

散熱產業

AI 伺服器需求推升液冷滲透率

焦點內容

1. 隨運算效能需求提升，凱基預期 AI 伺服器成長將持續推動液冷技術於 2026-27 年滲透率。目前 GB300、VR200、AMD 及 ASIC AI 伺服器機櫃的運算與交換托盤液冷滲透率持續上升。
2. 近期晶片級冷卻技術的發展主要針對 TDP 超過 3,000 瓦的 AI 伺服器，我們預期微通道蓋板 (MCL) 2027 年將應用於 Vera Rubin Ultra 世代。健策 (3653 TT) 將是主要受害者。不過，MCL 僅會應用於部分高階 AI GPU，在未來幾年內傳統液冷技術仍將是推論型 AI 伺服器的主流。
3. 我們維持對 2026-27 年液冷市場 TAM 成長的正面看法，首選標的包括：奇鋌 (3017 TT)、雙鴻 (3324 TT)、富世達 (6805 TT)、台達電 (2308 TT) 與 Vertiv (美)。

重要訊息

2025 年開放運算計劃(OCP) 全球高峰會於 10 月 13 至 16 日在美國聖荷西舉行，聚焦 AI 基礎設施的開放標準與永續設計。隨生成式 AI 推動資料中心邁入兆瓦級電力與散熱新時代，台灣 AI 伺服器供應鏈展示了應對高效能伺服器的完整液冷解決方案，在全球 AI 運算生態系中占有關鍵一席之地。

評論及分析

GB300/VR200 運算與交換托盤、AMD 與 ASIC AI 伺服器機櫃之液冷滲透率持續提升。 AI 伺服器運算效能需求攀升，預期將推升 2026-27 年液冷滲透率。Nvidia (美) GB300 將於 4Q25-1Q26 量產，其 NVL72 AI 伺服器機櫃運算與交換托盤將採全液冷設計。因交換托盤中水冷板與快接頭(QD)數量增加，GB300 AI 伺服器機櫃的液冷價值將較 GB200 提升 10-20%。GB300 每交換托盤的水冷板數量為 27 個 (對比 GB200 為 18 個)，QD 數量為 180 個 (對比 GB200 為 0)，另外運算托盤還需 180 個 QD。而在 Vera Rubin (VR) 世代水冷板設計仍可能延續，儘管熱設計功耗 (TDP) 高達 2.3kW。VR144 CPX 設計也將採用液冷方案，每運算托盤需額外增加 3 個水冷板與 6 對 QD。因此，我們預期 Nvidia AI GPU 平台的 GB 與 VR 系列液冷內含價值將持續擴張。同時，凱基也了解到 AMD (美) MI400 系列的 Helios 機櫃 (72 顆 GPU) 將導入液冷方案，且此趨勢將延續至下一代 MI500 系列 AI 機櫃 (144 顆 GPU)。至於 ASIC AI 方案，AWS (美)將在部分 Trainium 2.5 與 3 晶片導入液冷設計。Trainium 2 晶片為全氣冷設計，此變更將帶動液冷需求成長，其水冷板與 QD 價值甚至高於 GB300 (99 個水冷板與 360 個 QD)，因每運算托盤配置 6 個水冷板、每交換托盤配置 4 個水冷板，而 QD 需求據每運算托盤 11 對、每交換托盤 3 對計算，約達 456 個 (見圖 2-6)。因此，凱基持續正向看待 2026-27 年液冷市場規模成長。

晶片級散熱技術於 2027 年導入，應用於 TDP 超過 3,000 瓦的 AI 伺服器。 因 Rubin GPU 的 TDP 提升至 2.3kW、Rubin Ultra 的 TDP 可能進一步突破 3kW 以滿足運算效能需求之提升，Nvidia 積極設計晶片級散熱方案，包括微通道蓋板(MCL)與微通道水冷板 (MCCP)。Microsoft (美) 也展示了微流體散熱系統的概念，表示散熱效能最高比水冷板高出 3 倍，但目前仍處於實驗室測試階段。上述晶片級散熱技術仍在開發階段，我們認為 VR Ultra 世代 (Kyber 機櫃設計) 因機櫃空間有限且功耗極高，將有導入晶片級散熱的必要性。MCL 是一種將均熱片與水冷板整合的散熱方案，不僅具備晶片保護功能 (如 Hopper GPU 的加固框 (Stiffener) 與 Blackwell GPU 的均熱片)，還將第二層導熱材料 (TIM 2)、均熱片與水冷板一體封裝，讓冷卻液更貼近熱源，直接於晶片層級進行散熱，以在更小的體積中提升散熱效率。MCL 技術透過在晶片或封裝上蝕刻微米級通道，讓冷卻液流過並帶走熱量，顯著提升散熱效率，但其效能恐仍受限於冷卻液的解熱容量。此外，控制氣泡動態與流阻也是需克服的技術挑戰，冷卻液的穩定性與製程量產亦是關鍵難題 (圖 11-15)。因此，我們預期晶片級散熱技術如 MCL 將在部分高階 AI GPU 中導入，而未來幾年內傳統液冷技術仍是 AI 伺服器 (特別是推論用途) 的主流。就 AI 伺服器的 MCL 技術而言，預期健策 (3653 TT, NT\$2,135, 未評等) 將成為首家兼主要供應商，並於 2H26 或 2027 年起開始顯著貢獻營收。

