

南亞(1303)

HOLD

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 鄭羽涵 Michelle Cheng
yuhancheng@masterlink.com.tw

評等

日期:	2025/3/12
目前收盤價 (NT\$):	33.7
目標價 (NT\$):	35
52 週最高最低(NT\$):	28.3-58.6
加權指數:	22071.09

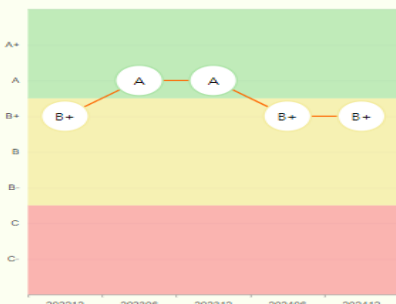
公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	79,308
市值 (NT\$/mn):	267,270
市值 (US\$/mn):	8,909
20 日平均成交量(仟股):	14,939
PER (2025):	37
PBR (2025):	0.77
外資持股比例:	27.28
TCRI	3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	11.6	-6.4	-15.3
加權指數報酬率	-5.6	-3.6	5.0

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	35	34
營業收入 (NT\$/mn)	267,303	267,303
毛利率 (%)	8.80	8.51
營業率 (%)	2.50	2.24
EPS (NT\$)	0.91	0.99
BVPS(NT\$)	43.70	45.88

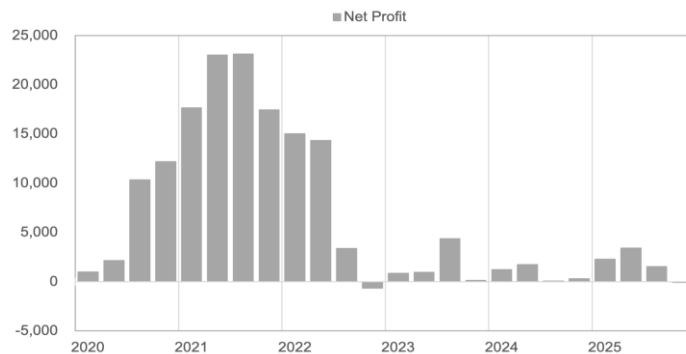
近五期TESG Rating



2025 年營運谷底回升，惟轉型起步較慢

- **4Q24 EG 利差改善，單季稅後 EPS 為 0.04 元：**4Q24 營收 682 億元，QOQ+3%，YOY+8%，價跌量增，化工產品 EG 利差改善，德州、麥寮廠利用率提升；獲利方面，營業率-0.4%，營業利益虧損 2.6 億元；稅前淨利 7.47 億元，淨利 2.98 億元，單季稅後 EPS 為 0.04 元。
- **1Q25 電子材料表現優於上季，預估單季稅後 EPS 為 0.29 元：**展望 1Q25，(1)化工產品：EG 麥寮維持 2 套開動，屬獲利狀態，至於德州 2 套設備獲利狀況則有望好轉。(2)塑膠產品：產品積極切入醫療利基型產品等新領域。(3)電子材料：營運表現好於上季，CCL M6 已量產，M7、M8 研發完成，預計今年可以量產；利基型銅箔產品雖銷量不大，然獲利貢獻佳；K2 玻布、玻紗預計今年逐步量產。(4)聚酯產品：產業方面，年後聚酯開工率提升，惟終端織造需求較溫，近期聚酯廠家開始出現累庫。預估 1Q25 營收 654 億元，QOQ-4%，YOY+12%，營業率 0.6%，營業利益 3.83 億元，推估單季稅後 EPS 為 0.29 元。
- **維持中立評等：**預估 2025 年 EPS 0.91 元，2025 年營運谷底回升，然公司轉型起步較慢，短期營運仍充滿挑戰；公司公告配發 0.7 元現金股利，殖利率 2%，維持中立評等，目標價 35 元。

Exhibit 1: 稅後淨利



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources: TEJ, Masterlink

南亞為全球最大塑膠二次加工廠，現著重於電子材料

南亞成立於 1958 年，屬於台塑集團一員，為全球最大塑膠二次加工廠，亦為全球第二大環氧樹脂、銅箔/銅箔基板、電子級玻纖絲製造商，全球第三大玻纖布製造商與全球第四大 EG、BPA 製造商。2024 年部門佔比：塑膠原料 23%、塑膠製品 15%、電子材料 42%、纖維製品 19%、其他 2%，主要產品有 EG、DOP、BPA 等塑膠原料，軟硬質膠布、PU 合成皮、塑膠管等塑膠加工製品，聚酯纖維產品及環氧樹脂、銅箔、CCL 等電子材料。目前全球共 104 座工廠，分布於台灣(59 座)、中國(37 座)、美國(8 座)。轉投資方面，持有台塑化股權 23.11%、南亞科股權 29.71%及南電股權 66.97%。

