雙鴻

(3324.TW/3324 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 18 (NT$)	979
12 個月目標價 (NT$)	1,725
前次目標價 (NT$)	1,950
調降 (%)	11.5
上漲空間 (%)	76.2

焦點內容

1. 3Q26 EPS 11.59元，低於預計，主因利潤率不如預期；累計 1–3Q26 EPS 年增 72.5%至 34.59元。
2. 凱基預測 4Q26 營收將季增 20%，1Q27 營收亦將季增。雙鴻目標 2027 年營收成長超越 2026 年水準，而伺服器營收占比將升至 90%，液冷升至 80%。2027 年 ASIC 營收將超越 GPU 營收。
3. 泰國及中國產能擴充將支持液冷營收成長，而伺服器與液冷營收組合改善將於明年推升利潤率。

交易資料表

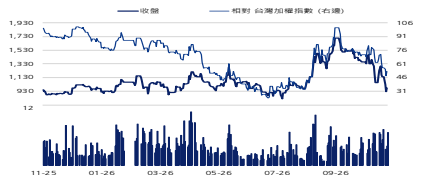
市值：(NT$bn/US$mn)	91.76 / 2,785
流通在外股數 (百萬股)：	93.73
外資持有股數 (百萬股)：	40
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.64
52 週股價 (低 \ 高) (NT$):	820 –1,710

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	0.1	-0.3	3.2
相對表現 (%)	11.4	1.4	-47.0

每股盈餘

NT$	1Q	2Q	3Q	4Q
2025	5.66A	1.75A	10.66A	10.21A
2026	12.61A	10.41A	11.59A	15.66F
2027	17.99F	21.81F	28.14F	34.49F

股價圖



資料來源：TEJ

液冷業務帶動 2027 年營收加速成長

重要訊息

雙鴻法說會分享營運展望。公司目標 2027 年整體營收成長率將超越 2026 年水準，其中伺服器營收比重目標達 90%，液冷營收比重則達 80%。

評論及分析

3Q26 利潤率與 EPS 皆低於預期。3Q26 EPS 為 11.59 元 (季增 11%、年增 9%)，低於凱基預估，因利潤率低於預期。毛利率較低並季減至 25.6%，主要因筆電及遊戲 VGA 產品需求疲弱 (稼動率下降)，以及低階氣冷產品占比提高。此外，3Q26 數個液冷產品試產單位使成本增加。7 月營收達高峰後，8 月與 9 月營收下降使規模經濟減弱，影響整體 3Q26 營利率。1Q-3Q26 EPS 為 34.59 元，年增 72.5%。

伺服器與液冷營收成長將帶動 2027 年 EPS 持續提升。雙鴻 1Q-3Q26 液冷營收年增 290-300%，營收占比升至 59%，而 1Q-3Q25 僅 26%。動能來自 AI 伺服器需求，主要產品包括水冷板及機內/機櫃歧管，因應需求，泰國及中國產能持續擴充。公司指引伺服器營收占比將由 2026 年的 80% 擴大至 2027 年的約 90%，液冷營收占比明年將升至約 80%，優於凱基預期，且整體營收成長目標將不低於 2026 年水準(有機會逾 70%)。伺服器業務中，ASIC 伺服器相關營收將突破 50%，而 GPU 營收占比將降至 50% 以下，因 4Q26-2027 年將有數個 CSP 及 neocloud 的 ASIC 伺服器設計專案開始貢獻液冷營收。Trainium3 (T3) Max (液冷) 出貨將於 11-12 月後逐步放量，預計公司明年 T3 液冷供應占比將達 20-25%，將使 2027 年營收增加 70-80 億元 (15-20%)。Amazon Web Services (AWS;美) 的 Trainium4 目標全面採用液冷設計，較 T3 約 40%明顯提高，將為雙鴻 2028 年營收的動能之一。加上 CDU 營收貢獻可能升至 2027 年的 5-10%，凱基預期明年伺服器相關營收將成長約 80%，而液冷營收可望成長逾兩倍。在液冷及伺服器營收貢獻提高下，預期 2027 年毛利率年增。營收擴張下，營利率改善應更為顯著。凱基大致維持 2027 年毛利率 30.1% 及營業利益率 20.2%，但將 2027 年 EPS 預估上調至 102.44 元 (年增 104%)，儘管 2026 年 EPS 預估因 2H26 利潤率低於預期而下調至 50.27 元 (年增 78%)。我們亦預期 2028 年 EPS 將持續成長。

