

奇鋹 (3017 TT) AVC

水冷散熱元年

買進 (維持評等)

目標價 (12個月) : NT\$600.0

收盤價 (2024/02/02) : NT\$478.0

隱含漲幅 : 25.5%

營收組成 (3Q23)

Thermal 55%、Chassis 13%、System Assembly 22%
、Hinge 10%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	600.0	380.0
2023年營收 (NT\$/十億)	59.2	59.5
2023年EPS	14.2	14.1

交易資料表

市值	NT\$183,220百萬元
外資持股比率	44.3%
董監持股比率	14.9%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$72.20
負債比	65.8%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	56,017	59,195	74,947	91,649
營業利益	6,306	7,453	11,829	15,404
稅後純益	4,162	5,450	8,078	9,761
EPS (元)	11.78	14.22	21.07	25.46
EPS YoY (%)	43.5	20.7	48.2	20.8
本益比 (倍)	40.6	33.6	22.7	18.8
股價淨值比 (倍)	10.9	8.2	6.6	5.5
ROE (%)	29.3	24.4	29.2	29.3
現金殖利率 (%)	1.1%	1.5%	2.2%	2.7%
現金股利 (元)	5.42	7.11	10.54	12.73

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

- 3DVC 放量出貨，加上越南廠 3 月開始貢獻營收，預估 2024 年 3DVC 出貨量年增 20 倍。
- 美系業者 ASIC 及 AI 伺服器陸續採水冷設計，奇鋹將成為供應商之一，水冷毛利率優於公司平均，預估 2024 年伺服器營收成長 58%。
- 奇鋹為 3DVC/Cold Plate 領導廠，重申奇鋹買進評等，目標價 600 元。

3DVC 陸續出貨，越南廠將於 3 月開始貢獻

奇鋹 4Q23 營收 167 億，季增 6%、年增 13%，受惠於 AI 伺服器及伺服器專案等產品出貨量提升，加上子公司富世達折疊軸承需求大增，帶動產品組合轉佳，預估單季毛利率 22.9%，EPS 4.7 元，季增 27%，年增 55%。展望 1Q24，3DVC 放量出貨，越南廠於 3 月加入量產，美系客戶水冷產品即將出貨，伺服器營收將持續增溫，但消費性產品需求仍未恢復，預估奇鋹 1Q24 營收 150 億元，季減 10%、年增 27%；毛利率 23%；EPS 4.07 元，季減 14%、年增 55%。

2024 年水冷產品陸續量產，帶動營收毛利率雙增

根據調查，美系 CSP 業者陸續開發 ASIC 伺服器，且 Nvidia GH200/GB200 部分機種均將搭載水冷散熱，散熱產業將迎來產品大升級。本中心認為，隨散熱模組升級，3DVC 升級至新世代 Cold Plate 單價將提升一倍，且水冷設計內含更多高單價零組件，如水冷頭、分歧管、冷卻液分配裝置等，將奠定產業地位。奇鋹今年陸續打入多家美系水冷供應鏈，未來將供應更多高階零組件，帶動營運成長。預估奇鋹 2024 年營收 749 億元 (上修 2.9%)、年增 26.6%，毛利率 24.3%，EPS 21.07 元 (上修 11.5%)、年增 48%。

步入水冷散熱元年，重申奇鋹買進評等

奇鋹 2023 年水冷產品營收約 10-11 億元，近期陸續打入多家美系水冷供應鏈，隨水冷散熱世代來臨，預估 2024/25 年水冷營收約 17/27 億元，毛利率優於公司平均，帶動產品組合轉佳。本中心認為，奇鋹為台灣水冷供應鏈領頭羊，Cold Plate 毛利率高達 40%，有助於產品組合轉佳。本中心持續看好 3DVC 及水冷未來展望，長期因晶片 TDP 熱功耗拉高帶動高階散熱需求，因此維持奇鋹買進評等，上修 2024/25 年獲利 12/7%，目標價調上修至 600 元，係根據 25 倍本益比及 2H24-1H25 預估每股盈餘推得。

3DVC 持續出貨，2024 年出貨量將大成長

伺服器晶片 TDP (熱設計功耗)持續攀升，自 2019 年 180-270 瓦一路走高，2023 年伺服器平台 Eagle Stream 及 Genoa TDP 已增至 300-400 瓦，傳統 VC (均熱板)+熱導管已無法負荷，推升高階散熱模組(3DVC)需求。因 3DVC 可解熱到 1,000 瓦，並採用均熱板及熱導管結合而成，透過內部腔體連通，使得內部氣體、液體物質可直接於內部移動，達到最佳的散熱效果，Nvidia H100 GPU 採用 3DVC 設計，該產品單價約為 70-80 美元，較舊款伺服器採用的 VC (均熱板)+熱導管設計高出 1 倍以上。

目前 Nvidia 3DVC 散熱供應鏈僅僅有 Cooler Master 及奇鋁二家供應商，AMD 供應鏈則由奇鋁及雙鴻奪下；本中心認為，今年 AI 伺服器出貨量約為 45 萬台(未包含 ASIC AI 伺服器)，其中 Nvidia 出貨量為 38-39 萬台、AMD 出貨量為 6-7 萬台，且 GH200 伺服器出貨量上看 10 萬台。在訓練型及推論型 AI 伺服器需求維持高檔下，將帶動氣冷及水冷散熱需求增溫，預估今年全球 3DVC 需求量為 60/500-600 萬個，奇鋁出貨約 10/200-300 萬個，市佔率約 40%。本中心預估，奇鋁 2024 年 3DVC 營收將提高至 8%，且毛利率優於公司平均，將帶動產品組合轉佳。

