

雙鴻 (3324.TW/3324 TT)

液冷散熱營收成長將驅動利潤率升勢

增加持股 · 維持

收盤價 March 8 (NT\$)	571
12個月目標價 (NT\$)	660
前次目標價 (NT\$)	445.0
調升 (%)	48.3
上漲空間 (%)	15.6

焦點內容

- 利潤率下滑與匯兌損失影響下，4Q23 EPS 2.59元低於預期。
- 1Q24 營收將季減個位數，為全年谷底。伺服器將帶動 2024 年營收及獲利成長，而液冷散熱營收攀升將推升毛利率。
- Nvidia 推出 GB200 將進一步推升液冷散熱滲透率，2025 年營收及獲利率展望將更加正向。

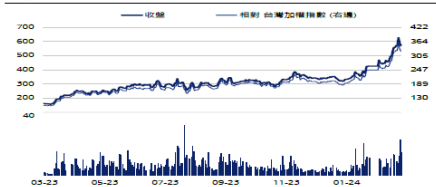
交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	51.21 / 1,623		
流通在外股數 (百萬股)：	89.68		
外資持有股數 (百萬股)：	21.05		
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.61		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	156.0 – 628		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	67.4	74.9	240.9
相對表現 (%)	53.6	55.5	215.8

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	3.69F	4.47F	6.21F	6.29F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

4Q23 EPS 季減 55%、年增 9%至 2.59 元，低於市場共識，主因利潤率下滑與匯兌損失。然而，2024 年產品組合將轉佳，伺服器將為營收主要動能，並帶動獲利率與 EPS 成長。

評論及分析

4Q23 EPS 低於市場預估。 4Q23 EPS 2.59 元，低於市場與凱基預估，主因毛利率較低與匯兌損失。毛利率 24.2%、營利率 11.5%皆季減但年增，因營收下滑與產品組合不利。4Q23 利潤率較高的伺服器比重下滑至 21%，對比 3Q23 為 25%，而 VGA 與其他營收則分別從 3Q23 的 23%、4%季增至 27%、7%。加上匯兌損失 1.05 億元，4Q23 EPS 低於預期。2023 年 EPS 年減 3%至 14.28 元，低於凱基原估 10%。公司宣佈將發放現金股利每股 6.5 元，配發率為 46.4%，隱含現金殖利率 1%。

1Q24 營收為全年谷底，但毛利率持穩；2H24-2025 營收與 EPS 成長強勁。 2 月營收月減 42%、年減 26%至 7.35 億元，1、2 月累計營收年增 5%。隨 3 月營收月增，公司展望 1Q24 營收季減個位數，但毛利率有望季持平，主因伺服器營收比重季增使產品組合優化。我們認為 1Q24 營收、毛利率與 EPS 為全年谷底。隨著 Nvidia (美) GH200/GB200 (ARM 推論) 與 B100/B200 (主要為 x86 訓練) 進入量產，雙鴻散熱解決方案將升級至液冷散熱。2Q-3Q23 水冷板模組、2H23 冷卻液分配裝置(CDU)開始小量出貨，1H24 公司將開始生產包含快接頭的分歧管。液冷散熱營收比重將由 2023 年的 2%上揚至 2024 年的 5-10%，主要來自二個 CSP 客戶。液冷散熱解決方案之機櫃內含價值將提高到 4-5 萬美元(搭載 6 個主要零件，包含水冷模組、CDU、快接頭/分歧管、機櫃、風扇門與熱交換器背門)，遠超越 3D VC (氣冷)的 80-100 美元，亦高於水冷板模組的 400-2,000 美元、CDU 與分歧管的 1-3 萬美元。我們預估熱設計功耗(TDP)提升至逾 1,000 瓦與較低 U 數伺服器設計，將帶動液冷散熱滲透率，使 2025 年營收成長強勁。2H24-2025 年 GB200 需求攀升將扮演液冷散熱營收與 EPS 擴張主要動能，因毛利率逾 30%。預期 2024-25 年伺服器營收年增約 50%，伺服器營收比重達 30-40%，而獲利貢獻達 40-50%。因利潤率展望正向，我們預估 2024 年 EPS 年增 45%至 20.66 元，2025 年年增 31%至 27.06 元。

