

雙鴻 (3324.TW/3324 TT)

液冷散熱帶動營收於 2Q25 後顯著攀升

增加持股 · 維持

收盤價 October 29 (NT\$)	652
12 個月目標價 (NT\$)	990
前次目標價 (NT\$)	920
調升 (%)	7.6
上漲空間 (%)	51.8

焦點內容

- AI 伺服器 GPU 產品轉換期使 2H24 營收低於我們預期。
- 公司展望 4Q24 營收溫和季增，但正向看待 2025 年營收成長與利潤率提升，主要動能為液冷營收擴張。
- 2025 年液冷散熱營收將推升伺服器營收比重至逾 50%，新 RTX-50 GPU 亦將帶動 2025 年電競營收成長。

交易資料表

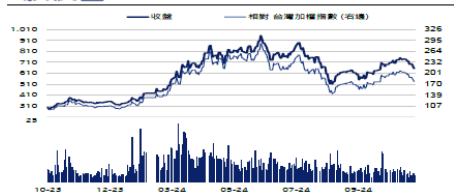
市值：(NT\$bn/US\$mn)	59.67 / 1,859
流通在外股數 (百萬股)：	91.53
外資持有股數 (百萬股)：	14.22
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.89
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	283.5 -955

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-0.8	-18.1	119.5
相對表現 (%)	-4.2	-30	77.4

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	7.24A	4.70F	5.58F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

雙鴻 3Q24 營收季減，不及公司財測預估。管理層展望 4Q24 營收溫和季增，低於市場共識與我們預估。然而公司預期液冷專案將帶動 2025 年營收成長。

評論及分析

AI GPU 產品轉換期使 2H24 營收放緩。3Q24 營收季減 1.5%、年增 21%，低於公司季持平至溫和季減之展望，但優於我們預期。Supermicro(美)2Q24 液冷產品拉貨力道較強勁，3Q24 液冷營收季減，營收比重下滑至 16% (2Q24 為 20%)，也使伺服器營收季減 10%。然而，3Q24 筆電與桌機營收季增雙位數，優於預期。因產品組合與匯兌趨勢不利，我們預期 3Q24 毛利率季減，並下修 3Q24 EPS 預估至 4.7 元 (季減 35%)，反映匯兌損失約 8,000 -9,000 萬元。因 AI 伺服器 GPU 轉換期且筆電需求疲軟，公司展望 4Q24 營收溫和季增，僅電競 GPU 散熱展望正向，受惠於 Nvidia(美)將推出的 RTX-50 系列。我們預期 2024 年營收年增 26%、EPS 年增 54% 至 22.02 元。

2025 年伺服器液冷散熱為主要營收成長動能。公司將在 11 月 13 日法說會提供 2025 年營運展望。預期液冷散熱為 2025 年主要動能。2024 年液冷產品主要為出貨 Supermicro 的水冷板，貢獻營收達 10-15%。預期 2025 年液冷營收貢獻將達 30-40%，受惠 GB200/B200 AI 伺服器出貨量增加。公司將於 2025 年出貨水冷板、分歧管與 CDU 至美系 CSP 如 Meta(美)與 AWS(美)以及 Supermicro 和 Dell(美)等企業型客戶，推升營收於 2Q25 後擴張。預估伺服器營收比重將從 2024 年約 40% 增至 2025 年之 50-55%。此外，RTX-50 GPU 於 1Q25 上市將推升電競 GPU 散熱營收，因該系列更多型號採用 ASP 與毛利率較高的 VC。加上商務 PC 展望正向，我們預期 2025 年整體營收年增 47%、EPS 年增 74% 至 38.3 元，因毛利與營利率轉佳，此上修反映訂單能見度較佳，預期 2H25 營收年增將因 GB200 AI 伺服器放量而顯著加速。

投資建議

基於 2024-25 年毛利率與 EPS 成長，維持「增加持股」。目標價由 920 元上調至 990 元，基於 28 倍 2025 年完全稀釋後 EPS 預估 35.35 元。

