



奇鋁

(3017.TW/3017 TT)

增加持股・維持

收盤價 August 23 (NT\$)	612
12 個月目標價 (NT\$)	830
前次目標價 (NT\$)	830
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	35.6

焦點內容

- 奇鋁越南廠於 6 月量產，預估 2H24 營收為 3,000 萬美元 (約新台幣 10 億元)。
- 3D VC 與液冷分別為 2H24、2025 年營收成長主力；因應 GB200 需求強勁，公司將進一步擴充液冷產能。
- 子公司富世達 (6805 TT, NT\$830, 增加持股) 將受惠於 2025 年伺服器滑軌需求升溫以及與 QD 模組營收成長，為奇鋁營收、獲利挹注動能。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	236.0 / 7,242
流通在外股數 (百萬股)：	385.7
外資持有股數 (百萬股)：	157.4
3M 平均成交量 (百萬股)：	11.48
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	278.0 - 811

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-13.6	22.8	71.9
相對表現 (%)	-16.1	5.5	38.2

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	4.08A	5.08A	5.53F	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
陳韻如
886.2.2181.8037
yvonney.chen@kgi.com
重要免責聲明，詳見最終頁

液冷市場強勁需求驅動擴產

重要訊息

我們參訪奇鋁越南廠，主要生產伺服器/AI 伺服器 3D VC、液冷 (水冷板模組、分歧管、CDU)、機殼、滑軌與快接頭(QD)模組，今年 6 月開始量產。

評論及分析

奇鋁越南廠概況。奇鋁越南廠位於河南省，距離河內內排國際機場 80 公里、海防港 114 公里 (車程分別約 1.5、2.5 小時)，總投資金額 3 億美元，土地面積 14.5 萬平方公尺，目前員工數約 5,000 人，今年 6 月已進入量產階段。公司目標 2025 年達成越南廠貢獻營收 8 億美元 (約新台幣 260 億元)，奇鋁與子公司富世達 (6805 TT, NT\$830, 增加持股) 廠房主要生產伺服器散熱與機構件 (冷卻風扇、模組、3D VC、水冷板模組、分歧管、CDU、機殼與滑軌) 以及部分的筆電散熱產品。在客戶要求中國產能移轉下，由於越南人力成本約較中國低 40%，且自動化設備有助提升生產效率，公司展望越南廠營收貢獻將逐步攀升至 2025 年佔 30% 之營收。

3D VC 與液冷分別為 2H24、2025 年營收成長主力；GB200 需求強勁，公司將進一步擴充液冷產能。奇鋁越南廠 3D VC 月產能 25 萬組，與 Cooler Master (未上市) 共同供應 H100/H200 AI 伺服器的市場需求。3D VC 也應用在 800G 交換器。公司目標 2024 年 3D VC 出貨量約 300 萬組，主要在 2H24 出貨。3D VC 生產不易，需耗時 21 天，遠比其他產品久。由於 3D VC 為過渡型解決方案，公司無意擴充產能，並規劃 2026 年後將四成左右 3D VC 產能轉為生產液冷產品。基於 2025 年來自客戶的液冷產品需求強勁，公司計畫將越南廠水冷板月產能由目前的 6.5 萬組擴充至 16 萬組。公司將在越南廠附近承租廠房以應對 2025 年約 5-6 萬櫃 GB200 伺服器之液冷迫切需求。奇鋁 1H24 液冷營收佔比約 3%，預估 2024 年佔比將為 5-10%，並於 2025 年因水冷板再擴大至 15-20%。若計入 CDU、分歧管與富世達 QD 模組產品，液冷營收佔比應更高。公司預估 2Q25 越南廠營收貢獻將由目前的 10 億元翻倍至 20 億元，此將推升公司月營收突破 70 億元，而隨產品組合改善，毛利率可望上升、帶動獲利成長。

投資建議

我們認為奇鋁與富世達的整合良好、產品組合具競爭力，將受惠 AI 伺服器成長趨勢。維持「增加持股」評等，目標價 830 元，基於 28 倍 2025 年 EPS 預估。