華為、Motorola 帶動營運大幅成長，富世達後市看俏

奇鋁持股 16.87%的富世達業績亮眼，主要業務包含折疊手機、筆電、AR/VR 等相關 3C 產品的軸承組件之研發、生產及銷售，3Q23 營收比重分別為手機 82%、NB 16%、其他 1%。過去幾年折疊手機軸承業務一直是富世達最主要的獲利來源，客戶為華為、Motorola 等品牌廠，筆電軸承及 B2B 業務雖然營收貢獻較低，但客戶也包含華為、DELL、Lenovo 等國際知名大廠。

華為佔公司整體營收約 65-70%，Motorola 約佔營收 15%。富世達折疊手機營收貢獻主要來自華為，富世達在華為折疊手機軸承供應鏈中也扮演重要角色，華為折疊機軸承出貨份額約 60%是由富世達提供，不論是內折、外折及上下折規格的折疊手機，富世達都是主要的供應商，此外，富世達也是華為

Motorola 折疊手機供應鏈中，富世達除了 2022 年第一代折疊手機 Razr 未供貨外，2023 年第二代 Razr 40/40 Ultra 折疊手機的供應商由富世達一家獨得。然 Motorola 目前僅在美國、中國等主要國家銷售，市場未擴及全球，因此 2023 年折疊機市場市佔率尚未達到 10%，不過該品牌廠折疊機在外觀及價格上，仍是性價比較高的折疊機之一。

根據本中心預估，2024 年華為及 Motorola 的折疊手機出貨量為 650 萬支及 200 萬支，加上華為即將在年底推出全球第一台三折版折疊機，在兩家品牌客戶的強勁動能帶動下，富世達將迎來強勁成長週期，預估富世達 2024 年營收 108 億元，佔奇鋁營收約 15%。

圖 1：2023 第 4 季、2024 第 1 季獲利預估調整

(百萬元)	4Q23F		1Q24F		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	4Q23	1Q24
營業收入	16,721	17,029	15,034	14,643	-2%	3%
營業毛利	3,833	3,779	3,464	3,076	1%	13%
營業利益	2,448	2,464	2,094	1,846	-1%	13%
稅前利益	2,803	2,639	2,401	2,053	6%	17%
稅後淨利	1,816	1,762	1,559	1,348	3%	16%
調整後 EPS (元)	4.74	4.60	4.07	3.52	3%	16%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	22.92%	22.20%	23.04%	21.00%	0.7	2.0
營業利益率	14.64%	14.50%	13.93%	12.60%	0.1	1.3
稅後純益率	10.86%	10.30%	10.37%	9.20%	0.6	1.2

資料來源：元大投顧預估

液冷散熱領導廠商，2023 年前三季水冷營收已達 8 億元

根據歐洲氣候政策中的數據中心公約，自 2023 年 6 月 1 日起，全球企業採購伺服器及資料中心，其運轉的電力使用效率(PUE，總用電量與供應 IT 設備的電量之比)不得高於 1.4，2025 年起 PUE 不得高於 1.3；此外，中國要求更加嚴格，當地推動的工業能效提升行動計畫要求，新建置的大型或超大型資料中心 PUE 必須低於 1.25，推升液體冷卻或自然冷卻散熱加速發展，為達成節能減碳目標，本中心預估未來在 AI 資料中心持續建置下，綠色資料中心滲透率將逐步提升。

機櫃式水冷散熱主要是透過液冷分配單元(CDU)把冷水透過分歧管(CDM)輸送到水冷板(Cold Plate)，在經過晶片後將熱氣帶出並流回到機櫃背門，並透過背門上的風扇將熱水降溫後傳導至 CDU。一台機櫃式水冷會用到一台 CDU (約 1,000-5,000 美元)、一個分歧管 CDM (約 1,000-5,000 美元)、2-16 個 Cold Plate (根據 CPU/GPU 數量而定)。

目前，奇鋳液冷產品主要為液冷分配單元(CDU)、水冷板(Cold Plate)，1Q23-3Q23 水冷營收約 8 億元，優於台灣同業雙鴻 1 億元，未來將導入自製生產 CDM 有助於毛利率提升。奇鋳持續開發浸沒式水冷，將是未來伺服器散熱的主力產品，但因浸沒式採用不導電液體，須克服 ESG 議題，然長期成長趨勢確立，技術能力優於台灣同業。

圖 2：散熱族群比較(3Q23)

