

## 2408.TT 南亞科

## 等的旺季都不來

## 公司簡介

南亞科為全球第四大 DRAM 廠，市佔率 2%~3%，業務以利基型 DRAM 為主，消費型佔總營收約 60%~65%、Mobile 佔 10%~15%、Commodity (PC+Server) 佔 20%。

## 投資評等/目標價

區間操作 54.6

【前次投資建議】買進，68

【大盤指數/股價】22432 / 46.35

## 重點摘要

- ▶ 出刊理由：評價更新
- ▶ 3Q24 旺季不旺，下修營收獲預估

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	3,099
市值(百萬元)	143,621
3M 平均日成交值(百萬元)	1,010
外資持股率(%)	11.38
投信持股率(%)	0.43
董監持股率(%)	29.33

## 重點財報解析

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	29,892	36,839	39,633
營業利益	-14,460	-8,148	1,464
母公司本期淨利	-7,440	-2,671	4,910
EPS(元)	-2.40	-0.86	1.59
每股現金股利(元)	0.00	0.00	0.00
每股淨值(元)	53.88	53.02	54.60
本益比(x)	-19.44	-54.10	29.43
本淨比(x)	0.87	0.88	0.85
殖利率(%)	0.00	0.00	0.00

## 環境、社會與治理(ESG)



南亞科近兩個月因中國消費性電子需求疲弱，以及部分廠商傾銷產品，將造成 3Q24 出貨量及報價不如預期，國票原預期南亞科 ASP 於 3Q24 有望成長 5%~10%，然以目前的供需壓力及出貨動能，ASP 將下修至持平或小幅衰退，且先前停電事件恐將使得生產成本增加約 3~5 億元，對其獲利能力將造成壓力，國票下修 3Q24 營收預估值至 86.6 億元，QoQ-12.7%，YoY+12%，毛利率受限產能利用率以及停電事件等負面影響，估僅 3.3%，稅後純益-9.96 億元，EPS-0.31 元。

## ▶ 供需展望較先前保守

根據近期 Trendforce 調查資料顯示 2H24 DRAM 市場供需表現將相較先前估計保守，國票認為上游 DRAM 原廠 4Q24 合約價要維持如先前雙位數漲幅將較有難度，國票預期南亞科 4Q24 協議的合約價將持續落在持平或小幅下跌的程度，2H24 營收及獲利動能將較為平淡，國票估計 4Q24 合併營收 87.55 億元，QoQ+1.1%，YoY+0.6%，毛利率在無外部不利因素影響下，有望回到 11.5%，稅後純益 3.18 億元，EPS -0.12 元，2024 年 EPS-1.08 元。

## ▶ 下修 2025 年獲利展望，評等由買進下修至區間操作

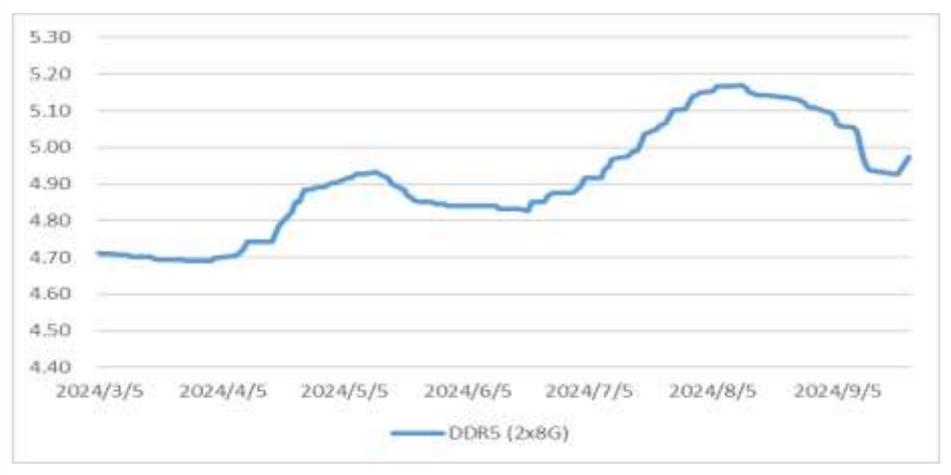
近期記憶體市場高階需求強勁，然中低階需求成長平緩，南亞科消費型 DRAM 佔營收約 60%~70%，受中國市況影響，短期內回升力道有限，且先前預計 4Q24 占比 10% 的 DDR5 主要貢獻時點將遞延至 1H25，係因應客戶需求時程的調整，主要旺季預期將在 2H25，1H25 DRAM 市場供需較為平衡，因此對其 1H25 營收以及毛利率展望較先前保守，雖 2025 年折舊降低毛利率有望提升，然預估本業虧轉盈時間點落在 2Q25，預估南亞科 2025 年營收 396.33 億元，YoY+7.5%，稅後純益 49.1 億元，EPS 1.59 元。國票考量 2H24 南亞科 ASP 恐將持平至小幅衰退，DDR4 報價持平狀況將持續到 1H25，下修 2025 年獲利展望，南亞科近五年 PBR 0.9X~2X，以過往均值偏低評價，調降至區間操作，目標價 54.6 元(2025F\* PBR 1X)。

