

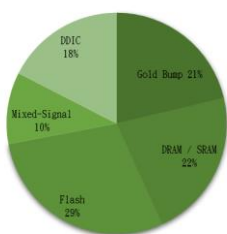
2026/07/03

潛在漲幅	38.2%
前日收盤價	108.5 元
目標價	150.0 元
前次目標價	--
前次評等	--

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	7,045
市值(億元)	764
目前每股淨值(元)	35.15
外資持股比(%)	41.61
董監持股比(%)	11.98

1Q26 產品別營收



個股與大盤走勢(%)



李柏賢
Fabian.lee@ctbc.com

IC 封測

南茂 (8150 TT)

重新覆蓋

買進(Buy)

穩中求勝，南茂受惠漲價動能、潛在矽光子客戶驗證

- 2H25-1H26 營運因成本驅動漲價，帶動營收、獲利年成長
- 2026-27 年毛利率逐年提升，受惠漲價動能、產品組合改善
- 2H26 多個矽光客戶驗證金凸塊封裝，於 2027 年迎接訂單

2H25-1H26 營運因成本驅動漲價，帶動營收、獲利年成長表現：南茂 3Q25、1Q26 因成本驅動漲價幅度達 8-15%、3-9%，成本上漲主要包含載板、金線、樹脂等封裝材料，材料成本約佔銷售成本 40-42%，因折舊費用控制於 12.5-13 億元，故季度折舊費用佔比下降、毛利率隨漲價逐季提升。1Q26 營運表現，營收達 69.4 億元(QoQ +6.4%、YoY +25.4%)、毛利率達 13.8% (QoQ -0.6ppts、YoY +4.4ppts)；營益率達 7.5% (QoQ -2.3ppts、YoY +5.4ppts)；EPS 0.72 元(QoQ +1.4%、YoY +200%)；整體產能利用率達 71% (QoQ +6ppts、YoY +9ppts，封裝利用率已達 84%)。我們預期 2Q26 營收 72.7 億元(QoQ +4.8%)、毛利率 16% (QoQ +2.2ppts)。

2026-27 年毛利率展望逐年提升，受惠漲價動能、產品組合改善：我們已針對漲價動能進行估計，區分為舊產品反映材料成本上漲，新產品對比舊產品價格有提升趨勢，如：DDIC 舊產品漲價 10-11%、矽光子新產品驗證通過後價格比既有金凸塊製程增加 20%以上，此外，南茂產品組合逐季改善，1Q26 產品別營收佔比中，金凸塊製程 21%、DRAM/SRAM 22%、NAND Flash 29%、DDIC 18%、混合訊號 11%，其中佔比年成長包含金凸塊(面板 85%、記憶體 15%)、DRAM/SRAM/NAND、混合訊號，而面板產品毛利率低於平均水準者，營收佔比降至 20%以下，已非過往佔比 30%水準。整體而言，我們對於 2026-27 年毛利率展望提升至 16.8% (YoY +6ppts)、20.7% (YoY +3.9ppts)，受惠漲價動能、產品組合改善。

2H26 多個矽光子客戶驗證 8、12 吋金凸塊封裝，於 2027 年迎接新訂單：根據我們供應鏈訪查，金凸塊製程供應商包含南茂、碩邦(6147)、瑞峰(7873)、中國封裝同業，其中碩邦已獲得 4-5 家客戶，量產產品為 8 吋 200G TIA、Driver 等 EIC 晶片封裝，持續驗證 Modulator PIC 晶片封裝；南茂已與多家美系晶片客戶洽談、驗證 8、12 吋金凸塊封裝，主要受惠客戶對低阻抗、高散熱等鍍金封裝需求，取代傳統銅線封裝技術，我們預期 2027 年迎接矽光子新訂單貢獻營收，矽光子營收佔比有望達 3-5%。我們 2026-27 年預估 EPS 為 3.82、6.47 元，基於 2027 年預估 EPS 給予 23 倍 PER，目標價為 150 元，本次報告給予買進之投資評等建議。

- **風險因子：**記憶體客戶產能供過於求、矽光子客戶驗證不如預期。

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	23,517	21,356	22,696	23,933	30,281	38,359
營業毛利淨額	4,912	3,549	2,944	2,592	5,083	7,937
營業利益	3,217	1,908	1,274	1,143	3,085	5,415
稅後純益	3,372	1,893	1,420	495	2,685	4,559
公告基本 EPS(元)	4.64	2.60	1.95	0.70	--	--
調整後 EPS(元)	4.64	2.60	1.95	0.70	3.82	6.47
營業收入 YoY(%)	-14.17%	-9.19%	6.27%	5.45%	26.52%	26.68%
稅後純益 YoY(%)	-33.35%	-43.85%	-25.00%	-65.13%	442.38%	69.76%
本益比	6.16	14.72	15.17	66.51	28.46	16.77
本淨比	0.84	1.12	0.86	1.37	2.99	2.82
股息(元)	2.30	1.80	1.23	1.23	2.48	4.21
殖利率(%)	5.91%	4.00%	4.41%	1.26%	2.29%	3.88%
ROE(%)	13.71%	7.62%	5.69%	2.02%	10.84%	17.30%

2026/07/03

公司介紹：南茂科技股份有限公司(以下簡稱南茂，股號 8150)成立於 1997 年 7 月，主要提供面板驅動 IC、記憶體 IC、混合訊號 IC 等封裝、測試服務，過往產品應用以面板驅動 IC 為主，主要對手為頤邦(6147)，隨面板需求下滑，南茂積極轉型服務記憶體、邏輯混合訊號客戶。面板驅動 IC 客戶包含聯詠(3034)、瑞鼎(3592)、奕力-KY (6962)、奇景光電(HIMX)、Synaptics；記憶體 IC 客戶包含美光(MU)、旺宏(2337)、華邦電(2344)、南亞科(2408)、晶豪科(3006)、群聯(8299)、兆易創新(603986)等 DRAM、SRAM、NAND Flash；邏輯混合訊號 IC 客戶主要為聯詠(3034)，其次為聯發科(2454)、AKM、Dialog。南茂前 20 大客戶營收佔比達 90% 以上。

