

雙鴻 (3324.TW/3324 TT)

2Q25 EPS 低於預期；新台幣升值與 GB300 出貨延遲使全年營收成長放緩

增加持股 · 維持

收盤價 August 8 (NT\$)	743
12 個月目標價 (NT\$)	888
前次目標價 (NT\$)	791
調升 (%)	12.3
上漲空間 (%)	19.5

焦點內容

- 2Q25 EPS 1.75 元，低於市場共識與我們預期，主因匯損影響。
- 公司預估 3Q25 營收將季增 5-10%，4Q25 營收將達全年高峰。然而，反映新台幣升值與 GB300 液冷產品放量遞延，公司下修 2025 年全年營收成長財測至年增 35-40%。
- 我們預期液冷營收將成為營收與 EPS 主要成長動能，營收比重將由 2025 年的 29% 升至 2026 年的 55%。

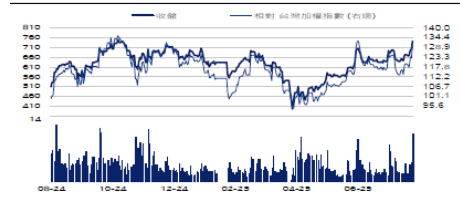
交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	68.44 / 2,291		
流通在外股數 (百萬股)：	92.12		
外資持有股數 (百萬股)：	17.23		
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.05		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	397.0 - 751		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	42.9	25.7	45.7
相對表現 (%)	26	23.4	30.6

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	5.66A	1.75A	7.03F	8.62F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

雙鴻 2Q25 EPS 1.75 元，低於預期因營業費用與匯損擴大。公司預期 3Q25 營收將季增 5-10%，4Q25 營收達全年高峰。但因 GB300 液冷產品出貨遞延與匯率之不利，公司下修 2025 年全年營收展望至年增 35-40%(原 50%)。

評論及分析

2Q25 EPS 低於市場共識。2Q25 EPS 季減 69%、年減 76% 至 1.75 元，主要受到營業費用上升與匯損影響。毛利率季減、年減至 26.1%，因新台幣強勢升值，儘管產品組合較佳。2Q25 液冷營收比重達 23%，對比 1Q25 17%，產品組合改善正向因子抵銷部分匯率的衝擊。伺服器營收比重因而從 1Q25 44% 升至 45% (季增 23%、年增 21%)。然因後續新專案使研發費用增加推升營業費用，營利率 11.9% 低於預期。加上匯損達 4.4 億元 (削減稅前 EPS 達 4.6 元)，2Q25 EPS 低於預期。1H25 EPS 7.41 元，年減 37%。

公司正向於 2H25 展望，雖下修 2025 年全年營收成長財測。公司預期 3Q25 營收將季增高個位數、4Q25 達全年高峰。因 GPU 供應緊張，3Q25 顯卡營收將季減，而 GB300 液冷產品將自 4Q25 起對 CSP 客戶放量出貨。考量新台幣兌美元強勢與 GB300 液冷產品遞延至 4Q25-1Q26，伺服器營收增幅將低於我們原估。我們下修 2025 年伺服器營收至年增 70-75%，營收比重約 50%，對比公司目標之 60%，並下修 2025 年液冷營收比重至 28-30%(高於 1H25 的 20%，但不及公司財測之 45-50%)。公司除供貨既有客戶 SuperMicro (美) 與 Oracle (美) 之 GB200 與 HGX 機櫃分歧管外，並將出貨 AWS (美) 與 Meta (美) 等 CSP 客戶之 GB300 水冷板與機櫃分歧管。液冷產品營收比重預計將自 2025 年 29% 升至 2026 年 55%，帶動 2026 年伺服器營收年增 55-60%，占全年整體營收約 60%。H20/B30 若可進入中國市場則有潛在上檔空間，水冷營收增長有望擴大利潤率。反映 2Q25 獲利不如預期及公司 2H25 展望調整，下修 2025 年 EPS 預估至 23.07 元 (年增 9%)，並修正 2026 年 EPS 至 42.28 元 (年增 83%)。