投資建議

反映 2024-25 年獲利率與 EPS 成長 (2023-25 CAGR 達 38%)，維持「增加持股」。目標價由 445 元調至 660 元，基於 26 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	15,350	18,530
營業毛利 (NT\$百萬)	2,663	2,722	3,005	3,991	4,951
營業利益 (NT\$百萬)	1,379	1,173	1,376	2,152	2,883
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,133	1,264	1,232	1,782	2,335
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	14.28	20.66	27.06
每股現金股利 (NT\$)	6.00	6.50	6.50	9.17	12.02
每股盈餘成長率 (%)	1.9	11.9	(2.7)	44.7	31.0
本益比 (x)	43.5	38.9	40.0	27.6	21.1
股價淨值比 (x)	10.6	9.1	7.6	6.6	5.7
EV/EBITDA (x)	26.4	29.5	26.6	18.9	14.2
淨負債比率 (%)	4.5	4.6	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.1	1.1	1.1	1.6	2.1
股東權益報酬率 (%)	24.3	24.5	20.2	25.0	28.3

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：4Q23 財報結果與 1Q24 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	4Q23							1Q24F						
	實際數	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	3,344	3,597	(7.0)	(4.2)	(2.4)	3,528	(5.2)	3,211	3,345	(4.0)	(4.0)	(2.1)	3,280	(2.1)
毛利	810	935	(13.4)	(12.6)	13.0	907	(10.7)	787	803	(2.0)	(2.9)	7.4	783	0.5
營業利益	384	468	(17.9)	(19.6)	19.6	452	(15.0)	369	401	(8.0)	(3.9)	1.0	376	(1.8)
稅前淨利	317	480	(34.1)	(47.1)	21.1	446	(28.9)	394	426	(7.3)	24.5	11.9	418	(5.6)
稅後淨利	224	357	(37.3)	(54.5)	9.6	360	(37.9)	318	344	(7.4)	42.5	14.9	330	(3.5)
每股盈餘(元)	2.59	4.14	(37.4)	(54.6)	9.3	4.17	(37.9)	3.69	3.99	(7.6)	42.5	14.7	3.83	(3.5)
毛利率(%)	24.2	26.0	(1.8)ppts	(2.3)ppts	3.3 ppts	25.7	(1.5)ppts	24.5	24.0	0.5 ppts	0.3 ppts	2.2 ppts	23.9	0.6 ppts
營業利益率(%)	11.5	13.0	(1.5)ppts	(2.2)ppts	2.1 ppts	12.8	(1.3)ppts	11.5	12.0	(0.5)ppts	0.0 ppts	0.4 ppts	11.5	0.0 ppts
淨利率(%)	6.7	9.9	(3.2)ppts	(7.4)ppts	0.7 ppts	10.2	(3.5)ppts	9.9	10.3	(0.4)ppts	3.2 ppts	1.5 ppts	10.1	(0.1)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023 財報結果與 2024-25 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2023					2024F					2025F							
	實際數	凱基預估	差異(%)	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	12,713	12,965	(1.9)	(8.3)	12,878	(1.3)	15,350	15,692	(2.2)	20.7	15,256	0.6	18,530	19,069	(2.8)	20.7	16,877	9.8
毛利	3,005	3,130	(4.0)	10.4	3,097	(3.0)	3,991	4,046	(1.4)	32.8	3,852	3.6	4,951	4,995	(0.9)	24.1	4,331	14.3
營業利益	1,376	1,460	(5.7)	17.3	1,440	(4.4)	2,152	2,198	(2.1)	56.4	2,030	6.0	2,883	2,813	2.5	34.0	2,293	25.7
稅前淨利	1,568	1,731	(9.4)	(3.7)	1,703	(7.9)	2,253	2,295	(1.8)	43.7	2,171	3.8	2,943	2,873	2.4	30.6	2,448	20.2
稅後淨利	1,232	1,365	(9.8)	(2.5)	1,363	(9.6)	1,782	1,816	(1.8)	44.7	1,712	4.1	2,335	2,279	2.5	31.0	1,944	20.1
每股盈餘(元)	14.28	15.86	(9.8)	(2.7)	15.80	(9.6)	20.66	21.09	(1.8)	44.7	19.85	4.1	27.06	26.47	2.5	31.0	22.54	20.1
毛利率(%)	23.6	24.1	(0.5)ppts	4.0 ppts	24.1	(0.4)ppts	26.0	25.8	0.2 ppts	2.4 ppts	25.3	0.7 ppts	26.7	26.2	0.5 ppts	0.7 ppts	25.7	1.1 ppts
營業利益率(%)	10.8	11.3	(0.4)ppts	2.4 ppts	11.2	(0.4)ppts	14.0	14.0	0.0 ppts	3.2 ppts	13.3	0.7 ppts	15.6	14.8	0.8 ppts	1.5 ppts	13.6	2.0 ppts
淨利率(%)	9.7	10.5	(0.8)ppts	0.6 ppts	10.6	(0.9)ppts	11.6	11.6	0.0 ppts	1.9 ppts	11.2	0.4 ppts	12.6	11.9	0.6 ppts	1.0 ppts	11.5	1.1 ppts

