

奇鋁(3017)

BUY

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 蕭淑君 Justina Hsiao

shuchun@masterlink.com.tw

評等

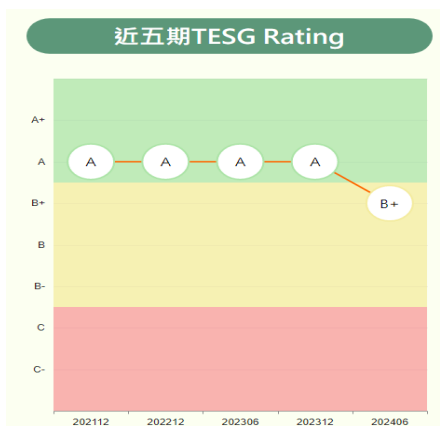
日期:	2024/8/12
目前收盤價 (NT\$):	568
目標價 (NT\$):	740
52 週最高最低(NT\$):	278-811
加權指數:	21469

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	3,833
市值 (NT\$/mn):	217,710
市值 (US\$/mn):	7,257
20 日平均成交量(仟股):	10,170
PER (2024):	28.2
PBR (2024):	6.8
外資持股比率:	41.92
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-21.9	-13.2	17.0
加權指數報酬率	-10.2	4.4	18.6

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	740	700
營業收入 (NT\$/mn)	68,867	69,17
毛利率 (%)	23.09	22.3
營益率 (%)	14.76	14
EPS (NT\$)	20.12	18.76
BVPS(NT\$)	83.56	82.2



GB200 水冷及 B200A，氣冷雙向受惠

- **2Q 毛利率及獲利均創新高；3Q 營收 QoQ+7%~12%，毛利率持續向上：**2Q 毛利率 23%創歷史新高，係受惠產品組合優化及自動化成效帶動，EPS 5.08 元創歷史新高，優於預估 EPS 4.18 元。3Q 隨著 3DVC 及水冷板持續出貨，公司指引預估營收 QoQ+7%~+12%，毛利率區間 23-23.7%，持續成長，元富預估 EPS 5.35 元。
- **GB200 水冷拉貨如期，B200A 氣冷需求增：**AI 伺服器方面：公司產品出貨包括伺服器外殼、散熱器、風扇、水冷板、分歧管及液冷式分配器。其中 3DVC、水冷板及 CDM 均有通過 NV 認證。GB200 採用氣水冷解決方案，水冷板 10、11 月按時出貨。B200A 明年量產，採用氣冷式解法，3DVC 產能供不應求。GB200A 明年下半年才會量產，散熱設計採用 2.5DVC，2.5D 設計與 3D 設計差異不大，良率可望提升，單價僅較 3DVC 略降，相關案子均與客戶討論設計中。
- 元富供應鍊訪查，2025 年水冷機櫃 NVL 36 約可抓 5 萬櫃，水冷板+分歧管產值 400 億台幣；含 CDU 液冷產值約 1500 億台幣，以奇鋁目前伺服器營收約 190 台幣，潛在商機龐大。
- **維持買進：**奇鋁為氣冷及水冷散熱解決方案提供者，水冷預期 2025 放量可望帶動營收及獲利持續成長。奇鋁及富世達 2025 年均具高成長及多重話題，包括液冷式散熱、三折可折疊手機、AI 手機、電動車散熱等。預估 2024/2025 年 EPS 20.12 元及 24.68 元，目標價 740 元(30X2025EPS)

Exhibit 1: TESI 企業永續指標



Source : TEJ

奇鋐為散熱模組大廠，近年於伺服器市佔率持續提升

奇鋐為國內最大營收規模散熱廠商，產品包括風扇、散熱模組、石墨片、機殼、觸控模組及相機模組，應用產品包括 DT、NT、Server、基地台、手機等。2Q24 產品結構散熱占比 55%、機殼 13%、系統組裝 22%及富世達 10%，1H24 成長動能排序為富世達 YOY21%、系統組裝 YOY16%、Server 及網通 YOY 12%，其餘為個位數成長幅度。伺服器業務公司提供一站式服務，包括風扇、機殼及散熱器增加客戶黏著度，伺服器相關營收占比達 33%，YOY+12%。毛利率排序如下：散熱 20%以上、機殼 10-15%、系統組裝 0%-5%及富世達 23%-25%。

