

## 南亞科 (2408 TT) Nanya Tech

一般型 DRAM 持續庫存調整，本業轉盈仍待 4Q25

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$28.0

收盤價 (2025/01/13) : NT\$25.4  
隱含漲幅 : 10.2%

## 營收組成 (4Q24)

消費性 65%/伺服器 5%/PC 20%/其他 10%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	28	46
2025年營收 (NT\$/十億)	29.5	43.1
2025年EPS	-1.4	0.4

## 交易資料表

市值	NT\$78,700百萬元
外資持股比率	10.6%
董監持股比率	29.3%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$51.26
負債比	19.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	29,892	34,132	29,478	52,100
營業利益	-14,460	-10,555	-8,194	4,821
稅後純益	-7,440	-5,083	-4,419	6,238
EPS (元)	-2.40	-1.64	-1.43	2.01
EPS YoY (%)	--	--	--	--
本益比 (倍)	--	--	--	12.6
股價淨值比 (倍)	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	-4.3	-3.1	-2.8	5.6
現金殖利率 (%)	0	0	0	0
現金股利 (元)	0	0	0	0

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 4Q24 EPS-0.51 元，低於預期之-0.21 元，主因消費性需求疲弱。

◆ 保守看待公司 2025 年營運，預估營收年減 13.6%至 29.5 億元，並將本業由虧轉盈之時間點推遲至 4Q25。

◆ 預期一般型 DRAM 持續進行庫存調整，預估南亞科本業轉盈時間點仍待 4Q25，給予目標 28 元，基於 0.5 倍 2025 目標本淨比。

## 4Q24 本業營收與獲利皆低於預期，主因消費性需求復甦緩慢

4Q24 營收 65.7 億元，季減 19.2%，其中 ASP 季減低十位數，出貨量季減低高個位數，毛利率季減 13.8 個百分點至-10.6%，低於元大/市場預期 22.3/23.8 個百分點。EPS -0.51 元，低於本中心/市場預期之-0.21/-0.41 元。不如預期主因除消費性需求疲弱。

## 1Q25 雖刺激政策推出，惟營運仍具挑戰

管理層展望 1Q25，在區域經濟刺激方案之下(推測意指中國)，出貨量有望微幅改善。本中心認為在傳統淡季以及原廠持續去化庫存下，南亞科 1Q25 ASP 將季減 12%，出貨量季增 4%，營收季減 8%/年減 36%至 60.8 億元，毛利率季減 4.8 個百分點至-15.4%，相較前次下修 31.4 個百分點，EPS -0.68 元，相較前次-0.11 元下修。

## 展望 2025 年，本中心預期本業轉盈時間將延後至 4Q25

管理層展望 2025 年，預估在區域經濟刺激方案帶動之下，1H25 DRAM 市場便有機會觸底，並提及 1) 預估位元出貨量將年增 20+%，2) 全年 Capex NT\$200 億元。本中心認為在原廠一般型記憶體庫存仍高之下，刺激政策之挹注相對有限，並將本業由虧轉盈之時間點推遲至 4Q25。關注重點仍在於 1) 三星 HBM3E 之認證進度(將影響一般型 DDR5 之供給)、2) DDR5 能否拓展 PC 產品外之新應用、3) 與長鑫存儲 DDR5 產品之競爭。預估營收年減 13.6%至 29.5 億元，毛利率年增 6.8 個百分點至 5.6%，EPS -1.43 元。

## 一般型 DRAM 持續庫存調整，維持持有

此次下修 2025 年營收 32%至 29.5 億元，毛利率下修 16.5%至 5.6%，EPS 下修至-1.43 元，並預期 2025 年位元出貨量約年增 16%，較管理層之預估保守，反映前段之三項不確定性。本次下修南亞科目標價至 28 元，基於 2025 年每股淨值 51.2 元與 0.5 倍 2025 本淨比，維持持有評等。

## 4Q24 本業營收/獲利皆低於預期，主因消費性需求復甦不如預期

南亞科 4Q24 營收 65.7 億元，季減 19.2%/年減 24.5%，其中 1) 平均售價(ASP)季減低十位數；2) 位元出貨量(Bit Shipments)季減高個位數。主因消費性需求復甦不如預期，此外本中心認為亦受 1)Samsung HBM3E 12Hi 驗證延後，1apha DRAM 下放至一般型 DRAM 模組、2)中國國產化，當地廠商開始轉用長鑫存儲之 DRAM，排擠韓國 LPDDR5/4、DDR4 之訂單，使其轉至其他非中地區銷售之影響。毛利率季減 13.8 個百分點至-10.6%，低於元大/市場預期 22.3/23.8 個百分點。營業費用率 32.2%，總金額低於本中心預期，主因研發費用降低至 14 億元(原先本中心預期仍將維持 20 億元)，營業利益率-42.8%，較 2Q24 之-30.8%轉差，EPS -0.51 元，低於本中心/市場預期之 -0.21/-0.41 元，主因 ASP/出貨量低於本中心預期。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	8,704	8,133	6,575	-19.2%	-24.5%	8,362	8,944	-21.4%	-26.5%
營業毛利	-1,188	264	-695	-	-	977	1,180	-	-
營業利益	-4,050	-2,505	-2,812	-	-	-1,490	-2,076	-	-
稅前利益	-3,530	-1,828	-1,913	-	-	-793	-1,621	-	-
稅後淨利	-2,480	-1,487	-1,574	-	-	-645	-1,256	-	-
調整後 EPS (元)	-0.80	-0.48	-0.51	-	-	-0.21	-0.41	-	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	-13.6%	3.2%	-10.6%	-13.8	3.0	11.7%	13.2%	-22.3	-23.8
營業利益率	-46.5%	-30.8%	-42.8%	-12.0	3.7	-17.8%	-23.2%	-25.0	-19.6
稅後純益率	-28.5%	-18.3%	-23.9%	-5.6	4.6	-7.7%	-14.0%	-16.2	-9.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 管理層展望 1Q25 營運仍具挑戰，EPS 由-0.11 元下修至-0.74 元。