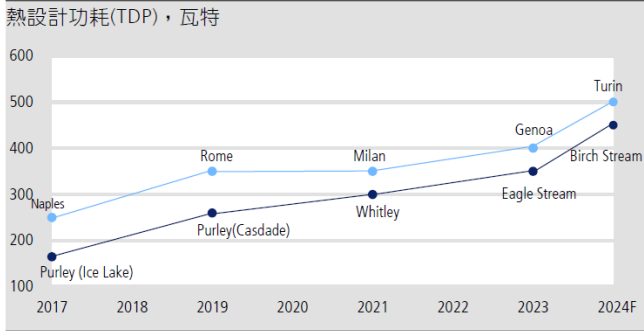
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：產品組合預估

營收比重 (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2024F 公司展望	2025F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
	筆電	23	31	34	36	36	32	32	29	36	39	36	33	31	39	39
桌電	9	7	7	6	10	8	7	7	4	5	8	8	10	11	9	8
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	27	33	35	29	26	23	22	21	34	29	25	28	33	21	23	27
伺服器	17	16	16	22	23	29	30	36	17	20	25	26	23	23	25	21
智慧型手機	19	9	4	4	3	4	5	4	5	3	3	3	2	4	3	4
其他	5	4	4	3	2	4	4	4	4	4	3	1	1	2	1	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	4,943	4,882	5,437	1,363	1,290	1,180	1,141	1,017	1,013	1,362	1,237
桌電	922	855	934	869	1,271	1,170	1,068	1,287	151	165	267	285	328	286	314	268
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
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
智慧型手機	1,985	1,099	499	504	381	648	763	687	189	99	100	116	66	104	105	134
其他	512	489	573	431	254	667	610	650	151	132	120	27	33	52	35	100
合計	10,248	12,214	14,258	13,857	12,713	15,350	15,255	18,530	3,786	3,309	3,335	3,428	3,280	2,596	3,492	3,344
營收年增 (%)																
筆電	14	61	29	1	(8)	8	7	10	18	39	(9)	(25)	(25)	(22)	15	8
桌電	(7)	(7)	9	(7)	46	(8)	(16)	10	(54)	(8)	20	38	117	73	18	(6)
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	14	48	25	(20)	(18)	7	2	10	1	(22)	(30)	(30)	(16)	(43)	(4)	(5)
伺服器	26	12	18	32	(4)	50	57	50	56	38	32	15	17	(10)	5	(22)
智慧型手機	332	(45)	(55)	1	(24)	70	100	6	38	11	(32)	(7)	(65)	5	5	16
其他	34	(5)	17	(25)	(41)	162	140	(2)	10	47	(46)	(78)	(78)	(61)	(71)	275
合計	34	19	17	(3)	(8)	21	20	21	10	11	(10)	(17)	(13)	(22)	5	(2)
營收季增 (%)																
筆電									(11)	(5)	(9)	(3)	(11)	(0)	35	(9)
桌電									(27)	9	61	7	15	(13)	10	(15)
電競筆電 & 繪圖卡									(5)	(25)	(13)	15	13	(50)	47	12
伺服器									(18)	3	26	8	(16)	(21)	46	(20)
智慧型手機									53	(48)	1	15	(43)	58	1	28
其他									22	(13)	(9)	(78)	22	58	(33)	187
合計									(8)	(13)	1	3	(4)	(21)	35	(4)

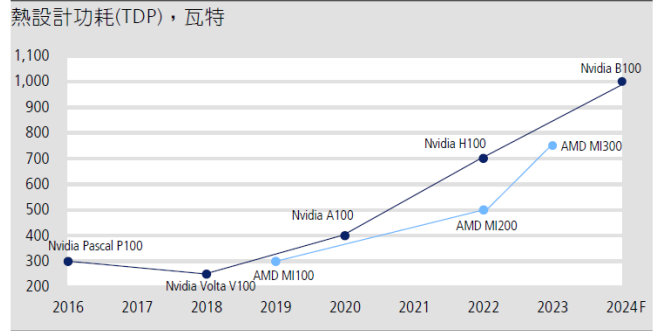
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：伺服器 CPU TDP 逐年上升



