



# 奇鋁

(3017.TW/3017 TT)

## 增加持股 · 維持

收盤價 March 4 (NT\$)	534
12 個月目標價 (NT\$)	760
前次目標價 (NT\$)	730
調升 (%)	4.1
上漲空間 (%)	42.3

## 焦點內容

- 我們上修 1Q25 營收預估至季增 10%，對比公司先前低個位數的展望，因 GB200 出貨量提高且公司市佔率具優勢。
- 2Q25 營收季增延續，液冷營收轉佳可望帶動 1H25 毛利率上升至 27-28%。
- 水冷板模組、風扇、機殼加上 QD 與分歧管會將液冷營收比重自 2024 年 5-10% 增至 2025 年 20% 以上。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	207.2 / 6,292
流通在外股數 (百萬股)：	388.0
外資持有股數 (百萬股)：	149.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.04
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	502 - 811

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-25.2	3.7	-3.6
相對表現 (%)	-22.4	-3.4	-20.7

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	2.85A	3.18A	3.72A	4.44A
2024	4.08A	5.08A	6.02A	6.19F
2025	8.36F	8.64F	8.53F	9.03F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

向子慧  
886.2.2181.8726  
angelah@kgi.com

陳韻如  
886.2.2181.8037  
yvonne.chen@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 1Q-2Q25 營收與利潤率前景亮眼

### 重要訊息

奇鋁將於 3/12 舉行法說會，公告 4Q24 與 2024 年財報並更新展望。我們預期 1Q25 營收季增雙位數，超越市場共識，利潤率持續擴張並延續全年。

### 評論及分析

**1Q25 營收展望優於預期，因 GB200 出貨量提高並為液冷主導地位。**受惠 1Q25 GB200 開始放量，公司液冷營收顯著增長，主要出貨水冷板模組、分歧管、快接頭 (QD，透過子公司富世達 (6805 TT, NT\$732, 增加持股))。目前奇鋁 GB200 水冷板市佔率超過 70%，分歧管與 QD 市佔率亦逾 50%，美系 CSP 為主要客戶。由於 GB200 AI 伺服器最終組裝出貨自 2 月起改善，預期其 2-3 月營收均將明顯上升並延續 2Q25，上修 1Q25 營收至季增 10% (自 3%)。隨液冷營收成長優化產品組合，預估 1Q25 毛利率增至 27%，遠高於市場共識 24-24.5% 及我們前估。因此，我們上修 1Q25 EPS 預估至 8.36 元 (季增 35%、年增 105%)，並預期 2Q25 營收與毛利率成長趨勢延續。

**GB300 AI 伺服器為 2H25-26 動能。**據產業調查，預估 1Q25 GB200 出貨量 2-3 千櫃、2Q25 5-7 千櫃。2025 年美系前四大 CSP GB200 伺服器機櫃訂單 2-3 萬櫃，2H25 將有 GB300 訂單。GB300 水冷板設計與 GB200 類似 (每 compute tray 6 個)，GPU TDP 增至 1.4KW (GB200 1.2KW)。因 GB300 採插槽設計，每 compute tray QD 增至 14 個 (GB200 6 個)，內部分歧管亦增加，但兩者機櫃歧管相似。GB300 放量有利液冷 TAM 增長，而 Rubin 的 TDP 可望增至 1.5-2.0KW 並續採液冷設計。我們預期公司液冷營收比重自 2024 年 5-10% 增至 2025 年 20% 以上。除 AI 伺服器，亦將受惠 2H25 iPhone 17 薄型 VC 設計。反映產品組合佳推升利潤率，上修 2025 年 EPS 預估至 34.56 元 (年增 62%)；在 4Q24 EPS 6.19 元創高後，1Q25 亦創新高。

### 投資建議

目標價自 730 元上修至 760 元，基於 22 倍 2025 年 EPS 預估。維持「增加持股」評等。

### 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	71,761	100,042
營業毛利 (NT\$百萬)	8,386	10,850	12,388	16,664	26,610
營業利益 (NT\$百萬)	4,827	6,306	7,421	10,961	19,818
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,901	4,162	5,305	8,224	13,338
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	21.38	34.56
每股現金股利 (NT\$)	4.30	5.42	7.00	10.73	17.40
每股盈餘成長率 (%)	51.4	43.5	19.7	51.6	61.6
本益比 (x)	65.0	45.3	37.9	25.0	15.5
股價淨值比 (x)	15.2	12.2	9.3	7.8	6.2
EV/EBITDA (x)	32.0	25.0	23.0	15.7	9.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.8	1.0	1.3	2.0	3.3
股東權益報酬率 (%)	25.2	29.8	28.3	34.1	45.3

