



## 南電

(8046.TW/8046 TT)



## 持有 · 維持

收盤價 July 29 (NT\$)	173.5
12 個月目標價 (NT\$)	160.0
前次目標價 (NT\$)	170.0
調降 (%)	5.9
下跌空間 (%)	7.8

## 焦點內容

- 2Q24 營收低預期 9%。
- 3Q24 營收季增 15-20%，網通庫存持續調整。
- 2H24 復甦力道恐不如預期。

## 交易資料表

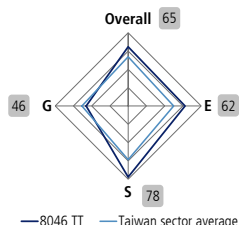
市值：(NT\$bn/US\$mn)	112.1 / 3,440
流通在外股數 (百萬股)：	646
外資持有股數 (百萬股)：	39.95
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.36
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	171.5 - 272.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-8.9	-23.9	-31.8
相對表現 (%)	-17	-46.2	-60

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	6.01A	7.53A	8.54A	7.97A
2023	3.60A	2.43A	1.66A	1.30A
2024	(0.24)A	0.61F	1.56F	1.90F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 凱基投顧

林祐熙  
886 2 2181 8725  
jacklin.lin@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 網通需求回升不如預期

## 重要訊息

2Q24 營收 81.2 億、季增 14%，低凱基與市場共識 89 億、84 億達 9%、3%。

## 評論及分析

**2Q24 營收低預期。**因 ABF 受到網通庫存持續調整 (router & connectivity)，BT 則是受益於記憶體需求成長，PCB 受惠 AI server 應用產品開始出貨。利用率 ABF 40%，BT 70-75%、PCB 70-75%，毛利率優於 1Q24，營利率期待可轉正。我們下調獲利 27%達每股盈餘 0.61 元。

**3Q24 營收季增 15-20%，網通庫存持續調整。**季增幅 PCB 將優於 BT 與 ABF，後兩者則力道相當。ABF 仍受整體網通客戶庫存調整持續，但 AI PC 的需求增加，800G 的交換器開始出貨，2H24 還有客戶的新世代產品推出；BT 受益於美系客戶，記憶體需求仍佳，PCB 為消費性電子備貨旺季。

**2H24 復甦力道恐不如預期。**其他重點整理如下：(1) AI GPU 載板設計趨勢越來越大，未來 110-120mm 尺寸要轉用 glass core，2025 年將有 A 美系客戶有機會小量生產玻璃基板產品產值可有 3 億。(2) 2Q24 4 階-OAM 開始出貨，月產值數千萬，可延續至 2H24。(3) HPC 營收佔比 15%，佔載板 20-30%，以 ABF 為主；AI 佔 PCB 營收 single digit。

## 投資建議

短期 2Q-3Q24 PC 與網通需求回升較預期緩慢，我們下調 2024-25 獲利 40%、13%，維持「持有」評等，調降目標價至 160 元，相當於 2025 年每股盈餘 14 倍本益比。

## 投資風險

大幅擴產下價格壓力，終端需求不如預期。

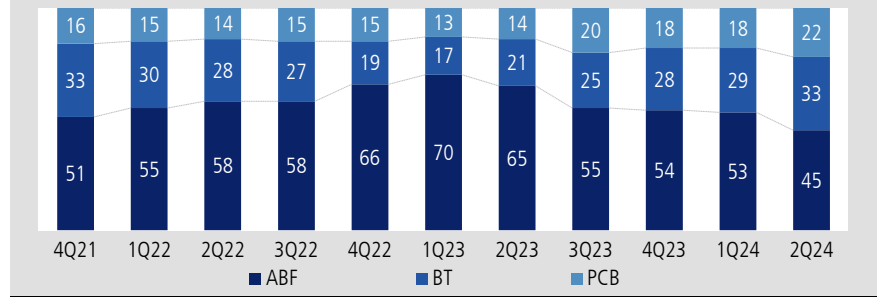
## 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	52,228	64,647	42,253	35,628	46,270
營業毛利 (NT\$百萬)	14,883	25,868	8,177	3,501	10,183
營業利益 (NT\$百萬)	12,871	23,575	6,330	1,827	8,273
稅後淨利 (NT\$百萬)	10,582	19,416	5,817	2,481	7,371
每股盈餘 (NT\$)	16.38	30.05	9.00	3.84	11.41
每股現金股利 (NT\$)	10.00	18.00	5.50	2.30	6.84
每股盈餘成長率 (%)	188.6	83.5	(70.0)	(57.3)	197.0
本益比 (x)	10.6	5.8	19.3	45.2	15.2
股價淨值比 (x)	2.8	2.1	2.3	2.6	2.7
EV/EBITDA (x)	6.0	3.3	8.1	11.5	6.5
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	5.8	10.4	3.2	1.3	3.9
股東權益報酬率 (%)	29.1	41.2	11.4	5.5	17.6

