

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 May 7 (NT\$)	510
12 個月目標價 (NT\$)	640
前次目標價 (NT\$)	800
調降 (%)	20.0
上漲空間 (%)	25.5

焦點內容

- 雙鴻將於 5/9 公告 1Q25 EPS，預期將優於我們原估與市場共識預估。
- 2Q25 營收將季增 15-20%，其中液冷散熱與 RTX-50 顯卡營收擴張。新台幣升值將抵銷產品組合轉佳對毛利率之影響。
- 2025 年液冷散熱營收比重將達 40-50%，並將成為主要營收與 EPS 增長動能。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	46.81 / 1,557
流通在外股數 (百萬股)：	91.77
外資持有股數 (百萬股)：	11.98
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.64
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	397.0 -955

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-13.7	-21.5	-38.6
相對表現 (%)	-1.2	-9.3	-38.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	3.22A	2.78A	5.71A	2.59A
2024	4.51A	7.24A	4.43A	5.18A
2025	5.47F	5.43F	9.68F	12.98F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

雙鴻將於 5/9 公告 1Q25 財報，預期毛利率和 EPS 將優於市場共識。公司 4 月營收強勁，我們預期 2Q25 營收將季增 17%，液冷營收維持升勢。

評論及分析

1Q25 EPS 將優於市場共識。我們上調 1Q25 EPS 預估，預期毛利率、營利率和匯兌收益高於原估。因產品組合轉佳，1Q25 伺服器營收比重升至 44% (4Q24 39%)，液冷營收比重增至約 17% (相較 4Q24 低於 10%、3Q24 16%、2Q24 20%)，加上新 RTX-50 GPU 上市推升 VGA 散熱 ASP，我們預估 1Q25 毛利率為 27%。加上匯兌收益挹注 (小於 1 億元)，上修 1Q25 EPS 預估至 5.47 元，季增 6%、年增 21%，優於我們原估與市場共識預估。

液冷營收增長推動營收和毛利率擴張。公司 4 月營收 20.2 億元，月增 16%、年增 66%，受惠於 AI 伺服器與顯卡散熱營收成長。我們預期 2Q25 營收季增 17%，對比公司先前展望的季增 15-20%。4 月液冷營收比重跳升至 25%，因出貨主要客戶 Supermicro (美) 的水冷板營收增加，以及來自 Oracle (美) 和 HP (美) 的分歧管營收。隨未來數月 GB200 相關液冷營收擴張，預期 2Q25 液冷營收比重進一步升至 25-30%，推升毛利率，然增幅將被新台幣對美元升值所抵消，因此預期 2Q25 毛利率將持穩，但營利率將上揚。

2025 年液冷營收比重指引維持 40-50%。GB300 compute board 設計將沿用 GB200 Bianca 設計，對公司水冷板、分歧管和快接頭(QD)營收增長可能推遲。但 2H25 液冷滲透率將持續擴張，公司因此維持 2025 年滲透率 40-50% 之指引；並表示短期內關稅不會影響毛利率，將由客戶承擔。但新台幣對美元升值不利 2Q25 毛利率，也將產生匯兌損失。公司美元計價之營收比重 90-100%、美元計價成本低於 50%，新台幣升值 10% 恐將影響毛利率 1.5-2ppts。但產品組合優化將抵銷此不利。反映前述影響，下修 2025 年 EPS 預估至 33.56 元，年增 58%，預期公司受惠於 2H25-2026 年液冷營收擴張。

