

南亞科 (2408 TT) Nanya Tech

一般型 DRAM 進入庫存調整，本業轉盈時間點須至 2H25

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$46.0

收盤價 (2024/10/09)：NT\$43.5
隱含漲幅：5.7%

營收組成 (3Q24)

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	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	46.0	90.0
2024年營收 (NT\$/十億)	35.9	49.1
2024年EPS	-1.4	-0.2

交易資料表

市值	NT\$134,790百萬元
外資持股比例	10.2%
董監持股比例	29.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$53.47
負債比	16.5%
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	35,919	43,131
營業利益	11,002	-14,460	-9,232	-941
稅後純益	14,619	-7,440	-4,260	1,373
EPS (元)	4.72	-2.40	-1.38	0.44
EPS YoY (%)	7.5	--	--	--
本益比 (倍)	9.2	--	--	98.1
股價淨值比 (倍)	0.7	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	8.3	-4.3	-2.6	0.8
現金殖利率 (%)	4.9%	0	0	0.6%
現金股利 (元)	2.13	0	0	0.27

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q24 營運仍相對具挑戰，主因除 Server 需求外，其餘需求仍疲弱。

◆ 本中心下修 2024/2025 獲利，預期南亞科本業獲利由虧轉盈時間將落於 2H25，相較前次 2H24 推遲。

◆ 預期一般型 DRAM 進入庫存調整，預估本業轉盈仍待 2H25，給予目標價 46 元，基於 0.9 倍目標本淨比以及 2H24-1H25 每股淨值 54 元。

3Q24 本業營收與獲利皆低於預期，主因整體需求復甦緩慢

3Q24 營收 81.3 億元，其中 ASP 季增中個位數，出貨量季減低二十位數，毛利率季增 0.4 個百分點至 3.2%，排除台電停電損失 4.75 億元，毛利率 9%，仍低於元大/市場預期之 17.6%/15.6%。其中中國與歐洲需求仍維持疲弱，EPS -0.48 元，低於本中心/市場預期之 0.13/0.05 元。

4Q24 營運仍具挑戰，主因 PC/手機需求較預期疲弱

展望 4Q24，管理層認為 ASP 與出貨量仍相對有挑戰，以應用別來看，Server 需求仍較佳，PC/手機需求較預期疲弱，尤其 AI 應用仍在初期，對於提升終端消費性產品幫助仍有限。本中心預估南亞科 4Q24 營收將季增 2.8%/年減 3.9%至 83.6 億元，其中 ASP 將季呈現季持平，出貨量僅將季增 3%。毛利率季增 8.5 個百分點至 11.7%，相較前次下修 16.1 個百分點，EPS -0.21 元，相較前次 0.62 元下修。

下修 2024 年展望，本中心預期本業轉盈之時點將延後至 2H25

管理層下修 2024 年展望：1) 位元出貨量僅將年增 10+%(原先預估年增 >20%)，2) 全年 Capex NT\$200 億元，相較先前下修 60 億元。本中心預期南亞科本業獲利由虧轉盈時間將落於 2H25，相較前次 2H24 推遲，主因 1) 整體終端需求較先前預期疲弱，並預估一般型 DRAM 庫存調整將延續至 1Q25，2) 中系同業新產能開出影響南亞科消費性業務表現。

一般型 DRAM 進入庫存調整，調降成持有

此次下修 2024/2025 年 EPS 至-1.38/0.44 元，反映 ASP/出貨量低於預期，預估 4Q24-1Q25 一般型 DRAM (DDR4、DDR3) 將面臨庫存調整。本次下修南亞科目標價至 46 元，基於 0.9 倍目標本淨比，以及 2H24-1H25 每股淨值 54 元。目前南亞科股價落於歷史低檔之 0.8 倍本淨比，本中心預期未來股價觀察重點在於 1) 1H25 DDR4/3 之報價走勢；2) DDR5 產品線能否自 PC 拓展至伺服器等其他應用。

營運分析

3Q24 本業營收與獲利皆低於預期，主因整體需求復甦較預期緩

南亞科 3Q24 營收 81.3 億元，季減 18%/年增 5%，其中 1) 平均售價(ASP)季增中個位數(+4~6%)；2) 位元出貨量(Bit Shipments)季減低二十位數(-21%~-23%)。以地區別來看，美國與日本市場需求相對穩健，而在中國與歐洲需求則相對差，其中中國營收比重由年初 20+%，下降到接近 10+%。

毛利率季增 0.3 個百分點至 3.2%，排除台電停電損失 4.75 億元，毛利率 9%，仍低於元大/市場預期 8.6/6.6 個百分點。營業費用率 34%，總金額高於本中心預期 4%，主因持續投入 1B/1C 製程之研發，營業利益率-30.8%，較 2Q24 之-23.4%轉差，EPS -0.48 元，低於本中心/市場預期之 0.13/0.05 元，主因出貨量低於預期與停電損失影響。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	7,736	9,921	8,133	-18.0%	5.1%	13,585	11,190	-40.1%	-27.3%
營業毛利	-1,953	287	260	-9.3%	-	2,386	1,743	-89.1%	-85.1%
營業利益	-4,340	-2,319	-2,505	-	-	-270	141	-	-
稅前利益	-3,142	-1,273	-1,828	-	-	518	181	-	-
稅後淨利	-2,505	-814	-1,487	-	-	406	141	-	-
調整後 EPS (元)	-0.81	-0.26	-0.48	-	-	0.13	0.05	-	-
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%	3.2%	0.3	28.4	17.6%	15.6%	-14.4	-12.4
營業利益率	-56.1%	-23.4%	-30.8%	-7.4	25.3	-2.0%	1.3%	-28.8	-32.1
稅後純益率	-32.4%	-8.2%	-18.3%	-10.1	14.1	3.0%	1.3%	-21.3	-19.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

管理層展望 4Q24 營運仍具挑戰，EPS 由 0.62 元下修至-0.21 元。

展望 4Q24，管理層認為 ASP 與出貨量仍相對有挑戰，相較先前公司預期保守，以各應用別來看，Server 需求仍較佳，PC/手機需求較預期疲弱，尤其 AI 應用仍在初期，對於提升終端消費性產品幫助仍有限，中低階手機銷售仍未見改善。尤其中國消費性需求不振也連帶影響到南亞科消費性產品營運。

此外兩項消息也應證一般型 DRAM 需求相對疲弱，進入庫存調整。1) 三星 3Q24 獲利將低於先前公司預期，主因手機客戶庫存調整和中國記憶體同業增加舊產品供應、2) 記憶體模組大廠將擴大供貨至 OEM 廠，反映需求不好 OEM 廠開始在現貨端尋找低價、量小能即時的供應的貨源。本中心評估因前述原因，南亞科 4Q24 ASP 將季呈現季持平，出貨量僅將季增 3%。預估營收將季增 2.8%/年減 3.9%至 83.6 億元，毛利率季增 8.5 個百分點至 11.7%，相較前次下修 16.1 個百分點，反映 ASP 與出貨量下修，營業利益率收斂至-17.8%，季增 13 個百分點，EPS -0.21 元，相較前次 0.62 下修。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	8,704	8,133	8,362	2.8%	-3.9%	16,069	12,536	-48.0%	-33.3%
營業毛利	-1,188	260	977	275.4%	-	4,465	2,962	-78.1%	-67.0%
營業利益	-4,050	-2,505	-1,490	-	-	1,637	577	-	-
稅前利益	-3,530	-1,828	-793	-	-	2,436	884	-	-
稅後淨利	-2,480	-1,487	-645	-	-	1,908	1,052	-	-
調整後 EPS (元)	-0.80	-0.48	-0.21	-	-	0.62	0.34	-	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	-13.6%	3.2%	11.7%	8.5	25.3	27.8%	23.6%	-16.1	-11.9
營業利益率	-46.5%	-30.8%	-17.8%	13.0	28.7	10.2%	4.6%	-28.0	-22.4
稅後純益率	-28.5%	-18.3%	-7.7%	10.6	20.8	11.9%	8.4%	-19.6	-16.1

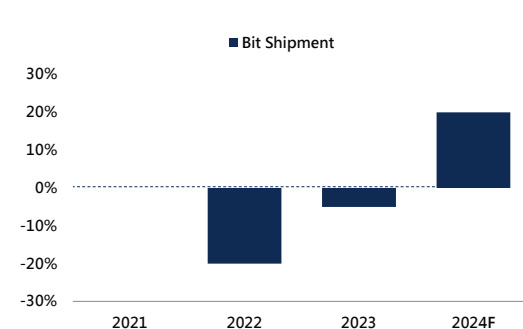
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