2026 年 AI 伺服器快速普及將有助於液冷市場滲透率的提升。我們持續正向於未來 2-3 年液冷市場 TAM 成長，根據產業數據，水冷板市場 TAM 預期將於 2024 至 2030 年間以 45-50% 的 CAGR 成長，規模突破 200 億美元(圖 8)。液冷市場規模成長的主要動能包括：(1) GPU、CPU 的 TDP 持續上升，且 AI 伺服器中交換器、網通設備與記憶體升級推升液冷滲透率，即使部分高階 GPU 可能採用晶片級散熱技術；(2) 2H25 至 2027 年 GB300、VR200 與 VR200 CPX 等 AI 伺服器機櫃將使用水冷板為主要液冷設計，水冷板與快接頭用量同步擴張；(3) 2026-27 年 AMD 的 Helios AI 伺服器機櫃(預計 2H26 量產)以及 ASIC 架構的 AI 伺服器機櫃(如 AWS Trainium 2.5/3、Meta MITA2.5/3、Google TPU v6e 與 Microsoft MAIA 100)也將從目前以氣冷為主的設計轉向液冷水冷板；(4) 2H27 後的 VR Ultra 世代，MCL 技術採用可能更加顯著，特別是高階 AI GPU 市場。屆時可能出現第二或第三供應商機會，目前水冷領導廠可望參與或供應其他零組件。而推論型 AI 伺服器的液冷設計可能產生額外水冷板需求。因此，我們預期 2026-27 年水冷板、快接頭與分歧管廠商營收與獲利成長動能強勁，包括：奇鋌(3017 TT, NT\$1,190, 增加持股)、雙鴻(3324 TT, NT\$981, 增加持股)與富世達(6805 TT, NT\$1,400, 增加持股)。而 Sidecar 與 CDU 需求亦將成長，將有利於台達電(2308 TT, NT\$1,070, 增加持股)與 Vertiv(美)。而 2027 年後 MCL(晶片級散熱)進入量產階段，健策將是明確受惠者。

主要受惠廠商：(1)奇鋌是 GB200/300 水冷板與分歧管的領導廠商，其子公司富世達供應快接頭。預期奇鋌是 GB/VR 系列伺服器液冷零組件的主要供應商。公司 4Q25 營收預估將季增 15-20%，產品組合優化也將推升毛利率與營利率至高峰。展望 2026 年，憑藉多項開發中的散熱解決方案，加上水冷板領域的主導地位、良好交貨紀錄，以及機殼機櫃與風扇等供貨，與越南擴產以支應 GB300、VR200 與 ASIC 多家 CSP AI 伺服器強勁需求展望。基於富世達展望更佳，我們預估奇鋌 2026 年營收年增 45%、EPS 70.82 元(年增 45%)，優於市場共識；(2) 雙鴻 4Q25 營收將季增 25-30%，優於預期，主因既有客戶與新客戶 GB300 出貨量同步成長。液冷產品營收占比將由 3Q25 的 35% 升至 4Q25 約 45%，2026 年亦將持續上揚，受惠於 AWS、Meta 與 Oracle 的 GB300 水冷板與分歧管需求，以及 Supermicro(美)的 B300 HGX，另有部分 ASIC 液冷產品出貨至 AWS 與 Meta。鑒於泰國廠良率與效率持續改善，凱基認為公司 2026 年營收與 EPS 展望樂觀。修正 2025-26 年 EPS 至 29.11 元(年增 37%)與 52.55 元(年增 81%)；(3)台達電將受惠於液冷需求成長，其整合式液冷系統(液對氣 Sidecar、分歧管與水冷板)未來幾年營收將強勁成長，因其在多家主要美系 CSP 的高市占率。凱基認為液冷營收(原估 2025-27 年分別為 358 億元、580 億元與 730 億元)仍有顯著上修空間，推動 EPS 較市場共識進一步調升。凱基目前預估 2026 年 EPS 將年增 29%至 28.86 元，2027 年 EPS 38.31 元，對比 2025 年 EPS 預估 22.33 元(年增 65%)，並將在 10/30 公告 3Q25 財報後更新預估；(4)富世達 2025-26 年 EPS 將大幅成長，因 GB300、VR 與 ASIC AI 伺服器快接頭營收擴張。GB/VR 伺服器機櫃快接頭用量持續增加，且 ASIC AI 伺服器也由氣冷轉向液冷設計。凱基上修富世達 2025-26 年 EPS 預估至 31.06 元(年增 74%)與 58.49 元(年增 88%)；(5)健策將在 2H26 後受惠於多項成長動能，包括 AI 伺服器 GPU 散熱片逐步轉向 MCL 技術(公司將是主要供應商，產品 ASP 可望較散熱片提升 9-10 倍)；Intel(美)Oak Stream 平台 CPU 插槽/載板滲透率提升，與主要出貨 Supermicro 的 AI 伺服器水冷板營收增長。公司展望 2Q26 之前的月營收將維持穩定(16-18 億)，並在 2H26 顯著上升。近期動能有限，3Q25 毛利率將季減。但市場預期其 2026-27 年 EPS 強勁成長，有望支撐其評價在 30x 以上。

投資建議

我們持續看好 2026-27 年液冷散熱的 TAM 增長，首選個股包括：奇鋌(目標價 1,695 元，24x 2026 年 EPS)、雙鴻(目標價 1,205 元，24x 2026 年 EPS)、富世達(目標價 1,755 元，30x 2026 年 EPS)、台達電(目標價 1,075 元，30x 2026 年 EPS)與 Vertiv(目標價 210 美元，30x 2027 年 EPS)。

