

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

南俊

(6584.TWO/6584 TT)

未評等

| | |
|-------------------|-------|
| 收盤價 May 17 (NT\$) | 70.10 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | N/A |
| 前次目標價 (NT\$) | N/A |
| 維持 / 調升 / 調降 (%) | N/A |
| 上漲 / 下跌空間 (%) | N/A |

焦點內容

南俊為專業鋼珠導軌廠商，預計於 5/18 掛牌上櫃。公司近年來持續擴張伺服器業務，目前已打入美系 CSP 業者供應鏈，預期未來將受惠於白牌伺服器市場快速成長趨勢，將有利南俊產品組合優化與獲利率提升。

交易資料表

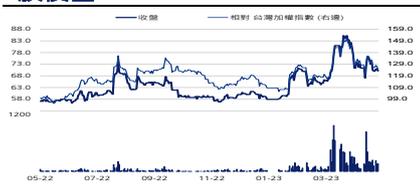
| | |
|------------------------|--------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn) | 4.61 / 149.7 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 65.81 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 4.66 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 0.15 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 56.30 -85.30 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|------|------|
| 絕對表現 (%) | 0.1 | 18.8 | 23 |
| 相對表現 (%) | -2.8 | 9.2 | 23.8 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|--------|------|------|--------|
| 2021 | | 0.28 | 0.89 | 0.49 |
| 2022 | 0.85 | 0.81 | 1.06 | (0.48) |
| 2023 | (0.06) | N.A. | N.A. | N.A. |

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

余昀澄
886.2.2181.8013
alex.a.yu@kgi.com

向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

滑向雲端 - 伺服器滑軌業務擴張將推升獲利率

重要訊息

南俊科技為專業鋼珠導軌廠商，產品應用包括辦公家具、雲端伺服器、櫥櫃、工具櫃、家電、醫療及工業應用等。公司於 5/18 掛牌上櫃。

評論及分析

白牌伺服器成長有利伺服器營收擴張。隨 Intel 與 AMD 新伺服器平台於 2H23 放量，屆時預期全球伺服器需求將回升，加上 5G、AI、車載應用帶動運算需求持續提高，2024-25 年伺服器產業成長將更加明顯，而 CSP 業者帶動自建/白牌伺服器出貨量持續年增雙位數，成長優於整體產業，預期全球白牌伺服器佔整體伺服器比重將由 2022 年之 24% 跳升至 2024-25 年超過 30%。南俊未來數年將受惠於白牌伺服器快速成長趨勢，目前公司已打入四大美系大型 CSP 業者其中二家之滑軌供應鏈，預期 CPU 新平台與新 CSP 客戶訂單於 2H23 放量出貨將推升公司產品的 ASP，並帶動 2023-24 年伺服器滑軌營收快速成長。

產品組合與獲利率持續優化。公司近年持續優化產品組合，高毛利率伺服器滑軌營收比重已由 2019-20 年之 11-12% 提高至 2021-22 年之 24%，再加上 2021 年公司開始減少毛利率較低之櫥櫃訂單，毛利率由 2019-20 年之 14.8% 提高至 2022 年之 18.1%。2023 年在新伺服器平台量產與導入兩大美系大型 CSP 客戶滑軌供應，伺服器滑軌營收目標成長 30% 以上，比重將擴增至 30% 以上，加上公司持續增加高階家電產品出貨比重與優化各產品線客戶組合，預期未來 2 年毛利率將維持升勢，推升公司之獲利成長。

投資建議

南俊 2022 年稅後淨利 1.31 億元，EPS 年增 35% 至 2.26 元，預期隨伺服器新平台推出與下半年伺服器與櫥櫃新客戶新案放量出貨，將帶動 2H23-2024 年公司營收與獲利成長。公司與櫥櫃股價目前交易於 31 倍 2022 年 EPS，本益比高於市場同業，應是基於伺服器市場成長趨勢下南俊持續攻佔市佔率及獲利成長性之預期。

投資風險

總經環境較預期疲弱；伺服器新平台放量時程遞延；鋼材價格上漲。

主要財務數據及估值

| | Dec-18A | Dec-19A | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 1,902 | 1,731 | 1,456 | 2,041 | 1,999 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 316 | 257 | 215 | 371 | 362 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 68 | 4 | 3 | 133 | 85 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 44 | 42 | (12) | 87 | 131 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 0.84 | 0.80 | (0.24) | 1.67 | 2.26 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 0.60 | 0.60 | - | 0.90 | 1.20 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 0.0 | (5.2) | (129.8) | 0.0 | 35.4 |
| 本益比 (x) | 83.2 | 87.7 | N.A. | 42.0 | 31.0 |
| 股價淨值比 (x) | 3.0 | 3.0 | 3.1 | 3.1 | 2.6 |
| EV/EBITDA (x) | 38.4 | 44.8 | 46.6 | 19.1 | 24.2 |
| 淨負債比率 (%) | 139.3 | 127.6 | 136.4 | 123.3 | 77.8 |
| 殖利率 (%) | 0.9 | 0.9 | 0.0 | 1.3 | 1.7 |
| 股東權益報酬率 (%) | 0.0 | 3.4 | (1.0) | 7.0 | 9.1 |

資料來源：公司資料，凱基

投資理由

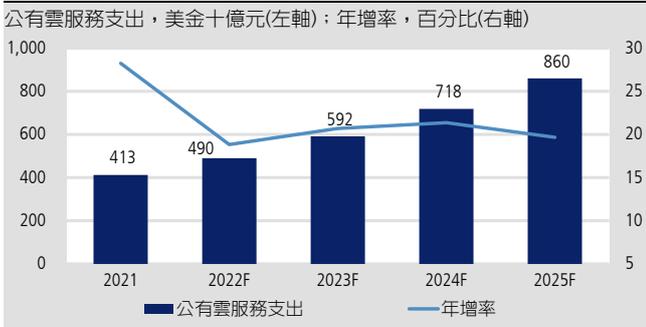
未來數年全球伺服器需求持續上升，有利南俊擴充伺服器業務。

受惠全球伺服器產業持續成長

南俊科技為專業滾珠滑軌廠商，產品應用別廣泛，過往辦公家具與櫥櫃為營收大宗（營收比重約 50-60%），但公司近年持續發展伺服器滑軌業務，除 2002 年切入之品牌客戶 Supermicro (美) 外，2019 切入首家美系大型雲端服務供應商(CSP)，並於 2022 年切入第二家 CSP 業者，預計於 2023 年 Intel (美)與 AMD (美) 新平台量產後，將帶動南俊伺服器滑軌業務之營收於未來數年成長。

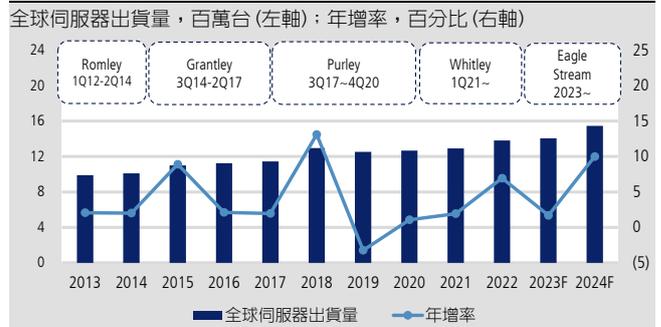
近年來全球資料處理需求持續提高，而企業上雲趨勢帶動公有雲服務支出維持高速成長，且 5G、AI、自動駕駛等應用將帶動全球資料中心成長與資料流量進一步上升，再加上 4Q22 起，AMD 推出 Geona CPU (Zen4 平台) 與 Intel 推出 Sapphire Rapids CPU (Eagle Stream 平台)，預期新平台推出將帶動伺服器升級潮。儘管 1H23 伺服器產業進入庫存調整期，但隨下半年 Intel 與 AMD 新伺服器 CPU 放量，2H23-2024 年伺服器產業出貨將恢復成長，凱基預估 2023 年全球伺服器出貨量年增 2%，而 2024-25 年全球伺服器需求將加速，可望年增雙位數。此外，早期品牌伺服器已率先採用滑軌設計，然過去 5 年白牌或 CSP 有部分伺服器仍為托架式 (L bracket) 設計，在維修便利性之需求下，方逐步改採用導軌，並逐漸升級至摩擦式、鋼珠導軌，目前中國伺服器(約佔全球需求 25-26%) 仍多採用托架式，因此潛在市場升級需求與整體伺服器產業成長趨勢將有利南俊之伺服器業務持續擴張。

