

# 記憶體產業

## 減碼·維持

### 焦點內容

1Q23 期間，記憶體業者透過提前銷售至模組業者，移轉庫存壓力，將限縮 2Q23 模組業者採購量，使我們認為 2Q23 DRAM 現貨價將延續跌勢，不如部分投資人樂觀預期的 2Q23 反轉上漲。我們持續保守看待南亞科(2408 TT, NT\$62.5, 降低持股)等記憶體業者 2023 年獲利及評價展望。

## 現貨市場需求已透支

### 重要訊息

1Q23 期間，記憶體業者透過提前銷售至模組業者，移轉庫存壓力，將限縮 2Q23 模組業者採購量，使我們認為 2Q23 DRAM 現貨價將延續跌勢，不如部分投資人樂觀預期的 2Q23 反轉上漲。

### 評論及分析

**模組業者採購已在 1Q23 提前透支。**在 1-3 月，多數模組業者提前自記憶體業者採購顆粒，造成模組業者的 DRAM 庫存水準自 12 月底的 8-11 週堆積至 3 月下旬的 9-13 週，營業規模越大者、庫存堆積幅度越高，主要背景包括：(1) 龍頭記憶體業者陸續面臨伺服器、PC 業者等主流需求下修，庫存堆積的壓力加劇，僅憑藉擴大減產幅度至 5-20%，仍不足以扭轉庫存堆積的壓力；(2) 記憶體業者針對模組業者釋出相較現貨及合約價的折扣，提供價格波動的安全邊際；(3) DRAM 業者普遍處營業虧損下，多數模組業者認為合約價跌幅已有限；(4) 中大型模組業者欲維護與記憶體業者的供應夥伴關係，以確保長期市佔率，且其可承接的庫存規模亦較大。通路代理業者對承接庫存仍抱持保守態度，反映其較不具自主銷售的能力。

**2Q23 現貨價將延續跌勢。**展望 2Q23，我們預估 DRAM 現貨價將延續跌勢，季減幅度與合約價的 10% 大致相同，主要係考量：(1) 中大型模組業者庫存累積至 12-13 週下，需重啟去庫存行動，顆粒採購量將僅可季持平、甚至季減；(2) 模組業者可直接以折扣價自記憶體業者取得顆粒貨源，不須自現貨市場採購；(3) 模組業者若須加速去庫存，則可能將以折扣價採購的顆粒轉至現貨市場拋售；(4) 利基型 DRAM 業者在 1Q23 藉電視 SoC 市場的補庫存緩解其他消費性應用需求的萎縮，惟電視零組件備貨旺季將進入尾聲。

**價格跌幅預估更加保守。**我們將 2Q23 合約價跌幅預估自 5% 調整至 10%，3Q23 跌幅預估自 0% 調整至 5%。目前，記憶體業者中，僅 SK Hynix(韓)、Micron(美)、Kioxia(日)預計在 2H23 延續 1Q-2Q23 的 15-30% 減產幅度、無升載計畫，而 Samsung(韓)已預計 3Q23 位元需求季增時縮小減產幅度，造成下游業者的庫存水準無法在 2Q-3Q23 便普遍去化至 6-8 週健康水準。長鑫存儲(中)已獲得美國政府豁免，使其可獲得 17nm 製程設備供應，並延續 19nm 及 17nm 製程的生產及產品開發。

### 投資建議

部分投資人原先樂觀預期模組業者可在 2Q23 完成庫存去化，並轉而積極採購顆粒，帶動現貨價反轉上漲，而模組業者庫存不減反增下，我們認為此樂觀情境的條件無法在 1H23 達成。我們持續保守看待南亞科(2408 TT, NT\$62.5, 降低持股)等記憶體業者 2023 年獲利及評價展望。

### 投資風險

業者製程轉換速度不如預期，需求弱於預期。

### 凱基投顧

許家源  
886.2.2181.8707  
tom.hsu@kgi.com

黃柏瑞  
886.2.2181.8706  
Barry.Huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

圖 1：個股評價

股票代碼	公司	相關產品 營收比重(%)	市值 (US\$m)	股價 (NT\$)	評等	目標價 (NT\$)	漲幅/ 跌幅(%)	EPS (NT\$)		
								2022	2023F	2024F
2408 TT	南亞科	DRAM(100)	6,380	62.5	降低持股	43	(31)	4.72	(3.70)	1.55
2344 TT	華邦電	DRAM(29), NAND Flash(6)	3,233	24.65	未評等	N.A.	N.A.	3.25	0.41	2.34
3260 TT	威剛	DRAM模組(45), SSD模組(36)	649	73.7	未評等	N.A.	N.A.	3.19	3.55	5.45

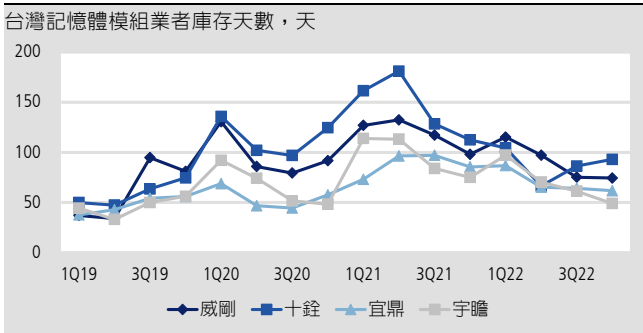
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：DRAM 供需及價格展望概覽

%	2022				2023				2022	2023	2024	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
DRAM												
位元供給成長率									19	3	16	
晶圓產出年增率									7	(8)	13	
晶圓產出年增量/季增量(千片/月)	22	16	23	(23)	(87)	(57)	4	41	99	(121)	197	
位元需求成長率									12	9	18	
供需比	104	106	109	112	110	106	101	95	108	102	101	
DDR4 8Gb合約價季增率	(8)	(1)	(15)	(23)	(20)	(10)	(5)	5				