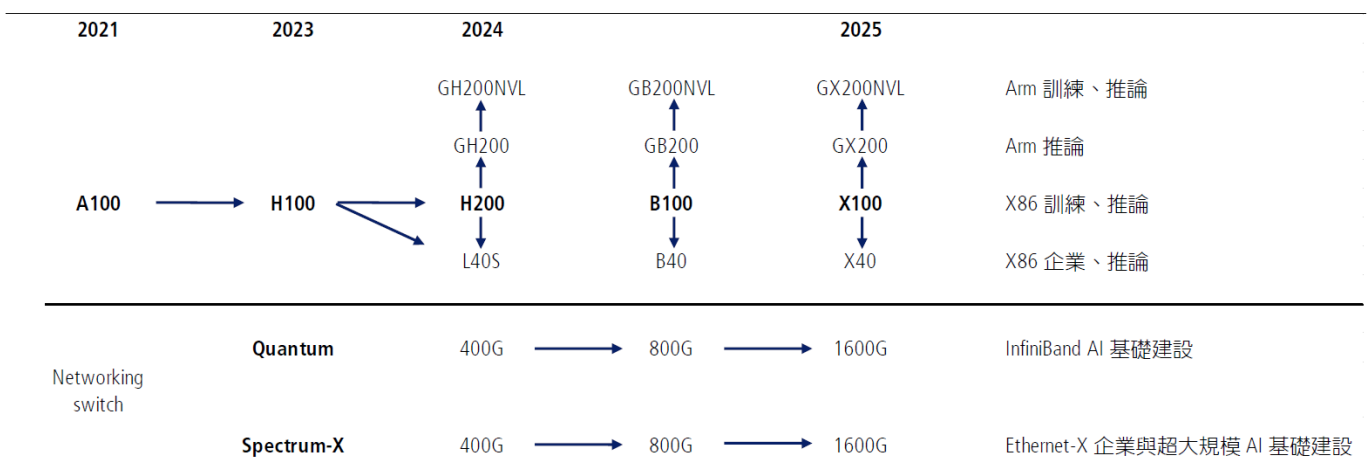
資料來源：公司資料；凱基

圖 5：GPU 之 TDP 較高



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：Nvidia 的 AI 伺服器 GPU 產品路線圖，更多產品將於 2024-25F 發布



資料來源：輝達；凱基

圖 7：Nvidia 的關鍵產品規格升級和時程表-即將推出的 GH200/GB200/B100/B200 AI CPU 是焦點

	H200	GH200 NVL32	B100	B200	GB200 NVL72	B200 NVL72
平台	Vulcan	Oberon	Umbriel	Umbriel	Oberon	Miranda
封裝產品	HGX 8-GPU 基板	GH 2:2 board, NVSwitch tray, NVL 背板	HGX 8-GPU 基板	HGX 8-GPU 基板	GH 2:1 board, NVSwitch tray, NVL 背板	GPU board, NVSwitch tray, NVL 背板
CPU	x86	Grace	x86	x86	Grace	x86
熱設計功耗 (TDP)	700W	900W	700W	1,000W	1,200W	1,200W
網路	400Gb/s	400Gb/s	400Gb/s	400Gb/s	400 or 800Gb/s	400 or 800Gb/s
	IB w/ SHARP, SpectrumX ETH	IB w/ SHARP, SpectrumX ETH	IB w/ SHARP, SpectrumX ETH	IB w/ SHARP, SpectrumX ETH	IB w/ SHARP, SpectrumX ETH	IB w/ SHARP, SpectrumX ETH
預計發表時間	2024	2024	2024	2024	2024	2024
預計量產時間	2Q24末	2Q24	3Q24末	3Q24末	1Q25	2Q25

資料來源：輝達；凱基

圖 8：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\$)
冷盤模組	Cooler Master	1,000-3,000
	CoolIT Systems	(每伺服器)
	AVC	
	Auras	
CDU	CoolIT Systems	10,000-20,000
	Vertiv	(每個機櫃內)
	nVent	
	AVC	
	Auras	
	MGCooling	
歧管 & 快接頭	CoolIT Systems	10,000-15,000
	AVC	(快速接頭 4,000-6,000)
	Colder Product Co. (CPC)	
	CEJN	
	Parker	
	Staubli	
RDHx & 風扇		
	機櫃	
總計		40,000+

資料來源：雙鴻；凱基

圖 9：同業評價比較 — 獲利

公司	股票代號	毛利率(%)			營業利益率(%)			EPS (NT\$)			EPS 成長率(%)			2022-25F CAGR
		2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	
奇鋹	3017 TT	21.0	23.8	25.2	12.4	15.7	17.7	14.11	17.90	23.57	19.8	26.9	31.7	26.0
雙鴻	3324 TT	23.6	26.0	26.7	10.8	14.0	15.6	14.28	20.66	27.06	(2.7)	44.7	31.0	22.6
建準	2421 TT	27.9	29.1	29.8	11.8	14.7	16.0	5.16	6.58	7.74	18.9	27.5	17.6	21.3
勤誠	8210 TT	22.8	24.4	24.7	12.3	15.2	15.5	8.55	14.13	18.14	2.8	65.2	28.4	29.7

