

奇鋌 (3017 TT) AVC

GB200 主要水冷散熱零組件供應商

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$1000.0

收盤價 (2024/06/26) : NT\$740.0

隱含漲幅 : 35.1%

營收組成 (1Q24)

Thermal 51%、Chassis 13%、System Assembly 25%
、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\$)	1000.0	1000.0
2024年營收 (NT\$/十億)	76.0	75.2
2024年EPS	22.3	21.0

交易資料表

市值	NT\$283,640百萬元
外資持股比率	45.0%
董監持股比率	14.9%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$67.44
負債比	66.3%
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	75,966	109,668
營業利益	6,306	7,421	12,151	20,710
稅後純益	4,162	5,305	8,565	13,685
EPS (元)	11.78	13.84	22.34	35.70
EPS YoY (%)	43.5	17.5	61.5	59.8
本益比 (倍)	62.8	53.5	33.1	20.7
股價淨值比	16.9	12.9	11.0	8.1
ROE (%)	29.3	26.9	33.1	38.8
現金殖利率	0.7%	1.0%	1.5%	2.4%
現金股利 (元)	5.00	7.00	11.17	17.85

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

◆ 越南廠 3DVC 5 月正式量產，H/B 系列用的散熱模組持續出貨，帶動產品組合轉佳，預估 2Q24 毛利率為 23.6%，上調 0.5 個百分點。

◆ 奇鋌 ColdPlate 及風扇背門打入 4 大 CSP 供應鏈，CDM 預計切入三家 CSP 供應鏈，CDU 靜待標案出爐。

◆ 水冷產品進度如期，且相關零組件的出貨份額優於預期，競爭態勢並未加劇，長期成長趨勢確立，維持買進評等，目標價 1,000 元。

3DVC 及水冷板帶動產品組合轉佳，預估 2Q24 毛利率 23.6%

Nvidia H200 GPU 開始量產，散熱模式以氣冷散熱為主，且下半年將推出的 B100/B200 也同樣採用氣冷散熱，供應商為 Cooler Master 及奇鋌。奇鋌越南廠的 3DVC 自 5 月開始量產，單月出貨量接近 20 萬個，除了供應給美系業者外，也為中系業者的自研晶片提供 3DVC，未來稼動率將持續提升。本中心認為，隨著 3DVC 出貨量不斷增加，加上水冷產品(以 Cold Plate 為主)的營收比重逐季提升，奇鋌產品組合將明顯優化。因此本中心上調奇鋌 2Q24 毛利率 0.5 個百分點至 23.6%，預計 EPS 達 5 元。

可望切入 3 家美系 CSP 水冷供應鏈，靜待 CDU 標案出爐

CSP 業者 GB200 主要由鴻海及廣達擔任系統整合廠，其水冷零組件(包括 CDU、CDM、Fan Door、QD)大多由 CSP 業者決定供應商，少部分由 SI/ODM 廠自行採購。根據調查，奇鋌在 GB200 伺服器中是 Cold Plate 唯一二供應商，並且是交換器 Switch Tray 的唯一 Cold Plate 供應商。在 CDM/CDU 部分，奇鋌目前至少拿到 2 家 CDM 及 1 家 CDU CSP 訂單；風扇部分，4 家 CSP 都會採用奇鋌的產品。本中心認為奇鋌在 GB200 水冷零組件中的出貨份額高於預期，且 CSP 業者的 CDU 還在標案階段，部分水冷產品還在驗證中。隨著標案結果的出爐，奇鋌水冷出貨份額有望進一步提升。預估 2024/2025 年水冷業務將分別佔營收 5%/22%。

GB200 競爭並未加劇，水冷零組件出貨份額有望增加

本中心正向看待奇鋌在水冷產品上的競爭優勢，主要零組件如 Pump、CDU 和 CDM 皆可自製，且 CSP 的採用度高於預期。整體而言，競爭態勢並未加劇，且少數對手的認證進度較慢，隨著新標案結果陸續出爐，奇鋌在 GB200 水冷產品市占率仍有上升空間。因此，本中心維持奇鋌買進評等，目標價 1,000 元，以 28 倍本益比及 2025 年預估 EPS 評價。

