

台灣：散熱

2023 年 6 月 17 日

奇鋳(3017 TT)

AVC

買進(維持評等)

目標價(12個月)

NT\$340.0

隱含漲/跌幅

37.7%

前次目標價

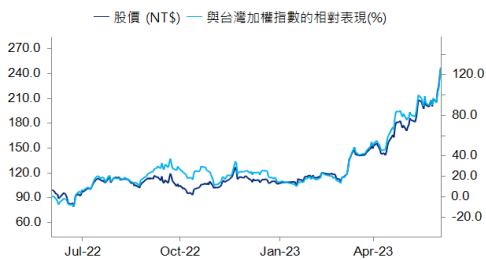
NT\$230.0

收盤價(2023/06/16)

NT\$247.0

營收組成(1Q23)：Theraml 59%、Chassis 13%、System Assembly 20%、Hinge 8%。

52 週股價(高/低)：NT\$252.0/79.9



市值	NT\$	94,680 百萬元
三個月平均日成交量	NT\$	2,864 百萬元
自由流通股數比例		64.3%
外資持股比率		39.4%
董監事持股比率		16.2%
調整後每股淨值(2023F)	NT\$	46.53
股價淨值比(2023F)		5.3 倍
負債比		70.4%
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	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	56,017	60,656	68,843	76,081
營業利益	6,306	7,916	9,852	11,983
稅後純益	4,162	5,306	6,425	7,941
調整後 EPS(元)	11.78	13.84	16.76	20.72
稀釋後 EPS(元)	10.87	13.84	16.76	20.72
營收 YoY(%)	18.4	8.3	13.5	10.5
營業利益 YoY(%)	30.6	25.5	24.5	21.6
調整後 EPS YoY(%)	43.5	17.5	21.1	23.6
毛利率	19.4	21.1	21.9	22.6
營業利率率	11.3	13.1	14.3	15.8
本益比(倍)	21.0	17.9	14.7	11.9
股價淨值比(倍)	5.6	5.3	4.5	3.7
ROE(%)	29.3	29.8	30.2	31.0
現金殖利率(%)	2.2	2.5	3.1	3.8
現金股利(元)	5.4	6.2	7.5	9.3

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

3D VC 出貨在即，水冷業務佈局成潛在商機

- ▶ AI 需求大幅增加，預估 2023/24 年 AI 伺服器出貨量年增 65%/52%，3D VC 產品將於下半年陸續出貨。
- ▶ 水冷產品佈局完善，Cold Plate、CDU 已陸續出貨，浸沒式水冷機箱樣品將陸續送交客戶認證。
- ▶ 以 2024 年預估每股盈餘 16.76 元的 20 倍本益比作為評價基礎，給予買進評等，目標價為 340 元。

[請點此參與今年 AsiaMoney 票選，將您寶貴的一票投給元大！](#)

3D VC 下半年出貨，高 ASP 帶動散熱業務營收成長

根據供應鏈調查，2023 年 AI 伺服器(A100/H100/MI300 為主)出貨量約為 17 萬台(佔全球伺服器出貨量 1.3%)、年增 65%，因 ChatGPT 亮相後，引爆 AI 伺服器需求，CSP (雲端服務供應商)集中採購具備訓練及推理性能的高階伺服器，預估 2024/25 年 AI 伺服器出貨量為 24.5/34.2 萬台、年增 52%/40%，其中 H100 今年伺服器出貨量約 12 萬台，為主力產品。本中心認為，H100 GPU 的 TDP (熱設計功耗)已經來到 700 瓦以上，須搭載 3D VC 散熱模組，單價約為 100-150 美元(較 VC 模組單價高出 10 倍)，奇鋳在散熱產業的技術能力領先同業，氣冷新產品 3D VC 下半年將陸續出貨，可望帶動散熱業務營收成長，預估 2023/24 年散熱業務營收為 354/401 億元、年增 12%/14%，預估 2023/24 年 AI 散熱產品佔營收比重 5%/10%。

水冷產品開發完成，靜待商機發酵

為符合節能減碳目標，歐洲及中國自 2023 年 6 月起要求新啟用的資料中心電力使用效率(PUE)不得高於 1.4，帶動液體冷卻或自然冷卻散熱技術發展。奇鋳除了在氣冷產品佈局完整外，水冷領域也出現展獲，不論是液冷(Cold Plate)及浸沒式水冷(immersion)均有佈局。奇鋳水冷相關產品主要為液冷分配器(CDU)、水冷板(Cold Plate)，2022 年營收約 6 億元，優於台灣同業雙鴻 1 億元，未來將導入自製生產 CDU 有助於毛利率提升。另外，奇鋳已經開發出浸沒式水冷機箱，將是未來伺服器散熱的主力產品，預計 2025 年營收將明顯挹注。

俱備 AI 伺服器及水冷雙題材，長期成長趨勢確立

AI 伺服器及新伺服器平台自下半年拉貨，3D VC 搭載率將竄升，因單價明顯優於傳統 VC 模組 10 倍，將有助於奇鋳營收成長。本中心認為，今年在 AI 伺服器需求帶動下，將成為 3D VC 元年，出貨量大幅提升，預估今年奇鋳 3D VC 出貨量將遠大於台灣散熱同業，技術能力也優於同業，評價面有上修空間，預估奇鋳 2023/24 年 EPS 為 13.84/16.76 元，上修 2%/10%，因此上修奇鋳目標價至 340 元，改以 20 倍本益比及 2024 年每股盈餘評價。

