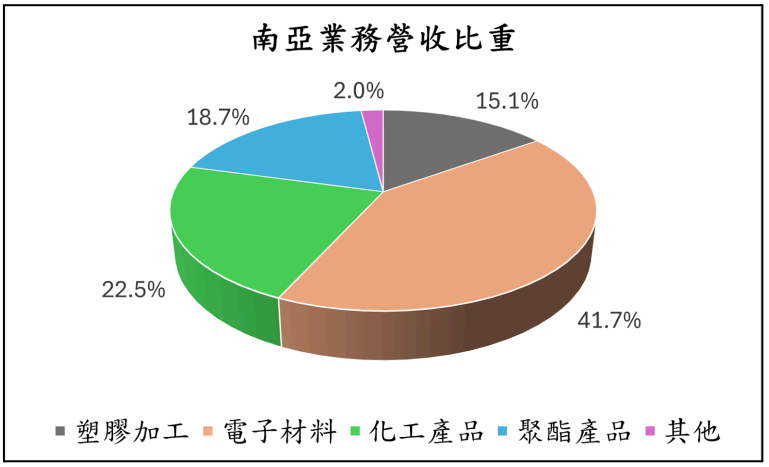
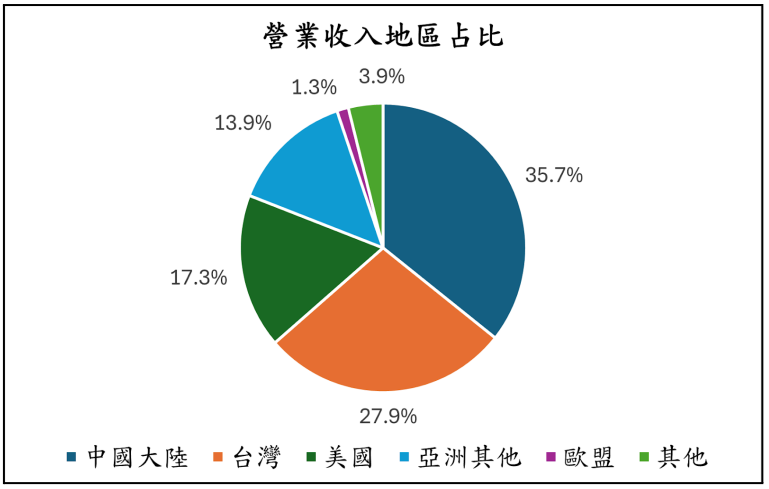


圖(一)南亞業務營收比重圖
資料來源：南亞公司年報

(二) 競爭對手與銷售市場

在競爭環境方面，南亞的主要競爭對手之一是台灣化學纖維股份有限公司（代號：1326）。台化同樣為台塑企業體系內的重要成員，專注於石化、纖維及塑膠產品，業務範疇與南亞存在高度重疊，尤其在聚酯纖維與工程塑膠市場上，雙方皆占有重要市場份額。台化透過高度整合的生產體系與先進技術，不斷提升產品品質與生產效率，使其成為南亞在國內外市場上的主要競爭對手。兩家公司皆具備完整的產業鏈佈局，並積極推動智慧製造與綠色生產，以符合全球市場對環保永續的要求。

綜合而言，南亞憑藉深厚的技術基礎與垂直整合優勢，在塑膠、化工與電子材料領域擁有領導地位，並透過國際佈局與技術創新持續強化市場競爭力。而台化作為其主要競爭對手，雙方在產品線與市場策略上既競爭又合作，共同影響台灣及全球高分子材料與化學工業的發展趨勢。



圖(二)2024年南亞業務營收地區占比
資料來源：南亞公司年報

1.2 公司致股東報告書的重點

	2021	2022	2023
年度營運結果	營業額與獲利		
	1. 110年度合併營業額達 4,116.7 億元，較 109 年成長 50.6%。 2. 合併稅前利益 1,034.6 億元，較 109 年成長 239.9%。	1. 111 年度合併營業額 3,551.8 億元，較 110 年 4,116.7 億元 減少 13.7%。 2. 合併稅前利益 475.5 億元，較 110 年 1,034.6 億元 減少 54.0%。	1. 112 年度合併營業額 2,597.6 億元，較 111 年 3,551.8 億元 減少 26.9%。 2. 合併稅前利益 91.3 億元，較 111 年 475.5 億元 大幅衰退 80.8%。
	產業影響因素		
	1. 疫苗普及帶動全球經濟復甦，宅經濟、遠距工作需求增加，電子材料市場需求強勁。 2. 油價上漲，推升石化產品價格，全年度各項營收與獲利指標創歷史新高。	1. 市場需求減弱：全球通膨升溫，各國升息導致消費與投資放緩。 2. 供應鏈挑戰：疫情與地緣政治影響，供應鏈中斷及原物料價格波動。 3. 半導體景氣變化：電子產品需求減弱，影響相關產業表現。	1. 全球經濟逆風：通膨高漲，各國升息，市場需求大幅下降。 2. 供需不平衡：同業新增產能，市場競爭加劇，價格壓力大。 3. 去庫存影響：廠商以去化庫存為主，市場需求保守，影響銷售表現。
	各業務表現		
	1. 塑膠加工：開發新用途產品、導入自動化、拓展新市場，獲利穩定。 2. 化工產品：受市場需求回升與美	1. 塑膠加工： a. 積極開發新用途產品，提高高值化產銷比重。 b. 投入自動化監控設備，確保品質並提升生產效率。	1. 塑膠加工： a. 積極研發新用途產品，進軍醫療、電競、汽車產業。 b. 整併廠房產能，導入自動化，提

	國德州暴風雪影響，價格攀升，獲利大幅成長。 3. 聚酯產品：國內外市場需求增長，回收綠色產品受市場青睞，營收顯著成長。 4. 電子材料：遠距辦公、伺服器需求帶動市場，新產能投產助推業績。	c. 透過電子商務拓展高端市場，維持產能利用率。 2. 化工產品： a. 乙二醇、丙二酚、環氧樹脂等市場需求回落，價格下跌。 b. 美元升息影響市場購買力，產品獲利下降。 c. 持續強化供應鏈整合，提高市場競爭力。 3. 聚酯產品： a. 通膨影響終端消費，品牌商與下游客戶調整庫存。 b. 持續推動回收環保產品，提高綠色經濟競爭力。 4. 電子材料： a. 遠距經濟退潮，筆電、消費性電子產品需求下降。 b. 車用電子、伺服器需求相對穩定。 c. 新產線投入運營，提升產品技術競爭力。	升生產效率。 c. 拓展高階市場及電子商務，維持穩定獲利。 2. 化工產品： a. 大陸房地產問題未解，市場需求下降。 b. 產能過剩導致價格競爭激烈，獲利衰退。 c. 持續優化製程，強化海外市場拓展。 3. 聚酯產品： a. 受通膨與升息影響，終端消費萎縮，服飾需求下降。 b. 大陸市場削價競爭激烈，品牌商調整庫存，獲利下滑。 c. 積極發展回收與環保產品，如寶特瓶回收絲、原著色絲等。 4. 電子材料： a. 消費電子需求疲軟，車用、通訊與伺服器材料需求穩定。 b. 美中科技管制趨嚴，市場需求保守，產品銷售量與價格下降。
未來經營計畫與發展策略	全球市場趨勢與挑戰		
	1. 全球疫情與供應鏈瓶頸未解，通膨與匯率風險增加。 2. 台灣未加入 RCEP	1. 全球升息潮：經濟成長放緩，影響終端市場需求。 2. 供應鏈挑戰持續：物流成本上升，原	1. 國際局勢不確定性增加：美中科技競爭升溫、俄烏戰爭、以哈衝突等影響市場。

	，貿易壁壘仍存在，需積極參與CPTPP。 3. 因應碳中和趨勢，致力於減碳與環保永續發展。	物料供應不穩。 3. 科技發展帶來新機會：AI、電動車、新能源等應用帶動新需求。	2. 大陸石化產能過剩：供給大於需求，市場競價搶單情況持續。 3. AI、智慧應用崛起：高階電子材料需求增加，成為企業獲利關鍵。
	公司發展策略		
	1. 優化產品組合：發展 5G 高頻高速材料、新能源車及車用電子基板。 2. 深化垂直整合：確保供應鏈穩定，滿足市場高端應用需求。 3. 循環經濟與碳減排：強化回收技術，提升產品綠色競爭力。 4. 智慧化生產：導入 AI 與數位轉型，提高生產效率。	1. 深化高值化產品布局，擴大高端市場占比。 2. 強化供應鏈管理，應對市場波動風險。 3. 持續投入數位轉型，提升生產智能化與效率。 4. 積極推動碳中和，發展循環經濟與綠色產品。	1. 提升高值化、差異化產品比重，拓展新應用及市場。 2. 發展新事業、新產品、新技術，深化產業布局。 3. 推動 AI 與數位轉型，提升智能化營運能力。 4. 拓展綠色產品，積極推動循環經濟與節能減碳。
	擴建與投資計畫		
	1. 台灣樹林廠（離型膜）、錦興廠（ABF 載板）、寧波廠（丙二酚）、惠州廠（銅箔基板、玻纖布）等新產線陸續投產。 2. 持續投入醫療器材、高端應用市場及新產品研發。	1. 台灣：樹林廠（離型膜）、錦興廠（ABF 載板）。 2. 中國：寧波廠（丙二酚）、惠州廠（銅箔基板、玻纖布）。 3. 美國：德州廠（軟質膠布）。	1. 全球布局：台灣、大陸、美國、越南等多元生產據點。 2. 新產線投產： 3. 台灣：樹林廠（離型膜、ABF 載板）、醫療用減白血袋。 4. 美國：德州廠（軟質膠布）。 5. 中國：寧波廠

			（丙二酚），大陸惠州廠（銅箔擴建）。 6. 預計每年新增120億元以上產值。
財務與獲利分析	財務結構		
	1. 負債占資產比率35.88%（109 年為 39.02%）。 2. 長期資金占不動產、廠房及設備比率 300.19%（109 年為267.97%）。	1. 負債占資產比率40.76%（110 年為35.88%）。 2. 長期資金占不動產、廠房及設備比率 224.45%（110年為 300.19%）。	1. 負債占資產比率41.86%（111 年為 40.76%）。 2. 長期資金占不動產、廠房及設備比率 233.28%（111 年為224.45%）。
	獲利能力		
	1. 資產報酬率13.70%（109 年為 4.92%）。 2. 權益報酬率21.60%（109 年為 7.55%）。 3. 稅前純益占實收資本額比率130.46%（109 年為 38.38%）。 4. 純益率 20.61%（109 年為 9.84%）。 5. 每股盈餘 10.25元（109 年為3.24 元）。	1. 資產報酬率 6.09%（110 年為 13.70%）。 2. 權益報酬率 9.35%（110 年為 21.60%）。 3. 稅前純益占實收資本額比率 59.96%（110 年為 130.46%）。 4. 純益率 10.84%（110 年為 20.61%）。 5. 每股盈餘 4.05 元（110 年為 10.25元）。	1. 資產報酬率1.83%（111 年為6.09%）。 2. 權益報酬率2.10%（111 年為9.35%）。 3. 稅前純益占實收資本額比率11.51%（111 年為 59.96%）。 4. 純益率 3.12%（111 年為 10.84%）。 5. 每股盈餘 0.80元（111 年為4.05 元）。
總結	1. 2021（110 年度）表現強勁，營收與獲利創歷史新高，受惠於市場需求回溫、	1. 2022（111 年度）市場環境艱困，營收與獲利下降，主要受全球通膨、升息、供應鏈問題影	1. 2022（112 年度）受全球經濟影響，營收與獲利大幅衰退，供需失衡、去庫

	宅經濟、科技發展及化工產品價格上漲。 2. 2022（111 年度）市場挑戰增加，需面對通膨、供應鏈瓶頸、匯率風險與國際貿易壁壘。 3. 發展策略清晰，將透過高端產品布局、智慧製造、綠色經濟與國際擴張來提升競爭力。 4. 持續擴大投資，多項產線投產，帶動未來業績成長，並積極佈局醫療、高端電子市場。	響。 2. 2023（112 年度）市場不確定性仍高，但 AI、電動車、新能源發展帶來新商機。 3. 公司將持續推動技術升級與數位轉型，提升高值化產品占比。 4. 擴大綠色經濟布局，推動循環經濟與低碳轉型，提升長期競爭力。	存、產能過剩等因素造成挑戰。 2. 2023（113 年度）市場仍充滿不確定性，國際政經情勢變化多端，但 AI、電動車、半導體等科技發展帶來新機會。 3. 公司將強化技術與產品升級，發展高值化產品，以智慧製造、循環經濟、永續發展為核心，提升競爭力。 4. 持續投資擴產，新產線與技術佈局將為未來業績成長奠定基礎。

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

1.3 財務特性

（一）資產負債表

表(二)2021~2024年資產負債表(僅節錄部分科目)

資產負債表(部分)	2021年12月31日	2022年12月31日	2023年12月31日	2024年12月31日
資產				
現金及約當現金	11%	13%	12%	11%
應收帳款淨額	8%	7%	5%	6%
存貨	9%	8%	7%	8%
不動產、廠房及設備	28%	32%	33%	35%
負債				
一年內到期長期借款	-	5%	1%	3%

流動負債合計	17%	26%	20%	23%
長期借款	3%	1%	7%	6%
非流動負債合計	19%	15%	22%	18%
負債總計	36%	41%	42%	41%
權益				
保留盈餘	41%	37%	36%	37%
非控制權益	2%	3%	3%	3%
權益合計	64%	59%	58%	59%

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

1.應收帳款淨額

應收帳款佔比逐年下降，從 8%（2021年）→ 7%（2022年）→ 5%（2023年）→ 6%（2024年），這可能表示公司的收款效率提升，有更多資金可用於投資或擴張，使營運資金壓力減輕，是一種正面的影響。但從四年的綜合損益表中可以發現，南亞的營業收入呈現大幅度的下降，這可能代表南亞是因為收入減少才導致應收帳款下降，在這樣的情況下，應收帳款佔比下降並不是一個好的現象。

2024年應收帳款佔比略為上升至6%，但2024年營收並未顯著成長，這可能表示公司在銷售上採取較寬鬆的信用條件，以換取訂單或刺激需求。這樣的策略短期內雖有助於推動業績，但也可能提高未來壞帳風險，對財務穩定性構成壓力。

2.存貨

存貨比率微幅下降，從 9%（2021年）→ 8%（2022年）→ 7%（2023年）→ 8%（2024年），可能代表存貨週轉率提升，使公司營運更有效率，但如上所述，南亞的營業收入呈現大幅度的下降，在這樣的情況下，要關注市場需求是否有降低的可能性，因而影響了存貨的占比。

3.不動產、廠房及設備

不動產、廠房及設備的比重逐年增加，從 28%（2021年）→ 32%（2022年）→ 33%（2023年）→ 35%（2024年），這反映出南亞在資產配置上有明顯的變化，詳細資料如下圖，可以從圖中發現，南亞在土地和機器及設備投資的部分增加了許多，這是因為南亞科技，也就是南亞塑膠的轉投資公司，購入了新土地來建置廠房，導致土地和機器及設備數值的提升，而該工程預計在2025年完工，這也顯示了未完工程的變動原因。

表(三)2021~2024年不動產、廠房及設備科目細項(單位：新臺幣千元)

不動產、廠房及設備	2021年12月31日	2022年12月31日	2023年12月31日	2024年12月31日
土地	$13,486,848	$19,198,613	$19,255,598	$19,263,082
房屋及建築	32,643,619	34,059,690	33,381,417	33,083,362
機器及設備	109,353,837	110,980,309	126,435,071	126,759,284
運輸交通設備	251,396	269,751	241,064	253,296
什項設備	4,348,916	4,415,785	6,188,063	6,381,818
未完工程	24,703,119	43,042,874	30,712,051	32,532,008
總計	$184,787,735	$211,967,022	$216,213,265	218,272,850

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

4. 負債

首先從流動負債開始分析，從 17%（2021年）→ 26%（2022年）→ 20%（2023年）→ 23%（2024年），期間的流動負債波動較大，其中影響較大的科目為一年內到期長期借款，從資產負債表的附註可以得知，2022年是因為南亞長期借款的新台幣及美元在一年內到期的部分高達30,325,562元，對比2021年的2,808,195元及2023年的6,729,400元，有很大的落差，這就是流動負債佔比上升的原因。再來是非流動負債的部分，非流動負債主要是受到長期借款這項科目的影響，長期借款的增加可能與南亞的資產投資有關，若投資回報率高於借款成本，則有助於提升公司成長性。

總結來說，南亞的負債總計呈現上升的趨勢，表示負債結構正在發生變化，代表南亞的財務槓桿正在提高，可能會有一定的風險，需要持續關注未來的變化。

5. 保留盈餘

南亞的保留盈餘呈現下降趨勢，從 41%（2021年）→ 37%（2022年）→ 36%（2023年）→ 37%（2024年），保留盈餘下降表示公司可能增加股利發放或盈餘轉為資本支出，但是南亞並沒有增加股利的發放，推測這也許是南亞將盈餘投入到投資部分，或是因營業收入減少而導致保留盈餘同樣下降。

6. 非控制權益

在台塑企業的多角化經營版圖之下，南亞作為台塑集團重要的成員之一，透過集團成員之間的交叉持股，將股權控制在母公司台塑之下。因此，南亞的非控制權益非常小，顯示淨利大多會回到母公司台塑企業。

（二）綜合損益表

表(四)2021~2024年綜合損益表(僅節錄部分科目)

綜合損益表(部分)	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
營業成本	75%	85%	93%	93%
營業毛利	25%	15%	7%	7%
營業費用	5%	6%	7%	7%
營業外收入及支出	5%	4%	3%	2%
本期淨利	21%	11%	3%	2%
本期淨利歸屬於				
母公司業主	20%	9%	2%	2%
非控制權益	1%	2%	1%	-

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

表(五)2021~2024年營業收入及成本金額(單位：新臺幣千元)

綜合損益表(部分)	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
營業收入	411,670,391	355,183,300	259,755,344	259,608,483
營業成本	307,825,271	301,276,564	240,519,344	241,033,392