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 10：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 (%)		
							2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	
冷卻風扇	建準	2421 TT	1,069	123.0	增加持股	155.0	5.16	6.58	7.74	18.9	27.5	17.6	23.8	18.7	15.9	4.6	4.3	4.0	21.5	24.0	26.2	2.8	3.8	
	日本電產公司*	6594 JP	22,575	5,596.0	未評等	NA	138.97	267.13	325.55	(40.2)	92.2	21.9	40.3	20.9	17.2	2.4	2.1	1.9	7.0	11.4	11.7	1.3	1.3	
	動力-KY*	6591 TT	72	63.4	未評等	NA	3.77	4.14	NM	(45.4)	9.8	NA	16.8	15.3	NA	1.2	1.2	NA	7.5	7.8	NM	3.5	3.8	
	美蓓亞三美公司*	6479 JP	9,032	3,126.0	未評等	NA	181.92	129.15	194.79	7.0	(29.0)	50.8	17.2	24.2	16.0	2.2	1.9	1.7	13.2	8.2	10.9	1.3	1.3	
散熱模組/冷卻風扇	奇鋹	3017 TT	6,992	574.0	增加持股	660.0	14.11	17.90	23.57	19.8	26.9	31.7	40.7	32.1	24.4	12.1	10.2	8.4	31.5	34.6	38.0	1.2	1.6	
	台達電	2308 TT	25,753	312.0	持有	297.0	12.86	13.10	15.15	2.2	1.9	15.6	24.3	23.8	20.6	4.2	3.8	3.5	17.5	16.7	17.6	2.1	2.1	
	維諦技術控股*	VRT US	27,536	72.09	未評等	NA	1.75	2.33	2.87	776.0	32.7	23.6	41.1	31.0	25.1	14.7	10.8	10.1	40.8	38.3	43.5	0.0	0.1	
	多佛公司*	DOV US	24,048	171.90	未評等	NA	8.77	9.01	9.81	17.3	2.8	8.8	19.6	19.1	17.5	4.9	4.2	3.8	23.5	21.7	20.7	1.2	1.2	
散熱模組	尼得科超眾*	6230 TT	376	137.0	未評等	NA	7.47	6.70	7.67	5.2	(10.3)	14.5	18.3	20.4	17.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	雙鴻	3324 TT	1,605	571.0	增加持股	660.0	14.28	20.66	27.06	(2.7)	44.7	31.0	40.0	28.6	21.8	7.6	6.6	5.7	20.2	25.0	28.3	1.1	1.6	
	泰碩*	3338 TT	198	70.8	未評等	NA	2.74	3.53	NM	NA	28.8	NA	25.8	20.1	NA	3.3	3.2	NA	13.0	16.2	NM	2.7	3.5	
	鴻準*	2354 TT	2,211	49.2	未評等	NA	4.34	5.41	5.71	43.7	24.7	5.5	11.3	9.1	8.6	0.4	0.4	0.4	5.8	7.0	7.1	3.0	4.4	
散熱模組	藤倉有限公司*	5803 JP	3,944	1,970.5	未評等	NA	159.49	158.88	169.07	12.4	(0.4)	6.4	12.4	12.4	11.7	2.1	1.7	1.6	18.5	15.2	13.5	1.4	2.4	
	古河電氣工業*	5801 JP	1,467	3,068.0	未評等	NA	219.11	58.92	181.88	52.8	(73.1)	208.7	14.0	52.1	16.9	0.7	0.7	0.7	5.4	1.2	4.2	2.0	2.0	

註：*Bloomberg 市場共識

資料來源：Bloomberg；凱基預估

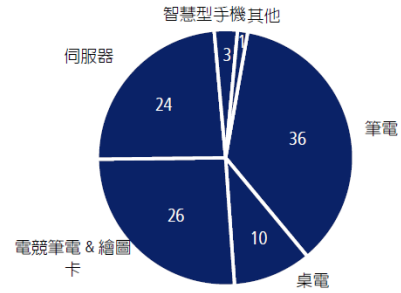
圖 11：公司概況

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\$188, 持有)、Dell(美)、HP(美)、華碩 (2357 TT, NT\$452.5, 增加持股)、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 12：筆電、電競筆電&繪圖卡與伺服器為營收大宗

