

南俊國際 (6584 TT) Nan Juen

GB300 導軌產線於 3Q25 就緒

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$180.0

收盤價 (2025/03/20) : NT\$147.5
隱含漲幅 : 22.0%

營收組成 (4Q24F)

雲端伺服器 45%、辦公家具 14%、工具櫃用 14%、櫥櫃 10%、醫療/工業用 10%、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\$)	180	225
2025年營收 (NT\$/十億)	2.6	2.8
2025年EPS	6.4	7.4

交易資料表

市值	NT\$9,740百萬元
外資持股比率	7.4%
董監持股比率	24.6%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$33.93
負債比	43.4%
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	1,324	1,924	2,645	3,360
營業利益	9	203	595	962
稅後純益	8	192	453	712
EPS (元)	0.13	2.71	6.39	10.06
EPS YoY (%)	-94.1	1943.4	135.4	57.4
本益比 (倍)	1110.9	54.4	23.1	14.7
股價淨值比 (倍)	5.0	4.7	4.4	3.8
ROE (%)	0.5	8.6	18.8	25.8
現金殖利率 (%)	0.7%	1.0%	2.2%	3.4%
現金股利 (元)	1.00	1.50	3.19	5.03

黃勵誠

eziohuang@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

◆ 一般伺服器導軌出貨持續成長，4Q24 EPS 季增 18%，符合預期。

◆ GB200、AI ASIC 導軌為 2025 年成長動能；GB300 導軌 3Q25 產線就緒並正式取得 RVL 資格。

◆ 維持南俊買進評等，目標價 180 元。南俊仍為 GB300 供應商，且續與 CSP 客戶開發下一代 ASIC 導軌，正向看待長期營運表現。

一般伺服器導軌需求正向，4Q24 EPS 季增 18%，符合預期

一般伺服器導軌拉貨需求成長，4Q24 營收 5.3 億，季增 8%/年增 33%；毛利率 27.8%，季增 0.7 個百分點/年增 2.8 個百分點，符合預期；惟越南新廠開辦費用、員工股票酬勞致營業利益 4,900 萬，低於預期 30%，但因匯兌利益等業外助益，稅後淨利 5100 萬，符合預期；稀釋後 EPS 0.72 元(可轉債潛在股權稀釋影響約 8%)，季增 18%。因春節、GB200 出貨較慢，預期 1Q25 營收 4.7 億，季減 11%/年增 17%，毛利率 28.7%，季增 1 個百分點/年增 3.7 個百分點，因產品組合優化以及公司持續推動產線自動化，稀釋後 EPS 0.76 元，季增 5%/年增 14%。

GB200、ASIC 為 2025 年動能；GB300 導軌 3Q25 產線就緒

因出貨慢於預期，GB200 2025 年預期僅 2 至 2.5 萬櫃(以 NVL 72 計算)，目前南俊僅少量出貨，放量時間點為 3Q25。Switch Tray 導軌 ASP 仍為 50-70 美元，但 CSP 客戶要求 Compute Tray 導軌加入緩衝等功能，ASP 或從 50-70 升至 60-80 美元，預期 GB200 2025 年營收比重約 15%。GB300 續與 NV 合作，目前處於樣品認證階段，預計 2Q25 末或 3Q25 初產線就緒並正式取得 RVL。GB300 導軌較短，但載重能力較 GB200 上升至少 30%且亦導入緩衝設計，預期 ASP 60-80 美元；Compute Tray 各 CSP 規格預計大多沿用 GB200，推測 ASP 不低於 60-80 美元。HGX 4U、7U 導軌於 3Q25 量產，但川湖獨供已久，南俊較難發揮，預期市佔<5%。南俊為美系客戶 AI ASIC 二供並於 2Q25 試產，3Q25 放量，預期 2025 年營收占比 9%。GB200、ASIC 助毛利率較高之伺服器業務 2025 年占比 55%，年增 98%。

維持南俊買進評等，目標價 180 元

因 GB200 出貨下修，下調 2025 年營收 7%至 26.5 億，年增 38%，成長動能為 GB200、AI ASIC 等；毛利率年增 8.8 個百分點至 34.9%，因伺服器業務持續成長；稀釋後 EPS 6.39 元。維持買進評等，目標價下調至 180 元，以本益比 28 倍及預估 2025 年稀釋後 EPS 推得。南俊仍為 GB300 供應商，且續與 CSP 客戶開發下一代 ASIC 導軌，正向看待長期營運及 AI 導軌業務。

