雙鴻 (3324.TW/3324 TT)

液冷散熱伺服器營收推升利潤率與 EPS

增加持股・維持

收盤價 July 30 (NT$)	671
12 個月目標價 (NT$)	920
前次目標價 (NT$)	920
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	37.1

焦點內容

1. 2Q24 伺服器營收較強勁，主因液冷水冷板，將帶動毛利率擴張，使 2Q24 EPS 優於預期。
2. 公司展望零組件供給吃緊將使 3Q24 營收下滑，我們預期 4Q24 營收將回升。
3. GB200 進入量產將帶動 2025 年液冷散熱營收顯著成長，加上新 RTX-50 GPU 上市，2025 年 EPS 成長展望正向。

交易資料表

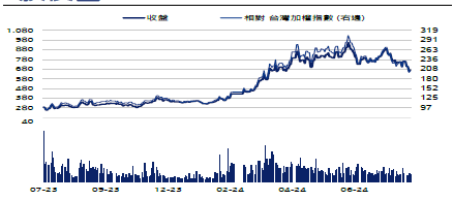
市值：(NT$bn/US$mn)	61.31 / 1,881
流通在外股數 (百萬股)：	91.37
外資持有股數 (百萬股)：	15.23
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.48
52 週股價 (低 \ 高) (NT$):	257.5 –955

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-16.1	71	114.7
相對表現 (%)	-25.1	47.8	86.2

每股盈餘

NT$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.42A	4.15A	4.74A	2.37A
2023	3.22A	2.78A	5.71A	2.59A
2024	4.51A	6.49F	5.37F	6.27F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

2Q24 營收季增幅遠優於預期，主因液冷散熱營收強勁，因而預期毛利率與營利率有望優於我們原估。但因散熱零組件短缺，預期 3Q24 營收將季減，而 4Q24-2025 年液冷散熱營收將回升，帶動整體營收與 EPS 成長。

評論及分析

利潤率優化有望使 2Q24 EPS 大幅優於預期。2Q24 營收季增 36%，遠優於財測之季增 10%與市場共識。2Q24 伺服器營收比重上揚至 46%，金額年增 230%、季增 150%，主因 Supermicro (美)的水冷板模組出貨增加使液冷散熱營收優於預期，促使液冷營收比重達 20%，明顯高於 1Q24 與 2023 年的 2%。考量液冷毛利率較高，產品組合轉佳將使 2Q24 毛利率季增 3-4ppts 至 28.3%。加上營業費用率下滑至約 12%，我們上修 2Q24 EPS 預估至 6.49 元，季增 44%、年增 134%。公司預計於 8/8 或 8/9 公告 2Q24 財報。

液冷零組件短缺使 3Q24 伺服器營收較緩；預期於 4Q24-2025 年復甦。3Q24 伺服器營收展望季減，主因液冷零組件快接頭(UQD)供給吃緊。而 GPU 與電競營收展望將季減，因新 RTX-50 系列 GPU 於 4Q24-1Q25 上市前管控庫存。但旺季將使筆電、桌機與智慧型手機營收季增。基於產品組合較不利，我們預估 3Q24 營收、利潤率與 EPS 季減。隨液冷需求升溫、4Q24-1Q25 新品上市 (如 AI PC、RTX-50 GPU)，加上泰國廠產能擴張 (水冷板月產能 30-33 萬個，CDU 月產能 2-3 千台與分歧管月產能 2-3 千支)，我們預估 4Q24 營收季增 10-15%，並預估 2024 年營收年增 28%、2025 年營收年增 35%。2024-25 年伺服器營收比重預期將分別擴張至 41%、51%，推升利潤率與 EPS。目前液冷主要客戶為 Supermicro 與 Lenovo (中)，2025 年有望開始出貨液冷產品給 Dell (美)、Meta (美)與其他美系 CSP。預期雙鴻 2024 年液冷營收比重將超越其原目標之 5-10%，2025 年進一步攀升至逾 20%，使毛利率持續擴張，我們上修 2024 年毛利率預估至 27%、2025 年至 28.5%。隨 2025 年數個新專案開始貢獻，營收規模擴張將推升 2024-25 年營利率至 14.5%與 17.4%。2024-25 年 EPS 因此上修至 22.68 元(年增 59%)與 34.19 元(年增 51%)。公司近期發行 15 億元可轉債，僅將稀釋 EPS 約 2-2.1%。