投資建議

基於 EPS 成長穩健、液冷散熱營收成長，維持「增加持股」評等。目標價由 791 元上調至 888 元 (22 倍 2026 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	21,421	27,868
營業毛利 (NT\$百萬)	2,722	3,005	4,026	5,873	7,851
營業利益 (NT\$百萬)	1,173	1,376	1,911	2,933	4,784
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,264	1,232	1,893	2,083	3,820
每股盈餘 (NT\$)	14.68	14.28	21.23	23.07	42.28
每股現金股利 (NT\$)	6.50	6.50	10.00	10.86	19.90
每股盈餘成長率 (%)	11.9	(2.7)	48.7	8.6	83.3
本益比 (x)	50.6	52.0	35.0	32.2	17.6
股價淨值比 (x)	11.8	9.9	7.6	6.8	5.6
EV/EBITDA (x)	38.3	34.7	26.9	19.0	12.1
淨負債比率 (%)	4.6	Net cash	Net cash	3.9	Net cash
殖利率 (%)	0.9	0.9	1.3	1.5	2.7
股東權益報酬率 (%)	24.5	20.2	24.3	21.9	34.6

資料來源：公司資料；凱基證券

圖 1：2Q25 財報與 3Q25 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2Q25							3Q25F						
	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	5,306	5,165	2.7	20.2	23.9	5,312	(0.1)	5,625	6,197	(9.2)	6.0	33.3	5,974	(5.8)
毛利	1,387	1,394	(0.6)	14.8	14.1	1,416	(2.1)	1,547	1,735	(10.9)	11.5	39.2	1,677	(7.8)
營業利益	634	749	(15.4)	12.5	(7.7)	760	(16.6)	782	1,066	(26.7)	23.4	43.9	988	(20.9)
稅前淨利	211	603	(65.0)	(68.4)	(73.1)	627	(66.4)	781	1,070	(27.0)	270.5	52.0	1,048	(25.5)
稅後淨利	158	489	(67.7)	(69.1)	(75.0)	482	(67.2)	635	872	(27.2)	301.9	59.6	854	(25.6)
每股盈餘 (元)	1.75	5.43	(67.8)	(69.1)	(75.8)	5.34	(67.2)	7.03	9.68	(27.3)	301.9	58.8	9.45	(25.6)
毛利率 (%)	26.1	27.0	(0.9)ppts	(1.2)ppts	(2.3)ppts	26.7	(0.6)ppts	27.5	28.0	(0.5)ppts	1.4 ppts	1.2 ppts	28.1	(0.6)ppts
營業利益率 (%)	11.9	14.5	(2.6)ppts	(0.8)ppts	(4.1)ppts	14.3	(2.4)ppts	13.9	17.2	(3.3)ppts	2.0 ppts	1.0 ppts	16.5	(2.6)ppts
淨利率 (%)	3.0	9.5	(6.5)ppts	(8.6)ppts	(11.8)ppts	9.1	(6.1)ppts	11.3	14.1	(2.8)ppts	8.3 ppts	1.9 ppts	14.3	(3.0)ppts

