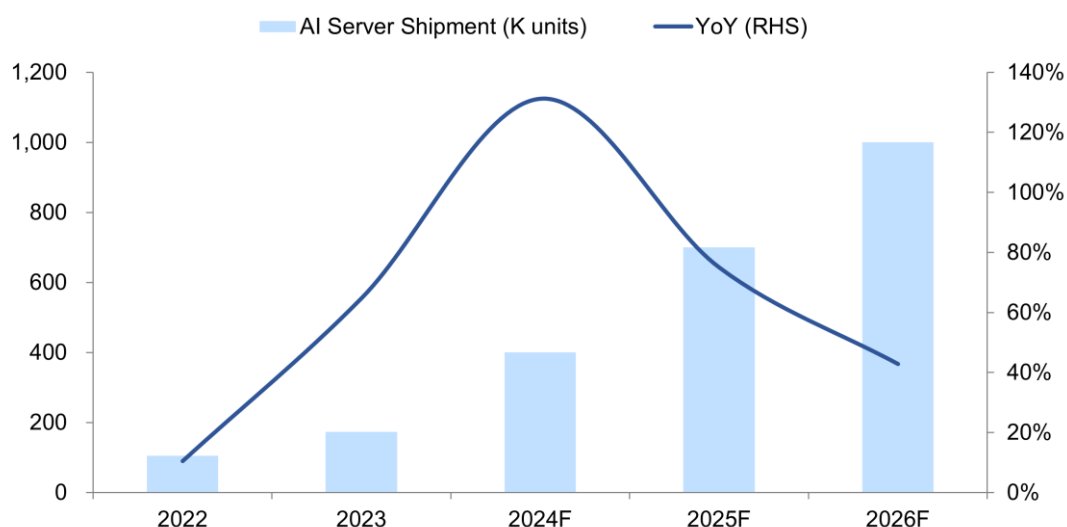
### GB200 效能大升級，預估今年出貨量為 0.1/5.5 萬櫃

雖然存在 ARM CPU 對效能產生負面影響的疑慮，CSP 業者對 GB200 伺服器需求仍高，主要以 NLV36 為主(僅 MSFT 採購 NLV72)，若後續 AI 需求大增，NVL72 架構 GB200 需求也會提升。根據調查，4Q24 系統整合廠將開始量產並出貨 GB200 NVL36 伺服器，預估出貨量將達 1,000-2,000 櫃。就明年的訂單來看，鴻海將成為主要代工廠，份額約佔 45%，廣達 25%、Supermicro 22%、緯創 6%。另外，本中心預估 2024/25 年全球 AI 伺服器出貨量為 42/70 萬台(先前為 45/70 萬台)，年增 143%/67%，今年 MI300 出貨量恐受到缺料影響，因此自 6 萬台下修至 3-4 萬台。

### 一般型伺服器需求略回溫，預估今年出貨量年增 5%

根據調查，部分零組件廠已經看到一般型伺服器需求回溫，且中國及部分美系 CSP 業者需求最為明顯。中國業者的自研晶片伺服器陸續開出，開始小幅增加一般型伺服器訂單，預估 2024 年全球伺服器出貨量年增 5%，優於先前預估的 2%。

圖 4：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

## 獲利調整與股票評價

### 給予南電「持有-超越同業」投資評等，目標價 180 元

本中心此次分別下修 2024/25 年毛利率 1.8/0.8 個百分點，主因美系網通客戶庫存調整影響。

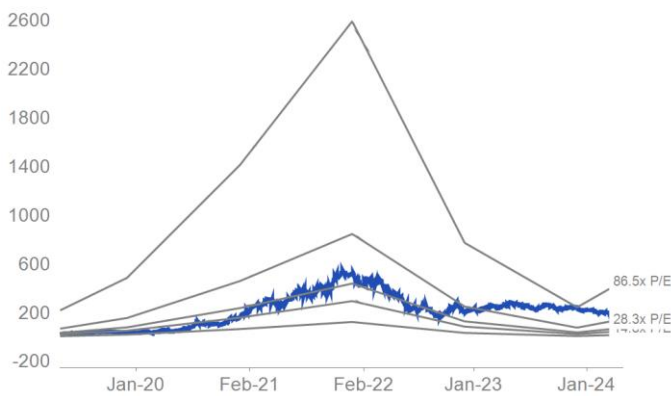
評價方面，過往三年南電本益比交易區間介於 6-36 倍，本中心考量後續營運自 2Q24 起將擺脫谷底並逐季回溫，故給予「持有-超越同業」。目標價以 2025 年作為評價基礎，鑑於 3Q24 起 ABF 載板將大幅成長，故本益比由前次 18 倍調整至 20 倍，推得目標價 180 元，當前評價已合理。