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。考量未來 AI 伺服器規格升級節奏面臨較多不確定性，我們將目標價由 1,950 元下調至 1,725 元 (18 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$百萬)	12,713	15,779	23,276	38,783	62,605
營業毛利 (NT$百萬)	3,005	4,026	6,372	10,866	18,829
營業利益 (NT$百萬)	1,376	1,911	3,259	6,327	12,658
稅後淨利 (NT$百萬)	1,232	1,893	2,572	4,672	9,547
每股盈餘 (NT$)	14.28	21.23	28.26	50.27	102.44
每股現金股利 (NT$)	6.50	10.00	12.00	21.70	44.33
每股盈餘成長率 (%)	(2.7)	48.7	33.1	77.9	103.8
本益比 (x)	68.6	46.1	34.6	19.5	9.6
股價淨值比 (x)	13.0	10.0	8.2	6.6	4.7
EV/EBITDA (x)	45.7	35.5	22.8	13.1	7.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	28.4	42.5	44.2
殖利率 (%)	0.7	1.0	1.2	2.2	4.5
股東權益報酬率 (%)	20.2	24.3	25.7	37.6	58.0

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：3Q26 財報與 4Q26 財務預估修正暨市場共識比較

	3Q26							4Q26F						
百萬元	實際數	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	9,787	9,791	(0.0)	12.5	64.3	10,006	(2.2)	11,744	11,749	(0.0)	20.0	54.6	11,333	3.6
毛利	2,510	2,888	(13.1)	1.5	41.6	2,967	(15.4)	3,347	3,525	(5.0)	33.3	67.0	3,440	(2.7)
營業利益	1,362	1,723	(21.0)	(2.0)	37.2	1,805	(24.6)	2,055	2,232	(7.9)	50.9	92.2	2,179	(5.7)
稅前淨利	1,346	1,725	(22.0)	2.2	11.7	1,806	(25.4)	2,044	2,212	(7.6)	51.8	71.0	2,212	(7.6)
稅後淨利	1,080	1,280	(15.6)	11.5	10.9	1,388	(22.2)	1,459	1,696	(14.0)	35.1	57.1	1,698	(14.1)
每股盈餘 (元)	11.59	13.76	(15.7)	11.3	8.7	14.90	(22.2)	15.66	18.22	(14.1)	35.1	53.4	18.22	(14.1)
毛利率 (%)	25.6	29.5	(3.9)ppts	(2.8)ppts	(4.1)ppts	29.7	(4.0)ppts	28.5	30.0	(1.5)ppts	2.9 ppts	2.1 ppts	30.4	(1.9)ppts
營業利益率 (%)	13.9	17.6	(3.7)ppts	(2.1)ppts	(2.7)ppts	18.0	(4.1)ppts	17.5	19.0	(1.5)ppts	3.6 ppts	3.4 ppts	19.2	(1.7)ppts
淨利率 (%)	11.0	13.1	(2.0)ppts	(0.1)ppts	(5.3)ppts	13.9	(2.8)ppts	12.4	14.4	(2.0)ppts	1.4 ppts	0.2 ppts	15.0	(2.6)ppts

