

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

奇鋁

(3017.TW/3017 TT)

整合式散熱解決方案之領導業者

增加持股 · 首次評等

收盤價 January 29 (NT\$)	390.5
12個月目標價 (NT\$)	455.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	16.5

焦點內容

- 奇鋁憑藉完整的產品項目吸引伺服器 CSP 客戶之訂單。
- 伺服器營收佔比擴大有助強化 2023-25 年毛利率。
- 奇鋁 2022-25 年獲利可望年複合成長 25%，因此個股評價應高於同業。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	149.7 / 4,786
流通在外股數 (百萬股)：	383.3
外資持有股數 (百萬股)：	159.1
3M 平均成交量 (百萬股)：	8.93
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	106.0 - 390.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	31.7	10.9	259.9
相對表現 (%)	19.4	6.1	238.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.11A	3.10A	3.51A	3.06A
2023	2.85A	3.18A	3.72A	4.37F
2024	3.66F	4.12F	5.28F	5.30F

股價圖



資料來源：TEJ

POLLING NOW!

2024 ASIA (EX-JAPAN) RESEARCH

POLLING DATES: 1 JAN - 3 FEB 2024

請將您珍貴的一票投給凱基！

凱基投顧

向子慧
886.2.2181.8726
angelah@kgi.com

余昀澄
886.2.2181.8013
alex.a.yu@kgi.com
重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

凱基首評奇鋁，給予「增加持股」評等，因其具備數項利多帶動公司 2024-25 年獲利成長，包括 (1) AI 伺服器成長，(2) PC 需求復甦，(3) 技術領先的 3D VC 需求成長，(4) 熱設計功耗 (TDP) 上升帶動液冷解決方案採用，(5) 摺疊手機需求成長帶動子公司富士達 (6805 TT, NT\$498, 未評等) 成長。

評論及分析

AI 伺服器散熱與機箱為 2024-25 年獲利成長動能。散熱業務佔奇鋁 2023 年整體營收的 54%、機箱佔 13%、系統整合佔 23-24%、折疊式智慧型手機樞軸佔 9-10%，各業務營收年增率分別為 2%、3%、14%與 13%，整體營收則成長 6%。我們預期含模組與風扇的伺服器散熱營收將於 2024-25 年分別年增 27%、33%，係因伺服器庫存修正後需求回溫以及 AI 伺服器需求劇增；同時伺服器機殼營收可望年增 30-35%，帶動伺服器相關營收佔比由 2023 年的 31%升至 2024-25 年的 33%、36%。2024-25 年奇鋁的伺服器營收成長率將超越產業整體的個位數增幅，反映伺服器 CPU 與 AI 伺服器 GPU 的 TDP 增加推升散熱模組與風扇均價，其齊全之散熱產品 (散熱模組、風扇與機殼) 具備競爭優勢，吸引各家 CSP 之伺服器訂單。

液冷散熱解決方案將提升獲利率；2022-25 年每股盈餘預料將年複合成長 25%。隨伺服器 CPU 與 GPU 世代更迭，TDP 上升趨勢使散熱解決方案逐步由散熱管升級至熱板 (VC) 與 3D VC，風扇也由單轉扇演進至雙轉扇。尤其在 AI 伺服器單機的散熱元件均價較通用型伺服器成長 4-10 倍。有鑑於 AI 訓練伺服器 (H100/H200/MI300/ASIC) 對 3D VC 的需求漸增，公司將在中國與越南擴充產能，預計月產能將自 4Q23 的 2-3 萬顆增加至 2Q24 季末的 25-30 萬顆。而預期 2024 年底至 2025 年 B100/X100 上市後液冷需求升溫，奇鋁也將規畫推出相關產品 (液冷板、冷卻液分配裝置 (CDU)、風扇門與歧管)。凱基預期公司將跟隨散熱升級潮，而伺服器營收成長將帶動 2024-25 年毛利率上升至 23-25%，每股盈餘則分別上看 18.35 元、22.97 元，高於 2023 年的 14.19 元。除了伺服器外，PC 需求復甦與折疊式智慧型手機需求大增也將驅動 2022-25 年獲利年複合成長 25%。

投資建議

我們首評奇鋁，給予「增加持股」評等，目標價 455 元，基於 2024-25 年平均每股盈餘 20.66 元的 22 倍。公司的競爭優勢將使其較同業評價溢價。

投資風險

PC 與伺服器需求疲弱；新台幣升值；原料成本上漲。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	47,333	56,017	59,194	69,807	85,685
營業毛利 (NT\$百萬)	8,386	10,850	12,421	16,524	21,010
營業利益 (NT\$百萬)	4,827	6,306	7,346	10,831	14,177
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,901	4,162	5,310	7,034	8,804
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.19	18.35	22.97
每股現金股利 (NT\$)	4.30	5.42	6.93	9.18	11.48
每股盈餘成長率 (%)	51.4	43.5	20.4	29.3	25.2
本益比 (x)	47.6	33.1	27.5	21.3	17.0
股價淨值比 (x)	11.1	8.9	8.2	6.9	5.7
EV/EBITDA (x)	23.3	18.1	16.7	12.0	9.4
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	1.1	1.4	1.8	2.3	2.9
股東權益報酬率 (%)	25.2	29.8	31.6	35.3	36.9

資料來源：公司資料，凱基

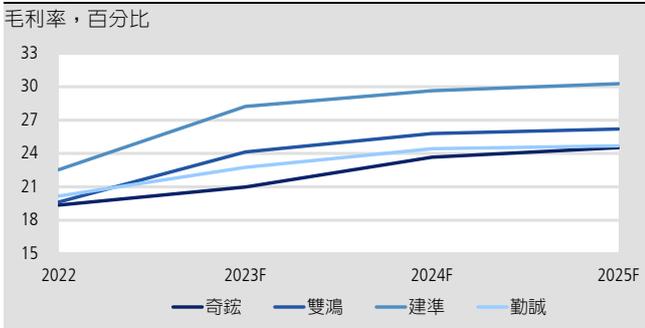
個股評價

凱基將奇鋐納入研究範圍，給予「增加持股」評等，目標價 455 元，相當於 2024-25 年平均每股盈餘 20.66 元的 22 倍。

凱基將奇鋐納入研究範圍，給予「增加持股」評等，目標價 455 元，相當於 2024-25 年平均每股盈餘 20.66 元的 22 倍。我們看好該股的主要原因如下：(1) 伺服器 CPU 平台升級，TDP 隨之上升，進而帶動散熱元件均價上漲；(2) 配備 4-8 顆 GPU 的 AI 伺服器所需的散熱與機構件/機殼規格升級，因此 2024-25 年散熱元件的內容價值將增加；(3) 整合伺服器散熱模組、風扇與機殼產品為奇鋐創造競爭優勢，使公司取得客戶訂單；(4) 伺服器營收佔比預料將自 2023 年的 31% 持續攀升至 2024-25 年的 33%、36%，進而推升營收、毛利率、營利率；(5) 凱基預估奇鋐 2024-25 年每股盈餘將分別達 18.35 元、22.97 元，自 2023 年之 14.19 元成長，2022-25 年的獲利年複合成長率達 25%。

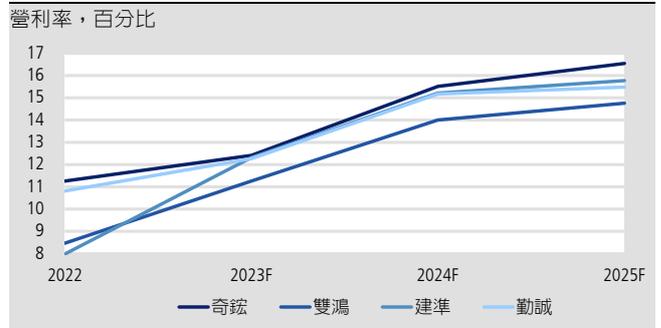
相較於散熱與機殼同業，我們認為奇鋐的產品項目更為完整，且多專精於 IT (尤其是伺服器) 散熱解決方案相關。隨著伺服器營收佔比擴張至 33-36%，我們預期營收與獲利成長趨勢將更為明確。再加上投入折疊智慧型手機業務的子公司富士達，受惠於市場需求升溫，營收與獲利成長將相當穩健，因此我們估計奇鋐 2023-25 年獲利成長性與股東權益報酬率(ROE)將居散熱與機殼同業之領先地位。據此，凱基以較高的之評價 22 倍目標本益比，給予奇鋐目標價 455 元，並預期液冷散熱解決方案升級將為為營收、獲利挹注動能，而公司切入更多車用散熱專案也有利獲利成長。

圖 1: 在伺服器需求與規格升級帶動下，散熱與機殼廠毛利率皆提升



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 2: 營利率走高，主因營收規模擴大與產品組合優化



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 3: 總營收結構 (按應用)

公司	股票代號	總營收(台幣十億元)			年增率 (%)			2024年總營收各應用別比重(%)							
		2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	PC	Gaming/ VGA	智慧型手機	伺服器	網通	車用	其他	合計
奇鋐	3017 TT	59.2	69.8	85.7	5.7	17.9	22.7	32		15	33	12	<1	8	100
雙鴻	3324 TT	13.0	15.7	19.1	(6.4)	21.0	21.5	40	22	5	30		1-3	1	100
建準	2421 TT	13.0	14.9	16.7	(7.7)	14.6	12.3	21			34	10	11	24	100
勤誠	8210 TT	11.2	14.4	18.1	6.5	28.0	26.0	1			99				100

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：同業比較—獲利

公司	股票代號	毛利率(%)			營業利益率(%)			EPS (NT\$)			EPS 成長率(%)			2022-25F CAGR
		2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	
奇鋹	3017 TT	21.0	23.7	24.5	12.4	15.5	16.5	14.20	18.35	22.97	20.5	29.2	25.2	24.9
雙鴻	3324 TT	24.1	25.8	26.2	11.3	14.0	14.8	15.86	21.09	26.47	8.0	33.0	25.5	21.7
建準	2421 TT	28.2	29.6	30.3	12.3	15.2	15.8	5.78	7.08	8.24	33.2	22.6	16.3	23.8
勤誠	8210 TT	22.8	24.4	24.7	12.3	15.2	15.5	8.55	14.13	18.14	2.8	65.2	28.4	29.7

