

奇鋌 (3017 TT) AVC

水冷大趨勢不變

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$780.0

收盤價 (2025/03/12) : NT\$556.0
隱含漲幅 : 40.3%

營收組成 (4Q24)

Thermal 52%、Chassis 17%、System Assembly 17%
、Hinge 13%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	780	1000
2025年營收 (NT\$/十億)	104.0	109.7
2025年EPS	33.9	35.7

交易資料表

市值	NT\$213,110百萬元
外資持股比率	37.9%
董監持股比率	14.8%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$98.21
負債比	66.5%
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	59,194	71,761	104,032	120,305
營業利益	7,421	10,820	19,014	23,723
稅後純益	5,305	8,146	13,008	15,344
EPS (元)	13.84	21.25	33.94	40.03
EPS YoY (%)	17.5	53.6	59.7	18.0
本益比 (倍)	40.2	26.2	16.4	13.9
股價淨值比 (倍)	9.7	7.4	5.7	4.6
ROE (%)	26.9	28.1	34.6	33.3
現金殖利率 (%)	1.3%	1.9%	3.1%	3.6%
現金股利 (元)	6.96	10.63	16.97	20.02

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

◆ 水冷板產品持續放量出貨，帶動 1Q25 營收季增 10%，EPS 7.5 元。

◆ 奇鋌水冷板、CDU、水冷接頭佈局完善，水冷營收將持續擴大，預估 2025 年水冷營收占比 25%。

◆ 儘管 GB200 出貨量低於預期，但水冷長期成長趨勢仍在，維持買進評等，目標價 780 元。

水冷板出貨帶動產品組合轉佳，4Q24 毛利率達 25%

奇鋌 4Q24 營收為 20.9 億元，季增 10%、年增 25%；毛利率 25%，季增 1.5、年增 3.2 個百分點；稅後淨利 23 億元，季持平、年增 38%，EPS 6.03 元，受惠於 GB200 水冷產品出貨量增加，帶動產品組合轉佳，毛利率優於市場預期 0.9 個百分點，惟費用率偏高使 EPS 低於市場預期 6%。展望第一季，受惠於兩大 GB200 組裝代工廠良率明顯提升並且即將進入量產階段，水冷零組件拉貨大幅提升，且中系業者 H20 散熱產品訂單增溫帶動營收成長，預估奇鋌 1Q25 營收 230 億，季增 10%、年增 50%，EPS 7.5 元，季增 24%、年增 84%。

水冷零組件佈局完整，CDU 送樣靜待佳音

根據調查，奇鋌在 GB200 伺服器中是 Cold Plate 唯一供應商，並且是交換器 Switch Tray 的唯一 Cold Plate 供應商，且因競爭對手良率問題較大，讓奇鋌在水冷板供應份額大幅提升。在 CDU 部分，目前奇鋌主要供應零組件及 PUMP 產品給組裝廠，奇鋌自己的 CDU/SideCar 產品目前已經送樣認證，預計 2Q25 會有結果，由於 GB300 功耗大幅提升，若 SideCar 通過認證，有助於水冷營收明顯增加。本中心認為奇鋌在 GB200 水冷零組件中的出貨份額高於預期，且在 GB300 供應鏈中，有大量生產水冷相關零組件的業者較少，預期奇鋌仍會是主要供應商之一。另外，子公司生產的水冷頭已通過認證，靜待 GB300 順利出爐，預估 2025 年水冷業務將佔營收 25%。

GB300 水冷板用量提升，仍是主要供應商

本中心正向看待奇鋌在水冷產品上的競爭優勢，儘管 GB300 水冷板供應商增加，但有量產經驗的廠商較少，因此奇鋌仍有優勢。另外，GB300 水冷板將會較 GB200 增加，加上 Meta、AWS 新款 ASIC 伺服器也將逐步導入水冷架構，奇鋌有望取得先機。本中心下修 2025 年獲利 5%，主因 GB200 出貨量下滑所致，但仍看好水冷產品的長期趨勢，及新產品的進入機會，維持奇鋌買進評等，目標價 780 元，以 23 倍本益比及 2025 年預估 EPS 評價。

營運分析

4Q24 產品組合轉佳，毛利率達 25%

奇鋌 4Q24 營收為 20.9 億元，季增 10%、年增 25%；毛利率 25%，季增 1.5、年增 3.2 個百分點；稅後淨利 23 億元，季持平、年增 38%，EPS 6.03 元。原先預期 GB200 會陸續放量生產，帶動水冷零組件產品大量出貨，然受到安菲諾 Cable Cartigae、組裝廠良率等因素，造成相關產品無法出貨；儘管如此，因水冷板競爭同業良率因素，讓奇鋌成為水冷板獨家供貨廠商，水冷板產品單價及毛利率佳，帶動產品組合轉佳。