展望 1Q25，管理層認為在區域經濟推出刺激方案之下(推測意指中國)，出貨量有望微幅改善。本中心認為在傳統消費性淡季以及三大原廠持續去化庫存之下，預估南亞科 1Q25 ASP 將季減 12%，出貨量將季增 4%。預估營收將季減 8%/年減 36%至 60.8 億元，毛利率季減 4.8 個百分點至-15.4%，相較前次下修 31.4 個百分點，反映 ASP 與出貨量下修，營業利益率虧損擴大至-54%，季減 11.2 個百分點，EPS -0.68 元，相較前次-0.11 元下修。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	9,503	6,575	6,075	-7.6%	-36.1%	8,817	9,047	-31.1%	-32.9%
營業毛利	-277	-695	-936	-	-	1,407	1,681	-	-
營業利益	-2,918	-2,812	-3,281	-	-	-1,088	-1,306	-	-
稅前利益	-1,543	-1,913	-2,559	-	-	-404	-359	-	-
稅後淨利	-1,208	-1,574	-2,105	-	-	-329	-948	-	-
調整後 EPS (元)	-0.39	-0.51	-0.68	-	-	-0.11	-0.30	-	-
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	-2.9%	-10.6%	-15.4%	-4.8	-12.5	16.0%	18.6%	-31.4	-34.0
營業利益率	-30.7%	-42.8%	-54.0%	-11.2	-23.3	-12.3%	-14.4%	-41.7	-39.6
稅後純益率	-12.7%	-23.9%	-34.7%	-10.8	-22.0	-3.7%	-10.5%	-31.0	-24.2

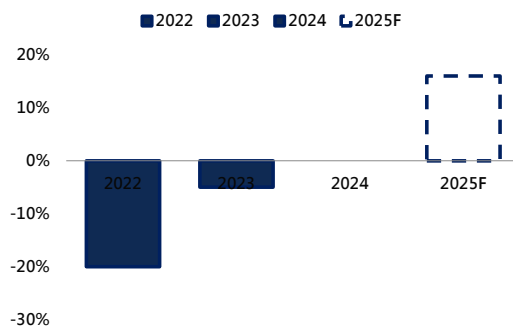
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 本中心認為中國消費刺激政策挹注相對有限，應關注 1) 三星 HBM3E 之認證進度、2) DDR5 產品線能否拓展新應用、3) 與長鑫存儲 DDR5 產品之競爭

管理層展望 2025 年，預估在區域經濟刺激方案(中國)帶動庫存去化之下，1H25 DRAM 市場便有機會觸底，並提及 1) 預估位元出貨量將年增 20+%，2) 全年 Capex NT\$200 億元(本中心預估 50% 用於設備支出，50%用於廠房與建設)，3) 目標全年 1b 製程位元產出比重超過 30%(相較前次 50%下修)，主要將用於生產 DDR5、DDR4 16Gb KGD。

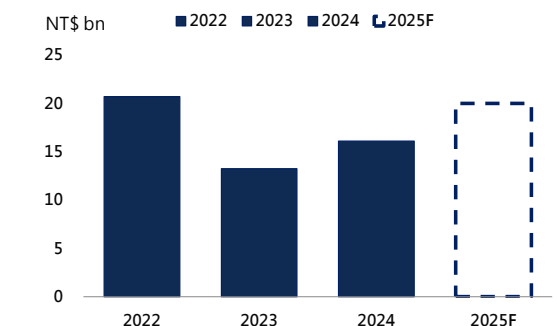
本中心認為在原廠 DDR4 記憶體庫存仍高之下，中國消費刺激政策之挹注相對有限。未來南亞科之獲利改善之重點仍須觀察 1) 三星 HBM3E 之認證進度(將決定其 DDR5 晶粒是否持續會下放置 Server 以外之消費性市場)，2) DDR5 產品線能否由 PC 拓展與伺服器等其他應用，此外 3)長鑫存儲也已推出 16Gb PC DDR5 之解決方案，預估也將影響南亞科該產品之銷售。總體而言，本中心預期南亞科本業獲利由虧轉盈時間將落於 4Q25，相較推遲，主因整體終端需求較先前預期疲弱、三星 HBM3E 驗證遞延與中系同業長鑫存儲 DDR4、LPDDR4/LPDDR5 新產能開出。

圖 3：本中心預估 2025 年位元銷售量預估僅年增 16%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：2025 年資本支出預估約 NT\$ 200 億元



資料來源：公司資料、元大投顧

中系廠商持續擴產之外溢效應，將間接影響南亞科

在中國政府自主化政策推動下，長鑫存儲持續擴張 DRAM 產能，預估其投片量將佔 2025 年全球 DRAM 總投片量之 15%(2024 年為 12%)，本中心預期將排擠原廠在中國之供給，主要影響產品為手機之 LPDDR5/LPDDR4 與消費性 DDR4/DDR3，使原廠轉而將產品銷往非中國地區，進而衝擊利基型記憶體報價。根據供應鏈訪查，長鑫存儲其 DDR4 與 LPDDR 應用以手機為主，雖與南亞科之終端應用重疊性低，不過預估供給端的外溢效應仍將於 2025 年持續發酵。

圖 5：長鑫存儲之產品涵蓋 DDR5、DDR4、DDR3

	Samsung	SK Hynix	Micron	Nanya	CXMT	Winbond	ESMT
DDR5							
Server	V	V	V				
PC	V	V	V	△	△		
Mobile (LPDDR)	V	V	V		V		
DDR4							
Server	V	V	V	V			
PC	V	V	V	V	V		
Mobile (LPDDR)	V	V	V	V	V	V	
Communication	V	V	V	V	V	V	V
DDR3							
Consumer				V	V	V	V
Communication				V	V	V	V
I.M.A*				V		V	V
DDR2							
Consumer				V		V	V
Communication				V		V	V
I.M.A*				V		V	V
DDR							
Consumer						V	V
Communication						V	V
I.M.A*						V	V
Most advanced node for MP	1 beta	1 beta	1 beta	20nm 1b (~1X)	18+nm (~1X)	20nm (~2X)	25nm (~2X)

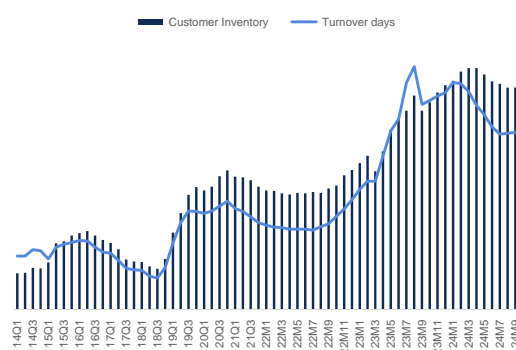
資料來源：公司資料、元大投顧、TrendForce；\*I.M.A. means Industrial, Military, and Automotive