本中心評估本業轉盈之時點將延後至 2H25，後續觀察重點在於 1) 2H25 終端消費性電子復甦幅度、2) DDR5 產品線能否拓展至伺服器等其他應用

管理層下修 2024 年展望：1) 位元出貨量僅將年增 10+%(原先預估年增>20%)，2) 全年 Capex NT\$200 億元(50% 用於設備支出)，相較先前下修 60 億元，主因一般 PC、手機及消費型電子產品終端需求不如預期。而展望 2025 年，管理層目標 1b 製程投片量比重達 30%，位元出貨量達 50%，主要將用於生產 DDR5、DDR4 KGD。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，2025 年底折舊費用將相較 2024 年底年減 30%。基於目前近期市況以及法說會展望，本中心預估 2024 年南亞科位元出貨量僅將年增低個位數%，2024/2025 年營收相較前次下修 26.8%/35.9%至 359/431 億元，毛利率下修 10.5/11.3 個百分點至 3.5%/14%，EPS -1.38/0.44 元。

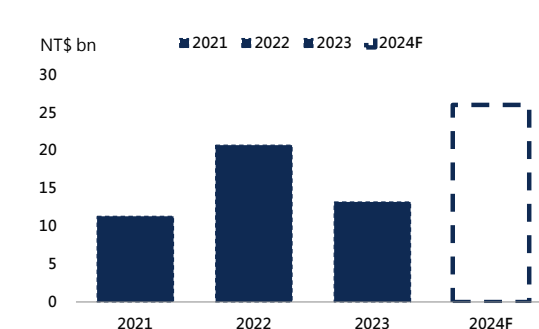
本中心認為未來觀察南亞科之獲利改善之重點在於 1) 2H25 終端消費性電子復甦幅度；2) DDR5 產品線能否由 PC 拓展與至伺服器等其他應用。總體而言，本中心預期南亞科本業獲利由虧轉盈時間將落於 2H25，相較前次 2H24 推遲，主因整體終端需求較先前預期疲弱並預估將延續至 1Q25，2) 中系同業新產能開出影響南亞科消費性業務表現。

圖 3：2024 年位元銷售量預估僅年增中個位數



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：2024 年資本支出預估約 200 億元



資料來源：公司資料、元大投顧

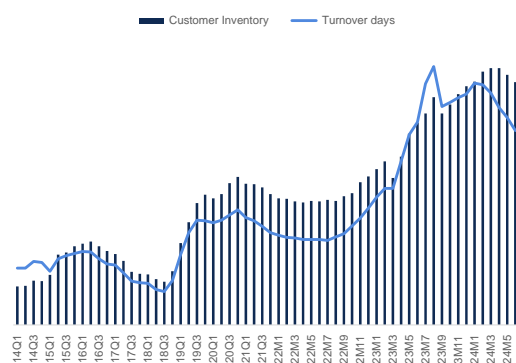
產業概況

2Q24 產業庫存約呈現季持平，預估 4Q24-1Q25 非 HPC/Server 產品有庫存去化風險

本中心觀察矽晶圓廠 SUMCO 記憶體客戶庫存下降趨勢延續，推測係因供給端 HBM、DDR5 晶圓耗用量提升以及需求端兩者之成長使庫存降低。觀察國內外原廠庫存：

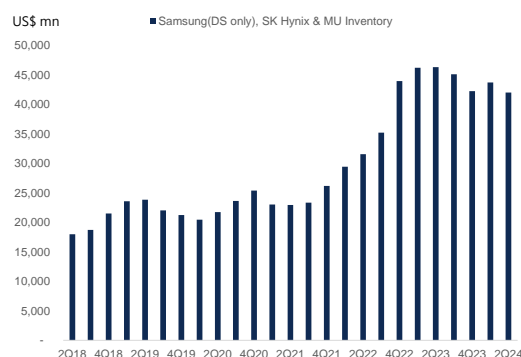
- Samsung 半導體(DS)部門/SK Hynix/Micron 整體庫存金額季減 4%，主要去化動能來自 AI&HPC 晶片開始出貨以及組裝廠為 2H24 PC、手機備貨。Samsung 管理層預期 2H24 手機備貨需求將相較 1H24 疲弱；SK Hynix 則預期 DRAM 出貨量在 AI 需求帶動下，將季增低個位數%，美光則預期 FY1Q25 庫存金額將持續下降，並於 FY4Q25 下降至 120 天。
- 台灣記憶體原廠 2Q24 庫存金額呈現季持平，庫存天數亦季增 5 天至 226 天，其中：
 - ✓ 南亞科 (2408 TT；持有)：2Q24 庫存金額季增 5%，庫存天數季增 11 天至 268 天，跟過去十年平均 130 天相比仍在相對高點。
 - ✓ 華邦電 (2344 TT；未評等)：2Q24 庫存金額季持平，庫存天數季減 3 天至 141 天，跟過去十年平均 110 天相比仍在相對高點，整體 UTR 目前仍維持在>90%，接近滿載。
 - ✓ 旺宏 (2337 TT；持有)：2Q24 庫存金額季增 2%，庫存天數季增 7 天至 261 天，跟過去十年平均 198 天相比仍在相對高點，不過管理層透露 3Q24 庫存淨損失(庫存久置損失減去回沖利益)將會相對 2Q24 持續改善。

圖 5：SUMCO 記憶體客戶矽晶圓庫存下降



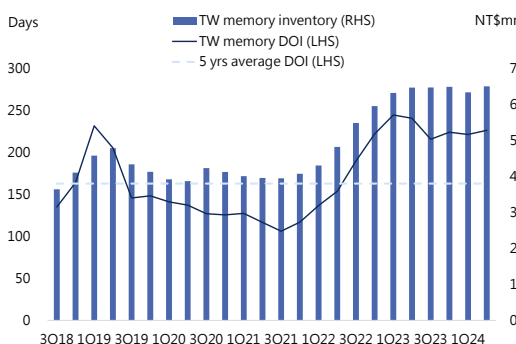
資料來源：BBG、元大投顧。*包含 Micron、SK、Samsung DS

圖 6：記憶體原廠 2Q24 庫存微幅季減



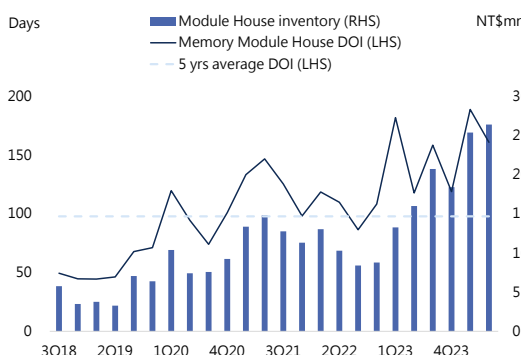
資料來源：TEJ、元大投顧。*包含南亞科、華邦電、旺宏

圖 7：2Q24 台灣原廠庫存微幅季增



資料來源：TEJ、元大投顧。*包含南亞科、華邦電、旺宏

圖 8：模組廠庫存



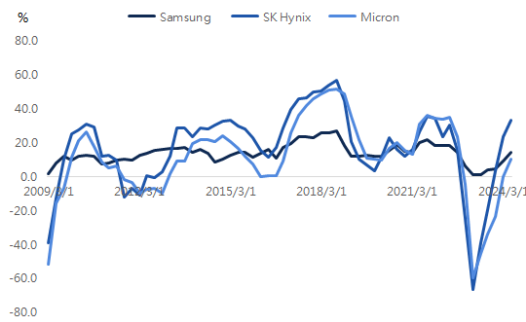
資料來源：TEJ、元大投顧。*包含南亞科、華邦電、旺宏

三大原廠將於 2H25 擴產，投片量預估也將緩步回升

三大原廠資本支出維持謹慎，主要聚焦於 HBM 與 DDR5

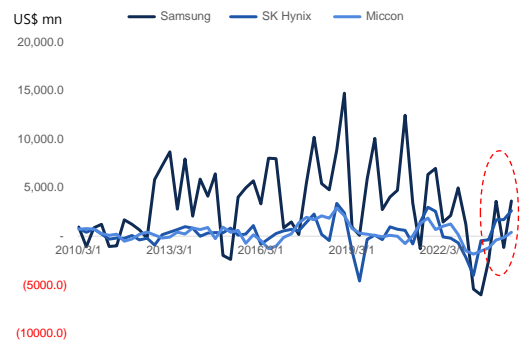
觀察 2Q24 各記憶體原廠之營業利益，因 HBM 需求強勁與 DRAM、NAND 報價回升，三大廠數值皆持續改善，此外 2Q24 自由現金流持續改善，顯示原廠有更多空間能投入新技術之研發與擴產。本中心預期 2025 年三大原廠 DRAM 資本支出將年增 20%，主要用於高階產能 (HBM/DDR5) 以及既有設備更新，供給端在 1) 轉移至 HBM 與 2) DDR5 製程升級 (1 beta(1b) → 1 gamma(1c)) 之下，預期將排擠原廠 DDR4、DDR3 之供應。

