

雙鴻 (3324.TW/3324 TT)

1Q24 EPS 優於預期；AI 伺服器與液冷散熱營收持續成長

增加持股 · 維持

| | |
|---------------------|------|
| 收盤價 April 30 (NT\$) | 800 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 920 |
| 前次目標價 (NT\$) | 660 |
| 調升 (%) | 39.4 |
| 上漲空間 (%) | 15.0 |

焦點內容

- 利潤率與匯兌收益帶動 1Q24 自結 EPS 4.51 元優於預期。
- 公司展望 2Q24 營收季增 10%，符合我們原估，而伺服器與液冷營收攀升將推升利潤率。
- Nvidia (美) GB200 推出將進一步推升液冷採用率，並帶動 2025 年 EPS 成長。

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$/bn/US\$mn) | 72.75 / 2,236 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 90.93 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 19.39 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 7.70 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 231.5 -865 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|
| 絕對表現 (%) | 103.8 | 168.9 | 222.6 |
| 相對表現 (%) | 90.7 | 142.6 | 191.7 |

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 | 4.51F | 4.41F | 6.11F | 6.07F |

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

雙鴻公告 1Q24 自結 EPS 為 4.51 元，優於我們預估，主因利潤率與匯兌收益較預期強勁。公司展望 2Q24 營收季增 10%，主要動能來自伺服器。

評論及分析

1Q24 EPS 優於預期。根據 3 月之自結 EPS 1.58 元，1Q24 自結 EPS 達 4.51 元，大幅優於我們預估，稅前淨利率季增與年增至 15.8%，優於我們預估。產品組合轉佳為主要動能，伺服器營收比重從 4Q23 的 21% 季增至 1Q24 之 25%，加上匯兌收益為 8,000-9,000 萬元。儘管 1Q24 液冷散熱營收比重僅低個位數，但仍帶動整體伺服器毛利率上揚。未來幾季伺服器與液冷散熱營收成長將持續推動利潤率增長。

2Q24 與 2024 年營運展望正向；液冷散熱營收有望於 2025 年超越氣冷散熱營收。公司展望 2Q24 營收將季增 10%，大致符合我們預估。液冷散熱營收在 H100 伺服器機種出貨下，管理層預期 2Q24 液冷散熱營收比重將升至 4-5%，帶動 2Q24 伺服器營收比重從 1Q24 的 25% 增加至 30%，隱含 2Q24 伺服器營收將季增 25-30%、年增約 70%。基於產品組合轉佳與匯率較有利，預期 2Q24 毛利率將季增。由於液冷散熱營收成長較預期強勁，公司有望上調其 2024 年伺服器營收成長展望(原估年增約 50%)。儘管近期銅價走揚，預期產品組合轉佳將抵銷此不利因素，我們上修 2024 年 EPS 預估至 21.1 元(年增 48%)。2Q-3Q23 水冷板模組、2H23 冷卻液分配裝置(CDU)已開始小量出貨，1H24 並開始出貨含快接頭的分歧管。此外，部分液冷散熱設計的 AMD(美) MI300X 專案亦將於 2H24 開始出貨，預期公司 2024 年液冷散熱營收比重 5-10% 之目標(2023 年為 2%)將具上修空間。液冷機櫃的內含價值達 3-8 萬美元，其中每個水冷板 200-400 美元、CDU 2-3 萬美元(支援 1-8 個機櫃)、分歧管(含快接頭) 1-1.5 萬美元、機櫃 5,000 美元、風扇門與 RDHx 2,000-4,000 美元，單價遠高於 3D VC 的 80-100 美元與 VC 的 30-40 美元(氣冷)。公司將在 3Q24 前擴張中國與泰國廠之水冷板月產能至 33 萬個，CDU 月產能至 2-3 千台。展望 2025 年，我們預估 GB200 AI 伺服器需求攀升將為液冷散熱營收之主要動能，帶動液冷營收超越氣冷。基於液冷散熱產品毛利率逾 30%，伺服器與液冷散熱營收成長將推升 2025 年 EPS。反映高利潤率之液冷散熱營收提升，我們上修 2025 年 EPS 預估至 32.71 元，年增 55%。

投資建議

基於 2024-25 年毛利率與 EPS 成長(2023-25 CAGR 51%)，維持「增加持股」。目標價由 660 元調至 920 元(30 倍 2025 年完全稀釋後 EPS 預估)。

