



研究報告

南亞科(2408.TT)

中立(調降)

TP：26

等待 2025 下半年 AI 終端裝置換機潮以及報價回升之時

核心觀點

24Q4 EPS 低於預期，短期仍有庫存需調整，記憶體價格趨勢向下，建議等待 2025 下半年 AI 終端裝置換機潮以及報價回升之時，預估 2025 年 EPS 為-1.37 元，調降投資評等至「中立」。

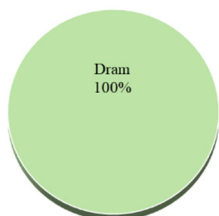
交易資料

收盤價	25.40
市值(億元)	787.00
流通在外股數(百萬股)	3,098.60
本益比	N.A.
股價淨值比	0.49
240 日股價(低/均/高)	24.7/54.94/75.4
60 日均成交額(百萬元)	478.70

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	2024 排名	2023 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
大型企業	15	31	8.272	8.79	8.2	7.88	8.23

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	前 5%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	前 10%

資料來源：證基會

研究員：蔡博任

pojen-71579@esunsec.com.tw

重要訊息

南亞科召開法人說明會，更新營運近況。

玉山觀點

24Q4 EPS低於預期。24Q4營收66億元，季減19%，年減24%，低於預期，主因消費性電子需求不佳，其中銷售量季減7%~9%，ASP季減10%~13%，毛利率-11%，主因提列閒置產能損失6.39億元，EPS為-0.51元，低於預期。

短期仍有庫存需調整，記憶體價格趨勢向下。觀察記憶體上游晶粒廠存貨普遍上升，南亞科存貨週轉天數則創歷史新高，另外中國廠商亦有新產能開出，供給增加，需求面因消費性電子需求仍不佳，估計一般型Dram價格25Q1仍會下跌8%~13%，預估25Q1營收59億元，季減10%，EPS為-0.55元。

等待2025下半年AI終端裝置換機潮。AI採用將成為手機Dram容量提升的動能，以指標品牌iPhone來看，上半年SE升級8GB記憶體、下半年iPhone 17升級12GB。在PC市場的部分，預期2025年PC市場出貨量受到Windows 10的停止支援以及AI PC換機而成長4%~6%，2025年AI PC將帶動Dram容量從去年平均的12GB推升(入門級AI PC需要16GB、高階24GB)，我們預期上半年市況仍供過於求，須待下半年方能轉為供不應求，帶動報價回升。此外，公司下半年折舊費用將開始下滑，目前每季折舊費用約40億元，下半年可望下降約30%。

往高階DDR5與HBM開發。去年底開始出貨DDR5產品，目前1B製程產出比例約20%，預計全年達30%，公司與策略夥伴補丁科技合作開發類HBM產品，預計2026年底量產，去年原定資本支出260億元，部分遞延至今年，預計今年資本支出為200億元。

投資建議

24Q4 EPS低於預期，短期仍有庫存需調整，記憶體價格趨勢向下，建議等待2025下半年AI終端裝置換機潮以及報價回升之時，預估2025年EPS為-1.37元，調降投資評等至「中立」，目標價26元(0.5倍PBR*2025年BVPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	34,132	5,918	6,464	7,434	8,549	28,365
YoY	14.18%	-37.73%	-34.84%	-8.59%	30.02%	-16.89%
毛利率	-1.23%	-1.59%	0.53%	17.89%	18.95%	10.19%
營益率	-30.92%	-44.34%	-38.84%	-16.55%	-11.17%	-25.81%
稅後淨利	-5,084	-1,699	-1,609	-584	-364	-4,256
EPS(元)	-1.64	-0.55	-0.52	-0.19	-0.12	-1.37

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	5,918	6,464	5,918	6,464	0.00	0.00
毛利	(94)	34	(94)	34	-	0.00
營業利益	(2,624)	(2,511)	(2,624)	(2,511)	-	-
稅前淨利	(2,124)	(2,011)	(2,124)	(2,011)	-	-
稅後淨利	(1,699)	(1,609)	(1,699)	(1,609)	-	-
每股盈餘(元)	(0.55)	(0.52)	(0.55)	(0.52)	-	-
財務比率(%)						
毛利率	(1.59)	0.53	(1.59)	0.53	-	0.00
營益率	(44.34)	(38.84)	(44.34)	(38.84)	-	-
淨利率	(35.89)	(31.10)	(35.89)	(31.10)	-	-

資料來源：玉山投顧(2025/01)

