

南俊國際 (6584 TT) Nan Juen

正式取得 RVL 資格，GB200 導軌將為明年主要成長來源

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$225.0

收盤價 (2024/11/25) : NT\$193.5
隱含漲幅 : 16.3%

營收組成 (3Q24)

雲端伺服器 36%、辦公家具 15%、工具櫃用 17%、櫥櫃 11%、醫療/工業用 13%、家電用 6%、其他 1%。

本次報告更新重點

| 項目 | 本次 | 前次 |
|-------------------|-------|-------|
| 評等 | 買進 | 買進 |
| 目標價 (NT\$) | 225.0 | 220.0 |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 1.9 | 2.0 |
| 2024年EPS | 2.7 | 3.0 |

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值 | NT\$12,770百萬元 |
| 外資持股比率 | 7.9% |
| 董監持股比率 | 24.6% |
| 調整後每股淨值 (2024F) | NT\$28.70 |
| 負債比 | 48.1% |
| ESG評級 (Sustainalytics) | - (曝險程度共5級) |

簡明損益表 (NT\$百萬元)

| 年初至12月 | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|-------------|-------|--------|--------|-------|
| 營業收入 | 1,999 | 1,324 | 1,926 | 2,841 |
| 營業利益 | 85 | 9 | 224 | 709 |
| 稅後純益 | 131 | 8 | 194 | 528 |
| EPS (元) | 2.26 | 0.13 | 2.71 | 7.40 |
| EPS YoY (%) | 31.4 | -94.1 | 2228.9 | 172.2 |
| 本益比 (倍) | 85.6 | 1457.4 | 71.3 | 26.2 |
| 股價淨值比 (倍) | 7.2 | 6.6 | 6.7 | 5.7 |
| ROE (%) | 9.1 | 0.5 | 9.5 | 21.8 |
| 現金殖利率 (%) | 0.6% | 0.5% | 0.7% | 1.9% |
| 現金股利 (元) | 1.07 | 1.00 | 1.36 | 3.70 |

黃勵誠

eziohuang@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

- 公司減少低價導軌接單雖助 3Q24 毛利率優於預期 0.7 個百分點，但營收低於預期 8.1%致 EPS 僅 0.66 元，低於本中心預期 23.7%。
- 隨一般伺服器導軌拉貨力道浮現，預期南俊 4Q24 營收季增 8.6%；毛利率季增 0.7 個百分點；調整後 EPS 0.74 元，季增 21.8%。
- 南俊於十月初正式取得 GB200 導軌 RVL 資格，預期 2025 年 GB200 導軌市占率 25-30%，營收比重約 22%。

南俊減少低價導軌接單，3Q24 EPS 低於本中心預期 23.7%

3Q24 營收 4.9 億元，季減 2.3%，年增 40.7%，因公司減少低價導軌接單低於本中心預期 8.1%；毛利率 27%，季增/年增 2.7/7.6 個百分點，優於預期 0.7 個百分點，毛利率較佳之伺服器、車用重型導軌比重上升，3Q24 伺服器比重達 40%，1H24 為 34%；營業利益 6,000 萬元，低於本中心預期 13.6%，營利率 12.2%，低於本中心預期 0.8 個百分點，因越南新廠開辦費、限制員工權利新股提列改變；匯兌損失等因素致業外虧損 500 萬元；稅後淨利 4,400 萬元，EPS 0.66 元，低於本中心預期 23.7%。

一般伺服器導軌需求浮現，預期 4Q24 調整後 EPS 季增 21.8%

展望 4Q24，本中心認為隨一般伺服器拉貨力道浮現，預期營收將季增 8.6%、年增 33.7%至 5.3 億元；毛利率 27.7%，季增 0.7 個百分點，因毛利率較高之伺服器業務比重持續上升；營業利益 6,900 萬元，季增 15.7%、年增 69.8%；稅後淨利 5,300 萬元，調整後 EPS 0.74 元(南俊於十月底發行可轉債，因此 4Q24 EPS 以稀釋後股本計算)，季增 21.8%、年增 234.8%。

GB200 AI 伺服器導軌為南俊 2025 年主要營運成長來源

南俊於十月初正式取得 NVIDIA GB200 導軌 RVL 資格，2025 年 GB200 伺服器導軌主要由川湖、南俊兩間廠商供應更為明確。近期美系伺服器大廠因財報問題而有 GB200 潛在掉單風險，且南俊與此大廠合作密切，考量到此一因素，目前本中心認為 2025 年川湖 GB200 導軌將有 70-75%之市佔率(原先預期為 70%)，而南俊則為 25-30%(原先預期為 30%)。預期南俊 2025 年 GB200 導軌營收占比為 22%。本中心維持南俊買進評等，目標價 225 元以本益比 30 倍及預估 2025 年 EPS 而得。2025 年主流 NVIDIA AI 導軌商機從無到有助益營運成長，且伺服器業務比重預期達 58%，此外正式獲得 RVL 資格長期將有利公司服務更多客戶。

營運分析

減少低價導軌接單，3Q24 EPS 低於本中心預期 23.7%

南俊 3Q24 營收 4.89 億，季減 2.3%，年增 40.7%，低於本中心預期 8.1%，因公司減少低價導軌接單等因素；毛利率 27%，季增/年增 2.7/7.6 個百分點，優於本中心預期 0.7 個百分點，推測因毛利率較佳之伺服器、車用重型導軌等產品比重上升，其中 3Q24 伺服器業務比重達 40%，1H24 則為 34%；營業利益 6,000 萬元，低於本中心預期 14%，營利率 12.2%，低於本中心預期 0.8 個百分點，因越南新廠開辦費、限制員工權利新股提列改變；匯兌損失等因素致業外虧損 500 萬元；稅後淨利 4,400 萬元，EPS 0.66 元，低於本中心預期 23.7%。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