投資風險

原料價格上漲；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 | 15,057 | 19,875 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 2,663 | 2,722 | 3,005 | 3,931 | 5,632 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 1,379 | 1,173 | 1,376 | 2,118 | 3,442 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 1,133 | 1,264 | 1,232 | 1,820 | 2,822 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 13.12 | 14.68 | 14.28 | 21.10 | 32.71 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 6.00 | 6.50 | 6.50 | 9.37 | 14.53 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 1.9 | 11.9 | (2.7) | 47.8 | 55.0 |
| 本益比 (x) | 61.0 | 54.5 | 56.0 | 37.9 | 24.5 |
| 股價淨值比 (x) | 14.9 | 12.7 | 10.7 | 9.3 | 7.7 |
| EV/EBITDA (x) | 36.9 | 41.3 | 37.3 | 26.8 | 17.0 |
| 淨負債比率 (%) | 4.5 | 4.6 | Net cash | 1.6 | 0.6 |
| 殖利率 (%) | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 1.2 | 1.8 |
| 股東權益報酬率 (%) | 24.3 | 24.5 | 20.2 | 25.5 | 33.6 |

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：1Q24 自結數與 2Q24 財務預估修正暨市場共識比較

| 百萬元 | 1Q24F | | | | | | | 2Q24F | | | | | | |
|----------|-------|-------|----------|----------|----------|-------|----------|-------|-------|----------|-----------|----------|-------|-----------|
| | 自結數 | 凱基預估 | 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 | 3,149 | 3,211 | (1.9) | (5.8) | (4.0) | 3,206 | (1.8) | 3,401 | 3,467 | (1.9) | 8.0 | 31.0 | 3,529 | (3.6) |
| 毛利 | 787 | 787 | 0.1 | (2.8) | 7.5 | 789 | (0.2) | 867 | 884 | (1.9) | 10.2 | 62.0 | 890 | (2.5) |
| 營業利益 | 378 | 369 | 2.4 | (1.6) | 3.4 | 377 | 0.4 | 442 | 451 | (1.9) | 17.0 | 197.3 | 457 | (3.2) |
| 稅前淨利 | 496 | 394 | 25.8 | 56.6 | 40.7 | 424 | 17.1 | 465 | 476 | (2.3) | (6.2) | 55.3 | 502 | (7.3) |
| 稅後淨利 | 389 | 318 | 22.2 | 74.0 | 40.4 | 342 | 13.8 | 381 | 385 | (1.2) | (2.2) | 59.0 | 401 | (5.2) |
| 每股盈餘(元) | 4.51 | 3.69 | 22.2 | 74.0 | 40.1 | 3.96 | 13.8 | 4.41 | 4.47 | (1.2) | (2.2) | 58.7 | 4.65 | (5.2) |
| 毛利率(%) | 25.0 | 24.5 | 0.5 ppts | 0.8 ppts | 2.7 ppts | 24.6 | 0.4 ppts | 25.5 | 25.5 | 0.0 ppts | 0.5 ppts | 4.9 ppts | 25.2 | 0.3 ppts |
| 營業利益率(%) | 12.0 | 11.5 | 0.5 ppts | 0.5 ppts | 0.9 ppts | 11.7 | 0.3 ppts | 13.0 | 13.0 | 0.0 ppts | 1.0 ppts | 7.3 ppts | 13.0 | 0.0 ppts |
| 淨利率(%) | 12.4 | 9.9 | 2.4 ppts | 5.7 ppts | 3.9 ppts | 10.7 | 1.7 ppts | 11.2 | 11.1 | 0.1 ppts | (1.2)ppts | 2.0 ppts | 11.4 | (0.2)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 | 15,057 | 15,350 | (1.9) | 18.4 | 15,095 | (0.3) | 19,875 | 18,530 | 7.3 | 32.0 | 18,987 | 4.7 |
| 毛利 | 3,931 | 3,991 | (1.5) | 30.8 | 3,890 | 1.0 | 5,632 | 4,951 | 13.7 | 43.3 | 5,142 | 9.5 |
| 營業利益 | 2,118 | 2,152 | (1.6) | 53.9 | 2,057 | 3.0 | 3,442 | 2,883 | 19.4 | 62.5 | 2,995 | 14.9 |
| 稅前獲利 | 2,300 | 2,253 | 2.1 | 46.7 | 2,232 | 3.0 | 3,553 | 2,943 | 20.7 | 54.4 | 3,153 | 12.7 |
| 稅後淨利 | 1,820 | 1,782 | 2.1 | 47.8 | 1,763 | 3.3 | 2,822 | 2,335 | 20.9 | 55.0 | 2,501 | 12.9 |
| 每股盈餘(元) | 21.10 | 20.66 | 2.1 | 47.8 | 20.43 | 3.3 | 32.71 | 27.06 | 20.9 | 55.0 | 28.99 | 12.9 |
| 毛利率(%) | 26.1 | 26.0 | 0.1 ppts | 2.5 ppts | 25.8 | 0.3 ppts | 28.3 | 26.7 | 1.6 ppts | 2.2 ppts | 27.1 | 1.3 ppts |
| 營業利益率(%) | 14.1 | 14.0 | 0.0 ppts | 3.2 ppts | 13.6 | 0.4 ppts | 17.3 | 15.6 | 1.8 ppts | 3.3 ppts | 15.8 | 1.5 ppts |