投資風險

原物料價格上漲；新台幣升值；TDP 上升使散熱供應鏈移轉。

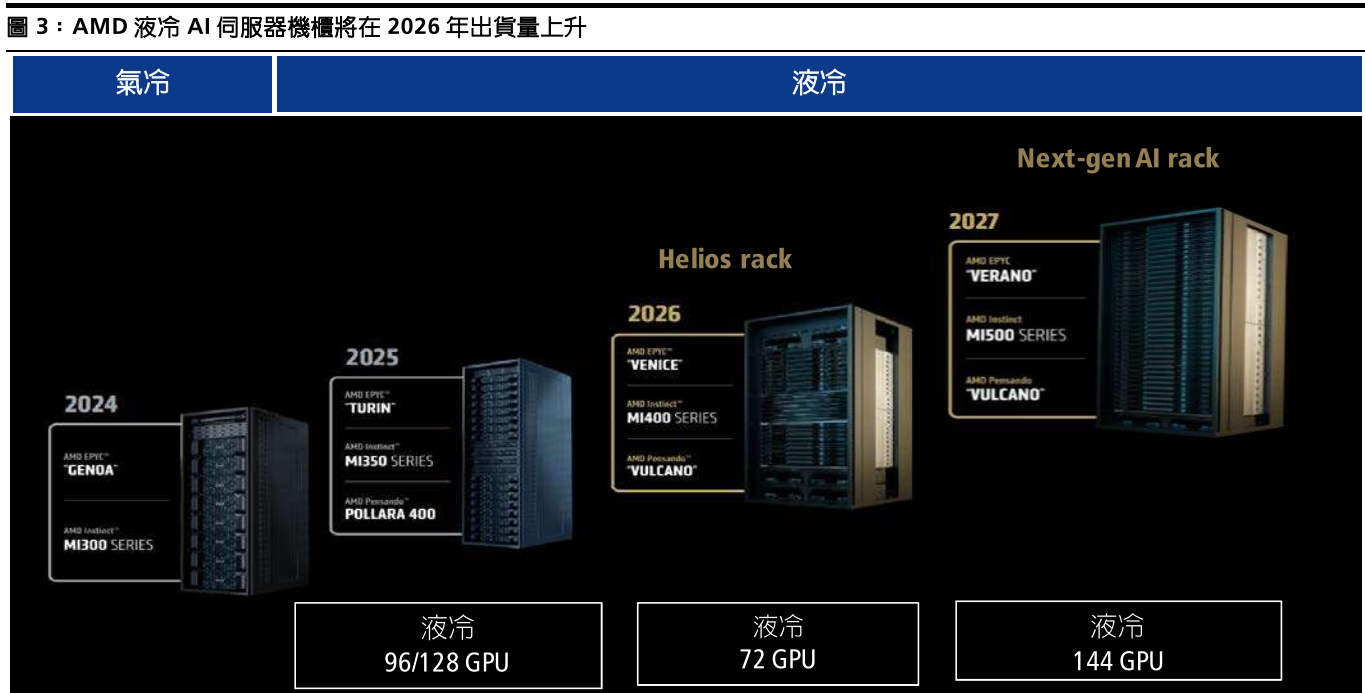
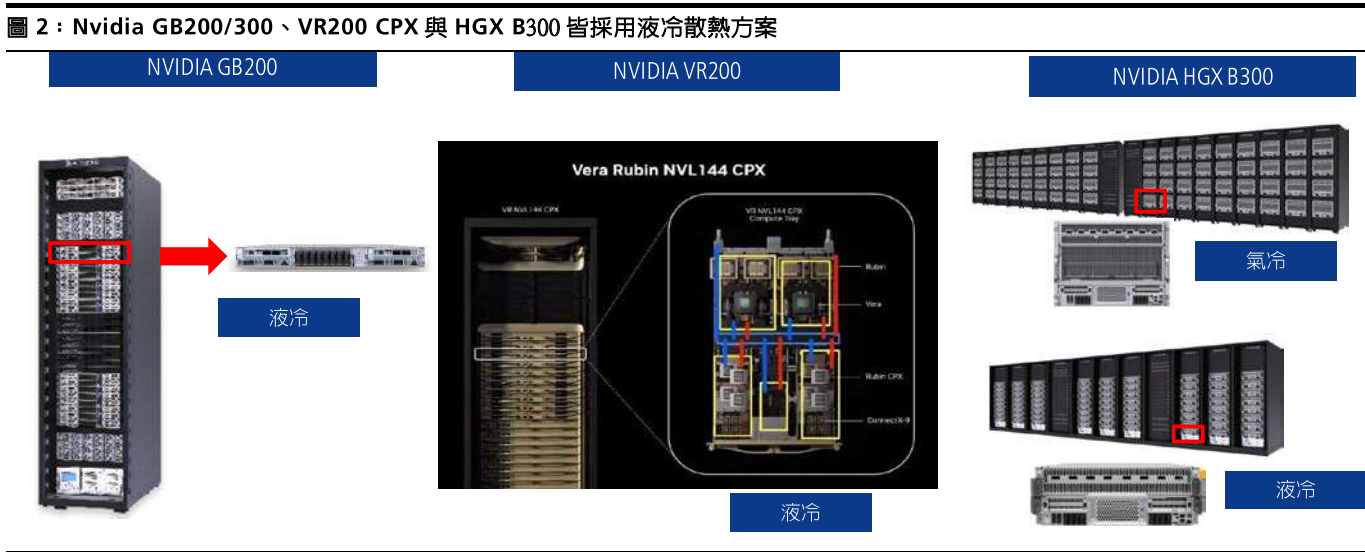
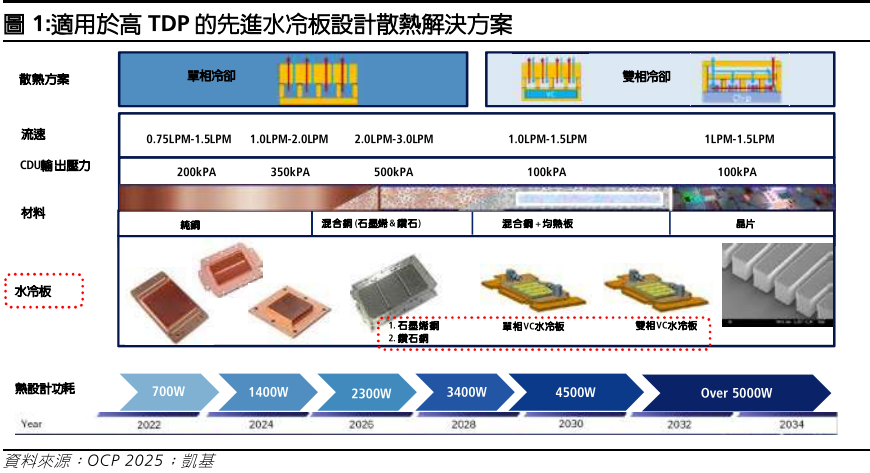
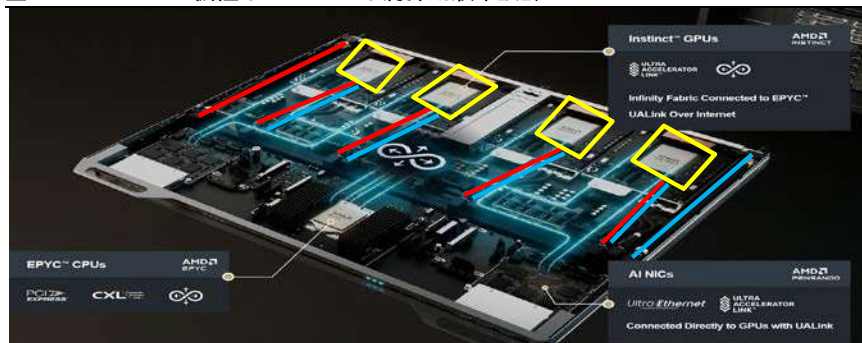
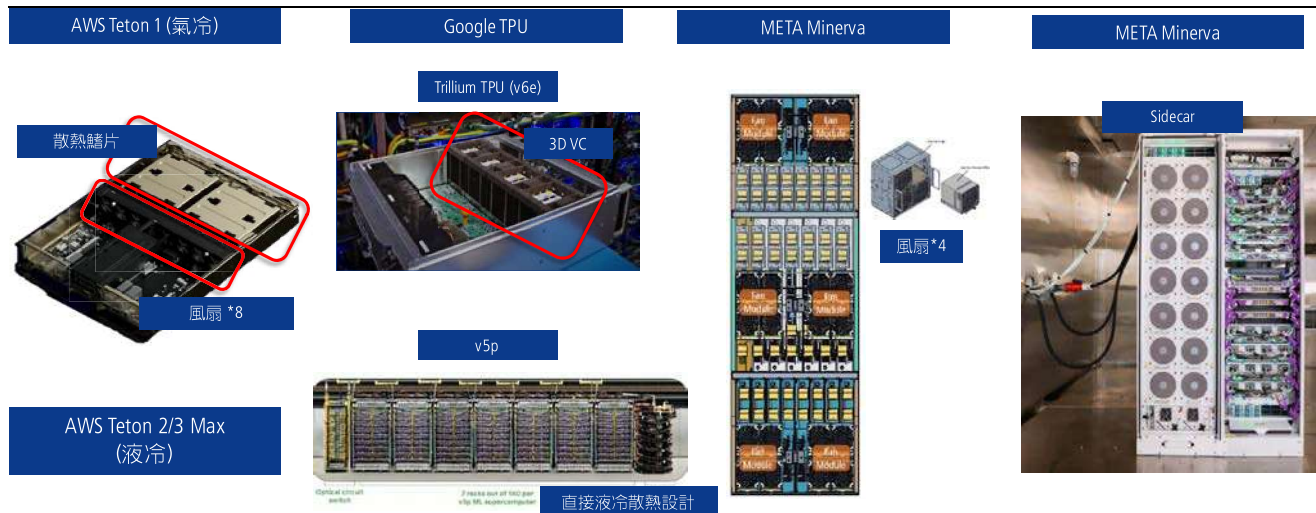