圖 9：三大廠營業利益持續改善



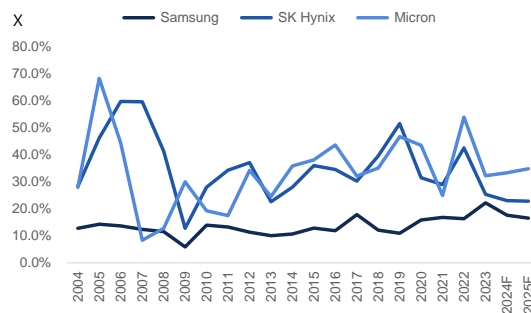
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 10：三大廠自由現金流於 2Q24 持續改善



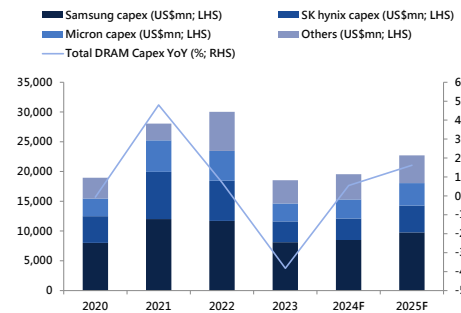
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 11：三大原廠之資本密集度



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 12：預估 2025 年 DRAM 資本支出將年增 16%



資料來源：Bloomberg、元大投顧

本中心評估三大原廠之擴產仍屬緩步擴產，並仍維持調整之彈性。其中：

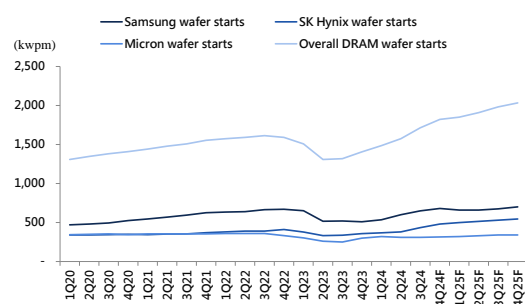
- Samsung P4L 廠新產能預估將於 3Q25 開出，不過 P4L 二期、P5L 則遞延至 2026 年
- SK Hynix M15X 則預計將於 2025 年底完工，2026 年開始量產
- Micron 之 Boise、New York 則預估於 2026 年後才將開始量產。

圖 13：原廠新產能將於 2H25、2026 年開出，中系業者也持續擴張產能

Company	Max capacity (kwpm)	Fab plant	Location	Construction Status
Samsung	~120	P3L	Korea	Be completed in mid-2022, expect 1) DRAM capacity to attain 45/95K in end 2023/24 , 2) NAND capacity to attain 10/20K in end 2023/24 .
	-	P4L	Korea	Expected to be completed in 3Q25 . Phase 2 will be delayed to 2026.
	-	P5L	Korea	Expected to be delayed to 2026.
SK hynix	-	M15X	Korea	NAND: Construction will be completed in early 2025 .
Micron	45	A3 (P2)	Taiwan	A3: Phase 2 will be transform into advanced package line.
	-	Boise	The U.S.	DRAM: Construction began in 2Q23, and expected to complete in 2025 , and will MP in 2026 .
	-	N.Y.		DRAM: Scheduled to be constructed in 2024, will MP in 2026-2030 .
Kioxia	~130	Fab 7	Japan	NAND: Can produce 162L NAND, but MP was delayed.
	-	K2	Japan	NAND: Expect to be completed in 2024.
Nanya	50	5A	Taiwan	DRAM: Transform the old product line to 1B/1Cnm.
Winbond	75-90	KH	Taiwan	DRAM: Phase 1 capacity is 15kwpm, will transfer from 25Snm to 20nm.
YMTC	120	Wuhan Fab 1	China	NAND: Expand Fab1/2 capacity, expect to attain 100/25K in end-2024.
	25	Wuhan Fab 2	China	
CXMT	100	HF-Phase2	China	DRAM: Ramp up in 2023, estimate 2024 capacity to reach 70kwpm, but yield rate for 17nm ~50%.
	20	BJ-Phase1	China	DRAM: Ramp up in 2023, estimate 2024 capacity to reach 30kwpm.

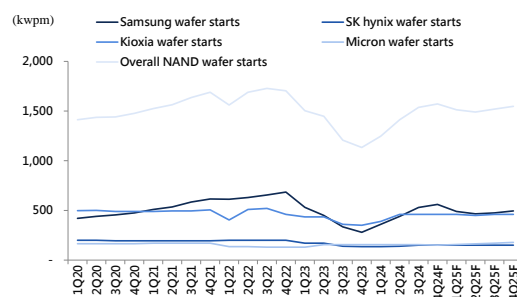
資料來源：元大投顧

圖 14：DRAM 晶圓投片量將持續增加



資料來源：元大投顧預估

圖 15：NAND 晶圓投片量預估於 1H25 回落



資料來源：元大投顧預估

記憶體大廠明年仍聚焦在 AI Server 以及 AI 對硬體需求帶來的改變

各家記憶體原廠展望指出 1) PC：PC 回溫較預期復甦緩慢，不過指出 PC 記憶體內容價值將因 AI 應用需求成長雙位數；2) 手機：旗艦手機內容含量將有所增加；3) 伺服器：預估 AI Server 強勁需求將延續到 2025 年，此外傳統 Server 也有淘汰換需求。

圖 16：原廠 2Q24 法說會對於各終端需求說法整理

Company	Server market	Mobile market	PC market
Micron	● Saw strong demand driven by GenAI server application in 2025.	● Flagship smartphone DRAM content will reach 12/16 GB, implying 50~100% content growth. ● 2025 shipment will continue to grow.	● The demand for AI-driven PCs is projected to increase memory content over the next two years and enhance replacement cycle. ● The incremental content of next Gen. AI PC will be 40~80% v.s. conventional PC. ● 2025 shipment will continue to grow.
Samsung	● Server demand will gradually recover, but we will continue to pay close attention to IT investment by CSPs and geopolitical factors.	● China OEM had stocked inventory due to the price-rising expectation. ● Wearables are expected to see a marginal YoY increase, with primary growth coming from emerging markets.	● PC demand is relatively weak.
SK Hynix	● Server DRAM bit shipment will grow mid-20s in 2024/2025, driven by Gen AI, replacement cycle of general server. ● Server sales is expected to continue to record high in 2025. The main growth momentum comes from HBM, high-density DDR5/LPDDR5 modules, and data center SSD.	● AI will stimulate-demand for high density mobile memory.	● PC recovery is slower than expected, and end demand is divided into AI-driven and downgraded demand.

資料來源：公司資料、元大投顧

短期需求並未明顯好轉，拉貨動能低於預期

觀察 3Q24 DRAM 現貨價走勢，可發現除 DDR5 之外，DDR4、DDR3 皆呈現下跌，反映目前終端需求仍屬緩步復甦，未如預期明顯回溫，且 OEM/通路拉貨需求仍以短單為主，因此在上游模組廠以及原廠端出現庫存堆積之情況。根據近期通路訪查 OEM 有擴大向模組廠採購記憶體模組現貨之情況，預估此情況將延續到 4Q24。

需求端方面，2H24 整體消費需求並未明顯好轉，仍只有 AI&Server 需求較穩健，其中 1) 2Q24 中系手機品牌已提前拉貨，且 2H24 有下修部分中低階機種；2) PC OEM 拉貨動能疲弱，台系 PC IC 業者對於 2H24 之展望也相較上半年下修。此外觀察美國資訊處理設備耐久財消費年增率，也發現雖然訂單仍呈現年增，但年增幅度僅持平水準，也應證前述需求復甦不如預期之情況。

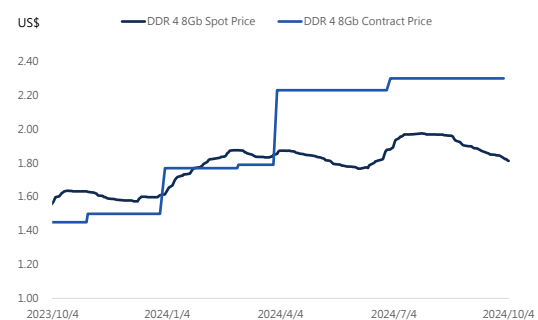
2025 年記憶體產值預估將年增 33%，然目前實質需求缺乏強勁回溫訊號

展望 2025 年，記憶體在 AI &HPC 以及整體終端需求復甦下，整體市場將年增 33%，其中主要動能來自 HBM 佔整體 DRAM 供給比重提升、DDR5 滲透率持續增加所帶動的產品平均售價上升，此外預估在手機、PC、資料中心 DRAM 內容含量增加之下預估出貨量也將有所提升。不過基於近期調

