



奇鋁

(3017.TW/3017 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 April 15 (NT\$)	616
12 個月目標價 (NT\$)	800
前次目標價 (NT\$)	660
調升 (%)	21.2
上漲空間 (%)	29.9

焦點內容

- 奇鋁液冷散熱營收將驅動 2025 年獲利率與 EPS 成長。
- 1Q24 營收為全年低谷，2Q24 營收溫和季增。2H24-2025 營收成長強勁，係受惠 3D VC 與液冷產能擴張，加上贏得訂單。
- 散熱與機構件產品需求增加將帶動 2023-25 年獲利 CAGR 38%，使其享有較同業較高之評價。

交易資料表

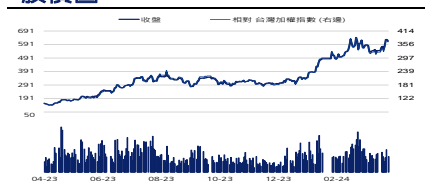
市值：(NT\$/US\$mn)	236.1 / 7,317
流通在外股數 (百萬股)：	383.3
外資持有股數 (百萬股)：	181.6
3M 平均成交量 (百萬股)：	11.95
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	141.5 – 643

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	84.4	82.8	302.6
相對表現 (%)	67.9	60.9	274.2

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	4.44A
2024	3.86F	3.79F	4.94F	5.85F

股價圖



資料來源：TEJ

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

液冷散熱訂單展望正向

重要訊息

我們與奇鋁及香港投資人召開會議，公司正向看待液冷散熱產業未來趨勢。

評論及分析

數個動能將推動 2024-26 年 EPS 成長。多數投資人關注奇鋁水冷產品及其於液冷市場之潛在營收。奇鋁為整合型散熱業者，公司有信心獲得伺服器相關液冷散熱產品訂單，包含水冷板模組（快接頭 (QD) 與 floating mount）、風扇、機箱、GPU/CPU/switch 之內部分歧管。公司亦將積極切入 CDU（冷卻液分配裝置）、分歧管、機櫃與風扇門。預期水冷板模組將為主要營收來源，而奇鋁將擴張中國與越南廠產能以滿足市場需求，2024 年越南月產能 6.5 萬套、中國 5 萬套，未來依客戶需求將擴充至越南 26.5 萬套、中國 10 萬套。GB200 AI 伺服器將為第一個液冷散熱產品，而奇鋁為 AWS (美)、Meta (美) 與 Microsoft (美) 供應商。GB200 液冷散熱產品將自 2024 年底開始出貨，我們預估其水冷板模組與風扇市占率可望達 50%，帶動 2025 年營收貢獻更高。基於水冷板模組每組單價 200-400 美元，預期 2025 年水冷板模組將額外貢獻營收 15-20%，獲利貢獻將更高 (20-30%)。2026 年更多液冷產品出貨將帶動營收及獲利成長。

1Q24 營收與獲利為谷底；2H24-2025 營收復甦。1Q24 營收季減 8%，但年增 29%至 153 億元，大致符合凱基原估。儘管營收季減，但產品組合優化，毛利率將季增。2Q24 營收展望季增 0-5%，主因 AI GPU 位於產品轉換期，加上 3D VC 投產時程略為遞延至 2Q24 末。奇鋁與 Cooler Master (台)為 3D VC 主要供應商，奇鋁供應比重將由 1Q24 之 10-20%提升至 2H24-2025 年 50%。5 月後越南 3D VC 月產能 20 萬、中國 10-15 萬，目標 3D VC 出貨量由 2023 年 10 萬提升至 2024 年 200-300 萬、2025 年 300-400 萬個，貢獻 2024 年營收 9-10%、2025 年 10-15%。隨 2H24-2025 年 3D VC 產能擴張與 AI 伺服器攀升，營收與獲利率成長將帶動 EPS 上揚。我們下修 2Q24 營收預估，但調升 2H24 營收與 EPS 預估及 2024 EPS 預估至 18.44 元(年增 31%)。基於液冷能見度較佳，我們正向看待 2025 年 EPS 成長，上調 2025 年 EPS 預估至 26.65 元 (年增 45%)。

投資建議

維持「增加持股」評等，目標價由 660 元調升至 800 元，基於 30 倍 2025 年 EPS 預估。我們認為奇鋁產品具競爭力，將使其評價高於同業。

投資風險

PC 需求疲弱、新台幣升值、原料成本攀升。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	47,333	56,017	59,194	69,156	91,368
營業毛利 (NT\$百萬)	8,386	10,850	12,388	16,509	23,269
營業利益 (NT\$百萬)	4,827	6,306	7,421	10,928	16,378
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,901	4,162	5,305	6,935	10,022
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	18.44	26.65
每股現金股利 (NT\$)	4.30	5.42	7.00	9.05	13.07
每股盈餘成長率 (%)	51.4	43.5	19.7	30.7	44.5
本益比 (x)	75.0	52.3	43.7	33.4	23.1
股價淨值比 (x)	17.5	14.0	10.7	9.3	7.7
EV/EBITDA (x)	37.0	28.9	26.8	17.8	12.6
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.7	0.9	1.1	1.5	2.1
股東權益報酬率 (%)	25.2	29.8	28.3	29.2	35.8