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

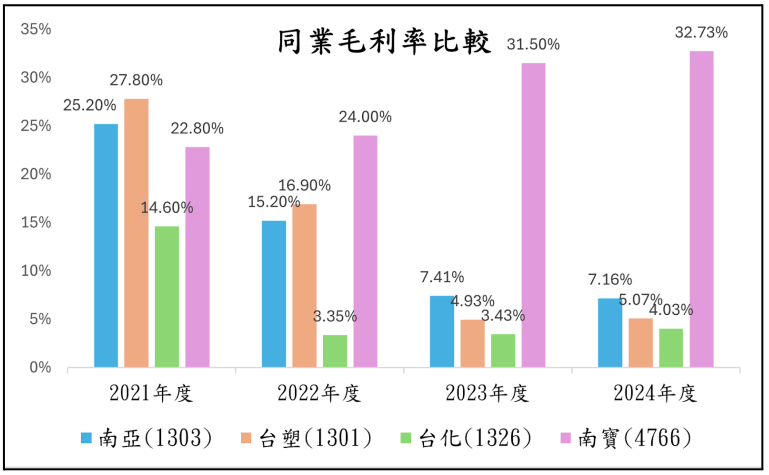
1. 營業成本

南亞的營業成本占比逐年攀升，從 75%（2021年）→ 85%（2022年）→ 93%（2023年、2024年），但觀察營利成本的總金額，可以發現其實是一直減少的，我們認為是因為營業收入降低太多導致營業成本的占比大幅提升，結合致股東報告書所提到的內容，這可能代表公司正在面臨銷售與市場壓力，因此市場需求下降是南亞需要密切關注的問題。

2. 營業毛利

南亞近年的營業收入減少幅度大於營業成本的減少幅度，導致雖然營業成本降低但毛利率卻大幅下降，從2021年的25%到近兩年只有7%左右。而在同業之間，南亞作為全球知名的

塑膠加工龍頭，2021年前的毛利率保有良好的競爭優勢，但在2022年後隨著市場面臨轉型，毛利率優勢逐漸被南寶（4766）所取代。



圖(三)近四年同業毛利率比較

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

3. 本期淨利

表(六)2021~2024年本期淨利金額(單位：新臺幣千元)

綜合損益表(部分)	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
本期淨利	84,832,825	38,484,719	8,110,047	3,307,170

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

南亞的本期淨利占比逐年降低，從 21%（2021年）→ 11%（2022年）→ 3%（2023年）→ 2%（2024年），這表示公司整體的獲利能力受到極大影響，與前面的營業成本及營業毛利分析相關，2023年淨利僅剩3%，代表公司幾乎無法賺取利潤，不僅會影響股東報酬，還會使公司可支配的資金減少，因此南亞需要提升市場競爭力，以增加營業收入來解決問題。

1.4 投資行為分析

(一) 資產負債表

表(七)2021~2024年資產負債表(僅節錄資產比例前三大科目)

資產負債表(部分)	2021年12月31日	2022年12月31日	2023年12月31日	2024年12月31日
不動產、廠房及設備	28%	32%	33%	35%

採用權益法之投資	27%	26%	27%	28%
現金及約當現金	11%	13%	12%	11%

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

（二）資產負債表細項

表(八)2021~2024年採用權益法投資細項(單位：新臺幣千元)

採用權益法投資細項	2021年12月31日	2022年12月31日	2023年12月31日	2024年12月31日
關聯企業	180,853,138	170,591,035	175,618,957	170,065,840
合資	510,109	557,213	562,432	557,051
總計	181,363,247	171,148,248	176,181,139	170,622,891

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

1.採用權益法投資

採用權益法投資佔總資產比重僅次於不動產、廠房及設備，且穩定維持在26、27%，查看財務報表附註中的細項，可以發現大多投資於關聯企業，這也凸顯了在台塑集團內成員之間的緊密關聯。根據南亞塑膠工業股份有限公司（南亞）2022年上半年營運概況，該公司權益法投資收益減少新台幣16.7億元，主要原因包括：

(1)麥寮汽電：減少新台幣11.9億元
(2)台塑烯烴（美國）：減少新台幣7.1億元
(3)越南台灣興業：減少新台幣4.4億元

至2024年，雖整體投資金額略降至170,622,891千元，仍維持高比重。惟關聯企業如南亞科技、台塑化與麥寮汽電營運動能仍弱，權益法投資報酬未見明顯回升。顯示南亞投資結構雖穩定，但高度依賴集團整體景氣循環，當關聯企業陷入低潮時，亦將連帶影響其獲利表現與財務穩定性。

2.轉投資事業

在轉投資事業方面，南亞塑膠透過權益法長期持有多家關聯企業，當中以南亞科技與南亞電路板公司最具代表性。南亞電路板專注於高階IC載板市場，近年持續投入於與客戶共同開發應用於5G網通、AI與高效運算（HPC）晶片的高階載板。儘管2023年受到全球消費性電子需求疲弱影響，營收與獲利同步下滑，但進入2024年，隨著小晶片封裝（chiplet）與異質整合技術快速推進，加上AI伺服器與雲端資料中心擴建帶動需求，公司逐步回補訂單並強化技術開發，積極搶攻AI與雲端運算相關高階載板市場。

另一方面，南亞科技專注於DRAM記憶體的開發與銷售，2023年上半年受到價格下跌與庫存去化拖累，但自下半年起在AI、雲端及高效運算需求快速釋出下，DRAM市況出現反彈，價

格與出貨量逐季回升。2024年，南亞科技進一步布局新一代DRAM技術與製程升級，並持續強化自主研發能力，以因應市場對高速、高容量記憶體的長期需求，逐步恢復轉投資企業對南亞塑膠的獲利貢獻。

整體而言，南亞塑膠在2024年透過持續持有具成長潛力之科技事業，並隨市場復甦而逐漸回穩，有助於權益法投資報酬率的改善，未來轉投資表現仍具支撐與成長空間。

3.新投資與擴建

南亞塑膠近年在資本支出與投資佈局方面，持續聚焦於高值化產品與新興應用市場的拓展。2023年，寧波廠區的丙二醇（PG）產線順利投產，為化工產品線帶來新動能。進入2024年，公司投資行為延續積極策略，陸續完成多項新產能建置，包括台灣樹林廠的離型膜、ABF載板及醫療用減白血袋等關鍵應用產品，以及美國德州廠的軟質膠布新廠。這些建設預計將為公司每年新增約120億元的產值，顯示其轉型重點放在高附加價值與特用材料領域。

此外，公司亦積極因應永續發展趨勢與客戶ESG要求，推動能源轉型與環保投資，包括持續於各生產基地建置太陽能系統，強化能源自給與碳排管理。同時，也啟動中國惠州廠銅箔產線擴建計畫，對應電動車與儲能市場對高性能銅箔的中長期需求。

整體而言，南亞塑膠2024年的投資方向聚焦於擴大高值應用市場布局與提升營運韌性，展現其透過資本支出驅動業績回穩與轉型升級的策略目標。未來，公司也將持續強化研發創新與生產效率，以支撐長期穩健成長。

1.5 經營策略探討

(一) 總體經營策略與市場挑戰

南亞塑膠秉持「勤勞樸實、止於至善、永續經營、奉獻社會」的理念，並積極推動高值化、差異化產品，開拓新事業與新技術，提升數位轉型與智慧化應用，並發展綠色產品與循環經濟。近年來面對全球高通膨、利率高以及地緣政治風險，公司成立「永續經營與發展組」，透過不斷調整經營策略以應對挑戰，並在電子材料、電動車、AI 產業等高階市場尋找機會。

(二) 主要產業策略分析

南亞塑膠的業務涵蓋塑膠、化工、聚酯及電子材料四大領域。塑膠事業專注於高附加價值產品，如醫療、電競及汽車零件，並導入自動化技術提升效率。化工業務則依賴與台塑石化體系的整合優勢，確保成本競爭力，但也面臨中國與中東產能過剩的挑戰。聚酯事業則投入環保材料開發，如回收聚酯纖維，以因應永續趨勢。電子材料方面，公司致力於高頻高速材料開發，迎合 5G、AI、自駕車等市場需求。

（三）全球佈局與競爭策略

南亞塑膠在全球多地設有生產據點，臺灣作為研發與高階產品生產基地，中國則為主要產能中心，美國與越南廠則因應當地市場需求。公司透過區域佈局降低市場波動風險，並積極拓展東南亞等新興市場。競爭策略方面，公司在塑膠與聚酯業務上強調成本控制與產品研究與開發的升級，化工業務則利用垂直整合優勢確保穩定供應，而電子材料則以技術創新爭取高階市場，並與關鍵客戶緊密合作開發新產品。

（四）永續發展與環保策略

面對全球減碳趨勢，南亞塑膠強化循環經濟與碳管理，投入低碳能源轉型與碳捕捉技術，並設立永續發展委員會監督ESG相關目標。此外公司積極開發環保產品，如可降解塑膠與節能減碳聚酯纖維，並已完成多項產品碳足跡查證，同時南亞也透過供應鏈管理及社會公益活動，強化企業社會責任，確保長期穩健發展。

（五）財務與風險管理

2023年，南亞塑膠受全球景氣低迷影響，營收下滑至 2,598 億元，稅前盈餘僅 91 億元。為應對市場風險，公司強化多元產品布局，降低單一市場依賴，除了持續擴充高附加價值產能，如電子材料、再生能源及醫療用途產品；公司也盡可能保持穩健財務結構，嚴控成本與投資節奏，確保資金流動性，持續進行產線升級，以提升長期競爭力。

進入2024年，南亞營收略有回升，受惠於電子材料需求回溫與塑膠加工業務回穩，部分產品價格也因供給端緊縮而出現反彈。4月合併營收達218.8億元，創近7個月新高，顯示營運有逐步觸底回升的趨勢。然而整體市況仍不穩定，出口市場需求尚未全面復甦，部分關聯企業貢獻亦仍疲弱，影響權益法投資收益。面對國際原物料價格波動與區域政治風險，南亞持續深化產品高值化策略與全球市場布局，試圖在轉型與回穩之間尋求新的成長動能。

1.6 小結

南亞塑膠近年受全球景氣波動影響，2023年營收降至2,598億元，稅前盈餘僅91億元，較前一年大幅衰退80.8%。主要原因包括全球高通膨與利率上升抑制終端需求，以及中國市場產能過剩導致價格競爭加劇。面對財務表現不佳，南亞積極推動多項應對措施，包括強化高值化產品布局，開發應用於新能源車、5G/6G及AI領域的高階材料，以提升獲利能力。同時，公司也持續進行產線升級，導入人工智慧與數位化管理技術，以降低生產成本並提升製程效率。

進入2024年，南亞延續此策略方向，並進一步強調在高值應用市場的拓展，特別是電子材料與低碳環保材料領域，作為營運重心。雖然仍受中國市場需求疲弱、電子產業庫存調整與化工產品價格波動等挑戰影響，但公司也加快布局海外市場、調整產品組合結構，並深化

ESG策略導向，以提升整體抗風險能力與長期競爭力。這些持續性策略反映南亞正試圖在轉型與動能恢復之間尋找成長平衡。

貳、償債能力分析

2.1 短期償債能力

(一) 流動比率

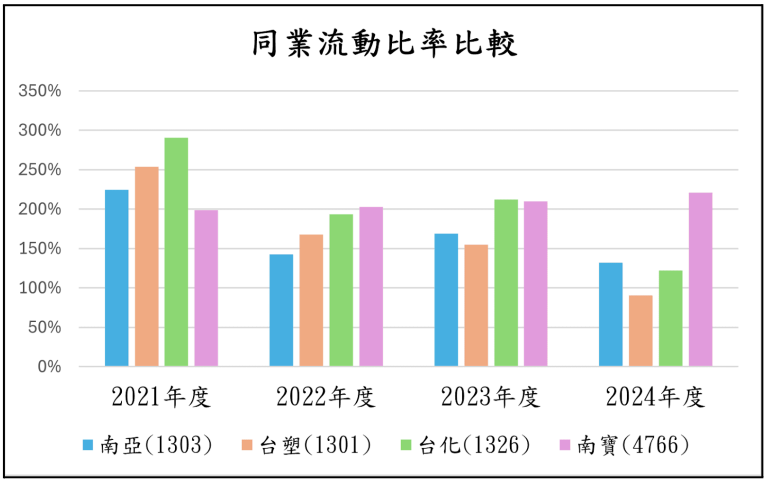
表(九)流動比率分析

流動比率(單位：%)		
	南亞	同業平均
2021年	224.52	241.93
2022年	142.59	176.66
2023年	169.12	186.60
2024年	122.13	141.51

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

依據上表可知，南亞在近四年的流動比率皆低於同業平均，代表企業每元的流動負債對應的流動資產較同業少。2022年，南亞流動比率大幅度下降，主要原因是流動負債增加所致，短期借款、一年內到期之長期借款及公司債增加。2023年，南亞的流動比率增加，主要原因是流動負債減少，一年內到期之長期借款及公司債、其他應付款及短期借款減少。2024年，南亞的流動比率再次下降，主要原因為流動資產減少，包含現金及約當現金、應收帳款及存貨等項目下滑所致。

雖然南亞流動比率在同業當中低於平均值，但在近四年仍然皆高於100%，我們認為南亞在短期償債能力上並沒有太大的壓力。



圖(四)同業毛利率比較
資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

(二) 速動比率

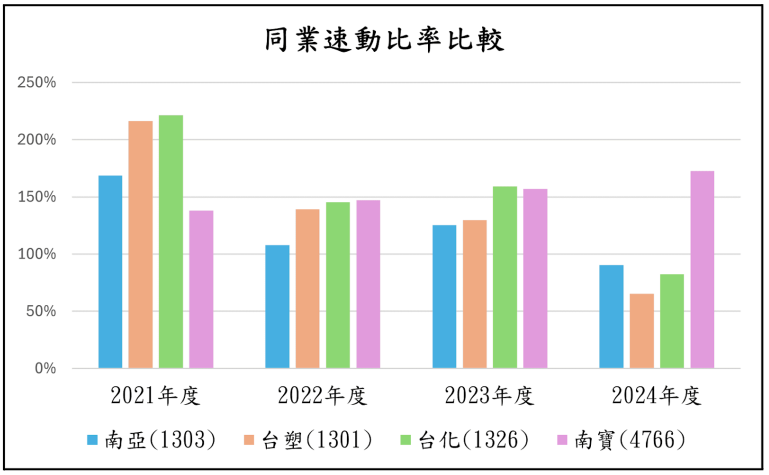
表(十)速動比率分析

速動比率(單位：%)		
	南亞	同業平均
2021年	168.83	186.09
2022年	108.04	134.91
2023年	125.32	142.78
2024年	82.51	102.76

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

透過上表可知南亞在近四年的速動比率皆低於同業平均，代表其每元的流動負債所對應之速動資產較同業平均少。我們發現南亞的速動比率與同業平均的差距和流動比率與同業平均的差距相似，主要原因還是在於南亞的流動資產占資產總額較少，導致速動資產占比也較少。2022年，南亞速動比率大幅度減少，原因與前面流動比率所述一樣，因為短期借款、一年內到期之長期借款及公司債增加導致。

雖然南亞的速動比率相較同業來說較低，但在2021年到2023年還是高於100%，不過到了2024年南亞速動比率創下近年新低且小於100%，需要開始注意南亞在短期償債的流動性風險。



圖(五)同業速動比率比較
資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

(三) 現金流量比率

表(十一)現金流量比率分析

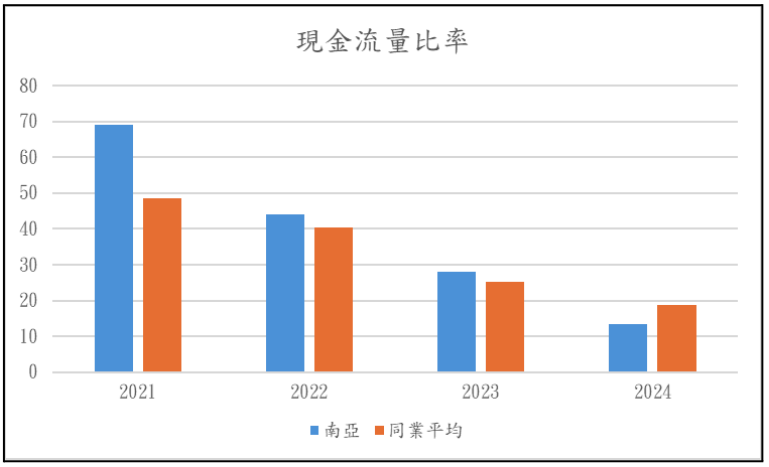
現金流量比率(單位：%)		
	南亞	同業平均
2021	69.20	48.65
2022	44.15	40.41
2023	28.05	25.28
2024	13.35	18.72

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

上表展示了南亞公司與同業平均的現金流量比率（單位：%）在2021至2024年間的變化情況。可以發現這四年間南亞與同業平均的現金流量比率均呈現下降趨勢，這可能反映出整體產業面臨了共同的外部挑戰，例如經濟環境惡化或市場需求減少。

然而，相較於同業平均，南亞的現金流量比率下降幅度更為顯著，且南亞在2023年以前皆高於同業平均，但到了2024年則低於同業平均。這表明南亞公司除了面臨行業普遍的挑戰外，還可能存在自身特定的問題。根據前面的分析，南亞公司營業收入在2021至2024年間顯著減少，這直接導致其營運活動產生的現金流入減少，進一步影響現金流量比率。

現金流不足以完全覆蓋短期負債，使南亞公司的短期償債能力受到削弱。這種情況可能增加財務風險，並限制企業在資金運用上的靈活性。



圖(六)現金流量比率比較

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

(四) 營運資金

表(十二)營運資金分析

營運資金(單位：仟元)				
	南亞	台塑	台化	南寶
2021年	141,928,326	114,721,005	161,713,990	6,289,407
2022年	72,650,417	64,956,940	109,134,144	6,522,838
2023年	87,931,171	56,536,586	113,679,912	7,039,143
2024年	28,191,813	-10,765,666	44,830,523	9,265,973

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

營運資金代表企業可用於償還流動負債的資金，從上表可以看出南亞的營運資金在同產業中具有一定的規模，這也代表南亞在塑膠工業上保持良好的領導地位。當營運資金越多，表示企業可用於償還流動負債的資金越充裕，對債權人的保障越高，我們認為南亞在這部分不需擔心。

另外，我們可以發現南亞在2022年的營運資金相較前一年度減少大約50%。主係因化工產品售價下跌、EG計畫性停車，導致南亞獲利大幅減少，流動資產中的應收款項科目減少超過150億元。加上前面提到南亞在2022年大幅增加短期借款，使得流動負債增加、營運資金的規模大幅度的縮小。2024年，南亞的營運資金創下近四年新低，公司在營運活動上投入較多資金支持營業週轉，並且主要資產項目縮減，但短期負債仍持續支出，使營運資金數字大幅下滑。