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 南電產品比重

出貨類別比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 2Q24 及 3Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2Q24F					3Q24F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)
營收	8,121	8,911	(8.9)	8,376	(3.1)	9,730	11,028	(11.8)	10,929	(11.0)
毛利	642	799	(19.7)	620	3.5	1,507	2,268	(33.6)	1,935	(22.1)
營業利益	227	408	(44.5)	187	21.3	1,086	1,795	(39.5)	1,481	(26.6)
稅後淨利	397	543	(26.9)	380	4.4	1,008	1,528	(34.0)	1,413	(28.7)
每股盈餘 (元)	0.61	0.84	(26.9)	0.51	21.7	1.56	2.36	(34.0)	1.96	(20.4)
毛利率 (%)	7.9	9.0	(1.1)ppts	7.4	0.5 ppts	15.5	20.6	(5.1)ppts	17.7	(2.2) ppts
營利率 (%)	2.8	4.6	(1.8)ppts	2.2	0.6 ppts	11.2	16.3	(5.1)ppts	13.5	(2.4) ppts
淨利率 (%)	4.9	6.1	(1.2)ppts	4.5	0.4 ppts	10.4	13.9	(3.5)ppts	12.9	(2.6) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3: 2024-25 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2024F					2025F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	市場共識	差異 (%)
營收	35,628	39,488	(9.8)	38,052	(6.4)	46,270	49,481	(6.5)	50,125	(7.7)
毛利	3,501	5,720	(38.8)	4,020	(12.9)	10,183	11,652	(12.6)	10,319	(1.3)
營業利益	1,827	3,981	(54.1)	1,922	(5.0)	8,273	9,725	(14.9)	8,274	(0.0)
稅後淨利	2,481	4,133	(40.0)	2,509	(1.1)	7,371	8,437	(12.6)	6,987	5.5
每股盈餘 (元)	3.84	6.40	(40.0)	4.80	(20.1)	11.41	13.06	(12.6)	10.82	5.5
毛利率 (%)	9.8	14.5	(4.7)ppts	10.6	(0.7)ppts	22.0	23.5	(1.5)ppts	20.6	1.4 ppts
營利率 (%)	5.1	10.1	(5.0)ppts	5.1	0.1 ppts	17.9	19.7	(1.8)ppts	16.5	1.4 ppts
淨利率 (%)	7.0	10.5	(3.5)ppts	6.6	0.4 ppts	15.9	17.1	(1.1)ppts	13.9	2.0 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4: 同業比較 – 投資評價