| 淨利率(%) | 12.1 | 11.6 | 0.5 ppts | 2.4 ppts | 11.7 | 0.4 ppts | 14.2 | 12.6 | 1.6 ppts | 2.1 ppts | 13.2 | 1.0 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 | 2Q24F |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 筆電 | 23 | 31 | 34 | 36 | 36 | 33 | 32 | 27 | 36 | 39 | 36 | 33 | 31 | 39 | 39 | 37 | 35 |
| 桌電 | 9 | 7 | 7 | 6 | 10 | 8 | 7 | 6 | 4 | 5 | 8 | 8 | 10 | 11 | 9 | 8 | 9 | 8 |
| 電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板 | 27 | 33 | 35 | 29 | 26 | 23 | 22 | 20 | 34 | 29 | 25 | 28 | 33 | 21 | 23 | 27 | 24 | 22 |
| 伺服器 | 17 | 16 | 16 | 22 | 23 | 29 | 30 | 33 | 17 | 20 | 25 | 26 | 23 | 23 | 25 | 21 | 25 | 30 |
| 智慧型手機 | 19 | 9 | 4 | 4 | 3 | 4 | 5 | 3 | 5 | 3 | 3 | 3 | 2 | 4 | 3 | 4 | 4 | 3 |
| 其他 | 5 | 4 | 4 | 3 | 2 | 2 | 4 | 10 | 4 | 4 | 3 | 1 | 1 | 2 | 1 | 3 | 3 | 3 |
| 合計 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 營收(百萬元新台幣) | 2,357 | 3,786 | 4,902 | 4,975 | 4,577 | 4,943 | 4,882 | 5,437 | 1,363 | 1,290 | 1,180 | 1,141 | 1,017 | 1,013 | 1,362 | 1,237 | 1,102 | 1,135 |
| 桌電 | 922 | 855 | 934 | 869 | 1,271 | 1,170 | 1,068 | 1,287 | 151 | 165 | 267 | 285 | 328 | 286 | 314 | 268 | 283 | 283 |
| 電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板 | 2,716 | 4,031 | 5,045 | 4,036 | 3,305 | 3,537 | 3,356 | 3,890 | 1,287 | 959 | 834 | 955 | 1,082 | 545 | 803 | 903 | 756 | 756 |
| 伺服器 | 1,742 | 1,954 | 2,305 | 3,042 | 2,924 | 4,386 | 4,577 | 6,579 | 644 | 662 | 834 | 903 | 754 | 597 | 873 | 702 | 787 | 1,020 |
| 智慧型手機 | 1,985 | 1,099 | 499 | 504 | 381 | 648 | 763 | 687 | 189 | 99 | 100 | 116 | 66 | 104 | 105 | 134 | 126 | 113 |
| 其他 | 512 | 489 | 573 | 431 | 254 | 374 | 610 | 1,995 | 151 | 132 | 120 | 27 | 33 | 52 | 35 | 100 | 94 | 93 |
| 合計 | 10,248 | 12,214 | 14,258 | 13,857 | 12,713 | 15,057 | 15,255 | 19,875 | 3,786 | 3,309 | 3,335 | 3,428 | 3,280 | 2,596 | 3,492 | 3,344 | 3,149 | 3,401 |
| 營收年增 (%) | 14 | 61 | 29 | 1 | (8) | 8 | 7 | 10 | 18 | 39 | (9) | (25) | (25) | (22) | 15 | 8 | 8 | 12 |
| 筆電 | (7) | (7) | 9 | (7) | 46 | (8) | (16) | 10 | (54) | (8) | 20 | 38 | 117 | 73 | 18 | (6) | (14) | (1) |
| 桌電 | 14 | 48 | 25 | (20) | (18) | 7 | 2 | 10 | 1 | (22) | (30) | (30) | (16) | (43) | (4) | (5) | (30) | 39 |
| 電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板 | 26 | 12 | 18 | 32 | (4) | 50 | 57 | 50 | 56 | 38 | 32 | 15 | 17 | (10) | 5 | (22) | 4 | 71 |
| 伺服器 | 332 | (45) | (55) | 1 | (24) | 70 | 100 | 6 | 38 | 11 | (32) | (7) | (65) | 5 | 5 | 16 | 92 | 9 |
| 智慧型手機 | 34 | (5) | 17 | (25) | (41) | 47 | 140 | 433 | 10 | 47 | (46) | (78) | (78) | (61) | (71) | 275 | 188 | 79 |
| 其他 | 34 | 19 | 17 | (3) | (8) | 18 | 20 | 32 | 10 | 11 | (10) | (17) | (13) | (22) | 5 | (2) | (4) | 31 |
| 營收季增 (%) | | | | | | | | | (11) | (5) | (9) | (3) | (11) | (0) | 35 | (9) | (11) | 3 |
| 筆電 | | | | | | | | | (27) | 9 | 61 | 7 | 15 | (13) | 10 | (15) | 6 | 0 |
| 桌電 | | | | | | | | | (5) | (25) | (13) | 15 | 13 | (50) | 47 | 12 | (16) | 0 |
| 電競筆電 & 繪圖卡 | | | | | | | | | (18) | 3 | 26 | 8 | (16) | (21) | 46 | (20) | 12 | 30 |
| 伺服器 | | | | | | | | | 53 | (48) | 1 | 15 | (43) | 58 | 1 | 28 | (6) | (10) |
| 智慧型手機 | | | | | | | | | 22 | (13) | (9) | (78) | 22 | 58 | (33) | 187 | (6) | (2) |
| 其他 | | | | | | | | | (8) | (13) | 1 | 3 | (4) | (21) | 35 | (4) | (6) | 8 |