| (百萬元) | 3Q23A | 2Q24A | 3Q24A | 季增率 | 年增率 | 3Q24F | 預估差異 |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|
| | | | | | | 元大預估 | 元大 |
| 營業收入 | 347 | 500 | 489 | -2.3% | 40.7% | 532 | -8.1% |
| 營業毛利 | 68 | 121 | 132 | 8.8% | 95.5% | 140 | -5.6% |
| 營業利益 | 12 | 51 | 60 | 16.4% | 380.3% | 69 | -13.6% |
| 稅前利益 | 25 | 62 | 55 | -11.5% | 117.7% | 72 | -24.0% |
| 稅後淨利 | 18 | 50 | 44 | -13.4% | 142.1% | 57 | -23.7% |
| 調整後 EPS (元) | 0.27 | 0.77 | 0.66 | -13.4% | 142.1% | 0.86 | -23.7% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | 百分點 |
| 營業毛利率 | 19.5% | 24.3% | 27.0% | 2.7 | 7.6 | 26.3% | 0.7 |
| 營業利益率 | 3.6% | 10.2% | 12.2% | 2.0 | 8.6 | 13.0% | -0.8 |
| 稅後純益率 | 5.2% | 10.0% | 8.9% | -1.1 | 3.7 | 10.7% | -1.8 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

一般伺服器導軌需求佳，預期 4Q24 EPS 季增 21.8%

展望 4Q24，本中心認為隨一般伺服器拉貨力道浮現，預期南俊 4Q24 營收 5.3 億元，季增 8.6%、年增 33.7%，下修 1.1%；毛利率 27.8%，季增 0.7 個百分點，因毛利率較高之伺服器業務比重持續上升；營業利益 6,900 萬元，季增 15.7%、年增 69.8%，下修 2.7%；稅後淨利 5,300 萬元，調整後 EPS 0.74 元(南俊於十月底發行可轉債，因此 4Q24 EPS 以稀釋後股本計算)，季增 21.8%、年增 234.8%，下修 9.3%。

圖 2：2024 年第 4 季財報回顧

| (百萬元) | 4Q23A | 3Q24A | 4Q24F | 季增率 | 年增率 | 4Q24F | 預估差異 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | | | 元大預估 | 元大 |
| 營業收入 | 397 | 489 | 531 | 8.6% | 33.7% | 537 | -1.1% |
| 營業毛利 | 99 | 132 | 147 | 11.2% | 48.1% | 149 | -1.3% |
| 營業利益 | 41 | 60 | 69 | 15.7% | 69.8% | 71 | -2.7% |
| 稅前利益 | 19 | 55 | 67 | 22.4% | 257.3% | 74 | -9.3% |
| 稅後淨利 | 16 | 44 | 53 | 21.8% | 234.8% | 58 | -9.3% |
| 調整後 EPS (元) | 0.25 | 0.61 | 0.74 | 21.8% | 234.8% | 0.82 | -9.3% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | 百分點 | |
| 營業毛利率 | 25.0% | 27.0% | 27.7% | 0.7 | 2.7 | 27.8% | -0.1 |
| 營業利益率 | 10.2% | 12.2% | 13.0% | 0.8 | 2.8 | 13.3% | -0.2 |
| 稅後純益率 | 4.0% | 8.9% | 10.0% | 1.1 | 6.0 | 10.9% | -0.9 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

GB200 AI 伺服器導軌為南俊 2025 年主要營運成長來源

經供應鏈調查，南俊已於十月初正式取得 NVIDIA GB200 導軌 RVL 資格，本中心認為 2025 年 GB200 伺服器導軌主要由川湖、南俊兩間廠商供應之情形更為明確。此前本中心認為因川湖獨供 NVIDIA H100、H200 4U、7U 導軌，因此 GB200 世代川湖仍擁有最高導軌市占率，預期約 70%，而南俊則約 30%。然而近期美系伺服器大廠因財報問題而有 GB200 潛在掉單風險，且南俊與此大廠合作密切，考量到此一因素，目前本中心認為 2025 年川湖 GB200 導軌將有 70-75% 之市佔率，而南俊將有 25-30% 之市佔率，預期南俊 2025 年 GB200 導軌營收占比為 22%，主要出貨對象為美系 M 客戶以及 A 客戶。

除 GB200 導軌外，預估用於 AI 伺服器之 4U、7U 導軌產品，2025 年營收占比將為 4%、3%。南俊 4U 導軌已於今年第三季底、第四季初小量出貨，而 7U 導軌預期將於今年底明年初進入量產階段。4U 導軌除 NVIDIA 高 U 數 AI 伺服器外，預期亦將用於 CSP 客戶之 ASIC AI 專案，而 7U 導軌主要用於 NVIDIA B200 等高 U 數 AI 伺服器，因此 4U 導軌價格雖較低，但出貨量將明顯高於 7U 導軌。

經產業訪談，美系 M 客戶上一世代、進入產品週期尾聲之一般伺服器導軌，明年拉貨需求遠優於原先預期，且當前世代之一般伺服器導軌明年需求亦優於原先預期，因此本中心上修 M 客戶出貨量預估，預期 M 客戶 2025 年一般伺服器導軌營收占比 12%。此外本中心亦上修美系 A 客戶一款伺服器導軌出貨量，因此款導軌之一般伺服器、ASIC AI 專案用途潛在需求量高於本中心原先預期，預期 A 客戶此款導軌 2025 年營收占比 9%。

非伺服器如辦公、工具櫃等業務，考量歐美地區總體經濟壓力以及近年遠距辦公需求興起，本中心預期明年南俊非伺服器導軌持平於今年表現。

整體而言本中心預期 GB200、CSP ASIC AI 專案、4U、7U 等 AI 伺服器導軌為南俊 2025 年主要營運成長來源，伺服器導軌 2025 年營收占比將達 58%，年增 124%，2024 年前三季占比則為 36%。

