

奇鋌 (3017 TT) Avc

水冷散熱元年啟跑，全力拉高零組件自製率

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$765.0

收盤價 (2024/03/11) : NT\$585.0
隱含漲幅 : 30.8%

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\$)	765.0	600.0
2023年營收 (NT\$/十億)	59.2	59.2
2023年EPS	14.2	14.2

交易資料表

市值	NT\$224,230百萬元
外資持股比率	47.3%
董監持股比率	14.9%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$73.12
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	76,341	97,352
營業利益	6,306	7,453	12,320	17,497
稅後純益	4,162	5,450	8,431	11,274
EPS (元)	11.78	14.22	21.99	29.41
EPS YoY (%)	43.5	20.7	54.7	33.7
本益比 (倍)	49.7	41.2	26.6	19.9
股價淨值比 (倍)	13.3	10.0	8.0	6.4
ROE (%)	29.3	24.4	30.1	32.2
現金殖利率 (%)	0.9%	1.2%	1.9%	2.5%
現金股利 (元)	5.00	7.11	11.00	14.71

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

◆ 奇鋌水冷產品已出貨給美系 CSP 業者，帶動 1Q24 產品組合轉佳。

◆ B200/GB200 將導入水冷散熱，奇鋌已有水冷產品製造經驗，未來進入 Nvidia 水冷供應鏈機率高，水冷業務成長可期。

◆ 奇鋌逐步切入水冷散熱的六大關鍵零組件，躋身為水冷散熱解決方案供應商，重申奇鋌買進，目標價 765 元。

ASIC 伺服器導入水冷散熱，帶動 1Q24 產品組合轉佳

根據調查，美系客戶要求將 3DVC 產能自中國遷移，奇鋌已赴越南建置產線，目前進入客戶認證階段，預計 4-5 月放量出貨；另外，美系 CSP 業者陸續開發 ASIC 伺服器產品，除散熱採用 3DVC 氣冷外，部分產品已逐步採用水冷散熱解決方案，帶動 1Q24 產品組合轉佳。預估奇鋌 1Q24 營收 150 億元，季減 10%、年增 27%，毛利率 23%，EPS 4.06 元，季減 14%、年增 55%。

B200/GB200 導入水冷散熱，奇鋌將成為主力供應商之一

Nvidia 執行長黃仁勳 10 日在美經濟高峰論壇中表示，下世代 GPU 將搭載水冷散熱技術。儘管今年下半年推 B100 TDP 為 700w，預計仍採用 3DVC 氣冷散熱，然 2025 年推出 B200 TDP 將提升至 1,000-1,200w，部分機種將搭載水冷散熱，將迎來產業大升級。本中心認為，奇鋌水冷散熱產品已出貨給數家 CSP 業者，未來打入 Nvidia 水冷供應鏈的難度不高，可望成為主力供應商之一，奇鋌水冷產品包括 CDU、CDM、ColdPlate 等皆已自製，該產品毛利率大幅優於公司平均，將帶動產品組合轉佳。預估奇鋌 2024/25 年營收 763/974 億元、年增 29%/27%，毛利率 24.5%/26.5%，EPS 22/29 元，YoY 55%/34%。

未來的水冷解決方案供應商，重申奇鋌買進評等

2024 為水冷散熱元年，奇鋌陸續打入多家美系水冷供應鏈，並提高水冷零組件的自製率，將躋身水冷散熱整體解決方案供應商。預估 2024/25 年水冷營收約 17/40 億元，約佔營收 2.2%/4.1%，毛利率優於公司平均，帶動產品組合轉佳。奇鋌為台灣水冷供應鏈領頭羊，水冷相關產品毛利率高達 40%，有助於產品組合轉佳；另外，子公司富世達下半年將推出華為三折手機的軸承，奇鋌也將一併受惠。本中心看好奇鋌水冷散熱的未來潛力，長期因算力拉升，晶片 TDP 將帶動水冷散熱需求，上修 2024/25 年獲利 4%/16%，目標價調上修至 765 元，係根據 27 倍本益比及 2025 年預估每股盈餘推得(前次為 2H24-1H25)。

