

南亞科(2408)

BUY

□台灣 50 ■中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇建彰 Steven Su
stevensu@masterlink.com.tw

評等

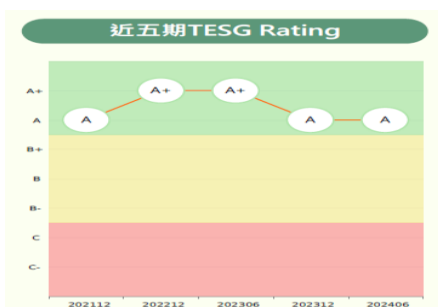
日期: 2024/10/11
目前收盤價 (NT\$): 43.5
目標價 (NT\$): 55
52 週最高最低(NT\$): 43.5-79.7
加權指數: 22659.08

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 30,986
市值 (NT\$/mn): 134,790
市值 (US\$/mn): 4,493
20 日平均成交量(仟股): 14,553
PER (2024): N.A
PBR (2024): 0.83
外資持股比率: 10.37
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-5.5	-40.4	-36.4
加權指數報酬率	7.2	-5.2	9.0

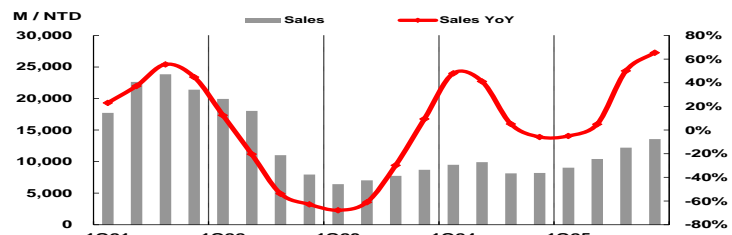
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	55	86
營業收入 (NT\$/mn)	35,753	42,868
毛利率 (%)	1.32	12.37
營益率 (%)	-28.90	-12.65
EPS (NT\$)	-1.54	-0.21
BVPS(NT\$)	52.34	53.67



1B 製程和折舊減少對營運助益即將顯現

- 3Q24 營收 81.33 億元(QoQ-18%)，銷售量季減低二十位數，ASP 則季增中個位數，營業虧損擴大至 25.05 億元，EPS-0.48 元低於預期之 0.07 元。展望 4Q24，在消費型終端需求仍不佳下，買方去化庫存優先下致使短期 DRAM 產業需求難以改善，加計 DRAM 合約價漲勢收斂，估計 4Q24 營收 81.96 億元(QoQ+0.8%)，EPS -0.41 元。
- DRAM 終端市場應用包含 PC、手機和消費性電子 2H24 旺季需求皆不如預期，加計 CXMT 擴產影響，致使 DDR3、LPDDR4、DDR4 產品庫存去化時間較預期更長。在買方以庫存去化優先下，備貨態度轉趨保守，集邦預估傳統型 4Q24 DRAM 價格漲幅僅 0-5%遠低於 3Q24 之 8-13%，由於南亞科 4Q24 DDR5 占整體產出仍低，需至 1Q25 起 ASP 才可望受惠 DDR5 產出增加效益。
- 1B 製程占投片產能比重將由今年底 15%倍增至明年底 30%，由於 DDR5 較 DDR4 產品價格高 30-40%，且隨製程升級將帶來整體產出增加，將有利於產品組合和獲利，並有助於目前高額 DDR3 和 DDR4 存貨去化。此外，折舊費用降低將為 2025 獲利改善另一要素，推估 2025 營運可望虧轉盈。
- 預估 2024 年和 2025 年 EPS 分別為-1.54 元和 0.62 元。考量 1B 製程和折舊減少對營運助益即將發酵，且股價已來到前波景氣循環低點，維持買進評等，TP 55 元。