圖 1：Gartner 預估全球公有雲服務支出持續年增 20% 以上



資料來源：Gartner；凱基

圖 2：2023-24 年伺服器需求攀升



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 3：2023-24 年 Intel 與 AMD 推出之伺服器平台

| 平台 | Intel Purley | Intel Purley | Intel Cedar Island | Intel Whitley | Intel Eagle Stream | Intel Eagle Stream | Intel Birch Stream | AMD Zen 2 | AMD Zen 3 | AMD Zen 4 | AMD Zen 4c | AMD Zen 4 | AMD Zen 5 |
|-----------|------------------------------|--------------|--------------------|---------------|---------------------------|--------------------------|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 上市時間 | 3Q17 | 3Q19 | 2H20 | 2Q21 | 1Q23 | 4Q23 | 2Q24F | 2Q19 | 1Q21 | 4Q22 | 1H23F | 2023F | 2024F |
| CPU | Skylake-EP Cannon Lake-EP | Cascade Lake | Cooper Lake | Ice Lake | Sapphire Rapids (Intel 7) | Emerald Rapids (Intel 7) | Granite Rapids (Intel 3, P-core) | Rome | Milan | Genoa | Bergamo | Siena | Turin |
| 製程 | 14nm / 14nm+ | 14nm++ | 14nm | 10nm | 10nm | 10nm++ | 3nm | 7nm | 7nm+ | 5nm | 5nm | 5nm | 3nm / 4nm |
| CPU 插槽 | LGA 3647 | LGA 3647 | LGA 4189 | LGA 4189 | LGA 4677 | LGA 4677 | LGA 7529 | FC LGA 4094 | FC LGA 4094 | FC LGA 6096 | FC LGA 6096 | FC LGA 4844 | FC LGA 6096 |
| CPU 核心 | 28 | 28 | 48 | 26 | 60 | 64 | 120 | 64 | 64 | 96 | 128 | 64 | 256 |
| DRAM | 6通道 DDR4 | 6通道 DDR4 | 8通道 DDR4 | 8通道 DDR4 | 8通道 DDR5 | DDR5 | DDR5 | 8通道 DDR4 | 8通道 DDR4 | 12通道 DDR5 | DDR5 | DDR5 | TBA |
| PCIe | PCIe 3.0 | PCIe 3.0 | PCIe 3.0 | PCIe 4.0 | PCIe 5.0 | PCIe 5.0 | PCIe 5.0 | PCIe 4.0 | PCIe 4.0 | PCIe 5.0 | PCIe 5.0 | PCIe 5.0 | TBA |
| CPU 熱設計功耗 | 45-165W | 165-250W | 高達 300W | 高達 270W | 高達 350W | 350-400W | 400W+ | 120-225 W | 225-280W | 320-400W | 320-400W | 70-225W | 480-600W |

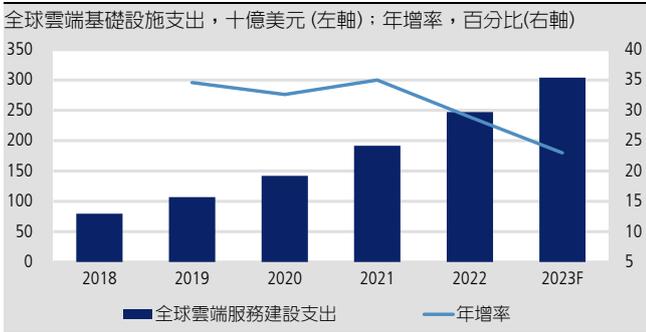
資料來源：公司資料；凱基

未來數年白牌伺服器出貨量成長優於整體產業，南俊伺服器業務將受惠於此趨勢，且持續擴張新 CSP 客戶。

白牌伺服器成長性強，客製化需求使南俊持續擴張 CSP 客戶

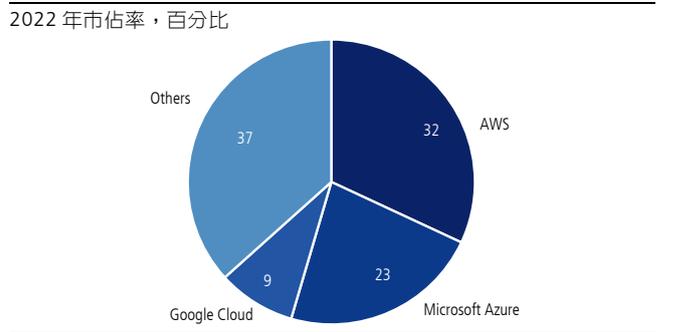
2016 年以來，白牌伺服器成長性持續優於整體伺服器與企業用伺服器(品牌)，Gartner 統計 2022 年全球自建/白牌伺服器(ODM direct/self-build) 出貨量年增 14.3%至 356.5 萬台，優於全球伺服器之年增 6.9%、企業用伺服器之年增 3.4%。白牌伺服器佔整體伺服器比重已由 2016 年之 11%，提高至 2022 年之 26%。因應運算需求提高，2018-20 年全球雲端基礎設施支出每年維持年增 30%以上，CSP 業者持續擴增資料中心，並為白牌伺服器主要成長動能，隨 5G、AI、自駕與邊緣運算需求提升，凱基預估 2023-24 年白牌伺服器出貨將持續優於整體伺服器產業，維持雙位數年增幅度，將成為伺服器產業成長之主要驅動因子，預期 2024-25 年自建/白牌伺服器出貨比重將超過 30%。

圖 4：全球雲端基礎設施支出維持 20%以上年增率



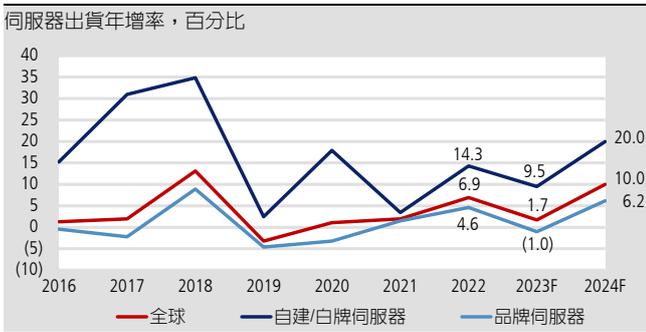
資料來源：Canalys；凱基

圖 5：雲端基礎設施支出主要來自 CSP 業者



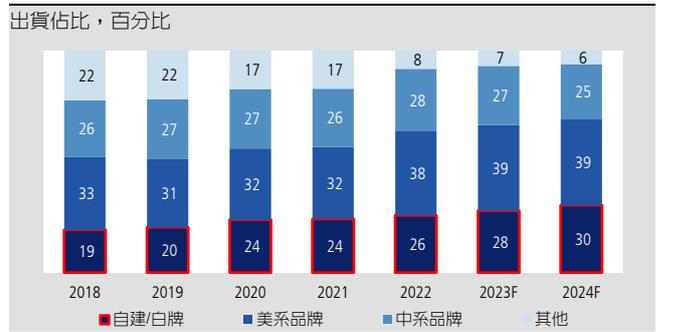
資料來源：Canalys；凱基

圖 6：自建/ODM 伺服器需求增幅持續優於品牌廠



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 7：自建/ODM 出貨佔比逐年攀升，預估 2024-25 年將超過 30%



資料來源：Gartner；凱基預估

南俊伺服器業務除了受惠於白牌伺服器市場的高速成長性(每年雙位數)，隨著伺服器 CPU 升級使滑軌負重與精密程度之要求提高，公司亦持續升級滑軌設計，以滿足資料中心之伺服器維修需求。此外，南俊產品可相容於不同 CPU 平台 (Intel、AMD、ARM (英))，皆有通過負重測試。公司並透過其技術與客製化服務，持續打入新 CSP 客戶與品牌廠商。南俊於 2002 年即開始與伺服器廠商 Supermicro 合作，為其唯一之滑軌產品供應商，2019 年首次獲得美系大型 CSP 業者訂單，於 2H21 開始放量出貨，2022 年又成功進入第二家美系大型 CSP 供應鏈，預計 2H23 開始量產出貨。隨 2H23 既有第一個美系大型 CSP 客戶新平台產品放量，加上第二個新大型美系 CSP 客戶訂單開始出貨，預計將挹注其 2023-24 年伺服器營收成長加速，伺服器營收比重有望進一步提升至 30%以上。

此外，在新平台產品 Eagle Stream 與 Genoa 於 2H23 量產的挹注下，南俊的第九代滑軌因載重要求更高，滑軌結構設計將升級，帶動 ASP 上揚，而下半年亦有機會出貨同一 CPU 平台之 2U 款式滑軌 (第十代滑軌)，來對應未來 AI 伺服器需求上揚之趨勢。而公司並將持續與客戶合作開發下一世代產品，預計第十一代滑軌產品將導入滾珠式設計，供客戶更多產品升級選項。而針對第二個美系大型 CSP 客戶於 2H23 成功出貨後，南俊將更深化與客戶合作關係，並積極爭取其他專案與新世代開發機會。

圖 8：2023-24 年 CSP 客戶營收快速成長

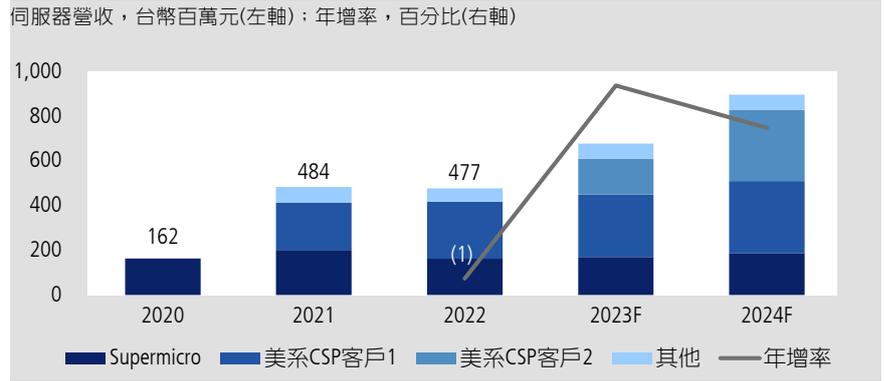
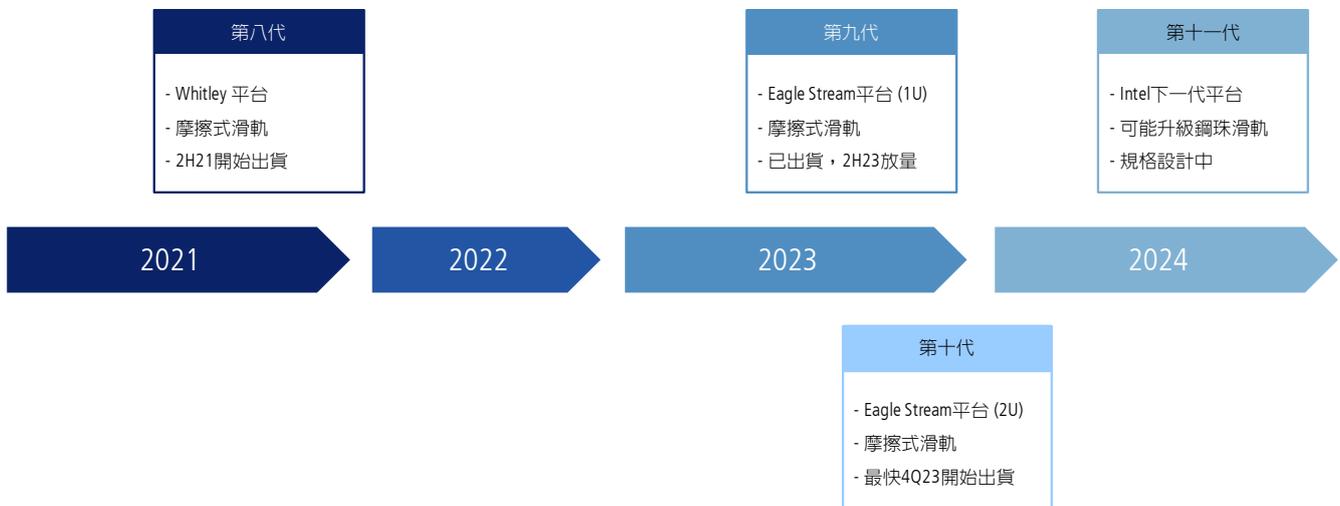