圖 4: AMD Helios 機櫃 (MI450 GPU) 將採用液冷設計



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：四家主要 CSP 的 ASIC 機櫃皆有採用液冷設計；AWS 的 Teton 2/3 Max 的液冷設計預期將在 2026-27 年成長



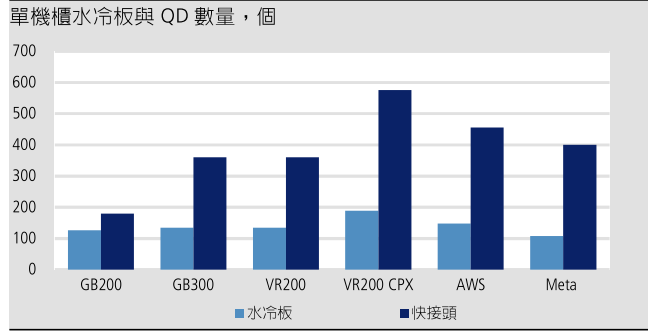
資料來源：公司資料；凱基

圖 6：GB300 與 ASIC 液冷機櫃的快接頭營收增漲將推升奇鋐營收成長

個數	GPU						ASIC		
	GB200			GB300			AWS- 液冷(Teton 2 Max)		
	運算托盤	交換托盤	每櫃用量	運算托盤	交換托盤	每櫃用量	運算托盤	交換托盤	每櫃用量
GPU晶片	72	18		72	18		18	10	
CPU	36			36					
水冷板模組	72	18	90	72	27	99	108	40	148
QD (顆)	180	-	180	180	180	360	396	60	456
	(每層托盤: 4組+2顆)			(每層托盤: 4組+2顆) (每層托盤: 9組+2顆)			(每層托盤10組+2顆) (每層3組)		
內含價值 (US\$)									
水冷板	21,600	4,500	26,100	20,160	6,750	26,910	37,800	10,000	47,800
QD	3,600		3,600	3,600	3,600	7,200	7,920	1,200	9,120
水冷板 + QD			29,700			34,110			56,920
Units	VR200			VR CPX					
	運算托盤	交換托盤	每櫃用量	運算托盤	交換托盤	每櫃用量			
GPU晶片	72	18		72	18				
CPU	36	-		36					
CPX加速器				144					
水冷板模組	72	27	99	90	27	117			
QD (顆)	180	180	360	396	180	576			
	(每層托盤: 4組+2顆) (每層托盤: 9組+2顆)			(每層托盤: 10組+2顆) (每層托盤: 9組+2顆)					
內含價值 (US\$)									
水冷板	12,240	4,050	16,290	15,300	4,050	19,350			
QD	3,600	3,600	7,200	7,920	3,600	11,520			
水冷板 + QD			23,490			30,870			

