

南亞科 (2408 TT) Nanya Tech

雖復甦幅度低於預期，但營運回溫趨勢不變

買進 (維持評等)

目標價 (12個月) : NT\$90.0

收盤價 (2024/07/10) : NT\$72.3

隱含漲幅 : 24.5%

營收組成 (2Q24)

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)	49.1	52.1
2024年EPS	0.1	0.9

交易資料表

市值	NT\$224,010百萬元
外資持股比率	17.3%
董監持股比率	29.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$54.67
負債比	14.0%
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	49,078	67,239
營業利益	11,002	-14,460	-3,871	9,686
稅後純益	14,619	-7,440	291	10,115
EPS (元)	4.72	-2.40	0.09	3.27
EPS YoY (%)	7.5	--	--	3370.8
本益比 (倍)	15.3	--	768.4	22.1
股價淨值比 (倍)	1.2	1.3	1.3	1.3
ROE (%)	8.3	-4.3	0.2	5.8
現金殖利率 (%)	3.0%	0	0.1%	2.7%
現金股利 (元)	2.13	0	0.06	1.96

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

- 下修南亞科 2024 年 EPS 至損平邊緣，反映利基型 DRAM 價格與出貨量回升幅度低於預期。
- 維持對南亞科後續營運復甦趨勢之展望，預估 4Q24 將由虧轉盈，後續觀察重點在於 4Q24 利基型 DDR 之供需以及 DDR5 產品線之情況。
- 基於 DRAM 市況改善及 DDR5 營運貢獻符合預期，目標價維持 90 元 (16 x 2024F BVPS NT\$55)，重申買進。

2Q24 本業虧損持續改善，惟幅度低於預期

2Q24 營收 99.2 億元，其中 ASP 季增低十位數，出貨量季減中個位數，毛利率季增 5.8 個百分點至 2.9%，其中認列 6.57 億元地震損失，如扣除地震損失，毛利率為 9.5%，仍低於市場預期之 10.9%。雖 DDR3/4 價格改善趨勢未變，不過幅度持續低於本中心原先預期，EPS -0.26 元，低於本中心/市場預期之-0.15/-0.14 元。

維持後續正向展望，觀察重點在於 4Q24 利基型 DDR 供需以及 DDR5 產品線之情況

展望 3Q24，管理層認為 3Q24 轉虧為盈具一定挑戰，雖相較先前市場預期保守，不過復甦趨勢不變，本中心預估 3Q24 營收季增 36.9%/年增 75.6%，毛利率/營益率分別季增 14.7/21.4 個百分點至 17.6%/-2%，預估 EPS 0.13 元。展望 2H24，本中心仍預期營運逐季轉佳，係因漲價趨勢持續，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 3-4Q24 合約價漲幅為 13%/8%。2025 年在 1) DDR5 出貨量增加；2) 折舊費用下降將挹注公司獲利轉佳。後續公司營運觀察重點在於 1) 2H24 DDR4/3 之供需情況；2) 採用 1B/1C 製程之 DDR5 產能研發與量產進度；3) DDR5 產品線能否自 PC 拓展至伺服器等其他應用。

2H24 由虧轉盈預期不變，重申買進評等

此次下修 2024/2025 年 EPS 至 0.09/3.27 元，考量到消費性需求復甦緩慢將抑制稼動率表現。儘管此次法說會推遲由虧轉盈時間點，不過評估公司營運仍在改善初期，基於 1) 產能排擠效應下，利基型 DRAM 報價轉佳趨勢不變；2) 1B/1C 製程預計陸續於 4Q24/2025 年量產，維持買進評等，目標價 90 元，係根據 1.6 倍目標本淨比、2H24-1H25 年預估 BVPS 55 元。