投資風險

PC 與伺服器需求疲弱、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	70,009	91,549
營業毛利 (NT\$百萬)	8,386	10,850	12,388	16,382	23,245
營業利益 (NT\$百萬)	4,827	6,306	7,421	10,732	16,898
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,901	4,162	5,305	7,876	11,356
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	20.55	29.63
每股現金股利 (NT\$)	4.30	5.42	7.00	10.27	14.81
每股盈餘成長率 (%)	51.4	43.5	19.7	45.7	44.2
本益比 (x)	74.5	51.9	43.4	29.8	20.7
股價淨值比 (x)	17.4	14.0	10.6	9.0	7.4
EV/EBITDA (x)	36.7	28.7	26.6	18.0	12.2
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.7	0.9	1.1	1.7	2.4
股東權益報酬率 (%)	25.2	29.8	28.3	32.8	39.4

資料來源：公司資料、凱基

越南廠概況

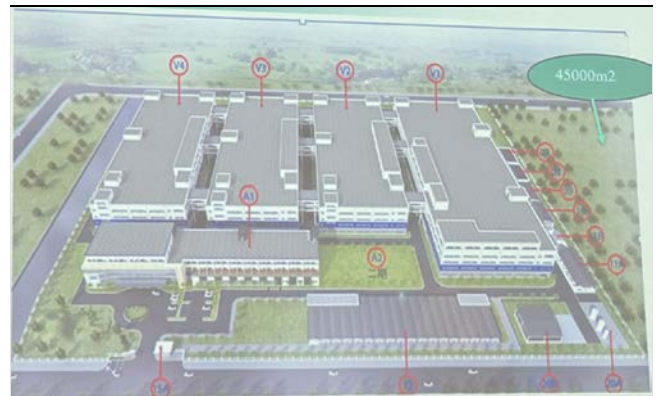
- 奇鋁越南廠位於河南省，距離河內內排國際機場 80 公里、海防港 114 公里（車程分別約 1.5、2.5 小時）。越南廠的總投資金額 3 億美元，土地面積 14.5 萬平方公尺
- 目前員工數約 5,000 人，今年 6 月已進入量產階段。公司目標 2025 年達成越南廠貢獻營收 8 億美元（約新台幣 260 億元）
- 奇鋁與子公司富世達（6805 TT, NT\$830, 增加持股）廠房主要生產伺服器散熱與機構件（冷卻風扇、模組、3D VC、水冷板模組、分歧管、CDU、機殼、快接頭模組與滑軌）以及部分的筆電散熱產品。
- 在客戶要求中國產能移轉背景下，由於越南人力成本約較中國低 40%，且自動化設備有助提升生產效率，公司展望越南廠營收貢獻將由 2H24 之 15-20% 營收逐步攀升至 2025 年佔 30% 之營收。

