

南茂(8150)

Downgrade to HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇宜家 Alice Su
yjia95@masterlink.com.tw

評等

日期:	2024/8/14
目前收盤價 (NT\$):	40
目標價 (NT\$):	44
52 週最高最低(NT\$):	35.8-51
加權指數:	21796.57

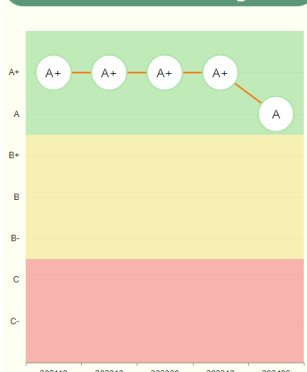
公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	7,272
市值 (NT\$/mn):	29,050
市值 (US\$/mn):	968
20 日平均成交量(仟股):	2,256
PER (2024):	16.51
PBR (2024):	1.14
外資持股比率:	44.10
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-8.4	-6.9	-4.2
加權指數報酬率	-8.9	4.5	20.5

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	BUY
目標價 (NT\$)	44	52
營業收入 (NT\$/mn)	24,112	23,866
毛利率 (%)	14.3	18.1
營益率 (%)	7.1	10.6
EPS (NT\$)	2.42	3.25
BVPS(NT\$)	35	34

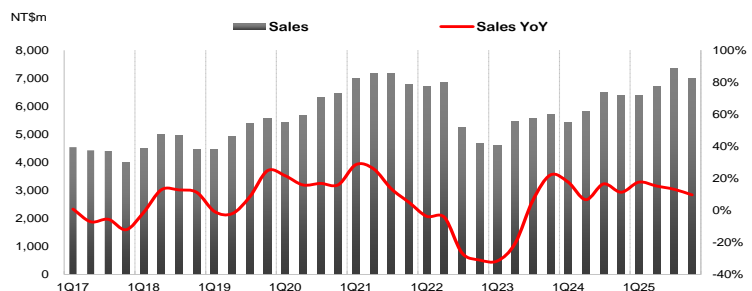
近五期TESG Rating



毛利率不如預期，評價未明顯低估

- **2Q24 毛利率 14.0% · 本業獲利達成率 61% · 低於預期 · 2Q24 EPS 0.62 元：**南茂 2Q24 營收 58.10 億元，QOQ+7.2%，符合元富預估的 2Q24 營收 QOQ+5.8%。獲利部分，毛利率 14.0%，低於元富預估的 18.5%，較 1Q24 下滑 0.2 個百分點。2Q24 稼動率 69%較 1Q24 的 63%明顯回升然毛利率仍持平小掉，由於 1)電費調漲，2) 人力成本及加班費，3)金價上漲(平均成本提升 6~7%)，2Q24 EPS 0.62 元。
- **上下半年營收比重維持 47:53，2H24 毛利率僅可維持 1H24 水準，低於預期：**展望第三季，公司持審慎樂觀態度，預估 3Q24 整體稼動率持續回升，下半年優於上半年，維持上下半年營收比重 47:53 看法，元富預期 3Q24 營收 QOQ+12%，預估 3Q24 營收 65.07 億元，QOQ+12%，YOY+16.6%，毛利率考量 2Q24 毛利率低於預期，及管理層僅釋出 2H24 毛利率可維持 1H24，故下修 3Q24 毛利率至 14.5%(原估 19.5%)，預估 3Q24 EPS 0.60 元。
- **評等由買進轉為中立，目標價 44 元：**2Q24 毛利率 14%低於預期，2H24 毛利率展望:可維持 1H24 水準亦低於預期，預估 2024 年 EPS 2.42 元(原估 3.23 元)，2025 年 EPS 2.91 元，評價未明顯低估，故將評等由買進轉為中立，目標價 44 元。