展望第一季，受惠於兩大 GB200 組裝代工廠良率明顯提升並且即將進入量產階段，預計即將達到單月 1,000 櫃的生產水準，因此水冷零組件拉貨逐月提升，且因水冷板同業仍未供貨，因此奇鋌將延續獨家供應商地位；另外，中系業者 H20 散熱產品訂單增溫帶動營收成長，預估奇鋌 1Q25 營收 230 億，季增 10%、年增 50%，EPS 7.5 元，季增 24%、年增 84%。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	16,720	19,065	20,904	9.6%	25.0%	24,010	20,801	-12.9%	0.5%
營業毛利	3,645	4,480	5,230	16.7%	43.5%	6,184	5,020	-15.4%	4.2%
營業利益	2,416	3,108	3,350	7.8%	38.6%	4,334	3,520	-22.7%	-4.8%
稅前利益	2,491	3,428	3,666	7.0%	47.2%	4,650	3,706	-21.2%	-1.1%
稅後淨利	1,671	2,324	2,312	-0.5%	38.4%	2,862	2,451	-19.2%	-5.7%
調整後 EPS (元)	4.36	6.06	6.03	-0.5%	38.4%	7.47	6.39	-19.2%	-5.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	21.8%	23.5%	25.0%	1.5	3.2	25.8%	24.1%	-0.7	0.9
營業利益率	14.5%	16.3%	16.0%	-0.3	1.6	18.0%	16.9%	-2.0	-0.9
稅後純益率	10.0%	12.2%	11.1%	-1.1	1.1	11.9%	11.8%	-0.9	-0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2025 第 1 季、第 2 季獲利預估調整

(百萬元)	1Q25F		2Q25F		調整幅度	
	調整後	調整前	調整後	調整前	1Q25F	2Q25F
營業收入	23,007	22,266	25,889	25,677	3.3%	0.8%
營業毛利	6,008	5,861	6,961	6,932	2.5%	0.4%
營業利益	4,040	3,941	4,751	4,862	2.5%	-2.3%
稅前利益	4,296	4,197	5,011	5,122	2.4%	-2.2%
稅後淨利	2,874	2,727	3,290	3,250	5.4%	1.2%
調整後 EPS (元)	7.50	7.11	8.58	8.48	5.4%	1.2%
重要比率 (%)						
營業毛利率	26.1%	26.3%	26.9%	27.0%	-0.2	-0.1
營業利益率	17.6%	17.7%	18.4%	18.9%	-0.1	-0.6
稅後純益率	12.5%	12.2%	12.7%	12.7%	0.2	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估

持續擴大越南廠產能，預期關稅影響較低

管理層表示，美國的對等關稅對任何國家都會有影響，不過越南等東南亞地區被課稅的幅度會低於其他國家，因此越南廠房仍會持續擴產；另外，越南的生產成本較東南亞其他國家及墨西哥低，除非是客戶要求到美國設廠，在合理的利潤狀況下會配合。

越南廠已投入 110 億台幣，預計總投資金額會達到 200 億元，V1-V4 廠房已經投產，主要生產模具、風扇、散熱產品、水冷快接頭。越南第三期已於 4Q24 開工，2025-26 年會陸續完工，其中 V5/V6 廠房擴建機箱、機櫃產能，V7/V8 新增水冷模組產能。

越南廠目前月產能為，機箱 18 萬、機櫃 500 個、水冷模組 50 萬、水冷歧管 20 萬、Rack 分歧管 1,000 個、pump 4,000 個、水冷快接頭 30 萬。

預計 2Q26 月產能將擴充至，機箱 25 萬、機櫃 3,000 個、水冷模組 75 萬、水冷歧管 30 萬、Rack 分歧管 2,000 個、pump 8,000 個、水冷快接頭 180 萬。

目前奇鋆的水冷板及 NVQD 產品已經通過客戶認證，靜待相關產品於 4Q25-1Q26 開始量產出貨，考慮到 GB300 水冷板及 NVQD 將會大幅度提升，預估奇鋆 2025 年營收 1,040 億，年增 45%，EPS 33.94 元，年增 60%。

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 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) <1.07 (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 *GWP: Global Warming Potential		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

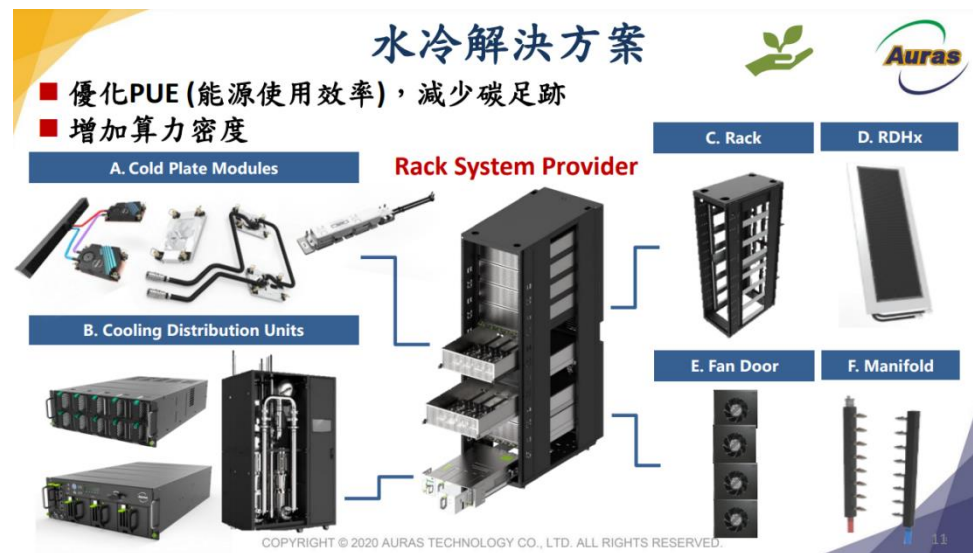
水冷於 GB200 開始大量採用

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，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 4：水冷主要六大件



