

奇鋌 (3017 TT) AVC

水冷散熱進入光通領域

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$3610.0

收盤價 (2026/04/22) : NT\$2695.0
隱含漲幅 : 34.0%

營收組成 (4Q25)

Thermal 51%、Chassis 21%、System Assembly 20%、Hinge 8%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	3610	2780
2026年營收 (NT\$/十億)	229.4	226.0
2026年EPS	95.1	93.1

交易資料表

市值	NT\$1,056,980百萬元
外資持股比率	55.2%
董監持股比率	14.1%
調整後每股淨值 (2026F)	NT\$187.75
負債比	68.4%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2024A	2025A	2026F	2027F
營業收入	71,761	139,639	229,439	318,833
營業利益	10,823	27,556	56,520	86,036
稅後純益	8,172	19,187	37,088	56,312
EPS (元)	21.21	49.17	95.05	144.32
EPS YoY (%)	50.4	131.8	93.3	51.8
本益比 (倍)	127.1	54.8	28.4	18.7
股價淨值比 (倍)	36.2	23.6	14.4	9.2
ROE (%)	31.0	49.9	50.6	49.2
現金殖利率 (%)	0.4%	0.8%	1.4%	2.1%
現金股利 (元)	9.93	21.00	38.02	57.73

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ MI455 明年晶片量上修 40%至 150-160 萬顆，奇鋌取得 Meta 版本的機殼供應訂單，為主要供應商之一。
- ◆ 800G/1.6T 光收發模組於 2026/2027 年放量，奇鋌為光收發模組水冷散熱 NPI 廠，將明顯貢獻 2027 年營收。
- ◆ 考量 1) 光模塊等陸續導入水冷架構；2) 分歧管出貨份額提升；3) 取得 AMD MI455 訂單，維持奇鋌買進評等，目標價 3,610 元。

AMD MI455 機殼取得，並肩勤誠成為供應商之一

本中心預估 MI455 今年出貨量達 46/110 萬顆，受惠於雲端業者需求提升，預計明年晶片量為 150-160 萬顆，提升 40%。AMD MI455 的機櫃分為公版及 Meta 版本，根據調查，我們發現奇鋌取得 Meta 版本的機殼供應訂單，預計與勤誠一同成為該產品的兩大主要供應商。另外，受惠於 ASIC、NV AI 伺服器持續提升，奇鋌提升其分歧管產能，預期奇鋌的出貨份額將會持續提升，成為下一個水冷業務成長動能。預估奇鋌 2026 年營收 2294 億元，年增 64%，毛利率 31.1%，年增 5.3 個百分點，EPS 95.05 元，年增 93%。

光收發模組開始導入水冷散熱，用量將明顯放大

本中心先前提及奇鋌會受惠 Quantum6 的用量提升，帶動水冷板用量提升。本次報告，我們新增 800G/1.6TB 不論是在 Quantum6 或是在交換器(Switch)上導入水冷的可能，主因為光收發模組的規格提升，造成 TDP 一併提升 (1.6TB TDP 較 800G 提升約 1 倍以上)，因光收發模組在 Switch 中插滿熱耗過大，加上其面積提升排列緊密，傳統氣冷無法將風吹進去散熱，因此需要改成水冷板散熱。本中心預期 2026 年的 1.6TB 光收發模組用量將達 2,400 萬組，並在 2027 年成長兩倍之多，奇鋌為光收發模組水冷散熱 NPI 廠，預計成為主要供應商，預估水冷板單價約 20 美元，明顯貢獻 2027 年營收。

水冷板運用範圍持續提升，分歧管份額將增溫

水冷板應用持續擴大，不只是晶片上，記憶體、交換器、光模塊等皆陸續導入水冷架構，加上分歧管出貨份額提升，取得 AMD MI455 訂單佳績，因此上修奇鋌 2026/27 年獲利 2%/12%，維持奇鋌買進評等，目標價調升至 3,610 元，以 25 倍本益比的 2027 年預估 EPS 評價(前次為 2H26-1H27 每股盈餘的 25 倍本益比)。

營運分析

光收發模組水冷板有上修空間，2Q26 獲利上修 2%

1Q26 GB300 開始出貨放量，水冷板、分歧管相關產品出貨增溫；不過，受惠於 CSP 業者的 GB 需求明顯優於預期，帶動水冷相關產品出貨量提升，且受 SIG 組裝業務提前拉貨影響，該業務營收將明顯下滑，該業務的毛利率大幅低於公司平均，整體產品組合明顯改善，預估 1Q26 營收 508 億元，季增 6%，毛利率 29.8%，季增 3.4 個百分點，EPS 20.37 元，季增 20%。

展望 2Q26，預期美系 CSP 業者的 GB300 出貨量將維持雙位數季增，並且持續至 3Q26，帶動水冷板出貨量增溫；另外，Mellanox 及 NV 的 VR200 水冷板需求量明顯大於預期，並且目前產能已滿，水冷板產能將滿載到年底，不過考慮到光收發模組水冷板將開始小量出貨，本中心上修 2Q26 營收 2%至 557 億元、季增 10%，毛利率 30.8%、季增 1 個百分點，EPS 23.13 元、季增 14%。

圖 1：2026 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q25A	4Q25A	1Q26F	季增率	年增率	1Q26F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	23,333	47,775	50,820	6.4%	117.8%	50,820	49,174	0.0%	3.3%
營業毛利	6,028	12,610	15,143	20.1%	151.2%	15,143	13,709	0.0%	10.5%
營業利益	4,361	10,015	12,093	20.7%	177.3%	12,093	10,738	0.0%	12.6%
稅前利益	4,620	10,053	12,082	20.2%	161.5%	12,082	11,116	0.0%	8.7%
稅後淨利	3,214	6,636	7,950	19.8%	147.4%	7,950	7,519	0.0%	5.7%
調整後 EPS (元)	8.28	17.01	20.37	19.8%	146.1%	20.37	19.27	0.0%	5.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	25.8%	26.4%	29.8%	3.4	4.0	29.8%	27.9%	0.0	1.9
營業利益率	18.7%	21.0%	23.8%	2.8	5.1	23.8%	21.8%	0.0	2.0
稅後純益率	13.8%	13.9%	15.6%	1.8	1.9	15.6%	15.3%	0.0	0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2026 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q25A	1Q26F	2Q26F	季增率	年增率	2Q26F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	29,595	50,820	55,652	9.5%	88.0%	54,606	52,929	1.9%	5.1%
營業毛利	7,224	15,143	17,141	13.2%	137.3%	16,778	14,962	2.2%	14.6%
營業利益	5,095	12,093	13,661	13.0%	168.2%	13,398	11,686	2.0%	16.9%
稅前利益	5,896	12,082	13,773	14.0%	133.6%	13,510	12,125	1.9%	13.6%
稅後淨利	3,997	7,950	9,024	13.5%	125.8%	8,835	8,099	2.1%	11.4%
調整後 EPS (元)	10.30	20.37	23.13	13.5%	124.6%	22.64	20.76	2.1%	11.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	24.4%	29.8%	30.8%	1.0	6.4	30.7%	28.3%	0.1	2.5
營業利益率	17.2%	23.8%	24.5%	0.8	7.3	24.5%	22.1%	0.0	2.5
稅後純益率	13.5%	15.6%	16.2%	0.6	2.7	16.2%	15.3%	0.0	0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