查 4Q24-1Q25 原廠訂單狀況，認為實質需求全面回升機率仍低，因此預期 1H25 仍呈現弱復甦格局。

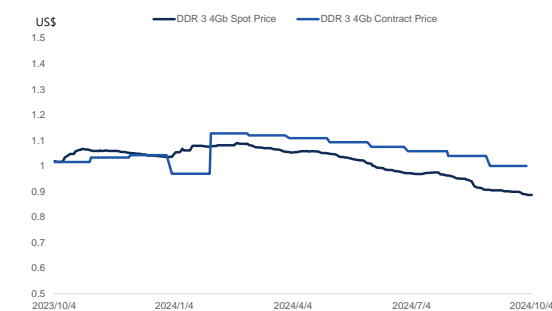
本中心下修未來 DRAM 價格，目前預估 4Q24/1Q25/2Q25 DRAM 平均合約價 QoQ +3%/-1%/+3%，預估 1Q25，在原廠與模組廠持續消化 DDR4 庫存以及傳統消費淡季下，預期合約價漲勢暫緩，其中 DDR5 預估僅季增低個位數、DDR4、DDR3 則持續下滑，預估分別季減高個位數/低十位數。後續本中心認為觀察報價的時間點落於 12 月以及明年 6 月。

圖 17：DDR4 現貨價從 3Q24 初至今下跌 3.5%



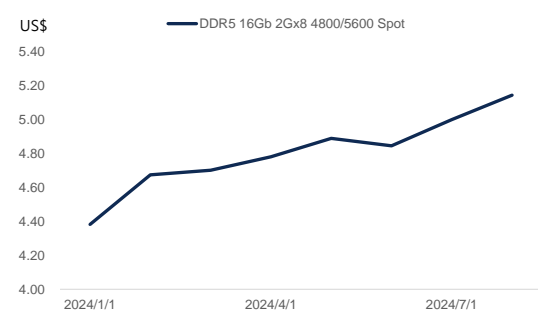
資料來源：Wind、元大投顧

圖 18：DDR3 現貨價從 3Q24 初至今下跌 8.84%



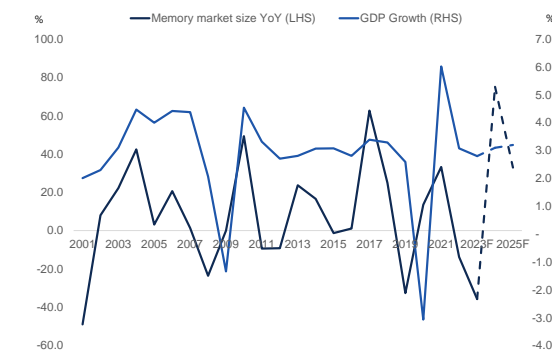
資料來源：Wind、元大投顧

圖 19：DDR5 現貨價從 3Q24 初至今上漲 6.2%



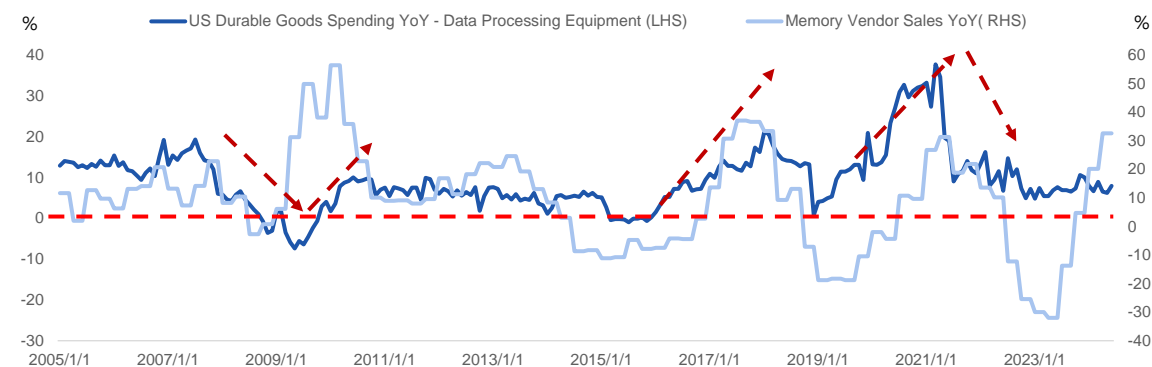
資料來源：Wind、元大投顧

圖 20：2025 年記憶體市場產值將年增 33%



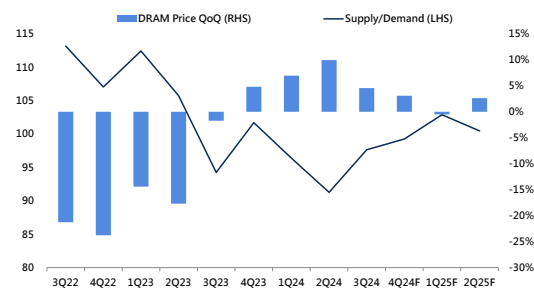
資料來源：IDC、IC Insight、元大投顧預估

圖 21：美國資訊處理設備耐久財消費年增率並未明顯回升



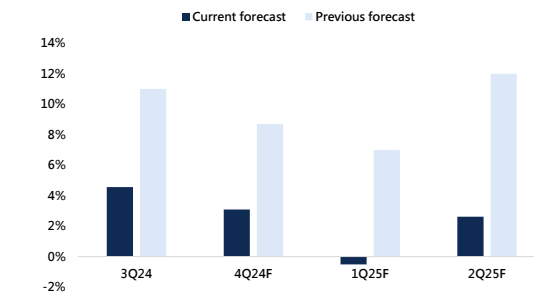
資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg;資料截至 2024/9; Memory Vendor Sales 採用 Samsung/ SK Hynix/ Micron 之營收年增率計算。

圖 22：預期 DRAM 供需於明年維持健康



資料來源：元大投顧預估

圖 23：下修未來半年 DRAM 報價預估



資料來源：元大投顧預估

原廠擴產策略聚焦於需求較強勁之 HBM、DDR5

我們觀察記憶體價格中，HBM 合約價與 DDR5 現貨價於 2024 年仍持續上升，而 DDR3、4 現貨價格則於 2Q24 見到漲勢趨緩，並開始下跌。HBM 與 DDR5 價格上升反映 1) AI 伺服器需求上升；與 2) Intel/AMD 新伺服器平台於 2Q24 恢復拉貨，而 DDR3、4 現貨價下跌反映終端消費需求不如預期，傳統記憶體先行進入去庫存循環。

2Q24 三大原廠 (Samsung、SK Hynix、Micron) 法說會持續指出其資本支出與產能擴充將聚焦於 DDR5 與 HBM，我們評估在明年伺服器需求比重將逐年上升，伺服器 DRAM 需求比重將於 2025 年年增 4 個百分點，達 39%。

圖 24：三大原廠近期法說會展望

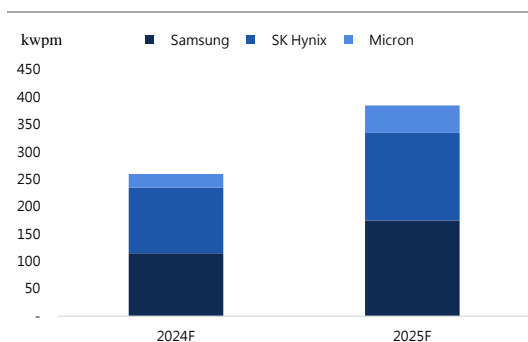
Company	2024/2025	Capex & capacity
Micron	<ul style="list-style-type: none">● 2025 DRAM/NAND demand are estimated to grow mid-double digit YoY.	<ul style="list-style-type: none">● 2024 capex grew slight YoY growth to US\$ 8bn.● 2025 capex is likely to grow YoY and will maintain at mid-30s of sales.→ Mainly for HBM and US expansion.
Samsung	<ul style="list-style-type: none">● Demand related to generative AI remains strong, which will boost the demand of high margin product such as automotive and HBM products.	<ul style="list-style-type: none">● Capex is focused on advanced technologies and investing in P3/4 fabs to meet mid- to long-term bit growth, including EUV.● Mid-term investments are focused on products like HBM, DDR5, and LPDDR5.
SK Hynix	<ul style="list-style-type: none">● DRAM/NAND bit demand in 2024 is estimated to increase by high-teens YoY.● Overall market capacity is estimated to increase only by single digits annually, and the company will also conservatively increase capacity.	<ul style="list-style-type: none">● Spending will focus on node migration rather than capacity ramp-up, prioritizing node upgrades like 1A/1B, and focus on HBM3E, DDR5, TSV capacity.● M15X, the next DRAM plant, is expected to MP in end-2025. The total investment amount is estimated to be US\$ 14.95 bn (KRW 20,000bn).