營運分析

2Q24 本業虧損改善，不過改善幅度持續低於預期

南亞科 2Q24 營收 99.2 億元，季增 4.4%/年增 41.2%，其中 1) 平均售價(ASP)季增低十位數(+11%~13%)；2) 位元出貨量(Bit Shipments)季減中個位數(+4%~+6%)，毛利率季增 5.8 個百分點至 2.9%，排除地震損失 6.57 億元，毛利率 9.5%，仍低於市場預期 1.4 個百分點。營業費用率高於本中心預期 1.5 個百分點，主因持續投入 1B/1C 製程之研發，營業利率-23.4%，較 1Q24 之-30.7%有所改善，EPS -0.26 元，低於本中心/市場預期之-0.15/-0.14 元，主因出貨量低於預期與地震損失影響。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	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	9,921	4.4%	41.2%	10,735	10,860	-7.6%	-8.6%
營業毛利	-788	-277	287	-	-	1,249	1,184	-77.0%	-75.8%
營業利益	-3,185	-2,918	-2,319	-	-	-1,413	-1,475	-	-
稅前利益	-1,920	-1,543	-1,272	-	-	-661	-735	-	-
稅後淨利	-771	-1,208	-813	-	-	-464	-426	-	-
調整後 EPS (元)	-0.25	-0.39	-0.26	-	-	-0.15	-0.14	-	-
重要比率 (%)			百分點	百分點			百分點	百分點	
營業毛利率	-11.2%	-2.9%	2.9%	5.8	14.1	11.6%	10.9%	-8.7	-8.0
營業利率	-45.3%	-30.7%	-23.4%	7.3	21.9	-13.2%	-13.6%	-10.2	-9.8
稅後純益率	-11.0%	-12.7%	-8.2%	4.5	2.8	-4.3%	-3.9%	-3.9	-4.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

管理層展望 3Q24 由虧轉盈具挑戰，下修 EPS 76% 至 0.13 元。

展望 3Q24，管理層認為 3Q24 轉虧為具一定挑戰，相較先前市場預期保守，以各應用別來看，Server 需求仍較佳，PC DRAM 出貨量成長主要來自 DRAM 內容含量增加，手機需求也將回升，不過需觀察中國業者對於規格升級之態度，消費性需求也會相對有所改善。本中心評估在供給端 HBM/DDR5 產能排擠效應以及客戶傳統旺季備貨之下，預估 DRAM 報價將維持漲勢，季增低十位數(+11~+13%)，出貨量將季增低二十位數%。預估 3Q24 南亞科營收將季增 36.9%/年增 75.6%至 136 億元，毛利率季增 14.7 個百分點至 17.6%，相較前次下修 13.7 個百分點，反映 ASP 與出貨量下修，營業利率收斂至-2%，季增 21.4 個百分點，EPS 0.13 元，相較前次下修 76%。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23	2Q24F	3Q24F	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	7,736	9,921	13,585	36.9%	75.6%	14,114	12,832	-3.8%	5.9%	
營業毛利	-1,953	287	2,386	731.2%	-222.2%	4,423	3,218	-46.1%	-25.9%	
營業利益	-4,340	-2,319	-270	-	-	1,642	1,969	-	-	
稅前利益	-3,142	-1,272	518	-	-	2,401	2,650	-78.4%	-80.5%	
稅後淨利	-2,505	-813	406	-	-	1,687	2,057	-76.0%	-80.3%	
調整後 EPS (元)	-0.81	-0.26	0.13	-	-	0.54	0.66	-75.8%	-80.3%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	-25.2%	2.9%	17.6%	14.7	42.8	31.3%	25.1%	-13.7	-7.5	
營業利益率	-56.1%	-23.4%	-2.0%	21.4	54.1	11.6%	15.3%	-13.6	-17.3	
稅後純益率	-32.4%	-8.2%	3.0%	11.2	35.4	12.0%	16.0%	-9.0	-13.0	

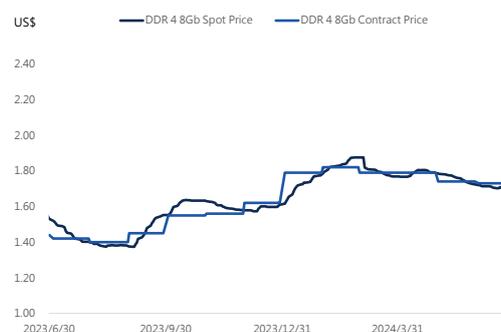
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：DDR3 現貨價 2Q24 季減 7.8%