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 | 主要供應商 | 單價 (US\$) |
|-----------|---|-------------------------------------|
| 水冷板模組 | 訊凱國際 CoolIT Systems 奇紘 雙鴻 | 1,500-2,500 (每台伺服器) |
| CDU | CoolIT Systems Vertiv nVent 奇紘 台達電 鴻海 雙鴻 元鈦 | 20,000-30,000 (每個機櫃內) |
| 歧管 & 快接頭 | CoolIT Systems 奇紘 Colder Product Co. (CPC) CEJN Parker Staubli 高力 | 10,000-15,000 (快速接頭 4,000-6,000) |
| RDHx & 風扇 | | 2,000-4,000 |
| 機櫃 | | 5000 |
| 總計 | | 30,000-80,000 |

| | |
|-------------------------------|-------------------|
| A. Cold Plate Modules | US\$200-400/組 |
| B. Cooling Distribution Units | US\$20,000-30,000 |
| C. Rack | US\$10,000-15,000 |
| D. RDHx | |
| E. Fan Door | |
| F. Manifold | |

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\$mm) | 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 | 建華 | 2421 TT | 945 | 112.5 | 增加持股 | 155.0 | 5.16 | 6.58 | 7.74 | 18.9 | 27.5 | 17.6 | 21.8 | 17.1 | 14.5 | 4.2 | 4.0 | 3.7 | 21.5 | 24.0 | 26.2 | 3.1 | 4.2 |
| | 日本電產公司* | 6594 JP | 28,020 | 7,373.0 | 未評等 | N.A. | 78.19 | 250.15 | 319.94 | (66.4) | 219.9 | 27.9 | 94.3 | 29.5 | 23.0 | 3.1 | 2.8 | 2.5 | 3.4 | 10.1 | 11.4 | 0.9 | 1.0 |
| | 動力-KY* | 6591 TT | 61 | 55.5 | 未評等 | N.A. | 3.40 | N.M. | N.M. | (50.7) | N.A. | N.A. | 16.3 | N.A. | N.A. | 1.1 | N.A. | N.A. | 6.8 | N.M. | N.M. | N.A. | N.A. |
| 散熱模組/冷卻風扇 | 美商亞三美公司* | 6479 JP | 8,116 | 2,981.5 | 未評等 | N.A. | 187.62 | 124.37 | 187.20 | 10.3 | (33.7) | 50.5 | 15.9 | 24.0 | 15.9 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 13.1 | 7.8 | 10.9 | 1.3 | 1.3 |
| | 奇紘 | 3017 TT | 7,699 | 654.0 | 增加持股 | 800.0 | 14.11 | 18.44 | 26.65 | 19.7 | 30.7 | 44.5 | 46.4 | 35.5 | 24.5 | 11.4 | 9.8 | 8.2 | 28.3 | 29.2 | 35.8 | 1.1 | 1.4 |
| | 台達電 | 2308 TT | 25,568 | 320.5 | 持有 | 297.0 | 12.86 | 13.10 | 15.15 | 2.2 | 1.9 | 15.6 | 24.9 | 24.5 | 21.2 | 4.3 | 3.9 | 3.5 | 17.5 | 16.7 | 17.6 | 2.0 | 2.0 |
| 散熱模組 | 維錫技術控股* | VRT US | 35,488 | 94.80 | 未評等 | N.A. | 1.21 | 2.34 | 2.99 | 505.0 | 93.1 | 28.1 | 78.3 | 40.6 | 31.7 | 18.0 | 17.0 | 16.1 | 26.6 | 42.2 | 52.3 | 0.0 | 0.1 |
| | 多佛公司* | DOV US | 24,743 | 180.04 | 未評等 | N.A. | 7.56 | 9.10 | 9.94 | 1.2 | 20.3 | 9.2 | 23.8 | 19.8 | 18.1 | 4.9 | 4.5 | 4.0 | 22.5 | 26.1 | 20.6 | 1.1 | 1.2 |
| | 尼得科超家* | 6230 TT | 860 | 324.5 | 未評等 | N.A. | 7.02 | 3.06 | 6.40 | (1.1) | (56.4) | 109.2 | 46.2 | 106.0 | 50.7 | 4.9 | N.A. | N.A. | 10.9 | 4.5 | 8.7 | 0.3 | N.A. |
| 散熱模組 | 雙鴻 | 3324 TT | 2,173 | 800.0 | 增加持股 | 660.0 | 14.28 | 20.66 | 27.06 | (2.7) | 44.7 | 31.0 | 56.0 | 28.6 | 21.8 | 10.7 | 9.3 | 7.7 | 20.2 | 25.0 | 28.3 | 1.1 | 1.2 |
| | 鴻華* | 2354 TT | 2,676 | 61.6 | 未評等 | N.A. | 3.01 | 5.41 | 5.71 | (0.3) | 79.7 | 5.5 | 20.5 | 11.4 | 10.8 | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 4.1 | 7.0 | 7.1 | 2.4 | 3.5 |
| | 藤倉有限公司* | 5803 JP | 5,144 | 2,728.0 | 未評等 | N.A. | 148.27 | 164.86 | 179.75 | 4.5 | 11.2 | 9.0 | 18.4 | 16.5 | 15.2 | 2.8 | 2.4 | 2.2 | 16.7 | 15.8 | 14.7 | 1.1 | 1.8 |
| | 古河電氣工業* | 5801 JP | 1,525 | 3,387.0 | 未評等 | N.A. | 254.45 | 32.64 | 178.38 | 77.4 | (87.2) | 446.6 | 13.3 | 103.8 | 19.0 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 6.2 | 0.6 | 4.2 | 2.4 | 1.8 |