資料來源：公司資料，凱基

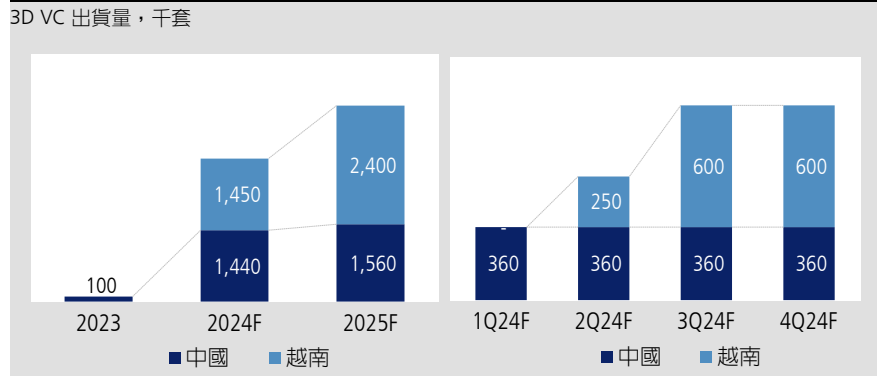
Blackwell GPU 散熱設計 - GB200 (液冷) vs. B200

- GB200 超級晶片包含一顆 Grace CPU 與兩顆 Blackwell GPU。在 GTC 大會上，Nvidia (美)發表 GB200 NVL72 系統，由 36 顆 Grace CPU、72 顆 Blackwell GPU 所組成，並採用液冷系統散熱。
- GB200 採用液冷散熱設計，而 B200 則將採用氣冷 (3D VC) 或是液冷散熱。而 AMD (美) 的 MI300 與 ASIC 伺服器主要採用成本較低的 3D VC 散熱。
- 根據目前 GB200 的設計，Microsoft (美) 應該會使用 NVL72 設計、AWS (美) 使用 2 櫃 NVL36 組成一組的方案，而 Meta (美) 則將採用 NVL36 設計 (單一機櫃搭載 CDU 或是兩個機櫃搭配 side car)。Google (美) 的最終設計仍未定案。
- 市場情報顯示 Microsoft 有意於 2025 年建置 1.5 萬櫃 GB200 機櫃，AWS 10,000 櫃、Meta 5,000 櫃與 Oracle 1,000-2,000 櫃。奇鋌將為多數 CSP 業者的供應商，主要供貨產品包括水冷板模組、風扇門、機箱、內部歧管與快接頭 (QD)。
- 鴻海 (2317 TT, NT\$146, 受法規限制未評等) / 工業富聯 (中) 將為 Microsoft GB200 AI 伺服器的組裝廠商，而廣達 (2382 TT, NT\$261, 增加持股) 則主要為 AWS 與 Meta 之組裝廠。
- 大部份 GB200 液冷產品將會有兩家供應商，而奇鋌應為 Microsoft、AWS 與 Meta 多數專案的兩家供應商之一。Cooler Master (台) 與奇鋌是大型 CSP 業者水冷板模組與風扇門的主要供應商，而奇鋌還將切入內部歧管與機箱的供應鏈。冷卻液分配裝置 (CDU, 液對氣/液對液) 或 side car (液對氣) 初期可能主要仍由 Vertiv (美) 供應。
- 一顆 GPU/CPU/Switch 水冷板模組 (包括水冷板、水管、floating mount) 的 ASP 約為 200-400 美元。GB 200 運算層 (computing tray, 1U 設計) 的水冷板模組單價約為 1,500-2,500 美元 (兩顆 CPU 加上四顆 GPU)。NVL36 機櫃 (2U 設計) 的水冷板模組每櫃產值預計為 1.5-2 萬美元 (36 顆 GPU、18 顆 CPU, 以及 9 層 Switch, 每層兩顆晶片), NVL72 (1U 設計) 預估則為 2.5-3.5 萬美元。
- 奇鋌將掌握液冷市場商機，依據客戶需求將水冷板模組每月產能自目前 6.5 萬套 (越南) 與 5.0 萬套 (中國) 分別擴大至 26.5 萬、10 萬套。
- 水冷板模組產能擴充並非資本密集型的投資，水冷板量產主要挑戰為防滲漏，而 CDU 主要挑戰在於軟體需與系統做溝通整合，因此 CDU 供應商通常與 ODM 廠商合作。
- 隨 3Q24 末 CoWoS 開始量產後，奇鋌預期 4Q24 GB200 將逐步開始貢獻營收，而預估 Blackwell GPU (B100/B200) 出貨量於 4Q24 將超過 Hopper GPU (H100)。

3D VC – 2024 年主要營收成長動能

- 奇鋐正在擴張 3D VC 產能，目前正在審查與測試階段，預計 5 月後進入量產。
- 2023 年 3D VC 出貨量為 10 萬個，其中僅 3-5 萬個出貨至 Nvidia (美)。目前 3D VC 中國單月產能為 10-15 萬個，而 5 月越南廠月產能預計為 20 萬個。整體 3D VC 出貨量預計 2024 年約為 200-300 萬個，2025 年可望達 300-400 萬個。
- H100 仍為 3D VC 主要需求來源，B200 將有部分採用 3D VC。儘管液冷將開始蓬勃發展，但氣冷不會完全被液冷取代。目前奇鋐的 3D VC 產能中，50%以上可轉為液冷生產。