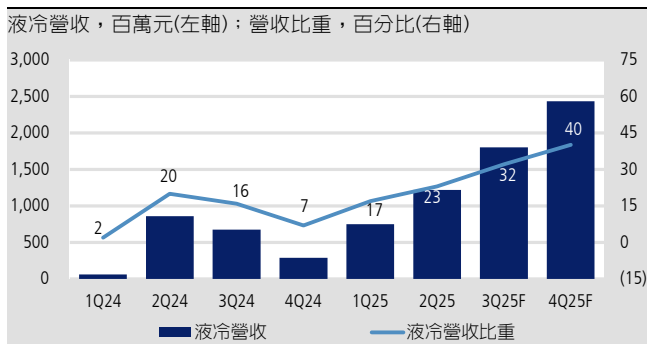
資料來源：Bloomberg；凱基預估

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 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	21,421	23,337	(8.2)	35.8	22,147	(3.3)	27,868	30,355	(8.2)	30.1	27,258	2.2
毛利	5,873	6,514	(9.8)	45.9	6,157	(4.6)	7,851	8,513	(7.8)	33.7	7,687	2.1
營業利益	2,933	3,901	(24.8)	53.5	3,459	(15.2)	4,784	5,568	(14.1)	63.1	4,604	3.9
稅前獲利	2,629	3,806	(30.9)	11.1	3,526	(25.4)	4,800	5,596	(14.2)	82.5	4,736	1.3
稅後淨利	2,083	3,025	(31.1)	10.1	2,697	(22.8)	3,820	4,456	(14.3)	83.3	3,745	2.0
每股盈餘 (元)	23.07	33.56	(31.1)	8.6	29.86	(22.8)	42.28	49.44	(14.3)	83.3	41.45	2.0
毛利率 (%)	27.4	27.9	(0.5)ppts	1.9 ppts	27.8	(0.4)ppts	28.2	28.0	0.1 ppts	0.8 ppts	28.2	(0.0)ppts
營業利益率 (%)	13.7	16.7	(3.0)ppts	1.6 ppts	15.6	(1.9)ppts	17.2	18.3	(1.2)ppts	3.5 ppts	16.9	0.3 ppts
淨利率 (%)	9.7	13.0	(3.2)ppts	(2.3)ppts	12.2	(2.5)ppts	13.7	14.7	(1.0)ppts	4.0 ppts	13.7	0.0 ppts

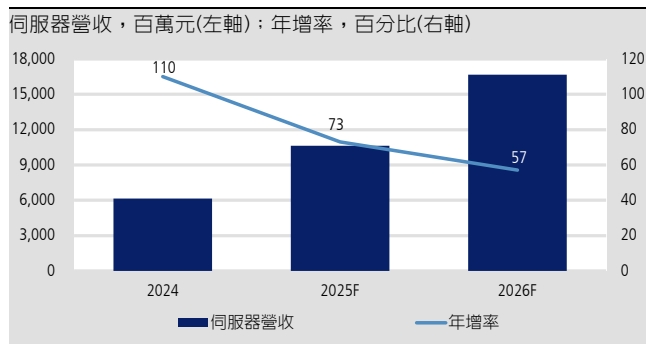
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：液冷營收維持升勢



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：2025-26 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 5：伺服器之產品比重持續擴張

營收比重 (%)	2022	2023	2024	2025F	2026F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	1H25
筆電&桌電	42	46	39	29	23	41	50	48	45	44	34	39	40	35	31	33
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	29	26	17	17	14	33	21	23	27	24	15	14	16	17	21	19
伺服器	22	23	39	50	60	23	23	25	21	25	46	42	39	44	45	45
其他	7	5	5	5	3	3	6	4	7	7	5	5	5	4	3	3
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
營收 (百萬新台幣)																
筆電&桌電	5,844	5,848	6,138	6,323	6,449	1,345	1,298	1,676	1,505	1,387	1,456	1,646	1,650	1,545	1,645	3,190
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	4,036	3,305	2,650	3,709	3,895	1,082	545	803	903	756	642	591	660	751	1,114	1,865
伺服器	3,042	2,924	6,139	10,620	16,674	754	597	873	702	788	1,970	1,772	1,609	1,943	2,388	4,330
其他	935	636	852	768	850	98	156	140	234	221	214	211	206	177	159	336
合計	13,857	12,713	15,779	21,421	27,868	3,280	2,596	3,492	3,344	3,152	4,283	4,219	4,125	4,415	5,306	9,721
營收年增 (%)																
筆電&桌電	0	0	5	3	2	(11)	(11)	16	5	3	12	(2)	10	11	13	93
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	(20)	(18)	(20)	40	5	(16)	(43)	(4)	(5)	(30)	18	(26)	(27)	(1)	73	183
伺服器	32	(4)	110	73	57	17	(10)	5	(22)	4	230	103	129	147	21	169
其他	(13)	(32)	34	(10)	11	(71)	(33)	(37)	65	124	37	51	(12)	(20)	(26)	171
合計	(3)	(8)	24	36	30	(13)	(22)	5	(2)	(4)	65	21	23	40	24	83
營收季增 (%)																
筆電&桌電						(6)	(3)	29	(10)	(8)	5	13	0	(6)	6	
電競筆電 & 繪圖卡						13	(50)	47	12	(16)	(15)	(8)	12	14	48	
伺服器						(16)	(21)	46	(20)	12	150	(10)	(9)	21	23	
其他						(31)	58	(10)	68	(6)	(3)	(1)	(2)	(14)	(10)	
合計						(4)	(21)	35	(4)	(6)	36	(1)	(2)	7	20	