持續擴大越南廠產能，TPU 將成未來主要貢獻來源之一

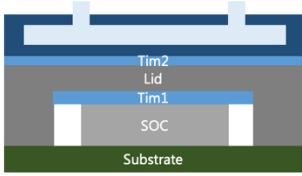
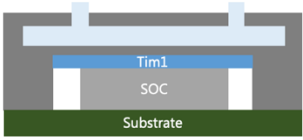
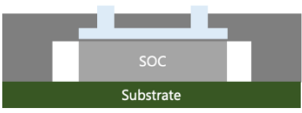
管理層表示，越南廠已投入 110 億台幣，預計總投資金額會達到 200 億元，V1-V4 廠房已經投產，主要生產模具、風扇、散熱產品、水冷快接頭。越南三期已於 4Q24 開工，2025-26 年會陸續完工，其中 V5/V6 廠房擴建機箱、機櫃產能，V7/V8 新增水冷模組產能。越南廠目前月產能為，機箱 18 萬、機櫃 500 個、水冷模組 50 萬、水冷歧管 20 萬、Rack 分歧管 1,000 個、pump 4,000 個、水冷快接頭 30 萬。預計未來月產能將擴充至，機箱 25 萬、機櫃 3,000 個、水冷模組 75 萬、水冷歧管 30 萬、Rack 分歧管 2,000 個、pump 8,000 個、水冷快接頭 180 萬、滑軌 12 萬組，產能皆明顯大幅上升。

Google TPU 受惠於 Meta、Anthropic 等業者接連採用，預計 2026 年 TPU 出貨量將達到 430 萬顆，且 Google 目前極度樂觀看待 2027 年的 TPU 出貨展望，預計出貨量可達倍增。根據調查，TPU Compute Tray 一層將有 4 個 ASIC 及數個控制 IC 等零件，預計將採用 4 個 ASIC 水冷板 + 8 個小水冷板，總價值上看 3,000 美元。奇鋌將於 3Q26 開始提供 TPU V8 的水冷板產品，預計將和古河成為唯二供應商，奇鋌出奇份額約為 40-45%。本中心預期，2026 年 Google TPU 的水冷板將為奇鋌貢獻營收約 100 億元，成為第二大的水冷客戶，且受惠於 Google TPU 的未來強勁需求，預計 2027 年將貢獻營收將數倍成長。

Rubin 及 TPU 於 2H26 採用鍍金水冷板，電鍍技術成關鍵

為提升水冷散熱效果，NV 及 Google 預計於 2H26 將 Tim2 改以混合金屬介質(石墨/鈹複合材料，VInGr)。VInGr 的垂直熱導率達 103.6W/m.K，優於純鈹片的 80-82W/m.K；此外，由於鈹將接觸水冷板底座的銅會產生金屬化合物，導致接觸面脆化，因此水冷板需鍍金處理，確保鈹與接觸面粘著，維持長期熱傳穩定。根據調查，鍍金的價格大約佔水冷板的 10%約 20-40 美元，且因鍍金會產生劇毒加上技術門檻較高，電鍍牌照申請時間較長，因此部分業者如奇鋌、鴻海需要專門的電鍍代工廠，目前 NV Rubin 主要中國廠同和的良率明顯不足，後續將轉由台廠製造，而 Google TPU 則主要由台廠電鍍為主，且因業者對於鍍金厚薄度的要求相當嚴苛，代工廠需有三軸檢測儀的檢測技術，因此代工廠商相對較少，過往有相關量產實績如匯鑽科。

圖 3：水冷散熱方案比較

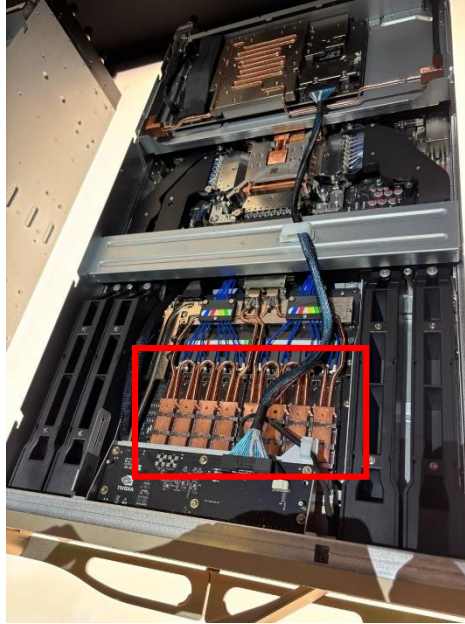
	Direct to Chip	Micro Channel Lid (MCL)	In Chip (IMC-Si、Microfluidic)
傳導路徑	晶片→TIM1→Lid→TIM2→Cold Plate	晶片→TIM1→Thermal Module (Lid)	冷卻液直接在晶片內流通
散熱效果	~2000W	3000W up	5000W up
示意圖			