資料來源：雙鴻

2025 年美系 CSP 資本支出在高基期下，年增幅將放緩至 34%

在 ChatGPT 等 AI 應用陸續推出於市場，各大業者紛紛開始研發自有超級大模型，帶動 2024 年 AI 伺服器需求大幅成長，2024 年美國四大 CSP 業者資本支出年增 55%至 2,283 億美元。四大 CSP 業者積極採購 AI 伺服器，2024 年採購量大約達到 10 萬台 H100/H200 伺服器，為了能夠在資料中心放置更多的伺服器，CSP 業者增加許多供電系統、升級基礎設備，並且持續加蓋新資料中心以放置更多 AI 伺服器，強化自家大模型，未來即可推出相關的 AI 服務或軟體。

展望 2025 年，根據四大 CSP 業者的法說會指引，2025 年的資本支出將較 2024 年成長，雖然各業者 2025 年 GB200 採購需求暢旺，總金額可望超過 40 億美元，將帶動資本支出成長，但在高基期下，預期 2025 年增幅將會放緩，預估四大 CSP 2025 年資本支出為 3,051 億美元，年增 34%。

圖 5：CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	31,485	32,251	52,535	75,000	83,542
Microsoft	24,768	35,202	55,552	67,619	74,389
Amazon	63,645	52,729	82,999	100,000	110,882
Meta	31,431	27,266	37,256	62,500	68,141
Total	151,329	147,448	228,342	305,119	336,954
YoY Growth (%)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	27.8%	2.4%	62.9%	42.8%	11.4%
Microsoft	6.7%	42.1%	57.8%	21.7%	10.0%
Amazon	4.2%	-17.2%	57.4%	20.5%	10.9%
Meta	68.7%	-13.3%	36.6%	67.8%	9.0%
Total	18.7%	-2.6%	54.9%	33.6%	10.4%

資料來源：元大投顧整理

安菲諾零組件供不應求，GB200 2 月開始小量出貨

B200 晶片在過去幾個月面臨良率挑戰，主因封裝過程中零部件熱膨脹係數不匹配，導致晶片翹曲並引發功能性故障。此外，為提升散熱效率，Blackwell 系列將 Hopper 系列的不鏽鋼環狀 Stiffener 改為石墨烯均熱片，但這在封裝時可能導致散熱膏貼合不良，為解決此問題，均熱片表面設計改為沙漏形，有效降低封裝貼合的不良率，顯著提升良率，上述問題目前皆已解決。

先前出現的各種問題已經解決，但目前仍有幾個問題存在，受到先前 Nvidia 將 Switch Tray HDI 主板改成 PCB 材料，並將 Overpass 數量減少並重新設計排列，該設計花較多時間重新認證，目前材料廠如 CCL 供應商 2024 年 12 月開始才會陸續量產 Switch Tray 用的 CCL，因此現階段組裝廠只有取得少量的 Switch Tray，造成出貨時程大幅遞延。

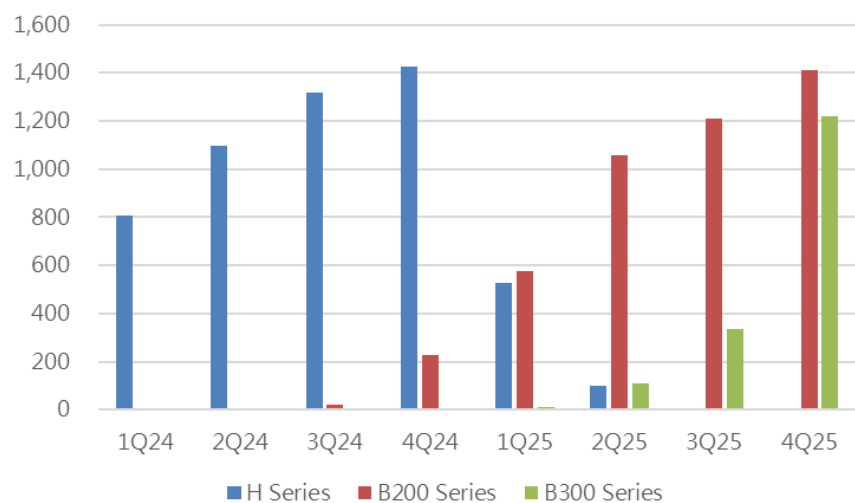
另外，安菲諾獨家供應的連接器(cable cartridge)，是 NV 設計的一種高性能數據傳輸連接器，主要用於 GPU/GPU 或 GPU/CPU 之間高速數據通信。透過 NVLink，Cartridge 能提供比 PCIe 更高的傳輸速率及更低的延遲性，並且可以讓多張 GPU 協助進行運算，共享內存和資源，大幅度提升運算效率，適合應用於 AI 訓練、大數據分析、高性能計算(HPC)等。