投資建議

基於 2024-25 年毛利率與 EPS 成長，維持「增加持股」。目標價維持 920 元，基於 28 倍 2025 年完全稀釋後 EPS 預估。

投資風險

原料價格上漲；筆電、顯卡或伺服器需求疲弱。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT$百萬)	14,258	13,857	12,713	16,213	21,893
營業毛利 (NT$百萬)	2,663	2,722	3,005	4,380	6,234
營業利益 (NT$百萬)	1,379	1,173	1,376	2,350	3,809
稅後淨利 (NT$百萬)	1,133	1,264	1,232	2,045	3,109
每股盈餘 (NT$)	13.12	14.68	14.28	22.68	34.19
每股現金股利 (NT$)	6.00	6.50	6.50	10.52	16.00
每股盈餘成長率 (%)	1.9	11.9	(2.7)	58.8	50.7
本益比 (x)	51.1	45.7	47.0	29.6	19.6
股價淨值比 (x)	12.5	10.7	8.9	7.7	6.3
EV/EBITDA (x)	31.0	34.6	31.3	21.6	13.8
淨負債比率 (%)	4.5	4.6	Net cash	3.0	3.3
殖利率 (%)	0.9	1.0	1.0	1.6	2.4
股東權益報酬率 (%)	24.3	24.5	20.2	28.4	36.2

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：2Q24 與 3Q24 財務預估修正暨市場共識比較

	2Q24F							3Q24F						
百萬元	修正後	修正前	差異(%)	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	4,283	3,401	25.9	35.9	65.0	3,957	8.2	4,112	4,150	(0.9)	(4.0)	17.8	4,618	(11.0)
毛利	1,212	867	39.8	57.1	126.4	1,052	15.3	1,090	1,100	(0.9)	(10.1)	17.6	1,257	(13.3)
營業利益	698	442	57.9	112.0	369.5	572	22.1	576	622	(7.5)	(17.5)	20.4	713	(19.3)
稅前淨利	721	465	54.9	45.3	140.6	629	14.7	598	646	(7.3)	(17.0)	(0.1)	741	(19.3)
稅後淨利	590	381	55.1	49.2	146.6	500	18.1	489	527	(7.3)	(17.2)	(0.6)	590	(17.2)
每股盈餘 (元)	6.49	4.41	47.1	44.0	133.5	5.50	18.1	5.37	6.11	(12.1)	(17.2)	(5.9)	6.49	(17.2)
毛利率 (%)	28.3	25.5	2.8 ppts	3.8 ppts	7.7 ppts	26.6	1.7 ppts	26.5	26.5	0.0 ppts	(1.8)ppts	(0.0)ppts	27.2	(0.7)ppts
營業利益率 (%)	16.3	13.0	3.3 ppts	5.9 ppts	10.6 ppts	14.4	1.9 ppts	14.0	15.0	(1.0)ppts	(2.3)ppts	0.3 ppts	15.4	(1.4)ppts
淨利率 (%)	13.8	11.2	2.6 ppts	1.2 ppts	4.6 ppts	12.6	1.1 ppts	11.9	12.7	(0.8)ppts	(1.9)ppts	(2.2)ppts	12.8	(0.9)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2： 2024-25 年財測修正暨市場共識比較

	2024F						2025F					
百萬元	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	16,213	15,057	7.7	27.5	16,171	0.3	21,893	19,875	10.2	35.0	22,682	(3.5)
毛利	4,380	3,931	11.4	45.8	4,335	1.0	6,234	5,632	10.7	42.3	6,424	(3.0)
營業利益	2,350	2,118	10.9	70.7	2,368	(0.8)	3,809	3,442	10.6	62.1	3,902	(2.4)
稅前獲利	2,581	2,300	12.2	64.6	2,675	(3.5)	3,911	3,553	10.1	51.5	3,981	(1.8)
稅後淨利	2,045	1,820	12.3	66.0	2,109	(3.1)	3,109	2,822	10.2	52.1	3,217	(3.4)
每股盈餘 (元)	22.68	21.10	12.3	58.8	23.40	(3.1)	34.19	32.71	10.2	50.7	35.38	(3.4)
毛利率 (%)	27.0	26.1	0.9 ppts	3.4 ppts	26.8	0.2 ppts	28.5	28.3	0.1 ppts	1.5 ppts	28.3	0.2 ppts
營業利益率 (%)	14.5	14.1	0.4 ppts	3.7 ppts	14.6	(0.2)ppts	17.4	17.3	0.1 ppts	2.9 ppts	17.2	0.2 ppts
淨利率 (%)	12.6	12.1	0.5 ppts	2.9 ppts	13.0	(0.4)ppts	14.2	14.2	0.0 ppts	1.6 ppts	14.2	0.0 ppts