營運分析

新伺服器平台及 AI 伺服器需求暢旺，上修 2023 年獲利 2%

根據供應鏈調查，2023 年 AI 伺服器(A100/H100/MI300 為主)出貨量約為 17 萬台(佔全球伺服器出貨量 1.3%)、年增 65%，因 ChatGPT 亮相後，引爆 AI 伺服器需求，CSP (雲端服務供應商)集中採購具備訓練及推理性能的高階伺服器，預估 2024/25 年 AI 伺服器出貨量為 24.5/34.2 萬台、年增 52%/40%，其中 H100 今年伺服器出貨量約 12 萬台、MI 300 出貨量約 1 萬台。

新伺服器平台、H100 及 MI300 AI 伺服器將在下半年陸續量產，新伺服器平台 Genoa 及 Eagle Stream 部分專案將採用 3D VC 散熱模組，H100/MI 300 AI 伺服器皆採用 3D VC 散熱模組。奇鋐在 3D VC 模組研發進度優於同業，AI 伺服器及新伺服器平台自下半年拉貨，3D VC 搭載率將竄升，因單價明顯優於傳統 VC 模組 10 倍，將有助於奇鋐營收成長。考慮到 3D VC 出貨時程可能會落在 4Q23 才有明顯貢獻，本中心上修奇鋐 2023 年獲利 2%。

圖 1：季度財報與預估差異

百萬元	2Q23F		3Q23F		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2Q23	3Q23
營業收入	14,639	14,639	16,405	16,405	0%	0%
營業毛利	3,094	3,094	3,521	3,521	0%	0%
營業利益	1,895	1,895	2,202	2,202	0%	0%
稅前利益	1,941	1,940	2,250	2,249	0%	0%
稅後淨利	1,291	1,290	1,413	1,412	0%	0%
調整後 EPS (元)	3.37	3.37	3.69	3.68	0%	0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	21.14%	21.14%	21.47%	21.46%	0.0	0.0
營業利益率	12.94%	12.94%	13.42%	13.42%	0.0	0.0
稅後純益率	8.82%	8.81%	8.61%	8.61%	0.0	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

液冷散熱領導廠商，營收已達 6 億元

根據歐洲氣候政策中的數據中心公約，自 2023 年 6 月 1 日起，全球企業採購伺服器及資料中心相關設備，其運轉的電力使用效率(PUE；總用電量與供應 IT 設備的電量之比)不得高於 1.4，2025 年起 PUE 不得高於 1.3；此外，中國要求更加嚴格，當地推動的工業能效提升行動計畫要求，新建置的大型或超大型資料中心 PUE 必須低於 1.25，推升液體冷卻或自然冷卻散熱加速發展，為達成節能減碳目標，本中心預估未來在 AI 資料中心持續建制下，綠色資料中心滲透率將逐步提升。

機櫃式水冷散熱主要是透過液冷分配器(CDU)把冷水透過分歧管(CDM)輸送到水冷板(Cold Plate)，再在經過晶片後將熱氣帶出並留回到機櫃背門，並透過背門上的風扇將熱水降溫後傳導至 CDU。一台機櫃式水冷會用到一台 CDU (約 10,000-20,000 美元)、一個 CDM 約 5,000 美元)、2-16 個 Cold Plate (根據 CPU/GPU 數量而定)。目前，奇鋐液冷產品主要為液冷分配器(CDU)、水冷板(Cold Plate)，2022 年營收約 6 億元，優於台灣同業雙鴻 1 億元，未來將導入自製生產 CDM 有助於毛利率提升。奇鋐持續開發浸沒式水冷，將是未來伺服器散熱的主力產品，但因浸沒式採用不導電液體，須克服 EGS 議題，然長期成長趨勢確立，技術能力優於台灣同業。

圖 2：散熱族群比較

	3017 奇鋌		3324 雙鴻		2308 台達電	
營業收入 (千元)	56,016,554		13,856,991		384,443,308	
產品比重*	Server	33%	Server	23%	Server Power	35-40%
	Telecom	15%	VGA	29%	NB Power	15-20%
	PC/NB	22%	NB	36%	DT Power	1-2%
	Others	4%	DT	8%	Automation	14%
	SI	19%	Others	4%	Infrastructure	27%
	Hinge	7%				
地區別營收	Asia	88%	China	50%	China	29%
	North America	9%	Taiwan	28%	U.S.	27%
	Europe	3%	Ireland	11%	Taiwan	9%
	Others	0%	Korea	1%	Thailand	1%
			Others	9%	Others	33%
液冷營收貢獻 (千元)	600,000		100,000		766,500	
液冷營收占 伺服器散熱營收比重	5.9%		3.1%		3.3%	

