

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	33.20 元
目標價	
3 個月	36.80 元
12 個月	36.80 元

南亞科(2408 TT)

Trading Buy

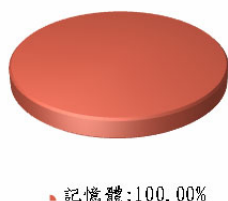
近期報告日期、評等及前日股價

01/14/2025	Neutral	26.65
10/11/2024	Neutral	43.50
08/06/2024	Neutral	49.95
07/11/2024	Buy	72.30
06/18/2024	Buy	67.90

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	30,986
市值(億元)	1,029
目前每股淨值(元)	53.27
外資持股比(%)	8.13
投信持股比(%)	2.39
董監持股比(%)	29.34
融資餘額(張)	30,259
現金股息配發率(%)	0.00

產品組合



股價相對大盤走勢



2Q25 價格向上，建議 Trading Buy。

投資建議：AI 持續挹注雲端資料中心伺服器 DRAM 需求，相關 HBM/DDR5 需求佳，有機會拉抬 2025 年 DRAM 市況。供應商專注在 HBM 產能投資及 DDR5 等高效能運算產品。並減少 DDR3/DDR4/LPDDR4 生產，庫存水位持續下降。DRAM 對市場供需為高度敏感，近期 AI 應用需求強勁、庫存調整告一段落，市場需求回溫，有助於推升 DRAM 單價，預期價格將維持穩定或小幅上漲。關稅要持續觀察，至少 90 天內對 DRAM 影響有限，因此預期 2Q25 DRAM 價格將上揚，有助南亞科營運改善，預估南亞科 2025 年稅後 EPS -0.97 元。南亞科目前並未因關稅議題進行價格調漲，僅有個別記憶體大廠表明要客戶負擔關稅。若不考慮關稅，南亞科在 DDR5 良率改善下，將有機會轉虧為盈，因此建議 Trading Buy，目標價 36.8 元(PBR0.7X)。

1Q25 稅後 EPS-0.63 元：因應美國提高進口關稅，下游品牌廠提前拉貨。南亞科自結 1Q25 營收為 71.88 億元，QoQ+9.32%，ASP 約 QoQ+7~+9%，匯率對營收影響 QoQ+1~3%，Shipment QoQ-1~3%。1Q25 毛利率受產品組合與新製程技術轉換影響。毛利率從 4Q24 的 -10.56% 下滑至 -14.96%，減少 4.39 個百分點。1Q25 營業利益 -31.55 億元，稅負抵減 4.82 億元，1Q25 稅後 EPS-0.63 元，淨值 52.89 元。

預估 2025 年資本支出 196 億元，YoY+21.41%：預估 2025 年資本支出預計約為新台幣 196 億元，YoY+21.41%。南亞科原預估 2024 年全年 bit growth YoY>20%，上修至 YoY>30%，主要是因為 DDR3 和 DDR4 產能移轉至 1B 製程 DDR5。新製程的每片晶圓產出位元數較前一代製程增加 70~85%，預計 2Q25 1Bnm 製程晶圓投片達到 30%，位元產出貢獻將接近 50%。

2024 年折舊費用約 13 億元/月，預期接下來幾年將會逐步減少，2025~2026 年，折舊費用將分別降至平均 10 億/月和 8 億/月，從 4Q25 開始會較明顯下滑。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	34,132	35,596	46,203	9,503	9,921	8,133	6,575	7,188	8,200	9,225	10,983	10,769
營業毛利淨額	-421	2,618	14,195	-277	287	264	-695	-1,075	-169	756	3,106	2,989
營業利益	-10,555	-6,052	4,478	-2,918	-2,319	-2,505	-2,812	-3,155	-2,205	-1,435	744	759
稅後純益	-5,083	-2,994	3,408	-1,208	-814	-1,487	-1,574	-1,941	-1,317	-685	949	601
稅後 EPS(元)	-1.64	-0.97	1.10	-0.39	-0.26	-0.48	-0.51	-0.63	-0.43	-0.22	0.31	0.19
毛利率(%)	-1.23%	7.35%	30.72%	-2.91%	2.89%	3.24%	-10.56%	-14.96%	-2.06%	8.19%	28.28%	27.76%
營業毛利率(%)	-30.92%	-17.00%	9.69%	-30.71%	-23.38%	-30.81%	-42.76%	-43.89%	-26.89%	-15.56%	6.77%	7.04%
稅後純益率(%)	-14.89%	-8.41%	7.38%	-12.72%	-8.21%	-18.28%	-23.93%	-27.00%	-16.07%	-7.42%	8.64%	5.58%
營業收入 YoY/QoQ(%)	14.18%	4.29%	29.80%	9.18%	4.40%	-18.03%	-19.15%	9.32%	14.08%	12.50%	19.05%	-1.95%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-36.67%