圖 9：南俊 2H23 開始出貨美系客戶新平台產品，並與客戶合作開發下一世代產品



資料來源：公司資料；凱基整理

公司持續優化產品組合與客戶組成，致力於提高伺服器營收比重，並發展高階家電產品，未來二年利潤率將維持升勢。

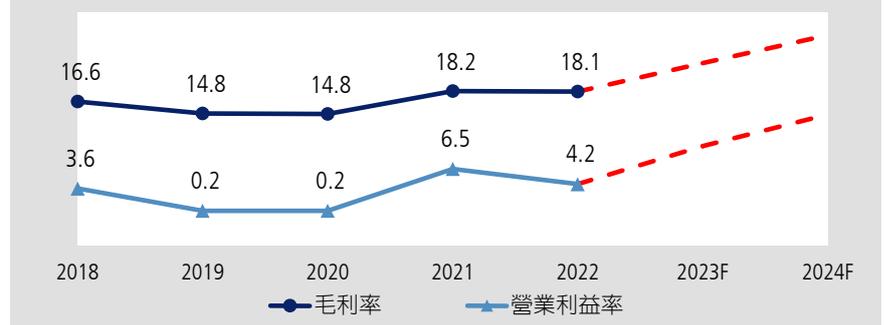
產品組合優化帶動利潤率擴張

公司近來持續增加高附加價值業務，過往營收主力為辦公家具、櫥櫃 (2018-20 年約佔營收 50-60%)，2022 年比重已下滑至 41%。伺服器業務為南俊主力發展業務，公司自 2019 年開始切入美系大型 CSP 伺服器業務，伺服器營收比重由 2018-19 年之 10-12% (主要出貨品牌客戶)，逐漸提高至 2021-22 年之 24%，此有利毛利率提升。此外，公司持續優化客戶組合，減少毛利率較低之中國櫥櫃產品(毛利率僅個位數)，使櫥櫃產品毛利率改善，南俊整體毛利率已由 2019-20 年之 14.8%躍升至 2021-22 年之 18.1%。

儘管 4Q22 以來櫥櫃、冰箱等客戶進行庫存調整，而 1H23 消費產品需求持續疲弱，但隨伺服器新客戶、系統櫥櫃新客戶於 2H23 放量出貨，公司展望 2H23 營收年增，全年營收目標至少年持平。毛利率較高之伺服器業務將為 2023 年主要成長動能 (年增雙位數以上)，預期營收比重將由 2022 年之 24%擴增至 2023 年之 30%以上，動能來自既有 CSP 與品牌客戶開始出貨伺服器新平台產品 (Intel Sapphire Rapids CPU)，再加上新 CSP 客戶下半年量產之貢獻，產品 ASP 與毛利率將擴增。此外，公司下半年將新增隱藏式櫥櫃滑軌訂單，並致力於增加高階家電出貨比重(如高荷重、隱藏式導軌產品)，與退出利潤率較低之低階滑軌訂單，整體毛利率有望由 2022 年之 18.1%提升至 2023 年 20%以上，2024 年預期伺服器滑軌營收進一步上揚，毛利率提升將更明顯，主因此 2H23 新加入量產之 CSP 客戶其滑軌產品為滾珠式，相對較高之單價將有利伺服器整體毛利率之提升，加上公司費用率預估持穩於 12-13%，2023-24 年營業利益率將可望較 2022 年之 4.2%提升。隨下半年伺服器新平台訂單開始出貨，將帶動公司營收與獲利將成長，2024 年成長將更為顯著。

圖 10：2023 年毛利率、營業利益率持續成長

毛利率及營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

公司簡介

南俊於 1984 年成立，2016 年興櫃，為專業鋼珠導軌之製造商，其導軌產品應用於辦公家具、雲端伺服器、櫥櫃、工具櫃、家電、醫療及工業應用(含車用)，且客戶組成多元，以美國、中國、台灣為主要銷售市場。公司近年發展高附加價值業務(如同伺服器導軌)，持續優化產品組合並推升獲利率。

公司簡介

南俊成立於 1984 年，並於 2016 年登錄興櫃，主要業務為專業鋼珠導軌 (slide) 之研發、設計、製造、銷售及服務，其產品應用多元，包含辦公家具、雲端伺服器、櫥櫃、工具櫃、家電、醫療及工業應用等。南俊生產基地為台灣雲林三個廠及桃園廠(租用)，目前產能主要來自雲林一廠與二廠。公司於中國蘇州及美國設有銷售據點，主要銷售地區則包含北美及亞洲地區。為配合產能擴充，公司計畫自行建造中壢廠(於 2017 年即購地)，逐步將目前租用的桃園廠產能轉移至新廠，預計資本支出將從 2022 年之 1 億元增加 2023 年 3-4 億元，主要用於新廠建置。

圖 11：南俊生產基地與銷售據點分布

| 廠別 | 主要產品別 | 組織定位 | 現有產能 | 員工人數 |
|--------------------------|------------------|---|---------|------|
| 桃園廠 (樓板面積2,100坪) | 家電、伺服器、工業應用等導軌 | 公司總部、生產、研發設計中心 | 10萬組/月 | 184 |
| 雲科一廠及二廠 (樓板面積12,097坪) | 辦公家具、居家櫥櫃及工具櫃等導軌 | In-House製程垂直整合生產基地 (包含鋼捲裁切分條、輥製成型、沖壓、表面處理及組裝等製程) | 100萬組/月 | 369 |
| 雲科三廠 (樓板面積1,470坪) | 伺服器導軌 | 伺服器導軌專廠生產基地 | 10萬組/月 | 31 |
| 蘇州南俊商貿 | 貿易 | 負責大陸地區內銷 | | 20 |
| REPON USA | 貿易 | 負責北美市場銷售 | | 1 |

資料來源：公司資料；凱基

股權結構

截至 2023/2/24 止，公司前十大股東合計持股 65%，董監持股比重 27.8%。南俊目前資本額 5.85 億元，本次上櫃現金增資發行 732 萬股，現增後股本為 6.58 億元，股本增加約 12-13%，扣除保留予員工認購 10% 部分，本次上櫃之公開承銷股數為 658.8 萬股。

圖 12：公司歷史沿革

| 時間 | 事件 |
|------|-------------------------------|
| 1977 | 沖壓技術起家，從事電腦機殼開發製造 |
| 1983 | 生產第一支鋼珠導軌，奠定產品發展基礎 |
| 1984 | 公司設立 |
| 1989 | 自創Repon品牌 |
| 2002 | 伺服器導軌產品量產 |
| 2005 | 冰箱導軌量產 |
| 2010 | 高階工具櫃導軌量產 |
| 2016 | 股票登錄興櫃 中國蘇州貿易中心成立，負責中國市場內銷 |
| 2017 | 雲科廠正式投產 |
| 2019 | 台北廠遷移至桃園廠並正式啓用 |
| 2021 | 雲科三廠正式量產 |

資料來源：公司資料；凱基

圖 13：公司前十大股東 (截至 2023/2/24)

| 主要股東名稱 | 身分 | 持股比例 (%) |
|------------|---------|----------|
| 合盈投資股份有限公司 | 董事 | 15.09 |
| 俊億投資 | 董事 | 12.67 |
| 李金蘭 | 董事長 | 7.17 |
| 合鴻投資 | 大股東 | 6.82 |
| 吳辛埤 | 董事/副總經理 | 5.22 |
| 吳仁山 | 董事/總經理 | 4.30 |
| 吳辛訓 | 大股東 | 4.89 |
| 吳宜倫 | 大股東 | 4.27 |
| 吳怡珊 | 大股東 | 4.33 |
| 李隆昌 | 協理 | 0.38 |

資料來源：公司資料；凱基

主要產品與客戶

南俊於中國及美國設有銷售子公司，以美國、中國、台灣為主要銷售市場，2022 年地區別營收比重為美洲 47%、亞洲 41%、歐洲 7%、其他 5%。公司客戶組成分散，2019-2022 年前五大客戶佔營收比重均不超過 15%，合計佔比約 30-35%。南俊的鋼珠導軌產品應用多元，主要應用包括：