3DVC 出貨量逐月成長，帶動產品組合轉佳

受惠於 Nvidia H200 GPU 晶片正式量產，奇鋌越南廠的 3DVC 已自 5 月起量產，單月出貨量約 20 萬個，除了供應給美系業者外，中國廠也有提供中系業者的自研晶片 3DVC 散熱模組，未來稼動率將持續提升。本中心認為，隨著 3DVC 出貨量不斷增加，加上水冷產品(以 Cold Plate 為主)的營收比重逐季提升，1Q24 約為 2%，2Q24 有機會提升至 3-4%，奇鋌產品組合將明顯優化，

預估奇鋌 2Q24 營收為 168 億元，季增 10%、年增 13%；毛利率 23.6%，季增 1.6 個百分點、年增 3.5 個百分點，上修 0.5 個百分點；營業利益 26 億元，季增 36%、年增 70%，上修 6%；稅後淨利 19 億元，EPS 5 元，季增 23%、年增 60%，上修 11%。

另外，年底預計推出的 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，儘管水冷滲透率陸續提升，但 3DVC 氣冷散熱將應用於 CPU 及 VGA 卡領域，未來 3DVC 需求仍會維持強勁，預估 2024/25 年奇鋌的 3DVC 產量為 200/350 萬個，年增 1,900%/75%。

圖 1：2024 第 2 季、第 3 季獲利預估調整

(百萬元)	2Q24F		3Q24F		調整幅度	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2Q24F	3Q24F
營業收入	16,848	16,848	19,799	19,799	0.0%	0.0%
營業毛利	3,981	3,894	4,840	4,819	2.2%	0.4%
營業利益	2,636	2,497	3,246	3,195	5.6%	1.6%
稅前利益	2,954	2,805	3,564	3,503	5.3%	1.7%
稅後淨利	1,921	1,724	2,217	2,158	11.4%	2.7%
調整後 EPS (元)	5.01	4.50	5.78	5.63	11.4%	2.7%
重要比率 (%)						
營業毛利率	23.63%	23.11%	24.45%	24.34%	0.5	0.1
營業利益率	15.65%	14.82%	16.40%	16.14%	0.8	0.3
稅後純益率	11.40%	10.23%	11.20%	10.90%	1.2	0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估

切入 3 家美系 CSP 水冷供應鏈，靜待 CDU 標案出爐

奇鋐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，未來將會積極研發 QD (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，約當 Cold Plate 月產能 42 萬、CDU 月產能 0.1 萬、CDM 年產能 3 萬，公司的越南廠區仍有足夠空間可以擴充產能，待客戶標案結束後，若需求持續提升，Cold Plate 產能最高可擴充至中國 10 萬套及越南 26.5 萬套，其他零組件產能亦可擴增。

根據本中心調查，CSP 業者 GB200 主要由鴻海及廣達擔任系統整合廠，其水冷零組件(包括 CDU、CDM、Fan Door、QD)大多由 CSP 業者決定供應商，少部分由 SI/ODM 廠自行採購。— CSP 業者的 GB200 水冷機櫃由廣達自行決定零組件供應商，目前已確定奇鋐、雙鴻都通過認證，關鍵零組件 CDU、CDM 將會由兩家廠商供應，pump 方面，奇鋐有機會提供自製產品，而雙鴻將需要外購 Panasonic 的 pump。

根據調查，奇鋐在 GB200 伺服器中是 Cold Plate 供應商唯二的供應商，並且是交換器 Switch Tray 的唯一 Cold Plate 供應商。在 CDM/CDU 部分，奇鋐目前至少拿到 2 家 CDM 及 1 家 CDU CSP 訂單；風扇部分，4 家 CSP 都會採用奇鋐的產品。預計四家 CSP 的其中三家都有機會成為奇鋐的主要客戶，預估 2024/25 年水冷業務將佔營收 5%/22%。

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 2：水冷散熱比較

Cooling Solution Comparison					
Cooling Type	Liquid Cooling Cold Plate		Immersion Single Phase		Immersion Two Phase
Heat Transition	L2A	L2L	L2A	L2L	L2L
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)	<1.1	1.3 - 1.6 (Chiller)	<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.) QCT	Reuse standard servers & racks	Facility water	New design from systems to DC infrastructure		

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.