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 309.86 億元計算。

南亞科 ESG：

佈局綠色科技生產

DRAM 為智慧世代的關鍵零組件，南亞科研發先進且具高效能的「環境友善產品」以符合市場與客戶需求。所有產品於設計初期時，即導入生命週期思維與綠色設計，透過綠色產品推動委員會進行綠色產品管理。2021 年節能產品佔整體營收 87%，協助客戶節省約 7.12 億度電力。南亞科亦積極落實綠色生產，將綠色管理融入企業經營中，2021 年進行 33 項「節能行動方案」，共節約逾 759 萬度電力，於再生能源方面，南亞科在 2021 年購買 1,040 萬度陸域風電，2022 年將持續洽購再生能源(如太陽光電或離岸風電)，預計 2023 年起，十年內使用再生能源可達 2.5 億度，並以共同倡議 RE100 及承諾 SBT 目標邁進。

重視人才發展與培養

「人才」是公司創新、營運與永續發展的根本，南亞科 2021 年以【共學聚-We Together, We Learn, We Grow】做為人才培育主軸，強化公司全方位人才培育與發展，2021 年員工平均每人受訓時數較 2020 年提升 32.5%，達到 41.6 小時，為過去四年最高。此外，在半導體活絡發展的趨勢下，記憶體等產業人才需求升高，南亞科技與長庚大學簽署成立記憶體學程碩士班，學生除可獲高額獎學金，更可獲得畢業後的就業機會。南亞科技期盼從育才、用才、引才、聚才、留才各方面，強化臺灣記憶體產業在國際上的競爭力。

共同攜手永續夥伴

南亞科攜手上下游合作夥伴一同前行，295 家供應商認同公司的永續理念，一同簽署南亞科技企業社會責任承諾書且簽署率達 100%、輔導供應商進行永續改善，稽核、輔導與改善率均 100%完成，並持續辦理供應鏈研討會。此外，也與供應商共同合作推動人權及環境相關的議題，在社會專案方面，2021 年協助移工退費累計達新臺幣 4,510 萬元，在環境專案方面，2021 年輔導 14 家供應商推動節能活動，節電效益達 3,315 千度。

關懷員工與社會

2021 年新冠疫情，為守護員工健康及維持安全的工作環境，南亞科透過「防疫應變工作小組」持續監控國內外疫情，並推動各項防疫與應變措施，特別和林口長庚醫療團隊合作於公司設立快篩站，提供員工及外包廠商免費快篩服務，共計提供超過 5,552 人次快篩服務，南亞科亦捐贈 3,200 劑快篩試劑予新北市政府，及 2,000 組「防疫使者包」予耕莘醫院；此外，也協助新北市偏鄉學校添購視訊直播設備，落實偏鄉跨校共學，實踐在疫情中遠距教學的數位平權，共計 2,000 名學生受惠。

