

# 奇鋳 (3017.TW/3017 TT)

## 訂單展望穩健；利潤率走揚

### 增加持股 · 維持

收盤價 October 29 (NT\$)	626
12 個月目標價 (NT\$)	885
前次目標價 (NT\$)	830
調升 (%)	6.6
上漲空間 (%)	41.4

### 焦點內容

- 3Q24 營收優於預期；調升 3Q24 EPS 預估至 6.04 元，因利潤率上揚。
- 3D VC 與液冷散熱將分別驅動 2H24 與 2025 年營收，以及伺服器相關營收成長與利潤率擴張。
- 水冷板模組、風扇、機殼、以及 QD 與分歧管將使液冷散熱營收比重從 2024 年的 5-10% 上升至 2025 年的約 20%。

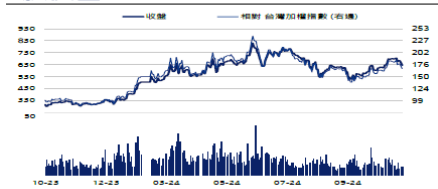
### 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	242.6 / 7,556		
流通在外股數 (百萬股)：	387.6		
外資持有股數 (百萬股)：	159.6		
3M 平均成交量 (百萬股)：	7.52		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	283.5 - 811		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	6.1	0	111.1
相對表現 (%)	2.7	-11.9	69

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.11A	3.10A	3.51A	3.06A
2023	2.85A	3.18A	3.72A	4.44A
2024	4.08A	5.08A	6.04F	6.20F

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 重要訊息

奇鋳 3Q24 營收成長優於預期，季增 16%、年增 21%。我們預期產品組合轉佳將帶動 3Q24 毛利與營利率擴張，而 4Q24 營收與利潤率升勢不變。

### 評論及分析

**氣冷散熱驅動 2H24 營收；2025 年液冷散熱營收倍增。**奇鋳為兩家 Hopper AI 伺服器 3D VC 供應商之一，公司預期 2024 年出貨量將達 200-250 萬組。越南廠 3D VC 產能開出將確保其 2025 年出貨量增至超過 300 萬組，滿足 2Q25 後 Blackwell 300A Ultra 的氣冷需求。此外，公司亦贏得 AWS、Meta、Google、Microsoft 等多家美國 CSP 的 GB200 液冷訂單，將先出貨水冷板模組、機殼和風扇，隨後出貨機櫃分歧管(搭載快接頭(QD))與 CDU。在越南廠產能擴張之下，預估來自 CDU、分歧管和富世達(6805 TT, NT\$813, 增加持股) QD 模組的液冷營收比重將由 1H24 約 3% 上揚至 2024 年 5-10%、2025 年 15-20% 或以上。我們預計伺服器相關營收比重將從 2024 年的約 36% 增至 2025 年的 45-50%，驅動 2025 年利潤率升勢。

**3Q24 營收與獲利不俗；4Q24-2025 年營運升溫。**3Q24 營收優於預期將可望創造獲利上檔，因產品組合轉佳與營收攀升擴張毛利率、營利率與稅前淨利率。我們預估 3Q24 毛利率 23.8%、營利率 16.3%，上調 EPS 至 6.04 元。公司展望 4Q24 營收季增 5-10%，我們認為部分 GB200 液冷散熱營收將挹注該季利潤率升勢。上修 2024 年 EPS 預估年增 52% 至 21.4 元。鑒於其取得多數美系 CSP GB200 液冷訂單，公司正向看待 2025 年營收展望。我們預期 2025 年營收年增 34%，AI 伺服器需求攀升使伺服器相關營收年增 40-50% (包含散熱模組、風扇、機殼、滑軌與 QD)。公司將大幅受惠 GB200 AI 伺服器熱潮，我們上調 2025 年 EPS 預估至 31.61 元 (年增 48%)。

