

奇鋹 (3017 TT) AVC

水冷產品通過 CSP 業者認證

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$765.0

收盤價 (2024/04/22) : NT\$567.0

隱含漲幅 : 34.9%

營收組成 (4Q23)

Thermal 46%、Chassis 12%、System Assembly 31%
、Hinge 11%。

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	765.0
2024年營收 (NT\$/十億)	75.2	76.3
2024年EPS	21.1	22.0

交易資料表

市值	NT\$217,330百萬元
外資持股比率	46.5%
董監持股比率	14.9%
調整後每股淨值 (2023)	NT\$71.45
負債比	63.9%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	56,017	59,194	75,208	98,972
營業利益	6,306	7,421	11,844	17,536
稅後純益	4,162	5,305	8,089	11,304
EPS (元)	11.78	13.84	21.10	29.49
EPS YoY (%)	43.5	17.5	52.5	39.7
本益比 (倍)	48.1	41.0	26.9	19.2
股價淨值比 (倍)	12.9	9.9	7.9	6.3
ROE (%)	29.3	24.1	29.5	32.7
現金殖利率 (%)	0.9%	1.2%	1.9%	2.6%
現金股利 (元)	5.00	7.00	10.55	14.75

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

◆ 3DVC 遞延至 5-6 月出貨，然 B100/B200/50 系列顯卡都將搭載 3DVC，帶動未來出貨量提升。

◆ 奇鋹自製的 ColdPlate、CDU、CDM、風扇門等水冷零組件皆通過認證，明年 GB200 放量將帶動水冷營收大幅成長。

◆ 水冷產品明年放量，訂單能見度佳，長期趨勢仍可期待，維持買進評等，目標價 765 元。

預估 1Q24 產品組合轉佳，帶動毛利率季增

奇鋹 1Q24 營收為 153 億元、季減 8%，年增 29%，受惠於水冷產品小量出貨給 CSP 業者，帶動產品組合轉佳，預估毛利率為 22.2%，季增 0.4 個百分點，EPS 4.14 元。受到越南廠 3DVC 量產時間略遞延至 5-6 月，加上部分客戶等待 GB200 量產，因此下修 2Q24 營收 3%至 168.5 億元；不過，根據調查，即將陸續問市的 B100/B200 伺服器，主要仍採用氣冷散熱方案，且明年新版高階 50 系列顯卡也將開始採用 3DVC 氣冷散熱，將帶動 3DVC 滲透率。本中心認為，儘管 3DVC 延後量產，影響短期營收動能，預估 2024/25 年奇鋹的 3DVC 產量為 200/350 萬個、年增 1,900%/75%。

GB200 搭載水對氣散熱，奇鋹通過 CSP 業者認證

GB200 預計於 4Q24 開始放量，採水對氣方式散熱，預估 2025 年出貨量為 5.5 萬櫃(NVL36 架構)。奇鋹近期表示，公司具備散熱領域全方位解決方案技術能力，水冷零組件包括，水冷板(ColdPlate)、CDU、CDM、風扇門(水冷背門)等皆可自製生產，且公司將持續擴充中國及越南水冷產能，以滿足客戶未來的強勁需求。本中心認為，奇鋹在散熱領域的領導地位不凡，本次 GB200 伺服器中，ColdPlate 出貨份額將達 50%，CDU/CDM 也將有一定份額，相關產品已通過認證，後續將出貨給美系 CSP 業者，明年 GB200 正式放量的狀況下，將帶動奇鋹水冷產品營收大幅成長數倍。

水冷明年開始放量，未來訂單展望正向

搶攻水冷供應鏈的廠商眾多，但水冷散熱搭載在全新且昂貴的 GB200 伺服器上，CSP 業者會謹慎選擇供應商，不會輕易選擇小廠或新業者。因此，本中心看好奇鋹水冷產品競爭優勢，且水冷訂單明年能見度佳，持續看好其長期發展，重申奇鋹買進評等，目標價 765 元以 26 倍本益比、2025 年預估每股盈餘推得。

營運分析

3DVC 量產時仍略遞延，但不影響長期需求

奇鋳 1Q24 營收為 153 億元，季減 8%，年增 29%，受惠於水冷產品小量出貨給 CSP 業者，帶動產品組合轉佳，預估毛利率為 22.2%，季增 0.4%，較前次預估下修 0.8%；稅後淨利 15.9 億元，季減 5%，EPS 4.14 元。原本預計出貨給 H200 的 3DVC 氣冷散熱，受到客戶認證速度較緩影響，預計量產時間略遞延至 5-6 月，加上部分客戶等待 GB200 量產，因此預估 2Q24 營收將季增 10% 至 168.5 億元，較前次預估下修 3%；毛利率 23.1%，季增 0.9%，較前次預估下修 0.7%；稅後淨利 17.2 億元，季增 8.6%，較前次預估下修 6%，EPS 4.5 元。不過，根據供應鏈調查，未來將登場的 B100/B200 AI 伺服器，由於水冷散熱成本較高，因此主要仍搭載冷散熱方案，預計採用度高達 70-80%，且明年預計將推出的 50 系列顯示卡中的高階版本，預計也將採用 3DVC，將帶動 3DVC 滲透率。本中心認為，儘管 3DVC 延後量產，影響短期營收動能，預估 2024/25 年奇鋳的 3DVC 產量為 200/350 萬個、年增 1,900%/75%。