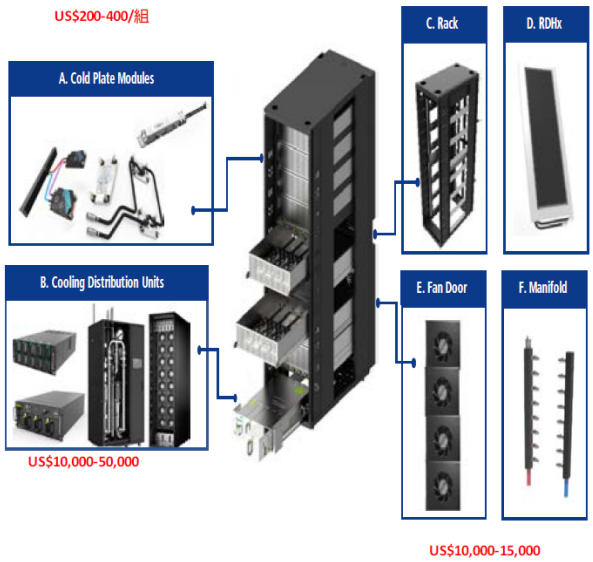
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：產品組合預估

營收比重 (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2024F 公司展望	2025F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
筆電	23	31	34	36	36	29	32	23	36	39	36	33	31	39	39	37	35	26	28	27
桌電	9	7	7	6	10	8	7	6	4	5	8	8	10	11	9	8	9	8	8	8
電競筆電 & 繪圖卡 &主機板	27	33	35	29	26	17	22	14	34	29	25	28	33	21	23	27	24	15	15	15
伺服器	17	16	16	22	23	41	30	51	17	20	25	26	23	23	25	21	25	46	43	45
智慧型手機	19	9	4	4	3	3	5	3	5	3	3	3	2	4	3	4	4	3	3	3
其他	5	4	4	3	2	2	4	3	4	4	3	1	1	2	1	3	3	2	2	2
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
營收 (百萬新台幣)																				
筆電	2,357	3,786	4,902	4,975	4,577	4,668	4,882	5,042	1,363	1,290	1,180	1,141	1,017	1,013	1,362	1,237	1,103	1,114	1,169	1,282
桌電	922	855	934	869	1,271	1,322	1,068	1,388	151	165	267	285	328	286	314	268	284	343	343	353
電競筆電 & 繪圖卡 &主機板	2,716	4,031	5,045	4,036	3,305	2,694	3,356	3,098	1,287	959	834	955	1,082	545	803	903	756	642	610	685
伺服器	1,742	1,954	2,305	3,042	2,924	6,652	4,577	11,175	644	662	834	903	754	597	873	702	788	1,970	1,773	2,121
智慧型手機	1,985	1,099	499	504	381	526	763	553	189	99	100	116	66	104	105	134	126	128	135	137
其他	512	489	573	431	254	351	610	637	151	132	120	27	33	52	35	100	95	86	81	90
合計	10,248	12,214	14,258	13,857	12,713	16,213	15,255	21,893	3,786	3,309	3,335	3,428	3,280	2,596	3,492	3,344	3,152	4,283	4,112	4,667
營收年增 (%)																				
筆電	14	61	29	1	(8)	2	7	8	18	39	(9)	(25)	(25)	(22)	15	8	8	10	(14)	4
桌電	(7)	(7)	9	(7)	46	4	(16)	5	(54)	(8)	20	38	117	73	18	(6)	(14)	20	9	32
電競筆電 & 繪圖卡 &主機板	14	48	25	(20)	(18)	(19)	2	15	1	(22)	(30)	(30)	(16)	(43)	(4)	(5)	(30)	18	(24)	(24)
伺服器	26	12	18	32	(4)	128	57	68	56	38	32	15	17	(10)	5	(22)	4	230	103	202
智慧型手機	332	(45)	(55)	1	(24)	38	100	5	38	11	(32)	(7)	(65)	5	5	16	92	24	29	2
其他	34	(5)	17	(25)	(41)	38	140	81	10	47	(46)	(78)	(78)	(61)	(71)	275	188	65	133	(11)
合計	34	19	17	(3)	(8)	28	20	35	10	11	(10)	(17)	(13)	(22)	5	(2)	(4)	65	18	40
營收季增 (%)																				
筆電									(11)	(5)	(9)	(3)	(11)	(0)	35	(9)	(11)	1	5	10
桌電									(27)	9	61	7	15	(13)	10	(15)	6	21	0	3
電競筆電 & 繪圖卡									(5)	(25)	(13)	15	13	(50)	47	12	(16)	(15)	(5)	12
伺服器									(18)	3	26	8	(16)	(21)	46	(20)	12	150	(10)	20
智慧型手機									53	(48)	1	15	(43)	58	1	28	(6)	2	5	1
其他									22	(13)	(9)	(78)	22	58	(33)	187	(6)	(9)	(5)	10
合計									(8)	(13)	1	3	(4)	(21)	35	(4)	(6)	36	(4)	14