3

資料來源：iThome

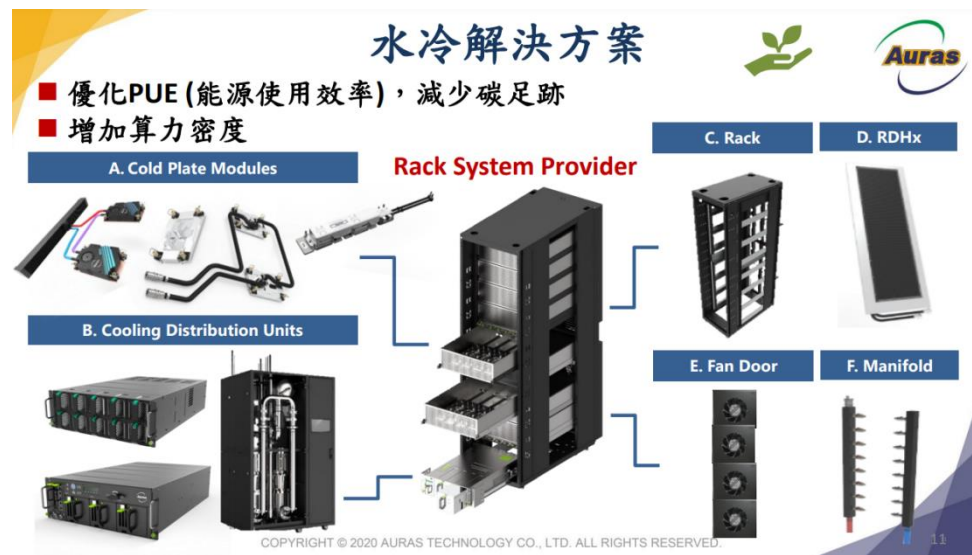
水冷預計於 GB200 大量採用

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 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 3：水冷主要六大件



資料來源：雙鴻

獲利調整與股票評價

重申奇鋁買進評等，目標價 1,000 元

本中心重申奇鋁買進評等，AI 伺服器需求長期趨勢確立，且 GB200 需求強勁帶動水冷散熱需求提升，奇鋁可提供 Cold Plate、CDU、CDM、QD、水冷背門等相關產品，目前已經確定伺服器用的 Cold Plate 是唯二的供應商，且為交換器 Switch Tray 的唯一 Cold Plate 供應商。在 CDM/CDU 部分，奇鋁目前至少拿到 2 家 CDM 及 1 家 CDU CSP 訂單；風扇部分，4 家 CSP 都會採用奇鋁的產品。由於水冷散熱對於 CSP 業者來說算是較新的產品，因此對於良率和品質關注度較高，並偏向選擇自製率高的廠商，奇鋁已經有水冷相關經驗，客戶採用意願可望優於他廠。

預估奇鋁 2024 年營收 760 億元，年增 28%，上調 1%；毛利率 24.2%，年增 3.3 個百分點，上修 0.3 個百分點；營業利益 122 億元，年增 64%，上修 4.3%；稅後淨利 85.7 億元，年增 68%，上修 6%，EPS 22.34 元。