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 4Q24 與 1Q25 財測修正 vs. 市場共識

百萬元	4Q24F							1Q25F						
	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	20,904	20,904	0.0	9.6	25.0	20,757	0.7	22,994	21,531	6.8	10.0	50.2	20,395	12.7
毛利	5,017	5,017	0.0	12.0	37.6	5,003	0.3	6,209	5,275	17.7	23.8	84.1	4,934	25.8
營業利益	3,491	3,491	0.0	12.3	44.5	3,484	0.2	4,599	3,553	29.4	31.7	137.7	3,330	38.1
稅前獲利	3,923	3,926	(0.1)	14.5	57.5	3,669	6.9	4,818	3,874	24.4	22.8	106.8	3,570	35.0
稅後淨利	2,389	2,330	2.6	2.8	43.0	2,423	(1.4)	3,229	2,430	32.8	35.1	106.4	2,337	38.1
每股盈餘(元)	6.19	6.04	2.6	2.8	39.3	6.28	(1.4)	8.36	6.30	32.8	35.1	105.0	6.06	38.1
毛利率(%)	24.0	24.0	0.0 ppts	0.5 ppts	2.2 ppts	24.1	(0.1)ppts	27.0	24.5	2.5 ppts	3.0 ppts	5.0 ppts	24.2	2.8 ppts
營利率(%)	16.7	16.7	0.0 ppts	0.4 ppts	2.2 ppts	16.8	(0.1)ppts	20.0	16.5	3.5 ppts	3.3 ppts	7.4 ppts	16.3	3.7 ppts
淨利率(%)	11.4	11.1	0.3 ppts	(0.8)ppts	1.4 ppts	11.7	(0.2)ppts	14.0	11.3	2.8 ppts	2.6 ppts	3.8 ppts	11.5	2.6 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2: 2024-25 財測修正 vs. 市場共識

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	71,761	71,761	0.0	21.2	71,516	0.3	100,042	104,047	(3.8)	39.4	96,529	3.6
毛利	16,664	16,664	0.0	34.5	16,621	0.3	26,610	26,407	0.8	59.7	24,528	8.5
營業利益	10,961	10,961	0.0	47.7	10,921	0.4	19,818	19,265	2.9	80.8	17,135	15.7
稅前獲利	12,616	12,618	(0.0)	57.2	12,255	2.9	20,696	20,549	0.7	64.0	17,847	16.0
稅後淨利	8,224	8,165	0.7	55.0	8,211	0.2	13,338	12,804	4.2	62.2	11,842	12.6
每股盈餘(元)	21.38	21.23	0.7	51.6	21.35	0.2	34.56	33.17	4.2	61.6	30.68	12.6
毛利率(%)	23.2	23.2	0.0 ppts	2.3 ppts	23.2	(0.0)ppts	26.6	25.4	1.2 ppts	3.4 ppts	25.4	1.2 ppts
營利率(%)	15.3	15.3	0.0 ppts	2.7 ppts	15.3	0.0 ppts	19.8	18.5	1.3 ppts	4.5 ppts	17.8	2.1 ppts
淨利率(%)	11.5	11.4	0.1 ppts	2.5 ppts	11.5	(0.0)ppts	13.3	12.3	1.0 ppts	1.9 ppts	12.3	1.1 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3: 2023-25 年伺服器散熱產品與機箱營收成長