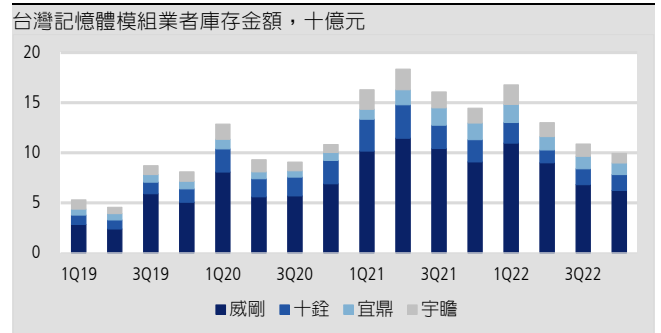
資料來源：TrendForce；凱基

圖 3：部分模組業者庫存水準仍高



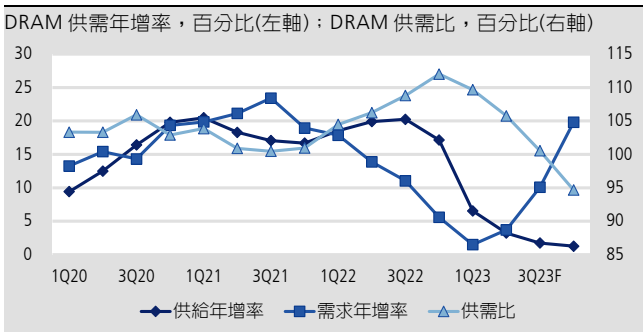
資料來源：凱基

圖 4：模組業者庫存金額仍高



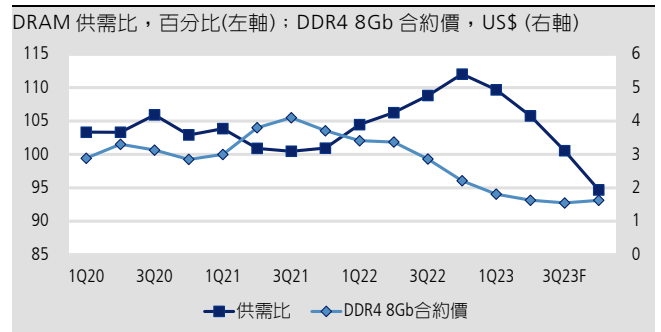
資料來源：凱基

圖 5：DRAM 市場將延續供過於求



資料來源：TrendForce；凱基

圖 6：DRAM 價格跌勢將延續至 2Q23



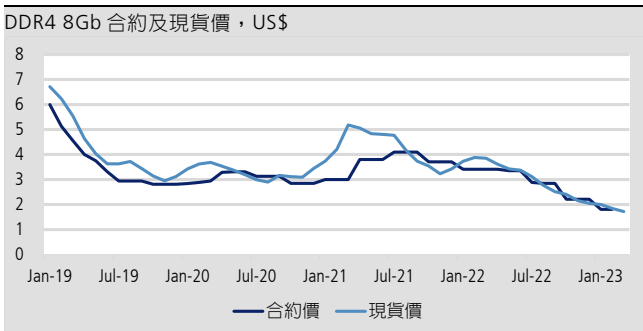
資料來源：TrendForce；凱基

圖 7：DRAM 及下游業者庫存水準

周數	健康水準	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F
資料中心業者	7-8	去庫存 7-9	補庫存 7-8	去庫存 10-12	去庫存 11-13	去庫存 9-13	去庫存	去庫存	補庫存
手機業者	5-6	去庫存 7-9	去庫存 7-9	去庫存 7-9	去庫存 6-8	去庫存 5-7	去庫存	補庫存	補庫存
PC業者	5-6	去>補庫存 8-10	去庫存 10-14	去庫存 10-14	去庫存 10-14	去庫存 9-13	去庫存	去庫存	補庫存
模組業者	5-6	去>補庫存 8-10	去庫存 7-9	去庫存 9-11	去庫存 8-11	去庫存 9-13	去庫存	補庫存	補庫存
DRAM業者	4-5	5-7	8-10	12-13	15	14-17	增加	減少	減少

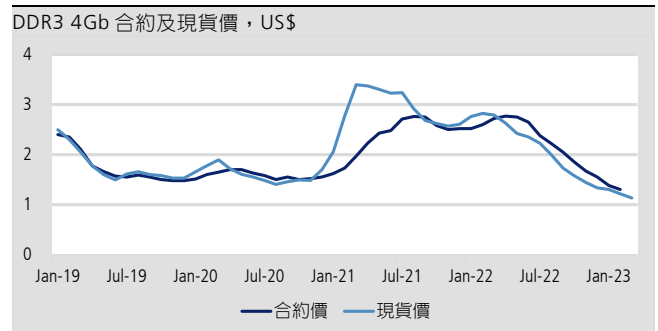
資料來源：TrendForce：凱基

圖 8：目前 DDR4 現貨價與合約價水準大致相同



資料來源：TrendForce：凱基

圖 9：2Q22 起，DDR3 現貨價低於合約價



資料來源：TrendForce：凱基

圖 10：2016-24 年 DRAM 業者年度產能展望

(千片/月)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>產能</b>	<b>962</b>	<b>1,066</b>	<b>1,191</b>	<b>1,298</b>	<b>1,364</b>	<b>1,495</b>	<b>1,594</b>	<b>1,473</b>	<b>1,670</b>
Samsung	336	305	415	463	495	584	653	630	695
SK Hynix	255	310	325	349	344	356	393	348	404
Micron	245	320	310	341	349	355	353	302	335
南亞科	60	60	65	71	71	71	68	54	68
合肥長鑫	0	0	0	0	31	50	54	73	89
其他	66	71	76	75	75	80	74	66	80
<b>年增量</b>		<b>104</b>	<b>125</b>	<b>107</b>	<b>66</b>	<b>131</b>	<b>99</b>	<b>(121)</b>	<b>197</b>
Samsung		(31)	110	48	33	89	69	(23)	65
SK Hynix		56	15	24	(5)	12	37	(45)	56
Micron		75	(10)	31	8	6	(2)	(51)	33
南亞科		0	5	6	(0)	0	(3)	(14)	13
合肥長鑫		0	0	0	31	19	4	19	16
其他		5	5	(1)	(1)	5	(6)	(8)	14