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	15,996	23,456
營業毛利 (NT\$百萬)	2,663	2,722	3,005	4,286	6,660
營業利益 (NT\$百萬)	1,379	1,173	1,376	2,241	4,102
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,133	1,264	1,232	1,925	3,343
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	14.28	22.02	38.30
每股現金股利 (NT\$)	6.00	6.50	6.50	9.91	17.21
每股盈餘成長率 (%)	1.9	11.9	(2.7)	54.2	73.9
本益比 (x)	49.7	44.4	45.7	29.6	17.0
股價淨值比 (x)	12.2	10.4	8.7	7.5	6.1
EV/EBITDA (x)	30.1	33.7	30.4	20.9	12.1
淨負債比率 (%)	4.5	4.6	Net cash	3.2	5.3
殖利率 (%)	0.9	1.0	1.0	1.5	2.6
股東權益報酬率 (%)	24.3	24.5	20.2	26.9	38.9

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：3Q24 與 4Q24 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	3Q24F							4Q24F						
	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	4,217	4,112	2.6	(1.5)	20.8	4,350	(3.0)	4,344	4,667	(6.9)	3.0	29.9	4,540	(4.3)
毛利	1,126	1,090	3.3	(7.4)	21.5	1,194	(5.7)	1,173	1,307	(10.2)	4.2	44.8	1,249	(6.1)
營業利益	590	576	2.6	(14.0)	23.5	651	(9.3)	634	747	(15.1)	7.4	65.1	712	(11.0)
稅前淨利	503	721	(30.2)	(35.8)	(16.0)	678	(25.8)	649	598	8.4	29.0	104.8	696	(6.7)
稅後淨利	411	590	(30.4)	(35.0)	(16.5)	525	(21.8)	487	489	(0.4)	18.6	117.8	566	(13.9)
每股盈餘 (元)	4.70	6.49	(27.5)	(35.0)	(17.6)	6.01	(21.8)	5.58	5.37	3.8	18.6	115.3	6.48	(13.9)
毛利率 (%)	26.7	26.5	0.2 ppts	(1.7)ppts	0.2 ppts	27.4	(0.7)ppts	27.0	28.0	(1.0)ppts	0.3 ppts	2.8 ppts	27.5	(0.5)ppts
營業利益率 (%)	14.0	14.0	0.0 ppts	(2.0)ppts	0.3 ppts	15.0	(1.0)ppts	14.6	16.0	(1.4)ppts	0.6 ppts	3.1 ppts	15.7	(1.1)ppts
淨利率 (%)	9.7	13.8	(4.0)ppts	(5.0)ppts	(4.4)ppts	12.1	(2.3)ppts	11.2	11.9	(0.7)ppts	1.5 ppts	4.5 ppts	12.5	(1.3)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