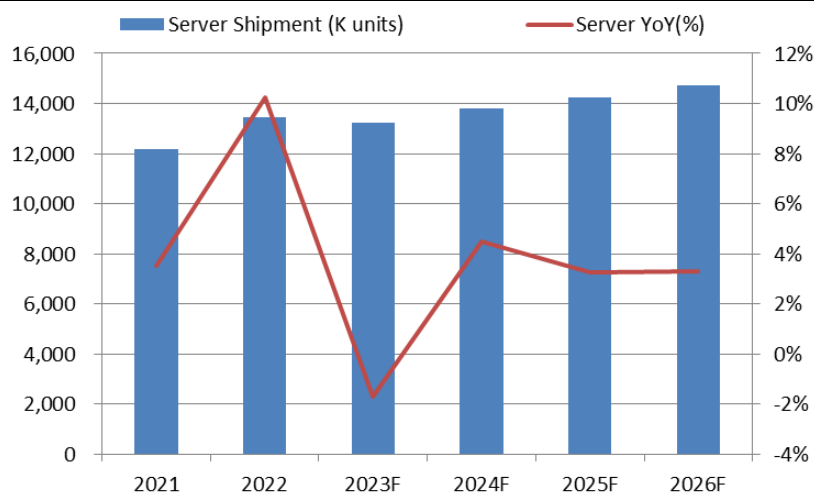
資料來源：公司資料、元大投顧整理

產業概況

短期伺服器需求疲弱，靜待 2H23 新平台大量出貨

Intel Sapphire Rapids 及 AMD Genoa 已陸續量產，但 Meta 伺服器訂單下修約 20-30%，將衝擊 1H23 整體伺服器出貨量，加上部分業者將一般型伺服器訂單轉換成 AI 伺服器訂單，預計將在 7 月開始顯像，本中心預估 2023 年全球伺服器出貨量年減 2%，反映業者保守下調資本支出的動作。下半年進入新伺服器平台出貨旺季，原先 AMD Genoa 伺服器平台因受到記憶體傳輸限制大幅受限，出貨時程遞延，不過目前技術問題已排除，供應鏈如技嘉、英業達等組裝廠都表示將陸續出貨，預計下半年仍可迎來換機潮。本中心認為，2H23 在兩大伺服器平台大量生產下(大量生產時間約為 5-6 月)，伺服器出貨量將年增 4%，帶動伺服器供應鏈營收成長。

圖 3：全球伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

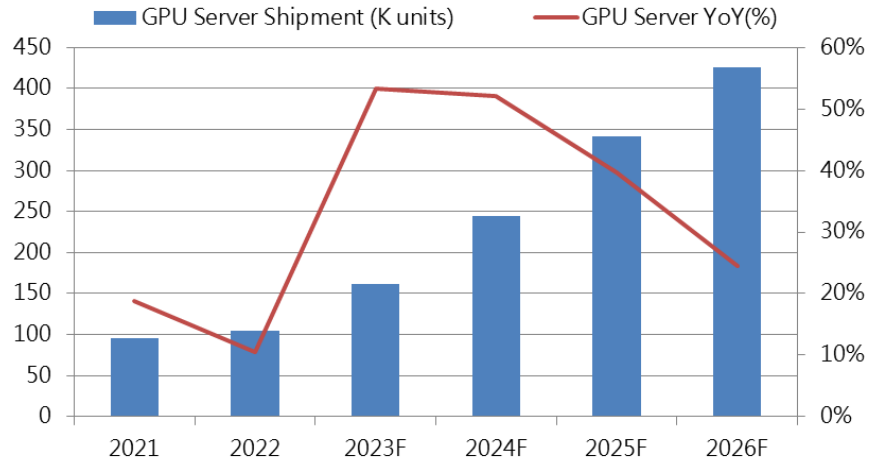
ChatGPT 及 Bard 人工智慧聊天軟體，帶動未來伺服器需求

Microsoft ChatGPT 及 Google Bard 二大陣營，搶攻 AI 人工智慧聊天平台，兩者都是基於 GPT-3 (Generative Pre-trained Transformer-3) 模型開發，Bard 注重信息和知識的提供，而 ChatGPT 著重回答問題，且具自主學習能力。ChatGPT 上線後短短五天內，用戶數就突破 100 萬人，截至目前為止，每天使用人數逾 1,300 萬人。由於人工智慧技術不斷發展，未來將會有更多人工智慧聊天工具和相關服務推出，以滿足不斷增長的需求。因此，資料中心和伺服器需求將持續增溫，以確保 AI 服務順暢運作。

AI 伺服器專案下半年陸續發酵，2023/24 年出貨量為 17/25 萬台

全球龍頭企業大舉建置人工智慧(AI)趨勢已形成，Microsoft、Google、百度及其他雲端大廠陸續推出自家 AI 軟體，因 AI 訓練模型需龐大的算力，需要大量的高階伺服器，帶動 AI 伺服器的購機需求。根據供應鏈調查，2023 年 AI 伺服器出貨量大約為 17 萬台(以 A100/H100 為主，佔全球伺服器出貨量 1.3%)、年增 65%，推測 2023 年各大雲端供應商業者(CSP)的 AI 伺服器需求為 Microsoft 4.5 萬台、Google 3 萬台、Amazon 2 萬台、Meta 1.5 萬台。由於未來幾年各大廠商對於訓練及推理性能要求持續增加，將會推升 AI 伺服器需求，預估 2024/25 年 AI 伺服器出貨量為 24.5/34.2 萬台、年增 52%/40%。