投資建議

基於 EPS 強勁成長與液冷營收升勢，維持「增加持股」評等。目標價由 800 元下修至 640 元，基於 20 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-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	13,857	12,713	15,779	23,337	30,355
營業毛利 (NT\$百萬)	2,722	3,005	4,026	6,514	8,513
營業利益 (NT\$百萬)	1,173	1,376	1,911	3,901	5,568
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,264	1,232	1,893	3,025	4,456
每股盈餘 (NT\$)	14.68	14.28	21.23	33.56	49.44
每股現金股利 (NT\$)	6.50	6.50	10.00	15.76	23.22
每股盈餘成長率 (%)	11.9	(2.7)	48.7	58.1	47.3
本益比 (x)	34.7	35.7	24.0	15.2	10.3
股價淨值比 (x)	8.1	6.8	5.2	4.4	3.6
EV/EBITDA (x)	26.4	23.8	18.4	10.1	7.2
淨負債比率 (%)	4.6	Net cash	Net cash	0.2	Net cash
殖利率 (%)	1.3	1.3	2.0	3.1	4.6
股東權益報酬率 (%)	24.5	20.2	24.3	31.0	38.1

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：1Q25 財報與 2Q25 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	1Q25F							2Q25F						
	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	4,414	4,414	0.0	7.0	40.1	4,379	0.8	5,165	5,076	1.7	17.0	20.6	5,045	2.4
毛利	1,192	1,148	3.9	28.4	54.5	1,115	6.9	1,394	1,421	(1.9)	17.0	14.7	1,362	2.4
營業利益	574	556	3.2	63.2	74.3	552	4.0	749	761	(1.6)	30.5	9.0	757	(1.1)
稅前淨利	608	587	3.6	6.1	22.5	589	3.2	603	792	(23.9)	(0.8)	(23.1)	778	(22.5)
稅後淨利	493	476	3.6	5.7	24.7	474	4.1	489	644	(24.1)	(0.8)	(22.6)	616	(20.6)
每股盈餘 (元)	5.47	5.28	3.6	5.7	21.4	5.26	4.1	5.43	7.15	(24.1)	(0.8)	(25.0)	6.83	(20.6)
毛利率 (%)	27.0	26.0	1.0 ppts	4.5 ppts	2.5 ppts	25.5	1.5 ppts	27.0	28.0	(1.0)ppts	0.0 ppts	(1.4)ppts	27.0	0.0 ppts
營業利益率 (%)	13.0	12.6	0.4 ppts	4.5 ppts	2.6 ppts	12.6	0.4 ppts	14.5	15.0	(0.5)ppts	1.5 ppts	(1.5)ppts	15.0	(0.5)ppts
淨利率 (%)	11.2	10.8	0.4 ppts	(0.1)ppts	(1.4)ppts	10.8	0.4 ppts	9.5	12.7	(3.2)ppts	(1.7)ppts	(5.3)ppts	12.2	(2.7)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2025-26 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 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	23,337	23,677	(1.4)	47.9	22,235	5.0	30,355	30.1	27,078	12.1
毛利	6,514	6,783	(4.0)	61.8	6,137	6.1	8,513	30.7	7,446	14.3
營業利益	3,901	4,202	(7.2)	104.2	3,604	8.2	5,568	42.7	4,661	19.5
稅前獲利	3,806	4,325	(12.0)	60.9	3,749	1.5	5,596	47.0	4,747	17.9
稅後淨利	3,025	3,440	(12.1)	59.8	2,982	1.4	4,456	47.3	3,779	17.9
每股盈餘 (元)	33.56	38.17	(12.1)	58.1	33.09	1.4	49.44	47.3	41.93	17.9
毛利率 (%)	27.9	28.6	(0.7)ppts	2.4 ppts	27.6	0.3 ppts	28.0	0.1 ppts	27.5	0.5 ppts
營業利益率 (%)	16.7	17.7	(1.0)ppts	4.6 ppts	16.2	0.5 ppts	18.3	1.6 ppts	17.2	1.1 ppts
淨利率 (%)	13.0	14.5	(1.6)ppts	1.0 ppts	13.4	(0.4)ppts	14.7	1.7 ppts	14.0	0.7 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：伺服器之產品比重持續擴張