圖 5：2024 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	35,617	35,457	46,387	46,267	0.5%	0.3%
營業毛利	2,887	3,492	8,451	8,784	-17.3%	-3.8%
營業利益	1,415	2,084	6,910	7,243	-32.1%	-4.6%
稅前利益	2,337	2,639	7,455	7,853	-11.4%	-5.1%
稅後淨利	1,857	2,057	5,808	6,119	-9.7%	-5.1%
調整後 EPS (元)	2.87	3.18	8.99	9.47	-9.6%	-5.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	8.1%	9.9%	18.2%	19.0%	-1.8	-0.8
營業利益率	4.0%	5.9%	14.9%	15.7%	-1.9	-0.8
稅後純益率	5.2%	5.8%	12.5%	13.2%	-0.6	-0.7

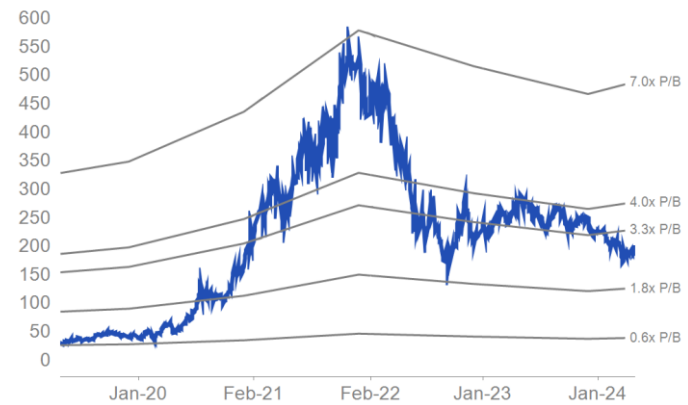
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 7：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 8：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
南電	8046 TT	持有-超越同業	202.0	4,079	9.00	2.87	8.99	22.4	70.3	22.5	(70.0)	(68.1)	212.7
IC 載板同業													
景碩	3189 TT	買進	96.1	1,451	0.1	4.8	8.0	961.0	19.9	12.0	(98.8)	4720.0	66.8
欣興	3037 TT	買進	192.0	8,349	7.9	6.7	13.8	24.4	28.7	13.9	(12.4)	(15.2)	106.1
Shinko	6967.T	未評等	5595.0	4,953	420.5	198.1	296.4	13.3	28.3	18.9	7.9	(52.9)	49.7
Ibiden	4062.T	未評等	6270.0	6,897	348.1	259.2	333.3	18.0	24.2	18.8	17.9	(25.5)	28.6
SEMCO	009150.KS	未評等	159600.0	7,845	6418.4	8332.7	110434	24.9	19.2	14.5	(54.3)	29.8	32.5
AT&S	ATSV.VI	未評等	22.3	868	3.2	0	2.7	7.1	--	8.2	32.0	--	--
IC 載板同業平均					1199.7	1466.9	1949.6	174.8	24.1	14.4	(18.0)	931.2	56.7
國內同業													
華通	2313 TT	買進	74.8	2,625	3.5	6.3	7.7	21.4	12.0	9.7	(18.9)	78.7	23.8
台郡	6269 TT	持有-落後同業	98.1	881	6.5	6.3	9.1	15.2	15.5	10.7	(21.2)	(2.0)	44.2
臻鼎-KY	4958 TT	買進	120.5	3,083	6.6	10.1	14.4	18.4	11.9	8.4	(35.9)	54.7	42.5
健鼎	3044 TT	買進	211.0	3,011	11.5	16.3	18.0	18.3	12.9	11.7	3.5	41.6	10.4
國內同業平均					7.0	9.8	12.3	18.3	13.1	10.1	(18.1)	43.3	30.2