3DVC 逐季出貨，水冷產品開始量產

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，今年伺服器平台 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，達到更佳的散熱效果，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 及奇鋌二家供應商，AMD 供應鏈則由奇鋌及雙鴻奪下。

根據調查，奇鋌為因應系客戶要求將 3DVC 產能自中國遷移，已赴越南建置產線，目前進入客戶認證階段，預計 4-5 月放量出貨；另外，美系 CSP 業者陸續開發 ASIC 伺服器產品，除散熱採用 3DVC 氣冷外，部分產品已逐步採用水冷散熱解決方案，帶動 1Q24 產品組合轉佳。預估奇鋌 1Q24 營收 150 億元，季減 10%、年增 27%，毛利率 23%，EPS 4.06 元，季減 14%、年增 55%。

圖 1：2024 第 1 季、2024 第 2 季獲利預估調整

(百萬元)	1Q24F		2Q24F		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	1Q24	2Q24
營業收入	15,034	15,034	17,398	17,248	0%	1%
營業毛利	3,461	3,464	4,139	4,088	0%	1%
營業利益	2,091	2,094	2,642	2,591	0%	2%
稅前利益	2,398	2,401	2,950	2,899	0%	2%
稅後淨利	1,557	1,559	1,828	1,792	0%	2%
調整後 EPS (元)	4.06	4.07	4.77	4.67	0%	2%
重要比率 (%)						
營業毛利率	23.02%	23.04%	23.79%	23.70%	0.0	0.1
營業利益率	13.91%	13.93%	15.19%	15.02%	0.0	0.2
稅後純益率	10.35%	10.37%	10.51%	10.39%	0.0	0.1

資料來源：元大投顧預估

B200/GB200 導入水冷散熱，奇鋌將成為主力供應商之一

黃仁勳今日在史丹佛大學 2024 SIEPR 講座中表示，下一代 Nvidia DGX 伺服器將採用液冷技術，但並未對該產品多做說明，預期在 3 月 18 日的 GTC 活動上正式宣布新的 GPU 伺服器系統，屆時將對於水冷散熱技術多做說明。

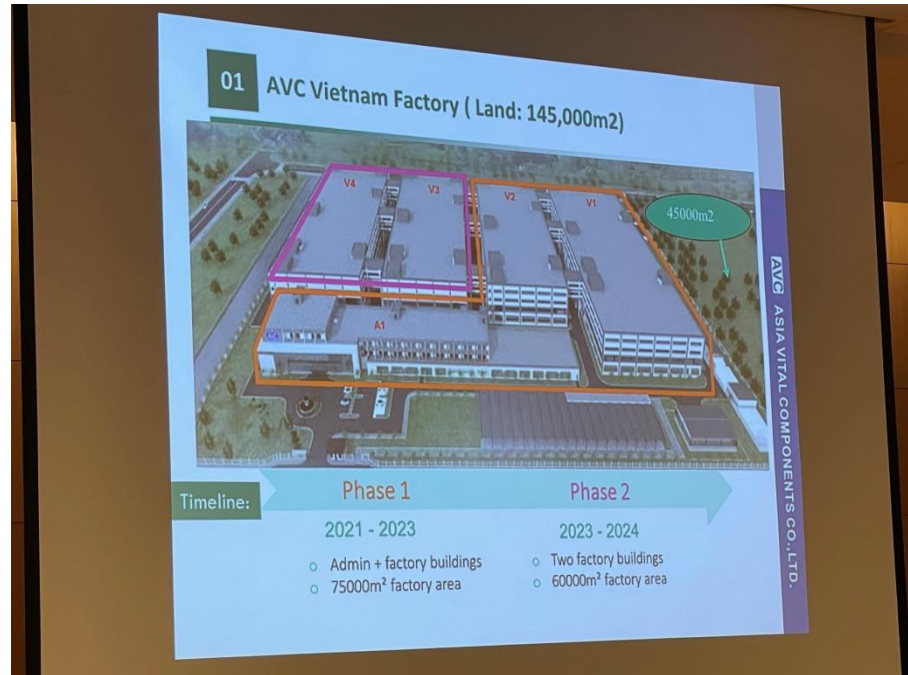
今年下半年推出的 B100 TDP 為 700w，預計仍採用 3DVC 氣冷散熱，然 2025 年推出的 B200 TDP 將提升至 1,000-1,200w，部分機種將搭載水冷散熱，根據供應鏈調查，水冷散熱的滲透率可能於高階 B200 系列達到 50%，為散熱產業迎來大升級。