水冷產能將依客戶需求持續擴充

奇鋳具備散熱領域全方位解決方案的能力，水冷零組件包括，水冷板(ColdPlate)、CDU、CDM、風扇門(水冷背門)等皆可自製生產，公司在近期的座談上也表示，將會積極研發 QDE(水冷快接頭)產品，未來水冷產品趨勢正向。公司目前在水冷板模組的產能主要由中國及越南廠供應，產能分別為 5 萬套及 6.5 萬套，未來若需求持續提升，產能最高可擴充至中國 10 萬套及越南 26.5 萬套。本中心認為，奇鋳在散熱領域的領導地位不凡，本次 GB200 伺服器中，ColdPlate 出貨份額將達 50%，CDU/CDM 也將有一定份額，相關產品已通過認證，其他關鍵零組件也在持續研發中，後續將出貨給美系 CSP 業者，其中 Meta、Microsoft、AWS 都將是奇鋳的主要客戶，明年 GB200 正式放量的狀況下，將帶動奇鋳水冷產品營收大幅成長數倍。

圖 1：2024 第 1 季、2024 第 2 季獲利預估調整

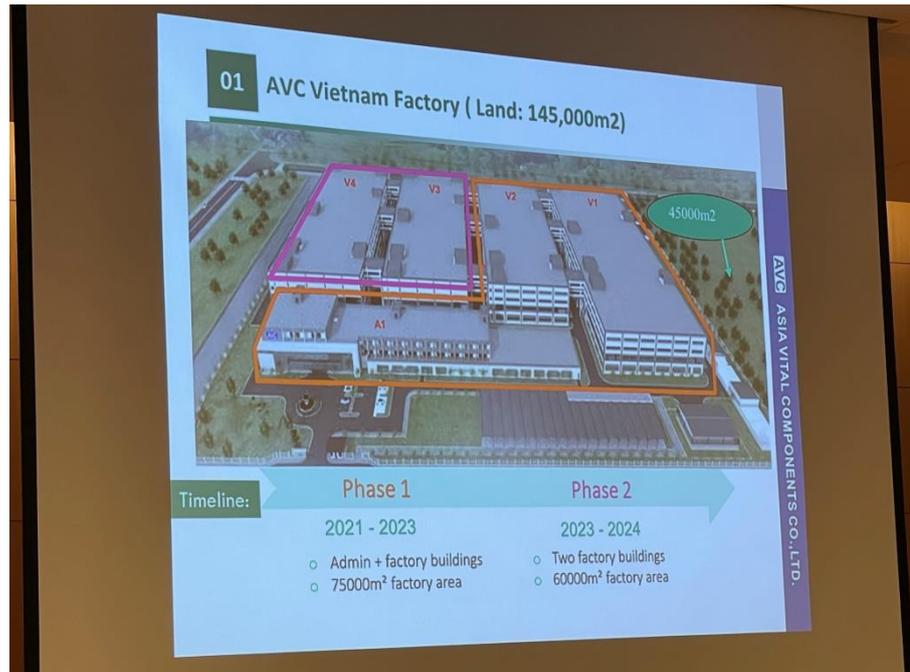
(百萬元)	1Q24F		2Q24F		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	1Q24	2Q24
營業收入	15,309	15,034	16,848	17,398	2%	-3%
營業毛利	3,402	3,461	3,894	4,139	-2%	-6%
營業利益	2,132	2,091	2,497	2,642	2%	-5%
稅前利益	2,439	2,398	2,805	2,950	2%	-5%
稅後淨利	1,587	1,557	1,724	1,828	2%	-6%
調整後 EPS (元)	4.14	4.06	4.50	4.77	2%	-6%
重要比率 (%)						
營業毛利率	22.22%	23.02%	23.11%	23.79%	-0.8	-0.7
營業利益率	13.92%	13.91%	14.82%	15.19%	0.0	-0.4
稅後純益率	10.37%	10.36%	10.23%	10.51%	0.0	-0.3

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%，越南廠二期預計於 2023 年底完工，並於今年初開始量產。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。

圖 2：越南廠建置計畫



資料來源：公司資料

產業概況

水冷為未來最佳散熱方案

水冷技術是以液體作為熱能傳導機制的散熱方式，將伺服器內部產生的熱能通過冷卻液傳輸到外部達到散熱目的，市面上主要有兩種伺服器專用液體冷卻技術，分別是直接液冷(DLC)或直達晶片(D2C)液冷，以及浸沒式液冷(immersion cooling)。

直接液冷是透過裝滿冷卻液的密封管線環繞在伺服器內最容易發熱的零組件附近，讓熱能通過導熱銅片傳導到冷卻液中，然後冷卻液再透過管線流出伺服器進行散熱。若將熱交換器安裝在伺服器機櫃內，這就是所謂的液對氣方案，可以直接安裝在氣冷式的資料中心中；水對水方案則是將冷卻液傳送到伺服器機房的液體冷卻管線，透過冷卻管路與散熱機制統一排熱，能夠更有效地解熱，但需要專為液冷伺服器設計的特殊機房。