### 投資建議

目標價由 830 元調升至 885 元，基於 28 倍 2025 年 EPS 預估，維持「增加持股」評等。

### 投資風險

PC 與伺服器需求疲弱、新台幣升值、原料成本攀升。

### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	47,333	56,017	59,194	71,066	95,295
營業毛利 (NT\$百萬)	8,386	10,850	12,388	16,615	24,204
營業利益 (NT\$百萬)	4,827	6,306	7,421	10,905	17,769
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,901	4,162	5,305	8,204	12,117
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	21.40	31.61
每股現金股利 (NT\$)	4.30	5.42	7.00	10.70	15.81
每股盈餘成長率 (%)	51.4	43.5	19.7	51.7	47.7
本益比 (x)	76.2	53.1	44.4	29.2	19.8
股價淨值比 (x)	17.8	14.3	10.9	9.2	7.5
EV/EBITDA (x)	37.8	29.5	27.5	18.3	12.0
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.7	0.9	1.1	1.7	2.5
股東權益報酬率 (%)	25.2	29.8	28.3	34.1	41.6

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：奇鋹越南廠產能

(千/月)	NB 風扇	NB 散熱模組	伺服器 風扇	伺服器 散熱模組	3D VC	水冷板	分枝管	CDU	伺服器 機殼
廠房 1-2	100	150	1500	300	250				150
廠房 3-4	200	200	500			65 (第一階段) 250 (第二階段)	15	1	
總計	300	350	2000	300	250	65 (第一階段) 250 (第二階段)	15	1	150

資料來源：公司資料；凱基

圖 2：散熱解決方案升級至液冷，為散熱族群創造更高的內容價值

散熱解決方案組成	海外主要供應商	國內供應商	單價 (US\$)
水冷板模組	CoolIT Systems Motivair	Cooler Master 泰碩 奇鋹 雙鴻 力致 台達電	1,500-2,500 (每台伺服器)
CDU/sidecar	CoolIT Systems Vertiv nVent Motivair	奇鋹 雙鴻 台達電 高力 鴻海 雙鴻 元鈦 Cooler Master 廣運 力致	40,000-60,000 (每個機櫃內)
歧管 & 快接頭	CoolIT Systems Colder Product Co. (CPC) CEIN Parker Staubli Motivair	奇鋹 高力 嘉澤 台達電 力致 元鈦	10,000-15,000 (快速接頭 4,000-6,000)
RDHx & 風扇背門	nVent CoolIT Systems Motivair	廣運 台達電	2,000-4,000
機櫃			5,000
總計			70,000-90,000

資料來源：雙鴻；凱基

圖 3：預期 2023-25 年伺服器散熱產品與機殼營收攀升

營收 (台幣百萬元)	應用	營收 (台幣百萬元)					營收比重 (%)					營收年增率 (%)			
		2021	2022	2023	2024F	2025F	2021	2022	2023	2024F	2025F	2022	2023	2024F	2025F
散熱產品	3C	10,395	11,391	9,745	10,427	10,949	22	20	16	15	11	10	(14)	7	5
散熱產品 (散熱模組、風扇)	网通	6,917	7,284	8,463	9,055	9,960	15	13	14	13	10	5	16	7	10
	伺服器	7,544	10,390	12,079	18,360	34,884	16	19	20	26	37	38	16	52	90
	其他	775	2,141	1,567	1,876	1,914	2	4	3	3	2	176	(27)	20	2
散熱產品小計		25,631	31,206	31,854	39,718	57,707	54	56	54	56	61	22	2	25	45
機殼	PC/AIO	2,069	2,377	1,455	1,499	1,514	4	4	2	2	2	15	(39)	3	1
	伺服器	3,911	5,123	6,235	7,357	10,300	8	9	11	10	11	31	22	18	40
機殼小計		5,980	7,500	7,690	8,856	11,814	13	13	13	12	12	25	3	15	33
TMG小計		31,610	37,959	39,420	48,575	69,521	67	68	67	68	73	20	4	23	43
系統組裝與周邊	Tiny PC / AIO	8,955	10,474	10,685	10,898	11,225	19	19	18	15	12	17	2	2	3
	其他	1,746	1,823	3,323	3,491	1,442	4	3	6	5	2	4	82	5	(59)
SIG小計		10,701	12,297	14,007	14,389	12,667	23	22	24	20	13	15	14	3	(12)
富世達(樞軸)		5,020	5,013	5,767	8,102	13,107	11	9	10	11	14	(0)	15	40	62
合計		47,333	56,017	59,194	71,066	95,295	100	100	100	100	100	18	6	20	34