圖表一、南茂客戶



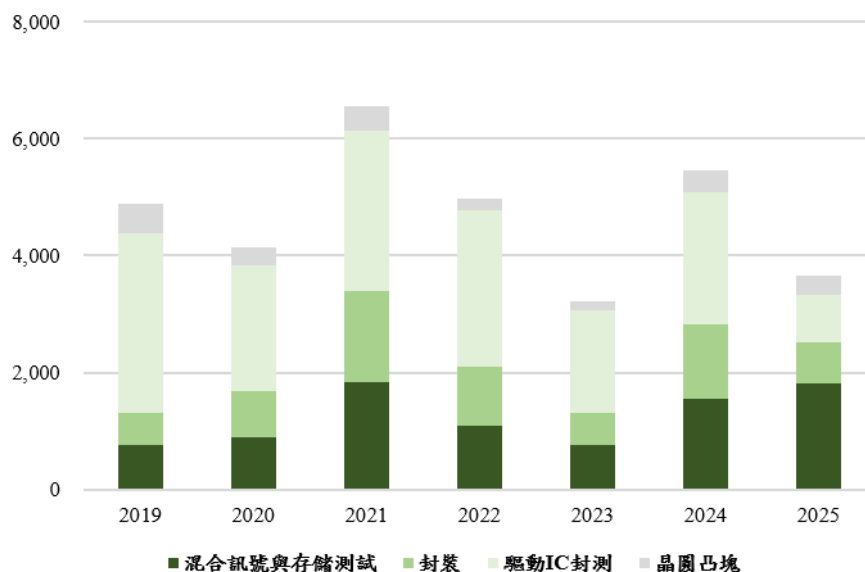
資料來源：南茂、中信投顧整理

生產基地：南茂總部位於新竹科學園區，工廠包含竹科廠(FT 測試)、湖口一廠(CP 測試)、竹北一廠(Bumping 晶圓級封裝)、竹北二廠(CP 測試)、南科廠(金凸塊封裝、其他封裝)等五座廠房。南茂於 2026/03/10 公告重訊購買群創(3481)南科廠既有廠房及附屬設施，約 10,381 坪，初期作為既有南科廠之倉儲空間、辦公室，未來因應新產品規劃有望快速提升機台產能。

資本支出：南茂每季法說會公告當季資本支出使用情形，2025 年資本支出達 36.7 億元，年減 32.7%，資本支出佔比中，混合訊號與存儲測試 50% (YoY +21ppts)、驅動 IC 封測 22% (YoY -19ppts)、封裝 19% (YoY -4ppts)、晶圓凸塊 9% (YoY +2ppts)，根據我們供應鏈訪查，南茂設備採購主要以二手設備為主、新採購設備為輔，針對客戶製程提高封裝、測試設備規格，主要與泛泰科技二手設備商採購。2020-25 年每年折舊費控制於 47-51 億元。

