

06/26

奇鋹

3017

買進

目標價:304 元

停損價:199 元

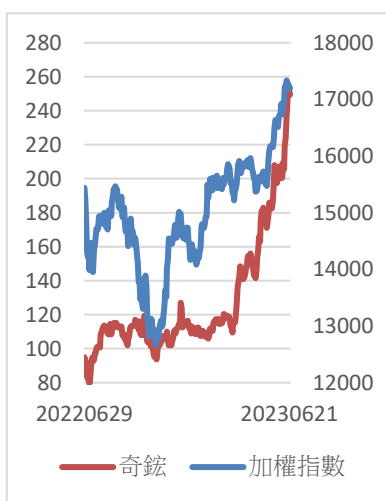
### 近期投資評等

05/12	買進
06/26	買進

### 公司基本資料

2023/06/21 股價	249.5
股本(億)	38.33
總市值(億)	9563.3
本益比	17.91
股價淨值比	4.54
外資持股比率(%)	42.26
投信持股比率(%)	18.48

### 個股大盤走勢圖



## AI 浪潮崛起，散熱產品升級

### 結論與建議：

1. 作為取代傳統均熱片的 3DVC，能更好解決 AI 伺服器的發熱問題，並比起傳統均熱片，3DVC 擁有 1 倍以上的價差，加上奇鋹在 3DVC 產品開始出貨的優勢，奇鋹持續迎來長期成長。
2. 2023 年 2Q 預期在美系伺服器業者加大投入 AI 伺服器，帶動新款 H100 伺服器晶片出貨，散熱從 400W 上升至 700W，帶動 3DVC 產品的奇鋹 2Q 營收季增 20.1%、達 142.1 億，EPS 3.10 元。
3. 2023 年 3Q 預計在 AI 伺服器 H100 持續出貨下，3DVC 滲透率上升，預計 3Q 營收 162.73 億、年增 9.34%，毛利率 21.6%，EPS 3.85 元、稅後淨利年增 24.2%
4. 2024 年預期 AI 伺服器需求持續、加上伺服器新平台回溫，3DVC 滲透率增加，預估全年營收 705.39 億、營收年增 17.3%，全年 EPS 17.47 元、稅後淨利年增 27.4%。
5. 奇鋹在台灣同業的 3DVC 出貨具領先地位，有利今明兩年營收；評價上，奇鋹憑藉自身水冷技術、機殼產品，成為技術領先的台廠，存在 RE-RATING，調升評價至同業平均的 18.3 倍 PE，即目標價 304 元(18.3 X 20243Q EPS)的買進建議。

百萬	2022	2023(F)	2024(F)
銷貨收入	56,017	60,115	70,539
營業毛利	10,850	12,685	15,670
營業費用	4,544	4,820	5,410
營業利益	6,306	7,865	10,260
業外收支淨額	183	108	53
稅後盈餘(母公司)	4,162	5,255	6,695
EPS	11.78	13.93	17.47
毛利率	19.4%	21.1%	22.2%
營益率	11.3%	13.1%	14.5%
淨利率	7.4%	8.7%	9.5%

免責聲明:本文內容謹供德信投顧內部同仁參閱，雖力求訊息確實與完整，唯執行投資決策應衡量自身風險承受度。本公司恕不擔負相關法律責任與做任何保證。本公司並不保證各項資訊之完整性及正確，未來相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知，亦無義務持續更新報告之內容。本報告所涵蓋之主題中提及標的物價格、值收益均係基於對目前所得資訊作合理假設下完成，隨時可能因各種公司無法控制之政治、經濟市場等因素而產生變化，所以並不必然實現。從事特定交易，如涉及期貨、選擇權及衍生性金融商品，因具有高度風險並不適合每一個投資人。本報告不得視為買賣有價證券或其他證券相關產品的要約或要約之引誘。本刊著作權屬德信投顧所有，未經書面授權請勿抄襲、引用、轉載。110 金管投顧新字第 021 號

### 奇鋹公司簡介

- 奇鋹成立於 1991 年，為全球主要散熱方案解決商之一，也是國內少數具有水冷技術、風扇、機殼的整合量產廠商，過往以 PC 散熱為主，近年來持續研發，強化伺服器等利基型市場的領先地位，加上伺服器、5G 等產業需要更強大算力，以及伴隨而來的散熱需求升級，搭上伺服器等雲端服務的成長趨勢，而產品升級加大設計難度，帶動 ASP 呈現倍數增長(例如：均熱板升級成 3DVC，報價成長 1 倍以上)，讓奇鋹成為長期成長的公司。