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5：同業比較—評價

領域	公司	代碼	市值 (US\$mn)	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 (%)	
							2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F
冷卻風扇	建準	2421 TT	1,017	117.00	增加持股	130.0	5.78	7.08	8.24	33.2	22.6	16.3	20.2	16.5	14.2	5.2	4.8	4.4	26.8	30.2	32.1	3.5	4.3
	日本電產公司*	6594 JP	22,628	5,602	未評等	N.A.	138.97	282.50	326.66	(40.2)	103.3	15.6	40.3	19.8	17.1	2.4	2.1	1.9	7.0	11.8	11.7	1.3	1.3
	美蓓亞三美公司*	6479 JP	8,772	3,032	未評等	N.A.	181.92	141.50	196.95	7.0	(22.2)	39.2	16.7	21.4	15.4	2.1	1.8	1.7	13.2	8.8	11.0	1.3	1.3
散熱模組 / 冷卻風扇	奇鋹	3017 TT	4,775	390.5	增加持股	455.0	14.19	18.35	22.97	20.5	29.2	25.2	27.5	21.3	17.0	8.2	6.9	5.7	31.6	35.3	36.9	1.8	2.3
	台達電	2308 TT	24,281	293.0	持有	297.0	12.84	13.10	15.16	2.1	2.0	15.7	22.8	22.4	19.3	3.9	3.6	3.3	17.5	16.8	17.8	2.4	2.4
散熱模組	尼得科超眾*	6230 TT	368	133.5	未評等	N.A.	7.47	6.70	7.67	5.2	(10.3)	14.5	17.9	19.9	17.4	N.A.	N.A.	N.A.	10.9	9.0	9.5	N.A.	N.A.
	雙鴻	3324 TT	1,055	374.0	增加持股	445.0	15.86	21.09	26.47	8.0	33.0	25.5	23.6	17.7	14.1	7.0	4.5	3.8	23.0	26.6	28.6	1.8	2.4
	泰碩*	3338 TT	177	63.10	未評等	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.
	鴻準*	2354 TT	2,288	50.70	未評等	N.A.	4.34	5.41	5.71	43.7	24.7	5.5	11.7	9.4	8.9	0.5	0.4	0.4	5.8	7.0	7.1	3.0	4.3
	藤倉有限公司*	5803 JP	2,360	1,178	未評等	N.A.	159.49	149.52	157.21	12.4	(6.3)	5.1	7.4	7.9	7.5	1.2	1.0	1.0	18.5	14.4	12.4	2.3	3.9
機殼	古河電氣工業*	5801 JP	1,254	2,619	未評等	N.A.	219.11	67.31	190.71	52.8	(69.3)	183.3	12.0	38.9	13.7	0.6	0.6	0.6	5.4	0.9	4.6	2.3	2.3
	勤誠興業	8210 TT	1,102	286.50	持有	290.0	8.55	14.13	18.14	2.8	65.2	28.4	33.5	20.3	15.8	6.4	5.5	4.7	19.9	29.2	32.3	1.5	2.6

標* 號為 Bloomberg 市場預估

資料來源：凱基預估

產業概況

伺服器、AI 伺服器、汽車為未來數年帶動散熱解決方案升級的主要應用。

散熱解決方案升級主要來自伺服器與汽車應用

我們預期 AI 伺服器需求強勁成長將加速 2024-25 年採用 3D 熱板 (VC, 氣冷) 與水冷板 (液冷) 作為散熱解決方案。新的汽車功能如具先進駕駛輔助系統 (ADAS) 的自動駕駛亦將提高熱功耗 (TDP), 因而加速汽車產業採用液冷式解決方案。

AI 伺服器需求成長將增加液冷採用

自 ChatGPT 推出以來, AI 伺服器走高趨勢已更穩固, 我們預估訓練 AI (A100/H100/MI300/TPU) 伺服器出貨量 2023 年將年增 56% 至 19.1 萬台, 2024 年將年增 200% 至 57.2 萬台, 隨著每 GPU (A100/H100/MI300) 將額外增加 300-750W, AI 伺服器 TDP 將銳增至 4-7KW。雖然氣冷仍可解決目前的 CPU/ GPU 散熱, 但部分終端用戶 (CSP 或伺服器品牌) 對散熱解決方案會有不同的考量。相較於通用伺服器的熱導管設計, VC 與 3D VC 設計為 AI 伺服器的兩個氣冷設計升級, 但這些升級需要較高的機箱 (6-7U, 包括 GPU 與 CPU 盤), 導致每個機櫃伺服器密度降低, 而 AI 伺服器採用水冷板可增加機櫃密度, 因伺服器機櫃高度可降為 4-5U, 根據 Nvidia (美) 測試, 與傳統氣冷伺服器相較, 資料中心機櫃空間可減少 66% 而達到同樣的運算功率, 再者, 液冷的電力使用效率 (PUE, 為資料中心的「總用電量」與「供應 IT 設備的電量」之比) 為 1.1-1.2 (越低越好), 氣冷則為 1.5-1.6, 可減少機櫃伺服器能源消費 28%。雖然液冷解決方案的均價高於氣冷, 但營運成本可降低, 因為冷卻系統占資料中心整體能源消費約 33%。綜上, 2023-24 年液冷測試案量因而大幅增加, 2024-25 年將進入氣冷與液冷並存的時代。供應鏈預期, 在液冷普及前, 3D VC 將作為過渡性解決方案。

圖 6: 伺服器 CPU 的 TDP 不斷上升, 其中 Genoa CPU 的 TDP 達到 400W (更新至 Birch Stream 與 Bergamo/Siena)

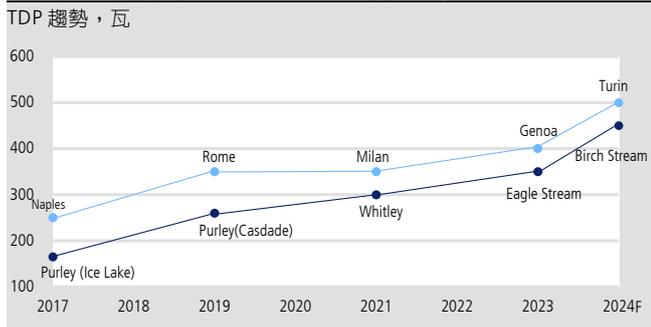


圖 7: AI 伺服器 GPU 的 TDP 走高

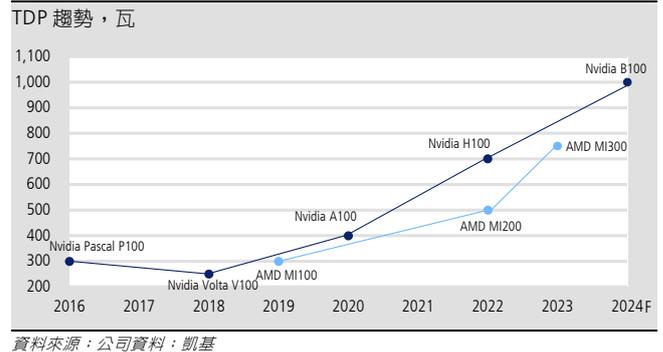
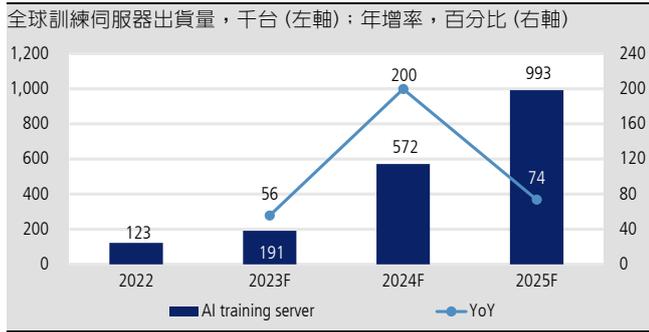


圖 8: Intel 與 AMD 2023-24 年將推出的伺服器平台

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	2024F	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+	120-225W	225-280W	320-400W	320-400W	70-225W	480-600W

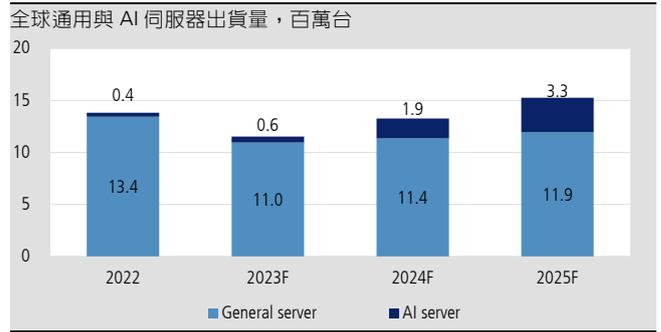
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 9: 訓練伺服器出貨量 2023 年成長為 19.1 萬台、2024 年達 57.2 萬台



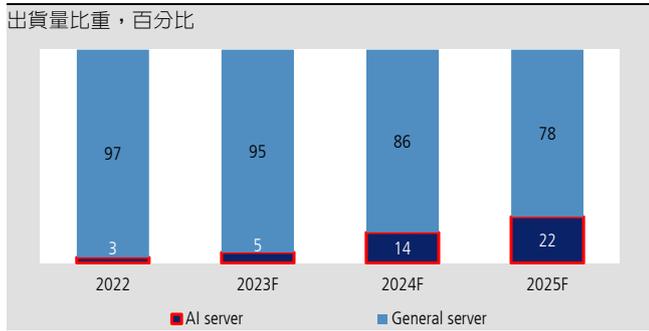
資料來源：Gartner；凱基預估

圖 10: AI 伺服器 (訓練與推論) 帶動伺服器上揚



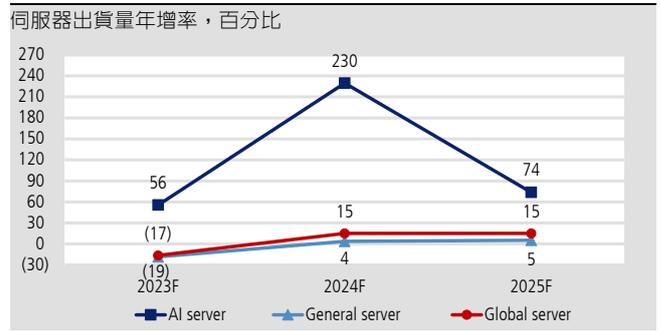
資料來源：Gartner；凱基預估

圖 11: AI 占伺服器比重自 2023 年 5% 提高為 2025 年 22%



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 12: AI 伺服器 2023-25 年成長高於通用伺服器