資料來源：公司資料、元大投顧、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 9：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
南電	8046 TT	持有-超越同業	202.0	4,079	11.5	4.3	12.0	74.14	67.11	74.66	2.7	3.0	2.7
IC 載板同業													
景碩	3189 TT	買進	96.1	1,451	0.2	6.5	10.1	70.1	73.9	80.0	1.4	1.3	1.2
欣興	3037 TT	買進	192.0	8,349	13.2	10.6	18.5	59.6	63.3	74.4	3.2	3.0	2.6
Shinko	6967.T	未評等	5595.0	4,953	24.9	10.5	14.0	1904.4	1997.2	2251.3	2.9	2.8	2.5
Ibiden	4062.T	未評等	6270.0	6,897	12.7	8.6	10.4	2905.1	3175.8	3390.8	2.2	2.0	1.9
SEMCO	009150.KS	未評等	159600	7,845	6.4	7.8	9.5	102396	109261	117642	1.6	1.5	1.4
AT&S	ATSV.VI	未評等	22.3	868	13.2	3.8	13.7	24.4	21.8	24.8	0.9	1.0	0.9
IC 載板同業平均					11.8	8.0	12.7	17893.2	19098.9	20577.3	2.0	1.9	1.7
國內同業													
華通	2313 TT	買進	74.8	2,625	10.7	16.6	18.1	32.9	37.7	42.7	2.3	2.0	1.8
台郡	6269 TT	持有-落後同業	98.1	881	7.9	7.9	10.8	78.7	80.2	84.2	1.3	1.2	1.2
臻鼎-KY	4958 TT	買進	120.5	3,083	6.5	9.2	12.1	101.3	109.7	119.1	1.2	1.1	1.0
健鼎	3044 TT	買進	211.0	3,011	13.5	17.8	18.1	85.6	91.7	99.4	2.5	2.3	2.1
國內同業平均					9.6	12.9	14.8	74.6	79.8	86.4	1.8	1.7	1.5

資料來源：公司資料、元大投顧、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 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	7,101	8,262	9,974	10,281	9,848	10,847	12,659	13,033	35,617	46,387
銷貨成本	(7,481)	(7,795)	(8,681)	(8,774)	(8,420)	(9,040)	(10,177)	(10,299)	(32,730)	(37,936)
營業毛利	(380)	468	1,293	1,507	1,428	1,808	2,482	2,734	2,887	8,451
營業費用	(414)	(352)	(354)	(352)	(393)	(382)	(384)	(382)	(1,472)	(1,541)
營業利益	(794)	116	939	1,155	1,035	1,426	2,098	2,352	1,415	6,910
業外利益	553	120	123	126	138	138	133	135	922	545
稅前純益	(241)	236	1,062	1,281	1,173	1,564	2,231	2,487	2,337	7,455
所得稅費用	89	(52)	(235)	(282)	(259)	(347)	(493)	(548)	(480)	(1,647)
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	(152)	183	827	999	914	1,218	1,738	1,939	1,857	5,808
調整後每股盈餘(NT\$)	-0.24	0.28	1.28	1.55	1.41	1.88	2.69	3.00	2.87	8.99
調整後加權平均股數(百萬股)	646	646	646	646	646	646	646	646	646	646
重要比率										
營業毛利率	-5.4%	5.7%	13.0%	14.7%	14.5%	16.7%	19.6%	21.0%	8.1%	18.2%
營業利益率	-11.2%	1.4%	9.4%	11.2%	10.5%	13.1%	16.6%	18.1%	4.0%	14.9%
稅前純益率	-3.4%	2.9%	10.7%	12.5%	11.9%	14.4%	17.6%	19.1%	6.6%	16.1%
稅後純益率	-2.2%	2.2%	8.3%	9.7%	9.3%	11.2%	13.7%	14.9%	5.2%	12.5%
有效所得稅率	--	22.0%	22.1%	22.0%	22.1%	22.2%	22.1%	22.0%	20.5%	22.1%
季增率(%)										
營業收入	-23.7%	16.4%	20.7%	3.1%	-4.2%	10.1%	16.7%	3.0%		
營業利益	--	--	709.5%	23.0%	-10.4%	37.8%	47.1%	12.1%		
稅後純益	--	--	351.9%	20.8%	-8.5%	33.3%	42.7%	11.6%		
調整後每股盈餘	--	--	351.0%	20.7%	-8.5%	33.3%	42.8%	11.5%		
年增率(%)										
營業收入	-43.6%	-18.5%	-2.5%	10.4%	38.7%	31.3%	26.9%	26.8%	-15.7%	30.2%
營業利益	--	-92.0%	-8.9%	67.4%	--	1129.3%	123.4%	103.6%	-77.6%	388.3%
稅後純益	--	-88.4%	-23.1%	18.5%	--	565.6%	110.2%	94.1%	-68.1%	212.8%
調整後每股盈餘	--	-88.3%	-22.9%	18.9%	--	563.7%	110.1%	94.1%	-68.1%	212.7%