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	15,996	16,213	(1.3)	25.8	15,938	0.4	23,456	21,893	7.1	46.6	21,469	9.3
毛利	4,286	4,380	(2.1)	42.6	4,323	(0.9)	6,660	6,234	6.8	55.4	6,133	8.6
營業利益	2,241	2,350	(4.6)	62.8	2,362	(5.1)	4,102	3,809	7.7	83.1	3,773	8.7
稅前獲利	2,431	2,573	(5.5)	55.1	2,669	(8.9)	4,204	3,912	7.5	72.9	3,915	7.4
稅後淨利	1,925	2,039	(5.6)	56.3	2,094	(8.1)	3,343	3,110	7.5	73.7	3,078	8.6
每股盈餘 (元)	22.02	22.61	(5.6)	54.2	23.95	(8.1)	38.30	34.20	7.5	73.9	35.26	8.6
毛利率 (%)	26.8	27.0	(0.2)ppts	3.2 ppts	27.1	(0.3)ppts	28.4	28.5	(0.1)ppts	1.6 ppts	28.6	(0.2)ppts
營業利益率 (%)	14.0	14.5	(0.5)ppts	3.2 ppts	14.8	(0.8)ppts	17.5	17.4	0.1 ppts	3.5 ppts	17.6	(0.1)ppts
淨利率 (%)	12.0	12.6	(0.5)ppts	2.3 ppts	13.1	(1.1)ppts	14.3	14.2	0.0 ppts	2.2 ppts	14.3	(0.1)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	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1-3Q24
筆電	23	31	34	36	36	29	22	31	39	39	37	35	26	30	28	30
桌電	9	7	7	6	10	8	6	10	11	9	8	9	8	9	7	9
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	27	33	35	29	26	17	15	33	21	23	27	24	15	14	16	17
伺服器	17	16	16	22	23	40	53	23	23	25	21	25	46	42	44	39
智慧型手機	19	9	4	4	3	3	2	2	4	3	4	4	3	2	3	3
其他	5	4	4	3	2	2	2	1	2	1	3	3	2	3	2	3
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
營收 (百萬元新台幣)																
筆電	2,357	3,786	4,902	4,975	4,577	4,691	5,160	1,017	1,013	1,362	1,237	1,103	1,113	1,265	1,209	3,482
桌電	922	855	934	869	1,271	1,322	1,388	328	286	314	268	284	343	380	316	1,006
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	2,716	4,031	5,045	4,036	3,305	2,694	3,583	1,082	545	803	903	756	642	590	705	1,989
伺服器	1,742	1,954	2,305	3,042	2,924	6,433	12,351	754	597	873	702	788	1,970	1,771	1,903	4,529
智慧型手機	1,985	1,099	499	504	381	458	503	66	104	105	134	126	128	84	119	339
其他	512	489	573	431	254	399	471	33	52	35	100	95	86	127	92	307
合計	10,248	12,214	14,258	13,857	12,713	15,996	23,456	3,280	2,596	3,492	3,344	3,152	4,283	4,217	4,344	11,652
營收年增 (%)																
筆電	14	61	29	1	(8)	2	10	(25)	(22)	15	8	8	10	(7)	(2)	3
桌電	(7)	(7)	9	(7)	46	4	5	117	73	18	(6)	(14)	20	21	18	8
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	14	48	25	(20)	(18)	(19)	33	(16)	(43)	(4)	(5)	(30)	18	(26)	(22)	(18)
伺服器	26	12	18	32	(4)	120	92	17	(10)	5	(22)	4	230	103	171	104
智慧型手機	332	(45)	(55)	1	(24)	20	10	(65)	5	5	16	92	24	(19)	(11)	24
其他	34	(5)	17	(25)	(41)	57	18	(78)	(61)	(71)	275	188	65	262	(8)	156
合計	34	19	17	(3)	(8)	26	47	(13)	(22)	5	(2)	(4)	65	21	30	24
營收季增 (%)																
筆電								(11)	(0)	35	(9)	(11)	1	14	(4)	
桌電								15	(13)	10	(15)	6	21	11	(17)	
電競筆電 & 繪圖卡								13	(50)	47	12	(16)	(15)	(8)	19	
伺服器								(16)	(21)	46	(20)	12	150	(10)	7	
智慧型手機								(43)	58	1	28	(6)	2	(34)	41	
其他								22	58	(33)	187	(6)	(9)	48	(27)	
合計								(4)	(21)	35	(4)	(6)	36	(2)	3	

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\$)
US\$200-400/組	A. Cold Plate Modules	CoolIT Systems Motivair	泰碩	1,500-2,500 (每台伺服器)
			奇鈺 雙鴻 力致 台達電	
US\$40,000-60,000	B. Cooling Distribution Units	CoolIT Systems Vertiv nVent Motivair	奇鈺	40,000-60,000 (每個機櫃內)
			雙鴻 台達電 高力 鴻海 雙鴻 元鈦 Cooler Master 廣運 力致	
US\$10,000-15,000	C. Rack	CoolIT Systems Colder Product Co. (CPC) CEJN Parker Staubli Motivair	奇鈺	10,000-15,000 (快速接頭 4,000-6,000)
			高力 嘉澤 台達電 力致 元鈦	
US\$10,000-15,000	D. RDHx	nVent CoolIT Systems Motivair	廣運	2,000-4,000
			台達電	
US\$10,000-15,000	E. Fan Door	CoolIT Systems Colder Product Co. (CPC) CEJN Parker Staubli Motivair	奇鈺	10,000-15,000 (快速接頭 4,000-6,000)
			高力 嘉澤 台達電 力致 元鈦	
US\$10,000-15,000	F. Manifold	nVent CoolIT Systems Motivair	廣運	2,000-4,000
			台達電	
機櫃				5,000
總計				70,000-90,000

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	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.
散熱模組/冷卻風扇	美商亞三美公司*	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
	奇鈺	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
	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
散熱模組	維錡技術控股*	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
	尼得科綠家*	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.
散熱模組	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
	藤倉有限公司*	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

註：*Bloomberg 市場共識

資料來源：Bloomberg；凱基預估

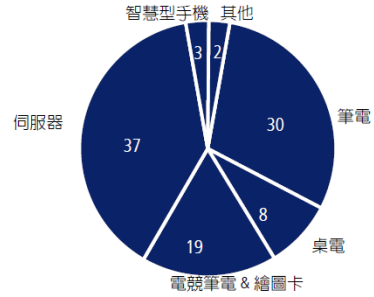
圖 6：公司概況

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\$182, 增加持股)、Dell(美)、HP(美)、華碩(2357 TT, NT\$584, 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 7：1Q-3Q24 伺服器營收比重升至 37%