- (1) 伺服器 (2022 年佔營收比重約 24%)：南俊自 2002 年開始出貨品牌業者 Supermicro，2019 年首次打入北美 CSP 業者資料中心供應鏈，於 2H21 開始放量出貨，使營收比重從 2019-20 年之 11-12% 上揚至 2021-22 年之約 24%。雖然因品牌客戶受缺料與供給面影響，2022 年南俊伺服器營收年減 1%。但隨伺服器 CPU 新平台發表與 2H23 大型 CSP 新客戶新案將放量出貨，2023 年伺服器營收比重展望提升至 30% 以上(隱含年增雙位數以上)。此外，伺服器業務為公司毛利率較高者，而新平台推出與產品升級趨勢將進一步推升毛利率。
- (2) 辦公家具 (24%)：客戶包括美國與加拿大客戶，2018-2019 年辦公家具營收比重約 23%，因疫情與封城影響，加上公司發展多元業務，2020-21 年營收比重降至 16-18%。2022 年受惠於北美疫後恢復實體辦公使辦公家具需求回升，南俊 2022 年辦公家具營收大幅年增 46%，使營收比重由 2021 年之 16% 成長至 24%。未來公司將擴增專利性與功能性產品比重，使辦公產品毛利率改善，如美國法案要求辦公家具增加互鎖功能 (interlock)，此將提供南俊於北美市場更多發展機會。
- (3) 櫥櫃 (17%)：過往櫥櫃導軌為公司最大業務(2018 年營收比重 36%)，主要供貨至美國與中國五金銷售商，但公司於 2021 年逐步退出低毛利率之中國低階櫥櫃業務(毛利率僅個位數)，使 2022 年櫥櫃營收比重已降至 17%，但此有利產品組合優化。展望 2023 年，預計 2H23 將開始出貨底裝隱藏式導軌予旗下擁有美國七大品牌的大型櫥櫃客戶，此將推升 2023 年櫥櫃營收與毛利率成長。
- (4) 工具櫃 (14%)：主要客戶包括 Black Decker (美)、Matco Tools(美)等，2018-2019 年工具櫃營收比重約 8-9%，而因中美貿易戰使美國客戶轉單至南俊，2021-22 年工具櫃營收比重上揚至 13-15%。1H23 客戶需求正向，且持續受惠於轉單效應，2023 年工具櫃營收正向看待。
- (5) 家電 (10%)：家電用導軌主要出貨美系與日系知名家電品牌，包括 Whirlpool (美)、Panasonic (日)、Hitachi (日) 等。2018-2021 年家電營收比重 13-14%。2022 年因中國封城使部分零組件缺料，且 4Q22 家電客戶開始去化庫存，2022 年家電營收年減 27%，營收比重降至 10%。1H23 客戶持續去化庫存使需求疲弱，2023 年家電營收較具壓力，但公司致力於提升高階家電營收比重，研發高負重、隱藏式導軌，家電毛利率將較過往成長。
- (6) 醫療及工業 (9%)：產品應用廣泛，包括醫療櫃抽屜、工業機器手臂承載、汽車置物箱承載與貨架等，客戶如 Snap-on (美)、研華 (2395 TT, NT\$406, 持有) 等。2022 年此分類營收年增 13%，主要動能來自疫情解封帶動大型車用鋼珠導軌需求成長。

圖 14：南俊終端應用客戶範圍廣泛



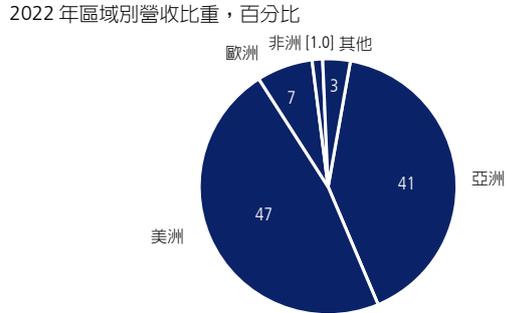
資料來源：公司資料；凱基整理

圖 15：南俊產品應用範圍廣泛



資料來源：南俊

圖 16：美洲與亞洲為南俊主要銷售市場



資料來源：公司資料；凱基

競爭優勢

南俊為鋼珠導軌領導廠商之一，其鋼珠導軌產品之終端應用多元，不集中於單一產業及客戶，有利分散營運風險。鋼珠滑軌的設計穩定性及抽拉滑順度表現優良，可提升終端產品使用上之安全性。各應用別之導軌特性要求不同，如同伺服器導軌講究輕薄及耐重，廚具則講求耐抽，此反映南俊擁有彈性的產品設計能力，得以提供領域廣泛的客製化產品設計服務。

南俊具備產品設計製造整合能力，掌握從產品設計、模具設計到設備開發各個環節，能有效控制製成品品質並滿足客製化需求。此外，公司擁有垂直整合的製程，從鋼捲、分條、沖壓及成型、表面處理、組裝到自動打包及自動倉儲一條龍生產，其中更同時採用輥製成型及沖壓技術，不同製程的生產線使其得以靈活應對客戶設計需求。公司具有發明專利 92 項，新型專利及設計專利則各為 160 項、11 項，目前研發費用約佔整體營收 2%。儘管在成長性較高之伺服器產業布局較同業晚，但憑藉高度客製化的設計製造能力，現已打入四大美系伺服器供應鏈，預期未來可取得更多伺服器客戶之認證，提升在伺服器滑軌之市佔率。

圖 17：南俊製程垂直整合程度高



資料來源：南俊

同業比較

南俊主要同業包括台灣的川湖 (2059 TT, NT\$416, 增加持股)與美國的 Accuride, General Device 等, 川湖一直在伺服器滑軌領域上擁有領先技術與專利優勢, 至 2023 年 3 月擁有 3,049 個累積專利, 其營收規模較大, 2022 年伺服器滑軌營收達台幣 50 億以上之規模, 以其市場份額約 30% 來看, 推估川湖之伺服器滑軌單價相對為高 (美金 40 元/組以上), 顯示其在高階市場的競爭力。目前川湖伺服器客戶群包含 DELL、HP、IBM 等品牌廠, 及中美系 CSP 廠。2021-22 年白牌伺服器客戶營收與品牌客戶約略各半, 品牌伺服器之滑軌單價相對較高些, 加上川湖之伺服器滑軌營收占比達 68%, 所以 2022 年毛利率 57.3% 與營利率 48.1% 皆優於南俊。相較之下, 南俊 2022 年伺服器滑軌業務比重 24%, 推估 2023 年伺服器滑軌營收約台幣 4.8 億, 相較之下營業規模較小, 加上辦公、家電與櫥櫃的比重仍高, 較不利其 2023 年毛利率表現。

然而, 近年來南俊持續擴張伺服器業務, 並在客製化服務優勢下已切入四大美系大型 CSP 業者中之其二, 預期未來隨專案數提高以及與終端客戶進行各世代產品早期開發的機會增加, 加上公司為客戶設計之滾珠式滑軌受青睞, 南俊之毛利率與營利率可望將隨伺服器相關營收比重提高而逐步擴張。

圖 18：同業比較—產能、客戶、區域與專利數

| 公司 | 代號 | 滑軌生產基地 | 產能 | 2022 營收比重 (%) | | 伺服器滑軌主要客戶 | 2022 營收比重地區比重 | 累積專利數 |
|----|---------|-----------------|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------------------|----------------------------|-------|
| | | | | 伺服器 | 家電/廚具/辦公OA/其他 | | | |
| 南俊 | 6584 TT | 台灣桃園、雲林 大陸蘇州 | 桃園: 10萬組/月 雲林: 110萬組/月 | 24 | 76 | Supermicro 美系兩大CSP | 美洲 47%、亞洲41% 歐洲7%、其他5% | 263 |
| 川湖 | 2059 TT | 台灣高雄 | 川益一廠: 月營收台幣 7億 川益二廠: 月營收台幣6-7億 | 68 | 32 | DELL、HP、IBM 等品牌 中美系CSP | 台灣28%、美國28% 中國20%、其他24% | 3,174 |

資料來源：公司資料；凱基

圖 19：同業比較 — 營收與產品組合

| 代號 | 公司 | 營收(百萬元) | | | | 營收YoY (%) | | | 各應用別營收比重 (%) | | | | | | | |
|---------|----|---------|-------|-------|-------|-----------|-------|--------|--------------|-------|------|----|-----|-------|----|-----|
| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2021 | 2022 | 2023F | 伺服器 | 廚具/櫥櫃 | 辦公家具 | 家電 | 工具櫃 | 醫療/工業 | 其他 | 加總 |
| 6584 TT | 南俊 | 1,456 | 2,041 | 1,999 | N.A. | 40.2 | (2.1) | N.A. | 24 | 17 | 24 | 10 | 13 | 9 | 3 | 100 |
| 2059 TT | 川湖 | 4,801 | 6,342 | 7,799 | 6,540 | 32.1 | 23.0 | (16.1) | 68 | 28 | | | | | 4 | 100 |

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 20：同業比較 — 獲利

| 代號 | 公司 | 毛利率(%) | | | | 營利率(%) | | | | 營業利益YoY(%) | | | EPS (NT\$) | | | | EPS YoY(%) | | |
|---------|----|--------|------|------|-------|--------|------|------|-------|------------|-------|--------|------------|-------|-------|-------|------------|------|--------|
| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2021 | 2022 | 2023F | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2021 | 2022 | 2023F |
| 6584 TT | 南俊 | 14.8 | 18.2 | 18.1 | N.A. | 0.2 | 6.5 | 4.2 | N.A. | 72.8 | (2.5) | N.A. | (0.24) | 1.67 | 2.26 | N.A. | N.A. | 35.4 | N.A. |
| 2059 TT | 川湖 | 52.4 | 52.9 | 57.3 | 57.8 | 40.9 | 42.9 | 48.1 | 47.9 | 38.6 | 38.0 | (16.5) | 12.22 | 21.75 | 42.56 | 28.67 | 78.0 | 95.7 | (32.6) |