圖 1：奇鋁越南廠位於河南省，距離河內內排國際機場車程 1.5 小時、海防港車程 2.5 小時



資料來源：公司資料；凱基

圖 2：越南廠第一期共四座廠房，員工數約 5,000 人，於 6 月開始量產



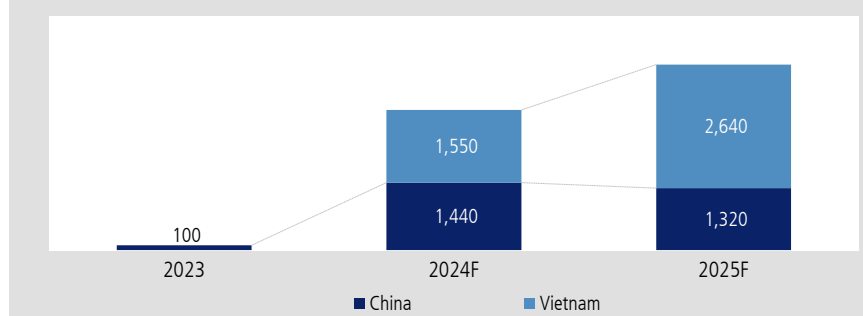
資料來源：公司資料；凱基

越南廠 3D VC 今年 6 月啟動量產

- 2023 年奇鋁 3D VC 總出貨量為 10 萬組，其中對 Nvidia 的出貨量僅 3-5 萬組。目前公司在中國的 3D VC 月產能為 10-15 萬組，越南廠月產能則於 2Q24 擴充至 25 萬組，6 月已開始量產。2024 年 3D VC 整體出貨量預計約為 300 萬組，主要在 2H24 出貨，2025 年出貨量可望增至 300-400 萬組。
- H100/H200 伺服器為 2H24 3D VC 的主要應用，目前公司與 Cooler Master 瓜分 H100/H200 AI 伺服器的市場。
- B200 AI 伺服器亦將採用 3D VC，而 B200A/GB200A 的散熱解決方案仍未定。
- 3D VC 生產不易，需耗時 21 天（遠比其他產品更久）。由於 3D VC 屬過渡型散熱解決方案，因此公司無意擴充相關產能。
- 儘管液冷散熱可望更加普及，但無法完全取代氣冷。奇鋁將確保 2026 年後 40% 的 3D VC 產線能夠轉為投入生產液冷產品。

圖 3：越南廠為 2H24-2025 年 3D VC 產能擴充之主要來源

3D VC 出貨量, 千組



資料來源：公司資料；凱基

因應 2025 年需求強勁，公司將進一步擴充液冷產能

- 因應 2025 年液冷產品需求強勁，公司計畫將越南廠水冷板月產能由目前的 6.5 萬組擴充至 16 萬組。公司將在越南廠附近承租廠房以應對 2025 年約 5-6 萬櫃 GB200 伺服器之液冷迫切需求。若第二期廠房就緒，公司之水冷板月產能夠進一步擴充至 25 萬組。
- 液冷產品 1H24 營收佔比約 3%，預估 2024 年佔比將為 5-10%，並於 2025 年再擴大至 15-20%，動能來自 GB200 機櫃開始出貨。若計入 CDU、分歧管與富世達 QD 模組產品，液冷營收佔比應更高。
- GB200 GPU 絕大部份的散熱零組件都有兩家供應商，而奇鋁為大部分美國超大規模 CSP (包含四大 CSP) 業者液冷方案的兩家供應商之一。Cooler Master 和奇鋁主要供應四大 CSP 業者的產品包括水冷板模組與風扇門。
- 奇鋁初期主要提供液冷水冷板模組，分歧管與 CDU 則預計於 2025 年開始生產。分歧管的規劃月產能為 1.5 萬組 (含 2,500 組內分歧管與機櫃歧管)，CDU 月產能則為 1,000 台。公司也透過富世達擁有 QD 模組產能，其中的 QD 目前外購自國外廠商，富世達自行設計的 QD 將在 2H24 開始驗證，將增加液冷產品內含價值。
- 富世達也開始出貨伺服器滑軌給美系 CSP，連同液冷產品相關營收，2025 年整體營收成長力道強勁。
- 未來幾年我們預期奇鋁與富世達的液冷營收將由水冷板模組、風扇門、分歧管與 QD 模組所貢獻，而 CDU 與機殼則是相關營收長期成長的另一主力。

圖 4：奇鋐越南廠產能

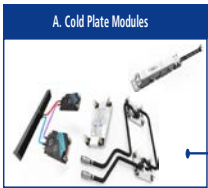
(千/月)	NB 風扇	NB 散熱模組	伺服器 風扇	伺服器 散熱模組	3D VC	水冷板	分歧管	CDU	伺服器 機殼
廠房 1-2	100	150	1500	300	250				150
廠房 3-4	200	200	500			65 (第一階段) 250 (第二階段)	15	1	
總計	300	350	2000	300	250	65 (第一階段) 250 (第二階段)	15	1	150

