



雙鴻

(3324.TW/3324 TT)

增加持股·維持

收盤價 October 21 (NT\$)	1,375
12 個月目標價 (NT\$)	1,950
前次目標價 (NT\$)	1,410
調升 (%)	38.3
上漲空間 (%)	41.8

焦點內容

- 3Q26 營收季增僅 13%，低於公司指引及我們預估的 15-20%，主因泰國洪災及部分出貨遞延所致。
- 我們預估 4Q26 營收成長將加速至約季增 20%，受惠於液冷需求強勁，2026-27 年營收可望年增逾 50% (2026-27 年液冷營收占比預估將達 60-62%、70-75%)。
- 泰國與中國廠擴充產能將支撐 2026-27 年液冷產品營收成長。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	128.8 / 4,043
流通在外股數 (百萬股)：	93.66
外資持有股數 (百萬股)：	37
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.41
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	820 - 1,710

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	48.5	31.0	38.5
相對表現 (%)	42.5	6.3	-30.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2025	5.66A	1.75A	10.66A	10.21A
2026	12.61A	10.41A	13.76F	18.22F
2027	18.04F	21.84F	27.42F	32.06F

股價圖



資料來源：TEJ

新專案與客戶訂單增加，推升液冷營收成長

重要訊息

雙鴻 3Q26 營收低於預期，主因泰國水災及部分專案出貨遞延至 4Q26。然液冷業務營收持續成長，預期將帶動 4Q26 至 2027 年 EPS 維持強勁成長。

評論及分析

出貨遞延至 4Q26；3Q26 營收低於預期。雙鴻 3Q26 營收季增僅 13%，低於公司指引及我們預估的 15-20% 成長，主因泰國淹水及專案出貨遞延，對 3Q26 營收的影響約為 4-5 億元，約占 4-5%。由於訂單未變，我們預期營收遞延將帶動 4Q26 營收季增超過 20%。儘管 3Q26 營收低於預期，伺服器營收比重仍持續提升至 81%，高於 2Q26 的 78%。液冷營收占比亦由 2Q26 及 1H26 的 55% 提升至 3Q26 的 66%，產品組合改善，有利於伺服器毛利率。然而，由於 PC 與 VGA 營收及產能利用率明顯下滑，預估 3Q26 毛利率僅小幅季增至約 29.5%，而預估 4Q26 營收強勁將推升毛利率至 30%。我們據此調整 2026 年營收預估至年增 67%，主要成長動能來自伺服器業務，營收年增 130-140%。我們將 2026 年 EPS 預估調整為 55.01 元，年增 95%。

液冷專案斬獲將推升 2027 年營收。雙鴻 1Q-3Q26 液冷營收年增 290-300%，營收占比提升至 59%，高於 1Q-3Q25 的 26%。成長動能主要來自 AI 伺服器需求，雙鴻主力產品為水冷板及內部／機櫃分歧管，同時有泰國及中國產能擴充支撐。我們預估液冷營收今年將年增約 200%，並於 2027 年成長 80-100%，主要受惠於對 AWS (美) 的 ASIC 出貨增加，以及對多家 CSP 的分歧管及 CDU 銷售增加。2H27 潛在新增 CDU 客戶為另一動能。而水冷板營收主要來自 HGX 的 DIMM 與 PCIe，部分來自 GB/VR Compute Tray。我們預估 Trainium 3 Max (T3 Max) (液冷) 出貨將於 11 月後量產，而公司可望 2027 年 T3 液冷供應份額約 20-25%，額外貢獻營收約 70-80 億元 (15-20%)。AWS Trainium 4 目標全面採用液冷設計，相較 T3 約 40%，將為 2028 年水冷營收的強勁驅動力。隨液冷營收占比預期升至 2026 年的 62%、2027 年的 70-75% 及 2028 年的逾 80%，我們預估毛利率將由今年的 29.4% 提升至明年的 30.2%，同期營業利益率則由 17.7% 升至 20.3%。我們微調 2026 年 EPS 預估至 55.01 元 (年增 95%)，但上調 2027 年 EPS 至 99.35 元 (年增 81%)。