產業概況

2025 年美系 CSP 資本支出在高基期下，年增幅將放緩至 22%

在 ChatGPT 等 AI 應用陸續推出於市場，各大業者紛紛開始研發自有超級大模型，帶動 2024 年 AI 伺服器需求大幅成長，預估 2024 年美國四大 CSP 業者資本支出將年增 50% 至 2,217 億美元。四大 CSP 業者積極採購 AI 伺服器，2024 年採購量大約達到 10 萬台 H100/H200 伺服器，為了能夠在資料中心放置更多的伺服器，CSP 業者增加許多供電系統、升級基礎設備，並且持續加蓋新資料中心以放置更多 AI 伺服器，強化自家大模型，未來即可推出相關的 AI 服務或軟體。

展望 2025 年，根據四大 CSP 業者的法說會指引，明年的資本支出將較今年成長，雖然各業者明年 GB200 採購需求暢旺，總金額可望超過 40 億美元，將帶動資本支出成長，不過在高基期下年增幅將會放緩，預估四大 CSP 明年資本支出為 2,700 億美元，年增 22%。

圖 3：CSP 資本支出預估

| CAPEX(US\$mn) | CY 2020 | CY 2021 | CY 2022 | CY 2023 | CY 2024 | CY 2025 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Google | 22,281 | 24,640 | 31,485 | 32,251 | 51,484 | 58,083 |
| Microsoft | 17,592 | 23,216 | 24,768 | 35,202 | 55,360 | 65,963 |
| Amazon | 40,141 | 61,053 | 63,645 | 52,729 | 76,819 | 91,861 |
| Meta | 15,115 | 18,628 | 31,431 | 27,266 | 38,047 | 54,124 |
| Total | 95,129 | 127,537 | 151,329 | 147,448 | 221,710 | 270,031 |
| YoY Growth (%) | CY 2020 | CY 2021 | CY 2022 | CY 2023 | CY 2024 | CY 2025 |
| Google | -5.4% | 10.6% | 27.8% | 2.4% | 59.6% | 12.8% |
| Microsoft | 29.9% | 32.0% | 6.7% | 42.1% | 57.3% | 19.2% |
| Amazon | 138.1% | 52.1% | 4.2% | -17.2% | 45.7% | 19.6% |
| Meta | 0.1% | 23.2% | 68.7% | -13.3% | 39.5% | 42.3% |
| Total | 37.8% | 34.1% | 18.7% | -2.6% | 50.4% | 21.8% |

資料來源：元大投顧整理

GB200 預計 2025 年 1-2 月將開始小量出貨，部分零件問題仍待處理

B200 晶片在過去幾個月面臨良率挑戰，主因封裝過程中零組件熱膨脹係數不匹配，導致晶片翹曲引發功能性故障。此外，為提升散熱效率，Blackwell 系列將 Hopper 系列的不鏽鋼環狀 Stiffener 改為石墨烯均熱片，但這在封裝時可能導致散熱膏貼合不良，為解決此問題，均熱片表面設計改為沙漏形，有效降低封裝貼合的不良率。

儘管先前出現的各種問題已經解決，但目前仍有幾個問題存在，先前 Nvidia 將 Switch Tray HDI 主板改成 PCB 多層板板材，並將 Overpass 數量減少重新設計排列，該設計花較多時間重新認證，目前材料廠如 CCL 供應商預計 12 月開始才會陸續量產 Switch Tray 用的 CCL，因此現階段組裝廠僅取得少量 Switch Tray，造成出貨時程大幅遞延。

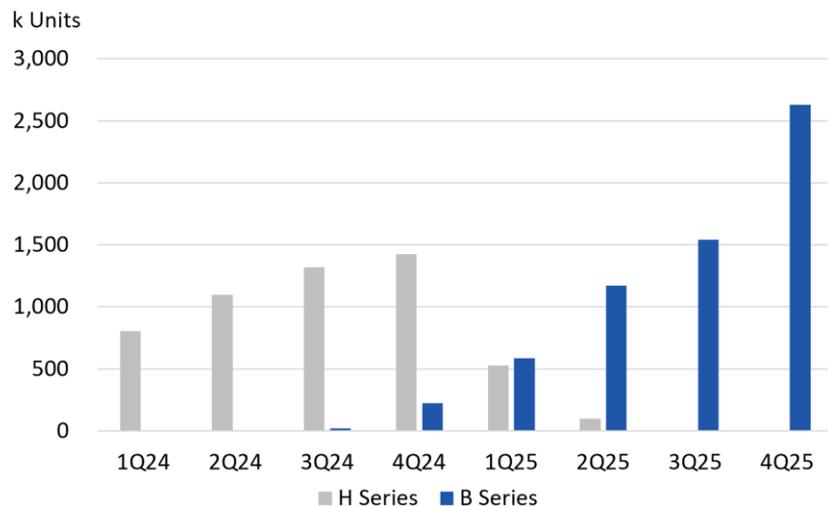
另外，安菲諾獨家供應的連接器(Cable Cartridge)，是 Nvidia 設計的一種高性能數據傳輸連接器，主要用於 GPU/GPU 或 GPU/CPU 之間高速數據通信。透過 NVLink，Cartridge 能提供比 PCIe 更高的傳輸速度及更低的延遲性，並且可以讓多個 GPU 協助進行運算，共享內存和資源，大幅度提升運算效率，適合運用於 AI 訓練、大數據分析、高性能計算(HPC)等。

根據調查，安菲諾生產的 Cable Cartridge 有效能問題，導致 GPU 無法以 100% 的效能進行平行運算，組裝廠僅拿到少量的 Cartridge 造成 GB200 無法大量生產。先前 Switch Tray 設計變更造成出貨時程往後遞延，目前安菲諾的 Cable Cartridge 效能已經調整完畢，預計 12 月-2025 年 2 月可以逐步放量生產。本中心認為，由於 CSP 業者傾向採用 GB200/B200 伺服器產品，因此將陸續下修 Hopper 伺服器訂單量，預估 1Q25 將會出現較明顯的新舊產品轉換期。