(五) 存貨週轉率(次)

表(十三)存貨週轉率分析

存貨週轉率		
	南亞	同業平均
2021	6.24	7.26
2022	5.45	6.96
2023	4.65	6.34
2024	4.71	6.59

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

根據上表可以發現，南亞的存貨週轉率在2021年到2023年逐年下降，這可能與銷售速度減緩或是存貨增加有關，藉由前面的分析，可以得知南亞這三年在存貨方面沒有太大的變動，因此我們認為存貨週轉率下降的原因與銷售速度減緩有較大的關係，而產品銷售速度變慢則可能是因為市場需求降低。2024年則呈現小幅提升，表示南亞的產品銷售速度可能略有回升，銷售情況有所改善。

再來，將南亞與同業對比，可以發現同業平均的存貨週轉率雖然也呈下降趨勢，但幅度較南亞小，顯示整體行業需求可能略有下降，但南亞的表現更為疲弱，且南亞的存貨週轉率持續低於同業平均，表示在銷售效率或庫存管理上與同業比較存在劣勢。

2.2 長期償債能力

(一) 財務槓桿指數

表(十四)財務槓桿指數分析

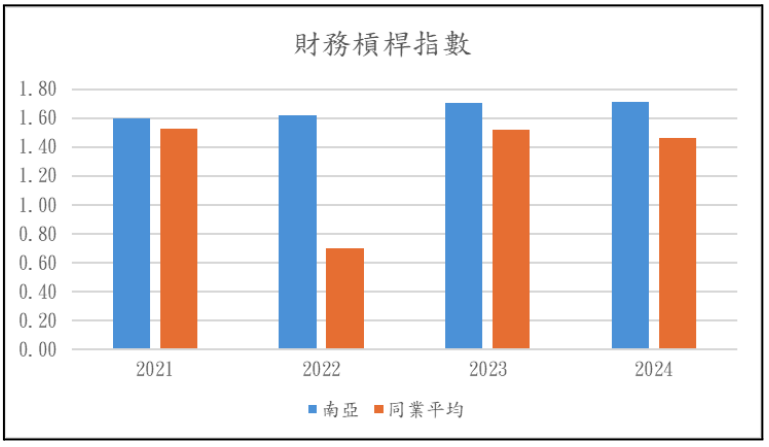
財務槓桿指數		
	南亞	同業平均
2021	1.60	1.52
2022	1.62	0.70
2023	1.70	1.52
2024	1.71	1.46

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

根據上表的數據，南亞在2021年至2024年間的財務槓桿指數呈現逐年上升趨勢，分別為1.60、1.62、1.70與1.71，顯示其負債對權益的依賴程度略有增加。不過整體變動幅度不大，顯示南亞的資本結構相對穩定，並未出現劇烈的財務槓桿操作。

值得注意的是，南亞的財務槓桿指數在這四年間始終高於同業平均值，尤其是在2022年，同業平均指數驟降至0.70，可能反映產業內其他企業在當年大幅降低財務槓桿、強化資本結構或減少借款，以因應市場風險或不確定性。但南亞仍維持穩定的財務槓桿，顯示其在資金運用上具備一定的穩健性與信心。

進一步來看，2023與2024年南亞的財務槓桿指數雖略微上升，但與產業平均相比，仍維持領先，代表其在利用負債槓桿擴大股東報酬的同時，也可能面臨相對較高的財務風險。不過，只要其負債水準仍在可控範圍內，且能有效創造營運利潤，這樣的槓桿操作可視為積極但理性的財務策略。整體而言，南亞的財務槓桿指數趨勢穩定且略高於同業，反映其資本結構配置成熟，對外部資金的運用策略也相對積極，有利於擴張或應對市場變動。



圖(七)財務槓桿指數比較

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

(二) 負債比率

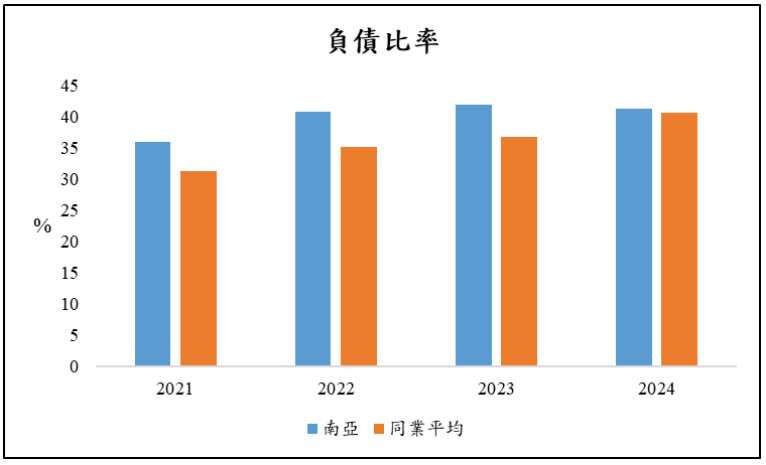
表(十五)負債比率分析

負債比率(單位：%)		
	南亞	同業平均
2021	35.88	31.19
2022	40.76	35.09
2023	41.86	36.78
2024	41.28	40.61

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

上表展示了南亞公司與同業平均的負債比率（單位：%）在2021至2024年間的變化情況，可以發現在這四年間南亞與同業平均的負債比率都呈現上升的趨勢，這可能代表整體產業在疫情期間對全球供應鏈造成嚴重衝擊，加上隨後而來的通膨壓力、利率上升與地緣政治動盪，使得原物料價格波動劇烈，市場需求趨於疲弱。

南亞作為石化與電子材料的主要供應商，其營運也受到中國大陸產能大幅擴張影響，產業供過於求導致價格競爭激烈，獲利空間大幅壓縮。為了維持生產效率並推動產品高值化轉型，南亞在此期間投入大量資本進行設備升級與電子材料等新產品布局，這些投資多半仰賴舉債融資，也使得負債比率逐年攀升。整體而言，南亞負債比率的上升不僅反映疫情後企業在逆境中維持營運與擴張的財務策略，也透露出面對市場劇烈變動時，其財務結構正經歷高度調整與風險再分配的過程。



圖(八)負債比率比較

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

(三) 負債對股東權益比率

表(十六)負債對股東權益比率分析

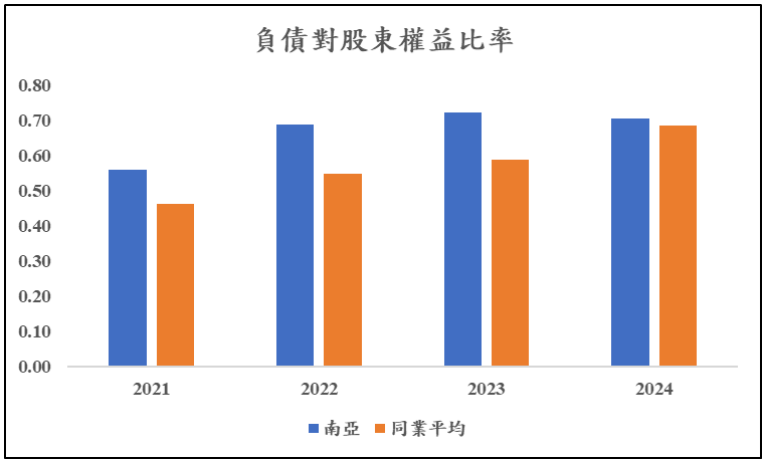
負債對股東權益比率(單位：%)		
	南亞	同業平均
2021	0.56	0.46
2022	0.69	0.55
2023	0.72	0.59
2024	0.70	0.69

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

上表展示了南亞公司與同業平均的負債對股東權益比率（單位：%）在2021至2024年間的變化情況，可以發現在這四年間南亞與同業平均的負債比率都呈現上升的趨勢，顯示整體

產業受到新冠疫情影響，以及全球供應鏈持續動盪，加上通膨壓力升高與主要央行升息循環，企業營運成本顯著增加，需求也呈現萎縮。

石化產業則面臨中國大陸大量新增產能的衝擊，導致市場供過於求、產品利差持續收斂。在此情況下，南亞為維持現金流穩定與支持既有投資計畫，如電子材料與高值化產品的布局，只能透過舉債因應，進一步推高其財務槓桿。加上產業景氣下行壓抑了股東權益的成長，使得負債對股東權益比率呈現明顯攀升。這一趨勢說明南亞不僅需面對產業競爭與國際市場風險，也需審慎調整財務策略，以避免過高槓桿對企業長期體質造成侵蝕。



圖(九)負債對股東權益比率比較

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

(四) 利息保障倍數

表(十七)利息保障倍數分析

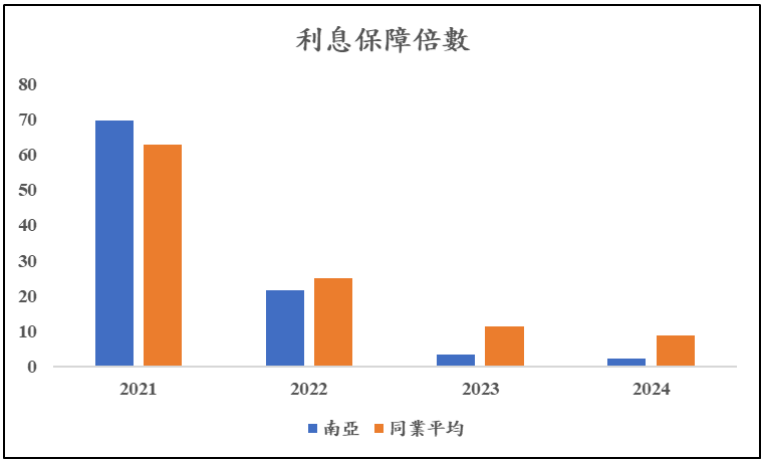
利息保障倍數		
	南亞	同業平均
2021	69.62	62.80
2022	21.62	24.96
2023	3.28	11.15
2024	2.04	8.76

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

利息保障倍數（Interest Coverage Ratio）衡量企業以營業利益支付利息費用的能力。該指標的下降可能反映出企業獲利能力減弱、利息費用增加，或兩者同時發生。其計算公式為：

利息保障倍數=稅前息前淨利（EBIT）/利息費用

該指標數值越高，表示企業償還利息的能力越強，財務風險越低；反之，數值越低，則可能顯示企業面臨較高的財務風險。



圖(十)利息保障倍數比較
資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

1.2021年至2024年間南亞塑膠及同業利息保障倍數下降的原因分析：

(1)全球經濟環境影響：需求減少：2023年，全球景氣復甦緩慢，高物價和高利率環境導致市場消費動能不足，影響產品需求，進而壓縮企業的營業收入和獲利能力。
(2)產業供需失衡：產能過剩：石化同業不斷擴充產能，市場供過於求，削價競爭，導致石化業景氣低迷，產品需求減緩且價格下跌，產品利差縮小，進一步影響企業的營業收入和毛利率。
(3)利息費用增加：借款槓桿比偏高：中華信評預測，由於獲利能力疲弱，且營運資金流出導致借款增加，四大公司2024年的借款槓桿比仍將維持在偏高水準。

2.南亞塑膠利息保障倍數相較同業的變化：

(1)2021年：南亞塑膠的利息保障倍數高於同業平均，可能歸因於該年度營業收入達到高峰，營業利益充足，且負債水準相對較低，利息費用較少。
(2)2022年至2024年：隨著全球經濟放緩、產業供需失衡等因素影響，南亞塑膠的營業收入和獲利能力下降。同時，若公司為應對營運資金需求或投資擴張而增加借款，將導致利息費用上升。上述因素共同作用，可能使南亞塑膠的利息保障倍數在2022年至2024年低於同業平均。

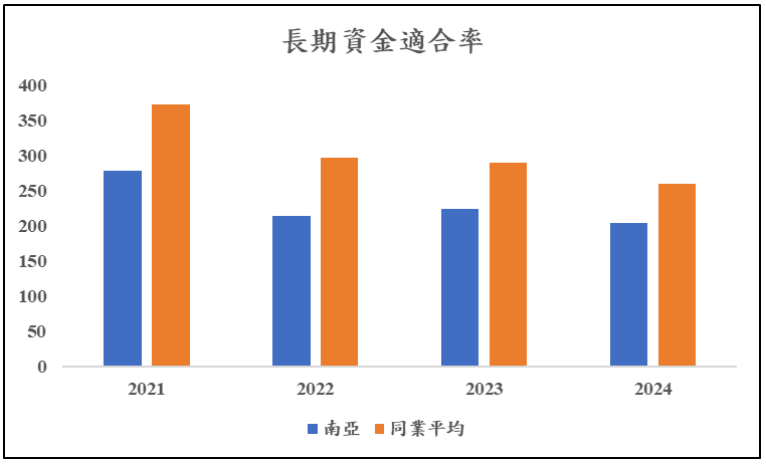
2021年至2024年間，南亞塑膠及其同業的利息保障倍數大幅下降，主要受全球經濟環境不佳、產業供需失衡、利息費用增加等因素影響。南亞塑膠在2021年利息保障倍數高於同業平均，可能是因為該年度營業表現較佳且負債水準較低。然而，隨著2022年至2024年營運環境惡化，南亞塑膠的利息保障倍數下降，並低於同業平均，反映出其獲利能力減弱和財務負擔增加的挑戰。

（五）長期資金適合率

表(十八)長期資金適合率分析

長期資金適合率(單位：%)		
	南亞	同業平均
2021	278.62	372.61
2022	213.41	296.80
2023	223.59	289.52
2024	204.22	259.26

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站



圖(十一)長期資金適合率比較

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

1.趨勢分析：

長期資金適合率衡量企業以長期資金（如股東權益和長期負債）支持固定資產的能力。比率超過100%表示公司使用長期資金充分覆蓋固定資產，顯示財務穩健。南亞的長期資金適合率雖然在上述期間均超過100%，但呈現逐年下降的趨勢，從2021年第4季的278.62%下降至2024第4季的204.22%。

2.趨勢原因：

(1)資本支出增加：南亞在電子材料領域進行積極投資，特別是開發高階IC載板等產品，這些投資增加了固定資產規模，可能影響長期資金適合率。

(2)營運資金需求變動：2022年，由於油價上漲，南亞的營運資金流出增加，可能影響長期資金的配置。

(3)發行公司債：為籌集長期資金償還債務，南亞於2021年發行新台幣200億元的無擔保普通公司債，這增加了長期負債，可能影響長期資金適合率。

南亞的長期資金適合率雖呈下降趨勢，但仍維持在超過100%的水準，顯示公司在固定資產投資方面的財務結構仍屬穩健。然而，為應對未來可能的市場變動，南亞應持續監控資本支出和負債結構，確保財務穩定性。

2.3 小結

在短期償債能力方面，南亞塑膠的流動比率與速動比率雖持續低於同業平均，但四年皆維持高於100%，顯示公司仍具基本短期償債能力，流動性表現尚屬穩健。2022年短期借款及一年內到期公司債增加，使兩比率明顯下滑；2023年因短期負債減少略有回升，2024年則再次小幅下降，反映出資金調度仍偏緊。現金流量比率持續走低，2024年已降至13.35，顯示營運現金流壓力進一步擴大，需提高現金流穩定性。營運資金雖於2022年大幅減少，惟至2024年仍位居同業相對前段，展現產業規模優勢。存貨週轉率四年連降，反映銷貨速度放緩，存貨累積使短期資金占用壓力上升。

在長期償債能力方面，財務槓桿指數自2021年以來持續上升，2024年達1.71，略高於同業平均的1.46，顯示公司使用財務槓桿的程度增加，雖仍在合理範圍，但也反映在獲利能力下降的同時，槓桿壓力正逐漸升高。負債比率與負債對股東權益比率皆逐年上升，已高於同業平均，顯示財務槓桿風險加重。利息保障倍數2024年進一步降至2.04，明顯低於同業平均的8.76，顯示公司營業利益僅能勉強支應利息費用，償債壓力持續升高，財務風險仍不可忽視。雖長期資金適合率仍保持在100%以上，2024年為204.22%，代表公司對固定資產資金來源仍以長期資本為主，結構尚屬穩健，但該比率已連續四年下滑，且較2021年的278.62%大幅降低，顯示資本支出與財務負擔逐年加重，長期資金調度彈性亦呈現趨緊現象。

整體來看，南亞塑膠短期償債能力仍屬穩健，但受獲利能力持續下滑與財務槓桿上升影響，長期償債風險正逐步升高。建議公司進一步優化資產負債結構，提升現金流管理效率，並審慎評估擴產與資本支出安排，以維持財務穩健與良好償債能力。

參、獲利能力分析

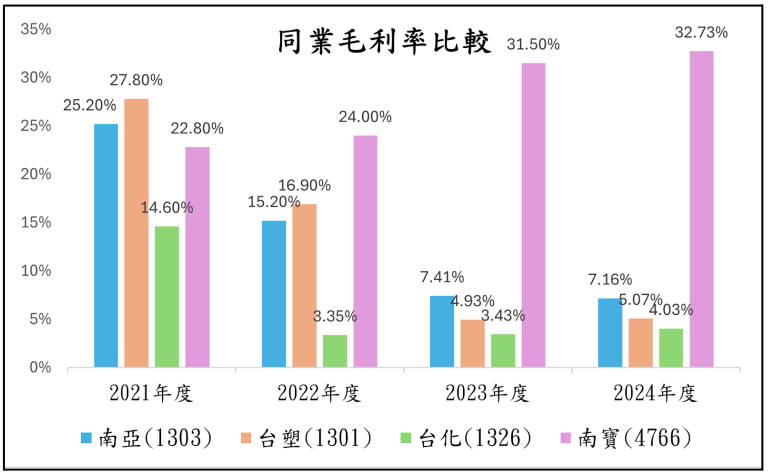
3.1 獲利能力比率分析

(一) 毛利率

表(十九)南亞近四年營業毛利率

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
營業毛利	25.20%	15.20%	7.41%	7.16%

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站



圖(十二)近四年同業毛利率比較

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

南亞在2021年至2024年間，毛利率呈現明顯下滑，從2021年的25.20%下降至2024年的7.16%。這一趨勢反映出南亞在營運和市場環境中面臨的多重挑戰。

1.毛利率變化說明：

根據圖表，南亞塑膠2024年度營業毛利率為7.16%，雖較2023年的7.41%略微下滑，但整體仍維持在低檔水準，反映公司獲利結構尚未明顯改善。毛利率持續偏低的主要原因包括：