資料來源: Semivision、TSMC、元大投顧

空間擁擠導致風冷無法解熱，光收發模組水冷滲透率提升

本中心先前提及奇鋌會受惠 Quantum6 的用量提升，帶動水冷板用量提升。本次報告，我們新增 800G/1.6TB 不論是在 Quantum6 或是在交換器(Switch)上導入水冷的可能，主因為光收發模組的規格提升，造成 TDP 一併提升(1.6TB TDP 較 800G 提升約 1 倍以上)，因光收發模組在 Switch 中插滿熱耗過大，加上其面積提升排列緊密，傳統氣冷無法將風吹進去散熱，因此需要改成水冷板散熱。本中心預期 1.6TB 的光收發模組於 2026/27 年的出貨量為 2,400 萬/7,500 萬組，奇鋌為光收發模組水冷散熱 NPI 廠，預計成為主要供應商商，預估水冷板單價約 20 美元，明顯貢獻 2027 年營收。

圖 4：光模塊未來將導入水冷散熱



資料來源：Nvidia

AI、ASIC、通用型強勢出擊，2026 年美系 CSP 資本支出估年增 64%

在 ChatGPT 等 AI 應用陸續推向市場，各大業者紛紛開始研發自有超級大模型，包括 Gemini (Google)、Claude (Anthropic)、Llama (Meta) 等，各大品牌開始大舉投入大型語言模型(LLM)市場，且每一個產品的智慧皆持續提高，部分消費者也陸續從 ChatGPT 陣營轉移至 Gemini 陣營，反映出消費者開始逐漸提升對 AI 的黏著度。根據 Grand View Research 調查，2024 年全球 AI 市場營收預估約 2,792 億美元，預估 2030 年市場規模超過 3 兆美元，擁有超過 30% 的年複合增長率。

面對這爆發性的長期成長趨勢，四大 CSP 業者(Amazon、Microsoft、Google、Meta)在法說會上一致強調，AI 投資已轉變為一項橫跨 2026 年的結構性戰略，CSP 大廠不僅持續擴大對 GB300 等次世代 AI 伺服器的採購，更將重點放在資料中心基礎設施的長期戰略規劃，以應對 AI 運算對電力及散熱系統強勁成長的需求，確保未來數年內擁有足夠的能源與容量來支持持續迭代的大模型部署。本中心認為，2026 年美國四大 CSP 資本支出將年增 64%，且將有一半的成長來自於資料中心建置，代表了資料中心的不足及未來伺服器需求。明年不僅僅是 NVIDIA GB300 的天下，AWS、Google、Meta ASIC 的崛起也將是一大關鍵，其中又以 Google TPU 需求最為強勁，已經有兩個客戶預計將採購 TPU。

另外，受惠於 AI 訓練與推論需求爆發的連帶效應，本中心預估 2026 年通用型伺服器出貨量將年增 10%，其中以存儲型伺服器需求最為強勁。隨著生成式 AI 應用普及和使用人數暴增，CSP 等業者必須不斷擴充容量，且不僅限於高階 GPU 伺服器，龐大的 AI 模型訓練和推論在使用狀態中將消耗大量的數據(DATA)，使得存儲型伺服器的需求大增。

圖 5：CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Amazon	63,645	52,729	82,999	131,819	200,000
Meta	31,431	27,266	37,256	69,691	125,000
Microsoft	24,768	35,202	55,552	83,094	114,673
Google	31,485	32,251	52,535	91,447	180,000
Oracle	6,952	7,628	15,236	38,231	57,796
Tesla	7,158	8,898	11,339	8,527	17,596
Total	165,439	163,974	254,917	422,809	695,065
YoY Growth (%)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Amazon	158.3%	-17.2%	57.4%	58.8%	51.7%
Meta	35.4%	-13.3%	36.6%	87.1%	79.4%
Microsoft	-59.4%	42.1%	57.8%	49.6%	38.0%
Google	69.0%	2.4%	62.9%	74.1%	96.8%
Oracle	97.4%	9.7%	99.7%	150.9%	51.2%
Tesla	10.4%	24.3%	27.4%	-24.8%	106.4%
Total	20.3%	-0.9%	55.5%	65.9%	64.4%

資料來源：元大投顧整理

GB300 預計 4Q25 開始小量出貨，VR 預計 4Q26 量產

Nvidia 新一代 AI 伺服器 GB300 並未受到 GB200 良率不佳及設計調整影響，出貨時程並未遞延，仍預計在 4Q25 開始小量生產，其零組件包括水冷、PCB 等皆於 3Q25 開始出貨，為組裝廠在 4Q25 量產做準備。GB300 為 Blackwell 系列之一，在連接器、板材、散熱等規格或用量上皆較 GB200 略提升。首先，B300 維持採用石墨烯均熱片封裝設計，均熱片繼續採沙漏形結構，以降低 TIM1 貼合不良率；此外，水冷板、水冷頭的水冷相關零組件因熱功耗的關係使用量提高，GB300 NVL72 仍是採用 18 層 Compute Trays 及 9 層 Switch Trays，每層 Compute Tray 包含兩組 Bianca 架構(2 GPU、1 CPU)，仍維持 2 大片水冷板設計，但 Switch Trays 的部分有所變化，從原先的 2 片水冷板及無水冷頭，變更為 3 片水冷板及 9 組水冷頭，預估 GB300 每櫃散熱價值較 GB200 成長 20%。

Vera Rubin (VR200)平台預計 2H26 登場，主要挑戰為 GPU 功耗的躍升，VR200 的 GPU 最大 TDP 預計將從 GB300 的約 1.4kW 飆升至 2.3kW，使資料中心的總用電量再次提升。為因應機櫃總功耗的急劇增加，電源架構將加速將會再次升級，預計價格將成長 95%；散熱方面，水冷散熱技術成為標配，且原先在 GB300 仍是採水氣冷散熱併行，VR200 將採全水冷散熱，SOCAMM、GPU、CPU 等相關零組件皆以水冷板覆蓋散熱，成為 VR200 機櫃的標準配置，特別是 Compute Tray 因小型水冷板用量提升，總價值可望成長 30%，且原先 Compute Tray 主要採用 UQD 水冷接頭，預計 VR200 將改採 90% NVQD、10% UQD，體現出對電力和散熱系統的極致要求。

