

散熱產業

散熱設計功耗需求提高推升 ASP 與獲利成長

焦點內容

受惠於新 GPU 與 CPU 升級，2023-24 年雲端伺服器與電競（顯卡與筆電）應用將為散熱產業的主要成長動能，而 AI 伺服器趨勢將進一步推升熱設計功耗 (TDP)，且更複雜的散熱設計將推升產品均價，並加速水冷散熱滲透率提升。散熱業者中，預期雙鴻 (3324 TT, NT\$237, 增加持股)、奇鋐 (3017 TT, NT\$144, 未評等) 與建準 (2421 TT, NT\$53.1, 增加持股) 將受惠於領先同業的產品設計、獲利率提升與 EPS 成長。維持雙鴻目標價 245 元 (基於 15 倍 2H23-1H24 EPS 預估)，建準調高至 59 元 (基於 14 倍 2H23-1H24 EPS 預估)。

重要訊息

受惠於新 GPU 與 CPU 升級，2023-24 年雲端伺服器與電競（顯卡與筆電）應用將為散熱產業的主要成長動能，而 AI 伺服器趨勢將進一步推升熱設計功耗 (TDP)，且更複雜的散熱設計將推升產品均價，並加速水冷散熱滲透率提升。

評論及分析

新顯卡升級、電競筆電 VC 滲透率提高與伺服器新平台升級將提高散熱產品均價。Nvidia (美) 與 AMD (美) 陸續於 4Q22-2Q23 推出 RTX40 系列與 RX70 系列顯卡，TDP 由前一代的 350-410 瓦提升為 380-450 瓦，使散熱模組與風扇的均價增加 10-20%；部份高階 GPU 甚至採用均價更高的 VC (熱板) 設計。因其他應用 (如傳統筆電與伺服器) 仍在庫存調整，我們預期 GPU 與電競 PC/筆電將為 1H23 散熱產品營收動能，而隨庫存修正結束及新伺服器 CPU (Sapphire Rapids 與 Genoa) 供給順利而回升，2H23-2024 年伺服器營收將攀升。Intel (美) 與 AMD 新伺服器 CPU 的 TDP 為 350-400 瓦，高於前一代 (Whitley 與 Milan) 的 250-300 瓦，且新伺服器平台部分散熱設計採用 3D VC，相較前一代為熱管。因此，新伺服器平台的散熱模組均價可望增加 20-30%，而為提升散熱效率所配備較高速的馬達，亦將帶動風扇均價上漲約 15%。隨 2H23-2024 價量成長，我們預期散熱業者營收成長強勁，且產品組合優化將推升毛利率。

AI 伺服器需求成長將提升水冷散熱滲透率。隨 ChatGPT 問世，AI 伺服器成長趨勢更加明確。Trendforce 預估 2023-27 年 AI 伺服器出貨量年複合成長 12.2%，優於伺服器產業的個位數年增。AI 伺服器通常配備 4-8 顆 GPU，如 Nvidia H100 或 A100 (中國市場則為 H800/ A800)，而每顆 GPU (A100/H100) 將額外產生 300-700 瓦的熱能，使整台 AI 伺服器熱功耗逾 3,000 瓦，此將提升水冷散熱的採用。閉環式水冷散熱 (液對氣設計) 需配備水冷板模組與冷卻液監控主機 (CDU)，均價為 3D VC 的兩倍，而開放式水冷因配備機櫃、風扇門與歧管使均價更高。儘管 2023 年水冷散熱營收貢獻有限，但預估隨 2024-25 年 AI 伺服器出貨量增加，貢獻將更顯著，而 ESG 亦將為降低 PUE 而採用水冷散熱之助力。水冷主要供應商 Cooler Master (台)、雙鴻 (3324 TT, NT\$237, 增加持股) 與奇鋐 (3017 TT, NT\$144, 未評等) 將受惠。

產品組合改善推升 2023-24 年獲利率。我們預期 2023 年電競筆電出貨成長動能優於整體產業，新 GPU 推出將進一步推升散熱需求，而伺服器 CPU 新平台升級與 AI 伺服器滲透率上升亦將增加高均價的散熱解決方案需求 (如 3D VC 與水冷)，此 TDP 上升趨勢都將推升散熱產品均價與毛利率，其中 3D VC 與水冷產品毛利率甚至超過 30%。因此，預期伺服器營收比重上升將推升散熱業者毛利率 (2022 年為 19-20%)。此外，車用業務也將為未來幾年散熱營收之成長動能。Level 2 自動駕駛系統 TDP 約 200 瓦，目前普遍採用氣冷，而 Level 3-5 系統 TDP 則為 300-800 瓦，預期將升級至水冷。電動車與先進駕駛輔助系統 (ADAS) 需求上升將帶動每台車裝備的風扇數量增加，並提高每輛車的風扇內含價值。綜上，散熱業者受惠於 TDP 成長趨勢，2023-25 年產品均價與獲利率可望攀升。

投資建議

預期雙鴻、奇鋐與建準 (2421 TT, NT\$53.1, 增加持股) 將受惠於領先同業的產品設計、獲利率提升與 EPS 成長。維持雙鴻目標價 245 元 (基於 15 倍 2H23-1H24 EPS 預估)，建準調高至 59 元 (基於 14 倍 2H23-1H24 EPS 預估)。

投資風險

原料價格上漲、新台幣升值、伺服器與電競筆電需求疲弱。

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

重要免責聲明，詳見最終頁

雙鴻 (3324 TT, NT\$237, 增加持股).

- 2022 年營收組合：NB 36%、伺服器 23%、顯卡 29%、桌機 (DT) 8%、車用/其他 4%。
- 1Q23 營收組合：NB 31%、伺服器 23%、顯卡 23%、桌機(DT) 10%、與車用/其他 3%。3 月營收明顯月增為一次性 A100 出貨貢獻。
- 2022 年營收年減 2%，主因顯卡需求疲弱且進行庫存調整、ASP 下滑。
- 公司維持其 2023 年營收年增雙位數之目標，儘管 1Q23 營收年減 13%。2Q23 營收將季增、年增約 5%，動能主要來自顯卡，而 2H23 營收強勁復甦，主要動能為伺服器。公司目標 2023 年伺服器營收年增約 50%，出貨及 ASP 擴張皆為成長動能。
- 產品組合優化將帶動 2023 年毛利率年增，較 2022 年毛利率之 19.6% 為高。我們預估 2023 年毛利率為 21%。
- 2H23-2024 年新伺服器平台設計將採用更多 3D VC 散熱設計，而雙鴻水冷散熱產品將自 4Q23 末開始量產，2024 年將有更顯著的營收貢獻。
- 2023-24 年車用營收將持續成長，而隨 ADAS Level 3-5 的 TDP 上升，水冷技術將被採用。
- 凱基預估 2023 年營收年增 6%，EPS 年增 2% 至 14.99 元，2024 年 EPS 年增 21% 至 18.11 元。
- 目標價維持 245 元，基於 15 倍 2H23-1H24 EPS 預估。

建準 (2421 TT, NT\$53.1, 增加持股).