根據調查，之前安菲諾生產的 cable cartridge 有效能問題，導致 GPU 無法使用 100%的效能進行平行運算，組裝廠僅有少量的 cartridge 造成多數 GB200 無法大量生產，且先前 Switch Tray 設計變更也讓出貨時程往後遞延。

目前 cable cartridge 良率已經調整完成，但生產產能不足影響到 2025 年上半年 GB200 出貨量，預估 1Q25/2Q25 安菲諾僅能供應 4,000/7,500 櫃 GB200，下半年在 TE 加入供應鏈後，供貨量可望翻倍，預估 2025 年 GB200 出貨量約 3.5-4 萬櫃。

另外，目前 GB300 的晶片、NVQD、滑軌、水冷板、BBU 等零組件規格已確定，但由於該版本主要是賣 B300 Socket 給業者自行設計並組裝，目前 ODM 尚未取得 B300 晶片，因此無法測試 GB300 伺服器機櫃，現階段僅初期與客戶合作研發 GB300 系統設計，並沒有看到客戶要求提前 GB300 相關專案，預估最快要 4Q25 才能小量生產，且需要觀察相關新零組件是否有良率問題造成遞延。

圖 6：AI 晶片出貨量預估，B200/B300 分別在上下半年量產



資料來源：元大投顧；*出貨量為千個晶片。

獲利調整與股票評價

重申奇鋁買進評等，目標價 780 元

本中心重申奇鋁買進評等，AI、ASIC 伺服器陸續導入水冷散熱架構，奇鋁目前主要提供 Cold Plate、PUMP、水冷背門等相關產品，預計 SideCar 及 NVQD 產品將於 GB300 登場，且 NVQD 目前是唯二已經通過認證的廠商(富世達生產)，可望成為主要供應商之一。另外儘管水板供應商在 GB300 有所增加，但多數業者並沒有量產經驗，且此次水冷板與 GB200 模組化不同，水冷板尺寸明顯縮小，生產難易度將大幅提升，奇鋁的水冷板產品已經通過認證，可望取得先機。

預估奇鋁 2025 年營收 1,040 億元，年增 45%，下調 5%；毛利率 26.8%，年增 3.3 個百分點，下修 0.3 個百分點；營業利益 190 億元，年增 76%，下修 8%；稅後淨利 130 億元，年增 62%，下修 5%，EPS 33.94 元。

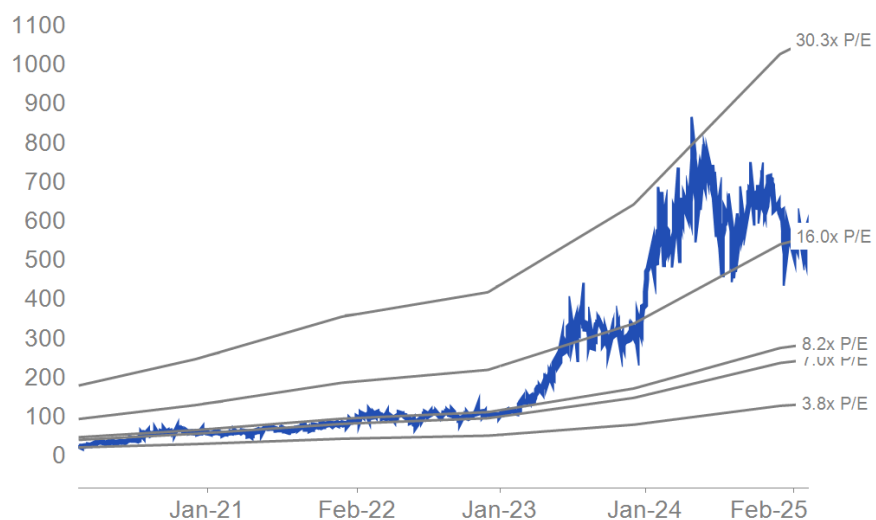
本中心持續看好奇鋁在散熱領域的領導地位，加上 3DVC、水冷未來展望，儘管 2025 年 GB200 放量不如預期(預估 NVL 72 版本約 1.5 萬櫃、NLV 36+72 約 3 萬櫃)，但因為同業良率不如預期，因此奇鋁的水冷板份額大幅提升，對營收並沒有太大的衝擊。考慮到奇鋁在 GB300 的出貨組件增加，包括水冷板、SideCar、NVQD 等可望帶動營收持續走高；另外，公司也將開始推出 VC Lid 產品及蘋果手機的散熱產品，長期成長趨勢無虞，因此重申奇鋁買進評等，目標價下修至 780 元，係根據 23 倍的本益比及 2025 年預估每股盈餘推得(前次為 28 倍本益比推得)。

圖 7：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	104,032	109,668	120,305	-	-5.1%	-
營業毛利	27,877	29,710	33,383	-	-6.2%	-
營業利益	19,014	20,710	23,723	-	-8.2%	-
稅前利益	20,050	21,746	24,760	-	-7.8%	-
稅後淨利	13,008	13,686	15,344	-	-4.9%	-
調整後 EPS (元)	33.94	35.70	40.03	-	-4.9%	-
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	26.8%	27.1%	27.7%	-	-0.3	-
營業利益率	18.3%	18.9%	19.7%	-	-0.6	-
稅後純益率	12.5%	12.5%	12.8%	-	0.0	-