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	11	10	(14)	7	5
	網通	6,917	7,284	8,463	9,055	9,960	15	13	14	13	10	5	16	7	10
	伺服器	7,544	10,390	12,079	18,360	34,884	16	19	20	26	35	38	16	52	90
	其他	775	2,141	1,567	1,876	1,914	2	4	3	3	2	176	(27)	20	2
散熱產品小計		25,631	31,206	31,854	39,718	57,707	54	56	54	55	58	22	2	25	45
機殼	PC/AIO	2,069	2,377	1,455	1,499	1,514	4	4	2	2	2	15	(39)	3	1
	伺服器	3,911	5,123	6,235	7,357	10,300	8	9	11	10	10	31	22	18	40
機殼小計		5,980	7,500	7,690	8,856	11,814	13	13	13	12	12	25	3	15	33
TMG小計		31,610	37,959	39,420	48,575	69,521	67	68	67	68	69	20	4	23	43
系統組裝與周邊	Tiny PC / AIO	8,955	10,474	10,685	10,898	11,225	19	19	18	15	11	17	2	2	3
	其他	1,746	1,823	3,323	4,101	8,308	4	3	6	6	8	4	82	23	103
SIG小計		10,701	12,297	14,007	14,999	19,534	23	22	24	21	20	15	14	7	30
富士康(樞軸)		5,020	5,013	5,767	8,188	10,988	11	9	10	11	11	(0)	15	42	34
合計		47,333	56,017	59,194	71,761	100,042	100	100	100	100	100	18	6	21	39

資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 同業評價比較

領域	公司	代碼	市價 (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	778	93.8	增加持股	130.0	5.16	5.83	7.23	18.9	12.9	24.1	18.2	16.1	13.0	3.5	3.3	3.1	21.5	21.4	24.8	3.7	4.4
	日本電產公司*	6594 JP	20,864	2,611.5	未評等	N.A.	32.13	125.07	159.74	(72.3)	289.3	27.7	81.3	20.9	16.3	2.2	2.0	1.7	2.8	10.1	10.5	1.3	1.4
	動力-KY*	6591 TT	65	56.5	未評等	N.A.	3.40	N.M.	N.M.	(50.7)	N.A.	N.A.	16.6	N.A.	N.A.	1.2	N.A.	N.A.	6.8	N.M.	N.M.	4.9	N.A.
	美蓓亞三美公司*	6479 JP	6,395	2,235.0	未評等	N.A.	178.23	123.27	158.01	4.8	(30.8)	28.2	12.5	18.1	14.1	1.5	1.4	1.2	12.5	7.7	9.0	1.8	1.8
散熱模組/ 冷卻風扇	奇鎰	3017 TT	6,281	534.0	增加持股	760.0	14.11	21.38	34.56	19.7	51.6	61.6	37.9	25.0	15.5	9.3	7.8	6.2	28.3	34.1	45.3	1.3	2.0
	台達電	2308 TT	29,759	377.5	增加持股	475.0	12.86	13.56	17.23	2.2	5.5	27.1	29.4	27.8	21.9	4.9	4.3	3.8	17.3	16.4	18.4	1.7	1.9
	維諦技術控股*	VRT US	32,522	85.41	未評等	N.A.	1.21	2.71	3.52	505.0	123.8	30.0	70.6	31.5	24.3	16.2	15.0	10.7	26.6	47.8	48.4	0.0	0.1
	多佛公司*	DOV US	26,524	193.29	未評等	N.A.	7.56	8.17	9.42	1.2	8.0	15.3	25.6	23.7	20.5	5.3	4.7	3.8	22.5	22.9	17.2	1.1	1.1
散熱模組	尼得科超眾*	6230 TT	495	189.0	未評等	N.A.	7.02	N.M.	N.M.	(1.1)	N.A.	N.A.	26.9	N.A.	N.A.	2.8	N.A.	N.A.	10.9	N.M.	N.M.	0.6	N.A.
	雙鴻	3324 TT	1,833	660.0	增加持股	800.0	14.28	21.23	38.17	(2.7)	48.7	79.8	46.2	31.1	17.3	12.3	6.7	5.6	20.2	24.3	34.9	1.0	1.5
	鴻準*	2354 TT	3,202	74.6	未評等	N.A.	3.01	2.89	4.10	(0.3)	(4.0)	41.9	24.8	25.8	18.2	1.0	0.7	0.7	4.1	3.8	5.3	2.0	2.0
	藤倉有限公司*	5803 JP	11,512	5,808.0	未評等	N.A.	148.27	164.86	275.17	4.5	11.2	66.9	39.2	35.2	21.1	5.9	5.1	4.1	16.7	15.8	20.2	0.5	0.8
	古河電氣工業*	5801 JP	2,689	5,680.0	未評等	N.A.	254.45	32.64	360.91	77.4	(87.2)	1005.8	22.3	174.0	15.7	1.3	1.3	1.2	6.2	0.6	7.5	1.4	1.1