資料來源：Wind、BBG、元大投顧

圖 4：DDR4 現貨價近兩周出現反彈

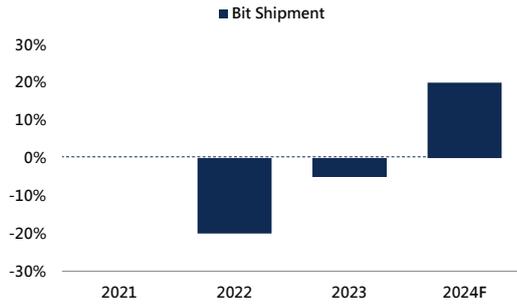


資料來源：Wind、BBG、元大投顧

維持 2H24 營運復甦之趨勢，後續觀察重點在於 1) 4Q24 DDR4/3 供需以、2) 1B/1C 製程量產進度以及 3) DDR5 產品線能否自拓展至伺服器等其他應用

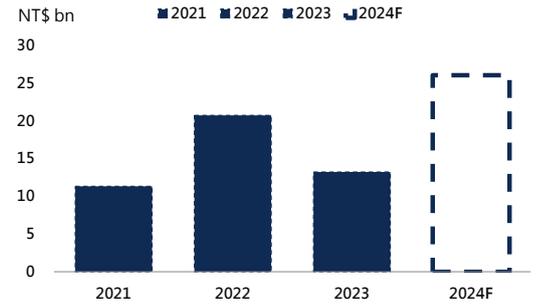
管理層維持先前 2H24 年展望：1) 位元出貨量將成長>20%，減產的閒置損失將於 2H24 起明顯改善，有助毛利率改善；2) 資本支出預計達 260 億元(50% 用於設備支出)，並認為 4Q24 DDR4 有機會出現供需緊俏之情況。而展望 2025 年，管理層目標 DDR5 出貨量高於 10%，LPDDR 約 20%，其餘 DDR4/3 各 35%，並預期部分設備到期下，折舊費用可望於 2025 年看到明顯改善，並持續延續至 2026/2027 年。本中心認為未來觀察南亞科之獲利改善之重點在於 1) 2H24 終端消費性電子復甦幅度；2) 採用 1B/1C 製程之 DDR5 產能研發與量產進度；3) DDR5 產品線能否自 PC 拓展至伺服器等其他應用。總體而言，雖本中心預期南亞科本業獲利由虧轉盈時間將落於 4Q24-1Q25，相較前次 2H24 推遲，不過基於 1) 整體 DRAM 市況將於 2H24 年持續改善；2) HBM/DDR5 產能排擠效應下，DDR4/3 報價將逐步轉佳，仍正向看待南亞科 2H24 營運轉佳。

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 年資本支出預估將達 260 億元



資料來源：公司資料、元大投顧

產業概況

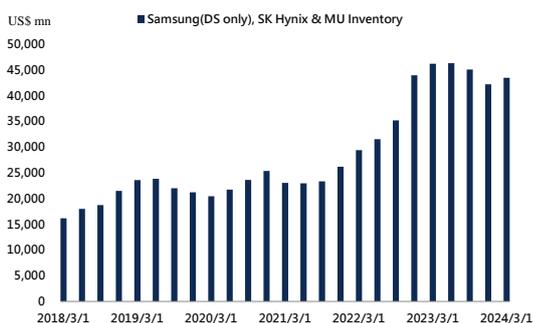
預估庫存降至健康水準需待 2H24

觀察 1Q24 國內外原廠庫存：

- Samsung 半導體(DS)部門/SK Hynix/Micron 整體 1Q24 庫存金額季增 3%，主因 HBM/DDR5 備貨需求。
- 台灣記憶體原廠 1Q24 庫存金額季減 2%，庫存天數季減 1 天至 52 天，其中：
 - ✓ 南亞科(2408 TT；買進)：1Q24 庫存金額季持平，庫存天數季持平。
 - ✓ 華邦電(2344 TT；未評等)：庫存金額季減 6.2%，庫存天數季減 12 天至 144 天，預期於 2Q24 庫存金額才持續下降。
 - ✓ 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增 2 天至 261 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。