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：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 奇鋐 雙鴻 力致 台達電	1,500-2,500 (每台伺服器)
CDU/sidecar	CoolIT Systems Vertiv nVent Motivair	奇鋐 雙鴻 台達電 高力 鴻海 雙鴻 元鈦 Cooler Master 廣運 力致	10,000-50,000 (每個機櫃內)
岐管 & 快接頭	CoolIT Systems Colder Product Co. (CPC) CEJN Parker Staubli Motivair	奇鋐 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	nVent CoolIT Systems Motivair	廣運 台達電	2,000-4,000
機櫃			5,000
總計			40,000-80,000

資料來源：雙鴻；凱基

圖 5：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	799	96.0	增加持股	160.0	5.16	6.32	8.02	18.9	22.5	26.8	18.6	15.2	12.0	3.6	3.4	3.1	21.5	23.1	27.3	3.6	4.7
	日本電產公司*	6594 JP	25,599	6,641.0	未評等	N.A.	64.26	250.15	323.36	(72.3)	289.3	29.3	103.3	26.5	20.5	2.8	2.5	2.1	2.8	10.1	11.0	1.1	1.1
	動力-KY*	6591 TT	58	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.
	美蓓亞三美公司*	6479 JP	9,945	3,602.0	未評等	N.A.	178.23	123.27	195.33	4.8	(30.8)	58.5	20.2	29.2	18.4	2.3	2.2	1.9	12.5	7.7	10.8	1.1	1.1
散熱模組/冷卻風扇	奇鋐	3017 TT	7,455	639.0	增加持股	800.0	14.11	18.91	26.66	19.7	34.0	41.0	45.3	33.8	24.0	11.1	9.5	8.0	28.3	30.4	36.2	1.1	1.5
	台達電	2308 TT	31,626	400.0	增加持股	490.0	12.86	14.21	18.13	2.2	10.5	27.6	31.1	28.1	22.1	5.2	4.6	4.1	17.3	17.4	19.6	1.6	1.8
	維謙技術控股*	VRT US	29,262	78.00	未評等	N.A.	1.21	2.55	3.25	505.0	110.5	27.5	64.5	30.6	24.0	14.8	14.6	13.1	26.6	49.0	60.5	0.0	0.1
	多佛公司*	DOV US	25,632	186.47	未評等	N.A.	7.56	9.14	9.76	1.2	20.9	6.8	24.7	20.4	19.1	5.1	4.6	4.3	22.5	26.4	20.2	1.1	1.1
散熱模組	尼得科超眾*	6230 TT	678	258.0	未評等	N.A.	7.02	N.M.	N.M.	(1.1)	N.A.	N.A.	36.8	N.A.	N.A.	3.9	N.A.	N.A.	10.9	N.M.	N.M.	0.4	N.A.
	雙鴻	3324 TT	1,857	671.0	增加持股	920.0	14.28	22.68	34.19	(2.7)	58.8	50.7	47.0	29.6	19.6	8.9	7.7	6.3	20.2	28.4	36.2	1.0	1.6
	鴻準*	2354 TT	2,794	64.9	未評等	N.A.	3.01	2.88	2.94	(0.3)	(4.3)	2.1	21.6	22.5	22.1	0.9	0.6	0.6	4.1	3.8	3.8	2.3	2.3
	藤倉有限公司*	5803 JP	5,651	2,954.5	未評等	N.A.	148.27	164.86	195.09	4.5	11.2	18.3	19.9	17.9	15.1	3.0	2.6	2.2	16.7	15.8	15.4	1.0	1.7
	古河電氣工業*	5801 JP	1,825	3,996.0	未評等	N.A.	225.80	32.64	181.28	57.5	(85.5)	455.5	17.7	122.4	22.0	0.9	0.9	0.8	5.5	0.6	3.8	2.0	1.5

*註：*Bloomberg 市場共識*
資料來源：Bloomberg；凱基預估

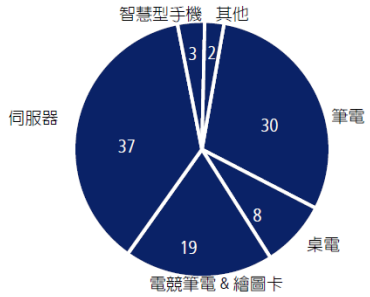
圖 6：公司概況

雙鴻成立於 1998 年，為台灣前三大散熱模組廠商，主要業務涵蓋筆電/ 桌機、顯示卡/ 電競筆電、伺服器、智慧手機。主要客戶為微星(2377 TT，NT$171.5，增加持股)、Dell(美)、HP(美)、華碩 (2357 TT，NT$447，增加持股)、Apple (美)。2023 年營收組合為筆電 36%、桌機 10%、顯示卡/ 電競 PC 29%、伺服器 23%、智慧手機 3%、其他 2%。公司 2022-23 年主要營收成長動能為伺服器。