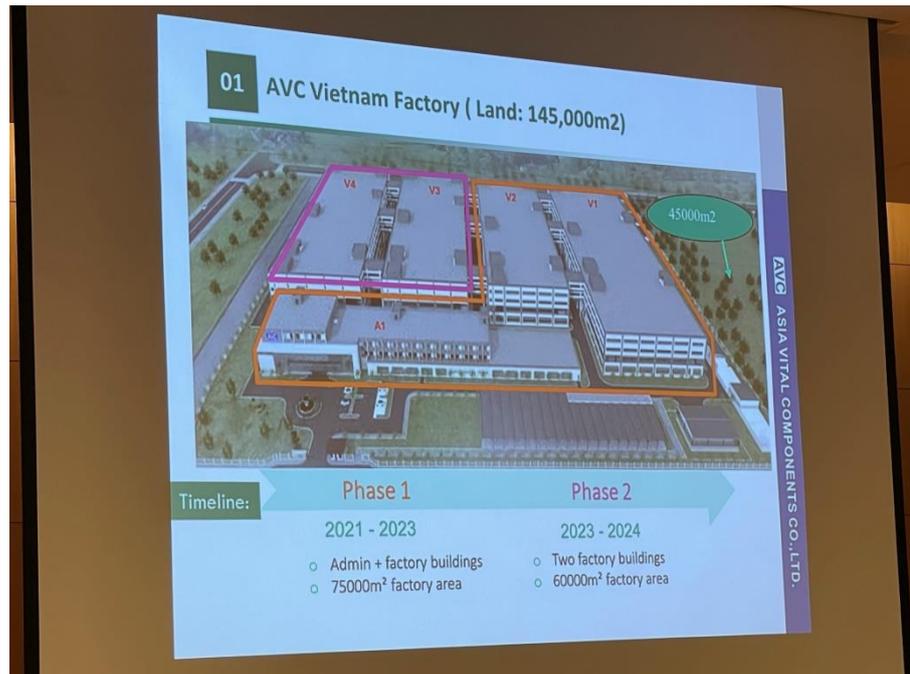
	3017 奇鋳		3324 雙鴻		2308 台達電	
營業收入 (百萬元)	15,769		3,492		107,795	
產品比重	Server	32%	Server	25%	Power	34%
	Telecom	14%	VGA	23%	Fan & Thermal	9%
	PC/NB	20%	NB	39%	Components	9%
	Others	2%	DT	9%	Auto Electronic	13%
	SI	22%	Others	4%	Automation	12%
	Hinge	10%			Infrastructure	23%
液冷營收貢獻 (百萬元)	600		100		766	
液冷營收占 伺服器散熱營收比重	1.6%		2.5%		3.3%	

資料來源：元大投顧預估

越南廠二期於 2Q24 量產

管理層表示，為因應客戶要求，公司已陸續在越南建設廠房，越南廠一期已於今年正式量產，約佔營收 10%，越南廠二期預計將於今年底完工，並於明年初開始量產。奇鋌投資 100 億元積極建設越南產能，越南廠土地面積 145,000 平方呎，完工後約略有 5,000 位員工。越南廠產能設備充足包含射出成型、SMT、沖壓、VC、電鍍等機台皆有設置，預計將以伺服器及網通產品為主要生產項目。越南廠一期為全新自動化設備，可有效降低生產成本，並提高生產效率。目前稼動率已達 75-80%，預計越南 2 期廠預計年底竣工，2Q24 開始試產，將有足夠的產能因應 3DVC 及未來水冷相關產品需求。

圖 3：越南廠建置計畫



資料來源：公司資料

產業概況

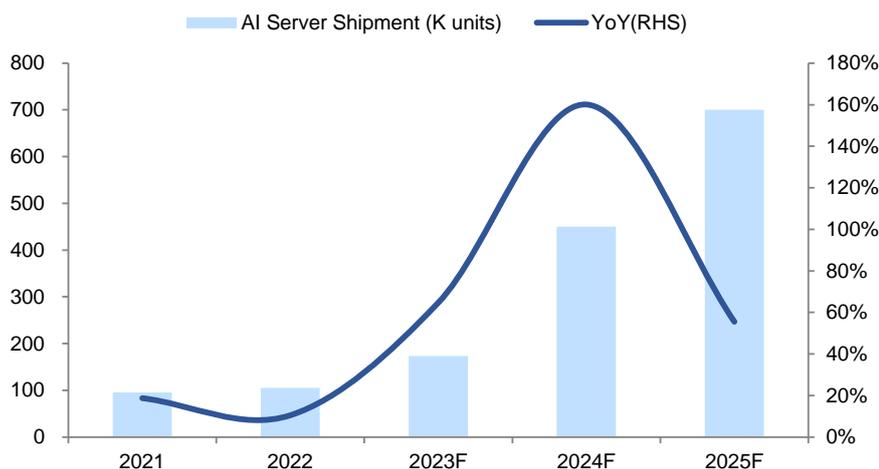
2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

美國四大 CSP 業者於 CY3Q23 法說會中表示，未來資本支出將會持續提升，主要用於伺服器、AI 伺服器及擴大資料中心建設。本季度，Microsoft 的資本支出季增 11%、年增 58%，且 AI 業務貢獻持續提升，資本支出將再加碼以因應未來 AI 大趨勢。Google 資本支出季增 17%、年增 11%，鎖定投資 AI 相關基礎建設及設備，2024 年資本支出也將呈年增長。Amazon 資本支出季增 9%、年減 24%，儘管資本支出呈現年衰退，但用在資料中心基礎建設上的投資仍持續維持年增。Meta 資本支出季增 6%、年減 29%，儘管下修今年資本支出預估(恐減少 AR/VR 投資)，但預估 2024 年資本支出達 300-350 億美元。

美晶片禁令加速中國自研晶片生產，2024 年 AI 伺服器出貨量至 45 萬台

美國商務部先前公佈最新出口大陸晶片管制條例，相關 GPU 包括 A100/A800/H100/H800/L40S 等高階 AI 應用晶片皆需要事先取得美國政府許可後才可出貨，並立即實施。根據調查，中國業者仍有約兩個季度庫存量，且相關 AI 伺服器生產基地位於中國境內，短期並不受晶片禁令衝擊，預計庫存將可用至 2H24，但長期將對中國雲端業者業務比重較高的零組件廠及組裝廠有負面影響。本中心原先預估百度、騰訊、阿里巴巴等中國業者於 2024 年的 AI 伺服器需求為 4-5 萬台，將全數停擺，然中國自研晶片 2Q24 將會問世，預估今年主要出貨給中系 CSP 業者約 2,000-3,000 台。短期而言，中國業者的 AI 伺服器拉貨動能將放緩，但長線而言中國自研 GPU 伺服器出貨量將大幅提升，預估 2024 年全球 AI 伺服器出貨量約 45 萬台，其中 Nvidia 伺服器約 40 萬台、AMD 伺服器約 4.7 萬台、中國伺服器約 0.3 萬台。