(1)2023年全球經濟復甦緩慢，伴隨高通膨與高利率環境，使終端市場需求受壓抑，壓縮產品報價空間。電子材料產品亦因上半年進入傳統淡季，銷售下滑，拖累整體毛利表現。此外，化工產品因乙二醇（EG）部分產線停車，加上市場供過於求，導致售價下跌，使2023年毛利率降至7.41%。

(2)2024年雖整體景氣稍有回穩跡象，但化工產品報價復甦力道有限，且電子材料出貨尚未完全回升，導致毛利率未能明顯改善。同時，原料價格波動仍在，加上營收規模未有效擴大，使得規模經濟效益難以發揮，進一步壓抑整體毛利率。綜合而言，南亞在產品結構與市場需求尚未明顯翻轉之前，其毛利水準短期內仍處低檔盤整階段。

2.同業比較：

與同業比較來看，南亞塑膠作為全球知名的塑膠加工龍頭企業，2021年前毛利率表現長期優於同業，具有明顯的競爭優勢。然而自2022年起，隨著全球市場逐步轉型、高值應用需求興起，加上消費性電子與化工原料價格劇烈波動，南亞的毛利率表現明顯下滑，並逐漸被同業如南寶樹脂（4766）所超越。

特別是在2024年，南亞毛利率僅為7.16%，仍處於相對低檔，與同業差距進一步擴大。相比之下，南寶樹脂在2023年第四季的毛利率達到33.9%，顯示其在產品結構調整、高值化應用拓展與營運效率優化方面已有顯著成果。此差異反映南亞在轉型速度與市場反應上的相對遲滯，若未能加快高附加價值產品的佈局，將持續影響其市場競爭力與獲利能力。

3.綜合分析：

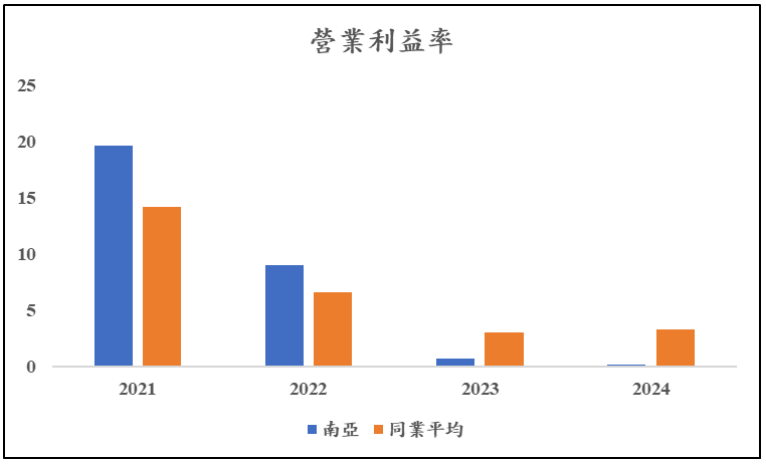
南亞毛利率的下降，反映出公司在面對全球經濟變動、產品需求減少和市場競爭加劇等挑戰時，需要進一步調整策略。這可能包括優化產品組合、提升高附加價值產品的比重，以及強化成本控制和營運效率等措施。

（二）營業利益率

表(二十)南亞近四年營業利益率

營業利益率		
	南亞	同業平均
2021	19.68	14.23
2022	9.02	6.04
2023	0.76	3.03
2024	0.17	3.32

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站



圖(二十一)南亞近四年營業利益率比較

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

1.營業利益率變化趨勢說明（2021～2024）

南亞塑膠的營業利益率從2021年的19.68%，大幅下滑到2022年的9.02%，到了2024年更驟降至僅剩0.17%。這代表短短四年間，南亞的營運獲利能力幾乎全面性萎縮，利潤空間遭到極大壓縮。

相較之下，同業平均的營業利益率也呈現下滑趨勢，但變化幅度較為和緩：從2021年的14.23%下降至2023年的3.03%，2024年小幅回升至3.32%。由此可以看出，雖然整體產業都有

壓力，但南亞面臨的挑戰更為嚴重，2023年甚至出現營業利益率落後同業的情況，結束連續多年的優勢地位。

2.變化原因

根據圖表資料，南亞塑膠2024年的營業利益率進一步下降至僅0.17%，已連續兩年低於同業平均，顯示其本業獲利能力持續疲弱。造成營業利益率惡化的原因如下：

(1)2023年起全球經濟復甦乏力，受到高通膨、高利率與地緣政治衝突影響，整體市場需求疲弱，加上美中貿易緊張加劇，使南亞主要產品的售價與出貨量雙雙承壓，獲利空間明顯縮小。電子材料產品於2023年上半年受淡季影響需求下滑，營收與毛利皆減少。化工事業則因乙二醇（EG）產線計畫性停車，以及其他化工原料價格走弱，進一步壓低整體營業收入與獲利貢獻。

(2)2024年，在上述因素未完全改善的情況下，營業利益率未見明顯回升。雖然市況略有回穩，但需求仍不穩定，部分高附加價值產品尚未有效拉升整體獲利。加上產線固定成本仍重、規模經濟未發揮，營收未恢復至合理水準，導致單位成本偏高。再者，權益法投資收益如南亞科技等仍表現低迷，投資回報不足以補強本業缺口，進一步影響整體營業利益結構。

綜合而言，南亞塑膠營業利益率連續大幅滑落，反映其在需求、價格與成本三方面皆面臨壓力，需加快產品結構調整與市場拓展以改善本業獲利動能。

3.整體趨勢與風險評估

從這四年的變化來看，南亞營業利益率呈現惡化趨勢，不僅逐年下降，2023年甚至反轉落後同業，代表這並非短期因素造成的單一事件，而可能是結構性問題逐漸顯現的結果。若未來市場需求持續低迷，而南亞無法快速調整營運結構、提升產品附加價值，其獲利能力恐難回到過往水準，甚至進一步壓縮股東報酬與現金流量。

(三) 稅前淨利率及稅後淨利率

表(二十一)南亞近四年稅前淨利率

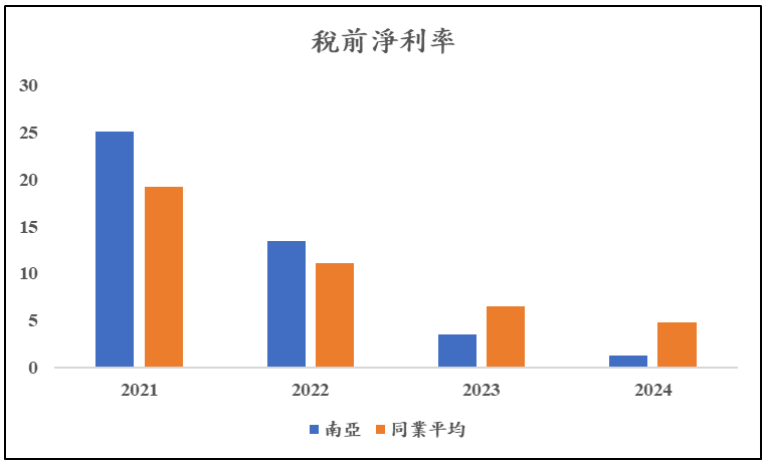
稅前淨利率(單位：%)		
	南亞	同業平均
2021	25.13	19.24
2022	13.39	11.04
2023	3.51	6.43
2024	1.24	4.80

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

表(二十二)南亞近四年稅後淨利率

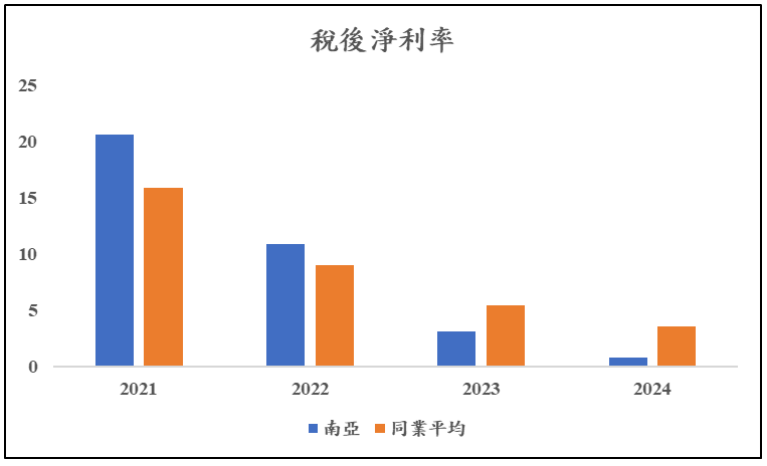
稅後淨利率(單位：%)		
	南亞	同業平均
2021	20.61	15.88
2022	10.84	9.02
2023	3.12	5.40
2024	0.75	3.57

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站



圖(二十二)南亞近四年稅前淨利率比較

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站



圖(二十三)南亞近四年稅後淨利率比較

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

從上圖表中可以觀察到，南亞在2021年至2024年間的稅前淨利率和稅後淨利率出現明顯波動。以下針對這段期間的變化進行分析：

2021年：

1.稅前淨利率

南亞塑膠的稅前淨利較2020年增加239.9%，主要原因包括：

(1)營業利益增加新台幣597.8億元，這主要來自電子材料及化工產品獲利的大幅提升。
(2)權益法投資收益增加新台幣141.1億元，其中台塑石化增加新台幣97.0億元，南亞科技增加新台幣44.4億元。

2.稅後淨利率

2021年每股盈餘（EPS）為10.25元，較2020年增加7.01元，創下公司新高紀錄。這反映了稅後淨利的顯著增長，與稅前淨利的提升趨勢一致。

2022年：

1.稅前淨利率

南亞塑膠的稅前淨利較2021年有所下降，主要是受全球經濟放緩、原物料價格波動等因素影響。

2.稅後淨利率

同樣在2022年的稅後淨利也呈現下滑趨勢，反映出公司營運環境開始面臨挑戰。

2023年：

1.稅前淨利率

南亞塑膠的稅前淨利較2022年減少80.8%，主要原因包括：

(1)營業利益減少新台幣300.5億元，這主要是由於電子材料產品獲利減少。
(2)權益法投資收益減少新台幣8.4億元，其中南亞科技的投資收益減少新台幣64.6億元。

2.稅後淨利率

2023年每股盈餘（EPS）為0.80元，較2022年減少3.25元，顯示稅後淨利大幅下降。這主要受全球景氣復甦緩慢、高物價、高利息等因素影響，導致市場消費動能不足，加上地緣政治衝突、美中科技戰等，壓縮產品的獲利空間。

2024年

1. 稅前淨利率

南亞塑膠2024年稅前淨利率降至1.24%，不僅較2021年大幅下滑，也低於同業平均的4.80%。主因在於中國市場需求疲弱、電子材料銷售不振，以及本業產品利差持續壓縮，無法有效轉嫁成本。同時，轉投資企業如台塑化與南亞科技獲利不佳，導致權益法投資收益下滑，進一步拉低整體稅前獲利表現。

2. 稅後淨利率

在2024年稅後淨利率降至僅0.75%，不僅連續第四年下滑，也遠低於同業平均的3.57%。造成此結果的主要原因包括：產品售價持續低迷，成本轉嫁困難，導致本業利差極度壓縮；同時，電子材料與塑膠加工事業銷售仍受需求疲軟及庫存調整影響。此外，投資收益貢獻減少，稅後整體獲利能力進一步惡化，使得淨利率大幅低於歷年水準與產業表現。

綜合分析：

南亞塑膠的稅前和稅後淨利率在2021年達到高峰，主要受惠於電子材料和化工產品的強勁需求，以及投資收益的增加。然而，隨著全球經濟環境的變化，特別是2022年後，市場需求減弱、原物料價格波動、地緣政治風險等因素，對公司的獲利能力造成顯著影響，導致稅前和稅後淨利率在2023年大幅下滑。

3.2 杜邦分析

(一) 純益率

表(二十三)南亞近四年純益率比較

純益率		
年份	南亞	同業平均
2021	20.68%	18.73%
2022	10.60%	8.38%
2023	3.11%	3.08%
2024	1.22%	0.64%

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

1.2021 年純益率創高，受惠景氣循環高峰

2021 年是南亞近年表現最亮眼的一年，純益率高達 20.68%，不僅明顯高於同業平均的18.73%，也反映出公司在高景氣階段的獲利能力。這一年全球經濟自 COVID-19 衝擊中逐步恢復，推升石化產品需求強勁，加上原物料價格波動相對穩定，南亞得以將成本上升有效轉

嫁至產品售價，創造出優異的毛利與純益空間。另一方面，南亞在高階電子材料與塑膠加工領域的多角化布局，也有助於其在需求復甦期間迅速放大獲利。

2.2022 年景氣降溫，純益率仍優於同業

進入 2022 年後，全球進入通膨升溫與升息循環，終端消費需求開始放緩，加上中國封控與能源價格波動，全球供應鏈壓力重新升高。儘管如此，南亞仍繳出 10.60% 的純益率，優於同業平均 8.38%，差距拉大至 2.22 個百分點。這顯示南亞在原物料採購、產線管理與定價策略上具備彈性，能在市況不利時仍維持獲利。該年度也可見南亞在電子材料與光學用塑膠的布局，部分彌補傳統產品獲利空間縮小的衝擊。

3.2023 年進入景氣谷底，南亞表現趨近同業

2023 年為產業明顯進入低谷的一年，全球景氣遲滯、終端庫存壓力沉重，加上原物料報價下滑，使石化產業整體進入獲利壓縮期。南亞純益率降至 3.11%，與同業平均的 3.08% 僅有 0.03% 的微幅差距，顯示其領先優勢明顯縮小。此時期公司受到需求急凍與價格競爭影響，即使成本控制穩健，但缺乏價格動能使整體獲利能力大幅滑落。然而值得注意的是，南亞仍保持微幅領先，代表其仍保有基本面韌性。

4.2024 年延續低檔整理，南亞穩守正向獲利

2024 年景氣未見明顯回升，全球利率居高不下、消費與資本支出仍偏保守，石化產業仍處於低迷期。同業平均純益率下探至 0.64%，南亞則仍守住 1.22%，維持小幅領先。儘管絕對數字偏低，但相對於部分同業可能已經出現虧損或接近損益兩平，南亞仍具正向利潤，反映其營運體質仍具抗壓性。在低景氣期保持微利，是南亞過去強調「多元產品線＋區域分散佈局」策略的具體成果。

(二) 總資產周轉率

表(二十四)南亞近四年總資產周轉率比較

總資產周轉率(次)		
年份	南亞	同業平均
2021	0.66	0.66
2022	0.53	0.64
2023	0.4	0.56
2024	0.41	0.59

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

表(二十五)南亞近四年固定資產周轉率比較

固定資產周轉率		
年份	南亞	同業平均
2021	2.3	2.98
2022	1.79	2.81
2023	1.21	2.24
2024	1.20	2.30

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

1.總資產周轉率持續下滑，反映資產效率衰退

總資產周轉率是衡量企業整體資產創造營收能力的指標。南亞塑膠自 2021 年起，總資產周轉率連續三年下滑，從 0.66（2021 年）下降至 0.40（2023 年），僅於 2024 年微幅回升至 0.41，表現明顯低於同業平均（2024 年為 0.59）。

2021 年南亞受惠於疫情後全球原物料需求強勁反彈，加上電子材料與化工產品銷售暢旺，使得營收大幅成長，當年度合併營收達 3,552 億元，推升總資產周轉率至相對高點。然而，自 2022 年起市場環境轉趨不利。化工品價格於2022年第四季明顯下滑，乙二醇（EG）價格崩跌，加上德州 EG 廠進行計畫性停機，導致該年營收下降約 13.7%，總資產周轉率也同步降至 0.53。

2023 年進一步惡化，主要受中國經濟復甦力道疲弱、出口需求持續下滑，加上美中科技戰延燒，抑制電子材料產品的出貨與價格表現。該年度營收下滑至 2,598 億元，總資產周轉率進一步滑落至 0.40，為近年最低點。雖然 2024 年營收略為持穩（約為 2,596 億元），主要靠 AI 應用帶動高階材料需求，以及化工產品報價小幅反彈，但整體資產規模仍未有效縮減，故資產周轉率僅微幅回升至 0.41。

2.固定資產周轉率快速惡化，反映資本使用報酬能力下降

固定資產周轉率衡量企業的廠房、設備等長期資產的營收貢獻效率。2021 年南亞的固定資產周轉率為 2.30，代表每投入一單位固定資產可產出 2.3 單位營收，處於相對理想的資產利用狀態。然而，隨著內外環境轉變，該指標在短短四年間下滑至 1.20（2024 年），效率幾乎腰斬，反映固定資產報酬能力顯著惡化。

2021 年底，南亞在德州的 EG-2 廠完工並投產，帶動設備與產能擴張。在需求熱絡的支撐下，即便固定資產規模增加，其周轉率仍維持高檔。但從 2022 年起，全球化工品供需失衡，價格急劇下跌，加上 EG 廠檢修導致產能未能完全發揮，營收下滑的同時固定資產卻持續增長，使得周轉率降至 1.79。

2023 年電子材料部門進一步受到需求萎縮與價格競爭的衝擊，特別是在銅箔基板（CCL）與環氧樹脂等產品表現不佳。營收下降加劇產線閒置，固定資產周轉率隨之滑落至 1.21。到了 2024 年，雖然德州 EG 廠兩條線全面恢復運轉，且 AI 應用推動高階電子材料如 BT 樹脂、PI 薄膜的需求成長，但仍無法彌補傳統產品（如 CCL）衰退所帶來的營收缺口，使固定資產周轉率僅略降至 1.20，呈現低檔盤整。

(三) 權益乘數

表(二十六)南亞近四年權益乘數比較

權益乘數		
年份	南亞	同業平均
2021	1.56	1.42
2022	1.69	1.54
2023	1.72	1.58
2024	1.70	1.68

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

1.2021年積極擴張與財務槓桿上升

在2021年，南亞塑膠的權益乘數為1.56，顯示出該公司較高的財務槓桿水準。這一年的槓桿上升，主要與公司在資本運作上的積極擴張有關。首先，南亞塑膠進行了115億元的無擔保公司債發行，這筆資金被用於擴充產能和提升營運資本，這使得公司總資產大幅增加。然而，股東權益的增長未能與資產擴張同步，從而推動了權益乘數的上升。

