

2024 年 12 月 25 日

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 120.00 元

目標價

3 個月 123.00 元

12 個月 123.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

10/18/2024 Trading Buy 136.5

南電(8046 TT)

Neutral

公司釋出正向展望，仍須密切關注 ABF 價格競爭。

投資建議：考量 ABF 市場仍有供過於求之壓力，且南電近年毛利率波動大，此次法說會公司亦未對毛利率釋出較為具體之看法，未有亮點，故研究部依據近 5 年南電本平均本淨比區間，暫給予中性本淨比評價，目標價調降至 123 元(2025 BVPS X 1.7 PBR)，投資建議調降為 Neutral。

3Q24 本業轉盈，惟整體獲利不如預期：3Q24 營收 91.9 億元，QoQ+13.2%/YoY-10.1%，毛利率 5.85%，QoQ+3.59ppt，主要是稼動率提升，帶動本業轉盈，惟業外由 2Q24 的業外收入 3.87 億元，轉為業外支出 5763 萬元，使稅後純益 5889 萬元，QoQ-50.3%/YOY-95.3%，EPS 0.09 元，不如預期。

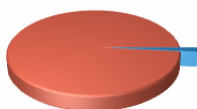
4Q24 季底出現加班現象，贊助營運：10/2024 營收 26.16 億元，MoM-11.8%/YoY-27.3%，11/2024 營收 25.77 億元，MoM-1.4%/YoY-15.1%，公司看見自 11/2024 開始，受惠 HPC 訂單，工廠加班狀況增加，ASP 有望好轉，惟整體 ABF 載板稼動率仍未明顯拉升，故預估 4Q24 營收 80 億元，QoQ-13%/YoY-14.1%，毛利率 4%，稅後純益 4000 萬元，QoQ-32.1%/YoY-95.2%，EPS 0.06 元。整體 2024 年營收預估為 324.1 億元，YoY-23.3%，毛利率 2.04%，稅後純益 6506 萬元，YoY-98.8%，EPS 0.09 元。

2025 展望正向，惟仍須留意 ABF 供需狀況：展望 2025 年，公司給出營收可望年增雙位數之看法，主要來自 ABF 載板 HPC、網通產品訂單增加，另外 BT 載板與 PCB 板之 AI PC、AI 手機相關訂單，可望對標 AI 產品市場滲透率成長，毛利率則可望隨著高階產品占比提高、稼動率回溫而拉升，惟研究部認為，ABF 市況調整比原先預估還久，估需迨至 2H25 方有望供需平衡，廠商陷入價格競爭壓力時日拉長，故研究部下調毛利率預期，預估 2025 營收 369.5 億元，YoY+14%，毛利率 9.44%，稅後純益 17.98 億元，EPS 2.78 元，BVPS 72.59 元。

公司基本資訊

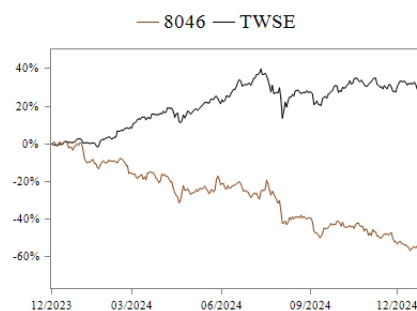
目前股本(百萬元)	6,462
市值(億元)	775
目前每股淨值(元)	69.74
外資持股比(%)	5.10
投信持股比(%)	0.74
董監持股比(%)	66.97
融資餘額(張)	9,269
現金股息配發率(%)	61.11