資料來源：TrendForce：凱基

圖 11：1Q22-4Q24 DRAM 業者季度產能展望

	2021				2022				2023			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
<b>投片量 (千片)</b>	1,441	1,479	1,507	1,553	1,575	1,591	1,614	1,591	1,504	1,446	1,450	1,491
Samsung	545	570	595	625	635	640	665	670	650	620	615	635
SK Hynix	345	353	355	370	380	390	390	410	378	338	338	338
Micron	355	355	355	355	360	360	360	333	302	302	302	302
南亞科	71	71	71	71	71	71	71	60	50	53	53	60
華邦電	25	26	27	27	24	23	21	17	21	25	28	32
力積電	44	48	48	48	47	47	43	34	28	28	29	34
長鑫存儲	50	50	50	50	50	52	55	57	65	70	75	80
晉華集成	6	6	6	7	8	8	9	10	10	10	10	10
<b>季增量</b>	23	38	28	46	22	16	23	(23)	(87)	(57)	4	41
Samsung	10	25	25	30	10	5	25	5	(20)	(30)	(5)	20
SK Hynix	(5)	8	2	15	10	10	0	20	(32)	(40)	0	0
Micron	10	0	0	0	5	0	0	(27)	(31)	0	0	0
南亞科	0	0	0	0	0	0	0	(11)	(10)	4	0	7
華邦電	(2)	1	1	0	(3)	(1)	(2)	(4)	4	4	3	4
力積電	3	4	0	0	(1)	0	(4)	(9)	(6)	0	1	5
長鑫存儲	5	0	0	0	0	2	3	2	8	5	5	5
晉華集成	2	0	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0

資料來源：TrendForce，凱基

## 降低持股 · 維持

收盤價 March 28 (NT\$)	62.50
12 個月目標價 (NT\$)	43.00
前次目標價 (NT\$)	43.00
維持 (%)	0.0
下跌空間 (%)	31.2

## 焦點內容

我們下修南亞科 1Q23 及 2023 年獲利展望，反映價格及稼動率預估下修。建議投資人靜待 3Q-4Q23 跌價尾聲再檢視該股。

## 交易資料表

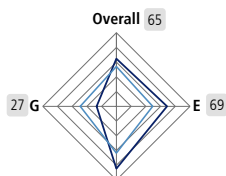
市值：(NT\$bn/US\$m)	193.6 / 6,372	
流通在外股數 (百萬股)：	3,098	
外資持有股數 (百萬股)：	463.0	
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.58	
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	45.50 - 69.30	

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	21.8	37.4	-10.5
相對表現 (%)	11	20.8	-0.1

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	0.88A	2.00A	2.44A	2.09A
2022	2.11A	2.12A	0.85A	(0.37)A
2023	(0.98)F	(1.14)F	(0.86)F	(0.70)F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 凱基投顧

許家源  
886.2.2181.8707  
tom.hsu@kgi.com

黃柏瑞  
886.2.2181.8706  
Barry.Huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

# 南亞科

(2408. TW/2408 TT)



## 價格及稼動率承壓

### 重要訊息

我們下修南亞科 1Q23 及 2023 年獲利展望，反映價格及稼動率預估下修。

### 評論及分析

**減產將墊高單位生產成本。**1Q23 期間，伺服器、PC 業者等主流需求陸續下修，造成龍頭記憶體業者庫存壓力加劇，整體 DRAM 合約價季減 20%、現貨價季減 16%，我們預估南亞科產品均價季減 20%。南亞科自 4Q22 起減產 15%，並預計在 1Q-2Q23 延續減產 25%，我們預估 1Q23 位元出貨量季持平，單位變動成本將自 4Q22 的 US\$0.14/GB 季增至 US\$0.19/Gb，EPS 將季減至-0.98 元，低於市場共識的-0.59 元。南亞科庫存水準自 3Q22 的 175 天(約當每股 6.12 元)堆積至 4Q22 的 240 天(約當每股 7.55 元)，使我們擔憂庫存跌價損失將進一步侵蝕毛利率。考量減產幅度在 1Q23 擴大，我們預估南亞科 2Q23 單位生產成本將進一步季增。

**價格及稼動率承壓。**我們將 2Q23 合約價跌幅預估自 5%調整至 10%，3Q23 跌幅預估自 0%調整至 5%，並將南亞科 2023 年 EPS 預估自-3.38 元下修至(-3.70)元，位元出貨量年增率自 0%下修至-2%，2H23 減產幅度僅收斂至 15%，主要係考量：(1) 1Q23 期間，記憶體業者提前銷售至模組業者，將限縮 2Q23 需求；(2) 伺服器業者放緩平台升級速度，使 DRAM 位元搭載量的成長放緩；(3) 電視 SoC 備貨將進入尾聲。

### 投資建議

反映南亞科在本輪下降循環期間的 DRAM 價格及稼動率承壓，我們維持南亞科「降低持股」與目標價 43 元，相當於 2023 年預估每股淨值 53 元的 0.8 倍。我們認為現貨價持續下跌將壓抑南亞科評價，建議投資人靜待 3Q-4Q23 跌價尾聲再檢視該股。

### 投資風險

產業製程轉換進度、PC 與智慧型手機需求不如預期。

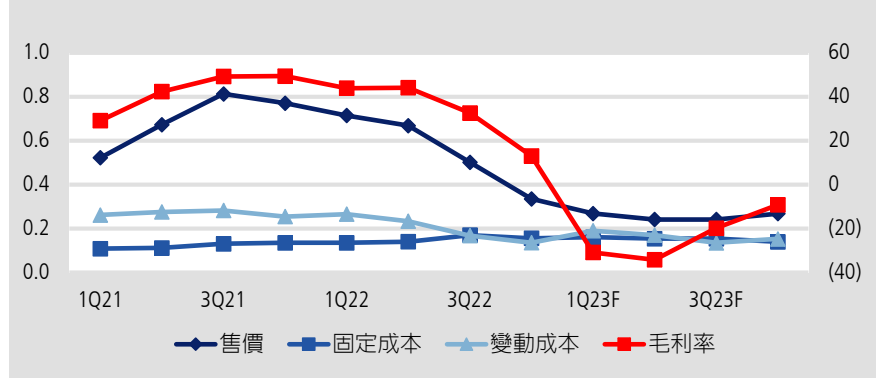
## 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	61,006	85,604	56,952	26,061	56,553
營業毛利 (NT\$百萬)	15,692	37,044	21,342	(5,886)	14,648
營業利益 (NT\$百萬)	8,434	27,186	11,002	(16,336)	3,948
稅後淨利 (NT\$百萬)	7,686	22,849	14,619	(11,451)	4,795
每股盈餘 (NT\$)	2.51	7.40	4.72	(3.70)	1.55
每股現金股利 (NT\$)	1.30	3.70	2.13	-	0.70
每股盈餘成長率 (%)	(22.3)	195.2	(36.2)	(178.3)	0.0
本益比 (x)	24.9	8.4	13.2	N.A.	40.4
股價淨值比 (x)	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	5.9	2.5	4.3	N.A.	6.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.1	5.9	3.4	0.0	1.1
股東權益報酬率 (%)	5.0	14.0	8.3	(6.7)	2.9