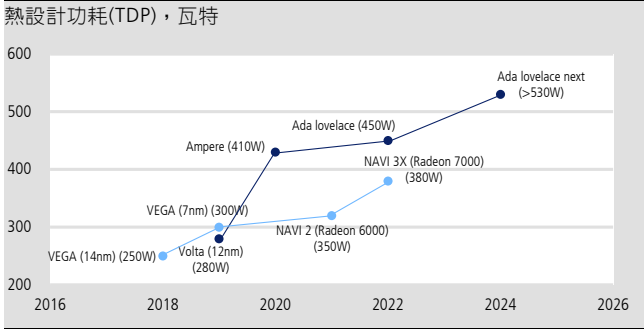
- 2022 年營收組合：IT (NB 與 DT) 25%、伺服器 20%、網通 11%、工業 15%、家電 8%、通路業務 13%、車用 8%。
- 公司 2022 年營收年增 4%，主因通路營收年增 48%、伺服器/網通營收年增 16% 及車用業務營收年增 50%。
- 儘管 1Q23 營收年減 1.5%，公司展望 2023 年營收將年增，主要動能為伺服器/網通及車用業務，我們預估其伺服器/網通及車用營收將年增雙位數，較整體營收預估年增 3% 強勁。工業營收成長主要來自能源相關應用，如太陽能轉換器、逆變器與儲能解決方案(ESS)。
- 2023 年伺服器/網通營收成長將受惠於新伺服器平台升級(散熱風扇 ASP 較上一代提升 10-20%)、CSP 業者需求成長性較佳，以及交換器從 100G 升級至 400G。我們預估 2023 年伺服器/網通營收將年增 9%。
- 公司計畫將增加其菲律賓租賃工廠之產能，從目前月產能 30 萬增加至 2023 年底的月產能 130 萬。此工廠將佔總產能約 20%，以分散產能集中於中國的風險。公司也目標在 2H23 於菲律賓自建廠房，並於 2024 投入量產。資金需求方面，公司近期發行可轉換公司債(CB)，預計募資金額為 12 億元。
- 我們微幅修正 2023 年 EPS 預估自 3.85 元至 3.88 元，但仍因業外收入下滑而年減 11%，2024 年 EPS 預估為 4.31 元(年增 11%)，年成長主因產品單價提升與獲利率擴張。
- 目標價由原 50 元調升至 59 元(14 倍 2H23-1H24 之 EPS 預估)。

奇鋐 (3017 TT, NT\$144, 未評等)

- 2022 營收組合: PC 44%、伺服器 27%、網通 16%、智慧型手機 (折疊式) 9%、其他 4%。
- 2022 年營收強勁年增 18%，主因伺服器散熱產品及機殼營收年增 20-30%。
- 奇鋐產品包含伺服器散熱模組、散熱風扇及機殼，約佔 2022 年營收 70-75%。我們預估其具競爭力的營運模式可創造更多綜效並吸引客戶下單。2022 年散熱營收(CSP 客戶需求強勁)、機殼營收(客戶滲透率提升)皆年增 20-30%。
- 奇鋐將精進其 3D VC 設計的氣冷散熱能力高達 800 瓦，且亦針對 AI 伺服器發展水冷設計
- 儘管 1Q23 營收年減 6%，公司預期 2023 年營收仍將年增，並展望 2023 年毛利率將從 2022 年的 19.4%年增。市場共識預估 2023 年毛利率為 20.7%。
- 市場共識預估 2023 年 EPS 為 12.36 元 (年增 5%)、2024 年 13.68 元 (年增 11%)。
- 目前股價交易在 11-12 倍 2023 年 EPS 預估及 10-11 倍 2024 年 EPS 預估，相對同業為低。