營運分析

一般伺服器導軌出貨持續成長，4Q24 EPS 季增 18%，符合預期

一般伺服器導軌拉貨需求成長，4Q24 營收 5.3 億，季增 8%/年增 33%；毛利率 27.8%，季增 0.7 個百分點/年增 2.8 個百分點，符合預期；惟越南新廠開辦費用、員工股票酬勞致營業利益 4,900 萬，低於預期 30%，但因匯兌利益等業外助益，稅後淨利 5100 萬，符合預期；稀釋後 EPS 0.72 元(可轉債潛在影響約 8%)，季增 18%。因春節、GB200 出貨較慢，預期 1Q25 營收 4.7 億，季減 11%/年增 17%，毛利率 28.7%，季增 1 個百分點/年增 3.7 個百分點，因產品組合優化以及公司持續推動產線自動化，稀釋後 EPS 0.76 元，季增 5%/年增 14%。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24F	預估差異
						元大預估	元大
營業收入	397	489	530	8.4%	33.4%	531	-0.3%
營業毛利	99	132	147	11.3%	48.2%	147	-0.1%
營業利益	41	60	49	-18.6%	19.4%	69	-30.0%
稅前利益	19	55	64	16.8%	240.8%	67	-5.1%
稅後淨利	16	44	51	18.0%	224.4%	53	-3.0%
調整後 EPS (元)	0.25	0.61	0.72	18.0%	187.2%	0.75	-3.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	25.0%	27.0%	27.8%	0.7	2.8	27.7%	0.0
營業利益率	10.2%	12.2%	9.2%	-3.0	-1.1	13.0%	-3.9
稅後純益率	4.0%	8.9%	9.7%	0.8	5.7	10.0%	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F	預估差異
						元大預估	元大
營業收入	406	530	474	-10.5%	16.9%	593	-20.1%
營業毛利	102	147	136	-7.4%	34.1%	190	-28.1%
營業利益	44	49	70	44.8%	59.5%	128	-45.0%
稅前利益	60	64	68	6.8%	14.2%	126	-45.7%
稅後淨利	47	51	54	4.6%	14.1%	97	-44.7%
調整後 EPS (元)	0.66	0.72	0.76	4.6%	14.1%	1.37	-44.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	25.0%	27.8%	28.7%	1.0	3.7	32.0%	-3.2
營業利益率	10.9%	9.2%	14.8%	5.7	4.0	21.5%	-6.7
稅後純益率	11.6%	9.7%	11.3%	1.6	-0.3	16.4%	-5.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

GB200、AI ASIC 為 2025 年成長動能；GB300 導軌 3Q25 產線就緒

展望 2025 年，本中心預期 GB200、美系客戶 AI ASIC 導軌為 2025 年南俊成長動能。GB200 部分，4Q24 時本中心以 NVL 72 做為導軌產值計算單位，預期 GB200 2025 年出貨量約為 4 至 5 萬櫃，然而考量目前 GB200 出貨進度慢於此前之預估，以 NVL 72 計算，本中心預期 GB200 2025 年出貨僅 2 萬至 2.5 萬櫃。受 GB200 機櫃出貨延遲影響，目前南俊僅有少量 GB200 導軌出貨，本中心判斷較為明顯之導軌放量時間點為 3Q25。GB200 導軌 ASP 部分，本中心推測 Switch Tray 部分仍為 50-70 美元，但需求端如大型 CSP 等要求 Compute Tray 導軌需加入新功能，例如緩衝等功能，使 Compute Tray 在推回伺服器時速度能放緩，以避免機櫃承受過高之衝擊力，因此 GB200 Compute Tray 導軌報價或落在 60-80 美元之區間。本中心預期 GB200 導軌佔南俊 2025 年營收比重約為 15%。

GB300 部分，目前公司持續與 NVIDIA 合作，樣品已通過認證，預期於 2Q25 末或 3Q25 初產線就緒並正式取得 RVL 資格。與 GB200 不同，GB300 導軌長度較短，有利機櫃後面之格局設計，且載重能力較 GB200 上升至少 30% 以上，此外亦導入緩衝之設計，預期 GB300 導軌推測將落在 60-80 美元之區間，GB200 Switch Tray 導軌 ASP 約為 50-70 美元。GB300 Compute Tray 各 CSP 規格預計大多沿用 GB200，本中心目前推測 ASP 不低於 60-80 美元。

NVIDIA HGX 高 U 數 AI 伺服器部分，本中心預期南俊用於 NVIDIA HGX 之 4U、7U 將於 3Q25 進入量產階段，但因市場已由川湖獨供約 2 年，推測南俊於 NVIDIA 高 U 數導軌市場較難發揮，預期南俊市佔率低於 5%，2025 年營收占比約 3%。

美系客戶 AI ASIC 部分，本中心認為南俊將以二供身分進入導軌供應鏈並於 2Q25 試產，3Q25 放量，預期 2025 年營收占比約 9%。此 AI ASIC 機櫃預期將採用三組不同之導軌，整體 ASP 落在約 60-90 美元之區間，而此前南俊已有為此客戶供應一般伺服器導軌，ASP 約為 40-60 美元。此外目前公司亦持續與美系客戶合作開發下一世代 AI ASIC 導軌。

一般伺服器導軌新產線持續增加，多元化產品策略有助營收穩健成長，同時 CSP 客戶因應關稅政策有助於南俊越南廠一般伺服器導軌出貨放量。AI 伺服器導軌方面，GB200、美系客戶 AI ASIC 等 AI 伺服器導軌將於 3Q25 開始明顯放量，本中心預期南俊 2025 年毛利率較高之伺服器導軌業務佔比 55%，年增 98%。整體而言，雖 GB300 有望於 3Q25 正式獲得 RVL 資格，且美系客戶 AI ASIC 將於 3Q25 放量，但因 GB200 2025 年出貨量下修，本中心下調 2025 年營收 7% 至 26.5 億，年增 38%，成長動能為 GB200、AI ASIC 等；毛利率 34.9% 年增 8.8 個百分點，因伺服器業務持續成長；稀釋後 EPS 6.39 元，年增 135%，較前次下修 14%，因毛利率高於一般型伺服器之 GB200 導軌拉貨需求不如預期，且 HGX 4U、7U 導軌量產時程亦慢於預期。