本中心認為，奇鋌水冷散熱產品已出貨給數家 CSP 業者，主要以美系業者為主；另外，也有少量的水冷產品出貨給中系業者。公司目前積極送樣水冷產品給 Nvidia，下半年打入 Nvidia 水冷供應鏈的難度不高，可望成為主力供應商之一。奇鋌水冷產品包括 CDU、CDM、ColdPlate 等皆已自製，該產品毛利率大幅優於公司平均，將帶動產品組合轉佳。預估奇鋌 2024/25 年營收 763/974 億元、年增 29%/27%，毛利率 24.5%/26.5%，EPS 22/29 元。

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。奇鋐投資 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目標。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 2：越南廠建置計畫



資料來源：公司資料

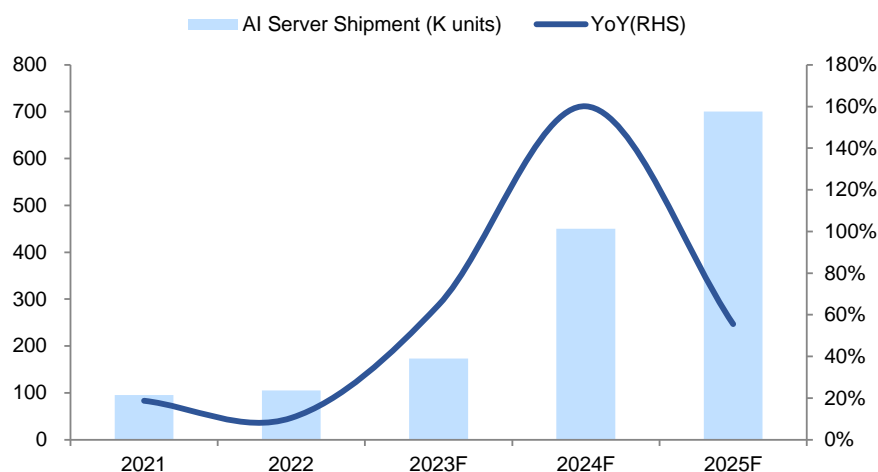
2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

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 3：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 765 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 ColdPlate 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 ColdPlate 單價則較 3DVC 散熱模組高出 1 倍；除了 ColdPlate，水冷散熱零組件仍須包含 CDU、CDM 等，單價高達上萬元，奇鋁水冷產品包括 CDU、CDM、ColdPlate 等皆已自製，目前已陸續出貨給美系 CSP 廠及美系伺服器品牌廠，明年將開始放量。

根據調查，美系 CSP 今年推出的 ASIC 伺服器，部分專案將搭載水冷散熱產品，加上 Nvidia 的 B200/GB200 部分機種也搭載水冷散熱，迎接散熱產品的大升級。奇鋁今年打入數家美國 CSP 業者的水冷散熱供應鏈，下半年還會有新客戶加入，2023 年水冷營收約為 10 億元，預估 2024/25 年將會大幅成長至 17/40 億元，且該產品毛利率高，大幅高於公司平均，帶動產品組合轉佳。