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：3Q24 財報與 4Q24 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	3Q24F							4Q24F						
	修正後	修正前	調整 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調整 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	19,065	18,462	3.3	15.7	20.9	18,495	3.1	20,209	19,754	1.5	6.0	20.9	20,461	(1.2)
毛利	4,537	4,375	3.7	19.6	32.8	4,326	4.9	4,911	4,840	1.1	8.2	34.7	4,936	(0.5)
營業利益	3,108	2,972	4.5	28.0	47.6	2,875	8.1	3,435	3,398	3.8	10.6	42.2	3,391	1.3
稅前獲利	3,500	3,264	7.2	19.2	57.7	3,073	13.9	3,829	3,690	6.0	9.4	53.7	3,614	5.9
稅後淨利	2,315	2,121	9.1	18.9	62.3	2,038	13.6	2,378	2,244	6.0	2.7	42.3	2,403	(1.1)
每股盈餘 (元)	6.04	5.53	9.1	18.9	62.3	5.32	13.6	6.20	5.85	(0.2)	2.7	39.6	6.27	(1.1)
毛利率 (%)	23.8	23.7	0.2 ppts	0.8 ppts	2.1 ppts	23.4	0.4 ppts	24.3	24.5	(0.2) ppts	0.5 ppts	2.5 ppts	24.1	0.2 ppts
營利率 (%)	16.3	16.1	0.7 ppts	1.6 ppts	2.9 ppts	15.5	0.8 ppts	17.0	17.2	0.4 ppts	0.7 ppts	2.5 ppts	16.6	0.4 ppts
淨利率 (%)	12.1	11.5	0.0 ppts	0.3 ppts	3.1 ppts	11.0	1.1 ppts	11.8	11.4	0.0 ppts	(0.4) ppts	1.8 ppts	11.7	0.0 ppts

資料來源：公司資料；凱基預估；Bloomberg

圖 5：2024-25 年獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	71,066	70,009	1.5	20.1	70,757	0.4	95,295	91,549	4.1	34.1	92,277	3.3
毛利	16,615	16,382	1.4	34.1	16,499	0.7	24,204	23,245	4.1	45.7	23,298	3.9
營業利益	10,905	10,732	1.6	46.9	10,632	2.6	17,769	16,898	5.2	62.9	16,069	10.6
稅前獲利	12,593	12,219	3.1	56.9	11,795	6.8	19,050	18,240	4.4	51.3	17,159	11.0
稅後淨利	8,204	7,876	4.2	54.6	7,861	4.4	12,117	11,356	6.7	47.7	11,207	8.1
每股盈餘 (元)	21.40	20.55	4.2	51.7	20.51	4.4	31.61	29.63	6.7	47.7	29.24	8.1
毛利率 (%)	23.4	23.4	(0.0) ppts	2.5 ppts	23.3	0.1 ppts	25.4	25.4	0.0 ppts	2.0 ppts	25.2	0.2 ppts
營利率 (%)	15.3	15.3	0.0 ppts	2.8 ppts	15.0	0.3 ppts	18.6	18.5	0.2 ppts	3.3 ppts	17.4	1.2 ppts
淨利率 (%)	11.5	11.3	0.3 ppts	2.6 ppts	11.1	0.4 ppts	12.7	12.4	0.3 ppts	1.2 ppts	12.1	0.6 ppts