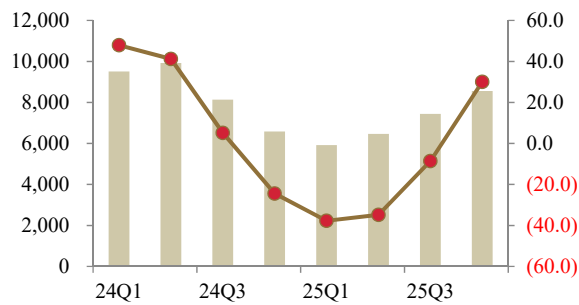
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	9,503	9,921	8,133	6,575	34,132	5,918	6,464	7,434	8,549	28,365
營業毛利	(277)	287	264	(695)	(421)	(94)	34	1,330	1,620	2,890
營業費用	2,642	2,606	2,769	2,117	10,134	2,530	2,545	2,560	2,575	10,210
營業利益	(2,918)	(2,319)	(2,505)	(2,812)	(10,555)	(2,624)	(2,511)	(1,230)	(955)	(7,320)
淨業外收支	1,375	1,046	677	900	3,999	500	500	500	500	2,000
稅前淨利	(1,543)	(1,273)	(1,828)	(1,913)	(6,557)	(2,124)	(2,011)	(730)	(455)	(5,320)
稅後淨利	(1,208)	(814)	(1,487)	(1,574)	(5,084)	(1,699)	(1,609)	(584)	(364)	(4,256)
EPS(元)	(0.39)	(0.26)	(0.48)	(0.51)	(1.64)	(0.55)	(0.52)	(0.19)	(0.12)	(1.37)
財務比率										
毛利率	(2.91)	2.89	3.24	(10.57)	(1.23)	(1.59)	0.53	17.89	18.95	10.19
營業利益率	(30.71)	(23.38)	(30.81)	(42.77)	(30.92)	(44.34)	(38.84)	(16.55)	(11.17)	(25.81)
稅前淨利率	(16.24)	(12.83)	(22.48)	(29.09)	(19.21)	(35.89)	(31.10)	(9.82)	(5.32)	(18.75)
YoY(%)										
營業收入	47.91	41.18	5.12	(24.46)	14.18	(37.73)	(34.84)	(8.59)	30.02	(16.89)
營業毛利	-	-	-	-	-	-	(88.06)	404.49	-	-
營業利益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅前淨利	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
QoQ(%)										
營業收入	9.18	4.40	(18.03)	(19.15)		(10.00)	9.24	15.00	15.00	
營業毛利	-	-	(8.13)	(363.63)		-	-	3,781.79	21.81	
營業利益	-	-	-	-		-	-	-	-	
稅前淨利	-	-	-	-		-	-	-	-	
稅後淨利	-	-	-	-		-	-	-	-	

資料來源：玉山投顧(2025/01)

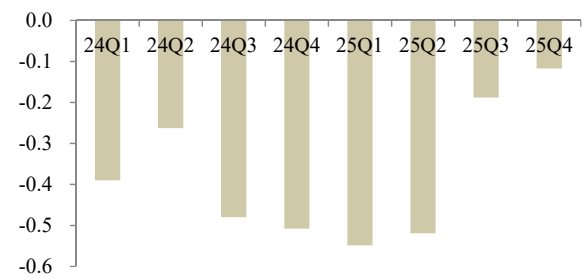
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



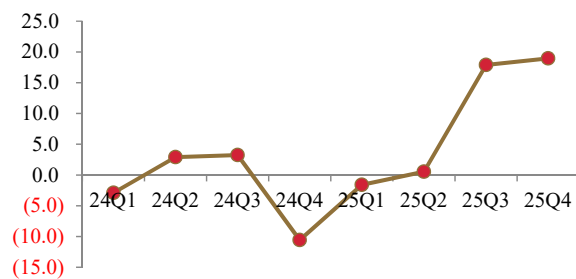
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



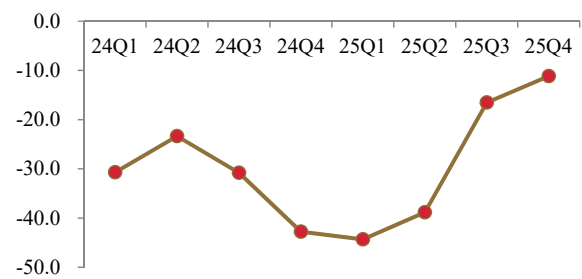
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



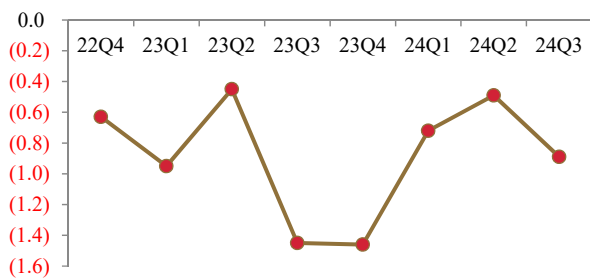
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