資料來源：公司資料、凱基

圖 1：DRAM 單價下跌、稼動率下滑，拖累毛利率大幅季減

南亞科 DRAM 出貨價格、固定與變動成本，US\$/Gb (左軸)；毛利率，百分比 (右軸)



資料來源：Gartner；凱基

圖 2：1Q23 & 2Q23 損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	1Q23F							2Q23F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	6,166	6,623	(6.9)	(22.5)	(69.1)	6,927	(11.0)	5,960	6,921	(13.9)	(3.3)	(66.9)	7,518	(20.7)
毛利	(1,902)	(814)	-	-	-	(32)	-	(2,037)	(990)	-	-	-	219	-
營業利益	(4,355)	(3,439)	-	-	-	(2,415)	-	(4,570)	(3,615)	-	-	-	(2,184)	-
稅前淨利	(3,813)	(3,139)	-	-	-	(2,041)	-	(4,028)	(3,315)	-	-	-	(1,883)	-
稅後淨利	(3,050)	(2,511)	-	-	-	(1,824)	-	(3,545)	(2,917)	-	-	-	(1,708)	-
每股盈餘 (元)	(0.98)	(0.81)	-	-	-	(0.59)	-	(1.14)	(0.94)	-	-	-	(0.57)	-
毛利率 (%)	(30.8)	(12.3)	(18.6)ppts	(43.9)ppts	(74.7)ppts	(0.5)	(30.4)ppts	(34.2)	(14.3)	(19.9)ppts	(3.3)ppts	(78.3)ppts	2.9	(37.1)ppts
營益率 (%)	(70.6)	(51.9)	(18.7)ppts	(51.2)ppts	(102.0)ppts	(34.9)	(35.8)ppts	(76.7)	(52.2)	(24.4)ppts	(6.0)ppts	(106.4)ppts	(29.0)	(47.6)ppts
淨利率 (%)	(49.5)	(37.9)	(11.5)ppts	(35.1)ppts	(82.3)ppts	(26.3)	(23.1)ppts	(59.5)	(42.2)	(17.3)ppts	(10.0)ppts	(95.9)ppts	(22.7)	(36.8)ppts

資料來源：凱基

圖 3：2023-24 年損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	26,061	29,548	(11.8)	(54.2)	34,668	(24.8)	56,553	55,845	1.3	117.0	57,663	(1.9)
毛利	(5,886)	(3,463)	-	(127.6)	3,626	-	14,648	14,101	3.9	(348.8)	18,244	(19.7)
營業利益	(16,336)	(13,963)	-	(248.5)	(6,647)	-	3,948	3,601	9.6	(124.2)	6,114	(35.4)
稅前獲利	(13,964)	(12,763)	-	(182.7)	(5,359)	-	5,848	4,801	21.8	(141.9)	7,309	(20.0)
稅後淨利	(11,451)	(10,466)	-	(178.3)	(4,732)	-	4,795	3,937	21.8	(141.9)	6,000	(20.1)
每股盈餘 (元)	(3.70)	(3.38)	-	(178.3)	(1.53)	-	1.55	1.27	21.8	(141.9)	1.94	(20.1)
毛利率 (%)	(22.6)	(11.7)	(10.9)ppts	(60.1)ppts	10.5	(33.0)ppts	25.9	25.3	0.7 ppts	48.5 ppts	31.6	(5.7)ppts
營益率 (%)	(62.7)	(47.3)	(15.4)ppts	(82.0)ppts	(19.2)	(43.5)ppts	7.0	6.4	0.5 ppts	69.7 ppts	10.6	(3.6)ppts
淨利率 (%)	(43.9)	(35.4)	(8.5)ppts	(69.6)ppts	(13.6)	(30.3)ppts	8.5	7.0	1.4 ppts	52.4 ppts	10.4	(1.9)ppts

資料來源：凱基

圖 4：南亞科營運指標

(百萬元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
營收	19,946	18,031	11,022	7,954	6,166	5,960	6,258	7,676	61,006	85,604	56,952	26,061	56,553
投片量(千片/月)	71	71	71	60	50	53	53	60	71	71	68	54	68
產能利用率(%)	95	95	95	80	66	71	71	80	100	100	96	76	95
出貨量(mn Gb)	992	918	716	759	759	797	836	925	4,493	4,475	3,384	3,316	4,642
QoQ(%)	(1)	(8)	(22)	6	0	5	5	11					
YoY(%)	(18)	(24)	(32)	(24)	(24)	(13)	17	22	37	(0)	(24)	(2)	40
價格(US\$/Gb)	0.71	0.67	0.50	0.34	0.27	0.24	0.24	0.27	0.46	0.69	0.56	0.25	0.39
QoQ(%)	(7)	(6)	(25)	(33)	(20)	(10)	0	11					
YoY(%)	37	(1)	(38)	(56)	(62)	(64)	(52)	(20)	(10)	49	(18)	(55)	55
營業成本	11,196	10,072	7,425	6,917	8,068	7,998	7,500	8,382	45,314	48,560	35,610	31,948	41,905
單位成本(US\$/Gb)	0.40	0.37	0.34	0.29	0.35	0.32	0.29	0.29	0.34	0.39	0.35	0.31	0.29
折舊	3,778	3,780	3,732	3,697	3,700	3,800	4,000	4,000	14,214	15,034	14,988	15,500	16,000
單位折舊(US\$/Gb)	0.14	0.14	0.17	0.16	0.16	0.15	0.15	0.14	0.11	0.12	0.15	0.15	0.11
資本支出	1,165	5,379	7,517	6,651	4,625	4,625	4,625	4,625	8,476	11,260	20,711	18,500	20,000
變動成本	7,417	6,292	3,693	3,219	4,368	4,198	3,500	4,382	31,100	33,526	20,622	16,448	25,905
單位變動成本(US\$/Gb)	0.27	0.23	0.17	0.14	0.19	0.17	0.14	0.15	0.24	0.27	0.20	0.16	0.18
毛利	8,750	7,958	3,597	1,037	(1,902)	(2,037)	(1,242)	(705)	15,692	37,044	21,342	(5,886)	14,648
毛利率(%)	44	44	33	13	(31)	(34)	(20)	(9)	26	43	37	(23)	26
營業利益	6,262	5,364	920	(1,544)	(4,355)	(4,570)	(3,934)	(3,478)	8,434	27,186	11,002	(16,336)	3,948
EBITDA	10,105	9,210	4,717	2,217	(592)	(707)	128	585	22,885	42,480	26,249	(586)	20,198
營業外損益	1,766	1,741	2,243	125	542	542	593	695	557	581	5,875	2,372	1,900
所得稅	1,478	530	522	(272)	(763)	(483)	(668)	(599)	1,305	4,918	2,258	(2,514)	1,053
稅率(%)	18	7	17	19	20	12	20	22	15	18	13	18	18
稅後淨利	6,550	6,575	2,641	(1,146)	(3,050)	(3,545)	(2,673)	(2,183)	7,686	22,849	14,619	(11,451)	4,795
EPS(元)	2.11	2.12	0.85	(0.37)	(0.98)	(1.14)	(0.86)	(0.70)	2.51	7.40	4.72	(3.70)	1.55