### 3Q24 旺季不旺，下修營收獲預估

3Q24 上游原廠因 HBM 所造成的產能壓縮，市場合約價調漲幅度約在 10% 以上，然 07~08/2024 現貨價 DDR4/DDR5 報價下滑，反映廠商庫存偏高以及終端需求回升力道不如預期的情況。南亞科主要產品為消費與利基型 DDR3/4，近兩個月因中國消費性電子需求疲弱，以及部分廠商傾銷產品，將造成 3Q24 出貨量及報價不如預期，國票原預期南亞科 ASP 於 3Q24 有望成長 5%~10%，然以目前的供需壓力及出貨動能，預估 ASP 將下修至持平或小幅衰退，且先前台電供電異常停電事件使得部分機台暫停運作，恐將使得生產成本增加約 3~5 億元，對其獲利能力將造成壓力，考量近期營收不如預期及停電事件，國票下修 3Q24 營收預估值，由 93.75 億元下修至 86.6 億元，QoQ-12.7%，YoY+12%，毛利率受限產能利用率以及停電事件等負面影響，估僅 3.3%，稅後純益-9.96 億元，EPS-0.31 元。

圖 1：DDR5 現貨價

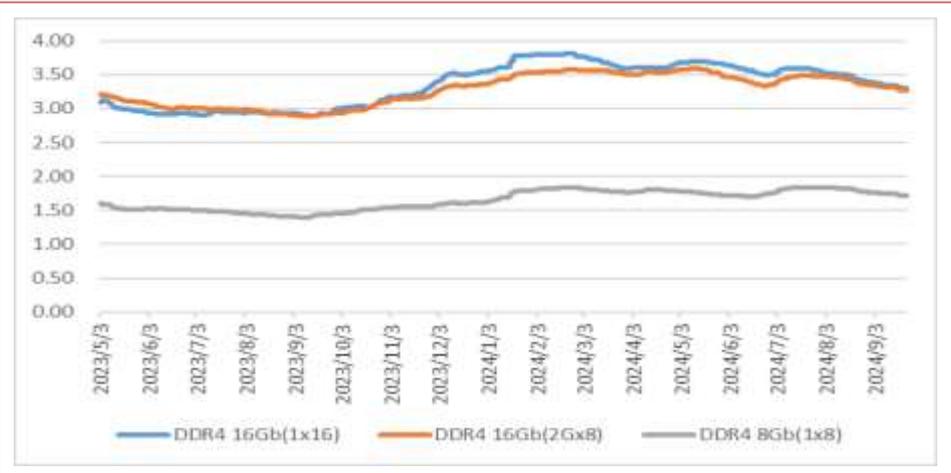
單位：USD



資料來源：Wind、國票投顧

圖 2：DDR4 現貨價

單位：USD



資料來源：Wind、國票投顧

表 1：季預估差異

單位：百萬

	本次預估		前次預估		差異	
	3Q24F (百萬元)	4Q24F (百萬元)	3Q24F (百萬元)	4Q24F (百萬元)	3Q24F (%)	4Q24F (%)
營業收入	8,660	8,755	9,375	10,085	-7.6	-13.2
營業毛利	288	1,007	1,702	2,634	-83.1	-61.8
營業利益	-2,198	-1,466	-1,001	-70	N.A.	N.A.
稅後淨利	-966	-360	53	554	N.A.	N.A.
EPS(元)	-0.31	-0.12	0.02	0.18	N.A.	N.A.
重要比率(%)						
營業毛利率	3.33	11.50	18.15	26.12		
營業利益率	-25.38	-16.75	-10.68	-0.69		
稅後淨利率	-11.16	-4.11	0.56	5.50		

