

2024 年 10 月 18 日

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 136.50 元  
目標價  
3 個月 146.00 元  
12 個月 146.00 元

## 南電(8046 TT)

Trading Buy

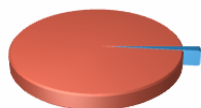
近期報告日期、評等及前日股價

靜待網通市場復甦，毛利率築底向上。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 6,462  
市值(億元) 882  
目前每股淨值(元) 69.92  
外資持股比(%) 5.37  
投信持股比(%) 0.66  
董監持股比(%) 66.97  
融資餘額(張) 9,050  
現金股息配發率(%) 61.11

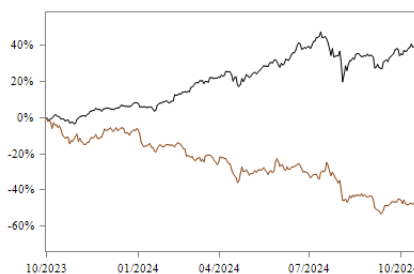
### 產品組合



■ 印刷電路板製造及銷售:98.39%  
■ 其他營業收入:1.61%

### 股價相對大盤走勢

— 8046 — TWSE



**投資建議:**考量 2024-2025 南電稼動率可望穩步提高，帶動毛利率築底向上，惟網通市場近期仍未見明顯回溫，不利南電個股評價，研究部暫以南電近 5 年平均股價淨值比 1.3-2.3 倍之均值 1.9 倍給予評價，目標價 146 元(2025 BVPS X 1.9 PBR)，投資建議為 Trading Buy。

**3Q24 稼動率提升，本業可望轉盈:**3Q24 營收 91.92 億元，QoQ+13.2%/YoY-10.1%，主要是 ABF 有 AI PC 與 800G switch 載板、PCB 則有 AI sever 板子出貨加持，公司給出毛利率將高於 2Q24，且對於 3Q24 本業表現有信心之看法；研究部認為，隨著 ABF、BT、PCB 三類產品稼動率持續提升，有利毛利率明顯向上，預估 3Q24 毛利率 10%，稅後純益 4.86 億元，QoQ+309.6%/YoY-54.8%，EPS 0.75 元。

**4Q24 營收動能轉弱，毛利率下降:**4Q24 進入傳統淡季，公司給出營收約略與 2Q24 持平之看法，且稼動率將低於 3Q24，毛利率表現估將降溫；綜合以上，預估 4Q24 營收 79.96 億元，QoQ-13%/YoY-14%，毛利率 9.8%，稅後純益 4.24 億元，QoQ-12.7%/YoY-49.7%，EPS 0.66 元。

**2024/2025 網通市場復甦與否，牽動南電表現:**南電 ABF 載板營收中有約 45%來自與基礎建設相關之網通業務，2024 受到需求疲弱影響，衝擊 ABF 稼動率表現，惟隨著 AI PC、HPC 客戶出貨增溫，ABF 稼動率可望逐季回溫；展望 2025 年，研究部認為，南電 ABF 業務將有三大動能，PCB 業務則有 AI sever 出貨加持，皆有利稼動率提升帶動毛利率大幅跳升。綜合以上，預估 2024 營收 324.1 億元，YoY-23.3%，毛利率 4.65%，稅後純益 8.76 億元，YoY-84.9%，EPS 1.36 元，BVPS 71.33 元；2025 營收 372.7 億元，YoY+15%，毛利率 15.67%，稅後純益 36.66 億元，YoY+318%，EPS 5.67 元，BVPS 77 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	42,253	32,410	37,271	10,227	9,311	7,101	8,121	9,192	7,997	8,618	9,018	9,618
營業毛利淨額	8,177	1,506	5,840	1,521	1,016	-380	183	919	784	1,250	1,335	1,693
營業利益	6,330	-106	4,088	1,031	690	-794	-207	487	408	845	911	1,241
稅後純益	5,817	876	3,666	1,076	843	-152	119	486	424	772	828	1,089
稅後 EPS(元)	9.00	1.36	5.67	1.66	1.30	-0.24	0.18	0.75	0.66	1.19	1.28	1.69
毛利率(%)	19.35%	4.65%	15.67%	14.87%	10.91%	-5.36%	2.26%	10.00%	9.80%	14.50%	14.80%	17.60%
營業利益率(%)	14.98%	-0.33%	10.97%	10.08%	7.41%	-11.18%	-2.55%	5.30%	5.10%	9.80%	10.10%	12.90%
稅後純益率(%)	13.77%	2.70%	9.84%	10.52%	9.06%	-2.15%	1.46%	5.28%	5.30%	8.95%	9.18%	11.33%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-34.64%	-23.29%	15.00%	0.93%	-8.96%	-23.74%	14.37%	13.19%	-13.00%	7.76%	4.64%	6.65%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-70.04%	-84.94%	318.64%	-31.60%	-21.61%	N.A	N.A	309.57%	-12.74%	82.04%	7.28%	31.59%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 64.62 億元計算。

