

散熱產業

GB200 量產將推動 1Q25 營收季增

焦點內容

1. DeepSeek(中) 高效率 R1 AI 模型推出，該模型僅需較低運算效能，市場因而擔憂對於散熱廠商與液冷採用率的影響。
2. 我們認為這種擔心有些過度，仍正向於 AI 伺服器市場規模擴張推動散熱產業，但因公司營收增幅將於 2026 年放緩，本益比自 2024 年高峰的 25-35 倍向下調整較為合理。
3. 我們認為快於預期的 GB200 量產將帶動散熱廠 1Q25 營收季增。我們維持奇鋁(3017 TT, NT\$508, 增加持股)和雙鴻(3324 TT, NT\$556, 增加持股)的「增加持股」評等，因 2025 年營收與獲利增幅強勁。

重要訊息

DeepSeek(中)高效率 R1 AI 模型推出，運算效能需求較低，市場因而擔憂對散熱廠與液冷採用的影響。我們認為過度擔心，仍正向於 AI 伺服器散熱市場規模持續增長，較低成本 AI 模型將推升普及。近期股價修正已創造良好買點。

評論及分析

DeepSeek 問世對散熱廠影響有限。 DeepSeek R1 模型因優異效能、開源與顯著成本優勢，引發全球關注。顯示高成本、高算力的 AI 開發模式不是市場發展唯一途徑。R1 亦突顯開源的重要性，部份美系 CSP 試圖開發開源模型切入邊緣 AI 生態系。但我們認為 R1 不致改變散熱需求成長趨勢；成本較低模型有助提升 AI 滲透率。而 GPU 與 CPU 的 TDP 隨運算效能升級趨勢也將持續，應用於 AI 訓練、推論與邊緣 AI。高密度、高效能訓練型 AI 伺服器(GB200 /300/Rubin)的液冷需求將持續擴張，資料中心業者仍致力降低 PUE(資料中心能效指標)。同時，推論 AI 與邊緣 AI 將採用氣冷與液冷散熱。然考量 2026 年 TDP 成長放緩與競爭態勢，散熱族群本益比由先前 25-35 倍的高點修正應屬合理。

GB200 出貨量攀升；GB300 設計在進程中。 根據我們的產業調查，液冷的 GB200 AI 伺服器機櫃已於 1Q25 量產。預計 1Q25 出貨量將達 2-3k 櫃，2Q25 將進一步增加。2025 年美系前四大 CSP GB200 NVL72 伺服器機櫃總訂單量維持在約 25-30k 不變，而 GB300 將在 2H25 後量產。GB300 的水冷板模組設計與 GB200 的相似(每層 compute tray 有 6 個)，但 GPU TDP 更高，達 1.4KW，對比 GB200 為 1.2KW。而因 GB300 採插槽設計，每層 compute tray 的快接頭(QD)數量將增加到 14 個(GB200 為 6 個)。兩代的機櫃和內部分歧管設計則相似。因此，GB300 量產將有利於液冷的市場潛在規模。Rubin 的 TDP 可能將進一步增至 1.5-2KW。隨 2025 年 CSP 資本支出積極和伺服器需求成長，我們預期液冷散熱廠營收和獲利強勁。除了 AI 伺服器外，新 RTX 50 系列顯示卡、AI PC、AI 智慧型手機都將正向帶動散熱業者的 ASP 與毛利率。

奇鋁(3017 TT, NT\$508, 增加持股)與雙鴻(3324 TT, NT\$556, 增加持股)1Q25 營收季增。 因 GB200 伺服器機櫃量產，加上新 RTX50 顯卡推出，奇鋁和雙鴻 1Q25 營收將季增、較前月更樂觀。奇鋁在微軟(美)與 AWS(美)的水冷板市佔率增加，預期 GB200 水冷板市佔率逾 70%，在 CSP 的 GB200 分歧管出貨亦具主導地位。而雙鴻的分歧管先以 Oracle(美)和 HP(美)等企業客戶。兩者皆預期 1Q25 營收季增個位數，優於市場和我們預估，一月營收為該季谷底。2Q25 營收將持續上揚，2H25 營收與獲利將因雲端和邊緣 AI (AI PC 和 iPhone17 採用 VC)而上揚。奇鋁 2025 年液冷營收比重預計為 20%，雙鴻 30-40%。我們預估奇鋁 2025 年 EPS 33.17 元(年增 56%)，雙鴻為 38.25 元(年增 90%)。

投資建議

我們調降奇鋁與雙鴻之目標本益比，反映預期營收年增率將於 2H25 達高峰。然而仍維持兩公司「增加持股」評等，將奇鋁目標價調整至 730 元、雙鴻目標價調整至 800 元，皆基於 22 倍 2025 年完全稀釋後 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