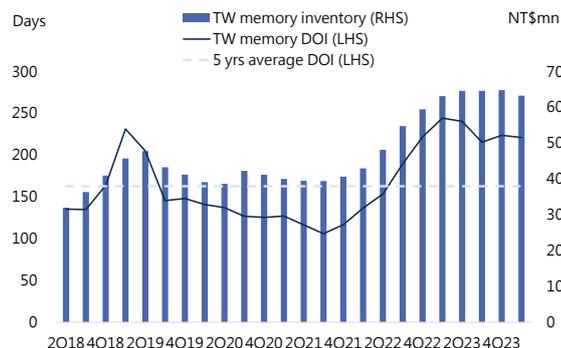
預期國外原廠庫存金額與天數為備貨 HBM/DDR5 預估將維持在高峰，國內原廠之庫存天數則將於 2H24 逐季下降。

圖 7：記憶體原廠庫存季增主因 HBM 存貨



資料來源：BBG、元大投顧
*包含 Micron、SK、Samsung DS。

圖 8：台灣原廠 1Q24 庫存微幅季減 2%



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

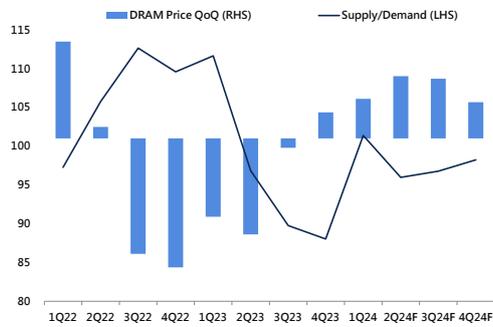
我們觀察 1Q24 各記憶體原廠中，三家原廠之獲利皆由虧轉盈，顯示 DDR5 與 HBM 有效改善獲利，後續現金流之改善將仰賴 1) 資本支出控制；2) 本業復甦：

- 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%。

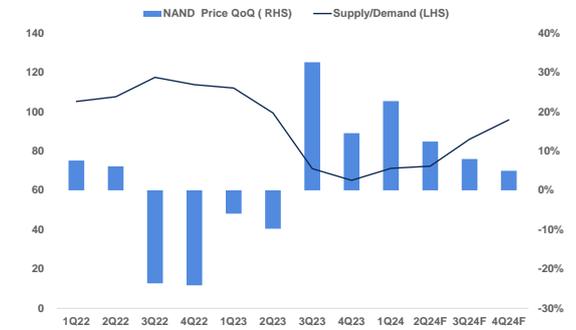
總體而言，我們認為 2024 年記憶體漲價之持續性關鍵在於 1) 大廠產能恢復速度：影響供給恢復速度，我們目前認為發生產能快速恢復機率仍低，尤其是消費型 DRAM 與 NAND；2) 實質需求明顯回溫：若實質需求(美國資訊設備耐久材消費)有明顯回升，我們認為才將帶動 DRAM/NAND 需求提升。因此，我們預期漲價將較為平緩。

圖 9：預期 DRAM 供需將於 2H24 轉佳



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 至 0.09 元，反映 ASP/出貨量回升低於預期，拖累毛利率改善進度，並將本業由虧轉盈之時間點推遲至 4Q24-1Q25。不過基於 1) 產能排擠效應下，利基型 DRAM 報價轉佳趨勢不變；2) 1B/1C 製程預計陸續於 4Q24/2025 年量產，仍正向看待未來南亞科獲利持續改善。

後續股價觀察之重點在於 1) 2H24 DDR4/3 之供需情況；2) 採用 1B/1C 製程之 DDR5 產能研發與量產進度；3) DDR5 產品線能否自 PC 拓展至伺服器等其他應用。目前南亞科股價約落在 1.3/1.3 倍 2024/2025 年每股淨值，高於國內/低於國外同業之 1.1/2.3 倍，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	49,078	52,121	67,239	67,736	-5.8%	-0.7%
營業毛利	6,861	12,687	22,457	26,363	-45.9%	-14.8%
營業利益	-3,871	1,579	9,686	13,542	-345.2%	-28.5%
稅前利益	138	4,561	12,915	16,581	-97.0%	-22.1%
稅後淨利	291	2,881	10,115	11,648	-89.9%	-13.2%
調整後 EPS (元)	0.09	0.93	3.27	3.76	-89.9%	-13.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	14.0%	24.3%	33.4%	38.9%	-10.4	-5.5
營業利益率	-7.9%	3.0%	14.4%	20.0%	-10.9	-5.6
稅後純益率	0.6%	5.5%	15.0%	17.2%	-4.9	-2.2