Exhibit 3: 部門營收

Sales(NT\$m)	2023	%	YoY	2024	%	YoY	2025(F)	%	YoY
化工產品	54,808	21%	-33%	57,954	23%	6%	64,565	24%	11%
塑膠產品	38,444	15%	-11%	38,893	15%	1%	36,354	14%	-7%
電子材料	115,591	45%	-28%	107,407	42%	-7%	112,793	42%	5%
聚酯產品	45,197	17%	-29%	48,166	19%	7%	48,643	18%	1%
其他	5,715	2%	24%	5,151	2%	-10%	4,948	2%	-4%
合計	259,755	100%	-27%	257,571	100%	-1%	267,303	100%	4%

Sources: Company, Masterlink

4Q24 EG 利差改善，單季稅後 EPS 為 0.04 元

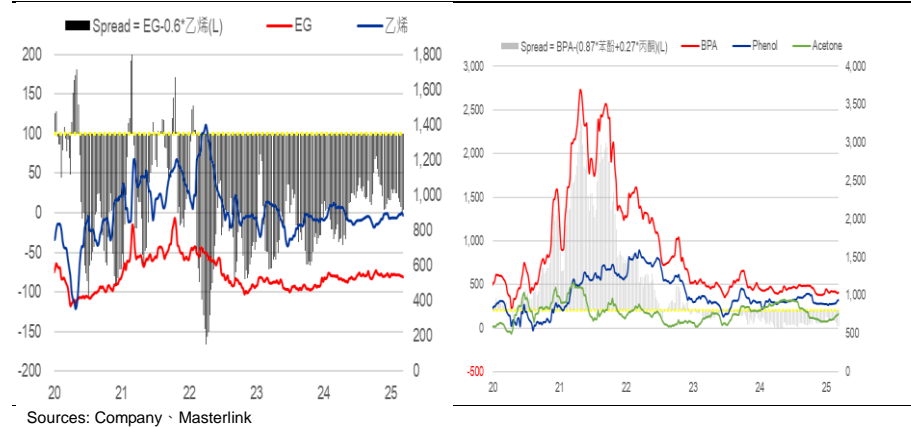
南亞公告財報，4Q24 營收 682 億元，QoQ+3%，YoY+8%，4Q24 營運價跌量增，產品別方面，化工產品 EG 利差改善，美國德州、台灣麥寮廠產能利用率提升，塑膠產品適逢包材旺季，然聚酯產品、電子產品適逢淡季，營收下滑；本業獲利方面，營益率-0.4%，營業利益虧損 2.6 億元，較上季/去年同期盈轉虧，產品別方面，塑膠加工 6.5%、電子材料 1.2%、聚酯產品-3.4%、化工產品-3.6%，化工產品獲利受惠 EG 利差改善，電子材料、聚酯則受季節性因素影響，獲利下滑；業外權益法轉投資(1)台塑化獲利 2.9 億元、麥寮汽電獲利 6.9 億元、南亞科虧損 4.6 億元、台塑烯烴(美國)獲利 3 億元，匯兌則有利 8 億元，稅前淨利 7.47 億元，歸屬母公司稅後淨利 2.98 億元，單季稅後 EPS 為 0.04 元，合計 2024 年 EPS 為 0.42 元。