資料來源：公司資料、元大投顧

2025 年 TSV 產能預估擴張 48%，HBM 供過於求可能性低

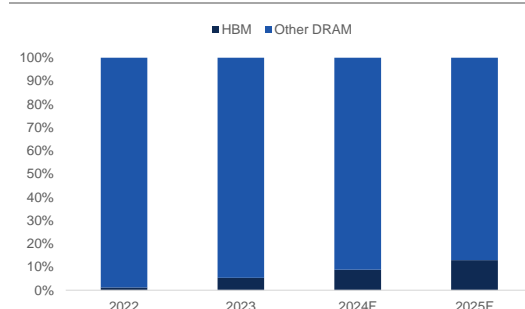
目前 HBM 產能之瓶頸仍在於每層 TSV 之良率，SK Hynix 良率約在~80%、美光及三星則約在 50~60%，因此觀察 TSV 產能便能得知其 HBM 之供應量。根據本中心通路訪查，預估 2025 年三大原廠的 TSV 產能將擴充 48%，且產能皆已被預訂。關於市場所擔憂之 HBM 供過於求，本中心認為在 2025 年 CSP/Sovereign(主權投資需求) Capex 持續呈現年增下，顯示 AI&HPC 晶片需求仍強勁，目前 HBM 供過於求可能性仍低。

圖 25：TSV 總產能分布



資料來源：TrendForce、元大投顧預估

圖 26：預估 2025 年 HBM 佔整體 DRAM 耗用量 8.9%



資料來源：元大投顧預估

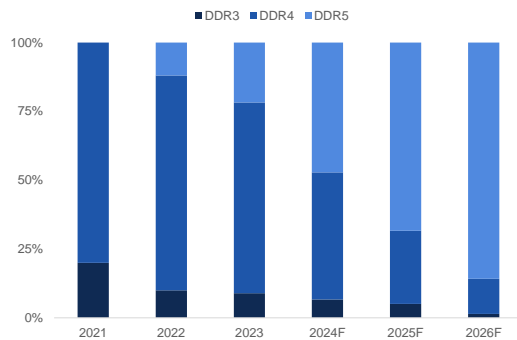
DDR5 升級趨勢延續，主要動能將來自 Server 與 AI PC

預估 2025 年在伺服器與 PC 兩大應用帶動下，整體 DDR5 滲透率將達年增 19 個百分點至 65%，DDR5 滲透率若以三大應用來區分：

- 手機：2024 年滲透率已達 50%，且已推出 LPDDR5/LPDDR5X 兩代版本，預估將由旗艦機向下滲透至中低階機種，2025 年滲透率預期將達 60% 以上。
- PC：目前 2024 年滲透率達 50%，其中筆電之 DDR5 滲透率較高，預期在 AI 趨勢以及 6400 MT/s DDR5 推出帶動之下，2025 年 NB/DT 之 DDR5 滲透率達 65%。
- 伺服器：預估 2024 年滲透率約 45%，預估 2025 年在 Intel/AMD Server 新 CPU 帶動之下將可達 70%。

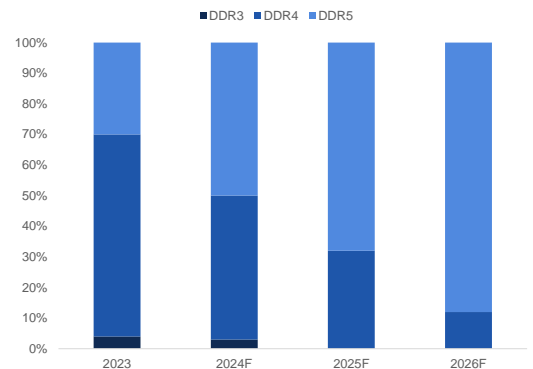
海外 DDR5 受惠供應鏈仍以三大原廠為主，台廠南亞科預估將於 2025 年量產 1b 製程之 16GB DDR5，2025 年年底則將推出 1c 製程之 DDR5，單位面積容量將進一步提升，預估有望打入 PC 供應鏈。

圖 27：預估 2025 年 DDR5 滲透率將達 65%



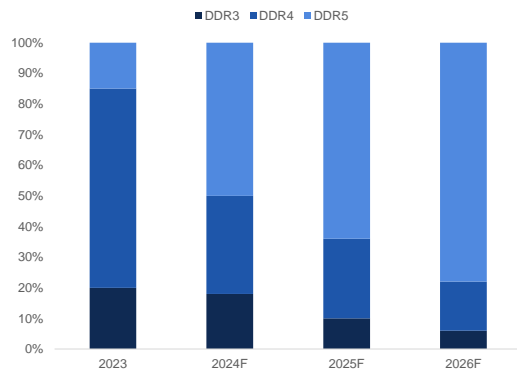
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 28：2025 年伺服器 DDR5 滲透率 68%



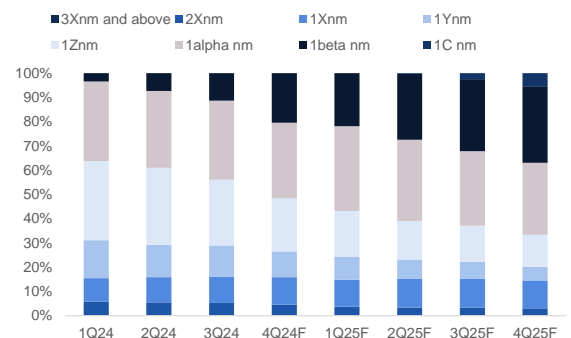
資料來源：元大投顧預估

圖 29：2025 年 PC DDR5 滲透率預估將達 65%



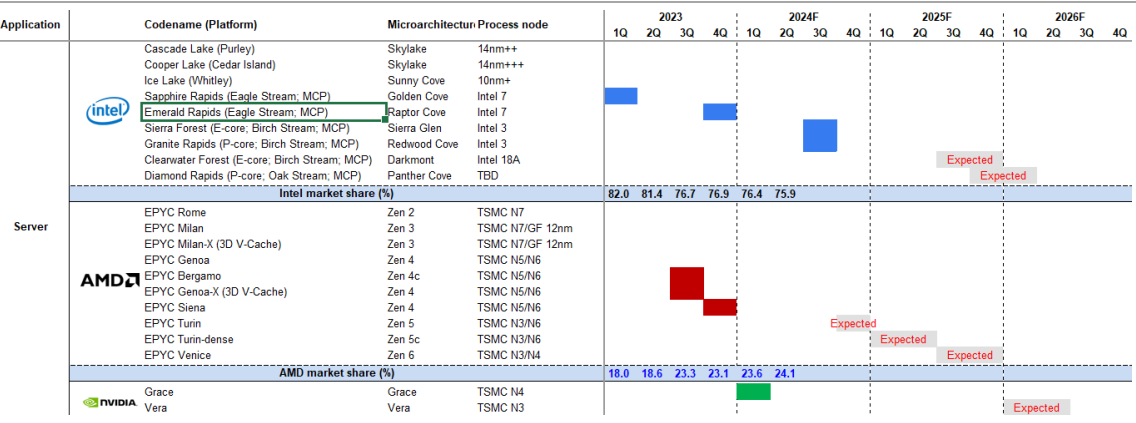
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 30：預期 2025 年三大原廠先進製程將轉進 1 beta