2025 年美系 CSP 資本支出在高基期下，年增幅將放緩至 34%

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，2024 年美國四大 CSP 業者資本支出年增 55% 至 2,283 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，2025 年的資本支出將較 2024 年成長，雖然各業者 2025 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，但在高基期下，預期 2025 年增幅將會放緩，預估四大 CSP 2025 年資本支出為 3,051 億美元，年增 34%。

圖 3：CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	31,485	32,251	52,535	75,000	83,542
Microsoft	24,768	35,202	55,552	67,619	74,389
Amazon	63,645	52,729	82,999	100,000	110,882
Meta	31,431	27,266	37,256	62,500	68,141
Total	151,329	147,448	228,342	305,119	336,954
YoY Growth (%)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	27.8%	2.4%	62.9%	42.8%	11.4%
Microsoft	6.7%	42.1%	57.8%	21.7%	10.0%
Amazon	4.2%	-17.2%	57.4%	20.5%	10.9%
Meta	68.7%	-13.3%	36.6%	67.8%	9.0%
Total	18.7%	-2.6%	54.9%	33.6%	10.4%

資料來源：元大投顧整理

安菲諾零組件供不應求，GB200 2 月開始小量出貨

B200 晶片在過去幾個月面臨良率挑戰，主因封裝過程中零部件熱膨脹係數不匹配，導致晶片翹曲並引發功能性故障。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，顯著提升良率，上述問題目前皆已解決。

先前出現的各種問題已經解決，但目前仍有幾個問題存在，受到先前 Nvidia 將 Switch Tray HDI 主板改成 PCB 材料，並將 Overpass 數量減少並重新設計排列，該設計花較多時間重新認證，目前材料廠如 CCL 供應商 2024 年 12 月開始才會陸續量產 Switch Tray 用的 CCL，因此現階段組裝廠只有取得少量的 Switch Tray，造成出貨時程大幅遞延。

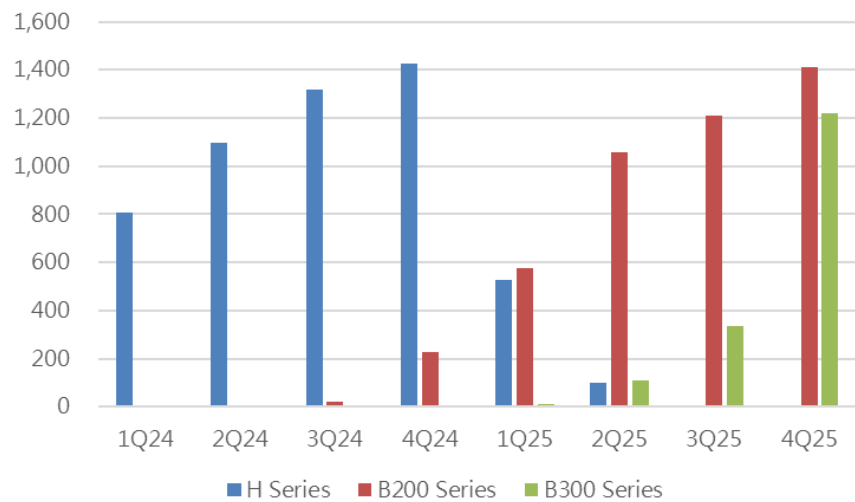
另外，安菲諾獨家供應的連接器(cable cartridge)，是 NV 設計的一種高性能數據傳輸連接器，主要用於 GPU/GPU 或 GPU/CPU 之間高速數據通信。透過 NVLink，Cartridge 能提供比 PCIe 更高的傳輸速率及更低的延遲性，並且可以讓多張 GPU 協助進行運算，共享內存和資源，大幅度提升運算效率，適合應用於 AI 訓練、大數據分析、高性能計算(HPC)等。

根據調查，之前安菲諾生產的 cable cartridge 有效能問題，導致 GPU 無法使用 100% 的效能進行平行運算，組裝廠僅有少量的 cartridge 造成多數 GB200 無法大量生產，且先前 Switch Tray 設計變更也讓出貨時程往後遞延。

目前 cable cartridge 良率已經調整完成，但生產產能不足影響到 2025 年上半年 GB200 出貨量，預估 1Q25/2Q25 安菲諾僅能供應 4,000/7,500 櫃 GB200，下半年在 TE 加入供應鏈後，供貨量可望翻倍，預估 2025 年 GB200 出貨量約 3.5-4 萬櫃。

另外，目前 GB300 的晶片、NVQD、滑軌、水冷板、BBU 等零組件規格已確定，但由於該版本主要是賣 B300 Socket 給業者自行設計並組裝，目前 ODM 尚未取得 B300 晶片，因此無法測試 GB300 伺服器機櫃，現階段僅初期與客戶合作研發 GB300 系統設計，並沒有看到客戶要求提前 GB300 相關專案，預估最快要 4Q25 才能小量生產，且需要觀察相關新零組件是否有良率問題造成遞延。