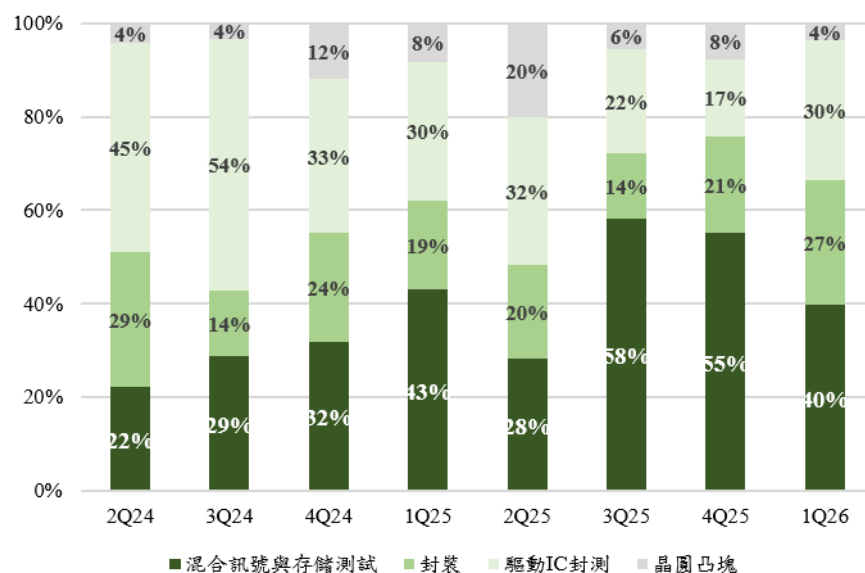
2026/07/03

圖表二、2019-25 年資本支出金額



資料來源：南茂、中信投顧整理

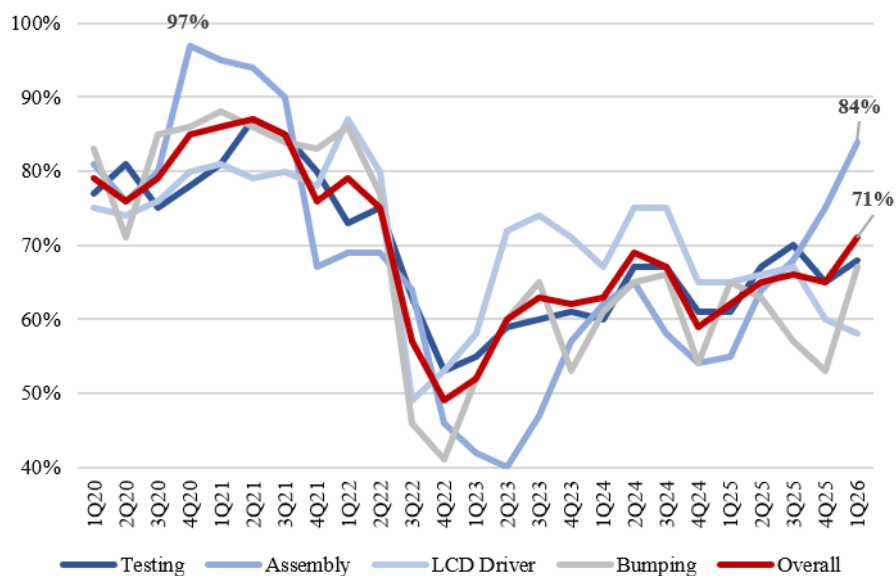
圖表三、2Q24-1Q26 資本支出佔比



資料來源：南茂、中信投顧整理

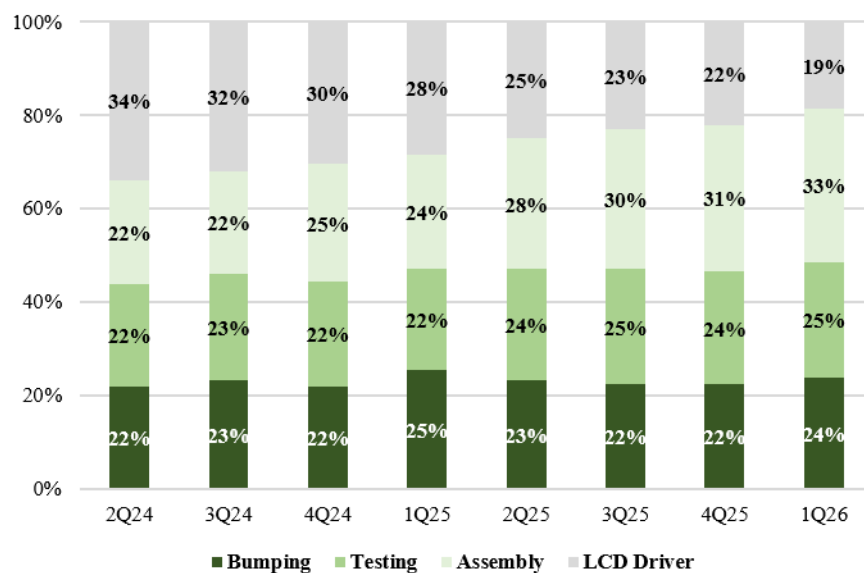
2026/07/03

圖表四、1Q20-1Q26 產能利用率變化



資料來源：南茂、中信投顧整理

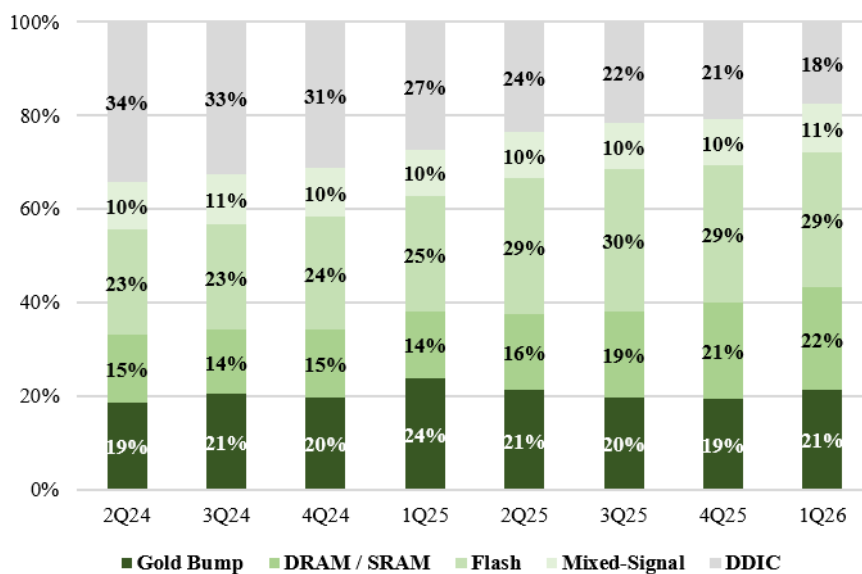
圖表五、2Q24-1Q26 製程別營收佔比



資料來源：南茂、中信投顧整理

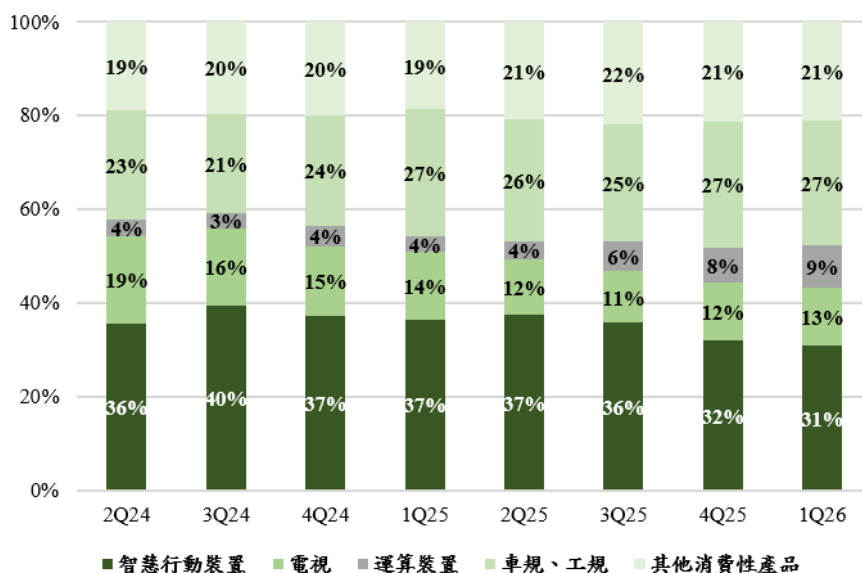
2026/07/03

圖表六、2Q24-1Q26 產品別營收佔比



資料來源：南茂、中信投顧整理

圖表七、2Q24-1Q26 終端應用別營收佔比



資料來源：南茂、中信投顧整理

2026/07/03

圖表八、季度財報與預估差異

損益表 (單位：百萬元)	2Q26(F)					3Q26(F)				
	調整後	調整前	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	7,269	-	-	7,595	-4.3%	7,763	-	-	8,115	-4.3%
營業毛利	1,159	-	-	1,274	-9.1%	1,369	-	-	1,475	-7.2%
營業利益	664	-	-	815	-18.6%	854	-	-	1,003	-14.9%
稅前純益	692	-	-	856	-19.1%	881	-	-	1,042	-15.5%
稅後淨利	566	-	-	712	-20.6%	723	-	-	867	-16.6%
EPS(元)	0.80	-	-	1.00	-19.3%	1.03	-	-	1.21	-15.2%
財務比率(€/百分點)										
毛利率	15.9%	-	-	16.8%	-0.8 ppts	17.6%	-	-	18.2%	-0.5 ppts
營益率	9.1%	-	-	10.7%	-1.6 ppts	11.0%	-	-	12.4%	-1.4 ppts
稅後淨利率	7.8%	-	-	9.4%	-1.6 ppts	9.3%	-	-	10.7%	-1.4 ppts