圖 4：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

獲利調整及股票評價

維持奇鋁買進評等，目標價上修至 340 元

本中心仍正向看待奇鋁，AI 伺服器需求長期趨勢確立，奇鋁為伺服器 3D VC 散熱模組供應商之一，3D VC 散熱模組單價較一般型伺服器用的 VC 散熱模組高 10 倍，未來 AI 伺服器需求大幅提升，有助於伺服器營收大幅成長，預計 2023/24/25 年 AI 伺服器出貨量為 2.8/4.6/5.7 萬台，出貨量年增 65%/52%/26%；2023/24/25 年 AI 伺服器營收為 1,362/2,463/3,324 億元，年增 158%/81%/40%。

本中心認為，儘管今年一般型伺服器需求較為疲弱，客戶遞延並下修訂單需求，但在新伺服器平台及 AI 伺服器需求帶動下，3D VC 將成為 3D VC 元年，出貨量大幅提升，預估今年奇鋁 3D VC 出貨量將遠大於台灣散熱同業，技術能力也優於同業，預估奇鋁 2023/24 年 AI 散熱產品佔營收比重 5%/10%，評價面上有上修空間，預計 2023/24 年散熱營收年增 12%/14%，且其他業務如機殼及組裝業務也將受惠於 AI 伺服器需求提升，帶動營收成長。因此改用 20 倍本益比以 2024 年每股盈餘評價，目標價上調至 340 元(前次為 15x2024 年 EPS)。

圖 5：近年股價評價

年度	最高價	最低價	每股盈餘	每股淨值	本益比		本淨比	
					最高	最低	最高	最低
2012	16	9	0.09	19.44	182.7	100.3	0.8	0.5
2013	15	10	0.70	20.73	21.4	13.9	0.7	0.5
2014	19	13	2.06	23.45	9.3	6.4	0.8	0.6
2015	26	13	2.1	24.34	12.4	6.0	1.1	0.5
2016	25	17	2.43	23.77	10.2	7.0	1.0	0.7
2017	32	19	2.51	24.32	12.7	7.7	1.3	0.8
2018	29	17	2.01	24.82	14.2	8.7	1.1	0.7
2019	42	21	2.71	25.41	15.4	7.6	1.6	0.8
2020	73	22	5.42	29.94	13.4	4.1	2.4	0.7
2021	91	48	8.21	35.13	11.1	5.8	2.6	1.4
2022	127	76	11.78	43.86	10.7	6.4	2.9	1.7

資料來源：TEJ、元大投顧

圖 6：2023 和 2024 年財務預估調整

百萬元	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	60,656	60,045	68,843	65,881	1%	4%
營業毛利	12,779	12,606	15,051	14,263	1%	6%
營業利益	7,916	7,790	9,852	9,064	2%	9%
稅前利益	8,136	8,087	10,032	9,243	1%	9%
稅後淨利	5,306	5,223	6,425	5,862	2%	10%
調整後 EPS(元)	13.84	13.63	16.76	15.29	2%	10%
重要比率(%)					百分點	百分點
營業毛利率	21.07%	20.99%	21.86%	21.65%	0.1	0.2
營業利率率	13.05%	12.97%	14.31%	13.76%	0.1	0.6
稅後純益率	8.75%	8.70%	9.33%	8.90%	0.0	0.4

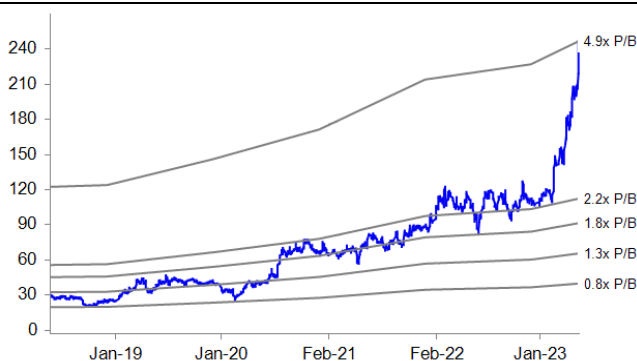
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 8：12 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 9：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(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
奇鎰	3017 TT	買進	247.0	3,054	11.8	13.8	16.8	21.0	17.9	14.7	43.5	17.5	21.1
國內同業													
雙鴻	3324 TT	評估中	291.5	840	14.7	15.4	18.8	19.9	18.9	15.5	11.9	5.0	22.2
超眾	6230 TT	評估中	168.5	474	7.1	6.1	--	23.7	27.8	--	75.4	(14.5)	--
泰碩	3338 TT	未評等	48.2	138	3.1	2.5	2.9	15.8	19.7	16.7	42.9	(19.7)	17.6
鴻準	2354 TT	未評等	56.0	2,583	3.0	4.3	4.4	18.6	13.2	12.8	(5.0)	41.1	2.9
建準	2421 TT	未評等	92.0	753	4.3	5.4	6.0	21.2	17.1	15.4	153.7	24.0	11.0
高力	8996 TT	買進	317.0	924	3.4	7.0	10.8	94.1	45.3	29.5	101.8	107.8	53.8
國內同業平均					--	--	--	32.2	23.6	18.0	63.5	23.9	21.5