圖 4：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

獲利調整與股票評價

重申奇鋁買進評等，目標價 600 元

本中心仍正向看待奇鋁，因 AI 伺服器需求長期趨勢確立，奇鋁為伺服器 3DVC 散熱模組、AI 風扇及水冷 Cold Plate 供應商之一，3DVC 散熱模組單價較一般型伺服器用 VC 散熱模組高 5 倍，水冷 Cold Plate 單價則較 3DVC 散熱模組高出 1 倍。因 AI 伺服器風扇較一般型伺服器用量大幅增加，且雙馬達風扇採用度提高，總價值成長 5 倍以上，未來 AI 伺服器需求大幅提升，有助於伺服器營收大幅成長。

根據調查，美系 CSP 業者開始研發 ASIC 伺服器，部分業者將搭載水冷 Cold Plate 散熱產品，加上 Nvidia 的 GH200/GB200 部分機種也搭載水冷散熱，迎接散熱產品的大升級。奇鋁今年有望打入數家美國水冷散熱供應鏈，2023 年水冷營收約為 10-11 億元，預估今年將會大幅成長至 17 億元，且該產品毛利率大幅高於公司平均毛利率，將帶動產品組合轉佳。

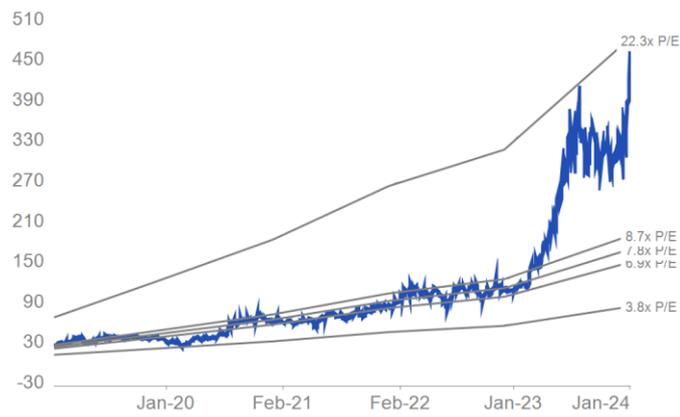
本中心持續看好奇鋁 3DVC 及水冷未來展望，長期而言，在晶片 TDP 熱功耗持續成長趨勢下，高階散熱需求將持續提升，且考慮到奇鋁打入美系 CSP 業者水冷供應鏈，確保明年營收獲利成長無虞，因此維持奇鋁買進評等，將目標價調升至 600 元，係根據 25 倍的 2H24-1H15 預估每股盈餘推得 (前次為 2024 年每股盈餘 x20 倍本益比)。

圖 5：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	59,195	59,503	74,947	72,817	-0.5%	2.9%
營業毛利	12,575	12,521	18,240	16,363	0.4%	11.5%
營業利益	7,453	7,469	11,829	10,234	-0.2%	15.6%
稅前利益	8,337	8,173	13,057	11,062	2.0%	18.0%
稅後淨利	5,450	5,396	8,078	7,244	1.0%	11.5%
調整後 EPS (元)	14.22	14.08	21.07	18.90	1.0%	11.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	21.2%	21.0%	24.3%	22.5%	0.2	1.9
營業利益率	12.6%	12.6%	15.8%	14.1%	0	1.7
稅後純益率	9.2%	9.1%	10.8%	10.0%	0.1	0.8

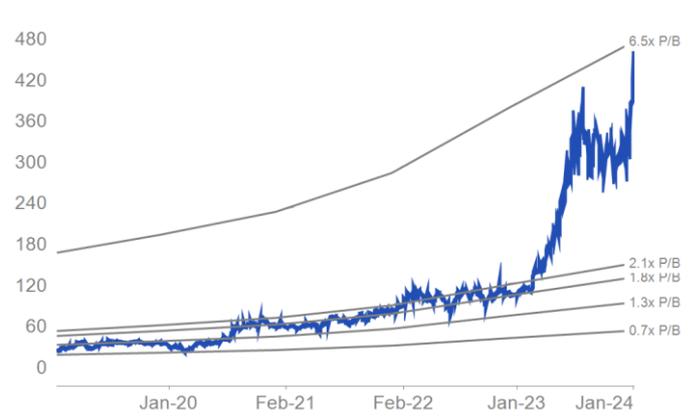
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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 (%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
奇鈺	3017 TT	買進	478.0	5,910	11.78	14.22	21.07	40.6	33.6	22.7	43.5	20.7	48.2
國內同業													
雙鴻	3324 TT	未評等	425.0	1,059	14.7	16.1	19.8	29.0	26.4	21.5	11.9	9.5	23.3
超眾	6230 TT	未評等	147.5	369	7.1	7.5	6.7	20.8	19.7	22.0	75.4	5.2	(10.3)
泰碩	3338 TT	未評等	66.4	178	3.0	2.7	3.5	21.8	24.2	18.8	42.9	(10.2)	28.8
建準	2421 TT	未評等	134.5	1,021	4.3	5.7	7.0	31.0	23.6	19.3	153.7	31.1	22.4
高力	8996 TT	買進	260.5	665	7.6	9.2	13.6	34.3	28.5	19.1	125.4	20.6	49.0
國內同業平均					7.4	8.2	10.1	27.4	24.5	20.1	81.9	11.2	22.6

