



研究報告

南茂(8150.TT)

逢低買進(維持)

TP：39

終端需求復甦動能不明朗，保守看待明年營運復甦動能

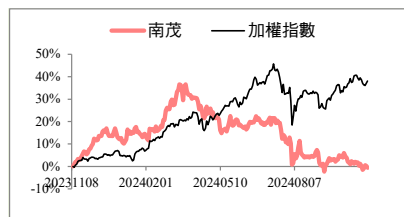
核心觀點

終端需求平淡，年底客戶庫存調整導致24Q4營收逐步轉淡，且明年終端市況不明朗，預估今年稅後EPS 1.89/2.45元，考量公司步入淡季不利短期營運，故維持「逢低買進」。

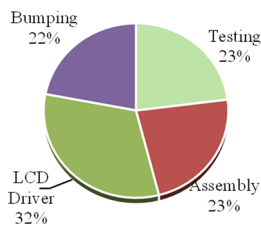
交易資料

收盤價	35.65
市值(億元)	259.20
流通在外股數(百萬股)	727.24
本益比(2025F)	14.56
股價淨值比	0.99
240日股價(低/均/高)	34.35/42.08/52.8
60日均成交額(百萬元)	100.78

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023排名	2022排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
------	--------	--------	------	------	------	------	------

資料來源：天下雜誌

2023年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	6%至20%
項目二	評鑑結果排名
市值100億元以上之電子類	11%至20%

資料來源：證基會

研究員：陳泳如

kate401124-71795@esunsec.com.tw

重要訊息

公司舉辦24Q3法說會，說明營運概況。

玉山觀點

24Q3獲利低於預期。24Q3營收季增4.5%至60.7億元，毛利率13.9%，稅後EPS 0.41元為近6季新低，獲利低於預期，主因在於：(1)終端需求平淡、Nand Flash客戶調整庫存拖累公司稼動率季減2%至67%，加上夏季電價延續、金價上漲導致成本維持高檔，使毛利率低於預期；(2)業外虧損主要係淨外幣兌換損失、待出售非流動資產利益季減、金融資產淨利益減少。

終端需求平淡、客戶年底調整庫存使24Q4營收面臨衰退。展望24Q4，因：(1)終端消費不振，導致DRAM訂單動能持平、Nand Flash小幅季減，Nor Flash需求則因客戶季節性調整庫存而面臨修正；(2)DDIC備貨高峰已過，導致LDDI、中小型DDI與OLED DDI等均邁入淡季。預估營收季減6%至57億元，毛利率恐進一步下滑至12.6%，反映稼動率略微下滑、電價調漲、金價維持高檔等不利因素，稅後EPS 0.26元。

終端需求復甦動能不明朗，下修明年獲利預估。展望2025年，我們觀察當前半導體庫存去化已告一段落，惟終端需求復甦動能不明，加上中國晶圓廠積極擴充DDIC產能，使當地封測廠加大相關產能，恐致中低階產品價格競爭延續，使公司持續優化產品組合，包含：(1)今年購置高階測試機台用於測試TDDI、OLED DDI、高解析度TV等，以此增加高階產品比重；(2)銀合金凸塊解決方案目前已獲中小型DDI認證，除具備低成本優勢有利成本結構改善外，更可應用於RDL、TSV等協助公司拓展新業務。惟我們考量終端市況不明不利於明年復甦動能，故仍保守看待明年營運表現。

投資建議

終端需求平淡，年底客戶庫存調整導致24Q4營收逐步轉淡，且明年終端市況不明朗，故審慎看待明年營運表現，預估今年稅後EPS 1.89/2.45元，目前評價處於近期合理區間(10~17倍)之中緣，但考量公司步入淡季不利短期營運，故維持「逢低買進」之投資評等，目標價39元(16倍PER*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	5,419	5,810	6,068	5,703	22,999	24,578
YoY	17.7%	6.7%	8.7%	-0.4%	7.7%	6.9%
毛利率	14.2%	14.0%	13.9%	12.6%	13.7%	15.1%
營益率	6.7%	6.4%	6.9%	5.2%	6.3%	7.7%
稅後淨利	438	451	299	188	1,376	1,780
EPS(元)	0.60	0.62	0.41	0.26	1.89	2.45

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4
營收	6,068	5,703	6,068	5,882	0.01	(3.04)
毛利	843	720	869	839	(2.90)	(14.19)
營業利益	420	295	411	379	2.36	(22.16)
稅前淨利	355	222	546	306	(34.94)	(27.44)
稅後淨利	299	188	447	250	(33.08)	(24.77)
每股盈餘(元)	0.41	0.26	0.62	0.34	(33.08)	(24.77)
財務比率(%)						
毛利率	13.90	12.63	14.32	14.27	(2.91)	(11.49)
營益率	6.93	5.18	6.77	6.45	2.35	(19.72)
淨利率	5.85	3.90	8.99	5.21	(34.94)	(25.17)

資料來源：玉山投顧(2024/11)