B300 系列晶片下半年開始量產

Nvidia 除了目前推出的 GB200/B200 伺服器，預計於 3Q25 陸續推出 GB300/B300 伺服器，主要升級為網路效能提升，記憶體部分提高至 288 GB，且單晶片功耗從 1,200W 提升至 1,400W。另外，目前的 B200 晶片是直接焊接在 PCB 主板上，之後會將每一個 B300 晶片單獨放在一個連接器主板上(Socket or Board to Board Connector)，改以單賣 SXM 模組給客戶，Nvidia 仍會提供伺服器公版設計，終端客戶可以自行選擇 CPU 及相關零組件供應商，且可自行更改伺服器設計，主要是避免反壟斷問題。

圖 4：AI 晶片出貨量預估，B200/B300 分別在上下半年量產



資料來源：元大投顧預估

獲利調整與股票評價

維持南俊買進評等，目標價 225 元

本中心下修 2024 年營收 3% 至 19.3 億元，因 3Q24 公司減少低價導軌接單致季營收不如本中心預期；毛利率上修 0.1 個百分點，因 3Q24 毛利率較高之伺服器導軌營收比重升至 40%；稅後淨利下修 9% 至 1.9 億元，調整後 EPS 2.71 元，因公司 3Q24 營收、獲利低於本中心預期。

展望 2025 年，本中心下修南俊營收 2% 至 28.4 億元，主因考量美系伺服器大廠潛在 GB200 掉單風險，因此將公司 2025 年 GB200 導軌市占率從原先 30% 之預估下調至 25-30%，毛利率微幅下調 0.2 個百分點至 35.3%，年增 9.2 個百分點，因毛利率較佳之伺服器業務比重有望達 58%，2024 年前三季佔比為 36%；調整後 EPS 下調 3% 至 7.4 元。

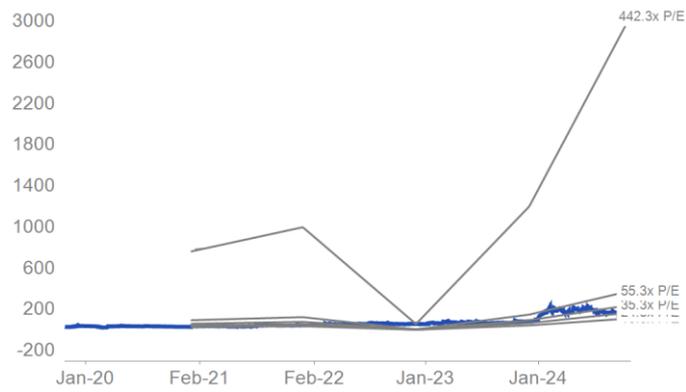
本中心維持南俊買進評等，考量南俊 2025 年成功打入 NVIDIA AI 伺服器導軌供應鏈並將獲得 GB200 導軌 25-30% 之市佔率，將對南俊明年營運表現有明顯助益；且明年公司一般伺服器導軌潛在出貨量優於本中心原先預估，因此預期明年公司整體營收、獲利表現將可明顯優於今年，目標價 225 元係以 30 倍本益比及 2025 年調整後 EPS 7.40 元而得。前次以 26 倍本益比及 2025 年預估 EPS 評價，調升本益比至 30 倍主因：1) 2025 年南俊打入 GB200 導軌供應鏈，主流 NVIDIA AI 伺服器商機從無到有；2) 整體伺服器業務比重有望達 58% (今年前三季為 36%)；3) 正式獲得 RVL 資格長期將有利南俊服務更多客戶。

圖 5：2024 和 2025 年財務預估調整

| (百萬元) | 2024 估 | | 2025 估 | | 預估差異 | |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|------------|------------|
| | 調整後 | 調整前 | 調整後 | 調整前 | 2024 | 2025 |
| 營業收入 | 1,926 | 1,975 | 2,841 | 2,887 | -2.5% | -1.6% |
| 營業毛利 | 503 | 512 | 1,002 | 1,023 | -1.9% | -2.1% |
| 營業利益 | 224 | 235 | 709 | 718 | -4.8% | -1.3% |
| 稅前利益 | 244 | 268 | 704 | 730 | -9.1% | -3.6% |
| 稅後淨利 | 194 | 212 | 528 | 544 | -8.8% | -2.9% |
| 調整後 EPS (元) | 2.71 | 2.98 | 7.40 | 7.62 | -8.8% | -2.9% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 26.1% | 25.9% | 35.3% | 35.4% | 0.1 | -0.2 |
| 營業利益率 | 11.6% | 11.9% | 25.0% | 24.9% | -0.3 | 0.1 |
| 稅後純益率 | 10.1% | 10.8% | 18.6% | 18.8% | -0.7 | -0.2 |

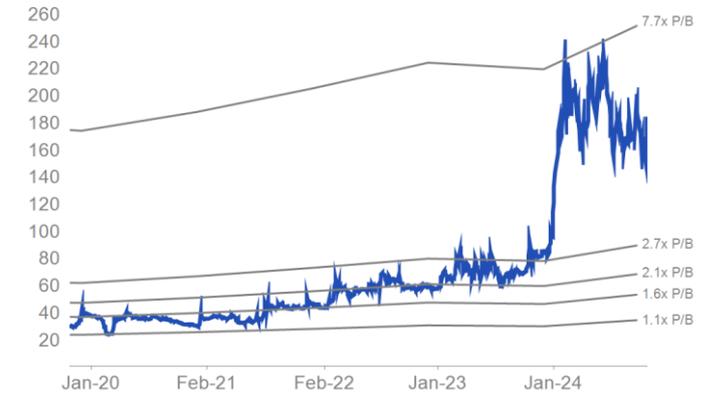
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 7：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 8：同業評價比較表