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 21：同業比較 — 評價

| 公司 | 代碼 | 市值 (美金 百萬元) | 股價 (當地貨幣) | 評等 | 目標 價(元) | 每股盈餘 (當地貨幣) | | | 每股盈餘 年增率(%) | | PE (x) | | PB (x) | | ROE (%) | | 現金殖利率 (%) | |
|----|---------|-------------------|--------------|------|------------|----------------|-------|-------|----------------|--------|-----------|-------|-----------|-------|------------|-------|--------------|-------|
| | | | | | | 2021 | 2022 | 2023F | 2022 | 2023F | 2022 | 2023F | 2022 | 2023F | 2022 | 2023F | 2022 | 2023F |
| 南俊 | 6584 TT | 161 | 70.1 | 未評等 | N.A. | 1.67 | 2.26 | N.A. | 35.4 | N.A. | 31.0 | N.A. | 2.6 | N.A. | 9.1 | N.A. | 1.7 | N.A. |
| 川湖 | 2059 TT | 1,292 | 416.0 | 增加持股 | 498.0 | 21.75 | 42.56 | 28.67 | 95.7 | (32.6) | 9.4 | 14.5 | 2.4 | 2.3 | 28.7 | 16.6 | 4.8 | 3.3 |

資料來源：公司資料；凱基預估

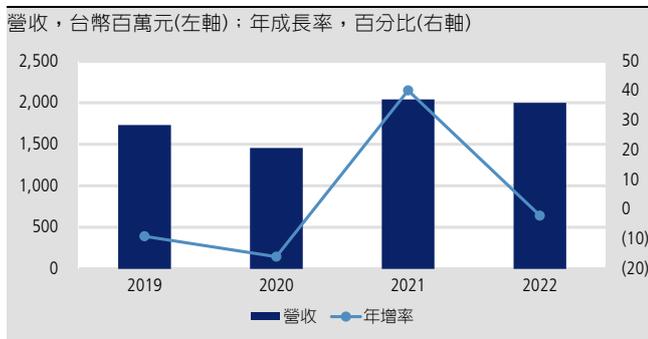
財務概況

南俊 2022 年 EPS 年增 35%至 2.26 元，伺服器營收比重已提高至 24%。隨伺服器營收比重提高使產品組合優化，公司亦減少低毛利率產品之訂單，2023 年毛利率與營業利益率預期維持升勢。

2022 年因業外貢獻使獲利成長

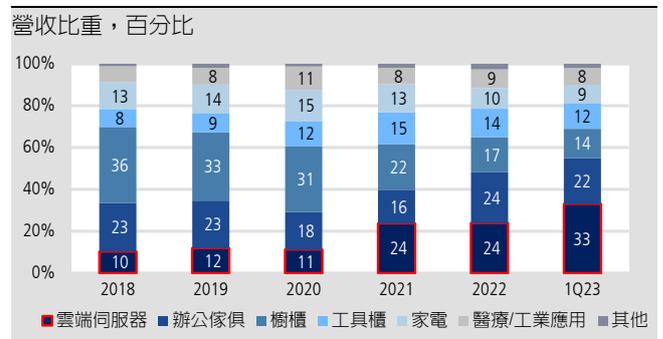
2022 年公司營收年減 2%，儘管疫情後解封帶動辦公家具年增 46%(營收比重 24%)，但隨著 2H22 客戶進行庫存調整，全年櫥櫃營收年減 24%(營收比重 17%)、工具櫃年減 16%(比重 13%)，而缺料使家電營收年減 27%(比重 10%)、伺服器營收則微幅年減 1%(比重 24%)。因產品組合較不利(低毛利率之辦公家具營收比重提高)，2022 年毛利率約年持平於 18.1%，加上 4Q22 考量客戶進入重整，認列應收帳款預期信用減損損失，使營業利益率由 2021 年之 6.5%年減至 4.2%。但受惠於匯兌收入挹注，2022 年 EPS 年增 35%至 2.26 元。公司並公告發放現金股利每股 1.2 元，配發率 53%。

圖 22: 2021 年營收年增 40%，2022 年營收年減 2%



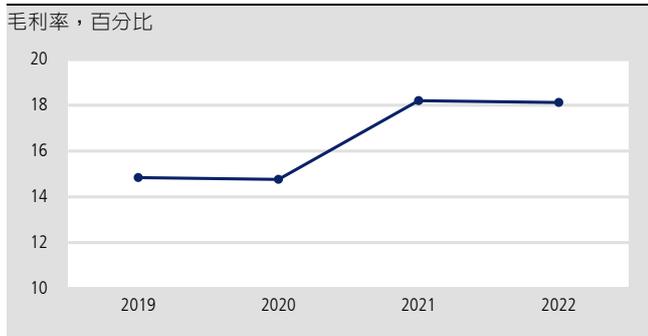
資料來源：公司資料；凱基

圖 23: 2022 年雲端伺服器營收比重達 24%，預期 2023 年將上揚至 30%以上



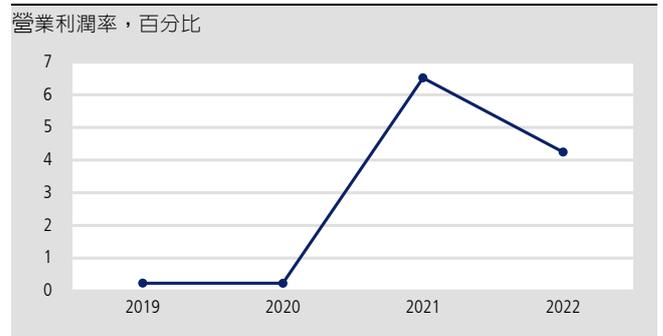
資料來源：公司資料；凱基

圖 24: 毛利率



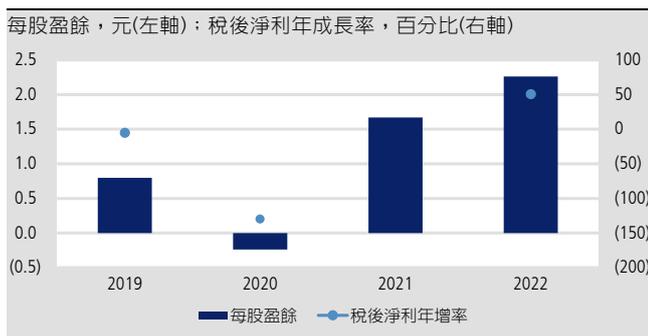
資料來源：公司資料；凱基

圖 25: 營業利潤率



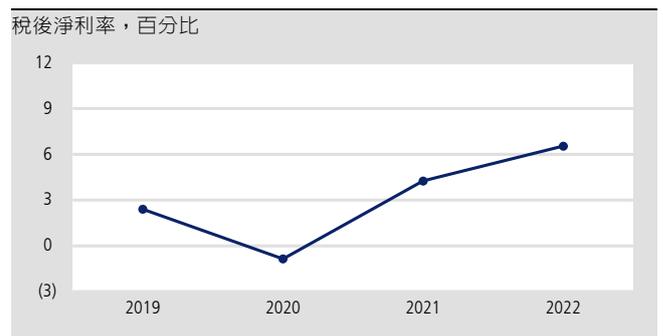
資料來源：公司資料；凱基

圖 26: 每股盈餘與稅後淨利年成長率



資料來源：公司資料；凱基

圖 27: 稅後淨利率



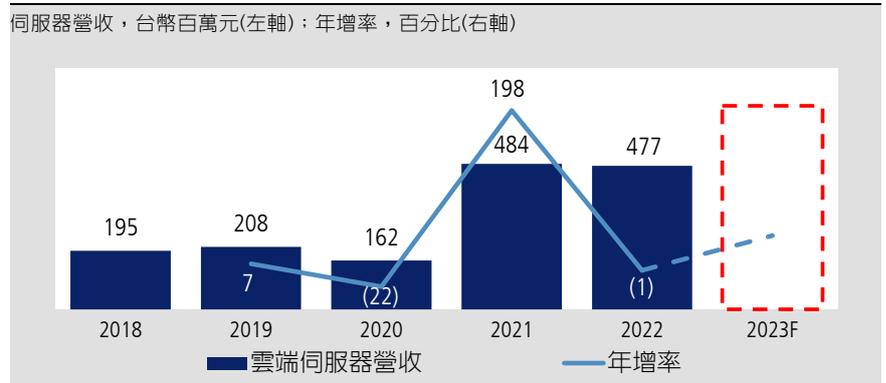
資料來源：公司資料；凱基

伺服器營收於 2022 年持平後，將於 2023-24 年明顯翻揚

南俊 2021 年因美系 CSP 客戶訂單放量出貨使伺服器營收成長三倍，帶動整體營收大幅年增 40%。2022 年營收則年減 2% 至 19.99 億元，其中伺服器營收年減 1% (營收比重 24%)，係因主要品牌客戶 Supermicro 因供給問題使出貨較保守，抵銷其他客戶營收之成長。2022 年主要營收動能來自辦公家具(年增 46%；營收比重 24%)、醫療/工業應用(年增 13%；營收比重 9%)，主因疫情解封後帶動需求回溫。在各應用別中，伺服器、家電、醫療/工業用導軌毛利率較高，櫥櫃、辦公家具、工具櫃毛利率則較低，故公司積極往高附加價值之業務轉型。過去貢獻公司 50-60% 營收的辦公家具與櫥櫃產品，近五年營收比重逐年下滑，2022 年已降至 41%。

