奇鋐(3017)

BUY

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

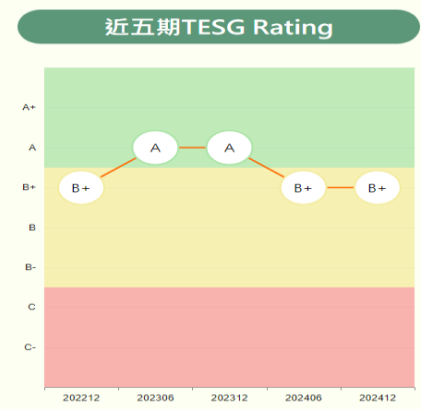
元富投顧研究部
研究員 蕭淑君 Justina Hsiao
shuchun@masterlink.com.tw

評等	
日期:	2025/3/13
目前收盤價 (NT$):	556
目標價 (NT$):	735
52 週最高最低(NT$):	502-811
加權指數:	22278.36

公司基本資料	
股本 (NT$/mn):	3,833
市值 (NT$/mn):	213,110
市值 (US$/mn):	7,104
20 日平均成交量(仟股):	7,717
PER (2025):	17
PBR (2025):	114
外資持股比率:	38.22
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	0.5	-19.8	0.2
加權指數報酬率	-4.3	-3.3	2.9

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT$)	735	640
營業收入 (NT$/mn)	101,897	101.897
毛利率 (%)	25.8	25.2
營益率 (%)	17.3	17.4
EPS (NT$)	31.95	31.69
BVPS(NT$)	114.3	114.0



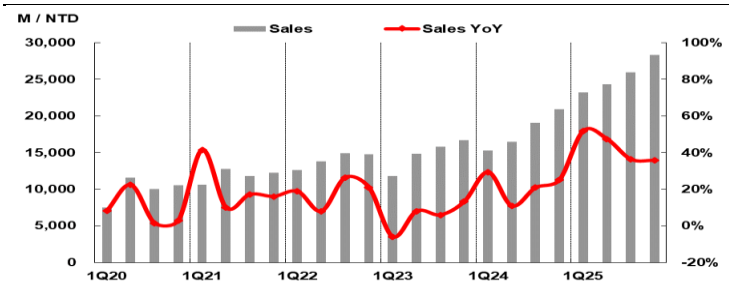
AI 散熱規格升級及 Edge AI 市場興起受惠者

- **1Q 營收雙位數成長且毛利率續揚；**1Q25 業績動能強勁係關稅導致客戶提前備貨，中國客戶 H20 拉貨動能優於 4Q24，同時 GB200 水冷板公司目前為全市場出貨第一，CDU 預計 2Q25 送認證。累計至 2 月營收 YOY+45%，預期 3 月營收續增，1Q 營收預估 QoQ+11%，毛利率持續上揚，營業利益 38.65 億元，YOY+100%，稅後獲利 28.02 億元，YOY+79%，EPS 7.23 元
- **AI 及 ASIC 散熱結構更加複雜：**2025 年隨著 GB200 及 GB300 陸續量產，預期水冷營收占比會倍增。ASIC 市場 4-5 顆 ASIC 等於 1 顆 NV GPU，ASIC TDP 500-600W，散熱要求沒有 GPU TDP 1200-1400 W 高，但 ASIC 客戶將集承更多晶片於板子上，因此散熱客製化程度高，奇鋐可提多更多獨特的設計。GB300 散熱設計更加複雜，雖然 NV 認證更多水冷板廠商但預期價格難下降。快接頭用量大量增加快接頭，同時插快接頭的機構件亦會增加。分歧管除了機櫃兩旁的之外，增加中間分歧管，用量亦增。預計 GB300 整體水冷板、快接頭加分歧管的產值較 GB200 明顯增加。
- **維持買進：**AI GB200 、GB300 市場餅變大中，同時 Edge AI 產品亦需要散熱，整體市場大餅因 DeepSeek 問市持續增長中，奇鋐又為主要散熱供應商持續受惠。元富預估 2025 年營收 1018 億元，YOY+42% ，EPS31.95 元，目標價 735 元(23X2025EPS)，維持買進評等。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標

