

南電(8046)

HOLD

□台灣 50 ■中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 洪浚哲 Charles Hung
charles1980@masterlink.com.tw

評等

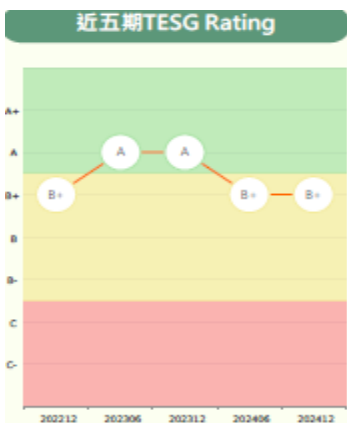
日期: 2025/1/3
目前收盤價 (NT\$): 133.0
目標價 (NT\$): 125
52 週最高最低(NT\$): 105-230.5
加權指數: 22832.06

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 6,462
市值 (NT\$/mn): 85,940
市值 (US\$/mn): 2,865
20 日平均成交量(仟股): 2,996
PER (2025): 22.95
PBR (2025): 2.91
外資持股比率: 9.15
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	17.2	-5.7	-25.5
加權指數報酬率	0.4	2.0	-0.2

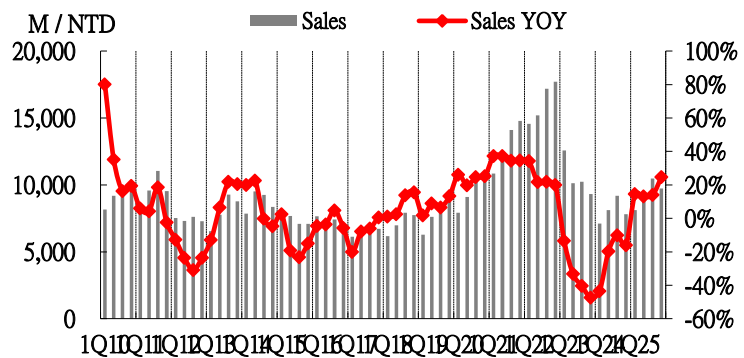
2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	125	155
營業收入 (NT\$/mn)	37,510	37,580
毛利率 (%)	15.54	15.56
營益率 (%)	11.25	11.28
EPS (NT\$)	5.80	5.80
BVPS(NT\$)	69.9	69.9



2025 目標雙位數成長，惟評價未低估

- 4Q 淡季影響營收預估 78 億元，QoQ-15%，因利用率下滑，預估毛利率 5%，預估稅後 EPS 0.13 元。1Q25 預期有機會季增，預估營收 81 億元，QoQ4%，因利用率回升與組合略改善下，預估毛利率 13%，預估稅後 EPS 0.47 元。目前預期 2025 雙位數成長。
- 長期 ABF 需求之成長來自高速運算與生成式 AI、先進科技等載板尺寸放大仍消耗較高產能。未來持續聚焦於高層、大尺寸及細線路產品，佈局於 4 奈米繪圖晶片、800G 交換器、AI 伺服器 GPU 等應用，並開發內埋被動元件、雷射槽孔加工等技術以提早布局未來 3 奈米市場，包含 CoWoS 等封裝與玻璃基板。
- 2025 回升：ABF 2024 受客戶專注發展 AI，網通設備預算減少持續庫存調整需求疲弱，而 PC 需求持平未明顯回溫%，預估 2024 稅後 EPS0.16 元。目前預期 2H 起網通回升，2025 預期雙位數成長，預估 2025 年營收 375 億元，YoY16%，因 ASP 與利用率回升，預估毛利率 15%，預估 2025 稅後 EPS 5.8 元。目前 ABF 谷底已屆開始有回升，在新一波 AI、HPC 與中系大尺寸需求成長下營運預期回升，惟回補力道與持續度仍待觀察，供需現仍難重新回到吃緊，目前評價合理，因此投資建議中立，目標價 125 元(20x 2025 PER)。

Exhibit 1: 營收 YOY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources : Masterlink

南電為全球前五大 PCB 廠

南電為全球前五大印刷電路板廠，產品包括載板(約 80-90%)及一般電路板(約 10-15%)，下游應用別營收比重分別為 PC 相關 20-25%、網通 40-50%、消費性電子 10-15%、汽車 5-10%及其他 5-10%。主要客戶涵蓋國際一線之晶片廠及品牌廠等。