相較於傳統空氣冷卻，液體冷卻在熱傳導方面更有效率，液冷主要用在高速運作、發熱量較高的機器上，例如資料中心、人工智慧(AI)等高效能運算中。使用液冷伺服器可以大幅提高 CPU、GPU 密度，在有限空間內增加更多的運算效能，並且能夠降低能耗，提升電力使用效率(PUE)值，保護伺服器產品，不讓伺服器運作超過熱設計功耗(TDP)，增強伺服器的可靠度、可用性，甚至能提升晶片運算效能。

圖 3：水冷散熱比較

Cooling Type	Liquid Cooling Cold Plate		Immersion Single Phase		Immersion Two Phase
	L2A	L2L	L2A	L2L	L2L
Heat Transition					
Coolant (Cost: USD/liter) (Volume: L/42U rack)	Cost: \$3.5 Volume: 30L		Cost: \$150 or Hot Oil \$3.5 Volume: 500L		Cost: \$150 Volume: 500L
Required Facility	Chiller / Outside Air	Pipes Cooling Tower	Chiller / Outside Air	Pipes Cooling Tower	Pipes Cooling Tower
Performance (1 Unit)	Up to 850W TDP		Up to 250W TDP		>800W TDP
PUE	1.3 - 1.6 (Chiller) <1.07 (Un-chiller Air)	<1.1	1.3 - 1.6 (Chiller) <1.12 (Un-chiller Air)	<1.12	<1.09
Warranty	Intel/AMD/Nvidia POR		x	x	x
Infrastructure Assessment	As air cooling		Robotic Arm / Hot Oil Burning Points Risk		Robotic Arm / Fluorocarbon Recycling Condenser / High GWP
CAPAX (Est.)	Reuse standard servers & racks	Facility water	New design from systems to DC infrastructure		

RESHAPING THE FUTURE
The Power Behind Digital Transformation

QCT Liquid Cooling Solution
Lead Data Center Infra Transformation with Energy efficiency & TCO/CFP Reduction

- System Design for Power Reduction**
Reduce 50% Fan Duty
Save 70% System Thermal Power Delivery
- Thermal Capability Leadership**
Increase 2-3 times system density with 60kW cooling capability
- Optimized Green Data Center**
Operating under high ambient with un-chiller air to reach PUE 1.07, and further reduce OPEX.

QCT
*GWP: Global Warming Potential

資料來源：iThome

水冷預計於 GB200 大量採用

根據調查顯示，B100 熱功耗為 700 瓦，主要使用 3DVC 氣冷進行散熱；而 B200 熱功耗則高達 1,000-1,200 瓦，將拉升對水冷散熱技術的依賴度，預計本次 GB200 在因為 CPU+GPU 的上季，TDP 將高達 1,500 瓦，因此將搭載水冷散熱，初期將會以水對氣散熱為主。然 Nvidia 下世代晶片是否搭載水冷散熱仍視 CSP 業者接受度做調整，預計輝達於 B200/X100 將持續導入水冷散熱技術，散熱產業營收成長將在 2025 年出現跳躍性成長。

目前，水冷散熱技術在解決漏水問題上仍有待改進，一些新型的 ColdPlate 在接口位置搭載了感測器，能夠在發現漏水時即時停止 CDU 運轉；此外，ColdPlate 已預留空間防止漏液問題，避免漏液造成 GPU 及 PCB 導電問題。

水冷散熱需要搭配多個零組件，包括 CDU (冷卻液分配裝置)、CDM (分歧管)、ColdPlate (水冷板) 等。將大幅提升整體散熱零組件的產值。

圖 4：水冷主要六大件



資料來源：雙鴻

水冷零組件崛起

本中心認為，未來 GPU 散熱方式將漸進式採用水冷散熱，預計在 GB200/X100 GPU 晶片有極高機率大幅導入水冷技術，屆時散熱族群營收貢獻將會強勁成長，其中又以 ColdPlate、CDU、CDM 供應商最為受惠，包含奇鋌、雙鴻；均熱片供應商，健策。

圖 5：GPU 晶片散熱、機殼、均熱片整理

	H100	B100	B200	GH200	GB200
GPU 熱功耗 TDP (瓦)	700	700	1,000/1,200	700	1200
散熱方式	3DVC	3DVC	3DVC/Cold Plate	3DVC/Cold Plate	Cold Plate
單價 (USD)	90	90	90/200-250	90/200-250	200-250
散熱供應商	氣冷：CoolerMaster/奇鋌；水冷：CoolerMaster/CoolIT/奇鋌/雙鴻				
機殼大小	5U-8U	6U-8U	2U-9U	1U-4U	1U-4U
機殼單價(含機構件)	1,000-1,800	1,500-2,200	400-2,500	200-500	400-600
供應商	CSP 機殼供應商，勤誠/奇鋌/營邦/迎廣/晨銘電/JPP-KY				
均熱片種類	Stiffener 不鏽鋼	均熱片	均熱片	Stiffener 不鏽鋼	均熱片
供應商	健策				

資料來源：元大投顧整理

B100 氣冷還是主流，今年仍可持續受惠

根據最新調查顯示，Nvidia 今年 AI 晶片將從 H100 升級至 B100，伺服器機殼高度也從 5U 以上提升至 6U 以上，部份 CSP 業者更傾向採用 8-9U 伺服器機殼。這項升級 GPU TDP 也由 700W 上升至 750W，內部風扇數量也有所增加。由於這些變化，AI 伺服器機殼單價預計將較 H100 版本提高 20-30%。機殼業者有望在 AI 伺服器機殼尺寸增大的趨勢下，帶動營運成長。