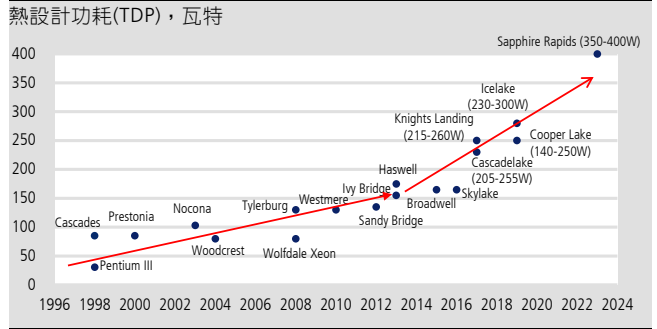
散熱產業散熱設計功耗 (TDP)趨勢

圖 1：電競 GPU 升級將使 TDP 提升



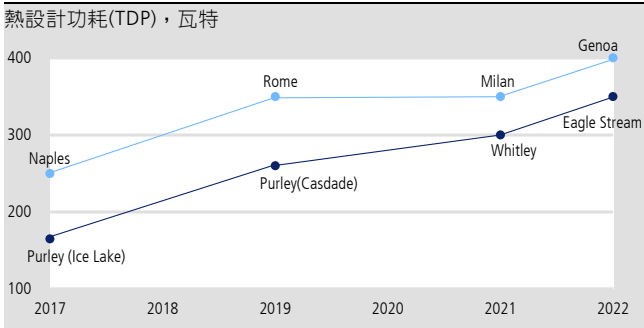
資料來源：公司資料；凱基

圖 2：TDP 隨伺服器平台升級而上升



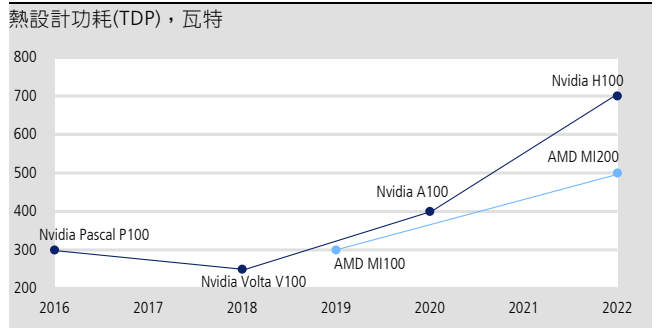
資料來源：公司資料；凱基

圖 3：伺服器 CPU TDP 逐年上升，Genoa CPU 高達 400 瓦



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：GPGPU 之 TDP 較高



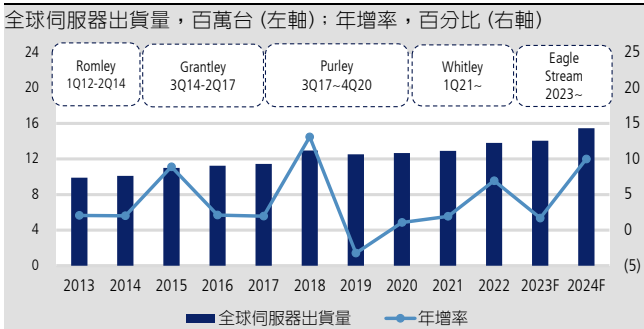
資料來源：公司資料；凱基

圖 5：2023-24 年 Intel 與 AMD 推出之伺服器平台

Platform	Intel Purley	Intel Purley	Intel Cedar Island	Intel Whitley	Intel Eagle Stream	Intel Eagle Stream	Intel Birch Stream	AMD Zen 2	AMD Zen 3	AMD Zen 4	AMD Zen 4c	AMD Zen 4	AMD Zen 5
Time of launch	3Q17	3Q19	2H20	2Q21	1Q23	2H23F	2Q24F	2Q19	1Q21	4Q22	1H23F	2023F	2024F
CPU	Skylake-EP Cannon Lake-EP	Cascade Lake	Cooper Lake	Ice Lake	Sapphire Rapids (Intel 7)	Emerald Rapids (Intel 7)	Granite Rapids (Intel 3)	Rome	Milan	Genoa	Bergamo	Siena	Turin
Process	14nm/ 14nm+	14nm++	14nm	10nm	10nm	10nm++	7nm	7nm	7nm+	5nm	5nm	5nm	3nm / 4nm
CPU sockets	LGA 3647	LGA 3647	LGA 4189	LGA 4189	LGA 4677	LGA 4677	LGA 7529	FC LGA 4094	FC LGA 4094	FC LGA 6096	FC LGA 6096	FC LGA 4844	FC LGA 6096
CPU cores	28	28	48	26	60	64	120	64	64	96	128	64	256
DRAM	6-channel DDR4	6-channel DDR4	8-channel DDR4	8-channel DDR4	8-channel DDR5	DDR5	DDR5	8-channel DDR4	8-channel DDR4	12-channel DDR5	DDR5	DDR5	TBA
PCIe	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	TBA
CPU TDP	45-165W	165-250W	up to 300W	up to 270W	up to 350W	350-400W	400W+	120-225 W	225-280W	320-400W	320-400W	70-225W	480-600W

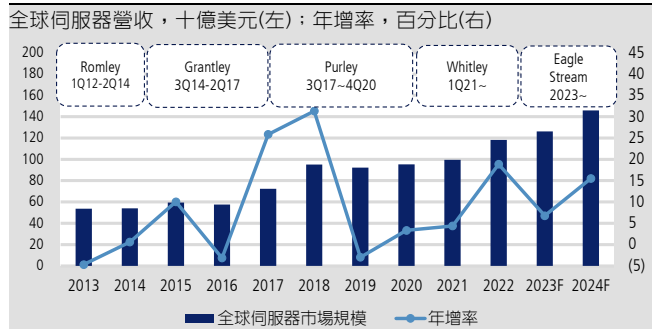
資料來源：公司資料；凱基

圖 6：2023-24 年伺服器需求攀升



資料來源：Gartner；凱基預估

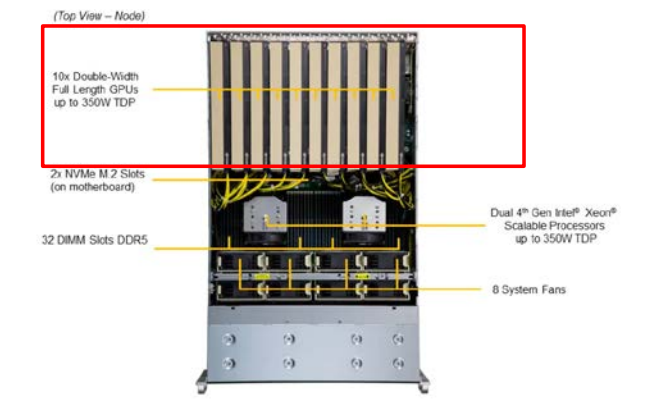
圖 7：2022-24 年全球伺服器產值隨零組件價揚持續成長



資料來源：Gartner；凱基預估

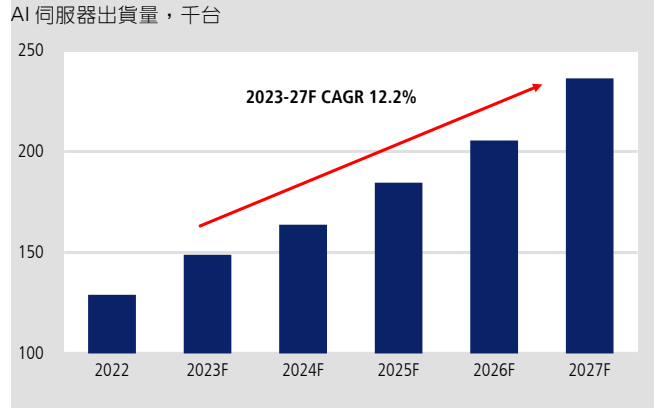
氣冷散熱與液冷散熱設計

圖 8：AI 伺服器通常配備 4 顆 (以上) GPU，TDP 可高達 4,000 瓦



資料來源：Supermicro

圖 9：2023-27 年 AI 伺服器出貨量將年複合成長 12.2%，優於整體伺服器產業 CAGR



資料來源：Trendforce：凱基

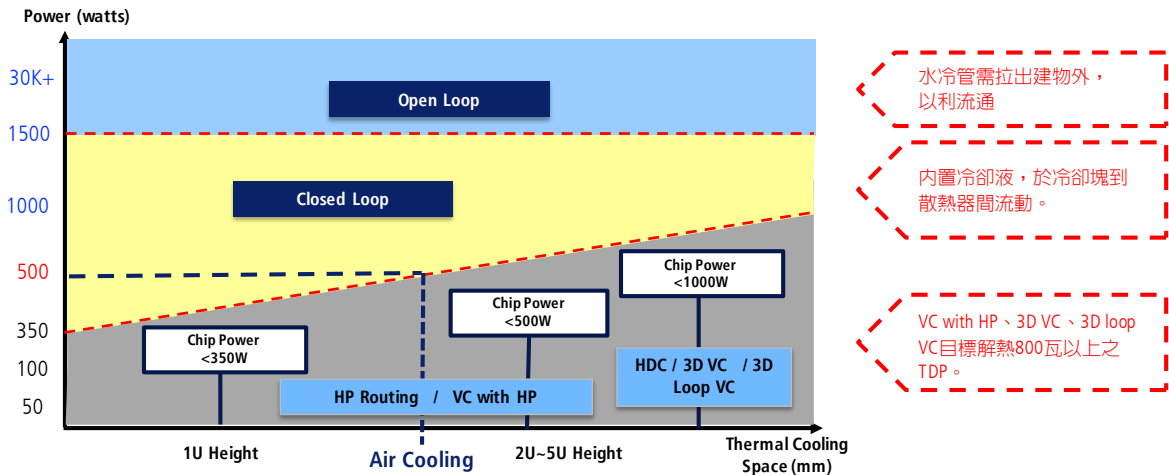
圖 10：伺服器 CPU 升級將帶動 3D 熱板設計需求，此將早於水冷設計

氣冷 air cooling	3D VC	液冷 liquid cooling (水冷板)
銅管+鱗片+風扇設計	銅製圓柱熱管和底部均溫板的相連	含水冷板模組+冷卻監控主機+機櫃等