資料來源：CMoney、Bloomberg、中信投顧整理

圖表九、年度財報與預估差異

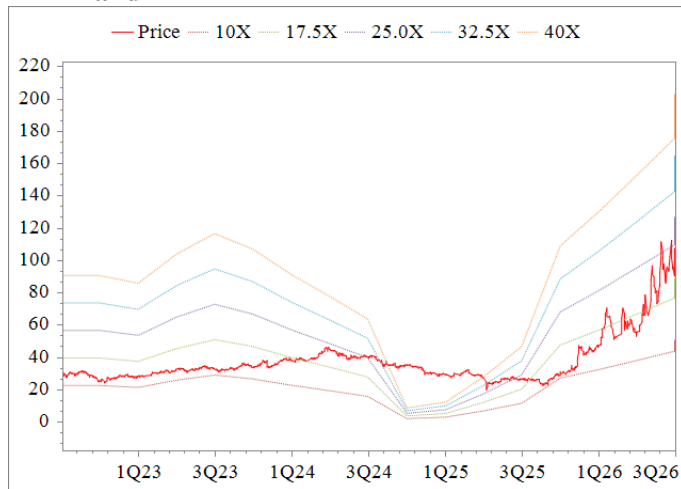
損益表 (單位：百萬元)	2026(F)					2027(F)				
	調整後	調整前	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	30,281	-	-	30,687	-1.3%	38,359	-	-	33,319	15.1%
營業毛利	5,083	-	-	5,269	-3.5%	7,937	-	-	6,914	14.8%
營業利益	3,069	-	-	3,423	-10.3%	5,415	-	-	4,964	9.1%
稅前純益	3,237	-	-	3,616	-10.5%	5,546	-	-	5,130	8.1%
稅後淨利	2,669	-	-	3,014	-11.4%	4,559	-	-	4,263	6.9%
EPS(元)	3.82	-	-	4.22	-9.5%	6.47	-	-	5.94	8.9%
財務比率(€/百分點)										
毛利率	16.8%	-	-	17.2%	-0.4 ppts	20.7%	-	-	20.8%	-0.1 ppts
營益率	10.1%	-	-	11.2%	-1.0 ppts	14.1%	-	-	14.9%	-0.8 ppts
稅後淨利率	8.8%	-	-	9.8%	-1.0 ppts	11.9%	-	-	12.8%	-0.9 ppts

資料來源：CMoney、Bloomberg、中信投顧整理

2026/07/03

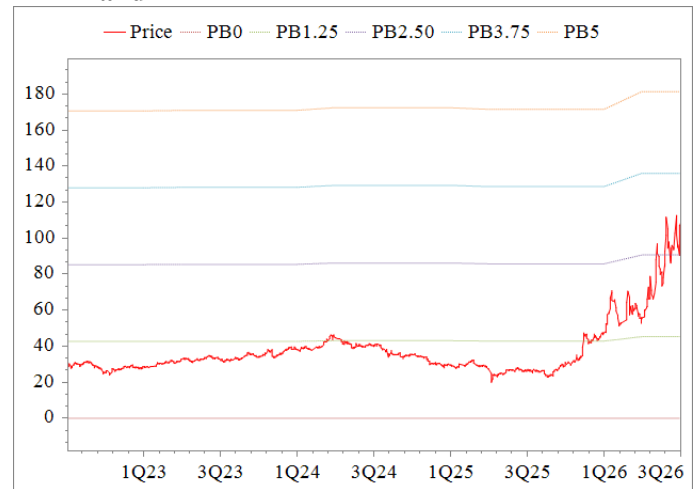
(百萬元)	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
營業收入	6,936	7,269	7,763	8,314	8,771	9,201	9,873	10,514
營業成本	5,980	6,109	6,394	6,715	7,112	7,365	7,746	8,200
營業毛利	955	1,159	1,369	1,599	1,659	1,836	2,127	2,315
營業費用	452	496	516	551	578	609	647	688
營業利益	520	664	854	1,048	1,081	1,227	1,480	1,627
營業外收支淨額	78	28	27	34	35	31	32	33
稅前純益	598	692	881	1,082	1,117	1,258	1,512	1,660
所得稅	93	126	158	190	199	225	269	295
稅後純益	505	566	723	892	918	1,033	1,243	1,365
調整後 EPS(元)	0.72	0.80	1.03	1.27	1.30	1.47	1.76	1.94
毛利率(%)	13.78%	15.95%	17.64%	19.23%	18.92%	19.96%	21.54%	22.02%
營業利益率(%)	7.49%	9.13%	11.00%	12.60%	12.33%	13.34%	14.99%	15.47%
稅後純益率(%)	7.28%	7.78%	9.31%	10.73%	10.47%	11.23%	12.59%	12.98%
營業收入								
QoQ(%)	6.36%	4.80%	6.80%	7.10%	5.50%	4.90%	7.30%	6.50%
YoY(%)	25.37%	26.72%	26.35%	27.49%	26.47%	26.59%	27.18%	26.47%
營業利益								
QoQ(%)	-18.23%	27.68%	28.66%	22.75%	3.20%	13.46%	20.63%	9.93%
YoY(%)	347.89%	3,032.87%	130.78%	64.88%	108.10%	84.91%	73.37%	55.26%
稅後純益								
QoQ(%)	1.04%	12.01%	27.77%	23.50%	2.86%	12.52%	20.32%	9.86%
YoY(%)	186.37%	--	105.17%	78.60%	81.81%	82.63%	71.98%	52.98%

PER Band



資料來源：中信、CMoney

PBR Band



資料來源：中信、CMoney

2026/07/03

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	1Q26
資產總計	44,943	46,160	45,380	45,352	44,831
流動資產	18,352	25,161	23,644	25,147	24,339
現金及約當現金	9,897	12,354	15,219	14,859	12,387
應收帳款與票據	4,382	5,326	5,010	6,043	6,643
存貨	3,210	2,569	2,695	3,357	4,519
採權益法之投資	4,353	291	320	190	215
不動產、廠房設備	20,446	19,140	19,997	18,691	18,022
負債總計	20,131	21,307	20,306	21,344	20,224
流動負債	6,329	7,353	8,673	10,467	9,986
應付帳款及票據	561	785	699	1,169	1,412
非流動負債	13,802	13,954	11,632	10,877	10,238
權益總計	24,812	24,854	25,074	24,008	24,607
普通股股本	7,272	7,272	7,272	7,045	7,045
保留盈餘	11,234	11,463	11,622	11,061	11,566
母公司業主權益	24,812	24,854	25,074	24,008	24,607
負債及權益總計	44,943	46,160	45,380	45,352	44,831

損益表

(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	21,356	22,696	23,933	30,281	38,359
營業成本	17,807	19,752	21,340	25,198	30,422
營業毛利淨額	3,549	2,944	2,592	5,083	7,937
營業費用	1,727	1,770	1,689	2,014	2,522
營業利益	1,908	1,274	1,143	3,085	5,415
EBITDA	--	--	--	4,872	6,002
業外收入及支出	360	373	-555	168	131
稅前純益	2,268	1,647	587	3,253	5,546
所得稅	375	227	92	567	988
稅後純益	1,893	1,420	495	2,685	4,559
公告基本 EPS(元)	2.60	1.95	0.70	--	--
調整後 EPS(元)	2.60	1.95	0.70	3.82	6.47