Exhibit 1: 營收及 YoY



Sources : MasterLink

Exhibit 2: TESG 企業永續指標



Sources : TEJ

南茂是全球 Driver IC 封測第二大廠，業務包括 DDIC、記憶體及邏輯混訊 IC 封測

2Q24 毛利率 14.0%，較 1Q24 下滑 0.2 個百分點，本業獲利達成率 61%，低於預期，2Q24 EPS 0.62 元

全球 Driver IC 封測第二大廠，業務包括 DDIC、記憶體及邏輯混訊 IC 封測
南茂是全球 Driver IC(DDIC)封測的第二大廠，主要提供 DDIC、記憶體及邏輯混訊 IC 的封測服務。南茂營運主要集中在新竹廠及台南廠，新竹廠主要係以記憶體、混訊 IC 測試及 DDIC 金凸塊製造為主，台南廠係以記憶體、混訊 IC 的封裝及 DDIC 的 COG/COF 製程為主，另轉投資 45.02%的上海紫光宏茂微(原上海宏茂微更名)，主要業務係以記憶體封測為主，帳列權益法投資，依投資比例認列損益帳列業外淨收支。客戶方面，DDIC 有聯詠、奇景、新思等，Memory 有美光、旺宏、華邦電、南亞科、群聯及威剛。

2Q24 毛利率 14.0%，本業獲利達成率 61%，低於預期，2Q24 EPS 0.62 元
南茂 2Q24 EPS 0.62 元，低於元富預估的 0.75 元，獲利達成率 82%，然本業大幅低於預期。本業部分，2Q24 營收 58.10 億元，QOQ+7.2%，YOY+6.7%，符合元富預估的 2Q24 營收 QOQ+5.8%，2Q24 應用佔比為智慧行動裝置 35.6%，電視 18.7%，運算裝置 3.6%，車規/工規 23.3%，其他消費產品 18.8%。2Q24 DRAM/SRAM 營收 QOQ-5%，Flash 營收 QOQ+6%，混和訊號營收 QOQ+13%，DDIC 營收 QOQ+12%，凸塊營收 QOQ+7%。獲利部分，2Q24 毛利率 14.0%，低於元富預估的 18.5%，較 1Q24 下滑 0.2 個百分點，2Q24 整體稼動率 69%較 1Q24 的 63%明顯回升然毛利率仍持平小掉，由於 1)電費 4 月調漲+夏季電費約影響超過 1 億元，2) 人力成本及加班費，3)金價上漲(平均成本提升 6~7%)，2Q24 毛利率不如預期，2Q24 各產品稼動率分別為 Testing 67%(1Q24 60%)，Assembly 65%(1Q24 62%)，LCD Driver 75%(1Q24 67%)，Bumping 65%(1Q24 61%)，業外匯兌收益挹注下，2Q24 EPS 0.62 元。

南茂 2Q24 財報與元富預估差異數

unit : NT \$ mn	1Q24(A)	2Q24(A)	2Q24(F)	較預期相比	QOQ	YOY	累計YOY
Net sales	5,419	5,810	5,733	1%	7%	7%	12%
Margin %	14.22%	14.03%	18.50%				
Operating profit	363	374	613	-39%	3%	-28%	4%
Total non-ope inc.	156	128	36				
Pre-tax profit	519	502	649	-23%	-3%		
Net profit	438	451	547	-18%	3%	-28%	7%
EPS	0.60	0.62	0.75				

Sources : MasterLink

南茂 2Q24 產品營收佔比及 QOQ、YOY

營收比重	2Q24占比	QOQ	YOY 備註:客戶結構
DRAM/SRAM	15%	-5%	5% 美光、旺宏、華邦電、晶豪科、矽成、鈺創、
Flash	23%	6%	30% 南亞科、群聯、威剛、GigaDevice等
Mixed-Signal	10%	13%	40% KM、奇景、Dialog、聯詠、晨星
DDIC(COG+COF)	34%	12%	-4% 聯詠、奇景、新思、瑞鼎、奕力
Glod bump	19%	7%	-5% 聯詠、奇景、新思、瑞鼎、奕力