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	72.3	6,788	(2.40)	0.09	3.27	--	768.4	22.1	--	--	3370.8
國外同業													
Micron	MU US	未評等	122.6	98,513	(4.6)	(0.4)	6.6	--	--	18.6	--	--	--
Samsung	005930 KS	未評等	84100.0	373,372	1652.6	4655.4	6391.9	50.9	18.1	13.2	(79.5)	181.7	37.3
SK Hynix	000660 KS	未評等	182900.0	77,841	(11108.3)	10313.0	18036.7	--	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	0.8	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	0.6	--	--	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	72.3	6,788	(4.3)	0.2	5.8	53.88	54.67	57.88	1.3	1.3	1.3
國外同業													
Micron	MU US	未評等	122.6	98,513	(8.9)	(2.5)	14.1	40.3	38.9	43.8	3.0	3.2	2.8
Samsung	005930 KS	未評等	84100.0	373,372	3.2	8.5	11.1	52393.1	55868.7	60568.1	1.6	1.5	1.4
SK Hynix	000660 KS	未評等	182900.0	77,841	(13.5)	11.8	17.5	76683.8	85781.8	99856.9	2.4	2.1	1.8
國外同業平均					(6.4)	5.9	14.3				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)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	9,503	9,921	13,585	16,069	16,587	15,251	18,100	17,302	49,078	67,239
銷貨成本	(9,780)	(9,634)	(11,199)	(11,604)	(11,267)	(11,193)	(11,170)	(11,153)	(42,217)	(44,782)
營業毛利	(277)	287	2,386	4,465	5,320	4,058	6,930	6,149	6,861	22,457
營業費用	(2,642)	(2,606)	(2,656)	(2,828)	(3,433)	(3,004)	(3,349)	(2,985)	(10,732)	(12,771)
營業利益	(2,918)	(2,319)	(270)	1,637	1,887	1,053	3,582	3,164	(3,871)	9,686
業外利益	1,375	1,047	788	799	803	811	805	810	4,009	3,229
稅前純益	(1,543)	(1,272)	518	2,436	2,690	1,864	4,387	3,974	138	12,915
所得稅費用	335	459	(112)	(528)	(583)	(404)	(951)	(862)	153	(2,801)
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	(1,208)	(813)	406	1,908	2,107	1,460	3,436	3,112	291	10,115
調整後每股盈餘(NT\$)	(0.39)	(0.26)	0.13	0.62	0.68	0.47	1.11	1.00	0.09	3.27
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	3,097	3,097
重要比率										
營業毛利率	-2.9%	2.9%	17.6%	27.8%	32.1%	26.6%	38.3%	35.5%	14.0%	33.4%
營業利益率	-30.7%	-23.4%	-2.0%	10.2%	11.4%	6.9%	19.8%	18.3%	-7.9%	14.4%
稅前純益率	-16.2%	-12.8%	3.8%	15.2%	16.2%	12.2%	24.2%	23.0%	0.3%	19.2%
稅後純益率	-12.7%	-8.2%	3.0%	11.9%	12.7%	9.6%	19.0%	18.0%	0.6%	15.0%
有效所得稅率	--	--	21.6%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	--	21.7%
季增率(%)										
營業收入	9.2%	4.4%	36.9%	18.3%	3.2%	-8.1%	18.7%	-4.4%		
營業利益	--	--	--	--	15.3%	-44.2%	240.2%	-11.7%		
稅後純益	--	--	--	370.0%	10.4%	-30.7%	135.3%	-9.4%		
調整後每股盈餘	--	--	--	370.4%	10.4%	-30.7%	135.3%	-9.4%		
年增率(%)										
營業收入	47.9%	41.2%	75.6%	84.6%	74.5%	53.7%	33.2%	7.7%	64.2%	37.0%
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	93.3%	--	--
稅後純益	--	--	--	--	--	--	746.3%	63.1%	--	3375.9%
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	747.3%	63.1%	--	3370.8%