此外，2021年南亞塑膠在化工產品和電子材料領域的需求也顯示增長，這些領域的需求提升推動了營業收入的增長。然而，由於資本支出主要集中在設備和產能擴充上，這對應的資產增加使得權益乘數進一步攀升，表明公司在那一年度進行了較為積極的資本運作。整體而言，南亞塑膠在2021年採取了較高槓桿的策略，這反映了它在快速擴展過程中對外部資金的高度依賴。

2.2022年全球不確定性與槓桿繼續上升

進入2022年，南亞塑膠的權益乘數進一步上升至 1.69，顯示公司在這一年仍然維持較高的財務槓桿。此年，南亞塑膠面臨著全球經濟放緩、通膨上升和新冠疫情持續影響等多重挑戰。儘管營收未受到嚴重衝擊，但原材料價格的上漲及供應鏈的中斷使得公司的成本壓力增大，獲利增長放緩，這促使南亞繼續依賴外部資金來應對市場挑戰。

此時，公司儘管面對外部不確定性的增加，仍選擇加大資本支出，特別是在擴大產能和增加庫存方面的投資。這些支出推動了總資產的增長，但由於資本回報增速相對較慢，股東

權益的增長未能同步提升，進一步推高了權益乘數。高槓桿水平意味著南亞在這一年仍然處於較為積極的資本運作狀態，但這也帶來了較高的財務風險。

3.2023年高利率環境與再度發行公司債

到了2023年，南亞的權益乘數達到 1.72，創下四年來的新高。這一年的槓桿上升主要由兩個主要因素推動。首先，南亞再度發行公司債，以應對高通脹及市場需求的不確定性。隨著全球利率上升，南亞在資金上的成本增加，但仍決定發行債務以確保營運資金的充足，這進一步推高了負債比例，從而使得權益乘數上升。

其次，2023年高利率環境及地緣政治衝突等因素對全球市場造成了不確定影響，導致南亞面臨更大的營運挑戰。儘管在電子材料等領域仍保持一定增長，但由於成本壓力和外部市場需求的波動，南亞的營運回報未能有效改善。這使得公司選擇繼續保持高槓桿來應對市場波動，因此權益乘數再度上升。

4.2024年財務穩健化與槓桿回落

2024年，南亞的權益乘數略微回落至 1.70，接近同業的 1.68。這一年的槓桿回落主要與兩個因素有關。首先，全球市場需求逐步回升，尤其是在電子材料和化工產品領域，南亞的營運獲利開始回升，營收增長的勢頭恢復。這使得公司能夠更好地提升股東權益，從而減少了對外部資金的依賴，進一步降低了財務槓桿。

其次，南亞開始進行財務結構的優化，對部分短期負債進行償還，減少了財務成本並提高了資本運作效率。這些措施幫助公司減少了財務風險，並促使權益乘數有所回落，反映出公司在面對不確定的市場環境下，逐漸調整其財務策略，尋求更加穩健的資本結構。

3.3 小結(站在管理顧問公司的角度,你會給這家公司甚麼建議?為什麼?)

從南亞塑膠近四年（2021～2024年）獲利能力變化來看，公司面臨明顯且持續性的經營壓力。毛利率由25%驟降至7%，營業利益率從19.68%下降至僅0.76%，稅前與稅後淨利率也同步下滑，且2023年已低於同業平均，顯示南亞獲利體質正面臨結構性惡化。造成這一趨勢的原因，包括全球經濟景氣低迷、原物料價格下滑、產品需求減弱、以及市場競爭加劇等外部環境壓力，同時公司本身在產品結構、營運效率及資產使用報酬方面也顯現出調整速度不足的問題。

目前從財務表現來看，南亞的短期獲利能力確實出現明顯下滑，投資價值面臨挑戰。但若公司能積極執行轉型策略、強化本業營運體質、並適度優化資本結構，則中長期而言，南亞仍具有重新站穩產業領導地位、恢復穩定獲利的潛力。因此，以「價值型投資」角度而言，南亞可視為一個具備轉機條件但需謹慎評估風險、並以中長期持有為主的投資標的。建議投資人需持續關注公司在產品升級、營運現金流改善與財務槓桿控管上的實際執行成果，再行定期調整投資策略。

肆、盈餘品質分析

4.1 從損益表結構談起(公司有注重本業經營嗎?)

表(二十七)損益表重要科目節錄(金額單位:仟元)

損益表	2021	佔比%	2022	佔比%	2023	佔比%	2024	佔比%
營業收入	411,670,391	100	355,183,300	100	259,755,344	100	259,608,483	100
營業成本	307,825,271	75	301,276,564	85	240,519,344	93	241,033,392	93
營業毛利	103,845,308	25	53,908,401	15	19,226,303	7	18,574,037	7
營業費用	22,845,268	5	21,878,561	6	17,242,451	7	18,126,503	7
營業淨利	81,000,040	20	32,029,840	9	1,983,852	-	447,534	-
營業外收入及支出	22,463,915	5	15,520,992	4	7,146,463	3	4,075,936	2
稅前淨利	103,463,955	25	47,550,832	13	9,130,315	3	4,523,470	2
所得稅費用	18,631,130	4	9,066,113	2	1,020,268	-	1,216,300	-
本年度淨利	84,832,825	21	38,484,719	11	8,110,047	3	3,307,170	2
基本每股盈餘	10.25		4.05		0.80		0.42	

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

（一）本年度淨利無持續性

2024年南亞雖仍維持小幅度的獲利，但其淨利結構與來源，卻顯示出整體盈餘品質的低落與本業獲利動能的嚴重不足。根據損益表顯示，該年度的稅後淨利為 $3,307,170，與前幾年相比已大幅下降，而這樣的盈餘不是來自核心營運活動，而是大量依賴非本業的收益所推動。

首先，從營業層面來看，2024年的營業收入雖與2023年持平，但2024的營業毛利與營業費用則幾乎相抵，使得最終的營業淨利僅剩 $447,534，佔比低於0.2%。這代表公司在其主要業務中所能創造的利潤接近於零，實際上已經無法依靠本業支撐企業的正常營運與獲利。

再來，從營業外的層面來看，可以看到在2024年的營業外收入就佔了稅前淨利的90%左右，這代表南亞幾乎是靠營業外收入來維持營利。

總結來說，2024年度雖然仍報告出正向的淨利數字，但可以發現本年度淨利無法看出其持續性，且該盈餘主要來自營業外收入，公司本業經營成果佔比極小，即使短期內仍能維持帳面盈餘，南亞的真實財務狀況與未來獲利前景還是需要持續關注。

(二) 每股盈餘大幅下降

每股盈餘(EPS)是衡量企業對股東創造價值的重要指標之一。從該公司近四年 EPS 的變化可看出，其股東報酬能力正面臨快速且嚴重的下降。

根據上表顯示，南亞在2021年的基本每股盈餘為 $10.25，是相對好的表現，表示當時企業的整體獲利能力尚佳，且對股東的回饋穩定。然而自2022年開始，EPS 出現劇烈滑落，該年下降至 $4.05，降幅高達六成。2023年進一步縮水至 $0.80美元，而到了2024年，每股盈餘僅剩 $0.42，幾近於無。

這樣的連續性下滑不僅反映公司整體獲利水準下降，更凸顯出其淨利無法有效轉為對股東的實際報酬。從股東權益的角度觀察，EPS的持續惡化可能會削弱市場信心，降低公司股價表現，並進一步限制其透過股權市場募資的能力。

(三) 無注重本業經營

從損益表的長期走勢來看，南亞在近幾年內對本業經營的注重程度呈現出明顯的降低趨勢。雖然在2021年時，公司的營業活動仍有相當的獲利能力，表示南亞當時仍以本業為主要獲利來源，但到了2022年之後，本業的重要性逐年減少，南亞的盈餘也越來越依賴非營業收入，整體經營重心已經越來越偏離核心業務。

從營業淨利的變化可以看出最直接的跡象。2021年，南亞的營業淨利為 $81,000,040，營業淨利率高達 19.7%，是一個相當好的本業獲利表現。然而，到了2022年後，儘管營收僅小幅下滑至 $355,183,300，營業淨利卻大幅減少為 $32,029,84，將近少了六成。到了2023年與2024年，營業淨利分別僅剩 $1,983,852與 $447,534，占營收比重甚至不到 1%。這樣的下滑速度，遠超過營收的減幅，且可以發現，南亞在營業外收入及支出的項目雖然也呈現下降趨勢，但在營業收入的佔比還是遠超過營業淨利的，種種跡象都反映出南亞在本業上的獲利已幾乎完全消失。

總結來說，儘管南亞在過去曾展現不錯的本業經營能力，但自2022年起，其本業的經營重心與獲利貢獻明顯下降，取而代之的是對非本業收益的依賴，代表本業營運已無法創造足夠的利潤以支撐企業發展與股東報酬，這不僅削弱了盈餘品質，也代表企業缺乏持續性與可預測性，對投資人與經營者皆有潛在風險。

4.2 盈餘品質分析

表(二十八)七大盈餘指標

年度/指標	存貨指標	應收帳款指標	銷貨毛利指標	銷管費用指標	備抵呆帳指標	研發費用指標	員工生產指標
2021	-0.08	-0.18	-1.6	-0.23	-0.29	0.01	-0.46

2022	0.04	-0.15	0.29	0.02	-0.27	0.06	0.11
2023	0.24	0.00	0.43	0.09	-0.05	0.00	0.24
2024	0.15	0.10	0.34	0.09	0.29	-0.14	-0.03

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

（一）存貨指標

- 計算公式

  Δ存貨-Δ銷貨收入；

  Δ存貨=(本年度存貨-前兩年存貨平均)/前兩年存貨平均；

  Δ銷貨收入=(本年度銷貨收入-前兩年銷貨收入平均)/前兩年銷貨收入平均；

- 從表可以發現，2022、2023及2024年南亞的存貨增加速度比銷貨收入的增長速度還要快，表示庫存壓力增加、可能有存貨積壓的風險。這可能代表南亞的存貨控管失當，或是市場需求減弱，對盈餘品質而言，此為負向訊號。

（二）應收帳款指標

- 計算公式

  Δ應收帳款-Δ銷貨收入；

  Δ應收帳款=(本年度應收帳款-前兩年應收帳款平均)/前兩年應收帳款平均；

- 從表可以發現，南亞在2021及2022年的應收帳款指標為負值，代表應收帳款的增長速度沒有比銷貨收入的增長速度還要快，說明南亞保持良好的應收帳款催收程度，且不需透過賒銷的方式來提高業績。但值得注意的是，近四年來應帳款指標有逐漸上升的趨勢，這可能代表南亞的競爭優勢開始下滑、產業景氣轉差等等，須特別留意。

（三）銷貨毛利指標

- 計算公式

  Δ銷貨收入-Δ銷貨毛利；

  Δ銷貨毛利=(本年度銷貨毛利-前兩年銷貨毛利平均)/前兩年銷貨毛利平均；

- 從表可以發現，2021年南亞銷貨毛利的增長速度大於銷貨收入的增長速度，表示獲利能力隨營業收入增加而轉佳；但在2022年後銷貨毛利指標連續三年為正值，這代表南亞可能有犧牲利潤降價求售、銷貨成本控制不適當的情形，為盈餘品質不佳的表現。

（四）銷管費用指標

- 計算公式

  Δ銷管費用-Δ銷貨收入;

  Δ銷管費用=(本年度銷管費用-前兩年銷管費用平均)/前兩年銷管費用平均;

- 從表可以發現，南亞近三年來的行銷費用的增長速度大於營收的增長速度，顯示南亞在這幾年為了銷售而投入了更多的行銷成本，可能表示公司的產品競爭力下滑，或是內部的銷管費用控制失當，此為負向訊號。

（五）備抵呆帳指標

- 計算公式

  Δ應收帳款與票據-Δ備抵呆帳；

  Δ備抵呆帳=(本年度備抵呆帳-前兩年備抵呆帳平均)/前兩年備抵呆帳平均；

- 從表可以發現，2021年到2023年南亞的備抵呆帳指標都小於0，表示公司有依據應收款項的增長速度來調整呆帳金額的提列，較無修飾盈餘的可能。而在2024年，南亞的備抵呆帳指標上升到0.29，為近四年來首度大於0。查看財報後發現，南亞在2024年有一筆認列減損損失會計科目(101458元)，使當年度的備抵呆帳費用大幅度減少。

（六）研發費用指標

- 計算公式

  Δ同業研發費用-Δ南亞研發費用；

  Δ研發費用=(本年度研發費用-前兩年研發費用平均)/前兩年研發費用平均；

- 從表可以發現，2024年南亞的研發費用指標小於0，表示公司本身研究發展費用的增長速度大於同業水準。此外，2024年的研發費用指標也創下近四年來的新低，代表南亞願意投入更多的成本在未來的創新能力上。

（七）員工生產指標

- 計算公式

  (前期每位員工平均銷售-本期每位員工平均銷售)/前期每位員工平均銷售；

  Δ員工平均銷售=銷貨收入/員工人數；

- 從表可以發現，2024年南亞的員工生產力指標由前一年的0.24下降到-0.03，表示員工的生產力增加，公司內部的人力素質上升，使未來公司盈餘成長更為看好，是正向的盈餘指標。

4.3 公司治理

公司治理的健全與否，往往直接或間接影響企業的盈餘品質。企業內部控制制度的設計與執行效果，對其盈餘穩定性與資訊揭露透明度具有關鍵影響。此外，依據營運風險與財務風險評估所形成的信用評等，也間接反映了企業盈餘品質的高低。南亞塑膠身為台灣重要的石化產業代表，其公司治理結構備受市場關注。本文將參考公開資訊觀測站及證交所公布的公司治理評鑑結果，結合南亞塑膠近年於公司治理領域的重要事件及個案剖析，探討其公司治理機制如何影響盈餘品質，並進一步分析治理成效對於財務資訊可靠性及企業價值的潛在影響。

(一) 南亞的董事會結構

南亞塑膠工業股份有限公司之董事會共由15位成員組成，其中包括3位獨立董事與12位非獨立董事。獨立董事占比為20%，非獨立董事則占80%。此一結構符合我國公司法與證交所對上市公司獨立董事設置之最低規範，顯示南亞在形式上已具備基本的公司治理架構。然而，相較於部分具高度股東權益保護機制的企業，其獨立董事占比仍屬偏低，未達可對內部經營團隊形成強而有力監督之比例。因此，儘管目前結構合規，未來若能進一步提升董事會之獨立性，將有助於強化董事會的監督功能與決策平衡性。

另外，南亞設有審計委員會(表二十九)、薪資報酬委員會(表三十)以及稽核室：

表(二十九)審計委員會名單

職稱	姓名	出席次數	出席率
召集人	王志剛	4	100%
委員	林義夫	4	100%
委員	朱雲鵬	4	100%

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

表(三十)薪資報酬委員會

職稱	姓名	出席次數	出席率
召集人	王志剛	2	100%
委員	林義夫	2	100%

委員	朱雲鵬	2	100%

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

1.審計委員會主要職責包括：

(1)監督公司財務報表之允當表達
(2)簽證會計師之選任及其獨立性與績效
(3)公司內部控制之有效實施
(4)公司遵循相關法令及規則
(5)公司存在或潛在風險之管控

2.薪資報酬委員會主要職責包括：

(1)評估公司董事及經理人之薪資報酬政策及制度
(2)向董事會提出建議，避免因薪酬政策引發董事及經理人從事逾越公司風險胃納之行為

3.稽核室則為獨立單位，直接隸屬董事會，設有稽核主管1名及稽核人員25～30名。其主要職責包括：

(1)檢查及覆核公司內各部門內部控制制度之妥當性與有效性
(2)衡量營運活動之績效
(3)檢討財務及營運資訊的可靠性與完整性
(4)評估資源使用之經濟性及有效性
(5)檢討營運或專案計畫，以確定其結果是否與既定目標一致

南亞塑膠之董事會結構整體而言具備一定之公司治理水準。首先，其設置三位獨立董事，雖僅佔董事會總人數的20%，但符合我國公司法及證交所對上市公司之最低規範。更具體而言，南亞於董事會下設有審計委員會與薪資報酬委員會，且成員皆由獨立董事擔任，強化對財務透明度與薪酬制度公平性的監督機制。此外，公司亦設有稽核室並由董事會直屬監督，稽核人力配置完整，顯示其對內部控制與風險管理之重視。

整體來看，南亞董事會結構兼具法遵性與功能性，能提供基本的監督與制衡。然而，獨立董事比例相較於國際公司治理最佳實務尚有提升空間。若未來能進一步引進更多具專業背景及多元觀點的獨立董事，將有助於提升董事會獨立性與決策平衡性，進而強化公司整體治理品質。

(二) 董監事持股狀況(2025年3月資料)

- 董監事席次：15席
- 董監事持股：18.24%
- 董監事質押：0.16%
- 大股東持股：23.72%

- 是否投保董監責任險：是
- 獨立董監是否兼任：是

1.持股比例穩健，有一定經營誘因

董監事合計持股達18.24%，顯示公司經營團隊與治理機構對公司有實質財務利害關係，有助於對公司經營績效具備高度關注與責任感，也符合公司治理中「所有權與經營權結合」的原則。然而，相對於部分家族或掌控型企業的高持股結構，南亞的比例屬於「穩健但不集中」，代表仍保有外部股東對董事會的監督空間。

2.董監事質押比例極低，風險可控

質押比率僅0.16%，顯示董事會成員對公司股票未有明顯質押或財務壓力，有助於避免潛在的財務流動性風險，亦提升市場對公司內部人財務穩健程度的信心。

3.大股東影響力存在但未完全主導

大股東持股23.72%，意味對董事會提名與公司方向具一定話語權，但尚未形成過度集中，保留其他中小股東的參與與監督空間，符合現代企業治理之平衡原則。

4.投保責任險，有助降低治理風險

南亞已投保董監事責任保險，代表公司對潛在法律風險與高層決策的風險意識較高，有助於吸引專業人士擔任董事，提升董事會功能健全性。

5.獨立董事兼任情形需關注

目前獨立董事兼任其他職務，需進一步觀察是否涉及公司關係企業，若兼任過多或與本業具潛在利益衝突，可能削弱其獨立性與監督效能，建議定期檢討獨董兼任狀況與獨立性維持程度。