資料來源：元大投顧預估

圖 31：Server CPU Roadmap

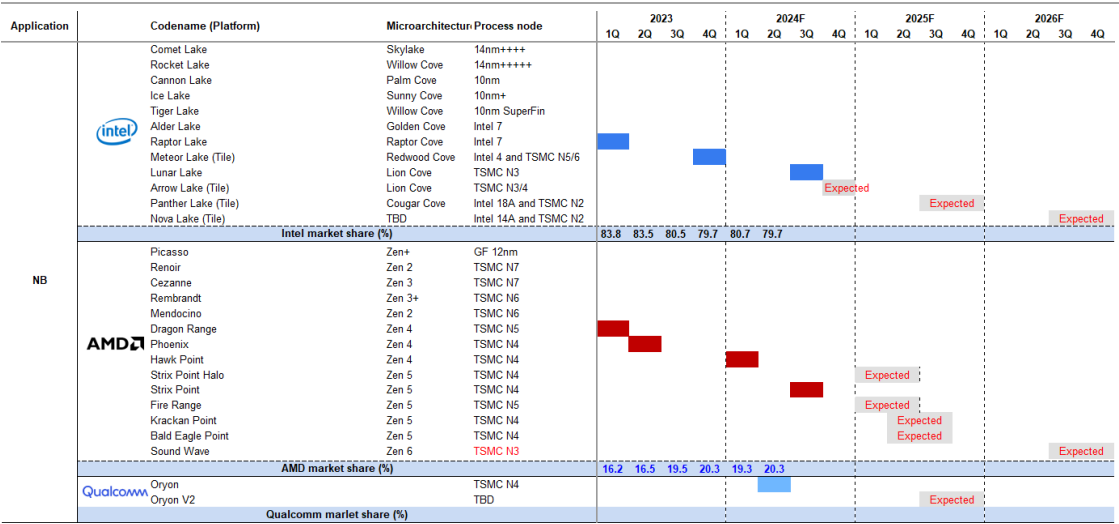


資料來源：公司資料、元大投顧整理

AI PC 所需之 DRAM 用量相較傳統 PC 提升 2~3 倍，不過對於 DRAM 之需求挹注仍須仰賴整體出貨量之提升

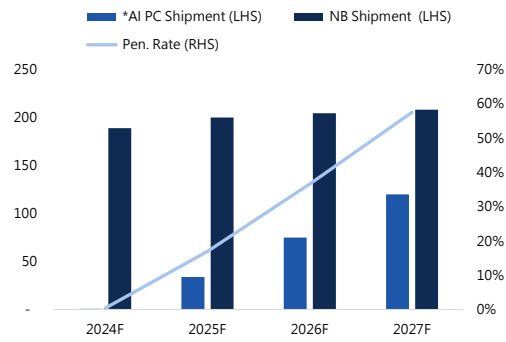
PC 導入 AI 模型後，需要提升記憶體容量以提升運算效能，預估單台 AI PC 所需的 DRAM 容量將從原本 8GB 提升到 16/24GB，創作者與一般工作站如需使用 AI Model 則可能需擴充至 32 GB 以上。本中心認為 AI PC 之滲透速度主要由供給端所推動，所以觀察 Intel、AMD 兩大業者之 PC CPU Roadmap，新 PC CPU(如: Arrow Lake、Strix Point)將支援更多算力與 AI 功能，AI PC 滲透率將明顯提升至 17%，對於整體 DRAM 之耗用量將更為顯著。以 AI PC 將於 2025/2026 年出貨量達 3,400/7,500 萬台，單台平均 DRAM 容量達到 24/30GB 設算，預估 2025/2026 年對於整體 DRAM 之耗用量將達 2.4%/4.5%。

圖 32：NB CPU Roadmap



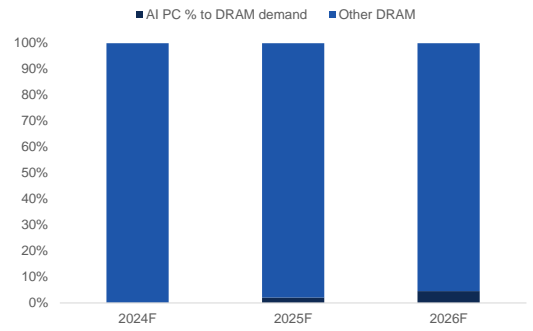
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 33：2025/2026 AI PC 之滲透率將達 17%/37%



資料來源：IDC、公司資料、元大投顧預估

圖 34：AI PC 預估 2025/2026 年將佔整體 DRAM 需求量 2.1%/4.5%



資料來源：IDC、元大投顧預估

一般型 DRAM 進入庫存調整，下修 2024/2025 獲利，調降成持有

此次將 2024/2025 年營收相較前次下修 26.8%/35.9%至 359/431 億元，毛利率下修 10.5/11.3 個百分點至 3.5%/22.1%，EPS -1.38/0.44 元。反映 ASP/出貨量低於預期，拖累毛利率改善進度，並將本業由虧轉盈之時間點推遲至 2H25。預估 4Q24-1Q25 一般型 DRAM (DDR4、DDR3) 將持續面臨庫存調整。後續股價觀察之重點在於 1) 1H25 DDR4/3 之報價走勢；2) 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 0.8/0.8 倍 2024/2025 年每股淨值，落於過往歷史最低點，並低於國內/低於國外同業之 0.9/1.5 倍，下修目標價至 46 元(0.9 x 2H24-1H25 BVPS NT\$54)，調降成持有評等。

圖 35：2024 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	35,919	49,078	43,131	67,239	-26.8%	-35.9%
營業毛利	1,248	6,861	9,521	22,457	-81.8%	-57.6%
營業利益	-9,232	138	-941	9,686	-	-
稅前利益	-5,542	138	1,688	12,915	-	-86.9%
稅後淨利	-4,260	291	1,373	10,115	-	-86.4%
調整後 EPS (元)	-1.38	0.09	0.44	3.27	-	-86.4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	3.5%	14.0%	22.1%	33.4%	-10.5	-11.3
營業利益率	-25.7%	0.3%	-2.2%	14.4%	-26.0	-16.6
稅後純益率	-11.9%	0.6%	3.2%	15.0%	-12.5	-11.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 36：12 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 37：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	持有-超越 同業	43.5	4,212	(2.40)	(1.38)	0.44	--	--	98.1	--	--	--
國外同業													
Micron	MU US	未評等	102.5	113,690	(4.5)	1.2	8.9	--	84.6	11.5	--	--	635.0
Samsung	005930 KS	未評等	61000.0	301,574	2131.0	5389.9	7060.4	28.6	11.3	8.6	(73.6)	152.9	31.0
SK Hynix	000660 KS	未評等	178000.0	96,335	(13244.0)	24144.1	37885.7	--	7.4	4.7	--	--	56.9
國外同業平均								28.6	34.4	8.3	(73.6)	152.9	241.0
國內同業													
華邦電	2344 TT	未評等	20.3	2,847	(0.3)	1.0	2.7	--	21.1	7.7	--	--	175.1
旺宏	2337 TT	持有-超越 同業	25.8	1,503	(0.9)	(0.4)	0.5	--	--	56.1	--	--	--
國內同業平均					(0.6)	0.3	1.6	--	21.1	31.9	--	--	175.1

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 38：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	持有-超越 同業	43.5	4,212	(4.3)	(2.6)	0.8	53.88	53.47	53.92	0.8	0.8	0.8
國外同業													
Micron	MU US	未評等	102.5	113,690	(8.9)	2.7	18.6	40.3	39.9	47.3	2.6	2.6	2.2
Samsung	005930 KS	未評等	61000.0	301,574	3.2	9.6	11.5	52466.7	57747.0	63520.7	1.2	1.1	1.0
SK Hynix	000660 KS	未評等	178000.0	96,335	(13.3)	27.5	31.9	76806.1	98200.1	133203.1	2.3	1.8	1.3
國外同業平均					(6.3)	13.2	20.7				2.0	1.8	1.5
國內同業													
華邦電	2344 TT	未評等	20.3	2,847	(0.4)	4.2	9.1	22.8	24.0	23.8	0.9	0.8	0.9
旺宏	2337 TT	持有-超越 同業	25.8	1,503	(3.4)	(1.9)	1.7	26.0	25.9	26.7	1.0	1.0	1.0
國內同業平均					(1.9)	1.1	5.4	24.4	25.0	25.3	0.9	0.9	0.9

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 39：季度及年度簡明損益表 (合併)