Source：TEJ

Exhibit 2: 營收及 YOY



Sources : Company

本刊載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。

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。2024 產品結構散熱占比 54%、機殼 13%、系統組裝 21%及富世達 11%，成長動能排序為富世達、機箱、散熱。 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 36%，YOY+40%。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 22%-25%。

Exhibit 2: 營收結構

Currency: NTD in Hundred Million/億元

產品別 Product	Y2024		Y2023		YoY	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%
散熱產品Thermal	389	54.2%	319	53.9%	70	21.9%
機箱產品Chassis	96	13.4%	77	13.0%	19	24.7%
小計散熱與機箱Subtotal for TMG	485	67.5%	396	66.9%	89	22.5%
系統及周邊產品 System Assembly and Peripheral	151	21.0%	140	23.6%	11	7.9%
富世達(轉軸) Fositek(Hinge)	82	11.4%	56	9.5%	26	46.4%
總合併營收Total Revenue	718	100.0%	592	100.0%	126	21.3%

AVC Confidential

Sources : Company

4Q 財報符合預期，2024 年 EPS 21.21 元

奇鋐 4Q 營收 209.04 億元，QoQ+10%，毛利率 25%較上季成長 1.5 個百分點，營業利益 16%與預估相當，稅後淨利 23.38 億元，YOY+40%，EPS 6.03 元，符合預期。2024 年 EPS 21.21 元，公司擬配發 10 元現金股利，殖利率 1.79%。

Exhibit 3: 財報差異表

奇鋐 (3017)

	3Q24	4Q24	4Q24 (F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	19,065	20,904	20,904	10%	25%	0%	21%
Margin%	23.5%	25.0%	23.7%				
Operating Profit	3,108	3,353	3,313	8%	39%	1%	46%
Operating Margin	16.3%	16.0%	15.9%				
Total non-ope inc.	320	306	250				
Pre-tax profit	3,428	3,659	3,563				
Net Profit	2,324	2,338	2,341	1%	40%	0%	54%
EPS	6.18	6.03	6.04				

Sources : Company

1Q 營收 QoQ 雙位數成長，毛利率續揚

1Q25 業績動能強勁係關稅導致客戶提前備貨，中國客戶 H20 拉貨動能優於 4Q24，同時 GB200 水冷板公司目前為全市場出貨第一，CDU 預計 2Q25 送認證。累計至 2 月營收 YOY+45%，預期 3 月營收續增，1Q 營收預估 QoQ+11%，毛利率持續上揚，營業利益 38.65 億元，YOY+100%，稅後獲利 28.02 億元，YOY+79%，EPS 7.23 元。

奇鋐為散熱整合設計廠，競爭優於包括：1.針對 Server 客戶提供風扇+散熱器+機殼整体熱流設計廠商，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，2024 年伺服器機殼+散熱占營收比重達 36%，YOY+40%，毛利率隨產品組合優化及自動化比重增加而成長。

本刊載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。

奇鋐為 AI 散熱解決方案完整提供商

AI 伺服器方面：公司主要產品為有散熱及機構件，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。
富世達以精密機構件，包括手機 Hinge、快接頭及滑軌、人形機器人開發中。
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。水冷板 1Q25 全市場出貨量第一，水冷板產值 100-300 美元、CDM 1-1.5 萬美元/對、sidecar CDU 7-8 萬美元。