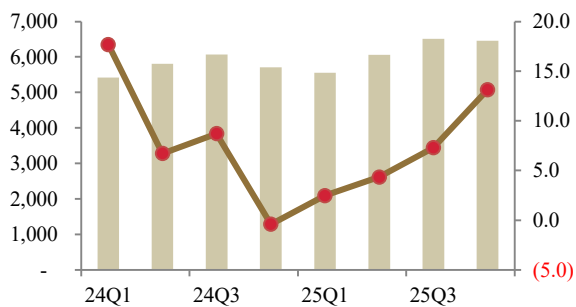
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	5,419	5,810	6,068	5,703	22,999	5,553	6,062	6,511	6,452	24,578
營業毛利	771	815	843	720	3,150	637	866	1,123	1,091	3,717
營業費用	430	460	449	425	1,763	437	445	477	466	1,825
營業利益	363	374	420	295	1,452	200	421	646	625	1,892
淨業外收支	156	128	(65)	(73)	146	117	117	73	(43)	264
稅前淨利	519	501	355	222	1,598	317	538	719	582	2,156
稅後淨利	438	451	299	188	1,376	270	446	590	475	1,780
EPS(元)	0.60	0.62	0.41	0.26	1.89	0.37	0.61	0.81	0.65	2.45
財務比率										
毛利率	14.22	14.03	13.90	12.63	13.69	11.47	14.28	17.25	16.91	15.12
營業利益率	6.70	6.44	6.93	5.18	6.32	3.60	6.94	9.93	9.69	7.70
稅前淨利率	9.58	8.63	5.85	3.90	6.95	5.71	8.87	11.05	9.02	8.77
YoY(%)										
營業收入	17.67	6.71	8.72	(0.40)	7.69	2.48	4.35	7.30	13.14	6.87
營業毛利	35.24	(13.32)	(5.14)	(37.37)	(11.27)	(17.33)	6.16	33.18	51.51	18.02
營業利益	95.76	(28.29)	(13.72)	(58.68)	(23.89)	(44.91)	12.48	53.76	111.77	30.26
稅前淨利	126.86	(32.58)	(50.56)	(61.52)	(29.55)	(38.91)	7.20	102.61	161.98	34.94
稅後淨利	116.4	(28.31)	(48.43)	(61.04)	(27.35)	(38.41)	(0.98)	97.00	152.68	29.41
QoQ(%)										
營業收入	(5.36)	7.21	4.45	(6.02)		(2.62)	9.17	7.40	(0.91)	
營業毛利	(33.00)	5.81	3.45	(14.60)		(11.56)	35.88	29.78	(2.85)	
營業利益	(49.19)	2.99	12.42	(29.76)		(32.27)	110.29	53.68	(3.25)	
稅前淨利	(10.08)	(3.44)	(29.20)	(37.40)		42.73	69.45	33.81	(19.05)	
稅後淨利	(9.17)	2.92	(33.55)	(37.27)		43.58	65.46	32.20	(19.54)	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

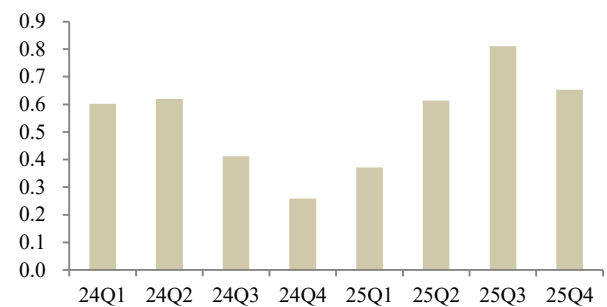
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



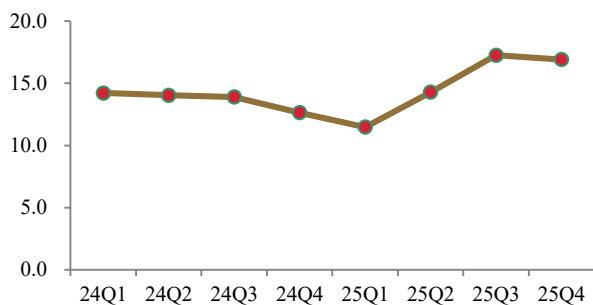
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



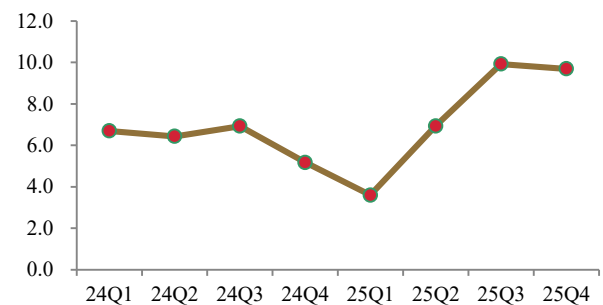
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



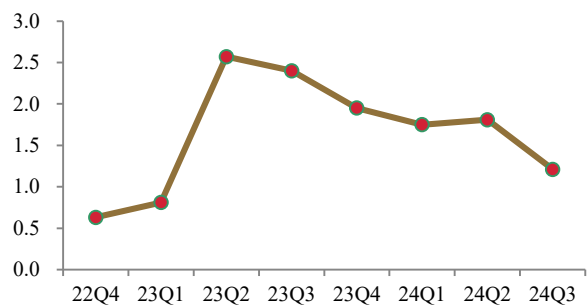
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