公司	代號	市值		股價	EPS (當地貨幣)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息殖利率 (%)		
		美金百萬元	當地貨幣		2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
南電	8046 TT	3,411	173.50		9.00	3.84	11.41	19.3	45.2	15.2	2.3	2.6	2.7	11.4	5.5	17.6	3.2	1.3	3.9
華通	2313 TT	2,788	76.90		3.39	6.32	8.00	22.7	12.2	9.6	2.2	2.0	1.8	10.1	17.4	19.6	2.0	3.4	4.2
景碩	3189 TT	1,645	119.00		0.11	1.98	7.27	1,132.6	60.2	16.4	1.7	2.3	(12.7)	0.1	3.2	33.4	0.8	0.8	3.4
欣興	3037 TT	8,398	181.00		7.88	7.24	14.59	23.0	25.0	12.4	3.0	2.8	2.5	13.6	11.7	21.3	1.7	1.6	3.2
Ibiden	4062 JP	5,411	5,909.00		240.15	244.11	332.87	24.6	24.2	17.8	1.7	1.8	1.6	7.3	8.1	7.0	0.7	0.7	0.8
Shinko	6967 JP	4,987	5,675.00		138.00	237.22	312.03	41.1	23.9	18.2	2.9	2.9	2.7	7.2	8.7	11.9	N.A.	0.4	0.4
SEMC	009150 KS	8,406	155,800		6,134.97	8,946.48	11,559.34	25.4	17.4	13.5	1.4	1.4	1.3	5.8	8.4	9.9	0.7	1.1	1.3

資料來源：Bloomberg；凱基

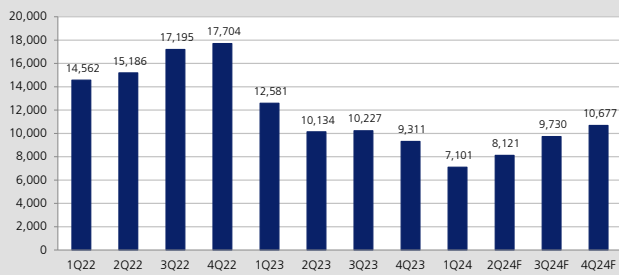
圖 5: 公司概況

南亞電路成立於 1997 年，2001 年開始對覆晶載板投產，2002 年開始於大陸昆山廠量產 PCB。2022 年產品營收佔比依技術應用區分約為 ABF 59%，BT 26%，PCB 15%。2022 年依終端應用則為 PC 20%，網通 46%，消費性電子 17%，汽車電子 8%，其他(AI/HPC) 8%。2022 年月產能 ABF 4,100 萬顆、BT 約 60 萬平方呎、PCB 板約 90 萬平方呎 (HDI 為 36 萬)。主要客戶包括博通(美)、輝達(美)、超微半導體(美)、蘋果(美)。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

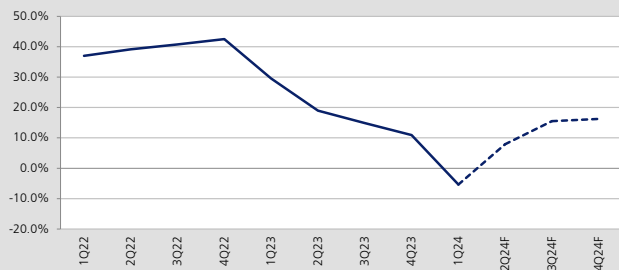
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

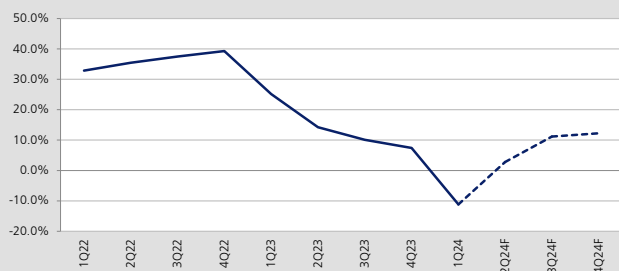
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

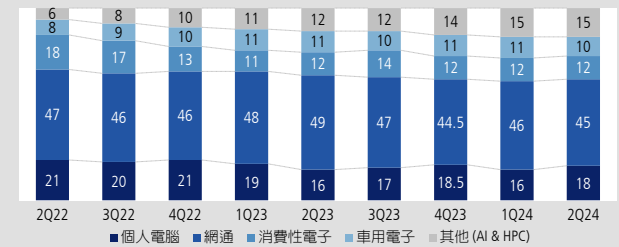
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: AI、GPU 及 5G 需求使網通產品營收占比逐年放大