### 3Q24 產業庫存約呈現季持平，預估 1H25 非 HPC/Server 產品仍有庫存去化風險

本中心觀察矽晶圓廠 SUMCO 記憶體客戶庫存下降趨勢延續，推測係因供給端 HBM、DDR5 晶圓耗用量提升以及需求端兩者之成長使庫存降低。觀察國內外原廠庫存：

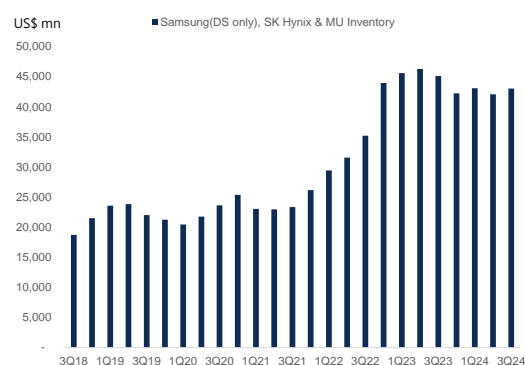
- Samsung 半導體(DS)部門/SK Hynix/Micron 整體庫存金額季減 2%，主要去化動能來自 AI&HPC 晶片開始出貨。Samsung 管理層預期 2H24 手機備貨需求將相較 1H24 疲弱；SK Hynix 則預期 DRAM 出貨量在 AI 需求帶動 HBM 與 DDR5 出貨之下，將季增中個位數%，美光則預期預計客戶庫存調整將對 FY2Q25 的位元出貨量產生較大影響，但預計庫存將在 1H25 恢復到較健康的水準，並於 FY4Q25 下降至 120 天。
- 台灣記憶體原廠 3Q24 庫存金額呈現季持平，庫存天數亦季增 5 天至 226 天，其中：
  - ✓ 南亞科 (2408 TT；買進)：3Q24 庫存金額季增 9%，庫存天數季增 82 天至 351 天，持續創高，跟過去十年平均 130 天相比仍在相對高點。
  - ✓ 華邦電 (2344 TT；未評等)：3Q24 庫存金額季增 3%，庫存天數季減 5 天至 137 天，跟過去十年平均 110 天相比仍在相對高點，整體 UTR 目前仍維持在 85%，相較先前下調 5~10%。
  - ✓ 旺宏 (2337 TT；持有)：3Q24 庫存金額季減 1%，庫存天數季減 47 天至 222 天，跟過去十年平均 198 天相比仍在相對高點，不過管理層透露 3Q24 庫存淨損失(庫存久置損失減去回沖利益)將會相對 2Q24 持續改善，並會轉於積極去化庫存。

圖 6：SUMCO 記憶體客戶矽晶圓庫存下降



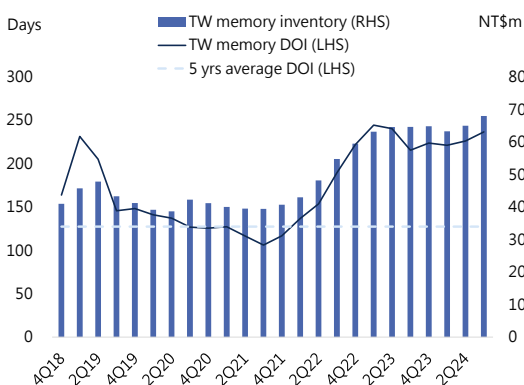
資料來源：BBG、元大投顧。

圖 7：記憶體原廠 3Q24 庫存微幅季增 2%



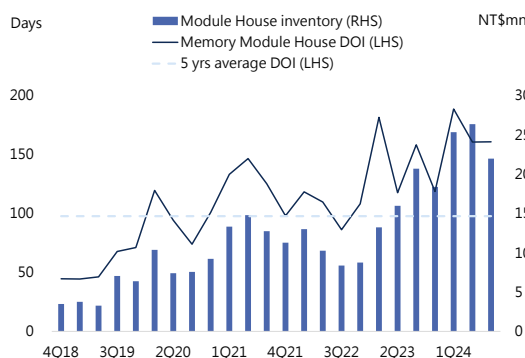
資料來源：TEJ、元大投顧。\*包含 Micron、SK、Samsung DS

圖 8：3Q24 台灣原廠庫存季增 9%



資料來源：TEJ、元大投顧。\*包含南亞科、華邦電、旺宏

圖 9：台灣模組廠庫存下降 16%

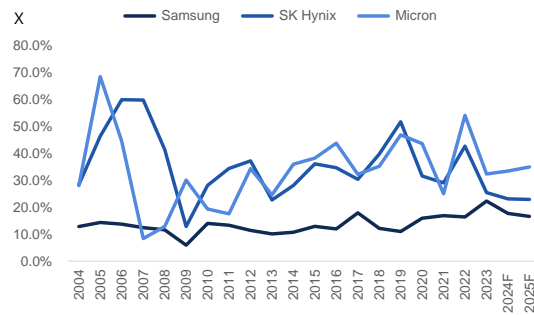


資料來源：TEJ、元大投顧。\*包含威剛、十銓、創見、群聯

## 三大原廠 2025 年擴產與投片政策維持謹慎，NAND 投片量皆相較 2H24 下修

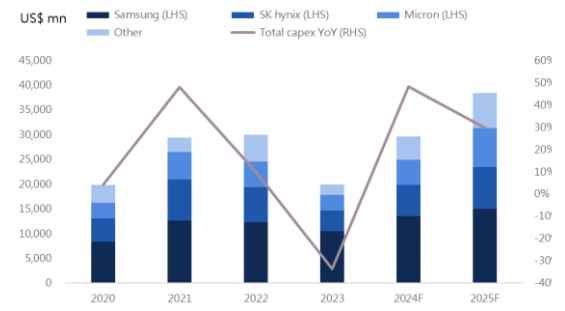
觀察 3Q24 各記憶體原廠之營業利益，因 HBM 需求強勁與 DRAM、NAND 報價回升，三大廠數值皆持續改善，此外 3Q24 自由現金流持續改善，顯示原廠有更多空間能投入新技術之研發與擴產。本中心預期 2025 年三大原廠 DRAM 資本支出將年增 20%，主要用於高階產能 (HBM/DDR5) 以及既有設備更新，供給端在 1) 轉移至 HBM 與 2) DDR5 製程升級(1 beta(1b)->1 gamma(1c)) 之下，預期將排擠原廠 DDR4、DDR3 之供應。