資料來源：國票投顧

### 供需展望較先前保守

近期國票與相關供應鏈確認，中下游市場庫存仍在偏高水位，而中國整體市場仍持續受傾銷影響，市況較為混亂且報價持續疲弱，而根據近期 Trendforce 調查資料顯示 2H24 DRAM 市場供需表現將相較先前估計保守，4Q24 將略為供過於求，而 1Q25 將趨向供需平衡，國票認為上游 DRAM 原廠 4Q24 合約價要維持如先前雙位數漲幅將較有難度，且就產品別需求而言，DDR5>DDR4，推估 DDR4 於 4Q24 合約價將接近持平。國票認為南亞科在當前庫存偏高以及消費型 DRAM 需求較為平淡的情況下，4Q24 協議的合約價將持續落在持平或小幅下跌的程度，此外，原先預計 4Q24 占比 10% 的 DDR5 主要貢獻時點將落在 1H25，係因應客戶需求狀況調整出貨時程，2H24 營收及獲利動能將較為平淡，國票估計 4Q24 合併營收 87.55 億元，QoQ+1.1%，YoY+0.6%，毛利率在無外部不利因素影響下，有望回到 11.5%，稅後純益 3.18 億元，EPS-0.12 元，2024 年 EPS-1.08 元。

圖 3：DRAM 供需比

單位：%



資料來源：Trendforce、國票投顧

表 2：年預估差異

單位：百萬

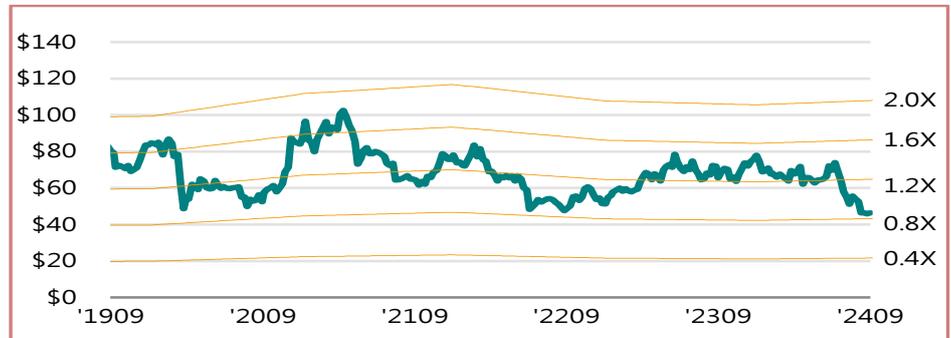
	最新預估		前次預估		差異	
	FY24F	FY25F	FY24F	FY25F	FY24F	FY25F
營業收入	36,839	39,633	38,884	42,835	-5.3	-7.5
營業毛利	1,306	11,825	4,346	13,801	-70.0	-14.3
營業利益	-8,901	1,464	-6,308	2,726	N.A.	-46.3
稅後淨利	-3,349	4,910	-1,415	6,978	N.A.	-29.6
EPS(元)	-1.08	1.59	-0.46	2.25	N.A.	-29.6
重要比率(%)						
營業毛利率	3.54	29.84	11.18	32.22		
營業利益率	-24.16	3.69	-16.22	6.36		
稅後淨利率	-7.25	12.39	-3.64	16.29		

