

Palliser



極大化楠梓電的價值 (股票代號2316 TT)

最被低估的AI印刷電路板公司

免責聲明

本文件由PALLISER CAPITAL (UK) LTD (下稱「**PALLISER UK**」)發表。PALLISER UK是一家註冊登記於英格蘭及威爾斯(ENGLAND AND WALES)的公司,並經英國金融行為監管局(下稱「**FCA**」)授權及監管。本文件內的任何內容均非推廣推介、亦非意圖推廣推介,且不得被解釋為推廣推介。任何由PALLISER UK直接或間接管理或提供顧問建議的任何基金(下稱「**PALLISER基金**」)。

本文件所表達的觀點代表PALLISER UK及其關係企業(下統稱「**PALLISER**」)截至本文件製作日基於誠信所持有並表達之意見。PALLISER保留隨時不另行通知而得以任何理由變更或修改本文件中表達的任何意見的權利,並特此聲明PALLISER並無義務更正、更新或修訂本文件所包含的資訊,亦不會提供任何補充資料。

本文件僅供討論及參考之用,並不構成:(A)就任何證券或其他金融工具提出的買賣要約或邀請,或就該證券或其他金融工具進行買賣要約的招攬,或從事任何投資業務或提供或接受投資服務,且本文件之發佈或使用不成立任何法律關係;(B)英國2000年修訂的<金融服務與市場法(Financial Services and Markets Act 2000)>所定義的「金融推廣(Financial Promotion)」;(C)英國FCA<規則與指引手冊>所定義的「投資建議(Investment Advice)」;(D)中華民國(台灣)<證券投資信託及顧問法>所定義之提供分析意見或推介建議;(E)英國FCA<規則與指引手冊>所定義的「投資研究(Investment Research)」;(F)依據<歐盟規則(EU Regulation 596/2014)>所定義的「投資建議(Investment Recommendation)」,以及依據<歐盟規則(EU Regulation 596/2014)>,透過2018年<歐盟(脫歐)法案(European Union (Withdrawal) Act 2018,下稱「**EUWA 2018**」)>第3條成為英國國內法之一的「投資建議(Investment Recommendation)」,包括依據EUWA 2018第8條發布之法規所作的修訂。本文件的發佈與公告不構成台灣<證券投資信託及顧問法>定義之證券投資顧問提供之分析意見或推介建議。本文件所載資訊不得被解釋為PALLISER所作之推介建議。本文件並無意被作為形成任何投資決策的依據,亦無意建議任何投資策略,且不得作為任何投資決策的依據。本文件並非(且

不得被解釋為)法律、稅務、投資、財務或其他建議。

本文件所載之所有資訊係基於公開可得之與楠梓電子股份有限公司(下稱「**貴公司**」)以及本文件提及之任何其他公司相關之資訊,包括 貴公司及其他來源所作之相關公開申報與披露,以及PALLISER對該等公開資訊之分析。除非另有說明,本文件所載或提及之任何及所有市場數據均以2026年5月28日台灣證券交易所收盤時為準。

PALLISER係依賴並假設來自公開來源的所有數據及資訊係準確與完整,而未進行獨立核實,亦不就該等數據或資訊之準確性或完整性作出任何聲明或保證。PALLISER認知,貴公司可能持有機密或其他非公開資訊,此類資訊可能導致其與PALLISER的觀點及/或結論不一致;若PALLISER知悉此類資訊,亦可能改變其意見。

PALLISER、PALLISER旗下基金或其各自的董事、高級職員、員工、代理人或顧問(各稱「**PALLISER人員**」)就下列事項不作任何明示或默示的聲明、保證或承諾,亦不承擔任何責任、法律責任或注意義務:(I)本文件及其內容,包括其中所載之資訊及意見是否準確、允當、完整或具即時性;(II)於本文件日期後,不論是以更新本文件所載資訊及意見或其他形式,向文件閱讀者或使用者提供任何進一步資訊;或(III)PALLISER或PALLISER旗下基金的投資流程或投資目標將會或可能實現或成功,或PALLISER或PALLISER旗下基金的投資將獲利或不蒙蒙受損失。過往表現並不代表未來結果。在法律允許的最大範圍內,PALLISER任何人士均不對任何損失(不論是直接、間接或衍生性損失)承擔責任,包括因閱讀者或使用者或任何人依賴本文件而產生或與之相關的利潤損失、損害賠償、成本、請求或支出。