資料來源：公司資料、元大投顧、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

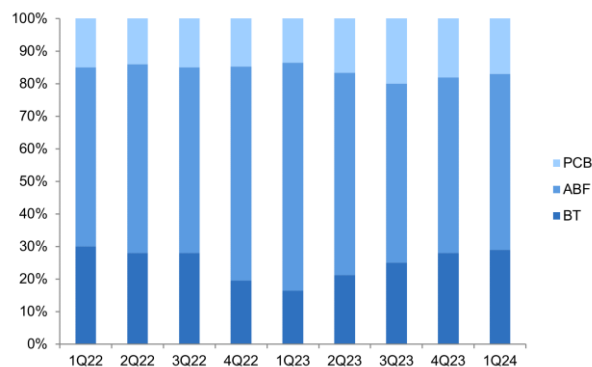
南亞電路板股份有限公司主要生產一般印刷電路板業務、高階印刷電路板及 IC 載板的生產、製造、研發業務。主力客戶皆為美、日、歐等世界級電腦、通訊、網路、消費性電子及汽車零件大廠，2023 年產品銷售區域分布為台灣 34.3%，中國大陸 39.7%，韓國 5.8% 及其他 20.2%。公司近期受惠人工智慧、高效運算、5G 網通、雲端運算等需求增長，持續開發更高精度、高附加價值的 IC 載板業務。公司本身為台塑集團相關企業，相較同業有較優垂直整合布局，掌握上游基板與原物料供應，為公司一大優勢。

圖 11：LME 銅價



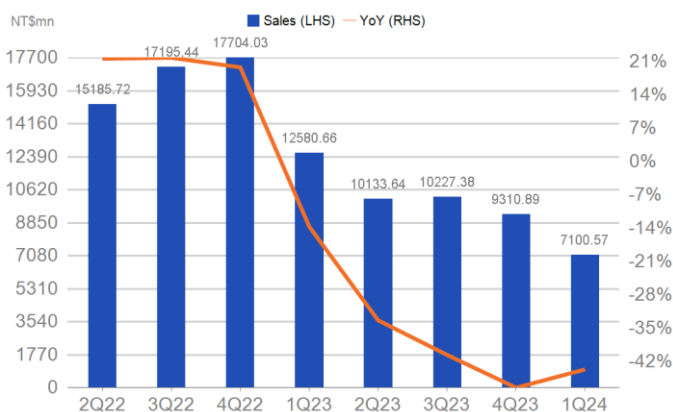
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



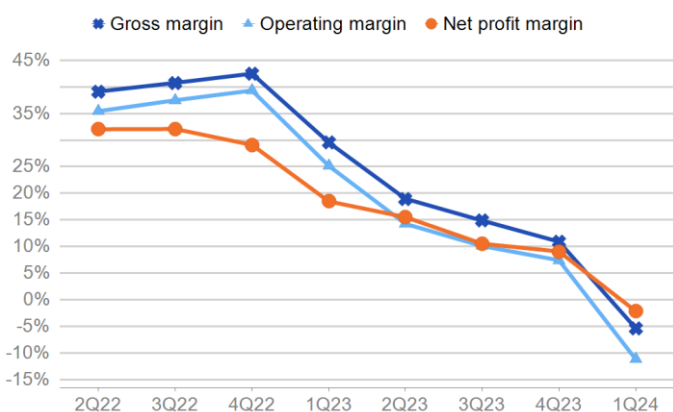
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