圖 10：三大原廠之資本密集度



資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 11：預估 2025 年 DRAM 資本支出將年增 30%



資料來源：Bloomberg、元大投顧

本中心評估三大原廠之擴產仍屬緩步擴產，並仍維持調整之彈性。其中：

- Samsung P4L 廠新產能預估將於 3Q25 開出，不過 P4L 二期、P5L 則遞延至 2026 年
- SK Hynix M15X 則預計將於 2025 年底完工，2026 年開始量產
- Micron 之 Boise、New York 則預估於 2026 年後才將開始量產。

圖 12：原廠新產能多遞延至 2026 年開出，惟中系業者持續擴張產能

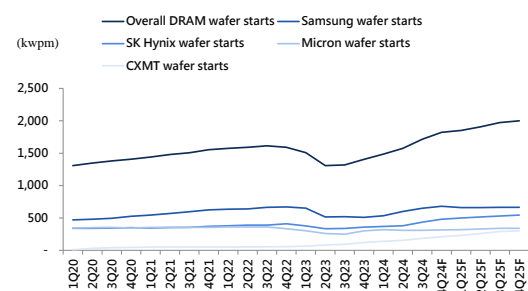
Company	Max capacity (kwpm)	Fab plant	Location	Construction Status
Samsung	~110	P3L	Korea	Be completed in mid-2022, expect 1) DRAM capacity to attain 45/95K in end <b>2023/24</b> , 2) NAND capacity to attain 10/20K in end <b>2023/24</b> .
	5	P4L	Korea	Expected to be completed in <b>3Q25</b> . Phase 2 will be delayed to 2026.
	-	P5L	Korea	Expected to be delayed to 2026.
SK hynix	-	M15X	Korea	Construction will be completed in mid 2025. DRAM: will focus on DDR5/HBM.
Micron	45	A3 (P2)	Taiwan	A3: Phase 2 will be transform into advanced package line.
	-	Boise	The U.S.	DRAM: Construction began in 2Q23, and expected to complete in <b>2025</b> .
	-	N.Y.		DRAM: Scheduled to be constructed in 2024, will start operation in <b>2026-2030</b> .
Kioxia	-	Fab 7	Japan	NAND: Can produce 162L NAND, but MP was delayed.
	25	K2	Japan	NAND: Completed in 2024, will MP Gen.8 NAND for AI Server, PC and Smartphone.
Nanya	50	5A	Taiwan	DRAM: Transform the old product line to 1B/1Cnm.
Winbond	75-90	KH	Taiwan	DRAM: Phase 1 capacity is 15kwpm, will transfer from 25Snm to 20nm.
YMTC	100	Wuhan Fab 1	China	NAND: Expand Fab1/2 capacity, expect to attain 100/40K in end-2025.
	40	Wuhan Fab 2	China	
CXMT	100	HF-Phase2	China	DRAM: Ramp up in 2023, estimate 2025 capacity to reach 100kwpm, but yield rate for 17nm ~50%.
	70	BJ-Phase2	China	DRAM: Ramp up in 2023, estimate 2025 capacity to reach 70kwpm.

資料來源：元大投顧

## DRAM 減產以 DDR4 與 LPDDR4 為主，而 NAND 2025 年投片量則將相較 2024 減少 5%。

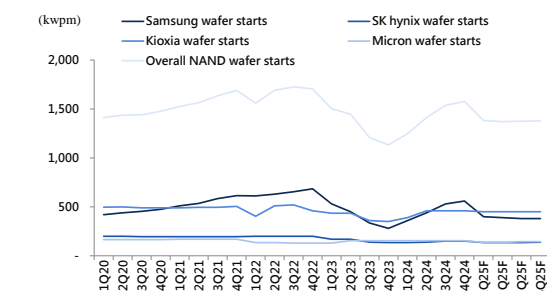
而觀察原廠端之 2025 年投片規劃，DRAM 部分仍為自然減產(將產能由 DDR4 轉往 DDR5)，主要集中在 DDR4/LPDDR4 之轉換，而 Samsung、SK Hynix、Micron 與 Kioxia/WD 各家的 2025 年 NAND 投片量則皆相對 2H24 有所減少，減產幅度落於 5~30%之間，其中以三星減產最多，不過長江存儲(YMTC)在中國國產化政策下仍持續擴產，綜合考量下，本中心預估 2025 年 NAND Wafer 總投片量將年減 5%。

圖 13：DRAM 晶圓投片量將持續增加



資料來源：元大投顧預估

圖 14：NAND 原廠減產將於 1H25 發酵



資料來源：元大投顧預估



記憶體大廠明年仍聚焦在 AI Server 以及 AI 對硬體需求帶來的改變

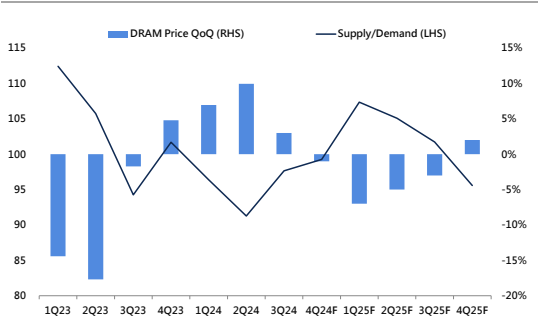
各家記憶體原廠展望指出 1) PC：PC 回溫較預期復甦緩慢，預估 2025 年出貨量年增中低個位數，不過指出 PC 記憶體內容價值將因 AI 應用需求而有雙位數成長；2) 手機：預估 2025 年出貨量年增中低個位數，旗艦手機內容含量將有所增加；3) 伺服器：預估整體 Server 出貨量仍將維持年增，其中 AI Server 強勁需求將延續到 2025 年，傳統 Server 也有會汰換需求。