AI 及 ASIC 散熱設計結構較 GB200 複雜

2024 年是以伺服器散熱方案統計，包含風扇、機箱、散熱器，其中水冷佔比一半，占總營收 15%~20%。2025 年隨著 GB200 及 GB300 陸續量產，預期水冷營收占比會倍增。
ASIC 市場 4-5 顆 ASIC 等於 1 顆 NV GPU，ASIC TDP 500-600W，散熱要求沒有 GPU TDP 1200-1400 W 高，但 ASIC 客戶將集承更多晶片於板子上，因此散熱客製化程度高，奇鋐可提多更多獨特的設計。
GB300 散熱設計更加複雜，雖然 NV 認證更多水冷板廠商但預期價格難下降。快接頭用量大量增加快接頭，同時插快接頭的機構件亦會增加。分歧管除了機櫃兩旁的之外，增加中間分歧管，用量亦增。
預計 GB300 整體水冷板、快接頭加分歧管的產值較 GB200 明顯增加。

Edge AI 市場散熱需求浮現

DeepSeek 問市 Edage AI Server 需求浮現，但以風冷為主，整體市場的餅持續變大中。美系手機 VC 散熱今年將有貢獻。人形機器人公司風扇已被客戶認證。

越南廠持續擴增

越南廠 4Q24 投入 110 億，總計畫投入 200 億，第一~二期 V1~V4 廠房已經投產，主要模具風扇、散熱器、快接頭。第三期 4Q24 開工，2025~2026 中旬陸續完工。產能規劃，一年內 2Q25~2Q26 大幅擴增產能，來來集團 40-50%產能均將移至越南，後續擴增機箱、機櫃、水冷模組、分歧管、RACK 分歧管、幫浦、快接頭。

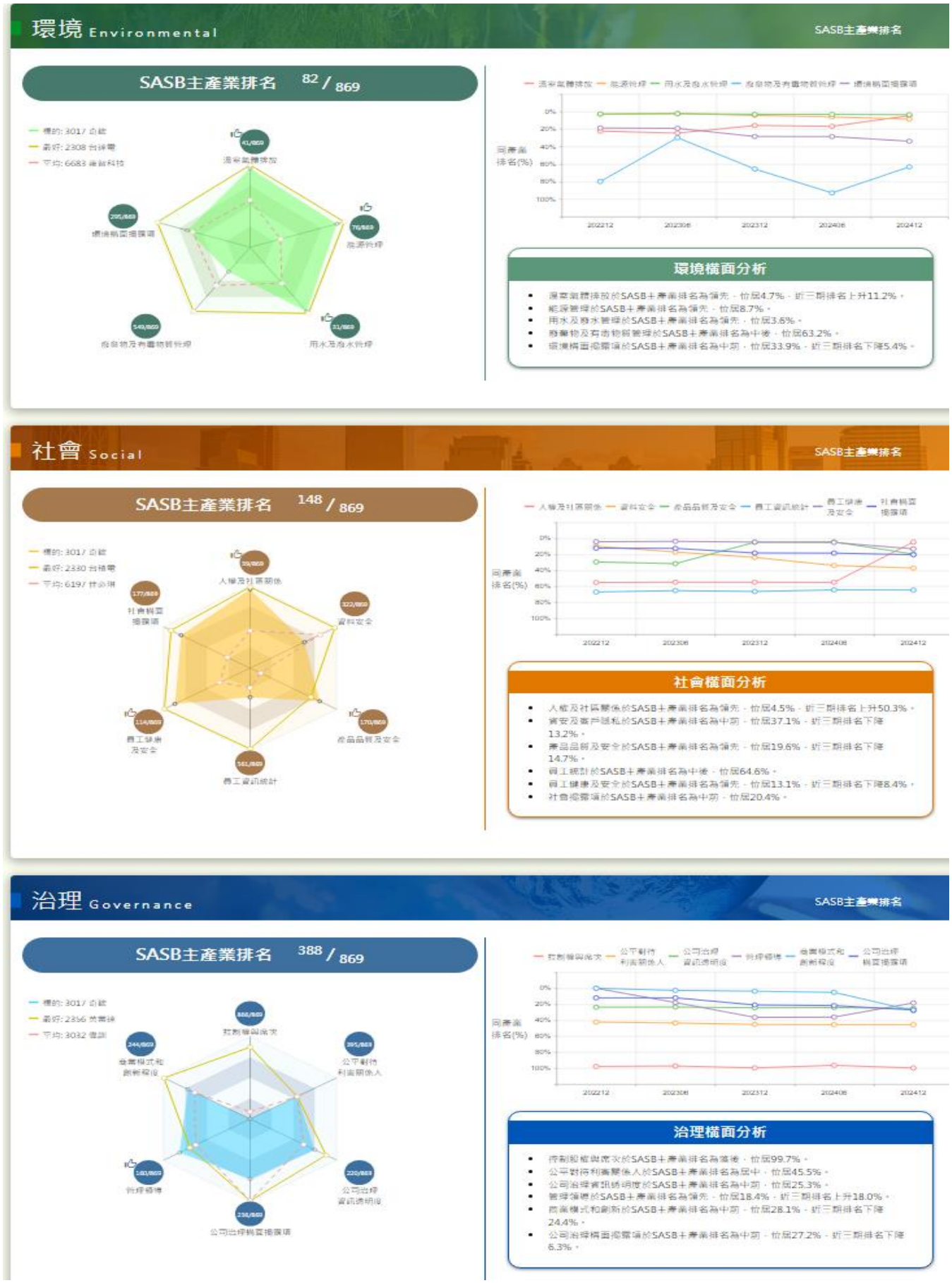
展望 2025 AI 商機放量營收 1018 億元，YOY+42%，稅後淨利 123.82 億元，YOY+50%，EPS 31.95 元。