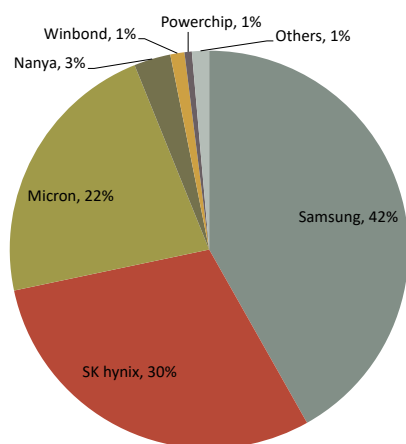
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	9,503	9,921	8,133	8,362	8,817	9,817	11,090	13,406	35,919	43,131
銷貨成本	(9,780)	(9,634)	(7,873)	(7,385)	(7,410)	(7,930)	(8,689)	(9,581)	(34,671)	(33,609)
營業毛利	(277)	287	260	977	1,407	1,887	2,401	3,826	1,248	9,521
營業費用	(2,642)	(2,606)	(2,765)	(2,467)	(2,495)	(2,543)	(2,595)	(2,829)	(10,480)	(10,462)
營業利益	(2,918)	(2,319)	(2,505)	(1,490)	(1,088)	(656)	(194)	997	(9,232)	(941)
業外利益	1,375	1,046	677	697	684	672	647	626	3,690	2,629
稅前純益	(1,543)	(1,273)	(1,828)	(793)	(404)	16	453	1,623	(5,542)	1,688
所得稅費用	335	459	341	148	75	(3)	(84)	(303)	1,282	(315)
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)	(814)	(1,487)	(645)	(329)	13	368	1,321	(4,260)	1,373
調整後每股盈餘(NT\$)	(0.39)	(0.26)	(0.48)	(0.21)	(0.11)	0	0.12	0.43	(1.38)	0.44
調整後加權平均股數(百萬股)	3,099	3,099	3,099	3,099	3,099	3,099	3,099	3,099	3,097	3,097
重要比率										
營業毛利率	-2.9%	2.9%	3.2%	11.7%	16.0%	19.2%	21.7%	28.5%	3.5%	22.1%
營業利益率	-30.7%	-23.4%	-30.8%	-17.8%	-12.3%	-6.7%	-1.8%	7.4%	-25.7%	-2.2%
稅前純益率	-16.2%	-12.8%	-22.5%	-9.5%	-4.6%	0.2%	4.1%	12.1%	-15.4%	3.9%
稅後純益率	-12.7%	-8.2%	-18.3%	-7.7%	-3.7%	0.1%	3.3%	9.9%	-11.9%	3.2%
有效所得稅率	--	--	--	--	--	18.8%	18.5%	18.7%	23.1%	18.7%
季增率(%)										
營業收入	9.2%	4.4%	-18.0%	2.8%	5.4%	11.3%	13.0%	20.9%		
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--		
稅後純益	--	--	--	--	--	--	2730.8%	259.0%		
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	2656.6%	258.7%		
年增率(%)										
營業收入	47.9%	41.2%	5.1%	-3.9%	-7.2%	-1.0%	36.4%	60.3%	20.2%	20.1%
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

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

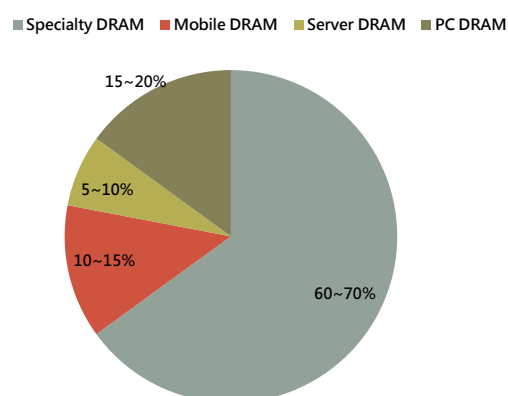
南亞科技成立於 1995 年，近年於全球 DRAM 市佔率約 2~3%，排名穩居第四，公司產品以 DDR3 為主(佔比約 7 成)，其餘為 DDR4，以應用別而言，Specialty DRAM (60~70%；消費性產品為主，如: Router、機上盒與家電等產品，此外車用約 5~10%)、Mobile DRAM (10~15%)、Server DRAM (5~10%)、PC DRAM (15~20%)。公司唯一生產基地為新北泰山 Fab 3A 廠，月產能約 5 萬片。由於 DDR4/5 為長期主流市場，公司將陸續發展 1C/1D 製程，對應三大廠的 1Y 製程技術，公司以新台幣 3,000 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，新產能預估將於 2027 年開出。

圖 40：南亞科為全球第四大 DRAM 廠



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 41：公司產品以消費型 DRAM 為主



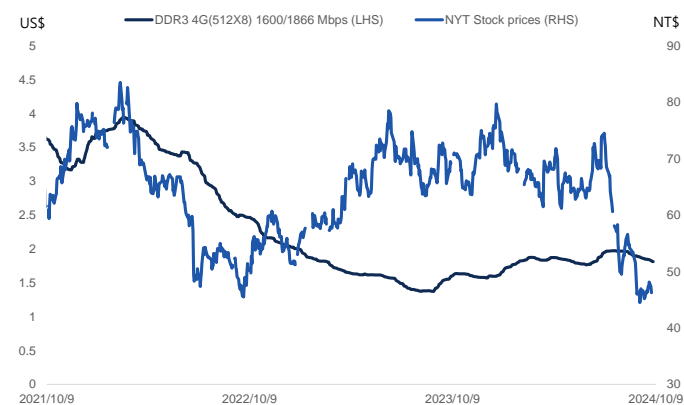
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 42：前十大股東

Name	Holding %
Nan Ya Plastics Corp.	29.28
Formosa Petrochemical Corp.	10.81
Formosa Plastic Group	10.81
Formosa Chemicals And Fibre Corp.	10.81
Vanguard Group	1.56
Blackrock Inc	1.43
Chungwa Post Co	1.33
New Labor Pension Fund	1.11
Cathay Life Insurance Co.	1.09
Nanshan Life Insurance CO.	1.01

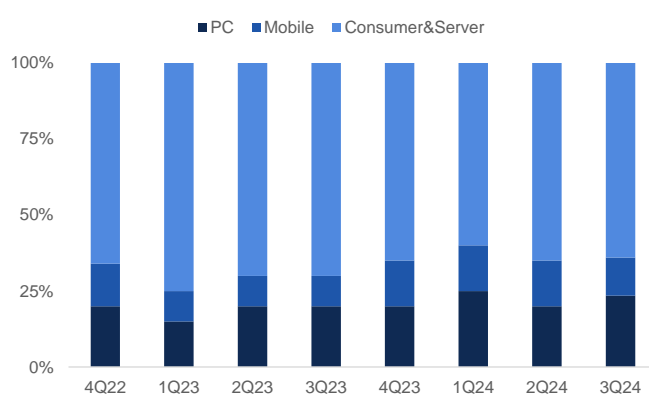
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 43：股價與 DDR4 現貨價格走勢



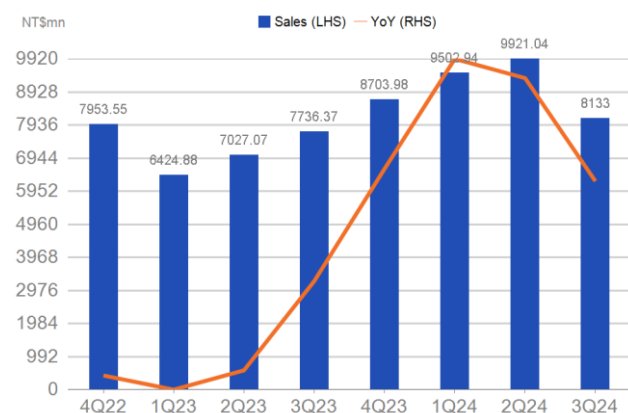
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 44：營收組成



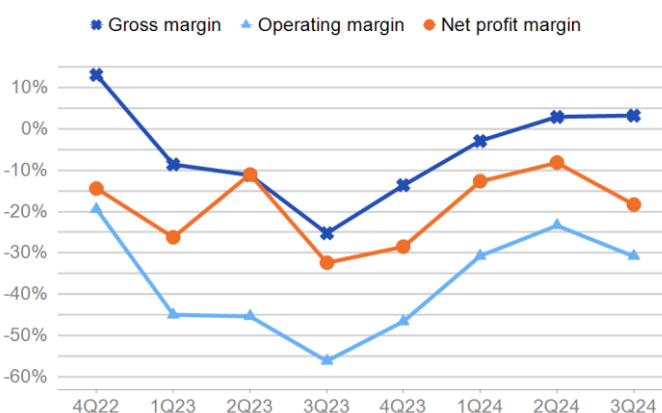
資料來源：公司資料

圖 45：營收趨勢



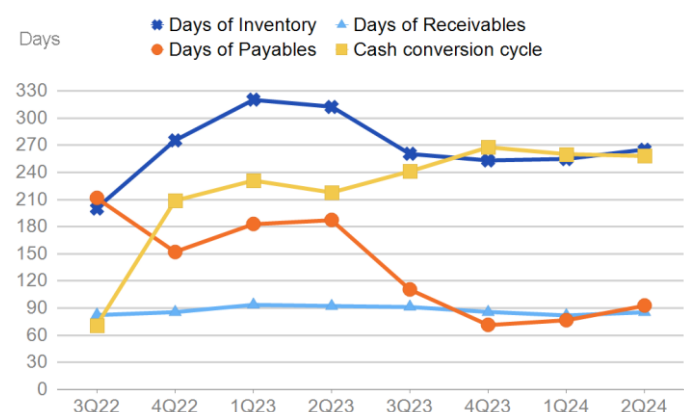
資料來源：CMoney、公司資料

圖 46：毛利率、營益率、淨利率



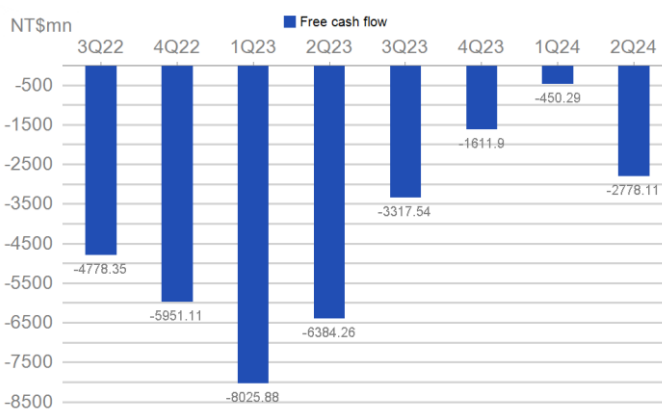
資料來源：CMoney、公司資料

圖 47：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 48：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 49：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 (2024/10/11)