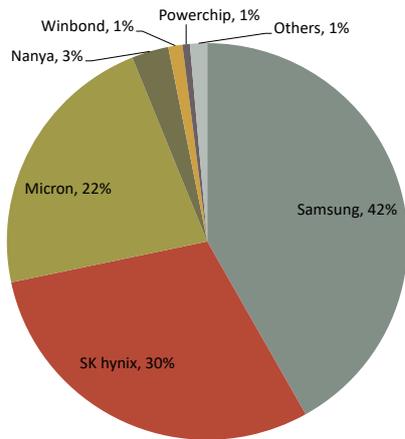
資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

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。

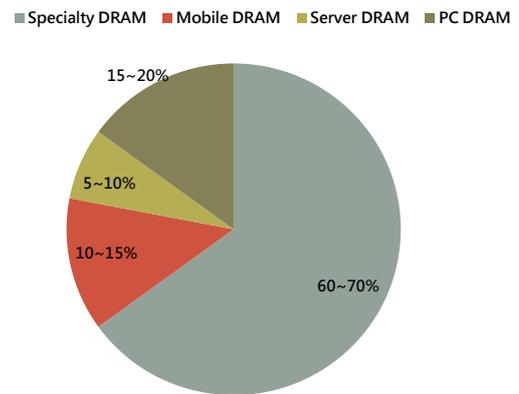
由於 DDR4/5 為長期主流市場，公司將陸續發展 1A/1B 製程，對應三大廠的 1X/1Y 製程技術，公司以新台幣 3,000 億元於 Fab 3A 附近的南林科技園區興建新廠，將分三階段擴建，預計月產能於 2025 年達到滿載 4.5 萬片，製程將包含現有的 1A 以及發展中的 1B/1C/1D。

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
Vanguard Group	1.58
Blackrock Inc	1.33
Chungwa Post Co	1.33
New Labor Pension Fund	1.11
Cathay Life Insurance Co.	1.09
Nanshan Life Insurance CO.	1.01

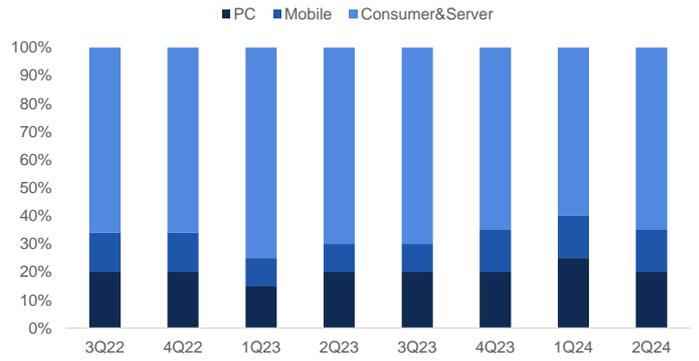
資料來源：Bloomberg、公司資料

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



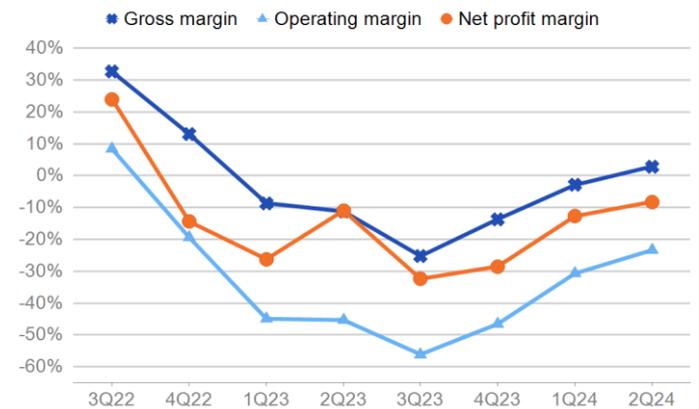
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



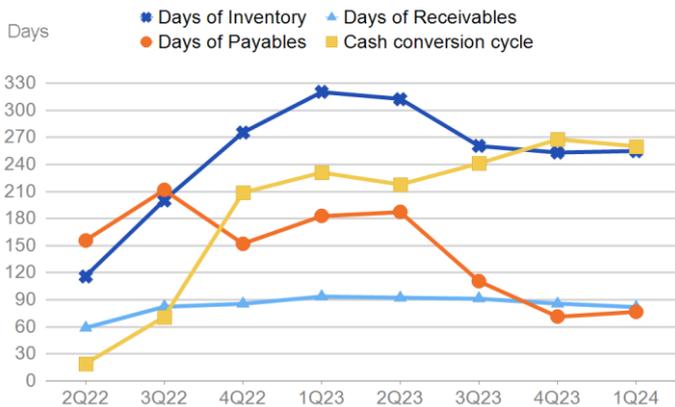
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