永續績效備受肯定

南亞科視 ESG 為企業的重要承諾，南亞科追求經營績效的同時，也同步落實 ESG 的平衡發展。2021 年，南亞科入選 DJSI 最高等級「世界指數」成分股及「新興市場指數」成分股(全球記憶體業排名第一)、兩度榮獲 CDP 氣候變遷評比最高榮譽「A List 領導等級」、連續四年入選 MSCI/FTSE4Good 新興市場指數成分股；國內方面，南亞科榮獲環保署國家企業環保獎、經濟部綠色工廠認證、TCSA「十大永續典範台灣企業獎」、遠見 CSR 企業社會責任獎，並連續四年入選臺灣永續指數成分股、四度於公司治理評鑑中獲得排名前 5%、及持續入選天下企業永續公民獎等殊榮。

客戶提早拉貨，南亞科 1Q25 稅後 EPS-0.63 元，淨值 52.89 元：

1Q25 因應美國提高進口關稅，下游品牌廠大都提前出貨，各主要 PC OEM 要求 ODM 提高整機組裝量，加速去化 OEM 手中的 DRAM 庫存。為確保產線供料穩定，庫存水位較低的廠商提高採購量。

南亞科自結 1Q25 營收為 71.88 億元，QoQ+9.32%，南亞科 DRAM 平均銷售價格較 4Q24 下滑，ASP 約 QoQ-1~3%，匯率對營收影響 QoQ+1~3%，Shipment QoQ-7~-9%，HBM 和 DDR5 需求穩定，消費性電子需求和其他利基型 DRAM 出貨量上揚。1Q25 毛利率受產品組合與新製程技術轉換影響。1Q25 毛利率從 4Q24 的-10.56%下滑至-14.96%，減少 4.39 個百分點，(1Q25 毛利率含小部份閒置產能損失，1Q25 產能利用率約 90%)。

1Q25 推銷管理費用較 4Q24 的 6.28 億元減少，約 5.49 億元，較每季平均約 6 億元下滑。研發費用 1Q25 為 15.31 億元，較 4Q24 的 14.89 億元增加。1Q25 營業利益-31.55 億元，虧損較 4Q24 的-28.12 億元增加，稅負抵減 4.82 億元，南亞科 1Q25 稅後虧損 19.41 億元，稅後 EPS-0.63 元，較 4Q24 虧損 15.74 億元增加，淨值 52.89 元。

表一、1Q25 南亞科營收影響因素

Item	1Q25	4Q24	3Q24	2Q24	1Q24
	QoQ	QoQ	QoQ	QoQ	QoQ
Revenue	9.32%	(19.15%)	(18.03%)	4.40%	9.18%
Shipment	7~9%	(7~9%)	(21~23%)	(4~6%)	1~3%
ASP	(1~3%)	(11~13%)	4~6%	11~13%	7~9%
Exchange Rate	1~3%	0%	0%	1~3%	(1~3%)

資料來源：南亞科、群益投顧彙整

南亞科預估 2025 年資本支出 196 億元，YoY+21.41%：

南亞科原預估 2024 年資本支出計畫不超過新台幣 260 億元為上限，YoY+96.97%，但需求不佳和機台延後，公司降低 2024 年資本支出至 200 億元，YoY+51.52%，但 2024 年生產設備(WFE)的資本支出仍佔 50%。1Q24、2Q24、3Q24 和 4Q24 資本支出分別為新台幣 29 億元、25 億元、73 億元和 34 億元，累計 2024 資本支出為 161.43 億元。預估 2025 年資本支出預計約為新台幣 196 億元，YoY+21.41%。

2025 年 4 月 11 日

南亞科原預估 2024 年產出將逐步回歸正常水準，1Q24 bit growth QoQ+1~3%，2Q24 bit growth QoQ-4~-6%，可是 3Q24 消費需求不佳，出貨量大幅下滑，3Q24 bit growth QoQ-21~-23%，4Q24 bit growth QoQ-7~-9%，2024 年全年 bit growth YoY>20%，下修至 YoY+0%。目前預估 2025 年全年 bit growth YoY>30%，較原先 YoY>20%上揚，主要是 DDR3 和 DDR4 產能移轉至 1B 製程 DDR5(16Gb)，且公司認為 1Q25 開始市場需求逐步改善。1Q25 bit growth QoQ+7~9%，預估 2Q25 bit growth QoQ+10%。