資料來源：Gartner、凱基

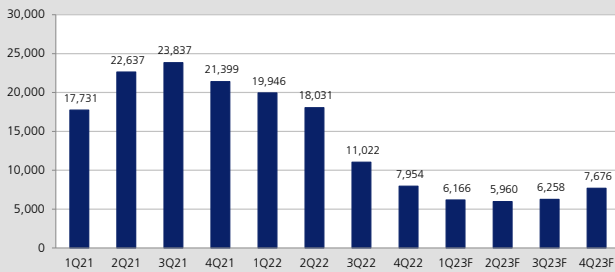
圖 5: 公司概況

南亞科成立於 1995 年，為台塑集團旗下的 DRAM 製造商，生產基地位於新北市泰山。南亞科主要自台塑勝高(3532 TT, NT\$164.0, 未評等)等業者採購半導體矽晶圓，所生產的 DRAM 主要透過福懋科(8131 TT, NT\$44.05, 未評等)進行封測，供給消費性產品等利基型應用及 PC。台塑勝高及福懋科為同屬台塑集團的關係企業。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

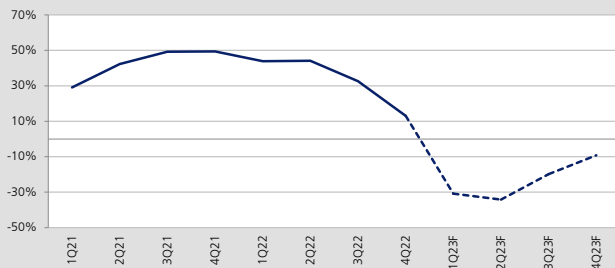
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

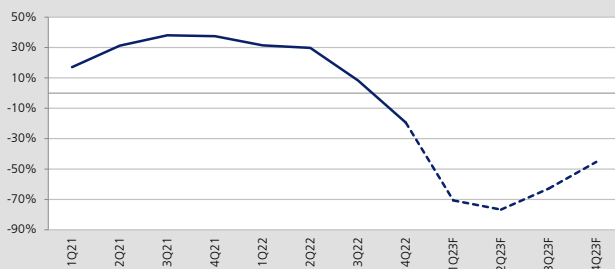
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

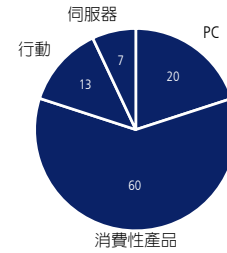
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 消費型 DRAM 佔南亞科營收大宗

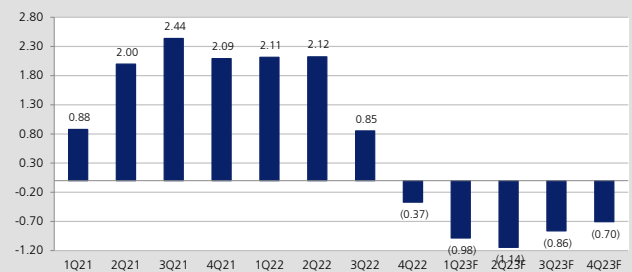
2020 年產品應用別營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

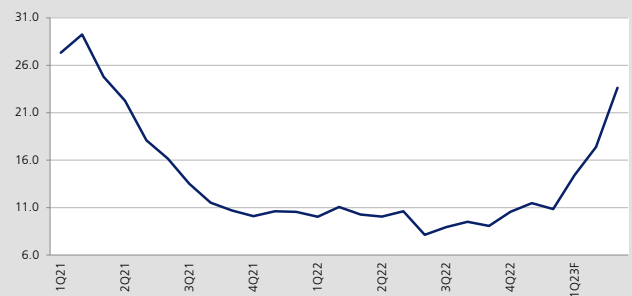
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

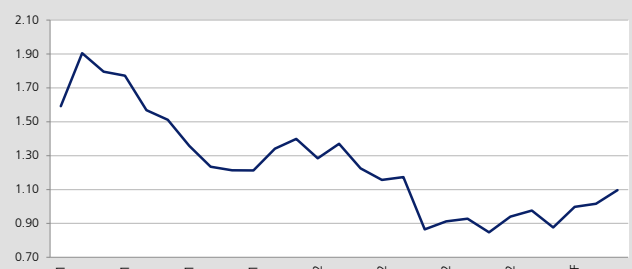
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

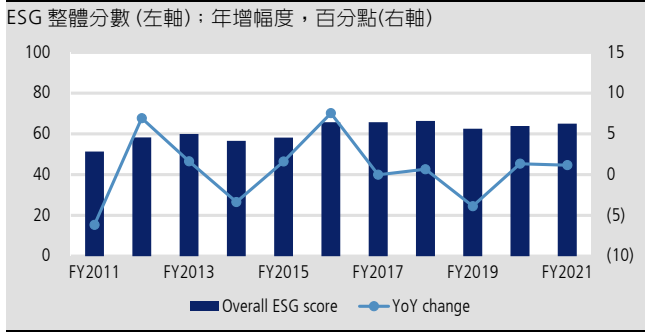
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