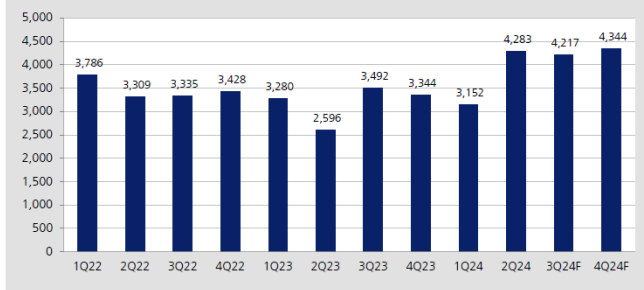
1Q-3Q24 營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：季營業收入

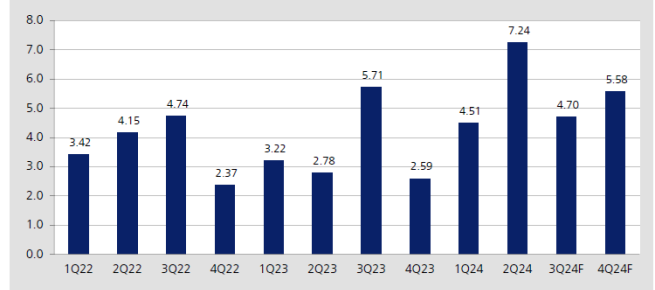
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9：每股盈利

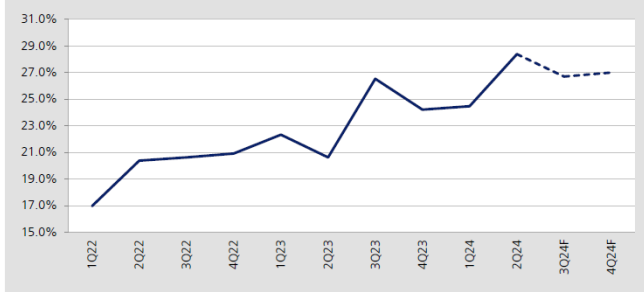
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10：毛利率

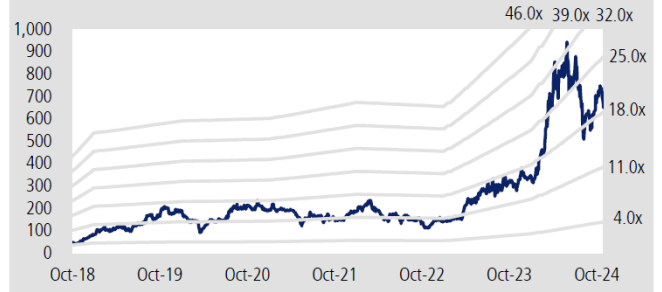
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11：未來一年預估本益比區間

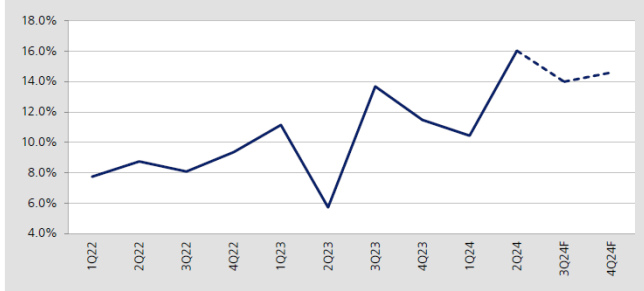
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 12：營業利潤率