### 近年營收占比

表. 營收占比

營運占比	2021 年	224Q	2022 年	231Q
PC/NB	45%	47.1%	44.6%	38.3%
通訊	15%	11.8%	13.0%	15.1%
伺服器	24%	29.6%	27.7%	33.3%
其他	5%	3.3%	5.7%	5.9%
富世達*	11%	8.2%	9.0%	7.5%

\*富世達為轉投資的軸承公司

資料來源：奇鋹；德信投顧

### 新產品介紹-3DVC

- 3DVC 主要是從平面的均熱板，藉由設計，延伸出多個柱狀體，增加表面積，來強化散熱效率。

### 新產能規劃

- 越南一期工程當前開始量產，越南二期工程預計在 2024 年 1Q，並計畫在 2024 年將越南產能提升至 30%。

營運概況

**2023 年 1Q 產品組合改善，獲利淡季不淡**

- ◎ 1Q 受惠產品組合改善，伺服器佔比季增 370 個 BP，來至 33.3%，1Q EPS 2.85 元。

**2023 年 2Q AI 伺服器升級需求，3DVC 開始出貨**

- ◎ 預期在美系四大 CSP 業者加大投入 AI 伺服器，整體散熱功率提升，帶動高毛利的 3DVC 產品出貨，預計奇鋐 2Q 營收季增 20.1%、年增 3.2%、達 142.1 億，毛利率 21.1%、毛利率年增 104 個 BP，EPS 3.10 元、稅後淨利年增 8.4%。

**2023 年 3Q 3DVC 滲透率提升，成長趨勢不變**

- ◎ 在新款 NVIDIA AI 伺服器晶片 DRX H100 開始出貨，TDP(Thermal Design Power)從 400W 上升至 700W，帶動散熱模組從熱板升級成 3DVC，ASP 呈現倍增，帶動營收持續成長，預計 3Q 營收 162.73 億、年增 9.3%，毛利率 21.6%、年增 133 個 BP，EPS 3.85 元、稅後淨利年增 19.0%。
- ◎ 2023 年在 AI 伺服器升級帶動高報價、高毛利率的 3DVC 出貨增加，預期奇鋐今年營收 601.15 億、營收年增 7.3%，毛利率 21.1%、毛利率年增 173 個 BP，全年 EPS 13.93 元、稅後淨利年增 26.3%。

表. NVIDIA AI 伺服器產品新舊產品規格

	舊款-A100	新款-H100
算力(Petaflops)	5	32
價格(萬美元)	1.3-2.7	3.6
最大瓦數	400	700(3DVC)
散熱總值(美金)	600	870-900
櫃數	6U	8U
上市時間	2020	2023 1Q
傳輸速度(G)	200	400
電供(kW)	6.5	11.3
晶片規格	TSMC 7N	TSMC 4N

資料來源：德信投顧

- ◎ 2024 年預期 AI 伺服器需求持續、加上伺服器新平台回溫，帶動 3DVC 的產品滲透率持續增加，預估全年營收 705.39 億、營收年增 17.3%，毛利率 22.22%、毛利率年增 112 個 BP，全年 EPS 17.47 元、稅後淨利年增 27.4%。至於比 3DVC 更高報價的水冷產品則是預期 2024 年 2H 開始出貨，產品升級持續，水冷獲利可望倍數成長，明年的獲利、題材皆持續迎來上升週期。