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)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
奇鈺	3017 TT	買進	478.0	5,910	29.3	24.4	29.2	43.86	58.37	72.20	10.9	8.2	6.6
國內同業													
雙鴻	3324 TT	未評等	425.0	1,059	21.6	23.0	24.8	64.7	72.6	83.3	6.6	5.9	5.1
超眾	6230 TT	未評等	147.5	369	12.2	10.9	9.0	62.1			2.4		
泰碩	3338 TT	未評等	66.4	178	15.0	13.0	16.2	21.1	21.2	22.3	3.1	3.1	3.0
建準	2421 TT	未評等	134.5	1,021	22.8	26.1	28.0	20.7	23.5	26.0	6.5	5.7	5.2
高力	8996 TT	買進	260.5	665	26.2	21.3	27.7	28.92	42.90	49.21	9.0	6.1	5.3
國內同業平均					19.6	18.9	21.1	39.5	40.1	45.2	5.5	5.2	4.6

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)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	11,835	14,871	15,769	16,721	15,034	17,248	19,912	22,754	59,195	74,947
銷貨成本	(9,498)	(11,880)	(12,353)	(12,888)	(11,569)	(13,159)	(14,998)	(16,980)	(46,620)	(56,707)
營業毛利	2,336	2,991	3,416	3,833	3,464	4,088	4,914	5,774	12,575	18,240
營業費用	(984)	(1,444)	(1,310)	(1,385)	(1,370)	(1,497)	(1,674)	(1,870)	(5,123)	(6,411)
營業利益	1,352	1,547	2,105	2,448	2,094	2,591	3,240	3,904	7,453	11,829
業外利益	85	330	115	355	307	308	308	305	884	1,228
稅前純益	1,437	1,877	2,220	2,803	2,401	2,899	3,548	4,209	8,337	13,057
所得稅費用	(369)	(532)	(634)	(788)	(624)	(812)	(993)	(1,179)	(2,323)	(3,608)
少數股東權益	62	144	160	199	218	296	364	494	565	1,372
歸屬母公司稅後純益	1,007	1,201	1,426	1,816	1,559	1,792	2,190	2,536	5,450	8,078
調整後每股盈餘(NT\$)	2.63	3.18	3.72	4.74	4.07	4.67	5.71	6.62	14.22	21.07
調整後加權平均股數(百萬股)	383	383	383	383	383	383	383	383	383	383
重要比率										
營業毛利率	19.7%	20.1%	21.7%	22.9%	23.0%	23.7%	24.7%	25.4%	21.2%	24.3%
營業利益率	11.4%	10.4%	13.4%	14.6%	13.9%	15.0%	16.3%	17.2%	12.6%	15.8%
稅前純益率	12.1%	12.6%	14.1%	16.8%	16.0%	16.8%	17.8%	18.5%	14.1%	17.4%
稅後純益率	8.5%	8.1%	9.0%	10.9%	10.4%	10.4%	11.0%	11.2%	9.2%	10.8%
有效所得稅率	25.7%	28.3%	28.6%	28.1%	26.0%	28.0%	28.0%	28.0%	27.9%	27.6%
季增率(%)										
營業收入	-19.9%	25.7%	6.0%	6.0%	-10.1%	14.7%	15.4%	14.3%		
營業利益	-19.8%	14.4%	36.0%	16.3%	-14.5%	23.7%	25.0%	20.5%		
稅後純益	-6.9%	19.4%	18.7%	27.4%	-14.2%	14.9%	22.2%	15.8%		
調整後每股盈餘	-14.2%	19.4%	18.7%	27.4%	-14.1%	14.9%	22.3%	15.8%		
年增率(%)										
營業收入	-6.0%	8.0%	5.9%	13.2%	27.0%	16.0%	26.3%	36.1%	5.7%	26.6%
營業利益	1.2%	1.3%	19.9%	45.2%	54.9%	67.4%	53.9%	59.5%	18.2%	58.7%
稅後純益	34.9%	9.6%	15.1%	68.0%	54.9%	49.2%	53.6%	39.6%	30.2%	57.1%
調整後每股盈餘	24.4%	1.0%	6.1%	54.8%	54.9%	49.1%	53.6%	39.7%	20.7%	48.2%

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

伺服器、軸承為奇鋳未來主要成長重心

奇鋳科技成立於 1991 年，2019 年進入伺服器市場後，陸續取得中系及美系品牌廠及雲端服務供應商伺服器訂單，營運重心從原本的 PC/NB 散熱業務逐漸轉移至伺服器相關產品，包括伺服器散熱(熱管、VC、3D VC)、伺服器機殼、伺服器導軌及伺服器機櫃，目前伺服器營收比重已來到 25-30%，成為公司最主要業務之一。奇鋳生產基地主要位於中國東莞、深圳、武漢、成都、台灣高雄廠、越南廠，產品分為散熱產品、機箱及系統組裝業務、電子週邊零組件產品，2022 年營收比重為散熱產品 58% (消費性產品 17%、通訊產品散熱 16%、伺服器 24%)、機箱及系統組裝 32%、電子週邊零組件 10%。奇鋳將配合客戶產能分散計畫，中國部份產能轉移至越南，目前客戶需求仍大於產能，預計年底越南廠第二期產能將開出，長期越南廠將朝年營收挑戰 100 億元目標邁進。