圖 4：AI 晶片出貨量預估，B200/B300 分別在上下半年量產

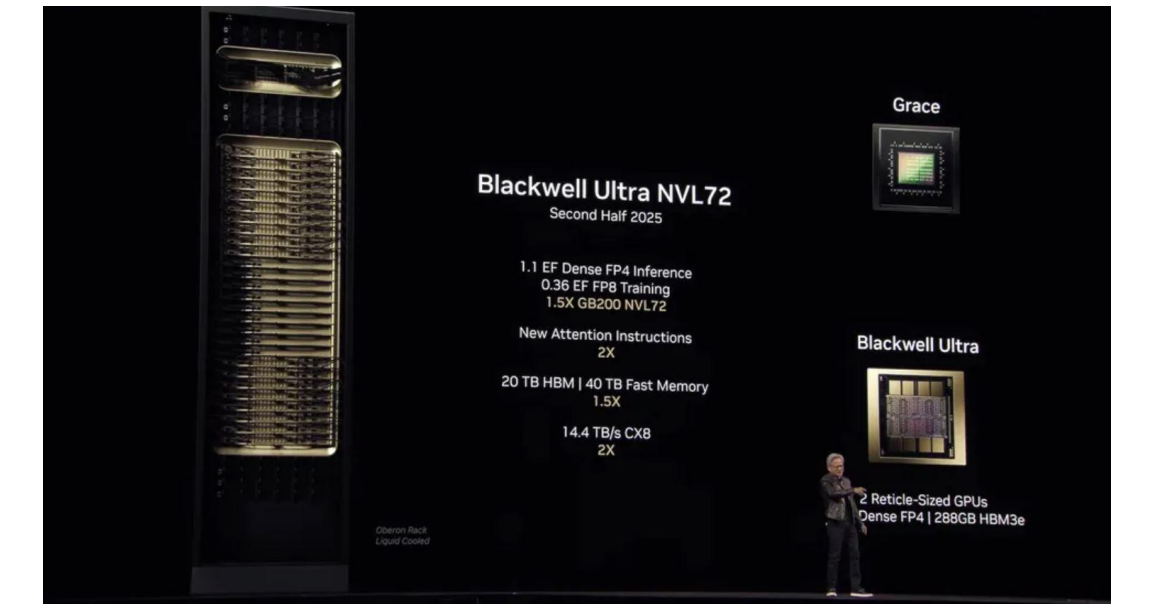


資料來源：元大投顧；*出貨量為千個晶片。

Nvidia 2H25 推出 B300，Roadmap 符合本中心預期

在相同功耗下 Blackwell 可以提供 Hopper 25 倍的推論效能，Blackwell Rack 將達到 1 Exaflops 的算力，2025 年 Blackwell 採購量較 2024 年倍增，目前正在全面量產。一個基於 Hopper 的 100 兆瓦 AI 工廠需要 45,000 個 GPU 晶片和 1,400 個 Rack，而基於 Blackwell 的同等工廠只需要 8,000 個 GPU 晶片和 200 個 Rack。Blackwell Ultra (B300)預計於 2H25 推出，搭載 NVLink 72，算力較 Blackwell 提升 1.5 倍，首批客戶包含 AWS、Google、Microsoft 和 Oracle 等，後續 Dell、HP、Lenovo 和 Supermicro 等 OEM 也將推出 Blackwell Ultra 伺服器。

圖 5：Blackwell Ultra (B300) NVL72



資料來源：NVIDIA

圖 6：Nvidia AI 晶片規格比較

	H200	B200	B300	Rubin
Launch	2Q24	4Q24	2H25	2H26
Architecture	Monolithic	Chiplet	Chiplet	Dual-die
Front-end node	N4P	N4P	N4P	N3P
Back-end process	CoWoS-S	CoWoS-L	CoWoS-L	CoWoS-L
Transistor (bn)	80	208	N/A	N/A
Interconnect	NVLink 900GB/s	NVLink 1,800 GB/s	NVLink 1,800 GB/s	NVLink 3,600 GB/s
HBM (GB)	141GB HBM3E	192GB HBM3E	288GB HBM3E 12 hi x 8	288GB HBM4 12 hi x 8
Memory Bandwidth (TB/s)	4.8	8	8	N/A
TDP	700W	1000W	1000W	N/A
Networking Adapter	400Gb CX7	400Gb CX7	800Gb CX8	800Gb CX9

資料來源：Nvidia、元大投顧

獲利調整與股票評價

維持南俊買進評等，目標價 180 元

受惠伺服器導軌業務持續成長，南俊 2024 年營收 19.2 億，年增 45%；毛利率 26.1%，年增 8.1 個百分點，因毛利率較高之伺服器業務比重上升 11 個百分點至 38%；營利率年增 9.9 個百分點至 10.6%；稅後淨利大幅成長至 1.9 億；稀釋後 EPS 2.71 元。

展望 2025 年，考量 2025 年潛在 GB200 出貨量下滑，此前預期約為 4-5 萬櫃，惟目前預期僅 2-2.5 萬櫃，本中心下調南俊 2025 年營收 7%至 26.5 億，年增 38%，成長動能為 GB200、AI ASIC 等 AI 伺服器導軌；毛利率 34.9%年增 8.8 個百分點，因毛利率較高之伺服器導軌業務持續成長，2025 年占比預期達 55%；營利率 22.5%，年增 11.9 個百分點；稅後淨利年增 136%至 4.5 億，稀釋後 EPS 6.39 元，較前次下修 14%，因毛利率高於一般型伺服器之 GB200 導軌拉貨需求不如預期，且 HGX 4U、7U 導軌量產時程亦慢於預期。