2024 年折舊費用約 13 億元/月，預期接下來幾年將會逐步減少，2025~2026 年，折舊費用將分別降至平均 10 億/月和 8 億/月，4Q25 開始折舊會明顯下滑。南亞科 2022 年新 12 吋晶圓廠 FAB5A 開工動土，規劃分三階段進行擴建，月產能約 45K 片，採用 10nm 製程技術生產 DRAM，預計總投資金額高達 3,000 億元。從 1B/1C 製程導入，產能規模將視市場需求分階段設置。新製程技術為南亞科帶來新的技術平台，並為未來更高密度的 LPDDR5、LPDDR6 提供持續發展機會，且是自主開發，可掌握技術開發步調，不用仰賴他廠授權，成本上也能有所改善。南亞科的 10nm 分成 A、B、C 三個世代，南亞科是採用的記憶儲存細胞(Cell)可進行微縮，因此可由 1A 逐步推進至 1B 再到 1C。南亞科製程轉換照計劃進行，3Xnm 轉至 1Xnm 進度不變，會視整體景氣動態調整。

2025 年 WFE 資本支出主要用於量產的第二代 10nm 1B 製程，並將重心放在第三代 10nm 1C 設備增加，1B 製程在 2023 年小量試產，第三代 1C 製程也將照進度試產。在目前價格充滿挑戰的情況下，公司積極量產新製程，1B(16nm)製程技術 8Gb DDR4 與 16Gb DDR5 產品已於 2H24 如期量產，16Gb DDR5 5600 已於 4Q24 開始交貨，16Gb DDR5 6400 目標於 2Q25 出貨，亦會量產 LPDDR4 和 LPDDR5。

南亞科 1B(16nm)製程 8Gb DDR4 與 16Gb DDR5 產品在 2H24 開如期量產，從 09/2024 開始投片，12/2024 開始產出，計畫 2025 年 1Bnm 製程陸續推出 LPDDR4 及 LPDDR5，2024 年底 1Bnm 製程佔每月投片產能 15%，進入 01/2025 20%每月投片已為 1B 製程，16Gb 5600 DDR5 產品已於 1Q25 開始交貨；速度 6400 的產品亦於 2Q25 送樣中。1B 投片已於 2Q25 達到產能的三分之一，2025 年佔總投片 30%以上，產品包括 DDR4、DDR5、LPDDR4、LPDDR5，主要以 DDR5 為主；1C 製程量產可能要到 2026 年底，1D 則在 2027 年後。2025 年產能規劃方面，20nm 將佔產能 36K/月，1Bnm 則至少佔 20K/月。2025 年也會開始先進封裝 TSV 等研發。預計導入的極紫外光 EUV 技術也在研發中，預估 10nm 第四代(1D)才有可能導入 EUV，至少要到 2026 年以後，在興建新廠時也會興建 EUV 極紫外光微影設備獨立廠房。1C、1D 製程與客製化產線開發如期進行。

2Q25 價格上揚，惟製程轉換，毛利率仍有壓，預估 2Q25 南亞科稅後 EPS-0.43 元：

DRAM 是智慧化的關鍵零組件，5G、AI、雲端及網通等長期應用佳，但需求會受到總體經濟的影響。供應商方面，DRAM 供應商增加資本支出，主要用在 HBM 產能投資，並將產能轉至 HBM 產品與 TSV 先進封裝，以及 DDR5 等高效能運算產品。DRAM 供應商減少 DDR3/DDR4/LPDDR4 生產，庫存水位持續下降。因此 DRAM 在供給端受到控制。