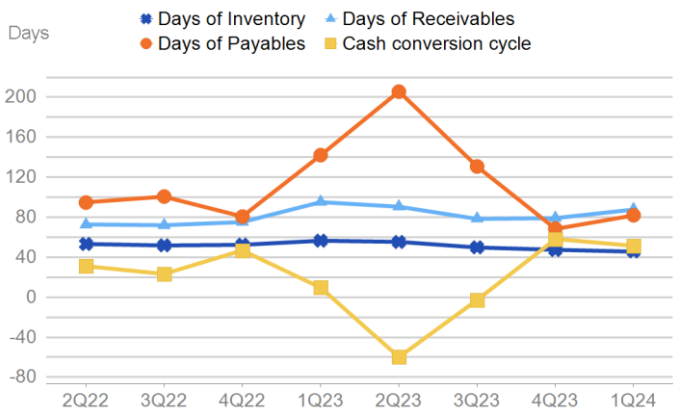
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



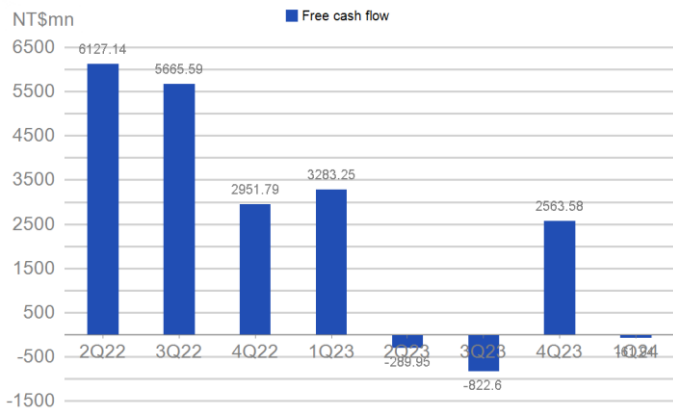
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：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：**南電整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為領先的位置，在電子零組件行業的公司中排名略為領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**南電的整體曝險屬於中等水準，落後於電子零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的碳排、商業道德、公司在生產中使用原材料的效率(不包括能源和石油產品)等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**南電在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司目前在環境治理、ESG 相關議題上皆有推出政策，整體而言南電屬於中等評級。

圖 17：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	21.2
在 ESG 議題上的曝險 (A)	35.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	43.0
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	37

資料來源：Sustainalytics (2024/5/28)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*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：

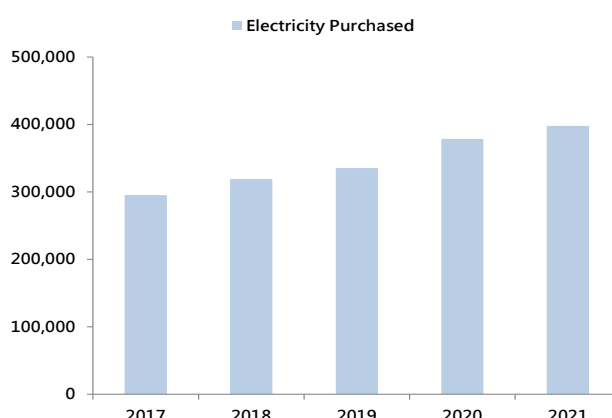
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 18：廢棄物回收比率



資料來源：公司資料、Reuters

圖 19：電力採購量(千度)