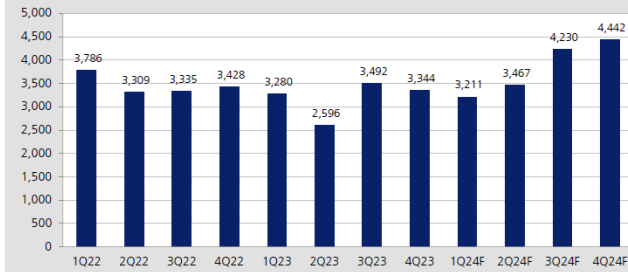
2023 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13：季營業收入

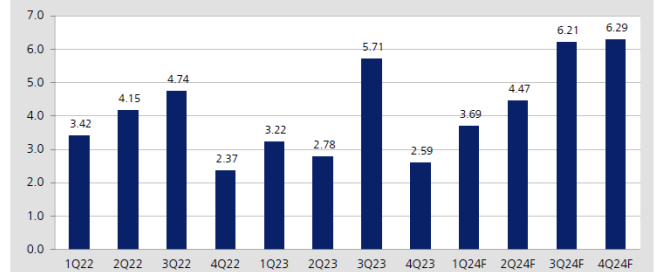
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 14：每股盈利

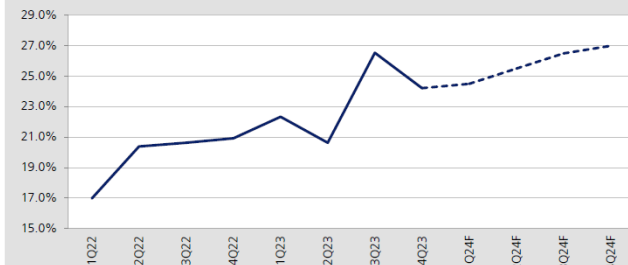
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 15：毛利率

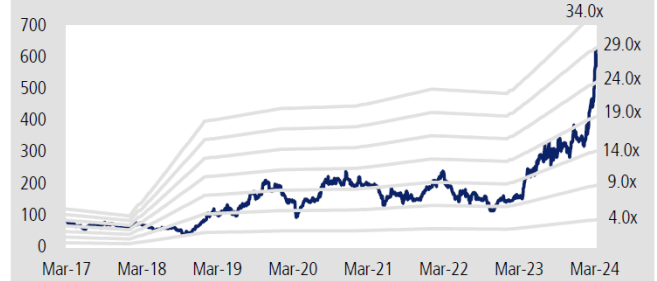
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 16：未來一年預估本益比區間

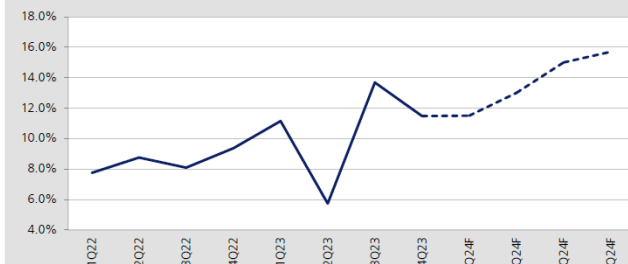
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 17：營業利潤率