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 10：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)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
奇鎰	3017 TT	買進	247.0	3,054	29.3	29.8	30.2	43.9	46.5	55.5	5.6	5.3	4.5
國內同業													
雙鴻	3324 TT	評估中	291.5	840	21.6	21.7	23.5	64.7	73.0	83.6	4.5	4.0	3.5
超眾	6230 TT	評估中	168.5	474	12.2	--	--	62.1	--	--	2.7	--	--
泰碩	3338 TT	未評等	48.2	138	15.0	11.8	13.0	21.1	21.0	--	2.3	2.3	--
鴻準	2354 TT	未評等	56.0	2,583	3.8	5.0	5.7	73.1	75.5	78.0	0.8	0.7	0.7
建準	2421 TT	未評等	92.0	753	22.8	23.7	22.4	20.7	23.7	26.7	4.4	3.9	3.5
高力	8996 TT	買進	317.0	924	15.3	27.4	34.1	23.0	27.1	33.6	13.8	11.7	9.4
國內同業平均					15.1	17.9	19.7	--	--	--	4.7	4.5	4.3

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 11：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023F	3Q2023F	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	2023F	2024F
營業收入	11,835	14,639	16,405	17,778	14,694	16,694	18,783	18,673	60,656	68,843
銷貨成本	(9,498)	(11,545)	(12,883)	(13,951)	(11,584)	(13,040)	(14,595)	(14,573)	(47,877)	(53,792)
營業毛利	2,336	3,094	3,521	3,828	3,109	3,654	4,188	4,100	12,779	15,051
營業費用	(984)	(1,199)	(1,319)	(1,361)	(1,162)	(1,320)	(1,344)	(1,373)	(4,863)	(5,199)
營業利益	1,352	1,895	2,202	2,467	1,947	2,334	2,844	2,727	7,916	9,852
業外利益	85	46	48	41	44	48	48	41	220	180
稅前純益	1,437	1,941	2,250	2,508	1,991	2,382	2,892	2,768	8,136	10,032
稅後淨利	1,068	1,388	1,598	1,780	1,423	1,703	2,053	1,965	5,834	7,145
少數股東權益	62	97	185	185	130	150	242	198	528	720
所得稅費用	(369)	(553)	(653)	(727)	(567)	(679)	(839)	(803)	(2,302)	(2,888)
歸屬母公司稅後純益	1,007	1,291	1,413	1,595	1,293	1,553	1,811	1,767	5,306	6,425
調整後每股盈餘(NT\$)	2.63	3.37	3.69	4.16	3.37	4.05	4.73	4.61	13.84	16.76
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	19.7%	21.1%	21.5%	21.5%	21.2%	21.9%	22.3%	22.0%	21.1%	21.9%
營業利益率	11.4%	12.9%	13.4%	13.9%	13.3%	14.0%	15.1%	14.6%	13.1%	14.3%
稅前純益率	12.1%	13.3%	13.7%	14.1%	13.6%	14.3%	15.4%	14.8%	13.4%	14.6%
稅後純益率	9.0%	8.8%	8.6%	9.0%	8.8%	9.3%	9.6%	9.5%	8.8%	9.3%
有效所得稅率	25.7%	28.5%	29.0%	29.0%	28.5%	28.5%	29.0%	29.0%	28.3%	28.8%
季增率(%)										
營業收入	-19.9%	23.7%	12.1%	8.4%	-17.3%	13.6%	12.5%	-0.6%		
營業利益	-19.8%	40.1%	16.2%	12.0%	-21.1%	19.9%	21.9%	-4.1%		
稅後純益	-6.9%	28.3%	9.5%	12.9%	-18.9%	20.1%	16.6%	-2.4%		
調整後每股盈餘	-14.1%	28.1%	9.5%	12.7%	-19.0%	20.2%	16.8%	-2.5%		
年增率(%)										
營業收入	-6.0%	6.4%	10.2%	20.3%	24.2%	14.0%	14.5%	5.0%	8.3%	13.5%
營業利益	1.2%	24.0%	25.4%	46.3%	44.0%	23.2%	29.2%	10.5%	25.5%	24.5%
稅後純益	34.9%	17.8%	14.0%	47.5%	28.5%	20.3%	28.2%	10.8%	26.3%	22.5%
調整後每股盈餘	24.6%	8.7%	5.1%	35.9%	28.1%	20.2%	28.2%	10.8%	17.5%	21.1%

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加權平均股數計算。

公司簡介

伺服器、軸承為奇鋳未來主要成長重心

奇鋳科技成立於 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。奇鋳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、電子週邊零組件產品，2022 年營收比重為，散熱產品 58% (消費性產品 17%、通訊產品散熱 16%、伺服器 24%)、機箱及系統組裝 32%、電子週邊零組件 10%。奇鋳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。