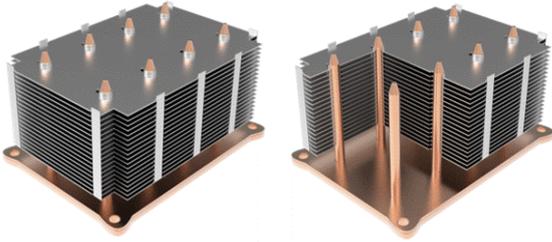


資料來源：Gartner；凱基預估

3D VC 與液冷推升散熱均價與毛利率

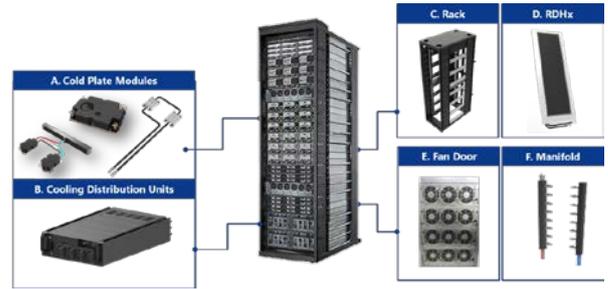
3D VC 為 AI 伺服器 GPU 如 Nvidia 的 H100、H200 與 AMD 的 MI300 主要的散熱解決方案，根據其 TDP 700-750 瓦，氣冷仍為其主要散熱解決方案。因此，市場預估在 AI GPU 需求提升、供應擴大下，3D VC 出貨量將自 2023 年約 60 萬個增加為 2024 年 600 萬個，但當 AI 伺服器 GPU 的 TDP 超過 1,000 瓦時，如將於 2024 年底至 2025 年推出的 B100/X100，其散熱解決方案將逐漸自氣冷升級為液冷，此外，AI 伺服器機櫃包含 GPU、CPU、交換器 (switch)，將產生較多熱，使 TDP 達 4-7KW 以上，使液冷成為較具吸引力的解決方案。閉環式，氣對液的液冷設計具備水冷板模組、冷卻液分配裝置 (CDU) / RPU (reservoir pumping unit)，均價為 3D VC 設計的兩倍，而開環設計 (液對液) 配備許多零配件以解更高 TDP 達 20KW，包括機櫃、背們交換器 (RDHx)、風扇門、歧管與快接頭，均價更高。液冷散熱解決方案 2024 年對利潤率貢獻小，但 2H24-25 則將因 AI 伺服器出貨量增加使貢獻逐步增加。ESG 因素為採用液冷解決方案的動力，係因 PUE 較低。酷碼 (Cooler Master, 台；未上市)、CoolIT Systems (加)、雙鴻科技 (3324 TT, NT\$374, 增加持股)、奇鎡、建準 (2421 TT, NT\$117, 增加持股)、台達電 (2308 TT, NT\$293, 持有) 為液冷主要供應商，將受惠與此趨勢。我們並預期車用 ADAS 趨勢長期將推升液冷需求，係因 ADAS 自 Level 2 升級至 Level 3/4/5。

圖 13: 3D-VC 散熱設計主要應用在 AI 伺服器



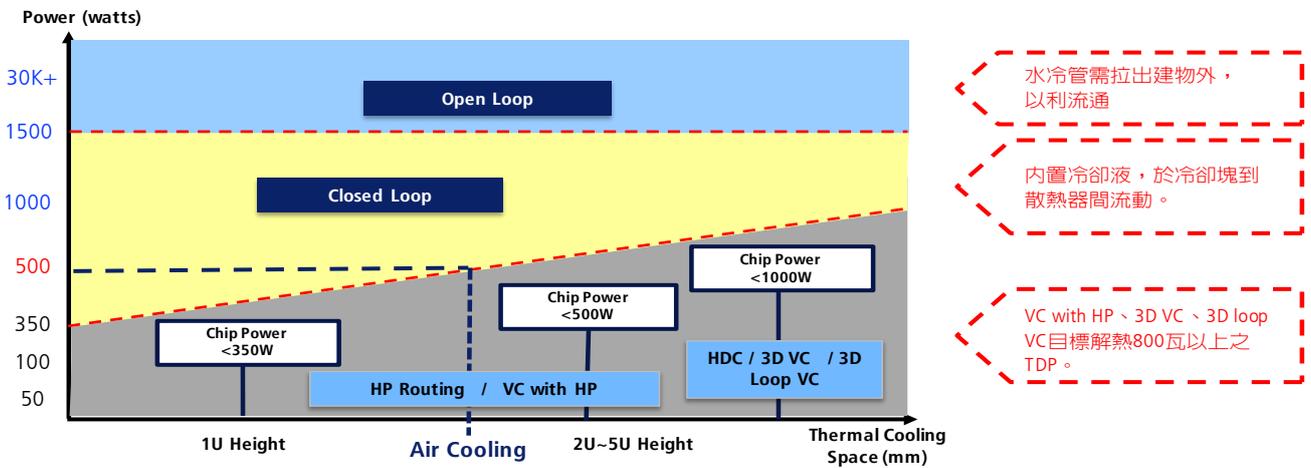
資料來源：公司資料：凱基

圖 14: 六個部件組成的液冷為 AI 伺服器的次世代散熱解決方案



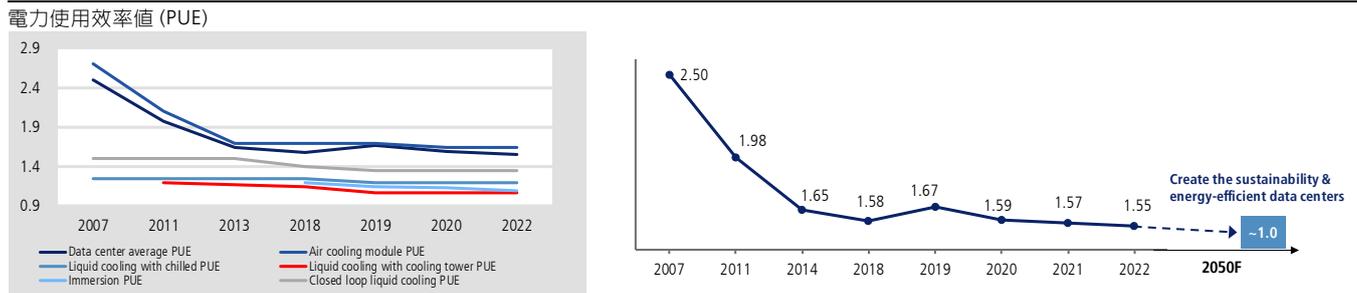
資料來源：雙鴻：凱基

圖 15: 散熱廠商在較高的運算功率下升級至液冷，但也將經由氣冷將散熱極大化至 800 瓦散熱，mm (x 軸)：功率，瓦 (y 軸)



資料來源：雙鴻：凱基

圖 16: ESG 因素將成為採用液冷設計的動力，係因 PUE 較佳



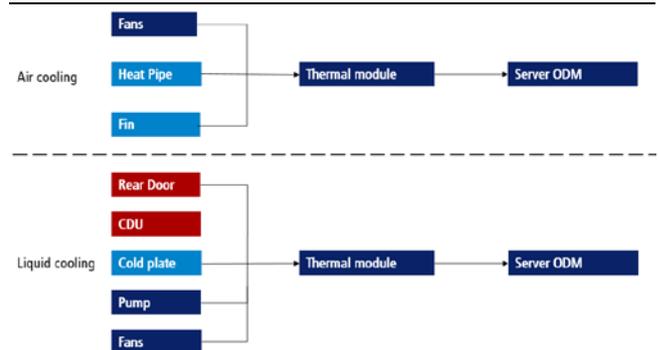
資料來源：雙鴻：凱基

圖 17: 液冷將用於高於 Level 3 的自動駕駛 / ADAS 系統



資料來源：雙鴻

圖 18: 液冷為散熱模組與部分新廠商帶來商機



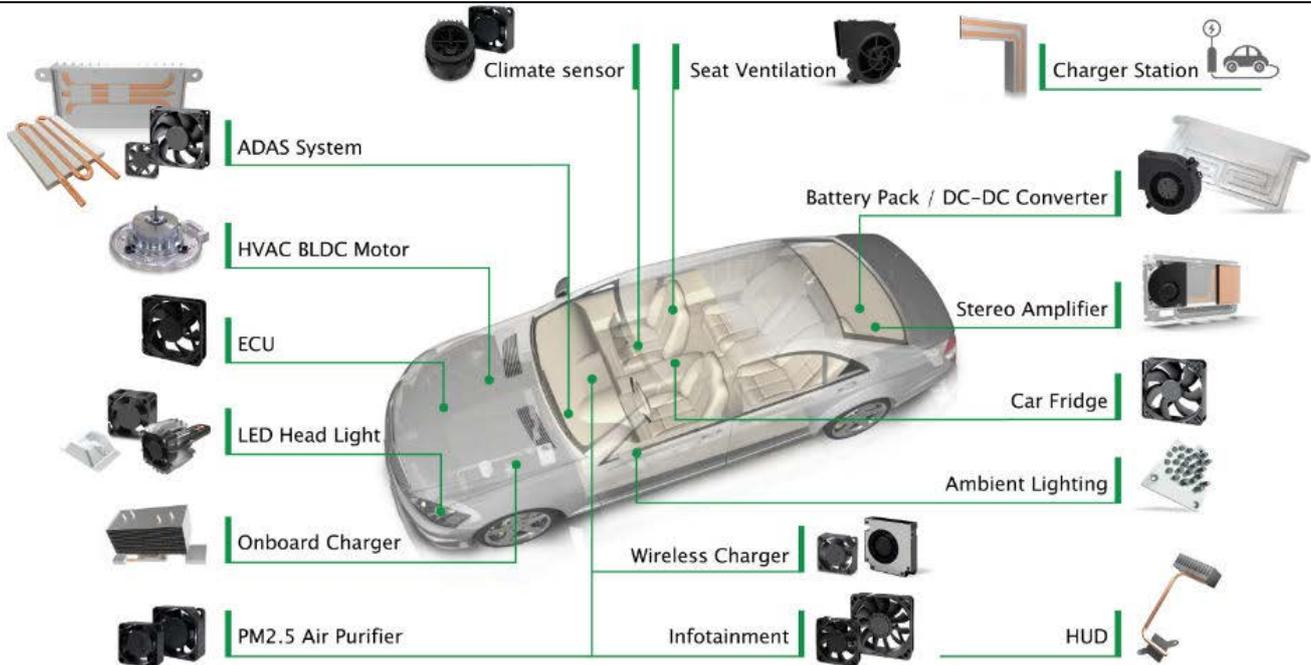
資料來源：凱基

風扇與機箱將受 AI 伺服器上揚趨勢支撐

伺服器 TDP 上升亦將促使風扇（主動散熱解決方案）自單馬達風扇升級為雙馬達風扇以加強散熱，加上 AI 伺服器需要的風扇數增加（4U 者需要 28-31 台），AI 伺服器風扇的總內含價值將高於傳統伺服器 3-5 倍，此趨勢將於 2024-25 年 AI 伺服器需求銳增時提高奇鋹的風扇營收。此外，AI 伺服器需要較高 U 數的機殼設計以置入 GPU，5-7U 是常見於 AI 伺服器的伺服器高度設計，而複雜的設計使原物料成本增加，亦將推高 AI 伺服器機箱均價。我們預期 AI 伺服器均價將為通用伺服器的 4-5 倍，且毛利率也較高。

除 AI 伺服器帶動風扇需求與內涵價值外，風扇的另一個推手是汽車應用。汽車的風扇數可能超過 20 個，遠高於 IT 產品的風扇數，我們預見未來數年汽車電子趨勢，預期車用風扇需求亦將快速成長，這也是風扇廠商將業務範圍自 IT 擴展至汽車以掌握營收成長的好機會。奇鋹目前車用營收貢獻有限（低於 3%），係因公司需要較長的時間發展專案與滲透客戶，但已獲得電動車龍頭客戶的液冷水冷板訂單，與全球第二大汽車集團的 ADAS、熱通風、ECU、IGBT 等風扇產品訂單。我們預期 2024 年公司的風扇營收將年增雙位數，同時，其車用營收預期也維持雙位數營收增長。