\*Bloomberg 共識預估

資料來源：凱基

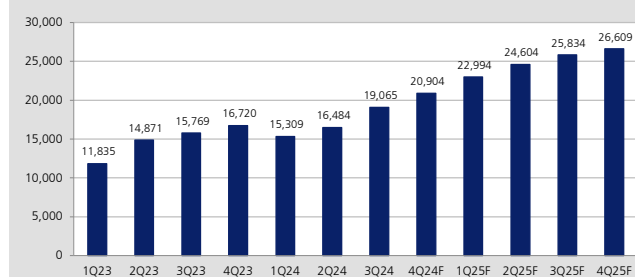
圖 5: 公司概况

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\$732, 增加持股)。

資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 季營業收入

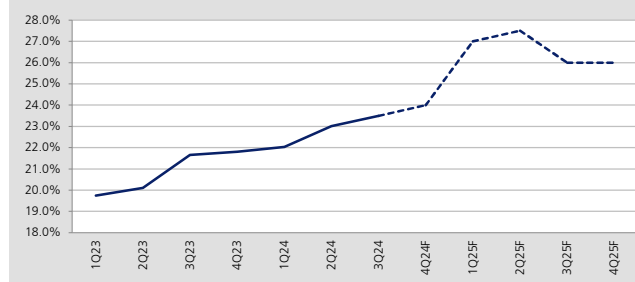
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

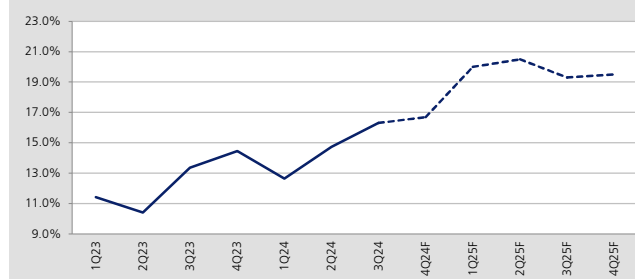
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

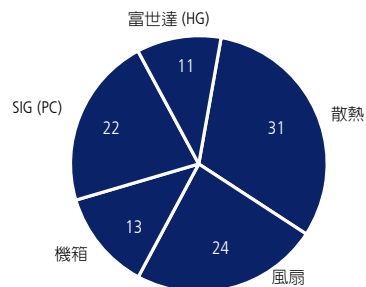
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 散熱與風扇營收佔 1-3Q24 營收的 55%

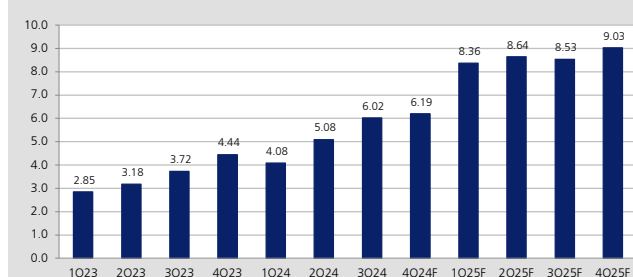
1-3Q24 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 每股盈利

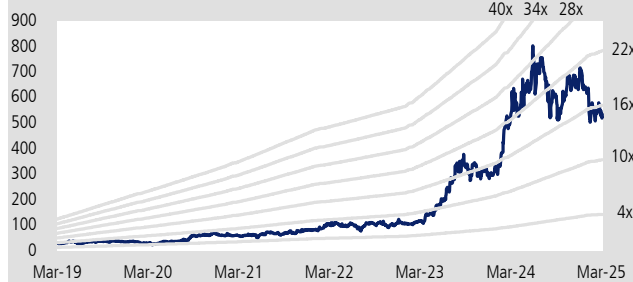
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 未來一年預估本益比區間