註：*Bloomberg 市場共識

資料來源：Bloomberg；凱基預估

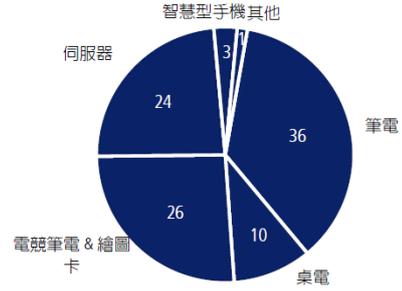
圖 6：公司概況

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\$159.5, 持有)、Dell(美)、HP(美)、華碩(2357 TT, NT\$430, 持有)、Samsung(韓)。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：筆電、電競筆電&繪圖卡與伺服器為營收大宗

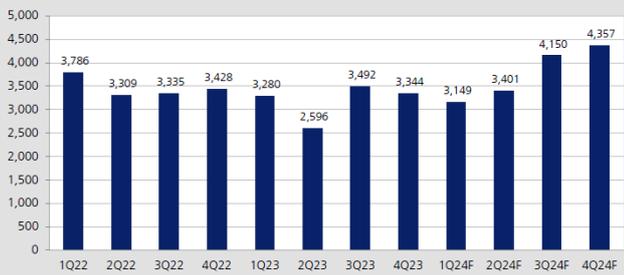
2023 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：季營業收入

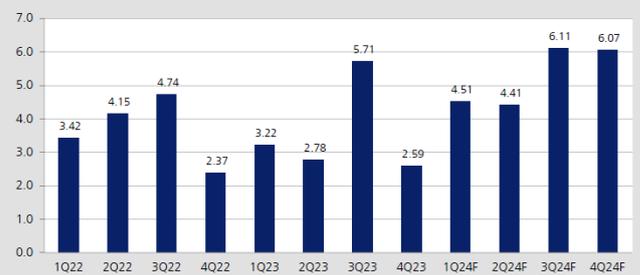
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9：每股盈利

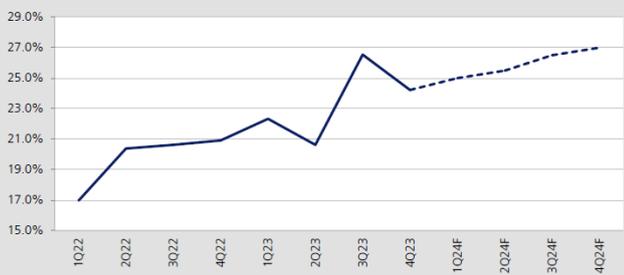
每股盈利，元



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

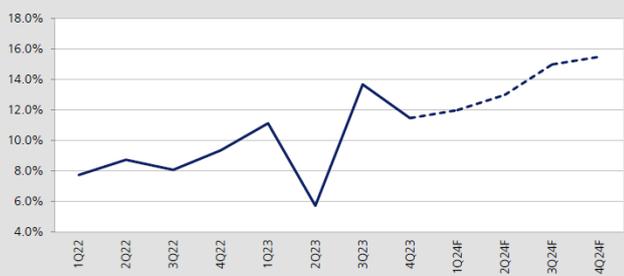
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