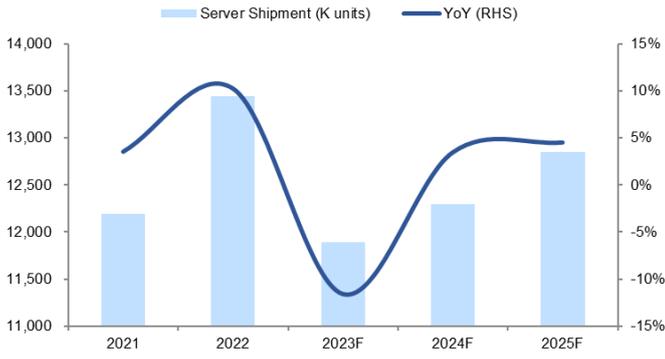
奇鋳的散熱產品包括，CPU 散熱、散熱片、風散、PC/NB 散熱模組、熱交換器、熱管/均熱板、水冷散熱器(水冷板、CDU、浸沒式水冷模組)；機箱及系統組裝業務產品包括 PC/NB 機殼及伺服器導軌(南俊)機殼、機櫃產品，是市場少數能夠提供客戶散熱到組裝的散熱一條龍解決方案，且有能力設計並製造出高散熱效率之散熱模組，並具備成本競爭力的散熱模組供應商。除此之外，奇鋳也持有目前市場少數持續成長的摺疊機軸承供應商富世達 19% 的股份，該公司生產 NB 軸承及手機軸承，主要客戶為全球摺疊機市占率第二的華為。

圖 11：奇鋳產品圖



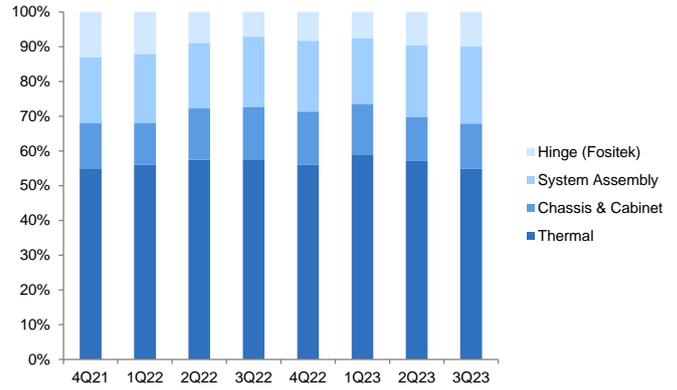
資料來源：公司資料

圖 12：伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

圖 13：營收組成



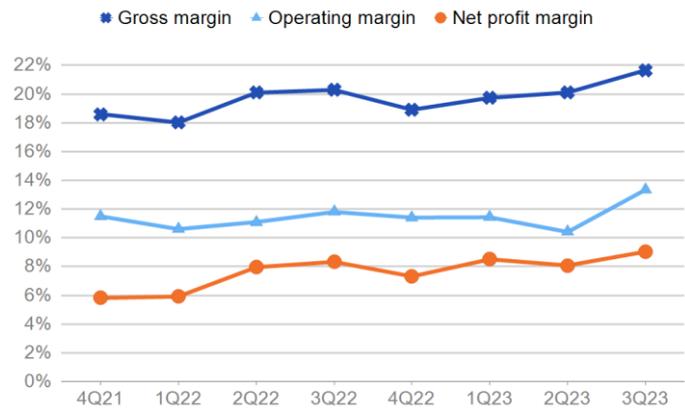
資料來源：公司資料

圖 14：營收趨勢



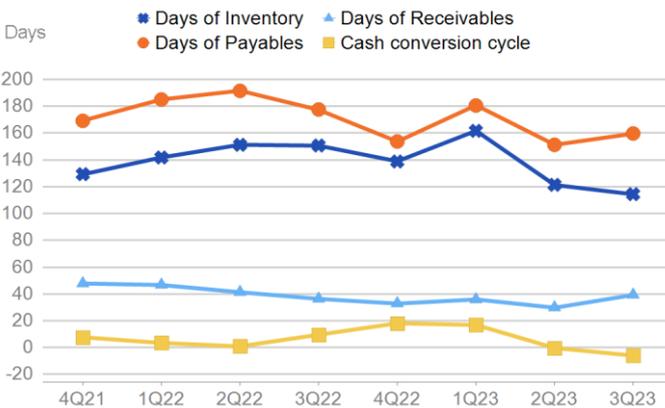
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：毛利率、營益率、淨利率



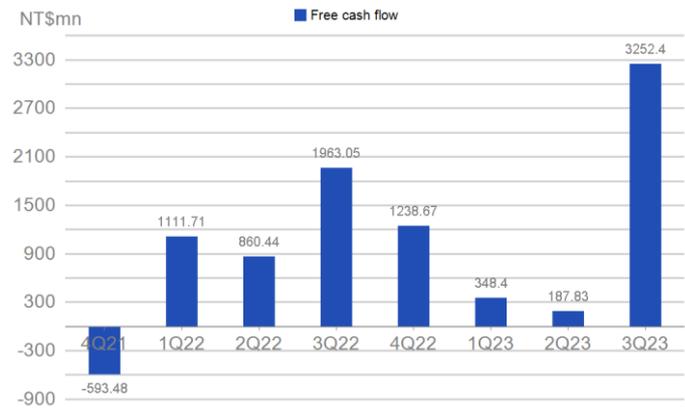
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分：** 奇鋐整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名排行於略微落後的位置，在散熱產業中的公司中排名略微落後同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 奇鋐的整體曝險屬於中等水準，但仍略優於散熱產業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含企業倫理、資料安全以及人力資源等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 奇鋐在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 的揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。