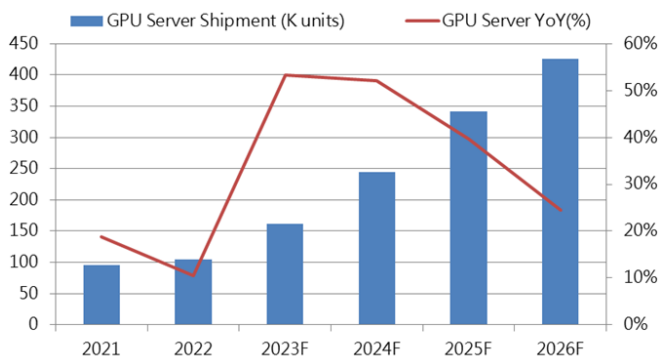
奇鋳的散熱產品包括，CPU 散熱、散熱片、風散、PC/NB 散熱模組、熱交換器、熱管/均熱板、水冷散熱器(水冷板、CDU、浸沒式水冷模組)；機箱及系統組裝業務產品包括 PC/NB 機殼及伺服器導軌(南俊)機殼、機櫃產品，是市場少數能夠提供客戶散熱到組裝的散熱一條龍解決方案，且有能力設計並製造出高散熱效率之散熱模組，並具備成本競爭力的散熱模組供應商。除此之外，奇鋳也持有目前市場少數持續成長的摺疊機軸承供應商富世達 19% 的股份，該公司生產 NB 軸承及手機軸承，主要客戶為全球摺疊機市占率第二的華為。

圖 12：奇鋳產品圖



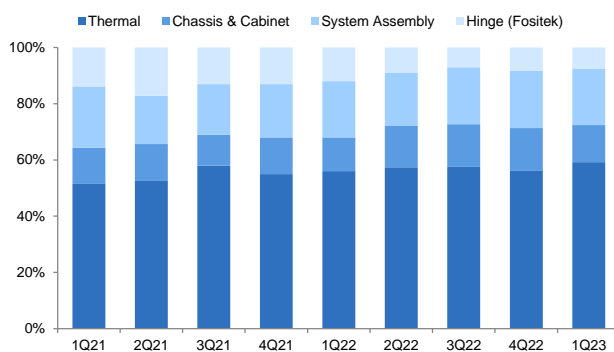
資料來源：公司資料

圖 13：AI 伺服器出貨量預估



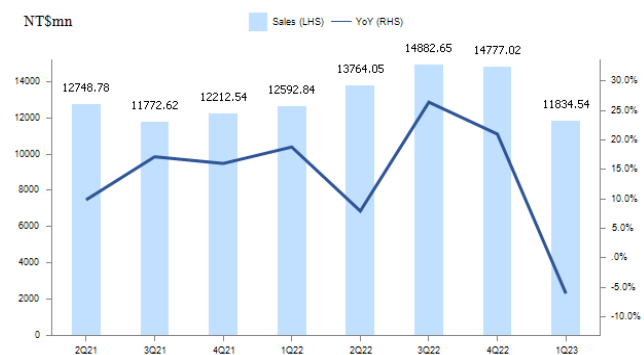
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



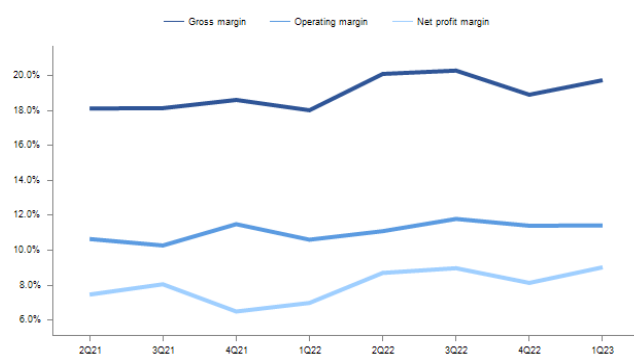
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：營收趨勢



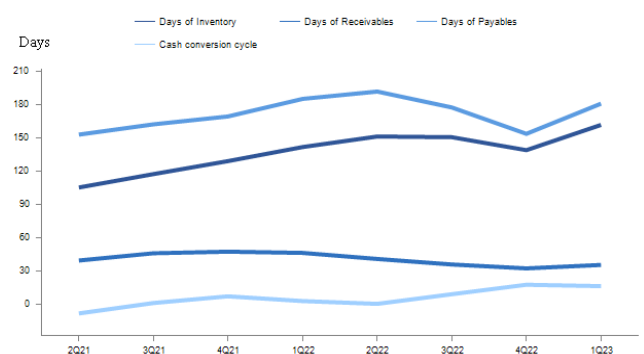
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



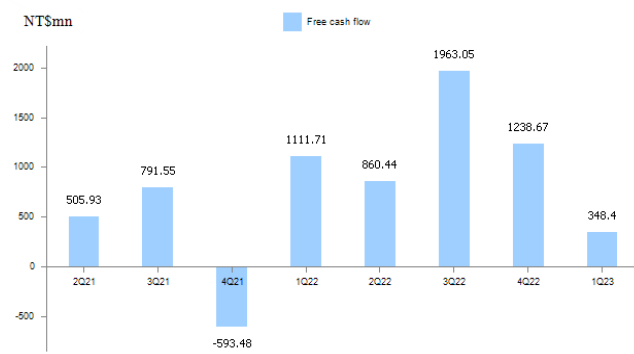
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：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**：奇鋐整體的 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領先的位置，在硬體產業的公司中排名略微落後同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：奇鋐的整體曝險屬於中等水準，但仍略優於硬體產業的平均水準。此產業之公司通常較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、數據隱私與人力資本等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：奇鋐在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。但公司的資訊揭露不佳，表明對投資者和公眾的責任感較不足。公司在關鍵領域缺乏政策和計劃，但其面對 ESG 的相關風險有提出部分措施，且沒有受到任何牽連 與 ESG 相關的重大爭議。