而公司策略持續發展伺服器業務，於 2002 年即開始與伺服器廠商 Supermicro 合作，為其唯一之滑軌產品供應商，2019 年前之伺服器營收主要由此品牌客戶貢獻，2018-19 年南俊伺服器營收水準約 1.5-2 億元(營收比重 10-12%)。隨 2019 年開始供應美系大型 CSP 伺服器客戶，於 2H21 開始放量出貨，帶動 2021 年伺服器營收年增三倍至 1.98 億元，伺服器營收比重因而由 2018-19 年之 10-12% (主要出貨品牌客戶)，逐漸提高至 2021-22 年之 24%，營收規模上揚至 2022 年之 4.8 億元，而公司於 2022 年成功進入第二家美系大型 CSP 業者供應鏈，預計 2H23 開始量產出貨，既有 CSP 客戶新平台產品與新 CSP 客戶訂單將挹注其 2023 年伺服器營收成長加速，伺服器營收比重有望進一步提升至 30% 以上，2024 年預計營收比重將進一步上揚。在伺服器營收跳升下，但總經環境可能使辦公家具、家電營收較保守，儘管上半年營收仍處於年減，而因新客戶訂單將於 2H23 量產出貨，此高單價滾珠滑軌產品持續出貨下，預期 2H23-2024 年公司營收成長趨勢將更為顯著。

圖 28：2021 年南俊伺服器因 CSP 客戶新加入使營收成長明顯，預期 2023 年新平台與新客戶將進一步推升營收

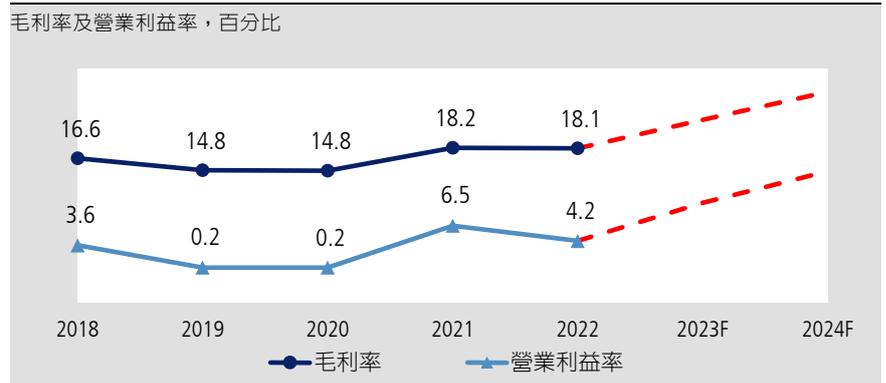


資料來源：公司資料；凱基預估

毛利率於 2023-24 年持續上揚

由於 2H21 開始出貨 CSP 客戶之伺服器導軌，毛利率由 2019-20 年之 14.8% 上揚至 2021 年之 18.2%，而 2022 年毛利率約略年持平於 18.1%，係因 2022 年毛利率較低之辦公家具營收年增 46% (受惠疫後需求復甦)，抵銷伺服器營收擴張對毛利率之挹注。此亦帶動營業利益率由 2019-20 年之 0.2% 大幅提升至 2021 年之 6.5%，儘管 4Q22 因保守原則而提列其一客戶之應收帳款預期信用減損損失，使 2022 年營業利率年減至 4.2%。公司展望來自伺服器新平台與新 CSP 客戶訂單帶動伺服器營收顯著年增，使 2023 年伺服器滑軌營收比重有望提升至 30% 以上，且持續優化其他業務之客戶組合 (降低低毛利率之滑軌出貨)，將有利於 2023-24 年毛利率提升至 20% 以上，營業率亦將年增。儘管 1H23 的毛利率和營業利潤率將因新伺服器平台延遲和新專案推遲恐落後於年度目標，但公司將降低成本和營業費用以維持利潤率。隨著 2H23-2024 的營收將增加，伺服器營收比重增加，毛利率和營業利潤率預期將呈上升趨勢。

圖 29：2023-24 年南俊毛利率持續走升



資料來源：公司資料；凱基預估

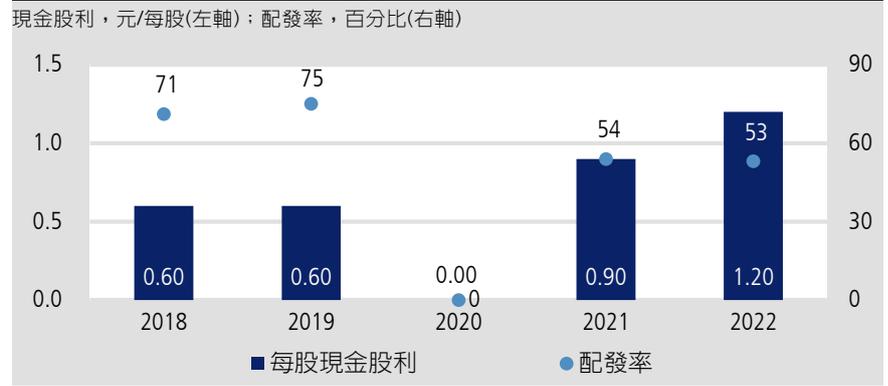
1Q23 營收低迷，但為全年谷底；2023 年目標獲利成長

因櫥櫃與冰箱客戶持續庫存調整，與伺服器新平台產品放量時間遞延，公司公告 1Q23 營收年減 44%、季減 28% 至 2.87 億元，因營收規模下降，毛利率年減至 14.3%，且營業虧損率為 0.96%，1Q23 每股虧損 0.06 元 (相較 1Q22 EPS 為 0.88 元)。公司預期 2Q23 營收獲利將呈現季增，但單月營收預估在平均 1 億上下，因客戶拉貨時程遞延將使其不易超越其損平營收 1.2 億元之水位，較預期有落後現象。預期營收至 2H23 方有機會呈現年增，主因將開始出貨新 CSP 客戶之伺服器鋼珠滑軌，加上亦將出貨北美品牌隱藏式櫥櫃滑軌新訂單，此成長性將抵銷高通膨使其他消費需求疲軟之影響。而伺服器營收比重提高、辦公家具產品客戶組合優化 (減少低毛利率訂單)、增加家電出貨比重等因素將使公司整體毛利率有望由 2022 年之 18.1% 提升至 2023 年 20% 以上，加上費用率預估持穩於 12-13%，2023 年營業率預估將較 2022 年之 4.2% 提升。隨伺服器新平台及新客戶訂單放量出貨，2H23-2024 年獲利成長將更顯著。

資本支出上揚，股利配發政策持穩

2018-19 年股利發放率為 71-75%，因應近年設廠投資金額，2021-22 年股利配發率為 53-54%，公司公告 2022 年獲利將發放現金股利每股 1.2 元，配發率 53%，未來公司股利政策為每年至少配發 50%。

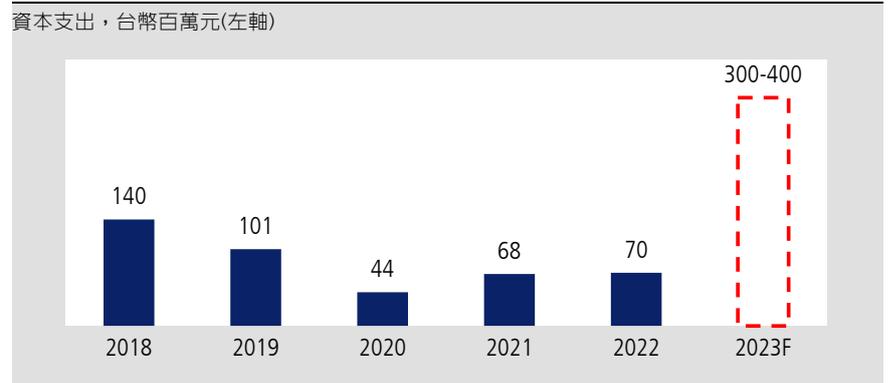
圖 30：2021-22 年南俊股利配發率為 53-54%



資料來源：公司資料；凱基

為配合產能擴充，公司計畫自行建造中壢廠（於 2017 年即購地），計畫逐步將目前租用的桃園廠產能轉移至新廠，預計資本支出將從 2022 年之 1 億元增加 2023 年 3-4 億元，主要用於新廠建置。為配合客戶海外產能需求，公司亦研究於東南亞租賃廠房進行組裝業務，將綜合評估海外產能與中壢廠興建之規劃。

圖 31：因應新廠建置，2023 年資本支出示展望為 3-4 億元



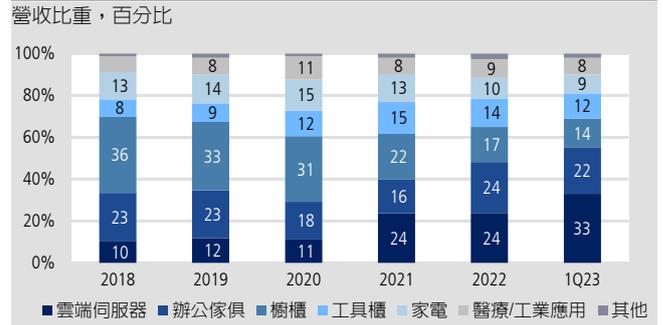
資料來源：公司資料；凱基

圖 32: 公司概况

南俊成立於 1984 年，主要業務為專業鋼珠導軌(slide)之研製製造。公司生產基地位於台灣雲林及桃園，主要銷售地區為北美及亞洲地區。其導軌產品最初應用於辦公家具，2012 年起開始往伺服器市場發展，目前已獲北美大型雲端服務供應商 (CSP) 客戶訂單。2022 年營收比重為：辦公家具 24%、雲端伺服器 24%、櫥櫃 17%、工具櫃 14%、家電 10%、醫療及工業應用 9%。