（三）資訊揭露透明度

針對南亞塑膠在資訊揭露透明度方面展現出高度承諾與實踐，發現其有透過多項措施強化企業治理與資訊透明度：

1. 永續報告書與TCFD報告書的發布：每年定期發布永續報告書，詳細揭露公司在環境、社會及公司治理（ESG）方面的績效與策略。自2022年起，南亞更進一步依循氣候相關財務揭露（TCFD）架構，發布TCFD報告書，說明公司因應氣候變遷的策略與風險管理措施，提升資訊揭露的完整性與透明度 。

2. 資訊揭露政策與內部控制制度：制定並遵循公司治理守則，明確規範資訊揭露的原則與程序，確保資訊的即時性、正確性與完整性。公司內部設有稽核單位，定期檢討並強化

內部控制制度，確保資訊揭露的品質與效率 。

3. 利害關係人溝通與回饋機制：重視與利害關係人的溝通，設立多元化的溝通管道，定期蒐集並回應各方意見與建議，並將相關資訊納入永續報告書中，提升資訊揭露的廣度與深度 。

(四) 南亞近年信用評等要點

根據中華信用評等公司（Taiwan Ratings）之評定，南亞塑膠工業股份有限公司近年來的信用評等表現如下：自2021年至2024年間，南亞的長期信用評等維持於 twAA、短期信用評等為 twA-1+，顯示其具備良好的償債能力與財務穩健性。然而，自2023年起，評等機構將其長期展望由「穩定」下調為「負向」，反映出市場對其未來營運與財務狀況之風險關注提升。

評等展望轉為負向的原因主要包括三項要點：首先，南亞近年因全球景氣趨緩、原物料價格下跌與產能過剩等因素影響，整體獲利能力顯著下滑。其次，南亞與台塑四寶之固定資產高度集中於麥寮六輕工業區，資產集中風險較高，一旦當地發生營運中斷，恐對公司營運造成重大衝擊。最後，受限於景氣循環與現金流減少，南亞及關係企業之財務槓桿水準上升，借款對EBITDA比率於2024年上升至約4.6倍，亦成為信用評等壓力來源之一。

整體而言，南亞仍維持投資等級的高信用評等，但若未來無法有效改善獲利與降低財務槓桿，評等機構可能進一步下調其信用水準。南亞若能透過資本支出控管、提升營運效率與維持穩定的股利政策，則有望在2025年至2026年間逐步改善財務結構，穩定或回升其信用評等。

(五) 南亞與同業在公司治理評鑑之表現

表(三十一)TWSE 公司治理評鑑

公司/年度	2021	2022	2023	2024
南亞	6%至20%	6%至20%	6%至20%	6%至20%
台塑	6%至20%	6%至20%	6%至20%	6%至20%
台化	6%至20%	6%至20%	6%至20%	6%至20%
南寶	6%至20%	6%至20%	6%至20%	前5%

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

根據台灣證券交易所（TWSE）公司治理評鑑結果，南亞塑膠（1303）在2021年至2024年間，連續四年皆位於「前6%至20%」之區間。與同屬台塑企業體系的台塑（1301）、台化（1326）以及同業南寶（4766）相比，南亞塑膠在公司治理評鑑表現上呈現趨同，均落於相同的排名範圍內。

從數據中我們可以發現，南亞塑膠及其主要同業在公司治理制度建置與執行層面均達到一定水準，能符合主管機關基本規範與市場普遍期待，整體治理品質屬於台灣上市公司中的中上水準。然而，值得注意的是，南亞及其同業雖然穩定位居6%至20%區間，但尚未進入最頂尖的前5%行列，代表在公司治理深化層面（例如董事會獨立性強化、資訊揭露即時性、永續發展整合、利害關係人溝通）上，仍有進一步優化的空間。

綜合而言，南亞塑膠的公司治理表現穩健且具持續性，反映其重視合規與制度建設，但若能針對董事會結構多元化、功能性委員會深化運作，以及提升 ESG 實質作為，將有機會進一步強化治理成效，提升市場評價與投資人信任。

（六）南亞ESG發展要點

表(三十二)南亞ESG發展指標總覽

TESG評等季度	採永續報告書年度	報告書是否驗證	TESG等級	TESG分數	環境構面分數	社會構面分數	公司治理構面分數
2024/12	2023	Y	B+	63.5	68.54	69.15	55.48
2024/06	2022	Y	B+	62.83	68.79	70.21	52.82

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

1.整體評等穩定在B+等級

南亞自2022年至2024年間，TESG總體評等穩定維持在B+等級，顯示其在ESG發展方面已建立一定基礎，惟尚未進入表現卓越之等級（如A以上）。

2.永續報告書持續發布並經驗證

南亞自2021年度起即持續發布永續報告書，且每年度皆經第三方驗證（Y），顯示其對資訊揭露之可信度與透明度高度重視，具備合規與可信任的ESG實踐基礎。

3.ESG三構面發展趨勢分析

(1)環境構面（E）：2022年下半年曾降至57.31分，但2024年回升至68.54分，呈現穩定改善趨勢，顯示南亞在環保節能、碳管理等面向已有具體進展。
(2)社會構面（S）：始終為三構面中得分最高者，自2022年至2024年間均保持在69~71分區間，顯示南亞在人力資源、職場安全與社會參與方面表現穩定且具優勢。
(3)公司治理構面（G）：得分略低於其他兩構面，2022年曾達57.09分，然2024年略下滑至55.48分，反映其在董事會結構、資訊揭露或治理制度完善度仍有改善空間。

4.4 小節：利用 EPS 的歷史資料,可以預測個案未來的獲利嗎?（獲利是否可以預期?）

根據南亞塑膠近四年的每股盈餘（EPS）歷史資料觀察，其獲利能力出現了明顯且連續性的下滑現象：由2021年每股盈餘10.25元，逐年下降至2024年的僅0.42元，四年間跌幅高達95%以上。這一趨勢反映出南亞本業經營動能的嚴重弱化，且自2023年起，其盈餘結構已高度依賴營業外收入，營業本業貢獻占比極低。

從盈餘品質角度來看，2024年度的盈餘結構顯示獲利來源的持續性與可預測性均相當薄弱。營業毛利率持續下降至7%，營業淨利率接近零，代表企業無法透過主要營運活動穩定創造利潤。此外，存貨與應收帳款指標顯示公司存在存貨壓力及銷貨收現能力轉弱的現象，整體營運效率亦逐年惡化。

基於上述分析，若單純依靠歷史EPS數據作為預測依據，可以推論南亞短期內欲恢復過往高水準獲利能力的可能性偏低，未來盈餘成長動能存在高度不確定性。因此，若以盈餘品質作為核心考量，目前南亞的獲利表現與結構並不足以支撐積極的投資建議。

然而，從公司治理、資訊揭露、ESG發展以及財務體質穩健（如低質押率、合理信用評等）等面向來看，南亞仍保有一定的基本面支撐。若未來營運環境改善（如市場需求回溫、原物料成本下降）且公司能強化本業經營與成本控管，則中長期仍有翻轉與恢復的潛力。

整體而言，目前南亞的盈餘品質反映出未來獲利難以預期，短期內不具備明確的獲利成長動能。但若投資人願意以中長期角度觀察其產業周期復甦與內部經營調整成果，南亞仍可視為具潛在轉機、但需謹慎持續追蹤基本面變化之標的。

伍、進階分析

5.1 產業基本分析

(一) 總體經濟環境與市場趨勢

全球塑膠產業作為石化產業與製造業供應鏈中不可或缺的一環，其發展與總體經濟密切相關。2021年起，全球經濟逐步擺脫COVID-19疫情陰影，製造業與貿易活動迅速回溫，推升塑膠原料的價格與產銷量。此一階段為塑膠產業帶來短暫的景氣高峰，特別是亞洲出口導向型國家的廠商受益顯著。

然而，2022年起，全球經濟步入更具挑戰性的環境。俄烏戰爭導致能源與石化原料成本暴漲，直接衝擊塑膠產業的上游供應鏈。天然氣與原油價格的劇烈波動，使塑膠製品的價格敏感度提升。同時，中國的嚴格清零政策對全球物流與需求形成壓抑，尤其對建材與消費性塑膠需求造成連鎖衝擊。儘管部分廠商得以轉向歐美市場，但整體需求仍面臨瓶頸。

進入2023年，全球各大央行（如美國聯準會、歐洲央行）為對抗通膨而升息，使得製造業投資與消費支出同步放緩，特別影響汽車、電子與房地產相關的塑膠應用領域。IMF將全

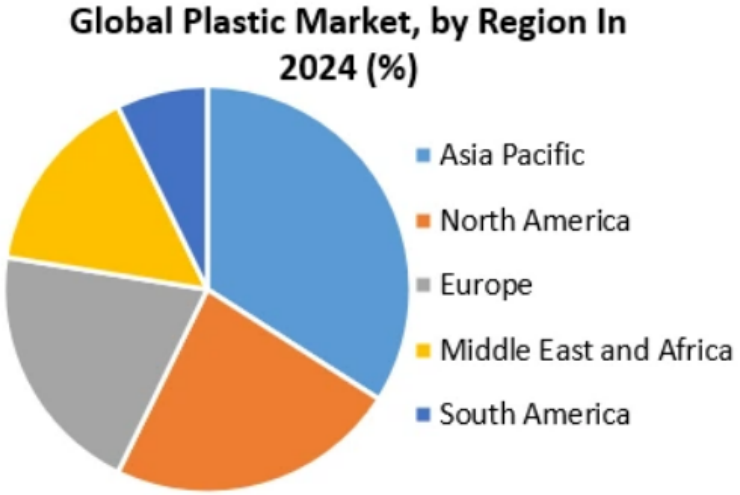
球經濟成長率下修至約2.9%，顯示實質需求收縮。此時，塑膠產業由供給瓶頸轉向需求疲弱，庫存調整與價格下修壓力增大，毛利下降成為普遍現象。

2024年，全球經濟雖維持溫和增長，但高利率持續、地緣政治風險未解（如中美關係與中東局勢）、能源價格仍不穩定，使整體投資與貿易活動相對保守。對塑膠產業而言，最顯著的變化是需求結構的轉型：以往依賴大宗商品與包裝建材的成長模式逐漸式微。歐盟CBAM（碳邊境調整機制）、塑膠稅等政策的陸續實施，加速企業投入低碳與循環塑膠技術的研發。

2025年被視為全球塑膠產業的重要轉折期。市場預期美國進入降息週期，有望帶動製造業與基礎建設回溫，加上AI伺服器、高速通訊與電動車推動高階材料需求復甦，有利功能性與電子應用塑膠成長。不過，塑膠產業仍面臨結構性挑戰，包括國際環保壓力、原油價格高波動性、再生料政策與資本支出轉向。供應鏈也從「全球化效率」走向「區域化韌性」，企業需強化在地化製造與碳足跡管理。

總結而言，2021～2025年全球塑膠產業歷經「疫後復甦 → 成本衝擊 → 需求鈍化 → 轉型驅動」的波動歷程。儘管短期仍受總體經濟限制，但中長期發展方向明確，即朝向「綠色低碳、高值應用、多元創新」的方向邁進。

（二）全球市場介紹



圖(二十四）2024年全球塑膠市佔份額
資料來源：Maximize Market Research

從圖表可見，亞太地區為全球塑膠市場核心，在市佔份額中佔比最大。北美與歐洲則佔據2.3名，在產品附加價值、環保技術與法規創新上扮演領導角色。中東、非洲與南美佔比最低。



圖(二十五) 2024年塑膠市場規模及2025-2030年預測
資料來源：Precedence Research

從圖表可以清楚看出，2024～2030 年的全球塑膠市場每年以固定步伐增長，平均年複合成長率約為 4.2%。這樣的成長速度代表，市場總體需求仍在擴張，但未呈爆發式成長，屬於穩健成熟型產業，塑膠應用需求穩定分布於包裝、建築、汽車、醫療、電子等多元領域，成長來源主要來自新興市場內需與高附加價值產品拓展，如可降解塑膠、工程塑膠、生質材料。

(三) 台灣市場介紹

台灣塑膠產業自1960年代伴隨石化工業發展起步，經過數十年垂直整合與聚落建構，已形成上游石化原料、中游通用塑膠、下游加工等完整的供應鏈體系。台灣現為全球主要塑膠原料與半成品的生產基地之一，具備出口導向、生產密集與技術分層明確的市場特性。根據工研院與塑膠工業同業公會統計，台灣每年塑膠原料產量逾千萬公噸，出口比重高達60%以上，南亞塑膠、奇美實業、台達化與台塑等企業占據主導地位。

2021年全球疫後需求爆發，台灣出口激增，PVC與PET報價創高，帶動本地業者獲利成長。然而自2022年起，受到俄烏戰爭、通膨升息與中國清零政策影響，終端市場需求轉弱。2023年台灣塑膠製品出口金額年減超過10%，特別是對中國與東南亞的出貨減緩，反映全球供應鏈庫存調整壓力。同時，原料成本波動大幅壓縮毛利，不少業者開始調整產線產能，擴大高附加價值品項比重，如南亞塑膠投入高頻高速電子材料、環保纖維與生質塑膠的研發應用，以因應市場轉變。

進入2024年，台灣政府加速推動循環經濟與碳中和政策，明訂2050淨零排放路徑。環保署與經濟部推動「資源循環促進法」、「塑膠減量行動方案」等法規，引導業者建構再生料回收體系、導入碳盤查與碳足跡標示，在這樣的政策引導下，台灣塑膠市場出現了更多的轉型趨勢。

（四）產業特性分析

1.五力分析

(1)現有產業內的競爭者-高

由於台灣的塑膠產品多集中於PVC、PE、PET、ABS等大宗通用塑膠，加工技術成熟、門檻不高，導致市場高度同質化，廠商之間價格戰激烈。尤其在近年中國與東南亞產能擴張的情況下，台灣廠商承受著出口價格壓力與訂單外流的風險。儘管龍頭企業已逐步導入高階產品與差異化材料，但整體產業仍需努力擺脫規模導向與薄利的結構。

(2)潛在進入者的威脅-中低

潛在進入者的威脅在大宗塑膠原料市場相對較低。這類產品需要龐大的資本投入、成熟的供應鏈與穩定客戶群，一般新創企業難以短期內切入。然而，在利基市場如生質塑膠、再生塑膠等領域，新創企業或國外技術供應商正逐漸成為潛在競爭者。這些新進者可能不追求規模，而以政策補貼與綠色技術為基礎切入市場，對台廠傳統產品形成威脅。

(3)供應商的議價能力-中

供應商的議價力則相對穩定但具有壓力。台灣塑膠原料高度依賴上游石化產業如台塑化、中油等提供基礎原料，而這些原料價格受到國際油價與大宗商品行情劇烈波動的影響。大型廠商雖能透過長約採購降低波動風險，但中小型加工廠仍常面臨原料成本擠壓的問題。此外，隨著碳定價與能源轉型政策推進，上游供應端未來也可能對下游提出更多環保要求與轉嫁成本的行為。

(4)消費者的議價能力-中高

塑膠產業多屬 OEM／ODM 模式，這表示台灣塑膠產業大多不經營品牌端業務，而是替國際品牌做設計、代工與製造，客戶為國際大型品牌與製造商，價格競爭激烈，對供應商而言議價空間有限。若台灣廠商無法提供差異化材料、碳足跡透明資訊或穩定的交期保障，將面臨被取代風險。

(5)替代品的威脅-中高

在替代品的威脅方面，則呈現逐年升高的趨勢。在全球ESG與限塑政策推動下，過去塑膠占主導地位的應用正被紙容器、生質膜材、金屬或天然纖維等較環保的材料逐步取代。特別是一次性用品與包裝材料領域，已面臨大量政策與品牌禁用壓力。儘管塑膠在耐用性與加工性方面仍具有不可取代的優勢，但台灣產業若未及時轉型為環保、安全與高機能導向，未來可能失去大量市場機會。

2.PEST分析

(1)政治（Political）

台灣塑膠產業在政策環境中長期受到政府工業政策與環保法規的雙重影響。自2021年起，隨全球淨零轉型趨勢加速，行政院明定2050年淨零排放目標，經濟部與環保署陸續推出如《碳費草案》、《資源循環促進法》及《塑膠減量行動方案》，對傳統塑膠業者提出碳排查、廢料回收與能效改善要求。

此外，隨著品牌企業施加供應鏈ESG標準，政府逐步建立對出口型塑膠製造業的碳盤查與揭露制度，形成新的合規成本與壓力。但政府也同步推動「產業低碳轉型輔導計畫」、「中小企業綠色轉型補助」等工具，協助業者升級製程與進入再生塑膠市場。

總體而言，政治環境雖構成廠商需符合法律規定的壓力，但也創造了塑膠產業升級的契機。

(2)經濟（Economic）

台灣塑膠產業為出口導向型產業，極度依賴全球經濟景氣。2021年在全球疫後復甦下，出口與報價同步飆升，塑膠業者普遍獲利創高。但自2022年以來，受俄烏戰爭、供應鏈去庫存與中國清零政策等因素影響，出口訂單減少，2023年塑膠原料與加工品出口年減超過10%。且由於多數塑膠產品屬大宗商品型態，毛利空間有限，對景氣循環與原油價格波動極為敏感。

(3)社會（Social）

社會對塑膠的觀感與需求正在快速改變。從過去「便捷、便宜」的正面形象，逐漸轉變為「污染、浪費」的環保反思象徵。這直接影響到消費者對產品材料的選擇，也讓國際品牌大廠如 Apple、Nike、Unilever 等相繼提出「全產品塑膠減量」、「再生材料比率」等標準，要求供應商提供更環保的材料或完整的回收履歷。

在台灣社會層面，環保團體與媒體對一次性塑膠與非法廢料問題高度關注，也促使政府在政策面加速推動塑膠替代與回收法制化。此一社會價值觀的改變，要求台灣塑膠產業從生產導向轉為具環保的思維，否則將逐步失去市場信任與競爭力。

(4)科技（Technological）

科技進展是塑膠產業升級的核心驅動力。台灣在高機能工程塑膠、電子材料用覆銅板、高性能薄膜等領域具備一定研發與製造優勢，能對接半導體、5G、車用電子與醫療設備等高階應用需求，政府也透過技術研發補助與學界合作計畫推動回收技術商品化。未來塑膠產業需更注重掌握環保材料與碳技術的核心應用。