投資建議

我們維持雙鴻「增加持股」評等，因液冷營收增加將推升利潤率與 EPS 成長，目標價由 1,410 元調升至 1,950 元 (21 倍 2027 年完全稀釋 EPS)。

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-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	12,713	15,779	23,276	38,791	60,433
營業毛利 (NT\$百萬)	3,005	4,026	6,372	11,422	18,228
營業利益 (NT\$百萬)	1,376	1,911	3,259	6,865	12,262
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,232	1,893	2,572	5,110	9,247
每股盈餘 (NT\$)	14.28	21.23	28.26	55.01	99.35
每股現金股利 (NT\$)	6.50	10.00	12.00	23.73	42.94
每股盈餘成長率 (%)	(2.7)	48.7	33.1	94.6	80.6
本益比 (x)	96.3	64.8	48.7	25.0	13.8
股價淨值比 (x)	18.3	14.0	11.5	9.1	6.6
EV/EBITDA (x)	64.3	50.0	31.7	16.8	10.2
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	28.4	39.2	38.1
殖利率 (%)	0.5	0.7	0.9	1.7	3.1
股東權益報酬率 (%)	20.2	24.3	25.7	40.8	55.6

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：3Q-4Q26 財務預估修正暨市場共識比較

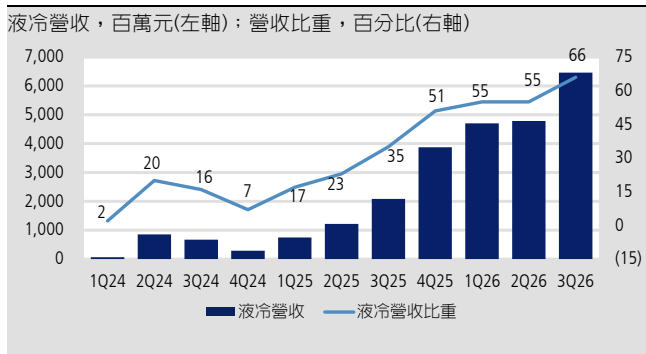
百萬元	3Q26F						4Q26F					
	修正後	修正前	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識 差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識 差異(%)
營收	9,791	10,266	(4.6)	12.5	64.3	10,249 (4.5)	11,749	11,498	2.2	20.0	54.6	11,133 5.5
毛利	2,888	2,977	(3.0)	16.8	62.9	3,065 (5.8)	3,525	3,392	3.9	22.0	75.9	3,331 5.8
營業利益	1,723	1,848	(6.8)	23.9	73.6	1,911 (9.8)	2,232	2,185	2.2	29.5	108.8	2,136 4.5
稅前淨利	1,725	1,851	(6.8)	31.0	43.2	1,938 (11.0)	2,212	2,166	2.1	28.2	85.0	2,166 2.1
稅後淨利	1,280	1,381	(7.3)	32.1	31.5	1,492 (14.2)	1,696	1,660	2.2	32.5	82.6	1,669 1.7
每股盈餘 (元)	13.76	14.83	(7.2)	32.1	29.0	16.03 (14.2)	18.22	17.83	2.2	32.5	78.5	17.93 1.7
毛利率 (%)	29.5	29.0	0.5 ppts	1.1 ppts	(0.3)ppts	29.9 (0.4)ppts	30.0	29.5	0.5 ppts	0.5 ppts	3.6 ppts	29.9 0.1 ppts
營業利益率 (%)	17.6	18.0	(0.4)ppts	1.6 ppts	0.9 ppts	18.6 (1.0)ppts	19.0	19.0	0.0 ppts	1.4 ppts	4.9 ppts	19.2 (0.2)ppts
淨利率 (%)	13.1	13.4	(0.3)ppts	1.9 ppts	(3.3)ppts	14.6 (1.5)ppts	14.4	14.4	0.0 ppts	1.4 ppts	2.2 ppts	15.0 (0.5)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