圖 19: 汽車需要的風扇將超過 20 台；電動車需要更多電池與 ADAS 風扇



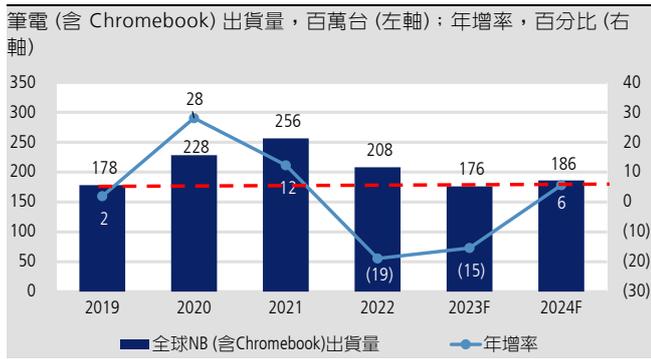
資料來源：建準：凱基

2024 年 PC 需求將復甦

由於總經情況不穩影響 PC 終端需求，我們估計 2023 年全球 PC 出貨量年減 14-15%，為 2021 年出貨高峰 3.42 億台後之谷底，但 PC 通路存貨 3Q23 回到健康水準，品牌也見到高階 PC 如電競筆電需求復甦。展望 2024 年，我們預估全球 PC 需求年增 5.5%（筆電與桌機皆年增 5-6%），係受惠於：(1) 經濟復甦，汰換需求重啟；(2) 微軟 2025 年終止支援 Windows 10，催化升級需求；(3) Intel (美) 2023 年 12 月與 2024 年分別推出筆電與桌機的

Meteor Lake CPU，支援 AI 功能；(4) 2024 年推出 Windows 12, 支援 AI 功能，提高升級需求。我們預期商務與高階消費性 PC 市場將率先見到汰換與升級為 AI 的需求，估計 2024 年全球商務 PC 需求年增 7%，高於消費性 PC 的年增率 3%。奇鋳 2023 年營收約 15-20% 來自 3C (主要為 PC)，隨著 2023 年營收年減 19% 拖累整體營收成長率，我們預期該部門營收應走穩，2024 年營收年持平，而 AI 筆電滲透率於 2H24-25 提高，可望因規格升級推升散熱均價，並帶動 2025 年整體汰換需求更為明顯，我們因而預估 2024-25 年奇鋳 3C (主要為 PC) 營收分別年增 4% 與 5%。

圖 20: 預估 2024 年全球筆電出貨量年增 6%，並超過 2019 年疫情前水準



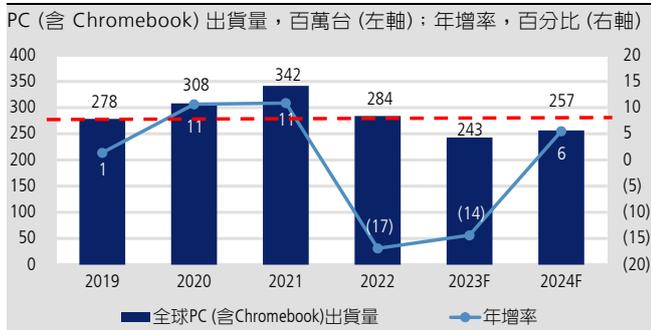
資料來源：Gartner；凱基

圖 21: 預期 2024 年全球桌機出貨量復甦



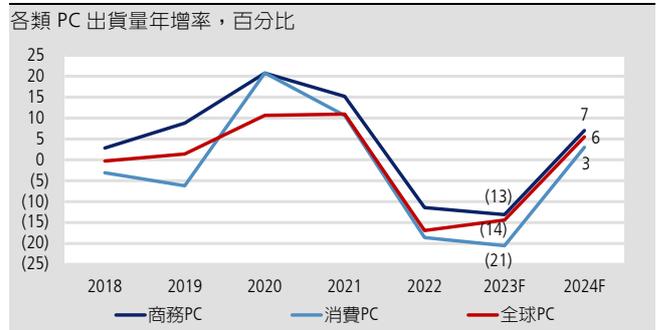
資料來源：Gartner；凱基預估

圖 22: 預估 2024 年 PC 出貨量年增 6%



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 23: 預估 2024 年商務 PC 成長率高於消費性 PC



資料來源：Gartner；凱基預估

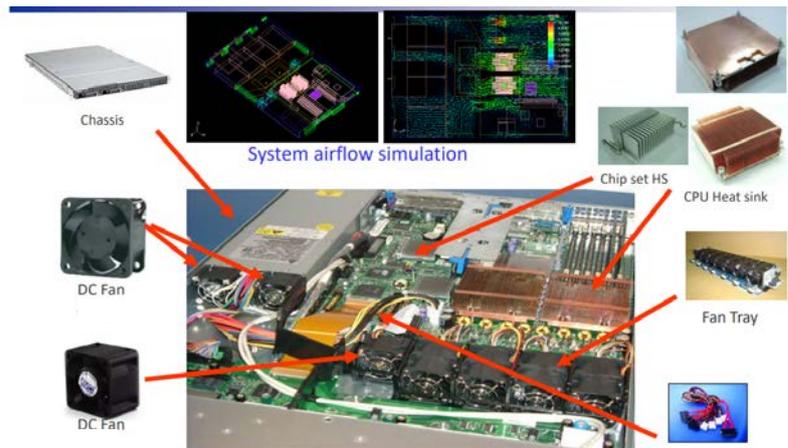
投資主軸

在新專案遞延、新增客戶與新 CPU 平台上市帶動下，伺服器營收擴張將成為 2023 年主要成長動能。

擁有模組、散熱風扇與機殼設計優勢的完整散熱解決方案供應商

奇鋐 2023 年總營收約 54% 來自散熱產品，包括散熱模組（約佔 2023 年總營收 30%）和散熱風扇（24%），而機構件機箱約佔 13%。這些產品皆屬於散熱與機構件事業部（TMG），該事業部整合主動和被動冷卻解決方案與機箱設計，其營收貢獻佔整體營收 67%，並於 2023 年年增 2%。此商業模式別於同業，使公司具有提供客戶一站式散熱解決方案的優勢。有鑑於此，奇鋐結合其具競爭力的專業技術，近年來贏得了 Amazon(美)、Microsoft(美) 和 Meta(美) 等多家伺服器 CSP 的訂單。我們預計 Google(美) 也會在不久後成為散熱和機構件機箱產品客戶。相較於散熱模組業者雙鴻，散熱模組和風扇業者台達電和尼得科超眾 (6230 TT, NT\$133.5, 未評等)，散熱風扇廠商建準和伺服器機箱供應商勤誠 (8210 TT, NT\$286.5, 持有)，此商業模式在散熱同業中非常獨特。我們認為這種整合產品的商業模式將是奇鋐在伺服器 and AI 伺服器供應鏈中的優勢，而此將使奇鋐供應的產品內含價值為每台通用伺服器達 150-280 美元，而 AI 伺服器內含價值更高達 1,500-2,000 美元 (遠高於單一零組件供應的價值)。

圖 24：奇鋐擁有包含模組、散熱風扇與機殼設計的整合式散熱解決方案



資料來源：公司資料；凱基

圖 25：數個零組件與奇鋐產品結合後的 AI 伺服器內含價值

規格	被動散熱 熱管	3D VC	主動散熱 散熱風扇	機構件 機殼	一站式購足 (模組+風扇+機殼)
通用伺服器	4 / 6 units for CPU		7 units / 1U; 28 units / 4U	1/2 U	
AI伺服器	4 / 6 units for CPU	8 units for GPU	32 units / 4U (GPU server)	4-7 U	
ASP (美元)	熱管	3D VC	散熱風扇	機殼	
通用伺服器	30-40 / CPU		4-5 / unit	75-100 / U	
AI伺服器	30-40 / CPU	70-90 / GPU 100/ switch	17 / unit	85-120 / U	
產品內含價值 (美元)	熱管	3D VC	散熱風扇	機殼	
通用伺服器	70		9-10	75-200	150-280
AI伺服器	70	600	520-550	350-800	1,500-2,000

資料來源：公司資料；凱基

伺服器需求復甦與 AI 伺服器出貨擴張將帶動 2024-25 年散熱與機箱營收成長

奇鋐 2023 年整體營收年增 5.7%，散熱相關營收（模組及散熱風扇）年增約 2%至 319 億元，機構件機箱營收年增 2.5%至新台幣 77 億元。我們認為 2023 年散熱與機箱事業部（TMG）營收表現不佳的主要原因是庫存調整期間筆電需求疲軟。奇鋐 2023 年 3C 營收（主要為 PC）年減 19%，營收貢獻從 2022 年約 25% 下降至約 19%。然而，奇鋐 2023 年伺服器營收年增 18%，營收比重約 31%，高於 2022 年的 28%。該營收包括伺服器模組和冷卻風扇（合計約佔整體營收的 21%）和機箱（約 10-11%）。2023 年機箱營收年增 3%，主要應用在伺服器（約佔 11%）和 3C（主要為 PC，約佔 2%）。儘管散熱與機箱(thermal and chassis) 營收增速在 2023 年放緩，但伺服器散熱與伺服器機構件營收同期分別年增 16%及 22%，為增長的主要來源。產品組合優化和伺服器營收貢獻上揚助益 2023 年整體毛利率上揚，有望從 2022 年的 19.4%上升到 2023 年的約 21%。這也是其 2023 年 EPS 年增 25 -30%的主要動能。

圖 26: 伺服器為 2023-25 年奇鋐散熱及機殼產品營收重要成長來源

	營收 (台幣百萬元)				營收年增率 (%)				營收比重 (%)			
	2022	2023	2024F	2025F	2022	2023	2024F	2025F	2022	2023	2024F	2025F
伺服器散熱營收	10,390	12,079	15,099	20,383	38	16	25	35	19	20	22	24
伺服器機構件機殼營收	5,135	6,234	8,230	10,699	31	21	32	30	9	11	12	12
伺服器總營收	15,525	18,313	23,329	31,083	20	18	27	33	28	31	33	36
總營收	56,106	59,194	69,807	85,685	19	6	18	23	100	100	100	100
TMG 營收	37,959	39,420	44,982	54,156	20	4	14	20	67	68	67	64