資料來源：公司資料：凱基

圖 11：散熱業者之氣冷解熱能力最高可達 800 瓦，而更高算力所產生的熱能則須採用水冷解熱

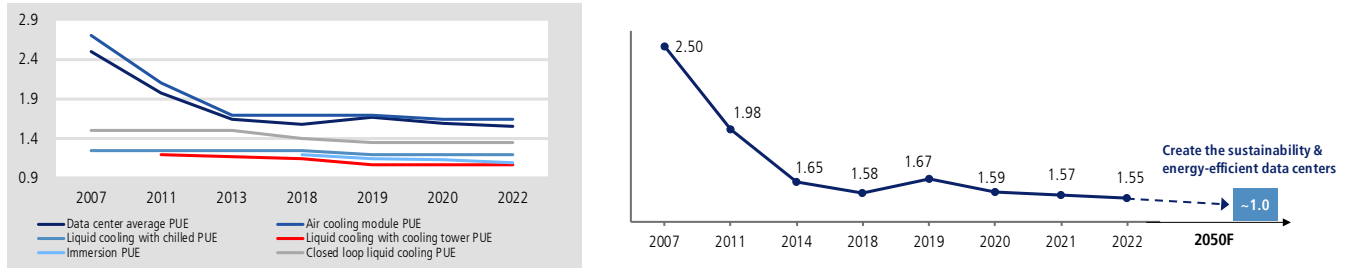
散熱空間，mm (X 軸)：功率，瓦 (Y 軸)



資料來源：雙鴻、凱基

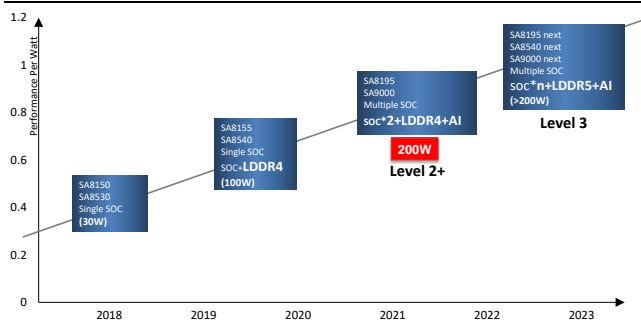
圖 12：散熱系統效能優化將能有效降低 PUE，ESG 使採用水冷散熱趨勢成型

電源使用效率 (PUE)



資料來源：雙鴻、凱基

圖 13：更多車載應用將為散熱產業長期成長動能



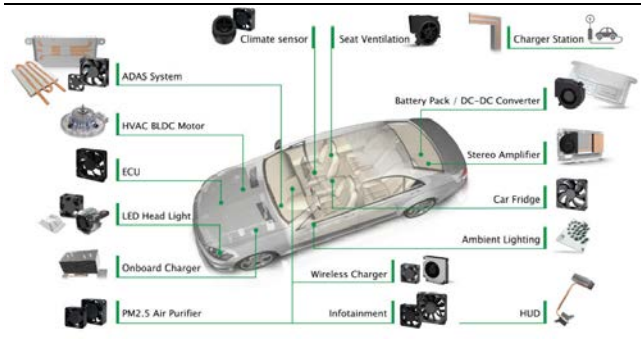
資料來源：雙鴻

圖 14：水冷將應用於自動駕駛/Level 3 以後的 ADAS 系統



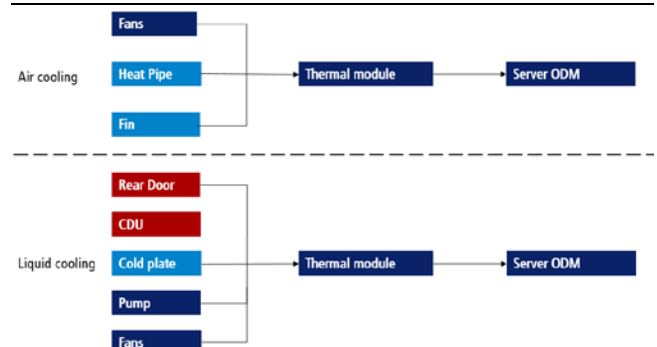
資料來源：雙鴻

圖 15：電動車將推升風扇需求



資料來源：建準

圖 16：水冷散熱將為散熱模組廠商與新業者帶來商機



資料來源：凱基

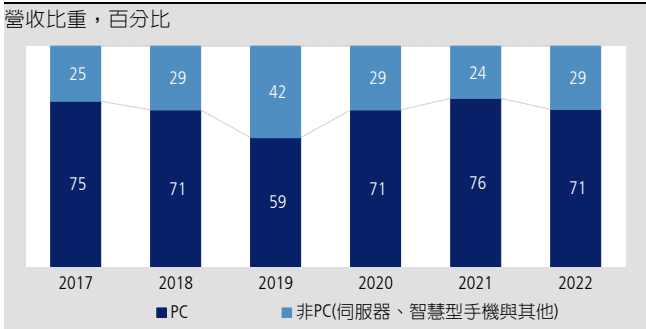
散熱業者之營運與財務比較

圖 17：散熱業者同業財務比較

公司	股票代號	散熱營收(台幣十億元)				EPS (NT\$)			EPS 成長率(%)			毛利率(%)			營業利率率(%)			總營收各應用別比重(%)							
		2021	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	PC	Gaming/ VGA	智慧型手機	伺服器	网通	車用	其他	合計
雙鴻	3324 TT	14.3	13.9	14.7	16.5	14.68	14.99	18.11	11.9	2.1	20.8	19.6	21.2	21.8	8.5	11.0	11.8	42	29	4	22		1-3	1	100
建準	2421 TT	13.6	14.1	14.5	15.4	4.34	3.88	4.31	153.7	(10.5)	11.0	22.5	22.9	23.4	8.0	8.5	9.1	25			20	11	8	36	100
奇鋐*	3017 TT	25.6	31.9	33.0	35.3	11.78	12.36	13.68	43.5	4.9	10.7	19.4	20.7	21.2	11.3	12.1	12.6	44		9	27	16	<1	4	100
泰碩*	3338 TT	5.0	4.6	4.7	5.3	3.05	2.47	2.88	43.2	(19.0)	16.6	19.1	19.4	19.0	6.0	6.1	6.3	55		1	15		11	11	100
尼得科超眾*	6230 TT	11.0	11.9	12.6	N.A.	7.10	6.41	N.A.	75.3	(9.8)	N.A.	18.3	16.7	N.A.	6.7	5.1	N.A.	43		2	18	19	<2	16	100