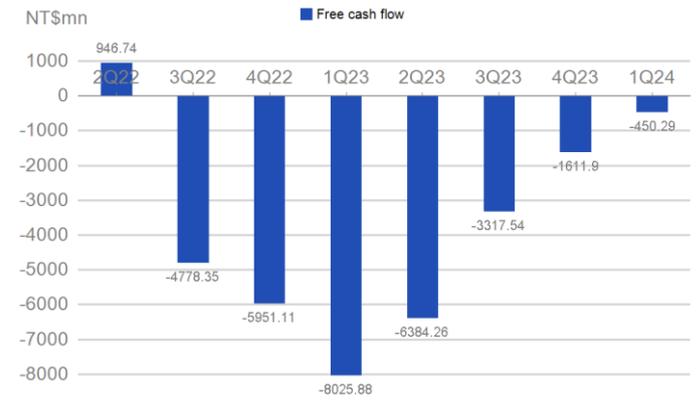
資料來源：CMoney、公司資料

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 (2024/7/10)

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

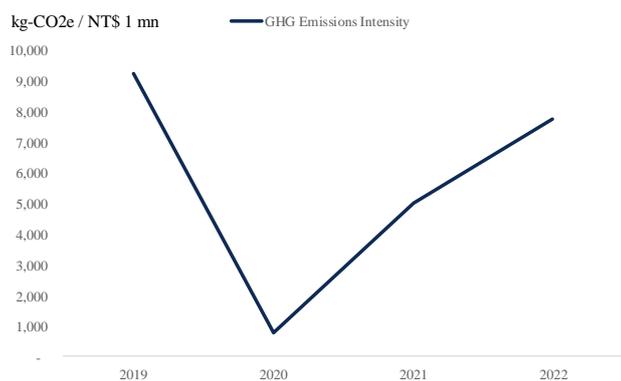
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

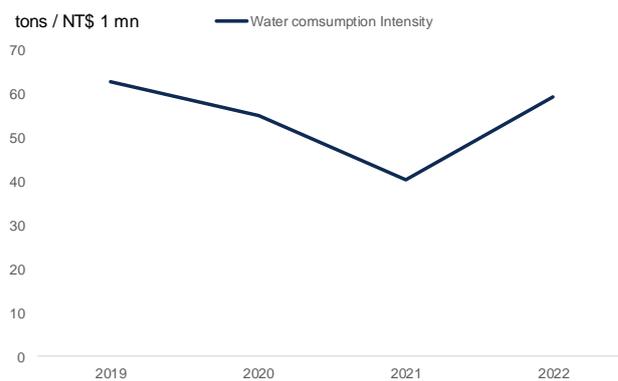
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

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	54,196	70,054
存貨	11,611	23,384	27,634	23,209	17,349
應收帳款及票據	11,569	4,360	5,220	8,972	9,660
其他流動資產	2,580	4,175	4,844	4,892	4,892
流動資產	106,460	105,512	96,510	91,268	101,954
採用權益法之投資	5,339	5,386	5,120	5,386	5,386
固定資產	76,207	84,897	81,838	75,014	74,848
無形資產	1,014	767	927	767	767
其他非流動資產	2,402	5,674	7,955	24,926	24,673
非流動資產	84,961	96,723	95,841	106,093	105,674
資產總額	191,421	202,236	192,351	197,361	207,628
應付帳款及票據	2,850	5,604	3,443	3,886	4,213
短期借款	0	0	11,181	13,020	13,020
什項負債	12,842	10,575	5,493	5,749	5,749
流動負債	15,692	16,179	20,118	22,655	22,982
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	2,751	5,099	5,309	5,385	5,385
長期負債	2,751	5,099	5,309	5,385	5,385
負債總額	18,443	21,278	25,427	28,040	28,367
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	102,807	102,807
什項權益	(4,117)	612	599	599	599
歸屬母公司之權益	172,978	180,958	166,924	167,216	167,216
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	172,978	180,958	166,924	169,321	179,261