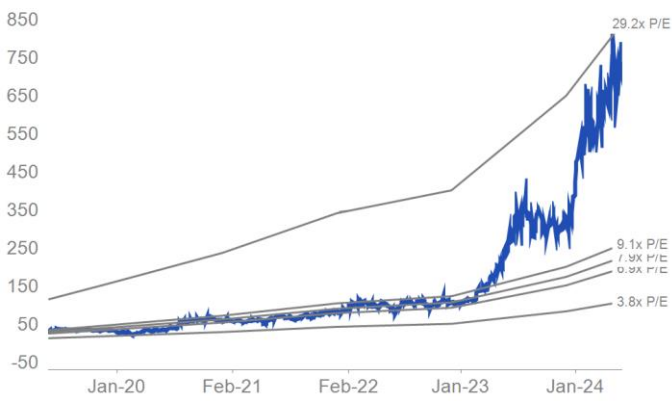
本中心持續看好奇鋁在散熱領域的領導地位，加上 3DVC、水冷未來展望，預期明年在 GB200 放量帶動下，水冷營收將會持續提升，且 CDU/CDM 出貨份額比重有潛在上修空間；另外，若其 CDU 標案進行順利，奇鋁有機會切入其他家 CSP 供應鏈，營收及獲利也可再往上提升。本中心持續看好奇鋁在 GB200 的市占率，且一般型伺服器用的 VC 及 3DVC 出貨量都有所提升，將帶動整體產品組合轉佳，因此重申奇鋁買進評等，目標價 1,000 元，係根據 28 倍的本益比及 2025 年預估每股盈餘推得。

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	75,966	75,208	109,668	109,668	1.0%	0
營業毛利	18,378	17,975	29,710	29,710	2.2%	0
營業利益	12,151	11,647	20,710	20,710	4.3%	0
稅前利益	13,497	12,963	21,745	21,745	4.1%	0
稅後淨利	8,565	8,066	13,685	13,685	6.2%	0
調整後 EPS (元)	22.34	21.04	35.70	35.70	6.2%	0
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	24.2%	23.9%	27.1%	27.1%	0.3	0
營業利益率	16.0%	15.5%	18.9%	18.9%	0.5	0
稅後純益率	11.3%	10.7%	12.5%	12.5%	0.5	0

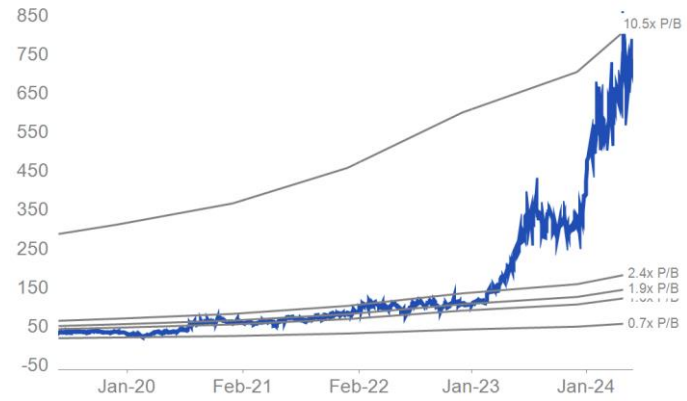
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
奇鎰	3017 TT	買進	740.0	8,595	13.84	22.34	35.70	53.5	33.1	20.7	17.5	61.5	59.8
國內同業													
雙鴻	3324 TT	買進	792.0	1,059	14.3	24.5	36.9	55.4	32.3	21.5	(2.5)	71.4	50.3
超眾	6230 TT	未評等	331.0	369	7.0	6.7	7.7	47.2	49.4	43.2	(1.2)	(4.5)	14.5
泰碩	3338 TT	未評等	86.6	178	2.8	3.5	--	31.1	24.5	--	(8.8)	26.9	--
建準	2421 TT	未評等	114.0	1,021	5.2	7.0	8.1	22.1	16.4	14.0	19.0	34.8	17.0
高力	8996 TT	買進	486.5	665	6.5	7.4	16.9	75.4	66.0	28.8	91.7	14.2	129.2
國內同業平均					7.1	9.8	17.4	46.2	37.7	26.9	19.6	28.6	52.7