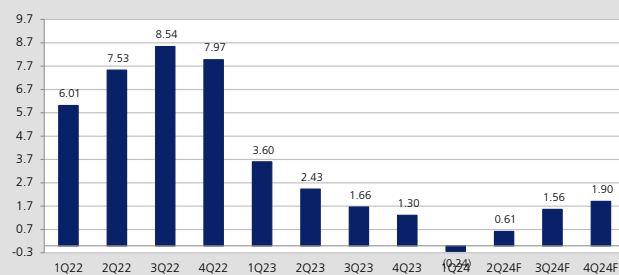
產品比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 每股盈利

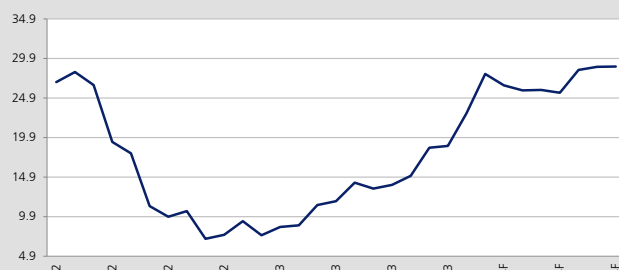
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

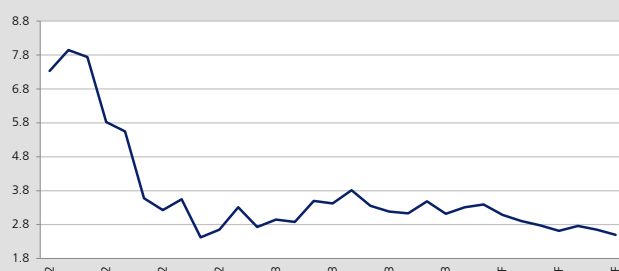
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

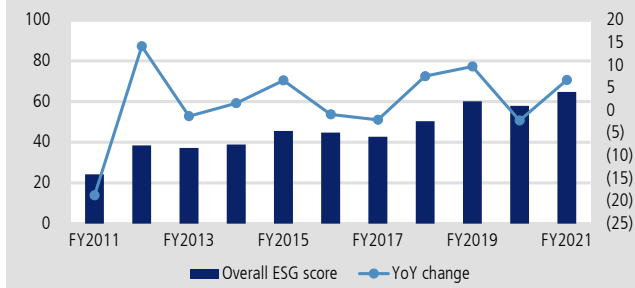
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 13：ESG 整體分數

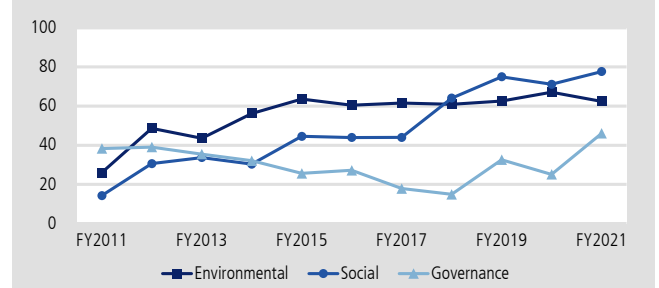
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：ESG 各項分數

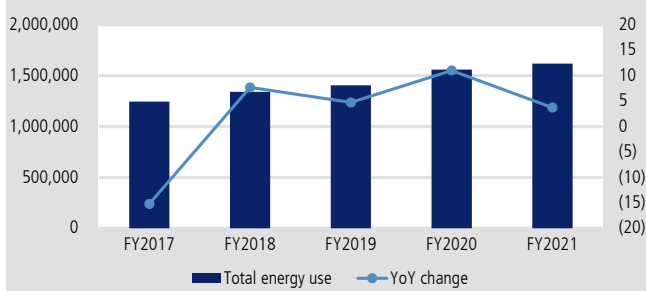
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：能源消耗