圖 6：Nvidia GPU & ASIC Roadmap

Application	Company	Product name	Process node	2024				2025F				2026F				2027F				2028F			
				1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
GPU	AMD	Instinct MI325 X	TSMC N5+N6																				
		Instinct MI350 series	TSMC N3																				
		Instinct MI400 series	TSMC N3												Expected								
	NVIDIA	B200 Tensor Core	TSMC N4																				
		B300 Tensor Core	TSMC N4																				
		R200 Tensor Core	TSMC N3												Expected								
		R300 Tensor Core	TSMC N3																Expected				
		Feynman	TSMC N2																				Expected
Application	Company	Product name	Process node	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
ASIC	Google	TPU V6e	TSMC N4																				
		TPU V7 (Ironwood)	TSMC N3																				
		TPU V8e	TSMC N3																				
		TPU V8p	TSMC N3													Expected							
		TPU V9e	TSMC N3													Expected							
		TPU V9p	TSMC N2																				Expected
	aws	Trainium 2	TSMC N5																				
		Trainium 2.5	TSMC N5																				
		Trainium 3 Lite	TSMC N3													Expected							
		Trainium 3	TSMC N3													Expected							
		Trainium 4	TSMC N2																Expected				
	Microsoft	Maia 100	TSMC N5													Expected							
		Maia 200	TSMC N4																Expected				
		Maia 300	TSMC N3																				
	Meta	MTIA V1	TSMC N5													Expected							
		MTIA V2	TSMC N5																Expected				
		MTIA V3	TSMC N3																				Expected
		MTIA V4	TSMC N2																				
	OpenAI	Izanagi gen1	TSMC N3													Expected							
		Izanagi gen2	TSMC N2																Expected				

資料來源：元大投顧整理

MSFT、Meta、Oracle、DELL 將為最大 GB 採購對象

本中心預期 2026 年 GB300 伺服器總出貨量將落在 5.5 萬櫃、年增 129%，其中 Microsoft、Meta、Oracle、DELL 的拉貨最積極，且部分 GB300 伺服器機櫃已經於 10 月開始由鴻海及廣達小量出貨。Google 及 AWS 預計需求為 3,000-4,000 櫃，其中 AWS 的 GB300 客製化程度極高，相較於其他人採用 1U 機殼及 NVL72 架構，AWS 仍採用 2U 機殼架構的 NVL 36，Google 則是穩定採購 GB300 凸顯出其致力研發自身 ASIC 晶片的決心。

與 2025 年相同，鴻海仍是 MSFT、Oracle 的主要供應商，加上這次取得 Meta 二供，因此仍會是主要代工廠，廣達雖然少了部分 Meta 訂單，但也取得少量 Oracle 及 MSFT 的訂單，而緯創仍維持 DELL 獨家供應商地位，不過出貨量仍成長超過一倍。

均熱片部分，B200/B300 均熱片仍是由健策獨家供應，但 2026 年的 B300 均熱片價格預計將成長 20-30%以反映原物料成長，Rubin 將持續採用石墨烯材料，而 Rubin Ultra 可能採用複合型金屬材質，以增加熱傳導效能。

圖 7：2026 年 GB 出貨量預估及供應鏈

Brands	SI Suppliers	Shipment (K units)	Cold Plate	CDU	CDM	PUMP
Microsoft	HH/Quanta	13.0	AVC	Ingrasys(Made by CM) Delta	Delta AVC Auras	Panasonic AVC
Oracle	HH/Quanta/Wiwynn	8.0	AVC Auras FTC	Delta	Delta Auras	
Google	Quanta	4.0	AVC	Delta Nvent	CoolIT AVC	
Amazon	Quanta	5.0	AVC Auras	BOYD Vertiv Delta	Delta AVC	
Meta	Quanta	8.0	AVC	Delta UNEEC WTP	CM AVC UNEEC	
DELL	Wistron/Compal	10.0	AVC Auras	Vertiv	Auras	
SMCI+Others		8.0				

資料來源：元大投顧整理

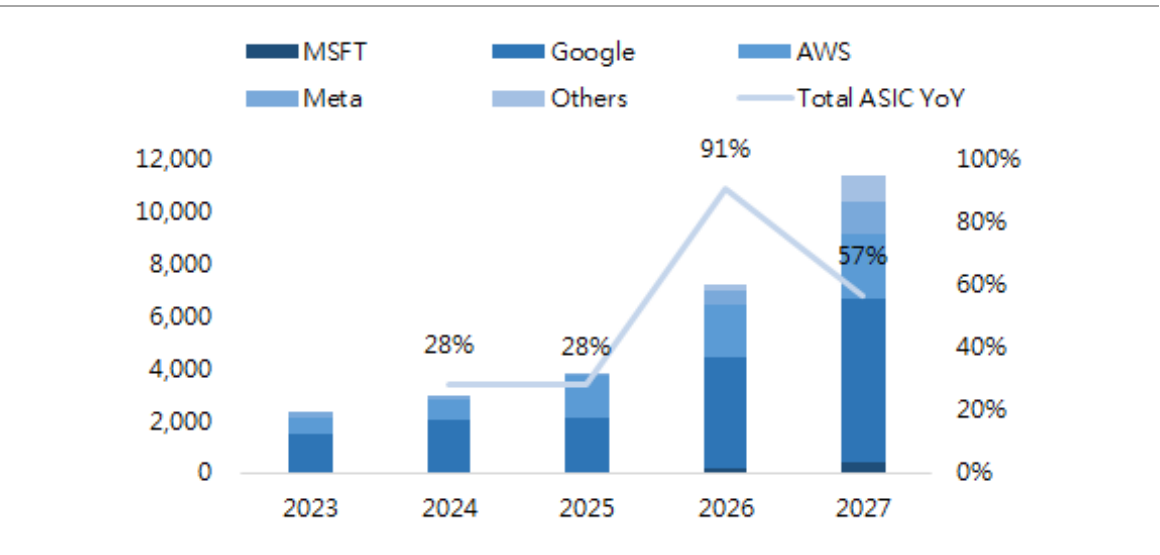
Google TPU 的崛起，ASIC 大幅度成長

根據供應鏈調查，2026 年美國三大 CSP 業者(Google、AWS、Meta)的自研 AI 晶片出貨量預計較 2025 年持續擴大。其中，Google TPU 的出貨量最為驚人，預計將貢獻 430 萬個，較去年底提升 20%，佔據 ASIC 市場的主導地位。

本中心預期，ASIC 的大規模部署將大幅拉升液冷散熱的採用比重，除了 AWS 的水冷採用比重預估在 20-30%外，Google 和 Meta 兩大 CSP 業者皆傾向於全面採用水冷散熱模式，這將直接帶動水冷供應鏈(如奇鋌、雙鴻、台達電等)的出貨量在 2026 年再次強勁成長。