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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
奇鎰	3017 TT	買進	740.0	8,595	26.9	33.1	38.8	57.47	67.44	91.94	12.9	11.0	8.1
國內同業													
雙鴻	3324 TT	買進	792.0	1,059	19.6	24.6	29.8	74.1	99.7	123.9	10.7	7.9	6.4
超眾	6230 TT	未評等	331.0	369	10.9	9.0	9.5	66.4	--	--	5.0	--	--
泰碩	3338 TT	未評等	86.6	178	13.0	16.2	--	21.7	22.3	--	4.0	3.9	--
建準	2421 TT	未評等	114.0	1,021	21.5	28.0	26.2	27.9	26.0	32.7	4.1	4.4	3.5
高力	8996 TT	買進	486.5	665	24.2	24.3	39.4	30.2	30.4	42.9	16.1	16.0	11.4
國內同業平均					17.8	20.4	26.2	44.1	44.6	66.5	8.0	8.1	7.1

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)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	15,309	16,848	19,799	24,010	22,266	25,677	29,252	32,473	75,966	109,668
銷貨成本	(11,936)	(12,867)	(14,958)	(17,826)	(16,404)	(18,745)	(21,331)	(23,477)	(57,588)	(79,958)
營業毛利	3,372	3,981	4,840	6,184	5,861	6,932	7,921	8,996	18,378	29,710
營業費用	(1,437)	(1,345)	(1,594)	(1,850)	(1,920)	(2,070)	(2,340)	(2,670)	(6,226)	(9,000)
營業利益	1,935	2,636	3,246	4,334	3,941	4,862	5,581	6,326	12,151	20,710
業外利益	395	318	318	316	256	258	259	261	1,346	1,035
稅前純益	2,330	2,954	3,564	4,650	4,197	5,120	5,840	6,587	13,497	21,745
所得稅費用	(579)	(827)	(998)	(1,302)	(1,091)	(1,433)	(1,635)	(1,844)	(3,706)	(6,005)
少數股東權益	186	206	349	486	379	437	553	685	1,226	2,055
歸屬母公司稅後純益	1,564	1,921	2,217	2,862	2,727	3,249	3,652	4,058	8,565	13,685
調整後每股盈餘(NT\$)	4.08	5.01	5.78	7.47	7.11	8.48	9.53	10.59	22.34	35.70
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	22.0%	23.6%	24.5%	25.8%	26.3%	27.0%	27.1%	27.7%	24.2%	27.1%
營業利益率	12.6%	15.7%	16.4%	18.1%	17.7%	18.9%	19.1%	19.5%	16.0%	18.9%
稅前純益率	15.2%	17.5%	18.0%	19.4%	18.9%	19.9%	20.0%	20.3%	17.8%	19.8%
稅後純益率	10.2%	11.4%	11.2%	11.9%	12.3%	12.7%	12.5%	12.5%	11.3%	12.5%
有效所得稅率	24.9%	28.0%	28.0%	28.0%	26.0%	28.0%	28.0%	28.0%	27.5%	27.6%
季增率(%)										
營業收入	-8.4%	10.1%	17.5%	21.3%	-7.3%	15.3%	13.9%	11.0%		
營業利益	-19.9%	36.2%	23.1%	33.5%	-9.1%	23.4%	14.8%	13.3%		
稅後純益	-6.4%	22.8%	15.4%	29.1%	-4.7%	19.1%	12.4%	11.1%		
調整後每股盈餘	-6.4%	22.8%	15.4%	29.1%	-4.7%	19.1%	12.4%	11.1%		
年增率(%)										
營業收入	29.4%	13.3%	25.6%	43.6%	45.4%	52.4%	47.7%	35.2%	28.3%	44.4%
營業利益	43.1%	70.4%	54.2%	79.4%	103.7%	84.4%	71.9%	46.0%	63.7%	70.4%
稅後純益	55.4%	59.9%	55.5%	71.3%	74.4%	69.1%	64.7%	41.8%	68.4%	60.8%
調整後每股盈餘	55.4%	59.9%	55.5%	71.3%	74.4%	69.1%	64.7%	41.8%	61.5%	59.8%

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，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。