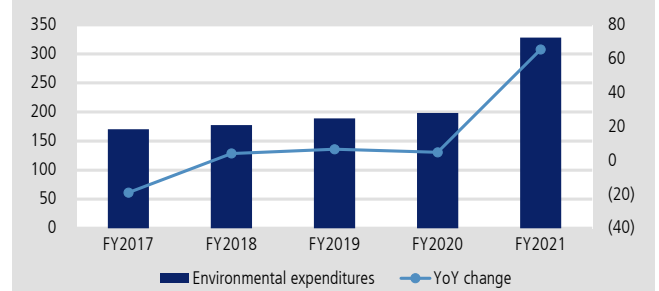
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：環境支出

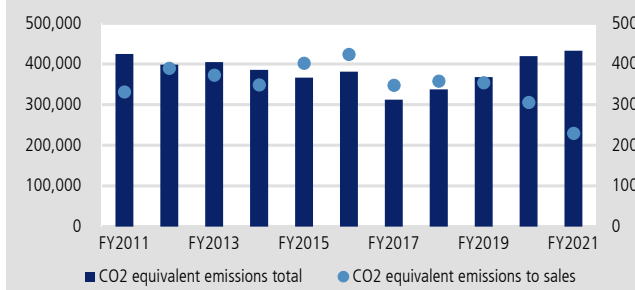
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：碳排量

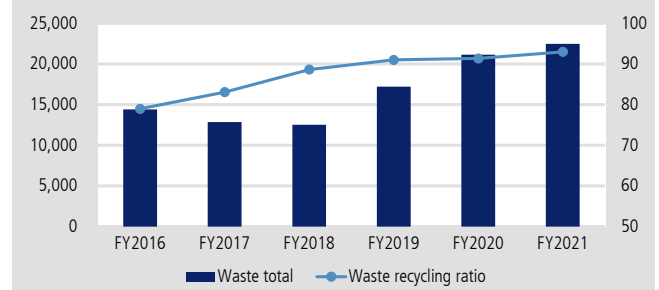
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：廢棄物總量

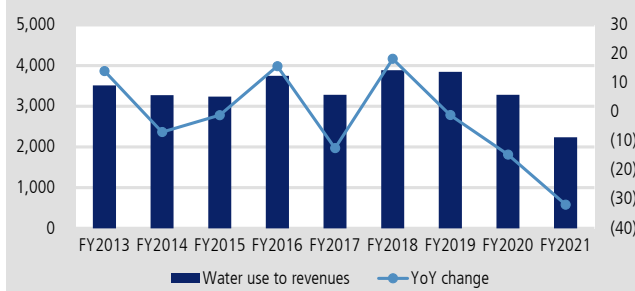
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19：耗水量

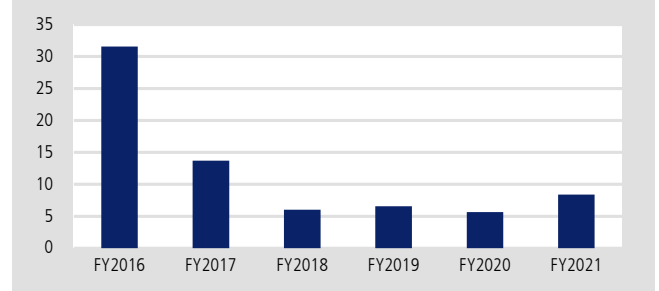
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20：員工流動率