圖 18：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	21.4
在 ESG 議題上的曝險 (A)	36.4
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	43.9
風險評級	中 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	59

資料來源：Sustainalytics (2024/2/3)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

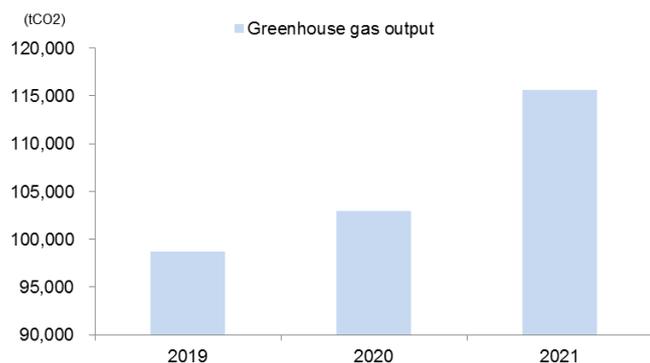
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級： 極低 (0-10) 低 (10-20) 中 (20-30) 高 (30-40) 極高 (40+)

註 3：曝險分數評級： 低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

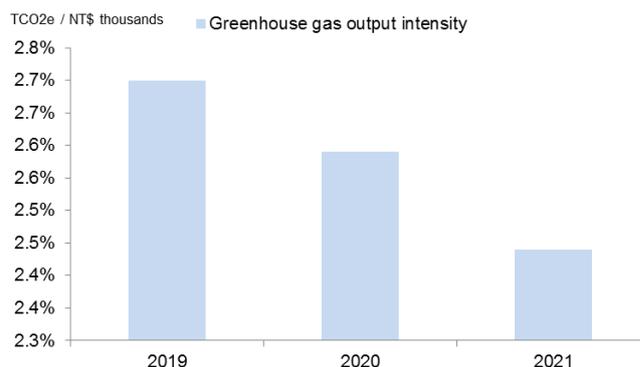
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 19：溫室氣體排放總量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 20：溫室氣體單位排放強度



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	12,915	20,049	24,765	30,054	35,712
存貨	15,618	17,360	16,149	16,956	17,804
應收帳款及票據	6,270	4,730	7,649	8,031	8,433
其他流動資產	3,829	3,348	3,002	3,002	3,002
流動資產	38,631	45,486	51,565	58,043	64,951
採用權益法之投資	224	256	529	529	529
固定資產	7,711	9,694	11,227	11,001	10,758
無形資產	151	134	168	176	185
其他非流動資產	4,148	4,904	4,493	4,583	4,675
非流動資產	12,234	14,988	16,417	16,289	16,147
資產總額	50,865	60,474	67,981	74,332	81,098
應付帳款及票據	16,379	14,082	16,988	17,837	18,729
短期借款	3,837	6,294	6,766	6,969	7,178
什項負債	7,760	12,504	10,765	10,765	10,765
流動負債	27,976	32,880	34,519	35,572	36,672
長期借款	2,998	4,189	5,381	5,381	5,381
其他負債及準備	5,806	5,982	3,604	3,604	3,604
長期負債	8,804	10,171	8,985	8,985	8,985
負債總額	36,780	43,051	43,504	44,557	45,658
股本	3,533	3,533	3,833	3,833	3,833
資本公積	1,260	1,007	3,600	3,600	3,600
保留盈餘	9,065	12,076	15,931	21,284	27,006
什項權益	(1,445)	(1,120)	(990)	(1,044)	(1,101)
歸屬母公司之權益	12,413	15,496	22,374	27,673	33,338
非控制權益	1,672	1,927	2,103	2,103	2,103
股東權益總額	14,085	17,423	24,477	29,776	35,440

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	2023F	2024F	2025F
本期純益	3,330	4,618	6,014	9,449	11,816
折舊及攤提	1,577	1,716	1,759	1,777	1,794
本期營運資金變動	(3,072)	(3,236)	(2,274)	(340)	(357)
其他營業資產 及負債變動	1,007	5,742	(209)	(1,372)	(2,055)
營運活動之現金流量	2,841	8,840	5,291	9,514	11,197
資本支出	(1,567)	(3,666)	(2,409)	(1,500)	(1,500)
本期長期投資變動	8	31	(14)	0	0
其他資產變動	(601)	(559)	322	0	0
投資活動之現金流量	(2,160)	(4,194)	(2,100)	(1,500)	(1,500)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	1,793	4,037	121	0	0
現金增減資	0	0	1,203	0	0
支付現金股利	(989)	(1,519)	(2,078)	(2,725)	(4,039)
其他調整數	355	(436)	(64)	0	0
融資活動之現金流量	1,159	2,082	(818)	(2,725)	(4,039)
匯率影響數	(34)	406	83	0	0
本期產生現金流量	1,807	7,134	2,455	5,289	5,658
自由現金流量	1,275	5,174	2,882	8,014	9,697