評價模型與結論

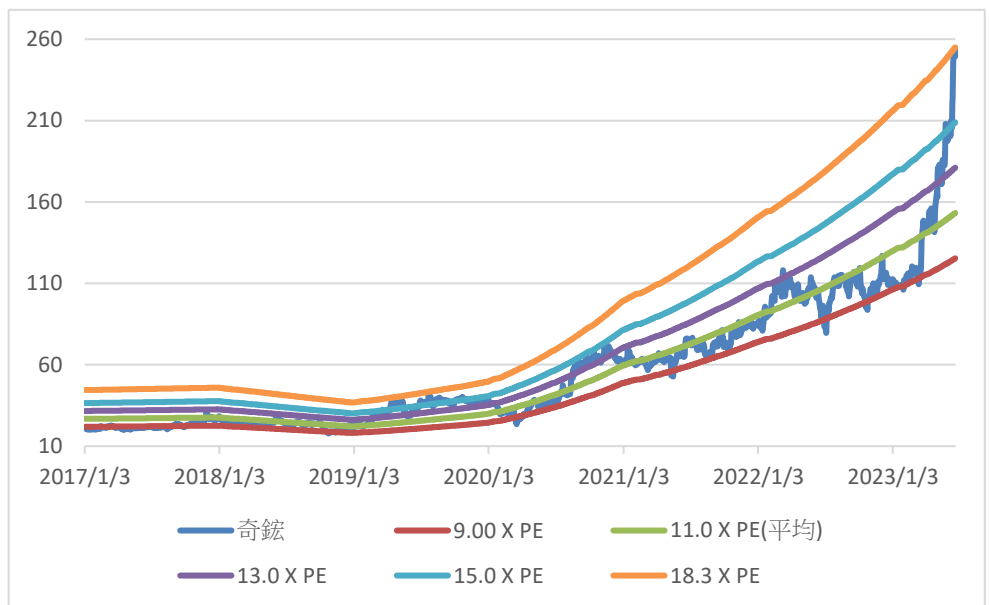
- ◎ 營運上，奇鋳在台灣同業的 3DVC 出貨具領先地位，有利今明兩年新產品營收貢獻；評價上，奇鋳憑藉自身水冷技術、機殼產品，成為技術領先的台廠，存在 RE-RATING，調升評價至同業平均的 18.3 倍 PE，即目標價 304 元(18.3 X 20243Q EPS)的買進建議。

表. 奇鋳與同業產品、評價比較

	奇鋳	雙鴻
產品服務	散熱、機殼與整合產品	去年併購機櫃廠
評價區間	9.03-17.0	10.5-33.8
平均評價	11.0	18.3

資料來源：德信投顧

圖. 奇鋳評價河流圖



資料來源：德信投顧

免責聲明:本文內容謹供德信投顧內部同仁參閱，雖力求訊息確實與完整，唯執行投資決策應衡量自身風險承受度。本公司恕不擔負相關法律責任與做任何保證。本公司並不保證各項資訊之完整性及正確，未來相關資訊或意見若有變更，本公司將不會另行通知，亦無義務持續更新報告之內容。本報告所涵蓋之主題中提及標的物價格、值收益均係基於對目前所得資訊作合理假設下完成，隨時可能因各種公司無法控制之政治、經濟市場等因素而產生變化，所以並不必然實現。從事特定交易，如涉及期貨、選擇權及衍生性金融商品，因具有高度風險並不適合每一個投資人。本報告不得視為買賣有價證券或其他證券相關產品的要約或要約之引誘。本刊著作權屬德信投顧所有，未經書面授權請勿抄襲、引用、轉載。110 金管投顧新字第 021 號