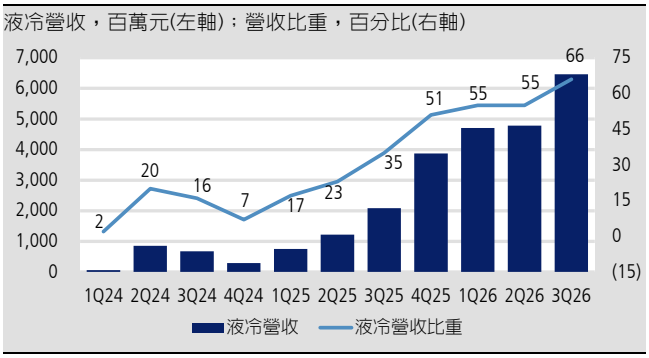
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2026-27 年財測修正暨市場共識比較

	2026F						2027F					
百萬元	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	38,783	38,791	(0.0)	66.6	38,185	1.6	62,605	60,433	3.6	61.4	51,257	22.1
毛利	10,866	11,422	(4.9)	70.5	11,311	(3.9)	18,829	18,228	3.3	73.3	15,675	20.1
營業利益	6,327	6,865	(7.8)	94.1	6,884	(8.1)	12,658	12,262	3.2	100.1	10,090	25.5
稅前獲利	6,278	6,825	(8.0)	91.5	6,882	(8.8)	12,497	12,122	3.1	99.1	10,110	23.6
稅後淨利	4,672	5,110	(8.6)	81.7	5,219	(10.5)	9,547	9,247	3.2	104.3	7,823	22.0
每股盈餘 (元)	50.27	55.01	(8.6)	77.9	56.14	(10.5)	102.44	99.35	3.2	103.8	83.94	22.0
毛利率 (%)	28.0	29.4	(1.4)ppts	0.6 ppts	29.6	(1.6)ppts	30.1	30.2	(0.1)ppts	2.1 ppts	30.6	(0.5)ppts
營業利益率 (%)	16.3	17.7	(1.4)ppts	2.3 ppts	18.0	(1.7)ppts	20.2	20.3	(0.1)ppts	3.9 ppts	19.7	0.5 ppts
淨利率 (%)	12.0	13.2	(1.1)ppts	1.0 ppts	13.7	(1.6)ppts	15.3	15.3	(0.1)ppts	3.2 ppts	15.3	(0.0)ppts

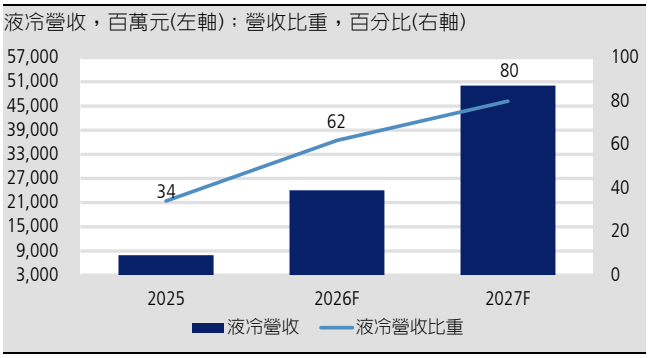
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：液冷營收維持升勢



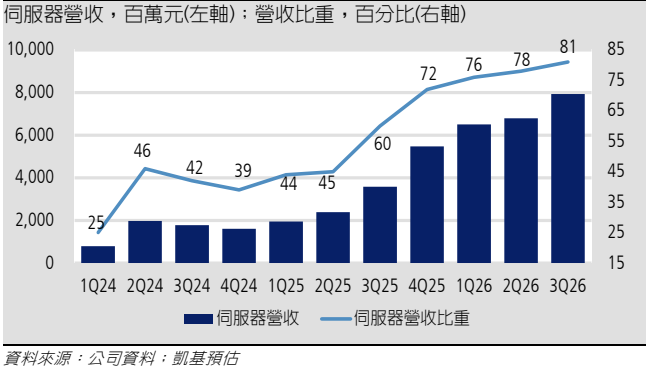
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：2026 年液冷營收比重將上升至 62%，2027 年至 80%