| 公司 | 代碼 | 評等 | 股價 | 市值 (百萬美元) | 調整後每股盈餘 | | | 本益比(倍) | | | 調整後每股盈餘成長率 (%) | | |
|--------|-----------|---------|--------|--------------|---------|-------|-------|--------|------|------|-------------------|--------|-------|
| | | | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| 南俊國際 | 6584 TT | 買進 | 193.5 | 399 | 0.13 | 2.71 | 7.40 | 1457.4 | 71.3 | 26.2 | (94.1) | 2228.9 | 172.2 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 立訊 | 002475 CH | 未評等 | 36.7 | 37,595 | 1.6 | 1.9 | 2.4 | 23.7 | 19.5 | 15.2 | 12.2 | 22.0 | 28.0 |
| Flex | FLEX US | 未評等 | 41.3 | 16,015 | 2.3 | 2.5 | 2.5 | 17.9 | 16.4 | 16.9 | 22.7 | 8.7 | (2.5) |
| 國外同業平均 | | | | | 1.9 | 2.2 | 2.4 | 20.8 | 17.9 | 16.0 | 17.5 | 15.4 | 12.8 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 廣達 | 2382 | 買進 | 299.5 | 35,253 | 10.3 | 14.7 | 19.8 | 29.1 | 20.4 | 15.1 | 37.0 | 42.4 | 35.0 |
| 英業達 | 2356 | 持有-超越同業 | 50.6 | 5,589 | 1.7 | 2.0 | 2.8 | 29.6 | 25.1 | 18.1 | 0 | 18.2 | 38.6 |
| 緯穎 | 6669 | 買進 | 2205.0 | 12,164 | 68.9 | 126.5 | 122.0 | 32.0 | 17.4 | 18.1 | (14.3) | 83.6 | (3.6) |
| 緯創 | 3231 | 未評等 | 123.5 | 10,548 | 4.2 | 6.3 | 8.6 | 29.4 | 19.7 | 14.3 | 24.9 | 49.1 | 37.7 |
| 勤誠 | 8210 | 買進 | 303.5 | 1,108 | 9.0 | 15.8 | 18.0 | 33.6 | 19.3 | 16.9 | 8.5 | 74.6 | 13.9 |
| 川湖 | 2059 | 買進 | 1460.0 | 4,188 | 28.4 | 58.0 | 59.8 | 51.5 | 25.2 | 24.4 | (33.4) | 104.4 | 3.2 |
| 國內同業平均 | | | | | 20.4 | 37.2 | 38.5 | 34.2 | 21.2 | 17.8 | 3.8 | 62.0 | 20.8 |

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 9：同業評價比較表 (續)

| 公司 | 代碼 | 評等 | 股價 | 市值 (百萬美元) | 股東權益報酬率(%) | | | 每股淨值 | | | 股價淨值比(倍) | | |
|--------|-----------|---------|--------|--------------|------------|------|------|-------|-------|-------|----------|------|------|
| | | | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| 南俊國際 | 6584 TT | 買進 | 193.5 | 399 | 0.5 | 9.5 | 21.8 | 29.35 | 28.70 | 33.89 | 6.6 | 6.7 | 5.7 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 立訊 | 002475 CH | 未評等 | 36.7 | 37,595 | 19.5 | 19.6 | 20.6 | 8.1 | 10.5 | 12.1 | 4.6 | 3.5 | 3.0 |
| Flex | FLEX US | 未評等 | 41.3 | 16,015 | 23.7 | 15.4 | 16.2 | 9.3 | 12.0 | 13.1 | 4.4 | 3.4 | 3.2 |
| 國外同業平均 | | | | | 21.6 | 17.5 | 18.4 | 8.7 | 11.3 | 12.6 | 4.5 | 3.5 | 3.1 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 廣達 | 2382 | 買進 | 299.5 | 35,253 | 21.9 | 25.8 | 30.7 | 48.2 | 57.0 | 64.4 | 6.2 | 5.3 | 4.7 |
| 英業達 | 2356 | 持有-超越同業 | 50.6 | 5,589 | 10.1 | 10.4 | 13.8 | 17.0 | 19.5 | 20.3 | 3.0 | 2.6 | 2.5 |
| 緯穎 | 6669 | 買進 | 2205.0 | 12,164 | 29.7 | 42.8 | 35.7 | 241.6 | 295.3 | 342.3 | 9.1 | 7.5 | 6.4 |
| 緯創 | 3231 | 未評等 | 123.5 | 10,548 | 11.5 | 15.6 | 19.0 | 36.9 | 42.3 | 47.6 | 3.4 | 2.9 | 2.6 |
| 勤誠 | 8210 | 買進 | 303.5 | 1,108 | 21.1 | 26.8 | 26.0 | 45.8 | 58.8 | 68.9 | 6.6 | 5.2 | 4.4 |
| 川湖 | 2059 | 買進 | 1460.0 | 4,188 | 29.4 | 58.3 | 67.0 | 49.7 | 25.1 | 21.8 | 29.4 | 58.3 | 67.0 |
| 國內同業平均 | | | | | 20.6 | 29.9 | 32.0 | 73.2 | 83.0 | 94.2 | 9.6 | 13.6 | 14.6 |