圖 15：原廠 3Q24 法說會對於各終端需求說法整理

Company	Server market	Mobile market	PC market
Micron	<ul style="list-style-type: none"><li>Expected shipment will grow in 2025.</li><li>HBM4E will introduce a paradigm shift by incorporating an option to customize the logic base die.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Expected shipment will grow low-single digit.</li><li>Flagship smartphone DRAM content will reach 12/16 GB, implying 50~100% content growth.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Expected shipment will grow mid-single digit.</li><li>The demand for AI-driven PCs is projected to increase memory content over the next two years and enhance replacement cycle.</li><li>The incremental content of next Gen. AI PC will be 40~80% v.s. conventional PC.</li><li>Windows 10 end-of-life will provide a catalyst</li></ul>
Samsung	<ul style="list-style-type: none"><li>Expected shipment will grow in 2025, particularly for AI-related applications</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Shipment expected to grow low-single digit.</li><li>Content per box to increase, driven by the release of more on device AI smartphones.</li><li>Strengthen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>PC growth momentum is driven by 1) Discontinuation of Windows 10 services, 2) Replacement cycle for PCs sold during pandemic.</li></ul>
SK Hynix	<ul style="list-style-type: none"><li>Expected shipment will grow mid-high single digit.</li><li>Server sales is expected to continue to record high in 2025. The main growth momentum comes from HBM, high-density DDR5/LPDDR5 modules, and data center SSD.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>2025 shipment will continue to grow by low-mid single digit.</li><li>AI will stimulate demand for high density mobile memory with adoption of flagship to high-end lines.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>2025 shipment will continue to grow low-mid single digit.</li><li>PC recovery is driven by PC replacement cycle and Win 10 end of support.</li></ul>

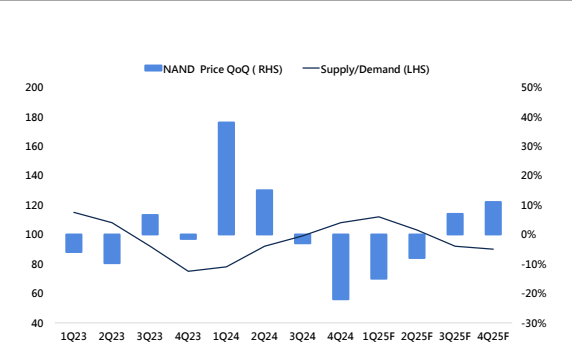
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：預期 DRAM 供需需至 4Q25 才有望達健康水準



資料來源：元大投顧預估

圖 17：預期 NAND 供需將於 3Q25 達健康水準



資料來源：元大投顧預估



## 獲利調整與股票評價

### 預期一般型 DRAM 市場將持續庫存調整，下修 2025 獲利，維持持有

此次下修 2025 年營收 32%至 29.5 億元，毛利率下修 16.5%至 5.6%，EPS 由 0.44 下修至-1.43 元，並預期 2025 年位元出貨量約年增 16%，較管理層之預估保守，並將本業由虧轉盈之時間點推遲至 4Q25，主因反映 1) 三星 HBM3E 之認證進度、2) DDR5 能否拓展 PC 產品外之新應用與 3)長鑫存儲競爭之不確定性。預期 1H25 一般型 DRAM (DDR4、DDR3) 將持續面臨庫存調整。目前南亞科股價約落在 0.5 倍 2025 年每股淨值，低於國內/低於國外同業之 1.5/0.6 倍，下修目標價至 28 元 (0.5x 2025 BVPS NT\$ 51.2)，維持持有評等。

圖 18：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	34,132	35,919	29,478	43,131	-5.0%	-31.7%
營業毛利	-421	1,248	1,650	9,521	-133.7%	-82.7%
營業利益	-10,555	-9,232	-8,194	-941	14.3%	770.8%
稅前利益	-6,556	-5,542	-5,371	1,688	-	-
稅後淨利	-5,083	-4,260	-4,419	1,373	-	-
調整後 EPS (元)	-1.64	-1.38	-1.43	0.44	-	-
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	-1.2%	3.5%	5.6%	22.1%	-4.7	-16.5
營業利益率	-30.9%	-25.7%	-27.8%	-2.2%	-5.2	-25.6
稅後純益率	-14.9%	-11.9%	-15.0%	3.2%	-3.0	-18.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、TEJ、元大投顧預估

圖 20：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
南亞科	2408 TT	持有-超越同業	25.4	2,384	(1.64)	(1.43)	2.83	--	--	9.0	--	--	--
國外同業													
Micron	MU US	未評等	99.3	110,682	1.2	7.0	10.8	82.0	14.3	9.2	--	473.2	54.9
Samsung	005930 KS	未評等	56100.0	255,946	4867.9	4953.6	6144.8	11.5	11.3	9.1	128.4	1.8	24.1
SK Hynix	000660 KS	未評等	194300.0	96,024	24677.1	36178.1	39950.3	7.9	5.4	4.9	--	46.6	10.4
國外同業平均								33.8	10.3	7.7	128.4	173.9	29.8
國內同業													
華邦電	2344 TT	未評等	13.4	1,815	1.0	2.6	0.8	--	5.2	16.1	--	--	(68.0)
旺宏	2337 TT	持有-超越同業	17.8	995	(1.2)	(0.4)	--	--	--	--	--	--	--
國內同業平均					(0.1)	1.1	0.8	--	5.2	16.1	--	--	(68.0)

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 21：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
南亞科	2408 TT	持有-超越同業	25.4	2,384	(3.1)	(2.8)	(2.8)	53.27	51.26	51.26	0.5	0.5	0.5
國外同業													
Micron	MU US	未評等	99.3	110,682	2.7	16.3	19.9	39.9	47.0	55.7	2.5	2.1	1.8
Samsung	005930 KS	未評等	56100.0	255,946	8.8	8.4	9.6	56811.2	60840.8	65717.5	1.0	0.9	0.9
SK Hynix	000660 KS	未評等	194300.0	96,024	28.2	30.7	25.2	98232.2	131389.2	165992.6	2.0	1.5	1.2
國外同業平均					13.2	18.5	18.2				1.8	1.5	1.3
國內同業													
華邦電	2344 TT	未評等	13.4	1,815	4.2	8.5	3.7	22.2	23.8	22.8	0.6	0.6	0.6
旺宏	2337 TT	持有-超越同業	17.8	995	(4.7)	(1.5)	--	24.9	24.5	--	0.7	0.7	--
國內同業平均					(0.3)	3.5	3.7	23.5	24.2	22.8	0.7	0.6	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 22：季度及年度簡明損益表 (合併)