圖 1: 3D VC 的中國與越南產能 2024 年擴充



資料來源：公司資料；凱基

圖 2：1Q24 與 2Q24 損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	1Q24F							2Q24F						
	修正後	修正前	調整 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調整 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	15,309	15,550	(1.5)	(8.4)	29.4	15,382	(0.5)	15,768	16,533	(4.6)	3.0	6.0	15,915	(0.9)
毛利	3,444	3,499	(1.5)	(5.5)	47.4	3,395	1.5	3,627	3,803	(4.6)	5.3	21.3	3,539	2.5
營業利益	2,174	2,208	(1.5)	(10.0)	60.8	2,154	0.9	2,286	2,397	(4.6)	5.2	47.8	2,194	4.2
稅前獲利	2,273	2,270	0.2	(8.7)	58.2	2,255	0.8	2,386	2,497	(4.4)	4.9	27.1	2,335	2.2
稅後淨利	1,452	1,454	(0.1)	(13.1)	44.2	1,540	(5.8)	1,424	1,502	(5.2)	(1.9)	18.5	1,576	(9.6)
每股盈餘 (元)	3.86	3.78	(0.1)	(13.1)	35.5	4.10	(5.8)	3.79	3.99	(5.2)	(1.9)	19.1	4.19	(9.6)
毛利率 (%)	22.5	22.5	0.0 pts	0.7 pts	2.8 pts	22.1	0.4 pts	23.0	23.0	0.0 pts	0.5 pts	2.9 pts	22.2	0.8 pts
營業率 (%)	14.2	14.2	0.1 pts	(0.3)pts	2.8 pts	14.0	0.2 pts	14.5	14.5	(0.1)pts	0.3 pts	4.1 pts	13.8	0.7 pts
淨利率 (%)	9.5	9.3	0.0 pts	(0.5)pts	1.0 pts	10.0	(0.5)pts	9.0	9.1	0.0 pts	(0.4)pts	1.0 pts	9.9	(0.9)pts

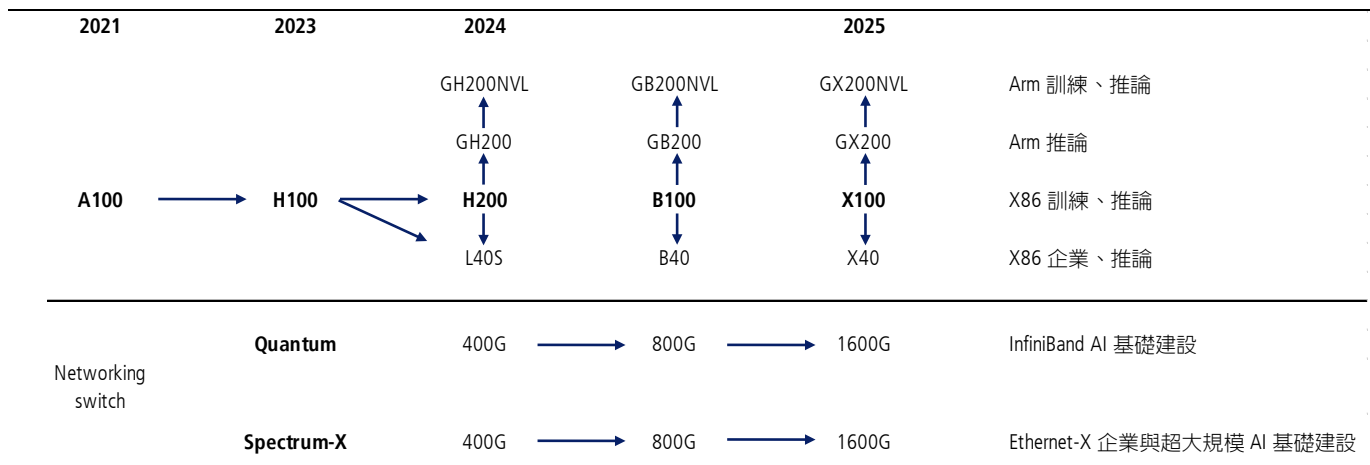
資料來源：公司資料；Bloomberg 共識預估

圖 3：2024-25 年損益預估調整暨市場共識比較

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	69,156	69,659	(0.7)	16.8	69,449	(0.4)	91,368	85,713	6.6	32.1	81,632	11.9
毛利	16,509	16,600	(0.5)	33.3	15,869	4.0	23,269	21,640	7.5	40.9	19,984	16.4
營業利益	10,928	10,971	(0.4)	47.3	10,314	6.0	16,378	15,171	8.0	49.9	13,444	21.8
稅前獲利	11,327	11,218	1.0	41.1	10,762	5.2	16,857	15,472	8.9	48.8	13,956	20.8
稅後淨利	6,935	6,875	0.9	30.7	7,205	(3.7)	10,022	9,052	10.7	44.5	9,409	6.5
每股盈餘 (元)	18.44	17.90	0.9	30.7	19.16	(3.7)	26.65	23.57	10.7	44.5	25.02	6.5
毛利率 (%)	23.9	23.8	0.0 pts	2.9 pts	22.9	1.0 pts	25.5	25.2	0.2 pts	1.6 pts	24.5	1.0 pts
營業率 (%)	15.8	15.7	0.1 pts	3.3 pts	14.9	1.0 pts	17.9	17.7	0.2 pts	2.1 pts	16.5	1.5 pts
淨利率 (%)	10.0	9.9	0.2 pts	1.1 pts	10.4	(0.3)pts	11.0	10.6	0.4 pts	0.9 pts	11.5	(0.6)pts