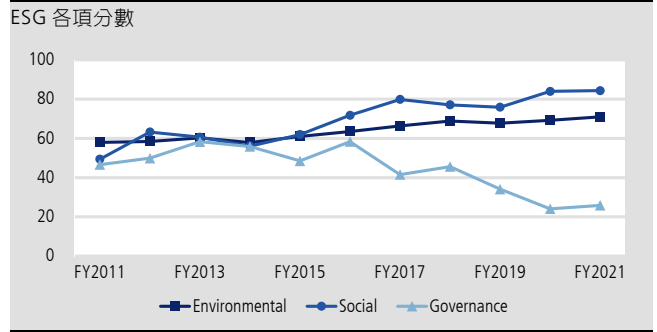


圖 13：ESG 整體分數



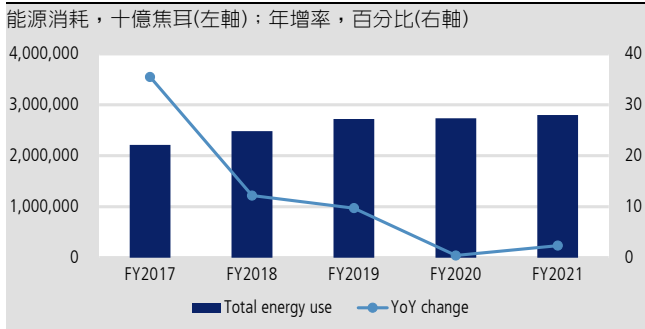
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：ESG 各項分數



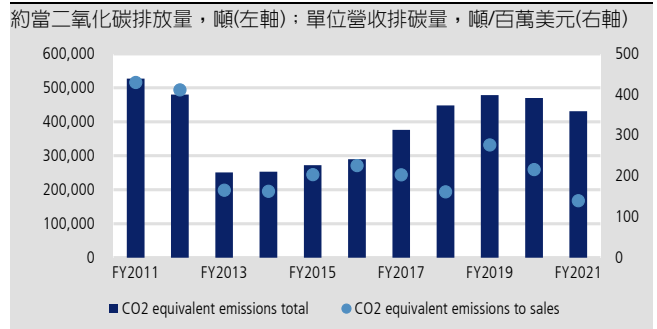
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：能源消耗



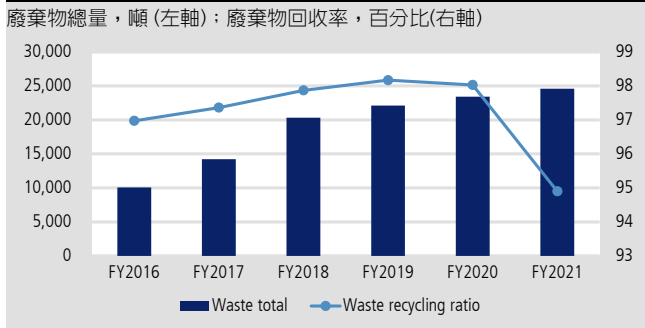
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：碳排量



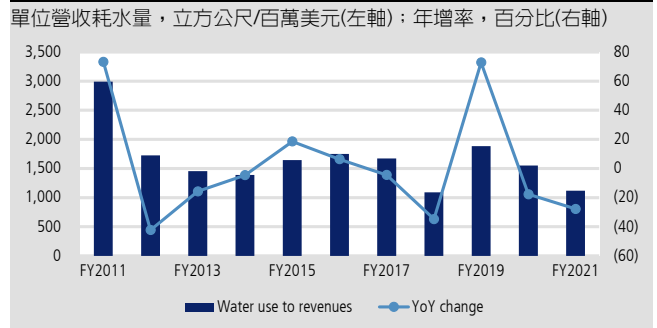
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：廢棄物總量



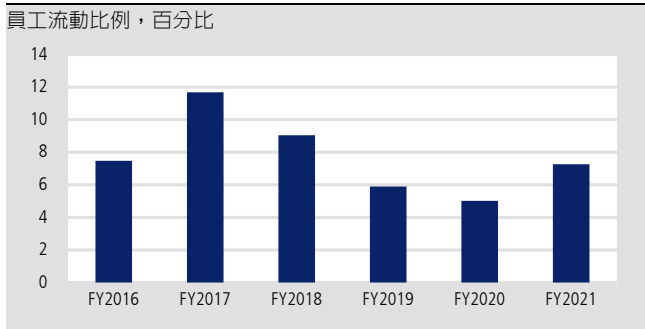
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：耗水量



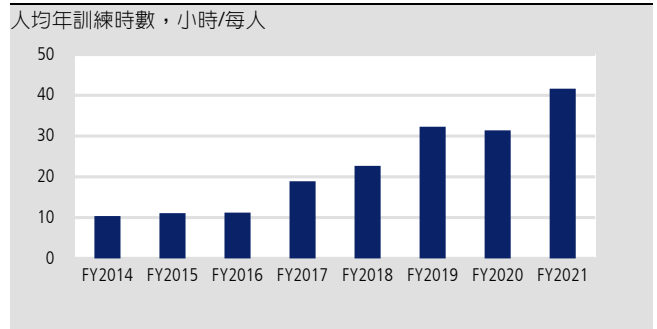
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：員工流動率