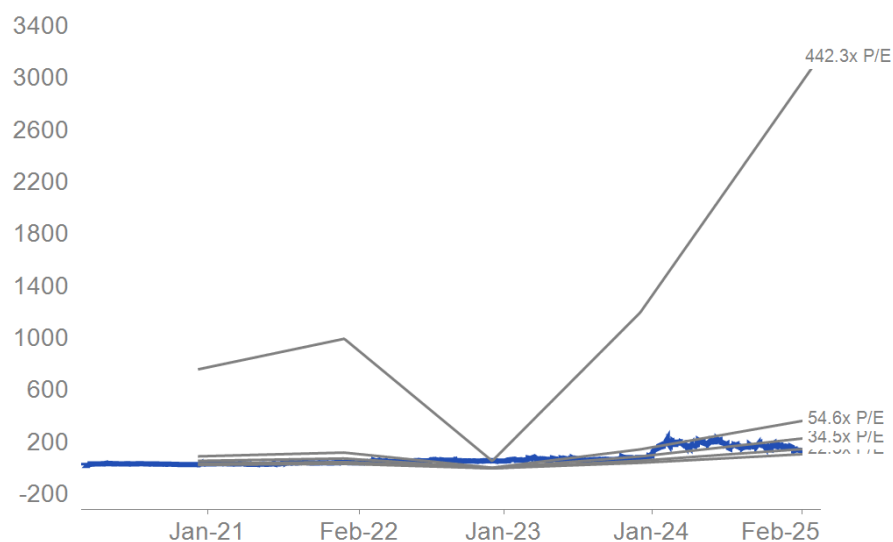
本中心維持買進評等，目標價從此前 225 元下調至 180 元，以本益比 28 倍及預估 2025 年稀釋 EPS 推得，GB200 延遲影響 2025 年預期 EPS，進而影響目標價之評估。南俊仍為 GB300 供應商，且續與 CSP 客戶開發下一代 ASIC 導軌，持續受惠 AI 發展浪潮，正向看待南俊長期營運，本中心認為長期 AI 發展趨勢將助益南俊伺服器導軌業務發展。

圖 7：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	2,645	2,841	3,360	-	-6.9%	-
營業毛利	922	1,002	1,312	-	-8.0%	-
營業利益	595	709	962	-	-16.0%	-
稅前利益	590	704	960	-	-16.2%	-
稅後淨利	453	528	712	-	-14.3%	-
調整後 EPS (元)	6.39	7.46	10.06	-	-14.3%	-
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	34.9%	35.3%	39.1%	-	-0.4	-
營業利益率	22.5%	25.0%	28.6%	-	-2.5	-
稅後純益率	17.1%	18.6%	21.2%	-	-1.5	-

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：12 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 10：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
南俊國際	6584 TT	買進	147.5	295	2.71	6.39	10.06	54.4	23.1	14.7	1943.4	135.4	57.4
國外同業													
立訊	002475 CH	未評等	40.4	40,789	1.9	2.4	3.0	21.6	16.7	13.7	21.7	29.3	22.0
Flex	FLEX US	未評等	36.0	13,773	2.5	2.6	2.9	14.3	13.8	12.5	67.0	4.0	10.1
國外同業平均					2.2	2.5	2.9	17.9	15.2	13.1	44.3	16.7	16.1
國內同業													
廣達	2382 TT	買進	257.0	29,697	15.5	20.0	22.3	16.6	12.9	11.6	50.5	29.1	11.3
英業達	2356 TT	持有-超越同業	47.3	5,125	2.1	2.7	3.1	22.8	17.8	15.5	21.6	28.1	14.7
緯穎	6669 TT	買進	2015.0	10,963	126.6	144.9	162.4	15.9	13.9	12.4	83.8	14.5	12.1
緯創	3231 TT	未評等	105.0	9,042	6.2	8.4	10.2	16.9	12.5	10.3	52.4	35.5	20.7
勤誠	8210 TT	買進	289.0	1,038	15.8	19.0	25.3	18.2	15.2	11.4	75.5	20.0	33.1
川湖	2059 TT	買進	1965.0	5,564	64.6	79.0	90.2	30.4	24.9	21.8	127.6	22.3	14.2
國內同業平均					38.5	45.7	52.2	20.1	16.2	13.8	68.5	24.9	17.7

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 11：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
南俊國際	6584 TT	買進	147.5	295	8.6	18.8	25.8	31.49	33.93	39.04	4.7	4.4	3.8
國外同業													
立訊	002475 CH	未評等	40.4	40,789	19.4	20.7	20.9	9.9	12.4	14.3	4.1	3.3	2.8
Flex	FLEX US	未評等	36.0	13,773	15.4	17.1	17.5	12.0	12.6	13.6	3.0	2.9	2.6
國外同業平均					17.4	18.9	19.2	11.0	12.5	14.0	3.5	3.1	2.7
國內同業													
廣達	2382 TT	買進	257.0	29,697	28.4	30.7	31.4	57.6	65.1	71.0	4.5	4.0	3.6
英業達	2356 TT	持有-超越同業	47.3	5,125	11.9	14.3	14.7	18.0	18.9	20.8	2.6	2.5	2.3
緯穎	6669 TT	買進	2015.0	10,963	25.8	25.9	25.6	490.2	560.5	635.0	4.1	3.6	3.2
緯創	3231 TT	未評等	105.0	9,042	15.5	18.6	19.0	42.3	47.4	55.5	2.5	2.2	1.9
勤誠	8210 TT	買進	289.0	1,038	26.9	27.1	29.5	58.9	70.1	85.9	4.9	4.1	3.4
川湖	2059 TT	買進	1965.0	5,564	28.9	29.2	28.1	223.4	270.2	320.9	8.8	7.3	6.1
國內同業平均					22.9	24.3	24.7	148.4	172.0	198.2	4.6	3.9	3.4