資料來源：公司資料；Bloomberg 共識預估

圖 4：Nvidia 的 AI 伺服器 GPU 產品路線圖，更多產品將於 2024-25F 發布



資料來源：輝達；凱基

圖 5：Nvidia 的關鍵產品規格升級和時程表-即將推出的 GH200/GB200/B100/B200 AI CPU 是焦點

	H200	GH200 NVL32	B100	B200	GB200 NVL72	B200 NVL72
平台	Vulcan	Oberon	Umbriel	Umbriel	Oberon	Miranda
封裝產品	HGX 8-GPU 基板	GH 2:2 board, NVSwitch tray, NVL 背板	HGX 8-GPU 基板	HGX 8-GPU 基板	GH 2:1 board, NVSwitch tray, NVL 背板	GPU board, NVSwitch tray, NVL 背板
CPU	x86	Grace	x86	x86	Grace	x86
熱設計功耗 (TDP)	700W	900W	700W	1,000W	1,200W	1,200W
網路	400Gb/s IB w/ SHARP, SpectrumX ETH	400Gb/s IB w/ SHARP, SpectrumX ETH	400Gb/s IB w/ SHARP, SpectrumX ETH	400Gb/s IB w/ SHARP, SpectrumX ETH	400 or 800Gb/s IB w/ SHARP, SpectrumX ETH	400 or 800Gb/s IB w/ SHARP, SpectrumX ETH
預計發表時間	2024	2024	2024	2024	2024	2024
預計量產時間	2Q24末	2Q24	3Q24末	3Q24末	1Q25	2Q25

資料來源：輝達；凱基

圖 6：散熱解決方案升級至液冷，為散熱族群創造更高的內容價值

The diagram illustrates a liquid cooling solution for AI servers. It shows a central server rack (C. Rack) with various components integrated into it. Component A (Cold Plate Modules) is shown as a separate unit. Component B (Cooling Distribution Units) is shown as a unit that connects to the rack. Component D (RDHx) is shown as a unit that connects to the rack. Component E (Fan Door) is shown as a unit that connects to the rack. Component F (Manifold) is shown as a unit that connects to the rack. The diagram also shows the flow of liquid through the system, from the manifold to the cold plate modules and back to the manifold.

散熱解決方案組成	主要供應商	單價 (US\$)
水冷板模組	Cooler Master CoolIT Systems AVC Auras	1,500-2,500 (每台伺服器)
CDU	CoolIT Systems Vertiv nVent AVC Auras MGCooling	20,000-30,000 (每個機櫃內)
歧管 & 快接頭	CoolIT Systems AVC Colder Product Co. (CPC) CEJN Parker Staubli Kori	10,000-15,000 (快速接頭 4,000-6,000)
RDHx & 風扇		2,000-4,000
機櫃		5,000
總計		30,000-80,000

資料來源：雙鴻；凱基

圖 7：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	10	5	16	1	10
	伺服器	7,544	10,390	12,079	15,461	24,738	16	19	20	22	27	38	16	28	60
	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	35,615	46,283	54	56	54	51	51	22	2	12	30
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	11,522	8	9	11	12	13	31	22	32	40
機殼小計		5,980	7,500	7,690	9,729	13,051	13	13	13	14	14	25	3	27	34
TMG小計		31,610	37,959	39,420	45,344	59,334	67	68	67	66	65	20	4	15	31
系統組裝與周邊	Tiny PC / AIO	8,955	10,474	10,685	10,898	11,225	19	19	18	16	12	17	2	2	3
	其他	1,746	1,823	3,323	1,449	1,913	4	3	6	2	2	4	82	(56)	32
SIG小計		10,701	12,297	14,007	12,347	13,138	23	22	24	18	14	15	14	(12)	6
富世達(樞軸)		5,020	5,013	5,767	11,465	18,896	11	9	10	17	21	(0)	15	99	65
合計		47,333	56,017	59,194	69,156	91,368	100	100	100	100	100	18	6	17	32

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 8：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	51
模組	33	30	28	31
風扇	23	24	24	20
機構件 (機殼)	13	13	14	14
PC系統	22	24	18	14
摺疊手機轉軸 (富世達)	9	10	17	21
合計	100	100	100	100

營收 (台幣十億元)	2022	2023	2024F	2025F
散熱	31.2	31.9	35.6	46.3
模組	18.6	17.6	19.2	27.9
風扇	12.6	14.3	16.4	18.4
機構件 (機殼)	7.5	7.7	9.7	13.1
PC系統	12.3	14.0	12.3	13.1
摺疊手機轉軸 (富世達)	5.0	5.6	11.5	18.9
合計	56.0	59.2	69.2	91.4

營收年增率 (%)	2022	2023	2024F	2025F
散熱	22	2	12	30
模組	24	(5)	9	45
風扇	18	13	15	12
機構件 (機殼)	25	3	27	34
PC系統	15	14	(12)	6
摺疊手機轉軸 (富世達)	(0)	13	103	65
合計	18	6	17	32