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

| (NT\$百萬元) | 1Q2024A | 2Q2024A | 3Q2024A | 4Q2024F | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024F | FY2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 | 406 | 500 | 489 | 531 | 593 | 706 | 738 | 803 | 1,926 | 2,841 |
| 銷貨成本 | (304) | (379) | (357) | (384) | (404) | (472) | (471) | (492) | (1,424) | (1,839) |
| 營業毛利 | 102 | 121 | 132 | 147 | 190 | 234 | 268 | 311 | 503 | 1,002 |
| 營業費用 | (58) | (70) | (73) | (78) | (62) | (74) | (76) | (81) | (278) | (293) |
| 營業利益 | 44 | 51 | 60 | 69 | 128 | 160 | 192 | 230 | 224 | 709 |
| 業外利益 | 16 | 11 | (5) | (2) | (2) | (2) | (1) | (1) | 20 | (5) |
| 稅前純益 | 60 | 62 | 55 | 67 | 126 | 158 | 191 | 229 | 244 | 704 |
| 所得稅費用 | (13) | (12) | (11) | (14) | (29) | (43) | (47) | (57) | (50) | (175) |
| 少數股東權益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 歸屬母公司稅後純益 | 47 | 50 | 44 | 53 | 97 | 116 | 144 | 172 | 194 | 528 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 0.66 | 0.71 | 0.61 | 0.74 | 1.36 | 1.62 | 2.01 | 2.41 | 2.71 | 7.40 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 71 | 71 | 71 | 71 | 71 | 71 | 71 | 71 | 71 | 71 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 25.1% | 24.3% | 27.0% | 27.7% | 32.0% | 33.1% | 36.2% | 38.8% | 26.1% | 35.3% |
| 營業利益率 | 10.9% | 10.2% | 12.2% | 13.0% | 21.5% | 22.6% | 25.9% | 28.7% | 11.6% | 25.0% |
| 稅前純益率 | 14.7% | 12.4% | 11.2% | 12.7% | 21.2% | 22.4% | 25.8% | 28.6% | 12.7% | 24.8% |
| 稅後純益率 | 11.6% | 10.1% | 8.9% | 10.0% | 16.4% | 16.4% | 19.5% | 21.4% | 10.1% | 18.6% |
| 有效所得稅率 | 21.2% | 18.7% | 20.5% | 20.9% | 23.0% | 27.2% | 24.6% | 24.9% | 20.5% | 24.9% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 2.2% | 23.3% | -2.3% | 8.6% | 11.7% | 19.1% | 4.5% | 8.8% | | |
| 營業利益 | 8.4% | 16.4% | 16.4% | 15.7% | 85.5% | 25.0% | 20.0% | 19.8% | | |
| 稅後純益 | 197.4% | 6.7% | -13.4% | 21.8% | 83.0% | 19.6% | 24.1% | 19.4% | | |
| 調整後每股盈餘 | 197.4% | 6.7% | -13.4% | 21.8% | 83.0% | 19.6% | 24.1% | 19.4% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 41.5% | 70.5% | 40.7% | 33.7% | 46.2% | 41.1% | 51.0% | 51.2% | 45.4% | 47.5% |
| 營業利益 | -- | -- | 380.3% | 69.8% | 190.7% | 212.3% | 222.0% | 233.3% | 2260.4% | 216.5% |
| 稅後純益 | -- | -- | 142.1% | 234.8% | 106.0% | 130.8% | 231.0% | 224.5% | 2228.9% | 172.2% |
| 調整後每股盈餘 | -- | -- | 142.1% | 234.8% | 106.0% | 130.8% | 231.0% | 224.5% | 2228.9% | 172.2% |

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

導軌產品應用領域多元，與美超微有超過 20 年之合作關係

南俊成立於 1984 年，早期以生產電腦機殼相關產品起家，目前則專注生產於導軌產品。南俊生產之導軌應用領域相當多元，包含伺服器、辦公傢俱、工具櫃等應用。2020 年南俊伺服器業務之比重僅約為 11%，然而近數年因 CSP 大廠對於白牌伺服器之需求明顯增加，南俊伺服器導軌業務自 2021 年起明顯成長，2021 年伺服器業務比重達 24%，成為營業比重最高之業務，且 2023 年全年達到 27%，3Q24 則為 36%。

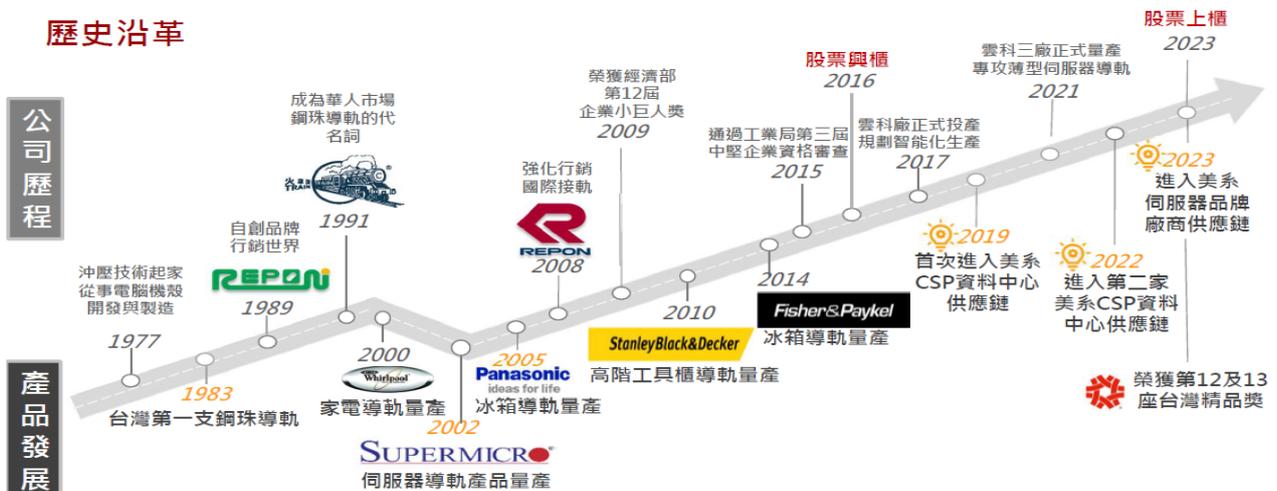
南俊與知名 ODM 廠美超微(SuperMicro)有著超過 20 年之合作關係，目前供應一般伺服器、AI 伺服器(L40、L40S)所需之導軌(本中心推測 1H24 美超微業務佔南俊營收比重約為 11%)。除美超微外，南俊目前亦已打入美系大型 CSP 之供應鏈，凸顯南俊為 AI 發展浪潮下伺服器供應鏈中之受惠企業。

圖 11：南俊導軌應用



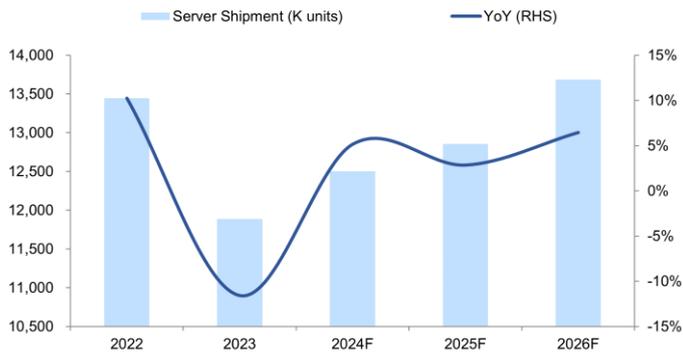
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 12：南俊發展歷程