資料來源：公司資料；凱基

圖 5：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


US\$200-400/組

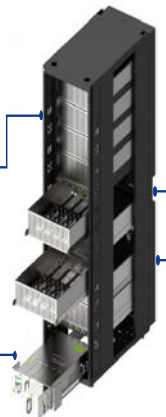
A. Cold Plate Modules




US\$10,000-50,000

B. Cooling Distribution Units







C. Rack




D. RDHx



E. Fan Door



F. Manifold



US\$10,000-15,000

散熱解決方案組成		海外主要供應商	國內供應商	單價 (US\$)
水冷板模組		Cooler Systems Motivair	Cooler Master 泰碩 奇鋐 雙鴻 力致 台達電	1,500-2,500 (每台伺服器)
			奇鋐 雙鴻 台達電 高力 鴻海 雙鴻 元鈦 Cooler Master	10,000-50,000 (每個機櫃內)
CDU/sidecar		CoolIT Systems Vertiv nVent Motivair	奇鋐 雙鴻 台達電 高力 鴻海 雙鴻 元鈦 Cooler Master 廣運 力致	10,000-15,000 (快速接頭 4,000-6,000)
歧管 & 快接頭		CoolIT Systems Colder Product Co. (CPC) CEJN Parker Staubli Motivair	奇鋐 高力 嘉澤 台達電 力致 元鈦	2,000-4,000
RDHx & 風扇		nVent CoolIT Systems Motivair	廣運 台達電	5,000
機櫃				5,000
總計				40,000-80,000

資料來源：雙鴻；凱基

越南廠營收貢獻將自 2H24 的 15-18% 提高為 2H25 的 30% 左右

- 目前越南廠每月營收約 3,000 萬美元，相當於新台幣 10 億元，且產能持續擴充。公司預估 2Q25 該廠二期進入量產時，單月營收將成長為台幣 20 億元。
- 加上我們預期富世達越南廠營收將由 2024 年超過 1 億元成長至 2025 年超過 20 億元，可望推升推升奇鋐 2Q25 合併單月營收至 70 億元以上，對比 2024 年 7 月的 61 億元。
- 我們仍維持 2024 與 2025 年營收分別為 700 億與 915 億元之預估。
- 隨著液冷營收成長加速，我們預期 2H24-2025 毛利率將擴張。我們預估 2024 年 EPS 為 20.55 元 (年增 49%)、2025 年為 29.63 元 (年增 44%)。
- 奇鋐目前維持 3Q24 營收展望季增 7-12%、4Q24 營收將為年度高峰，毛利率將因產品組合轉佳而持續季增。

圖 6：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	10,427	10,949	22	20	16	15	12	10	(14)	7	5
	网通	6,917	7,284	8,463	8,886	9,774	15	13	14	13	11	5	16	5	10
	伺服器	7,544	10,390	12,079	15,944	25,511	16	19	20	23	28	38	16	32	60
	其他	775	2,141	1,567	1,963	2,002	2	4	3	3	2	176	(27)	25	2
散熱產品小計		25,631	31,206	31,854	37,220	48,236	54	56	54	53	53	22	2	17	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	46,949	61,287	67	68	67	67	67	20	4	19	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	3,602	4,646	4	3	6	5	5	4	82	8	29
SIG小計		10,701	12,297	14,007	14,500	15,871	23	22	24	21	17	15	14	4	9
富世達(樞軸)		5,020	5,013	5,767	8,560	14,390	11	9	10	12	16	(0)	15	48	68
合計		47,333	56,017	59,194	70,009	91,549	100	100	100	100	100	18	6	18	31

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7：2024-25 年獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2024F				2025F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	70,009	18.3	71,007	(1.4)	91,549	30.8	91,942	(0.4)
毛利	16,382	32.2	16,616	(1.4)	23,245	41.9	23,077	0.7
營業利益	10,732	44.6	10,722	0.1	16,898	57.5	16,138	4.7
稅前獲利	12,219	52.3	11,938	2.4	18,240	49.3	16,878	8.1
稅後淨利	7,876	48.5	7,920	(0.6)	11,356	44.2	11,215	1.3
每股盈餘 (元)	20.55	45.7	20.66	(0.6)	29.63	44.2	29.26	1.3
毛利率 (%)	23.4	2.5 ppts	23.4	(0.0)ppts	25.4	2.0 ppts	25.1	0.3 ppts
營業率 (%)	15.3	2.8 ppts	15.1	0.2 ppts	18.5	3.1 ppts	17.6	0.9 ppts
淨利率 (%)	11.3	2.3 ppts	11.2	0.1 ppts	12.4	1.2 ppts	12.2	0.2 ppts