在散熱材料端，Google 也在積極探討將傳統導熱介面材料(TIM2)改為使用鈾片(Indium)的可能性，主要在於優化晶片與散熱模組間的熱傳導效率，目前相關設計正在認證中，顯示 CSP 業者對極致散熱解決方案的投入不斷深化。

圖 8：ASIC 晶片年產量預估



資料來源：元大投顧整理

圖 9：2026 年 ASIC 出貨量預估及供應鏈

品牌	晶片	設計	ODM	其他零組件 供應商	2026 年晶片量 (k unit)	晶片量 YoY
MSFT	Cobalt	創意	廣達	-	150	-
AWS	Trainium	世芯	緯穎、鴻海、Jabil	奇鋌、勤誠	2,000	25%
Google	TPU	Broadcom、聯發科	Celestica、Flex、鴻海	奇鋌、古河、Flex	4,300	105%
Meta	MTIA	Broadcom	廣達、Celestica	奇鋌、晟銘電、勤誠	500	400%
OpenAI	-	-	Celestica	-	2027 年量產	-

資料來源：元大投顧整理

獲利調整與股票評價

重申奇鋁買進評等，目標價 3,610 元

本中心持續看好奇鋁在散熱領域的領導地位，儘管 NVIDIA 在 Rubin 系列開始導入 Group A 集體採購概念，造成水冷板價格降低，但仍有客製化水冷板及新增的水冷板使用，整體產值仍優於 GB300，且 Mellanox 的需求量也優於預期，水冷需求持續提升；另外，ASIC 伺服器的水冷板價格明顯優於 NVIDIA 供應鏈，奇鋁已打入數家 ASIC 供應鏈，因此未來仍可透過其他業者的 ASIC 貢獻來彌補 NVIDIA 的砍價政策。

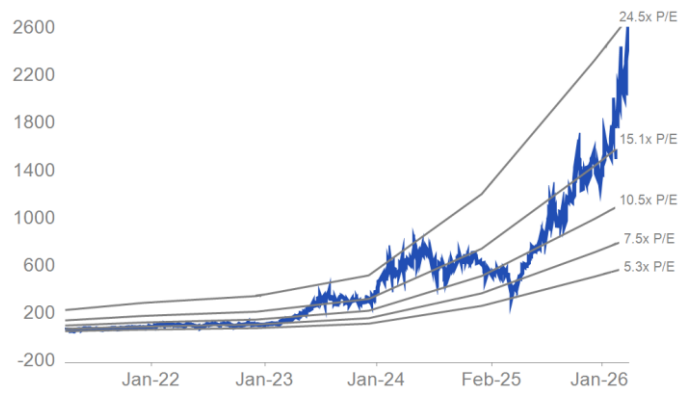
水冷板應用持續擴大，不只是晶片上，記憶體、交換器、光模塊等皆陸續導入水冷架構，加上分歧管出貨份額提升，取得 AMD MI455 訂單佳績，本中心目前先以光收發模組水冷滲透率 50% 去做假設，因此上修奇鋁 2026/27 年獲利 2%/12%，維持奇鋁買進評等，目標價調升至 3,610 元，以 25 倍本益比的 2027 年預估 EPS 評價(前次為 2H26-1H27 每股盈餘的 25 倍本益比)。

圖 10：2026 和 2027 年財務預估調整

(百萬元)	2026 估		2027 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2026	2027
營業收入	229,439	226,042	318,833	294,671	1.5%	8.2%
營業毛利	71,250	70,065	105,336	96,893	1.7%	8.7%
營業利益	56,520	55,485	86,036	77,593	1.9%	10.9%
稅前利益	56,838	55,803	86,468	78,025	1.9%	10.8%
稅後淨利	37,088	36,343	56,312	50,233	2.1%	12.1%
調整後 EPS (元)	95.05	93.14	144.32	128.74	2.1%	12.1%
重要比率 (%)						
營業毛利率	31.1%	31.0%	33.0%	32.9%	0.1	0.2
營業利益率	24.6%	24.5%	27.0%	26.3%	0.1	0.7
稅後純益率	16.2%	16.1%	17.7%	17.0%	0.1	0.6

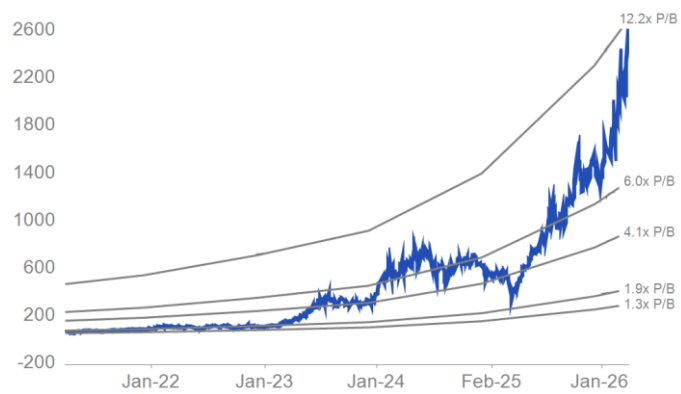
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：12 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 13：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(%)		
					2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
奇鋹	3017 TT	買進	2695.0	33,030	49.17	95.05	144.32	54.8	28.4	18.7	131.8	93.3	51.8
國內同業													
雙鴻	3324 TT	買進	1155.0	3,110	28.7	62.6	91.4	40.3	18.5	12.6	35.1	118.3	46.0
建準	2421 TT	未評等	146.5	1,333	7.9	10.7	11.9	18.6	13.7	12.3	45.5	35.9	10.8
高力	8996 TT	未評等	1200.0	3,576	9.1	21.4	31.8	132.4	56.2	37.7	38.2	135.7	48.8
國內同業平均					15.2	31.6	45.0	63.7	29.4	20.9	39.6	96.6	35.2

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 14：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)		
					2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
奇鋹	3017 TT	買進	2695.0	33,030	49.9	50.6	49.2	114.16	187.75	293.08	23.6	14.4	9.2
國內同業													
雙鴻	3324 TT	買進	1155.0	3,110	26.0	35.4	37.1	119.5	176.9	246.7	9.7	6.5	4.7
建準	2421 TT	未評等	146.5	1,333	25.9	31.6	29.7	33.1	36.9	42.3	4.4	4.0	3.5
高力	8996 TT	未評等	1200.0	3,576	22.3	39.0	42.5	52.4	52.7	65.1	22.9	22.8	18.4
國內同業平均					24.7	35.3	36.4	68.3	88.8	118.0	12.3	11.1	8.9