Exhibit 1: 營收與營收 YOY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標

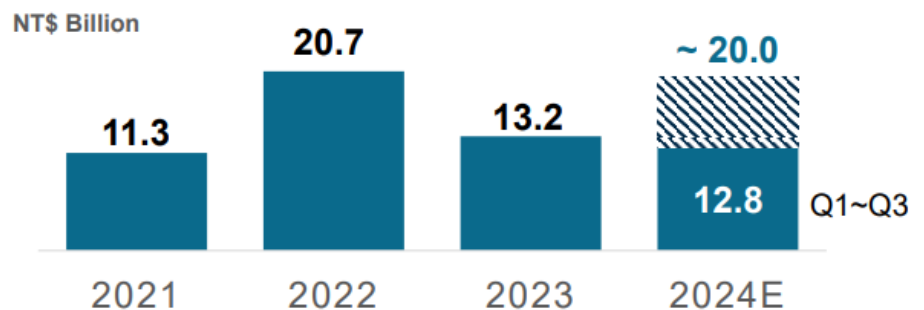


Sources : TEJ

南亞科為利基型 DRAM 製造廠，2024 年資本支出降至 200 億元

南亞科為利基型 DRAM 製造商，最大股東為台塑集團之南亞塑膠持有 29.28% 股權，主要競爭對手包含 Samsung、SK Hynix、Micron 以及華邦電，目前月產能為 6 萬片，20nm 為主力生產製程。依產品終端應用區分，Server 和 PC、Mobile、消費性電子分別占營收比重為 20%、15%、65%。由於 2H24 旺季需求不如預期強勁，2024 年銷售量由 YoY 成長 20%+ 下修至 10%。至於在資本支出方面，因設備交期以及付款時程調整，2024 年資本支出 260 億元下修至 200 億元，其中生產設備占資本支出比重約 50%。此外，第二代 1B 製程 8Gb DDR4 和 16Gb DDR5 產品如期量產，年底將占 15% 以上投片產能，明年將陸續推出 LPDDR4 和 LPDDR5 產品。

南亞科資本支出



Source : Company

銷售量不佳，3Q24 EPS -0.48 元呈現虧損擴大

3Q24 營收 81.33 億元(QoQ-18%)，受到消費型終端需求不振影響，銷售量季減低二十位數，ASP 則季增中個位數，毛利率 3.2% 略優於前季之 2.9%，加計認列一次性停電損失 4.75 億元，營業虧損擴大至 25.05 億元，業外因匯兌損失致使收益至 6.77 億元，稅後虧損 14.87 億元，EPS-0.48 元低於預期之 0.07 元。

南亞科 3Q24 營收獲利

NT\$m	2Q24	3Q24 (A)	3Q24 (E)	較預期相比	QOQ	YoY	累計 YOY
Net sales	9,921	8,133	11,042	-26%	-18.0%	30.1%	5.1%
Margin %	2.9%	3.2%	17.1%				
Operating profit	(2,319)	(2,505)	(736)	240%	虧損擴大	虧損縮小	虧損縮小
Total non-ope inc.	1,046	677	990				
Pre-tax profit	(1,273)	(1,828)	254				
Net profit	(814)	(1,487)	203	-832%	虧損擴大	虧損縮小	虧損縮小
EPS	(0.26)	(0.48)	0.07				

Source : Company、Masterlink

短期 DRAM 產業需求難以改善，且合約價漲勢收斂，估計 4Q24 EPS -0.41 元

在消費型終端需求仍不佳下，買方去化庫存優先下致使短期 DRAM 產業需求難以改善，加計 DRAM 合約價漲勢收斂，估計 4Q24 營收 81.96 億元(QoQ+0.8%)，營業虧損 25.91 億元，在業外無一次性重大損益影響下，稅後虧損 12.72 億元，EPS -0.41 元。