圖 19：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)	62

資料來源：Sustainalytics (2023/6/16)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

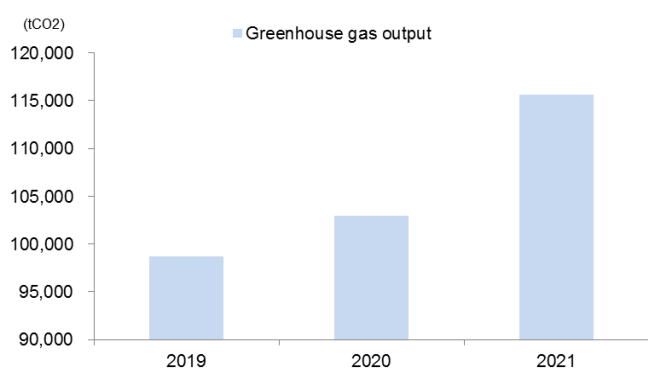
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

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+)

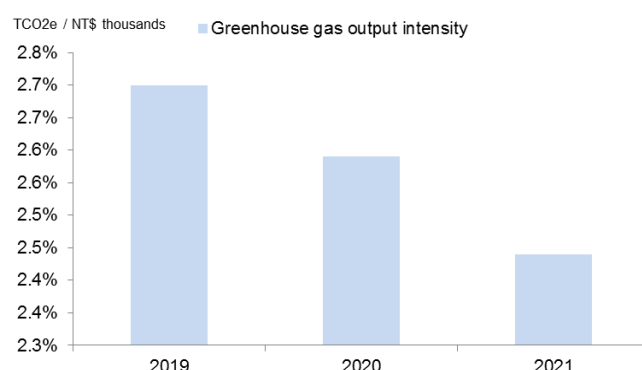
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 20：溫室氣體排放總量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 21：溫室氣體單位排放強度



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	12,915	20,049	23,900	27,569	32,149
存貨	15,618	17,360	16,780	16,948	17,118
應收帳款及票據	6,270	4,730	4,060	4,100	4,141
其他流動資產	3,829	3,348	2,070	2,070	2,070
流動資產	38,631	45,486	46,810	50,687	55,477
長期投資	224	256	407	407	407
固定資產	7,711	9,694	10,469	10,243	10,001
無形資產	151	134	136	143	150
其他非流動資產	4,148	4,904	4,376	4,463	4,553
非流動資產	12,234	14,988	15,388	15,257	15,111
資產總額	50,865	60,474	62,198	65,944	70,588
應付帳款及票據	16,379	14,082	12,610	12,736	12,864
短期借款	3,837	6,294	6,219	6,406	6,598
什項負債	7,760	12,504	13,282	13,282	13,282
流動負債	27,976	32,880	32,111	32,424	32,744
長期借款	2,998	4,189	6,841	6,841	6,841
其他負債及準備	5,806	5,982	3,608	3,608	3,608
長期負債	8,804	10,171	10,449	10,449	10,449
負債總額	36,780	43,051	42,560	42,873	43,192
股本	3,533	3,533	4,736	4,736	4,736
資本公積	1,260	1,007	943	943	943
保留盈餘	9,065	12,076	13,220	16,695	21,064
什項權益	(1,445)	(1,120)	(1,063)	(1,104)	(1,149)
歸屬母公司之權益	12,413	15,496	17,837	21,270	25,594
非控制權益	1,672	1,927	528	720	720
股東權益總額	14,085	17,423	19,638	23,072	27,395

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)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	3,330	4,618	5,834	7,145	8,661
折舊及攤提	1,577	1,716	1,759	1,777	1,794
本期營運資金變動	(3,072)	(3,236)	(245)	(82)	(83)
其他營業資產及負債變動	1,007	5,742	355	0	0
營運活動之現金流量	2,841	8,840	7,176	8,119	9,652
資本支出	(1,567)	(3,666)	(2,409)	(1,500)	(1,500)
本期長期投資變動	8	31	(14)	0	0
其他資產變動	(601)	(559)	322	0	0
投資活動之現金流量	(2,160)	(4,194)	(2,100)	(1,500)	(1,500)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	1,793	4,037	121	0	0
現金增減資	0	0	1,203	0	0
支付現金股利	(989)	(1,519)	(2,567)	(2,950)	(3,572)
其他調整數	355	(436)	(64)	0	0
融資活動之現金流量	1,159	2,082	(1,308)	(2,950)	(3,572)
匯率影響數	(34)	406	83	0	0
本期產生現金流量	1,807	7,134	3,851	3,669	4,579
自由現金流量	1,275	5,174	4,767	6,619	8,152