員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	12,581	10,134	10,227	9,311	7,101	8,121	9,730	10,677	42,253	35,628	46,270
營業成本	(8,863)	(8,211)	(8,706)	(8,295)	(7,481)	(7,479)	(8,223)	(8,943)	(34,075)	(32,126)	(36,087)
營業毛利	3,718	1,922	1,521	1,016	(380)	642	1,507	1,733	8,177	3,501	10,183
營業費用	(553)	(478)	(490)	(326)	(414)	(415)	(421)	(425)	(1,847)	(1,675)	(1,910)
營業利益	3,165	1,444	1,031	690	(794)	227	1,086	1,308	6,330	1,827	8,273
折舊	(1,278)	(1,490)	(1,540)	(1,587)	(1,597)	(1,650)	(1,650)	(1,702)	(5,896)	(6,598)	(6,685)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	4,443	2,935	2,571	2,277	803	1,876	2,736	3,010	12,226	8,425	14,958
利息收入	66	-	68	73	73	73	73	73	327	292	291
投資利益淨額	7	7	1	1	11	7	7	7	29	32	28
其他營業外收入	67	184	49	156	190	200	200	200	324	790	880
總營業外收入	140	191	118	230	273	280	280	280	680	1,113	1,199
利息費用	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(19)	(20)	(20)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(152)	343	299	(373)	284	(8)	(8)	(8)	116	260	(32)
總營業外費用	(157)	338	294	(378)	279	(13)	(13)	(13)	97	240	(52)
稅前純益	3,148	1,973	1,443	543	(241)	494	1,353	1,575	7,107	3,181	9,420
所得稅費用[利益]	(823)	(400)	(367)	301	89	(97)	(345)	(347)	(1,290)	(699)	(2,049)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	2,325	1,573	1,076	843	(152)	397	1,008	1,229	5,817	2,481	7,371
非常項目	(0)	(0)	0	(0)	(0)	-	-	-	-	(0)	-
稅後淨利	2,325	1,573	1,076	843	(152)	397	1,008	1,229	5,817	2,481	7,371
每股盈餘 (NT\$)	3.60	2.43	1.66	1.30	(0.24)	0.61	1.56	1.90	9.00	3.84	11.41
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	29.6	19.0	14.9	10.9	(5.4)	7.9	15.5	16.2	19.4	9.8	22.0
營業利益率	25.2	14.3	10.1	7.4	(11.2)	2.8	11.2	12.3	15.0	5.1	17.9
EBITDA Margin	35.3	29.0	25.1	24.5	11.3	23.1	28.1	28.2	28.9	23.6	32.3
稅前純益率	25.0	19.5	14.1	5.8	(3.4)	6.1	13.9	14.8	16.8	8.9	20.4
稅後純益率	18.5	15.5	10.5	9.1	(2.1)	4.9	10.4	11.5	13.8	7.0	15.9
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(28.9)	(19.5)	0.9	(9.0)	(23.7)	14.4	19.8	9.7			
營業毛利	(50.6)	(48.3)	(20.9)	(33.2)	(137.4)		134.9	15.0			
營業收益增長	(54.5)	(54.4)	(28.6)	(33.1)	(215.1)		379.5	20.5			
EBITDA	(45.0)	(34.0)	(12.4)	(11.4)	(64.7)	133.7	45.8	10.0			
稅前純益	(52.5)	(37.3)	(26.9)	(62.4)	(144.5)		174.2	16.4			
稅後純益	(54.9)	(32.4)	(31.6)	(21.6)	(118.1)		153.9	21.9			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	(13.6)	(33.3)	(40.5)	(47.4)	(43.6)	(19.9)	(4.9)	14.7	(34.6)	(15.7)	29.9
營業毛利	(31.1)	(67.7)	(78.3)	(86.5)	(110.2)	(66.6)	(0.9)	70.6	(68.4)	(57.2)	190.8
營業收益	(33.9)	(73.2)	(84.0)	(90.1)	(125.1)	(84.3)	5.4	89.6	(73.1)	(71.1)	352.8
EBITDA	(23.9)	(54.5)	(65.9)	(71.8)	(81.9)	(36.1)	6.4	32.2	(56.2)	(31.1)	77.5
稅前純益	(39.6)	(67.5)	(80.6)	(91.8)	(107.7)	(75.0)	(6.2)	190.4	(72.0)	(55.2)	196.2
稅後純益	(40.1)	(67.7)	(80.5)	(83.6)	(106.6)	(74.8)	(6.3)	45.7	(70.0)	(57.3)	197.0