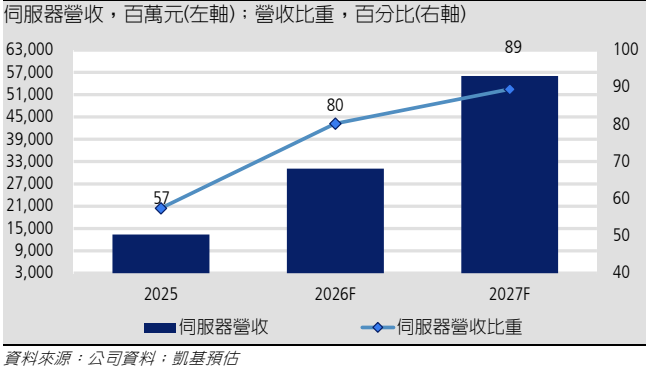
資料來源：公司資料；凱基預估

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	8	35	31	27	19	17	17	14	11
電競筆電 & 繪圖卡 &主機板	17	14	4	2	17	21	11	9	6	4	4	4
伺服器	39	57	80	89	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	4,775	1,545	1,645	1,609	1,444	1,454	1,479	1,370	1,315
電競筆電 & 繪圖卡 &主機板	2,650	3,176	1,683	1,431	751	1,114	655	655	513	348	391	430
伺服器	6,139	13,375	31,111	55,999	1,943	2,388	3,575	5,470	6,499	6,786	7,927	9,898
其他	852	483	371	400	177	159	119	76	86	87	98	101
合計	15,779	23,276	38,783	62,605	4,415	5,306	5,958	7,597	8,552	8,700	9,787	11,744
營收年增 (%)												
筆電&桌電	5	2	(10)	(15)	11	13	(2)	(13)	(6)	(10)	(15)	(9)
電競筆電 & 繪圖卡 &主機板	(20)	20	(47)	(15)	(1)	73	11	(1)	(32)	(69)	(40)	(34)
伺服器	110	118	133	80	147	21	102	240	235	184	122	81
其他	34	(43)	(23)	8	(20)	(26)	(44)	(63)	(52)	(45)	(18)	33
合計	24	48	67	61	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)	12	10
伺服器					21	23	50	53	19	4	17	25
其他					(14)	(10)	(25)	(36)	13	2	12	3
合計					7	20	12	28	13	2	12	20

資料來源：公司資料；凱基預估

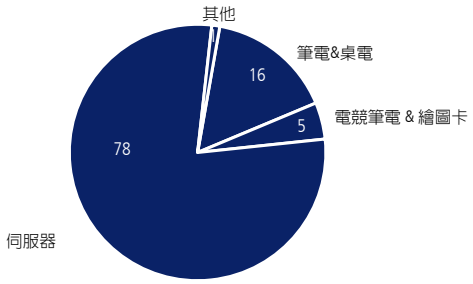
圖 8：公司概況

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$131.5,持有)、Dell(美)、HP(美)、華碩 (2357 TT, NT$841, 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 9：1-3Q26 年伺服器營收比重升至 78%

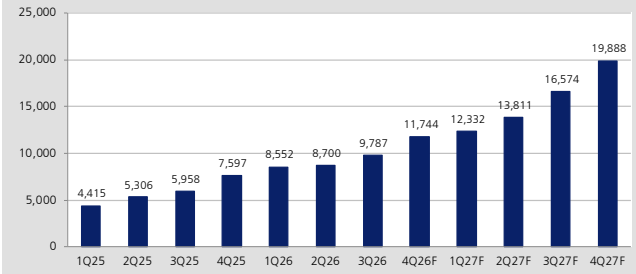
1-3Q26 營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：季營業收入