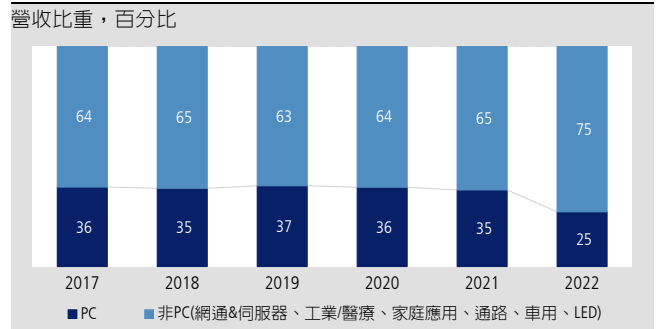
資料來源：Bloomberg、凱基投顧 (標* 號為 Bloomberg 市場預估)

圖 18：雙鴻超過 70%的營收與 PC 相關(筆電/桌機/主板/顯卡)



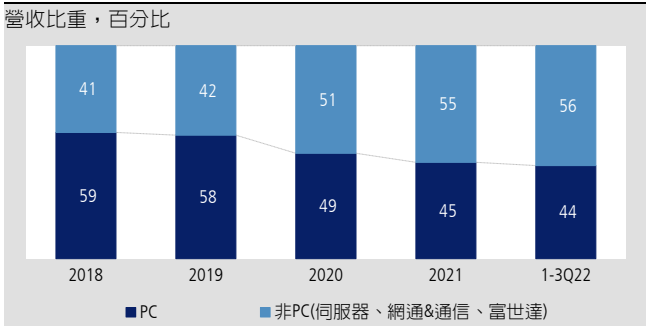
資料來源：公司資料；凱基

圖 19：建準 PC 相關(筆電/桌機) 營收降至 25-26%



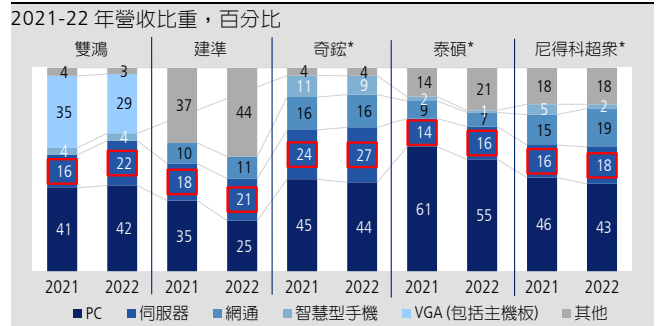
資料來源：公司資料；凱基

圖 20：奇鋐約有 40-45%的營收與 PC 相關(筆電/AIO/桌機)



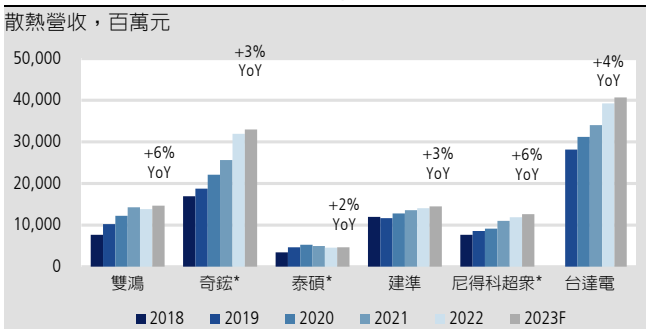
資料來源：公司資料；凱基

圖 21：多數散熱業者持續擴張伺服器營收比重



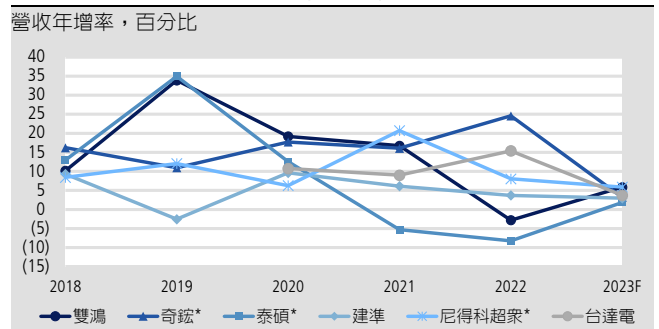
資料來源：公司資料；凱基

圖 22：1H23 需求趨緩使 2023 年營收僅小幅成長



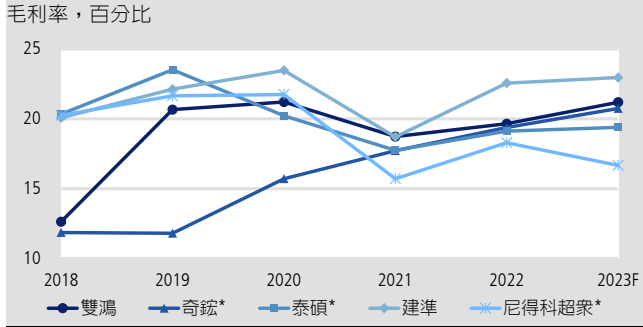
資料來源：公司資料；凱基預估 (標* 號為 Bloomberg 市場預估)

圖 23：多數散熱業者 2023 年營收年增 5-6%



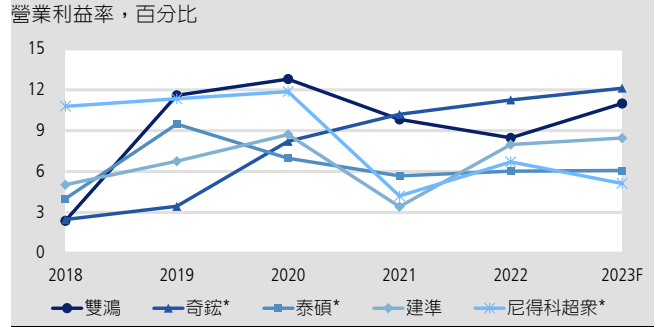
資料來源：公司資料；凱基預估 (標* 號為 Bloomberg 市場預估)

圖 24：2023 年毛利率維持升勢



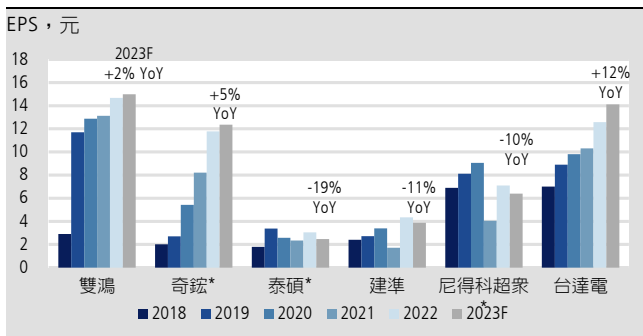
資料來源：公司資料；凱基預估 (標* 號為 Bloomberg 市場預估)