資料來源：公司資料；凱基預估；Bloomberg

圖 6：同業評價比較—評價

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 (%)	
							2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F
冷卻風扇	建準	2421 TT	843	98.9	增加持股	130.0	5.16	5.83	7.23	18.9	13.0	24.0	19.2	17.0	13.7	3.7	3.5	3.3	21.5	21.4	24.8	3.5	4.2
	日本電產公司*	6594 JP	24,824	3,184.0	未評等	N.A.	32.13	125.07	165.43	(72.3)	289.3	32.3	99.1	25.5	19.2	2.7	2.4	2.1	2.8	10.1	11.2	1.1	1.2
	動力-KY*	6591 TT	60	51.0	未評等	N.A.	3.40	N.M.	N.M.	(50.7)	N.A.	N.A.	15.0	N.A.	N.A.	1.0	N.A.	N.A.	6.8	N.M.	N.M.	5.4	N.A.
	美善亞三美公司*	6479 JP	7,628	2,732.0	未評等	N.A.	178.23	123.27	188.41	4.8	(30.8)	52.8	15.3	22.2	14.5	1.8	1.7	1.4	12.5	7.7	10.4	1.5	1.5
奇鋹	3017 TT	7,476	626.0	增加持股	885.0	14.11	21.40	31.61	19.7	51.7	47.7	44.4	29.2	19.8	10.9	9.2	7.5	28.3	24.1	41.6	1.1	1.7	
散熱模組/冷卻風扇	台達電	2308 TT	32,859	406.0	增加持股	528.0	12.86	15.27	19.54	2.2	18.8	28.0	31.6	26.6	20.8	5.3	4.6	4.0	17.3	18.5	20.6	1.6	1.9
	維諦技術控股*	VRT US	42,642	113.61	未評等	N.A.	1.21	2.64	3.37	505.0	118.0	27.7	93.9	43.1	33.7	21.5	21.1	18.9	26.6	43.4	53.5	0.0	0.1
	多佛公司*	DOV US	26,404	192.46	未評等	N.A.	7.56	8.17	9.43	1.2	8.1	15.4	25.5	23.6	20.4	5.3	4.6	4.3	22.5	23.5	19.9	1.1	1.1
散熱模組	尼得利超眾*	6230 TT	562	209.0	未評等	N.A.	7.02	N.M.	N.M.	(1.1)	N.A.	N.A.	29.8	N.A.	N.A.	3.1	N.A.	N.A.	10.9	N.M.	N.M.	0.5	N.A.
	雙鴻	3324 TT	1,847	652.0	增加持股	990.0	14.28	22.02	38.30	(2.7)	54.2	73.9	45.7	29.6	17.0	12.2	7.5	6.1	20.2	26.9	38.9	1.0	1.5
	鴻華*	2354 TT	3,230	73.3	未評等	N.A.	3.01	2.98	2.96	(0.3)	(1.0)	(0.7)	24.4	24.6	24.8	1.0	0.7	0.7	4.1	4.0	3.9	2.0	2.0
	綠倉有限公司*	5803 JP	10,211	5,279.0	未評等	N.A.	148.27	164.86	257.41	4.5	11.2	56.1	35.6	32.0	20.5	5.4	4.6	3.7	16.7	15.8	19.2	0.6	0.9
	古河電氣工業*	5801 JP	1,718	3,718.0	未評等	N.A.	225.80	32.64	214.14	57.5	(85.5)	556.1	16.5	113.9	17.4	0.9	0.9	0.8	5.5	0.6	4.6	2.2	1.6

\* Bloomberg 共識預估

資料來源：凱基預估

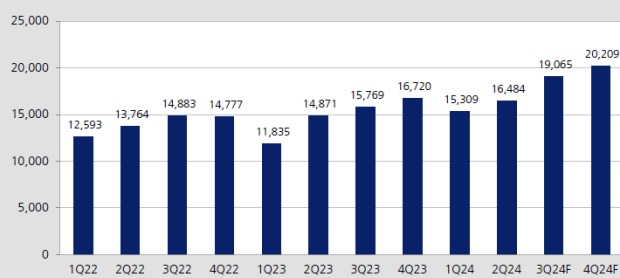
**圖 7: 公司概況**

奇鋹成立於 1991 年，為 3C(佔 2023 年整體營收 43%)、伺服器(31%)與网通(14%)及其他(3%)的散熱解決方案供應商。公司散熱產品包含散熱模組、風散與均熱片 (VC)。散熱業務 (模組與風扇) 佔 2023 年營收 54%。奇鋹其他產品包含機殼與機櫃 (佔 2023 年整體營收 13%) 與系統組裝與製造介面周邊 (24%)，軸承(10%)則來自子公司富世達 (6805 TT, NT\$813, 增加持股)。