資料來源：公司資料；凱基預估

➤ 散熱業務

2024 年，我們預計公司將受益於筆電/PC 和伺服器需求復甦，以及 AI 伺服器出貨大幅成長。伺服器將成為主要營收成長催化劑，預計散熱與機箱事業部（TMG）產品 ASP 提高將帶動 2024-25 營收年增 25-35%。鑑於伺服器 CPU 平台升級後 TDP 增加（Intel(美) Sapphire Rapid 和 AMD(美) Genoa 為 350-400 瓦，對比前幾代為 300-350 瓦），且 AI 伺服器搭載 GPU，散熱模組將進行設計遷移從熱管到氣冷式方案中的 VC 或 3D VC，甚至液冷方案中的水冷板。從熱管到 VC 每個散熱模組的 ASP 將擴張逾 50%，從 VC 升級至 3D VC 時將翻倍，從 3D VC 到冷板設計又再次翻倍。再加上 AI 伺服器中每個 GPU 需要額外散熱模組（每台伺服器需要額外 4-8 GPU），隨著新伺服器平台和 AI 伺服器滲透率的擴大，散熱模組 ASP 和數量增加將驅動內含價值的成長。此外，AI 伺服器的散熱風扇也將從單馬達升級為雙馬達風扇，每個散熱風扇的 ASP 擴張 70-90%，而伺服器高度從 1U 增加到 4U 以上，也將使 AI 伺服器的散熱風扇單元增加。每台伺服器的冷卻風扇含量值將比傳統伺服器對應成長 3-5 倍。因此，鑒於公司搭上這一波浪潮，我們正向看待奇鋐 2024-25 年伺服器散熱營收成長，預計 2024 年伺服器散熱營收成長（模組和冷卻風扇）將年增約 25%，2025 年將年增約 35% 左右，對比

2023 年增約 16%。在伺服器營收帶動下，我們預計 2024-25 年總散熱營收將分別成長 11%與 19%，對比 2023 年年增 2%，其中伺服器散熱營收貢獻從 2023 年的 20% 攀升至 2024 年的 22%，2025 年將達逾 24%。產品組合的改善有助奇鋁於散熱業務的毛利率升勢。

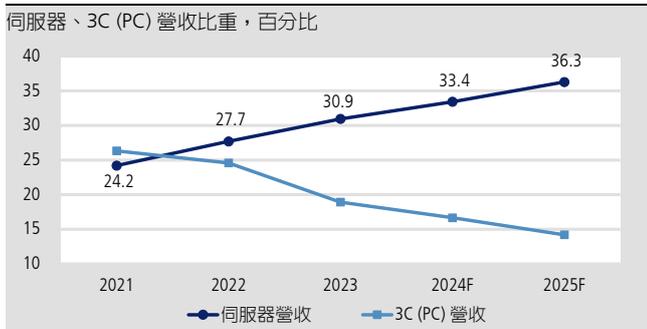
➤ 機箱業務

除了伺服器需求增加帶來的散熱營收成長之外，其機箱營收也將受到伺服器需求復甦和 AI 伺服器成長驅動。AI 伺服器將需要更高的機箱高度（更高的 U）來容納額外的 GPU 插槽模組，因此高 U 的機箱 ASP 將會上揚。我們預估伺服器機箱營收在 2024-25 年將年增 30-35%，對比 2023 年年增 21%，從而將其整體機箱營收貢獻從 2023 年的 13% 提高到 2024-25 年的 14-15%。此外，伺服器終端佔機箱營收比重將自 2023 年的 11% 成長到 2024-25 年的 13-14%，我們也預期機箱在 2024-25 年營收達年增 30-35%。我們相信有利的伺服器機箱組合也將挹注其機箱業務毛利率成長。

➤ 散熱與機箱事業部 (TMG)

我們正面看待奇鋁 2024-2025 年伺服器相關的營收成長，預期含模組與風扇的伺服器散熱營收將於 2024-25 年分別年增 25%、35%，高於 2023 年的 16% 年增率；而伺服器機箱營收預估將分別於 2024-25 年年增 32% 及 30%，同樣高於 2023 年的 22% 年增率。受惠伺服器銷量增加，我們預期奇鋁的散熱與機構件群組營收於 2024 年年增 14%、2025 年年增 20%，皆優於 2023 年的 4% 年增率。

圖 27: 預期奇鋁的伺服器營收比重上揚



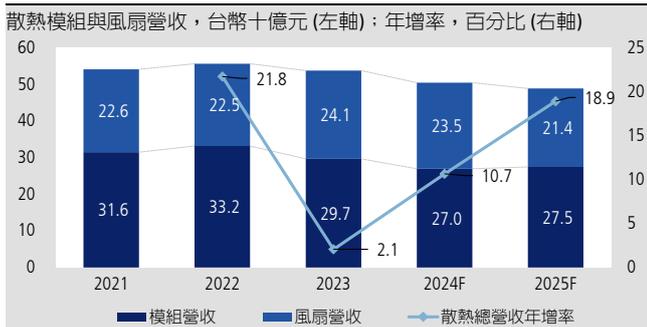
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 28: 伺服器銷售推動散熱與機構件群組營收擴張



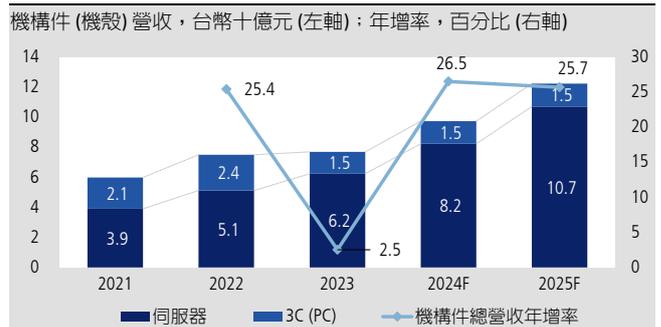
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 29: 伺服器應用帶動包含模組與風扇的散熱營收



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 30: 機箱營收上升主因伺服器成長



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 31：預期 2023-25 年伺服器散熱產品與機殼營收攀升

營收 (台幣百萬元)	應用	營收 (台幣百萬元)					營收比重 (%)					營收年增率 (%)			
		2021	2022	2023	2024F	2025F	2021	2022	2023	2024F	2025F	2022	2023	2024F	2025F
散熱產品 (散熱模組、風扇)	3C	10,395	11,391	9,745	10,135	10,642	22	20	16	15	12	10	(14)	4	5
	網通	6,917	7,284	8,463	8,547	9,402	15	13	14	12	11	5	16	1	10
	伺服器	7,544	10,390	12,079	15,099	20,383	16	19	20	22	24	38	16	25	35
	其他	775	2,141	1,567	1,472	1,501	2	4	3	2	2	176	(27)	(6)	2
散熱產品小計		25,631	31,206	31,854	35,253	41,928	54	56	54	51	49	22	2	11	19
機殼	PC/AIO	2,069	2,377	1,455	1,499	1,529	4	4	2	2	2	15	(39)	3	2
	伺服器	3,911	5,123	6,235	8,230	10,699	8	9	11	12	12	31	22	32	30
機殼小計		5,980	7,500	7,690	9,729	12,228	13	13	13	14	14	25	3	27	26
TMG小計		31,610	37,959	39,420	44,982	54,157	67	68	67	64	63	20	4	14	20
系統組裝與周邊	Tiny PC / AIO	8,955	10,474	10,685	10,898	11,225	19	19	18	16	13	17	2	2	3
	其他	1,746	1,823	3,323	3,778	3,710	4	3	6	5	4	4	82	14	(2)
SIG小計		10,701	12,297	14,007	14,676	14,935	23	22	24	21	17	15	14	5	2
富士通(樞軸)		5,020	5,013	5,767	10,149	16,593	11	9	10	15	19	(0)	15	76	63
合計		47,333	56,017	59,194	69,807	85,685	100	100	100	100	100	18	6	18	23

資料來源：公司資料；凱基預估

1H24 越南廠 3D VC 產能擴張支應 2H24-2025 優異營收成長

鑑於 AI 伺服器需求增長帶動 Nvidia 的 H100/H200、AMD 的 MI300 及 ASIC(如 AWS(美))的 3D VC 設計需求，奇鋐贏得 Nvidia 的 3D VC 供應資格，使其在訓練 AI 伺服器市場具有競爭力，將推升 2024-25 年伺服器散熱營收。公司指出，2023 年 3D VC 潛在市場規模(TAM)約為 60 萬台 GPU，2024 年將達到 600 萬台，其中酷碼（未上市）和奇鋐將為主要供應商。由於預計 AI 伺服器需求強勁，奇鋐將積極地擴張 3D VC 產能，從 4Q23 的 20-30k/月提升到 1Q24 的 30-50k/月，並在 2Q-3Q24 於中國和越南進一步擴大到約 300k/月。因此，其 3D VC 出貨量應從 2023 年的 10 萬成長到 2024 年 200-300 萬，並將滿足 2H24 市場 3D VC 整體需求的 50%左右。我們預計此次產能擴張將提升其在伺服器應用領域的散熱營收，額外貢獻 2024 年營收達 40-50 億元。然而，3D VC 的良率是其毛利率的關鍵，這仍然是 2Q24F 之前的主要挑戰。此次擴張的潛在風險包括產能提升時的生產良率以及生產地從中國轉移到越南時勞動力水準尚待提高。因此，我們不排除 2024 年上半年初期擴產階段毛利率下滑的可能性。但我們預計奇鋐將在 2H24 後看見良好的執行情況，整體伺服器營收比重上升趨勢仍將有利 2024-25 年整體毛利率提升。

圖 32：2024 年中國及越南 3D VC 產能擴張



資料來源：公司資料；凱基預估

富世達折疊式智慧型手機事業將長強勁

奇鈺投資富世達 (6805 TT, NT\$498, 未評等)，持股 19.7%，2023 年富世達貢獻奇鈺 總營收 9.5%。富世達是折疊式智慧型手機軸承之龍頭供應商，營收比重為智慧型手機佔 (83-85%)、筆電(15%)與其他(1%)。折疊智慧型手機軸承是富世達的主要營收催化劑，其 85-90% 營收來自中國智慧型手機品牌華為和美系品牌 Motorola。由於近年來折疊式智慧型手機需求大幅成長，我們預計富世達的營收和獲利成長將成為奇鈺另一項成長動能。

我們預期 2023 年全球折疊式智慧型手機出貨量將達到 2,210 萬支(年增 57%)，而 2024 年將達 3,430 萬支(年增 55%)。華為的全球市佔率達約 10%，僅次於最大的 Samsung(韓)。華為全球折疊式智慧型手機市佔率從 2022 年的 9.4% 上升至 1H23 的 11.9%。在 2023 年 3 月推出的折疊式智慧型手機 Mate X3 推動下，1H23 出貨量年增 418% 至 128 萬支；受惠於 2023 年 9 月華為亮相折疊式智慧型手機 X5 並取得銷售佳績，富世達之 2H23 的營收年增 45%。預計華為將於 2024 年再推出三款新機型（掀蓋式、內折式及外折式），我們預估華為折疊式智慧型手機出貨量將從 2023 年的 300-400 支擴大至 2024 年的 600-700 萬支，有望推動富世達的營收至 101 億元(年增約 80%)，同時筆電需求復甦亦為另一項動能。此外，基於市場共識，受惠產品組合有利（智慧型手機營收比重達 85-90%）、內部 MIM 製造比重提升以及營收規模擴大，富世達的毛利和營益率皆將年增，推動 2024 年 EPS 年增 90% 至 19-20 元。