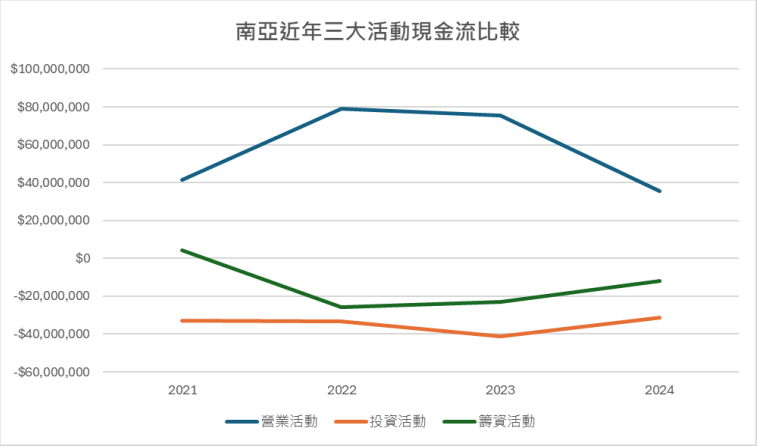
5.2 利用現金流量表分析公司近幾年目前所處的狀態(成長、成熟或者衰退)

(一) 從現金流量表結構看南亞

表(三十三)三大活動現金流

三大活動現金流	2021	2022	2023	2024
營業活動	41,633,569	78,876,308	75,296,335	35,677,698
投資活動	(32,975,767)	(33,307,906)	(41,375,201)	(31,407,694)
籌資活動	4,399,682	(25,892,335)	(22,904,819)	(11,930,459)

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站



圖(二十六)三大活動現金流

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

從上表我們可以得知，南亞近年來呈現CFO為正，CFI、CFF均為負的現金流量結構，且以絕對值來看，呈現｜CFO｜>｜CFI｜>｜CFF｜的結構，但在2024年發生了一些變化，我們將在以下的內容進一步說明三大活動現金流的意義及帶來的影響等。

1.營業活動現金流量

南亞在2021年至2023年間展現出相當好的現金創造能力。營業活動現金流量的增長趨勢表示公司在這段期間營運穩健，營業現金流的充沛意味著公司具有良好的現金回收能力，能夠自給自足地支應其日常營運與部分投資需求。然而，2024年營業現金流卻下跌了不少，顯示公司可能受到原物料價格波動、國際需求降低或競爭加劇等不利因素衝擊。分析營業活動現金流量的科目細項會發現，不管是「調整項目」或「與營業活動相關資產/負債變動數」，2024年都與2023年差異不大，影響最終營業活動現金流量的關鍵還是本期稅前淨利的減少所導致，這部分在前面已經有相關的分析，不再贅述。

2.投資活動現金流量

再來觀察投資活動現金流量，南亞在這四年間皆呈現穩定的現金流出，顯示公司持續進行資本支出與長期投資。特別是2023年，投資現金流出金額是四年最高，其他年份則是維持差不多的現金流出。

觀察2023年投資活動現金流量的科目細項，會發現這年在「取得不動產、廠房及設備」、「存出保證金減少」和「其他非流動資產增加」等項目支出多了不少。其中「取得不動產、廠房及設備」代表南亞正進行產能擴張、升級設備或多角化佈局；「存出保證金減少」代表進行了南亞可能有新的長期合約、工程投標或設備採購，可以視為公司正在啟動新的營運活動或投資計畫；「其他非流動資產增加」則對應其他非流動資產的支出變動。

投資活動現金流量的穩定流出，反映出公司長期且持續地將現金投入資產建設與未來發展，若這些投資能創造出對應的營運現金流與利潤，則是一種正向訊號，說明公司不是僅止於維持現狀，而是有意進行內部升級與市場布局。

3.籌資活動現金流量

至於籌資活動現金流量的變化，則提供了企業資金政策的重要線索。2021年南亞的籌資現金流量為正值，觀察2021年籌資活動現金流量的科目細項，會發現南亞在「短期借款增加』和「舉借長期借款」這兩項科目有很大量的現金流入，可能是要為當年度進行資金籌措，以支應營運或投資計畫。

然而從2022年開始，籌資現金流量轉為大幅流出，連續三年呈現還債或資金回饋股東的保守策略。這說明南亞逐步降低財務槓桿，或以營運現金流盈餘來進行債務償還、股利發放或股份回購。尤其籌資現金流量的流出金額逐年減少，可能表示償債進度已接近完成，或資本結構已達理想狀態而無需進一步調整。

4.三大活動現金流結論

前面提到南亞2023年以前呈現｜CFO｜>｜CFI｜>｜CFF｜的結構，這代表公司營運穩定並能創造現金，營業活動的現金流量不只可以維持，還可以支持投資活動所需的現金流量，這時的南亞我們認為處於成熟期的階段，可以考慮近一步的投資，或是在籌資活動方面減少權益或負債。

但在2024年可以發現營業活動的現金流量發生了下跌的狀況，投資與籌資金流的流出也都有減少的現象，且看到表(三十三)數值的部分，在2024年南亞的投資活動的現金流量已經逐漸負荷不了投資活動的現金流量，面臨成長動能不足的情況，所以整體來看，我們認為南亞處於成熟後期且逐漸進入衰退的階段。

（二）南亞GAP分析

表(三十四)南亞GAP分析

GAP分析	2021	2022	2023	2024
營業活動現金流入	78,876,308	75,296,335	35,677,698	18,785,832
稅後淨利	84,832,825	38,484,719	8,110,047	3,307,170
GAP	$5,956,517	-$36,811,616	-$27,567,651	-$15,478,662

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

表(三十五)南亞營業與非營業收入變化

	2021	2022	2023	2024
營業淨利	81,000,040	32,029,840	1,983,852	447,534
營業外收入及支出合計	22,463,915	15,520,992	7.146,463	4,075,936

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

針對南亞塑膠近年GAP（稅後淨利與營業活動現金流量之差）為負的現象，從財報資料可觀察到一個關鍵結構性問題，即稅後淨利雖仍為正，但營業活動產生的現金流量逐年快速下降，呈現「帳面獲利高於實際現金流」的現象。進一步分析其成因，可以發現南亞的淨利來源結構已出現重大轉變，近年盈餘主要並非來自本業營運表現，而是依賴非經常性損益項目如投資收益、資產處分、股利收入等，這也正是造成 GAP 擴大的核心因素。

以近四年數據為例，南亞自民國110年起稅後淨利與營業活動現金流量逐年下滑。雖然110年仍可維持淨利略高於現金流入（GAP為正），但從111年至113年連續三年出現負值，且差額龐大，顯示淨利的成分已逐步偏離實質營運活動。例如，112年度的稅後淨利為8,110,047元，但營業活動現金流量僅為35,677,698元，兩者差距達2,756萬元，代表將近三分之一的盈餘來自非營運來源；更嚴重的是，113年度營業淨利僅為447,534元，但營業外收入達4,075,936元，幾乎全部的獲利皆仰賴營業外項目。

這樣的結構說明公司雖然在帳面上仍有盈餘可供公告，但其實質獲利動能來自一次性或不可持續的項目，諸如處分資產所得、金融商品評價利益、股權投資收益等。這些收入項目通常不具可重複性，且高度受市場波動與外部環境影響，不僅不能反映公司本業競爭力，也使未來獲利變數與風險增加。當帳面盈餘無法伴隨穩定現金流入時，代表企業在面對資金周轉、償債與再投資需求時將更依賴外部融資，對財務穩定性構成壓力。

此外，若本業營運持續處於邊際或虧損狀態，長期依靠非經常性損益維持盈餘將削弱外部投資人對其「盈餘品質」的信任，甚至可能被市場解讀為盈餘管理的跡象，影響股價與信用評等。

總結來看，南亞塑膠近年 GAP 為負的主因在於本業現金創造能力持續惡化，而淨利則由非營運來源支撐，形成「高淨利、低現金」的失衡結構。此情形若未及時調整，將導致財務體質虛弱與經營風險升高。建議公司應強化本業核心競爭力、提高營收品質並優化營運資金管理，才能回歸穩健且可持續的獲利體質。對於投資者而言，評估該公司未來價值時，應特別關注其盈餘來源與現金流之間的落差，作為判斷企業長期可投資性的關鍵依據。

5.3 影響未來獲利或成長的攸關因素為何?

(一) 國際政經變局加劇原物料與成本波動風險

南亞塑膠的主要產品價格高度依賴國際油價與石化原料行情，近期全球政治情勢的不確定性使得其成本結構面臨波動風險。例如，若美國前總統川普在往後實施傳聞中的「海湖山莊協議」2.0，可能放寬對頁岩油與傳統能源的開採限制，導致美國原油供給增加並壓低全球油價。雖然短期內有助於降低原料成本，但若油價因政局擾動而出現劇烈波動，將使南亞面臨報價調整與庫存管理的挑戰，進而影響獲利穩定性。

(二) 全球終端需求疲弱壓抑營收與產能利用

中國內部需球持續低迷、加上歐美消費與投資情緒轉弱，使南亞面臨電子材料、通用塑膠與化工產品銷售動能疲軟。而地緣政治衝突、美中科技對抗與出口限制等因素亦進一步削弱全球製造鏈相關產業的成長動能。南亞過去在德州與昆山等地大量資本支出拓展產能，然而當前產線利用率並不高，若未來未能有效提升出貨與營收規模，不僅固定成本難以分攤，亦有可能需提列存貨跌價損失，加重短期盈餘壓力。

(三) 高利率與財務槓桿帶來資金壓力與獲利侵蝕

在高利率環境延續的背景下，南亞過去所發行的大量公司債與長期借款，其利息負擔恐逐步上升。即使未來聯準會啟動降息，其時間與幅度尚不明朗，企業平均資金成本仍將維持在相對高位。若營業利益無法同步回升，利息費用勢將進一步壓縮淨利與自由現金流。此外，財報顯示固定資產周轉率與總資產周轉率雙雙下滑，反映資本使用效率惡化，若不及時調整投資策略與控管財務結構，將不利於中長期股東報酬率的回升。

(四) 經營情況可能是觸底反彈？

儘管南亞塑膠近年面臨獲利能力下滑與產業壓力加劇的挑戰，但近期市場與公司營運面皆出現一些正向訊號，顯示其營運狀況可能已接近觸底，具備反彈契機。首先，2024年4月合併營收達218.8億元，創下近七個月新高，反映電子材料、化工、聚酯與塑膠加工等主要業務線之需求回溫；此外，因亞洲多家輕裂廠歲修導致供給收斂，也支撐產品價格逐步回穩。再者，公司積極發展高值化產品，包括回收瓶用酯粒與丙二酚等環保材料，已成功拓展

日本、美國、韓國等市場，顯示其產品結構升級初見成效。加上中國家電更新政策與AI應用成長帶動電子材料應用端需求回升，有望進一步刺激南亞產品出貨。儘管南亞仍須面對美中貿易摩擦、地緣政治衝突與轉投資獲利下滑等不確定性風險，但若能持續落實高值化轉型、掌握政策與市場機會，並穩健控制成本，其營運動能有望於中期逐步改善，具備觸底反彈的潛力。

5.4 成長預期(從投資經營策略談談公司獲利成長的可能性及狀況)

當前南亞塑膠面對的營運挑戰雖然顯著，但若從其近年投資與經營策略出發，結合財務與產業消息面進行具體分析，仍可辨識出南亞具有潛在的成長機會與反彈契機。

首先，從公司財務數據來看，南亞2023年度營業利益率已跌破1%，稅後淨利年減超過8成，顯示其獲利能力正處於低點。然而根據2024年4月的合併營收報告，單月營收達218.8億元，創近7個月新高，年增2.5%。這顯示南亞營運動能開始回升，尤其電子材料與塑膠加工事業群受惠於AI伺服器、車用電子與家電換新潮的帶動，需求逐漸回穩，對未來營收成長具有支撐作用。

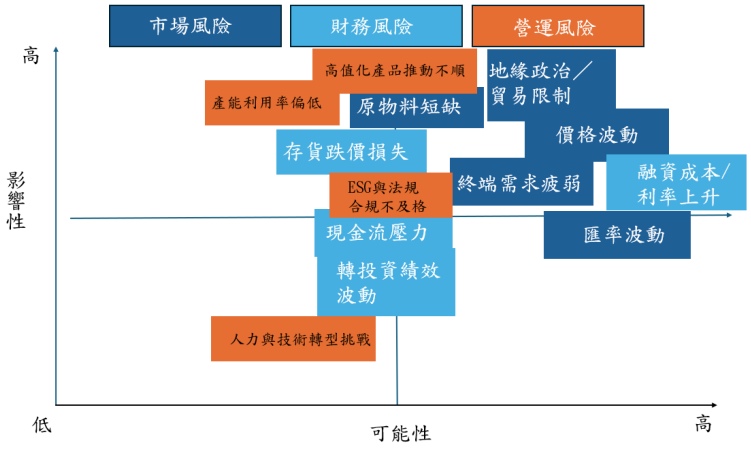
接著從南亞推動的策略面來看，其「高值化轉型」明顯進展。以聚酯酯粒為例，公司積極開發回收瓶用酯粒，並取得日本與美國客戶的穩定訂單。化工產品方面，丙二酚（PG）產品已進入日韓市場並簽訂長約，這類高技術、高規格市場的切入，有助於南亞擺脫過去受制於原物料報價的被動營運模式，並提升平均單價與毛利率。從消息面來看，2024年第一季公司積極與美日客戶合作展開碳足跡計算與再生材料應用測試，有機會使環保材料線未來成為營收新支柱。

此外，南亞近年投資大型現代化產線（如德州EG廠與昆山高階塑膠原料線），短期內固然造成折舊負擔與固定成本上升，但這些產線具備高產能與自動化水準，未來在需求恢復時將迅速拉升產能利用率並放大營運槓桿效益。值得注意的是，在原物料報價與成本壓力趨緩的環境下，這些新產能的邊際利潤貢獻也將比過去傳統產線更高。

外部環境方面，市場預期美國聯準會有望於下半年進入降息循環，國際資金成本可望下降，有助於南亞降低利息支出與財務壓力。另一方面，中國推動「以舊換新」家電政策、美國重啟基礎建設與新能源投資、印度與東南亞製造業擴張，皆有助於推升塑膠原料與中游電子材料的中長期需求。南亞在未來若有積極卡位區域供應鏈，有機會爭取新一波出口動能。

總而言之，雖南亞當前仍面臨利潤偏低、產能尚未充分發揮的階段，但在「產品高值化＋產能優化＋永續轉型＋區域佈局」四大策略下，搭配短期市場需求回升與成本回穩的消息面支撐，未來營運具備逐季回升空間。若公司能持續將營運重心由量轉質、並強化與國際大廠策略合作關係，中期仍可期待其重返具競爭力的獲利水準。因此，對於具中長期投資視角者而言，南亞可視為具轉機潛力、但須謹慎關注執行力與產能消化進度的潛在成長型標的。

5.5 可能面對的威脅或風險



圖(二十七)風險矩陣圖

圖片來源：小組討論整理

表(三十六)南亞風險整理

風險項目	風險類別	發生可能性	衝擊程度	說明簡述
價格波動	市場風險	高	高	石化產品價格受油價與全球供需影響大，對營收與毛利衝擊極高
終端需求疲弱	市場風險	中高	高	中國與美國需求持續疲軟，壓縮營收動能
匯率波動	市場風險	高	中	出口為主，受新台幣升值壓力大，影響外匯收益
原物料短缺	市場風險	中	高	依賴進口原料，供應鏈中斷風險存在
地緣政治／貿易限制	市場風險	中	高	中美貿易限制及地緣衝突將影響出口與供應鏈穩定
融資成本／利率上升	財務風險	高	中	高利率環境下財務費用增加，壓縮獲利
存貨跌價損失	財務風險	中	中高	過度備貨下價格下跌將提列損失
現金流壓力	財務風險	中	中	資本支出與利息負擔高，需良好流動資金管理
轉投資績效波動	財務風險	中	中	台塑化等關聯企業獲利波動將影響整體報表
高值化產品推動不順	營運風險	中	高	若無法擺脫大宗產品困境，轉型難以成功
產能利用率偏低	營運風險	中	高	德州、昆山產線未有效接單將造成折舊與固定成本壓力

ESG與法規合規不及格	營運風險	中	中高	未達碳排要求恐失國際訂單或受罰
人力與技術轉型挑戰	營運風險	中	中	轉型過程中若缺乏人才與技術支持，影響效率與品質

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

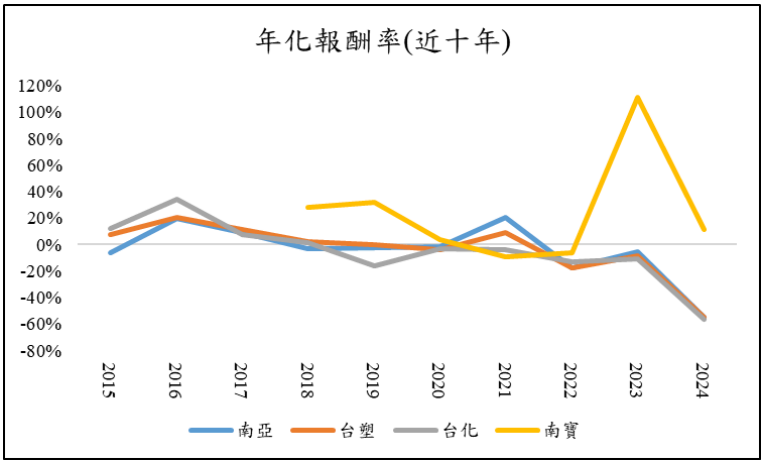
陸、總結

6.1 請利用過去 10 年之年報酬率計算年平均算術平均報酬、幾何平均報酬及標準差

表(三十七)南亞報酬與標準差數據

	算術平均報酬	幾何平均報酬	標準差
南亞	-4.12%	-6.94%	0.2135
台塑	-3.33%	-6.15%	0.2109
台化	-4.78%	-7.96%	0.2326
南寶	17.10%	19.67%	0.4138

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站



圖(二十八)近十年年化報酬率折線圖

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

近十年來，南亞與其同業如台塑（1301）、台化（1326）、南寶（4766）皆歷經石化景氣循環的起伏，受到全球需求、原油價格、環保政策與產業結構轉變等因素影響，股價走勢呈現波動趨勢。尤其2022－2024年期間，受到中國需求疲弱及產能過剩衝擊，多數石化股呈現大幅下跌走勢。

2015－2018 年間，隨全球景氣復甦與油價回升，台塑集團三寶（台塑、台化、南亞）股價普遍上漲，年化報酬均達正成長。然而，2019 年以後，中國與新興市場持續擴產，加