除本文件所載之歷史資訊外,本文件所載之資訊及意見性質上屬於前瞻性陳述,包括針對(除其他事項外) 貴公司預期營運表現、 貴公司證券、債務或任何基於或與 貴公司證券價值相關之相關金融工具(統稱「**貴公司證券**」)之價值、一般經濟及市場狀況,以及其他未來事件閣下應知悉,所有前瞻性陳述、預估及預測本質上均存在不確定性,且受重大經濟、競爭及其他不確定性與或有事項影響,且僅為說明目的而納入。由於可能或不可能預見

的原因,實際結果可能與本文件所載的估計、預測或假設有重大差異。

提供本文件不會在PALLISER與任何其他人間產生或被視為產生任何協議、承諾、理解共識或其他法律關係。PALLISER並非為任何本文件的接收方行事,也不代表任何接收方提供任何建議或服務。PALLISER對於就本文件所述事項提供意見,不對任何人承擔任何責任。在決定採取任何行動之前,任何接收方應自行考量任何相關風險及後果,並酌情諮詢其獨立顧問。

PALLISER旗下基金可能對 貴公司具有直接或間接投資,包括透過多頭、空頭、衍生工具或其他經濟曝險。因此,PALLISER對PALLISER旗下基金持有 貴公司部位的獲利能力具有財務利益。據此,PALLISER可能存在利益衝突,本文件不應被視為公正或獨立的意見。本文件中的任何內容均不應被視為PALLISER或PALLISER旗下基金對當前或未來交易或投票意圖的任何指示,該等意圖可能隨時變更。

PALLISER擬持續檢視對 貴公司的投資,並且根據各種因素,包括但不限於 貴公司的財務狀況與策略方向、與 貴公司的任何討論結果、整體市場狀況、PALLISER可取得的其他投資機會,以及能否以使買入或賣出 貴公司證券具吸引力的價格取得 貴公司證券,PALLISER可能不時(在公開市場或非公開交易中,包括自PALLISER旗下基金建立持倉以來)買入、賣出、平倉、對沖或以其他方式改變PALLISER旗下基金對任何投資(包括 貴公司證券)的形式或實質,其程度及方式均以法律允許為限,並明確聲明無義務就此類任何變更通知他人。PALLISER亦保留對PALLISER旗下基金在 貴公司投資採取其認為適當的任何行動的權利,包括但不限於,就本文件所述任何公司與其他投資者、股東、業界人士、專家及/或相關方進行溝通。