產品組合變化預估

產品	佔比(F)	YoY	毛利率
PC	18%	0~10%	20~40%
網通	45%	0~10%	20~40%
消費性電子	13%	0~10%	5~15%
車用及其他	24%	0~10%	5~15%

Source: : Company Data、Masterlink

1Q25 年增

4Q 淡季影響營收預估 78 億元，QoQ-15%，因利用率下滑，預估毛利率 5%，預估稅後 EPS 0.13 元。1Q25 預期有機會季增，預估營收 81 億元，QoQ4%，因利用率回升與組合略改善下，預估毛利率 13%，預估稅後 EPS 0.47 元。目前預期 2025 雙位數成長。

ABF 谷底回升，開發新製程技術

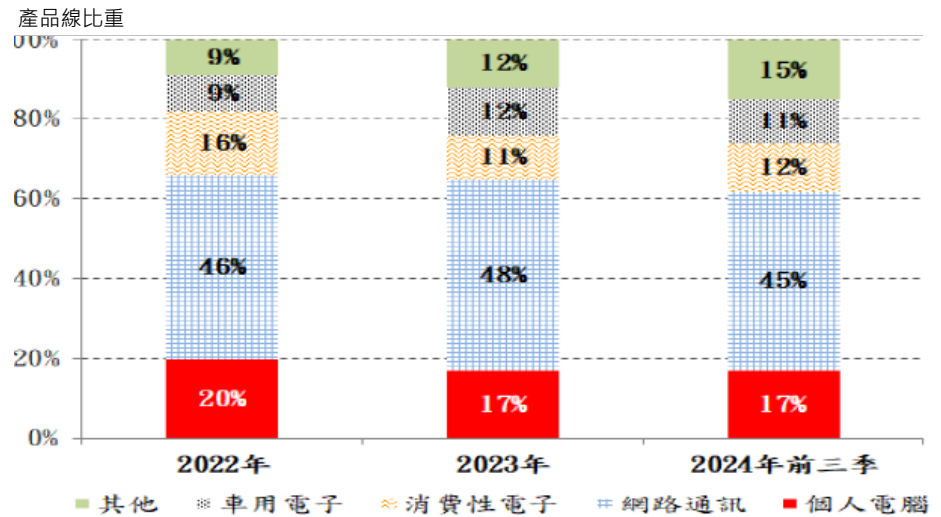
載板 PC 部分主要供貨美系一線晶片大廠；網通產品包括手機、基地台、Switch、Router 等產品。ABF 2021、2022 價漲雙位數，2023 走跌，2H23 一度止穩，惟 1Q24 車用競爭跌價較多，目前價格持穩。長期 ABF 需求之成長來自 AI、5G、HPC、網通等高階應用趨勢之發展，高速運算與生成式 AI、先進科技等載板尺寸放大仍消耗較高產能。未來持續聚焦於高層、大尺寸及細線路產品，佈局於 4 奈米繪圖晶片、800G 交換器、AI 伺服器 GPU 等應用，並開發內埋被動元件、雷射槽孔加工等技術以提早布局未來 3 奈米市場，包含 CoWoS 等封裝與玻璃基板。目前 AI 主於 ASIC 相關，美系 AI 2H24 預期方有相關應用切入。

BT 持續增加整合應用

BT 部分手持相關應用相對高，SiP、AiP 將為主要成長，未來將持續增加異質跨界整合 SiP，2023 年已量產 5G 手機中介板等，將量產 5G 基地台與光通訊收發模組。2H 預期為美系消費相關應用回溫，SiP 旺季增溫。PCB 部分將量產 AI 伺服器顯示卡、AI 伺服器顯示卡與加速卡、網通卡等。車用部分目前主要供應歐美大廠出貨產品廣泛，涵蓋資訊/影音、引擎控制、安全性、動力控制等，逐年增長，原傳統 PCB 未來將開始升級至 HDI。

擴產暫告一段落

ABF 載板產能 2021 增約 20%，2022 增加 10-20%。2023 底總產能達 50m 較 2020 增加 60%。BT 部分已擴增因應高階整合需求，昆山廠 SiP 2022 年已貢獻。資本支出預期將低於 2023 年，而東南亞設廠計畫仍在審議中。