圖 1：奇鋐 - 4Q24 與 1Q25 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	4Q24F							1Q25F						
	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	20,904	20,209	3.4	9.6	25.0	20,702	1.0	21,531	18,592	15.8	3.0	40.6	20,212	6.5
毛利	5,017	4,911	2.2	12.0	37.6	4,997	0.4	5,275	4,555	15.8	5.1	56.4	4,890	7.9
營業利益	3,491	3,435	1.6	12.3	44.5	3,488	0.1	3,553	3,068	15.8	1.8	83.6	3,317	7.1
稅前獲利	3,926	3,829	2.5	14.5	57.6	3,675	6.8	3,874	3,388	14.3	(1.3)	66.3	3,531	9.7
稅後淨利	2,330	2,378	(2.0)	0.3	39.4	2,461	(5.3)	2,430	2,177	11.7	4.3	55.4	2,357	3.1
每股盈餘(元)	6.04	6.20	(2.7)	0.3	35.9	6.38	(5.3)	6.30	5.68	11.7	4.3	54.3	6.11	3.1
毛利率(%)	24.0	24.3	(0.3)ppts	0.5 ppts	2.2 ppts	24.1	(0.1)ppts	24.5	24.5	0.0 ppts	0.5 ppts	2.5 ppts	24.2	0.3 ppts
營業利率(%)	16.7	17.0	(0.3)ppts	0.4 ppts	2.2 ppts	16.8	(0.1)ppts	16.5	16.5	0.0 ppts	(0.2)ppts	3.9 ppts	16.4	0.1 ppts
淨利率(%)	11.1	11.8	(0.6)ppts	(1.0)ppts	1.2 ppts	11.9	(0.7)ppts	11.3	11.7	(0.4)ppts	0.1 ppts	1.1 ppts	11.7	(0.4)ppts

資料來源：公司資料；凱基預估：Bloomberg

圖 2：奇鋐 - 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	71,761	71,066	1.0	21.2	71,466	0.4	104,047	95,295	9.2	45.0	96,302	8.0
毛利	16,664	16,615	0.3	34.5	16,617	0.3	26,407	24,204	9.1	58.5	24,470	7.9
營業利益	10,961	10,905	0.5	47.7	10,925	0.3	19,265	17,769	8.4	75.8	17,170	12.2
稅前獲利	12,618	12,593	0.2	57.2	12,268	2.9	20,549	19,050	7.9	62.8	17,920	14.7
稅後淨利	8,165	8,204	(0.5)	53.9	8,221	(0.7)	12,804	12,117	5.7	56.8	11,902	7.6
每股盈餘(元)	21.23	21.40	(0.5)	50.5	21.37	(0.7)	33.17	31.61	5.7	56.3	30.84	7.6
毛利率(%)	23.2	23.4	(0.2)ppts	2.3 ppts	23.3	(0.0)ppts	25.4	25.4	(0.0)ppts	2.2 ppts	25.4	(0.0)ppts
營業利率(%)	15.3	15.3	(0.1)ppts	2.7 ppts	15.3	(0.0)ppts	18.5	18.6	(0.1)ppts	3.2 ppts	17.8	0.7 ppts
淨利率(%)	11.4	11.5	(0.2)ppts	2.4 ppts	11.5	(0.1)ppts	12.3	12.7	(0.4)ppts	0.9 ppts	12.4	(0.1)ppts

資料來源：公司資料；凱基預估：Bloomberg

圖 3：雙鴻 - 4Q24 與 1Q25 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	4Q24F							1Q25F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	4,126	4,304	(4.1)	(2.2)	23.4	4,228	(2.4)	4,414	4,218	4.7	7.0	40.1	4,470	(1.2)
毛利	1,052	1,162	(9.5)	(5.3)	29.9	1,108	(5.0)	1,148	1,097	4.7	9.1	48.8	1,189	(3.5)
營業利益	495	581	(14.8)	(8.8)	28.9	581	(14.7)	574	569	0.8	15.9	74.3	679	(15.5)
稅前淨利	470	556	(15.5)	(8.5)	48.4	582	(19.3)	598	594	0.7	27.2	20.5	711	(15.9)
稅後淨利	364	432	(15.9)	(8.7)	62.6	466	(22.0)	485	482	0.7	33.5	22.7	559	(13.2)
每股盈餘(元)	4.04	4.81	(15.9)	(8.7)	56.0	5.19	(22.0)	5.40	5.36	0.7	33.5	19.8	6.22	(13.2)
毛利率(%)	25.5	27.0	(1.5)ppts	(0.8)ppts	1.3 ppts	26.2	(0.7)ppts	26.0	26.0	0.0 ppts	0.5 ppts	1.5 ppts	26.6	(0.6)ppts
營業利率(%)	12.0	13.5	(1.5)ppts	(0.9)ppts	0.5 ppts	13.7	(1.7)ppts	13.0	13.5	(0.5)ppts	1.0 ppts	2.6 ppts	15.2	(2.2)ppts
淨利率(%)	8.8	10.0	(1.2)ppts	(0.6)ppts	2.1 ppts	11.0	(2.2)ppts	11.0	11.4	(0.4)ppts	2.2 ppts	(1.6)ppts	12.5	(1.5)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