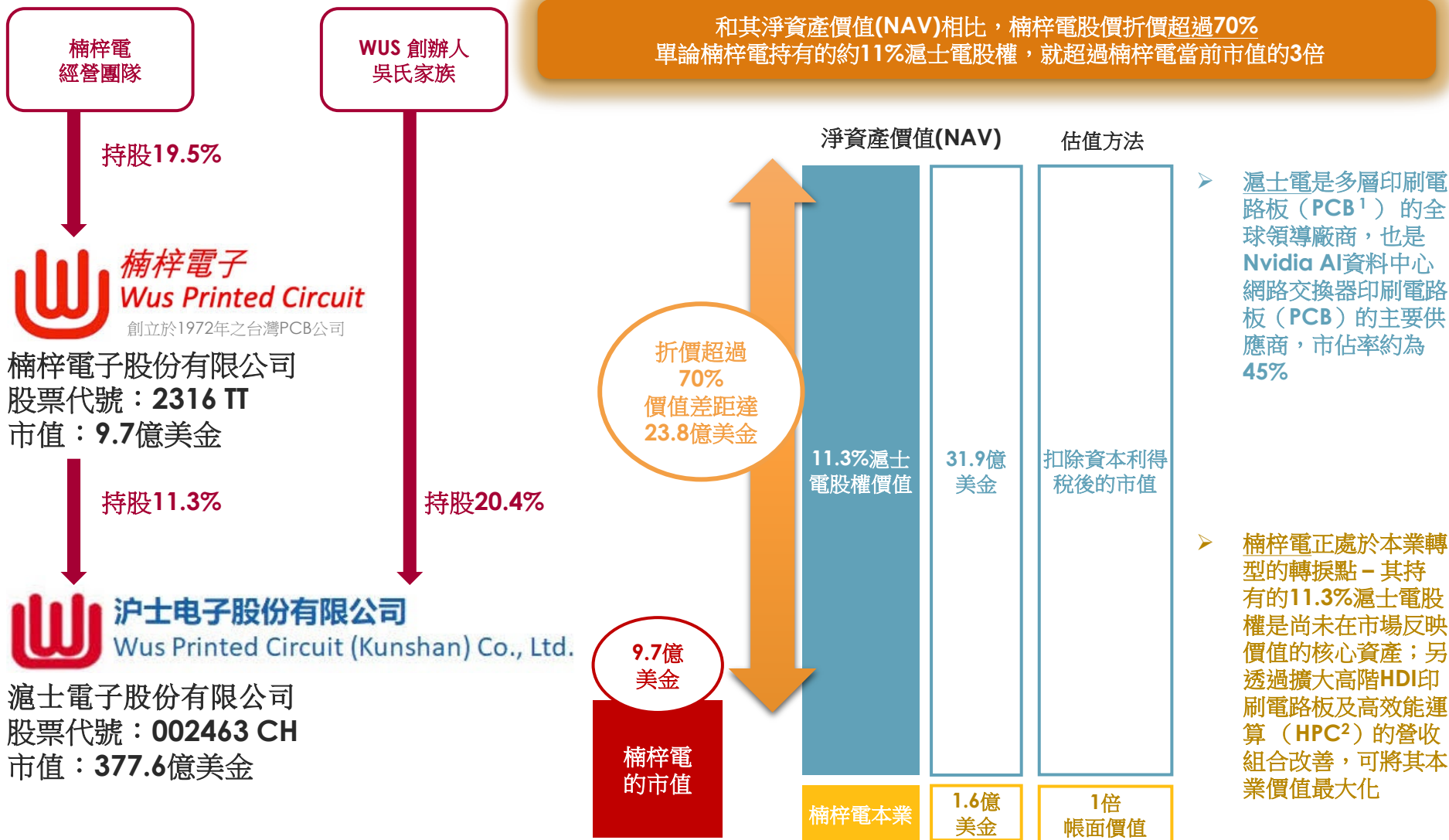
PALLISER並未向任何第三方尋求或取得使用本文件所載之任何陳述或資訊之同意。任何此類陳述或資訊均不應被視為表明該第三方支持本文件所表達之觀點。本文件使用之所有商標及商號均為其各自所有人之專屬財產。

1 楠梓電 | 最被低估的AI印刷電路板公司

2 楠梓電的估值折價

3 解鎖楠梓電的內在價值

滬士電子股份有限公司(股票代號002463 CH) (下稱「滬士電」) 是楠梓電子股份有限公司(股票代號2316 TT) (下稱「楠梓電」) 最具價值的核心資產



楠梓電及滬士電提供領先的產品組合，以服務AI資料中心客戶



預計在2026年，HPC營收組合將增至超過40% – 為楠梓電的本業奠定基礎以發揮最佳表現



預計在2026年，AI PCB的營收組合占比將提升至超過70%，推動滬士電的利潤率與股東權益報酬率（ROE）持續增長

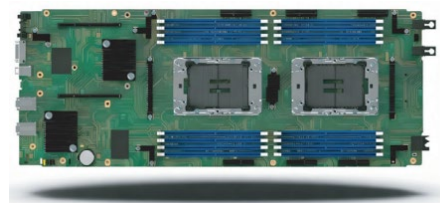
適用於加速卡的18-42層HDI印刷電路板



適用於高速800G/1.6T網路交換機與路由器的32層以上印刷電路板



伺服器/ASIC主機板



AI資料中心PCB客戶



楠梓電本業正準備充分發揮其潛力

隨著高效能運算（HPC）業務的拓展，加速今年迄今銷售增長

楠梓電月營收（百萬新台幣）



- 2026年5月8日，台灣高雄。日月光半導體（下稱「日月光」）及楠梓電子股份有限公司（下稱「楠梓電」）宣布策略合作擴廠投資計畫，於高雄楠梓科技產業園區興建新式廠房
- 總投資額約新台幣350億元
- 預估每公頃年產值約新台幣160億元
- 新建廠房將以先進封裝製程為核心，導入扇外型封裝（FOCoS）與覆晶封裝（FC BGA）技術，廣泛應用於AI、雲端運算及自動駕駛等領域



資料傳輸



高速網路交換機
與路由器



AI伺服器及
高速運算



通用伺服器



無線電信
網路

全球領導者

- **Nvidia AI**資料中心網路交換機PCB的主要供應商，市佔率約為**45%**
- 資料中心PCB市場 第一名
- 22層及以上PCB市場 第一名
- 用於交換機與路由器之PCB 第一名
- L2+ 自動駕駛域控制器用高端 HDI PCB市場 第一名