Exhibit 2: 營收結構

Currency: NTD in Million/百萬元										
產品別 Product	Q2'24		Q1'24		QoQ		Q2'23		YoY	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
散熱產品 Thermal	9,071	55%	7,874	51%	1,197	15%	8,511	57%	560	7%
機殼產品 Chassis	2,123	13%	1,970	13%	153	8%	1,860	12%	263	14%
小計散熱與機殼 Subtotal for TMG	11,194	68%	9,844	64%	1,350	14%	10,371	69%	823	8%
系統及周邊產品 System Assembly and Peripheral	3,571	22%	3,754	25%	(183)	-5%	3,085	21%	486	16%
富世達(轉軸) Fositek(Hinge)	1,719	10%	1,711	11%	8	0%	1,415	10%	304	21%
總合併營收 Total Revenue	16,484	100%	15,309	100%	1,175	8%	14,871	100%	1,613	11%

Sources : Company

2Q24 EPS 5.08 元，本業及業外皆美

2Q 營收 164.84 億元，YOY+11%，毛利率 23.02%較上季成長 0.99 百分點，毛利率成長受惠產品組合優化及自動化成效，新產品貢獻仍未挹注進來，營業利益 24.27 億元，YOY+57%，稅後淨利 19.47 億元，YOY+62%，EPS 5.08 元優於預估 EPS 4.18 元。

Exhibit 3: 財報差異表

奇鋐 (3017)							
	1Q24	2Q24	2Q24 (F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	15,309	16,484	15,955	8%	11%	3%	19%
Margin%	22.0%	23.0%	22.0%				
Operating Profit	1,935	2,427	2,146	25%	57%	13%	50%
Operating Margin	12.6%	14.7%	13.5%				
Total non-ope inc.	395	508	100				
Pre-tax profit	2,330	2,935	2,246				
Net Profit	1,564	1,947	1,570	25%	62%	24%	59%
EPS	4.08	5.08	4.18				

Sources : Company

3Q 營收 QoQ+7~+12%

3Q 隨著 3DVC 及水冷板持續出貨，公司指引預估營收 QoQ+7%~+12%，毛利率區間 23-23.7%，元富預估 3Q 營收 180 億元，QoQ+9%，毛利率 23.5%，稅後獲利 20.52 億元，YOY+44%，EPS 5.35 元。

奇鋐為散熱整合性設計廠，競爭優於包括：1.針對 Server 客戶提供風扇+散熱器+機殼整體熱流設計廠商，一站式購足滿足客戶、2.風扇及散熱器產能業界最大、3.自動化程度高。因此近年不斷於白牌伺服器取得更多客戶且既有客戶滲透率提升，伺服器產值及獲利能力持續提升，伺服器機殼+散熱占營收比重達 33%，下半年成長動能來自 AI，毛利率隨產品組合優化及自動化比重增加而成長。

GB200 採用水冷、B200A 採用氣冷，奇鋌二者解決方案均完備

1.AI 伺服器方面：公司產品出貨包括伺服器外殼、散熱器、風扇、水冷板、分歧管及液冷式分配器。其中 3DVC、水冷板及 CDM 均有通過 NV 認證。

2.NV 將 B200 晶片全數供 GB200，將 B100 及 B200 取消改推 B200A，此變動情況下，散熱解決方案如下：

(1)GB200 採用氣水冷解決方案，水冷板 10、11 月按時出貨，出貨量亦比預期多。

(2)B200A 明年量產，採用氣冷式解法，3DVC 產能供不應求因此對公司影響小。

(3)GB200A 明年下半年才會量產，散熱設計採用 2.5DVC，2.5D 設計與 3D 設計差異不大，良率可望提升，單價僅較 3DVC 略降，相關案子均與客戶討論設計中。

AI 氣冷商機以 3DVC 及風扇受惠

3.AI Server 氣冷散熱產值：一般 Server 散熱模組單價約 30 美元，3DVC 出貨價格約 70-80 美元，因此 AI Server 8 顆 GPU 新增產值 560-640 美元。另外，Switch 亦採用 3DVC 設計約 250 美元、PCIE 及一般 CPU 則採用熱導管模組，因此 1 台 AI Server 產值約 1000 美元-1200 美元。風扇部分 4U A100 產值 350 美元；H100 風扇產值 500 美元。因此總結一台 AI Server 奇鋌總散熱產值 1500-1700 美元。