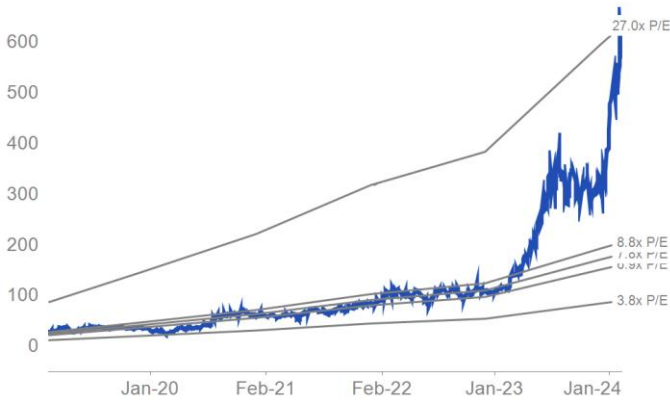
本中心持續看好奇鋁在散熱領域的領導地位，及 3DVC、水冷未來展望，長期而言，在晶片 TDP 熱功耗持續成長趨勢下，高階散熱需求將持續提升，考慮到奇鋁打入美系及中系 CSP 業者水冷供應鏈，明年營收獲利成長無虞，且將根據客戶對於水冷散熱的採用度，後續仍有上調空間，因此維持奇鋁買進評等，將目標價調升至 765 元，係根據 27 倍的 2025 年預估每股盈餘推得(前次為 2H24-1H25 每股盈餘 x25 倍本益比)。

圖 4：2024 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	76,341	74,947	97,352	91,649	2%	6%
營業毛利	18,731	18,240	25,838	23,745	3%	9%
營業利益	12,320	11,829	17,497	15,404	4%	14%
稅前利益	13,548	13,057	18,411	16,317	4%	13%
稅後淨利	8,431	8,078	11,274	9,761	4%	16%
調整後 EPS (元)	21.99	21.07	29.41	25.46	4%	16%
重要比率 (%)						
營業毛利率	24.54%	24.30%	26.54%	25.91%	0.2	0.6
營業利益率	16.14%	15.80%	17.97%	16.81%	0.3	1.2
稅後純益率	11.04%	10.80%	11.58%	10.65%	0.2	0.9

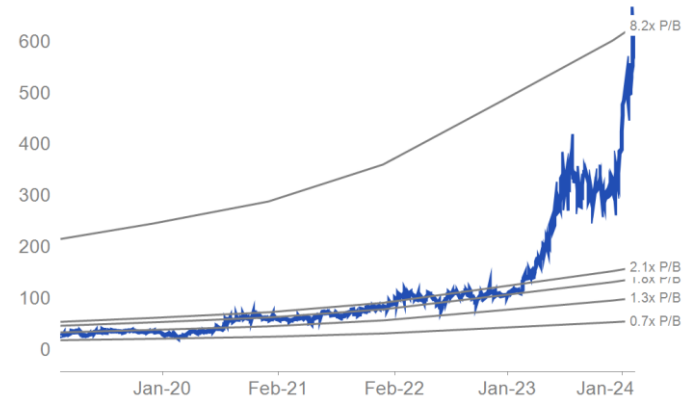
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 5：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 6：12 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 7：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
奇鋹	3017 TT	買進	585.0	7,233	11.78	14.22	21.99	49.7	41.2	26.6	43.5	20.7	54.7
國內同業													
雙鴻	3324 TT	買進	628.0	1,059	14.7	14.3	22.2	42.8	43.9	28.3	11.9	(2.5)	55.3
超眾	6230 TT	未評等	150.5	369	7.1	7.5	6.7	21.2	20.2	22.5	75.4	5.2	(10.3)
泰碩	3338 TT	未評等	68.7	178	3.1	2.7	3.5	22.5	25.1	19.5	42.9	(10.2)	28.8
建準	2421 TT	未評等	123.5	1,021	4.3	5.7	7.0	28.5	21.7	17.7	153.7	31.1	22.4
高力	8996 TT	買進	313.5	665	7.6	9.2	13.6	41.3	34.3	23.0	125.4	20.6	49.0
國內同業平均					7.4	7.9	10.6	31.3	29.0	22.2	81.9	8.8	29.0

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 8：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
奇鋹	3017 TT	買進	585.0	7,233	29.3	24.4	30.1	43.86	58.37	73.12	13.3	10.0	8.0
國內同業													
雙鴻	3324 TT	買進	628.0	1,059	24.0	18.6	23.9	42.8	43.9	28.3	14.7	14.3	22.2
超眾	6230 TT	未評等	150.5	369	12.2	10.9	9.0	62.1	--	--	2.4	--	--
泰碩	3338 TT	未評等	68.7	178	15.0	13.0	16.2	21.1	21.2	22.3	3.3	3.2	3.1
建準	2421 TT	未評等	123.5	1,021	22.8	26.1	28.0	20.7	23.5	26.0	6.0	5.3	4.8
高力	8996 TT	買進	313.5	665	26.2	21.3	27.7	28.9	42.9	49.2	10.8	7.3	6.4
國內同業平均					20.1	18.0	21.0	35.1	32.9	31.4	7.4	7.5	9.1