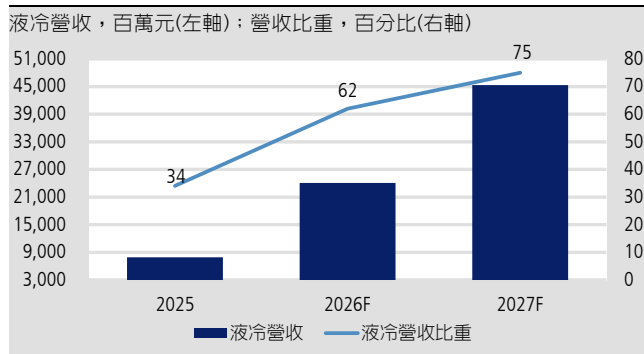
圖 2：2026-27 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2026F						2027F					
	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(%)	修正後	修正前
營收	38,791	39,016	(0.6)	66.7	38,489 0.8	60,433	50,486	19.7	55.8	48,598 24.4	60,433	50,486
毛利	11,422	11,378	0.4	79.3	11,422 0.0	18,228	15,212	19.8	59.6	14,870 22.6	18,228	15,212
營業利益	6,865	6,942	(1.1)	110.7	6,943 (1.1)	12,262	10,160	20.7	78.6	9,484 29.3	12,262	10,160
稅前獲利	6,825	6,904	(1.2)	108.2	6,951 (1.8)	12,122	10,050	20.6	77.6	9,515 27.4	12,122	10,050
稅後淨利	5,110	5,173	(1.2)	98.7	5,281 (3.2)	9,247	7,590	21.8	81.0	7,350 25.8	9,247	7,590
每股盈餘 (元)	55.01	55.69	(1.2)	94.6	56.85 (3.2)	99.35	81.55	21.8	80.6	78.97 25.8	99.35	81.55
毛利率 (%)	29.4	29.2	0.2 ppts	2.1 ppts	29.7 (0.2)ppts	30.2	30.1	0.1 ppts	0.7 ppts	30.6 (0.4)ppts	30.2	30.1
營業利益率 (%)	17.7	17.8	(0.1)ppts	3.7 ppts	18.0 (0.3)ppts	20.3	20.1	0.2 ppts	2.6 ppts	19.5 0.8 ppts	20.3	20.1
淨利率 (%)	13.2	13.3	(0.1)ppts	2.1 ppts	13.7 (0.5)ppts	15.3	15.0	0.3 ppts	2.1 ppts	15.1 0.2 ppts	15.3	15.0

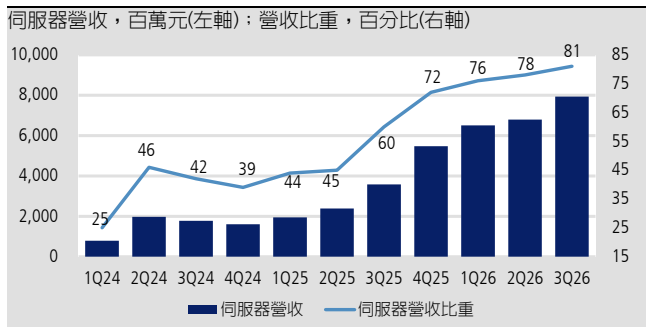
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：液冷營收維持升勢


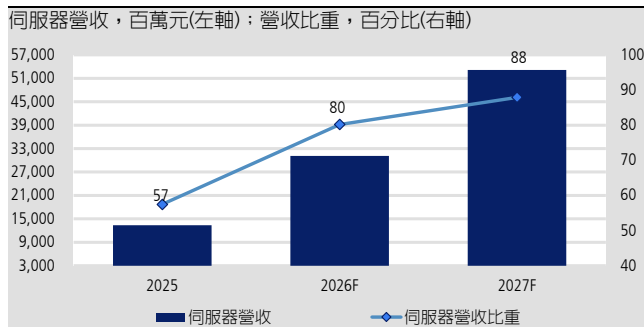
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：2026 年液冷營收比重將上升至 62%，2027 年至 75%