優質終端客戶

- 全球五大上市**AI**運算基礎設施公司
- 全球五大電信設備公司
- 全球五大汽車一級供應商其中四家
- 與全球部分最大終端客戶保持20年以上關係

尖端技術

- **108層PCB**生產能力已獲實證
- 10層疊層HDI的技術已獲認證
- 量產44層“N+N” PCB
- 量產54層“N+M” PCB
- 量產功率半導體嵌入式PCB

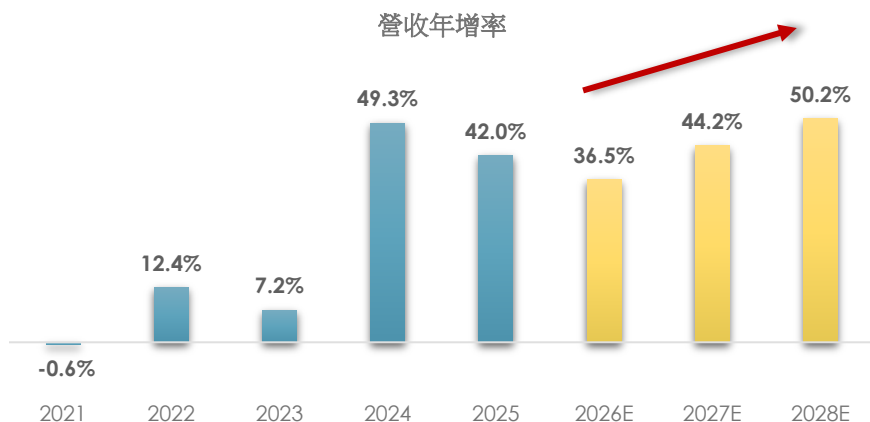
卓越的製造良率

- 憑藉先進的製程控制與深厚工程專業能力，專注於高層數、複雜的**PCB**產品使滬士電子建立相較於同業的明顯良率優勢
- 良率優勢更形成了極高進入門檻，需經多年製程學習及客戶認證的多次迭代才能達到滬士電的水準

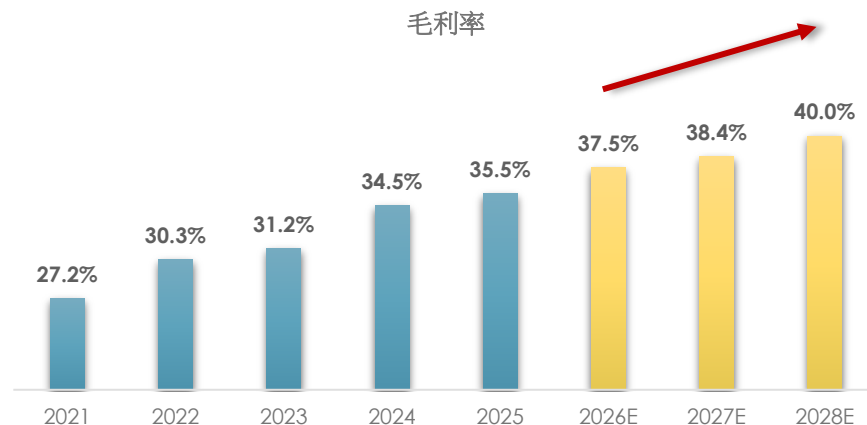
...且過去五年來展現出卓越的成長與報酬率，市場預期此趨勢將持續...