資料來源：公司資料，凱基

### 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>56,345</b>	<b>81,750</b>	<b>70,437</b>	<b>69,182</b>	<b>69,228</b>
<b>流動資產</b>	<b>30,176</b>	<b>41,310</b>	<b>24,474</b>	<b>24,782</b>	<b>26,984</b>
現金及短期投資	13,194	20,044	12,567	14,205	14,191
存貨	5,348	5,803	3,896	3,663	4,126
應收帳款及票據	11,062	14,893	6,898	5,800	7,553
其他流動資產	572	570	1,113	1,113	1,113
<b>非流動資產</b>	<b>26,170</b>	<b>40,440</b>	<b>45,963</b>	<b>44,400</b>	<b>42,245</b>
長期投資	502	514	487	518	546
固定資產	24,471	37,267	43,107	41,512	39,329
什項資產	1,197	2,660	2,370	2,370	2,370
<b>負債總額</b>	<b>15,866</b>	<b>28,028</b>	<b>22,530</b>	<b>26,481</b>	<b>28,049</b>
<b>流動負債</b>	<b>10,516</b>	<b>13,689</b>	<b>9,100</b>	<b>13,051</b>	<b>14,620</b>
應付帳款及票據	3,658	5,320	3,062	2,879	3,243
短期借款	1,669	-	-	-	-
什項負債	5,189	8,369	6,038	10,172	11,377
<b>長期負債</b>	<b>5,350</b>	<b>14,339</b>	<b>13,429</b>	<b>13,429</b>	<b>13,429</b>
長期借款	227	-	-	-	-
其他負債及準備	4,902	12,672	11,991	11,991	11,991
<b>股東權益總額</b>	<b>40,479</b>	<b>53,723</b>	<b>47,908</b>	<b>42,701</b>	<b>41,179</b>
普通股本	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462
保留盈餘	11,301	23,139	15,814	10,608	9,086
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

### 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	35.6%	23.8%	(34.6%)	(15.7%)	29.9%
營業收益增長	213.3%	83.2%	(73.1%)	(71.1%)	352.8%
EBITDA	134.4%	69.2%	(56.2%)	(31.1%)	77.5%
稅後純益	188.6%	83.5%	(70.0%)	(57.3%)	197.0%
每股盈餘成長率	188.6%	83.5%	(70.0%)	(57.3%)	197.0%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	28.5%	40.0%	19.4%	9.8%	22.0%
營業利益率	24.6%	36.5%	15.0%	5.1%	17.9%
EBITDA Margin	31.6%	43.2%	28.9%	23.6%	32.3%
稅後純益率	20.3%	30.0%	13.8%	7.0%	15.9%
平均資產報酬率	21.0%	28.1%	7.6%	3.6%	10.7%
股東權益報酬率	29.1%	41.2%	11.4%	5.5%	17.6%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	406.2	1,128.2	367.9	163.7	472.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	492.9	1,436.0	852.5	521.4	608.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	9.4	1,436.0	852.5	521.4	608.8
流動比率 (x)	2.9	3.0	2.7	1.9	1.8
速動比率 (x)	2.4	2.6	2.3	1.6	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	(11,298)	(20,044)	(12,330)	(13,968)	(13,953)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	16.38	30.05	9.00	3.84	11.41
每股現金盈餘 (NT\$)	24.65	50.00	25.56	15.78	18.84
每股淨值 (NT\$)	62.64	83.14	74.14	66.08	63.73
調整後每股淨值 (NT\$)	62.64	83.14	74.14	66.08	63.73
每股營收 (NT\$)	80.83	100.05	65.39	55.14	71.61
EBITDA/Share (NT\$)	25.54	43.21	18.92	13.04	23.15
每股現金股利 (NT\$)	10.00	18.00	5.50	2.30	6.84
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.04	0.94	0.56	0.51	0.67
應收帳款周轉天數	77.3	84.1	59.6	59.6	59.6
存貨周轉天數	52.3	54.6	41.7	41.7	41.7
應付帳款周轉天數	35.7	50.1	32.8	32.8	32.8
現金轉換周轉天數	93.8	88.6	68.5	68.5	68.5