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 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2025A	2Q2025A	3Q2025A	4Q2025A	1Q2026F	2Q2026F	3Q2026F	4Q2026F	FY2025A	FY2026F
營業收入	23,333	29,595	38,937	47,775	50,820	55,652	59,896	63,071	139,639	229,439
銷貨成本	(17,305)	(22,370)	(28,765)	(35,165)	(35,678)	(38,510)	(41,088)	(42,913)	(103,605)	(158,188)
營業毛利	6,028	7,224	10,172	12,610	15,143	17,141	18,808	20,158	36,034	71,250
營業費用	(1,667)	(2,130)	(2,086)	(2,595)	(3,050)	(3,480)	(4,000)	(4,200)	(8,478)	(14,730)
營業利益	4,361	5,095	8,085	10,015	12,093	13,661	14,808	15,958	27,556	56,520
業外利益	259	802	132	38	(11)	112	108	110	1,231	318
稅前純益	4,620	5,896	8,217	10,053	12,082	13,773	14,916	16,068	28,786	56,838
所得稅費用	(1,110)	(1,624)	(2,307)	(2,794)	(3,383)	(3,856)	(4,176)	(4,499)	(7,836)	(15,915)
少數股東權益	296	274	570	623	749	892	1,103	1,091	1,764	3,835
歸屬母公司稅後純益	3,214	3,997	5,339	6,636	7,950	9,024	9,636	10,478	19,187	37,088
調整後每股盈餘(NT\$)	8.28	10.30	13.67	17.01	20.37	23.13	24.70	26.85	49.17	95.05
調整後加權平均股數(百萬股)	398	398	398	398	390	390	390	390	398	390
重要比率										
營業毛利率	25.8%	24.4%	26.1%	26.4%	29.8%	30.8%	31.4%	32.0%	25.8%	31.1%
營業利益率	18.7%	17.2%	20.8%	21.0%	23.8%	24.5%	24.7%	25.3%	19.7%	24.6%
稅前純益率	19.8%	19.9%	21.1%	21.0%	23.8%	24.8%	24.9%	25.5%	20.6%	24.8%
稅後純益率	13.8%	13.5%	13.7%	13.9%	15.6%	16.2%	16.1%	16.6%	13.7%	16.2%
有效所得稅率	24.0%	27.5%	28.1%	27.8%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	--	28.0%
季增率(%)										
營業收入	11.6%	26.8%	31.6%	22.7%	6.4%	9.5%	7.6%	5.3%		
營業利益	30.1%	16.8%	58.7%	23.9%	20.7%	13.0%	8.4%	7.8%		
稅後純益	37.5%	24.4%	33.6%	24.3%	19.8%	13.5%	6.8%	8.7%		
調整後每股盈餘	36.5%	24.4%	32.8%	24.4%	19.8%	13.5%	6.8%	8.7%		
年增率(%)										
營業收入	52.4%	79.5%	104.2%	128.5%	117.8%	88.0%	53.8%	32.0%	94.6%	64.3%
營業利益	125.4%	109.9%	160.2%	198.7%	177.3%	168.2%	83.1%	59.3%	154.6%	105.1%
稅後純益	105.5%	105.3%	129.8%	183.9%	147.4%	125.8%	80.5%	57.9%	127.9%	95.3%
調整後每股盈餘	102.9%	102.7%	127.1%	180.3%	146.1%	124.6%	80.6%	57.9%	131.8%	93.3%

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調整後加權平均股數計算。

伺服器、軸承為奇鋌未來主要成長重心

奇鋌科技成立於 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 40%，成為公司最主要業務之一。奇鋌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、電子周邊零組件產品。奇鋌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，預計年底越南廠第三期產能將開出，越南廠已達年營收 200 億元。

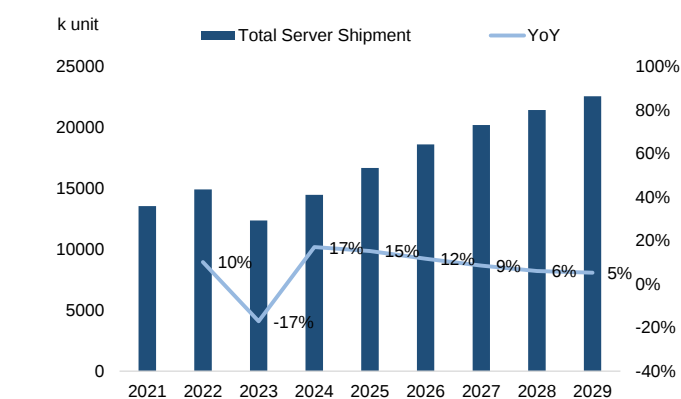
奇鋌的散熱產品包括：CPU 散熱、散熱片、風扇、PC/NB 散熱模組、熱交換器、熱管/均熱板、水冷散熱器(水冷板、CDU、浸沒式水冷模組)；機箱及系統組裝業務產品包括 PC/NB 機殼及伺服器導軌(南俊)機殼、機櫃產品，是市場少數能夠提供客戶散熱到組裝的散熱一條龍解決方案，且有能力設計並製造出高散熱效率之散熱模組，並具備成本競爭力的散熱模組供應商。除此之外，奇鋌也持有目前市場少數持續成長的摺疊機軸承供應商富世達 19%的股份，該公司生產 NB 軸承及手機軸承，主要客戶為全球摺疊機市占率第二的華為。