資料來源：國票投顧

下修 2025 年獲利展望，評等由買進下修至區間操作

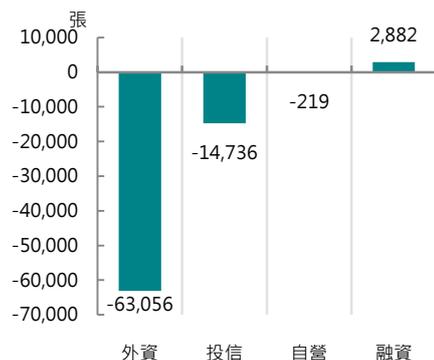
近期記憶體市場高階需求強勁，然中低階需求成長平緩，南亞科消費型 DRAM 佔營收比重約 60%~70%，受中國市況影響，短期內回升力道有限，1H25 導入 DDR5 初期應用市場會在 PC 端，主要旺季仍在 2H25；以供需狀況而言，1H25 整體 DRAM 供需較為平衡(參考圖 3)，因此對其 1H25 營收以及毛利率展望較先前保守，雖 2025 年折舊降低毛利率有望提升，然預估本業虧轉盈時間點落在 2Q25，預估南亞科 2025 年營收 396.33 億元，YoY+7.5%，稅後純益 49.1 億元，虧轉盈，EPS 1.59 元。國票考量 2H24 南亞科 ASP 恐將持平至小幅衰退，DDR4 報價持平狀況將持續到 1H25，下修 2025 年獲利展望，南亞科近五年 PBR 0.9X~2X，以過往均值偏低評價，調降至區間操作，目標價 54.6 元(2025F\* PBR 1X)。

南亞科未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
南亞塑膠工業(股)莊達人	29.28
台塑石化(股)	10.81
台灣化學纖維(股)	10.81
台灣塑膠工業(股)	10.81
中華郵政(股)	1.33
新制勞退基金	1.11
國泰人壽保險(股)熊明河	1.09
南山人壽保險(股)尹崇堯	1.01
渣打受託富達	0.98
麥寮汽電(股)	0.85

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
南亞塑膠工業(股)吳志祥	董事/副總經理	29.28
南亞塑膠工業(股)吳嘉昭	董事長	29.28
南亞塑膠工業(股)莊達人	董事/副總經理	29.28
李培瑛	董事/總經理	0.04
蘇林慶	董事/副總經理	0.02
王文淵	董事	0
王瑞華	董事	0
侯彩鳳	獨立董事	0
許舒博	獨立董事	0
陳添枝	獨立董事	0

資料來源：TEJ

2408 南亞科 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2024Q3

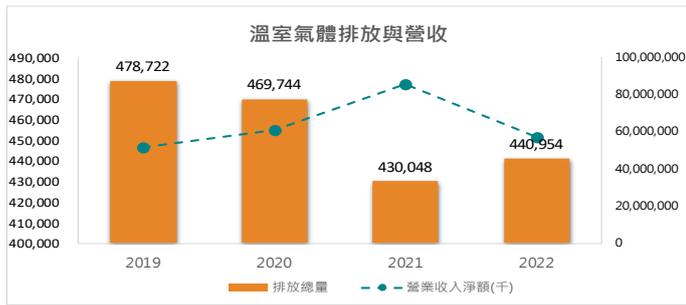
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
E(環境保護)			S(社會責任)		G(公司治理)		永續報告書連結		
7			9		9		<a href="https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p/rotat/4100/8/fileName=1100-11_2408_111.pdf">https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p/rotat/4100/8/fileName=1100-11_2408_111.pdf</a>		
產業類別		產業樣本數		ESG評等產業排名		TCFD報告書簽署		TCFD報告書連結	
電子-半導體		180		1		是		<a href="https://www.nanya.com/Files/1248">https://www.nanya.com/Files/1248</a>	

資料來源：CMoney  
說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2022年溫室氣體排放量增加2.54% · 營收減少33.47%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2022	440,954	59,788	381,166
2021	430,048	56,409	373,639
2020	469,744	90,327	379,417
2019	478,722	88,701	390,021