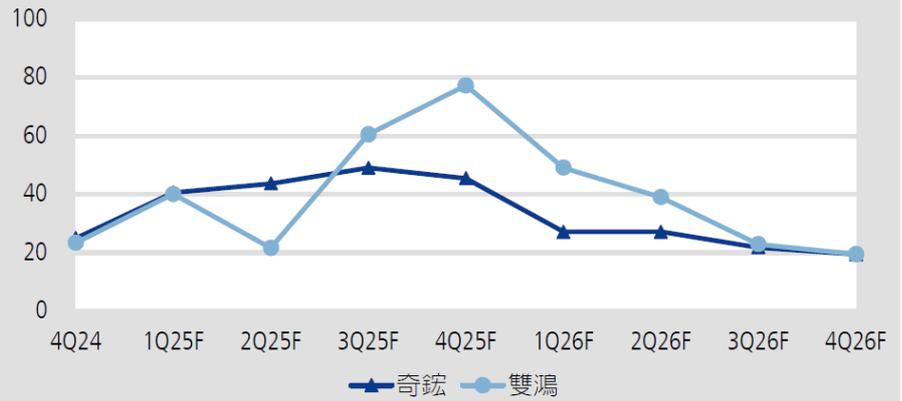
圖 4：雙鴻 - 2024-25 年財測修正暨市場共識比較

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	15,779	15,957	(1.1)	24.1	15,890	(0.7)	23,709	23,521	0.8	50.3	22,963	3.2
毛利	4,150	4,260	(2.6)	38.1	4,211	(1.4)	6,792	6,747	0.7	63.6	6,533	4.0
營業利益	2,054	2,140	(4.0)	49.3	2,140	(4.0)	4,227	4,231	(0.1)	105.8	3,969	6.5
稅前獲利	2,262	2,348	(3.7)	44.3	2,391	(5.4)	4,323	4,328	(0.1)	91.1	4,070	6.2
稅後淨利	1,789	1,858	(3.7)	45.3	1,896	(5.6)	3,438	3,443	(0.1)	92.2	3,225	6.6
每股盈餘(元)	20.17	20.95	(3.7)	41.2	21.37	(5.6)	38.25	38.30	(0.1)	89.6	35.88	6.6
毛利率(%)	26.3	26.7	(0.4)ppts	2.7 ppts	26.5	(0.2)ppts	28.6	28.7	(0.0)ppts	2.3 ppts	28.5	0.2 ppts
營業利率(%)	13.0	13.4	(0.4)ppts	2.2 ppts	13.5	(0.4)ppts	17.8	18.0	(0.2)ppts	4.8 ppts	17.3	0.5 ppts
淨利率(%)	11.3	11.6	(0.3)ppts	1.6 ppts	11.9	(0.6)ppts	14.5	14.6	(0.1)ppts	3.2 ppts	14.0	0.5 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 5: 奇鋐、雙鴻營收年增率在 2H25 觸頂

營收年增率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 各廠商產能規劃

DLC關鍵零組件 產能 (k單位/月)	水冷板模組		CDU		CDM	
	目前	2025F	目前	2025F	目前	2025F
奇鋐	115	365	1	2	2.5 / 15 (含機櫃內)	2.5 / 15 (含機櫃內)
雙鴻	30	330	1-2	2-3		2-3
尼得科			0.2	2		
高力				0.15-0.2	2	4
廣運			0.4			
Vertiv			0.045	2.025		

資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 營收成長主因伺服器營收擴大

公司	股票代號	散熱營收(台幣十億元)			年增率 (%)			2025年總營收各應用別比重(%)							
		2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	PC	Gaming/ VGA	智慧型手機	伺服器	網通	車用	其他	合計
奇鋐	3017 TT	31.9	39.7	57.7	2.1	24.7	45.3	20		14	43	10	<1	14	100
雙鴻	3324 TT	12.7	15.8	23.7	(8.3)	24.1	50.3	26	14	1	59		0	1	100
建準	2421 TT	12.9	14.9	17.3	(8.2)	15.2	16.1	16			46	9	12	17	100