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

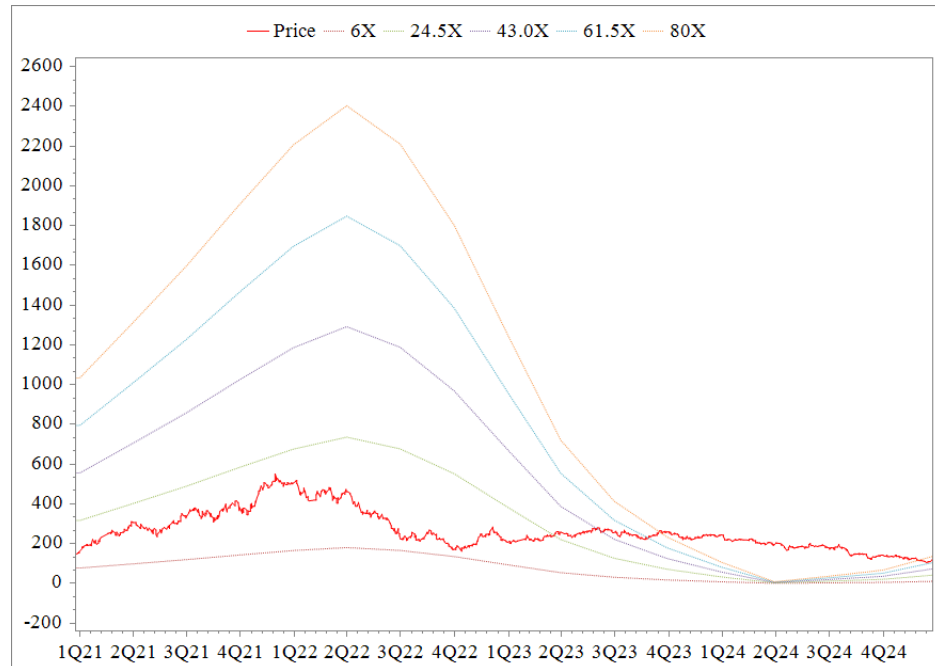


(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	32,414	37,452	42,294	10,227	9,311	7,101	8,121	9,192	8,001	8,238	8,738	10,038
營業毛利淨額	661	3,488	5,233	1,521	1,016	-380	183	538	320	371	760	1,104
營業利益	-948	1,754	3,394	1,031	690	-794	-207	125	-72	-33	341	652
稅後純益	65	1,799	3,112	1,076	843	-152	119	59	40	70	372	619
稅後 EPS(元)	0.10	2.78	4.82	1.66	1.30	-0.24	0.18	0.09	0.06	0.11	0.58	0.96
毛利率(%)	2.04%	9.31%	12.37%	14.87%	10.91%	-5.36%	2.26%	5.85%	4.00%	4.50%	8.70%	11.00%
營業利益率(%)	-2.92%	4.68%	8.03%	10.08%	7.41%	-11.18%	-2.55%	1.36%	-0.90%	-0.40%	3.90%	6.50%
稅後純益率(%)	0.20%	4.80%	7.36%	10.52%	9.06%	-2.15%	1.46%	0.64%	0.50%	0.85%	4.26%	6.16%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-23.29%	15.54%	12.93%	0.93%	-8.96%	-23.74%	14.37%	13.19%	-12.96%	2.97%	6.07%	14.88%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-98.88%	2,664.75%	72.97%	-31.60%	-21.61%	N.A	N.A	-50.34%	-32.08%	74.11%	433.93%	66.42%

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 12 月 25 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 12 月 25 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	81,750	70,437	68,228	68,847	69,952
流動資產	41,310	24,474	21,000	22,582	22,206
現金及約當現金	20,044	12,330	10,335	11,255	11,000
應收帳款與票據	14,893	6,898	6,500	6,575	6,215
存貨	5,803	3,896	3,700	3,710	3,720
採權益法之投資	514	487	343	349	772
不動產、廠房設備	37,267	43,107	45,213	44,213	43,213
負債總計	28,028	22,530	20,255	20,496	20,881
流動負債	13,689	9,100	7,000	7,698	7,724
應付帳款及票據	5,320	3,062	1,800	1,870	1,900
非流動負債	14,339	13,429	14,517	13,990	14,319
權益總計	53,723	47,908	47,973	48,350	49,071
普通股股本	6,462	6,462	6,462	6,462	6,462
保留盈餘	29,897	24,433	24,498	24,876	25,596
母公司業主權益	53,723	47,908	47,972	48,350	49,070
負債及權益總計	81,750	70,437	68,228	68,847	69,952

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	64,647	42,253	32,414	37,452	42,294
營業成本	38,779	34,075	31,753	33,964	37,062
營業毛利淨額	25,868	8,177	661	3,488	5,233
營業費用	2,293	1,847	1,609	1,734	1,838
營業利益	23,575	6,330	-948	1,754	3,394
EBITDA	29,592	12,695	5,676	7,944	9,556
業外收入及支出	1,650	450	1,004	495	495
稅前純益	25,362	7,107	56	2,249	3,889
所得稅	5,946	1,290	-10	450	778
稅後純益	19,416	5,817	65	1,799	3,112
稅後 EPS(元)	30.05	9.00	0.10	2.78	4.82
完全稀釋 EPS**	30.05	9.00	0.10	2.78	4.82

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	23.78%	-34.64%	-23.29%	15.54%	12.93%
營業毛利淨額	73.81%	-68.39%	-91.92%	427.80%	50.03%
營業利益	83.17%	-73.15%	N.A	N.A	93.57%
稅後純益	83.49%	-70.04%	-98.88%	2664.75%	72.97%

獲利能力分析(%)