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	13,194	20,044	12,330	11,238	16,563
存貨	5,348	5,803	3,896	4,561	5,096
應收帳款及票據	11,062	14,893	6,898	8,132	9,982
其他流動資產	572	570	1,351	1,129	1,129
流動資產	30,176	41,310	24,474	25,060	32,770
採用權益法之投資	502	514	487	477	477
固定資產	24,471	37,267	43,107	41,326	38,614
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	1,197	2,660	2,370	2,147	2,147
非流動資產	26,170	40,440	45,963	43,950	41,238
資產總額	56,345	81,750	70,437	69,010	74,008
應付帳款及票據	3,658	5,320	3,062	4,013	4,132
短期借款	1,215	0	0	0	0
什項負債	5,644	8,369	6,038	8,765	8,765
流動負債	10,516	13,689	9,100	12,778	12,897
長期借款	227	0	0	0	0
其他負債及準備	5,123	14,339	13,429	12,869	12,869
長期負債	5,350	14,339	13,429	12,869	12,869
負債總額	15,866	28,028	22,530	25,647	25,766
股本	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462
資本公積	18,126	18,126	18,126	18,126	18,126
保留盈餘	16,753	29,897	24,433	19,183	24,063
什項權益	(861)	(762)	(1,113)	(407)	(407)
歸屬母公司之權益	40,479	53,723	47,908	43,363	48,243
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	40,479	53,723	47,908	43,363	48,243

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	10,582	19,416	5,817	1,857	5,808
折舊及攤提	3,634	4,344	5,896	6,547	6,600
本期營運資金變動	(2,337)	(2,805)	7,510	(948)	(2,266)
其他營業資產 及負債變動	4,050	11,352	(2,709)	(1,507)	0
營運活動之現金流量	15,929	32,307	16,513	5,949	10,143
資本支出	(8,451)	(16,922)	(11,779)	(4,093)	(3,888)
本期長期投資變動	15	12	(27)	279	0
其他資產變動	3,046	41	(444)	2	0
投資活動之現金流量	(5,391)	(16,869)	(12,251)	(3,812)	(3,888)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	983	(1,981)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,197)	(6,462)	(11,631)	(3,554)	(929)
其他調整數	(1,678)	(222)	(180)	(12)	0
融資活動之現金流量	(2,892)	(8,665)	(11,811)	(3,566)	(929)
匯率影響數	(25)	76	(166)	337	0
本期產生現金流量	7,621	6,850	(7,714)	(1,092)	5,326
自由現金流量	7,478	15,386	4,734	1,856	6,254

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	52,228	64,647	42,253	35,617	46,387
銷貨成本	(37,346)	(38,779)	(34,075)	(32,730)	(37,936)
營業毛利	14,883	25,868	8,177	2,887	8,451
營業費用	(2,012)	(2,293)	(1,847)	(1,472)	(1,541)
推銷費用	(568)	(664)	(386)	(355)	(385)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(1,444)	(1,630)	(1,486)	(1,117)	(1,156)
其他費用	0	0	25	0	0
營業利益	12,871	23,575	6,330	1,415	6,910
利息收入	47	136	327	263	287
利息費用	(53)	(23)	(1)	(21)	(20)
利息收入淨額	(6)	114	326	242	267
投資利益(損失)淨額	47	62	16	5	7
匯兌損益	(141)	1,493	140	285	0
其他業外收入(支出)淨額	325	118	298	333	290
稅前純益	13,095	25,362	7,107	2,337	7,455
所得稅費用	(2,514)	(5,946)	(1,290)	(480)	(1,647)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	10,582	19,416	5,817	1,857	5,808
稅前息前折舊攤銷前淨利	16,761	29,728	13,022	7,962	13,510
調整後每股盈餘 (NT\$)	16.38	30.05	9.00	2.87	8.99

資料來源：公司資料、元大投顧

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	35.6	23.8	(34.6)	(15.7)	30.2
營業利益	213.3	83.2	(73.2)	(77.6)	388.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	140.1	77.4	(56.2)	(38.9)	69.7
稅後純益	188.6	83.5	(70.0)	(68.1)	212.8
調整後每股盈餘	188.6	83.5	(70.0)	(68.1)	212.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	28.5	40.0	19.4	8.1	18.2
營業利益率	24.6	36.5	15.0	4.0	14.9
稅前息前淨利率	25.0	39.2	16.8	4.0	14.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	32.1	46.0	30.8	22.4	29.1
稅前純益率	25.1	39.2	16.8	6.6	16.1
稅後純益率	20.3	30.0	13.8	5.2	12.5
資產報酬率	21.0	28.1	7.6	2.7	7.9
股東權益報酬率	29.1	41.2	11.5	4.3	12.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	39.2	52.2	47.0	59.2	53.4
淨負債權益比(%)	(29.0)	(37.3)	(25.7)	(25.9)	(34.3)
利息保障倍數 (倍)	249.7	1128.2	367.9	152.2	383.9
流動比率 (%)	286.9	301.8	268.9	196.1	254.1
速動比率 (%)	231.3	257.0	226.1	160.4	214.6
淨負債 (NT\$百萬元)	(11,752)	(20,044)	(12,330)	(11,238)	(16,563)
調整後每股淨值 (NT\$)	62.64	83.14	74.14	67.11	74.66
評價指標 (倍)					
本益比	12.3	6.7	22.4	70.3	22.5
股價自由現金流量比	17.5	8.5	27.6	70.3	20.9
股價淨值比	3.2	2.4	2.7	3.0	2.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	7.8	4.4	10.0	16.4	9.7
股價營收比	2.5	2.0	3.1	3.7	2.8