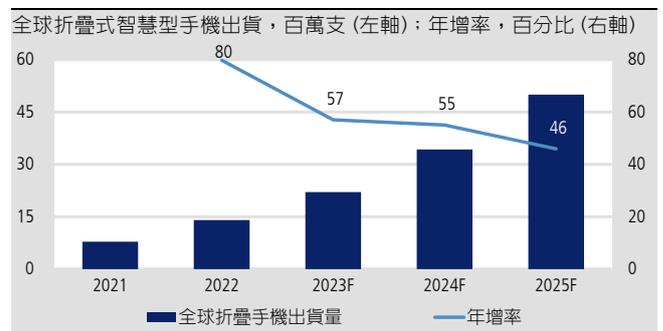
長期而言，我們預計富世達將搭上全球折疊式智慧型手機的升勢，係因華為將推出更多新機型，且富世達今年將滲透至另一美國智慧型手機品牌。此外，公司還計劃將業務拓展至折疊式筆電、電子書、平板電腦等新應用以及伺服器等非 3C 領域。這些動能皆將助益公司長期成長、使其產品組合多樣化，並挹注奇鈺 2024-25 年 EPS 成長。

圖 33：我們預期 2024 年全球智慧型手機出貨將年增 4%



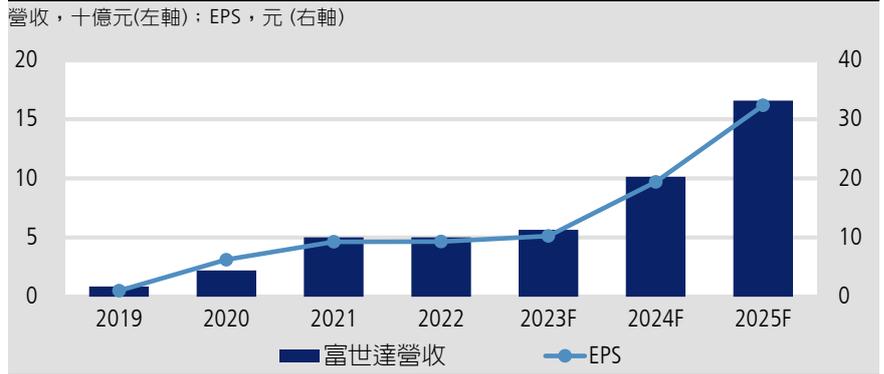
資料來源：Gartner；凱基預估

圖 34：2024 年全球折疊式智慧型手機將迅速成長，超前整體產業



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 35：富世達 2024-25 年營收與 EPS 將強勁成長

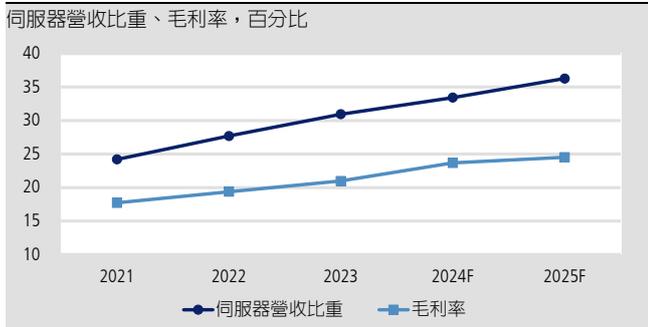


資料來源：Bloomberg；凱基

伺服器營收貢獻擴張將帶動 2024-25 年毛利率趨勢

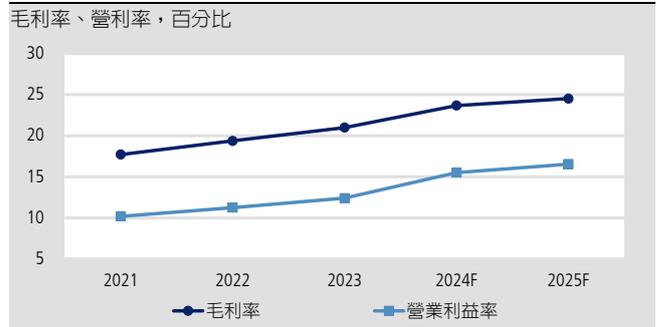
鑑於 AI 伺服器需求攀升趨動伺服器散熱和機構件營收成長，我們預計其伺服器營收貢獻將從 2023 年的 31% 擴大到 2024 年的約 33% 和 2025 年的約 36%。由於伺服器相關業務毛利率將提升，且 AI 伺服器毛利率將進一步成長，疊加其智慧型手機軸承業務(富世達)因產品組合改善毛利率上升的預期，我們預計奇鋳 2024-25 年毛利率將攀升，從 2023 年的 21% 上揚至 2024 年的 23.7% 和 2025 年的 24.5%。再加上 2024-25 年營收將分別成長 18% 和 25%，營運槓桿轉佳將進一步推升營利率，從 2023 年的 12.4% 擴張到 2024 年的 15.5% 和 2025 年的 16.5%，推動 2024-25 年 EPS 分別成長 25-35%，使 2022-25 年的 3 年 EPS 年複合成長率達 25%。

圖 36：伺服器營收比重上升推動營利率於 2024-25 年向上



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 37：預估 2024-25 年毛利與營利率攀升



資料來源：公司資料；凱基預估

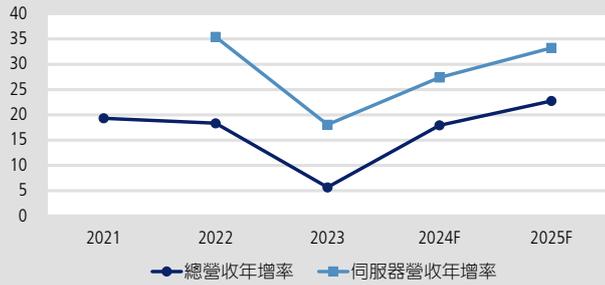
2022-25 EPS CAGR 將達 25%，成長不俗

奇鋳 4Q23 營收季增 6%、年增 13% 達歷史新高。我們預期 4Q23 毛利與營利率約將分別攀升至約 22% 與 14%，EPS 將達新高 4.38 元，而整體 2023 年 EPS 達 14.20 元，略優於市場共識。公司將配發現金股息至少 7 元，股利配發率維持在約 50%

基於 2024 年伺服器營收成長展望(年增約 27%)、網通/交換器與電信(基地台)營收將個位數成長且 3C(PC)營收將持平，我們預估奇鋳營收將年增 14%。在產品組合轉佳與伺服器相關營收貢獻從 2023 年的 31% 攀升至 2024 年的 33% 帶動下，我們預估毛利率將從 2023 年的約 22% 上揚至 2024 年的 23.7%，同一期間營利率將從 12.4% 擴張至 15.5%。2025 年毛利與營益率將分別持續成長至 24.5% 與 16.5%，伺服器與 3D VC 以及 AI 伺服器液冷散熱營收皆將上揚，帶動營收擴張(年增 23%)。我們據此預估奇鋳 2024-25 年 EPS 將分別達 18.35 元與 22.97 元，2022-25 獲利 CAGR 將達 25%。

圖 38: 伺服器營收增長速率持續超過整體成長

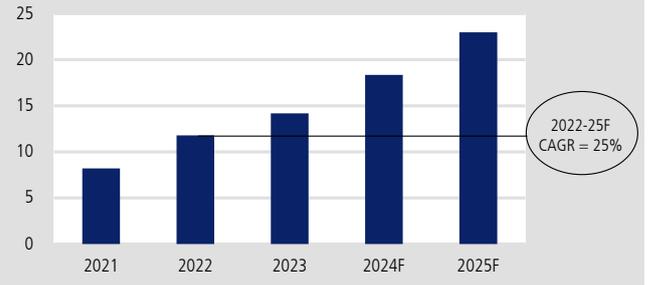
總營收年增率、伺服器年增率，百分比



資料來源: 公司資料; 凱基預估

圖 39: 預期奇鋹 2022-25 年 EPS CAGR 將達 25%

EPS, 台幣元



資料來源: 公司資料; 凱基預估

圖 40: 伺服器、機構件基座及折疊式手機軸承為 2023-25 年的營收動能

營收比重 (%)	2022	2023	2024F	2025F
散熱	56	54	51	49
模組	33	30	27	28
風扇	23	24	23	21
機構件 (機殼)	13	13	14	14
PC系統	22	24	21	17
摺疊手機轉軸 (富士達)	9	10	15	19
合計	100	100	100	100

營收 (台幣十億元)	2022	2023	2024F	2025F
散熱	31.2	31.9	35.3	41.9
模組	18.6	17.6	18.9	23.6
風扇	12.6	14.3	16.4	18.4
機構件 (機殼)	7.5	7.7	9.7	12.2
PC系統	12.3	14.0	14.7	14.9
摺疊手機轉軸 (富士達)	5.0	5.6	10.1	16.6
合計	56.0	59.2	69.8	85.7

營收年增率 (%)	2022	2023	2024F	2025F
散熱	22	2	11	19
模組	24	(5)	7	25
風扇	18	13	15	12
機構件 (機殼)	25	3	27	26
PC系統	15	14	5	2
摺疊手機轉軸 (富士達)	(0)	13	80	63
合計	18	6	18	23

資料來源: 公司資料; 凱基預估

圖 41: 伺服器和折疊式手機推動 2023-25 年營收成長

營收比重 (%)	2022	2023	2024F	2025F
伺服器	28	31	33	36
散熱	19	20	22	24
機構件 (機殼)	9	11	12	12
3C (PC)	25	19	17	14
散熱	20	16	15	12
機構件 (機殼)	4	2	2	2
網通	14	14	12	11
富士達	9	10	15	19
系統組裝	22	24	21	17
其他	3	3	2	2
總計	100	100	100	100

營收 (台幣十億元)	2022	2023	2024F	2025F
伺服器	15.5	18.3	23.3	31.1
散熱	10.4	12.1	15.1	20.4
機構件 (機殼)	5.1	6.2	8.2	10.7
3C (PC)	13.8	11.2	11.6	12.2
散熱	11.4	9.7	10.1	10.6
機構件 (機殼)	2.4	1.5	1.5	1.5
網通	8.0	8.5	8.5	9.4
富士達	5.0	5.6	10.1	16.6
系統組裝	12.3	14.0	14.7	14.9
其他	1.4	1.6	1.5	1.5
總計	56.0	59.2	69.8	85.7

營收年增率 (%)	2022	2023	2024F	2025F
伺服器	35	18	27	33
散熱	38	16	25	35
機構件 (機殼)	31	22	32	30
3C (PC)	10	(19)	4	5
散熱	10	(14)	4	5
機構件 (機殼)	15	(39)	3	2
網通	5	6	1	10
富士達	(0)	13	80	63
系統組裝	15	14	5	2
其他	1,676	10	(6)	2
總計	18	6	18	23