AI 液冷 ColdPlate 及 CDM 通過 NV 認證

4· AI Server 液冷散熱產值：液冷散熱關鍵零組件為水冷板、分歧管 CDM、液冷式分配器 CDU。奇鋌水冷板及分歧管均獲利 NV 認證。水冷板預計 10、11 月出貨之外，分歧管滲透率亦開始提升，Sidecar CDU 也有開始滲透。水冷板產值 100-300 美元、CDM 1-1.5 萬美元/對、sidecar CDU 7-8 萬美元。公司針對下一世代 Cold Plate 亦有產品切入相關應用，去年出貨金額已達 6 億元其中中國 AI 晶片 TDP 高因此已率先採用水冷板，相對同業競爭者起步快。奇鋌將持續擴增水冷板產能，其中越南廠產值增幅將大過於中國廠。

AI 各零組件產能佈局

5.產能方面：

(1) 3DVC 中國廠 150K/月、越南廠 250K/月，整體 400K /月。2024 年總產能 3Million，2025 年維持 3-4Million。原預期 NV 氣冷生命週期短，隨著 B200A 推出，氣冷需求有增加的現象。

(2)水冷板方面：中國產能 100K/月、越南廠 50 K/月年底擴增至 100K/月，明年不排除擴增至 250k/月。公司越南 3 廠已購買好土地，預計再買 4 廠。

(3)分歧管 (CDM)：產能 30K/年，產品單價 1-1.5 萬美元

(4)液冷式分配器(CDU)：產能 1K/月，SideCar 70-80KW，報價 7-8 萬美元，奇鋌幫浦可自製及外賣。

Exhibit 4: AI 零組件產能

	奇鋐 AI 散熱各零組件產能		單價
	2024	2025	
3DVC	400K/月		70-80USD
3DVC-越南廠	250K/月		
3DVC-中國廠	150K/月		
水冷板模組	115K		
水冷板-越南廠	65K/月		
水冷板-中國廠	50K/月		
水冷板	420K/月		100-300USD
水冷板-越南廠	50K->100K (年底) /月	250K	
水冷板-中國廠	100K/月		
CDM	30K/年		1-1.5 萬美元
CDU	1K/月		SideCar 70-80KW 約7-8萬美元

Sources: 奇鋐

根據元富供應鍊訪查，2025 年水冷機櫃 NVL 36 約可抓 5 萬櫃，水冷板+分歧管產值 400 億台幣；含 CDU 液冷產值約 1500 億台幣，以奇鋐目前伺服器營收約 190 台幣，潛在商機龐大。液冷產品生產者公司規模得夠大，能備料且漏水時賠的起，因此競爭者有限，產品毛利率佳，一旦放量有公司整體獲利提升。

新產品佈局

6.新領域佈局包括 EV、超市閘門及控制系統等。公司傳統車沒做主要以 EV，產品包括散熱器及風扇，應用於車燈、小型電腦及充電樁，明年日系及德國車用風扇會有貢獻。

越南廠持續擴增

7.越南廠一期 2022/10 月完成亦開始量產，公司越南二廠要封頂，三廠土地已買準備再買四廠。未來集團 40-50%產能均將移至越南，越南成本比中國低有利毛利率提升。2024 年資本支出 30-35 億，2025 年資本支出 50 億元以上，武漢、東莞及越南均擴產。

綜合上述，AI 產品氣冷加單，液冷如期進行，奇鋐動能持續攀升，預估 2024 年營收。展望 2024 年營收 688 億元，YOY+16%，EPS 20.12 元；2025 年水冷產品放量，預估營收 831 億元，YOY21%，EPS 24.68 元。

買進理由

奇鋐為氣冷及水冷散熱解決方案提供者，水冷預期 2025 放量可望帶動營收及獲利持續成長。奇鋐及富世達 2025 年均具高成長及多重話題，包括液冷式散熱、三折可折疊手機、AI 手機、電動車散熱等。預估 2024/2025 年 EPS 20.12 元及 24.68 元，目標價 740 元(30X2025EPS)，維持買進評等。

TESG 企業永續指標(分項指標)