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)	291	10,115
折舊及攤提	15,294	15,247	15,326	15,870	16,819
本期營運資金變動	3,195	(4,685)	(5,679)	1,133	5,499
其他營業資產及負債變動	2,770	(4,099)	(8,303)	0	0
營運活動之現金流量	44,107	21,082	(6,095)	17,294	32,433
資本支出	(11,260)	(20,711)	(13,245)	(26,051)	(16,400)
本期長期投資變動	179	47	(266)	0	0
其他資產變動	152	(204)	725	0	0
投資活動之現金流量	(10,930)	(20,868)	(12,786)	(26,051)	(16,400)
股本變動	1	8	2	0	0
本期負債變動	0	0	11,181	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(4,000)	(11,470)	(6,600)	0	(175)
其他調整數	939	(309)	(387)	0	0
融資活動之現金流量	(3,060)	(11,771)	4,196	0	(175)
匯率影響數	(1,143)	4,451	(96)	0	0
本期產生現金流量	28,974	(7,107)	(14,781)	(8,757)	15,858
自由現金流量	32,847	371	(19,340)	(8,757)	16,033

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	49,078	67,239
銷貨成本	(48,560)	(35,610)	(34,375)	(42,217)	(44,782)
營業毛利	37,044	21,342	(4,483)	6,861	22,457
營業費用	(9,858)	(10,340)	(9,977)	(10,732)	(12,771)
推銷費用	(827)	(754)	(589)	(749)	(1,015)
研究費用	(7,500)	(7,842)	(7,576)	(7,968)	(9,052)
管理費用	(1,531)	(1,744)	(1,812)	(2,015)	(2,703)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	27,186	11,002	(14,460)	(3,871)	9,686
利息收入	274	1,395	3,160	3,342	3,350
利息費用	(24)	(49)	(146)	(122)	(121)
利息收入淨額	250	1,346	3,014	3,220	3,229
投資利益(損失)淨額	521	574	193	45	0
匯兌損益	(323)	3,190	(38)	601	0
其他業外收入(支出)淨額	133	765	587	145	0
稅前純益	27,767	16,877	(10,705)	138	12,915
所得稅費用	(4,918)	(2,258)	3,265	153	(2,801)
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)	291	10,115
稅前息前折舊攤銷前淨利	43,085	32,173	4,767	11,999	26,505
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.39	4.72	(2.40)	0.09	3.27

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)	64.2	37.0
營業利益	222.3	(59.5)	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	83.7	(25.3)	(85.2)	151.7	120.9
稅後純益	197.3	(36.0)	--	--	3375.9
調整後每股盈餘	942.5	7.5	--	--	3370.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	43.3	37.5	(15.0)	14.0	33.4
營業利益率	31.8	19.3	(48.4)	(7.9)	14.4
稅前息前淨利率	32.4	29.6	(36.3)	(7.9)	14.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	50.3	56.5	16.0	24.5	39.4
稅前純益率	32.4	29.6	(35.8)	0.3	19.2
稅後純益率	26.7	25.7	(24.9)	0.6	15.0
資產報酬率	12.8	7.4	(3.8)	0.2	5.0
股東權益報酬率	14.0	8.3	(4.3)	0.2	5.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	10.7	11.8	15.2	16.6	15.8
淨負債權益比 (%)	(46.7)	(40.7)	(28.5)	(24.3)	(31.8)
利息保障倍數 (倍)	1175.0	344.6	(72.6)	(31.7)	80.0
流動比率 (%)	678.5	652.2	479.7	4.0	4.4
速動比率 (%)	599.1	501.7	338.6	2.8	3.5
淨負債 (NT\$百萬元)	(80,700)	(73,593)	(47,631)	(41,176)	(57,034)
調整後每股淨值 (NT\$)	55.86	58.41	53.88	54.67	57.88
評價指標 (倍)					
本益比	16.5	15.3	--	768.4	22.1
股價自由現金流量比	6.8	604.3	--	--	14.0
股價淨值比	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.2	7.0	47.0	18.7	8.5
股價營收比	2.6	3.9	7.5	4.6	3.3

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
15	20240410	70.20	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>.