\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據  
\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放  
\*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2022年企業用水量減少1.97% · 營收減少33.47%

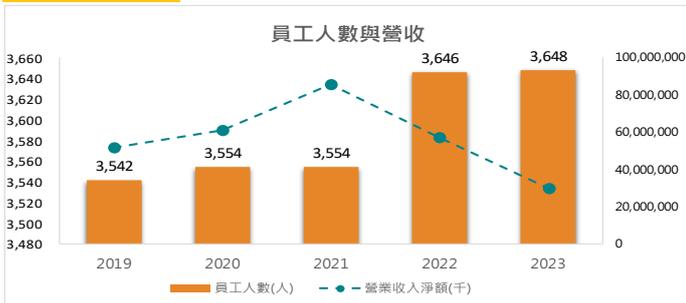
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2022	3,388,000	-	2,695,000
2021	3,456,000	-	2,718,000
2020	3,369,000	-	2,705,000
2019	3,258,000	-	2,634,000

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量  
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)  
\*排水量：排放的汗水總量

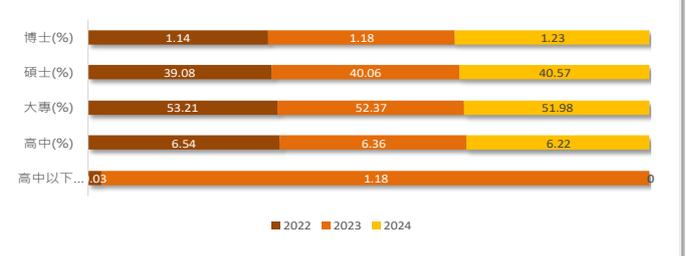
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

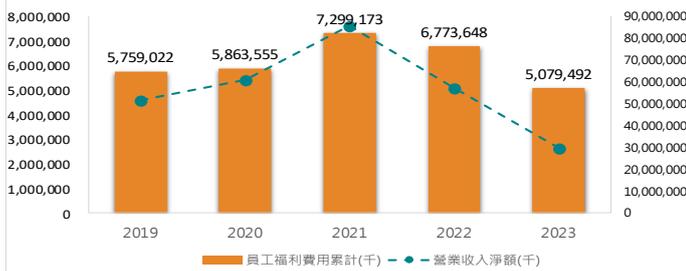
員工人數



員工學歷分布



福利費用與營收



公司治理 Corporate Governance

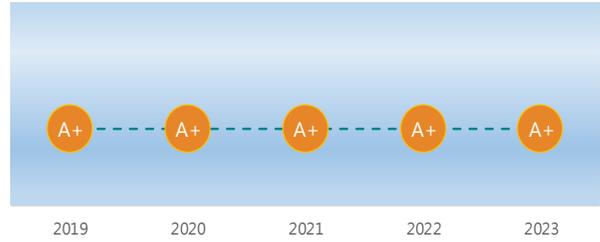
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2023	前5%	A+	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	前5%	A+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	前5%	A+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	前5%	A+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	前5%	A+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