2024 年 10 月 18 日

## 南電 ESG

環境保護上，持續改善生產製程，導入無鉛製程，遵循歐盟 RoHS 電機及電子產品危害物質進用指令，另亦持續推動節能節水以減少資源與能源耗用，於 2023 年 CDP 氣候變遷評比獲得 A-領導等級，2023 年 CDP 水安全評比獲得 A 領導等級，且榮獲經濟部發展署頒發 112 年度產業溫室氣體自願減量績優廠商獎項。

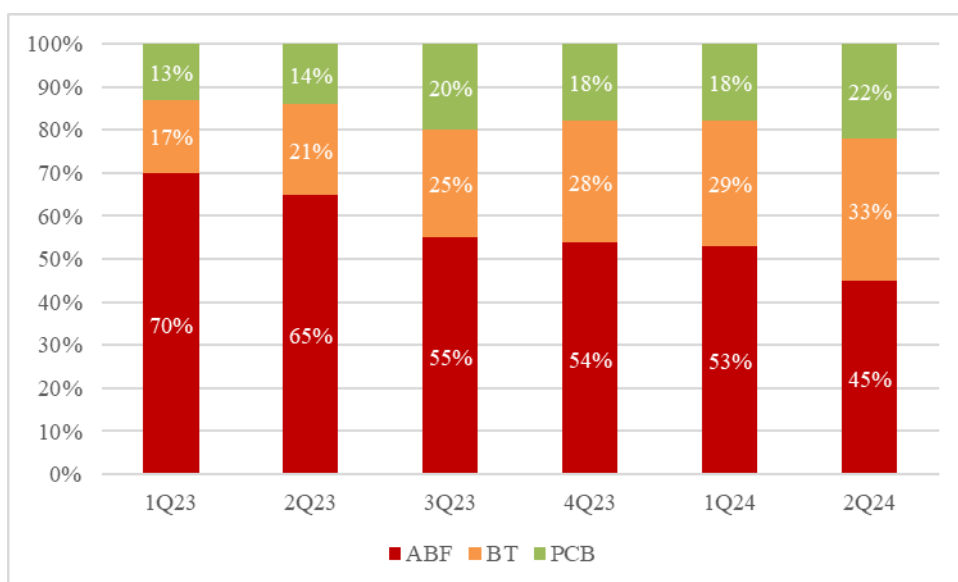
社會責任與公益上，南電重視各項社會問題，持續投入適合企業參與之公益事業，榮獲新北市政府勞工局表揚 2023 年度友善移工企業，以及榮獲行政院國軍退輔會表揚 2023 年度進用退除役官兵成效優良機構。

公司治理上，制定各項道德行為規範，建立良好公司治理及風險控管機制，創新及高值化產品，維持與客戶及供應商穩定的供需關係，榮獲 2023 年第 10 屆公司治理評鑑排名 6%~20%。

## 公司介紹

南電 1985 年開始營運，原是台塑企業旗下南亞塑膠公司電路板事業部，於 1997 年正式獨立為南亞電路板股份有限公司，主要從事印刷電路板與 IC 載板(打線載板與覆晶載板)之研發、製造及銷售。主要生產廠有錦興廠、樹林一廠、中國昆山廠。2Q24 終端應用營收占比為車用 11%、消費性 12%、網通 44%、個人電腦 18%、AI&HPC 15%，如以 PCB 板類別分類，2Q24 營收比重為 ABF 45%、BT 33%、PCB 22%。