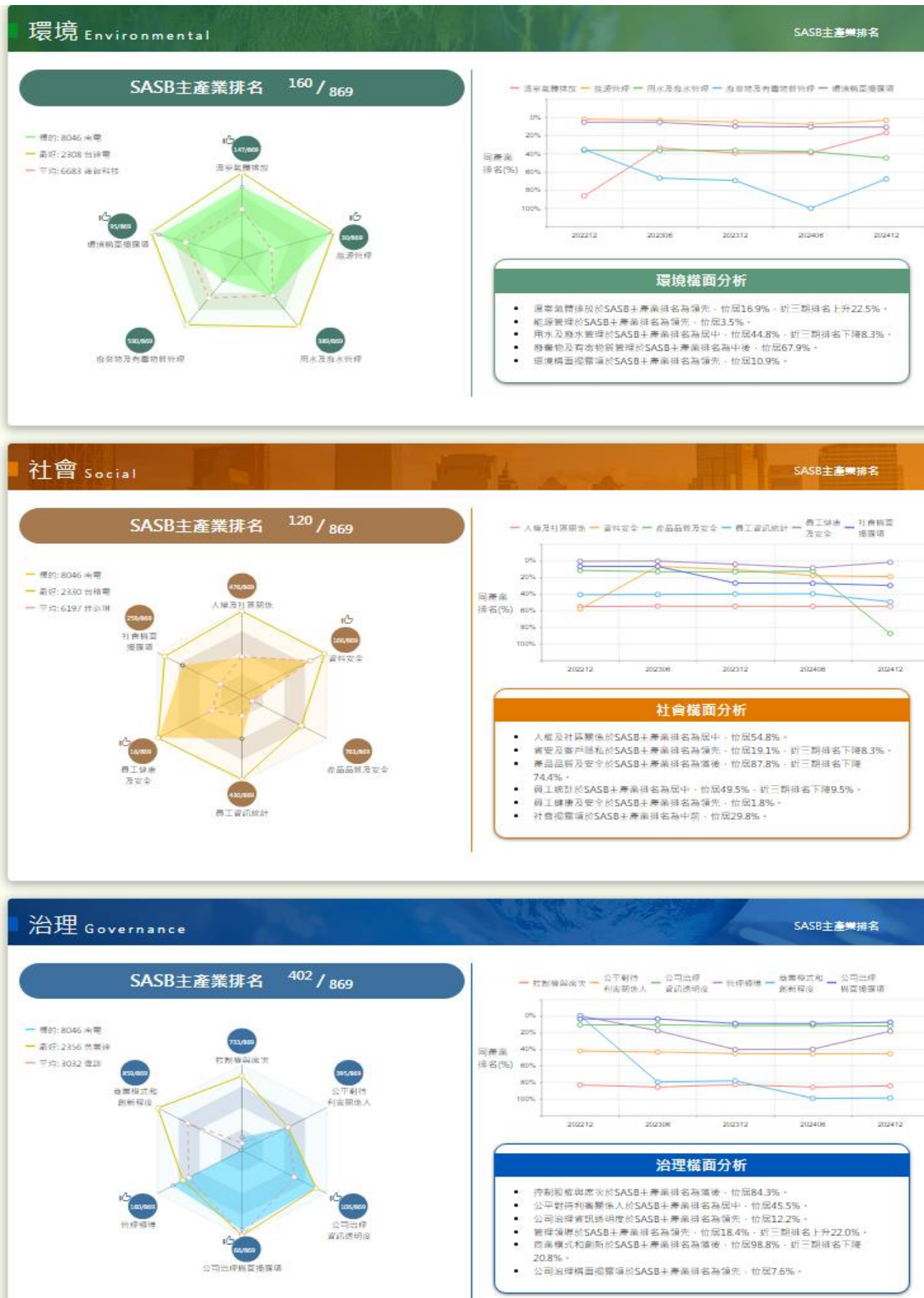
2025 將回升，力道持續度仍待觀察

ABF 2024 受客戶專注發展 AI，網通設備預算減少持續庫存調整需求疲弱，而 PC 需求持平未明顯回溫%，預估 2024 稅後 EPS0.16 元。目前預期 2H 起網通回升，2025 預期雙位數成長，預估 2025 年營收 375 億元，YoY16%，因 ASP 與利用率回升，預估毛利率 15%，預估 2025 稅後 EPS5.8 元。目前 ABF 谷底已屆開始有回升，在新一波 AI、HPC 與中系大尺寸需求成長下營運預期回升，惟回補力道與持續度仍待觀察，供需現仍難重新回到吃緊，目前評價合理，因此投資建議中立，目標價 125 元(20x 2025 PER)。