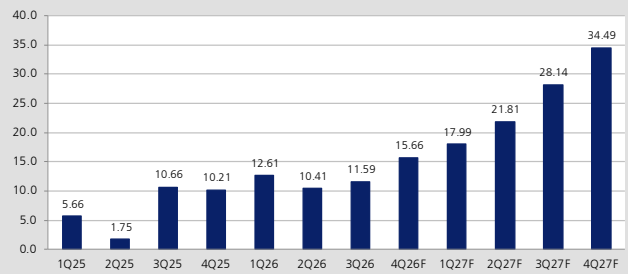
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11：每股盈利

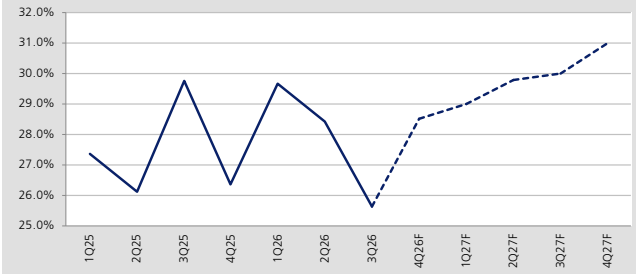
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12：毛利率

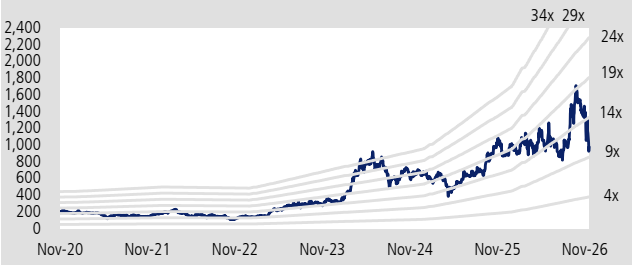
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13：未來一年預估本益比區間

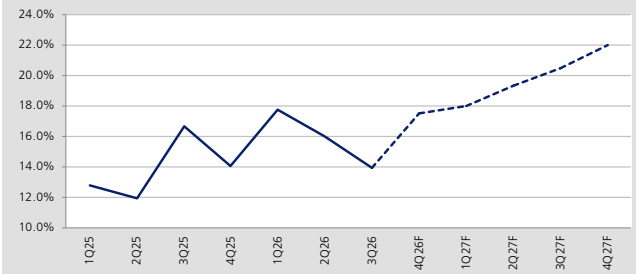
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 14：營業利潤率

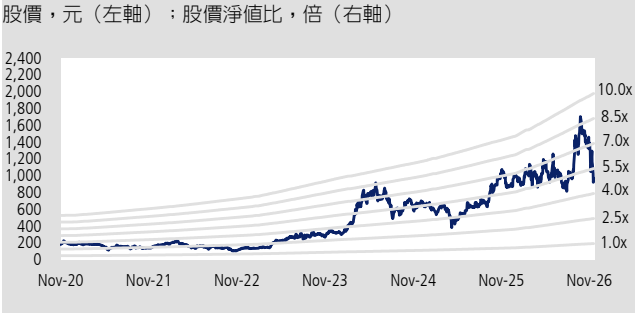
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