資料來源：公司資料；凱基

**圖 9: 季營業收入**

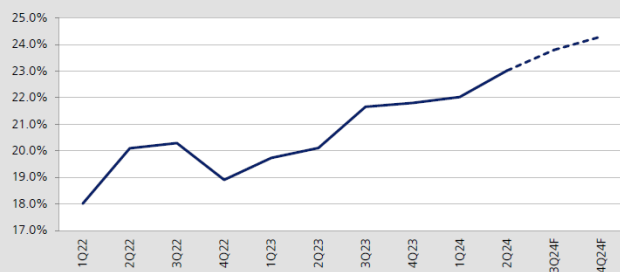
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 11: 毛利率**

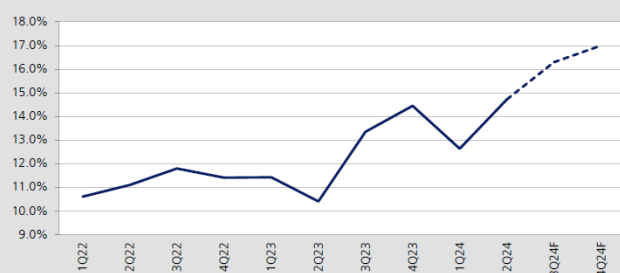
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 13: 營業利潤率**

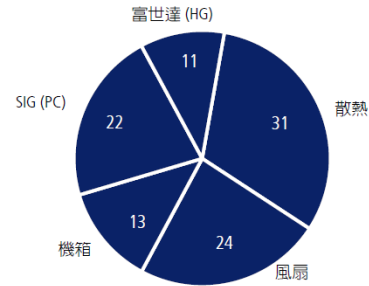
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 8: 散熱與風扇營收佔 1-3Q24 營收的 55%**

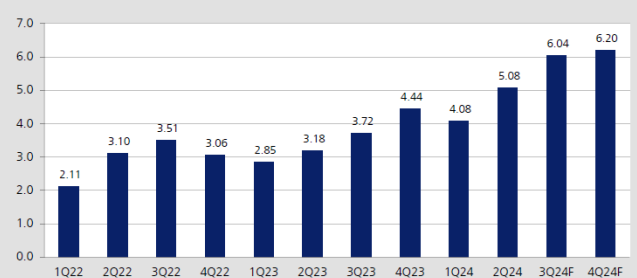
1-3Q24 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: 每股盈利**

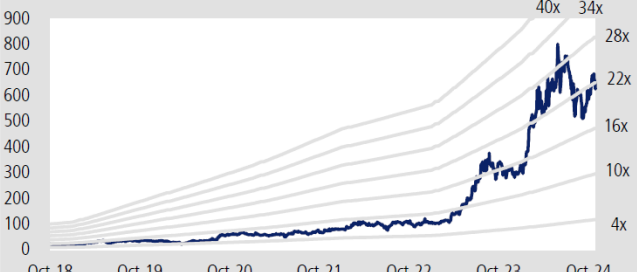
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 12: 未來一年預估本益比區間**

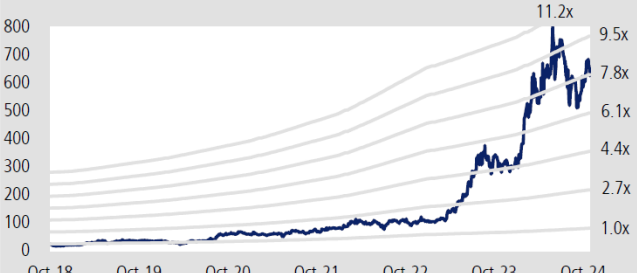
股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