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6：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 (%)	
							2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F
冷卻風扇	建準	2421 TT	1,205	131.5	增加持股	150.0	5.46	7.05	8.80	5.7	29.2	24.9	24.1	18.7	14.9	4.5	4.2	3.9	19.7	23.5	27.3	2.8	3.8
	日本電產公司*	6594 JP	23,270	2,882.0	未評等	N.A.	145.95	158.28	171.84	354.2	8.4	8.6	19.7	18.2	16.8	1.9	1.9	1.8	10.0	10.8	11.0	1.3	1.4
	動力-KY*	6591 TT	92	70.9	未評等	N.A.	3.21	N.M.	N.M.	(5.6)	N.A.	N.A.	22.1	N.A.	N.A.	1.4	N.A.	N.A.	8.5	N.M.	N.M.	3.4	N.A.
	美商亞三美公司*	6479 JP	7,473	2,584.5	未評等	N.A.	147.58	142.18	172.83	(17.2)	(3.7)	21.6	17.5	18.2	15.0	1.4	1.4	1.3	7.6	8.1	8.9	1.5	1.8
散熱模組/ 冷卻風扇	奇鋐	3017 TT	14,178	1,090.0	增加持股	1220.0	21.21	42.77	55.41	50.4	101.6	29.6	51.4	25.5	19.7	14.7	11.4	8.8	32.1	50.3	50.5	0.9	2.0
	台達電	2308 TT	55,445	637.0	增加持股	686.0	13.56	20.43	24.51	5.5	50.7	20.0	47.0	31.2	26.0	7.2	6.9	6.0	16.4	22.5	24.6	1.1	1.6
	維諦技術控股	VRT US	53,228	139.39	持有	150.0	2.85	3.86	4.97	61.0	35.3	28.8	48.9	36.1	28.0	19.9	15.4	12.1	49.5	45.1	36.2	0.1	0.1
	多佛公司*	DOV US	23,857	173.97	持有	N.A.	19.58	9.47	10.39	159.0	(51.7)	9.8	8.9	18.4	16.7	3.3	3.2	2.9	35.8	16.7	16.3	1.2	1.2
散熱模組	尼得科超索*	6230 TT	373	129.0	未評等	N.A.	1.48	N.M.	N.M.	(78.9)	N.A.	N.A.	87.2	N.A.	N.A.	1.8	N.A.	N.A.	0.3	N.M.	N.M.	0.2	N.A.
	雙鴻	3324 TT	2,285	743.0	增加持股	888.0	21.23	23.07	42.28	48.7	8.6	83.3	35.0	32.2	17.6	7.6	6.8	5.6	24.3	21.9	34.6	1.3	1.5
	鴻華*	2354 TT	3,289	69.4	未評等	N.A.	2.53	3.06	3.67	(15.9)	20.9	19.9	27.4	22.7	18.9	0.9	0.6	0.6	3.4	4.0	4.7	2.0	2.0
	綠倉有限公司*	5803 JP	22,225	11,095.0	未評等	N.A.	330.32	283.77	385.23	122.8	(14.1)	35.8	33.6	39.1	28.8	7.5	7.7	6.5	26.5	20.9	25.0	0.5	0.7
	古河電氣工業*	5801 JP	3,904	8,159.0	未評等	N.A.	473.49	407.39	541.75	86.1	(14.0)	33.0	17.2	20.0	15.1	1.7	1.6	1.6	10.5	8.8	10.6	0.7	1.4

註：*Bloomberg 市場共識

資料來源：Bloomberg；凱基預估

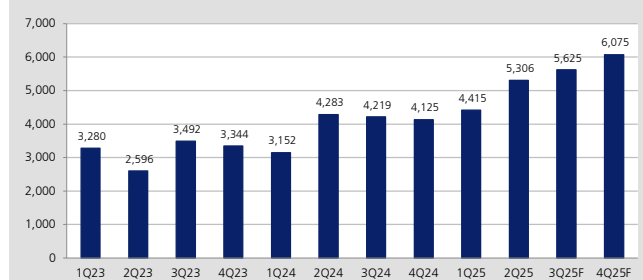
圖 7：公司概况

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\$150.5, 持有)、Dell(美)、HP(美)、華碩 (2357 TT, NT\$680, 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 9：季營業收入