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 9：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	34	40
散熱	19	20	22	27
機構件 (機殼)	9	11	12	13
3C (PC)	25	19	17	13
散熱	20	16	15	12
機構件 (機殼)	4	2	2	2
網通	14	14	12	10
富世達	9	10	17	21
系統組裝	22	24	18	14
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	23.7	36.3
散熱	10.4	12.1	15.5	24.7
機構件 (機殼)	5.1	6.2	8.2	11.5
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
富世達	5.0	5.6	11.5	18.9
系統組裝	12.3	14.0	12.3	13.1
其他	1.4	1.6	1.5	1.5
總計	56.0	59.2	69.2	91.4

營收年增率 (%)	2022	2023	2024F	2025F
伺服器	35	18	29	53
散熱	38	16	28	60
機構件 (機殼)	31	22	32	40
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
富世達	(0)	13	103	65
系統組裝	15	14	(12)	6
其他	1,676	10	(6)	2
總計	18	6	17	32

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 10：同業評價比較

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 (%)	
							2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F
冷卻風扇	建準	2421 TT	1,017	120.5	增加持股	155.0	5.16	6.58	7.74	18.9	27.5	17.6	23.4	18.3	15.6	4.5	4.2	3.9	21.5	24.0	26.2	2.9	3.9
	日本電產公司*	6594 JP	24,618	6,351.0	未評等	N.A.	138.97	253.92	322.69	(40.2)	82.7	27.1	45.7	25.0	19.7	2.8	2.4	2.2	7.0	10.2	11.8	1.1	1.2
	動力-KY*	6591 TT	61	55.8	未評等	N.A.	3.77	N.M.	N.M.	(45.4)	N.A.	N.A.	14.8	N.A.	N.A.	1.1	N.A.	N.A.	7.5	N.M.	N.M.	4.0	N.A.
	美蓓亞三美公司*	6479 JP	7,783	2,803.5	未評等	N.A.	181.92	127.74	188.79	7.0	(29.8)	47.8	15.4	21.9	14.8	1.9	1.7	1.6	13.2	8.1	10.8	1.5	1.4
散熱模組/ 冷卻風扇	奇鋐	3017 TT	7,291	616.0	增加持股	800.0	14.11	18.44	26.65	19.7	30.7	44.5	43.7	33.4	23.1	10.7	9.3	7.7	28.3	29.2	35.8	1.1	1.5
	台達電	2308 TT	24,705	308.0	持有	297.0	12.86	13.10	15.15	2.2	1.9	15.6	24.0	23.5	20.3	4.1	3.8	3.4	17.5	16.7	17.6	2.1	2.1
	維諦技術控股*	VRT US	32,044	83.89	未評等	N.A.	1.75	2.33	2.94	776.0	32.8	26.4	47.9	36.1	28.5	17.2	12.6	11.7	40.8	40.7	46.0	0.0	0.1
	多佛公司*	DOV US	23,637	172.06	未評等	N.A.	8.77	9.06	9.87	17.3	3.3	9.0	19.6	19.0	17.4	4.9	4.3	3.9	23.5	21.6	20.6	1.2	1.2
散熱模組	尼得科超眾*	6230 TT	453	170.0	未評等	N.A.	7.47	N.M.	N.M.	5.2	N.A.	N.A.	22.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	10.9	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.
	雙鴻	3324 TT	2,119	776.0	增加持股	660.0	14.28	20.66	27.06	(2.7)	44.7	31.0	54.3	28.6	21.8	14.5	9.0	7.7	20.2	25.0	28.3	1.1	1.2
	鴻準*	2354 TT	2,512	57.5	未評等	N.A.	4.34	5.41	5.71	43.7	24.7	5.5	13.2	10.6	10.1	0.5	0.5	0.5	5.8	7.0	7.1	2.6	3.8
	藤倉有限公司*	5803 JP	5,365	2,789.5	未評等	N.A.	159.49	164.86	178.51	12.4	3.4	8.3	17.5	16.9	15.6	2.9	2.4	2.2	18.5	15.8	14.7	1.0	1.8
	古河電氣工業*	5801 JP	1,608	3,500.0	未評等	N.A.	219.11	42.92	177.26	52.8	(80.4)	313.0	16.0	81.6	19.7	0.8	0.8	0.8	5.4	0.6	4.2	1.7	1.7

* Bloomberg 共識預估

資料來源：凱基預估

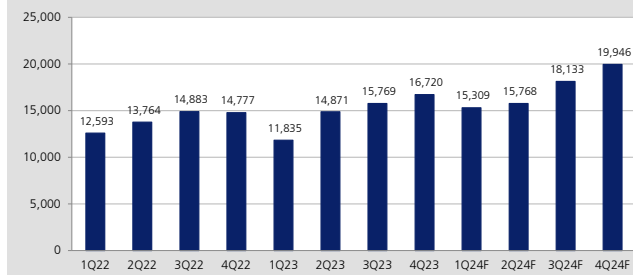
圖 11：公司概況

奇鋁成立於 1991 年，為 3C(佔 2023 年整體營收 43%)、伺服器(31%)與網通(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%。奇鋁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, NT\$770, 增加持股)。