資料來源：公司資料；凱基預估；Bloomberg

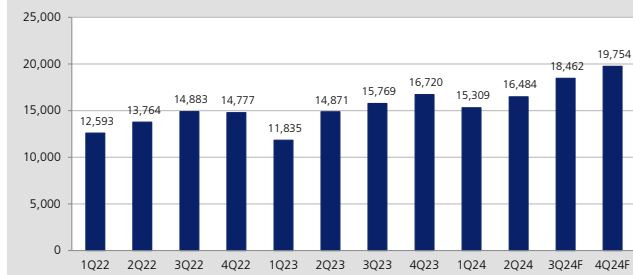
圖 8: 公司概況

奇鎰成立於 1991 年，為 3C(佔 2023 年整體營收 43%)、伺服器(31%)與网通(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%。奇鎰其他產品包含機殼與機櫃 (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\$830, 增加持股)。

資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 季營業收入

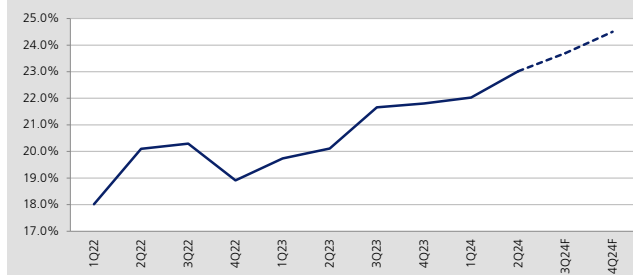
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12: 毛利率

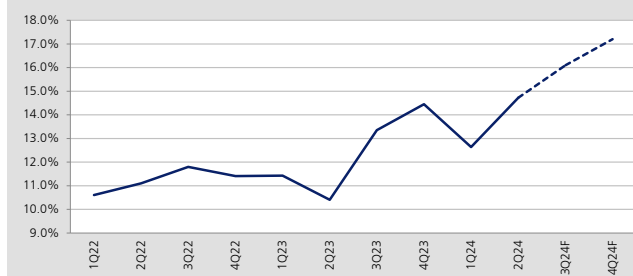
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 營業利潤率

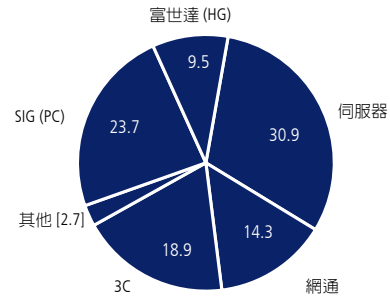
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 伺服器營收上揚至 2023 年營收的 31%

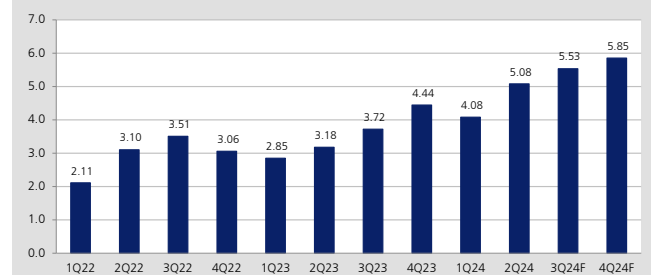
2023 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 每股盈利

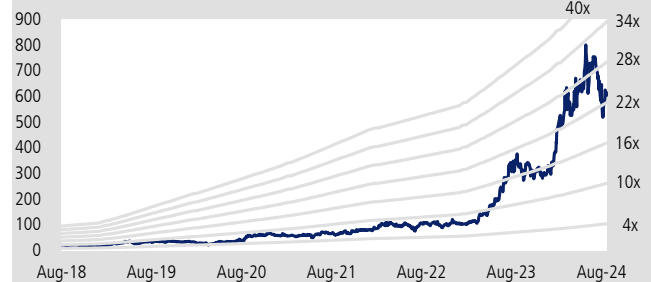
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13: 未來一年預估本益比區間