圖 6：B100 主流仍採氣冷散熱，機殼仍有成長空間

公司	伺服器營收比重(%)	客戶群
勤誠	100%	AWS、MSFT、百度、騰訊、阿里巴巴、歐系 CSP
奇鋌	13%	AWS、Google、Lenovo、
營邦	85%	Supermicro、MSFT、歐系 CSP
迎廣	40%	Meta
晨銘電	87%	Meta
偉訓	34%	AWS
AMAX-KY	18%	Supermicro

資料來源：元大投顧整理

獲利調整與股票評價

重申奇鋳買進評等，目標價 765 元

本中心仍正向看待奇鋳，因 AI 伺服器需求長期趨勢確立，奇鋳為伺服器 3DVC 散熱模組、AI 風扇及水冷 ColdPlate 供應商之一，ColdPlate 單價約為 200-400 美元(取決於用於 CPU 或 GPU)，較目前 AI 伺服器主流 3DVC 散熱模組單價 80-90 美元高出 1-4 倍；除了 ColdPlate，水冷散熱零組件包含 CDU、CDM、QDE、水冷背門等，奇鋳目前都有陸續在認證，目前奇鋳已經有將水冷產品出貨給 ASIC 伺服器客戶，實績有目共睹，預計 CSP 業者採用奇鋳水冷的比重將會有所提升。

本中心預估，Nvidia 的 GB200 明年開始量產，奇鋳在 ColdPlate 的工會比重預計為 50%，其他零組件也將有一定份額，而市場上擔心的 3DVC 需求問題並不大，儘管今年的量產時程略遞延 1-2 個月，不過未來 AI 伺服器 B100/B200 仍以氣冷散熱為主，且明年高階顯示卡 50 系列，也將開始採用 3DVC，未來 3DVC 需求量將會持續提升。

考量到 2024 年 3DVC 量產期間略為遞延，加上 PC/NB 需求仍未明顯起熱，小幅下修 2024 年獲利 4%；不過，受惠於水冷板(ColdPlate)出貨份額有機會達到 50%，在不考慮其他零組件的狀況下，小幅上修 2025 年獲利 0.3%。

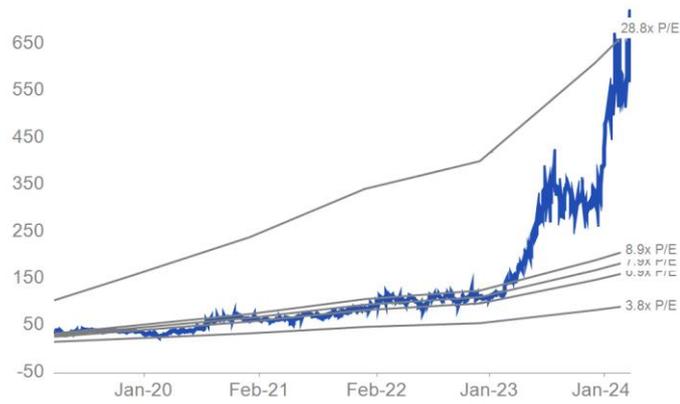
本中心持續看好奇鋳在散熱領域的領導地位，加上 3DVC、水冷未來展望，預期明年在 GB200 放量帶動下，水冷營收將會持續提升，且 CDU/CDM 出貨份額比重有潛在上修空間，加上 QDE 未來若通過認證，也將挹注一定比重營收。考慮到奇鋳打入美系及中系 CSP 業者水冷供應鏈，明年營收獲利成長無虞，且 3DVC 也將陸續滲透至非 AI 伺服器產品領域，未來成長動能可期，因此重申奇鋳買進評等，維持目標價 765 元，係根據 26 倍的 2025 年預估每股盈餘推得。

圖 7：2024 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	75,208	76,341	98,972	97,352	-1.5%	1.7%
營業毛利	18,005	18,731	25,965	25,838	-3.9%	0.5%
營業利益	11,844	12,320	17,536	17,497	-3.9%	0.2%
稅前利益	13,072	13,548	18,451	18,411	-3.5%	0.2%
稅後淨利	8,089	8,431	11,304	11,274	-4.1%	0.3%
調整後 EPS (元)	21.10	21.99	29.49	29.41	-4.0%	0.3%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	23.9%	24.5%	26.2%	26.5%	-0.6	-0.3
營業利益率	15.8%	16.1%	17.7%	18.0%	-0.4	-0.3
稅後純益率	10.8%	11.0%	11.4%	11.6%	-0.3	-0.2