資料來源：凱基

圖 7：1H24 伺服器營收比重竄升至 37%

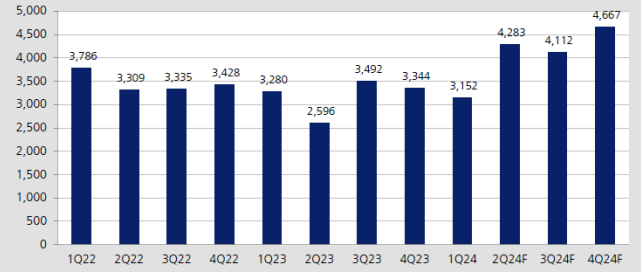
1H24 營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：季營業收入

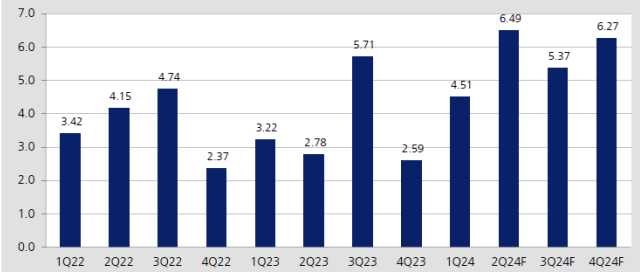
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9：每股盈利

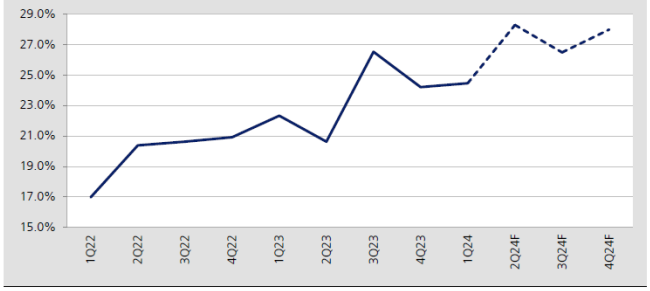
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10：毛利率

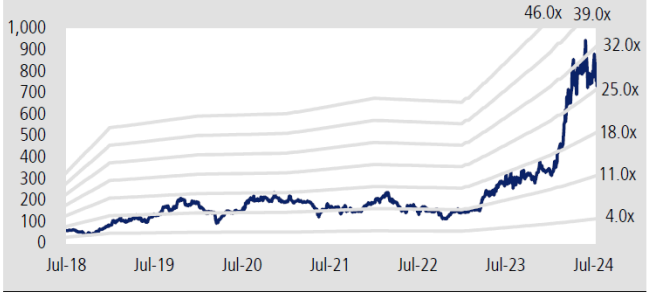
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11：未來一年預估本益比區間

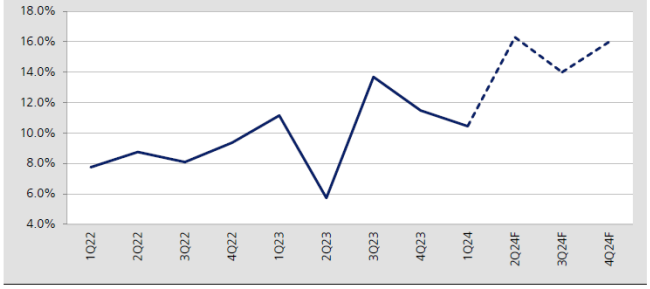
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 12：營業利潤率