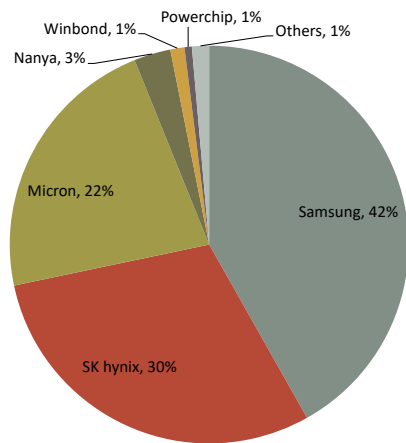
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	9,503	9,921	8,133	6,575	6,075	6,852	7,516	9,036	34,132	29,478
銷貨成本	(9,780)	(9,634)	(7,869)	(7,270)	(7,011)	(7,042)	(6,932)	(6,842)	(34,553)	(27,828)
營業毛利	(277)	287	264	(695)	(936)	(191)	584	2,194	(421)	1,650
營業費用	(2,642)	(2,606)	(2,769)	(2,118)	(2,345)	(2,515)	(2,473)	(2,512)	(10,135)	(9,844)
營業利益	(2,918)	(2,319)	(2,505)	(2,812)	(3,281)	(2,705)	(1,889)	(318)	(10,555)	(8,194)
業外利益	1,375	1,046	677	899	722	717	698	685	3,999	2,823
稅前純益	(1,543)	(1,273)	(1,828)	(1,913)	(2,559)	(1,988)	(1,191)	367	(6,556)	(5,371)
所得稅費用	335	459	341	339	453	352	211	(65)	1,474	952
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	(1,208)	(814)	(1,487)	(1,574)	(2,105)	(1,636)	(980)	302	(5,083)	(4,419)
調整後每股盈餘(NT\$)	(0.39)	(0.26)	(0.48)	(0.51)	(0.68)	(0.53)	(0.32)	0.10	(1.64)	(1.43)
調整後加權平均股數(百萬股)	3,097	3,097	3,097	3,097	3,097	3,097	3,097	3,097	3,097	3,097
重要比率										
營業毛利率	-2.9%	2.9%	3.2%	-10.6%	-15.4%	-2.8%	7.8%	24.3%	-1.2%	5.6%
營業利益率	-30.7%	-23.4%	-30.8%	-42.8%	-54.0%	-39.5%	-25.1%	-3.5%	-30.9%	-27.8%
稅前純益率	-16.2%	-12.8%	-22.5%	-29.1%	-42.1%	-29.0%	-15.9%	4.1%	-19.2%	-18.2%
稅後純益率	-12.7%	-8.2%	-18.3%	-23.9%	-34.7%	-23.9%	-13.0%	3.3%	-14.9%	-15.0%
有效所得稅率	--	--	--	--	--	--	--	17.7%	22.5%	17.7%
季增率(%)										
營業收入	9.2%	4.4%	-18.0%	-19.2%	-7.6%	12.8%	9.7%	20.2%		
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--		
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	--		
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	--		
年增率(%)										
營業收入	47.9%	41.2%	5.1%	-24.5%	-36.1%	-30.9%	-7.6%	37.4%	14.2%	-13.6%
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
調整後每股盈餘	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

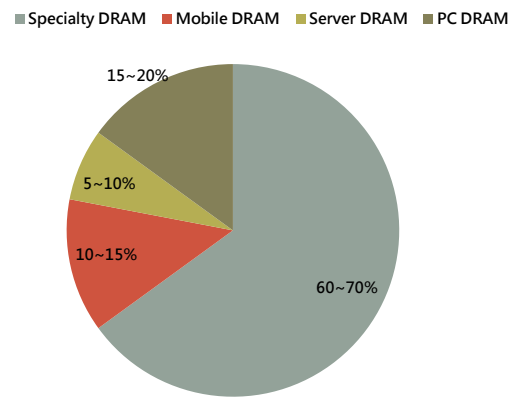
南亞科技成立於 1995 年，近年於全球 DRAM 市佔率約 2~3%，排名穩居第四，公司產品以 DDR3 為主(佔比約 7 成)，其餘為 DDR4，以應用別而言，Specialty DRAM (60~70%；消費性產品為主，如：Router、機上盒與家電等產品，此外車用約 5~10%)、Mobile DRAM (10~15%)、Server DRAM (5~10%)、PC DRAM (15~20%)。公司唯一生產基地為新北泰山 Fab 3A 廠，月產能約 5 萬片。由於 DDR4/5 為長期主流市場，公司將陸續發展 1C/1D 製程，對應三大廠的 1Y 製程技術，公司以新台幣 3,000 億元於 Fab 3A 附近的南林科技園區興建新廠，將分三階段擴建，新產能預估將於 2027 年開出。

圖 23：南亞科為全球第四大 DRAM 廠



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 24：公司產品以消費型 DRAM 為主



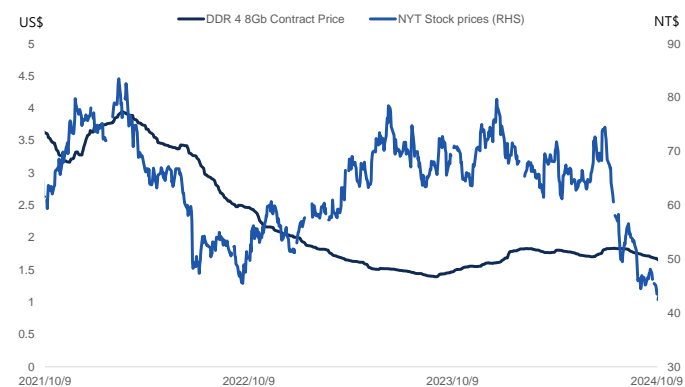
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：前十大股東

Name	Holding %
Nan Ya Plastics Corp.	29.29
Formosa Petrochemical Corp.	10.81
Formosa Plastic Group	10.81
Formosa Chemicals And Fibre Corp.	10.81
Vanguard Group	1.58
Blackrock Inc	1.33
Chungwa Post Co	1.33
New Labor Pension Fund	1.11
Cathay Life Insurance Co.	1.09
Nanshan Life Insurance CO.	1.01