DDR3 和 DDR4 庫存去化需要更多時間，4Q24 傳統型 DRAM 漲幅將明顯收斂

1B 製程量產有助產品組合和存貨去化，加計折舊金額降低，2025 年營運將虧轉盈

雖主要供應商持續將產能轉進 HBM 和 DDR5，但 DRAM 終端市場應用包含 PC、手機和消費性電子 2H24 旺季需求皆不如預期，加計中系 DRAM 廠 CXMT 擴產並於中國手機市場進行國產替代，致使 DDR3、LPDDR4、DDR4 等產品庫存去化時間較預期更長。在買方以庫存去化優先下，備貨態度將轉趨保守，集邦預估傳統型 4Q24 DRAM 價格漲幅僅 0-5% 遠低於 3Q24 之 8-13%，由於南亞科 4Q24 DDR5 占整體產出仍低，故 ASP 增幅將不如 3Q24，需至 1Q25 起 ASP 才可望受惠 DDR5 產出增加效益。

今年以來 DRAM 市場需求和產品漲幅優劣順序分別為 HBM、DDR5、DDR4 和 DDR3，南亞科 1B 製程已於 9 月小量投片，8Gb DDR4 與 16Gb DDR5 產品將於 4Q24 出貨，1B 製程占投片產能比重將由今年底 15% 倍增至明年底 30%，新製程效益可望於 1Q25 開始發酵。由於 DDR5 較 DDR4 產品價格高 30-40%，且隨製程升級將帶來整體產出增加，此將有助於產品組合和獲利能力，並有助於目前高額 DDR3 和 DDR4 存貨去化。此外，折舊費用降低將為 2025 獲利改善另一要素，推估 2025 營運可望虧轉盈。

3Q24-4Q24 DRAM 產品合約價漲幅預估

	3Q24	4Q24E
PC DRAM	DDR4: up 8~13% DDR5: up 8~13% Blended: up 8~13%	DDR4: mostly flat DDR5: mostly flat Blended: mostly flat
Server DRAM	DDR4: up 8~13% DDR5: up 13~18% Blended: up 13~18%	DDR4: mostly flat DDR5: up 3~8% Blended: up 0~5%
Mobile DRAM	mostly flat	LPDDR4X: down 5~10% LPDDR5X: mostly flat
Graphics DRAM	up 3~8%	mostly flat
Consumer DRAM	DDR3: mostly flat DDR4: up 3~8%	DDR3: down 0~5% DDR4: mostly flat
Total DRAM	Conventional DRAM: up 8~13% HBM Blended: up 10~15% (HBM Penetration: 6%)	Conventional DRAM: up 0~5% HBM Blended: up 8~13% (HBM Penetration: 7%)

Source：集邦 Trendforce

維持買進，目標價 55 元

預估 2024 年和 2025 年 EPS 分別為-1.54 元和 0.62 元。考量 1B 製程和折舊減少對營運助益即將發酵，且股價已來到前波景氣循環低點，維持買進評等，TP 55 元 (2025 PBR x 1.05)。

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。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 4 of 5

Comprehensive income statement

NT\$m

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	56,952	29,892	35,753	45,204
COGS	35,610	34,375	35,283	35,500
Gross profit	21,342	-4,483	470	9,704
Operating expense	10,340	9,977	10,803	11,211
Operating profit	11,002	-14,460	-10,333	-1,506
Total non-operate. Inc.	5,875	3,756	4,098	3,920
Pre-tax profit	16,877	-10,705	-6,235	2,414
Total Net profit	14,619	-7,440	-4,782	1,931
Minority	0	0	0	0
Net Profit	14,619	-7,440	-4,782	1,931
EPS (NT\$)	4.72	-2.40	-1.54	0.62
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F
Sales	(33.5)	(47.5)	19.6	26.4
Gross profit	(42.4)	(121.0)	(110.5)	1,962.8
Operating profit	(59.5)	盈轉虧	N.A	虧轉盈
Pre-tax profit	(39.2)	盈轉虧	N.A	虧轉盈
Net profit	(36.0)	盈轉虧	N.A	虧轉盈
EPS	(36.2)	N.A	N.A	N.A
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F
Gross	37.5	(15.0)	1.3	21.5
Operating	19.3	(48.4)	(28.9)	(3.3)
EBITDA	54.0	5.9	19.7	28.8
Pre-tax	29.6	(35.8)	(17.4)	5.3
Net	25.7	(24.9)	(13.4)	4.3