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：員工訓練



資料來源：Refinitiv，公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數* 100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數* 100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料，凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	19,946	18,031	11,022	7,954	6,166	5,960	6,258	7,676	56,952	26,061	56,553
營業成本	(11,196)	(10,072)	(7,425)	(6,917)	(8,068)	(7,998)	(7,500)	(8,382)	(35,610)	(31,948)	(41,905)
營業毛利	8,750	7,958	3,597	1,037	(1,902)	(2,037)	(1,242)	(705)	21,342	(5,886)	14,648
營業費用	(2,488)	(2,594)	(2,677)	(2,581)	(2,453)	(2,533)	(2,693)	(2,773)	(10,340)	(10,450)	(10,700)
營業利益	6,262	5,364	920	(1,544)	(4,355)	(4,570)	(3,934)	(3,478)	11,002	(16,336)	3,948
折舊	(3,778)	(3,780)	(3,732)	(3,697)	(3,875)	(3,875)	(3,875)	(3,875)	(14,988)	(15,500)	(16,000)
攤提	(65)	(65)	(64)	(64)	(65)	(65)	(65)	(65)	(258)	(258)	(258)
EBITDA	10,105	9,210	4,717	2,217	(415)	(630)	5	462	26,249	(578)	20,206
利息收入	78	180	427	710	450	450	450	450	1,395	1,800	1,200
投資利益淨額	200	191	141	42	77	77	128	230	574	512	640
其他營業外收入	514	-	(0)	(0)	40	40	40	40	514	160	160
總營業外收入	792	372	568	751	567	567	618	720	2,483	2,472	2,000
利息費用	(6)	(9)	(17)	(17)	(25)	(25)	(25)	(25)	(49)	(100)	(100)
投資損失	(200)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,179	1,379	1,692	(609)	-	-	-	-	3,441	-	-
總營業外費用	974	1,369	1,675	(626)	(25)	(25)	(25)	(25)	3,392	(100)	(100)
稅前純益	8,028	7,105	3,163	(1,418)	(3,813)	(4,028)	(3,341)	(2,782)	16,877	(13,964)	5,848
所得稅費用[利益]	(1,478)	(530)	(522)	272	763	483	668	599	(2,258)	2,514	(1,053)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	6,550	6,575	2,641	(1,146)	(3,050)	(3,545)	(2,673)	(2,183)	14,619	(11,451)	4,795
非常項目	0	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	6,550	6,575	2,641	(1,146)	(3,050)	(3,545)	(2,673)	(2,183)	14,619	(11,451)	4,795
每股盈餘 (NT\$)	2.11	2.12	0.85	(0.37)	(0.98)	(1.14)	(0.86)	(0.70)	4.72	(3.70)	1.55
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	43.9	44.1	32.6	13.0	(30.8)	(34.2)	(19.8)	(9.2)	37.5	(22.6)	25.9
營業利益率	31.4	29.8	8.3	(19.4)	(70.6)	(76.7)	(62.9)	(45.3)	19.3	(62.7)	7.0
EBITDA Margin	50.7	51.1	42.8	27.9	(6.7)	(10.6)	0.1	6.0	46.1	(2.2)	35.7
稅前純益率	40.2	39.4	28.7	(17.8)	(61.8)	(67.6)	(53.4)	(36.2)	29.6	(53.6)	10.3
稅後純益率	32.8	36.5	24.0	(14.4)	(49.5)	(59.5)	(42.7)	(28.4)	25.7	(43.9)	8.5
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(6.8)	(9.6)	(38.9)	(27.8)	(22.5)	(3.3)	5.0	22.7			
營業毛利	(17.2)	(9.1)	(54.8)	(71.2)	(283.4)	7.1	(39.1)	(43.2)			
營業收益增長	(22.0)	(14.3)	(82.8)	(267.8)	182.0	4.9	(13.9)	(11.6)			
EBITDA	(14.7)	(8.9)	(48.8)	(53.0)	(118.7)	51.8		8560.4			
稅前純益	(1.2)	(11.5)	(55.5)	(144.9)	168.8	5.6	(17.1)	(16.7)			
稅後純益	1.5	0.4	(59.8)	(143.4)	166.1	16.2	(24.6)	(18.3)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	12.5	(20.4)	(53.8)	(62.8)	(69.1)	(66.9)	(43.2)	(3.5)	(33.5)	(54.2)	117.0
營業毛利	69.5	(17.0)	(69.4)	(90.2)	(121.7)	(125.6)	(134.5)	(168.0)	(42.4)	(127.6)	
營業收益	106.9	(24.1)	(89.9)	(119.2)	(169.5)	(185.2)	(527.6)	125.3	(59.5)	(248.5)	
EBITDA	49.3	(15.5)	(63.6)	(81.3)	(104.1)	(106.8)	(99.9)	(79.2)	(38.2)	(102.2)	
稅前純益	140.8	2.7	(66.3)	(117.5)	(147.5)	(156.7)	(205.6)	96.2	(39.2)	(182.7)	
稅後純益	142.2	6.7	(64.9)	(117.8)	(146.6)	(153.9)	(201.2)	90.4	(36.0)	(178.3)	