資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5：伺服器營收比重持續攀升


資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6：2025-27 年液冷營收上升，同步推升伺服器營收


資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7：伺服器之產品比重持續擴張

營收比重 (%)	2024	2025	2026F	2027F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F
筆電&桌電	39	27	14	9	35	31	27	19	17	17	14	11
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	17	14	4	3	17	21	11	9	6	4	4	4
伺服器	39	57	80	88	44	45	60	72	76	78	81	84
其他	5	2	1	1	4	3	2	1	1	1	1	1
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
營收 (百萬新台幣)												
筆電&桌電	6,138	6,242	5,618	5,225	1,545	1,645	1,609	1,444	1,454	1,479	1,371	1,315
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	2,650	3,176	1,683	1,666	751	1,114	655	655	513	348	392	430
伺服器	6,139	13,375	31,111	53,137	1,943	2,388	3,575	5,470	6,499	6,786	7,931	9,895
其他	852	483	380	405	177	159	119	76	86	87	98	109
合計	15,779	23,276	38,791	60,433	4,415	5,306	5,958	7,597	8,552	8,700	9,791	11,749
營收年增 (%)												
筆電&桌電	5	2	(10)	(7)	11	13	(2)	(13)	(6)	(10)	(15)	(9)
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	(20)	20	(47)	(1)	(1)	73	11	(1)	(32)	(69)	(40)	(34)
伺服器	110	118	133	71	147	21	102	240	235	184	122	81
其他	34	(43)	(21)	7	(20)	(26)	(44)	(63)	(52)	(45)	(18)	44
合計	24	48	67	56	40	24	41	84	94	64	64	55
營收季增 (%)												
筆電&桌電					(6)	6	(2)	(10)	1	2	(7)	(4)
電競筆電 & 繪圖卡					14	48	(41)	0	(22)	(32)	13	10
伺服器					21	23	50	53	19	4	17	25
其他					(14)	(10)	(25)	(36)	13	2	13	12
合計					7	20	12	28	13	2	13	20

資料來源：公司資料；凱基預估

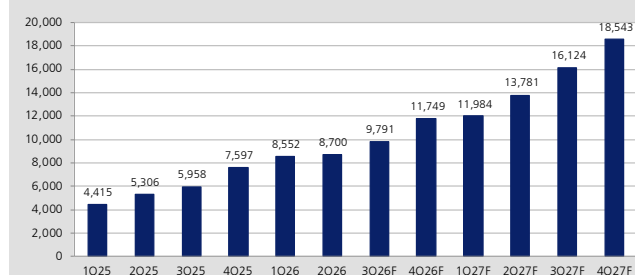
圖 8：公司概况

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\$153,持有)、Dell(美)、HP(美)、華碩(2357 TT, NT\$982, 增加持股)、Apple (美)。2025 年營收組合為筆電&桌電 27%、顯示卡/ 電競 PC 14%、伺服器 57%、其他 2%。公司 2026-27 年主要營收成長動能為伺服器。

資料來源：凱基

圖 10：季營業收入

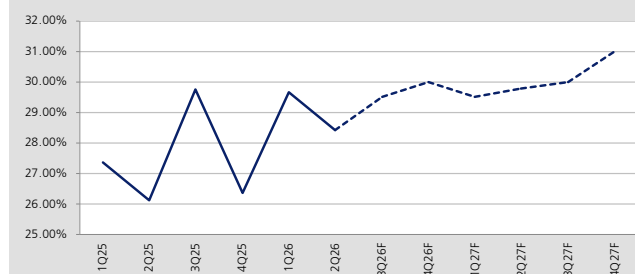
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12：毛利率

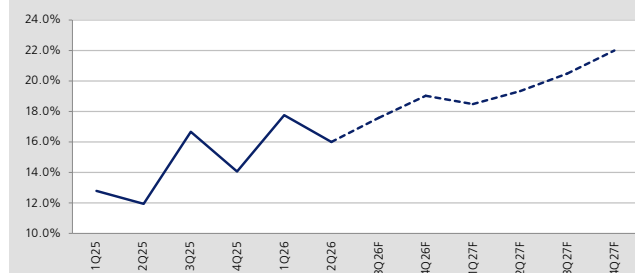
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：營業利潤率