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 | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| | Mar-23A | Jun-23A | Sep-23A | Dec-23A | Mar-24F | Jun-24F | Sep-24F | Dec-24F | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
| 營業收入 | 3,280 | 2,596 | 3,492 | 3,344 | 3,149 | 3,401 | 4,150 | 4,357 | 12,713 | 15,057 | 19,875 |
| 營業成本 | (2,548) | (2,061) | (2,565) | (2,534) | (2,362) | (2,534) | (3,050) | (3,181) | (9,708) | (11,127) | (14,244) |
| 營業毛利 | 733 | 535 | 927 | 810 | 787 | 867 | 1,100 | 1,176 | 3,005 | 3,931 | 5,632 |
| 營業費用 | (367) | (387) | (449) | (426) | (409) | (425) | (477) | (501) | (1,629) | (1,813) | (2,189) |
| 營業利益 | 366 | 149 | 478 | 384 | 378 | 442 | 622 | 675 | 1,376 | 2,118 | 3,442 |
| 折舊 | (115) | (111) | (108) | (105) | (106) | (106) | (106) | (106) | (439) | (424) | (550) |
| 攤提 | (7) | (8) | (8) | (9) | (8) | (8) | (8) | (8) | (32) | (34) | (34) |
| EBITDA | 487 | 268 | 594 | 498 | 492 | 557 | 737 | 790 | 1,847 | 2,576 | 4,027 |
| 利息收入 | 2 | 6 | 4 | 10 | 10 | 8 | 8 | 5 | 23 | 32 | 25 |
| 投資利益淨額 | 0 | - | - | - | - | 3 | 3 | 5 | 0 | 10 | 10 |
| 其他營業外收入 | 32 | 148 | 125 | 41 | 117 | 40 | 40 | 53 | 345 | 250 | 180 |
| 總營業外收入 | 34 | 154 | 128 | 51 | 127 | 50 | 50 | 64 | 368 | 292 | 215 |
| 利息費用 | (10) | (3) | (7) | (8) | (8) | (6) | (6) | (4) | (28) | (24) | (20) |
| 投資損失 | - | (1) | (0) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (2) | (5) | (5) |
| 其他營業外費用 | (37) | 0 | 0 | (109) | 0 | (20) | (20) | (40) | (146) | (80) | (80) |
| 總營業外費用 | (47) | (4) | (8) | (118) | (9) | (27) | (27) | (46) | (177) | (109) | (105) |
| 稅前純益 | 353 | 300 | 599 | 317 | 496 | 465 | 646 | 693 | 1,568 | 2,300 | 3,553 |
| 所得稅費用[利益] | (76) | (58) | (101) | (93) | (92) | (84) | (116) | (168) | (329) | (460) | (711) |
| 少數股東損益 | 0 | (2) | (6) | 0 | (15) | (1) | (2) | (2) | (7) | (20) | (20) |
| 非常項目前稅後純益 | 277 | 239 | 492 | 224 | 389 | 381 | 527 | 523 | 1,232 | 1,820 | 2,822 |
| 非常項目 | (0) | (0) | (0) | (0) | - | - | - | - | - | - | - |
| 稅後淨利 | 277 | 239 | 492 | 224 | 389 | 381 | 527 | 523 | 1,232 | 1,820 | 2,822 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 3.22 | 2.78 | 5.71 | 2.59 | 4.51 | 4.41 | 6.11 | 6.07 | 14.28 | 21.10 | 32.71 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 22.3 | 20.6 | 26.5 | 24.2 | 25.0 | 25.5 | 26.5 | 27.0 | 23.6 | 26.1 | 28.3 |
| 營業利益率 | 11.1 | 5.7 | 13.7 | 11.5 | 12.0 | 13.0 | 15.0 | 15.5 | 10.8 | 14.1 | 17.3 |
| EBITDA Margin | 14.9 | 10.3 | 17.0 | 14.9 | 15.6 | 16.4 | 17.8 | 18.1 | 14.5 | 17.1 | 20.3 |
| 稅前純益率 | 10.7 | 11.5 | 17.1 | 9.5 | 15.8 | 13.7 | 15.6 | 15.9 | 12.3 | 15.3 | 17.9 |
| 稅後純益率 | 8.5 | 9.2 | 14.1 | 6.7 | 12.4 | 11.2 | 12.7 | 12.0 | 9.7 | 12.1 | 14.2 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (4.3) | (20.9) | 34.5 | (4.2) | (5.8) | 8.0 | 22.0 | 5.0 | | | |
| 營業毛利 | 2.2 | (26.9) | 73.1 | (12.6) | (2.8) | 10.2 | 26.8 | 7.0 | | | |
| 營業收益增長 | 13.9 | (59.3) | 221.4 | (19.6) | (1.6) | 17.0 | 40.8 | 8.5 | | | |
| EBITDA | 7.7 | (45.1) | 121.9 | (16.1) | (1.1) | 13.0 | 32.4 | 7.2 | | | |
| 稅前純益 | 34.8 | (15.0) | 99.9 | (47.1) | 56.6 | (6.2) | 38.7 | 7.4 | | | |
| 稅後純益 | 35.8 | (13.7) | 105.6 | (54.5) | 74.0 | (2.2) | 38.6 | (0.8) | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (13.4) | (21.5) | 4.7 | (2.4) | (4.0) | 31.0 | 18.8 | 30.3 | (8.3) | 18.4 | 32.0 |
| 營業毛利 | 14.0 | (20.6) | 34.7 | 13.0 | 7.5 | 62.0 | 18.7 | 45.2 | 10.4 | 30.8 | 43.3 |
| 營業收益 | 24.7 | (48.6) | 77.3 | 19.6 | 3.4 | 197.3 | 30.2 | 75.9 | 17.3 | 53.9 | 62.5 |
| EBITDA | 11.9 | (36.8) | 49.2 | 10.0 | 1.1 | 108.0 | 24.1 | 58.6 | 8.0 | 39.5 | 56.3 |
| 稅前純益 | (5.4) | (33.8) | 10.7 | 21.1 | 40.7 | 55.3 | 7.8 | 118.9 | (3.7) | 46.7 | 54.4 |
| 稅後純益 | (5.7) | (33.1) | 20.6 | 9.6 | 40.4 | 59.0 | 7.2 | 134.1 | (2.5) | 47.8 | 55.0 |