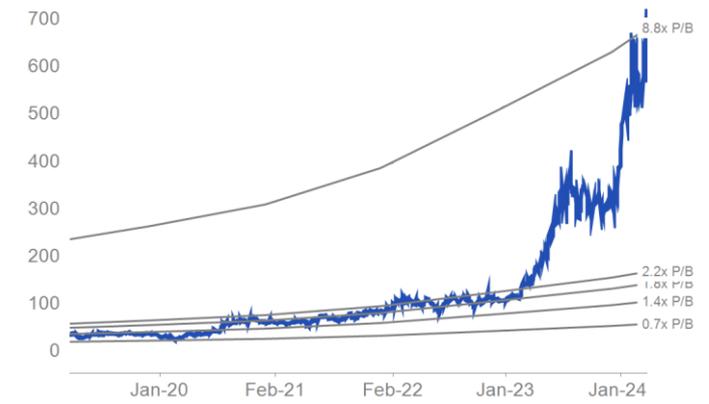
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 9：12 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 10：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
奇鋹	3017 TT	買進	567.0	6,585	13.84	21.10	29.49	41.0	26.9	19.2	17.5	52.5	39.7
國內同業													
雙鴻	3324 TT	買進	700.0	1,059	14.3	22.2	28.1	48.9	31.5	24.9	(2.5)	55.3	26.3
超眾	6230 TT	未評等	239.0	369	7.0	6.7	7.7	34.1	35.7	31.2	(1.2)	(4.5)	14.5
泰碩	3338 TT	未評等	64.8	178	2.8	3.5	-	23.3	18.4	-	(8.8)	26.9	-
建準	2421 TT	未評等	109.0	1,021	5.2	7.0	8.1	21.1	15.7	13.4	19.0	34.8	17.0
高力	8996 TT	買進	333.5	665	6.5	6.7	16.0	51.7	49.6	20.8	91.7	4.3	138.3
國內同業平均					7.1	9.2	12.0	35.8	30.1	18.1	19.6	23.3	39.2

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 11：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
奇鋹	3017 TT	買進	567.0	6,585	24.1	29.5	32.7	57.47	71.45	90.25	9.9	7.9	6.3
國內同業													
雙鴻	3324 TT	買進	700.0	1,059	19.6	23.9	25.2	74.1	93.1	111.4	9.4	7.5	6.3
超眾	6230 TT	未評等	239.0	369	10.9	9.0	9.5	66.4	-	-	3.6	-	-
泰碩	3338 TT	未評等	64.8	178	13.0	16.2	-	21.7	22.3	-	3.0	2.9	-
建準	2421 TT	未評等	109.0	1,021	21.5	28.0	26.2	27.9	26.0	32.7	3.9	4.2	3.3
高力	8996 TT	買進	333.5	665	24.2	15.3	28.7	30.2	44.0	56.0	11.0	7.6	6.0
國內同業平均					17.8	18.5	17.9	44.1	37.1	40.0	6.2	4.4	3.1

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 12：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	11,835	14,871	15,769	16,720	15,309	16,848	19,799	23,252	59,194	75,208
銷貨成本	(9,498)	(11,880)	(12,353)	(13,075)	(11,907)	(12,954)	(14,980)	(17,362)	(46,806)	(57,203)
營業毛利	2,336	2,991	3,416	3,645	3,402	3,894	4,819	5,890	12,388	18,005
營業費用	(984)	(1,444)	(1,310)	(1,229)	(1,270)	(1,397)	(1,624)	(1,870)	(4,967)	(6,161)
營業利益	1,352	1,547	2,105	2,416	2,132	2,497	3,195	4,020	7,421	11,844
業外利益	85	330	115	75	307	308	308	306	604	1,228
稅前純益	1,437	1,877	2,220	2,491	2,439	2,805	3,503	4,326	8,025	13,072
所得稅費用	(369)	(532)	(634)	(676)	(634)	(785)	(981)	(1,211)	(2,211)	(3,611)
少數股東權益	62	144	160	145	218	296	364	494	510	1,372
歸屬母公司稅後純益	1,007	1,201	1,426	1,671	1,587	1,724	2,158	2,620	5,305	8,089
調整後每股盈餘(NT\$)	2.63	3.13	3.72	4.36	4.14	4.50	5.63	6.84	13.84	21.10
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%	21.8%	22.2%	23.1%	24.3%	25.3%	20.9%	23.9%
營業利益率	11.4%	10.4%	13.4%	14.5%	13.9%	14.8%	16.1%	17.3%	12.5%	15.8%
稅前純益率	12.1%	12.6%	14.1%	14.9%	15.9%	16.7%	17.7%	18.6%	13.6%	17.4%
稅後純益率	8.5%	8.1%	9.0%	10.0%	10.4%	10.2%	10.9%	11.3%	9.0%	10.8%
有效所得稅率	25.7%	28.3%	28.6%	27.1%	26.0%	28.0%	28.0%	28.0%	27.6%	27.6%
季增率(%)										
營業收入	-19.9%	25.7%	6.0%	6.0%	-8.4%	10.1%	17.5%	17.4%		
營業利益	-19.8%	14.4%	36.0%	14.8%	-11.8%	17.1%	28.0%	25.8%		
稅後純益	-6.9%	19.4%	18.7%	17.2%	-5.0%	8.6%	25.2%	21.4%		
調整後每股盈餘	-14.2%	19.4%	18.7%	17.2%	-5.0%	8.6%	25.2%	21.4%		
年增率(%)										
營業收入	-6.0%	8.0%	5.9%	13.1%	29.4%	13.3%	25.6%	39.1%	5.7%	27.1%
營業利益	1.2%	1.3%	19.9%	43.3%	57.7%	61.4%	51.8%	66.4%	17.7%	59.6%
稅後純益	34.9%	9.6%	15.1%	54.5%	57.7%	43.5%	51.3%	56.8%	25.9%	62.7%
調整後每股盈餘	24.4%	1.0%	6.1%	42.4%	57.7%	43.5%	51.4%	56.8%	17.5%	52.5%

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、電子周邊零組件產品，2023 年營收比重為散熱產品 54%、機箱及系統組裝 36%、電子周邊零組件 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。