買進理由

AI GB200 、GB300 市場餅變大中，同時 Edge AI 產品亦需要散熱，整體市場大餅因 DeepSeek 問市持續增長中，奇鋐又為主要散熱供應商持續受惠。元富預估 2025 年營收 1018 億元，YOY+42% ，EPS31.95 元，目標價 735 元 (23X2025EPS)，維持買進評等。

本刊載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。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載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。

Comprehensive income statement				NT$m
Year-end Dec. 31	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25F**
	IFRS	**IFRS**	**IFRS**	**IFRS**
Net sales	56,017	59,194	71,761	101,897
COGS	45,167	46,806	54,891	75,616
Gross profit	10,850	12,388	16,870	26,281
Operating expense	4,522	4,921	5,993	8,659
Operating profit	**6,306**	**7,421**	**10,823**	**17,622**
Total non-operate. Inc.	183	604	1,529	890
Pre-tax profit	6,489	8,025	12,352	18,512
Total Net profit	4,618	5,814	9,193	13,843
Minority	456	510	1,020	1,461
Net Profit	**4,162**	**5,305**	**8,172**	**12,382**
EPS (NT$)	**11.78**	**14.11**	**21.21**	**31.95**
Y/Y %	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25F**
Sales	18.3	5.7	21.2	42.0
Gross profit	29.4	14.2	36.2	55.8
Operating profit	30.6	17.7	45.8	62.8
Pre-tax profit	36.1	23.7	53.9	49.9
Net profit	43.5	27.4	54.1	51.5
EPS	43.5	19.7	50.4	50.6
Margins %	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25F**
Gross	19.4	20.9	23.5	25.8
Operating	11.3	12.5	15.1	17.3
EBITDA	14.9	16.9	20.2	20.5
Pre-tax	11.6	13.6	17.2	18.2
Net	**7.4**	**9.0**	**11.4**	**12.2**