資料來源：公司資料，凱基

### 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>52,228</b>	<b>64,647</b>	<b>42,253</b>	<b>35,628</b>	<b>46,270</b>
營業成本	(37,346)	(38,779)	(34,075)	(32,126)	(36,087)
<b>營業毛利</b>	<b>14,883</b>	<b>25,868</b>	<b>8,177</b>	<b>3,501</b>	<b>10,183</b>
營業費用	(2,012)	(2,293)	(1,847)	(1,675)	(1,910)
<b>營業利益</b>	<b>12,871</b>	<b>23,575</b>	<b>6,330</b>	<b>1,827</b>	<b>8,273</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>530</b>	<b>389</b>	<b>680</b>	<b>1,113</b>	<b>1,199</b>
利息收入	47	136	327	292	291
投資利益淨額	47	62	29	32	28
其他營業外收入	436	191	324	790	880
<b>總營業外費用</b>	<b>(305)</b>	<b>1,398</b>	<b>97</b>	<b>240</b>	<b>(52)</b>
利息費用	(32)	(22)	(19)	(20)	(20)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(273)	1,420	116	260	(32)
<b>稅前純益</b>	<b>13,095</b>	<b>25,362</b>	<b>7,107</b>	<b>3,181</b>	<b>9,420</b>
所得稅費用[利益]	(2,514)	(5,946)	(1,290)	(699)	(2,049)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	-
<b>稅後淨利</b>	<b>10,582</b>	<b>19,416</b>	<b>5,817</b>	<b>2,481</b>	<b>7,371</b>
<b>EBITDA</b>	<b>16,505</b>	<b>27,919</b>	<b>12,226</b>	<b>8,425</b>	<b>14,958</b>
每股盈餘 (NT\$)	16.38	30.05	9.00	3.84	11.41

### 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>15,929</b>	<b>32,307</b>	<b>16,513</b>	<b>10,195</b>	<b>12,175</b>
本期純益	10,582	19,416	5,817	2,481	7,371
折舊及攤提	3,634	4,344	5,896	6,598	6,685
本期運用資金變動	(2,337)	(2,805)	7,510	1,147	(1,852)
其他營業資產及負債變動	4,050	11,352	(2,709)	(32)	(28)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(5,391)</b>	<b>(16,869)</b>	<b>(12,251)</b>	<b>(5,003)</b>	<b>(4,502)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	-	(277)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(8,451)	(16,922)	(11,779)	(5,003)	(4,502)
其他資產變動	3,061	53	(195)	-	-
<b>自由現金流</b>	<b>3,246</b>	<b>2,665</b>	<b>6,808</b>	<b>4,168</b>	<b>6,804</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(2,892)</b>	<b>(8,665)</b>	<b>(11,811)</b>	<b>(3,554)</b>	<b>(7,688)</b>
短期借款變動	(580)	(1,256)	-	-	-
長期借款變動	60	(725)	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(2,197)	(6,462)	(11,631)	(3,554)	(7,688)
其他融資現金流	(176)	(222)	(180)	-	0
<b>匯率影響數</b>	<b>(25)</b>	<b>76</b>	<b>(166)</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>7,621</b>	<b>6,850</b>	<b>(7,714)</b>	<b>1,638</b>	<b>(15)</b>

### 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	3.9%	3.5%	4.4%	4.7%	4.1%
<b>= 營業利益率</b>	<b>24.6%</b>	<b>36.5%</b>	<b>15.0%</b>	<b>5.1%</b>	<b>17.9%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.1	0.1	(0.1)	(0.0)
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.6	1.0	1.2	0.8
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>
營業利益率	24.6%	36.5%	15.0%	5.1%	17.9%
x 資本周轉率	1.6	1.4	0.9	0.9	1.2
x (1 - 有效現金稅率)	80.8%	76.6%	81.8%	78.0%	78.2%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>31.9%</b>	<b>40.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>3.6%</b>	<b>17.3%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 南電 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-05-06	持有	170	185
2023-12-27	持有	210	250
2023-11-02	持有	218	243
2023-08-07	持有	260	251
2023-07-06	持有	260	256
2023-05-04	增加持股	310	273
2023-04-17	增加持股	316	265
2023-02-24	增加持股	268	235
2022-12-30	增加持股	270	227
2022-11-03	增加持股	275	217

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，遲後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。