受惠於產品組合轉向AI資料中心應用，滬士電正加速營收成長與利潤率提升

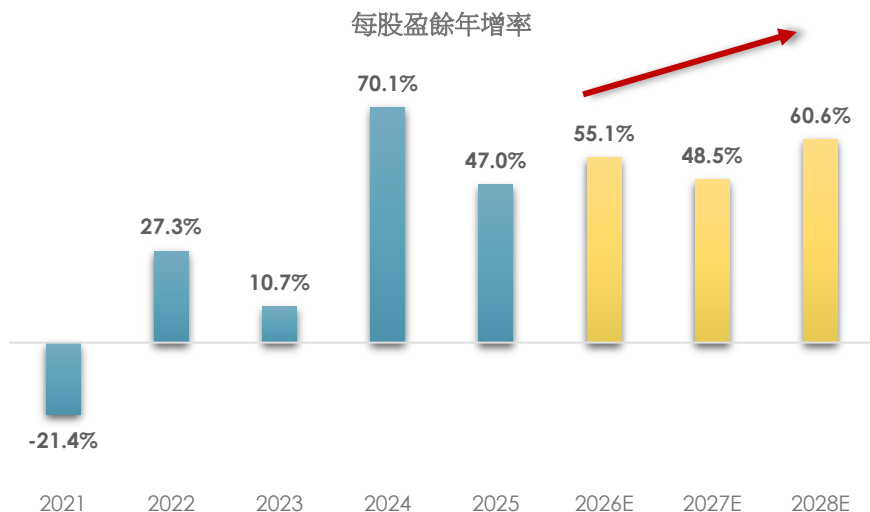
營收年增率



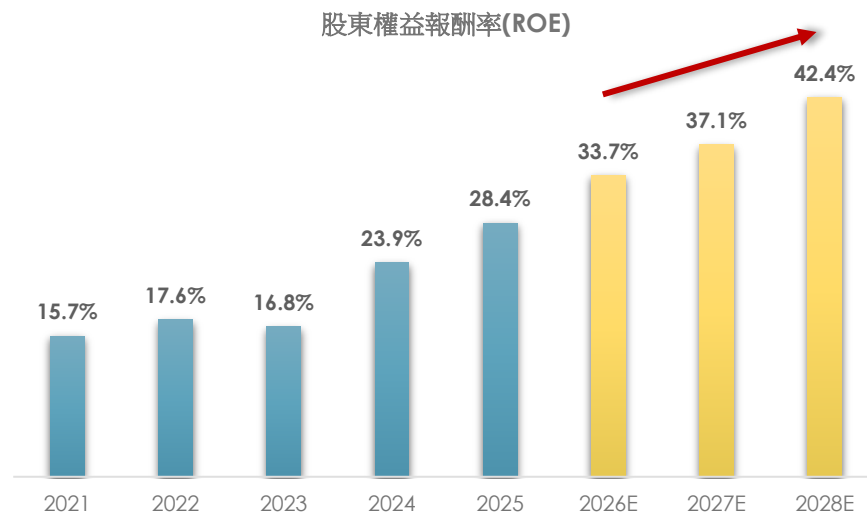
毛利率



每股盈餘年增率



股東權益報酬率(ROE)



資料來源：彭博資訊 (Bloomberg)、券商研究、公司公開資料、Palliser 預估。

註：2026E至2028E的預測值係根據彭博共識預測。



「作為全球第一的交換機／路由器印刷電路板（PCB）製造商，滬士電在高速交換機PCB產品有著高市占率（≥50%），同時也受惠於800G／1.6T交換機滲透率提升的趨勢，我們認為整體競爭結構相對健康。持續取得設計導入（design wins）帶來了另一條增長曲線：AI伺服器PCB。我們預測AI PCB的利潤貢獻將從2025年的約60%上升至2027年的80%。首次給予「買進」評等，目標價為130.00人民幣，對應2026年與2027年預估本益比分別為41倍與26倍，隱含潛在漲幅為33%。」

– Jefferies | 2026年4月20日

「我們預期這系列產能擴張計畫將支撐我們對2027年淨利潤99億人民幣的預估，而根據我們與投資者的對話，買方機構的預期則落在90億至100億人民幣之間。我們亦認為，此舉將有助於消除部分投資者對滬士電的保守看法；我們相信，滬士電正透過擴張產能，在預期中的PCB超級週期來臨前鞏固其市場主導地位。我們採用2027年預估本益比23倍，得出滬士電目標價119.0元人民幣。我們認為，此目標價有其合理性，因其2025-2027年預估獲利年複合成長率（CAGR）達56%，主要驅動因素包括：1) 生成式AI（GenAI）相關PCB在2025-2026年需求所支撐的強勁成長；2) 有利的產品組合帶來的潛在平均售價與毛利率改善；以及3) 憑藉強勁的執行力與交付能力，有助於維持穩健的毛利率。」

– Citi | 2026年4月13日

「我們對滬士電給予『買入』評等，12個月目標價為127人民幣（2027年預估本益比26倍，2027-28年預估淨利潤年增率平均達+48%，且營業利潤率預計將從2025年前9個月的24%提升至2028年的26%）。滬士電是全球領先的PCB供應商，業務範圍從電信設備、網路設備，擴展至AI資料中心的高速網路領域：包括800G／1.6T交換機PCB、機架級AI伺服器的交換板、用於取代銅纜的機架級AI伺服器中板／背板等。滬士電的客戶涵蓋全球領先的GPU AI伺服器及ASIC AI伺服器廠商。該公司2025年前9個月營收增長50%，我們預期此強勁增長態勢將持續，2026-28年年複合成長率可達43%。」