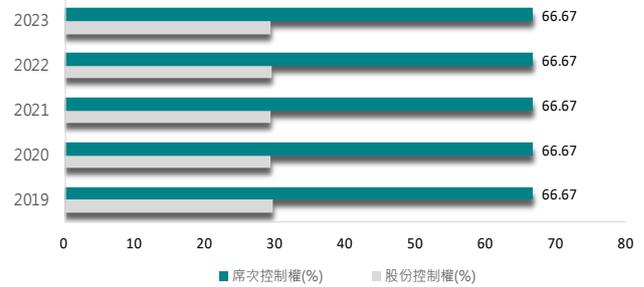
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	★
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。舉例，去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	9,503	9,921	8,660	8,755	9,228	9,790	10,588	10,027	29,892	36,839	39,633
營業毛利	-277	287	288	1,007	2,533	2,948	3,309	3,035	-4,483	1,306	11,825
營業費用	2,642	2,606	2,486	2,473	2,561	2,579	2,645	2,576	9,977	10,207	10,361
<b>營業利益</b>	<b>-2,918</b>	<b>-2,319</b>	<b>-2,198</b>	<b>-1,466</b>	<b>-28</b>	<b>369</b>	<b>664</b>	<b>459</b>	<b>-14,460</b>	<b>-8,901</b>	<b>1,464</b>
稅前淨利	-1,543	-1,273	-1,074	-400	889	1,331	1,685	1,502	-10,705	-4,290	5,406
<b>本期淨利(NI)</b>	<b>-1,208</b>	<b>-814</b>	<b>-966</b>	<b>-360</b>	<b>844</b>	<b>1,198</b>	<b>1,516</b>	<b>1,352</b>	<b>-7,440</b>	<b>-3,349</b>	<b>4,910</b>
淨利歸屬於 母公司業主	-1,208	-814	-966	-360	844	1,198	1,516	1,352	-7,440	-3,349	4,910
淨利歸屬於 非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>每股盈餘 本期淨利</b>	<b>-0.39</b>	<b>-0.26</b>	<b>-0.31</b>	<b>-0.12</b>	<b>0.27</b>	<b>0.39</b>	<b>0.49</b>	<b>0.44</b>	<b>-2.40</b>	<b>-1.08</b>	<b>1.59</b>
<b>QoQ(%)</b>											
營收淨額	9.18	4.40	-12.71	1.10	5.40	6.09	8.15	-5.30			
銷貨毛利	持續虧損	虧轉盈	0.49	510.24	43.94	16.37	12.24	-8.27			
營業利益	持續虧損	持續虧損	持續虧損	持續虧損	持續虧損	虧轉盈	80.07	-30.82			
稅後純益 母公司淨利	持續虧損	持續虧損	持續虧損	持續虧損	165.52	41.87	26.57	-10.85			
<b>YoY(%)</b>											
營收淨額	47.91	41.18	11.94	0.59	-2.89	-1.32	22.26	14.52	-47.51	23.24	7.58
銷貨毛利	持續虧損	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	927.24	1,047.36	72.47	盈轉虧	虧轉盈	474.43
營業利益	持續虧損	持續虧損	持續虧損	持續虧損	持續虧損	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	持續虧損	持續虧損	1.51
稅後純益 母公司淨利	持續虧損	持續虧損	持續虧損	持續虧損	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	虧轉盈	持續虧損	持續虧損	虧轉盈
<b>各項比率</b>											
營業毛利率	-2.91	2.89	3.33	20.10	27.45	30.11	31.25	30.27	-15.00	5.59	29.84
營業利益率	-30.71	-23.38	-25.38	-8.15	-0.30	3.77	6.27	4.58	-48.37	-22.12	3.69
稅前淨利率	-16.24	-12.83	-12.40	4.04	9.63	13.60	15.91	14.98	-35.81	-9.60	13.64
稅後淨利率	-12.72	-8.21	-11.16	3.63	9.15	12.24	14.32	13.48	-24.89	-7.25	12.39

資料來源：TEJ、國票投顧

## 財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	58,812	86,004	50,209
流動金融資產	0	0	0
應收款項	8,668	2,825	11,936
存貨	27,634	-880	22,271
其他流動資產	1,396	1,710	1,750
<b>流動資產</b>	<b>96,510</b>	<b>89,659</b>	<b>86,165</b>
<b>非流動金融資產</b>	<b>5,141</b>	<b>5,141</b>	<b>5,141</b>
採用權益法之投資	5,120	5,125	5,122
不動產、廠房與設備	81,838	88,331	93,755
投資性不動產	1	0	1
其他非流動資產	4,495	4,469	4,371
<b>資產總計</b>	<b>192,351</b>	<b>186,672</b>	<b>188,505</b>
短期借款	11,181	11,181	11,181
流動金融負債	0	0	0
應付款項	8,387	10,121	7,283
其他流動負債	156	1,822	989
<b>流動負債</b>	<b>20,118</b>	<b>23,124</b>	<b>19,453</b>
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	0	0	0
其他非流動負債	1,205	1,205	1,205
<b>負債總計</b>	<b>25,427</b>	<b>22,420</b>	<b>19,342</b>
股本	30,983	30,983	30,983
資本公積	32,826	32,826	32,826
保留盈餘	102,516	99,845	104,755
其他權益	599	599	599
庫藏股	0	0	0
非控制權益	0	0	0
<b>股東權益</b>	<b>166,924</b>	<b>164,253</b>	<b>169,163</b>