營收比重 (%)	2021				2022		2023		2024		2025F		2025F guidance		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25			
	筆電&桌電	41	42	46	39	26	25	41	50	48	45	44	34	39	40	35	33	21	23	27	24	15	14	16	17	
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	35	29	26	17	13	13	23	23	25	21	25	46	42	39	44	23	23	25	21	25	46	42	39	44		
伺服器	16	22	23	39	58	60	2	4	3	4	4	3	2	2	2	1	2	1	3	3	2	3	3	2		
智慧型手機	4	4	3	3	1	1	2	4	3	4	4	3	2	2	2	1	2	1	3	3	2	3	3	2		
其他	4	3	2	3	2	1	1	2	1	3	3	2	3	3	2	2	1	3	3	2	3	3	3	2		
合計	100	100	100	100	100	100	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)																										
筆電&桌電	5,836	5,844	5,848	6,138	6,115	5,917	1,345	1,298	1,676	1,505	1,387	1,456	1,646	1,650	1,545	1,082	545	803	903	756	642	591	660	750		
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	5,045	4,036	3,305	2,650	3,100	3,077	754	597	873	702	788	1,970	1,772	1,609	1,942	2,305	3,042	2,924	6,139	13,506	14,201	754	597	873	702	
伺服器	2,305	3,042	2,924	6,139	13,506	14,201	66	104	105	134	126	128	84	83	88	499	504	381	421	211	237	66	104	105	134	
智慧型手機	499	504	381	421	211	237	33	52	35	100	95	86	127	124	88	573	431	254	431	406	237	33	52	35	100	
其他	573	431	254	431	406	237	33	52	35	100	95	86	127	124	88	14,258	13,857	12,713	15,779	23,337	23,668	3,280	2,596	3,492	3,344	
合計	14,258	13,857	12,713	15,779	23,337	23,668	3,280	2,596	3,492	3,344	3,152	4,283	4,219	4,125	4,414											
營收年增 (%)																										
筆電&桌電	26	0	0	5	(0)	(4)	(11)	(11)	16	(64)	3	12	(2)	10	11	25	(20)	(18)	(20)	17	16	(16)	(43)	(4)	(73)	(30)
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	25	(20)	(18)	(20)	17	16	(16)	(43)	(4)	(73)	(30)	18	(26)	(27)	(1)	18	32	(4)	110	120	131	17	(10)	5	(51)	4
伺服器	18	32	(4)	110	120	131	17	(10)	5	(51)	4	230	103	129	146	(55)	1	(24)	11	(50)	(44)	(65)	5	5	(68)	92
智慧型手機	(55)	1	(24)	11	(50)	(44)	(65)	5	5	(68)	92	24	(19)	(38)	(30)	17	(25)	(41)	69	(6)	(45)	(78)	(61)	(71)	(67)	188
其他	17	(25)	(41)	69	(6)	(45)	(78)	(61)	(71)	(67)	188	65	262	23	(7)	17	(25)	(41)	69	(6)	(45)	(78)	(61)	(71)	(67)	188
合計	17	(3)	(8)	24	48	50	(13)	(22)	5	(69)	(4)	65	21	23	40											
營收季增 (%)																										
筆電&桌電							(68)	(3)	29	(10)	(8)	5	13	0	(6)											
電競筆電 & 繪圖卡							(68)	(50)	47	12	(16)	(15)	(8)	12	14											
伺服器							(47)	(21)	46	(20)	12	150	(10)	(9)	21											
智慧型手機							(84)	58	1	28	(6)	2	(34)	(2)	7											
其他							(89)	58	(33)	187	(6)	(9)	48	(2)	(29)											
合計							(69)	(21)	35	(4)	(6)	36	(1)	(2)	7											