圖、近六季營收占比



資料來源:公司

2024 年 10 月 18 日

## 2Q24 本業績虧，有賴業外挹注獲利

2Q24 營收 81.2 億元，QoQ+14.4%/YoY-19.9%，毛利率 2.26%，較前一季轉正，然因 ABF 稼動率低，使本業連兩季呈現虧損，惟受惠匯兌使業外收入達 3.86 億元，帶動稅後純益為 1.18 億元，QoQ 虧轉盈/YoY-92.5%，EPS 0.18 元。

## 3Q24 稼動率提升，本業可望轉盈

3Q24 營收 91.92 億元，QoQ+13.2%/YoY-10.1%，主要是 ABF 有 AI PC 與 800G switch 載板、PCB 則有 AI sever 板子出貨加持，公司給出毛利率將高於 2Q24，且對於 3Q24 本業表現有信心之看法；研究部認為，隨著 ABF、BT、PCB 三類產品稼動率持續提升，有利毛利率明顯向上，預估 3Q24 毛利率 10%，稅後純益 4.86 億元，QoQ+309.6%/YoY-54.8%，EPS 0.75 元。

## 4Q24 營收動能轉弱，毛利率下降

4Q24 進入傳統淡季，公司給出營收約略與 2Q24 持平之看法，且稼動率將低於 3Q24，毛利率表現估將降溫；綜合以上，預估 4Q24 營收 79.96 億元，QoQ-13%/YoY-14%，毛利率 9.8%，稅後純益 4.24 億元，QoQ-12.7%/YoY-49.7%，EPS 0.66 元。

## 2024/2025 網通市場復甦與否，牽動南電表現

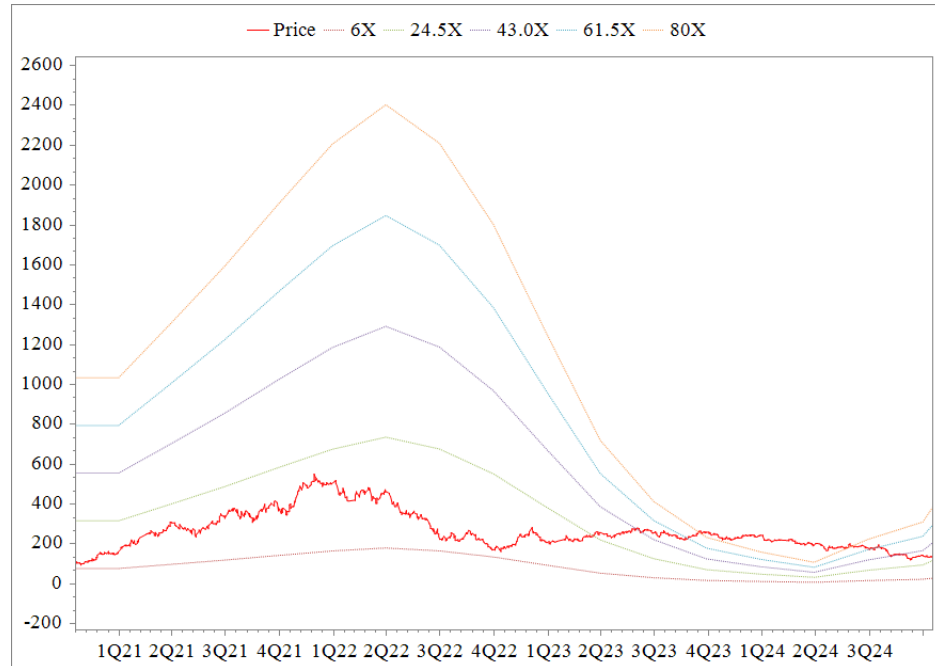
南電 ABF 載板營收中有約 45%來自與基礎建設相關之網通業務，2024 受到需求疲弱影響，衝擊 ABF 稼動率表現，惟隨著 AI PC、HPC 客戶出貨增溫，ABF 稼動率可望逐季回溫；展望 2025 年，研究部認為，南電 ABF 業務將有三大動能，(1)網通業務營收隨著基礎建設需求復甦重回成長，(2)PC 客戶 AI PC 市占率可望持續提升，(3)接獲更多 HPC 專案量產，PCB 業務則有 AI sever 出貨加持，皆有利稼動率提升帶動毛利率大幅跳升。綜合以上，預估 2024 營收 324.1 億元，YoY-23.3%，毛利率 4.65%，稅後純益 8.76 億元，YoY-84.9%，EPS 1.36 元，BVPS 71.33 元；2025 營收 372.7 億元，YoY+15%，毛利率 15.67%，稅後純益 36.66 億元，YoY+318%，EPS 5.67 元，BVPS 77 元。