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	56,017	59,194	68,867	83,121	
COGS	45,167	46,806	52,959	63,108	
Gross profit	10,850	12,388	15,908	20,013	
Operating expense	4,522	4,921	5,752	6,535	
Operating profit	6,306	7,421	10,156	13,479	
Total non-operate. Inc.	183	604	1,473	780	
Pre-tax profit	6,489	8,025	11,629	14,259	
Total Net profit	4,618	5,814	8,579	10,511	
Minority	456	510	866	1,051	
Net Profit	4,162	5,305	7,703	9,460	
EPS (NT\$)	11.78	14.11	20.12	24.68	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	18.3	5.7	16.3	20.7	
Gross profit	29.4	14.2	28.4	25.8	
Operating profit	30.6	17.7	36.9	32.7	
Pre-tax profit	36.1	23.7	44.9	22.6	
Net profit	43.5	27.4	45.2	22.8	
EPS	43.5	19.8	42.6	22.6	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	19.4	20.9	23.1	24.1	
Operating	11.3	12.5	14.7	16.2	
EBITDA	14.9	17.0	20.3	20.0	
Pre-tax	11.6	13.6	16.9	17.2	
Net	7.4	9.0	11.2	11.4	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	15,309	16,484	18,009	19,066	
Gross profit	3,372	3,794	4,223	4,519	
Operating profit	1,935	2,427	2,782	3,022	
Total non-ope inc.	395	508	320	250	
Pre-tax profit	2,330	2,935	3,102	3,272	
Net profit	1,564	1,947	2,052	2,150	
EPS	4.16	5.18	5.46	5.72	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	
Net sales	29.4	10.8	14.2	14.0	
Gross profit	44.4	26.9	23.6	23.9	
Operating profit	43.1	56.8	32.2	25.1	
Net profit	55.4	62.1	43.9	28.7	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	
Net sales	(8.4)	7.7	9.3	5.9	
Gross profit	(7.5)	12.5	11.3	7.0	
Operating profit	(19.9)	25.4	14.6	8.6	
Net profit	(6.4)	24.5	5.4	4.7	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	
Gross	22.0	23.0	23.5	23.7	
Operating	12.6	14.7	15.5	15.9	
Net	10.2	11.8	11.4	11.3	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	20,049	26,957	32,935	40,011	
Marketable securities	0	0	97	97	
A/R & N/R	4,730	6,533	7,652	9,236	
Inventory	17,360	17,235	21,184	25,243	
Others	3,348	4,168	4,168	4,168	
Total current asset	45,486	54,892	66,035	78,754	
Long-term invest.	424	559	559	559	
Total fixed assets	9,694	11,350	14,850	19,850	
Total other assets	4,870	4,866	4,866	4,866	
Total assets	60,474	71,667	86,310	104,029	
Short-term Borrow	6,294	6,766	6,666	6,566	
A/P & N/P	11,183	15,111	15,131	18,031	
Other current liab.	15,402	14,956	26,227	32,493	
Total current liab.	32,880	36,833	48,024	57,089	
L-T borrow s	7,295	6,043	6,256	6,969	
Other L-T liab.	4,713	4,983	0	0	
Total liability.	43,051	45,820	54,279	64,058	
Common stocks	3,533	3,833	3,833	3,833	
Reserves	1,007	3,867	3,867	3,867	
Retain earnings	12,883	18,147	24,331	32,272	
Total Equity	17,423	25,847	32,031	39,972	
Total Liab. & Equity	60,474	71,667	86,310	104,029	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	4,162	5,305	7,703	9,460	
Dep & Amort	1,738	2,000	2,363	2,399	
Investment income	-39	-81	0	0	
Changes in W/C	-3,224	2,231	-5,048	-2,744	
Other adjustment	6,202	870	5,000	3,000	
Cash flow – ope.	8,840	10,324	10,017	12,114	
Capex	-3,636	-3,654	-3,500	-5,000	
Change in L-T inv.	0	-50	0	0	
Other adjustment	-558	-203	50	50	
Cash flow –inve.	-4,194	-3,907	-3,450	-4,950	
Free cash flow	5,204	6,670	6,517	7,114	
Inc. (Dec.) debt	4,287	-1,504	900	1,400	
Cash dividend	-1,519	-1,915	-1,519	-1,519	
Other adjustment	-686	4,291	0	0	
Cash flow –Fin.	2,082	872	-619	-119	
Exchange influence	406	-381	30	30	
Change in Cash	7,134	6,908	5,978	7,075	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23F	FY24F	FY25F	
ROA	7.48	8.03	9.75	9.94	
ROE	26.42	24.52	26.62	26.28	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 6 of 6