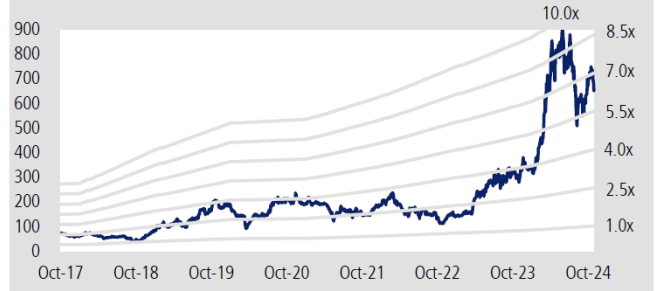
營業利潤率，百分比



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

損益表 (NT\$百萬)	季度				年度				年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	3,280	2,596	3,492	3,344	3,152	4,283	4,217	4,344	12,713	15,996	23,456
營業成本	(2,548)	(2,061)	(2,565)	(2,534)	(2,380)	(3,067)	(3,091)	(3,171)	(9,708)	(11,710)	(16,797)
營業毛利	733	535	927	810	771	1,216	1,126	1,173	3,005	4,286	6,660
營業費用	(367)	(387)	(449)	(426)	(442)	(529)	(536)	(539)	(1,629)	(2,045)	(2,558)
營業利益	366	149	478	384	329	687	590	634	1,376	2,241	4,102
折舊	(115)	(111)	(108)	(105)	(106)	(112)	(116)	(129)	(439)	(462)	(586)
攤提	(7)	(8)	(8)	(9)	(8)	(9)	(8)	(8)	(32)	(34)	(34)
EBITDA	487	268	594	498	443	808	714	771	1,847	2,737	4,722
利息收入	2	6	4	10	7	10	7	6	23	30	20
投資利益淨額	0	-	-	-	3	(1)	3	6	0	10	10
其他營業外收入	32	148	125	41	163	95	30	11	345	300	180
總營業外收入	34	154	128	51	173	104	40	23	368	340	210
利息費用	(10)	(3)	(7)	(8)	(6)	(7)	(6)	(5)	(28)	(24)	(23)
投資損失	-	(1)	(0)	(1)	-	-	(1)	(4)	(2)	(5)	(5)
其他營業外費用	(37)	0	0	(109)	-	-	(120)	-	(146)	(120)	(80)
總營業外費用	(47)	(4)	(8)	(118)	(6)	(7)	(127)	(9)	(177)	(149)	(108)
稅前純益	353	300	599	317	496	783	503	649	1,568	2,431	4,204
所得稅費用[利益]	(76)	(58)	(101)	(93)	(92)	(149)	(91)	(154)	(329)	(486)	(841)
少數股東損益	0	(2)	(6)	0	(8)	(2)	(2)	(8)	(7)	(20)	(20)
非常項目前稅後純益	277	239	492	224	396	632	411	487	1,232	1,925	3,343
非常項目	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	0	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	277	239	492	224	396	632	411	487	1,232	1,925	3,343
每股盈餘 (NT\$)	3.22	2.78	5.71	2.59	4.51	7.24	4.70	5.58	14.28	22.02	38.30
獲利率 (%)											
營業毛利率	22.3	20.6	26.5	24.2	24.5	28.4	26.7	27.0	23.6	26.8	28.4
營業利益率	11.1	5.7	13.7	11.5	10.4	16.0	14.0	14.6	10.8	14.0	17.5
EBITDA Margin	14.9	10.3	17.0	14.9	14.1	18.9	16.9	17.8	14.5	17.1	20.1
稅前純益率	10.7	11.5	17.1	9.5	15.7	18.3	11.9	14.9	12.3	15.2	17.9
稅後純益率	8.5	9.2	14.1	6.7	12.6	14.8	9.7	11.2	9.7	12.0	14.3
季成長率 (%)											
營業收入	(4.3)	(20.9)	34.5	(4.2)	(5.8)	35.9	(1.5)	3.0			
營業毛利	2.2	(26.9)	73.1	(12.6)	(4.8)	57.6	(7.4)	4.2			
營業收益增長	13.9	(59.3)	221.4	(19.6)	(14.3)	108.6	(14.0)	7.4			
EBITDA	7.7	(45.1)	121.9	(16.1)	(11.0)	82.3	(11.6)	8.0			
稅前純益	34.8	(15.0)	99.9	(47.1)	56.6	57.9	(35.8)	29.0			
稅後純益	35.8	(13.7)	105.6	(54.5)	77.0	59.7	(35.0)	18.6			
年成長率 (%)											
營業收入	(13.4)	(21.5)	4.7	(2.4)	(3.9)	65.0	20.8	29.9	(8.3)	25.8	46.6
營業毛利	14.0	(20.6)	34.7	13.0	5.3	127.0	21.5	44.8	10.4	42.6	55.4
營業收益	24.7	(48.6)	77.3	19.6	(9.9)	361.8	23.5	65.1	17.3	62.8	83.1
EBITDA	11.9	(36.8)	49.2	10.0	(9.0)	201.9	20.3	54.9	8.0	48.2	72.5
稅前純益	(5.4)	(33.8)	10.7	21.1	40.7	161.5	(16.0)	104.8	(3.7)	55.1	72.9
稅後純益	(5.7)	(33.1)	20.6	9.6	42.7	164.1	(16.5)	117.8	(2.5)	56.3	73.7