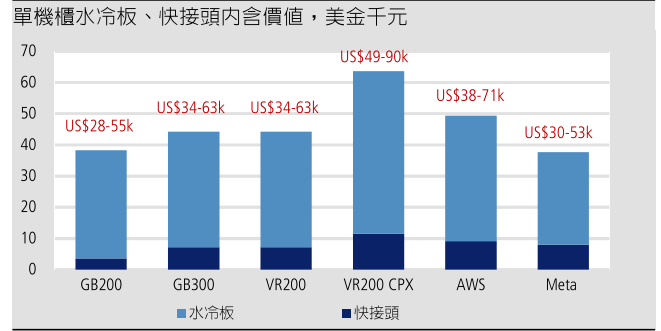
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7：GPU 與 ASIC AI 伺服器機櫃之單櫃 QD 使用量皆持續提升



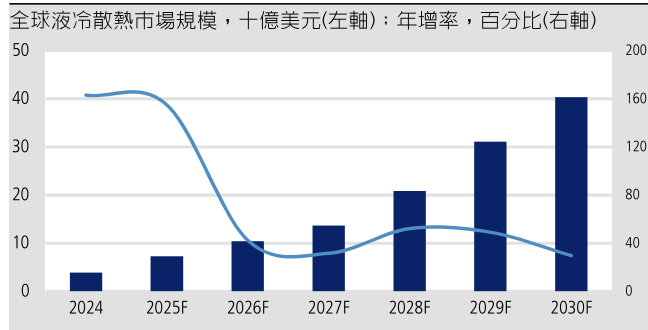
註：QD 數量未包含用於機櫃分歧管之 QD
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 8：相較 GB200，GB300、VR200/200CPX、ASIC 機櫃之液冷內含價值皆有所提升



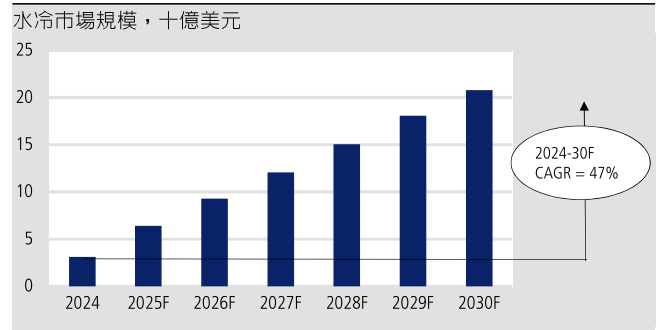
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 9：液冷散熱市場規模將持續成長，水冷板為 2028 年前之主流設計



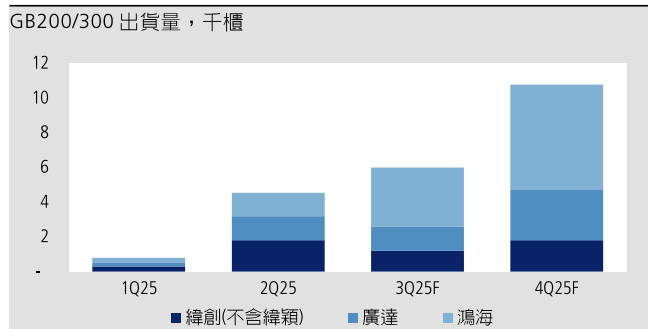
資料來源：Promersion；OCP 2025；凱基預估

圖 10：水冷板市場規模將在 2030 年達到峰值，並在 2024-30 年達成 47% 之複合年增長率



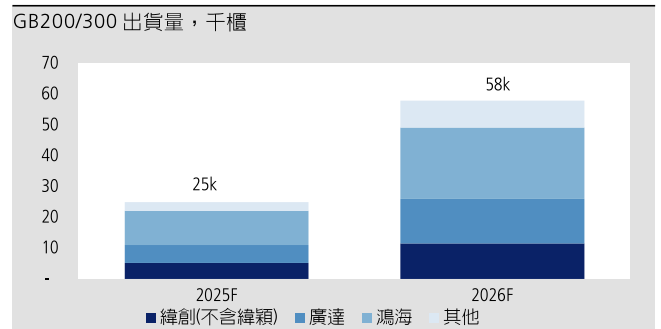
資料來源：Promersion；OCP 2025；凱基預估

圖 11：3Q25 GB200 出貨量將跳升，而 GB300 將於 4Q25 進入量產



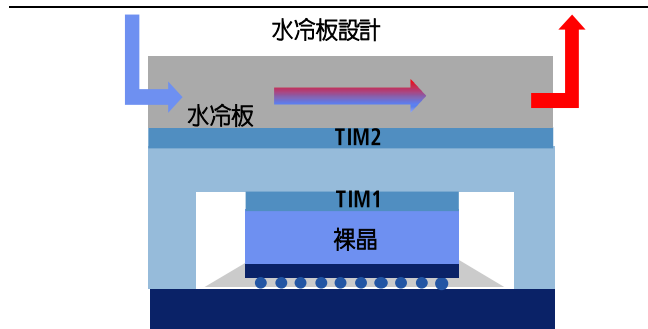
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 12：2025 年 GB200/300 出貨量將達 2.3-2.5 萬櫃、2026 年出貨量可望達 5.5-6.0 萬櫃



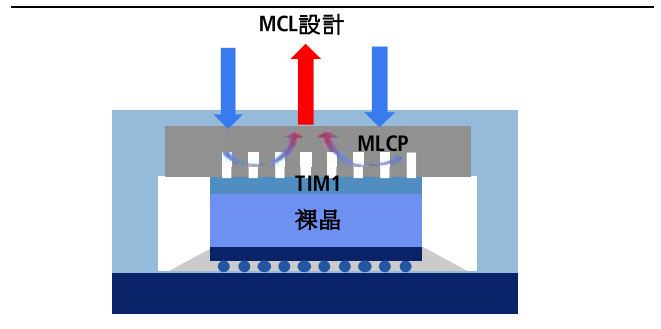
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 13：MLCP 設計結合 TIM 2、散熱片與水冷板於晶片封裝蓋板，以提升解熱能力