## 投資建議

考量 2024-2025 南電稼動率可望穩步提高，帶動毛利率築底向上，惟網通市場近期仍未見明顯回溫，不利南電個股評價，研究部暫以南電近 5 年平均股價淨值比 1.3-2.3 倍之均值 1.9 倍給予評價，目標價 146 元(2025 BVPS X 1.9 PBR)，投資建議為 Trading Buy。

2024 年 10 月 18 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 10 月 18 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	56,345	81,750	70,437	71,143	72,777
流動資產	30,176	41,310	24,474	24,500	24,800
現金及約當現金	13,194	20,044	12,330	12,057	12,349
應收帳款與票據	11,062	14,893	6,898	6,900	6,910
存貨	5,348	5,803	3,896	4,000	4,100
採權益法之投資	502	514	487	618	862
不動產、廠房設備	24,471	37,267	43,107	43,013	42,913
<b>負債總計</b>	<b>15,866</b>	<b>28,028</b>	<b>22,530</b>	<b>22,359</b>	<b>22,911</b>
流動負債	10,516	13,689	9,100	9,000	9,100
應付帳款及票據	3,658	5,320	3,062	3,100	3,110
非流動負債	5,350	14,339	13,429	13,321	13,763
<b>權益總計</b>	<b>40,479</b>	<b>53,723</b>	<b>47,908</b>	<b>48,784</b>	<b>49,865</b>
普通股股本	<b>6,462</b>	<b>6,462</b>	<b>6,462</b>	<b>6,462</b>	<b>6,462</b>
保留盈餘	16,753	29,897	24,433	25,309	26,391
母公司業主權益	40,479	53,723	47,908	48,783	49,865
<b>負債及權益總計</b>	<b>56,345</b>	<b>81,750</b>	<b>70,437</b>	<b>71,143</b>	<b>72,777</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	52,228	64,647	42,253	32,410	37,271
營業成本	37,346	38,779	34,075	30,904	31,432
<b>營業毛利淨額</b>	14,883	25,868	8,177	1,506	5,840
營業費用	2,012	2,293	1,847	1,612	1,752
<b>營業利益</b>	12,871	23,575	6,330	-106	4,088
<b>EBITDA</b>	16,715	29,592	12,695	6,695	10,228
業外收入及支出	224	1,650	450	1,181	495
稅前純益	13,095	25,362	7,107	1,075	4,583
所得稅	2,514	5,946	1,290	199	917
稅後純益	10,582	19,416	5,817	876	3,666
稅後 EPS(元)	16.38	30.05	9.00	1.36	5.67
完全稀釋 EPS**	16.38	30.05	9.00	1.36	5.67

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 64.62【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 64.62 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	35.61%	23.78%	-34.64%	-23.29%	15.00%
營業毛利淨額	158.75%	73.81%	-68.39%	-81.58%	287.79%
營業利益	213.34%	83.17%	-73.15%	N.A	N.A
稅後純益	188.65%	83.49%	-70.04%	-84.94%	318.64%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	28.50%	40.01%	19.35%	4.65%	15.67%
EBITDA(%)	32.00%	45.77%	30.05%	20.66%	27.44%
營益率	24.64%	36.47%	14.98%	-0.33%	10.97%
稅後純益率	20.26%	30.03%	13.77%	2.70%	9.84%
總資產報酬率	18.78%	23.75%	8.26%	1.23%	5.04%
股東權益報酬率	26.14%	36.14%	12.14%	1.80%	7.35%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	28.16%	34.28%	31.99%	31.43%	31.48%
負債/淨值比(%)	39.20%	52.17%	47.03%	45.83%	45.95%
流動比率(%)	286.94%	301.79%	268.93%	272.22%	272.53%