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-26A	Dec-26F	Mar-27F	Jun-27F	Sep-27F	Dec-27F	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
損益表（NT$百萬）											
營業收入	**8,552**	**8,700**	**9,787**	**11,744**	**12,332**	**13,811**	**16,574**	**19,888**	**23,276**	**38,783**	**62,605**
營業成本	(6,015)	(6,228)	(7,277)	(8,397)	(8,755)	(9,696)	(11,602)	(13,723)	(16,904)	(27,917)	(43,775)
營業毛利	**2,537**	**2,472**	**2,510**	**3,347**	**3,576**	**4,116**	**4,972**	**6,165**	**6,372**	**10,866**	**18,829**
營業費用	(1,017)	(1,082)	(1,148)	(1,292)	(1,356)	(1,450)	(1,574)	(1,790)	(3,113)	(4,539)	(6,171)
營業利益	**1,520**	**1,390**	**1,362**	**2,055**	**2,220**	**2,666**	**3,398**	**4,375**	**3,259**	**6,327**	**12,658**
折舊	(208)	(236)	(258)	(345)	(357)	(357)	(357)	(357)	(624)	(1,047)	(1,428)
攤提	(13)	(14)	(16)	(1)	(11)	(11)	(11)	(11)	(48)	(44)	(44)
EBITDA	**1,741**	**1,640**	**1,636**	**2,401**	**2,588**	**3,034**	**3,766**	**4,743**	**3,931**	**7,417**	**14,130**
利息收入	9	25	14	6	8	8	8	8	36	54	32
投資利益淨額	-	0	-	10	3	3	3	3	-	10	10
其他營業外收入	136	94	91	(22)	38	38	38	38	243	300	150
總營業外收入	**146**	**119**	**105**	**(6)**	**48**	**48**	**48**	**48**	**279**	**364**	**192**
利息費用	(33)	(49)	(59)	(37)	(57)	(57)	(57)	(57)	(70)	(178)	(228)
投資損失	(2)	-	(8)	5	(1)	(1)	(1)	(1)	(11)	(5)	(5)
其他營業外費用	(60)	(144)	(53)	27	(30)	(30)	(30)	(30)	(179)	(230)	(120)
總營業外費用	**(95)**	**(192)**	**(121)**	**(5)**	**(88)**	**(88)**	**(88)**	**(88)**	**(260)**	**(413)**	**(353)**
稅前純益	**1,570**	**1,317**	**1,346**	**2,044**	**2,179**	**2,625**	**3,357**	**4,335**	**3,277**	**6,278**	**12,497**
所得稅費用[利益]	(305)	(278)	(257)	(415)	(392)	(473)	(604)	(1,030)	(580)	(1,256)	(2,499)
少數股東損益	(101)	(70)	(9)	(170)	(110)	(120)	(130)	(90)	(126)	(350)	(450)
非常項目前稅後純益	**1,164**	**969**	**1,080**	**1,459**	**1,677**	**2,033**	**2,623**	**3,215**	**2,572**	**4,672**	**9,547**
非常項目	(0)	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	**1,164**	**969**	**1,080**	**1,459**	**1,677**	**2,033**	**2,623**	**3,215**	**2,572**	**4,672**	**9,547**
每股盈餘 (NT$)	12.61	10.41	11.59	15.66	17.99	21.81	28.14	34.49	28.26	50.27	102.44
獲利率 (%)											
營業毛利率	29.7	28.4	25.6	28.5	29.0	29.8	30.0	31.0	27.4	28.0	30.1
營業利益率	17.8	16.0	13.9	17.5	18.0	19.3	20.5	22.0	14.0	16.3	20.2
EBITDA Margin	20.4	18.8	16.7	20.4	21.0	22.0	22.7	23.9	16.9	19.1	22.6
稅前純益率	18.4	15.1	13.8	17.4	17.7	19.0	20.3	21.8	14.1	16.2	20.0
稅後純益率	13.6	11.1	11.0	12.4	13.6	14.7	15.8	16.2	11.1	12.0	15.3
季成長率 (%)											
營業收入	12.6	1.7	12.5	20.0	5.0	12.0	20.0	20.0			
營業毛利	26.6	(2.5)	1.5	33.3	6.8	15.1	20.8	24.0			
營業收益增長	42.1	(8.5)	(2.0)	50.9	8.0	20.1	27.5	28.8			
EBITDA	38.4	(5.8)	(0.2)	46.7	7.8	17.2	24.1	26.0			
稅前純益	31.3	(16.1)	2.2	51.8	6.6	20.5	27.9	29.1			
稅後純益	25.3	(16.8)	11.5	35.1	14.9	21.2	29.0	22.6			
年成長率 (%)											
營業收入	93.7	64.0	64.3	54.6	44.2	58.7	69.3	69.3	47.5	66.6	61.4
營業毛利	109.9	78.3	41.6	67.0	41.0	66.5	98.1	84.2	58.3	70.5	73.3
營業收益	169.7	119.4	37.2	92.2	46.1	91.7	149.5	112.9	70.6	94.1	100.1
EBITDA	142.8	107.0	40.6	90.8	48.6	85.0	130.1	97.6	62.4	88.7	90.5
稅前純益	135.6	524.9	11.7	71.0	38.8	99.3	149.4	112.1	38.5	91.5	99.1
稅後純益	127.7	512.8	10.9	57.1	44.1	109.8	142.8	120.3	35.9	81.7	104.3