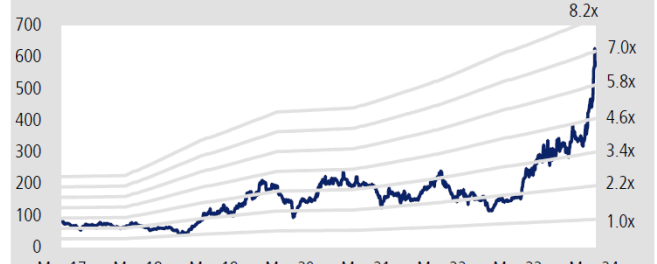
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 18：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	3,211	3,467	4,230	4,442	12,713	15,350	18,530
營業成本	(2,548)	(2,061)	(2,565)	(2,534)	(2,424)	(2,583)	(3,109)	(3,242)	(9,708)	(11,359)	(13,579)
營業毛利	733	535	927	810	787	884	1,121	1,199	3,005	3,991	4,951
營業費用	(367)	(387)	(449)	(426)	(417)	(433)	(486)	(502)	(1,629)	(1,839)	(2,068)
營業利益	366	149	478	384	369	451	635	697	1,376	2,152	2,883
折舊	(115)	(111)	(108)	(105)	(98)	(98)	(98)	(98)	(439)	(394)	(476)
攤提	(7)	(8)	(8)	(9)	(8)	(8)	(8)	(8)	(32)	(34)	(34)
EBITDA	487	268	594	498	476	558	741	804	1,847	2,579	3,393
利息收入	2	6	4	10	3	3	3	3	23	12	9
投資利益淨額	0	-	-	-	3	3	3	3	0	10	10
其他營業外收入	32	148	125	41	45	45	45	45	345	180	140
總營業外收入	34	154	128	51	50	50	50	50	368	202	159
利息費用	(10)	(3)	(7)	(8)	(4)	(4)	(4)	(4)	(28)	(16)	(14)
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)	(20)	(20)	(20)	(20)	(146)	(80)	(80)
總營業外費用	(47)	(4)	(8)	(118)	(25)	(25)	(25)	(25)	(177)	(101)	(99)
稅前純益	353	300	599	317	394	476	660	723	1,568	2,253	2,943
所得稅費用[利益]	(76)	(58)	(101)	(93)	(71)	(86)	(119)	(175)	(329)	(451)	(589)
少數股東損益	0	(2)	(6)	0	(5)	(5)	(5)	(5)	(7)	(20)	(20)
非常項目前稅後純益	277	239	492	224	318	385	536	542	1,232	1,782	2,335
非常項目	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	277	239	492	224	318	385	536	542	1,232	1,782	2,335
每股盈餘 (NT\$)	3.22	2.78	5.71	2.59	3.69	4.47	6.21	6.29	14.28	20.66	27.06
獲利率 (%)											
營業毛利率	22.3	20.6	26.5	24.2	24.5	25.5	26.5	27.0	23.6	26.0	26.7
營業利益率	11.1	5.7	13.7	11.5	11.5	13.0	15.0	15.7	10.8	14.0	15.6
EBITDA Margin	14.9	10.3	17.0	14.9	14.8	16.1	17.5	18.1	14.5	16.8	18.3
稅前純益率	10.7	11.5	17.1	9.5	12.3	13.7	15.6	16.3	12.3	14.7	15.9
稅後純益率	8.5	9.2	14.1	6.7	9.9	11.1	12.7	12.2	9.7	11.6	12.6
季成長率 (%)											
營業收入	(4.3)	(20.9)	34.5	(4.2)	(4.0)	8.0	22.0	5.0			
營業毛利	2.2	(26.9)	73.1	(12.6)	(2.9)	12.4	26.8	7.0			
營業收益增長	13.9	(59.3)	221.4	(19.6)	(3.9)	22.1	40.8	9.9			
EBITDA	7.7	(45.1)	121.9	(16.1)	(4.4)	17.1	33.0	8.5			
稅前純益	34.8	(15.0)	99.9	(47.1)	24.5	20.7	38.6	9.5			
稅後純益	35.8	(13.7)	105.6	(54.5)	42.5	21.0	39.1	1.2			
年成長率 (%)											
營業收入	(13.4)	(21.5)	4.7	(2.4)	(2.1)	33.6	21.1	32.8	(8.3)	20.7	20.7
營業毛利	14.0	(20.6)	34.7	13.0	7.4	65.1	21.0	48.0	10.4	32.8	24.1
營業收益	24.7	(48.6)	77.3	19.6	1.0	203.1	32.8	81.6	17.3	56.4	34.0
EBITDA	11.9	(36.8)	49.2	10.0	(2.3)	108.4	24.9	61.5	8.0	39.7	31.5
稅前純益	(5.4)	(33.8)	10.7	21.1	11.9	58.9	10.2	128.1	(3.7)	43.7	30.6
稅後純益	(5.7)	(33.1)	20.6	9.6	14.9	61.0	9.0	142.7	(2.5)	44.7	31.0