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	1Q26
營業活動現金	8,616	6,607	5,941	3,996	328
稅前純益	4,028	2,268	1,647	587	598
折舊及攤銷	4,752	4,779	4,856	5,101	1,246
營運資金變動	1,509	-79	104	-1,225	-1,520
其他營運現金	-1,672	-361	-667	-467	3
投資活動現金	-5,062	-3,090	-615	-3,739	-2,235
資本支出淨額	-4,622	-2,990	-5,006	-3,601	-1,374
長期投資變動	-64	46	-20	-2	46
其他投資現金	-376	-145	4,412	-136	-908
籌資活動現金	417	-1,059	-2,475	-607	-569
長借/公司債變動	4,514	907	-1,185	-1,014	-715
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,127	-1,673	-1,309	-873	0
其他籌資現金	-970	-294	19	1,279	146
淨現金流量	3,990	2,457	2,865	-360	-2,472
期初現金	5,906	9,897	12,354	15,219	14,859
期末現金	9,897	12,354	15,219	14,859	12,387

資料來源：中信、CMoney

比率分析

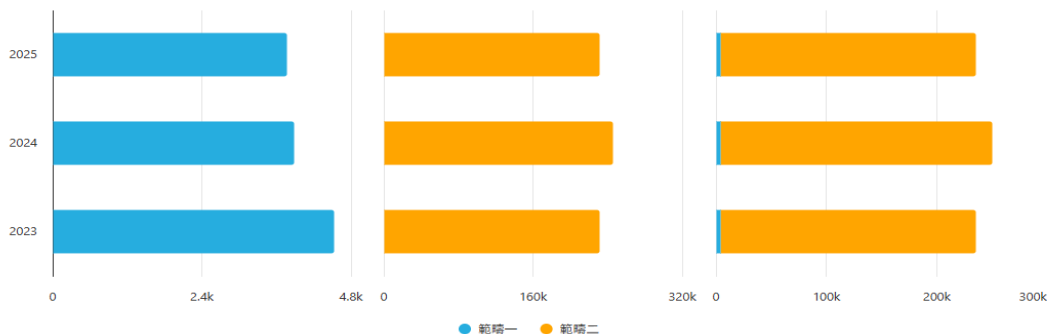
(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-9.19%	6.27%	5.45%	26.52%	26.68%
營業毛利淨額	-27.74%	-17.05%	-11.95%	96.06%	56.16%
營業利益	-40.67%	-33.25%	-10.30%	169.96%	75.55%
稅後純益	-43.85%	-25.00%	-65.13%	442.38%	69.76%
獲利能力分析(%)					
毛利率	16.62%	12.97%	10.83%	16.79%	20.69%
EBITDA(%)	--	--	--	16.09%	15.65%
營益率	8.94%	5.61%	4.77%	10.19%	14.12%
稅後純益率	8.87%	6.26%	2.07%	8.87%	11.88%
ROE(%)	7.62%	5.69%	2.02%	10.84%	17.30%

2026/07/03

ESG 資訊-環境保護(Environmental)

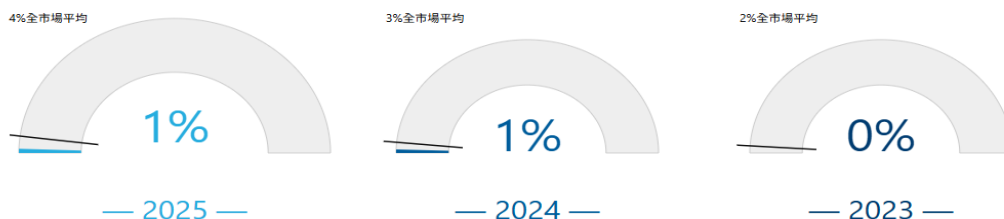
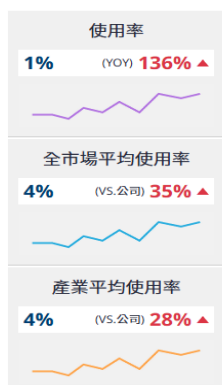
溫室氣體(範疇一/二)排放量