Sources : MasterLink

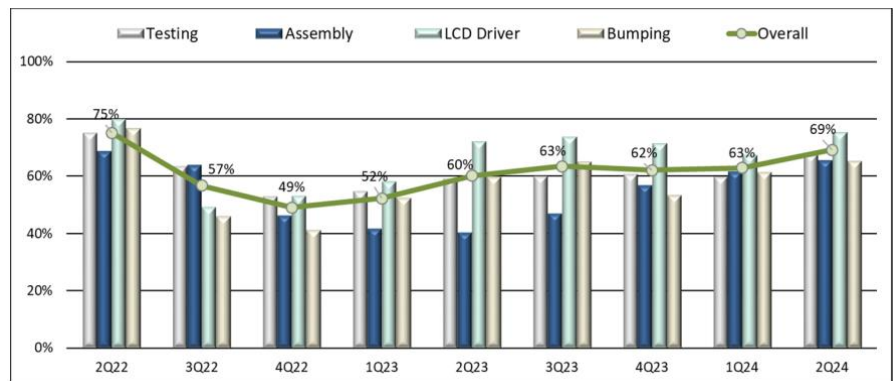
南茂 2Q24 終端應用佔比及 QOQ、YOY

終端應用比重	2Q24占比	QOQ	YOY 備註
Smart Mobile	36%	-1%	13% Smart Phone、Wearable
TV	19%	27%	4% UHD/4K/8K TV、OLED TV、NB/Tablet
Computing	4%	17%	-23% PC/Server、SSD
Auto/Industry	23%	14%	20% In-car infotainment、ADAS/sensor
Consumer	19%	-2%	-6% Game, TWS、Smart speaker、DSC, STB

Sources : MasterLink

南茂各產品線稼動率

2Q24: 67% 1Q24: 60% 2Q23: 59%	2Q24: 65% 1Q24: 62% 2Q23: 40%	2Q24: 75% 1Q24: 67% 2Q23: 72%	2Q24: 65% 1Q24: 61% 2Q23: 60%	2Q24: 69% 1Q24: 63% 2Q23: 60%
-------------------------------------	-------------------------------------	-------------------------------------	-------------------------------------	-------------------------------------



Sources : 南茂法說會(2024/8/13)、MasterLink

上下半年營收比重維持 47:53，2H24 毛利率僅可維持 1H24 水準，低於預期

展望第三季，公司持審慎樂觀態度，預估 3Q24 整體稼動率持續回升，下半年優於上半年，維持上下半年營收比重 47:53 看法，元富預期 3Q24 營收 QOQ+12%，預估 3Q24 營收 65.07 億元，QOQ+12%，YOY+16.6%，毛利率考量 2Q24 毛利率低於預期，及管理層僅釋出 2H24 毛利率可維持 1H24，故下修 3Q24 毛利率至 14.5%(原估 19.5%)，預估 3Q24 EPS 0.60 元，持續關注原物料及電費上漲情況，因 Bump 相關產品可轉嫁成本至客戶端，然封測相關產品需自行吸收。

3Q24 審慎樂觀，上下半年營收比重維持 47:53，2H24 毛利率僅可維持 1H24 水準，低於預期

- 1) 記憶體:記憶體庫存健康，NAND Flash 及利基型 DRAM 拉貨動能相對較其他記憶體明顯。
- 2) DDIC:車用面板與 OLED 需求相對穩定，高階測試機台稼動率持續高水準，受惠於手機新機上市帶動 COG 封裝機台 UTR 提升，新案以車用 OLED 居多，3Q24 DDIC 動能略優於記憶體。
- 3) 資本支出:上次法說會指出 2024 資本支出控制在營收 18~19%，本次則略為上修至 20%，產能擴充著重記憶體規格升級及併購高階 DDIC 測試機台兩部分。