2025 年 4 月 11 日

各產品線方面，AI 應用於雲端伺服器與邊緣運算，驅動 DRAM 的需求成長，小型語言模型推廣 AI 至邊緣裝置(PC、手機、汽車、機器人等)，並新增客製化 DRAM 需求。不過，公司的產品尚未和 AI server 有直接關係，2025 年 Server 佔公司營收比重僅個位數。AI 商機及庫存去化，市場需求有機會逐季好轉，伺服器方面，雲端業者及 AI 基礎建設之資本支出增加，2Q25 仍然強勁，AI 與高端伺服器需求持續成長，帶動 DDR5 及高容量 DRAM 需求，美國雲端企業的 IT 支出是觀察重點。手機方面，全球智慧手機持續發展 AI 應用功能，有利換機需求，平均 DRAM 搭載量增加。短期中國補貼政策帶動需求；長期邊緣運算推升 AI 手機普及率；PC 年出貨量成長有限，新世代 AI PC 滲透率仍在起步階段，低成本的 AI 開源模型有利 AI PC 換機需求及 DRAM 的搭載量。消費型電子終端產品方面，區域經濟有機會受政策性刺激方案而改善，加上庫存降低推升單價，長期可能因中美關稅引起不確定性，關稅要持續觀察，至少 90 天內對 DRAM 影響有限，因此預期 2Q25 DRAM 價格將上揚。

南亞科 1Q25 DRAM 出貨 QoQ+7~+9%，庫存改善，不過產能逐步轉移至 DDR5 和新製程，預計庫存水位將逐月改善。以產能 60K/月來看，2Q25 產能利用率將自 1Q25 的 90%再提升，預估 2Q25 bit growth QoQ+10%左右，南亞科正進行製程轉換期，1B 製程轉換，計畫 2Q25 投片將達到總產能的三分之一，初期良率較低，但熬過爬升期後，產品價值及對營運挹注效果將會很快顯現，但 2Q25 受到初期良率還不高，產量受限影響，還是處於虧損，預估 1B 轉換的甜蜜點將落在 2Q25 末，南亞科 2Q25 單月有機會毛利率轉正。預估南亞科 2Q25 稅後 EPS-0.43 元。

關稅有可能會影響需求量，但記憶體報價有機會維持高檔，預估南亞科 2025 年稅後 EPS -0.97 元：

AI 持續挹注雲端資料中心伺服器 DRAM 需求，相關 HBM/DDR5 需求佳，有機會拉抬 2025 年 DRAM 市況。邊緣 AI 運算將逐步發展於終端應用(如: AI PC、AI 手機、AI 機器人等各種智慧電子產品)。各種 AI 應用產品推出，有機會帶動新一波 DRAM 需求成長。一般型 PC、手機及消費型電子產品需求增加中。供應商方面，DRAM 供應商增加資本支出，主要用在 HBM 產能投資，並將產能轉至 HBM 產品與 TSV 先進封裝，及 DDR5 等高效能運算產品。DRAM 供應商減少 DDR3/DDR4/LPDDR4 生產，庫存水位持續下降，但要觀察中國大陸 DRAM 廠產能開出情況。目前並未因關稅議題進行價格調漲，僅有個別記憶體大廠表明客戶要負擔關稅，DRAM 對市場供需為高度敏感，近期 AI 應用需求強勁、庫存調整告一段落下，市場需求回溫，有助於推升 DRAM 單價，預期價格將維持穩定或小幅上漲。

南亞科 Fab3 量產進展符合預期，DDR5 晶圓投片中，產能正在轉移至 DDR5 和新製程，不過產品轉換期，將會有產能損失。1B(16nm)製程 8Gb DDR4 與 16Gb DDR5 產品在 09/2024 開始投片，12/2024 產出，2024 年底 1Bnm 製程佔每月投片產能 15%。由於新製程的每片晶圓產出位元數較前一代製程增加 70~85%，相當於整體位元產出 25%。預計 2Q25 1Bnm 製程晶圓投片達到 30%，位元產出貢獻將接近 50%。DDR5 銷售貢獻在 2Q25 明顯增加，2025 年 1Bnm 製程陸續推出 LPDDR4 及 LPDDR5，2025 年平均銷售價格有望隨著 DDR5 貢獻的增加開始回升。預計 2025 年每季的研發費用約 15 億新台幣。