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：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	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024
冷卻風扇	建準	2421 TT	802	88.8	增加持股	118.0	5.16	5.46	6.96	18.9	5.7	27.6	17.2	16.3	12.8	3.4	3.1	2.9	21.5	20.0	23.9	3.9	4.2
	日本電產公司*	6594 JP	21,817	2,621.5	未評等	N.A.	32.13	145.95	158.28	(72.3)	354.2	8.4	81.6	18.0	16.6	2.2	1.7	1.7	2.8	10.1	10.8	1.3	1.5
	動力-Y*	6591 TT	60	48.0	未評等	N.A.	3.40	3.21	N.M.	(50.7)	(5.6)	N.A.	14.1	14.9	N.A.	1.0	0.9	N.A.	6.8	N.M.	N.M.	5.7	5.0
	美蓓亞三美公司*	6479 JP	6,375	2,139.0	未評等	N.A.	178.23	133.05	141.43	4.8	(25.3)	6.3	12.0	16.1	15.1	1.4	1.1	1.2	12.5	7.7	8.1	1.9	1.9
散熱模組/ 冷卻風扇	奇鋐	3017 TT	6,618	517.0	增加持股	675.0	14.11	21.21	33.75	19.7	50.4	59.1	36.7	24.4	15.3	9.0	7.0	5.6	28.3	32.1	40.5	1.4	1.9
	台達電	2308 TT	31,177	363.5	增加持股	428.0	12.86	13.56	17.03	2.2	5.5	25.6	28.3	26.8	21.3	4.7	4.1	3.6	17.3	16.4	18.0	1.8	1.9
	維諦技術控股*	VRT US	35,626	93.48	未評等	N.A.	1.21	1.32	3.56	505.0	9.1	170.0	77.3	70.8	26.2	17.7	13.4	10.9	26.6	47.8	45.0	0.0	0.1
	多佛公司*	DOV US	23,405	170.71	未評等	N.A.	7.56	19.58	9.33	1.2	159.0	(52.3)	22.6	8.7	18.3	4.7	3.3	3.2	22.5	22.9	17.0	1.2	1.2
散熱模組	尼得科超眾*	6230 TT	381	133.5	未評等	N.A.	7.02	1.48	N.M.	(1.1)	(78.9)	N.A.	19.0	90.2	N.A.	2.0	1.9	N.A.	10.9	N.M.	N.M.	0.8	0.2
	雙鴻	3324 TT	1,545	510.0	增加持股	640.0	14.28	21.23	33.56	(2.7)	48.7	58.1	35.7	24.0	15.2	9.5	5.2	4.4	20.2	24.3	31.0	1.3	2.0
	鴻達*	2354 TT	2,784	59.6	未評等	N.A.	3.01	2.53	3.43	(0.3)	(15.9)	35.6	19.8	23.6	17.4	0.8	0.8	0.5	4.1	3.8	4.4	2.5	2.3
	藤倉有限公司*	5803 JP	11,719	5,676.0	未評等	N.A.	148.27	184.96	283.77	4.5	24.7	53.4	38.3	30.7	20.0	5.8	4.0	4.0	16.7	15.8	21.1	0.5	1.0
	古河電氣工業*	5801 JP	2,213	4,488.0	未評等	N.A.	254.45	92.40	407.39	77.4	(63.7)	340.9	17.6	48.6	11.0	1.0	1.0	0.9	6.2	0.6	8.8	1.8	1.3