4) 折舊部分:以 2Q24 折舊金額 11.84 億元來看，2024~2025 年各季度折舊金額 QOQ 將微幅增加 1~4%。

評等由買進轉為中立，目標價 44 元

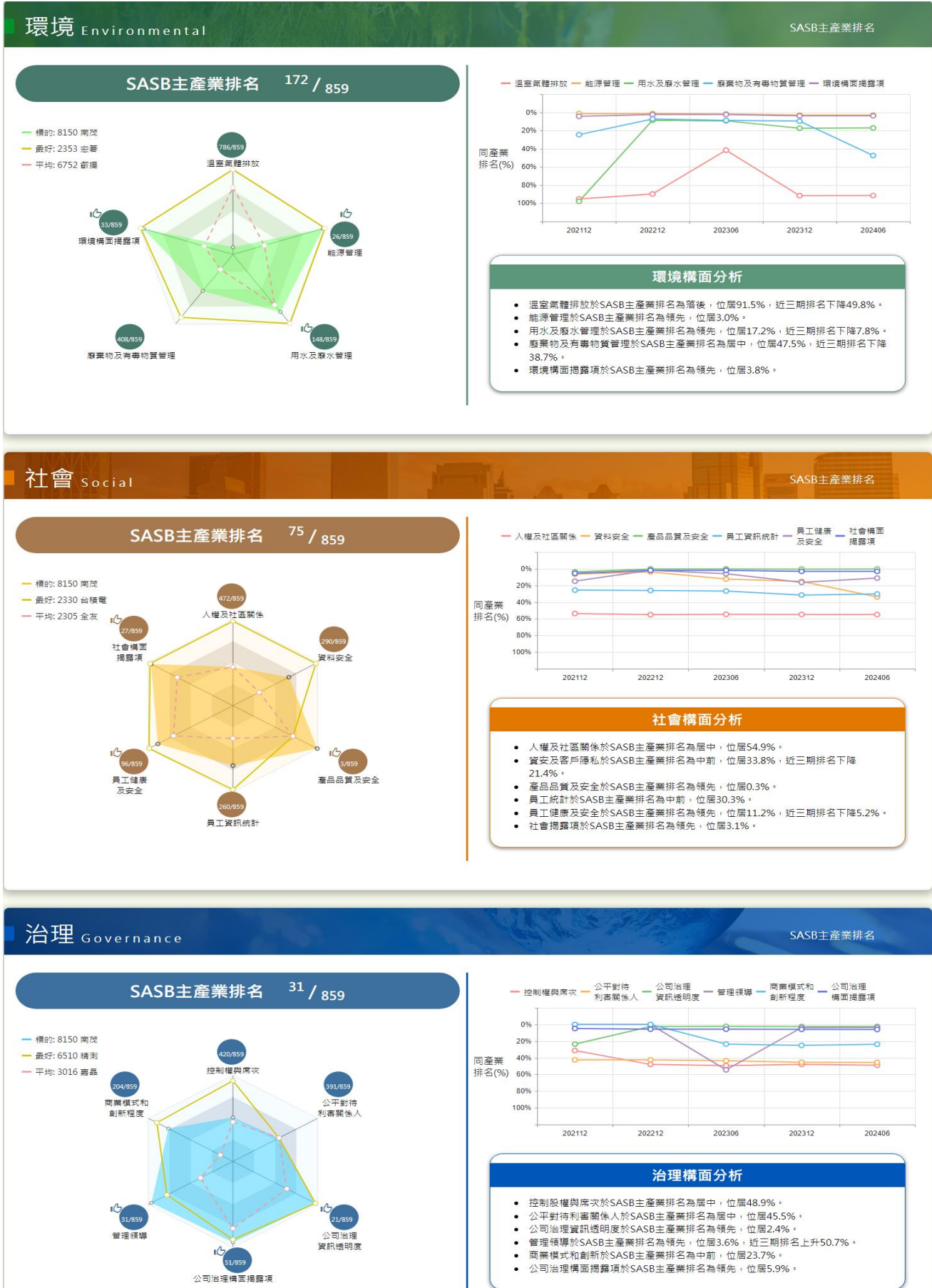
2Q24 毛利率 14%低於預期，2024 年審慎樂觀，上下半年營收比重為 47:53 不變，然 2H24 毛利率展望:可維持 1H24 水準低於預期，預估 2024 年 EPS 2.42 元(原估 3.23 元)，2025 年 EPS 2.91 元，評價未明顯低估，故將評等由買進轉為中立，目標價 44 元。