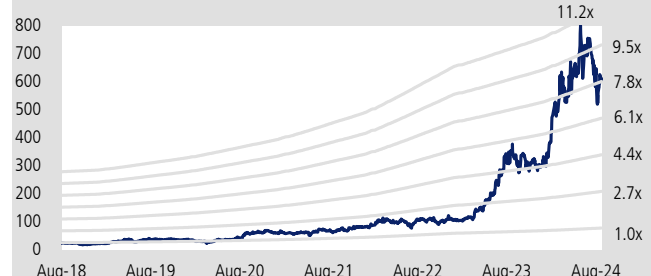
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 15: 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；凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	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	16,484	18,462	19,754	59,194	70,009	91,549
營業成本	(9,498)	(11,880)	(12,353)	(13,075)	(11,936)	(12,690)	(14,086)	(14,914)	(46,806)	(53,627)	(68,303)
營業毛利	2,336	2,991	3,416	3,645	3,372	3,794	4,375	4,840	12,388	16,382	23,245
營業費用	(984)	(1,444)	(1,310)	(1,229)	(1,437)	(1,367)	(1,403)	(1,442)	(4,967)	(5,650)	(6,347)
營業利益	1,352	1,547	2,105	2,416	1,935	2,427	2,972	3,398	7,421	10,732	16,898
折舊	(427)	(452)	(498)	(512)	(537)	(572)	(798)	(1,284)	(1,889)	(3,191)	(3,805)
攤提	(13)	(14)	(18)	(21)	(21)	(21)	(17)	(9)	(65)	(67)	(67)
EBITDA	1,792	2,013	2,621	2,949	2,492	3,020	3,787	4,690	9,375	13,989	20,770
利息收入	46	121	76	145	96	153	120	111	388	480	484
投資利益淨額	14	-	32	9	26	-	5	9	55	40	35
其他營業外收入	231	340	136	267	375	506	300	319	974	1,500	1,300
總營業外收入	291	461	244	421	497	659	425	439	1,416	2,020	1,819
利息費用	(116)	(105)	(106)	(107)	(102)	(105)	(106)	(110)	(434)	(423)	(377)
投資損失	-	(26)	-	-	-	(46)	-	46	(26)	-	-
其他營業外費用	(90)	-	(24)	(239)	-	0	(28)	(83)	(353)	(110)	(100)
總營業外費用	(206)	(131)	(129)	(346)	(102)	(151)	(133)	(147)	(812)	(533)	(477)
稅前純益	1,437	1,877	2,220	2,491	2,330	2,935	3,264	3,690	8,025	12,219	18,240
所得稅費用[利益]	(369)	(532)	(634)	(676)	(579)	(775)	(881)	(1,064)	(2,211)	(3,299)	(4,925)
少數股東損益	(62)	(144)	(160)	(145)	(186)	(213)	(261)	(383)	(510)	(1,044)	(1,960)
非常項目稅後純益	1,007	1,201	1,426	1,671	1,564	1,947	2,121	2,244	5,305	7,876	11,356
非常項目	(0)	(0)	0	0	0	0	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	1,007	1,201	1,426	1,671	1,564	1,947	2,121	2,244	5,305	7,876	11,356
每股盈餘 (NT\$)	2.85	3.18	3.72	4.44	4.08	5.08	5.53	5.85	14.11	20.55	29.63
獲利率 (%)											
營業毛利率	19.7	20.1	21.7	21.8	22.0	23.0	23.7	24.5	20.9	23.4	25.4
營業利益率	11.4	10.4	13.4	14.5	12.6	14.7	16.1	17.2	12.5	15.3	18.5
EBITDA Margin	15.1	13.5	16.6	17.6	16.3	18.3	20.5	23.7	15.8	20.0	22.7
稅前純益率	12.1	12.6	14.1	14.9	15.2	17.8	17.7	18.7	13.6	17.5	19.9
稅後純益率	8.5	8.1	9.0	10.0	10.2	11.8	11.5	11.4	9.0	11.3	12.4
季成長率 (%)											
營業收入	(19.9)	25.7	6.0	6.0	(8.4)	7.7	12.0	7.0			
營業毛利	(16.4)	28.0	14.2	6.7	(7.5)	12.5	15.3	10.6			
營業收益增長	(19.8)	14.4	36.1	14.8	(19.9)	25.4	22.5	14.3			
EBITDA	(15.5)	12.3	30.2	12.5	(15.5)	21.2	25.4	23.9			
稅前純益	(15.0)	30.6	18.3	12.2	(6.5)	26.0	11.2	13.1			
稅後純益	(6.9)	19.4	18.7	17.2	(6.4)	24.5	8.9	5.8			
年成長率 (%)											
營業收入	(6.0)	8.0	6.0	13.1	29.4	10.8	17.1	18.1	5.7	18.3	30.8
營業毛利	3.0	8.1	13.1	30.5	44.4	26.9	28.1	32.8	14.2	32.2	41.9
營業收益	1.2	1.3	19.9	43.3	43.1	56.8	41.2	40.6	17.7	44.6	57.5
EBITDA	2.0	3.2	19.5	39.0	39.1	50.0	44.5	59.0	16.9	49.2	48.5
稅前純益	17.1	11.8	17.4	47.2	62.1	56.4	47.0	48.1	23.7	52.3	49.3
稅後純益	34.9	9.6	15.1	54.5	55.4	62.1	48.8	34.3	27.4	48.5	44.2