– Goldman Sachs | 2026年1月20日

1 楠梓電 | 最被低估的AI印刷電路板公司

2 楠梓電的估值折價

3 解鎖楠梓電的內在價值

儘管楠梓電的核心資產 — 滬士電，具備強勁的營運表現與成長潛力，楠梓電目前股價相較於淨資產價值仍明顯折價超過70% — 過去五年來最大的折價幅度...

對於楠梓電如此簡單的控股架構，其淨資產價值超過95%集中於一家上市子公司及一項本業核心業務，Palliser認為，楠梓電的淨資產價值折價幅度不應高於最接近的同業，約為20%

楠梓電歷史淨資產價值折價百分比



資料來源：彭博資訊 (Bloomberg)、Palliser 預估。

註：市場數據截至2026年5月28日。淨資產價值 (NAV) 定義為母公司之帳面價值，加上A股上市子公司之扣除資本利得稅後市值。

...為投資滬士電提供極具吸引力的進場股價

Palliser認為，在目前淨資產價值折價逾70%的情況下，楠梓電為投資者提供投資滬士電極具吸引力的進場股價

滬士電股價(人民幣)



資料來源：彭博資訊 (Bloomberg)、Palliser 預估。

註：市場數據截至2026年5月28日。

楠梓電最接近的PCB同業 — 臻鼎科技，其股價相較於淨資產價值僅折價約22%

儘管楠梓電的PCB業務與同業高度可比且持有中國A股上市子公司的高價值股權，楠梓電的估值相較於最接近的同業臻鼎科技仍存在超過3倍的淨資產折價。Palliser認為，其折價幅度若能收窄至與臻鼎科技持平，即可推升股價較目前水準上漲逾169%。