資料來源：凱基

圖 33: 伺服器營收比重逐年提高，2022 年達 24%



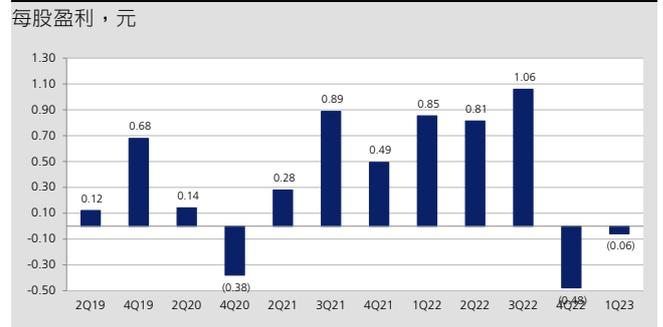
資料來源：公司資料；凱基

圖 34: 季營業收入



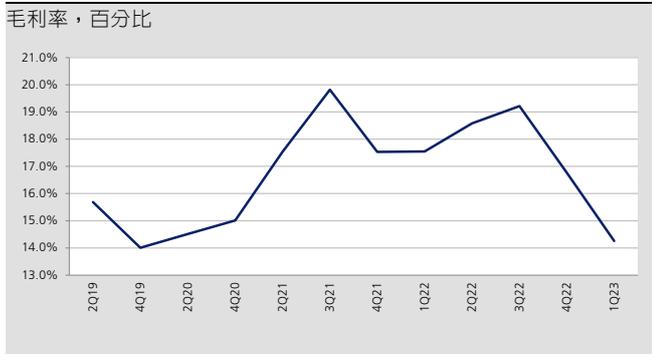
資料來源：凱基

圖 35: 每股盈利



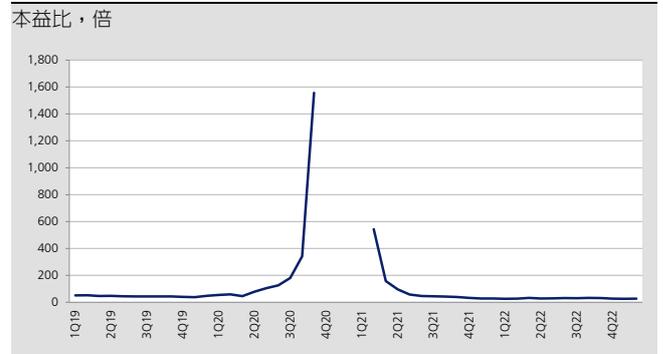
資料來源：凱基

圖 36: 毛利率



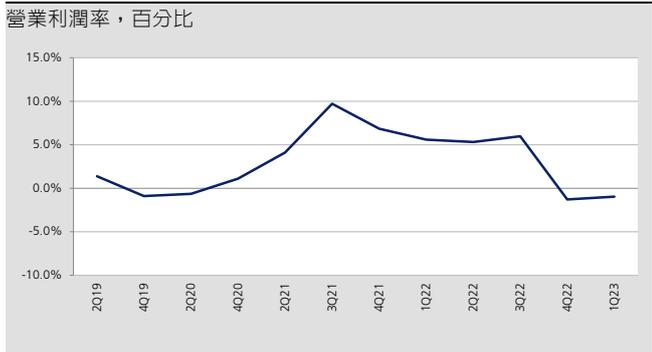
資料來源：凱基

圖 37: 本益比



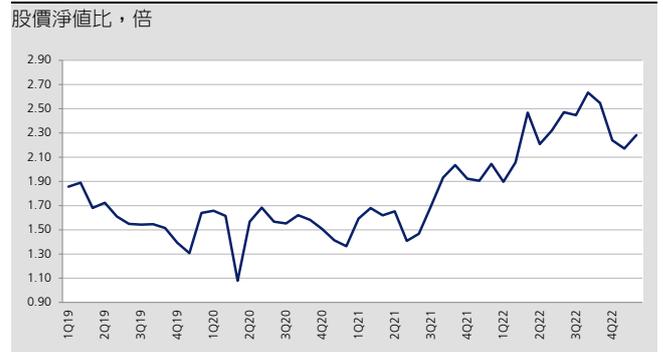
資料來源：凱基

圖 38: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 39: 股價淨值比



資料來源：凱基

損益表

| | 季度 | | | | | | | 年度 | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | Sep-21A | Dec-21A | Mar-22A | Jun-22A | Sep-22A | Dec-22A | Mar-23A | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A |
| 損益表 (NT\$百萬) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 595 | 576 | 515 | 552 | 534 | 397 | 287 | 1,456 | 2,041 | 1,999 |
| 營業成本 | (477) | (475) | (425) | (449) | (431) | (331) | (246) | (1,241) | (1,669) | (1,636) |
| 營業毛利 | 118 | 101 | 90 | 103 | 103 | 67 | 41 | 215 | 371 | 362 |
| 營業費用 | (60) | (62) | (62) | (73) | (71) | (72) | (44) | (212) | (238) | (277) |
| 營業利益 | 58 | 39 | 29 | 29 | 32 | (5) | (3) | 3 | 133 | 85 |
| 折舊 | (35) | (36) | (36) | (32) | (31) | (30) | (28) | (104) | (131) | (129) |
| 攤提 | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (5) | (3) | (4) |
| EBITDA | 93 | 76 | 66 | 63 | 63 | 26 | 27 | 113 | 267 | 218 |
| 利息收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 1 | 0 | 2 |
| 投資利益淨額 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外收入 | 2 | 2 | 3 | 4 | 3 | 2 | 7 | 8 | 10 | 12 |
| 總營業外收入 | 2 | 2 | 3 | 4 | 3 | 3 | 10 | 9 | 10 | 14 |
| 利息費用 | (6) | (6) | (6) | (6) | (6) | (7) | (7) | (23) | (23) | (24) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | (0) | (4) | 35 | 31 | 52 | (20) | (4) | (16) | (16) | 98 |
| 總營業外費用 | (6) | (10) | 29 | 25 | 46 | (27) | (11) | (38) | (39) | 74 |
| 稅前純益 | 54 | 32 | 61 | 59 | 81 | (29) | (4) | (26) | 105 | 172 |
| 所得稅費用[利益] | (7) | (7) | (11) | (12) | (20) | 1 | 1 | 14 | (18) | (42) |
| 少數股東損益 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 非常項目前稅後純益 | 47 | 26 | 50 | 47 | 62 | (28) | (3) | (12) | 87 | 131 |
| 非常項目 | (0) | 0 | 0 | (0) | (0) | (0) | 0 | - | (0) | 0 |
| 稅後淨利 | 47 | 26 | 50 | 47 | 62 | (28) | (3) | (12) | 87 | 131 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 0.89 | 0.49 | 0.85 | 0.81 | 1.06 | (0.48) | (0.06) | (0.24) | 1.67 | 2.26 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 19.8 | 17.5 | 17.5 | 18.6 | 19.2 | 16.8 | 14.3 | 14.8 | 18.2 | 18.1 |
| 營業利益率 | 9.7 | 6.8 | 5.6 | 5.3 | 6.0 | (1.3) | (1.0) | 0.2 | 6.5 | 4.2 |
| EBITDA Margin | 15.7 | 13.2 | 12.8 | 11.4 | 11.9 | 6.4 | 9.2 | 7.7 | 13.1 | 10.9 |
| 稅前純益率 | 9.0 | 5.6 | 11.8 | 10.6 | 15.3 | (7.2) | (1.5) | (1.8) | 5.1 | 8.6 |
| 稅後純益率 | 7.8 | 4.5 | 9.7 | 8.5 | 11.5 | (6.9) | (1.2) | (0.9) | 4.3 | 6.5 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | | (3.2) | (10.5) | 7.1 | (3.3) | (25.6) | (27.9) | | | |
| 營業毛利 | | (14.4) | (10.4) | 13.4 | 0.0 | (35.0) | (38.7) | | | |
| 營業收益增長 | | (31.7) | (27.1) | 1.9 | 8.8 | (116.0) | (46.0) | | | |
| EBITDA | | (18.5) | (13.2) | (5.2) | 1.2 | (59.7) | 3.7 | | | |
| 稅前純益 | | (40.0) | 88.9 | (3.7) | 38.9 | (135.2) | (85.0) | | | |
| 稅後純益 | | (44.9) | 94.4 | (6.2) | 31.7 | (144.8) | (87.5) | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | | | | | (10.3) | (31.0) | (44.4) | (15.9) | 40.2 | (2.1) |
| 營業毛利 | | | | | (13.0) | (34.0) | (54.8) | (16.4) | 72.8 | (2.5) |
| 營業收益 | | | | | (44.8) | (112.9) | (109.6) | (16.8) | 3825.2 | (36.2) |
| EBITDA | | | | | (32.1) | (66.4) | (59.9) | (3.0) | 137.5 | (18.6) |
| 稅前純益 | | | | | 51.7 | (188.9) | (107.1) | (148.4) | | 64.9 |
| 稅後純益 | | | | | 32.2 | (207.6) | (106.9) | (129.8) | | 50.6 |