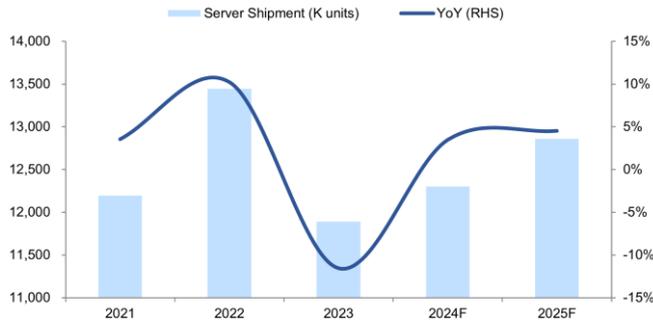
奇鋳的散熱產品包括，CPU 散熱、散熱片、風散、PC/NB 散熱模組、熱交換器、熱管/均熱板、水冷散熱器(水冷板、CDU、浸沒式水冷模組)；機箱及系統組裝業務產品包括 PC/NB 機殼及伺服器導軌(南俊)機殼、機櫃產品，是市場少數能夠提供客戶散熱到組裝的散熱一條龍解決方案，且有能力設計並製造出高散熱效率之散熱模組，並具備成本競爭力的散熱模組供應商。除此之外，奇鋳也持有目前市場少數持續成長的摺疊機軸承供應商富世達 19%的股份，該公司生產 NB 軸承及手機軸承，主要客戶為全球摺疊機市占率第二的華為。

圖 13：奇鋳產品圖



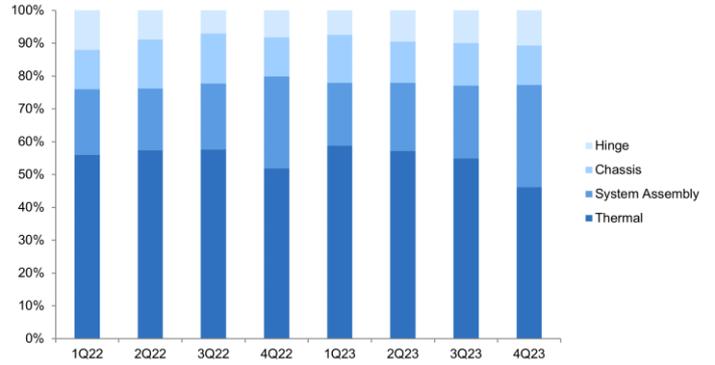
資料來源：公司資料

圖 14：伺服器出貨量預估



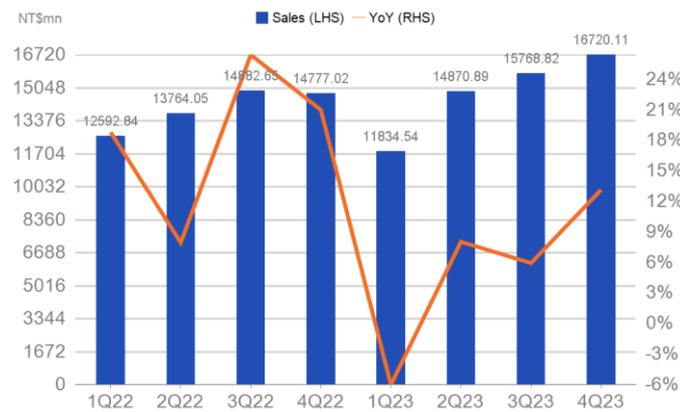
資料來源：元大投顧預估

圖 15：營收組成



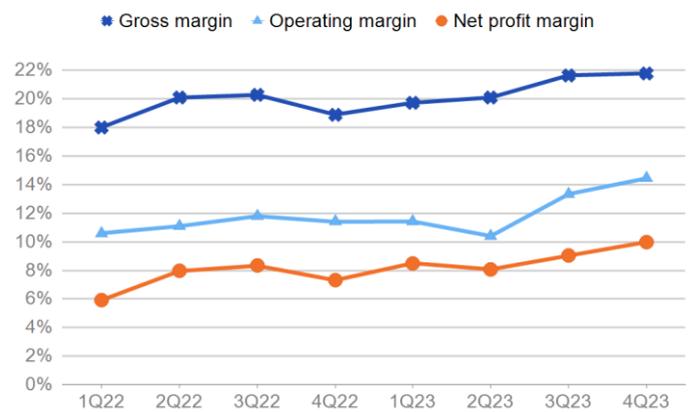
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



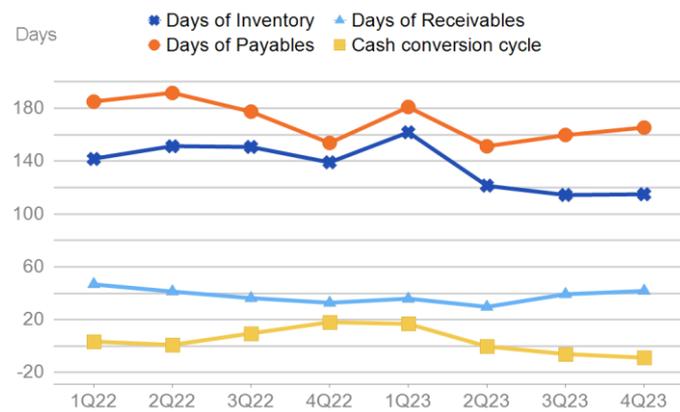
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