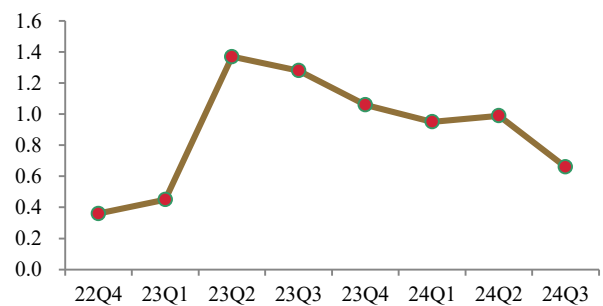
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/11)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	23,517	21,356	22,999	24,578
營業成本	18,605	17,807	19,849	20,861
營業毛利	4,912	3,549	3,150	3,717
營業費用	1,825	1,727	1,763	1,825
營業利益	3,217	1,908	1,452	1,892
營業外收支淨額	811	360	146	264
稅前淨利	4,028	2,268	1,598	2,156
稅後淨利	3,372	1,893	1,376	1,780
普通股股本	7,272	7,272	7,272	7,272
EPS(元)	4.64	2.60	1.89	2.45
年成長率				
營收	-14.2%	-9.2%	-2.2%	6.9%
營業利益	-42.2%	-40.7%	-54.8%	30.3%
稅前淨利	-33.3%	-43.7%	-60.3%	34.9%
母公司稅後淨利	-33.3%	-43.8%	-59.2%	29.4%
獲利能力比率				
毛利率	20.9%	16.6%	13.7%	15.1%
營業利益率	13.7%	8.9%	6.3%	7.7%
稅前淨利率	17.1%	10.6%	6.9%	8.8%
稅後淨利率	14.3%	8.9%	6.0%	7.2%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	18,352	25,161	25,984	26,926
現金及約當現金	9,897	12,354	12,532	12,854
存貨	3,210	2,569	2,766	2,956
應收帳款及票據	4,382	5,326	5,736	6,130
其他流動資產	864	4,912	4,950	4,986
長期投資	4,353	291	300	315
固定資產	20,446	19,140	19,128	18,356
其他長期資產	1,800	1,579	1,662	1,692
資產總額	44,943	46,160	47,066	47,281
流動負債	6,329	7,353	7,528	7,636
應付帳款及票據	561	785	846	904
短期借款	0	0	0	0
什項負債	5,768	6,568	6,682	6,732
非流動負債	13,802	13,954	14,105	13,523
負債總額	20,131	21,307	21,633	21,159
普通股股本	7,272	7,272	7,272	7,272
資本公積	6,065	6,065	6,065	6,065
保留盈餘	11,234	11,463	11,809	12,499
股東權益總額	24,812	24,854	25,433	26,122

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	4,028	2,268	1,598	2,156
折舊及攤提費用	4,634	4,752	4,841	5,073
本期營運資金變動	-1,618	1,363	547	526
其他項目	-1,732	-1,526	-344	-368
營運活動之現金流量	8,616	6,607	6,642	7,387
資本支出	-5,882	-4,699	-4,830	-4,301
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	820	1,609	1,981	-872
投資活動之現金流量	-5,062	-3,090	-2,849	-5,174
短期借款及票券變動	-732	0	0	0
舉措/償還長期借款	4,514	907	152	-582
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-3,127	-1,673	-1,309	-1,309
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	417	-1,059	-1,158	-1,892
匯率影響數	19	-1	0	0
本期現金流量	3,990	2,457	2,635	322
期末現金及約當現金	9,897	12,354	12,532	12,854

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	44.8%	46.2%	46.0%	44.8%
槓桿比率	81.1%	85.7%	85.1%	81.0%
流動比率	290.0%	342.2%	345.2%	352.6%
速動比率	239.2%	307.2%	308.4%	313.9%
存貨週轉率(次)	5.80	6.16	6.65	6.77
存貨週轉天數	62.09	58.42	54.17	53.21
應收帳款週轉率(次)	4.38	4.40	3.81	4.68
應收帳款週轉天數	82.10	81.82	94.55	76.98
總資產週轉率(次)	0.52	0.46	0.49	0.52
淨值週轉率(次)	0.95	0.86	0.90	0.94
股東權益報酬率	13.7%	7.6%	5.5%	7.0%
總資產報酬率	7.7%	4.2%	3.1%	3.9%
OCF/流動負債	136.1%	89.9%	88.2%	96.7%
每股比率				
每股淨值(元)	34.12	34.18	34.97	35.92
每股營收(元)	32.34	29.37	31.63	33.80
每股盈餘(元)	4.64	2.60	1.89	2.45
每股現金股利(元)	2.30	1.80	1.10	1.50
現金股利配發率	49.6%	69.1%	58.2%	61.3%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法