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 9：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	17,398	20,315	23,594	59,195	76,341
銷貨成本	(9,498)	(11,880)	(12,353)	(12,888)	(11,573)	(13,259)	(15,257)	(17,521)	(46,620)	(57,610)
營業毛利	2,336	2,991	3,416	3,833	3,461	4,139	5,059	6,072	12,575	18,731
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	2,091	2,642	3,385	4,202	7,453	12,320
業外利益	85	330	115	355	307	308	307	306	884	1,228
稅前純益	1,437	1,877	2,220	2,803	2,398	2,950	3,692	4,508	8,337	13,548
所得稅費用	(369)	(532)	(634)	(788)	(623)	(826)	(1,034)	(1,262)	(2,323)	(3,745)
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	1,557	1,828	2,294	2,751	5,450	8,431
調整後每股盈餘(NT\$)	2.63	3.13	3.72	4.74	4.06	4.77	5.99	7.18	14.22	21.99
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%	23.8%	24.9%	25.7%	21.2%	24.5%
營業利益率	11.4%	10.4%	13.4%	14.6%	13.9%	15.2%	16.7%	17.8%	12.6%	16.1%
稅前純益率	12.1%	12.6%	14.1%	16.8%	16.0%	17.0%	18.2%	19.1%	14.1%	17.8%
稅後純益率	8.5%	8.1%	9.0%	10.9%	10.4%	10.5%	11.3%	11.7%	9.2%	11.0%
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%	15.7%	16.8%	16.1%		
營業利益	-19.8%	14.4%	36.0%	16.3%	-14.6%	26.4%	28.1%	24.1%		
稅後純益	-6.9%	19.4%	18.7%	27.4%	-14.3%	17.4%	25.5%	19.9%		
調整後每股盈餘	-14.2%	19.4%	18.7%	27.4%	-14.3%	17.5%	25.5%	19.9%		
年增率(%)										
營業收入	-6.0%	8.0%	5.9%	13.2%	27.0%	17.0%	28.8%	41.1%	5.7%	29.0%
營業利益	1.2%	1.3%	19.9%	45.2%	54.6%	70.7%	60.8%	71.7%	18.2%	65.3%
稅後純益	34.9%	9.6%	15.1%	68.0%	54.7%	52.2%	60.9%	51.5%	30.2%	63.0%
調整後每股盈餘	24.4%	1.0%	6.1%	54.8%	54.7%	52.2%	60.9%	51.5%	20.7%	54.7%

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。

伺服器、軸承為奇鋂未來主要成長重心

奇鋂科技成立於 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。奇鋂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、電子周邊零組件產品，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%、電子周邊零組件 10%。奇鋂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。

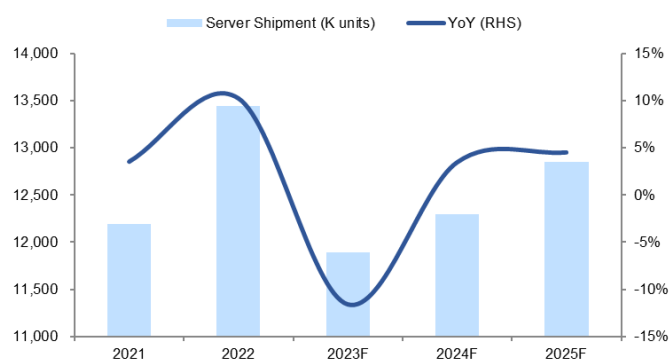
奇鋂的散熱產品包括，CPU 散熱、散熱片、風散、PC/NB 散熱模組、熱交換器、熱管/均熱板、水冷散熱器(水冷板、CDU、浸沒式水冷模組)；機箱及系統組裝業務產品包括 PC/NB 機殼及伺服器導軌(南俊)機殼、機櫃產品，是市場少數能夠提供客戶散熱到組裝的散熱一條龍解決方案，且有能力設計並製造出高散熱效率之散熱模組，並具備成本競爭力的散熱模組供應商。除此之外，奇鋂也持有目前市場少數持續成長的摺疊機軸承供應商富世達 19% 的股份，該公司生產 NB 軸承及手機軸承，主要客戶為全球摺疊機市占率第二的華為。