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 12：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	406	500	489	530	474	530	753	888	1,924	2,645
銷貨成本	(304)	(379)	(357)	(383)	(338)	(372)	(478)	(535)	(1,422)	(1,723)
營業毛利	102	121	132	147	136	159	275	353	502	922
營業費用	(58)	(70)	(73)	(99)	(66)	(77)	(81)	(103)	(299)	(327)
營業利益	44	51	60	49	70	82	194	250	203	595
業外利益	16	11	(5)	15	(2)	(2)	(1)	(1)	37	(5)
稅前純益	60	62	55	64	68	80	193	249	240	590
所得稅費用	(13)	(12)	(11)	(13)	(15)	(17)	(46)	(60)	(48)	(138)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	47	50	44	51	54	63	147	189	192	453
調整後每股盈餘(NT\$)	0.66	0.71	0.61	0.72	0.76	0.89	2.08	2.66	2.71	6.39
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%	27.8%	28.7%	29.9%	36.5%	39.7%	26.1%	34.9%
營業利益率	10.9%	10.2%	12.2%	9.2%	14.8%	15.4%	25.8%	28.1%	10.6%	22.5%
稅前純益率	14.7%	12.4%	11.2%	12.1%	14.4%	15.1%	25.6%	28.0%	12.5%	22.3%
稅後純益率	11.6%	10.1%	8.9%	9.7%	11.3%	11.8%	19.6%	21.2%	10.0%	17.1%
有效所得稅率	21.2%	18.7%	20.5%	20.3%	22.1%	21.3%	23.8%	24.1%	20.0%	23.4%
季增率(%)										
營業收入	2.2%	23.3%	-2.3%	8.4%	-10.5%	11.8%	42.1%	17.9%		
營業利益	8.4%	16.4%	16.4%	-18.6%	44.8%	17.1%	136.6%	28.9%		
稅後純益	197.4%	6.7%	-13.4%	18.0%	4.6%	16.7%	133.3%	28.6%		
調整後每股盈餘	163.3%	6.7%	-13.4%	18.0%	4.6%	16.8%	135.1%	27.9%		
年增率(%)										
營業收入	41.5%	70.5%	40.7%	33.4%	16.9%	6.0%	54.0%	67.5%	45.3%	37.5%
營業利益	--	--	380.3%	19.4%	59.5%	60.0%	225.3%	410.2%	2039.1%	193.1%
稅後純益	--	--	142.1%	224.4%	14.1%	25.3%	237.9%	270.6%	2204.9%	135.9%
調整後每股盈餘	--	--	123.7%	187.2%	14.1%	24.8%	239.0%	267.2%	1943.4%	135.4%

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%，4Q24 則超過 40%。

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 13：南俊導軌應用



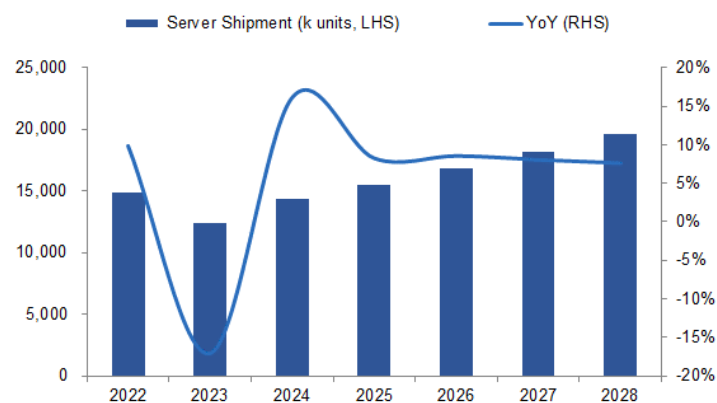
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 14：南俊發展歷程



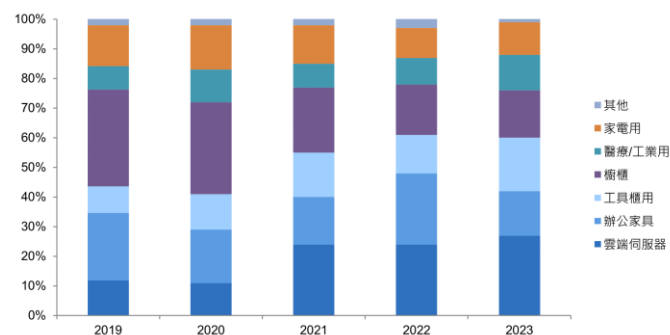
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 15：全球伺服器出貨量預估



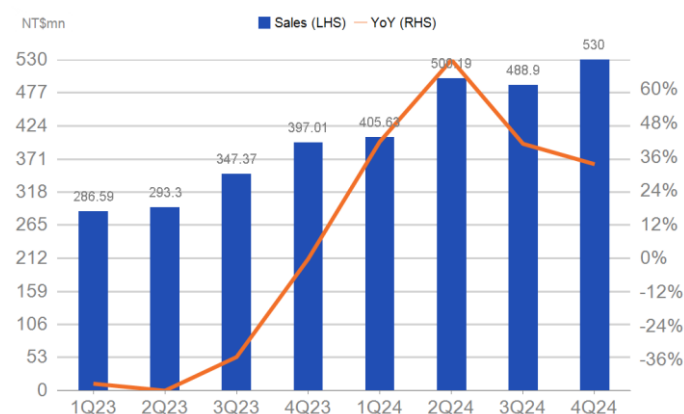
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：營收比重