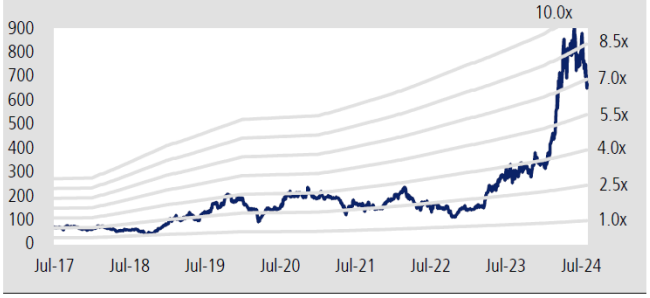
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13：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-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT$百萬)											
營業收入	**3,280**	**2,596**	**3,492**	**3,344**	**3,152**	**4,283**	**4,112**	**4,667**	**12,713**	**16,213**	**21,893**
營業成本	(2,548)	(2,061)	(2,565)	(2,534)	(2,380)	(3,071)	(3,022)	(3,360)	(9,708)	(11,834)	(15,658)
營業毛利	**733**	**535**	**927**	**810**	**771**	**1,212**	**1,090**	**1,307**	**3,005**	**4,380**	**6,234**
營業費用	(367)	(387)	(449)	(426)	(442)	(514)	(514)	(560)	(1,629)	(2,030)	(2,426)
營業利益	**366**	**149**	**478**	**384**	**329**	**698**	**576**	**747**	**1,376**	**2,350**	**3,809**
折舊	(115)	(111)	(108)	(105)	(106)	(106)	(106)	(106)	(439)	(424)	(556)
攤提	(7)	(8)	(8)	(9)	(8)	(8)	(8)	(9)	(32)	(34)	(34)
EBITDA	**487**	**268**	**594**	**498**	**443**	**813**	**690**	**862**	**1,847**	**2,807**	**4,398**
利息收入	2	6	4	10	7	8	8	8	23	30	20
投資利益淨額	0	-	-	-	3	3	3	2	0	10	10
其他營業外收入	32	148	125	41	163	40	40	57	345	300	180
總營業外收入	**34**	**154**	**128**	**51**	**173**	**50**	**50**	**67**	**368**	**340**	**210**
利息費用	(10)	(3)	(7)	(8)	(6)	(6)	(6)	(6)	(28)	(24)	(23)
投資損失	-	(1)	(0)	(1)	-	(1)	(1)	(3)	(2)	(5)	(5)
其他營業外費用	(37)	0	0	(109)	-	(20)	(20)	(40)	(146)	(80)	(80)
總營業外費用	**(47)**	**(4)**	**(8)**	**(118)**	**(6)**	**(27)**	**(27)**	**(48)**	**(177)**	**(109)**	**(108)**
稅前純益	**353**	**300**	**599**	**317**	**496**	**721**	**598**	**765**	**1,568**	**2,581**	**3,911**
所得稅費用[利益]	(76)	(58)	(101)	(93)	(92)	(130)	(108)	(187)	(329)	(516)	(782)
少數股東損益	0	(2)	(6)	0	(8)	(1)	(2)	(9)	(7)	(20)	(20)
非常項目前稅後純益	**277**	**239**	**492**	**224**	**396**	**590**	**489**	**570**	**1,232**	**2,045**	**3,109**
非常項目	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	0	-	-	-
稅後淨利	**277**	**239**	**492**	**224**	**396**	**590**	**489**	**570**	**1,232**	**2,045**	**3,109**
每股盈餘 (NT$)	3.22	2.78	5.71	2.59	4.51	6.49	5.37	6.27	14.28	22.68	34.19
獲利率 (%)											
營業毛利率	22.3	20.6	26.5	24.2	24.5	28.3	26.5	28.0	23.6	27.0	28.5
營業利益率	11.1	5.7	13.7	11.5	10.4	16.3	14.0	16.0	10.8	14.5	17.4
EBITDA Margin	14.9	10.3	17.0	14.9	14.1	19.0	16.8	18.5	14.5	17.3	20.1
稅前純益率	10.7	11.5	17.1	9.5	15.7	16.8	14.6	16.4	12.3	15.9	17.9
稅後純益率	8.5	9.2	14.1	6.7	12.6	13.8	11.9	12.2	9.7	12.6	14.2
季成長率 (%)											
營業收入	(4.3)	(20.9)	34.5	(4.2)	(5.8)	35.9	(4.0)	13.5			
營業毛利	2.2	(26.9)	73.1	(12.6)	(4.8)	57.1	(10.1)	19.9			
營業收益增長	13.9	(59.3)	221.4	(19.6)	(14.3)	112.0	(17.5)	29.7			
EBITDA	7.7	(45.1)	121.9	(16.1)	(11.0)	83.4	(15.1)	24.9			
稅前純益	34.8	(15.0)	99.9	(47.1)	56.6	45.3	(17.0)	27.9			
稅後純益	35.8	(13.7)	105.6	(54.5)	77.0	49.2	(17.2)	16.7			
年成長率 (%)											
營業收入	(13.4)	(21.5)	4.7	(2.4)	(3.9)	65.0	17.8	39.5	(8.3)	27.5	35.0
營業毛利	14.0	(20.6)	34.7	13.0	5.3	126.4	17.6	61.3	10.4	45.8	42.3
營業收益	24.7	(48.6)	77.3	19.6	(9.9)	369.5	20.4	94.4	17.3	70.7	62.1
EBITDA	11.9	(36.8)	49.2	10.0	(9.0)	203.7	16.2	73.0	8.0	52.0	56.7
稅前純益	(5.4)	(33.8)	10.7	21.1	40.7	140.6	(0.1)	141.6	(3.7)	64.6	51.5
稅後純益	(5.7)	(33.1)	20.6	9.6	42.7	146.6	(0.6)	155.0	(2.5)	66.0	52.1