資料來源: 公司資料; 凱基預估

圖 42: 2023-25 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F				2025F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	59,194	5.7	59,066	0.2	69,807	17.9	70,104	(0.4)	85,685	22.7	81,204	5.5
毛利	12,421	14.5	12,361	0.5	16,524	33.0	15,543	6.3	21,010	27.1	18,799	11.8
營業利益	7,346	16.5	7,304	0.6	10,831	47.5	9,743	11.2	14,177	30.9	12,105	17.1
稅前獲利	8,067	24.3	7,877	2.4	11,077	37.3	10,164	9.0	14,411	30.1	12,552	14.8
稅後淨利	5,310	27.6	5,179	2.5	7,034	32.5	6,724	4.6	8,804	25.2	8,328	5.7
每股盈餘 (元)	14.19	20.4	13.84	2.5	18.35	29.3	17.54	4.6	22.97	25.2	21.73	5.7
毛利率 (%)	21.0	1.6 ppts	20.9	0.1 ppts	23.7	2.7 ppts	22.2	1.5 ppts	24.5	0.8 ppts	23.2	1.4 ppts
營利率 (%)	12.4	1.2 ppts	12.4	0.0 ppts	15.5	3.1 ppts	13.9	1.6 ppts	16.5	1.0 ppts	14.9	1.6 ppts
淨利率 (%)	9.0	1.5 ppts	8.8	0.2 ppts	10.1	1.1 ppts	9.6	0.5 ppts	10.3	0.2 ppts	10.3	0.0 ppts

資料來源: Bloomberg; 凱基預估

公司概況

奇鋁為台灣領導散熱與機箱整合公司。公司提供伺服器客戶完整解決方案。

奇鋁(AVC)成立於 1991 年，並於 2002 年 9 月於台灣正式掛牌上市。公司擁有專業研發團隊、創新的專利技術、國家級實驗室、完整的散熱與機構模擬軟體、快速的模具與打樣中心，可以協同客戶設計最佳化解決方案

➤ 生產基地

公司主要生產基地大多為於大陸深圳、武漢、上海、東莞與成都，自 2H23 起部分擴產能張至越南。公司在全球各地設有分支機構與物流倉儲，可以作及時的技術支援與售後服務。

➤ 主要產品

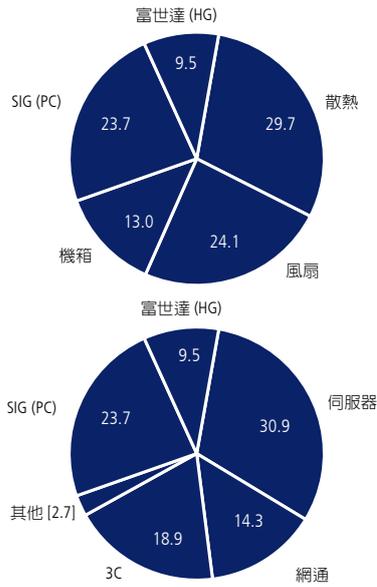
奇鋁產品線包含散熱(模組與冷卻風扇)、機箱、系統整合(PC)與智慧型手機軸承(富世達)，2023 年營收貢獻分別為 54%、13%、22%與 9%。營收比重(依應用)方面，伺服器、電信 3C (PC)分別達 2023 年整體營收的 31%、14% 及 19%，其餘為系統整合與折疊式智慧型手機業務，2023 營收貢獻比重分別為 24%與 10%。

奇鋁散熱介決方案包含直流(DC) 風扇、節能(EC) 風扇、薄型離心扇以及風扇陣列、主動式散熱器、熱管與均溫板、遠端熱交換器(熱管式及水冷式)、熱交換器(氣對氣/氣對水/水對水)與壓縮機熱交換器等。透過這些產品與冷卻技術的應用，加上奇鋁強勁的散熱模擬與分析能力，公司提供客戶可應用於電腦、通訊設備、能源、車用與交通運輸，以及工業冷卻應用領域的冷卻解決方案。

奇鋁致力於 PC 相關系統產品的設計與製造，同時跨足伺服器機箱。公司垂直整合相關系統化製造流程，提供客戶專業的產品、服務以及客製化規格的產品，並拓展與變形力學在觸控面板產品上的應用有關的產品線。公司亦擁有包括相關機械零組件在內的多項產品技術專利。公司擁有新材料應用、新製程設計、軸承生產及滑軌零組件等技術，加上產品高變形度及可靠性的需求帶動下，公司軸承產品應用於眾多 3C 產品，包括電腦、通訊及消費性電子(筆電、AIO 電腦、平板、智慧型手機、相機、遊戲機、電子書)、工業產品、醫療設備、以及影印機等。

圖 43: 奇鋳的主要營收來自散熱產品與機殼，皆與散熱解決方案相關

營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 45: 奇鋳的散熱業務包含模組與風扇產品



資料來源：公司資料

圖 44: 奇鋳為冷卻方案供應商



資料來源：公司資料

圖 46: 奇鋳的產品線涵蓋機殼與折疊式智慧型手機軸承(重貼)



資料來源：公司資料

➤ 主要股東

奇鋳的最大股東古河電氣工業株式會社(日)在過去幾年和近期因自身的財務需求而拋售部分股票。然而，其他股東的管理層仍維持穩健。目前，管理層持股 16%，本土機構投資人持股 17%，合格境外機構投資者(QFII)持股 22%。近幾季以來，越來越多機構投資者持有此公司的股份，係因其營運前景明朗。

圖 47: 經營階層的主要股東持股結構穩定

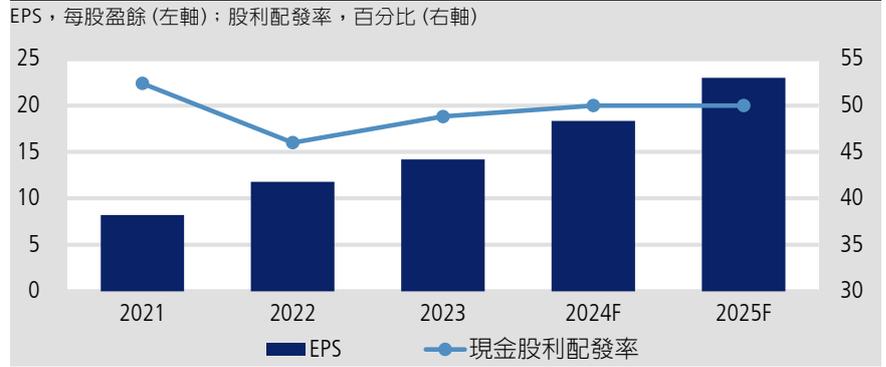
法人名稱	2023/12 持股比例
董監持股	16.2%
日商古河電氣工業株式會社	13.8%
三大法人合計	31.1%
外資	21.6%
投信+自營	9.6%

資料來源：公司資料；凱基

➤ 股利政策

奇鋳過去幾年配息率維持在 45-50%。我們預期公司將維持其股利政策，2023 年 EPS 預估為 14.19 元，2023 現金股息逾 7 元，基於 1/29 收盤價 390.5 元計算，現金殖利率約 1.8%。

圖 48：奇鋳股利配發率穩定於 50%



資料來源：公司資料；凱基預估

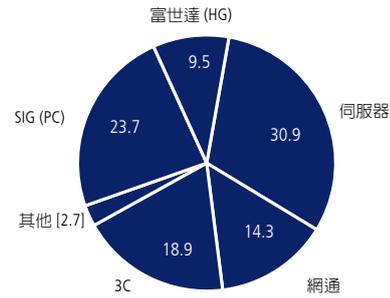
圖 49：公司概況

奇鋳成立於 1991 年，為 3C(佔 2023 年整體營收 43%)、伺服器(31%)與网通(14%)及其他(3%)的散熱解決方案供應商。公司散熱產品包含散熱模組、風散與均熱片(VC)。散熱業務(模組與風扇)佔 2023 年營收 54%。奇鋳其他產品包含機箱與機櫃(佔 2023 年整體營收 13%)與系統組裝與製造介面周邊(24%)，軸承(10%)則來自子公司富世達(6805 TT)。

資料來源：凱基

圖 50：伺服器營收上揚至 2023 年營收的 31%

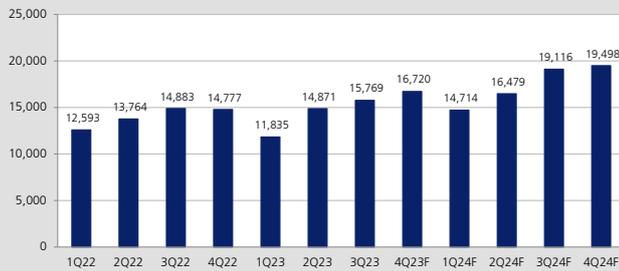
2023 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 51：季營業收入

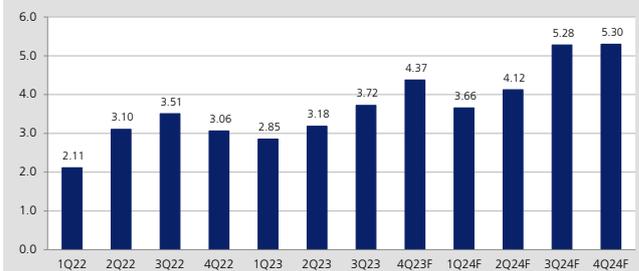
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 52：每股盈利

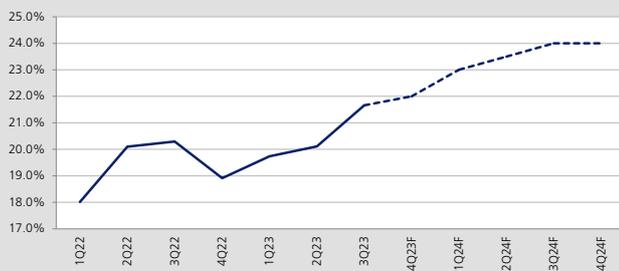
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 53：毛利率

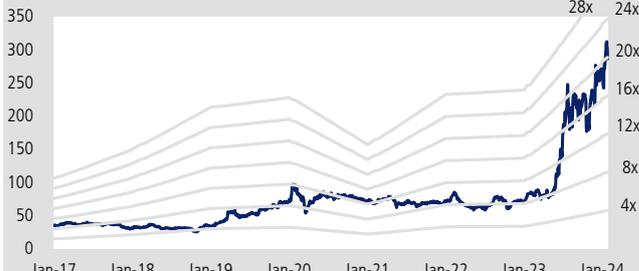
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 54：未來一年預估本益比區間