資料來源：公司資料；凱基

圖 13：季營業收入

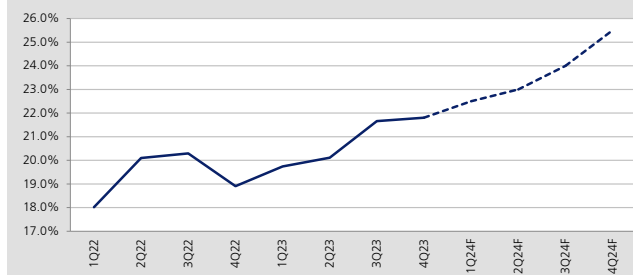
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 15：毛利率

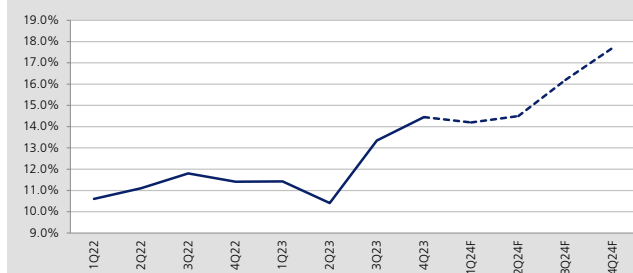
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 17：營業利潤率

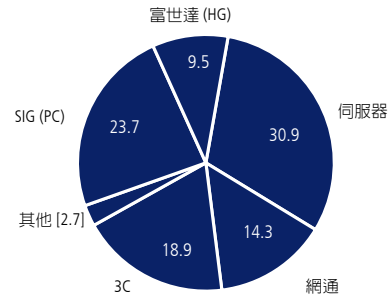
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12：伺服器營收上揚至 2023 年營收的 31%

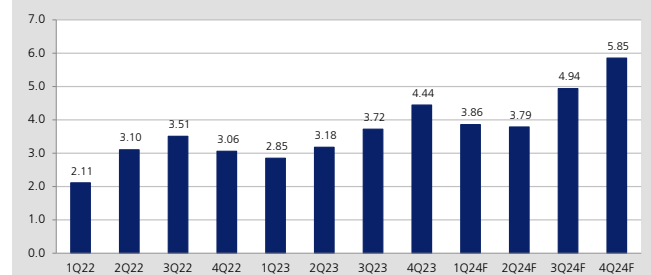
2023 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 14：每股盈利

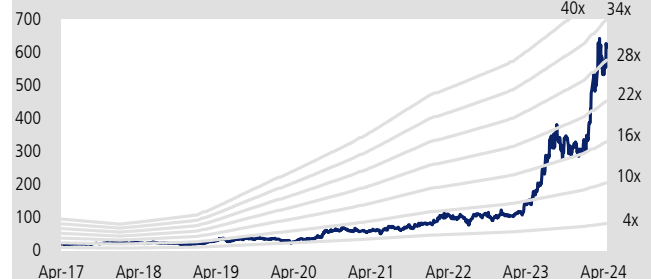
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 16：未來一年預估本益比區間

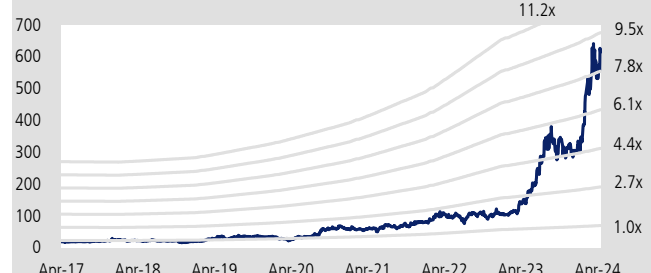
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基