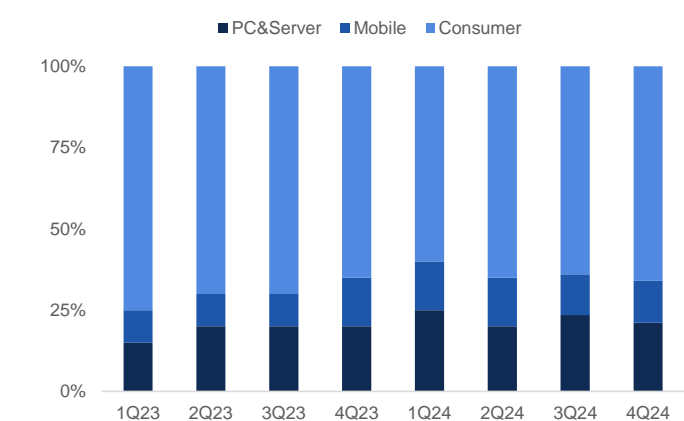
資料來源：Bloomberg、公司資料

圖 26：股價與 DRAM 價格走勢



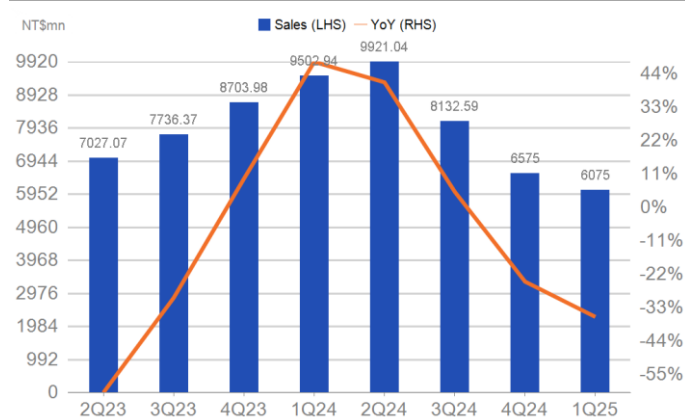
資料來源：Wind、公司資料、元大投顧

圖 27：營收組成



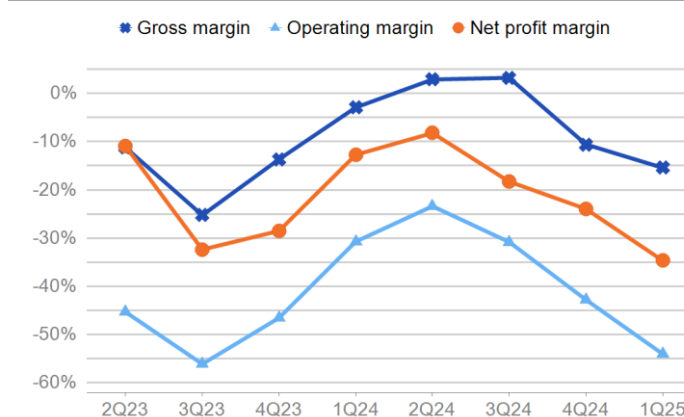
資料來源：公司資料

圖 28：營收趨勢



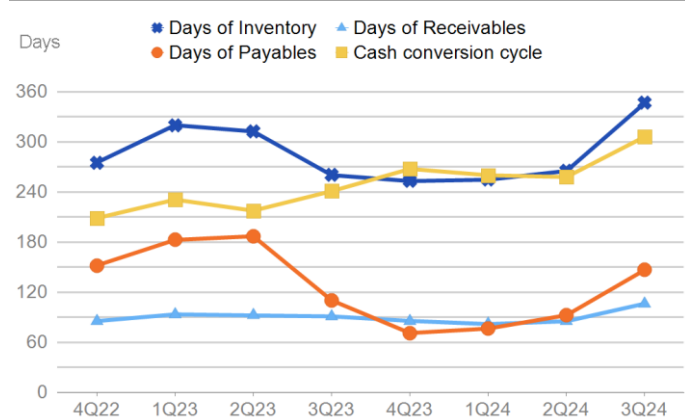
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：毛利率、營益率、淨利率



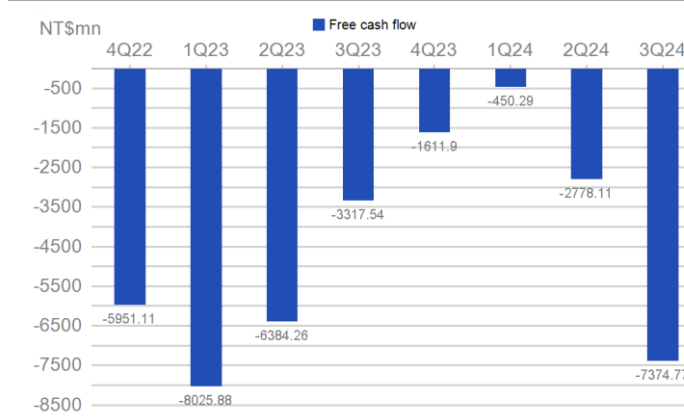
資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 南亞科整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在略為領先的位置，但在半導體設計與製造的公司中排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 南亞科的整體曝險屬於中等水準，但仍略優於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含原材料使用的效率、商業道德以及人力資源等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 南亞科在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬較佳。主因公司不僅設有多元獎勵辦法，以鼓勵員工提案，近年員工提案件數與相關獎金配發趨勢向上，有利公司風險管理的落實。此外，公司擁有完善吹哨者計畫及供應鏈採購標準，包含解決童工及強迫勞動問題等，更承諾不採購來自剛果的衝突礦物。

圖 32：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	18.8
在 ESG 議題上的曝險 (A)	44.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	61.8
風險評級	中 <span>★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	12

資料來源：Sustainalytics (2025/1/13)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

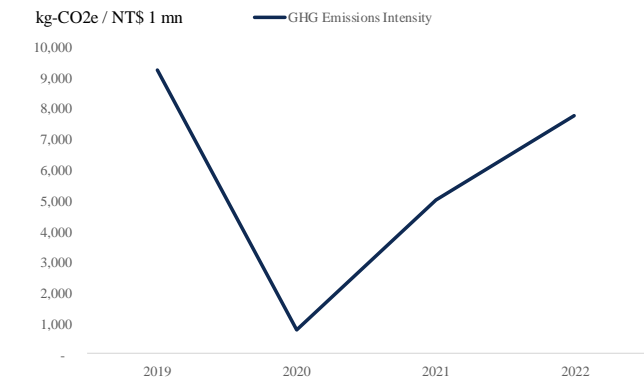
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