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**	**36,856**	**54,793**
流動資產	**8,653**	**11,680**	**18,587**	**26,850**	**42,004**
現金及短期投資	1,450	2,933	1,560	832	983
存貨	2,307	2,810	6,057	9,178	14,392
應收帳款及票據	4,419	5,429	10,068	15,938	25,728
其他流動資產	477	508	901	901	901
非流動資產	**3,959**	**5,246**	**7,537**	**10,006**	**12,789**
長期投資	215	393	730	746	757
固定資產	3,126	4,083	6,150	8,603	11,375
什項資產	618	770	657	657	657
負債總額	**5,745**	**7,638**	**14,630**	**22,352**	**34,404**
流動負債	**4,787**	**5,902**	**12,523**	**19,845**	**30,530**
應付帳款及票據	3,157	3,775	7,594	12,237	19,189
短期借款	232	475	2,678	4,452	6,085
什項負債	1,398	1,651	2,251	3,156	5,255
長期負債	**959**	**1,736**	**2,107**	**2,507**	**3,874**
長期借款	916	1,675	2,021	2,421	3,787
其他負債及準備	-	17	8	8	8
股東權益總額	**6,866**	**9,288**	**11,494**	**14,504**	**20,389**
普通股本	884	915	928	928	928
保留盈餘	3,926	5,121	6,597	9,257	14,691
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%	66.6%	61.4%
營業收益增長	17.3%	38.8%	70.6%	94.1%	100.1%
EBITDA	8.0%	31.1%	62.4%	88.7%	90.5%
稅後純益	(2.5%)	53.6%	35.9%	81.7%	104.3%
每股盈餘成長率	(2.7%)	48.7%	33.1%	77.9%	103.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	23.6%	25.5%	27.4%	28.0%	30.1%
營業利益率	10.8%	12.1%	14.0%	16.3%	20.2%
EBITDA Margin	14.5%	15.3%	16.9%	19.1%	22.6%
稅後純益率	9.7%	12.0%	11.1%	12.0%	15.3%
平均資產報酬率	10.1%	12.8%	11.9%	14.8%	20.8%
股東權益報酬率	20.2%	24.3%	25.7%	37.6%	58.0%
穩定\償債能力分析					
毛負債比率 (%)	16.7%	23.1%	40.9%	47.4%	48.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	28.4%	42.5%	44.2%
利息保障倍數 (x)	57.2	77.1	47.9	36.2	55.7
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)	7.9	13.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.6	3.2	(0.2)	0.3	0.5
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$百萬)	(218)	(659)	3,260	6,162	9,011
每股資料分析					
每股盈餘 (NT$)	14.28	21.23	28.26	50.27	102.44
每股現金盈餘 (NT$)	22.85	18.43	(6.27)	15.17	31.79
每股淨值 (NT$)	75.04	97.91	119.49	148.17	206.75
調整後每股淨值 (NT$)	76.92	100.51	121.79	147.87	205.79
每股營收 (NT$)	147.37	176.99	255.74	417.24	671.74
EBITDA/Share (NT$)	21.41	27.14	43.19	79.80	151.61
每股現金股利 (NT$)	6.50	10.00	12.00	21.70	44.33
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.04	1.07	1.08	1.23	1.37
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$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	**12,713**	**15,779**	**23,276**	**38,783**	**62,605**
營業成本	(9,708)	(11,753)	(16,904)	(27,917)	(43,775)
營業毛利	**3,005**	**4,026**	**6,372**	**10,866**	**18,829**
營業費用	(1,629)	(2,115)	(3,113)	(4,539)	(6,171)
營業利益	**1,376**	**1,911**	**3,259**	**6,327**	**12,658**
總營業外收入	**368**	**576**	**279**	**364**	**192**
利息收入	23	40	36	54	32
投資利益淨額	0	3	-	10	10
其他營業外收入	345	533	243	300	150
總營業外費用	**(177)**	**(120)**	**(260)**	**(413)**	**(353)**
利息費用	(28)	(31)	(70)	(178)	(228)
投資損失	(2)	(10)	(11)	(5)	(5)
其他營業外費用	(146)	(79)	(179)	(230)	(120)
稅前純益	**1,568**	**2,366**	**3,277**	**6,278**	**12,497**
所得稅費用[利益]	(329)	(434)	(580)	(1,256)	(2,499)
少數股東損益	(7)	(39)	(126)	(350)	(450)
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	**1,232**	**1,893**	**2,572**	**4,672**	**9,547**
EBITDA	**1,847**	**2,420**	**3,931**	**7,417**	**14,130**
每股盈餘 (NT$)	14.28	21.23	28.26	50.27	102.44