圖 10：奇鋂產品圖



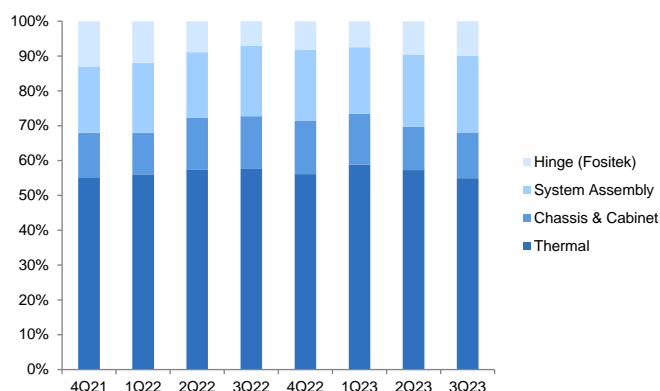
資料來源：公司資料

圖 11：伺服器出貨量預估



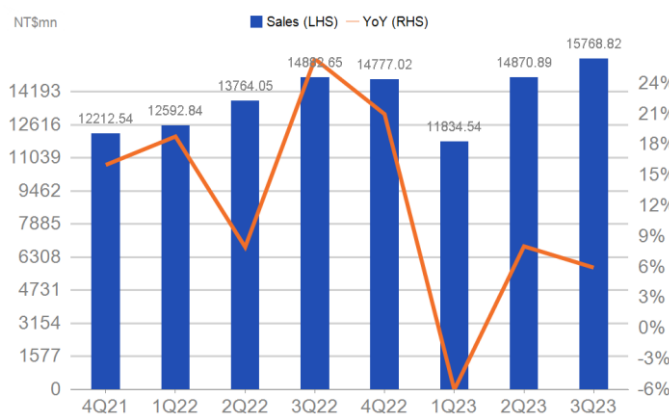
資料來源：元大投顧預估

圖 12：營收組成



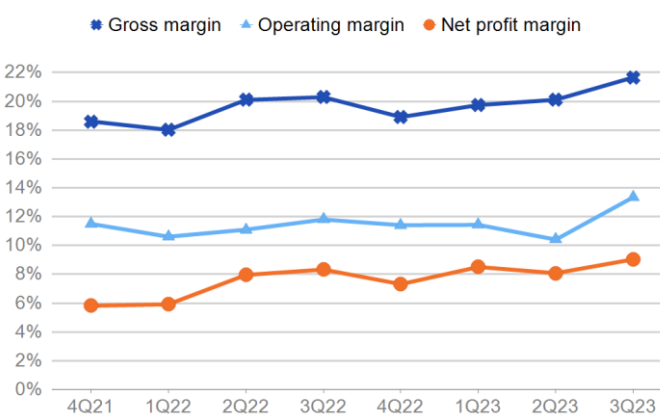
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



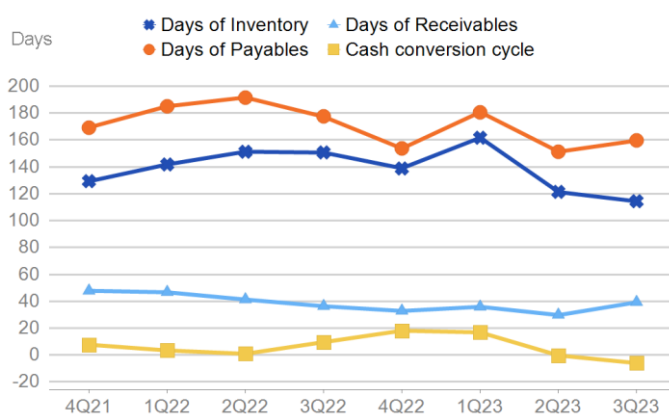
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