圖 25：雙鴻與奇鈺的營利率較同業為高



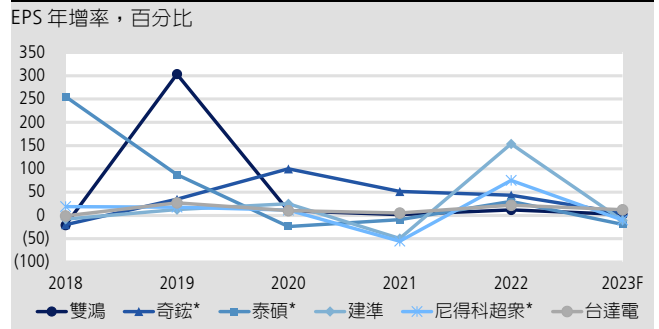
資料來源：公司資料；凱基預估 (標* 號為 Bloomberg 市場預估)

圖 26：獲利率擴張推動雙鴻及奇鈺 2023 年的獲利成長



資料來源：公司資料；凱基預估 (標* 號為 Bloomberg 市場預估)

圖 27：因 2022 年業外收益基期較高，2023 年多數散熱業者 EPS 將年減



資料來源：公司資料；凱基預估 (標* 號為 Bloomberg 市場預估)

圖 29：同業評價比較

領域	公司	代碼	市值 (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 (%)	
							2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F
冷卻風扇	建準	2421 TT	438	53.10	增加持股	59.0	4.34	3.88	4.31	153.7	(10.5)	11.0	12.2	13.7	12.3	2.6	2.4	2.3	22.8	18.2	19.2	4.9	5.2
	日本電產公司*	6594 JP	29,774	6,624	未評等	N.A.	234.30	138.97	279.87	12.5	(40.7)	101.4	28.3	47.7	23.7	3.0	3.2	2.9	11.5	7.0	11.6	1.0	1.1
	美蓓亞三美公司*	6479 JP	7,842	2,436	未評等	N.A.	170.08	183.05	202.18	79.1	7.6	10.5	14.3	13.3	12.0	1.8	2.0	1.7	13.9	13.4	12.9	1.5	1.7
散熱模組/冷卻風扇	奇鈺科技*	3017 TT	1,813	144.0	未評等	N.A.	11.78	12.36	13.68	43.5	4.9	8.9	12.4	11.8	10.8	3.3	3.1	N.A.	29.8	26.3	26.7	3.8	N.A.
	台達電	2308 TT	25,802	302.5	增加持股	322.0	12.58	14.11	16.58	21.9	12.2	17.5	24.1	21.4	18.2	4.2	4.2	3.8	19.1	19.6	21.8	3.3	2.6
散熱模組	尼得科超眾*	6230 TT	444	156.5	未評等	N.A.	7.10	6.41	N.A.	75.3	(9.8)	N.A.	22.0	6.9	N.A.	2.5	N.A.	N.A.	12.2	11.0	N.M.	0.7	N.A.
	雙鴻	3324 TT	688	237.0	增加持股	245.0	14.68	14.99	18.11	11.9	2.1	20.8	16.1	15.8	13.1	4.4	3.3	2.9	24.5	21.8	23.2	2.7	2.7
	泰碩*	3338 TT	127	44.00	未評等	N.A.	3.05	2.47	2.88	43.2	(19.0)	16.6	14.4	17.8	15.3	2.1	2.1	N.A.	15.0	12.2	14.2	4.5	N.A.
	鴻準*	2354 TT	2,480	53.40	未評等	N.A.	3.02	3.73	4.38	(4.7)	23.5	17.4	17.7	14.3	12.2	0.7	0.6	0.7	4.0	5.0	5.6	3.0	3.5
	藤倉有限公司*	5803 JP	2,018	905	未評等	N.A.	141.85	159.57	156.70	N.M.	12.5	(1.8)	6.4	5.7	5.8	1.1	1.3	0.9	20.4	19.2	15.4	1.1	2.9
	古河電氣工業*	5801 JP	1,307	2,454	未評等	N.A.	143.40	236.43	225.67	1.1	64.9	(4.6)	17.1	10.4	10.9	0.6	0.6	0.6	3.7	5.9	5.2	2.4	2.4

資料來源：Bloomberg、凱基投顧 (標* 號為 Bloomberg 市場預估)

雙鴻 (3324 TT)