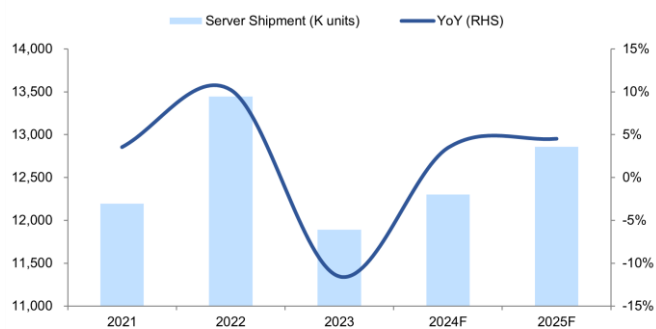
奇鋂的散熱產品包括，CPU 散熱、散熱片、風扇、PC/NB 散熱模組、熱交換器、熱管/均熱板、水冷散熱器(水冷板、CDU、浸沒式水冷模組)；機箱及系統組裝業務產品包括 PC/NB 機殼及伺服器導軌(南俊)機殼、機櫃產品，是市場少數能夠提供客戶散熱到組裝的散熱一條龍解決方案，且有能力設計並製造出高散熱效率之散熱模組，並具備成本競爭力的散熱模組供應商。除此之外，奇鋂也持有目前市場少數持續成長的摺疊機軸承供應商富世達 19%的股份，該公司生產 NB 軸承及手機軸承，主要客戶為全球摺疊機市占率第二的華為。

圖 10：奇鋂產品圖



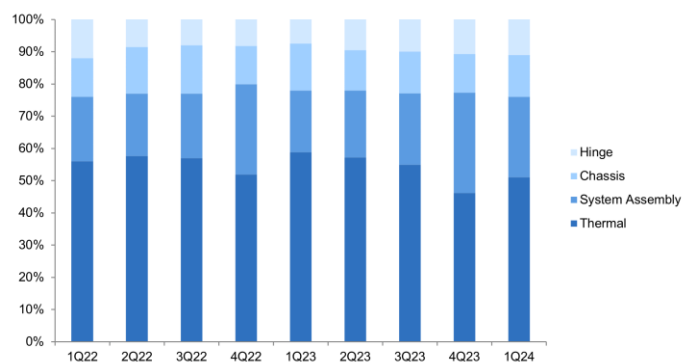
資料來源：公司資料

圖 11：伺服器出貨量預估



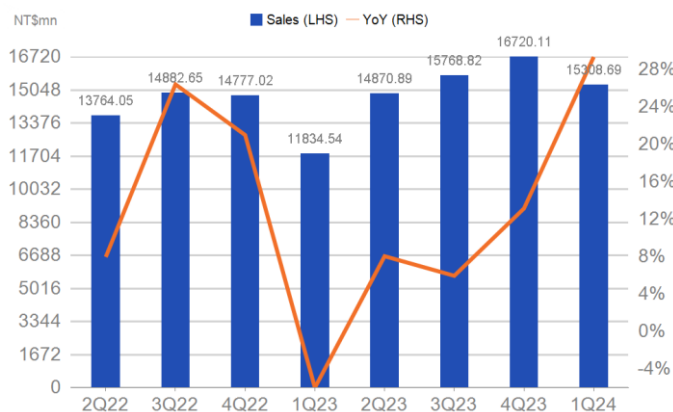
資料來源：元大投顧預估

圖 12：營收組成



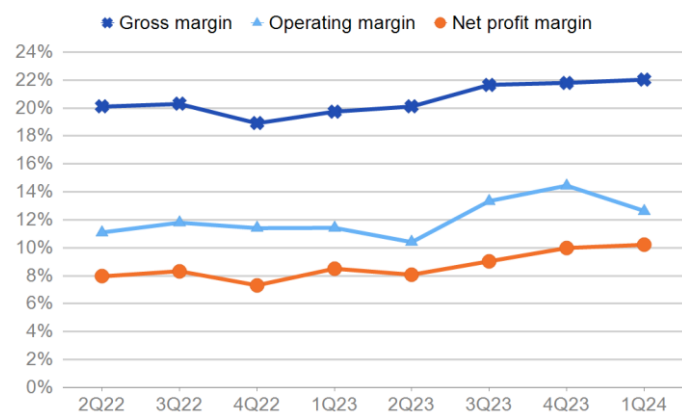
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