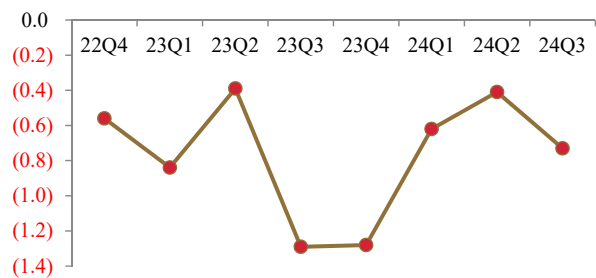
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



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(2025/01)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	56,952	29,892	34,132	28,365
營業成本	35,610	34,375	34,553	25,475
營業毛利	21,342	-4,483	-421	2,890
營業費用	10,340	9,977	10,134	10,210
營業利益	11,002	-14,460	-10,555	-7,320
營業外收支淨額	5,875	3,756	3,999	2,000
稅前淨利	16,877	-10,705	-6,557	-5,320
稅後淨利	14,619	-7,440	-5,084	-4,256
普通股股本	30,980	30,981	30,986	30,986
EPS(元)	4.72	-2.40	-1.64	-1.37
年成長率				
營收	-33.5%	-47.5%	14.2%	-16.9%
營業利益	-59.5%	-231.4%	N.A.	N.A.
稅前淨利	-39.2%	-163.4%	N.A.	N.A.
母公司稅後淨利	-36.0%	-150.9%	N.A.	N.A.
獲利能力比率				
毛利率	37.5%	-15.0%	-1.2%	10.2%
營業利益率	19.3%	-48.4%	-30.9%	-25.8%
稅前淨利率	29.6%	-35.8%	-19.2%	-18.8%
稅後淨利率	25.7%	-24.9%	-14.9%	-15.0%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	105,512	96,510	109,510	91,827
現金及約當現金	73,593	58,812	67,153	55,808
存貨	23,384	27,634	31,554	26,223
應收帳款及票據	4,360	5,220	5,960	4,953
其他流動資產	4,175	4,844	4,844	4,844
長期投資	5,386	5,120	5,120	5,120
固定資產	84,897	81,838	82,459	90,076
其他長期資產	6,440	8,883	8,883	8,883
資產總額	202,236	192,351	205,972	195,906
流動負債	16,179	20,118	22,971	19,090
應付帳款及票據	5,395	3,298	3,766	3,130
短期借款	0	11,181	12,767	10,610
什項負債	10,783	5,639	6,438	5,350
非流動負債	5,099	5,309	21,123	19,193
負債總額	21,278	25,427	44,093	38,283
普通股股本	30,980	30,981	30,986	30,986
資本公積	32,824	32,826	32,826	32,826
保留盈餘	116,541	102,516	97,432	93,177
股東權益總額	180,958	166,924	161,879	157,623

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	16,877	-10,705	-6,557	-5,320
折舊及攤提費用	15,247	15,326	15,479	12,383
本期營運資金變動	441	-8,247	-4,192	5,702
其他項目	-11,483	-2,469	-2,819	-2,343
營運活動之現金流量	21,082	-6,095	1,911	10,422
資本支出	-20,711	-13,245	-16,100	-20,000
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-157	459	5,130	2,319
投資活動之現金流量	-20,868	-12,786	-10,970	-17,681
短期借款及票券變動	0	11,181	1,586	-2,157
舉措/償還長期借款	0	0	15,814	-1,930
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	-11,470	-6,600	0	0
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-11,771	4,196	17,399	-4,086
匯率影響數	4,451	-96	0	0
本期現金流量	-7,107	-14,781	8,341	-11,345
期末現金及約當現金	73,593	58,812	67,153	55,808

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	10.5%	13.2%	21.4%	19.5%
槓桿比率	11.8%	15.2%	27.2%	24.3%
流動比率	652.2%	479.7%	476.7%	481.0%
速動比率	507.6%	342.4%	339.4%	343.7%
存貨週轉率(次)	2.04	1.35	1.17	0.88
存貨週轉天數	176.89	267.15	308.34	408.23
應收帳款週轉率(次)	3.09	3.32	6.11	5.20
應收帳款週轉天數	46.11	60.84	58.96	69.25
總資產週轉率(次)	0.28	0.16	0.17	0.14
淨值週轉率(次)	0.31	0.18	0.21	0.18
股東權益報酬率	8.3%	-4.3%	-3.1%	-2.7%
總資產報酬率	7.4%	-3.8%	-2.6%	-2.1%
OCF/流動負債	132.3%	-33.6%	8.9%	49.6%
每股比率				
每股淨值(元)	58.41	53.88	52.24	51.90
每股營收(元)	18.38	9.65	11.02	9.15
每股盈餘(元)	4.72	-2.40	-1.64	-1.37
每股現金股利(元)	2.13	0.00	0.00	0.00
現金股利配發率	45.1%	0.0%	0.0%	0.0%

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。

邀請過去3年內有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。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

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