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

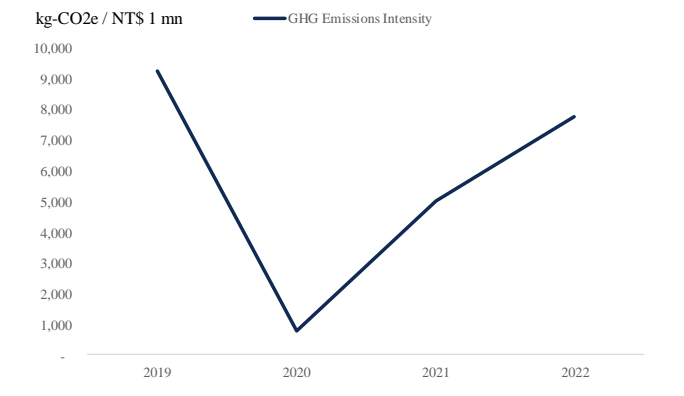
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

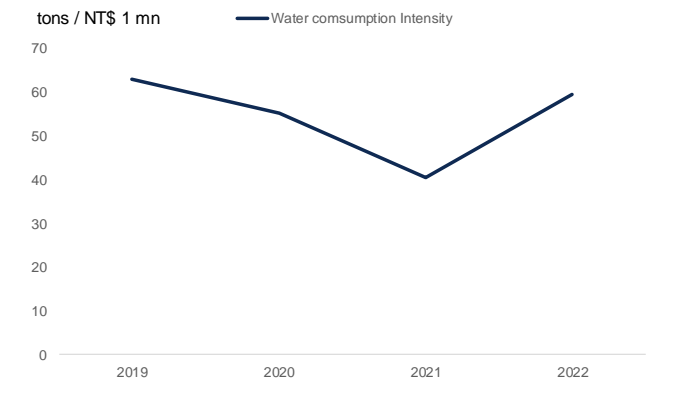
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 50：二氧化碳排放密度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 51：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	67,011	69,547
存貨	11,611	23,384	27,634	18,873	17,032
應收帳款及票據	11,569	4,360	5,220	4,907	5,958
其他流動資產	2,580	4,175	4,844	5,937	5,937
流動資產	106,460	105,512	96,510	96,727	98,475
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	86,768	87,446
無形資產	1,014	767	927	767	767
其他非流動資產	2,402	5,674	7,955	8,030	7,778
非流動資產	84,961	96,723	95,841	100,951	101,377
資產總額	191,421	202,236	192,351	197,678	199,852
應付帳款及票據	2,850	5,604	3,443	2,605	3,406
短期借款	0	0	11,181	14,411	14,411
什項負債	12,842	10,575	5,493	5,907	5,907
流動負債	15,692	16,179	20,118	22,923	23,724
長期借款	0	0	0	3,994	3,994
其他負債及準備	2,751	5,099	5,309	5,140	5,140
長期負債	2,751	5,099	5,309	9,134	9,134
負債總額	18,443	21,278	25,427	32,058	32,858
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	98,361	98,361
什項權益	(4,117)	612	599	599	599
歸屬母公司之權益	172,978	180,958	166,924	162,769	162,769
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	172,978	180,958	166,924	165,620	166,994

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	22,849	14,619	(7,440)	(4,260)	1,373
折舊及攤提	15,294	15,247	15,326	15,922	13,073
本期營運資金變動	3,195	(4,685)	(5,679)	8,254	1,590
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)	20,021	16,036
資本支出	(11,260)	(20,711)	(13,245)	(20,038)	(13,500)
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)	(20,038)	(13,500)
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	0
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	0
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)	(17)	2,536
自由現金流量	32,847	371	(19,340)	(17)	2,536

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	85,604	56,952	29,892	35,919	43,131
銷貨成本	(48,560)	(35,610)	(34,375)	(34,671)	(33,609)
營業毛利	37,044	21,342	(4,483)	1,248	9,521
營業費用	(9,858)	(10,340)	(9,977)	(10,480)	(10,462)
推銷費用	(827)	(754)	(589)	(598)	(676)
研究費用	(7,500)	(7,842)	(7,576)	(7,933)	(8,044)
管理費用	(1,531)	(1,744)	(1,812)	(1,664)	(1,741)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	27,186	11,002	(14,460)	(9,232)	(941)
利息收入	274	1,395	3,160	3,177	2,809
利息費用	(24)	(49)	(146)	(191)	(180)
利息收入淨額	250	1,346	3,014	2,986	2,629
投資利益(損失)淨額	521	574	193	73	0
匯兌損益	(323)	3,190	(38)	473	0
其他業外收入(支出)淨額	133	765	587	160	0
稅前純益	27,767	16,877	(10,705)	(5,542)	1,688
所得稅費用	(4,918)	(2,258)	3,265	1,282	(315)
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)	(4,260)	1,373
稅前息前折舊攤銷前淨利	43,085	32,173	4,767	6,690	12,133
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.39	4.72	(2.40)	(1.38)	0.44

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	40.3	(33.5)	(47.5)	20.2	20.1
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)	40.3	81.4
稅後純益	197.3	(36.0)	--	--	--
調整後每股盈餘	942.5	7.5	--	--	--
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	43.3	37.5	(15.0)	3.5	22.1
營業利益率	31.8	19.3	(48.4)	(25.7)	(2.2)
稅前息前淨利率	32.4	29.6	(36.3)	(25.7)	(2.2)
稅前息前折舊攤銷前淨利率	50.3	56.5	16.0	18.6	28.1
稅前純益率	32.4	29.6	(35.8)	(15.4)	3.9
稅後純益率	26.7	25.7	(24.9)	(11.9)	3.2
資產報酬率	12.8	7.4	(3.8)	(2.2)	0.7
股東權益報酬率	14.0	8.3	(4.3)	(2.6)	0.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	10.7	11.8	15.2	19.4	19.7
淨負債權益比(%)	(46.7)	(40.7)	(28.5)	(29.4)	(30.6)
利息保障倍數 (倍)	1175.0	344.6	(72.6)	(48.2)	(5.2)
流動比率 (%)	678.5	652.2	479.7	4.2	4.2
速動比率 (%)	599.1	501.7	338.6	3.1	3.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(80,700)	(73,593)	(47,631)	(48,606)	(51,142)
調整後每股淨值 (NT\$)	55.86	58.41	53.88	53.47	53.92
評價指標 (倍)					
本益比	9.9	9.2	--	--	98.1
股價自由現金流量比	4.1	363.6	--	--	53.1
股價淨值比	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.1	4.2	28.3	20.1	11.1
股價營收比	1.6	2.4	4.5	3.8	3.1

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	20220127	72.00	96.00	87.07	買進	高啟璋
2	20220302	79.90	108.00	97.96	買進	高啟璋
3	20220411	66.80	92.00	83.45	買進	孫伯勛
4	20220614	62.20	77.00	69.84	買進	孫伯勛
5	20220711	49.65	46.00	44.62	持有-超越同業	孫伯勛
6	20221005	51.40	48.00	46.56	持有-超越同業	孫伯勛
7	20230111	56.50	68.00	65.95	買進	劉誠新
8	20230412	68.20	80.00	77.59	買進	劉誠新
9	20230710	69.70	90.00	90.00	買進	劉誠新
10	20230830	66.20	82.00	82.00	買進	劉誠新
11	20231011	70.70	82.00	82.00	買進	劉誠新
12	20231213	73.70	90.00	90.00	買進	劉誠新
13	20240111	71.50	90.00	90.00	買進	劉誠新
14	20240410	70.20	90.00	90.00	買進	劉誠新
15	20240711	72.30	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 仁愛路三段 157 號 4 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>.