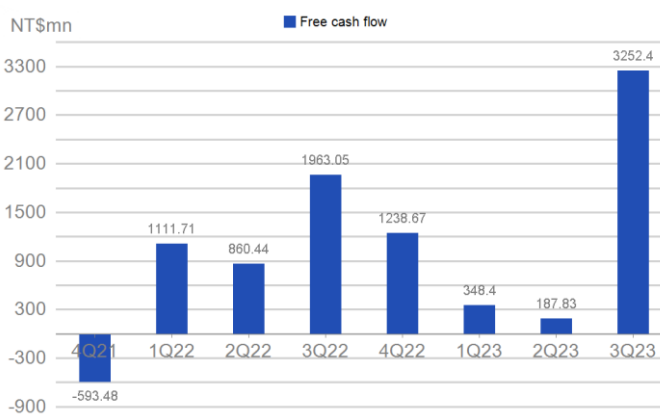
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：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：**奇鋌整體的 ESG 風險評級屬於中度風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名排行於略微落後的位置，在散熱產業的公司中排名略微落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**奇鋌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：**奇鋌在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 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 17：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 (2024/3/11)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

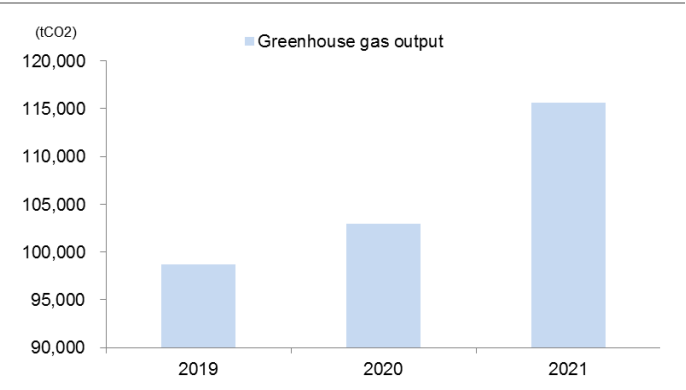
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

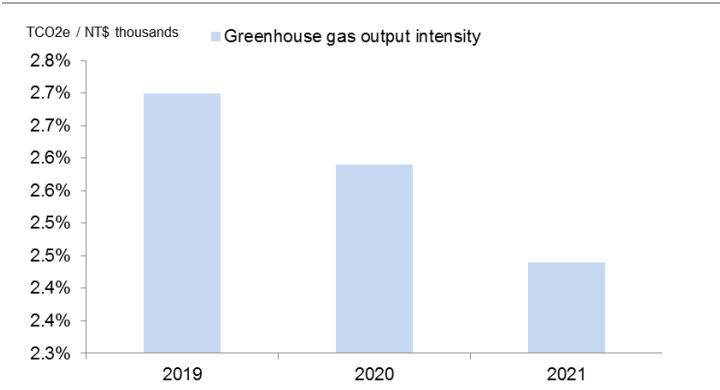
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 18：溫室氣體排放總量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 19：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	30,186	36,932
存貨	15,618	17,360	16,149	17,480	18,921
應收帳款及票據	6,270	4,730	7,649	8,279	8,962
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	58,947	67,816
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	75,237	83,963
應付帳款及票據	16,379	14,082	16,988	18,388	19,904
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	36,122	37,847
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	45,108	46,833
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	21,637	28,696
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	28,026	35,028
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	30,129	37,130

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	9,802	13,330
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)	(561)	(608)
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	9,646	12,461
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)	(4,215)
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)	(4,215)
匯率影響數	(34)	406	83	0	0
本期產生現金流量	1,807	7,134	2,455	5,421	6,745
自由現金流量	1,275	5,174	2,882	8,146	10,961

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	76,341	97,352
銷貨成本	(38,947)	(45,167)	(46,620)	(57,610)	(71,514)
營業毛利	8,386	10,850	12,575	18,731	25,838
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	12,320	17,497
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	13,548	18,411
所得稅費用	(1,438)	(1,871)	(2,323)	(3,745)	(5,081)
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	8,431	11,274
稅前息前折舊攤銷前淨利	6,491	8,477	9,212	14,097	19,291
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.22	21.99	29.41