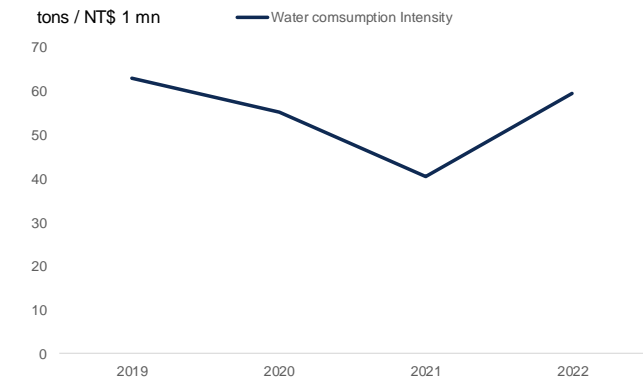
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 33：二氧化碳排放密度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 34：廢水排放密度



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	73,593	58,812	67,114	68,059	68,059
存貨	23,384	27,634	24,233	13,685	16,454
應收帳款及票據	4,360	5,220	4,621	5,020	8,954
其他流動資產	4,175	4,844	6,640	6,640	6,640
流動資產	105,512	96,510	102,609	93,403	93,403
採用權益法之投資	5,386	5,120	5,120	5,120	5,120
固定資產	84,897	81,838	57,197	61,820	63,674
無形資產	767	927	767	767	767
其他非流動資產	5,674	7,955	35,603	35,351	35,099
非流動資產	96,723	95,841	98,688	103,058	104,661
資產總額	202,236	192,351	201,297	196,461	196,461
應付帳款及票據	5,604	3,443	3,837	3,421	5,289
短期借款	0	11,181	18,847	18,847	18,847
什項負債	10,575	5,493	6,370	6,370	6,370
流動負債	16,179	20,118	29,055	28,639	30,506
長期借款	0	0	3,995	3,995	3,995
其他負債及準備	5,099	5,309	5,068	5,068	5,068
長期負債	5,099	5,309	9,062	9,062	9,062
負債總額	21,278	25,427	38,117	37,701	39,568
股本	30,981	30,983	30,983	30,983	30,983
資本公積	32,824	32,826	32,826	32,826	32,826
保留盈餘	116,541	102,516	97,432	97,432	97,432
什項權益	612	599	599	599	599
歸屬母公司之權益	180,958	166,924	161,840	161,840	161,840
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	180,958	166,924	163,180	158,761	158,761

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	14,619	(7,440)	(5,083)	(4,419)	6,238
折舊及攤提	15,247	15,326	15,939	15,630	4,372
本期營運資金變動	(4,685)	(5,679)	4,410	9,734	(1,394)
其他營業資產 及負債變動	(4,099)	(8,303)	0	0	0
營運活動之現金流量	21,082	(6,095)	15,266	20,944	5,681
資本支出	(20,711)	(13,245)	(16,171)	(20,000)	(5,300)
本期長期投資變動	47	(266)	0	0	0
其他資產變動	(204)	725	0	0	0
投資活動之現金流量	(20,868)	(12,786)	(16,171)	(20,000)	(5,300)
股本變動	8	2	0	0	0
本期負債變動	0	11,181	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(11,470)	(6,600)	0	0	0
其他調整數	(309)	(387)	0	0	0
融資活動之現金流量	(11,771)	4,196	0	0	0
匯率影響數	4,451	(96)	0	0	0
本期產生現金流量	(7,107)	(14,781)	(905)	944	944
自由現金流量	371	(19,340)	(905)	944	381

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	56,952	29,892	34,132	29,478	52,100
銷貨成本	(35,610)	(34,375)	(34,553)	(27,828)	(37,074)
營業毛利	21,342	(4,483)	(421)	1,650	15,026
營業費用	(10,340)	(9,977)	(10,135)	(9,844)	(10,205)
推銷費用	(754)	(589)	(641)	(599)	(715)
研究費用	(7,842)	(7,576)	(7,685)	(7,457)	(7,570)
管理費用	(1,744)	(1,812)	(1,810)	(1,789)	(1,921)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	11,002	(14,460)	(10,555)	(8,194)	4,821
利息收入	1,395	3,160	3,501	3,052	2,765
利息費用	(49)	(146)	(248)	(228)	(229)
利息收入淨額	1,346	3,014	3,253	2,823	2,536
投資利益(損失)淨額	574	193	94	0	224
匯兌損益	3,190	(38)	473	0	0
其他業外收入(支出)淨額	765	587	180	0	0
稅前純益	16,877	(10,705)	(6,556)	(5,371)	7,581
所得稅費用	(2,258)	3,265	1,474	952	(1,343)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	14,619	(7,440)	(5,083)	(4,419)	6,238
稅前息前折舊攤銷前淨利	32,173	4,767	5,384	7,435	21,869
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.72	(2.40)	(1.64)	(1.43)	2.01

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	(33.5)	(47.5)	14.2	(13.6)	76.7
營業利益	(59.5)	--	--	--	--
稅前息前折舊攤銷前淨利	(25.3)	(85.2)	13.0	38.1	205.7
稅後純益	(36.0)	--	--	--	--
調整後每股盈餘	7.5	--	--	--	--
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	37.5	(15.0)	(1.2)	5.6	28.8
營業利益率	19.3	(48.4)	(30.9)	(27.8)	9.3
稅前息前淨利率	29.6	(36.3)	(30.9)	(27.8)	9.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	56.5	16.0	15.8	25.2	42.0
稅前純益率	29.6	(35.8)	(19.2)	(18.2)	14.6
稅後純益率	25.7	(24.9)	(14.9)	(15.0)	12.0
資產報酬率	7.4	(3.8)	(2.6)	(2.2)	4.3
股東權益報酬率	8.3	(4.3)	(3.1)	(2.8)	5.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	11.8	15.2	23.4	23.8	23.8
淨負債權益比(%)	(40.7)	(28.5)	(27.1)	(28.5)	(28.5)
利息保障倍數 (倍)	344.6	(72.6)	(42.6)	(35.9)	21.1
流動比率 (%)	652.2	479.7	3.5	3.3	3.3
速動比率 (%)	501.7	338.6	2.5	2.6	2.6
淨負債 (NT\$百萬元)	(73,593)	(47,631)	(44,272)	(45,217)	(45,217)
調整後每股淨值 (NT\$)	58.41	53.88	53.27	51.26	51.26
評價指標 (倍)					
本益比	5.4	--	--	--	12.6
股價自由現金流量比	212.3	--	--	83.3	206.5
股價淨值比	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	2.5	16.5	14.6	10.6	3.6
股價營收比	1.4	2.6	2.3	2.7	1.5

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。



附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

南亞科 (2408 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股本變動調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.