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

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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
奇鋹	3017 TT	買進	556.0	6,457	21.25	33.94	40.03	26.2	16.4	13.9	53.6	59.7	18.0
國內同業													
雙鴻	3324 TT	持有-超越同業	630.0	1,753	21.2	30.9	40.6	29.7	20.4	15.5	48.4	45.3	31.4
超眾	6230 TT	未評等	187.0	491	--	--	--	--	--	--	--	--	--
泰碩	3338 TT	未評等	61.8	165	3.6	6.2	--	17.3	9.9	--	28.3	74.2	--
建準	2421 TT	未評等	109.5	910	5.6	7.0	8.4	19.6	15.6	13.0	8.5	25.6	20.1
高力	8996 TT	持有-超越同業	286.5	797	6.6	11.4	--	43.7	25.2	--	1.6	73.2	--
國內同業平均					9.2	13.9	24.5	27.6	17.8	14.3	21.7	54.6	25.8

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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
奇鋹	3017 TT	買進	556.0	6,457	28.1	34.6	33.3	75.58	98.21	120.25	7.4	5.7	4.6
國內同業													
雙鴻	3324 TT	持有-超越同業	630.0	1,753	23.9	25.0	27.0	97.8	123.3	150.0	6.4	5.1	4.2
超眾	6230 TT	未評等	187.0	491	--	--	--	--	--	--	--	--	--
泰碩	3338 TT	未評等	61.8	165	--	--	--	--	--	--	--	--	--
建準	2421 TT	未評等	109.5	910	20.5	23.8	25.7	28.7	30.6	33.1	3.8	3.6	3.3
高力	8996 TT	持有-超越同業	286.5	797	19.3	25.9	--	37.6	43.8	--	7.6	6.5	--
國內同業平均					21.2	24.9	26.4	54.7	65.9	91.6	6.0	5.1	3.8

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)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	15,309	16,484	19,065	20,904	23,007	25,889	27,780	27,356	71,761	104,032
銷貨成本	(11,936)	(12,690)	(14,584)	(15,674)	(16,998)	(18,928)	(20,224)	(20,005)	(54,885)	(76,156)
營業毛利	3,372	3,794	4,480	5,230	6,008	6,961	7,557	7,351	16,877	27,877
營業費用	(1,437)	(1,367)	(1,372)	(1,880)	(1,968)	(2,210)	(2,380)	(2,305)	(6,057)	(8,863)
營業利益	1,935	2,427	3,108	3,350	4,040	4,751	5,177	5,046	10,820	19,014
業外利益	395	508	320	316	256	260	258	261	1,539	1,036
稅前純益	2,330	2,935	3,428	3,666	4,296	5,011	5,435	5,307	12,359	20,050
所得稅費用	(579)	(775)	(826)	(1,012)	(1,117)	(1,303)	(1,413)	(1,380)	(3,192)	(5,213)
少數股東權益	186	213	278	343	306	418	509	596	1,020	1,828
歸屬母公司稅後純益	1,564	1,947	2,324	2,312	2,874	3,290	3,513	3,332	8,146	13,008
調整後每股盈餘(NT\$)	4.08	5.08	6.06	6.03	7.50	8.58	9.16	8.69	21.25	33.94
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%	23.0%	23.5%	25.0%	26.1%	26.9%	27.2%	26.9%	23.5%	26.8%
營業利益率	12.6%	14.7%	16.3%	16.0%	17.6%	18.4%	18.6%	18.5%	15.1%	18.3%
稅前純益率	15.2%	17.8%	18.0%	17.5%	18.7%	19.4%	19.6%	19.4%	17.2%	19.3%
稅後純益率	10.2%	11.8%	12.2%	11.1%	12.5%	12.7%	12.6%	12.2%	11.4%	12.5%
有效所得稅率	24.9%	26.4%	24.1%	27.6%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	25.8%	26.0%
季增率(%)										
營業收入	-8.4%	7.7%	15.7%	9.6%	10.1%	12.5%	7.3%	-1.5%		
營業利益	-19.9%	25.4%	28.0%	7.8%	20.6%	17.6%	9.0%	-2.5%		
稅後純益	-6.4%	24.5%	19.3%	-0.5%	24.3%	14.5%	6.8%	-5.2%		
調整後每股盈餘	-6.4%	24.5%	19.3%	-0.5%	24.3%	14.5%	6.8%	-5.1%		
年增率(%)										
營業收入	29.4%	10.9%	20.9%	25.0%	50.3%	57.1%	45.7%	30.9%	21.2%	45.0%
營業利益	43.1%	56.8%	47.6%	38.6%	108.8%	95.8%	66.6%	50.6%	45.8%	75.7%
稅後純益	55.4%	62.1%	63.0%	38.4%	83.8%	69.0%	51.2%	44.1%	57.6%	61.9%
調整後每股盈餘	55.4%	62.1%	62.9%	38.4%	83.7%	69.0%	51.2%	44.1%	53.6%	59.7%