2025 年 4 月 11 日

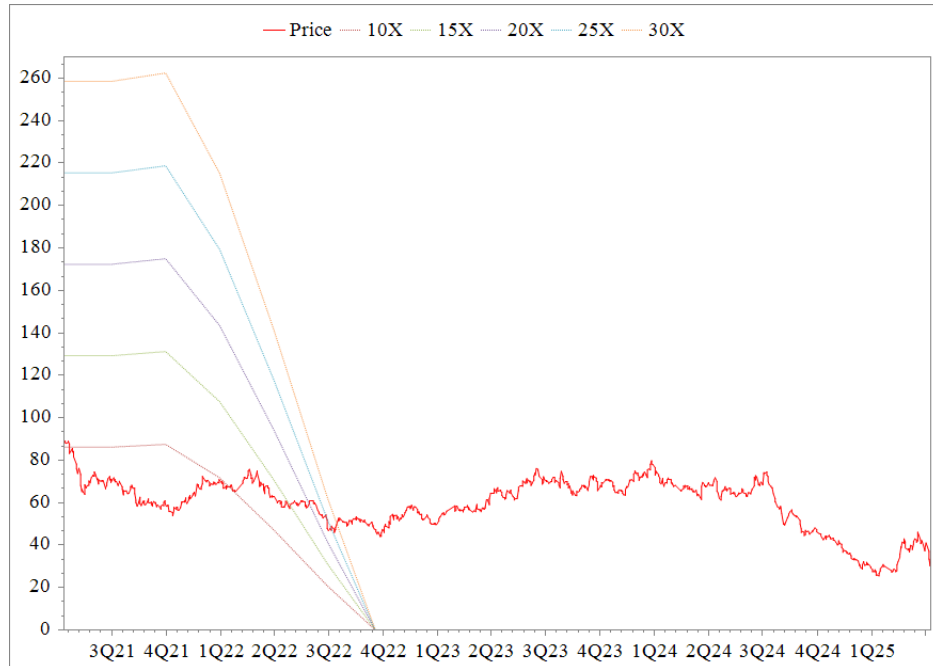
半導體為用電用水大戶，電價自 2023 年以來已上漲近 50%，對營運成本有重大影響。南亞科將持續與政府和台電溝通，並優化電力使用，如增加綠電等，補貼成本衝擊。

目前南亞科消費性佔營收比重 65~70%，而 DDR3+DDR4 佔公司營收 70%，南亞科目標 2025 年 DDR5 營收可望超過>30%，LPDDR 約佔 20%，排除 DDR5 和 low power DRAM，其餘則為 DDR4 和 DDR3。2025 年在 DDR5 的比重提升下，將有助南亞科整體 ASP 提升，再加上折舊費用下滑，使南亞科 2H25 有機會單季由虧轉盈，預估南亞科 2025 年稅後 EPS -0.97 元。