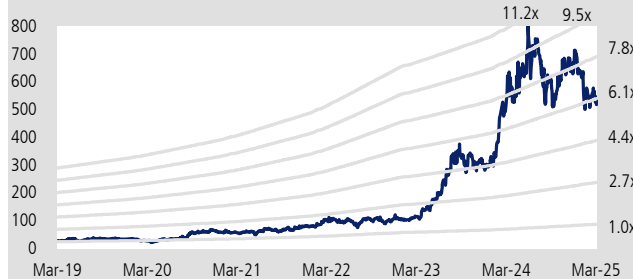
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 12: 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-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	15,309	16,484	19,065	20,904	22,994	24,604	25,834	26,609	59,194	71,761	100,042
營業成本	(11,936)	(12,690)	(14,584)	(15,887)	(16,786)	(17,838)	(19,117)	(19,691)	(46,806)	(55,098)	(73,432)
營業毛利	3,372	3,794	4,480	5,017	6,209	6,766	6,717	6,918	12,388	16,664	26,610
營業費用	(1,437)	(1,367)	(1,372)	(1,526)	(1,610)	(1,722)	(1,731)	(1,730)	(4,967)	(5,703)	(6,792)
營業利益	1,935	2,427	3,108	3,491	4,599	5,044	4,986	5,189	7,421	10,961	19,818
折舊	(537)	(572)	(609)	(1,151)	(855)	(855)	(855)	(855)	(1,889)	(2,869)	(3,421)
攤提	(21)	(21)	(20)	3	(15)	(15)	(15)	(15)	(65)	(58)	(58)
EBITDA	2,492	3,020	3,737	4,639	5,469	5,914	5,856	6,059	9,375	13,888	23,297
利息收入	96	153	127	102	94	94	94	94	388	479	374
投資利益淨額	26	-	26	3	9	9	9	9	55	55	35
其他營業外收入	375	506	380	439	250	250	250	250	974	1,700	1,000
總營業外收入	497	659	533	544	352	352	352	352	1,416	2,234	1,409
利息費用	(102)	(105)	(109)	(107)	(108)	(108)	(108)	(108)	(434)	(423)	(431)
投資損失	-	(46)	-	(0)	-	-	-	-	(26)	(46)	-
其他營業外費用	-	0	(105)	(5)	(25)	(25)	(25)	(25)	(353)	(110)	(100)
總營業外費用	(102)	(151)	(214)	(112)	(133)	(133)	(133)	(133)	(812)	(579)	(531)
稅前純益	2,330	2,935	3,428	3,923	4,818	5,263	5,206	5,408	8,025	12,616	20,696
所得稅費用[利益]	(579)	(775)	(826)	(1,226)	(1,301)	(1,579)	(1,458)	(1,250)	(2,211)	(3,406)	(5,588)
少數股東損益	(186)	(213)	(278)	(309)	(289)	(350)	(456)	(674)	(510)	(986)	(1,769)
非常項目稅後純益	1,564	1,947	2,324	2,389	3,229	3,334	3,292	3,484	5,305	8,224	13,338
非常項目	0	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,564	1,947	2,324	2,389	3,229	3,334	3,292	3,484	5,305	8,224	13,338
每股盈餘 (NT\$)	4.08	5.08	6.02	6.19	8.36	8.64	8.53	9.03	14.11	21.38	34.56
獲利率 (%)											
營業毛利率	22.0	23.0	23.5	24.0	27.0	27.5	26.0	26.0	20.9	23.2	26.6
營業利益率	12.6	14.7	16.3	16.7	20.0	20.5	19.3	19.5	12.5	15.3	19.8
EBITDA Margin	16.3	18.3	19.6	22.2	23.8	24.0	22.7	22.8	15.8	19.4	23.3
稅前純益率	15.2	17.8	18.0	18.8	21.0	21.4	20.1	20.3	13.6	17.6	20.7
稅後純益率	10.2	11.8	12.2	11.4	14.0	13.6	12.7	13.1	9.0	11.5	13.3
季成長率 (%)											
營業收入	(8.4)	7.7	15.7	9.6	10.0	7.0	5.0	3.0			
營業毛利	(7.5)	12.5	18.1	12.0	23.8	9.0	(0.7)	3.0			
營業收益增長	(19.9)	25.4	28.1	12.3	31.7	9.7	(1.1)	4.1			
EBITDA	(15.5)	21.2	23.7	24.1	17.9	8.1	(1.0)	3.5			
稅前純益	(6.5)	26.0	16.8	14.5	22.8	9.2	(1.1)	3.9			
稅後純益	(6.4)	24.5	19.3	2.8	35.1	3.3	(1.3)	5.8			
年成長率 (%)											
營業收入	29.4	10.8	20.9	25.0	50.2	49.3	35.5	27.3	5.7	21.2	39.4
營業毛利	44.4	26.9	31.2	37.6	84.1	78.3	49.9	37.9	14.2	34.5	59.7
營業收益	43.1	56.8	47.6	44.5	137.7	107.8	60.4	48.6	17.7	47.7	80.8
EBITDA	39.1	50.0	42.6	57.3	119.4	95.8	56.7	30.6	16.9	48.1	67.8
稅前純益	62.1	56.4	54.4	57.5	106.8	79.3	51.9	37.8	23.7	57.2	64.0
稅後純益	55.4	62.1	62.9	43.0	106.4	71.2	41.7	45.8	27.4	55.0	62.2