資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 利潤率提高推升 2025 年每股盈餘成長

公司	股票代號	毛利率(%)			營業利益率(%)			EPS (NT\$)			EPS 成長率(%)			2024-26F CAGR
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	
奇鋐	3017 TT	23.2	25.4	26.0	15.3	18.5	19.4	21.23	33.17	42.98	50.5	56.3	29.6	42.3
雙鴻	3324 TT	26.3	28.6	28.5	13.0	17.8	18.4	20.17	38.25	49.99	41.2	89.6	30.7	57.4
建準	2421 TT	28.0	29.1	30.0	12.1	14.1	15.5	5.83	7.23	8.98	12.9	24.1	24.2	24.1

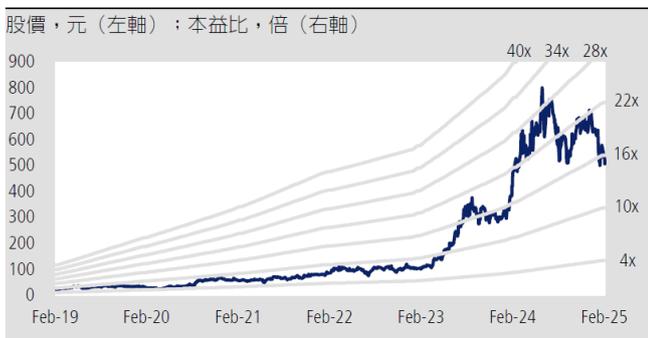
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 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 (%)	
							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	762	92.1	增加持	130.0	5.16	5.83	7.23	18.9	12.9	24.1	17.8	15.8	12.7	3.5	3.3	3.0	21.5	21.4	24.8	3.8	4.5
	日本電產公司*	6594 JP	19,664	2,560.5	未評等	N.A.	64.26	125.07	161.17	(72.3)	94.6	28.9	39.8	20.5	15.9	1.1	1.9	1.7	2.8	10.1	10.6	2.7	1.4
	動力-KY*	6591 TT	61	53.5	未評等	N.A.	3.40	N.M.	N.M.	(50.7)	N.A.	N.A.	15.7	N.A.	N.A.	1.1	N.A.	N.A.	6.8	N.M.	N.M.	5.1	N.A.
	美善亞三美公司*	6479 JP	6,786	2,467.5	未評等	N.A.	178.23	123.27	167.17	4.8	(30.8)	35.6	13.8	20.0	14.8	1.6	1.5	1.3	12.5	7.7	9.6	1.6	1.6
散熱模組 / 冷卻風扇	奇鋐	3017 TT	5,959	508.0	增加持	730.0	14.11	21.23	33.17	19.7	50.5	56.3	36.0	23.9	15.3	8.8	7.5	6.0	28.3	33.9	43.7	1.4	2.1
	台達電	2308 TT	31,215	397.0	增加持	512.0	12.86	15.56	18.97	2.2	21.0	22.0	30.9	25.5	20.9	5.2	4.5	4.0	17.3	18.8	20.1	1.6	2.0
	維諦技術控股*	VRT US	42,263	112.60	未評等	N.A.	1.21	2.71	3.54	505.0	123.8	30.7	93.1	41.6	31.8	21.3	19.8	14.4	26.6	48.1	54.2	0.0	0.1
	多維公司*	DOV US	27,751	202.28	未評等	N.A.	7.56	8.17	9.40	1.2	8.0	15.1	26.8	24.8	21.5	5.5	4.9	4.0	22.5	22.9	17.2	1.0	1.0
散熱模組	尼得科超索*	6230 TT	412	157.5	未評等	N.A.	7.02	N.M.	N.M.	(1.1)	N.A.	N.A.	22.4	N.A.	N.A.	2.4	N.A.	N.A.	10.9	N.M.	N.M.	0.7	N.A.
	雙鴻	3324 TT	1,540	556.0	增加持	800.0	14.28	20.17	38.25	(2.7)	41.2	89.6	38.9	27.6	14.5	7.4	6.5	5.2	20.2	25.1	40.2	1.2	1.5
	鴻達*	2354 TT	3,070	71.7	未評等	N.A.	3.01	2.89	4.10	(0.3)	(4.0)	41.9	23.8	24.8	17.5	1.0	0.7	0.6	4.1	3.8	5.3	2.1	2.1
	聯吉有限公司*	5803 JP	12,018	6,308.0	未評等	N.A.	148.27	164.86	252.36	4.5	11.2	53.1	42.5	38.3	25.0	6.4	5.5	4.5	16.7	15.8	18.9	0.5	0.8
	古河電氣工業*	5801 JP	3,329	7,315.0	未評等	N.A.	254.45	32.64	343.71	77.4	(87.2)	953.1	28.7	224.1	21.3	1.7	1.7	1.5	6.2	0.6	7.2	1.1	0.8

標*號為 Bloomberg 市場預估
資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 10: 奇鋐未來一年預估本益比區間



資料來源: TEJ; 凱基預估

圖 11: 雙鴻未來一年預估本益比區間



資料來源: TEJ; 凱基預估

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之目的之資料派發。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 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。