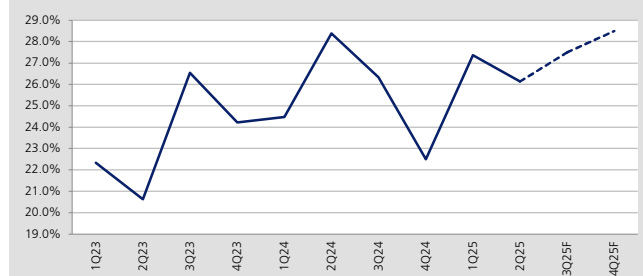
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11：毛利率

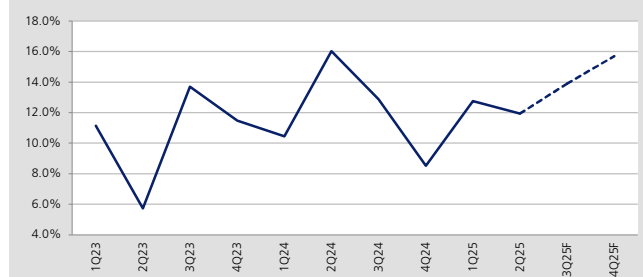
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13：營業利潤率

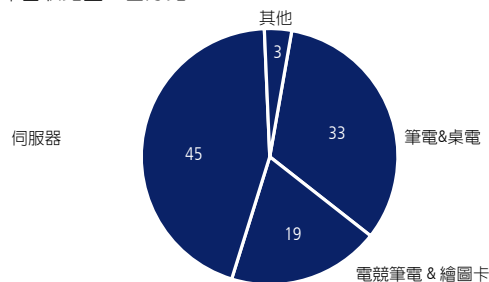
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：1H25 伺服器營收比重升至 45%

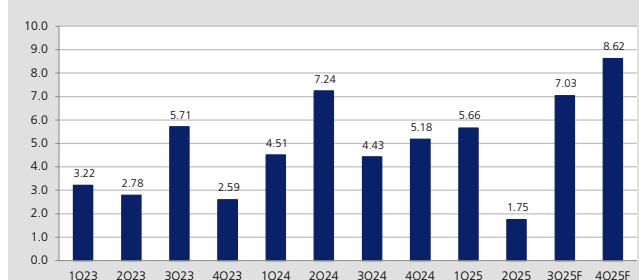
1H25 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：每股盈利

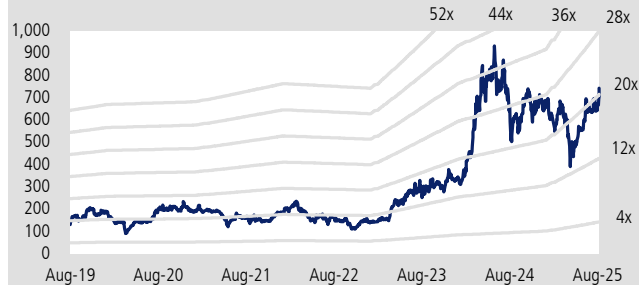
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12：未來一年預估本益比區間