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。

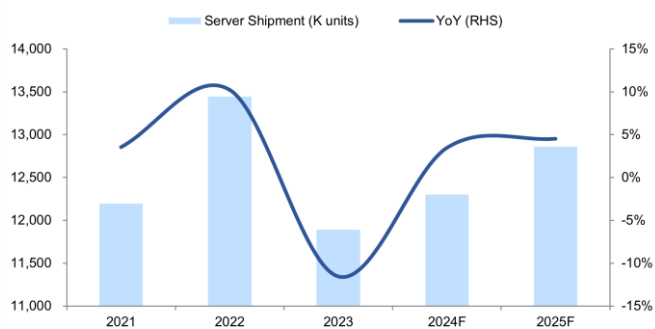
奇鋂的散熱產品包括，CPU 散熱、散熱片、風扇、PC/NB 散熱模組、熱交換器、熱管/均熱板、水冷散熱器(水冷板、CDU、浸沒式水冷模組)；機箱及系統組裝業務產品包括 PC/NB 機殼及伺服器導軌(南俊)機殼、機櫃產品，是市場少數能夠提供客戶散熱到組裝的散熱一條龍解決方案，且有能力設計並製造出高散熱效率之散熱模組，並具備成本競爭力的散熱模組供應商。除此之外，奇鋂也持有目前市場少數持續成長的摺疊機軸承供應商富世達 19%的股份，該公司生產 NB 軸承及手機軸承，主要客戶為全球摺疊機市占率第二的華為。

圖 13：奇鋂產品圖



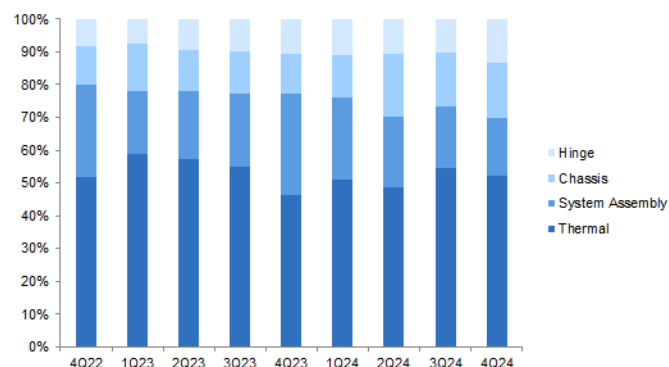
資料來源：公司資料

圖 14：伺服器出貨量預估



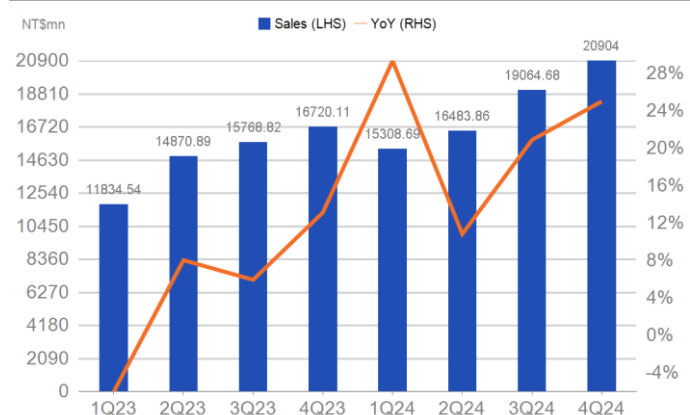
資料來源：元大投顧預估

圖 15：營收組成



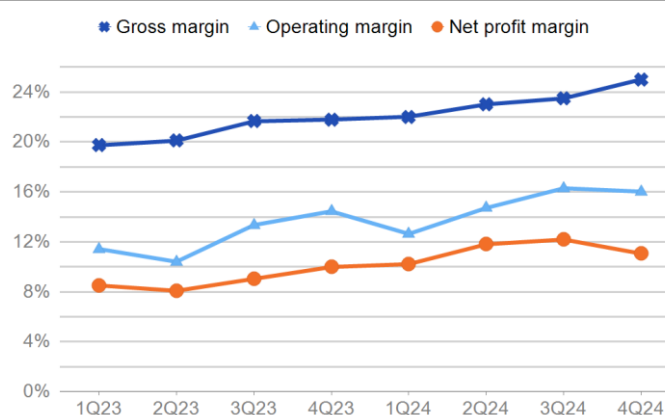
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



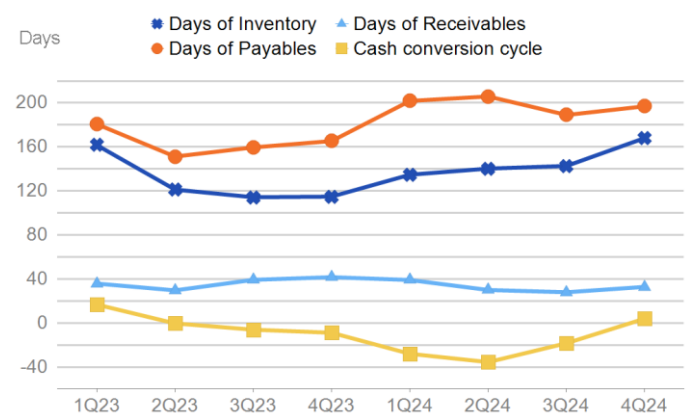
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