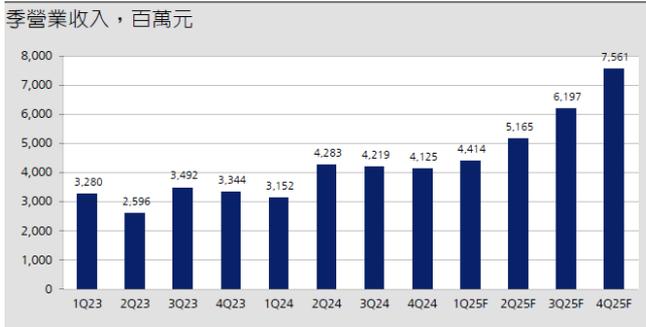
註：*Bloomberg 市場共識

資料來源：Bloomberg；凱基預估

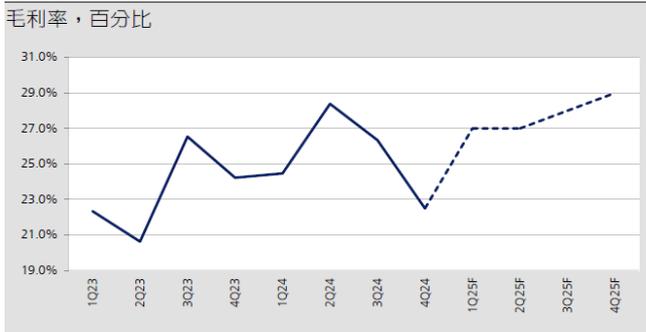
圖 5：公司概况

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\$140, 增加持股)、Dell(美)、HP(美)、華碩 (2357 TT, NT\$594, 增加持股)、Apple (美)。2024 年營收組合為筆電 30%、桌機 9%、顯示卡/ 電競 PC 17%、伺服器 39%、智慧手機 3%、其他 3%。公司 2024-2025 年主要營收成長動能為伺服器。