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,786	3,309	3,335	3,428	3,278	3,458	3,908	4,025	13,857	14,669	16,462
營業成本	(3,143)	(2,634)	(2,647)	(2,711)	(2,622)	(2,732)	(3,048)	(3,160)	(11,135)	(11,562)	(12,870)
營業毛利	643	674	688	717	656	726	860	865	2,722	3,107	3,592
營業費用	(349)	(385)	(418)	(396)	(377)	(363)	(371)	(382)	(1,549)	(1,494)	(1,656)
營業利益	293	289	270	321	279	363	488	483	1,173	1,613	1,936
折舊	(135)	(127)	(121)	(125)	(88)	(88)	(88)	(88)	(507)	(351)	(433)
攤提	(7)	(7)	(7)	(7)	(9)	(9)	(9)	(9)	(29)	(37)	(37)
EBITDA	435	424	398	453	376	460	585	580	1,709	2,001	2,406
利息收入	2	1	2	4	2	2	2	2	10	7	8
投資利益淨額	5	4	-	1	5	5	5	5	10	20	20
其他營業外收入	81	168	281	0	30	30	30	30	529	120	130
總營業外收入	88	173	283	5	37	37	37	37	550	147	158
利息費用	(8)	(10)	(11)	(10)	(9)	(9)	(9)	(9)	(38)	(37)	(35)
投資損失	-	(0)	(1)	-	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)
其他營業外費用	-	0	(0)	(55)	(20)	(20)	(20)	(20)	(55)	(80)	(80)
總營業外費用	(8)	(10)	(12)	(65)	(30)	(30)	(30)	(30)	(95)	(122)	(120)
稅前純益	373	453	541	262	285	369	495	489	1,628	1,638	1,974
所得稅費用[利益]	(81)	(85)	(118)	(58)	(51)	(78)	(89)	(110)	(341)	(328)	(395)
少數股東損益	2	(11)	(15)	0	(5)	(5)	(5)	(5)	(23)	(20)	(20)
非常項目前稅後純益	294	357	408	204	229	287	401	375	1,264	1,291	1,559
非常項目	(0)	0	0	(0)	-	-	-	-	(0)	-	-
稅後淨利	294	358	408	204	229	287	401	375	1,264	1,291	1,559
每股盈餘 (NT\$)	3.42	4.15	4.74	2.37	2.66	3.33	4.66	4.35	14.68	14.99	18.11
獲利率 (%)											
營業毛利率	17.0	20.4	20.6	20.9	20.0	21.0	22.0	21.5	19.6	21.2	21.8
營業利益率	7.7	8.7	8.1	9.4	8.5	10.5	12.5	12.0	8.5	11.0	11.8
EBITDA Margin	11.5	12.8	11.9	13.2	11.5	13.3	15.0	14.4	12.3	13.6	14.6
稅前純益率	9.8	13.7	16.2	7.6	8.7	10.7	12.7	12.2	11.7	11.2	12.0
稅後純益率	7.8	10.8	12.2	6.0	7.0	8.3	10.3	9.3	9.1	8.8	9.5
季成長率 (%)											
營業收入	(8.3)	(12.6)	0.8	2.8	(4.4)	5.5	13.0	3.0			
營業毛利	(21.6)	4.9	2.0	4.2	(8.6)	10.8	18.4	0.7			
營業收益增長	(34.8)	(1.3)	(6.8)	19.1	(13.2)	30.3	34.5	(1.1)			
EBITDA	(26.0)	(2.7)	(6.1)	13.7	(17.0)	22.5	27.2	(0.9)			
稅前純益	(17.9)	21.5	19.5	(51.7)	8.9	29.7	33.9	(1.1)			
稅後純益	(21.5)	21.6	14.0	(50.0)	12.0	25.5	39.7	(6.5)			
年成長率 (%)											
營業收入	10.3	10.5	(10.0)	(17.0)	(13.4)	4.5	17.2	17.4	(2.8)	5.9	12.2
營業毛利	(0.9)	31.3	1.0	(12.5)	2.0	7.7	25.0	20.7	2.2	14.1	15.6
營業收益	(14.3)	24.9	(24.1)	(28.7)	(5.0)	25.5	81.2	50.5	(14.9)	37.5	20.0
EBITDA	(6.5)	18.5	(18.4)	(23.0)	(13.7)	8.6	47.1	28.2	(10.0)	17.1	20.2
稅前純益	(6.4)	159.3	27.5	(42.4)	(23.6)	(18.4)	(8.5)	87.1	14.5	0.6	20.5
稅後純益	(0.8)	173.8	23.2	(45.5)	(22.3)	(19.8)	(1.7)	83.5	11.6	2.1	20.8

資料來源：公司資料，凱基

建準 (2421 TT)

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	3,123	3,483	3,664	3,793	3,075	3,444	3,960	4,000	14,063	14,479	15,391
營業成本	(2,542)	(2,696)	(2,785)	(2,869)	(2,398)	(2,669)	(3,030)	(3,060)	(10,892)	(11,157)	(11,784)
營業毛利	581	787	880	924	676	775	931	940	3,171	3,322	3,607
營業費用	(451)	(491)	(550)	(557)	(461)	(510)	(566)	(560)	(2,049)	(2,097)	(2,212)
營業利益	129	296	330	367	215	265	364	380	1,122	1,225	1,395
折舊	(92)	(93)	(89)	(92)	(123)	(123)	(123)	(123)	(366)	(494)	(577)
攤提	(37)	(37)	(37)	(36)	(46)	(46)	(46)	(46)	(147)	(183)	(183)
EBITDA	258	426	456	494	384	434	534	549	1,635	1,902	2,154
利息收入	2	3	4	6	5	5	5	5	15	19	18
投資利益淨額	-	-	0	-	-	-	-	-	0	-	-
其他營業外收入	84	85	147	39	33	33	33	33	355	130	100
總營業外收入	86	87	151	45	37	37	37	37	370	149	118
利息費用	(8)	(10)	(13)	(14)	(10)	(10)	(10)	(10)	(44)	(40)	(37)
投資損失	(0)	(1)	-	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)	(1)	(1)
其他營業外費用	(13)	(0)	-	(7)	(13)	(13)	(13)	(13)	(20)	(50)	(50)
總營業外費用	(21)	(11)	(13)	(21)	(23)	(23)	(23)	(23)	(66)	(91)	(88)
稅前純益	194	373	468	391	230	280	379	394	1,426	1,283	1,424
所得稅費用[利益]	(41)	(73)	(112)	(111)	(51)	(62)	(83)	(112)	(337)	(308)	(342)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	153	300	356	280	179	218	295	282	1,089	975	1,082
非常項目	0	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	153	300	356	280	179	218	295	282	1,089	975	1,082
每股盈餘 (NT\$)	0.61	1.20	1.42	1.11	0.71	0.87	1.18	1.12	4.34	3.88	4.31
獲利率 (%)											
營業毛利率	18.6	22.6	24.0	24.4	22.0	22.5	23.5	23.5	22.5	22.9	23.4
營業利益率	4.1	8.5	9.0	9.7	7.0	7.7	9.2	9.5	8.0	8.5	9.1
EBITDA Margin	8.3	12.2	12.4	13.0	12.5	12.6	13.5	13.7	11.6	13.1	14.0
稅前純益率	6.2	10.7	12.8	10.3	7.5	8.1	9.6	9.9	10.1	8.9	9.3
稅後純益率	4.9	8.6	9.7	7.4	5.8	6.3	7.5	7.1	7.7	6.7	7.0
季成長率 (%)											
營業收入	(16.1)	11.5	5.2	3.5	(18.9)	12.0	15.0	1.0			
營業毛利	(20.0)	35.5	11.8	5.0	(26.8)	14.5	20.1	1.0			
營業收益增長	(41.2)	129.0	11.3	11.2	(41.3)	23.2	37.4	4.3			
EBITDA	(26.3)	64.7	7.1	8.4	(22.2)	13.0	22.8	2.9			
稅前純益	(20.6)	92.0	25.5	(16.6)	(41.2)	21.7	35.5	4.1			
稅後純益	(11.8)	96.2	18.5	(21.4)	(36.0)	21.7	35.5	(4.6)			
年成長率 (%)											
營業收入	3.1	4.7	5.3	1.9	(1.5)	(1.1)	8.1	5.5	3.7	3.0	6.3
營業毛利	9.8	25.0	34.9	27.3	16.5	(1.5)	5.8	1.8	25.0	4.8	8.6
營業收益	113.1	361.8	177.0	66.8	66.4	(10.4)	10.5	3.6	142.0	9.2	13.9
EBITDA	37.8	119.6	83.5	40.9	48.7	2.1	17.0	11.1	66.6	16.4	13.3
稅前純益	79.5	445.5	185.6	59.6	18.2	(25.0)	(19.1)	1.0	142.3	(10.1)	11.0
稅後純益	65.1	304.0	301.3	61.2	17.0	(27.4)	(17.0)	0.8	153.7	(10.5)	11.0