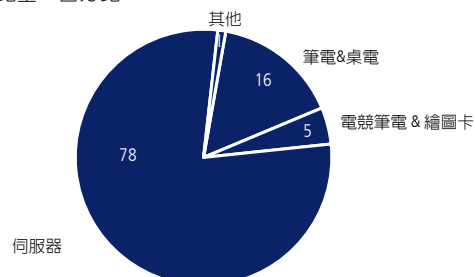
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 9：1-3Q26 年伺服器營收比重升至 78%

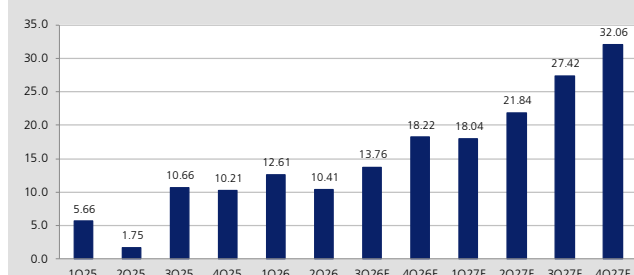
1-3Q26 營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：每股盈利

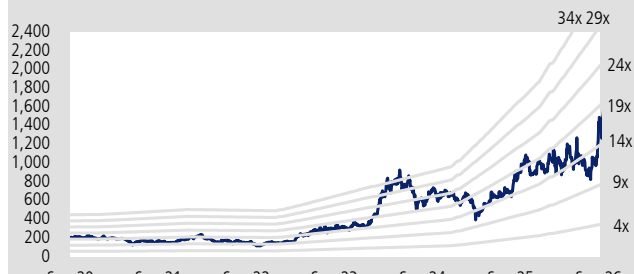
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13：未來一年預估本益比區間