南亞科直接輸美佔比不高，受美國關稅調整影響程度小，對外報價未因美國關稅稅率變化而更動。DRAM 整體供需和全球經濟變化相關，未來乃得密切觀察中美兩國的關稅走勢。

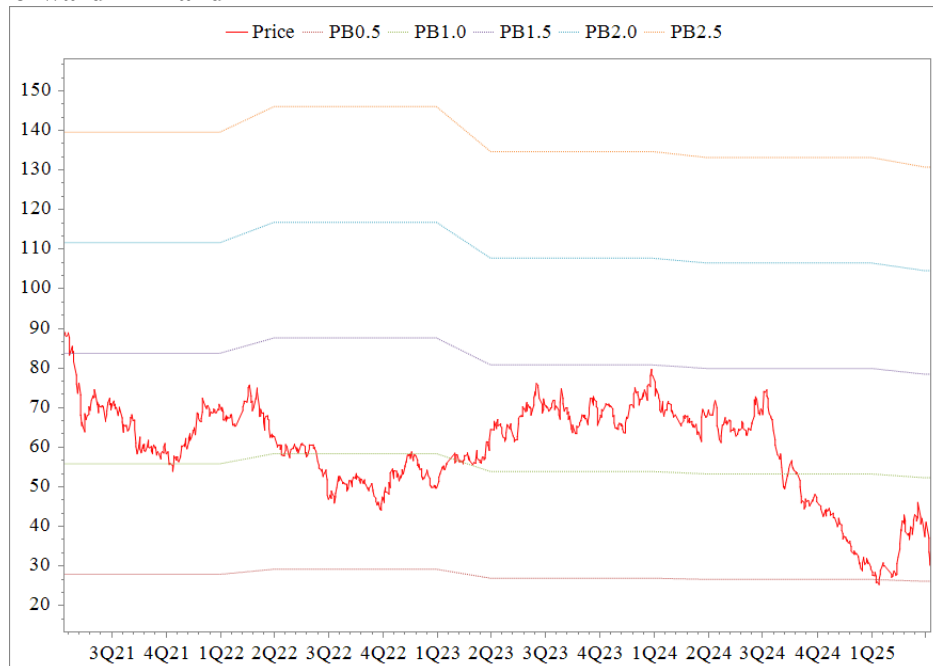
2025 年 4 月 11 日

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

2025 年 4 月 11 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	202,236	192,351	206,706	206,478	209,524
流動資產	105,512	96,510	107,946	122,407	127,977
現金及約當現金	73,593	58,812	61,903	72,271	74,543
應收帳款與票據	4,360	5,220	4,132	4,680	5,250
存貨	23,384	27,634	35,318	37,394	39,439
採權益法之投資	5,386	5,120	4,645	640	553
不動產、廠房設備	84,897	81,838	84,327	82,082	79,826
負債總計	21,278	25,427	41,653	44,419	44,057
流動負債	16,179	20,118	32,780	28,006	34,094
應付帳款及票據	5,604	3,443	5,180	2,896	4,892
非流動負債	5,099	5,309	8,873	18,696	10,251
權益總計	180,958	166,924	165,053	162,059	165,467
普通股股本	30,980	30,981	30,986	30,986	30,986
保留盈餘	116,541	102,516	97,478	94,484	97,892
母公司業主權益	180,958	166,924	165,053	162,059	165,466
負債及權益總計	202,236	192,351	206,706	206,478	209,524

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	56,952	29,892	34,132	35,596	46,203
營業成本	35,610	34,375	34,552	32,294	32,007
營業毛利淨額	21,342	-4,483	-421	2,618	14,195
營業費用	10,340	9,977	10,134	8,670	9,717
營業利益	11,002	-14,460	-10,555	-6,052	4,478
EBITDA	30,778	1,607	6,612	9,300	14,009
業外收入及支出	4,480	596	-286	2,390	-469
稅前純益	16,877	-10,705	-6,557	-3,662	4,009
所得稅	2,258	-3,265	-1,474	-668	601
稅後純益	14,619	-7,440	-5,083	-2,994	3,408
稅後 EPS(元)	4.72	-2.40	-1.64	-0.97	1.10
完全稀釋 EPS**	4.72	-2.40	-1.64	-0.97	1.10

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 309.86【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 309.86 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-33.47%	-47.51%	14.18%	4.29%	29.80%
營業毛利淨額	-42.39%	N.A	N.A	N.A	442.23%
營業利益	-59.53%	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	-36.02%	N.A	N.A	N.A	N.A

獲利能力分析(%)

毛利率	37.47%	-15.00%	-1.23%	7.35%	30.72%
EBITDA(%)	54.04%	5.38%	19.37%	26.13%	30.32%
營益率	19.32%	-48.37%	-30.92%	-17.00%	9.69%
稅後純益率	25.67%	-24.89%	-14.89%	-8.41%	7.38%
總資產報酬率	7.23%	-3.87%	-2.46%	-1.45%	1.63%
股東權益報酬率	8.08%	-4.46%	-3.08%	-1.85%	2.06%

償債能力檢視

負債比率(%)	10.52%	13.22%	20.15%	21.51%	21.03%
負債/淨值比(%)	11.76%	15.23%	25.24%	27.41%	26.63%
流動比率(%)	652.16%	479.73%	329.30%	437.07%	375.37%