**圖 14: 未來一年預估股價淨值比區間**

股價，元 (左軸)；股價淨值比，倍 (右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	11,835	14,871	15,769	16,720	15,309	16,484	19,065	20,209	59,194	71,066	95,295
營業成本	(9,498)	(11,880)	(12,353)	(13,075)	(11,936)	(12,690)	(14,527)	(15,298)	(46,806)	(54,451)	(71,091)
營業毛利	2,336	2,991	3,416	3,645	3,372	3,794	4,537	4,911	12,388	16,615	24,204
營業費用	(984)	(1,444)	(1,310)	(1,229)	(1,437)	(1,367)	(1,430)	(1,475)	(4,967)	(5,710)	(6,435)
營業利益	1,352	1,547	2,105	2,416	1,935	2,427	3,108	3,435	7,421	10,905	17,769
折舊	(427)	(452)	(498)	(512)	(537)	(572)	(798)	(1,284)	(1,889)	(3,191)	(3,805)
攤提	(13)	(14)	(18)	(21)	(21)	(21)	(17)	(9)	(65)	(67)	(67)
EBITDA	1,792	2,013	2,621	2,949	2,492	3,020	3,922	4,728	9,375	14,162	21,641
利息收入	46	121	76	145	96	153	120	112	388	481	450
投資利益淨額	14	-	32	9	26	-	5	9	55	40	35
其他營業外收入	231	340	136	267	375	506	400	419	974	1,700	1,300
總營業外收入	291	461	244	421	497	659	525	540	1,416	2,221	1,785
利息費用	(116)	(105)	(106)	(107)	(102)	(105)	(106)	(110)	(434)	(423)	(404)
投資損失	-	(26)	-	-	-	(46)	-	46	(26)	-	-
其他營業外費用	(90)	-	(24)	(239)	-	0	(28)	(83)	(353)	(110)	(100)
總營業外費用	(206)	(131)	(129)	(346)	(102)	(151)	(133)	(147)	(812)	(533)	(504)
稅前純益	1,437	1,877	2,220	2,491	2,330	2,935	3,500	3,829	8,025	12,593	19,050
所得稅費用[利益]	(369)	(532)	(634)	(676)	(579)	(775)	(945)	(1,101)	(2,211)	(3,400)	(5,144)
少數股東損益	(62)	(144)	(160)	(145)	(186)	(213)	(240)	(350)	(510)	(989)	(1,790)
非常項目前稅後純益	1,007	1,201	1,426	1,671	1,564	1,947	2,315	2,378	5,305	8,204	12,117
非常項目	(0)	(0)	0	0	0	0	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	1,007	1,201	1,426	1,671	1,564	1,947	2,315	2,378	5,305	8,204	12,117
每股盈餘 (NT\$)	2.85	3.18	3.72	4.44	4.08	5.08	6.04	6.20	14.11	21.40	31.61
獲利率 (%)											
營業毛利率	19.7	20.1	21.7	21.8	22.0	23.0	23.8	24.3	20.9	23.4	25.4
營業利益率	11.4	10.4	13.4	14.5	12.6	14.7	16.3	17.0	12.5	15.3	18.6
EBITDA Margin	15.1	13.5	16.6	17.6	16.3	18.3	20.6	23.4	15.8	19.9	22.7
稅前純益率	12.1	12.6	14.1	14.9	15.2	17.8	18.4	18.9	13.6	17.7	20.0
稅後純益率	8.5	8.1	9.0	10.0	10.2	11.8	12.1	11.8	9.0	11.5	12.7
季成長率 (%)											
營業收入	(19.9)	25.7	6.0	6.0	(8.4)	7.7	15.7	6.0			
營業毛利	(16.4)	28.0	14.2	6.7	(7.5)	12.5	19.6	8.2			
營業收益增長	(19.8)	14.4	36.1	14.8	(19.9)	25.4	28.0	10.6			
EBITDA	(15.5)	12.3	30.2	12.5	(15.5)	21.2	29.8	20.5			
稅前純益	(15.0)	30.6	18.3	12.2	(6.5)	26.0	19.2	9.4			
稅後純益	(6.9)	19.4	18.7	17.2	(6.4)	24.5	18.9	2.7			
年成長率 (%)											
營業收入	(6.0)	8.0	6.0	13.1	29.4	10.8	20.9	20.9	5.7	20.1	34.1
營業毛利	3.0	8.1	13.1	30.5	44.4	26.9	32.8	34.7	14.2	34.1	45.7
營業收益	1.2	1.3	19.9	43.3	43.1	56.8	47.6	42.2	17.7	46.9	62.9
EBITDA	2.0	3.2	19.5	39.0	39.1	50.0	49.6	60.3	16.9	51.1	52.8
稅前純益	17.1	11.8	17.4	47.2	62.1	56.4	57.7	53.7	23.7	56.9	51.3
稅後純益	34.9	9.6	15.1	54.5	55.4	62.1	62.3	42.3	27.4	54.6	47.7