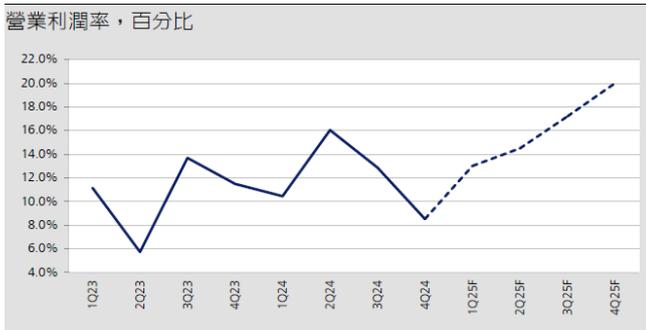
資料來源：凱基

圖 7：季營業收入


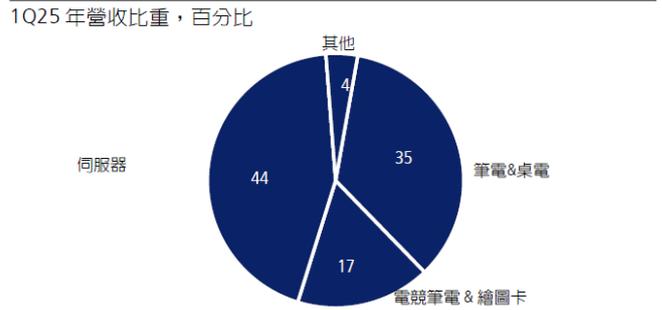
資料來源：凱基

圖 9：毛利率


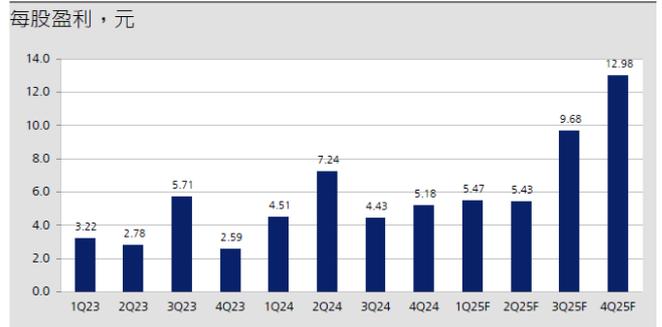
資料來源：凱基

圖 11：營業利潤率


資料來源：凱基

圖 6：1Q25 伺服器營收比重升至 44%


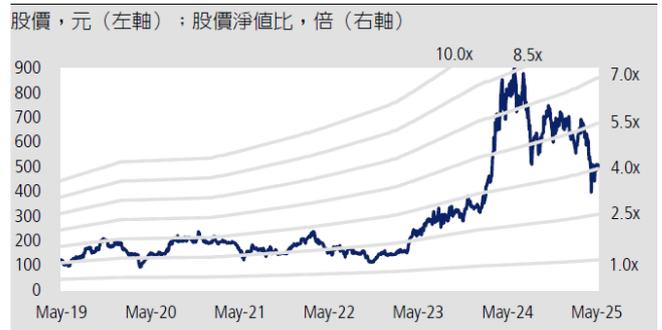
資料來源：公司資料；凱基

圖 8：每股盈利


資料來源：凱基

圖 10：未來一年預估本益比區間


資料來源：TEJ；凱基預估

圖 12：未來一年預估股價淨值比區間


資料來源：TEJ；凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24A	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,152	4,283	4,219	4,125	4,414	5,165	6,197	7,561	15,779	23,337	30,355
營業成本	(2,380)	(3,067)	(3,108)	(3,197)	(3,222)	(3,770)	(4,462)	(5,368)	(11,753)	(16,823)	(21,841)
營業毛利	771	1,216	1,111	928	1,192	1,394	1,735	2,193	4,026	6,514	8,513
營業費用	(442)	(529)	(568)	(576)	(618)	(646)	(669)	(680)	(2,115)	(2,613)	(2,945)
營業利益	329	687	543	352	574	749	1,066	1,512	1,911	3,901	5,568
折舊	(106)	(112)	(122)	(132)	(137)	(137)	(137)	(137)	(471)	(549)	(641)
攤提	(8)	(9)	(10)	(11)	(9)	(9)	(9)	(9)	(38)	(38)	(38)
EBITDA	443	808	675	494	721	896	1,213	1,659	2,420	4,487	6,247
利息收入	7	10	8	15	11	11	11	11	40	44	38
投資利益淨額	3	-	-	-	3	3	3	3	3	10	10
其他營業外收入	163	95	54	220	85	-	10	15	533	110	100
總營業外收入	173	105	62	235	99	14	24	29	576	164	148
利息費用	(6)	(7)	(9)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(31)	(34)	(35)
投資損失	-	(1)	(3)	(6)	(1)	(1)	(1)	(1)	(10)	(5)	(5)
其他營業外費用	-	0	(79)	-	(55)	(150)	(10)	(5)	(79)	(220)	(80)
總營業外費用	(6)	(8)	(91)	(14)	(65)	(160)	(20)	(15)	(120)	(259)	(120)
稅前純益	496	783	514	573	608	603	1,070	1,526	2,366	3,806	5,596
所得稅費用[利益]	(92)	(149)	(103)	(90)	(109)	(108)	(193)	(351)	(434)	(761)	(1,119)
少數股東損益	(8)	(2)	(13)	(15)	(5)	(5)	(5)	(5)	(39)	(20)	(20)
非常項目前稅後純益	396	632	398	467	493	489	872	1,170	1,893	3,025	4,456
非常項目	(0)	0	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	396	632	398	467	493	489	872	1,170	1,893	3,025	4,456
每股盈餘 (NT\$)	4.51	7.24	4.43	5.18	5.47	5.43	9.68	12.98	21.23	33.56	49.44
獲利率 (%)											
營業毛利率	24.5	28.4	26.3	22.5	27.0	27.0	28.0	29.0	25.5	27.9	28.0
營業利益率	10.4	16.0	12.9	8.5	13.0	14.5	17.2	20.0	12.1	16.7	18.3
EBITDA Margin	14.1	18.9	16.0	12.0	16.3	17.3	19.6	21.9	15.3	19.2	20.6
稅前純益率	15.7	18.3	12.2	13.9	13.8	11.7	17.3	20.2	15.0	16.3	18.4
稅後純益率	12.6	14.8	9.4	11.3	11.2	9.5	14.1	15.5	12.0	13.0	14.7
季成長率 (%)											
營業收入	(5.8)	35.9	(1.5)	(2.2)	7.0	17.0	20.0	22.0			
營業毛利	(4.8)	57.6	(8.6)	(16.5)	28.4	17.0	24.4	26.4			
營業收益增長	(14.3)	108.6	(20.9)	(35.3)	63.2	30.5	42.3	41.9			
EBITDA	(11.0)	82.3	(16.5)	(26.8)	45.8	24.3	35.4	36.8			
稅前純益	56.6	57.9	(34.4)	11.5	6.1	(0.8)	77.5	42.6			
稅後純益	77.0	59.7	(37.0)	17.2	5.7	(0.8)	78.3	34.2			
年成長率 (%)											
營業收入	(3.9)	65.0	20.8	23.3	40.1	20.6	46.9	83.3	24.1	47.9	30.1
營業毛利	5.3	127.0	19.9	14.5	54.5	14.7	56.1	136.3	34.0	61.8	30.7
營業收益	(9.9)	361.8	13.6	(8.5)	74.3	9.0	96.3	330.2	38.8	104.2	42.7
EBITDA	(9.0)	201.9	13.7	(0.8)	62.6	10.9	79.7	235.7	31.1	85.4	39.2
稅前純益	40.7	161.5	(14.2)	80.7	22.5	(23.1)	108.3	166.5	50.9	60.9	47.0
稅後純益	42.7	164.1	(19.0)	108.8	24.7	(22.6)	119.0	150.6	53.6	59.8	47.3