## 損益表

百萬	224Q	2022	231Q	232Q(F)	233Q(F)	234Q(F)	2023(F)	241Q(F)	242Q(F)	243Q(F)	244Q(F)	2024(F)
銷貨收入	14,777	56,017	11,835	14,210	16,273	17,798	60,115	14,316	18,211	18,513	19,499	70,539
營業毛利	2,794	10,850	2,336	3,004	3,517	3,828	12,685	3,095	4,001	4,135	4,439	15,670
營業費用	1,109	4,544	984	1,225	1,284	1,327	4,820	1,190	1,347	1,412	1,460	5,410
營業利益	1,686	6,306	1,352	1,779	2,234	2,500	7,865	1,904	2,654	2,723	2,979	10,260
營業外收入	6	183	85	51	34	-61	108	17	51	34	-61	53
稅後盈餘	1,081	4,162	1,007	1,189	1,474	1,585	5,255	1,249	1,758	1,792	1,896	6,695
EPS	3.06	11.78	2.85	3.10	3.85	4.14	13.93	3.26	4.59	4.68	4.95	17.47
股本	3,533	3,533	3,533	3,833	3,833	3,833	3,833	3,833	3,833	3,833	3,833	3,833
毛利率	18.91%	19.37%	19.74%	21.14%	21.62%	21.51%	21.10%	21.62%	21.97%	22.34%	22.76%	22.22%
營益率	11.41%	11.26%	11.43%	12.52%	13.73%	14.05%	13.08%	13.30%	14.57%	14.71%	15.28%	14.55%
淨利率	7.32%	7.43%	8.51%	8.37%	9.06%	8.91%	8.74%	8.72%	9.65%	9.68%	9.72%	9.49%
營業收入 QoQ	-0.7%		-19.9%	20.1%	14.5%	9.4%		-19.6%	27.2%	1.7%	5.3%	
營業毛利 QoQ	-7.5%		-16.4%	28.6%	17.1%	8.8%		-19.1%	29.3%	3.3%	7.3%	
營業利益 QoQ	-4.0%		-19.8%	31.6%	25.6%	11.9%		-23.8%	39.4%	2.6%	9.4%	
稅後淨利 QoQ	-12.7%		-6.9%	18.2%	23.9%	7.6%		-21.2%	40.8%	1.9%	5.8%	
營業收入 YoY	21.0%	18.3%	-6.0%	3.2%	9.3%	20.4%	7.3%	21.0%	28.2%	13.8%	9.6%	17.3%
營業毛利 YoY	23.0%	29.4%	3.0%	8.6%	16.5%	37.0%	16.9%	32.5%	33.2%	17.6%	16.0%	23.5%
營業利益 YoY	20.1%	31.0%	1.2%	16.4%	27.2%	48.3%	24.7%	40.8%	49.2%	21.9%	19.1%	30.5%
稅後淨利 YoY	52.1%	43.5%	34.9%	8.5%	19.0%	46.6%	26.3%	24.1%	47.8%	21.6%	19.6%	27.4%

(百萬)	232Q(F)			233Q(F)			2023(F)			2024(F)		
	調整前	調整後	差幅	調整前	調整後	差幅	調整前	調整後	差幅	調整前	調整後	差幅
營業收入	14,210	14,210	0.0%	16,273	16,273	0.0%	60,115	60,115	0.0%	71,340	70,539	-1.1%
營業毛利	3,000	3,004	0.1%	3,518	3,517	0.0%	12,661	12,685	0.2%	15,464	15,670	1.3%
營業費用	1,225	1,225	0.0%	1,284	1,284	0.0%	4,820	4,820	0.0%	5,410	5,410	0.0%
營業利益	1,775	1,779	0.2%	2,234	2,234	0.0%	7,841	7,865	0.3%	10,054	10,260	2.1%
稅後淨利	1,187	1,189	0.2%	1,474	1,474	0.0%	5,240	5,255	0.3%	6,561	6,695	2.0%
每股 EPS	3.10	3.10	0.1%	3.85	3.85	-0.1%	13.89	13.93	0.3%	17.12	17.47	2.0%
營業毛利率	21.11%	21.14%	0.0%	21.62%	21.62%	0.0%	21.06%	21.10%	0.0%	21.68%	22.22%	0.5%
營業利益率	12.49%	12.52%	0.0%	13.73%	13.73%	0.0%	13.04%	13.08%	0.0%	14.09%	14.55%	0.5%
稅後純益率	8.35%	8.37%	0.0%	9.06%	9.06%	0.0%	8.72%	8.74%	0.0%	9.20%	9.49%	0.3%

免責聲明:本文內容謹供德信投顧內部同仁參閱,雖力求訊息確實與完整,唯執行投資決策應衡量自身風險承受度。本公司恕不擔負相關法律責任與做任何保證。本公司並不保證各項資訊之完整性及正確,未來相關資訊或意見若有變更,本公司將不會另行通知,亦無義務持續更新報告之內容。本報告所涵蓋之主題中提及標的物價格、值收益均係基於對目前所得資訊作合理假設下完成,隨時可能因各種公司無法控制之政治、經濟市場等因素而產生變化,所以並不必然實現。從事特定交易,如涉及期貨、選擇權及衍生性金融商品,因具有高度風險並不適合每一個投資人。本報告不得視為買賣有價證券或其他證券相關產品的要約或要約之引誘。本刊著作權屬德信投顧所有,未經書面授權請勿抄襲、引用、轉載。110金管投顧新字第 021 號