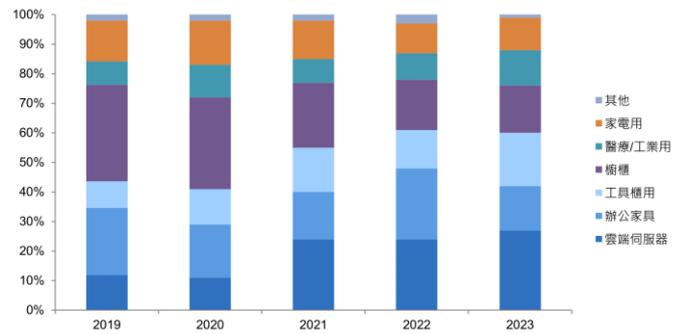
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 13：全球伺服器出貨量預估



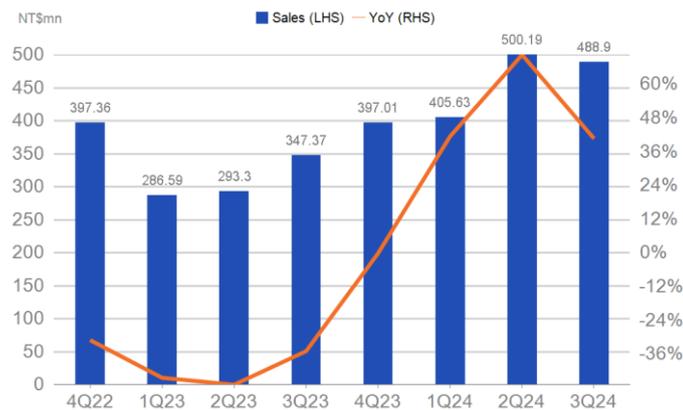
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收比重



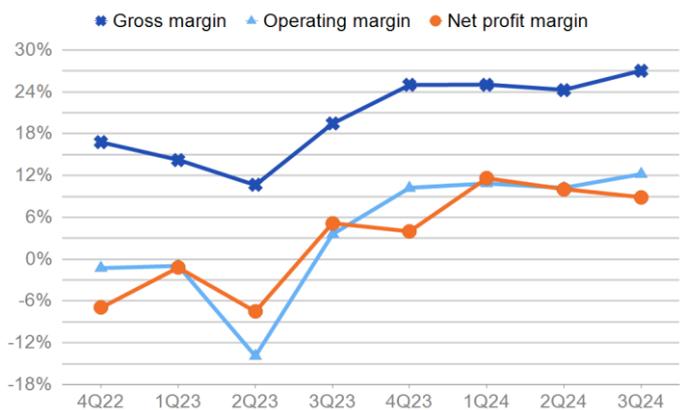
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：營收趨勢



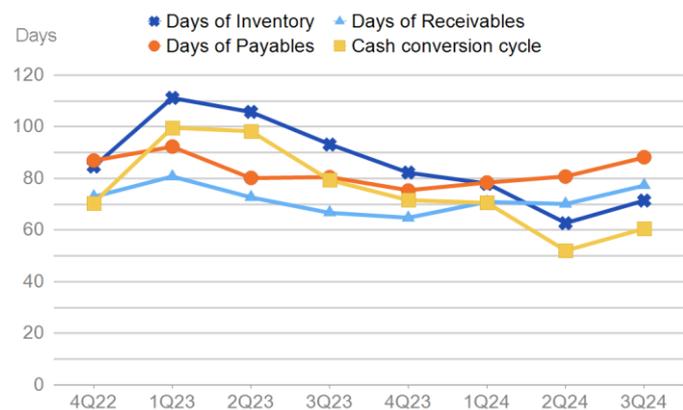
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



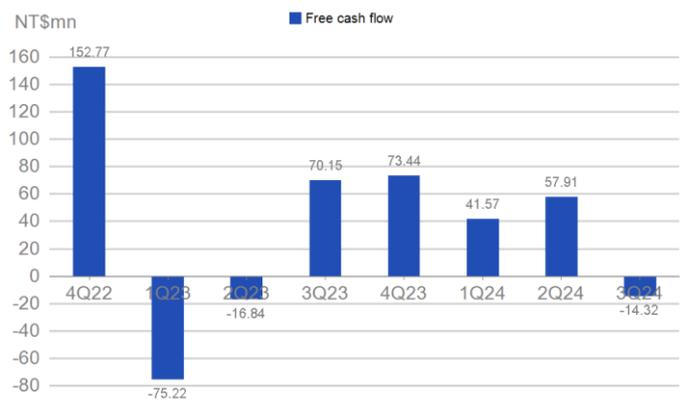
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 現金與短期投資 | 354 | 362 | 404 | 458 | 911 |
| 存貨 | 330 | 288 | 262 | 306 | 384 |
| 應收帳款及票據 | 430 | 280 | 297 | 347 | 435 |
| 其他流動資產 | 52 | 34 | 21 | 48 | 48 |
| 流動資產 | 1,164 | 965 | 984 | 1,158 | 1,778 |
| 採用權益法之投資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定資產 | 2,530 | 2,492 | 2,430 | 2,416 | 2,418 |
| 無形資產 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 其他非流動資產 | 58 | 50 | 78 | 380 | 387 |
| 非流動資產 | 2,595 | 2,548 | 2,515 | 2,802 | 2,812 |
| 資產總額 | 3,759 | 3,513 | 3,499 | 3,961 | 4,590 |
| 應付帳款及票據 | 305 | 185 | 161 | 189 | 237 |
| 短期借款 | 328 | 253 | 419 | 693 | 714 |
| 什項負債 | 419 | 335 | 259 | 426 | 426 |
| 流動負債 | 1,052 | 773 | 839 | 1,308 | 1,377 |
| 長期借款 | 1,388 | 1,166 | 696 | 543 | 733 |
| 其他負債及準備 | 11 | 4 | 39 | 60 | 60 |
| 長期負債 | 1,398 | 1,169 | 734 | 603 | 793 |
| 負債總額 | 2,451 | 1,942 | 1,573 | 1,912 | 2,171 |
| 股本 | 570 | 585 | 656 | 660 | 660 |
| 資本公積 | 210 | 366 | 706 | 722 | 722 |
| 保留盈餘 | 544 | 629 | 565 | 726 | 1,164 |
| 什項權益 | (16) | (9) | (2) | (58) | (127) |
| 歸屬母公司之權益 | 1,309 | 1,571 | 1,925 | 2,049 | 2,419 |
| 非控制權益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股東權益總額 | 1,309 | 1,571 | 1,925 | 2,049 | 2,419 |