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 | 14,297 | 17,275 |
| 流動資產 | 8,978 | 8,420 | 8,653 | 9,407 | 11,855 |
| 現金及短期投資 | 1,494 | 1,492 | 1,450 | 1,072 | 1,084 |
| 存貨 | 2,292 | 2,072 | 2,307 | 2,637 | 3,385 |
| 應收帳款及票據 | 4,745 | 4,490 | 4,419 | 5,220 | 6,909 |
| 其他流動資產 | 448 | 365 | 477 | 477 | 477 |
| 非流動資產 | 2,917 | 3,323 | 3,959 | 4,890 | 5,420 |
| 長期投資 | 109 | 128 | 215 | 270 | 350 |
| 固定資產 | 2,442 | 2,715 | 3,126 | 4,002 | 4,452 |
| 什項資產 | 366 | 480 | 618 | 618 | 618 |
| 負債總額 | 6,986 | 5,933 | 5,745 | 6,419 | 7,840 |
| 流動負債 | 5,670 | 5,620 | 4,787 | 5,695 | 7,096 |
| 應付帳款及票據 | 4,091 | 2,848 | 3,157 | 3,608 | 4,631 |
| 短期借款 | 416 | 1,498 | 232 | 431 | 353 |
| 什項負債 | 1,162 | 1,273 | 1,398 | 1,656 | 2,112 |
| 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 | 7,878 | 9,436 |
| 普通股股本 | 884 | 884 | 884 | 884 | 884 |
| 保留盈餘 | 2,722 | 3,304 | 3,926 | 4,918 | 6,455 |
| 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%) | 18.4% | 32.0% |
| 營業收益增長 | (11.7%) | (14.9%) | 17.3% | 53.9% | 62.5% |
| EBITDA | (3.9%) | (10.0%) | 8.0% | 39.5% | 56.3% |
| 稅後純益 | 1.9% | 11.6% | (2.5%) | 47.8% | 55.0% |
| 每股盈餘成長率 | 1.9% | 11.9% | (2.7%) | 47.8% | 55.0% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 18.7% | 19.6% | 23.6% | 26.1% | 28.3% |
| 營業利益率 | 9.7% | 8.5% | 10.8% | 14.1% | 17.3% |
| EBITDA Margin | 13.3% | 12.3% | 14.5% | 17.1% | 20.3% |
| 稅後純益率 | 7.9% | 9.1% | 9.7% | 12.1% | 14.2% |
| 平均資產報酬率 | 10.3% | 10.7% | 10.1% | 13.5% | 17.9% |
| 股東權益報酬率 | 24.3% | 24.5% | 20.2% | 25.5% | 33.6% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 34.9% | 30.2% | 16.7% | 14.1% | 11.2% |
| 淨負債比率 | 4.5% | 4.6% | Net cash | 1.6% | 0.6% |
| 利息保障倍數 (x) | 62.2 | 43.4 | 57.2 | 96.0 | 181.0 |
| 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 | 65.8 | 100.7 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 3.3 | 0.8 | 7.6 | 3.5 | 5.3 |
| 流動比率 (x) | 1.6 | 1.5 | 1.8 | 1.7 | 1.7 |
| 速動比率 (x) | 1.2 | 1.1 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | 221 | 269 | (218) | 124 | 54 |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 13.12 | 14.68 | 14.28 | 21.10 | 32.71 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 16.72 | 14.41 | 22.85 | 18.47 | 23.04 |
| 每股淨值 (NT\$) | 53.65 | 62.97 | 75.04 | 86.25 | 103.64 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 54.94 | 64.67 | 76.92 | 88.42 | 106.24 |
| 每股營收 (NT\$) | 165.15 | 160.99 | 147.37 | 174.55 | 230.40 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 21.99 | 19.86 | 21.41 | 29.86 | 46.68 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 6.00 | 6.50 | 6.50 | 9.37 | 14.53 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 1.29 | 1.17 | 1.04 | 1.12 | 1.26 |
| 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 | 15,057 | 19,875 |
| 營業成本 | (11,595) | (11,135) | (9,708) | (11,127) | (14,244) |
| 營業毛利 | 2,663 | 2,722 | 3,005 | 3,931 | 5,632 |
| 營業費用 | (1,284) | (1,549) | (1,629) | (1,813) | (2,189) |
| 營業利益 | 1,379 | 1,173 | 1,376 | 2,118 | 3,442 |
| 總營業外收入 | 139 | 550 | 368 | 292 | 215 |
| 利息收入 | 2 | 10 | 23 | 32 | 25 |
| 投資利益淨額 | - | 10 | 0 | 10 | 10 |
| 其他營業外收入 | 138 | 529 | 345 | 250 | 180 |
| 總營業外費用 | (97) | (95) | (177) | (109) | (105) |
| 利息費用 | (23) | (38) | (28) | (24) | (20) |
| 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 | 2,300 | 3,553 |
| 所得稅費用[利益] | (268) | (341) | (329) | (460) | (711) |
| 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 | 1,820 | 2,822 |
| EBITDA | 1,899 | 1,709 | 1,847 | 2,576 | 4,027 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 13.12 | 14.68 | 14.28 | 21.10 | 32.71 |