圖 18：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

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	11,835	14,871	15,769	16,720	15,309	15,768	18,133	19,946	59,194	69,156	91,368
營業成本	(9,498)	(11,880)	(12,353)	(13,075)	(11,864)	(12,141)	(13,781)	(14,860)	(46,806)	(52,647)	(68,099)
營業毛利	2,336	2,991	3,416	3,645	3,444	3,627	4,352	5,086	12,388	16,509	23,269
營業費用	(984)	(1,444)	(1,310)	(1,229)	(1,271)	(1,340)	(1,414)	(1,556)	(4,967)	(5,581)	(6,892)
營業利益	1,352	1,547	2,105	2,416	2,174	2,286	2,938	3,531	7,421	10,928	16,378
折舊	(427)	(452)	(498)	(512)	(801)	(801)	(801)	(801)	(1,889)	(3,202)	(3,732)
攤提	(13)	(14)	(18)	(21)	(17)	(17)	(17)	(17)	(65)	(67)	(67)
EBITDA	1,792	2,013	2,621	2,949	2,991	3,104	3,755	4,348	9,375	14,197	20,176
利息收入	46	121	76	145	118	118	118	118	388	473	513
投資利益淨額	14	-	32	9	9	9	9	9	55	35	35
其他營業外收入	231	340	136	267	75	75	75	75	974	300	300
總營業外收入	291	461	244	421	202	202	202	202	1,416	808	848
利息費用	(116)	(105)	(106)	(107)	(77)	(77)	(77)	(77)	(434)	(310)	(269)
投資損失	-	(26)	-	-	-	-	-	-	(26)	-	-
其他營業外費用	(90)	-	(24)	(239)	(25)	(25)	(25)	(25)	(353)	(100)	(100)
總營業外費用	(206)	(131)	(129)	(346)	(102)	(102)	(102)	(102)	(812)	(410)	(369)
稅前純益	1,437	1,877	2,220	2,491	2,273	2,386	3,037	3,630	8,025	11,327	16,857
所得稅費用[利益]	(369)	(532)	(634)	(676)	(637)	(716)	(820)	(999)	(2,211)	(3,171)	(4,720)
少數股東損益	(62)	(144)	(160)	(145)	(185)	(246)	(360)	(430)	(510)	(1,221)	(2,115)
非常項目稅後純益	1,007	1,201	1,426	1,671	1,452	1,424	1,857	2,202	5,305	6,935	10,022
非常項目	(0)	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,007	1,201	1,426	1,671	1,452	1,424	1,857	2,202	5,305	6,935	10,022
每股盈餘 (NT\$)	2.85	3.18	3.72	4.44	3.86	3.79	4.94	5.85	14.11	18.44	26.65
獲利率 (%)											
營業毛利率	19.7	20.1	21.7	21.8	22.5	23.0	24.0	25.5	20.9	23.9	25.5
營業利益率	11.4	10.4	13.4	14.5	14.2	14.5	16.2	17.7	12.5	15.8	17.9
EBITDA Margin	15.1	13.5	16.6	17.6	19.5	19.7	20.7	21.8	15.8	20.5	22.1
稅前純益率	12.1	12.6	14.1	14.9	14.9	15.1	16.7	18.2	13.6	16.4	18.4
稅後純益率	8.5	8.1	9.0	10.0	9.5	9.0	10.2	11.0	9.0	10.0	11.0
季成長率 (%)											
營業收入	(19.9)	25.7	6.0	6.0	(8.4)	3.0	15.0	10.0			
營業毛利	(16.4)	28.0	14.2	6.7	(5.5)	5.3	20.0	16.9			
營業收益增長	(19.8)	14.4	36.1	14.8	(10.0)	5.2	28.5	20.2			
EBITDA	(15.5)	12.3	30.2	12.5	1.4	3.8	21.0	15.8			
稅前純益	(15.0)	30.6	18.3	12.2	(8.7)	4.9	27.3	19.5			
稅後純益	(6.9)	19.4	18.7	17.2	(13.1)	(1.9)	30.4	18.5			
年成長率 (%)											
營業收入	(6.0)	8.0	6.0	13.1	29.4	6.0	15.0	19.3	5.7	16.8	32.1
營業毛利	3.0	8.1	13.1	30.5	47.4	21.3	27.4	39.5	14.2	33.3	40.9
營業收益	1.2	1.3	19.9	43.3	60.8	47.8	39.5	46.1	17.7	47.3	49.9
EBITDA	2.0	3.2	19.5	39.0	66.9	54.2	43.3	47.4	16.9	51.4	42.1
稅前純益	17.1	11.8	17.4	47.2	58.2	27.1	36.8	45.7	23.7	41.1	48.8
稅後純益	34.9	9.6	15.1	54.5	44.2	18.5	30.2	31.8	27.4	30.7	44.5

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	50,865	60,474	71,667	80,115	93,964
流動資產	38,631	45,486	54,892	62,821	76,669
現金及短期投資	13,671	21,640	29,091	33,844	39,477
存貨	15,618	17,360	17,235	19,333	25,075
應收帳款及票據	6,270	4,730	6,533	7,611	10,083
其他流動資產	3,073	1,756	2,033	2,033	2,033
非流動資產	12,234	14,988	16,775	17,294	17,295
長期投資	445	524	664	724	797
固定資產	7,711	9,694	11,350	11,810	11,738
什項資產	4,078	4,770	4,760	4,760	4,760
負債總額	36,780	43,051	45,820	49,580	56,303
流動負債	27,976	32,880	36,833	41,674	49,113
應付帳款及票據	16,379	14,082	18,773	21,058	27,313
短期借款	5,028	7,970	7,583	8,588	8,228
什項負債	6,569	10,828	10,478	12,028	13,572
長期負債	8,804	10,171	8,987	7,906	7,190
長期借款	5,398	6,589	5,377	4,296	3,580
其他負債及準備	2,214	2,555	2,740	2,740	2,740
股東權益總額	14,085	17,423	25,847	30,535	37,661
普通股本	3,533	3,533	3,833	3,833	3,833
保留盈餘	6,681	9,280	12,893	16,360	21,371
少數股東權益	1,672	1,927	3,817	5,038	7,153
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	19.3%	18.3%	5.7%	16.8%	32.1%
營業收益增長	48.1%	30.6%	17.7%	47.3%	49.9%
EBITDA	42.4%	25.3%	16.9%	51.4%	42.1%
稅後純益	51.4%	43.5%	27.4%	30.7%	44.5%
每股盈餘成長率	51.4%	43.5%	19.7%	30.7%	44.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	17.7%	19.4%	20.9%	23.9%	25.5%
營業利益率	10.2%	11.3%	12.5%	15.8%	17.9%
EBITDA Margin	13.5%	14.3%	15.8%	20.5%	22.1%
稅後純益率	6.1%	7.4%	9.0%	10.0%	11.0%
平均資產報酬率	6.3%	7.5%	8.0%	9.1%	11.5%
股東權益報酬率	25.2%	29.8%	28.3%	29.2%	35.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	74.0%	83.6%	50.1%	42.2%	31.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	33.6	24.8	19.5	37.6	63.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	19.5	32.5	23.8	29.9	43.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.5	1.1	1.3	1.0	1.4
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
速動比率 (x)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	(2,489)	(5,490)	(13,997)	(18,825)	(25,535)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	18.44	26.65
每股現金盈餘 (NT\$)	8.04	25.02	27.45	24.67	31.45
每股淨值 (NT\$)	35.13	43.86	57.47	66.52	79.59
調整後每股淨值 (NT\$)	35.13	43.86	58.58	67.80	81.13
每股營收 (NT\$)	133.97	158.55	157.41	183.90	242.97
EBITDA/Share (NT\$)	18.12	22.70	24.93	37.75	53.65
每股現金股利 (NT\$)	4.30	5.42	7.00	9.05	13.07
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.03	1.01	0.90	0.91	1.05
應收帳款周轉天數	48.3	30.8	40.3	40.3	40.3
存貨周轉天數	146.4	140.3	134.4	134.4	134.4
應付帳款周轉天數	153.5	113.8	146.4	146.4	146.4
現金轉換周轉天數	41.2	57.3	28.3	28.3	28.3