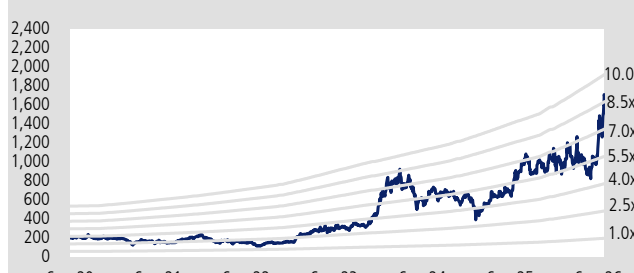
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 15：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-26A	Jun-26A	Sep-26F	Dec-26F	Mar-27F	Jun-27F	Sep-27F	Dec-27F	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	8,552	8,700	9,791	11,749	11,984	13,781	16,124	18,543	23,276	38,791	60,433
營業成本	(6,015)	(6,228)	(6,902)	(8,224)	(8,449)	(9,675)	(11,287)	(12,795)	(16,904)	(27,370)	(42,205)
營業毛利	2,537	2,472	2,888	3,525	3,535	4,107	4,837	5,748	6,372	11,422	18,228
營業費用	(1,017)	(1,082)	(1,165)	(1,292)	(1,318)	(1,447)	(1,532)	(1,669)	(3,113)	(4,557)	(5,966)
營業利益	1,520	1,390	1,723	2,232	2,217	2,660	3,305	4,079	3,259	6,865	12,262
折舊	(208)	(236)	(262)	(341)	(318)	(318)	(318)	(318)	(624)	(1,047)	(1,271)
攤提	(13)	(14)	(11)	(6)	(11)	(11)	(11)	(11)	(48)	(44)	(44)
EBITDA	1,741	1,640	1,996	2,579	2,546	2,988	3,634	4,408	3,931	7,956	13,576
利息收入	9	25	16	13	8	8	8	8	36	62	33
投資利益淨額	-	0	3	7	3	3	3	3	-	10	10
其他營業外收入	136	94	40	29	38	38	38	38	243	300	150
總營業外收入	146	119	58	49	48	48	48	48	279	372	193
利息費用	(33)	(49)	(45)	(52)	(52)	(52)	(52)	(52)	(70)	(178)	(208)
投資損失	(2)	-	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(11)	(5)	(5)
其他營業外費用	(60)	(144)	(10)	(16)	(30)	(30)	(30)	(30)	(179)	(230)	(120)
總營業外費用	(95)	(192)	(56)	(70)	(83)	(83)	(83)	(83)	(260)	(413)	(333)
稅前純益	1,570	1,317	1,725	2,212	2,182	2,625	3,270	4,044	3,277	6,825	12,122
所得稅費用[利益]	(305)	(278)	(345)	(437)	(393)	(472)	(589)	(970)	(580)	(1,365)	(2,424)
少數股東損益	(101)	(70)	(100)	(79)	(110)	(120)	(130)	(90)	(126)	(350)	(450)
非常項目前稅後純益	1,164	969	1,280	1,696	1,679	2,032	2,552	2,984	2,572	5,110	9,247
非常項目	(0)	(0)	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,164	969	1,280	1,696	1,679	2,032	2,552	2,984	2,572	5,110	9,247
每股盈餘 (NT\$)	12.61	10.41	13.76	18.22	18.04	21.84	27.42	32.06	28.26	55.01	99.35
獲利率 (%)											
營業毛利率	29.7	28.4	29.5	30.0	29.5	29.8	30.0	31.0	27.4	29.4	30.2
營業利益率	17.8	16.0	17.6	19.0	18.5	19.3	20.5	22.0	14.0	17.7	20.3
EBITDA Margin	20.4	18.8	20.4	22.0	21.2	21.7	22.5	23.8	16.9	20.5	22.5
稅前純益率	18.4	15.1	17.6	18.8	18.2	19.0	20.3	21.8	14.1	17.6	20.1
稅後純益率	13.6	11.1	13.1	14.4	14.0	14.7	15.8	16.1	11.1	13.2	15.3
季成長率 (%)											
營業收入	12.6	1.7	12.5	20.0	2.0	15.0	17.0	15.0			
營業毛利	26.6	(2.5)	16.8	22.0	0.3	16.2	17.8	18.8			
營業收益增長	42.1	(8.5)	23.9	29.5	(0.7)	20.0	24.3	23.4			
EBITDA	38.4	(5.8)	21.7	29.2	(1.3)	17.4	21.6	21.3			
稅前純益	31.3	(16.1)	31.0	28.2	(1.3)	20.3	24.6	23.7			
稅後純益	25.3	(16.8)	32.1	32.5	(1.0)	21.0	25.6	16.9			
年成長率 (%)											
營業收入	93.7	64.0	64.3	54.6	40.1	58.4	64.7	57.8	47.5	66.7	55.8
營業毛利	109.9	78.3	62.9	75.9	39.4	66.1	67.5	63.1	58.3	79.3	59.6
營業收益	169.7	119.4	73.6	108.8	45.9	91.3	91.8	82.7	70.6	110.7	78.6
EBITDA	142.8	107.0	71.5	105.1	46.2	82.3	82.1	70.9	62.4	102.4	70.6
稅前純益	135.6	524.9	43.2	85.0	39.0	99.3	89.5	82.9	38.5	108.2	77.6
稅後純益	127.7	512.8	31.5	82.6	44.3	109.8	99.3	75.9	35.9	98.7	81.0