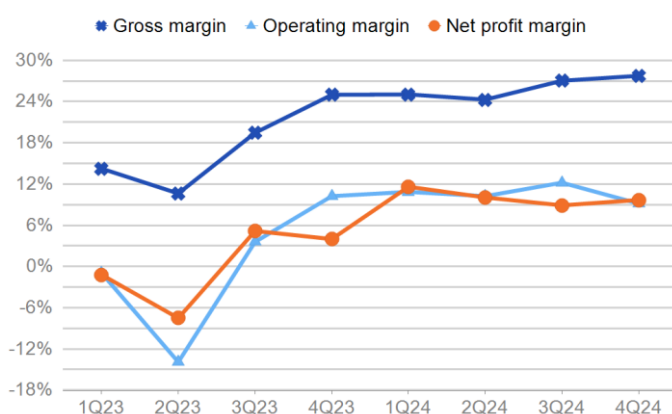
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：營收趨勢



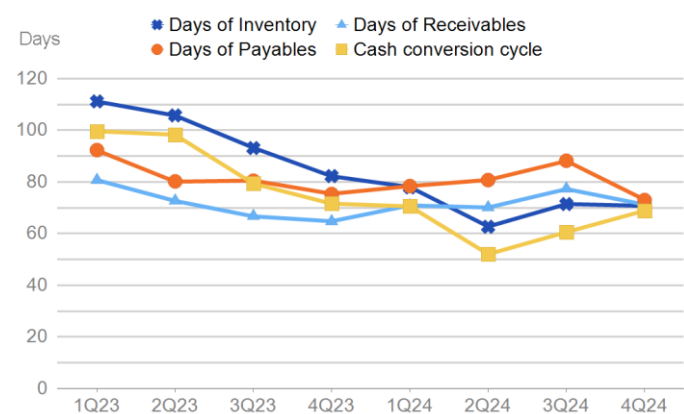
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：毛利率、營益率、淨利率



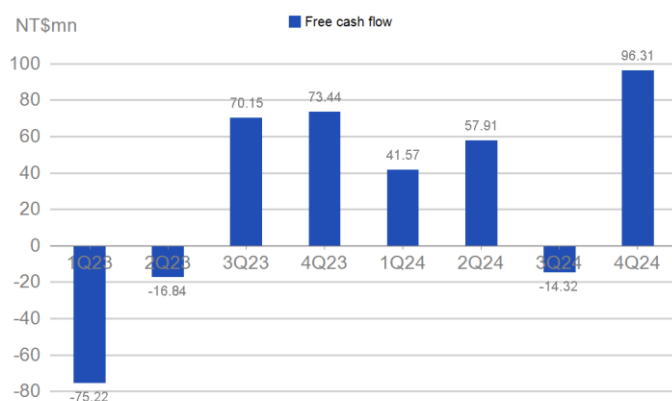
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	362	404	322	570	1,022
存貨	288	262	298	360	400
應收帳款及票據	280	297	436	506	530
其他流動資產	34	21	28	28	28
流動資產	965	984	1,084	1,464	1,980
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	2,492	2,430	2,447	2,496	2,545
無形資產	7	7	9	9	9
其他非流動資產	50	78	401	410	410
非流動資產	2,548	2,515	2,857	2,914	2,964
資產總額	3,513	3,499	3,941	4,379	4,944
應付帳款及票據	185	161	204	276	327
短期借款	253	419	117	120	124
什項負債	335	259	301	301	301
流動負債	773	839	622	697	752
長期借款	1,166	696	1,027	1,217	1,365
其他負債及準備	4	39	61	61	61
長期負債	1,169	734	1,088	1,278	1,426
負債總額	1,942	1,573	1,710	1,975	2,178
股本	585	656	660	708	708
資本公積	366	706	877	877	877
保留盈餘	629	565	730	1,076	1,562
什項權益	(9)	(2)	(36)	(258)	(382)
歸屬母公司之權益	1,571	1,925	2,231	2,404	2,766
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	1,571	1,925	2,231	2,404	2,766

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	131	8	192	453	722
折舊及攤提	133	116	119	136	149
本期營運資金變動	98	1	(133)	(60)	(13)
其他營業資產 及負債變動	8	(45)	117	0	(10)
營運活動之現金流量	370	80	295	528	848
資本支出	(70)	(29)	(113)	(155)	(139)
本期長期投資變動	0	0	(18)	0	0
其他資產變動	(4)	(3)	(3)	(8)	0
投資活動之現金流量	(74)	(32)	(134)	(163)	(139)
股本變動	15	72	0	0	0
本期負債變動	(383)	(328)	111	190	148
現金增減資	171	413	0	0	10
支付現金股利	(52)	(70)	(66)	(106)	(226)
其他調整數	(38)	(93)	(285)	(200)	(200)
融資活動之現金流量	(289)	(7)	(240)	(116)	(268)
匯率影響數	1	0	(3)	0	10
本期產生現金流量	9	42	(82)	248	451
自由現金流量	300	52	181	373	709