現金流量

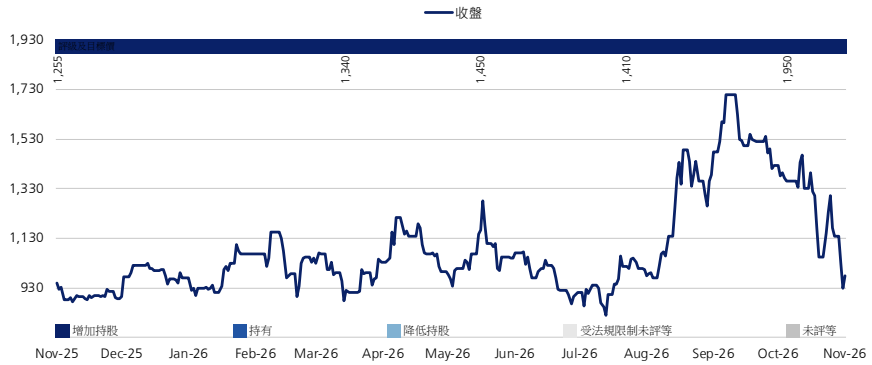
NT$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	**1,971**	**1,643**	**(571)**	**1,410**	**2,962**
本期純益	1,232	1,893	2,572	4,672	9,547
折舊及攤提	470	509	672	1,090	1,472
本期運用資金變動	151	(825)	(4,058)	(4,347)	(8,052)
其他營業資產及負債變動	117	67	243	(5)	(5)
投資活動之現金流量	**(1,053)**	**(1,567)**	**(2,695)**	**(3,555)**	**(4,249)**
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)	(4,200)
其他資產變動	(30)	(65)	(84)	(44)	(44)
自由現金流	**843**	**(230)**	**(2,985)**	**(1,739)**	**(697)**
融資活動之現金流量	**(1,007)**	**1,364**	**1,950**	**1,416**	**1,437**
短期借款變動	(305)	65	2,357	1,200	1,500
長期借款變動	(81)	1,544	405	974	1,500
現金增資	-	-	-		
已支付普通股股息	(577)	(571)	(903)	(1,108)	(2,013)
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)**	**(728)**	**151**

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%**	**16.3%**	**20.2%**
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%	16.3%	20.2%
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%**	**26.0%**	**35.9%**

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
2026-10-21	增加持股	1,950	1,375
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

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 JakartaSelatan 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。