2025

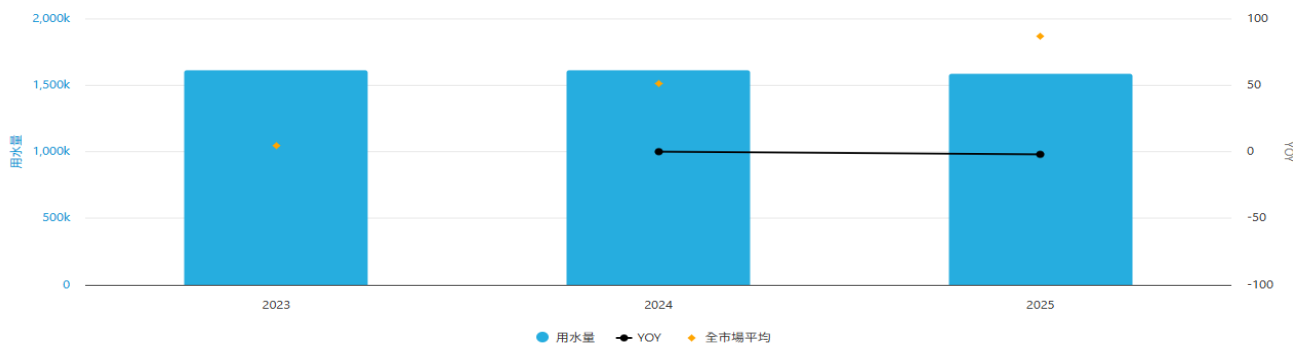


再生能源使用率

2025



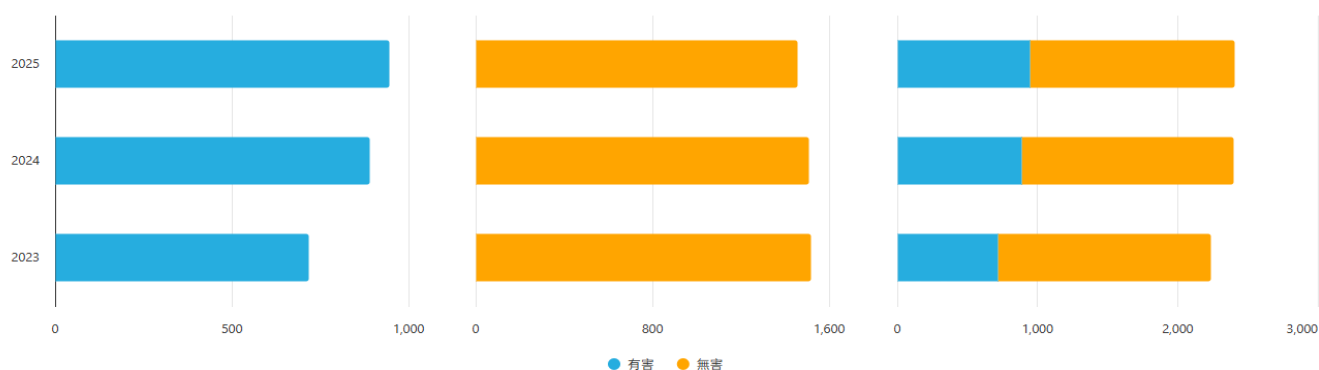
用水量



2025



廢棄物量



2025



密集度

2025

溫室氣體排放密集度

9.841

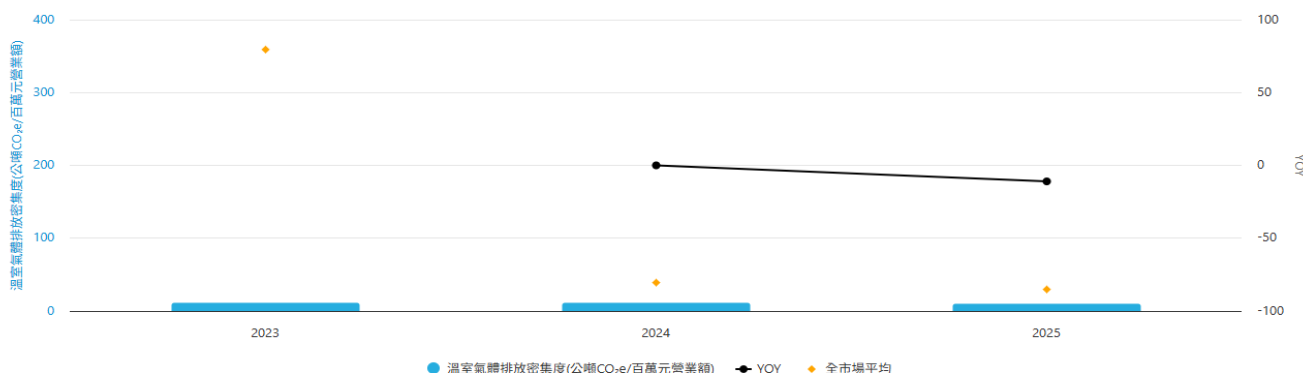
用水密集度

66.131

廢棄物密集度

0.101

溫室氣體排放密集度(公噸CO₂e/百萬元營業額)

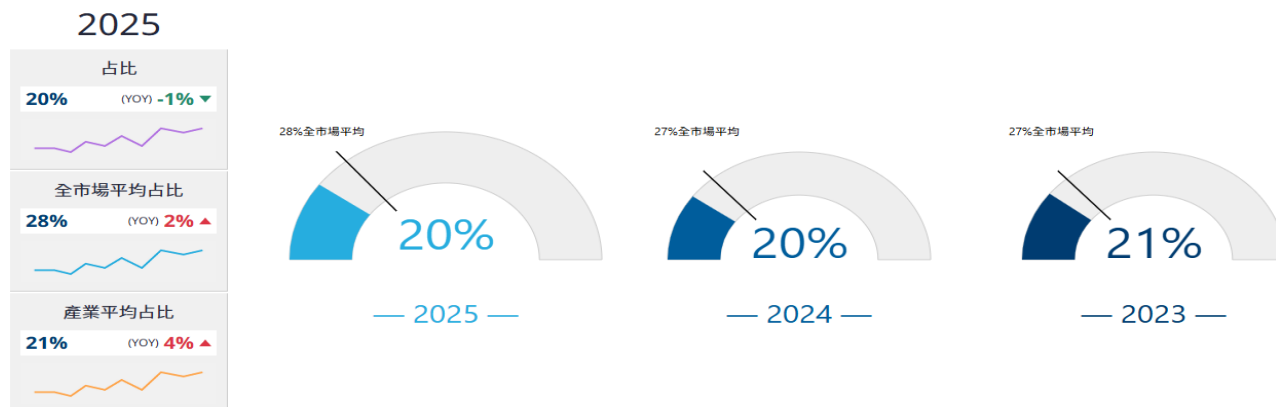


2025

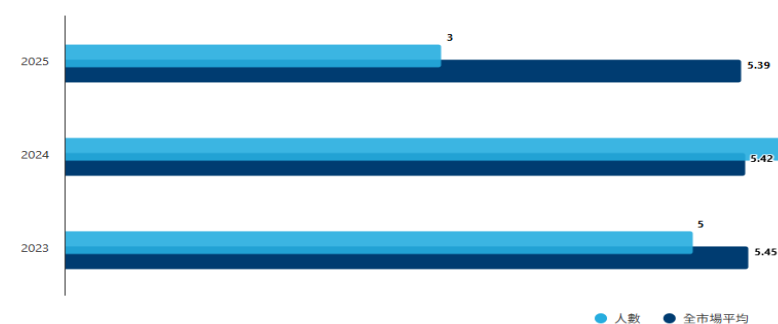


ESG 資訊-社會責任(Social)