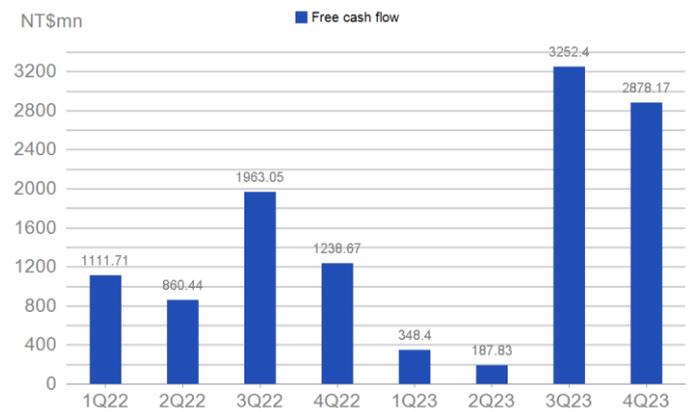
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：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**：奇鋹整體的 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**：奇鋹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**：奇鋹在針對重大 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 20：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 (2024/4/22)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

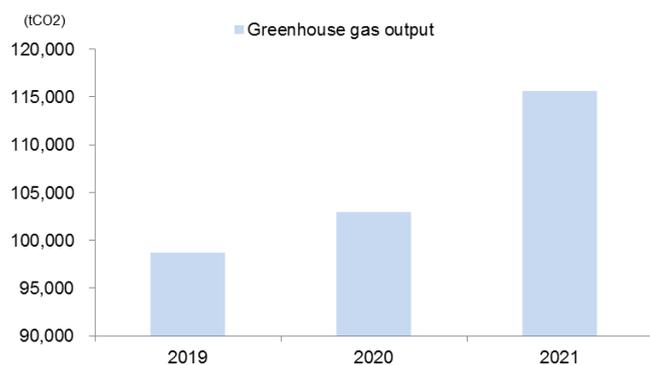
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

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+)

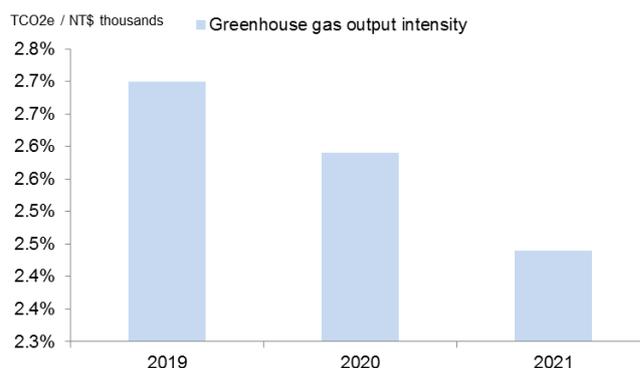
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 21：溫室氣體排放總量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 22：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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	12,915	20,049	26,957	32,231	39,342
存貨	15,618	17,360	17,235	18,645	20,170
應收帳款及票據	6,270	4,730	6,533	7,067	7,645
其他流動資產	3,829	3,348	4,168	4,168	4,168
流動資產	38,631	45,486	54,892	62,111	71,325
採用權益法之投資	224	256	528	528	528
固定資產	7,711	9,694	11,350	11,124	10,882
無形資產	151	134	177	185	195
其他非流動資產	4,148	4,904	4,720	4,815	4,911
非流動資產	12,234	14,988	16,775	16,653	16,515
資產總額	50,865	60,474	71,667	78,763	87,841
應付帳款及票據	16,379	14,082	18,773	20,309	21,971
短期借款	3,837	6,294	6,766	6,969	7,178
什項負債	7,760	12,504	11,295	11,295	11,295
流動負債	27,976	32,880	36,833	38,572	40,443
長期借款	2,998	4,189	5,377	5,377	5,377
其他負債及準備	5,806	5,982	3,610	3,610	3,610
長期負債	8,804	10,171	8,987	8,987	8,987
負債總額	36,780	43,051	45,820	47,559	49,430
股本	3,533	3,533	3,833	3,833	3,833
資本公積	1,260	1,007	3,867	3,867	3,867
保留盈餘	9,065	12,076	15,781	21,187	28,447
什項權益	(1,445)	(1,120)	(1,452)	(1,500)	(1,553)
歸屬母公司之權益	12,413	15,496	22,030	27,387	34,594
非控制權益	1,672	1,927	3,817	3,817	3,817
股東權益總額	14,085	17,423	25,847	31,204	38,411

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	3,330	4,618	5,814	9,461	13,359
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)	(1,095)	(409)	(442)
其他營業資產 及負債變動	1,007	5,742	(154)	(1,372)	(2,055)
營運活動之現金流量	2,841	8,840	6,325	9,457	12,656
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)	(1,917)	(2,683)	(4,045)
其他調整數	355	(436)	(64)	0	0
融資活動之現金流量	1,159	2,082	(657)	(2,683)	(4,045)
匯率影響數	(34)	406	83	0	0
本期產生現金流量	1,807	7,134	3,650	5,274	7,111
自由現金流量	1,275	5,174	3,916	7,957	11,156