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>165,632</b>	<b>191,421</b>	<b>202,236</b>	<b>184,186</b>	<b>188,982</b>
<b>流動資產</b>	<b>76,745</b>	<b>106,460</b>	<b>105,512</b>	<b>80,709</b>	<b>81,123</b>
現金及短期投資	51,726	80,700	73,593	46,990	45,606
存貨	14,127	11,611	23,384	23,384	23,384
應收帳款及票據	7,876	11,569	4,359	4,359	4,359
其他流動資產	3,016	2,580	4,175	5,975	7,773
<b>非流動資產</b>	<b>88,887</b>	<b>84,961</b>	<b>96,723</b>	<b>103,477</b>	<b>107,859</b>
長期投資	5,161	5,350	6,131	6,643	7,283
固定資產	79,729	76,207	84,897	91,397	95,397
什項資產	3,998	3,404	5,695	5,437	5,178
<b>負債總額</b>	<b>11,820</b>	<b>18,443</b>	<b>21,278</b>	<b>21,278</b>	<b>21,279</b>
<b>流動負債</b>	<b>8,779</b>	<b>15,692</b>	<b>16,179</b>	<b>16,179</b>	<b>16,180</b>
應付帳款及票據	2,112	2,850	5,604	5,604	5,604
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	6,667	12,842	10,575	10,575	10,576
<b>長期負債</b>	<b>3,041</b>	<b>2,751</b>	<b>5,099</b>	<b>5,099</b>	<b>5,099</b>
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	1,424	1,242	898	5,099	5,099
<b>股東權益總額</b>	<b>153,812</b>	<b>172,978</b>	<b>180,958</b>	<b>162,908</b>	<b>167,703</b>
普通股	30,972	30,973	30,981	30,981	30,981
保留盈餘	79,395	95,426	95,267	83,816	86,443
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	17.9%	40.3%	(33.5%)	(54.2%)	117.0%
營業收益增長	(11.4%)	222.3%	(59.5%)	(248.5%)	-
EBITDA	(4.4%)	85.6%	(38.2%)	(102.2%)	-
稅後純益	(21.8%)	197.3%	(36.0%)	(178.3%)	-
每股盈餘成長率	(22.3%)	195.2%	(36.2%)	(178.3%)	-
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	25.7%	43.3%	37.5%	(22.6%)	25.9%
營業利益率	13.8%	31.8%	19.3%	(62.7%)	7.0%
EBITDA Margin	37.5%	49.6%	46.1%	(2.2%)	35.7%
稅後純益率	12.6%	26.7%	25.7%	(43.9%)	8.5%
平均資產報酬率	4.6%	12.8%	7.4%	(5.9%)	2.6%
股東權益報酬率	5.0%	14.0%	8.3%	(6.7%)	2.9%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	686.5	1,174.3	344.6	(138.6)	59.5
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	1,723.9	1,863.7	429.1	20.0	186.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1,723.9	1,863.7	429.1	20.0	186.1
流動比率 (x)	8.7	6.8	6.5	5.0	5.0
速動比率 (x)	7.1	6.0	5.1	3.5	3.6
淨負債 (NT\$百萬)	(51,726)	(80,700)	(73,593)	(46,990)	(45,606)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	2.51	7.40	4.72	(3.70)	1.55
每股現金盈餘 (NT\$)	7.38	14.29	6.81	0.64	6.01
每股淨值 (NT\$)	49.66	55.85	58.41	52.59	54.14
調整後每股淨值 (NT\$)	50.18	56.03	58.42	52.59	54.14
每股營收 (NT\$)	19.90	27.73	18.39	8.41	18.26
EBITDA/Share (NT\$)	7.47	13.76	8.47	(0.19)	6.52
每股現金股利 (NT\$)	1.30	3.70	2.13	-	0.70
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.37	0.48	0.29	0.13	0.30
應收帳款周轉天數	47.3	49.3	27.9	61.1	28.2
存貨周轉天數	114.1	87.3	239.7	267.2	204.2
應付帳款周轉天數	17.1	21.4	57.4	64.0	48.9
現金轉換周轉天數	144.3	115.2	210.2	264.2	183.5

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>61,006</b>	<b>85,604</b>	<b>56,952</b>	<b>26,061</b>	<b>56,553</b>
營業成本	(45,314)	(48,560)	(35,610)	(31,948)	(41,905)
<b>營業毛利</b>	<b>15,692</b>	<b>37,044</b>	<b>21,342</b>	<b>(5,886)</b>	<b>14,648</b>
營業費用	(7,257)	(9,858)	(10,340)	(10,450)	(10,700)
<b>營業利益</b>	<b>8,434</b>	<b>27,186</b>	<b>11,002</b>	<b>(16,336)</b>	<b>3,948</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>1,148</b>	<b>795</b>	<b>2,483</b>	<b>2,472</b>	<b>2,000</b>
利息收入	681	274	1,395	1,800	1,200
投資利益淨額	467	521	574	512	640
其他營業外收入	-	(0)	514	160	160
<b>總營業外費用</b>	<b>(591)</b>	<b>(214)</b>	<b>3,392</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>
利息費用	(13)	(24)	(49)	(100)	(100)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(578)	(190)	3,441	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>8,991</b>	<b>27,767</b>	<b>16,877</b>	<b>(13,964)</b>	<b>5,848</b>
所得稅費用[利益]	(1,305)	(4,918)	(2,258)	2,514	(1,053)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>7,686</b>	<b>22,849</b>	<b>14,619</b>	<b>(11,451)</b>	<b>4,795</b>
EBITDA	22,885	42,480	26,249	(578)	20,206
每股盈餘 (NT\$)	2.51	7.40	4.72	(3.70)	1.55

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>22,612</b>	<b>44,107</b>	<b>21,082</b>	<b>1,995</b>	<b>18,614</b>
本期純益	7,686	22,849	14,619	(11,451)	4,795
折舊及攤提	14,451	15,294	15,247	15,758	16,258
本期運用資金變動	3,125	(535)	(4,685)	4,800	(3,965)
其他營業資產及負債變動	(2,649)	6,499	(4,099)	(7,112)	1,526
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(8,853)</b>	<b>(10,930)</b>	<b>(20,868)</b>	<b>(22,000)</b>	<b>(20,000)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	(12)	(729)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(8,476)	(11,260)	(20,711)	(22,000)	(20,000)
其他資產變動	(377)	342	572	-	-
<b>自由現金流</b>	<b>16,072</b>	<b>25,610</b>	<b>(877)</b>	<b>(15,096)</b>	<b>(4,728)</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(4,106)</b>	<b>(3,060)</b>	<b>(11,771)</b>	<b>(6,599)</b>	<b>1</b>
短期借款變動	(3)	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(4,600)	(4,000)	(11,470)	(6,600)	-
其他融資現金流	498	(168)	(301)	1	1
<b>匯率影響數</b>	<b>(2,076)</b>	<b>(1,143)</b>	<b>4,451</b>	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>7,577</b>	<b>28,974</b>	<b>(7,107)</b>	<b>(26,604)</b>	<b>(1,385)</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	11.9%	11.5%	18.2%	40.1%	18.9%
- 銷管費用/營業收入	-	-	-	-	-
<b>= 營業利益率</b>	<b>13.8%</b>	<b>31.8%</b>	<b>19.3%</b>	<b>(62.7%)</b>	<b>7.0%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.3	0.1	0.3	0.7	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	1.3	0.9	1.5	3.5	1.7
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.6</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</b>
營業利率	13.8%	31.8%	19.3%	(62.7%)	7.0%
x 資本周轉率	0.6	1.0	0.6	0.2	0.5
x (1 - 有效現金稅率)	85.5%	82.3%	86.6%	82.0%	82.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>7.5%</b>	<b>25.8%</b>	<b>9.5%</b>	<b>(11.8%)</b>	<b>2.7%</b>

資料來源：公司資料，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
<b>泰國</b>	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
<b>新加坡</b>		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
<b>印尼</b>		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

**股價說明**

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

\*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

**免責聲明**

凱基證券投資顧問股份有限公司 (以下簡稱本公司) 為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。