現金流量

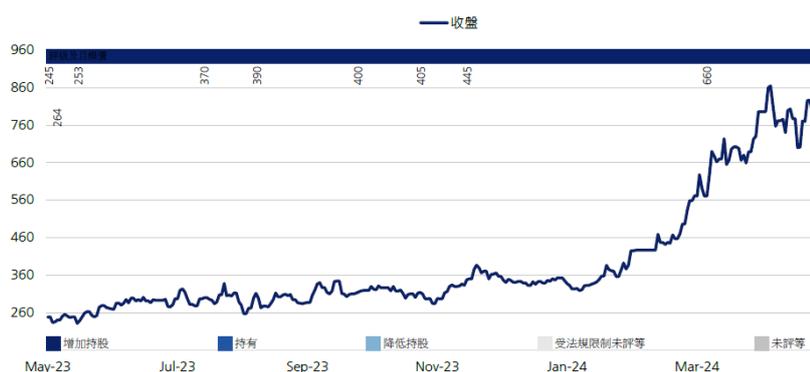
| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 營運活動之現金流量 | 1,444 | 1,241 | 1,971 | 1,594 | 1,988 |
| 本期純益 | 1,133 | 1,264 | 1,232 | 1,820 | 2,822 |
| 折舊及攤提 | 520 | 536 | 470 | 458 | 584 |
| 本期運用資金變動 | (202) | (758) | 151 | (679) | (1,413) |
| 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) | (1,109) |
| 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) | (1,000) |
| 其他資產變動 | 75 | (18) | (30) | (34) | (34) |
| 自由現金流 | 373 | 61 | 843 | 139 | 891 |
| 融資活動之現金流量 | (303) | (629) | (1,007) | (587) | (867) |
| 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) | (829) |
| 其他融資現金流 | (51) | (52) | (43) | 20 | 20 |
| 匯率影響數 | (14) | 12 | (29) | (37) | 12 |
| 本期產生現金流量 | 88 | (10) | (118) | (377) | 12 |

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% | 12.0% | 11.0% |
| = 營業利益率 | 9.7% | 8.5% | 10.8% | 14.1% | 17.3% |
| 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 | 0.3 | 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 | 2.3 |
| 營業利益率 | 9.7% | 8.5% | 10.8% | 14.1% | 17.3% |
| x 資本周轉率 | 3.0 | 2.5 | 2.1 | 2.1 | 2.3 |
| 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% | 23.3% | 31.7% |

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 |
|------------|------|-----|-----|
| 2024-03-09 | 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 |
| 2023-03-09 | 增加持股 | 197 | 164 |

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。