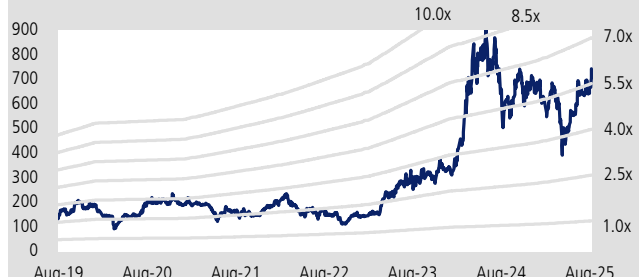
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 14：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-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24A	Mar-25A	Jun-25A	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	4,415	5,306	5,625	6,075	15,779	21,421	27,868
營業成本	(2,380)	(3,067)	(3,108)	(3,197)	(3,207)	(3,920)	(4,078)	(4,343)	(11,753)	(15,548)	(20,017)
營業毛利	771	1,216	1,111	928	1,208	1,387	1,547	1,731	4,026	5,873	7,851
營業費用	(442)	(529)	(568)	(576)	(645)	(753)	(765)	(778)	(2,115)	(2,940)	(3,068)
營業利益	329	687	543	352	563	634	782	954	1,911	2,933	4,784
折舊	(106)	(112)	(122)	(132)	(142)	(147)	(137)	(123)	(471)	(549)	(641)
攤提	(8)	(9)	(10)	(11)	(11)	(12)	(9)	(6)	(38)	(38)	(38)
EBITDA	443	808	675	494	717	792	928	1,082	2,420	3,519	5,463
利息收入	7	10	8	15	8	13	9	6	40	36	34
投資利益淨額	3	-	-	-	-	-	3	8	3	10	10
其他營業外收入	163	95	54	220	110	69	10	11	533	200	110
總營業外收入	173	105	62	235	118	83	21	24	576	246	154
利息費用	(6)	(7)	(9)	(8)	(12)	(14)	(11)	(7)	(31)	(44)	(53)
投資損失	-	(1)	(3)	(6)	(4)	(4)	(1)	4	(10)	(5)	(5)
其他營業外費用	-	0	(79)	-	-	(487)	(10)	(3)	(79)	(500)	(80)
總營業外費用	(6)	(8)	(91)	(14)	(15)	(506)	(22)	(6)	(120)	(549)	(138)
稅前純益	496	783	514	573	666	211	781	971	2,366	2,629	4,800
所得稅費用[利益]	(92)	(149)	(103)	(90)	(137)	(47)	(141)	(201)	(434)	(526)	(960)
少數股東損益	(8)	(2)	(13)	(15)	(18)	(6)	(5)	9	(39)	(20)	(20)
非常項目前稅後純益	396	632	398	467	511	158	635	779	1,893	2,083	3,820
非常項目	(0)	0	0	0	0	0	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	396	632	398	467	511	158	635	779	1,893	2,083	3,820
每股盈餘 (NT\$)	4.51	7.24	4.43	5.18	5.66	1.75	7.03	8.62	21.23	23.07	42.28
獲利率 (%)											
營業毛利率	24.5	28.4	26.3	22.5	27.4	26.1	27.5	28.5	25.5	27.4	28.2
營業利益率	10.4	16.0	12.9	8.5	12.8	11.9	13.9	15.7	12.1	13.7	17.2
EBITDA Margin	14.1	18.9	16.0	12.0	16.2	14.9	16.5	17.8	15.3	16.4	19.6
稅前純益率	15.7	18.3	12.2	13.9	15.1	4.0	13.9	16.0	15.0	12.3	17.2
稅後純益率	12.6	14.8	9.4	11.3	11.6	3.0	11.3	12.8	12.0	9.7	13.7
季成長率 (%)											
營業收入	(5.8)	35.9	(1.5)	(2.2)	7.0	20.2	6.0	8.0			
營業毛利	(4.8)	57.6	(8.6)	(16.5)	30.2	14.8	11.5	11.9			
營業收益增長	(14.3)	108.6	(20.9)	(35.3)	60.3	12.5	23.4	22.0			
EBITDA	(11.0)	82.3	(16.5)	(26.8)	45.1	10.4	17.2	16.5			
稅前純益	56.6	57.9	(34.4)	11.5	16.4	(68.4)	270.5	24.4			
稅後純益	77.0	59.7	(37.0)	17.2	9.5	(69.1)	301.9	22.6			
年成長率 (%)											
營業收入	(3.9)	65.0	20.8	23.3	40.1	23.9	33.3	47.3	24.1	35.8	30.1
營業毛利	5.3	127.0	19.9	14.5	56.6	14.1	39.2	86.6	34.0	45.9	33.7
營業收益	(9.9)	361.8	13.6	(8.5)	71.1	(7.7)	43.9	171.3	38.8	53.5	63.1
EBITDA	(9.0)	201.9	13.7	(0.8)	61.8	(2.0)	37.6	118.9	31.1	45.4	55.2
稅前純益	40.7	161.5	(14.2)	80.7	34.3	(73.1)	52.0	69.6	50.9	11.1	82.5
稅後純益	42.7	164.1	(19.0)	108.8	29.2	(75.0)	59.6	66.8	53.6	10.1	83.3