1Q25 電子材料表現優於上季，預估單季稅後 EPS 為 0.29 元

南亞公告 2 月份營收 221 億元，MOM+8%，YOY+32%，累計 YOY+15%，營收達成率 65%，符合預期，2 月份營運較上月價跌量增，營收雙增主要受電子材料與化工產品帶動，(1)電子材料：環氧樹脂外銷歐洲業績成長，且 ABF、PP 載板、PCB、CCL 等需求增加，(2)化工產品：1 月份美國 EG 訂單因船期遞延至 2 月，BPA-4 3 月定檢，下游配合提前備貨，至於可塑劑春節後開工補貨。展望 1Q25，四大產品方面：(1)化工產品：EG 部分，麥寮維持 2 套開動(第一套、第三套)，屬於獲利狀態，至於德州 2 套設備獲利狀況則有望好轉(增資降低美金借貸金額，減少利息壓力)，南亞目前將 EG 生產重心放在美國，主因美國具有原料優勢；DOP 部分，市況變化不大，產能利用率低，供過於求仍嚴重；BPA 部分，下游 PC 需求將視中國救市力度，目前未見顯著需求大幅回溫。(2)塑膠產品：產品積極切入新領域，與國內廠商合作開發減白血袋、抗沾黏膜等醫療利基型產品。(3)電子材料：營運表現好於上季，CCL 部分，M6 已量產，M7、M8 研發完成，預計今年可以量產，至於 M9、M10 積極研發中；銅箔部分，特殊、利基型(高頻高速、超薄)等產品雖銷量不大，然獲利貢獻佳；玻布、玻紗部分，主流的 K2 預計今年逐步量產。(4)聚酯產品：產業方面，年後聚酯開工率提升，惟終端織造需求較溫，近期聚酯廠家

開始出現累庫。綜上所述，預估 1Q25 營收 654 億元，QOQ-4%、YOY+12%，營益率 0.6%，營業利益 3.83 億元，較上季/去年同期虧轉盈，推估單季稅後 EPS 為 0.29 元。

Exhibit 4: EG、BPA 利差圖



維持中立評等

預估南亞 2025 年 EPS 0.91 元，2025 年營運谷底回升，預期 2025 年表現優於 2024 年，然公司轉型起步較慢，短期營運仍充滿挑戰；股利政策方面，公司公告配發 0.7 元現金股利，殖利率 2%，維持中立評等，目標價 35 元 (0.8x2025BVPS)。

Exhibit 5: 稅後淨利與 PBR

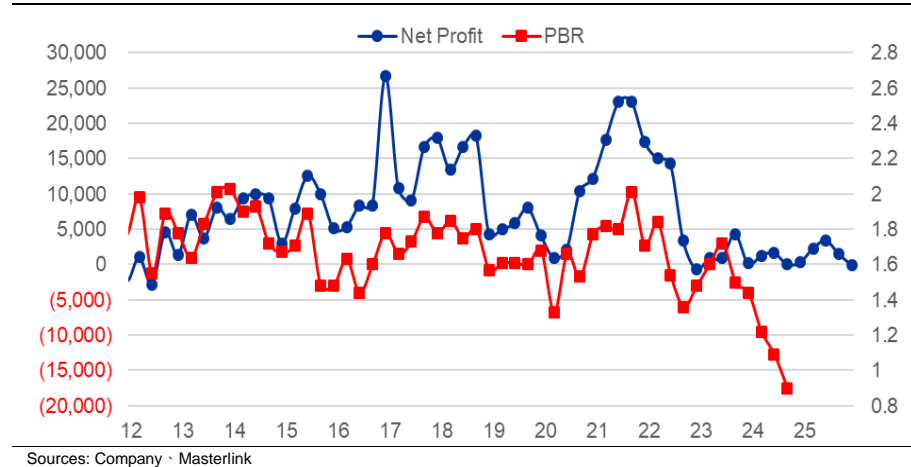


Exhibit 6: 股利政策

1303 南亞	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026(F)
EPS(t-1)	4.50	6.16	6.87	6.66	2.91	3.24	10.26	4.06	0.80	0.43	0.91
現金股利(元)	3.30	4.50	5.10	5.00	2.20	2.40	7.50	3.00	0.70	0.70	0.68
現金股利配發率(%)	73%	73%	74%	75%	76%	74%	73%	74%	88%	163%	75%
殖利率(%)	4.71%	5.88%	6.75%	6.87%	3.13%	2.79%	10.46%	4.54%	1.69%	1.69%	1.63%