Consolidated Balance Sheet				NT$m
Year-end Dec. 31	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25F**
	IFRS	**IFRS**	**IFRS**	**IFRS**
Cash	20,049	26,957	29,924	40,198
Marketable securities	0	0	0	97
A/R & N/R	4,730	6,533	7,767	11,322
Inventory	17,360	17,235	33,397	30,246
Others	3,348	4,168	5,005	5,005
Total current asset	45,486	54,892	76,092	86,868
Long-term invest.	424	559	1,163	1,163
Total fixed assets	9,694	11,350	13,805	18,805
Total other assets	4,870	4,866	8,845	8,845
Total assets	**60,474**	**71,667**	**99,906**	**115,681**
Short-term Borrow	6,294	6,766	9,585	9,485
A/P &N/P	11,183	15,111	23,692	21,605
Other current liab.	15,402	14,956	25,011	38,290
Total current liab.	32,880	36,833	58,288	69,380
L-T borrows	7,295	6,043	4,010	1,965
Other L-T liab.	4,713	4,983	6,270	0
Total liability.	**43,051**	**45,820**	**66,433**	**71,345**
Common stocks	3,533	3,833	3,883	3,876
Reserves	1,007	3,867	3,546	3,546
Retain earnings	12,883	18,147	26,044	36,914
Total Equity	**17,423**	**25,847**	**33,473**	**44,336**
Total Liab. & Equity	**60,474**	**71,667**	**99,906**	**115,681**

Comprehensive Quarterly Income Statement				NT$m
	1Q25F	**2Q25F**	**3Q25F**	**4Q25F**
	IFRS	**IFRS**	**IFRS**	**IFRS**
Net sales	23,244	24,297	25,988	28,368
Gross profit	5,881	6,325	6,757	7,319
Operating profit	3,865	4,211	4,496	5,049
Total non-ope inc.	250	230	210	200
Pre-tax profit	4,115	4,441	4,706	5,249
Net profit	2,802	2,931	3,106	3,543
EPS	7.23	7.56	8.01	9.14
Y/Y %	**1Q25F**	**2Q25F**	**3Q25F**	**4Q25F**
Net sales	51.8	47.4	36.3	35.7
Gross profit	74.4	66.7	50.8	40.1
Operating profit	99.8	73.5	44.7	50.6
Net profit	79.1	50.5	33.7	51.6
Q/Q %	**1Q25F**	**2Q25F**	**3Q25F**	**4Q25F**
Net sales	11.2	4.5	7.0	9.2
Gross profit	12.6	7.5	6.8	8.3
Operating profit	15.3	8.9	6.8	12.3
Net profit	19.9	4.6	6.0	14.1
Margins %	**1Q25F**	**2Q25F**	**3Q25F**	**4Q25F**
Gross	25.3	26.0	26.0	25.8
Operating	16.6	17.3	17.3	17.8
Net	12.1	12.1	12.0	12.5

Consolidated Statement of Cash flow				NT$m
Year-end Dec. 31	**FY22**	**FY23**	**FY24**	**FY25F**
	IFRS	**IFRS**	**IFRS**	**IFRS**
Net income	4,162	5,305	8,172	12,382
Dep & Amort	1,738	2,000	2,518	2,423
Investment income	-39	-81	-100	0
Changes in W/C	-3,224	2,231	-8,951	-2,491
Other adjustment	6,202	870	7,993	3,000
Cash flow – ope.	**8,840**	**10,324**	**9,632**	**15,314**
Capex	-3,636	-3,654	-4,534	-5,000
Change in L-T inv.	0	-50	-226	0
Other adjustment	-558	-203	-2,910	50
Cash flow –inve.	**-4,194**	**-3,907**	**-7,669**	**-4,950**
Free cash flow	5,204	6,670	5,098	10,314
Inc. (Dec.) debt	4,287	-1,504	3,339	1,400
Cash dividend	-1,519	-1,915	-2,683	-1,519
Other adjustment	-686	4,291	-456	0
Cash flow-Fin.	**2,082**	**872**	**200**	**-119**
Exchange influence	**406**	**-381**	**803**	**30**
Change in Cash	**7,134**	**6,908**	**2,967**	**10,275**

Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	**FY22**	**FY23F**	**FY24F**	**FY25F**
ROA	7.48	8.03	9.53	11.49
ROE	26.42	24.52	27.55	31.83

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
©2025 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.

本刊載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。