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	20,091	25,514
流動資產	8,420	8,653	11,680	14,227	19,145
現金及短期投資	1,492	1,450	2,933	2,602	4,225
存貨	2,072	2,307	2,810	3,727	4,798
應收帳款及票據	4,490	4,419	5,429	7,390	9,614
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	9,693	13,098
流動負債	5,620	4,787	5,902	7,500	9,919
應付帳款及票據	2,848	3,157	3,775	5,007	6,446
短期借款	1,498	232	475	750	902
什項負債	1,273	1,398	1,651	1,742	2,570
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	10,398	12,416
普通股本	884	884	915	915	915
保留盈餘	3,304	3,926	5,121	6,211	8,209
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%	35.8%	30.1%
營業收益增長	(14.9%)	17.3%	38.8%	53.5%	63.1%
EBITDA	(10.0%)	8.0%	31.1%	45.4%	55.2%
稅後純益	11.6%	(2.5%)	53.6%	10.1%	83.3%
每股盈餘成長率	11.9%	(2.7%)	48.7%	8.6%	83.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	19.6%	23.6%	25.5%	27.4%	28.2%
營業利益率	8.5%	10.8%	12.1%	13.7%	17.2%
EBITDA Margin	12.3%	14.5%	15.3%	16.4%	19.6%
稅後純益率	9.1%	9.7%	12.0%	9.7%	13.7%
平均資產報酬率	10.7%	10.1%	12.8%	11.3%	16.8%
股東權益報酬率	24.5%	20.2%	24.3%	21.9%	34.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	30.2%	16.7%	23.1%	27.7%	32.4%
淨負債比率	4.6%	Net cash	Net cash	3.9%	Net cash
利息保障倍數 (x)	43.4	57.2	77.1	60.2	91.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.9	0.8	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	32.3	70.6	52.8	22.9	49.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.8	7.6	3.2	1.3	2.8
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)	404	(81)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	14.68	14.28	21.23	23.07	42.28
每股現金盈餘 (NT\$)	14.41	22.85	18.43	11.28	29.20
每股淨值 (NT\$)	62.97	75.04	97.91	109.81	131.65
調整後每股淨值 (NT\$)	64.67	76.92	100.51	111.28	133.37
每股營收 (NT\$)	160.99	147.37	176.99	237.15	308.47
EBITDA/Share (NT\$)	19.86	21.41	27.14	38.96	60.47
每股現金股利 (NT\$)	6.50	6.50	10.00	10.86	19.90
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.17	1.04	1.07	1.16	1.22
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	21,421	27,868
營業成本	(11,135)	(9,708)	(11,753)	(15,548)	(20,017)
營業毛利	2,722	3,005	4,026	5,873	7,851
營業費用	(1,549)	(1,629)	(2,115)	(2,940)	(3,068)
營業利益	1,173	1,376	1,911	2,933	4,784
總營業外收入	550	368	576	246	154
利息收入	10	23	40	36	34
投資利益淨額	10	0	3	10	10
其他營業外收入	529	345	533	200	110
總營業外費用	(95)	(177)	(120)	(549)	(138)
利息費用	(38)	(28)	(31)	(44)	(53)
投資損失	(1)	(2)	(10)	(5)	(5)
其他營業外費用	(55)	(146)	(79)	(500)	(80)
稅前純益	1,628	1,568	2,366	2,629	4,800
所得稅費用[利益]	(341)	(329)	(434)	(526)	(960)
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	2,083	3,820
EBITDA	1,709	1,847	2,420	3,519	5,463
每股盈餘 (NT\$)	14.68	14.28	21.23	23.07	42.28

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	1,019	2,638
本期純益	1,264	1,232	1,893	2,083	3,820
折舊及攤提	536	470	509	587	679
本期運用資金變動	(758)	151	(825)	(1,646)	(1,856)
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)	149	1,512
融資活動之現金流量	(629)	(1,007)	1,364	(151)	164
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)	(994)
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	(331)	1,622

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%	13.7%	11.0%
= 營業利益率	8.5%	10.8%	12.1%	13.7%	17.2%
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	2.2	2.5
營業利益率	8.5%	10.8%	12.1%	13.7%	17.2%
X 資本周轉率	2.5	2.1	2.0	2.2	2.5
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%	23.8%	33.8%

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。