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

| NT\$百萬 | Dec-18A | Dec-19A | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 資產總額 | 3,548 | 3,308 | 3,245 | 3,759 | 3,513 |
| 流動資產 | 772 | 614 | 618 | 1,164 | 965 |
| 現金及短期投資 | 174 | 135 | 162 | 363 | 384 |
| 存貨 | 145 | 135 | 165 | 330 | 288 |
| 應收帳款及票據 | 361 | 310 | 251 | 430 | 280 |
| 其他流動資產 | 91 | 34 | 39 | 42 | 13 |
| 非流動資產 | 2,776 | 2,693 | 2,627 | 2,595 | 2,548 |
| 長期投資 | - | - | - | - | - |
| 固定資產 | 2,742 | 2,621 | 2,565 | 2,530 | 2,492 |
| 什項資產 | 34 | 72 | 62 | 65 | 56 |
| 負債總額 | 2,345 | 2,093 | 2,071 | 2,451 | 1,942 |
| 流動負債 | 727 | 559 | 530 | 1,052 | 773 |
| 應付帳款及票據 | 331 | 237 | 200 | 305 | 185 |
| 短期借款 | 236 | 178 | 215 | 580 | 419 |
| 什項負債 | 161 | 144 | 115 | 168 | 169 |
| 長期負債 | 1,618 | 1,534 | 1,541 | 1,398 | 1,169 |
| 長期借款 | 1,616 | 1,507 | 1,527 | 1,388 | 1,166 |
| 其他負債及準備 | 2 | (0) | 1 | 1 | 3 |
| 股東權益總額 | 1,204 | 1,215 | 1,174 | 1,309 | 1,571 |
| 普通股 | 520 | 520 | 520 | 570 | 585 |
| 保留盈餘 | 373 | 379 | 335 | 420 | 496 |
| 少數股東權益 | - | - | - | - | - |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-18A | Dec-19A | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A |
|------------------------------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | | (9.0%) | (15.9%) | 40.2% | (2.1%) |
| 營業收益增長 | | (94.0%) | (16.8%) | 3825.2% | (36.2%) |
| EBITDA | | (16.2%) | (3.0%) | 137.5% | (18.6%) |
| 稅後純益 | | (5.2%) | (129.8%) | 50.6% | |
| 每股盈餘成長率 | | (5.2%) | (129.8%) | 35.4% | |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 16.6% | 14.8% | 14.8% | 18.2% | 18.1% |
| 營業利益率 | 3.6% | 0.2% | 0.2% | 6.5% | 4.2% |
| EBITDA Margin | 7.3% | 6.7% | 7.7% | 13.1% | 10.9% |
| 稅後純益率 | 2.3% | 2.4% | (0.9%) | 4.3% | 6.5% |
| 平均資產報酬率 | 1.2% | (0.4%) | 2.5% | 3.6% | |
| 股東權益報酬率 | 3.4% | (1.0%) | 7.0% | 9.1% | |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 153.8% | 138.7% | 148.4% | 150.3% | 100.9% |
| 淨負債比率 | 139.3% | 127.6% | 136.4% | 123.3% | 77.8% |
| 利息保障倍數 (x) | 3.3 | 3.1 | (0.2) | 5.6 | 8.1 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.1 | 0.1 | (0.3) | 0.1 | 0.3 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 5.6 | 4.3 | 1.9 | 1.8 | 15.3 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 0.6 | 0.5 | 0.2 | 0.1 | 0.8 |
| 流動比率 (x) | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.2 |
| 速動比率 (x) | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.9 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | 1,677 | 1,550 | 1,601 | 1,614 | 1,222 |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 0.84 | 0.80 | (0.24) | 1.67 | 2.26 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 3.00 | 2.12 | 0.81 | 0.76 | 6.40 |
| 每股淨值 (NT\$) | 23.15 | 23.36 | 22.57 | 22.95 | 26.86 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 23.15 | 23.36 | 22.57 | 25.17 | 27.18 |
| 每股營收 (NT\$) | 36.58 | 33.29 | 28.00 | 39.24 | 34.57 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 2.66 | 2.23 | 2.16 | 5.14 | 3.77 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 0.60 | 0.60 | - | 0.90 | 1.20 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | | 0.50 | 0.44 | 0.58 | 0.55 |
| 應收帳款周轉天數 | 69.4 | 65.4 | 63.2 | 76.8 | 51.1 |
| 存貨周轉天數 | 33.3 | 33.5 | 48.8 | 72.1 | 64.3 |
| 應付帳款周轉天數 | 76.1 | 58.7 | 59.1 | 66.6 | 41.3 |
| 現金轉換周轉天數 | 26.6 | 40.1 | 52.9 | 82.3 | 74.1 |

資料來源：公司資料，凱基

損益表

| NT\$百萬 | Dec-18A | Dec-19A | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 營業收入 | 1,902 | 1,731 | 1,456 | 2,041 | 1,999 |
| 營業成本 | (1,586) | (1,474) | (1,241) | (1,669) | (1,636) |
| 營業毛利 | 316 | 257 | 215 | 371 | 362 |
| 營業費用 | (248) | (253) | (212) | (238) | (277) |
| 營業利益 | 68 | 4 | 3 | 133 | 85 |
| 總營業外收入 | 19 | 16 | 9 | 10 | 14 |
| 利息收入 | 2 | 2 | 1 | 0 | 2 |
| 投資利益淨額 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外收入 | 17 | 14 | 8 | 10 | 12 |
| 總營業外費用 | (24) | 34 | (38) | (39) | 74 |
| 利息費用 | (28) | (26) | (23) | (23) | (24) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 4 | 59 | (16) | (16) | 98 |
| 稅前純益 | 63 | 54 | (26) | 105 | 172 |
| 所得稅費用 [利益] | (20) | (12) | 14 | (18) | (42) |
| 少數股東損益 | - | - | - | - | - |
| 非常項目 | - | (0) | (0) | (0) | 0 |
| 稅後淨利 | 44 | 42 | (12) | 87 | 131 |
| EBITDA | 138 | 116 | 113 | 267 | 218 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 0.84 | 0.80 | (0.24) | 1.67 | 2.26 |

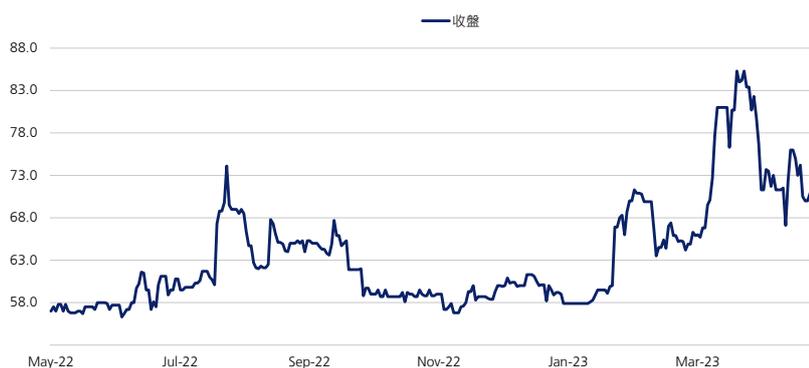
現金流量

| NT\$百萬 | Dec-18A | Dec-19A | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A |
|------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| 營運活動之現金流量 | 156 | 110 | 42 | 40 | 370 |
| 本期純益 | 44 | 42 | (12) | 87 | 131 |
| 折舊及攤提 | 70 | 112 | 109 | 134 | 133 |
| 本期運用資金變動 | 90 | (31) | (8) | (238) | 64 |
| 其他營業資產及負債變動 | (48) | (12) | (47) | 57 | 43 |
| 投資活動之現金流量 | (134) | 74 | (46) | (76) | (74) |
| 投資用短期投資出售 [新購] | - | - | - | - | - |
| 本期長期投資變動 | - | - | - | - | - |
| 資本支出淨額 | (140) | (101) | (44) | (68) | (70) |
| 其他資產變動 | 6 | 175 | (2) | (7) | (4) |
| 自由現金流 | 62 | (23) | 53 | (65) | 188 |
| 融資活動之現金流量 | (53) | (223) | 11 | 248 | (289) |
| 短期借款變動 | (114) | 6 | 21 | 244 | (75) |
| 長期借款變動 | - | (22) | 36 | (118) | (208) |
| 現金增資 | - | - | - | 45 | 171 |
| 已支付普通股股息 | (42) | (31) | (31) | - | (52) |
| 其他融資現金流 | 102 | (176) | (15) | 77 | (124) |
| 匯率影響數 | 0 | (0) | (0) | (0) | 1 |
| 本期產生現金流量 | (31) | (39) | 6 | 212 | 9 |

投資回報率

| | Dec-18A | Dec-19A | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | | | | | |
| - 銷管費用/營業收入 | 13.0% | 14.6% | 14.5% | 11.7% | 13.9% |
| = 營業利益率 | 3.6% | 0.2% | 0.2% | 6.5% | 4.2% |
| 1 / (營業運用資金/營業收入) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 |
| + 淨固定資產/營業收入 | 1.4 | 1.5 | 1.8 | 1.2 | 1.2 |
| + 什項資產/營業收入 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| = 資本周轉率 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.7 |
| 營業利益率 | 3.6% | 0.2% | 0.2% | 6.5% | 4.2% |
| x 資本周轉率 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.7 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 69.0% | 77.1% | 47.5% | 83.0% | 75.8% |
| = 稅後 ROIC | 1.6% | 0.1% | 0.1% | 3.8% | 2.3% |

資料來源：公司資料，凱基

南俊 – 以往評級及目標價


| 日期 | 評級 | 目標價 | 收盤價 |
|------------|----|-----|-----|
| 2023-05-17 | | | |

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

| | | |
|------------|----|---|
| 中國 | 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 |
| 台灣 | 台北 | 104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691 |
| 香港 | | 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 |
| 泰國 | 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 |
| 新加坡 | | 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 |
| 印尼 | | 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。 |
| 受法規限制未評等 (R) | 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。 |

*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。