風險提示

營收可能因主要客戶拉貨狀況，以及毛利率視利用率產品組合狀況可能異動

TESG 企業永續指標(分項指標)



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	64,647	42,253	32,226	37,510	
COGS	38,779	34,075	31,495	31,681	
Gross profit	25,868	8,177	731	5,829	
Operating expense	2,293	1,847	1,597	1,611	
Operating profit	23,575	6,330	-865	4,218	
Total non-operate. Inc.	1,787	777	982	600	
Pre-tax profit	25,362	7,107	116	4,818	
Total Net profit	19,416	5,817	110	3,683	
Minority	0	0	0	0	
Net Profit	19,416	5,817	110	3,683	
EPS (NT\$)	30.05	9.09	0.16	5.80	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	23.8	(34.6)	(23.7)	16.4	
Gross profit	62.8	(68.4)	(91.1)	697.0	
Operating profit	69.9	(73.1)	(113.7)	(587.6)	
Pre-tax profit	65.6	(72.0)	(98.4)	4,038.2	
Net profit	51.6	(70.0)	(98.1)	3,234.6	
EPS	83.6	(69.7)	(98.2)	3,426.2	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	40.0	19.4	2.3	15.5	
Operating	36.5	15.0	(2.7)	11.2	
EBITDA	44.7	25.8	12.8	23.9	
Pre-tax	39.2	16.8	0.4	12.8	
Net	30.0	13.8	0.3	9.8	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	8,126	9,182	10,467	9,735
Gross profit	650	1,194	2,073	1,913
Operating profit	251	787	1,666	1,514
Total non-ope inc.	150	150	200	100
Pre-tax profit	401	937	1,866	1,614
Net profit	301	703	1,437	1,243
EPS	0.47	1.11	2.26	1.96
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	14.4	13.1	13.9	24.6
Gross profit	NA	550.5	285.4	389.7
Operating profit	NA	NA	1,233.1	13,792.9
Net profit	NA	492.5	2,339.6	1,355.6
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	4.0	13.0	14.0	(7.0)
Gross profit	66.4	83.6	73.6	(7.7)
Operating profit	2,205.6	213.1	111.7	(9.1)
Net profit	252.5	133.5	104.5	(13.5)
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	8.0	13.0	19.8	19.7
Operating	3.1	8.6	15.9	15.6
Net	3.7	7.7	13.7	12.8

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	20,044	12,330	7,780	11,861	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	9,160	8,964	9,989	10,438	
Inventory	4,989	5,293	5,325	5,300	
Others	-10,936	-3,440	3,606	-354	
Total current asset	23,256	23,148	26,700	27,245	
Long-term invest.	487	502	480	489	
Total fixed assets	19,710	20,625	21,483	22,943	
Total other assets	1,102	814	1,081	1,062	
Total assets	44,556	45,089	49,743	51,739	
Short-term Borrow	1,805	1,495	1,726	1,138	
A/P & N/P	3,721	3,549	3,362	3,714	
Other current liab.	2,555	2,064	5,846	4,883	
Total current liab.	8,082	7,108	10,933	9,736	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	3,860	3,882	3,942	4,104	
Total liability.	12,194	11,196	15,784	14,714	
Common stocks	6,462	6,462	6,462	6,462	
Reserves	0	0	0	0	
Retain earnings	7,775	9,306	9,371	12,438	
Total Equity	32,363	33,893	33,958	37,025	
Total Liab. & Equity	44,556	45,089	49,743	51,739	

Consolidated Statement of Cash flow				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	19,416	5,817	110	3,683
Dep & Amort	3,756	3,939	4,140	4,336
Investment income	-332	-43	3	-26
Changes in W/C	-40	580	471	678
Other adjustment	12,593	9,519	0	1
Cash flow – ope.	35,392	19,812	4,725	8,672
Capex	-7,341	-8,421	-5,895	-4,126
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	-9,528	-3,830	-588	-412
Cash flow – inve.	-16,869	-12,251	-6,483	-4,538
Free cash flow	28,051	11,391	-1,170	4,546
Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0
Cash dividend	-5,634	-8,543	-2,792	-53
Other adjustment	-3,031	-3,269	0	0
Cash flow – Fin.	-8,665	-11,811	-2,792	-53
Exchange influence	0	0	0	0
Change in Cash	6,850	-7,714	-4,550	4,081
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
ROA	45.22	12.98	0.23	7.26
ROE	61.27	17.56	0.33	10.38

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

©2025 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.