資料來源：公司資料；凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	11,743	12,612	16,926	21,443	27,231
流動資產	8,420	8,653	11,680	15,579	20,862
現金及短期投資	1,492	1,450	2,933	2,988	4,646
存貨	2,072	2,307	2,810	4,032	5,235
應收帳款及票據	4,490	4,419	5,429	8,051	10,472
其他流動資產	365	477	508	508	508
非流動資產	3,323	3,959	5,246	5,864	6,369
長期投資	128	215	393	459	506
固定資產	2,715	3,126	4,083	4,634	5,093
什項資產	480	618	770	770	770
負債總額	5,933	5,745	7,638	10,553	13,989
流動負債	5,620	4,787	5,902	8,359	10,811
應付帳款及票據	2,848	3,157	3,775	5,418	7,034
短期借款	1,498	232	475	750	902
什項負債	1,273	1,398	1,651	2,191	2,874
長期負債	313	959	1,736	2,193	3,179
長期借款	255	916	1,675	2,132	3,117
其他負債及準備	-	(0)	17	17	17
股東權益總額	5,810	6,866	9,288	10,891	13,242
普通股本	884	884	915	915	915
保留盈餘	3,304	3,926	5,121	6,703	9,034
少數股東權益	244	231	327	347	367
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	(2.8%)	(8.3%)	24.1%	47.9%	30.1%
營業收益增長	(14.9%)	17.3%	38.8%	104.2%	42.7%
EBITDA	(10.0%)	8.0%	31.1%	85.4%	39.2%
稅後純益	11.6%	(2.5%)	53.6%	59.8%	47.3%
每股盈餘成長率	11.9%	(2.7%)	48.7%	58.1%	47.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	19.6%	23.6%	25.5%	27.9%	28.0%
營業利益率	8.5%	10.8%	12.1%	16.7%	18.3%
EBITDA Margin	12.3%	14.5%	15.3%	19.2%	20.6%
稅後純益率	9.1%	9.7%	12.0%	13.0%	14.7%
平均資產報酬率	10.7%	10.1%	12.8%	15.8%	18.3%
股東權益報酬率	24.5%	20.2%	24.3%	31.0%	38.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	30.2%	16.7%	23.1%	26.5%	30.4%
淨負債比率	4.6%	Net cash	Net cash	0.2%	Net cash
利息保障倍數 (x)	43.4	57.2	77.1	113.0	158.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.9	0.8	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	32.3	70.6	52.8	41.3	88.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.8	7.6	3.2	1.8	3.3
流動比率 (x)	1.5	1.8	2.0	1.9	1.9
速動比率 (x)	1.1	1.3	1.5	1.4	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	269	(218)	(659)	18	(502)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	14.68	14.28	21.23	33.56	49.44
每股現金盈餘 (NT\$)	14.41	22.85	18.43	15.58	34.65
每股淨值 (NT\$)	62.97	75.04	97.91	115.20	140.67
調整後每股淨值 (NT\$)	64.67	76.92	100.51	116.98	142.84
每股營收 (NT\$)	160.99	147.37	176.99	258.92	336.78
EBITDA/Share (NT\$)	19.86	21.41	27.14	49.79	69.31
每股現金股利 (NT\$)	6.50	6.50	10.00	15.76	23.22
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.17	1.04	1.07	1.22	1.25
應收帳款周轉天數	118.3	126.9	125.9	125.9	125.9
存貨周轉天數	67.9	86.7	87.5	87.5	87.5
應付帳款周轉天數	93.4	118.7	117.6	117.6	117.6
現金轉換周轉天數	92.8	94.9	95.9	95.9	95.9