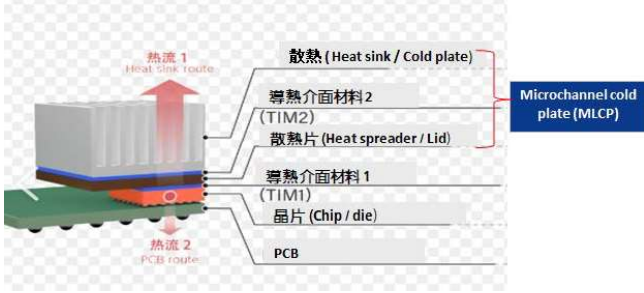
資料來源：產業網站、凱基

圖 14：微通道的高精密設計需高達 100 層以上的擴散接合



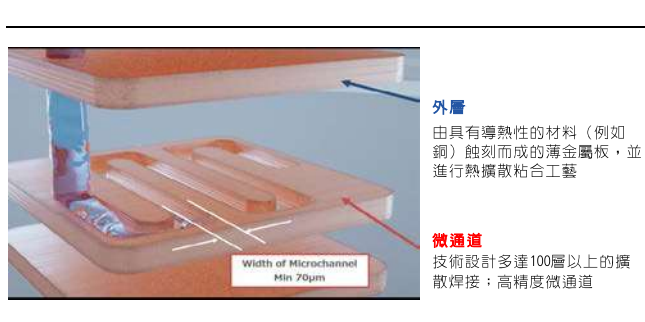
資料來源：產業網站、凱基

圖 15：MLCP 設計結合 TIM 2、散熱片與水冷板於晶片封裝蓋板，以提升解熱能力



資料來源：產業網站、凱基

圖 16：微通道的高精密設計需高達 100 層以上的擴散接合



資料來源：產業網站、凱基

圖 17: MCL 具有數項優勢，但技術挑戰仍存

主要挑戰	
1. 製程精度	微流道結構極細，蝕刻與焊封良率低
2. 熱膨脹差異	金屬蓋與矽基封裝材料熱膨脹係數 (CTE) 不匹配，造成界面應力
3. 液體可靠性	微流道易產生滲漏、氣泡與微粒堵塞
4. 量產與成本	可量產廠商少，檢測與防漏測試成本高
主要優勢	
1. 高效熱傳導能力	冷卻液在微流道中流動，距離熱源近，幾乎消除多層熱阻
2. 系統密度可提升	有助於伺服器密度提升，減少水冷模組體積與管路長度
3. 散熱均勻性提升	微流道可依晶片功率分布 (power map) 客製化流路，設計有效避免傳統水冷板熱斑 (hot spot) 問題

資料來源：公司資料、凱基

圖 18：奇鋌 - 2025-26 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2025F						2026F					
	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	138,340	138,340	0.0	92.8	128,738	7.5	200,138	200,138	0.0	44.7	162,286	23.3
毛利	35,552	35,552	0.0	110.7	33,239	7.0	52,786	52,786	0.0	48.5	43,322	21.8
營業利益	26,512	26,512	0.0	145.0	24,055	10.2	40,398	40,331	0.2	52.4	32,180	25.5
稅前獲利	27,933	27,933	0.0	126.1	25,564	9.3	41,522	41,444	0.2	48.7	33,020	25.7
稅後淨利	18,904	18,957	(0.3)	131.3	17,579	7.5	27,486	27,691	(0.7)	45.4	22,665	21.3
每股盈餘 (元)	48.71	48.85	(0.3)	129.7	45.29	7.5	70.82	71.35	(0.7)	45.4	58.40	21.3
毛利率 (%)	25.7	25.7	0.0 ppts	2.2 ppts	25.8	(0.1)ppts	26.4	26.4	0.0 ppts	0.7 ppts	26.7	(0.3)ppts
營業利率 (%)	19.2	19.2	0.0 ppts	4.1 ppts	18.7	0.5 ppts	20.2	20.2	0.0 ppts	1.0 ppts	19.8	0.4 ppts
淨利率 (%)	13.7	13.7	(0.0)ppts	2.3 ppts	13.7	0.0 ppts	13.7	13.8	(0.1)ppts	0.1 ppts	14.0	(0.2)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 19：雙鴻 - 2025-26 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2025F						2026F					
	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	23,184	21,979	5.5	46.9	22,242	4.2	32,885	29,424	11.8	41.8	29,024	13.3
毛利	6,499	6,082	6.9	61.4	6,155	5.6	9,428	8,290	13.7	45.1	8,336	13.1
營業利益	3,489	3,161	10.4	82.6	3,205	8.9	5,973	5,117	16.7	71.2	4,969	20.2
稅前獲利	3,343	3,057	9.3	41.3	3,008	11.1	6,003	5,121	17.2	79.6	5,060	18.6
稅後淨利	2,629	2,401	9.5	38.9	2,363	11.3	4,747	4,042	17.5	80.6	3,990	19.0
每股盈餘 (元)	29.11	26.58	9.5	37.1	26.16	11.3	52.55	44.74	17.5	80.5	44.17	19.0
毛利率 (%)	28.0	27.7	0.4 ppts	2.5 ppts	27.7	0.4 ppts	28.7	28.2	0.5 ppts	0.6 ppts	28.7	(0.1)ppts
營業利益率 (%)	15.1	14.4	0.7 ppts	2.9 ppts	14.4	0.6 ppts	18.2	17.4	0.8 ppts	3.1 ppts	17.1	1.0 ppts
淨利率 (%)	11.3	10.9	0.4 ppts	(0.7)ppts	10.6	0.7 ppts	14.4	13.7	0.7 ppts	3.1 ppts	13.7	0.7 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 20：富世達 - 2025-26 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2025F						2026F					
	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	12,325	12,195	1.1	50.5	12,273	0.4	18,456	17,387	6.2	49.8	17,448	5.8
毛利	3,144	3,068	2.5	72.1	3,109	1.1	5,437	5,030	8.1	72.9	4,918	10.5
營業利益	2,511	2,433	3.2	109.7	2,447	2.6	4,566	4,178	9.3	81.8	4,008	13.9
稅前獲利	2,538	2,460	3.2	69.8	2,462	3.1	4,773	4,384	8.9	88.1	4,156	14.9
稅後淨利	2,130	2,064	3.2	73.5	2,050	3.9	4,010	3,683	8.9	88.3	3,420	17.2
每股盈餘 (元)	31.06	30.10	3.2	73.5	29.91	3.9	58.49	53.72	8.9	88.3	49.89	17.2
毛利率 (%)	25.5	25.2	0.4 ppts	3.2 ppts	25.3	0.2 ppts	29.5	28.9	0.5 ppts	3.9 ppts	28.2	1.3 ppts
營利率 (%)	20.4	20.0	0.4 ppts	5.8 ppts	19.9	0.4 ppts	24.7	24.0	0.7 ppts	4.4 ppts	23.0	1.8 ppts
淨利率 (%)	17.3	16.9	0.4 ppts	2.3 ppts	16.7	0.6 ppts	21.7	21.2	0.5 ppts	4.4 ppts	19.6	2.1 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 21：台達電 - 2025-27 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2025F						2026F						2027F					
	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 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	524,654	510,138	2.8	24.6	515,497	1.8	622,699	577,345	7.9	18.7	601,645	3.5	754,363	658,915	14.5	21.1	715,858	5.4
毛利	182,939	174,952	4.6	33.9	177,470	3.1	225,152	200,858	12.1	23.1	212,164	6.1	280,070	230,200	21.7	24.4	254,402	10.1
營業利益	79,443	73,593	7.9	66.7	73,487	8.1	104,797	88,797	18.0	31.9	95,840	9.3	139,355	104,614	33.2	33.0	124,420	12.0
稅後淨利	58,005	53,072	9.3	64.7	54,941	5.6	74,973	63,665	17.8	29.3	71,977	4.2	99,521	74,942	32.8	32.7	93,389	6.6
每股盈餘 (元)	22.33	20.43	9.3	64.7	21.20	5.3	28.86	24.51	17.8	29.3	28.08	2.8	38.31	28.85	32.8	32.7	36.01	6.4
毛利率 (%)	34.9	34.3	0.6 ppts	2.4 ppts	34.4	0.4 ppts	36.2	34.8	1.4 ppts	1.3 ppts	35.3	0.9 ppts	37.1	34.9	2.2 ppts	1.0 ppts	35.5	1.6 ppts
營利率 (%)	15.1	14.4	0.7 ppts	3.8 ppts	14.3	0.9 ppts	16.8	15.4	1.4 ppts	1.7 ppts	15.9	0.9 ppts	18.5	15.9	2.6 ppts	1.6 ppts	17.4	1.1 ppts
淨利率 (%)	11.1	10.4	0.7 ppts	2.7 ppts	10.7	0.4 ppts	12.0	11.0	1.0 ppts	1.0 ppts	12.0	0.1 ppts	13.2	11.4	1.8 ppts	1.2 ppts	13.0	0.1 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 22：健策 - 2025-27 年市場共識