管理職女性主管占比



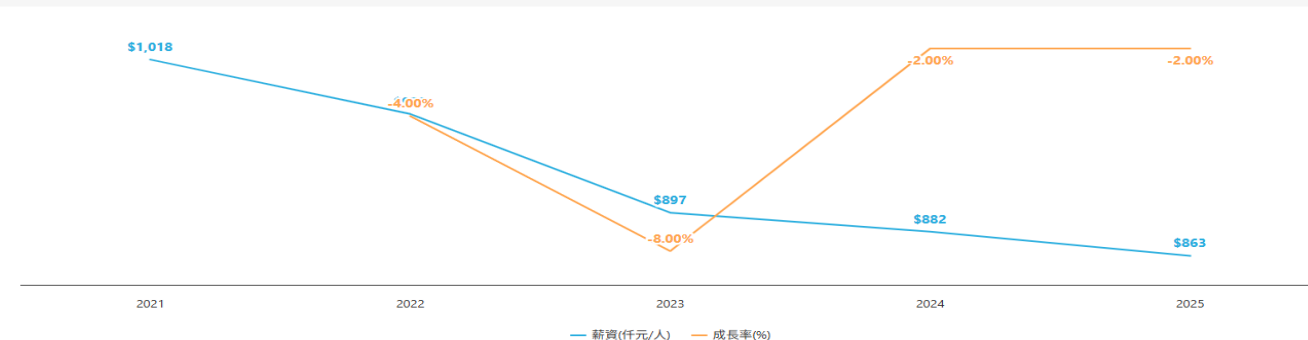
職業災害人數



2025



員工薪資年度趨勢

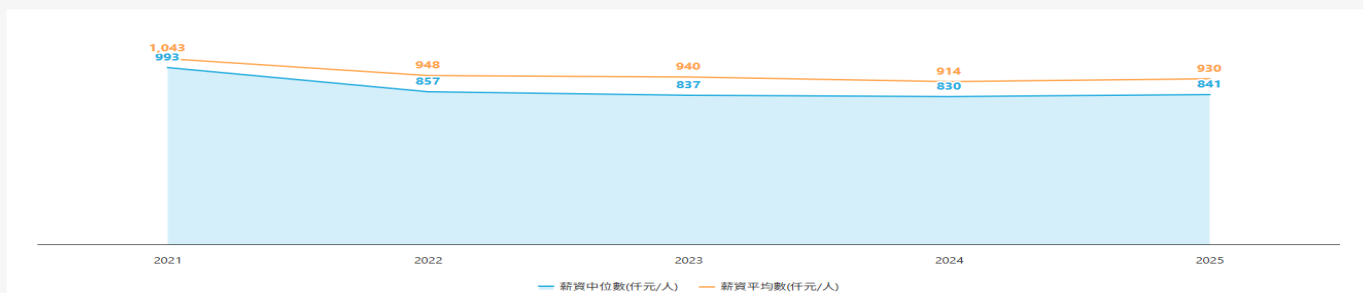


2025



2026/07/03

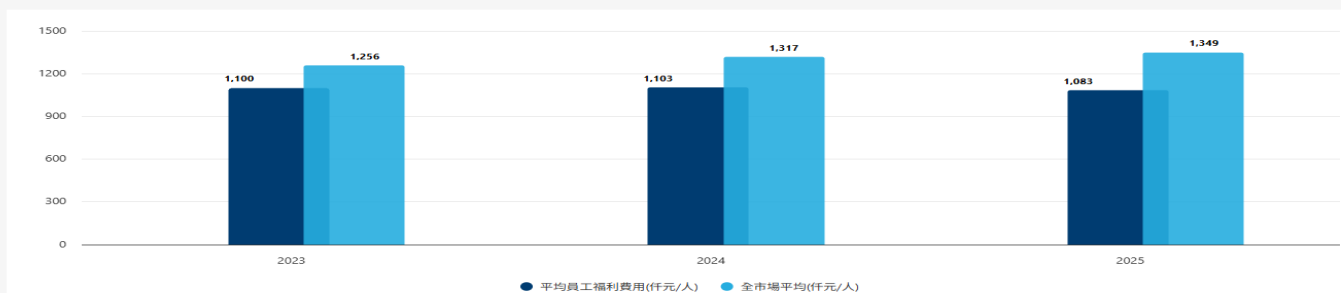
非擔任主管職務之全時員工薪資



2025



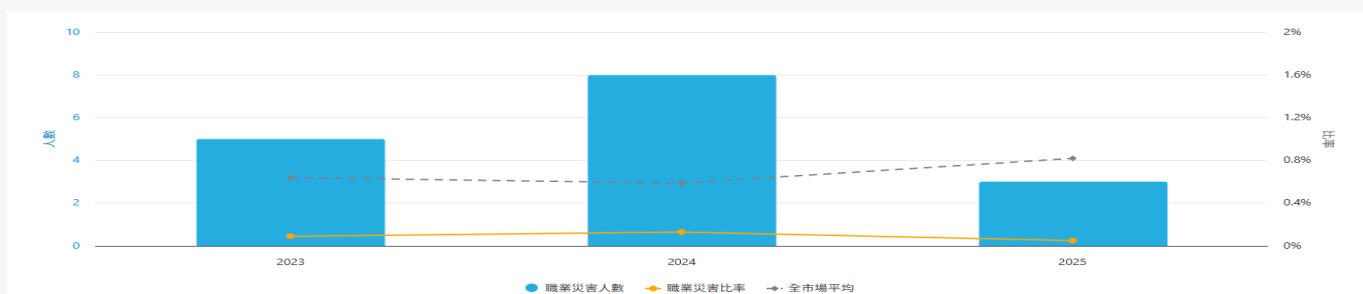
平均員工福利費用



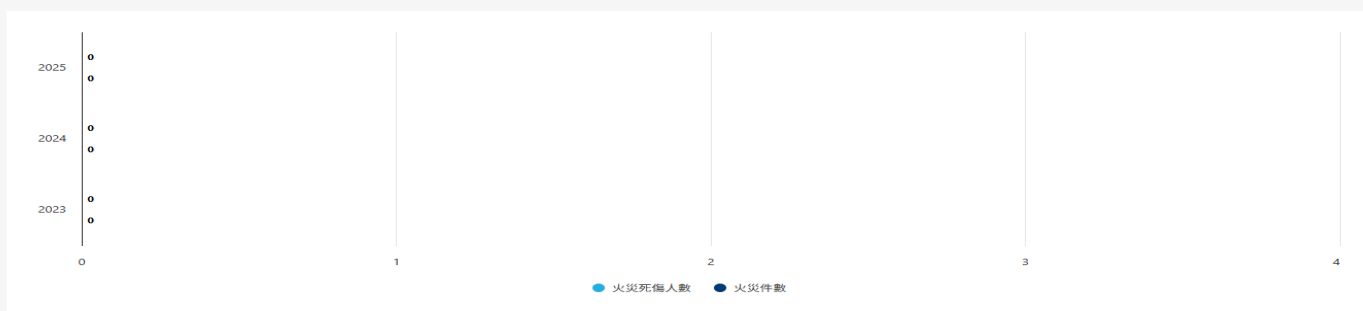
2025



職業災害人數與比率



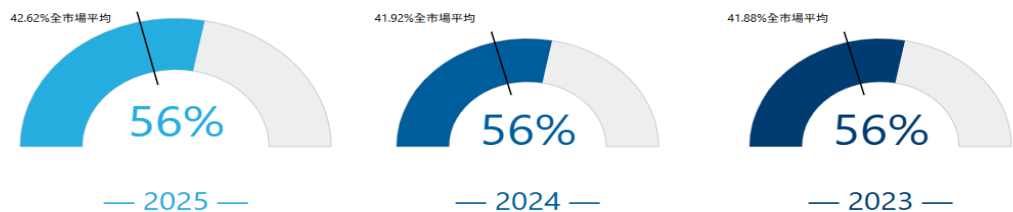
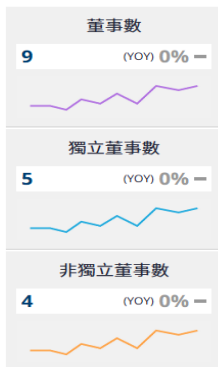
火災件數與死傷人數