資料來源：公司資料；凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	12,612	16,926	26,125	37,054	52,543
流動資產	8,653	11,680	18,587	27,048	40,297
現金及短期投資	1,450	2,933	1,560	1,206	684
存貨	2,307	2,810	6,057	8,998	13,876
應收帳款及票據	4,419	5,429	10,068	15,942	24,835
其他流動資產	477	508	901	901	901
非流動資產	3,959	5,246	7,537	10,006	12,246
長期投資	215	393	730	746	757
固定資產	3,126	4,083	6,150	8,603	10,832
什項資產	618	770	657	657	657
負債總額	5,745	7,638	14,630	22,301	32,076
流動負債	4,787	5,902	12,523	19,794	29,012
應付帳款及票據	3,157	3,775	7,594	11,998	18,501
短期借款	232	475	2,678	4,452	5,385
什項負債	1,398	1,651	2,251	3,344	5,126
長期負債	959	1,736	2,107	2,507	3,063
長期借款	916	1,675	2,021	2,421	2,977
其他負債及準備	-	17	8	8	8
股東權益總額	6,866	9,288	11,494	14,753	20,467
普通股股本	884	915	928	928	928
保留盈餘	3,926	5,121	6,597	9,506	14,770
少數股東權益	231	327	410	760	1,210
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(8.3%)	24.1%	47.5%	66.7%	55.8%
營業收益增長	17.3%	38.8%	70.6%	110.7%	78.6%
EBITDA	8.0%	31.1%	62.4%	102.4%	70.6%
稅後純益	(2.5%)	53.6%	35.9%	98.7%	81.0%
每股盈餘成長率	(2.7%)	48.7%	33.1%	94.6%	80.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	23.6%	25.5%	27.4%	29.4%	30.2%
營業利益率	10.8%	12.1%	14.0%	17.7%	20.3%
EBITDA Margin	14.5%	15.3%	16.9%	20.5%	22.5%
稅後純益率	9.7%	12.0%	11.1%	13.2%	15.3%
平均資產報酬率	10.1%	12.8%	11.9%	16.2%	20.6%
股東權益報酬率	20.2%	24.3%	25.7%	40.8%	55.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	16.7%	23.1%	40.9%	46.6%	40.9%
淨負債比率	Net cash	Net cash	28.4%	39.2%	38.1%
利息保障倍數 (x)	57.2	77.1	47.9	39.3	59.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.8	0.5	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	70.6	52.8	(8.2)	10.0	15.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.6	3.2	(0.2)	0.4	0.6
流動比率 (x)	1.8	2.0	1.5	1.4	1.4
速動比率 (x)	1.3	1.5	1.0	0.9	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	(218)	(659)	3,260	5,788	7,799
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	14.28	21.23	28.26	55.01	99.35
每股現金盈餘 (NT\$)	22.85	18.43	(6.27)	19.21	35.33
每股淨值 (NT\$)	75.04	97.91	119.49	150.85	207.60
調整後每股淨值 (NT\$)	76.92	100.51	121.79	150.64	206.90
每股營收 (NT\$)	147.37	176.99	255.74	417.61	649.29
EBITDA/Share (NT\$)	21.41	27.14	43.19	85.65	145.86
每股現金股利 (NT\$)	6.50	10.00	12.00	23.73	42.94
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.04	1.07	1.08	1.23	1.35
應收帳款周轉天數	126.9	125.9	157.9	150.0	150.0
存貨周轉天數	86.7	87.5	130.8	120.0	120.0
應付帳款周轉天數	118.7	117.6	164.0	160.0	160.0
現金轉換周轉天數	94.9	95.9	124.7	110.0	110.0

資料來源：公司資料；凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	12,713	15,779	23,276	38,791	60,433
營業成本	(9,708)	(11,753)	(16,904)	(27,370)	(42,205)
營業毛利	3,005	4,026	6,372	11,422	18,228
營業費用	(1,629)	(2,115)	(3,113)	(4,557)	(5,966)
營業利益	1,376	1,911	3,259	6,865	12,262
總營業外收入	368	576	279	372	193
利息收入	23	40	36	62	33
投資利益淨額	0	3	-	10	10
其他營業外收入	345	533	243	300	150
總營業外費用	(177)	(120)	(260)	(413)	(333)
利息費用	(28)	(31)	(70)	(178)	(208)
投資損失	(2)	(10)	(11)	(5)	(5)
其他營業外費用	(146)	(79)	(179)	(230)	(120)
稅前純益	1,568	2,366	3,277	6,825	12,122
所得稅費用[利益]	(329)	(434)	(580)	(1,365)	(2,424)
少數股東損益	(7)	(39)	(126)	(350)	(450)
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	1,232	1,893	2,572	5,110	9,247
EBITDA	1,847	2,420	3,931	7,956	13,576
每股盈餘 (NT\$)	14.28	21.23	28.26	55.01	99.35