毛利率	40.01%	19.35%	2.04%	9.31%	12.37%
EBITDA(%)	45.77%	30.05%	17.51%	21.21%	22.60%
營益率	36.47%	14.98%	-2.92%	4.68%	8.03%
稅後純益率	30.03%	13.77%	0.20%	4.80%	7.36%
總資產報酬率	23.75%	8.26%	0.10%	2.61%	4.45%
股東權益報酬率	36.14%	12.14%	0.14%	3.72%	6.34%

償債能力檢視

負債比率(%)	34.28%	31.99%	29.69%	29.77%	29.85%
負債/淨值比(%)	52.17%	47.03%	42.22%	42.39%	42.55%
流動比率(%)	301.79%	268.93%	300.00%	293.33%	287.50%

其他比率分析

存貨天數	52.48	51.95	43.66	39.82	36.59
應收帳款天數	73.27	94.12	75.43	63.71	55.19

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	32,307	16,513	5,940	8,517	10,006
稅前純益	25,362	7,107	56	2,249	3,889
折舊及攤銷	4,344	5,896	6,506	6,232	5,969
營運資金變動	-2,625	7,644	-668	-15	380
其他營運現金	5,226	-4,134	47	51	-233
投資活動現金	-16,869	-12,251	-1,602	-2,850	-5,098
資本支出淨額	-16,896	-11,749	-2,000	-2,500	-2,700
長期投資變動	0	-277	-300	-320	-340
其他投資現金	27	-225	698	-30	-2,058
籌資活動現金	-8,665	-11,811	-6,334	-4,747	-5,162
長借/公司債變動	-725	0	1,088	-527	329
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-6,462	-11,631	0	-1,422	-2,391
其他籌資現金	-1,479	-180	-7,422	-2,798	-3,100
淨現金流量	6,850	-7,714	-1,995	920	-254
期初現金	13,194	20,044	12,330	10,335	11,255
期末現金	20,044	12,330	10,335	11,255	11,000

資料來源：CMoney、群益

2024 年 12 月 25 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	10,134	10,227	9,311	7,101	8,121	9,192	8,001	8,238	8,738	10,038	10,438	9,724
營業成本	8,211	8,706	8,295	7,481	7,937	8,654	7,681	7,867	7,978	8,934	9,185	8,654
營業毛利淨額	1,922	1,521	1,016	-380	183	538	320	371	760	1,104	1,253	1,070
營業費用	478	490	326	414	390	413	392	404	419	452	459	438
營業利益	1,444	1,031	690	-794	-207	125	-72	-33	341	652	793	632
業外收入及支出	529	412	-148	553	387	-58	122	120	124	121	130	120
稅前純益	1,973	1,443	543	-241	180	67	50	87	465	773	923	752
所得稅	400	367	-301	-89	61	8	10	17	93	155	185	150
稅後純益	1,573	1,076	843	-152	119	59	40	70	372	619	739	602
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	0.09	0.06	0.11	0.58	0.96	1.14	0.93

獲利能力(%)

毛利率(%)	18.97%	14.87%	10.91%	-5.36%	2.26%	5.85%	4.00%	4.50%	8.70%	11.00%	12.00%	11.00%
營業利益率(%)	14.25%	10.08%	7.41%	-11.18%	-2.55%	1.36%	-0.90%	-0.40%	3.90%	6.50%	7.60%	6.50%
稅後純益率(%)	15.52%	10.52%	9.06%	-2.15%	1.46%	0.64%	0.50%	0.85%	4.26%	6.16%	7.08%	6.19%

QoQ(%)

營業收入淨額	-19.45%	0.93%	-8.96%	-23.74%	14.37%	13.19%	-12.96%	2.97%	6.07%	14.88%	3.98%	-6.84%
營業利益	-54.37%	-28.63%	-33.05%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	91.46%	21.58%	-20.33%
稅前純益	-37.34%	-26.86%	-62.40%	N.A	N.A	-62.52%	-25.74%	74.11%	433.93%	66.42%	19.37%	-18.55%
稅後純益	-32.37%	-31.60%	-21.61%	N.A	N.A	-50.34%	-32.08%	74.11%	433.93%	66.42%	19.37%	-18.55%

YoY(%)

營業收入淨額	-33.27%	-40.52%	-47.41%	-43.56%	-19.86%	-10.12%	-14.07%	16.02%	7.60%	9.20%	30.46%	18.03%
營業利益	-73.17%	-84.01%	-90.09%	N.A	N.A	-87.88%	N.A	N.A	N.A	422.14%	N.A	N.A
稅前純益	-67.54%	-80.62%	-91.81%	N.A	-90.90%	-95.33%	-90.78%	N.A	158.75%	1048.85%	1746.74%	763.93%
稅後純益	-67.67%	-80.50%	-83.63%	N.A	-92.46%	-94.53%	-95.26%	N.A	213.52%	950.70%	1746.74%	763.92%

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。