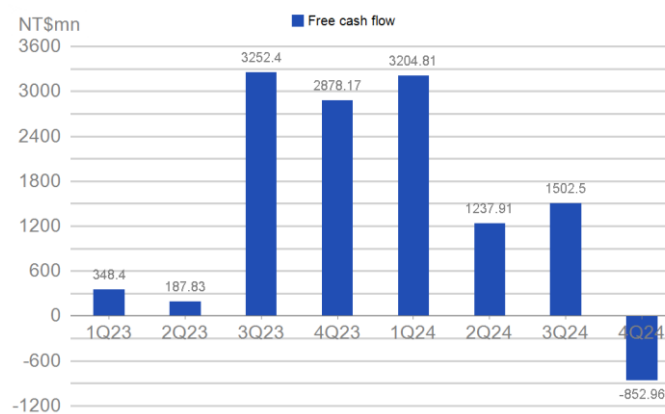
資料來源：CMoney、公司資料

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：**奇鋌整體的 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：**奇鋌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：**奇鋌在針對重大 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 (2025/3/12)

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	20,049	26,957	32,364	41,010	49,426
存貨	17,360	17,235	25,206	26,466	27,790
應收帳款及票據	4,730	6,533	6,274	6,587	6,917
其他流動資產	3,348	4,168	4,447	4,447	4,447
流動資產	45,486	54,892	68,291	78,510	88,579
採用權益法之投資	256	364	1,123	1,123	1,123
固定資產	9,694	11,350	13,098	12,872	12,629
無形資產	134	177	165	173	182
其他非流動資產	4,904	4,884	7,748	7,903	8,061
非流動資產	14,988	16,775	22,133	22,071	21,995
資產總額	60,474	71,667	90,424	100,581	110,574
應付帳款及票據	14,082	18,773	24,633	25,865	27,158
短期借款	6,294	6,766	8,251	8,499	8,753
什項負債	12,504	11,295	17,018	17,018	17,018
流動負債	32,880	36,833	49,902	51,382	52,930
長期借款	4,189	2,977	2,546	2,546	2,546
其他負債及準備	5,982	6,010	4,733	4,733	4,733
長期負債	10,171	8,987	7,278	7,278	7,278
負債總額	43,051	45,820	57,181	58,660	60,208
股本	3,533	3,833	4,044	4,044	4,044
資本公積	1,007	3,867	3,378	3,378	3,378
保留盈餘	12,076	15,781	22,011	30,722	39,204
什項權益	(1,120)	(1,452)	(464)	(498)	(535)
歸屬母公司之權益	15,496	22,030	28,969	37,647	46,091
非控制權益	1,927	3,817	4,275	4,275	4,275
股東權益總額	17,423	25,847	33,244	41,921	50,366

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	4,618	5,814	9,166	14,837	18,322
折舊及攤提	1,716	1,954	1,759	1,777	1,794
本期營運資金變動	(3,236)	1,515	3,592	(342)	(359)
其他營業資產 及負債變動	5,742	1,041	(1,020)	(1,828)	(2,978)
營運活動之現金流量	8,840	10,324	13,498	14,443	16,779
資本支出	(3,666)	(3,657)	(1,600)	(1,500)	(1,500)
本期長期投資變動	31	108	0	0	0
其他資產變動	(559)	(358)	0	0	0
投資活動之現金流量	(4,194)	(3,907)	(1,600)	(1,500)	(1,500)
股本變動	0	300	0	0	0
本期負債變動	4,037	(1,474)	0	0	0
現金增減資	0	2,850	0	0	0
支付現金股利	(1,519)	(1,915)	(2,815)	(4,297)	(6,862)
其他調整數	(436)	1,111	0	0	0
融資活動之現金流量	2,082	872	(2,815)	(4,297)	(6,862)
匯率影響數	406	(381)	0	0	0
本期產生現金流量	7,134	6,908	9,083	8,645	8,416
自由現金流量	5,174	6,667	11,898	12,943	15,279

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	56,017	59,194	71,761	104,032	120,305
銷貨成本	(45,167)	(46,806)	(54,885)	(76,156)	(86,922)
營業毛利	10,850	12,388	16,877	27,877	33,383
營業費用	(4,544)	(4,967)	(6,057)	(8,863)	(9,660)
推銷費用	(880)	(990)	(1,053)	(1,350)	(1,350)
研究費用	(2,885)	(3,129)	(4,135)	(6,413)	(7,210)
管理費用	(757)	(803)	(845)	(1,100)	(1,100)
其他費用	(22)	(46)	0	0	0
營業利益	6,306	7,421	10,820	19,014	23,723
利息收入	88	388	466	287	287
利息費用	(272)	(434)	(382)	(388)	(388)
利息收入淨額	(184)	(46)	84	(101)	(101)
投資利益(損失)淨額	39	81	80	100	100
匯兌損益	68	24	214	0	0
其他業外收入(支出)淨額	261	545	1,160	1,037	1,038
稅前純益	6,489	8,025	12,359	20,050	24,760
所得稅費用	(1,871)	(2,211)	(3,192)	(5,213)	(6,438)
少數股權淨利	456	510	1,020	1,828	2,978
歸屬母公司之稅後純益	4,162	5,305	8,146	13,008	15,344
稅前息前折舊攤銷前淨利	8,477	10,413	12,579	20,790	25,517
調整後每股盈餘 (NT\$)	11.78	13.84	21.25	33.94	40.03