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	81,272	95,518
流動資產	38,631	45,486	54,892	64,123	77,101
現金及短期投資	13,671	21,640	29,091	34,692	39,814
存貨	15,618	17,360	17,235	19,692	25,151
應收帳款及票據	6,270	4,730	6,533	7,705	10,103
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	17,149	18,417
長期投資	445	524	664	729	802
固定資產	7,711	9,694	11,350	11,659	12,854
什項資產	4,078	4,770	4,760	4,760	4,760
負債總額	36,780	43,051	45,820	50,443	57,052
流動負債	27,976	32,880	36,833	42,537	49,862
應付帳款及票據	16,379	14,082	18,773	21,450	27,395
短期借款	5,028	7,970	7,583	8,588	8,228
什項負債	6,569	10,828	10,478	12,499	14,239
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	30,829	38,466
普通股本	3,533	3,533	3,833	3,833	3,833
保留盈餘	6,681	9,280	12,893	16,831	22,509
少數股東權益	1,672	1,927	3,817	4,861	6,821
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%	18.3%	30.8%
營業收益增長	48.1%	30.6%	17.7%	44.6%	57.5%
EBITDA	42.4%	25.3%	16.9%	49.2%	48.5%
稅後純益	51.4%	43.5%	27.4%	48.5%	44.2%
每股盈餘成長率	51.4%	43.5%	19.7%	45.7%	44.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	17.7%	19.4%	20.9%	23.4%	25.4%
營業利益率	10.2%	11.3%	12.5%	15.3%	18.5%
EBITDA Margin	13.5%	14.3%	15.8%	20.0%	22.7%
稅後純益率	6.1%	7.4%	9.0%	11.3%	12.4%
平均資產報酬率	6.3%	7.5%	8.0%	10.3%	12.8%
股東權益報酬率	25.2%	29.8%	28.3%	32.8%	39.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	74.0%	83.6%	50.1%	41.8%	30.7%
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	29.9	49.4
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	24.0	35.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.5	1.1	1.3	1.1	1.5
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
速動比率 (x)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	(2,489)	(5,490)	(13,997)	(19,673)	(25,872)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	20.55	29.63
每股現金盈餘 (NT\$)	8.04	25.02	27.45	26.46	34.65
每股淨值 (NT\$)	35.13	43.86	57.47	67.75	82.56
調整後每股淨值 (NT\$)	35.13	43.86	58.58	67.75	82.56
每股營收 (NT\$)	133.97	158.55	157.41	182.64	238.84
EBITDA/Share (NT\$)	18.12	22.70	24.93	36.50	54.19
每股現金股利 (NT\$)	4.30	5.42	7.00	10.27	14.81
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.03	1.01	0.90	0.92	1.04
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	70,009	91,549
營業成本	(38,947)	(45,167)	(46,806)	(53,627)	(68,303)
營業毛利	8,386	10,850	12,388	16,382	23,245
營業費用	(3,559)	(4,544)	(4,967)	(5,650)	(6,347)
營業利益	4,827	6,306	7,421	10,732	16,898
總營業外收入	383	869	1,416	2,020	1,819
利息收入	26	88	388	480	484
投資利益淨額	17	37	55	40	35
其他營業外收入	340	744	974	1,500	1,300
總營業外費用	(442)	(686)	(812)	(533)	(477)
利息費用	(146)	(272)	(434)	(423)	(377)
投資損失	(17)	(4)	(26)	-	-
其他營業外費用	(279)	(410)	(353)	(110)	(100)
稅前純益	4,768	6,489	8,025	12,219	18,240
所得稅費用[利益]	(1,438)	(1,871)	(2,211)	(3,299)	(4,925)
少數股東損益	(429)	(456)	(510)	(1,044)	(1,960)
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	2,901	4,162	5,305	7,876	11,356
EBITDA	6,404	8,022	9,375	13,989	20,770
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	20.55	29.63