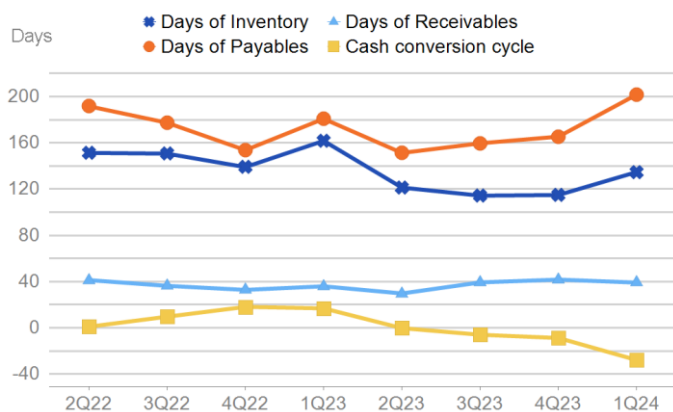
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



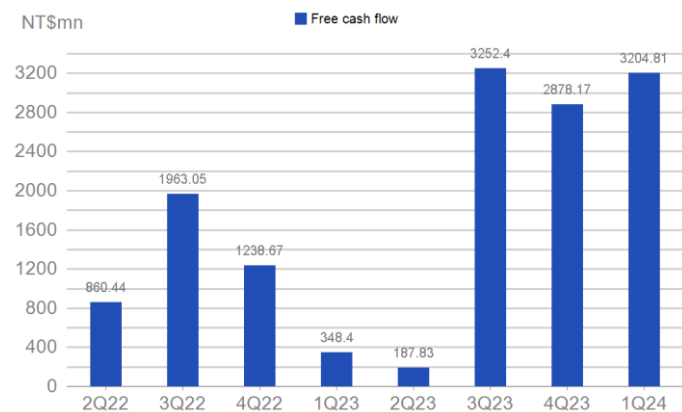
資料來源：CMoney、公司資料

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：**奇鋐整體的 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 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	20.3
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)	47.2
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	60

資料來源：Sustainalytics (2024/6/26)

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)
----------	-----------	------------

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	33,275	42,715
存貨	15,618	17,360	17,235	18,524	19,450
應收帳款及票據	6,270	4,730	6,533	5,460	5,733
其他流動資產	3,829	3,348	4,168	4,271	4,271
流動資產	38,631	45,486	54,892	61,530	72,169
採用權益法之投資	224	256	364	556	556
固定資產	7,711	9,694	11,350	11,634	11,409
無形資產	151	134	177	169	177
其他非流動資產	4,148	4,904	4,884	5,252	5,357
非流動資產	12,234	14,988	16,775	17,612	17,500
資產總額	50,865	60,474	71,667	79,142	89,669
應付帳款及票據	16,379	14,082	18,773	19,209	20,169
短期借款	3,837	6,294	6,766	5,894	6,071
什項負債	7,760	12,504	11,295	15,625	15,625
流動負債	27,976	32,880	36,833	40,728	41,866
長期借款	2,998	4,189	2,977	5,165	5,165
其他負債及準備	5,806	5,982	6,010	3,666	3,666
長期負債	8,804	10,171	8,987	8,831	8,831
負債總額	36,780	43,051	45,820	49,559	50,697
股本	3,533	3,533	3,833	3,833	3,833
資本公積	1,260	1,007	3,867	3,378	3,378
保留盈餘	9,065	12,076	15,781	19,746	29,149
什項權益	(1,445)	(1,120)	(1,452)	(1,106)	(1,118)
歸屬母公司之權益	12,413	15,496	22,030	25,851	35,242
非控制權益	1,672	1,927	3,817	3,731	3,731
股東權益總額	14,085	17,423	25,847	29,582	38,973