資料來源：公司資料；凱基預估

資產負債表

NT$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	**11,895**	**11,743**	**12,612**	**14,750**	**18,144**
流動資產	**8,978**	**8,420**	**8,653**	**9,860**	**12,630**
現金及短期投資	1,494	1,492	1,450	958	821
存貨	2,292	2,072	2,307	2,804	3,721
應收帳款及票據	4,745	4,490	4,419	5,621	7,610
其他流動資產	448	365	477	477	477
非流動資產	**2,917**	**3,323**	**3,959**	**4,890**	**5,514**
長期投資	109	128	215	270	350
固定資產	2,442	2,715	3,126	4,002	4,546
什項資產	366	480	618	618	618
負債總額	**6,986**	**5,933**	**5,745**	**6,750**	**8,430**
流動負債	**5,670**	**5,620**	**4,787**	**6,026**	**7,686**
應付帳款及票據	4,091	2,848	3,157	3,837	5,091
短期借款	416	1,498	232	431	353
什項負債	1,162	1,273	1,398	1,758	2,242
長期負債	**1,317**	**313**	**959**	**724**	**744**
長期借款	1,299	255	916	681	701
其他負債及準備	9	0	(0)	(0)	(0)
股東權益總額	**4,909**	**5,810**	**6,866**	**8,000**	**9,714**
普通股本	884	884	884	884	884
保留盈餘	2,722	3,304	3,926	5,040	6,734
少數股東權益	166	244	231	251	271
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	16.7%	(2.8%)	(8.3%)	27.5%	35.0%
營業收益增長	(11.7%)	(14.9%)	17.3%	70.7%	62.1%
EBITDA	(3.9%)	(10.0%)	8.0%	52.0%	56.7%
稅後純益	1.9%	11.6%	(2.5%)	66.0%	52.1%
每股盈餘成長率	1.9%	11.9%	(2.7%)	58.8%	50.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	18.7%	19.6%	23.6%	27.0%	28.5%
營業利益率	9.7%	8.5%	10.8%	14.5%	17.4%
EBITDA Margin	13.3%	12.3%	14.5%	17.3%	20.1%
稅後純益率	7.9%	9.1%	9.7%	12.6%	14.2%
平均資產報酬率	10.3%	10.7%	10.1%	14.9%	18.9%
股東權益報酬率	24.3%	24.5%	20.2%	28.4%	36.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	34.9%	30.2%	16.7%	13.9%	10.9%
淨負債比率	4.5%	4.6%	Net cash	3.0%	3.3%
利息保障倍數 (x)	62.2	43.4	57.2	107.5	169.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.5	0.9	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	62.1	32.3	70.6	61.1	87.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.3	0.8	7.6	3.2	5.4
流動比率 (x)	1.6	1.5	1.8	1.6	1.6
速動比率 (x)	1.2	1.1	1.3	1.2	1.2
淨負債 (NT$百萬)	221	269	(218)	239	317
每股資料分析					
每股盈餘 (NT$)	13.12	14.68	14.28	22.68	34.19
每股現金盈餘 (NT$)	16.72	14.41	22.85	16.41	22.45
每股淨值 (NT$)	53.65	62.97	75.04	87.64	106.79
調整後每股淨值 (NT$)	54.94	64.67	76.92	85.97	103.84
每股營收 (NT$)	165.15	160.99	147.37	179.86	240.75
EBITDA/Share (NT$)	21.99	19.86	21.41	31.14	48.37
每股現金股利 (NT$)	6.00	6.50	6.50	10.52	16.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.29	1.17	1.04	1.19	1.33
應收帳款周轉天數	121.5	118.3	126.9	126.9	126.9
存貨周轉天數	72.1	67.9	86.7	86.7	86.7
應付帳款周轉天數	128.8	93.4	118.7	118.7	118.7
現金轉換周轉天數	64.8	92.8	94.9	94.9	94.9