圖 16：奇鋌產品圖



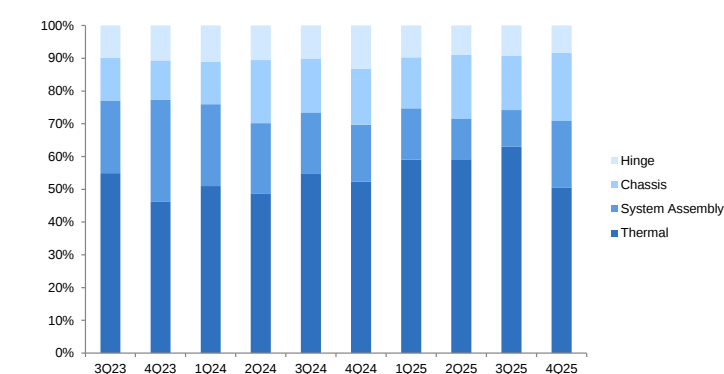
資料來源：公司資料

圖 17：全球伺服器出貨量預估



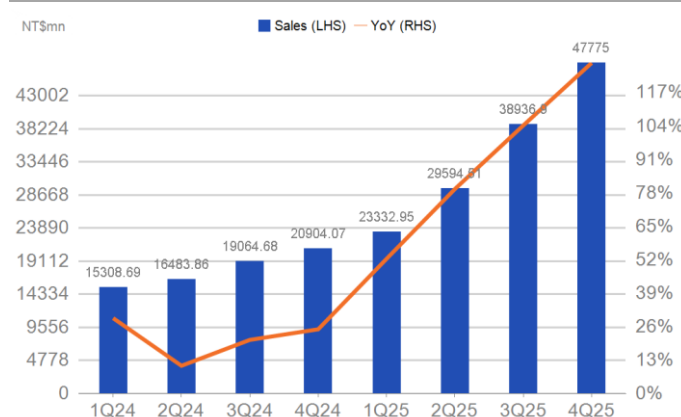
資料來源：元大投顧預估

圖 18：營收組成



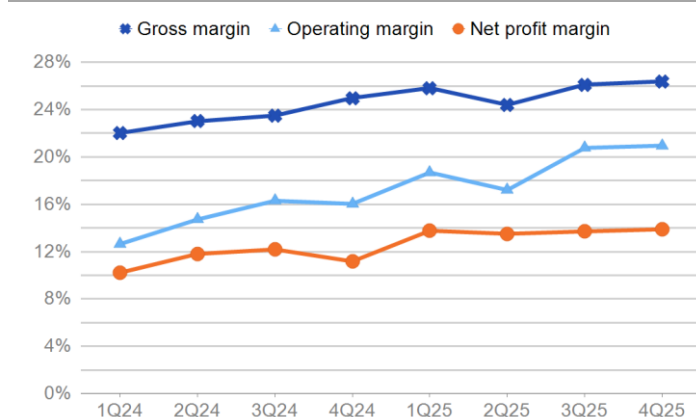
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



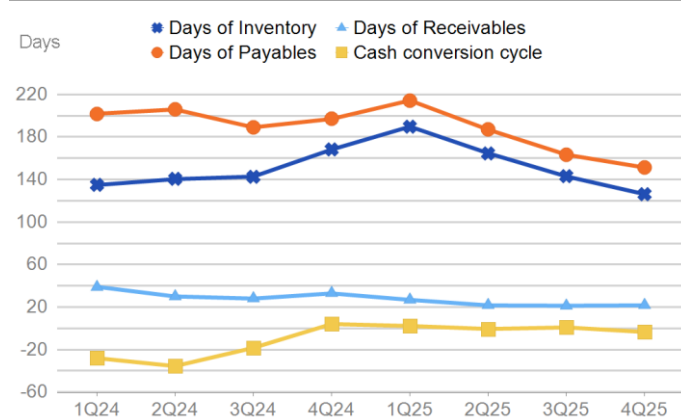
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



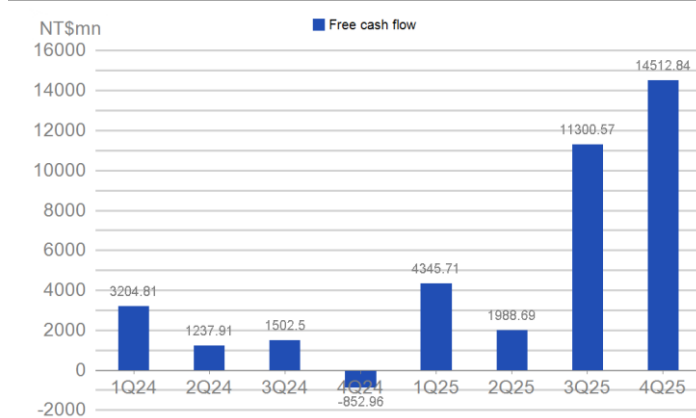
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：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：**奇鋌整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名排行於略微落後的位置，在散熱產業的公司中排名略微落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**奇鋌的整體曝險屬於低等水準，持平於散熱產業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含企業倫理、資料安全以及人力資源等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**奇鋌在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。

圖 23：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	17.9
在 ESG 議題上的曝險 (A)	28.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	37.9
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	40

資料來源：Sustainalytics (2026/4/22)

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)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
現金與短期投資	26,957	29,924	58,530	82,268	118,454
存貨	17,235	33,397	49,572	52,051	54,653
應收帳款及票據	6,533	7,767	12,133	12,739	13,376
其他流動資產	4,168	5,005	5,942	5,942	5,942
流動資產	54,892	76,092	126,176	153,000	192,425
採用權益法之投資	364	637	248	660	660
固定資產	11,350	13,805	17,849	22,228	26,570
無形資產	177	169	195	205	215
其他非流動資產	4,884	9,202	15,668	15,562	15,873
非流動資產	16,775	23,813	33,960	38,654	43,318
資產總額	71,667	99,906	160,137	191,654	235,743
應付帳款及票據	18,773	28,884	48,109	50,515	53,040
短期借款	6,766	9,585	15,111	15,564	16,031
什項負債	11,295	19,819	34,275	34,275	34,275
流動負債	36,833	58,288	97,495	100,354	103,347
長期借款	2,977	3,349	6,949	6,949	6,949
其他負債及準備	6,010	4,796	5,128	5,128	5,128
長期負債	8,987	8,145	12,076	12,076	12,076
負債總額	45,820	66,433	109,572	112,431	115,423
股本	3,833	3,883	3,983	3,983	3,983
資本公積	3,867	3,546	2,728	2,728	2,728
保留盈餘	15,781	22,051	38,534	67,259	108,429
什項權益	(1,452)	(609)	(645)	(711)	(784)
歸屬母公司之權益	22,030	28,871	44,601	73,259	114,356
非控制權益	3,817	4,602	5,964	5,964	5,964
股東權益總額	25,847	33,473	50,565	79,223	120,319