現金流量

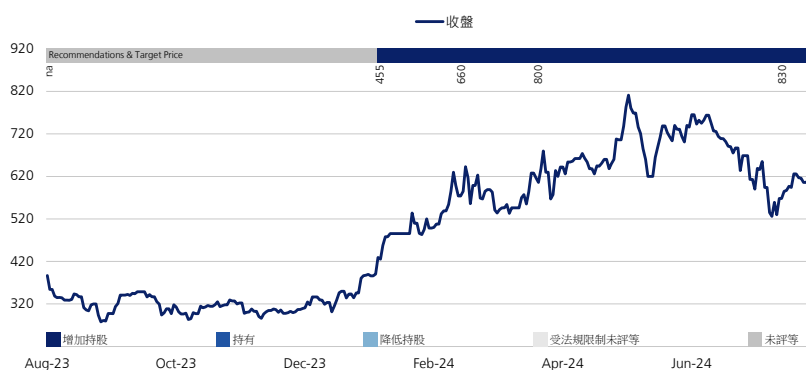
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	2,841	8,840	10,324	10,141	13,282
本期純益	2,901	4,162	5,305	7,876	11,356
折舊及攤提	1,577	1,716	1,954	3,257	3,872
本期運用資金變動	(2,834)	(3,224)	2,231	(953)	(1,911)
其他營業資產及負債變動	1,198	6,186	834	(40)	(35)
投資活動之現金流量	(2,160)	(4,194)	(3,907)	(3,592)	(5,104)
投資用短期投資出售[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)	(3,500)	(5,000)
其他資產變動	(609)	(485)	(173)	(67)	(67)
自由現金流	488	(743)	5,840	6,572	9,230
融資活動之現金流量	1,159	2,082	872	(948)	(3,055)
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)	(3,938)
其他融資現金流	605	(686)	1,441	1,044	1,960
匯率影響數	(34)	406	(381)		
本期產生現金流量	1,807	7,134	6,908	5,601	5,122

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%	6.9%
= 營業利益率	10.2%	11.3%	12.5%	15.3%	18.5%
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	8.0	9.1
營業利益率	10.2%	11.3%	12.5%	15.3%	18.5%
x 資本周轉率	4.3	5.5	6.2	8.0	9.1
x (1 - 有效現金稅率)	69.8%	71.2%	72.5%	73.0%	73.0%
= 稅後 ROIC	30.9%	44.3%	56.7%	89.8%	122.2%

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
2024-08-10	增加持股	830	568
2024-05-11	增加持股	800	638
2024-04-15	增加持股	800	616
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	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。
未評等 (R)	
*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。