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	14,591	18,683
流動資產	8,978	8,420	8,653	9,739	13,238
現金及短期投資	1,494	1,492	1,450	941	615
存貨	2,292	2,072	2,307	2,775	3,992
應收帳款及票據	4,745	4,490	4,419	5,545	8,154
其他流動資產	448	365	477	477	477
非流動資產	2,917	3,323	3,959	4,852	5,446
長期投資	109	128	215	270	350
固定資產	2,442	2,715	3,126	3,964	4,477
什項資產	366	480	618	618	618
負債總額	6,986	5,933	5,745	6,655	8,907
流動負債	5,670	5,620	4,787	5,932	8,163
應付帳款及票據	4,091	2,848	3,157	3,797	5,462
短期借款	416	1,498	232	431	353
什項負債	1,162	1,273	1,398	1,703	2,349
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	7,935	9,776
普通股股本	884	884	884	884	884
保留盈餘	2,722	3,304	3,926	4,975	6,796
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%)	25.8%	46.6%
營業收益增長	(11.7%)	(14.9%)	17.3%	62.8%	83.1%
EBITDA	(3.9%)	(10.0%)	8.0%	48.2%	72.5%
稅後純益	1.9%	11.6%	(2.5%)	56.3%	73.7%
每股盈餘成長率	1.9%	11.9%	(2.7%)	54.2%	73.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	18.7%	19.6%	23.6%	26.8%	28.4%
營業利益率	9.7%	8.5%	10.8%	14.0%	17.5%
EBITDA Margin	13.3%	12.3%	14.5%	17.1%	20.1%
稅後純益率	7.9%	9.1%	9.7%	12.0%	14.3%
平均資產報酬率	10.3%	10.7%	10.1%	14.2%	20.1%
股東權益報酬率	24.3%	24.5%	20.2%	26.9%	38.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	34.9%	30.2%	16.7%	14.0%	10.8%
淨負債比率	4.5%	4.6%	Net cash	3.2%	5.3%
利息保障倍數 (x)	62.2	43.4	57.2	101.4	182.1
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	60.4	77.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.3	0.8	7.6	3.2	4.8
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	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	221	269	(218)	255	523
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	14.28	22.02	38.30
每股現金盈餘 (NT\$)	16.72	14.41	22.85	16.73	20.59
每股淨值 (NT\$)	53.65	62.97	75.04	86.90	107.50
調整後每股淨值 (NT\$)	54.94	64.67	76.92	87.91	108.90
每股營收 (NT\$)	165.15	160.99	147.37	182.99	268.72
EBITDA/Share (NT\$)	21.99	19.86	21.41	31.31	54.09
每股現金股利 (NT\$)	6.00	6.50	6.50	9.91	17.21
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.29	1.17	1.04	1.18	1.41
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	15,996	23,456
營業成本	(11,595)	(11,135)	(9,708)	(11,710)	(16,797)
營業毛利	2,663	2,722	3,005	4,286	6,660
營業費用	(1,284)	(1,549)	(1,629)	(2,045)	(2,558)
營業利益	1,379	1,173	1,376	2,241	4,102
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)	(149)	(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)	(120)	(80)
稅前純益	1,421	1,628	1,568	2,431	4,204
所得稅費用[利益]	(268)	(341)	(329)	(486)	(841)
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	1,925	3,343
EBITDA	1,899	1,709	1,847	2,737	4,722
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	14.28	22.02	38.30

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	1,463	1,797
本期純益	1,133	1,264	1,232	1,925	3,343
折舊及攤提	520	536	470	496	620
本期運用資金變動	(202)	(758)	151	(954)	(2,161)
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	1	607
融資活動之現金流量	(303)	(629)	(1,007)	(587)	(915)
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)	(876)
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)	(508)	(326)

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%	12.8%	10.9%
= 營業利益率	9.7%	8.5%	10.8%	14.0%	17.5%
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	2.1	2.5
營業利益率	9.7%	8.5%	10.8%	14.0%	17.5%
x 資本周轉率	3.0	2.5	2.1	2.1	2.5
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%	24.0%	34.5%

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
2024-07-30	增加持股	920	671
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

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。