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 本期純益 | 87 | 131 | 8 | 194 | 528 |
| 折舊及攤提 | 134 | 133 | 116 | 118 | 136 |
| 本期營運資金變動 | (228) | 98 | 1 | (67) | (118) |
| 其他營業資產及負債變動 | 46 | 8 | (45) | 52 | 0 |
| 營運活動之現金流量 | 40 | 370 | 80 | 297 | 545 |
| 資本支出 | (68) | (70) | (29) | (102) | (155) |
| 本期長期投資變動 | 0 | 0 | 0 | (11) | 0 |
| 其他資產變動 | (7) | (4) | (3) | (124) | (8) |
| 投資活動之現金流量 | (76) | (74) | (32) | (237) | (163) |
| 股本變動 | 50 | 15 | 72 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | 226 | (383) | (328) | 92 | 190 |
| 現金增減資 | 45 | 171 | 413 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | 0 | (52) | (70) | (66) | (90) |
| 其他調整數 | (73) | (38) | (93) | (26) | (30) |
| 融資活動之現金流量 | 248 | (289) | (7) | 0 | 70 |
| 匯率影響數 | 0 | 1 | 0 | (6) | 0 |
| 本期產生現金流量 | 212 | 9 | 42 | 54 | 453 |
| 自由現金流量 | (29) | 300 | 52 | 194 | 390 |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 營業收入 | 2,041 | 1,999 | 1,324 | 1,926 | 2,841 |
| 銷貨成本 | (1,669) | (1,636) | (1,085) | (1,424) | (1,839) |
| 營業毛利 | 371 | 362 | 239 | 503 | 1,002 |
| 營業費用 | (238) | (277) | (229) | (278) | (293) |
| 推銷費用 | (79) | (90) | (69) | (71) | (78) |
| 研究費用 | (31) | (41) | (42) | (55) | (58) |
| 管理費用 | (129) | (139) | (122) | (152) | (157) |
| 其他費用 | 0 | (7) | 4 | 0 | 0 |
| 營業利益 | 133 | 85 | 9 | 224 | 709 |
| 利息收入 | 0 | 2 | 8 | 12 | 13 |
| 利息費用 | (23) | (24) | (24) | (17) | (23) |
| 利息收入淨額 | (22) | (22) | (16) | (5) | (10) |
| 投資利益(損失)淨額 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 匯兌損益 | (10) | 56 | (5) | 31 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 3 | 54 | 17 | (7) | 4 |
| 稅前純益 | 105 | 172 | 5 | 244 | 704 |
| 所得稅費用 | (18) | (42) | 4 | (50) | (175) |
| 少數股權淨利 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 87 | 131 | 8 | 194 | 528 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 261 | 330 | 145 | 107 | 573 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 1.72 | 2.26 | 0.13 | 2.71 | 7.40 |

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

| 年初至 12 月 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 年成長率 (%) | | | | | |
| 營業收入 | 40.2 | (2.0) | (33.7) | 45.4 | 47.5 |
| 營業利益 | 3825.2 | (36.2) | (88.8) | 2260.4 | 216.5 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 147.5 | 26.0 | (56.0) | (26.2) | 435.5 |
| 稅後純益 | -- | 50.6 | (93.6) | 2228.9 | 172.2 |
| 調整後每股盈餘 | -- | 50.6 | (93.6) | 2228.9 | 172.2 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 18.2 | 18.1 | 18.0 | 26.1 | 35.3 |
| 營業利益率 | 6.5 | 4.3 | 0.7 | 11.6 | 25.0 |
| 稅前息前淨利率 | 4.0 | 7.4 | (1.5) | 11.6 | 25.0 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 12.8 | 16.5 | 10.9 | 5.5 | 20.2 |
| 稅前純益率 | 5.1 | 8.6 | 0.4 | 12.7 | 24.8 |
| 稅後純益率 | 4.3 | 6.5 | 0.6 | 10.1 | 18.6 |
| 資產報酬率 | 2.5 | 3.6 | 0.2 | 4.9 | 11.5 |
| 股東權益報酬率 | 7.0 | 9.1 | 0.5 | 9.5 | 21.8 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 187.3 | 123.6 | 81.7 | 93.3 | 89.7 |
| 淨負債權益比 (%) | 104.1 | 67.2 | 36.9 | 38.0 | 22.2 |
| 利息保障倍數 (倍) | 5.6 | 8.1 | 1.2 | 15.6 | 32.2 |
| 流動比率 (%) | 110.6 | 124.9 | 117.3 | 88.5 | 129.1 |
| 速動比率 (%) | 77.1 | 86.7 | 85.3 | 65.2 | 101.2 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | 1,362 | 1,056 | 710 | 779 | 537 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 24.98 | 26.91 | 29.35 | 28.70 | 33.89 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 112.5 | 85.6 | 1457.4 | 71.3 | 26.2 |
| 股價自由現金流量比 | -- | 45.7 | 266.7 | 70.8 | 35.2 |
| 股價淨值比 | 7.8 | 7.2 | 6.6 | 6.7 | 5.7 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 52.5 | 41.7 | 94.8 | 128.4 | 24.0 |
| 股價營收比 | 6.7 | 6.9 | 10.4 | 7.1 | 4.8 |

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

南俊國際 (6584 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.