淨資產折價

楠梓電

臻鼎科技

-70.9%

-21.7%

+169%
上漲空間

 **楠梓電子**
Wus Printed Circuit
創立於1972年之台灣PCB公司

股票代號：2316 TT
市值9.7億美金

↓ 持股11.3%

 **沪士电子股份有限公司**
Wus Printed Circuit (Kunshan) Co., Ltd.

股票代號：002463 CH
市值：377.6億美金

 **臻鼎科技**
Zhen Ding Tech.

股票代號：4958 TT
市值：165.5億美金

↓ 持股71.9%

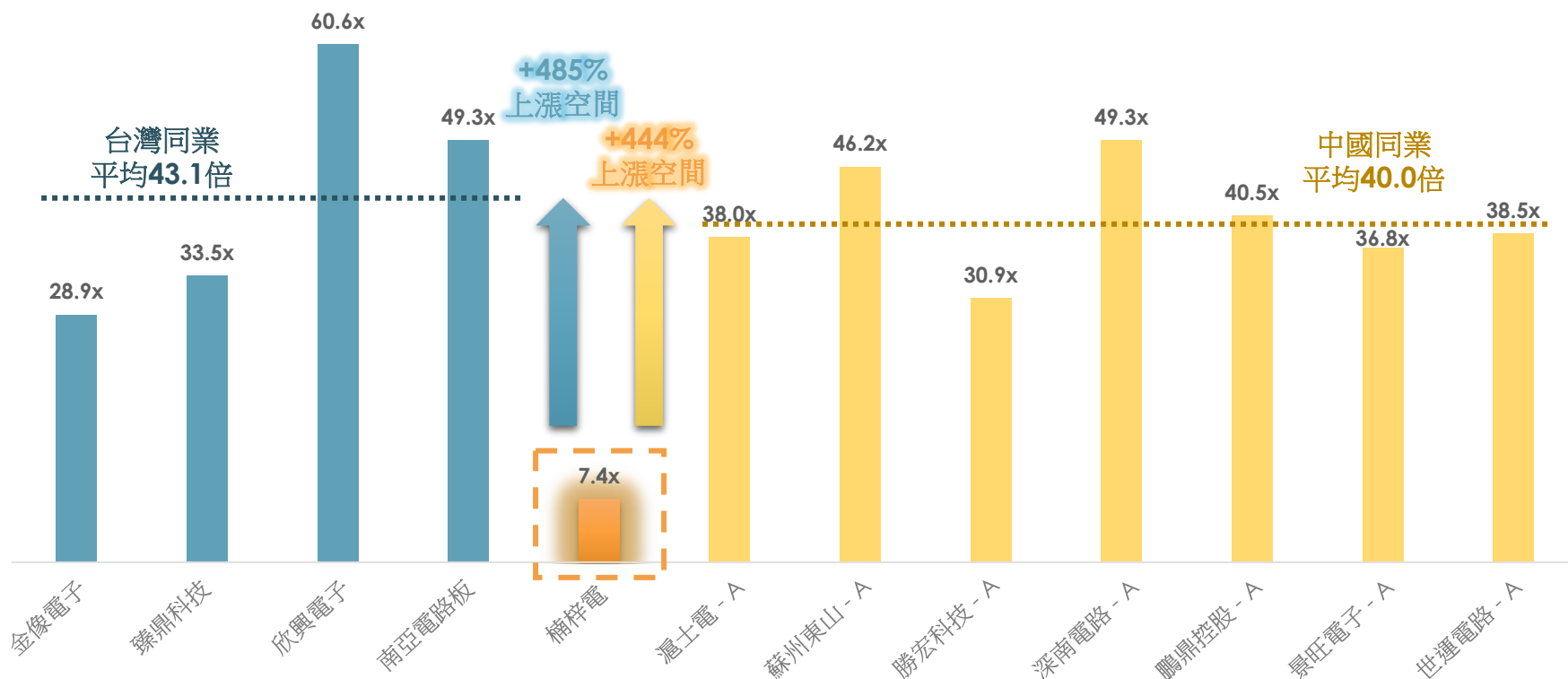
 **鵬鼎控股**
AVARY HOLDING

股票代號：002938 CH
市值：362.4億美金

楠梓電是在AI資料中心領域佔有顯著比重，且具備最低估值的PCB公司

楠梓電的預估本益比僅為7.4倍，使其成為台灣及中國境內涉足AI資料中心領域的PCB企業中估值最低的一家。
Palliser認為，若楠梓電的本益比能根據同業水準重新評估，股價將有400%以上的上漲空間