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	29.0	27.5
營業利益	47.2	30.6	18.2	65.3	42.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	49.0	30.6	8.7	53.0	36.8
稅後純益	60.5	38.7	30.2	63.0	36.0
調整後每股盈餘	51.4	43.5	20.7	54.7	33.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	17.7	19.4	21.2	24.5	26.5
營業利益率	10.2	11.3	12.6	16.1	18.0
稅前息前淨利率	9.8	11.1	12.6	16.1	18.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.7	15.1	15.6	18.5	19.8
稅前純益率	10.1	11.6	14.1	17.8	18.9
稅後純益率	6.1	7.4	9.2	11.0	11.6
資產報酬率	7.2	8.3	8.9	13.0	15.9
股東權益報酬率	26.3	29.3	24.4	30.1	32.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	261.1	247.1	177.7	149.7	126.1
淨負債權益比(%)	(43.2)	(54.9)	(51.6)	(59.2)	(65.6)
利息保障倍數 (倍)	33.7	24.8	23.0	36.4	49.1
流動比率 (%)	138.1	138.3	149.4	163.2	179.2
速動比率 (%)	76.6	83.4	102.6	114.8	129.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(6,079)	(9,566)	(12,619)	(17,837)	(24,373)
調整後每股淨值 (NT\$)	35.14	43.86	58.37	73.12	91.38
評價指標 (倍)					
本益比	71.3	49.7	41.2	26.6	19.9
股價自由現金流量比	175.8	43.3	77.7	27.5	20.4
股價淨值比	16.7	13.3	10.0	8.0	6.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	34.5	26.4	24.3	15.9	11.6
股價營收比	4.7	4.0	3.8	2.9	2.3

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

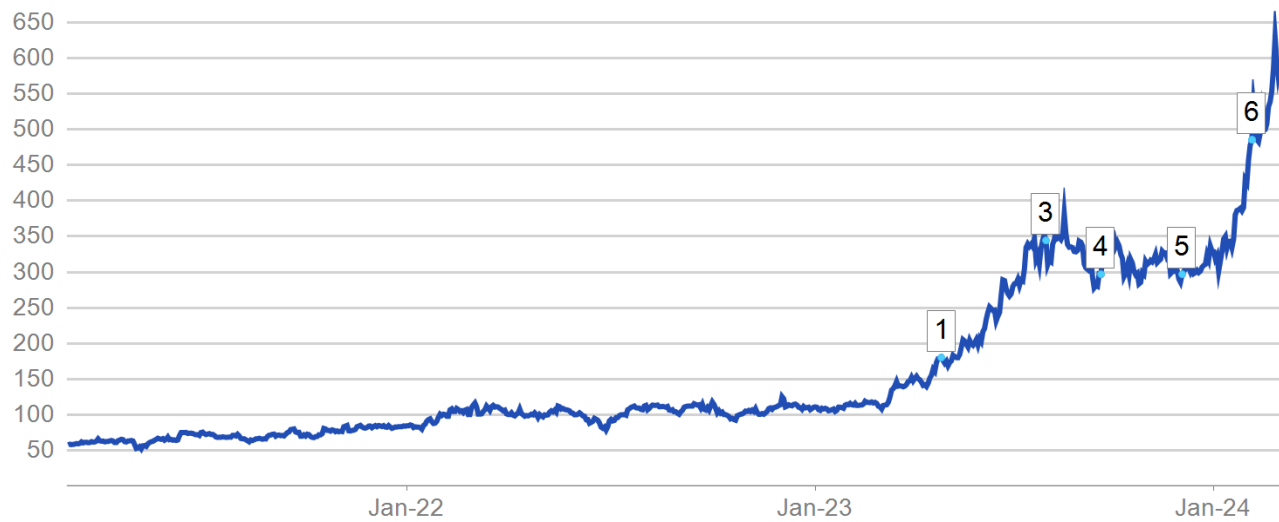
附錄：重要揭露事項

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
6	20240205	478.00	600.00	600.00	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>.