買進轉中立，目標價 44 元

風險提示

出貨不如預期，ASP 不如預期

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	23,517	21,356	24,112	27,434
COGS	18,605	17,807	20,658	23,239
Gross profit	4,912	3,549	3,454	4,195
Operating expense	1,825	1,727	1,773	1,863
Operating profit	3,217	1,908	1,703	2,332
Total non-operate. Inc.	811	360	355	142
Pre-tax profit	4,028	2,268	2,058	2,474
Total Net profit	3,372	1,893	1,760	2,115
Minority	0	0	0	0
Net Profit	3,372	1,893	1,760	2,115
EPS (NT\$)	4.64	2.60	2.42	2.91
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F
Sales	(14.2)	(9.2)	12.9	13.8
Gross profit	(32.3)	(27.7)	(2.7)	21.5
Operating profit	(42.2)	(40.7)	(10.8)	36.9
Pre-tax profit	(33.3)	(43.7)	(9.3)	20.2
Net profit	(33.3)	(43.8)	(7.1)	20.2
EPS	(33.3)	(43.8)	(7.1)	20.2
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F
Gross	20.9	16.6	14.3	15.3
Operating	13.7	8.9	7.1	8.5
EBITDA	24.1	32.9	28.3	26.5
Pre-tax	17.1	10.6	8.5	9.0
Net	14.3	8.9	7.3	7.7

Comprehensive Quarterly Income Statement				NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	5,419	5,810	6,507	6,377
Gross profit	771	815	943	925
Operating profit	363	374	488	478
Total non-ope inc.	156	128	36	36
Pre-tax profit	519	502	524	514
Net profit	438	451	440	432
EPS	0.60	0.62	0.60	0.59
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Net sales	17.7	6.7	16.6	11.4
Gross profit	35.2	(13.3)	6.1	(19.6)
Operating profit	95.8	(28.3)	0.2	(33.1)
Net profit	116.4	(28.3)	(24.3)	(10.5)
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Net sales	(5.4)	7.2	12.0	(2.0)
Gross profit	(33.0)	5.8	15.7	(2.0)
Operating profit	(49.2)	3.0	30.5	(2.0)
Net profit	(9.2)	2.9	(2.4)	(1.9)
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Gross	14.2	14.0	14.5	14.5
Operating	6.7	6.4	7.5	7.5
Net	8.1	7.8	6.8	6.8

Consolidated Balance Sheet				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Cash	9,897	12,354	11,547	10,711
Marketable securities	227	84	212	213
A/R & N/R	4,382	5,326	4,019	4,572
Inventory	3,210	2,569	2,951	3,320
Others	637	4,828	660	735
Total current asset	18,352	25,161	19,389	19,551
Long-term invest.	4,729	448	1,629	1,629
Total fixed assets	20,446	19,140	25,936	28,436
Total other assets	1,416	1,412	1,696	1,697
Total assets	44,943	46,160	48,650	51,313
Short-term Borrow	0	0	0	0
A/P & N/P	561	785	826	930
Other current liab.	5,768	6,568	8,434	11,130
Total current liab.	6,329	7,353	9,260	12,059
L-T borrow s	12,445	12,648	13,352	13,350
Other L-T liab.	1,357	1,306	1,482	1,469
Total liability.	20,131	21,307	24,095	26,879
Common stocks	7,272	7,272	7,272	7,272
Reserves	6,065	6,065	6,065	6,065
Retain earnings	11,475	11,517	11,218	11,097
Total Equity	24,812	24,854	24,556	24,434
Total Liab. & Equity	44,943	46,160	48,650	51,313

Consolidated Statement of Cash flow				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	3,372	1,893	1,760	2,115
Dep & Amort	4,752	4,779	4,763	4,763
Investment income	-454	-46	-54	-63
Changes in W/C	1,507	-79	383	-819
Other adjustment	-561	59	-1,949	-1,948
Cash flow – ope.	8,616	6,607	4,903	4,048
Capex	-4,622	-2,990	-2,500	-2,500
Change in L-T inv.	-133	-72	2,000	0
Other adjustment	-307	-28	-150	-150
Cash flow – inve.	-5,062	-3,090	-650	-2,650
Free cash flow	3,994	3,617	2,403	1,548
Inc. (Dec.) debt	3,782	907	0	0
Cash dividend	-3,127	-1,673	-2,240	-2,240
Other adjustment	-238	1	1	2
Cash flow -Fin.	417	-1,059	164	-690
Exchange influence	19	-1	3	4
Change in Cash	3,990	2,457	-807	-836
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
ROA	7.71	4.16	3.71	4.23
ROE	13.71	7.62	7.10	8.64

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.