Consolidated Balance Sheet

NT\$m

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Cash	73,593	58,812	55,920	52,222
Marketable securities	0	0	0	0
A/R & N/R	4,614	5,236	6,501	7,534
Inventory	23,384	27,634	28,226	25,357
Others	3,921	4,827	4,827	4,827
Total current asset	105,512	96,510	95,474	89,941
Long-term invest.	5,402	5,141	5,141	5,141
Total fixed assets	84,897	81,838	85,786	98,286
Total other assets	4,928	7,066	7,066	7,066
Total assets	202,236	192,351	193,467	200,433
Short-term Borrow	0	11,181	13,581	18,581
A/P & N/P	5,604	3,443	4,704	4,733
Other current liab.	10,214	5,100	7,835	7,841
Total current liab.	15,818	19,725	26,120	31,156
L-T borrow s	0	0	4,000	4,000
Other L-T liab.	898	1,205	1,205	1,205
Total liability.	21,278	25,427	31,325	36,360
Common stocks	30,980	30,981	30,981	30,981
Reserves	32,454	32,455	32,455	32,455
Retain earnings	117,153	103,115	98,706	100,636
Total Equity	180,958	166,924	162,142	164,073
Total Liab. & Equity	202,236	192,351	193,467	200,433

Comprehensive Quarterly Income Statement

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	9,503	9,921	8,133	8,196
Gross profit	-277	287	264	196
Operating profit	-2,918	-2,319	-2,505	-2,591
Total non-ope inc.	1,375	1,046	677	1,000
Pre-tax profit	-1,543	-1,273	-1,828	-1,591
Net profit	-1,208	-814	-1,487	-1,272
EPS	-0.39	-0.26	-0.48	-0.41
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	47.9	41.2	5.1	(5.8)
Gross profit	(50.1)	(136.4)	(113.5)	(116.5)
Operating profit	1.1	(27.2)	(42.3)	(36.0)
Net profit	(28.3)	5.7	(40.6)	(48.7)
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	9.2	4.4	(18.0)	0.8
Gross profit	(76.7)	(203.7)	(8.0)	(25.7)
Operating profit	(27.9)	(20.5)	8.0	3.4
Net profit	(51.3)	(32.6)	82.6	(14.4)
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Gross	(2.9)	2.9	3.2	2.4
Operating	(30.7)	(23.4)	(30.8)	(31.6)
Net	(12.7)	(8.2)	(18.3)	(15.5)

Consolidated Statement of Cash flow

NT\$m

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	14,619	-7,440	-4,782	1,931
Dep & Amort	15,247	15,326	16,358	13,806
Investment income	-574	-193	-273	-300
Changes in W/C	-4,685	-5,679	-595	1,864
Other adjustment	-3,525	-8,109	0	0
Cash flow – ope.	21,082	-6,095	10,708	17,302
Capex	-20,588	-13,148	-20,000	-26,000
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	-280	363	0	0
Cash flow –inve.	-20,868	-12,786	-20,000	-26,000
Free cash flow	493	-19,243	-9,292	-8,698
Inc. (Dec.) debt	0	11,181	2,400	5,000
Cash dividend	-11,470	-6,600	0	0
Other adjustment	-301	-385	4,000	0
Cash flow –Fin.	-11,771	4,196	6,400	5,000
Exchange influence	4,451	-96	0	0
Change in Cash	-7,107	-14,781	-2,892	-3,698

Ratio Analysis

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
ROA	7.43	-3.77	-2.48	0.98
ROE	8.26	-4.28	-2.91	1.18

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.