資料來源：公司資料、凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	50,865	60,474	71,667	81,875	97,337
流動資產	38,631	45,486	54,892	64,726	78,920
現金及短期投資	13,671	21,640	29,091	34,876	40,193
存貨	15,618	17,360	17,235	19,995	26,177
應收帳款及票據	6,270	4,730	6,533	7,821	10,516
其他流動資產	3,073	1,756	2,033	2,033	2,033
非流動資產	12,234	14,988	16,775	17,149	18,417
長期投資	445	524	664	729	802
固定資產	7,711	9,694	11,350	11,659	12,854
什項資產	4,078	4,770	4,760	4,760	4,760
負債總額	36,780	43,051	45,820	50,937	58,550
流動負債	27,976	32,880	36,833	43,030	51,360
應付帳款及票據	16,379	14,082	18,773	21,780	28,513
短期借款	5,028	7,970	7,583	8,588	8,228
什項負債	6,569	10,828	10,478	12,663	14,619
長期負債	8,804	10,171	8,987	7,906	7,190
長期借款	5,398	6,589	5,377	4,296	3,580
其他負債及準備	2,214	2,555	2,740	2,740	2,740
股東權益總額	14,085	17,423	25,847	30,938	38,787
普通股股本	3,533	3,533	3,833	3,833	3,833
保留盈餘	6,681	9,280	12,893	16,995	23,053
少數股東權益	1,672	1,927	3,817	4,807	6,597
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	19.3%	18.3%	5.7%	20.1%	34.1%
營業收益增長	48.1%	30.6%	17.7%	46.9%	62.9%
EBITDA	42.4%	25.3%	16.9%	51.1%	52.8%
稅後純益	51.4%	43.5%	27.4%	54.6%	47.7%
每股盈餘成長率	51.4%	43.5%	19.7%	51.7%	47.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	17.7%	19.4%	20.9%	23.4%	25.4%
營業利率	10.2%	11.3%	12.5%	15.3%	18.6%
EBITDA Margin	13.5%	14.3%	15.8%	19.9%	22.7%
稅後純益率	6.1%	7.4%	9.0%	11.5%	12.7%
平均資產報酬率	6.3%	7.5%	8.0%	10.7%	13.5%
股東權益報酬率	25.2%	29.8%	28.3%	34.1%	41.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	74.0%	83.6%	50.1%	41.6%	30.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	33.6	24.8	19.5	30.8	48.1
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	19.5	32.5	23.8	24.6	34.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.5	1.1	1.3	1.2	1.6
流動比率 (x)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
速動比率 (x)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	(2,489)	(5,490)	(13,997)	(19,857)	(26,251)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	21.40	31.61
每股現金盈餘 (NT\$)	8.04	25.02	27.45	27.08	36.03
每股淨值 (NT\$)	35.13	43.86	57.47	68.17	83.98
調整後每股淨值 (NT\$)	35.13	43.86	58.58	68.17	83.98
每股營收 (NT\$)	133.97	158.55	157.41	185.40	248.61
EBITDA/Share (NT\$)	18.12	22.70	24.93	36.95	56.46
每股現金股利 (NT\$)	4.30	5.42	7.00	10.70	15.81
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.03	1.01	0.90	0.93	1.06
應收帳款周轉天數	48.3	30.8	40.3	40.3	40.3
存貨周轉天數	146.4	140.3	134.4	134.4	134.4
應付帳款周轉天數	153.5	113.8	146.4	146.4	146.4
現金轉換周轉天數	41.2	57.3	28.3	28.3	28.3