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	18.4	5.7	21.2	45.0	15.6
營業利益	30.6	17.7	45.8	75.7	24.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	30.6	22.8	20.8	65.3	22.7
稅後純益	38.7	25.9	57.6	61.9	23.5
調整後每股盈餘	43.5	17.5	53.6	59.7	18.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.4	20.9	23.5	26.8	27.8
營業利益率	11.3	12.5	15.1	18.3	19.7
稅前息前淨利率	11.1	12.8	15.1	18.3	19.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	15.1	17.6	17.5	20.0	21.2
稅前純益率	11.6	13.6	17.2	19.3	20.6
稅後純益率	7.4	9.0	11.4	12.5	12.8
資產報酬率	8.3	8.8	10.1	14.8	16.6
股東權益報酬率	29.3	26.9	28.1	34.6	33.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	247.1	177.3	172.0	139.9	119.5
淨負債權益比(%)	(54.9)	(66.6)	(64.9)	(71.5)	(75.7)
利息保障倍數 (倍)	24.8	19.5	33.4	52.7	64.8
流動比率 (%)	138.3	149.0	136.9	152.8	167.4
速動比率 (%)	83.4	100.7	86.3	101.3	114.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(9,566)	(17,214)	(21,568)	(29,965)	(38,127)
調整後每股淨值 (NT\$)	43.86	57.47	75.58	98.21	120.25
評價指標 (倍)					
本益比	47.2	40.2	26.2	16.4	13.9
股價自由現金流量比	41.2	31.9	17.9	16.5	13.9
股價淨值比	12.7	9.7	7.4	5.7	4.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	25.1	20.5	16.9	10.2	8.4
股價營收比	3.8	3.6	3.0	2.1	1.8

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

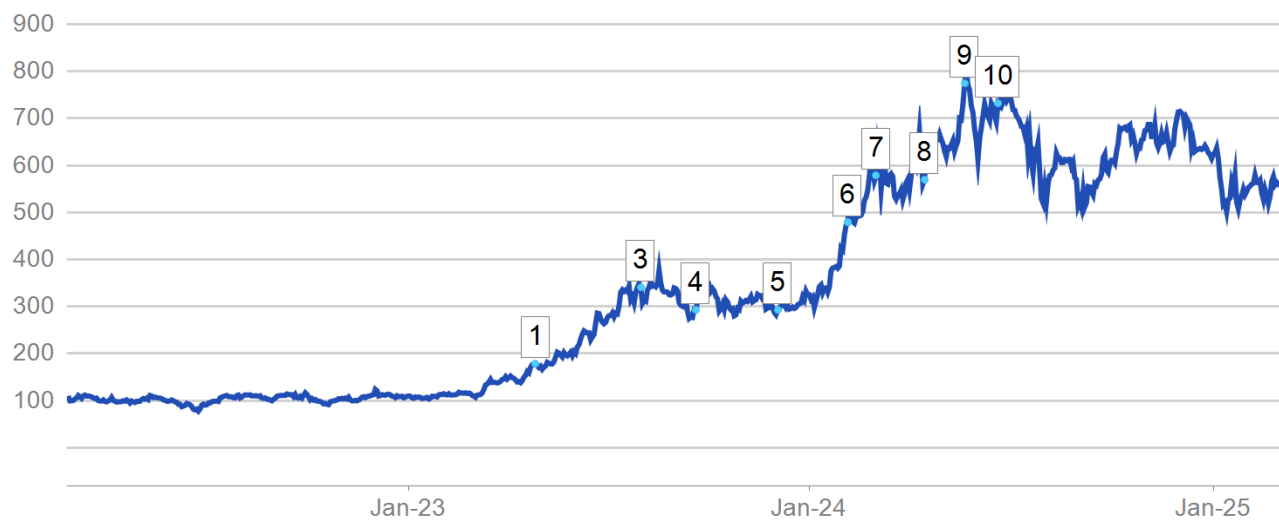
附錄：重要揭露事項

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	230	買進	蘇子錚
2	20230617	247.00	340	340	買進	蘇子錚
3	20230809	349.00	420	420	買進	蘇子錚
4	20230925	297.00	420	420	買進	蘇子錚
5	20231206	296.50	380	380	買進	蘇子錚
6	20240205	478.00	600	600	買進	蘇子錚
7	20240311	585.00	765	765	買進	蘇子錚
8	20240423	567.00	765	765	買進	蘇子錚
9	20240528	738.00	1000	1000	買進	蘇子錚
10	20240626	740.00	1000	1000	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 = 依據股本變動調整後之目標價。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股股。

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股股。

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

© 2025 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 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} 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>.