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	14,334	16,551
流動資產	8,978	8,420	8,653	9,964	11,826
現金及短期投資	1,494	1,492	1,450	1,473	1,681
存貨	2,292	2,072	2,307	2,692	3,227
應收帳款及票據	4,745	4,490	4,419	5,321	6,441
其他流動資產	448	365	477	477	477
非流動資產	2,917	3,323	3,959	4,370	4,724
長期投資	109	128	215	270	350
固定資產	2,442	2,715	3,126	3,482	3,756
什項資產	366	480	618	618	618
負債總額	6,986	5,933	5,745	6,477	7,402
流動負債	5,670	5,620	4,787	5,753	6,658
應付帳款及票據	4,091	2,848	3,157	3,683	4,415
短期借款	416	1,498	232	431	353
什項負債	1,162	1,273	1,398	1,638	1,890
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	7,857	9,149
普通股	884	884	884	884	884
保留盈餘	2,722	3,304	3,926	4,897	6,169
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%)	20.7%	20.7%
營業收益增長	(11.7%)	(14.9%)	17.3%	56.4%	34.0%
EBITDA	(3.9%)	(10.0%)	8.0%	39.7%	31.5%
稅後純益	1.9%	11.6%	(2.5%)	44.7%	31.0%
每股盈餘成長率	1.9%	11.9%	(2.7%)	44.7%	31.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	18.7%	19.6%	23.6%	26.0%	26.7%
營業利率	9.7%	8.5%	10.8%	14.0%	15.6%
EBITDA Margin	13.3%	12.3%	14.5%	16.8%	18.3%
稅後純益率	7.9%	9.1%	9.7%	11.6%	12.6%
平均資產報酬率	10.3%	10.7%	10.1%	13.2%	15.1%
股東權益報酬率	24.3%	24.5%	20.2%	25.0%	28.3%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	34.9%	30.2%	16.7%	14.2%	11.5%
淨負債比率	4.5%	4.6%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	62.2	43.4	57.2	144.1	212.3
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	91.7	137.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.3	0.8	7.6	3.2	5.2
流動比率 (x)	1.6	1.5	1.8	1.7	1.8
速動比率 (x)	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	221	269	(218)	(277)	(543)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	14.28	20.66	27.06
每股現金盈餘 (NT\$)	16.72	14.41	22.85	16.74	22.22
每股淨值 (NT\$)	53.65	62.97	75.04	86.02	100.40
調整後每股淨值 (NT\$)	54.94	64.67	76.92	88.18	102.92
每股營收 (NT\$)	165.15	160.99	147.37	177.94	214.81
EBITDA/Share (NT\$)	21.99	19.86	21.41	29.90	39.33
每股現金股利 (NT\$)	6.00	6.50	6.50	9.17	12.02
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.29	1.17	1.04	1.14	1.20
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	15,350	18,530
營業成本	(11,595)	(11,135)	(9,708)	(11,359)	(13,579)
營業毛利	2,663	2,722	3,005	3,991	4,951
營業費用	(1,284)	(1,549)	(1,629)	(1,839)	(2,068)
營業利益	1,379	1,173	1,376	2,152	2,883
總營業外收入	139	550	368	202	159
利息收入	2	10	23	12	9
投資利益淨額	-	10	0	10	10
其他營業外收入	138	529	345	180	140
總營業外費用	(97)	(95)	(177)	(101)	(99)
利息費用	(23)	(38)	(28)	(16)	(14)
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	2,253	2,943
所得稅費用[利益]	(268)	(341)	(329)	(451)	(589)
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	1,782	2,335
EBITDA	1,899	1,709	1,847	2,579	3,393
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	14.28	20.66	27.06

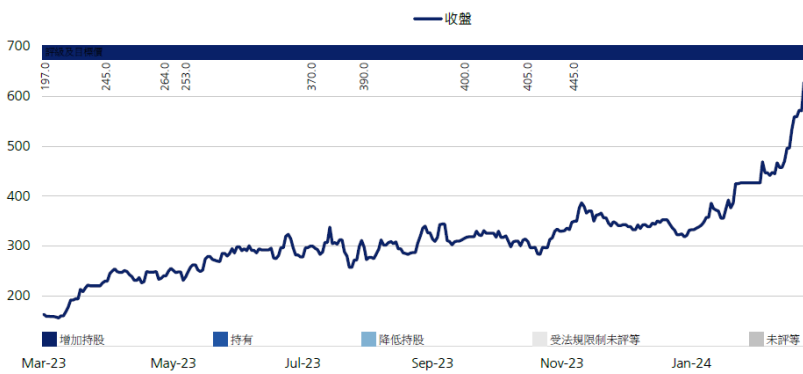
現金流量

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	1,444	1,916
本期純益	1,133	1,264	1,232	1,782	2,335
折舊及攤提	520	536	470	427	510
本期運用資金變動	(202)	(758)	151	(760)	(923)
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)	(834)	(859)
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)	(750)	(750)
其他資產變動	75	(18)	(30)	(34)	(34)
自由現金流	373	61	843	605	1,109
融資活動之現金流量	(303)	(629)	(1,007)	(587)	(850)
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)	(811)
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)	23	208

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	9.0%	11.2%	12.8%	12.0%	11.2%
- 銷管費用/營業收入	9.7%	8.5%	10.8%	14.0%	15.6%
= 營業利率	9.7%	8.5%	10.8%	14.0%	15.6%
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
營業利率	9.7%	8.5%	10.8%	14.0%	15.6%
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%	25.1%	29.5%

資料來源：公司資料；凱基預估

雙鴻 – 以往評級及目標價


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。