1BF 本益比



1

楠梓電子股份有限公司 | 最被低估的AI印刷電路板公司

2

楠梓電子股份有限公司的估值折價

3

解鎖楠梓電的內在價值

楠梓電的估值折價不僅形成惡性循環的價值陷阱，亦進一步擴大其在策略執行層面的潛在風險

價值陷阱

惡性循環：低估值／市值 → 研究分析師覆蓋有限 → 機構投資者興趣不足／被動指數資金流有限 → 持續低估值／市值

敵意收購風險

鑑於楠梓電分散的股權結構，加上股價對淨資產價值的大幅折價，很容易吸引投機型收購者，用遠低於公司內在價值的價格提出收購

資本與策略限制

長期遭低估的估值，削弱公司的成長動能與策略彈性。
楠梓電遠低於其內在價值的股價使任何以股票為對價的收購或增資，都可能嚴重稀釋股權，並進一步破壞企業價值

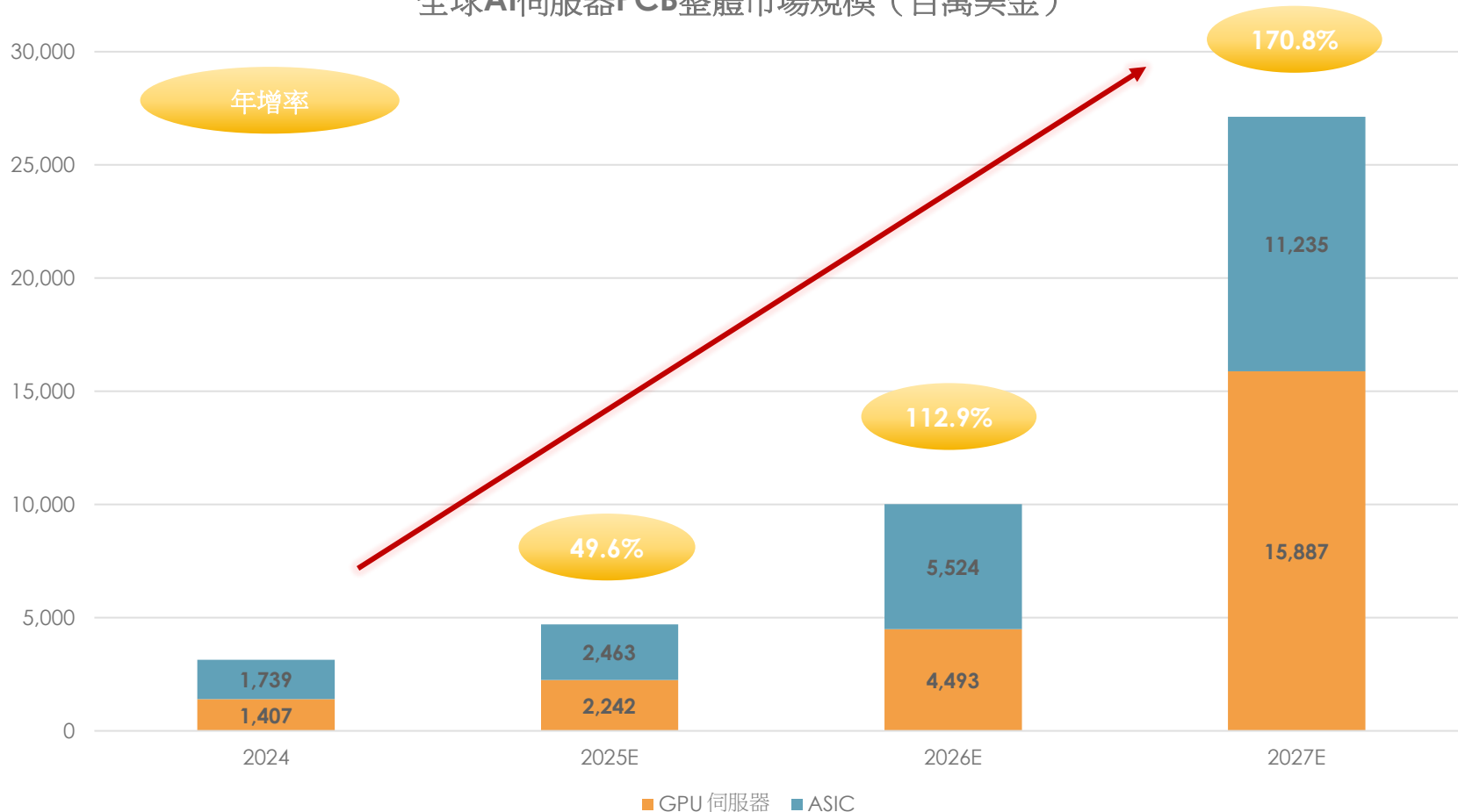
人才與市場地位風險

股價長期被低估也損害公司人力資本及市場能見度。
當股價遠低於內在價值，與股權連結的員工激勵措施便難以發揮作用，對留任及激勵頂尖人才的實際效益有限

楠梓電正處於關鍵轉折點：要實現價值重估，有賴一個明確的AI成長敘事

隨著AI伺服器PCB的整體潛在市場在GPU伺服器與ASIC¹平台上均快速擴張，Palliser認為，楠梓電只有有限的時間窗口透過提升執行力與資訊揭露將基本面轉化為估值提升

全球AI伺服器PCB整體市場規模（百萬美金）



資料來源：券商研究、Palliser預估。

註：（1）GPU指圖形處理器；（2）ASIC指特殊應用積體電路

迫切需要全面檢視現行策略，才能發掘楠梓電的潛在價值，並提升整體企業價值

Palliser建議楠梓電應設立一個獨立的價值提升委員會 –
由多數獨立董事以及獨立的第三方財務、稅務和法律顧問組成 –
以探索各策略方案，最大化企業價值

改善投資者溝通與 資訊揭露

- 協助投資人更深入了解楠梓電當前的業務轉型進展，以及在AI資料中心PCB領域的成長機會
- 提供完整的英文季度投資人電話會議及投資人關係資料，內容準確反映台灣的資訊揭露規範

變現滬士電11.3% 股權

- 評估各種方案，將所持滬士電股權全部或部分變現，包括但不限於市場拋售、鉅額交易及／或在市場向財務型／策略型買家或滬士電出售股權
- 出售所得資金可用於成長性資本支出／研發，以及股東回報，藉此提升企業價值

管理層收購

- 考慮與財務型／策略型買家合作，以公平價格私有化楠梓電，使其得以非公開發行公司身份進行業務重組與優化，為未來在業務條件改善與估值提升後再次公開發行（IPO）或策略出售



Palliser Capital