上中美貿易戰與新冠疫情造成需求波動，石化產品報價走弱，導致營收與股價同步承壓。2024 年，台塑與台化年跌幅均超過 55%，南亞也從年初 66.2 元下跌至年末 29.9 元，年跌幅達 54.83%。

在同期間，南寶化學則展現不同走勢。其主力產品聚氨酯與高端接著劑需求穩定，2023 年更因接獲大量訂單與成功轉嫁成本，股價年漲幅高達 111%，為石化族群中的亮點。由此對比顯示，產品結構與下游客戶組成的差異對公司股價表現有顯著影響。

6.2 自訂離上台報告最新之日期,計算最近 10 天、30 天、半年及 1 年累積報酬

表(三十八)南亞累積報酬率

1303 南亞--20240502-20250502				
	一年	半年	30天	10天
累積報酬率	-45.59%	-26.55%	-11.22%	-0.16%

資料來源：南亞公司年報、公開資訊觀測站

6.3 請評估公司近 3 年股價走勢



圖(二十九)大盤近3年股價走勢圖

資料來源：鉅亨



圖(三十)南亞近3年股價走勢圖
資料來源：鉅亨

2022 年，全球經濟放緩陰影籠罩亞洲股市，台灣加權指數（TWII）自年初 18,270.51 點下探至年終 14,137.69 點，整體下跌 22.40%；同期南亞股價由 85.4 元滑落至 71.0 元，跌幅 16.85%。進入 2023 年，隨著多國龐大財政與貨幣刺激措施發酵，加上中國疫情後需求反彈，大盤由 14,137.69 點大漲至 17,930.81 點，年增 26.83%；但南亞股價僅小幅回升至 66.5 元，跌幅仍達 6.34%。2024 年全球供應鏈緩步正常化、科技股熱潮帶動資金流入，加上油價一度高檔震盪，大盤再度強勢上升至 23,035.10 點，年漲 28.47%；然而南亞因結構性困境，股價卻走出腰斬走勢，從 66.5 元急跌至 29.9 元，跌幅達 55.11%。進入 2025 年前四月，大盤受到川普關稅政策及台股斷頭潮影響，以 YTD －9.76% 的表現收於約 20,235.03 點，南亞則因少量回補資金，股價微幅回升 1.67% 至 30.4 元。

自 2022 年以來，南亞塑膠在全球景氣循環與結構性轉變的雙重擠壓下，呈現由緩跌至急挫的三段式走勢。2022 年的初期，世界各主要經濟體飽受通膨高壓與緊縮貨幣政策夾擊，特別是歐美及中國的製造業訂單急劇下降，導致塑化原料需求驟減。中國同業自 2018 年起大規模擴張乙烯與聚酯產能，市場供給過剩，亞洲廠商被迫削價出售，南亞因成本結構相對不具優勢，獲利遭到明顯侵蝕，全年股價下挫 16.85% （2021→2022）。

進入 2023 年，全球多國完成大規模疫後恢復，需求一度回溫，但中國房地產市場持續低迷，使得聚酯與塑膠下游客戶庫存回補速度放緩。雖有宏觀資金追捧台灣電子股，但南亞作為傳統塑化廠商，其產品組合尚未能充分受益於半導體及高階電子材料快速增長的資金行情，導致股價僅小幅回升且遠落後大盤（大盤 +26.83% vs. 南亞 －6.34%）。

2024 年則成為南亞股價的轉捩點。一方面，台灣開徵更高碳費（每噸 CO_2e 標準費率提升至 NT$300），石化業年度成本膨脹數十億元；另一方面，國際油價雖有震盪回落，卻未能完全轉嫁至市場售價，形成低收高售的庫存成本壓力；加之中國重啟疫情常態化政策後

下游客戶依然觀望，南亞在傳統塑化領域的獲利迅速萎縮，2023→2024 年股價急跌 55.11%。

儘管近三年股價大幅下挫，南亞正在積極透過產品組合轉型與上下游整合來尋求突破。公司已將電子材料業務比例提升至逾 50%，切入 ABF 載板、5G/6G 通信材料及車用聚合物領域，並透過與集團內部南亞電路板及必成科技的垂直整合，強化供應鏈議價能力。若全球半導體與電動車市場持續擴張，南亞的高附加價值產品有望在 2025 年後逐步放量。但仍須警惕中國需求復甦不及預期、碳費負擔進一步上升，以及國際油價和匯率波動可能對毛利造成的衝擊。

整體而言，南亞近三年的劇烈波動映照了傳統石化業面臨的結構性挑戰與宏觀周期風險。短期內，其股價能否止跌回穩，取決於中國及全球經濟復甦力度、成本政策能否獲得緩衝；中長期則要觀察電子材料戰略的執行成效，以及新產品能否帶動獲利和估值重估。 當前對投資者而言，建議以階段性試探倉位方式參與，並嚴密追蹤公司轉型進度與外部環境變化。

6.4 站在銀行的角度,你會與個案公司往來嗎?

(一) 授信5P原則

銀行審核貸款原則的「授信5P」分別為People(授信戶)、Purpose(資金用途)、Payment(還款來源)、Protection(債權保障)、Prospect(未來展望)，目的是為了從銀行的角度分析授信戶，評估貸出去的錢是否能收回，以下將個別詳細介紹。

1.People（授信戶）

評估授信戶的企業經營概況、過去與現在有無不良紀錄，或是在產業界有無不佳風評，財務體質的良窳，經營團隊的實力及競爭優勢等。

南亞塑膠隸屬於台塑集團，為該集團的核心企業之一。其董事長與高階管理團隊具備豐富的產業經驗與穩健的經營策略，長期以來維持公司在塑膠與化工產業的領先地位。公司治理結構完善，遵循法規並重視股東權益，提升了銀行對其授信的信心。

2.Purpose（資金用途）

企業對本項貸款的資金用途是否正當、合理，並於貸款後持續檢視是否按照原訂計畫運用。

南亞塑膠的資金主要用於擴充產能、研發新材料及升級生產設備，以應對市場需求變化及提升產品競爭力。近年來，公司積極投入環保材料與高附加價值產品的開發，符合全球永續發展趨勢，顯示其資金用途具有前瞻性與可持續性。

3.Payment（還款來源）

公司是否具有可靠且充分的還款來源，而且能按時清償貸款本金及利息。

雖然 2023年後因全球景氣放緩及原物料價格波動，導致營收與獲利有所下滑，但公司仍維持正向的營業現金流，顯示其本業具備穩定的現金產生能力。此外，南亞塑膠長期維持良好的信用評等，無重大違約紀錄，顯示其具備良好的償債能力與信用紀錄。

4.Protection（債權保障）

此為銀行為了預防授信戶不能依原訂還款來源償還本息時，仍可順利收回貸款的保護措施，通常採擔保品、保證或背書等方式。

南亞塑膠擁有大量不動產、廠房及設備等固定資產，可作為銀行授信的擔保品，降低授信風險，觀察南亞2024年的資產負債表可以發現，不動產、廠房及設備占皆超過30%，是公司資產中占比最大的會計科目。此外，作為台塑集團的一員，集團內部的資源共享與支援機制亦增強了其風險抵禦能力。公司亦積極推動風險管理機制，定期評估市場、財務及營運風險，提升整體風險控管能力。

5.Prospects（未來展望）

係指授信的未來營運展望及產業前景，以及其對銀行往來之利益貢獻與潛力，加以瞭解及審視評估，以瞭解企業的競爭能力及優勢。

南亞塑膠所處的塑膠與化工產業，雖受景氣循環影響，但長期需求穩定。隨著全球對環保材料的需求增加，公司積極轉型，開發可降解塑膠及其他環保產品，提升市場競爭力。此外，亞洲地區的工業化與都市化進程，亦帶動對塑膠產品的需求成長，為公司未來的營運提供有利的市場環境。

(二) 需注意的潛在風險

1.景氣循環產業特性，獲利波動性高

南亞塑膠所屬的化工與塑膠產業為景氣循環性產業，獲利易受原物料價格、國際景氣與需求變化影響。2022年受惠於高原料價與需求旺盛，營收表現突出，但2023年全球景氣放緩、原料價格回落，全年合併營收降至2,595.87億元，年減26.91%。雖然2024年營收與2023年相當，顯示景氣影響有所緩解，但整體獲利仍受權益法投資收益減少與部分產品線需求疲弱影響，凸顯其獲利仍具一定波動性，為授信評估上需關注的風險。

2.地緣政治與貿易政策風險

南亞塑膠部分產品如電子材料（銅箔基板、銅箔）與聚酯原料高度依賴出口市場，易受地緣政治與貿易政策變動影響。美中科技戰、對中出口限制、關稅調整及地緣緊張情勢，皆可能干擾原料供應與終端需求。雖然2024年因AI應用推升部分電子材料銷售成長，但整體電子部門仍面臨政策不確定性挑戰。對銀行而言，必須評估此類外部風險對南亞塑膠未來營運穩定性的潛在衝擊。

3.環保與ESG壓力增加

隨著全球對環保與永續發展的重視，南亞塑膠可能面臨更嚴格的環保法規與碳稅政策，增加營運成本，影響未來獲利能力。 銀行在授信時需評估其ESG風險管理能力，以確保長期穩定的合作關係。

（三）結論：願意與南亞塑膠往來

雖然短期內可能面臨景氣波動與原物料價格變動的挑戰，但公司積極轉型與風險控管能力，足以應對相關風險。綜合以上分析，我們認為銀行會願意與南亞塑膠往來，有以下幾點結論：

1.財務體質穩健

南亞塑膠長期維持穩健的財務結構。截至2024年底，公司總資產與股東權益保持穩定，負債比率控制在合理範圍內，顯示其資本結構健全。儘管2023年營收大幅下滑，但2024年財務表現保持穩定，整體償債能力仍具信心，有助於銀行在授信時降低資金風險。

2.營運多元且具抗風險能力

公司產品橫跨塑膠加工、化工、電子材料、聚酯等多元領域，有效分散單一產品或市場的營運風險。2024年全年合併營收與2023年大致持平，雖未明顯成長，但仍能在不利景氣環境中維持營運穩定。特別是電子材料產品受惠於AI應用需求增加，使公司部分高階產品線營收與獲利提升，展現出多元經營帶來的抗震性。

3.集團資源支援，信用風險低

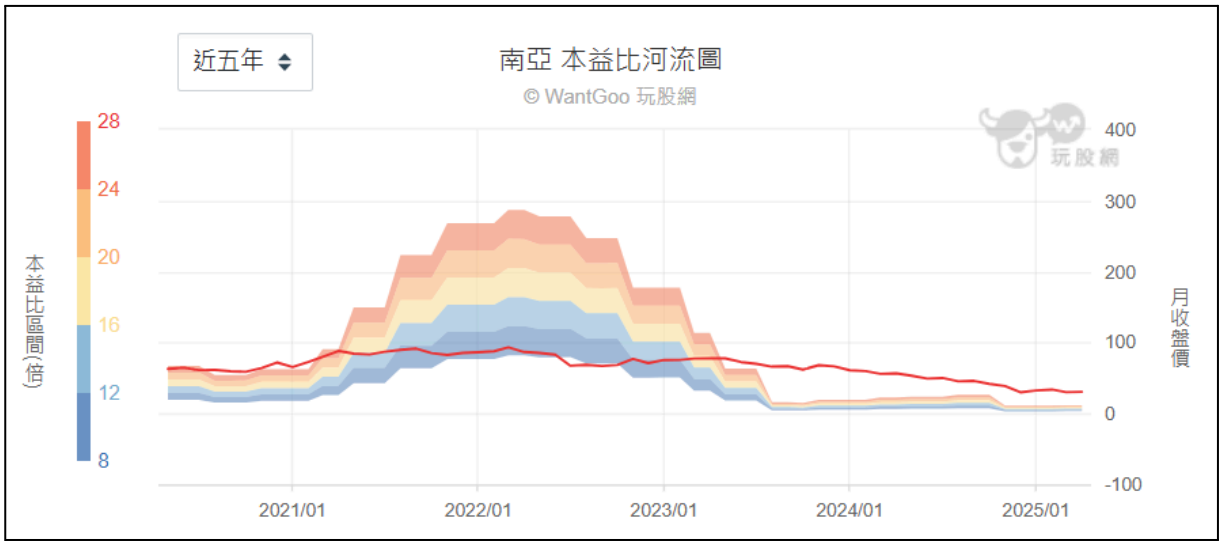
南亞塑膠為台塑集團核心企業之一，擁有豐富的資源支援，包括資金、研發、製程、上下游整合與市場通路。台塑集團的垂直整合體系穩定原料供應與成本控制，進一步降低經營風險。這種集團背景使南亞塑膠在信用評估中具有優勢，有助於銀行授信信心的建立。

4.信用評等良好，無重大違約紀錄

南亞塑膠長年維持在信用市場上的良好紀錄，無重大違約事件，且具穩定的評等水準，顯示其財務信譽可靠。在授信評估中，此點為銀行降低信用風險、提高核貸意願的重要依據。

6.5 站在投資人的角度,你會投資公司的股票嗎?

(一) 本益比



圖(三十一)南亞本益比河流圖

資料來源:玩股網

1. 受獲利激增帶動,2021年本益比與股價同步走高

南亞塑膠在2021年股價明顯超越本益比河流圖中的上緣區間,當時受到原物料行情上漲與需求強勁的帶動,市場對未來的預期極為樂觀,投資人願意給予更高本益比。

2. EPS快速下滑、股價修正落後

從 2022 年中以後,隨著 EPS 預估明顯下滑,股價也開始修正。但實際上,2023～2024 年的本益比仍維持高檔(2023 年約 83 倍、2024 年約 71 倍),顯示股價雖已下跌,但速度與幅度不足以反映營運急遽惡化的現實。

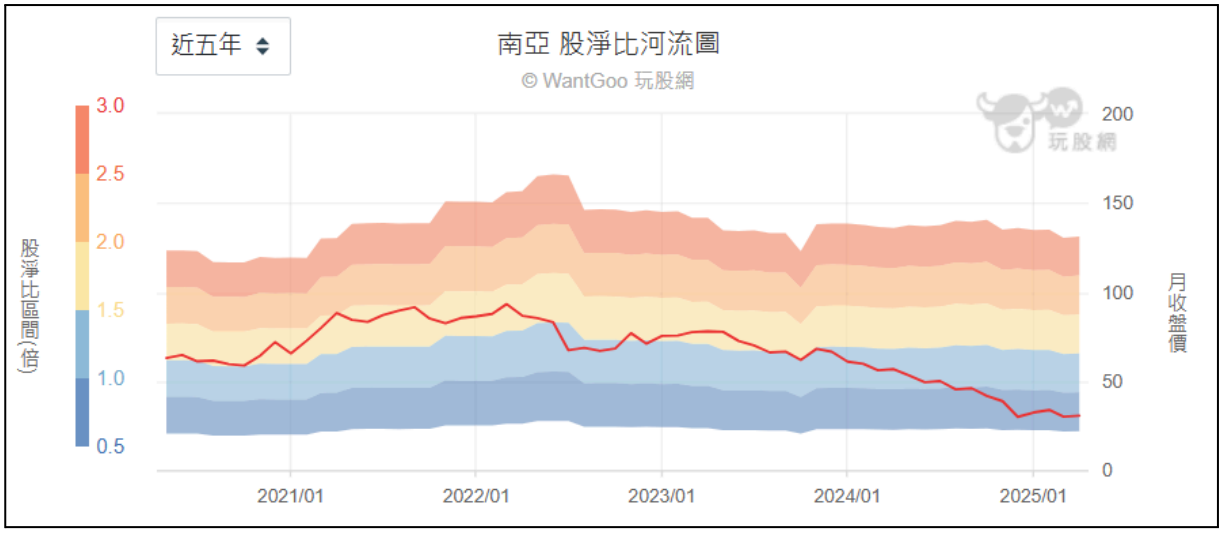
3. 目前本益比偏高,市場預期仍未落地

即便南亞近期股價已回落至30元左右,但以2025年預估EPS約0.42元來看,即便給予16倍至20倍本益比,合理股價約落在7～8元,與現價仍有明顯落差。這代表市場對公司營運回升的期待尚未消失,但在EPS持續偏低的狀況下,這樣的預期尚無基本面支撐,估值仍明顯偏高。

4. 結論

整體而言,南亞塑膠目前的股價仍未完全反映其獲利下滑的現實,儘管已有所修正,但評價水準仍偏高。從本益比、EPS預估與股價區間的關係來看,短期內缺乏支撐股價上漲的明確因素,不建議投資;長期而言,仍需觀察其營運是否出現實質改善,再行布局。投資人應避免因過去高峰的表現而高估其未來表現。

（二）股價淨值比



圖(三十二)南亞股淨比河流圖

資料來源：玩股網

1. 整體趨勢：股價淨值比由高轉低

從 2020 到 2023 年，南亞塑膠的股價淨值比一直維持在1.4－1.7倍間，顯示市場給予相對穩定的資產溢價評價。2024年8月起，股價淨值比明顯跌破1倍，為近五年新低，顯示市場信心下滑、股價低於帳面價值。

2. 股價低於淨值，反映市場對獲利前景的保守態度

當股價長期低於每股淨值，這並不單純代表市場出現錯殺，而是反映出投資人對公司未來獲利能力的普遍保守甚至悲觀預期。在南亞的情況中，儘管每股淨值維持在約 43 元以上，股價卻一路跌至 30 元出頭，形成長期 P/B 值低於 1 的現象，這說明市場已不再將帳面資產視為具有真實創造價值的基礎。投資人可能預期未來營收或毛利將持續衰退，資產報酬率下滑，導致淨值雖在但無法轉化為實質收益，進而壓抑市場評價。換句話說，低 P/B 不再是一種便宜的訊號，而是一種結構性下行的定價結果，這種情況下，低於淨值的股價反而應被視為警訊，而非買點。

3. 結論

目前南亞的股價低於每股淨值，P/B 值維持在 0.7 倍左右，顯示市場對公司未來獲利能力持續保守，甚至存在結構性疑慮。雖然帳面淨值穩定，代表資產本身未明顯縮水，但市場並未給予其資產應有的評價，反映出資產運用效率偏低，或營運成果無法有效轉化為股東權益報酬。從基本面來看，南亞目前的低股價淨值比並非單純的低估訊號，而是市場對其獲利動能與產業前景信心不足的具體反映。這樣的情況下，僅憑帳面淨值支撐，難以提升評價，需觀察未來是否有營運改善才能改變市場對其價值的認定。