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)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
本期純益	5,814	9,193	20,951	40,923	62,257
折舊及攤提	1,954	2,463	3,246	3,694	3,730
本期營運資金變動	1,515	(9,959)	(9,005)	(680)	(714)
其他營業資產 及負債變動	1,041	7,937	24,223	(3,835)	(5,945)
營運活動之現金流量	10,324	9,632	39,415	40,102	59,328
資本支出	(3,657)	(4,540)	(7,267)	(8,000)	(8,000)
本期長期投資變動	108	273	(388)	0	0
其他資產變動	(358)	(3,402)	(5,681)	0	0
投資活動之現金流量	(3,907)	(7,669)	(13,336)	(8,000)	(8,000)
股本變動	300	49	100	0	0
本期負債變動	(1,474)	3,309	7,054	0	0
現金增減資	2,850	0	0	0	0
支付現金股利	(1,915)	(2,683)	(3,877)	(8,364)	(15,143)
其他調整數	1,111	(475)	(657)	0	0
融資活動之現金流量	872	200	2,620	(8,364)	(15,143)
匯率影響數	(381)	803	(93)	0	0
本期產生現金流量	6,908	2,967	28,606	23,738	36,185
自由現金流量	6,667	5,092	32,148	32,102	51,328

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
營業收入	59,194	71,761	139,639	229,439	318,833
銷貨成本	(46,806)	(54,891)	(103,605)	(158,188)	(213,497)
營業毛利	12,388	16,870	36,034	71,250	105,336
營業費用	(4,967)	(6,048)	(8,478)	(14,730)	(19,300)
推銷費用	(990)	(1,094)	(1,589)	(2,580)	(3,200)
研究費用	(3,129)	(4,101)	(5,392)	(9,700)	(13,000)
管理費用	(803)	(798)	(1,311)	(2,450)	(3,100)
其他費用	(46)	(55)	(187)	0	0
營業利益	7,421	10,823	27,556	56,520	86,036
利息收入	388	553	697	250	200
利息費用	(422)	(439)	(606)	(628)	(628)
利息收入淨額	(34)	114	91	(378)	(428)
投資利益(損失)淨額	81	100	(94)	100	100
匯兌損益	24	336	723	220	0
其他業外收入(支出)淨額	533	979	511	376	760
稅前純益	8,025	12,352	28,786	56,838	86,468
所得稅費用	(2,211)	(3,159)	(7,836)	(15,915)	(24,211)
少數股權淨利	510	1,020	1,764	3,835	5,945
歸屬母公司之稅後純益	5,305	8,172	19,187	37,088	56,312
稅前息前折舊攤銷前淨利	10,413	15,253	32,638	60,214	89,766
調整後每股盈餘 (NT\$)	14.11	21.21	49.17	95.05	144.32

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	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
年成長率 (%)					
營業收入	5.7	21.2	94.6	64.3	39.0
營業利益	17.7	45.8	154.6	105.1	52.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	22.8	46.5	114.0	84.5	49.1
稅後純益	25.9	58.1	127.9	95.3	52.1
調整後每股盈餘	19.7	50.4	131.8	93.3	51.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	20.9	23.5	25.8	31.1	33.0
營業利益率	12.5	15.1	19.7	24.6	27.0
稅前息前淨利率	12.9	16.6	20.2	24.6	27.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	17.6	21.3	23.4	26.2	28.2
稅前純益率	13.6	17.2	20.6	24.8	27.1
稅後純益率	9.0	11.4	13.7	16.2	17.7
資產報酬率	8.8	10.7	16.1	21.4	26.4
股東權益報酬率	26.9	31.0	49.9	50.6	49.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	177.3	198.5	216.7	141.9	95.9
淨負債權益比(%)	(66.6)	(50.8)	(72.1)	(75.4)	(79.4)
利息保障倍數 (倍)	20.0	29.1	48.5	91.5	138.6
流動比率 (%)	149.0	130.6	129.4	152.5	186.2
速動比率 (%)	100.7	72.0	77.9	100.6	133.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(17,214)	(16,989)	(36,470)	(59,755)	(95,474)
調整後每股淨值 (NT\$)	57.47	74.49	114.16	187.75	293.08
評價指標 (倍)					
本益比	191.1	127.1	54.8	28.4	18.7
股價自由現金流量比	157.7	206.4	32.7	32.7	20.5
股價淨值比	46.9	36.2	23.6	14.4	9.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	100.9	68.9	32.2	17.5	11.7
股價營收比	17.8	14.7	7.5	4.6	3.3

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：重要揭露事項

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。

奇鎰 (3017 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20240205	478.00	600	600	買進	蘇子錚
2	20240311	585.00	765	765	買進	蘇子錚
3	20240423	567.00	765	765	買進	蘇子錚
4	20240528	738.00	1000	1000	買進	蘇子錚
5	20240626	740.00	1000	1000	買進	蘇子錚
6	20250313	556.00	780	780	買進	蘇子錚
7	20250514	563.00	760	760	買進	蘇子錚
8	20250604	659.00	830	830	買進	蘇子錚
9	20250714	827.00	1090	1090	買進	蘇子錚
10	20250807	1025.00	1300	1300	買進	蘇子錚
11	20250915	1050.00	1380	1380	買進	蘇子錚
12	20251029	1330.00	1830	1830	買進	蘇子錚
13	20260106	1450.00	1950	1950	買進	蘇子錚
14	20260302	1765.00	2525	2525	買進	蘇子錚
15	20260323	2050.00	2780	2780	買進	蘇子錚

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2026 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請。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、轉寄或揭露。

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 仁愛路三段 157 號 4 樓

Copyright © 2026 Sustainalytics, a Morningstar company. All rights reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics and/or its content providers; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product, project, investment strategy or consideration of any particular environmental, social or governance related issues as part of any investment strategy; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. The ESG-related information, methodologies, tools, ratings, data and opinions contained or reflected herein are not directed to or intended for use or distribution to India-based clients or users and their distribution to Indian resident individuals or entities is not permitted. Neither Morningstar Inc., Sustainalytics, Morningstar Asia Ltd. Taiwan Branch nor their content providers accept any liability for the use of the information, for actions of third parties in respect to the information, nor are responsible for any trading decisions, damages or other losses related to the information or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.