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	47,333	56,017	59,194	71,066	95,295
營業成本	(38,947)	(45,167)	(46,806)	(54,451)	(71,091)
營業毛利	8,386	10,850	12,388	16,615	24,204
營業費用	(3,559)	(4,544)	(4,967)	(5,710)	(6,435)
營業利益	4,827	6,306	7,421	10,905	17,769
總營業外收入	383	869	1,416	2,221	1,785
利息收入	26	88	388	481	450
投資利益淨額	17	37	55	40	35
其他營業外收入	340	744	974	1,700	1,300
總營業外費用	(442)	(686)	(812)	(533)	(504)
利息費用	(146)	(272)	(434)	(423)	(404)
投資損失	(17)	(4)	(26)	-	-
其他營業外費用	(279)	(410)	(353)	(110)	(100)
稅前純益	4,768	6,489	8,025	12,593	19,050
所得稅費用[利益]	(1,438)	(1,871)	(2,211)	(3,400)	(5,144)
少數股東損益	(429)	(456)	(510)	(989)	(1,790)
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	2,901	4,162	5,305	8,204	12,117
EBITDA	6,404	8,022	9,375	14,162	21,641
每股盈餘 (NT\$)	8.21	11.78	14.11	21.40	31.61

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	2,841	8,840	10,324	10,379	13,810
本期純益	2,901	4,162	5,305	8,204	12,117
折舊及攤提	1,577	1,716	1,954	3,257	3,872
其他營業資產及負債變動	1,198	6,186	834	(40)	(35)
本期運用資金變動	(2,834)	(3,224)	2,231	(1,042)	(2,144)
投資活動之現金流量	(2,160)	(4,194)	(3,907)	(3,592)	(5,104)
投資用短期投資出售[新購]	16	(42)	(27)	-	-
本期長期投資變動	-	-	(50)	(25)	(38)
資本支出淨額	(1,567)	(3,666)	(3,657)	(3,500)	(5,000)
其他資產變動	(609)	(485)	(173)	(67)	(67)
自由現金流	488	(743)	5,840	6,609	9,633
融資活動之現金流量	1,159	2,082	872	(1,003)	(3,388)
短期借款變動	1,389	2,360	573	-	-
長期借款變動	154	1,927	(2,078)	(75)	(1,076)
現金增資	-	-	2,850	-	-
已支付普通股股息	(989)	(1,519)	(1,915)	(1,917)	(4,102)
其他融資現金流	605	(686)	1,441	989	1,790
匯率影響數	(34)	406	(381)	-	-
本期產生現金流量	1,807	7,134	6,908	5,784	5,317

## 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	7.5%	8.1%	8.4%	8.0%	6.8%
= 營業利率	10.2%	11.3%	12.5%	15.3%	18.6%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	4.3	5.5	6.2	8.2	9.5
營業利率	10.2%	11.3%	12.5%	15.3%	18.6%
x 資本周轉率	4.3	5.5	6.2	8.2	9.5
x (1 - 有效現金稅率)	69.8%	71.2%	72.5%	73.0%	73.0%
= 稅後 ROIC	30.9%	44.3%	56.7%	92.0%	129.3%

資料來源：公司資料，凱基

## 奇鎡 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-08-23	增加持股	830	612
2024-08-10	增加持股	830	568
2024-05-11	增加持股	800	638
2024-04-15	增加持股	800	616
2024-03-09	增加持股	660	574
2024-01-30	增加持股	455	430

資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。