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	47,333	56,017	59,194	75,208	98,972
銷貨成本	(38,947)	(45,167)	(46,806)	(57,203)	(73,007)
營業毛利	8,386	10,850	12,388	18,005	25,965
營業費用	(3,559)	(4,544)	(4,967)	(6,161)	(8,429)
推銷費用	(632)	(880)	(990)	(1,058)	(1,350)
研究費用	(2,365)	(2,885)	(3,129)	(4,160)	(6,050)
管理費用	(554)	(757)	(803)	(943)	(1,029)
其他費用	(8)	(22)	0	0	0
營業利益	4,827	6,306	7,421	11,844	17,536
利息收入	26	88	388	320	287
利息費用	(146)	(272)	(381)	(389)	(389)
利息收入淨額	(120)	(184)	7	(69)	(102)
投資利益(損失)淨額	17	39	0	0	0
匯兌損益	(38)	68	24	0	0
其他業外收入(支出)淨額	82	261	573	1,298	1,017
稅前純益	4,768	6,489	8,025	13,072	18,451
所得稅費用	(1,438)	(1,871)	(2,211)	(3,611)	(5,091)
少數股權淨利	429	456	510	1,372	2,055
歸屬母公司之稅後純益	2,901	4,162	5,305	8,089	11,304
稅前息前折舊攤銷前淨利	6,491	8,477	9,181	13,620	19,329
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	13.84	21.10	29.49

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	19.3	18.4	5.7	27.1	31.6
營業利益	47.2	30.6	17.7	59.6	48.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	49.0	30.6	8.3	48.4	41.9
稅後純益	60.5	38.7	25.9	62.7	41.2
調整後每股盈餘	51.4	43.5	17.5	52.5	39.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	17.7	19.4	20.9	23.9	26.2
營業利益率	10.2	11.3	12.5	15.8	17.7
稅前息前淨利率	9.8	11.1	12.5	15.8	17.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.7	15.1	15.5	18.1	19.5
稅前純益率	10.1	11.6	13.6	17.4	18.6
稅後純益率	6.1	7.4	9.0	10.8	11.4
資產報酬率	7.2	8.3	8.1	12.0	15.2
股東權益報酬率	26.3	29.3	24.1	29.5	32.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	261.1	247.1	177.3	152.4	128.7
淨負債權益比 (%)	(43.2)	(54.9)	(57.3)	(63.7)	(69.7)
利息保障倍數 (倍)	33.7	24.8	22.1	34.6	48.4
流動比率 (%)	138.1	138.3	149.0	161.0	176.4
速動比率 (%)	76.6	83.4	102.2	112.7	126.5
淨負債 (NT\$百萬元)	(6,079)	(9,566)	(14,814)	(19,885)	(26,787)
調整後每股淨值 (NT\$)	35.14	43.86	57.47	71.45	90.25
評價指標 (倍)					
本益比	69.1	48.1	41.0	26.9	19.2
股價自由現金流量比	170.4	42.0	55.5	27.3	19.5
股價淨值比	16.1	12.9	9.9	7.9	6.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	33.5	25.6	23.7	15.9	11.2
股價營收比	4.6	3.9	3.7	2.9	2.2

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

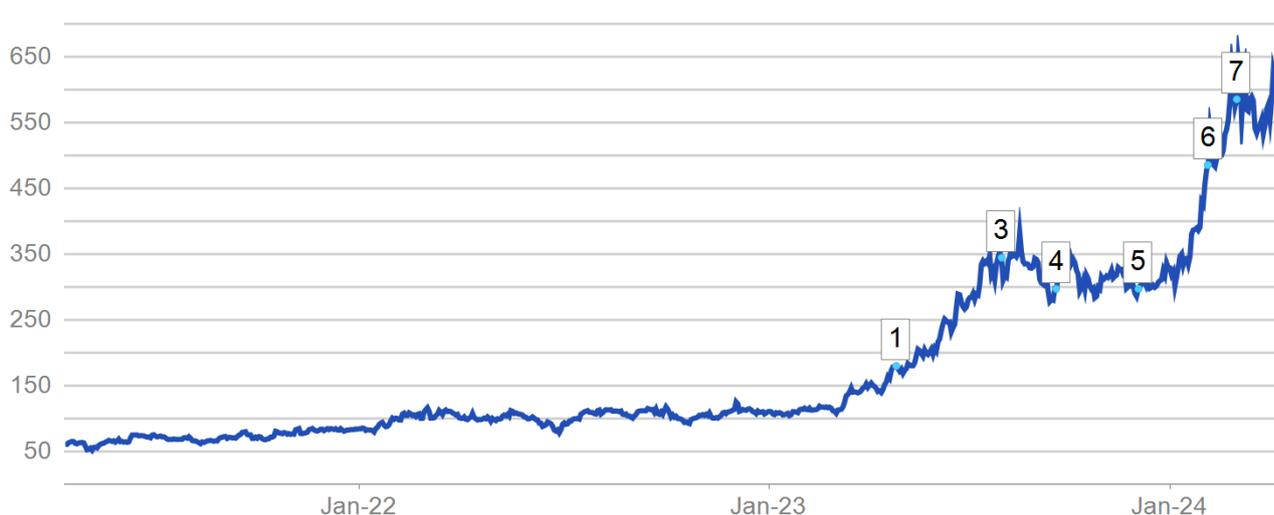
附錄：重要揭露事項

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
7	20240311	585.00	765.00	765.00	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>.