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	1,999	1,324	1,924	2,645	3,360
銷貨成本	(1,636)	(1,085)	(1,422)	(1,723)	(2,048)
營業毛利	362	239	502	922	1,312
營業費用	(277)	(229)	(299)	(327)	(350)
推銷費用	(90)	(69)	(78)	(87)	(95)
研究費用	(41)	(42)	(61)	(66)	(74)
管理費用	(139)	(122)	(159)	(174)	(181)
其他費用	(7)	4	(1)	0	0
營業利益	85	9	203	595	962
利息收入	2	8	11	13	10
利息費用	(24)	(24)	(17)	(8)	(8)
利息收入淨額	(22)	(16)	(6)	5	2
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	56	(5)	23	0	0
其他業外收入(支出)淨額	54	17	20	(10)	(5)
稅前純益	172	5	240	590	960
所得稅費用	(42)	4	(48)	(138)	(238)
少數股權淨利	0	0	0	0	10
歸屬母公司之稅後純益	131	8	192	453	712
稅前息前折舊攤銷前淨利	330	145	84	459	813
調整後每股盈餘 (NT\$)	2.26	0.13	2.71	6.39	10.06

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	(2.0)	(33.7)	45.3	37.5	27.0
營業利益	(36.2)	(88.8)	2039.1	193.1	61.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	26.0	(56.0)	(42.0)	446.4	77.1
稅後純益	50.6	(93.6)	2204.9	135.9	59.4
調整後每股盈餘	31.3	(94.1)	1943.4	135.4	57.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.1	18.0	26.1	34.9	39.1
營業利益率	4.3	0.7	10.6	22.5	28.6
稅前息前淨利率	7.4	(1.5)	10.6	22.5	28.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.5	10.9	4.4	17.4	24.2
稅前純益率	8.6	0.4	12.5	22.3	28.6
稅後純益率	6.5	0.6	10.0	17.1	21.2
資產報酬率	3.6	0.2	4.9	10.3	14.6
股東權益報酬率	9.1	0.5	8.6	18.8	25.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	123.6	81.7	76.6	82.2	78.7
淨負債權益比(%)	67.2	36.9	36.8	31.9	16.9
利息保障倍數 (倍)	8.1	1.2	14.8	74.8	121.0
流動比率 (%)	124.9	117.3	174.3	210.1	263.3
速動比率 (%)	86.7	85.3	126.4	158.4	210.1
淨負債 (NT\$百萬元)	1,056	710	821	766	467
調整後每股淨值 (NT\$)	26.91	29.35	31.49	33.93	39.04
評價指標 (倍)					
本益比	65.3	1110.9	54.4	23.1	14.7
股價自由現金流量比	34.9	203.3	57.9	28.1	14.8
股價淨值比	5.5	5.0	4.7	4.4	3.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	31.8	72.3	124.7	22.8	12.9
股價營收比	5.2	7.9	5.4	4.0	3.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

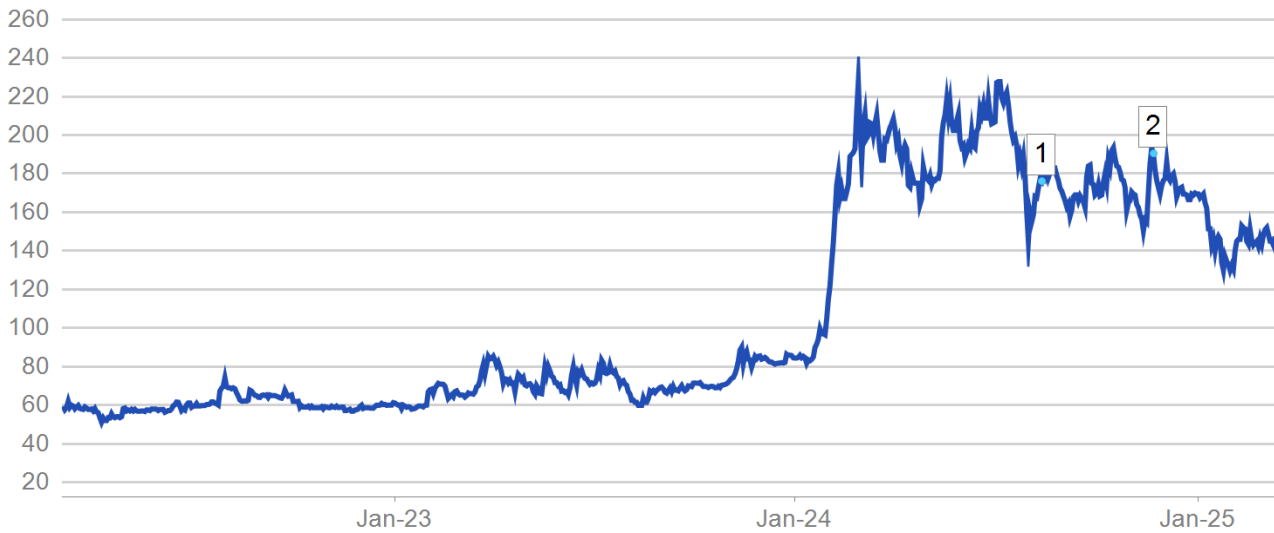
附錄：重要揭露事項

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



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20240816	178.00	220	201	買進	黃勵誠
2	20241126	193.50	225	225	買進	黃勵誠

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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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

© {2025} 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>.