Sources: Company、Masterlink

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	355,183	259,755	259,608	267,303		Cash	89,445	80,301	66,445	30,383	
COGS	301,277	240,519	241,033	243,699		Marketable securities	37,057	33,981	16,254	33,275	
Gross profit	53,907	19,236	18,575	23,604		A/R & N/R	14,485	11,306	7,690	12,323	
Operating expense	21,879	17,242	18,127	16,947		Inventory	52,985	50,552	51,696	53,200	
Operating profit	32,030	1,984	448	6,657		Others	49,242	38,999	43,416	48,458	
Total non-operate. Inc.	15,521	7,146	4,076	4,719		Total current asset	243,214	215,139	185,502	177,639	
Pre-tax profit	47,551	9,130	4,523	11,376		Long-term invest.	188,015	196,384	192,089	196,087	
Total Net profit	38,485	8,110	3,307	8,520		Total fixed assets	211,967	216,213	218,273	207,810	
Minority	0	0	0	0		Total other assets	422,103	433,389	431,972	425,063	
Net Profit	32,109	6,310	3,340	7,189		Total assets	665,316	648,528	617,473	602,701	
EPS (NT\$)	4.06	0.80	0.43	0.91							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25 F		Short-term Borrow	38,775	31,803	22,976	31,185	
Sales	-13.7	-26.9	-0.1	3.0		A/P & N/P	14,485	11,306	7,690	12,323	
Gross profit	-48.1	-64.3	-3.4	27.1		Other current liab.	117,303	84,099	110,006	47,296	
Operating profit	-60.5	-93.8	-77.4	1,387.5		Total current liab.	170,563	127,208	140,671	90,804	
Pre-tax profit	-54.0	-80.8	-50.5	151.5		L-T borrows	58,252	106,351	83,150	83,466	
Net profit	-60.5	-80.3	-47.1	115.2		Other L-T liab.	42,400	37,885	31,049	37,800	
EPS	-60.4	-80.3	-46.3	110.8		Total liability.	271,215	271,444	254,870	212,069	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25 F		Common stocks	79,308	79,308	79,308	79,308	
Gross	15.2	7.4	7.2	8.8		Reserves	27,693	27,734	27,043	27,282	
Operating	9.0	0.8	0.2	2.5		Retain earnings	287,100	270,042	256,252	284,042	
EBITDA	19.4	13.4	-5.2	7.9		Total Equity	394,101	377,084	362,603	390,632	
Pre-tax	13.4	3.5	1.7	4.3		Total Liab. & Equity	665,316	648,528	617,473	602,701	
Net	9.0	2.4	1.3	2.7							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	65,396	67,468	68,504	65,935		Net income	32,109	6,310	3,340	7,189	
Gross profit	4,532	5,643	6,190	7,238		Dep & Amort	19,511	22,437	22,032	6,253	
Operating profit	383	1,385	1,797	3,092		Investment income	-4,819	-3,974	-1,414	-7,739	
Total non-ope inc.	2,340	3,146	1,331	-2,099		Changes in W/C	9,014	10,778	-7,853	-2,503	
Pre-tax profit	2,723	4,532	3,128	993		Other adjustment	19,482	127	2,681	10,280	
Net profit	2,288	3,425	1,532	-56		Cash flow – ope.	75,296	35,678	18,786	13,479	
EPS	0.29	0.43	0.19	-0.01		Capex	-30,426	-23,809	-12,447	-23,770	
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Change in L-T inv.	0	-2,049	-66	-750	
Net sales	11.5	1.6	3.1	-3.2		Other adjustment	-10,949	-5,551	-5,387	-6,478	
Gross profit	36.1	8.1	12.2	60.6		Cash flow – inve.	-41,375	-31,408	-17,900	-30,998	
Operating profit	虧轉盈	116.5	80.8	虧轉盈		Free cash flow	24,461	-6,973	-6,731	-4,345	
Net profit	84.3	97.5	2,229.2	盈轉虧		Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Cash dividend	-59,374	-23,833	-5,615	-26,967	
Net sales	-4.0	3.2	1.5	-3.7		Other adjustment	12,008	18,876	-7,766	11,102	
Gross profit	0.6	24.5	9.7	16.9		Cash flow-Fin.	-22,905	-11,930	-20,112	-20,210	
Operating profit	虧轉盈	261.9	29.7	72.1		Exchange influence	3,879	-1,483	5,371	1,667	
Net profit	667.3	49.7	-55.3	盈轉虧		Change in Cash	14,895	-9,143	-13,856	-36,062	
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Ratio Analysis					
Gross	6.9	8.4	9.0	11.0		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25 F	
Operating	0.6	2.1	2.6	4.7		ROA	4.8	1.0	0.5	1.2	
Net	3.5	5.1	2.2	-0.1		ROE	8.1	1.6	0.9	1.9	

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.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 5 of 5