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	9,791	15,740
折舊及攤提	1,577	1,716	1,954	1,759	1,777
本期營運資金變動	(3,072)	(3,236)	1,515	4,446	(239)
其他營業資產及負債變動	1,007	5,742	1,041	(1,226)	(2,055)
營運活動之現金流量	2,841	8,840	10,324	14,771	15,223
資本支出	(1,567)	(3,666)	(3,657)	(1,600)	(1,500)
本期長期投資變動	8	31	108	0	0
其他資產變動	(601)	(559)	(358)	0	0
投資活動之現金流量	(2,160)	(4,194)	(3,907)	(1,600)	(1,500)
股本變動	0	0	300	0	0
本期負債變動	1,793	4,037	(1,474)	0	0
現金增減資	0	0	2,850	0	0
支付現金股利	(989)	(1,519)	(1,915)	(2,683)	(4,282)
其他調整數	355	(436)	1,111	0	0
融資活動之現金流量	1,159	2,082	872	(2,683)	(4,282)
匯率影響數	(34)	406	(381)	0	0
本期產生現金流量	1,807	7,134	6,908	10,487	9,440
自由現金流量	1,275	5,174	6,667	13,171	13,723

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	75,966	109,668
銷貨成本	(38,947)	(45,167)	(46,806)	(57,588)	(79,958)
營業毛利	8,386	10,850	12,388	18,378	29,710
營業費用	(3,559)	(4,544)	(4,967)	(6,226)	(9,000)
推銷費用	(632)	(880)	(990)	(1,076)	(1,350)
研究費用	(2,365)	(2,885)	(3,129)	(4,217)	(6,550)
管理費用	(554)	(757)	(803)	(947)	(1,100)
其他費用	(8)	(22)	(46)	0	0
營業利益	4,827	6,306	7,421	12,151	20,710
利息收入	26	88	388	366	287
利息費用	(146)	(272)	(434)	(372)	(372)
利息收入淨額	(120)	(184)	(46)	(6)	(85)
投資利益(損失)淨額	17	39	81	50	50
匯兌損益	(38)	68	24	121	0
其他業外收入(支出)淨額	82	261	545	1,181	1,070
稅前純益	4,768	6,489	8,025	13,497	21,745
所得稅費用	(1,438)	(1,871)	(2,211)	(3,706)	(6,005)
少數股權淨利	429	456	510	1,226	2,055
歸屬母公司之稅後純益	2,901	4,162	5,305	8,565	13,685
稅前息前折舊攤銷前淨利	6,491	8,477	10,413	13,911	22,486
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	13.84	22.34	35.70

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	28.3	44.4
營業利益	47.2	30.6	17.7	63.7	70.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	49.0	30.6	22.8	33.6	61.6
稅後純益	60.5	38.7	25.9	68.4	60.8
調整後每股盈餘	51.4	43.5	17.5	61.5	59.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	17.7	19.4	20.9	24.2	27.1
營業利益率	10.2	11.3	12.5	16.0	18.9
稅前息前淨利率	9.8	11.1	12.8	16.0	18.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.7	15.1	17.6	18.3	20.5
稅前純益率	10.1	11.6	13.6	17.8	19.8
稅後純益率	6.1	7.4	9.0	11.3	12.5
資產報酬率	7.2	8.3	8.8	12.4	17.6
股東權益報酬率	26.3	29.3	26.9	33.1	38.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	261.1	247.1	177.3	167.5	130.1
淨負債權益比(%)	(43.2)	(54.9)	(66.6)	(75.1)	(80.8)
利息保障倍數 (倍)	33.7	24.8	19.5	37.3	59.5
流動比率 (%)	138.1	138.3	149.0	151.1	172.4
速動比率 (%)	76.6	83.4	100.7	105.6	125.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(6,079)	(9,566)	(17,214)	(22,215)	(31,479)
調整後每股淨值 (NT\$)	35.14	43.86	57.47	67.44	91.94
評價指標 (倍)					
本益比	90.1	62.8	53.5	33.1	20.7
股價自由現金流量比	222.4	54.8	42.5	21.5	20.7
股價淨值比	21.1	16.9	12.9	11.0	8.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	43.7	33.4	27.2	20.4	12.6
股價營收比	6.0	5.1	4.8	3.7	2.6

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
8	20240423	567.00	765.00	765.00	買進	蘇子錚
9	20240528	738.00	1000.00	1000.00	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>.