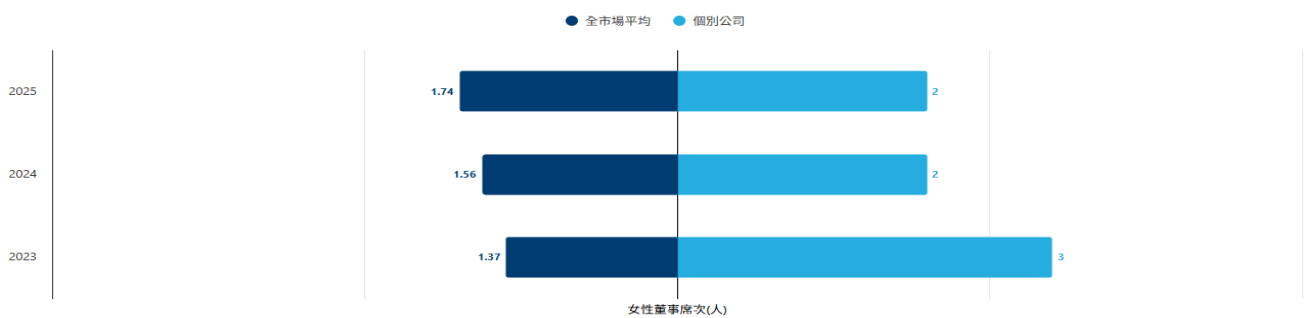
ESG 資訊-公司治理(Governance)

獨立董事vs.董事席次占比

2025



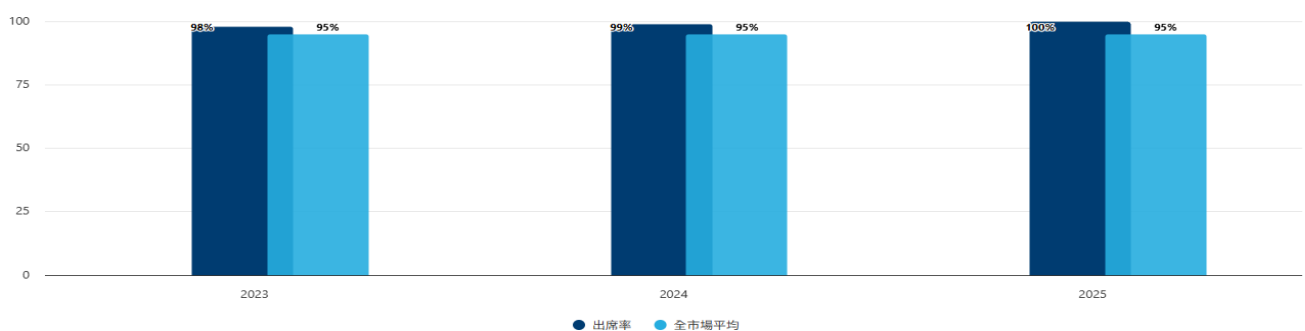
女性董事席次



2025



董事之董事會出席率



2025



2026/07/03

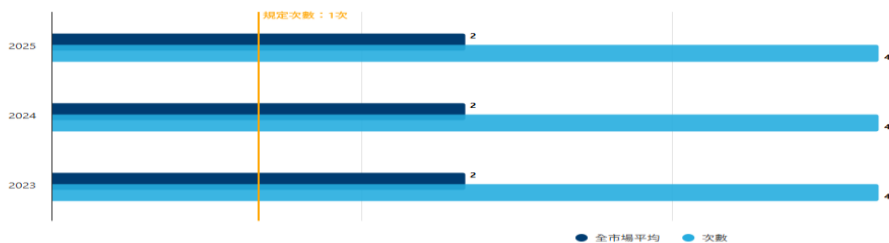
董事進修符合進修要點比率



2025



法說會次數



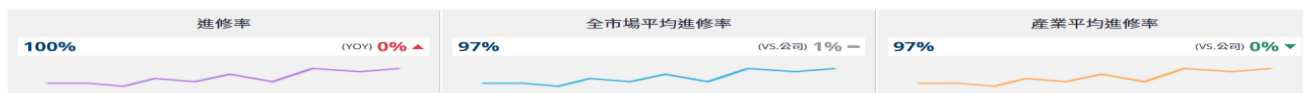
2025



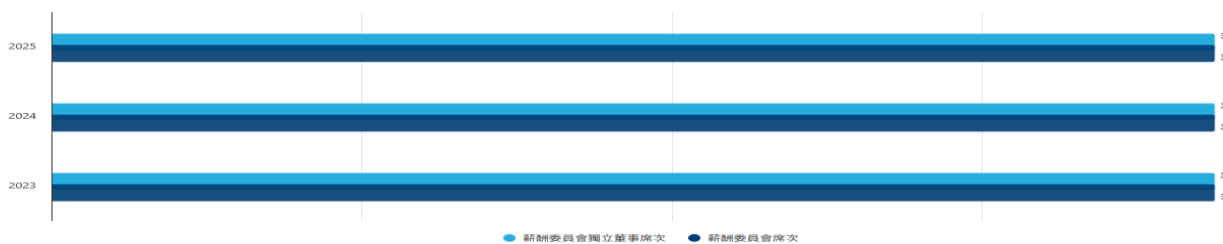
薪酬委員會出席率



2025



薪酬委員會席次



資料來源:證交所

投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy (B)	相較於市場指數之回報潛力極具吸引力
增加持股	Overweight (OW)	相較於市場指數之回報潛力略有吸引力
中立	Neutral (N)	相較於市場指數之回報潛力相似
降低持股	Underweight (UW)	相較於市場指數之回報潛力稍低
賣出	Sell (S)	相較於市場指數之回報潛力較低
未評等	Not Rated (NR)	

免責聲明

【中國信託證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理】

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱“中信金集團”）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、全權委託投資、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

中國信託證券投資顧問股份有限公司

台北市南港區經貿二路 188 號 5 樓及 18 樓 / (02) 5569-1988

營業執照字號：114 金管投顧新字第 014 號