百萬元	2025F		2026F		2027F	
	市場共識	YoY (%)	市場共識	YoY (%)	市場共識	YoY (%)
營收	20,200	41.5	26,353	30.5	44,658	69.5
毛利	8,666	61.5	11,910	37.4	21,412	79.8
營業利益	6,812	79.3	9,716	42.6	18,645	91.9
稅前獲利	6,611	55.7	9,785	48.0	18,717	91.3
稅後淨利	5,291	54.3	7,718	45.9	14,726	90.8
每股盈餘 (元)	37.10	53.6	55.99	50.9	113.79	103.2
毛利率 (%)	42.9	5.3 ppts	45.2	2.3 ppts	47.9	2.8 ppts
營利率 (%)	33.7	7.1 ppts	36.9	3.1 ppts	41.7	4.9 ppts
淨利率 (%)	26.2	2.2 ppts	29.3	3.1 ppts	33.0	3.7 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 23：Vertiv - 2025-26 年財測修正暨市場共識比較

Non-GAAP	2025F							2026F					
百萬元	公司財測 (中位數)	修正後	修正前	調幅 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)
營收	10,200	10,306	10,405	(1.0)	28.6	10,025	2.8	12,734	12,185	4.5	23.6	11,605	9.7
毛利		3,820	3,753	1.8	30.2	3,616	5.7	4,894	4,560	7.3	28.1	4,313	13.5
營業利益	2,060	2,162	2,045	5.7	39.3	1,986	8.9	2,905	2,656	9.4	34.4	2,495	16.4
稅前利益		2,045	1,878	8.9	46.2	1,734	17.9	2,672	2,423	10.3	30.7	2,243	19.1
稅後淨利		1,647	1,498	10.0	49.5	1,463	12.6	2,117	1,922	10.2	28.5	1,828	15.8
EPS (US\$)	4.10	4.23	3.86	9.7	48.4	3.76	12.6	5.48	4.97	10.2	29.4	4.73	15.8
毛利率 (%)		37.1	36.1	1.0 ppts	0.4 ppts	36.1	1.0 ppts	38.4	37.4	1.0 ppts	1.4 ppts	37.2	1.3 ppts
營業利益率 (%)	20.3	21.0	19.7	1.3 ppts	1.6 ppts	19.8	1.2 ppts	22.8	21.8	1.0 ppts	1.8 ppts	21.5	1.3 ppts
淨利率 (%)		16.0	14.4	1.6 ppts	2.2 ppts	14.6	1.4 ppts	16.6	15.8	0.9 ppts	0.6 ppts	15.8	0.9 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 24: 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(%)							
		2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	PC	Gaming/ VGA	智慧型手機	伺服器	網通	車用	其他	合計
奇鋁	3017 TT	38.9	88.5	133.4	24.5	127.7	50.7	11			12	58	8	<1	11
雙鴻	3324 TT	15.8	23.2	32.9	13.9	46.9	41.8	28	14		56		0	2	100
富世達	6805 TT	0.2	3.8	9.0	N.A.	1,463.8	139.9	6		57	36			1	100
台達電	2308 TT	39.7	77.0	101.2	9.0	94.0	31.3	<5		<5	43		7	>40	100
建準	2421 TT	14.6	18.2	20.3	4.0	24.6	11.5	14			48		9	18	100
健策*	3653 TT	9.4	14.9	21.1	N.A.	58.6	41.0	30			44		9	10	100