資料來源：公司資料、凱基

圖 28：建準 - 2023-24 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2022		2023F						2024F			
	實際值	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	14,063	3.7	14,479	14,602	(0.8)	3.0	15,048	(3.8)	15,391	6.3	16,426	(6.3)
毛利	3,171	25.0	3,322	3,382	(1.8)	4.8	3,446	(3.6)	3,607	8.6	3,860	(6.6)
營業利益	1,122	142.0	1,225	1,245	(1.6)	9.2	1,292	(5.2)	1,395	13.9	1,534	(9.1)
稅前獲利	1,426	142.3	1,283	1,270	1.0	(10.1)	1,258	2.0	1,424	11.0	1,488	(4.3)
稅後淨利	1,089	153.7	975	965	1.0	(10.5)	942	3.5	1,082	11.0	1,116	(3.0)
每股盈餘(元)	4.34	153.7	3.88	3.85	1.0	(10.5)	3.75	3.5	4.31	11.0	4.45	(3.0)
毛利率 (%)	22.5	3.8 ppts	22.9	23.2	(0.2)ppts	0.4 ppts	22.9	0.0 ppts	23.4	0.5 ppts	23.5	(0.1)ppts
營利率 (%)	8.0	4.6 ppts	8.5	8.5	(0.1)ppts	0.5 ppts	8.6	(0.1)ppts	9.1	0.6 ppts	9.3	(0.3)ppts
淨利率 (%)	7.7	4.6 ppts	6.7	6.6	0.1 ppts	(1.0)ppts	6.3	0.5 ppts	7.0	0.3 ppts	6.8	0.2 ppts

資料來源：凱基、Bloomberg

奇鋐 (3017 TT)

損益表

	季度				年度				年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	12,593	13,764	14,883	14,777	11,822	12,767	14,299	14,728	39,666	47,333	56,017
營業成本	(10,324)	(10,998)	(11,863)	(11,983)	(9,670)	(10,137)	(11,297)	(11,709)	(33,434)	(38,947)	(45,167)
營業毛利	2,269	2,766	3,020	2,794	2,152	2,630	3,003	3,019	6,232	8,386	10,850
營業費用	(933)	(1,238)	(1,264)	(1,109)	(1,064)	(1,111)	(1,215)	(1,252)	(2,972)	(3,559)	(4,544)
營業利益	1,336	1,528	1,756	1,686	1,088	1,519	1,787	1,767	3,260	4,827	6,306
折舊	(407)	(408)	(423)	(422)	(440)	(440)	(440)	(440)	(1,185)	(1,517)	(1,660)
攤提	(14)	(14)	(14)	(14)	(16)	(16)	(16)	(16)	(51)	(60)	(56)
EBITDA	1,757	1,950	2,193	2,121	1,544	1,975	2,243	2,223	4,496	6,404	8,022
利息收入	8	15	14	51	29	29	29	29	35	26	88
投資利益淨額	4	-	26	7	3	3	3	3	12	17	37
其他營業外收入	106	189	222	226	75	75	75	75	357	340	744
總營業外收入	118	204	263	284	106	106	106	106	404	383	869
利息費用	(40)	(54)	(74)	(105)	(80)	(80)	(80)	(80)	(186)	(146)	(272)
投資損失	(4)	-	-	-	-	-	-	-	-	(17)	(4)
其他營業外費用	(182)	-	(54)	(174)	(25)	(25)	(25)	(25)	(545)	(279)	(410)
總營業外費用	(226)	(54)	(128)	(278)	(105)	(105)	(105)	(105)	(731)	(442)	(686)
稅前純益	1,228	1,678	1,891	1,692	1,088	1,520	1,788	1,768	2,933	4,768	6,489
所得稅費用[利益]	(347)	(479)	(555)	(489)	(264)	1,309	(555)	(489)	(858)	(1,438)	(1,871)
少數股東損益	(134)	(103)	(97)	(121)	(200)	(200)	(200)	(200)	(159)	(429)	(456)
非常項目前稅後純益	746	1,096	1,239	1,081	624	2,629	1,033	1,079	1,916	2,901	4,162
非常項目	0	0	0	(0)	-	-	-	-	-	(0)	(0)
稅後淨利	746	1,096	1,239	1,081	624	2,629	1,033	1,079	1,916	2,901	4,162
每股盈餘 (NT\$)	2.11	3.10	3.51	3.06	1.77	7.44	2.92	3.05	5.42	8.21	11.78
獲利率 (%)											
營業毛利率	18.0	20.1	20.3	18.9	18.2	20.6	21.0	20.5	15.7	17.7	19.4
營業利益率	10.6	11.1	11.8	11.4	9.2	11.9	12.5	12.0	8.2	10.2	11.3
EBITDA Margin	14.0	14.2	14.7	14.4	13.1	15.5	15.7	15.1	11.3	13.5	14.3
稅前純益率	9.7	12.2	12.7	11.4	9.2	11.9	12.5	12.0	7.4	10.1	11.6
稅後純益率	5.9	8.0	8.3	7.3	5.3	20.6	7.2	7.3	4.8	6.1	7.4
季成長率 (%)											
營業收入	3.1	9.3	8.1	(0.7)	(20.0)	8.0	12.0	3.0			
營業毛利	(0.2)	21.9	9.2	(7.5)	(23.0)	22.2	14.2	0.5			
營業收益增長	(4.9)	14.4	14.9	(4.0)	(35.5)	39.7	17.6	(1.1)			
EBITDA	(3.1)	11.0	12.4	(3.3)	(27.2)	28.0	13.6	(0.9)			
稅前純益	7.9	36.7	12.7	(10.5)	(35.7)	39.7	17.6	(1.1)			
稅後純益	4.9	46.9	13.0	(12.7)	(42.3)	321.1	(60.7)	4.4			
年成長率 (%)											
營業收入	18.8	8.0	26.4	21.0	(6.1)	(7.2)	(3.9)	(0.3)	8.6	19.3	18.3
營業毛利	36.1	19.8	41.4	23.0	(5.2)	(4.9)	(0.6)	8.1	44.4	34.6	29.4
營業收益	58.5	11.5	45.1	20.1	(18.6)	(0.6)	1.8	4.8	158.9	48.1	30.6
EBITDA	43.2	10.8	36.7	17.0	(12.2)	1.3	2.3	4.8	85.8	42.4	25.3
稅前純益	37.0	23.8	37.1	48.8	(11.3)	(9.4)	(5.4)	4.5	96.3	62.6	36.1
稅後純益	37.9	37.9	45.1	52.1	(16.3)	139.8	(16.6)	(0.2)	100.0	51.4	43.5

資料來源：公司資料、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
	深圳	深圳市羅湖區寶安南路 2014 號振業大樓 A 座 24D1 郵政編號：518008
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

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)	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。