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
<b>資產總額</b>	<b>50,865</b>	<b>60,474</b>	<b>71,667</b>	<b>82,150</b>	<b>99,483</b>
<b>流動資產</b>	<b>38,631</b>	<b>45,486</b>	<b>54,892</b>	<b>64,710</b>	<b>80,392</b>
現金及短期投資	13,671	21,640	29,091	34,546	40,279
存貨	15,618	17,360	17,235	20,233	27,039
應收帳款及票據	6,270	4,730	6,533	7,898	11,040
其他流動資產	3,073	1,756	2,033	2,033	2,033
<b>非流動資產</b>	<b>12,234</b>	<b>14,988</b>	<b>16,775</b>	<b>17,440</b>	<b>19,091</b>
長期投資	445	524	664	698	771
固定資產	7,711	9,694	11,350	11,981	13,560
什項資產	4,078	4,770	4,760	4,760	4,760
<b>負債總額</b>	<b>36,780</b>	<b>43,051</b>	<b>45,820</b>	<b>51,205</b>	<b>60,100</b>
<b>流動負債</b>	<b>27,976</b>	<b>32,880</b>	<b>36,833</b>	<b>43,299</b>	<b>52,910</b>
應付帳款及票據	16,379	14,082	18,773	22,038	29,452
短期借款	5,028	7,970	7,583	8,588	8,228
什項負債	6,569	10,828	10,478	12,673	15,230
<b>長期負債</b>	<b>8,804</b>	<b>10,171</b>	<b>8,987</b>	<b>7,906</b>	<b>7,190</b>
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
<b>股東權益總額</b>	<b>14,085</b>	<b>17,423</b>	<b>25,847</b>	<b>30,945</b>	<b>39,383</b>
普通股本	3,533	3,533	3,833	3,833	3,833
保留盈餘	6,681	9,280	12,893	17,005	23,674
少數股東權益	1,672	1,927	3,817	4,803	6,572
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	19.3%	18.3%	5.7%	21.2%	39.4%
營業收益增長	48.1%	30.6%	17.7%	47.7%	80.8%
EBITDA	42.4%	25.3%	16.9%	48.1%	67.8%
稅後純益	51.4%	43.5%	27.4%	55.0%	62.2%
每股盈餘成長率	51.4%	43.5%	19.7%	51.6%	61.6%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	17.7%	19.4%	20.9%	23.2%	26.6%
營業利益率	10.2%	11.3%	12.5%	15.3%	19.8%
EBITDA Margin	13.5%	14.3%	15.8%	19.4%	23.3%
稅後純益率	6.1%	7.4%	9.0%	11.5%	13.3%
平均資產報酬率	6.3%	7.5%	8.0%	10.7%	14.7%
股東權益報酬率	25.2%	29.8%	28.3%	34.1%	45.3%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	74.0%	83.6%	50.1%	41.6%	30.0%
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	30.9	49.0
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	23.8	33.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.5	1.1	1.3	1.1	1.6
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)	(19,527)	(26,337)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	21.38	34.56
每股現金盈餘 (NT\$)	8.04	25.02	27.45	26.11	36.92
每股淨值 (NT\$)	35.13	43.86	57.47	68.20	85.60
調整後每股淨值 (NT\$)	35.13	43.86	58.58	67.96	85.01
每股營收 (NT\$)	133.97	158.55	157.41	186.57	259.20
EBITDA/Share (NT\$)	18.12	22.70	24.93	36.11	60.36
每股現金股利 (NT\$)	4.30	5.42	7.00	10.73	17.40
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.03	1.01	0.90	0.93	1.10
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
<b>營業收入</b>	<b>47,333</b>	<b>56,017</b>	<b>59,194</b>	<b>71,761</b>	<b>100,042</b>
營業成本	(38,947)	(45,167)	(46,806)	(55,098)	(73,432)
<b>營業毛利</b>	<b>8,386</b>	<b>10,850</b>	<b>12,388</b>	<b>16,664</b>	<b>26,610</b>
營業費用	(3,559)	(4,544)	(4,967)	(5,703)	(6,792)
<b>營業利益</b>	<b>4,827</b>	<b>6,306</b>	<b>7,421</b>	<b>10,961</b>	<b>19,818</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>383</b>	<b>869</b>	<b>1,416</b>	<b>2,234</b>	<b>1,409</b>
利息收入	26	88	388	479	374
投資利益淨額	17	37	55	55	35
其他營業外收入	340	744	974	1,700	1,000
<b>總營業外費用</b>	<b>(442)</b>	<b>(686)</b>	<b>(812)</b>	<b>(579)</b>	<b>(531)</b>
利息費用	(146)	(272)	(434)	(423)	(431)
投資損失	(17)	(4)	(26)	(46)	-
其他營業外費用	(279)	(410)	(353)	(110)	(100)
<b>稅前純益</b>	<b>4,768</b>	<b>6,489</b>	<b>8,025</b>	<b>12,616</b>	<b>20,696</b>
所得稅費用[利益]	(1,438)	(1,871)	(2,211)	(3,406)	(5,588)
少數股東損益	(429)	(456)	(510)	(986)	(1,769)
非常項目	-	(0)	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>2,901</b>	<b>4,162</b>	<b>5,305</b>	<b>8,224</b>	<b>13,338</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,404</b>	<b>8,022</b>	<b>9,375</b>	<b>13,888</b>	<b>23,297</b>
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	21.38	34.56