現金流量

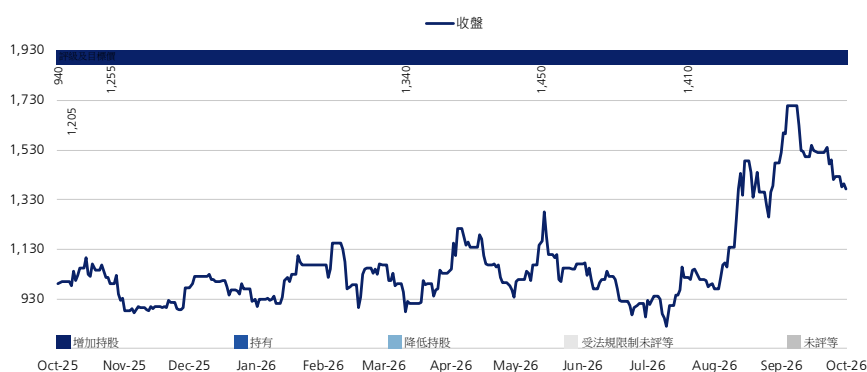
NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	1,971	1,643	(571)	1,784	3,289
本期純益	1,232	1,893	2,572	5,110	9,247
折舊及攤提	470	509	672	1,090	1,314
本期運用資金變動	151	(825)	(4,058)	(4,411)	(7,268)
其他營業資產及負債變動	117	67	243	(5)	(5)
投資活動之現金流量	(1,053)	(1,567)	(2,695)	(3,555)	(3,549)
投資用短期投資出售[新購]	(89)	(44)	(376)	-	-
本期長期投資變動	(100)	(22)	-	(11)	(5)
資本支出淨額	(835)	(1,436)	(2,234)	(3,500)	(3,500)
其他資產變動	(30)	(65)	(84)	(44)	(44)
自由現金流	843	(230)	(2,985)	(1,372)	312
融資活動之現金流量	(1,007)	1,364	1,950	1,416	(261)
短期借款變動	(305)	65	2,357	1,200	800
長期借款變動	(81)	1,544	405	974	689
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(577)	(571)	(903)	(1,108)	(2,201)
其他融資現金流	(43)	160	(64)	350	450
匯率影響數	(29)	3	(55)		
本期產生現金流量	(118)	1,443	(1,370)	(354)	(522)

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	12.8%	13.4%	13.4%	11.7%	9.9%
= 營業利益率	10.8%	12.1%	14.0%	17.7%	20.3%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.3	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	2.1	2.0	1.7	2.0	2.2
營業利益率	10.8%	12.1%	14.0%	17.7%	20.3%
x 資本周轉率	2.1	2.0	1.7	2.0	2.2
x (1 - 有效現金稅率)	79.0%	81.6%	82.3%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	18.2%	20.1%	19.8%	28.4%	36.3%

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
2026-08-08	增加持股	1,410	1,015
2026-06-01	增加持股	1,450	1,145
2026-03-30	增加持股	1,340	956
2025-11-15	增加持股	1,255	990
2025-10-27	增加持股	1,205	981
2025-09-08	增加持股	940	710
2025-08-09	增加持股	888	743
2025-06-27	增加持股	791	650
2025-05-07	增加持股	640	510
2025-02-25	增加持股	800	637

資料來源：TEJ；凱基

凱基證券集團據點

中國 上海 上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室
郵政編號：200040

台灣 台北 104 台北市明水路 700 號
電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691

香港 香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓
電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800

泰國 曼谷 8th - 11th floors, Asia Centre Building
173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand
電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014

新加坡 珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈
郵政編號：068807
電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826

印尼 Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia
電話 62 21 250 6337

免責聲明

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。

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。