其他比率分析

存貨天數	179.35	270.86	332.51	410.91	438.09
應收帳款天數	51.04	58.49	50.00	45.18	39.22

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	21,082	-6,095	1,952	-207	16,878
稅前純益	16,877	-10,705	-6,557	-3,662	4,009
折舊及攤銷	15,247	15,326	16,144	12,320	10,080
營運資金變動	-1,810	-7,271	-4,859	-4,908	-619
其他營運現金	-9,232	-3,445	-2,776	-3,958	3,408
投資活動現金	-20,868	-12,786	-16,188	-11,161	-19,515
資本支出淨額	-20,588	-13,148	-16,141	-19,600	-19,697
長期投資變動	-729	-6	-6	0	0
其他投資現金	449	369	-40	8,439	182
籌資活動現金	-11,771	4,196	13,707	21,736	4,909
長借/公司債變動	0	0	4,000	9,823	-8,445
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-11,470	-6,600	0	0	0
其他籌資現金	-301	10,796	9,707	11,913	13,355
淨現金流量	-7,107	-14,781	3,091	10,369	2,272
期初現金	80,700	73,593	58,812	61,903	72,271
期末現金	73,593	58,812	61,903	72,271	74,543

資料來源：CMoney、群益

2025 年 4 月 11 日

季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	8,704	9,503	9,921	8,133	6,575	7,188	8,200	9,225	10,983	10,769	11,114	11,837
營業成本	9,892	9,780	9,634	7,869	7,270	7,580	8,369	8,469	7,877	7,780	7,933	8,107
營業毛利淨額	-1,188	-277	287	264	-695	-1,075	-169	756	3,106	2,989	3,182	3,730
營業費用	2,863	2,642	2,606	2,769	2,117	2,080	2,036	2,191	2,362	2,231	2,389	2,512
營業利益	-4,050	-2,918	-2,319	-2,505	-2,812	-3,155	-2,205	-1,435	744	759	792	1,218
業外收入及支出	521	1,375	1,046	677	899	732	655	630	373	-51	-122	-149
稅前純益	-3,530	-1,543	-1,273	-1,828	-1,913	-2,423	-1,550	-806	1,117	707	670	1,069
所得稅	-1,050	-335	-459	-341	-339	-482	-232	-121	167	106	101	160
稅後純益	-2,480	-1,208	-814	-1,487	-1,574	-1,941	-1,317	-685	949	601	570	908
最新股本	30,986	30,986	30,986	30,986	30,986	30,986	30,986	30,986	30,986	30,986	30,986	30,986
稅後EPS(元)	-0.80	-0.39	-0.26	-0.48	-0.51	-0.63	-0.43	-0.22	0.31	0.19	0.18	0.29

獲利能力(%)

毛利率(%)	-13.65%	-2.91%	2.89%	3.24%	-10.56%	-14.96%	-2.06%	8.19%	28.28%	27.76%	28.63%	31.51%
營業利益率(%)	-46.53%	-30.71%	-23.38%	-30.81%	-42.76%	-43.89%	-26.89%	-15.56%	6.77%	7.04%	7.13%	10.29%
稅後純益率(%)	-28.49%	-12.72%	-8.21%	-18.28%	-23.93%	-27.00%	-16.07%	-7.42%	8.64%	5.58%	5.13%	7.67%

QoQ(%)

營業收入淨額	12.51%	9.18%	4.40%	-18.03%	-19.15%	9.32%	14.08%	12.50%	19.05%	-1.95%	3.21%	6.50%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	2.01%	4.47%	53.65%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-36.67%	-5.19%	59.38%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-36.67%	-5.19%	59.38%

YoY(%)

營業收入淨額	9.44%	47.91%	41.18%	5.12%	-24.46%	-24.36%	-17.35%	13.43%	67.03%	49.82%	35.54%	28.31%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

註1：稅後EPS以股本309.86億元計算

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。