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 25: 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
		2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	
奇鋁	3017 TT	23.5	25.7	26.4	15.1	19.2	20.2	21.21	48.71	70.82	50.4	129.7	45.4	82.7
雙鴻	3324 TT	25.5	28.0	28.7	12.1	15.1	18.2	21.23	29.11	52.55	48.7	37.1	80.5	57.3
富世達	6805 TT	22.3	25.5	29.5	14.6	20.4	24.7	17.90	31.06	58.49	75.8	73.5	88.3	80.8
台達電	2308 TT	32.4	34.9	36.2	11.3	15.1	16.8	13.56	22.33	28.86	5.5	64.7	29.3	45.9
建準	2421 TT	28.4	30.0	30.2	11.5	14.3	14.9	5.46	7.05	8.80	5.7	29.2	24.9	27.0
健策*	3653 TT	37.6	42.9	45.2	26.6	33.7	36.9	24.15	37.96	55.84	45.5	57.2	47.1	52.1

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 26: 同業評價比較

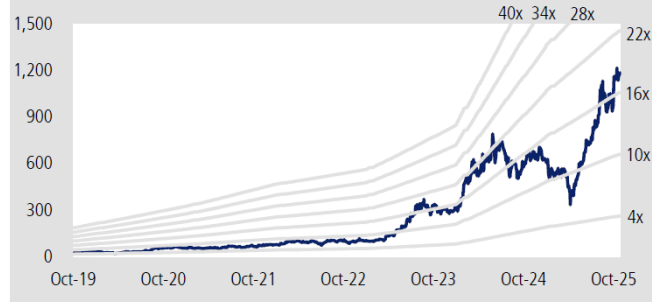
領域	公司	代碼	市值 (US\$mn)	股價 (當地貨幣)	評等	目標價 (元)	每股盈餘 (當地貨幣)			每股盈餘 年增率 (%)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			現金殖利率 (%)	
							2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F
冷卻風扇	建準	2421 TT	1,252	140.5	增加持股	150.0	5.46	7.05	8.80	5.7	29.2	24.9	25.7	19.9	16.0	4.9	4.5	4.2	19.7	23.5	27.3	2.6	3.6
	日本電產公司*	6594 JP	20,222	2,570.5	未評等	N.A.	145.95	158.28	175.03	354.2	8.4	10.6	17.6	16.2	14.7	1.7	1.7	1.6	9.8	10.8	10.9	1.5	1.6
	動力-KY*	6591 TT	109	81.7	未評等	N.A.	3.21	N.M.	N.M.	(5.6)	N.A.	N.A.	25.5	N.A.	N.A.	1.6	N.A.	N.A.	9.9	N.M.	N.M.	2.9	N.A.
	美商亞三美公司*	6479 JP	8,728	3,098.0	未評等	N.A.	147.58	142.18	175.73	(17.2)	(3.7)	23.6	21.0	21.8	17.6	1.7	1.7	1.6	7.6	8.1	9.1	1.3	1.5
散熱模組/ 冷卻風扇	奇鋁	3017 TT	15,055	1,190.0	增加持股	1695.0	21.21	48.71	70.82	50.4	129.7	45.4	56.1	24.4	16.8	16.0	12.0	8.9	32.1	56.4	61.2	0.8	2.1
	台達電	2308 TT	90,583	1,070.0	增加持股	1075.0	13.56	22.33	28.86	5.5	64.7	29.3	78.9	47.9	37.1	12.1	11.3	9.5	16.4	24.4	27.9	0.7	1.1
	維諦技術控股	VRT US	71,138	186.06	持有	210.0	2.85	4.23	5.48	61.0	48.4	29.4	65.2	44.0	34.0	26.6	19.7	14.7	49.1	44.1	42.3	0.1	0.1
	多佛公司*	DOV US	24,335	177.43	持有	N.A.	19.58	9.55	10.45	159.0	(51.3)	9.4	9.1	18.6	17.0	3.4	3.2	2.9	33.6	16.7	16.2	1.2	1.2
散熱模組	尼得科超象*	6230 TT	391	139.0	未評等	N.A.	1.48	N.M.	N.M.	(78.9)	N.A.	N.A.	93.9	N.A.	N.A.	2.0	N.A.	N.A.	2.2	N.M.	N.M.	0.2	N.A.
	雙鴻	3324 TT	2,934	981.0	增加持股	1205.0	21.23	29.11	52.55	48.7	37.1	80.5	46.2	33.7	18.7	10.0	8.7	7.0	24.3	27.2	41.0	1.0	1.4
	鴻準*	2354 TT	3,213	69.7	未評等	N.A.	2.53	2.93	3.59	(15.9)	15.8	22.5	27.5	23.8	19.4	0.9	0.6	0.6	3.3	3.7	4.5	2.0	2.0
	勝倉有限公司*	5803 JP	37,776	19,355.0	未評等	N.A.	330.32	283.77	470.04	122.8	(14.1)	65.6	58.6	68.2	41.2	13.1	13.5	11.0	26.5	20.9	29.3	0.3	0.4
均熱片	古河電氣工業*	5801 JP	4,585	9,836.0	未評等	N.A.	473.49	407.39	541.15	86.1	(14.0)	32.8	20.8	24.1	18.2	2.0	2.0	1.9	10.5	8.8	10.8	0.6	1.2
	健策*	3653 TT	9,945	2,135.0	未評等	N.A.	24.15	37.10	55.99	45.6	53.6	50.9	88.4	57.6	38.1	22.1	17.4	13.8	31.2	33.0	38.9	0.7	0.9

標* 號為 Bloomberg 市場預估

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 27：奇鋐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 28：雙鴻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

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 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。