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	2023F	2024F	2025F
營業收入	47,333	56,017	59,195	74,947	91,649
銷貨成本	(38,947)	(45,167)	(46,620)	(56,707)	(67,905)
營業毛利	8,386	10,850	12,575	18,240	23,745
營業費用	(3,559)	(4,544)	(5,123)	(6,411)	(8,341)
推銷費用	(632)	(880)	(982)	(1,058)	(1,350)
研究費用	(2,365)	(2,885)	(3,293)	(4,410)	(6,050)
管理費用	(554)	(757)	(803)	(943)	(941)
其他費用	(8)	(22)	0	0	0
營業利益	4,827	6,306	7,453	11,829	15,404
利息收入	26	88	343	320	287
利息費用	(146)	(272)	(379)	(383)	(383)
利息收入淨額	(120)	(184)	(37)	(63)	(96)
投資利益(損失)淨額	17	39	0	0	0
匯兌損益	(38)	68	156	0	0
其他業外收入(支出)淨額	82	261	765	1,291	1,010
稅前純益	4,768	6,489	8,337	13,057	16,317
所得稅費用	(1,438)	(1,871)	(2,323)	(3,608)	(4,501)
少數股權淨利	429	456	565	1,372	2,055
歸屬母公司之稅後純益	2,901	4,162	5,450	8,078	9,761
稅前息前折舊攤銷前淨利	6,491	8,477	9,212	13,606	17,197
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.22	21.07	25.46

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	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	19.3	18.4	5.7	26.6	22.3
營業利益	47.2	30.6	18.2	58.7	30.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	49.0	30.6	8.7	47.7	26.4
稅後純益	60.5	38.7	30.2	57.1	25.1
調整後每股盈餘	51.4	43.5	20.7	48.2	20.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	17.7	19.4	21.2	24.3	25.9
營業利益率	10.2	11.3	12.6	15.8	16.8
稅前息前淨利率	9.8	11.1	12.6	15.8	16.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.7	15.1	15.6	18.2	18.8
稅前純益率	10.1	11.6	14.1	17.4	17.8
稅後純益率	6.1	7.4	9.2	10.8	10.7
資產報酬率	7.2	8.3	8.9	12.7	14.6
股東權益報酬率	26.3	29.3	24.4	29.2	29.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	261.1	247.1	177.7	149.6	128.8
淨負債權益比 (%)	(43.2)	(54.9)	(51.6)	(59.5)	(65.3)
利息保障倍數 (倍)	33.7	24.8	23.0	35.1	43.6
流動比率 (%)	138.1	138.3	149.4	163.2	177.1
速動比率 (%)	76.6	83.4	102.6	115.5	128.6
淨負債 (NT\$百萬元)	(6,079)	(9,566)	(12,619)	(17,704)	(23,154)
調整後每股淨值 (NT\$)	35.14	43.86	58.37	72.20	86.97
評價指標 (倍)					
本益比	58.2	40.6	33.6	22.7	18.8
股價自由現金流量比	143.6	35.4	63.5	22.8	18.9
股價淨值比	13.6	10.9	8.2	6.6	5.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	28.2	21.6	19.9	13.5	10.7
股價營收比	3.9	3.3	3.1	2.4	2.0

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

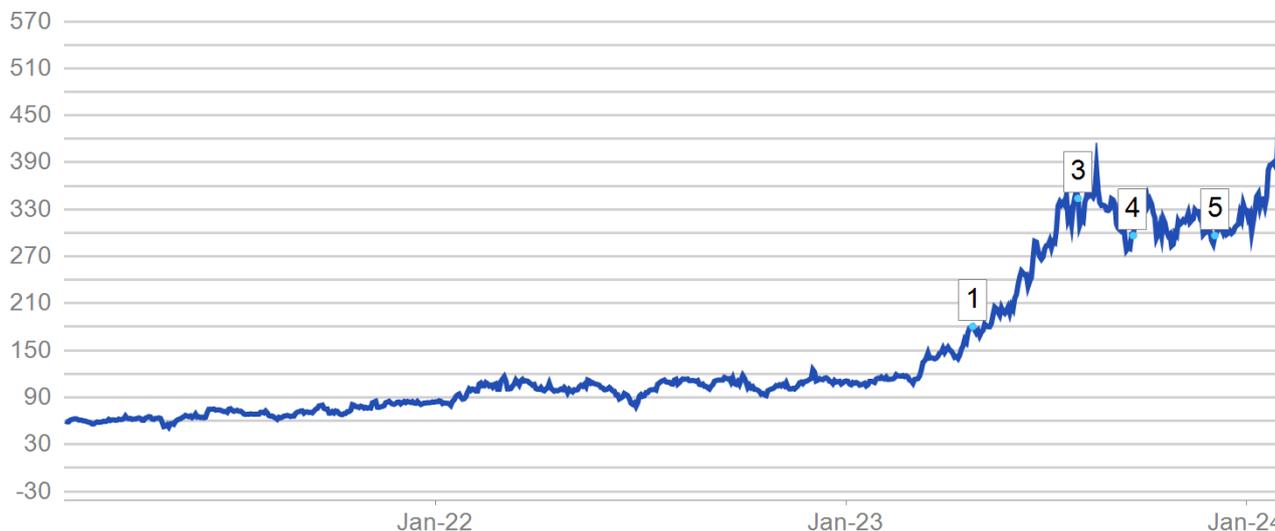
附錄：重要揭露事項

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。

奇鈺 (3017 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	20230509	181.50	230.00	227.03	買進	蘇子錚
2	20230617	247.00	340.00	335.61	買進	蘇子錚
3	20230809	349.00	420.00	414.58	買進	蘇子錚
4	20230925	297.00	420.00	420.00	買進	蘇子錚
5	20231206	296.50	380.00	380.00	買進	蘇子錚

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 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 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>.