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>2,841</b>	<b>8,840</b>	<b>10,324</b>	<b>10,045</b>	<b>14,248</b>
本期純益	2,901	4,162	5,305	8,224	13,338
折舊及攤提	1,577	1,716	1,954	2,927	3,480
本期運用資金變動	(2,834)	(3,224)	2,231	(1,098)	(2,535)
其他營業資產及負債變動	1,198	6,186	834	(9)	(35)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(2,160)</b>	<b>(4,194)</b>	<b>(3,907)</b>	<b>(3,583)</b>	<b>(5,096)</b>
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)	(58)	(58)
<b>自由現金流</b>	<b>488</b>	<b>(743)</b>	<b>5,840</b>	<b>6,273</b>	<b>10,353</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>1,159</b>	<b>2,082</b>	<b>872</b>	<b>(1,006)</b>	<b>(3,419)</b>
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)	(4,112)
其他融資現金流	605	(686)	1,441	986	1,769
<b>匯率影響數</b>	<b>(34)</b>	<b>406</b>	<b>(381)</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>1,807</b>	<b>7,134</b>	<b>6,908</b>	<b>5,455</b>	<b>5,733</b>

## 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%	7.9%	6.8%
<b>= 營業利益率</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>12.5%</b>	<b>15.3%</b>	<b>19.8%</b>
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
<b>= 資本周轉率</b>	<b>4.3</b>	<b>5.5</b>	<b>6.2</b>	<b>8.0</b>	<b>9.5</b>
營業利益率	10.2%	11.3%	12.5%	15.3%	19.8%
x 資本周轉率	4.3	5.5	6.2	8.0	9.5
x (1 - 有效現金稅率)	69.8%	71.2%	72.5%	73.0%	73.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>30.9%</b>	<b>44.3%</b>	<b>56.7%</b>	<b>88.7%</b>	<b>136.8%</b>

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
2025-02-04	增加持股	730	508
2025-02-04	增加持股	730	508
2024-10-29	增加持股	885	626
2024-08-23	增加持股	830	612
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）為凱基金控集團之成員。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，週後若有變更時，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。