資料來源：公司資料；凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	13,857	12,713	15,779	23,337	30,355
營業成本	(11,135)	(9,708)	(11,753)	(16,823)	(21,841)
營業毛利	2,722	3,005	4,026	6,514	8,513
營業費用	(1,549)	(1,629)	(2,115)	(2,613)	(2,945)
營業利益	1,173	1,376	1,911	3,901	5,568
總營業外收入	550	368	576	164	148
利息收入	10	23	40	44	38
投資利益淨額	10	0	3	10	10
其他營業外收入	529	345	533	110	100
總營業外費用	(95)	(177)	(120)	(259)	(120)
利息費用	(38)	(28)	(31)	(34)	(35)
投資損失	(1)	(2)	(10)	(5)	(5)
其他營業外費用	(55)	(146)	(79)	(220)	(80)
稅前純益	1,628	1,568	2,366	3,806	5,596
所得稅費用[利益]	(341)	(329)	(434)	(761)	(1,119)
少數股東損益	(23)	(7)	(39)	(20)	(20)
非常項目	(0)	(0)	0	-	-
稅後淨利	1,264	1,232	1,893	3,025	4,456
EBITDA	1,709	1,847	2,420	4,487	6,247
每股盈餘 (NT\$)	14.68	14.28	21.23	33.56	49.44

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	1,241	1,971	1,643	1,404	3,123
本期純益	1,264	1,232	1,893	3,025	4,456
折舊及攤提	536	470	509	587	679
本期運用資金變動	(758)	151	(825)	(2,202)	(2,008)
其他營業資產及負債變動	199	117	67	(5)	(5)
投資活動之現金流量	(633)	(1,053)	(1,567)	(1,199)	(1,179)
投資用短期投資出售[新購]	-	(89)	(44)	-	-
本期長期投資變動	-	(100)	(22)	(61)	(41)
資本支出淨額	(615)	(835)	(1,436)	(1,100)	(1,100)
其他資產變動	(18)	(30)	(65)	(38)	(38)
自由現金流	61	843	(230)	367	1,988
融資活動之現金流量	(629)	(1,007)	1,364	(151)	(285)
短期借款變動	(71)	(305)	65	-	-
長期借款變動	10	(81)	1,544	731	1,138
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(517)	(577)	(571)	(903)	(1,443)
其他融資現金流	(52)	(43)	160	20	20
匯率影響數	12	(29)	3	-	-
本期產生現金流量	(10)	(118)	1,443	54	1,659

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	11.2%	12.8%	13.4%	11.2%	9.7%
= 營業利益率	8.5%	10.8%	12.1%	16.7%	18.3%
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	0.3	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	2.5	2.1	2.0	2.3	2.6
營業利益率	8.5%	10.8%	12.1%	16.7%	18.3%
x 資本周轉率	2.5	2.1	2.0	2.3	2.6
x (1 - 有效現金稅率)	79.0%	79.0%	81.6%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	16.5%	18.2%	20.1%	31.3%	37.9%

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
2025-02-25	增加持股	800	637
2025-02-04	增加持股	800	556
2025-02-04	增加持股	800	556
2024-11-14	增加持股	990	700
2024-10-29	增加持股	990	652
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

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有。