## 其他比率分析

存貨天數	50.51	52.48	51.95	46.63	47.03
應收帳款天數	70.66	73.27	94.12	77.69	67.62

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	15,929	32,307	16,513	6,551	10,542
稅前純益	13,095	25,362	7,107	1,075	4,583
折舊及攤銷	3,634	4,344	5,896	5,874	5,867
營運資金變動	-2,325	-2,625	7,644	-68	-100
其他營運現金	1,525	5,226	-4,134	-331	192
<b>投資活動現金</b>	-5,391	-16,869	-12,251	-12,941	-14,009
資本支出淨額	-8,421	-16,896	-11,749	-12,000	-12,500
長期投資變動	0	0	-277	-300	-320
其他投資現金	3,030	27	-225	-641	-1,189
<b>籌資活動現金</b>	-2,892	-8,665	-11,811	6,118	3,759
長借/公司債變動	60	-725	0	-107	441
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,197	-6,462	-11,631	0	-2,585
其他籌資現金	-755	-1,479	-180	6,226	5,902
<b>淨現金流量</b>	7,621	6,850	-7,714	-273	292
<b>期初現金</b>	5,573	13,194	20,044	12,330	12,057
<b>期末現金</b>	13,194	20,044	12,330	12,057	12,349

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 18 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	10,134	10,227	9,311	7,101	8,121	9,192	7,997	8,618	9,018	9,618	10,018	9,816
營業成本	8,211	8,706	8,295	7,481	7,937	8,273	7,213	7,368	7,683	7,925	8,455	8,353
營業毛利淨額	1,922	1,521	1,016	-380	183	919	784	1,250	1,335	1,693	1,563	1,463
營業費用	478	490	326	414	390	432	376	405	424	452	471	461
營業利益	1,444	1,031	690	-794	-207	487	408	845	911	1,241	1,092	1,001
業外收入及支出	529	412	-148	553	387	120	122	120	124	121	130	120
稅前純益	1,973	1,443	543	-241	180	607	530	965	1,035	1,362	1,222	1,121
所得稅	400	367	-301	-89	61	121	106	193	207	272	244	224
稅後純益	1,573	1,076	843	-152	119	486	424	772	828	1,089	978	897
最新股本	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462
稅後EPS(元)	2.43	1.66	1.30	-0.24	0.18	0.75	0.66	1.19	1.28	1.69	1.51	1.39
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	18.97%	14.87%	10.91%	-5.36%	2.26%	10.00%	9.80%	14.50%	14.80%	17.60%	15.60%	14.90%
營業利益率(%)	14.25%	10.08%	7.41%	-11.18%	-2.55%	5.30%	5.10%	9.80%	10.10%	12.90%	10.90%	10.20%
稅後純益率(%)	15.52%	10.52%	9.06%	-2.15%	1.46%	5.28%	5.30%	8.95%	9.18%	11.33%	9.76%	9.14%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-19.45%	0.93%	-8.96%	-23.74%	14.37%	13.19%	-13.00%	7.76%	4.64%	6.65%	4.16%	-2.02%
營業利益	-54.37%	-28.63%	-33.05%	N.A	N.A	N.A	-16.28%	107.08%	7.84%	36.22%	-11.99%	-8.31%
稅前純益	-37.34%	-26.86%	-62.40%	N.A	N.A	238.03%	-12.74%	82.04%	7.28%	31.59%	-10.26%	-8.25%
稅後純益	-32.37%	-31.60%	-21.61%	N.A	N.A	309.57%	-12.74%	82.04%	7.28%	31.59%	-10.26%	-8.25%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	-33.27%	-40.52%	-47.41%	-43.56%	-19.86%	-10.12%	-14.11%	21.37%	11.05%	4.63%	25.27%	13.90%
營業利益	-73.17%	-84.01%	-90.09%	N.A	N.A	-52.73%	-40.90%	N.A	N.A	154.68%	167.74%	18.55%
稅前純益	-67.54%	-80.62%	-91.81%	N.A	-90.90%	-57.92%	-2.33%	N.A	476.10%	124.27%	130.62%	16.24%
稅後純益	-67.67%	-80.50%	-83.63%	N.A	-92.46%	-54.84%	-49.73%	N.A	598.03%	124.27%	130.62%	16.24%

註1：稅後EPS以股本64.62億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。