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

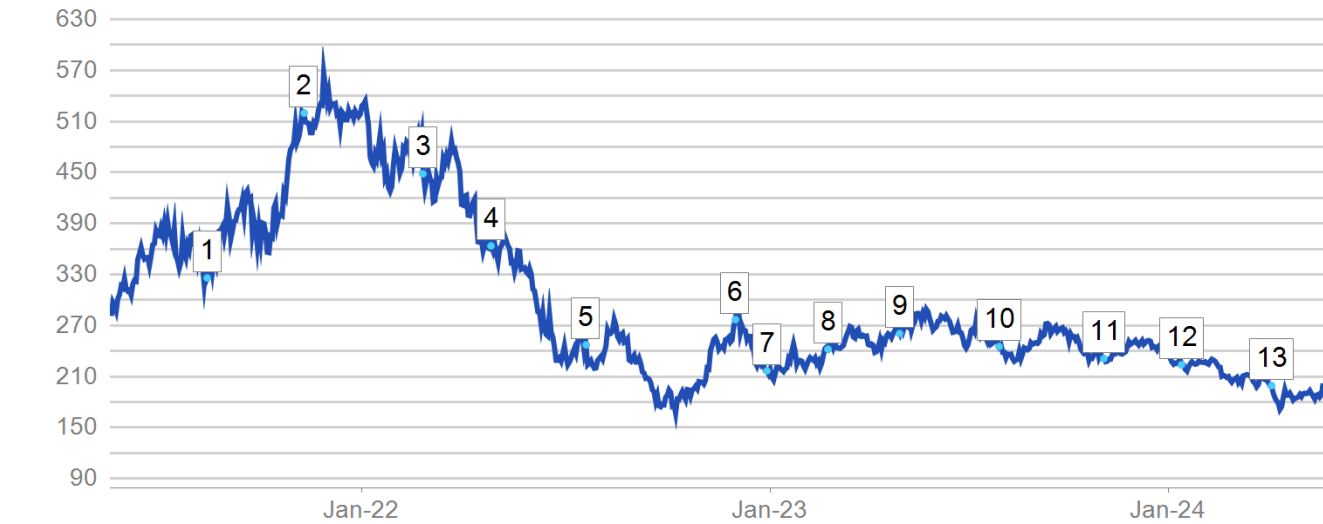
附錄：重要揭露事項

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。

南電 (8046 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	20210819	360.00	310.00	280.94	持有-超越同業	劉思良
2	20211112	576.00	470.00	425.94	持有-超越同業	劉思良
3	20220307	547.00	507.00	459.47	持有-超越同業	劉思良
4	20220506	418.00	458.00	415.06	持有-超越同業	劉思良
5	20220727	263.50	300.00	281.60	持有-超越同業	劉思良
6	20221202	286.50	375.00	352.00	買進	張晏榮
7	20221229	231.50	240.00	225.28	持有-超越同業	張晏榮
8	20230307	240.50	230.00	215.89	持有-超越同業	張晏榮
9	20230511	287.50	273.00	256.26	持有-超越同業	張晏榮
10	20230808	250.50	260.00	260.00	持有-超越同業	張晏榮
11	20231108	232.50	205.00	205.00	持有-落後同業	張晏榮
12	20240115	229.00	205.00	205.00	持有-落後同業	張晏榮
13	20240412	199.50	170.00	170.00	持有-落後同業	張晏榮

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>.