資料來源：公司資料；凱基預估

損益表

NT$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	**14,258**	**13,857**	**12,713**	**16,213**	**21,893**
營業成本	(11,595)	(11,135)	(9,708)	(11,834)	(15,658)
營業毛利	**2,663**	**2,722**	**3,005**	**4,380**	**6,234**
營業費用	(1,284)	(1,549)	(1,629)	(2,030)	(2,426)
營業利益	**1,379**	**1,173**	**1,376**	**2,350**	**3,809**
總營業外收入	**139**	**550**	**368**	**340**	**210**
利息收入	2	10	23	30	20
投資利益淨額	-	10	0	10	10
其他營業外收入	138	529	345	300	180
總營業外費用	**(97)**	**(95)**	**(177)**	**(109)**	**(108)**
利息費用	(23)	(38)	(28)	(24)	(23)
投資損失	(3)	(1)	(2)	(5)	(5)
其他營業外費用	(71)	(55)	(146)	(80)	(80)
稅前純益	**1,421**	**1,628**	**1,568**	**2,581**	**3,911**
所得稅費用[利益]	(268)	(341)	(329)	(516)	(782)
少數股東損益	(21)	(23)	(7)	(20)	(20)
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	**1,133**	**1,264**	**1,232**	**2,045**	**3,109**
EBITDA	**1,899**	**1,709**	**1,847**	**2,807**	**4,398**
每股盈餘 (NT$)	13.12	14.68	14.28	22.68	34.19

現金流量

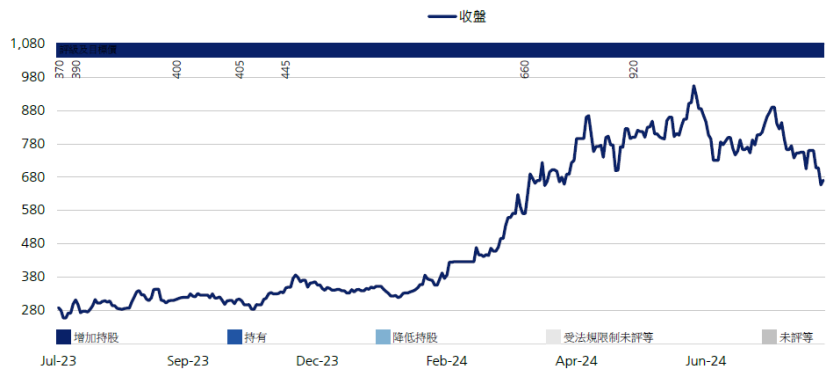
NT$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	**1,444**	**1,241**	**1,971**	**1,479**	**2,041**
本期純益	1,133	1,264	1,232	2,045	3,109
折舊及攤提	520	536	470	458	590
本期運用資金變動	(202)	(758)	151	(1,018)	(1,652)
其他營業資產及負債變動	(6)	199	117	(5)	(5)
投資活動之現金流量	**(1,038)**	**(633)**	**(1,053)**	**(1,384)**	**(1,209)**
投資用短期投資出售[新購]	-	-	(89)	-	-
本期長期投資變動	(84)	-	(100)	(50)	(75)
資本支出淨額	(1,030)	(615)	(835)	(1,300)	(1,100)
其他資產變動	75	(18)	(30)	(34)	(34)
自由現金流	**373**	**61**	**843**	**(15)**	**851**
融資活動之現金流量	**(303)**	**(629)**	**(1,007)**	**(587)**	**(969)**
短期借款變動	327	(71)	(305)		
長期借款變動	350	10	(81)	(36)	(58)
現金增資	-	-	-		
已支付普通股股息	(482)	(517)	(577)	(571)	(931)
其他融資現金流	(51)	(52)	(43)	20	20
匯率影響數	**(14)**	**12**	**(29)**		
本期產生現金流量	**88**	**(10)**	**(118)**	**(492)**	**(137)**

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	9.0%	11.2%	12.8%	12.5%	11.1%
= **營業利益率**	**9.7%**	**8.5%**	**10.8%**	**14.5%**	**17.4%**
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= **資本周轉率**	**3.0**	**2.5**	**2.1**	**2.2**	**2.4**
營業利益率	9.7%	8.5%	10.8%	14.5%	17.4%
x 資本周轉率	3.0	2.5	2.1	2.2	2.4
x (1 - 有效現金稅率)	81.2%	79.0%	79.0%	80.0%	80.0%
= **稅後 ROIC**	**23.4%**	**16.5%**	**18.2%**	**25.0%**	**33.0%**

資料來源：公司資料；凱基預估

雙鴻 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-04-30	增加持股	920	800
2024-03-09	增加持股	660	571
2023-11-16	增加持股	445	348
2023-10-25	增加持股	405	314
2023-09-25	增加持股	400	313
2023-08-08	增加持股	390	312
2023-07-14	增加持股	370	300
2023-05-15	增加持股	253	232
2023-05-05	增加持股	264	241
2023-04-07	增加持股	245	230

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 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。