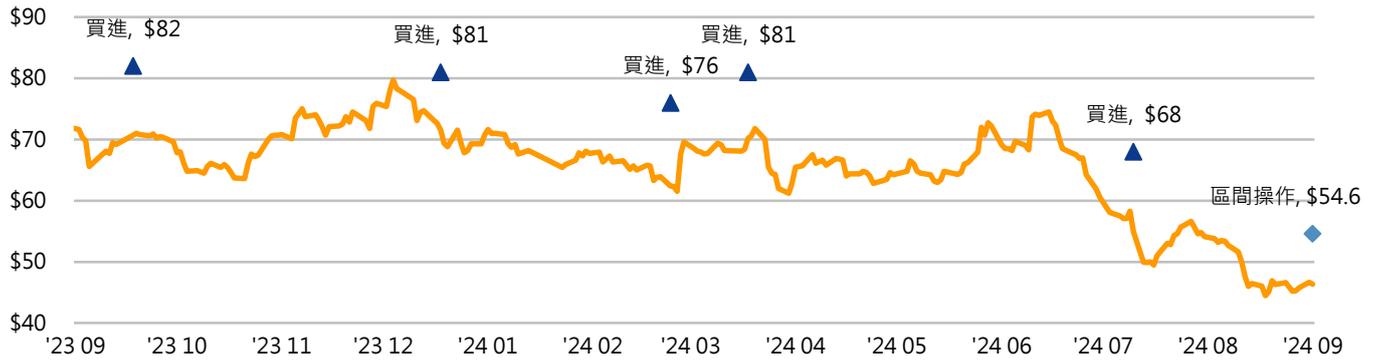
資料來源：TEJ、國票投顧

## 現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	-10,705	-3,537	5,406
折舊攤提	15,019	15,325	14,576
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	-193	-193	-193
收取之利息	-3,160	-777	-779
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	-8,387	37,366	-34,259
支付之利息	-130	-0	-22
支付之所得稅	-2,304	865	-496
其他	3,458	-1,500	-1,499
<b>來自營運之現金流量</b>	<b>-6,095</b>	<b>47,856</b>	<b>-16,960</b>
資本支出	-13,245	-21,818	-20,000
長投增減	0	0	0
短投增減	-6	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	467	497	527
其他	-2	1,000	1,001
<b>來自投資之現金流量</b>	<b>-12,786</b>	<b>-20,321</b>	<b>-18,472</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>-18,881</b>	<b>27,535</b>	<b>-35,432</b>
借款增(減)	11,181	0	0
股利發放	-6,600	0	0
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	-385	-343	-364
<b>來自融資之現金流量</b>	<b>4,196</b>	<b>-343</b>	<b>-364</b>
匯率調整	-96	0	0
本期產生之現金流量	-14,781	27,192	-35,796
期末現金及約當現金	58,812	86,004	50,209

資料來源：TEJ、國票投顧

南亞科歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	66

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% · 且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣 · 可偏多操作；股價若偏區間價位上緣 · 宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 · 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容 · 係研究人員就其專業能力之善意分析 · 負責之研究人員 ( 或者負責參與的研究人員 ) 確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員 · 國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業 ( 以下簡稱 國票金控集團 ) 從事廣泛金融業務 · 包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工 · 可能會投資本報告所涵蓋之標的公司 · 且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外 · 國票金控集團於法令許可的範圍內 · 亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略 · 然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質 · 僅供集團內部同仁及特定客戶參考 · 不保證其完整性及精確性 · 且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估 · 係取自本公司相信為可靠之資料來源 · 且為特定日期所為之判斷 · 有其時效性 · 爾後若有變更 · 本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險 · 並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有 · 非經本公司同意 · 禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。