股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 55：營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 56：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元 (左軸)；股價淨值比，倍 (右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	11,835	14,871	15,769	16,720	14,714	16,479	19,116	19,498	59,194	69,807	85,685
營業成本	(9,498)	(11,880)	(12,353)	(13,042)	(11,330)	(12,607)	(14,528)	(14,819)	(46,773)	(53,283)	(64,675)
營業毛利	2,336	2,991	3,416	3,678	3,384	3,873	4,588	4,680	12,421	16,524	21,010
營業費用	(984)	(1,444)	(1,310)	(1,338)	(1,280)	(1,401)	(1,491)	(1,521)	(5,075)	(5,693)	(6,833)
營業利益	1,352	1,547	2,105	2,341	2,104	2,472	3,097	3,159	7,346	10,831	14,177
折舊	(427)	(452)	(498)	(447)	(583)	(583)	(583)	(583)	(1,824)	(2,332)	(2,843)
攤提	(13)	(14)	(18)	(21)	(16)	(16)	(16)	(16)	(65)	(65)	(65)
EBITDA	1,792	2,013	2,621	2,809	2,703	3,071	3,696	3,758	9,235	13,229	17,086
利息收入	46	121	76	103	100	100	100	100	346	399	378
投資利益淨額	14	-	32	4	9	9	9	9	50	35	35
其他營業外收入	231	340	136	143	75	75	75	75	850	300	300
總營業外收入	291	461	244	250	184	184	184	184	1,246	734	713
利息費用	(116)	(105)	(106)	(98)	(97)	(97)	(97)	(97)	(425)	(388)	(380)
投資損失	-	(26)	-	26	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(90)	-	(24)	14	(25)	(25)	(25)	(25)	(100)	(100)	(100)
總營業外費用	(206)	(131)	(129)	(59)	(122)	(122)	(122)	(122)	(525)	(488)	(480)
稅前純益	1,437	1,877	2,220	2,532	2,166	2,533	3,158	3,220	8,067	11,077	14,411
所得稅費用[利益]	(369)	(532)	(634)	(724)	(606)	(760)	(853)	(883)	(2,259)	(3,102)	(4,035)
少數股東損益	(62)	(144)	(160)	(133)	(158)	(193)	(283)	(308)	(498)	(942)	(1,571)
非常項目前稅後純益	1,007	1,201	1,426	1,676	1,401	1,581	2,023	2,030	5,310	7,034	8,804
非常項目	(0)	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,007	1,201	1,426	1,676	1,401	1,581	2,023	2,030	5,310	7,034	8,804
每股盈餘 (NT\$)	2.85	3.18	3.72	4.37	3.66	4.12	5.28	5.30	14.19	18.35	22.97
獲利率 (%)											
營業毛利率	19.7	20.1	21.7	22.0	23.0	23.5	24.0	24.0	21.0	23.7	24.5
營業利益率	11.4	10.4	13.4	14.0	14.3	15.0	16.2	16.2	12.4	15.5	16.5
EBITDA Margin	15.1	13.5	16.6	16.8	18.4	18.6	19.3	19.3	15.6	19.0	19.9
稅前純益率	12.1	12.6	14.1	15.1	14.7	15.4	16.5	16.5	13.6	15.9	16.8
稅後純益率	8.5	8.1	9.0	10.0	9.5	9.6	10.6	10.4	9.0	10.1	10.3
季成長率 (%)											
營業收入	(19.9)	25.7	6.0	6.0	(12.0)	12.0	16.0	2.0			
營業毛利	(16.4)	28.0	14.2	7.7	(8.0)	14.4	18.5	2.0			
營業收益增長	(19.8)	14.4	36.1	11.2	(10.1)	17.5	25.3	2.0			
EBITDA	(15.5)	12.3	30.2	7.2	(3.7)	13.6	20.3	1.7			
稅前純益	(15.0)	30.6	18.3	14.1	(14.5)	17.0	24.7	2.0			
稅後純益	(6.9)	19.4	18.7	17.5	(16.4)	12.8	28.0	0.4			
年成長率 (%)											
營業收入	(6.0)	8.0	6.0	13.1	24.3	10.8	21.2	16.6	5.7	17.9	22.7
營業毛利	3.0	8.1	13.1	31.6	44.9	29.5	34.3	27.2	14.5	33.0	27.1
營業收益	1.2	1.3	19.9	38.9	55.6	59.7	47.1	34.9	16.5	47.5	30.9
EBITDA	2.0	3.2	19.5	32.4	50.8	52.6	41.0	33.8	15.1	43.3	29.2
稅前純益	17.1	11.8	17.4	49.7	50.7	35.0	42.3	27.2	24.3	37.3	30.1
稅後純益	34.9	9.6	15.1	55.0	39.2	31.6	41.8	21.1	27.6	32.5	25.2

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	50,865	60,474	65,908	74,697	86,414
流動資產	38,631	45,486	49,194	56,696	67,681
現金及短期投資	13,671	21,640	24,462	28,639	33,832
存貨	15,618	17,360	17,977	20,423	24,857
應收帳款及票據	6,270	4,730	4,998	5,878	7,234
其他流動資產	3,073	1,756	1,756	1,756	1,756
非流動資產	12,234	14,988	16,714	18,000	18,734
長期投資	445	524	574	609	644
固定資產	7,711	9,694	11,370	12,622	13,320
什項資產	4,078	4,770	4,770	4,770	4,770
負債總額	36,780	43,051	45,332	49,662	55,406
流動負債	27,976	32,880	34,641	37,661	42,580
應付帳款及票據	16,379	14,082	14,583	16,567	20,164
短期借款	5,028	7,970	8,491	8,664	9,100
什項負債	6,569	10,828	11,568	12,430	13,315
長期負債	8,804	10,171	10,691	12,001	12,826
長期借款	5,398	6,589	7,109	8,419	9,245
其他負債及準備	2,214	2,555	2,555	2,555	2,555
股東權益總額	14,085	17,423	20,576	25,035	31,008
普通股	3,533	3,533	3,833	3,833	3,833
保留盈餘	6,681	9,280	11,935	15,452	19,854
少數股東權益	1,672	1,927	2,425	3,366	4,938
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	19.3%	18.3%	5.7%	17.9%	22.7%
營業收益增長	48.1%	30.6%	16.5%	47.5%	30.9%
EBITDA	42.4%	25.3%	15.1%	43.3%	29.2%
稅後純益	51.4%	43.5%	27.6%	32.5%	25.2%
每股盈餘成長率	51.4%	43.5%	20.4%	29.3%	25.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	17.7%	19.4%	21.0%	23.7%	24.5%
營業利益率	10.2%	11.3%	12.4%	15.5%	16.5%
EBITDA Margin	13.5%	14.3%	15.6%	19.0%	19.9%
稅後純益率	6.1%	7.4%	9.0%	10.1%	10.3%
平均資產報酬率	6.3%	7.5%	8.4%	10.0%	10.9%
股東權益報酬率	25.2%	29.8%	31.6%	35.3%	36.9%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	74.0%	83.6%	75.8%	68.2%	59.2%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	33.6	24.8	20.0	29.5	39.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	19.5	32.5	15.9	20.7	25.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.5	1.1	0.8	0.9	1.0
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
速動比率 (x)	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	(2,489)	(5,490)	(7,271)	(9,964)	(13,896)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.19	18.35	22.97
每股現金盈餘 (NT\$)	8.04	25.02	18.07	21.01	24.74
每股淨值 (NT\$)	35.13	43.86	47.35	56.53	68.01
調整後每股淨值 (NT\$)	35.13	43.86	48.50	56.53	68.01
每股營收 (NT\$)	133.97	158.55	158.16	182.12	223.54
EBITDA/Share (NT\$)	18.12	22.70	24.67	34.51	44.57
每股現金股利 (NT\$)	4.30	5.42	6.93	9.18	11.48
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.03	1.01	0.94	0.99	1.06
應收帳款周轉天數	48.3	30.8	30.8	30.8	30.8
存貨周轉天數	146.4	140.3	140.3	140.3	140.3
應付帳款周轉天數	153.5	113.8	113.8	113.8	113.8
現金轉換周轉天數	41.2	57.3	57.3	57.3	57.3

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	47,333	56,017	59,194	69,807	85,685
營業成本	(38,947)	(45,167)	(46,773)	(53,283)	(64,675)
營業毛利	8,386	10,850	12,421	16,524	21,010
營業費用	(3,559)	(4,544)	(5,075)	(5,693)	(6,833)
營業利益	4,827	6,306	7,346	10,831	14,177
總營業外收入	383	869	1,246	734	713
利息收入	26	88	346	399	378
投資利益淨額	17	37	50	35	35
其他營業外收入	340	744	850	300	300
總營業外費用	(442)	(686)	(525)	(488)	(480)
利息費用	(146)	(272)	(425)	(388)	(380)
投資損失	(17)	(4)	-	-	-
其他營業外費用	(279)	(410)	(100)	(100)	(100)
稅前純益	4,768	6,489	8,067	11,077	14,411
所得稅費用[利益]	(1,438)	(1,871)	(2,259)	(3,102)	(4,035)
少數股東損益	(429)	(456)	(498)	(942)	(1,571)
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	2,901	4,162	5,310	7,034	8,804
EBITDA	6,404	8,022	9,235	13,229	17,086
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.19	18.35	22.97

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	2,841	8,840	6,764	8,054	9,484
本期純益	2,901	4,162	5,310	7,034	8,804
折舊及攤提	1,577	1,716	1,889	2,397	2,908
本期運用資金變動	(2,834)	(3,224)	(385)	(1,342)	(2,194)
其他營業資產及負債變動	1,198	6,186	(50)	(35)	(35)
投資活動之現金流量	(2,160)	(4,194)	(3,565)	(3,648)	(3,607)
投資用短期投資出售[新購]	16	(42)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(1,567)	(3,666)	(3,500)	(3,583)	(3,542)
其他資產變動	(609)	(485)	(65)	(65)	(65)
自由現金流	488	(743)	3,228	5,206	7,316
融資活動之現金流量	1,159	2,082	(376)	(230)	(684)
短期借款變動	1,389	2,360	-	-	-
長期借款變動	154	1,927	1,040	1,483	1,262
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(989)	(1,519)	(1,915)	(2,655)	(3,517)
其他融資現金流	605	(686)	498	942	1,571
匯率影響數	(34)	406			
本期產生現金流量	1,807	7,134	2,822	4,176	5,193

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	7.5%	8.1%	8.6%	8.2%	8.0%
- 銷管費用/營業收入	10.2%	11.3%	12.4%	15.5%	16.5%
= 營業利益率	10.2%	11.3%	12.4%	15.5%	16.5%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	4.3	5.5	5.2	5.3	5.6
營業利益率	10.2%	11.3%	12.4%	15.5%	16.5%
x 資本周轉率	4.3	5.5	5.2	5.3	5.6
x (1 - 有效現金稅率)	69.8%	71.2%	72.0%	72.0%	72.0%
= 稅後 ROIC	30.9%	44.3%	46.2%	59.1%	67.2%

資料來源：公司資料，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。