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	47,333	56,017	60,656	68,843	76,081
銷貨成本	(38,947)	(45,167)	(47,877)	(53,792)	(58,899)
營業毛利	8,386	10,850	12,779	15,051	17,182
營業費用	(3,559)	(4,544)	(4,863)	(5,199)	(5,199)
推銷費用	(632)	(880)	(935)	(1,007)	(1,007)
研究費用	(2,365)	(2,885)	(3,158)	(3,320)	(3,320)
管理費用	(554)	(757)	(788)	(872)	(872)
其他費用	(8)	(22)	0	0	0
營業利益	4,827	6,306	7,916	9,852	11,983
利息收入	26	88	68	29	29
利息費用	(146)	(272)	(431)	(420)	(420)
利息收入淨額	(120)	(184)	(362)	(391)	(391)
投資利益(損失)淨額	18	11	56	56	56
匯兌損益	(38)	68	593	515	513
其他業外收入(支出)淨額	80	289	(67)	0	0
稅前純益	4,768	6,489	8,136	10,032	12,162
所得稅費用	(1,438)	(1,871)	(2,302)	(2,888)	(3,501)
稅後純益	3,330	4,618	5,834	7,145	8,661
少數股權淨利	429	456	528	720	720
歸屬母公司之淨利	2,901	4,162	5,306	6,425	7,941
稅前息前折舊攤銷前淨利	6,491	8,477	9,676	11,629	13,777
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	13.84	16.76	20.72

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	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	19.3	18.4	8.3	13.5	10.5
營業利益	47.2	30.6	25.5	24.5	21.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	49.0	30.6	14.1	20.2	18.5
稅後純益	60.5	38.7	26.3	22.5	21.2
調整後每股盈餘	51.5	43.5	17.5	21.1	23.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	17.7	19.4	21.1	21.9	22.6
營業利益率	10.2	11.3	13.1	14.3	15.8
稅前息前淨利率	9.8	11.1	13.1	14.3	15.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	13.7	15.1	16.0	16.9	18.1
稅前純益率	10.1	11.6	13.4	14.6	16.0
稅後純益率	7.0	8.2	8.8	9.3	10.4
資產報酬率	7.2	8.3	9.5	11.2	12.7
股東權益報酬率	26.3	29.3	29.8	30.2	31.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	261.1	247.1	216.7	185.8	157.7
淨負債權益比 (%)	(43.2)	(54.9)	(55.2)	(62.1)	(68.3)
利息保障倍數 (倍)	33.7	24.8	19.9	24.9	30.0
流動比率 (%)	138.1	138.3	145.8	156.3	169.4
速動比率 (%)	76.6	83.4	93.5	104.1	117.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(6,079)	(9,566)	(10,840)	(14,323)	(18,710)
調整後每股淨值 (NT\$)	35.14	43.86	46.53	55.49	66.77
評價指標 (倍)					
本益比	30.1	21.0	17.9	14.7	11.9
股價自由現金流量比	74.2	18.3	19.8	14.3	11.6
股價淨值比	7.0	5.6	5.3	4.5	3.7
股價稅前息前折舊攤銷前	14.6	11.2	9.8	8.1	6.9
股價營收比	2.0	1.7	1.6	1.4	1.2

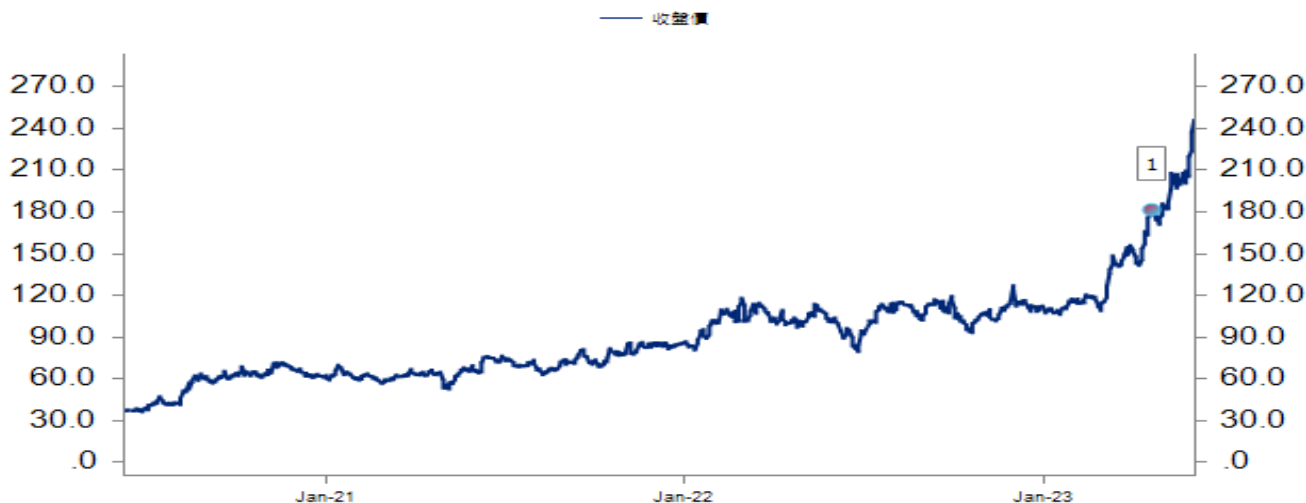
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄 A：重要披露事項

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



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20230508	181.50	230.00	230.00	買進	蘇子錚

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。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該股。

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該股。

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

© 2023 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，為於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、轉寄或披露。

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 敦化南路二段
65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} 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>.