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	47,333	56,017	59,194	69,156	91,368
營業成本	(38,947)	(45,167)	(46,806)	(52,647)	(68,099)
營業毛利	8,386	10,850	12,388	16,509	23,269
營業費用	(3,559)	(4,544)	(4,967)	(5,581)	(6,892)
營業利益	4,827	6,306	7,421	10,928	16,378
總營業外收入	383	869	1,416	808	848
利息收入	26	88	388	473	513
投資利益淨額	17	37	55	35	35
其他營業外收入	340	744	974	300	300
總營業外費用	(442)	(686)	(812)	(410)	(369)
利息費用	(146)	(272)	(434)	(310)	(269)
投資損失	(17)	(4)	(26)	-	-
其他營業外費用	(279)	(410)	(353)	(100)	(100)
稅前純益	4,768	6,489	8,025	11,327	16,857
所得稅費用[利益]	(1,438)	(1,871)	(2,211)	(3,171)	(4,720)
少數股東損益	(429)	(456)	(510)	(1,221)	(2,115)
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	2,901	4,162	5,305	6,935	10,022
EBITDA	6,404	8,022	9,375	14,197	20,176
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	18.44	26.65

現金流量

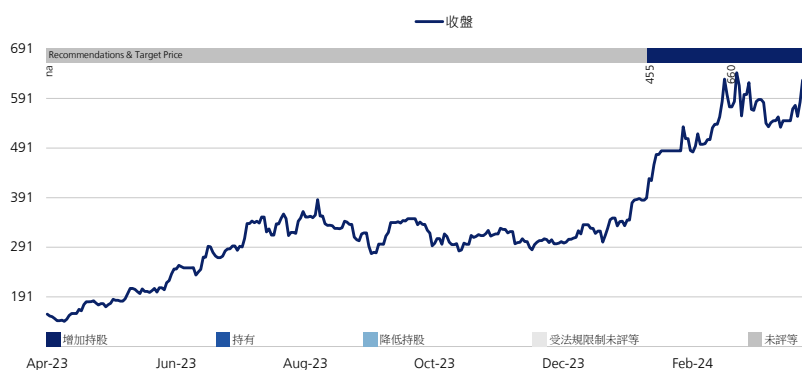
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	2,841	8,840	10,324	9,277	11,826
本期純益	2,901	4,162	5,305	6,935	10,022
折舊及攤提	1,577	1,716	1,954	3,269	3,798
本期運用資金變動	(2,834)	(3,224)	2,231	(891)	(1,960)
其他營業資產及負債變動	1,198	6,186	834	(35)	(35)
投資活動之現金流量	(2,160)	(4,194)	(3,907)	(3,754)	(3,764)
投資用短期投資出售[新購]	16	(42)	(27)	-	-
本期長期投資變動	-	-	(50)	(25)	(38)
資本支出淨額	(1,567)	(3,666)	(3,657)	(3,662)	(3,660)
其他資產變動	(609)	(485)	(173)	(67)	(67)
自由現金流	488	(743)	5,840	6,518	9,904
融資活動之現金流量	1,159	2,082	872	(771)	(2,429)
短期借款變動	1,389	2,360	573	-	-
長期借款變動	154	1,927	(2,078)	(75)	(1,076)
現金增資	-	-	2,850	-	-
已支付普通股股息	(989)	(1,519)	(1,915)	(1,917)	(3,467)
其他融資現金流	605	(686)	1,441	1,221	2,115
匯率影響數	(34)	406	(381)		
本期產生現金流量	1,807	7,134	6,908	4,752	5,633

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	7.5%	8.1%	8.4%	8.1%	7.5%
= 營業利益率	10.2%	11.3%	12.5%	15.8%	17.9%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
+ 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	6.2	7.4	9.5
營業利益率	10.2%	11.3%	12.5%	15.8%	17.9%
x 資本周轉率	4.3	5.5	6.2	7.4	9.5
x (1 - 有效現金稅率)	69.8%	71.2%	72.5%	72.0%	72.0%
= 稅後 ROIC	30.9%	44.3%	56.7%	84.8%	122.5%

資料來源：公司資料，凱基

奇鎰 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-03-09	增加持股	660	574
2024-01-30	增加持股	455	430

資料來源：TEJ，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。