

雙鴻 (3324.TW/3324 TT)

液冷市場強勁，推升營收與利潤率成長

增加持股 · 維持

收盤價 March 30 (NT\$)	956
12 個月目標價 (NT\$)	1,340
前次目標價 (NT\$)	1,255
調升 (%)	6.8
上漲空間 (%)	40.2

焦點內容

- GB300 液冷需求強勁，1Q-2Q26 營收成長皆上修至季增 5-10%。
- 液冷產品營收比重將由 4Q25 的 51% 升至 1H26 的 60-70%、2026 年達 65-70%，帶動今年伺服器營收比重升至 70-75%，進一步推升利潤率。
- 泰國產能擴充將支應 2026-27 年液冷營收持續成長。

交易資料表

市值：(NT\$/bn/US\$mn)	88.98 / 2,785		
流通在外股數 (百萬股)：	93.08		
外資持有股數 (百萬股)：	20.11		
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.14		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	397.0 - 1,155		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-7.2	13.8	62.6
相對表現 (%)	-20.5	-12.1	12.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	4.51A	7.24A	4.43A	5.18A
2025	5.66A	1.75A	10.66A	10.21A
2026	12.67F	13.90F	16.30F	18.24F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

雙鴻將受惠於 2026-27 年液冷需求成長趨勢，並擴充泰國產能以支應需求。考量獲利穩健成長，目前評價具吸引力。

評論及分析

1H26 營收樂觀。雙鴻 1-2 月營收年增 95%，因 GB300 液冷產品出貨成長。基於 3 月營收強勁之預期，來自 CSP 與企業客戶的需求暢旺，凱基上修 1Q26 營收預估至季增 7%，並預估 2Q26 營收將季增 5-10%。1Q26 液冷營收比重可望升至近 60%、2Q26 達 60-70%(對比 4Q25 51%和 2025 年 34%)。而 1Q26 伺服器營收比重亦將升至 75-80%(4Q25 72%)，有助毛利率季增。4Q25 毛利率季減 3.4ppts 至 26.4%，主因泰國廠一次性庫存與報廢損失。隨泰國廠生產轉趨順暢，此負面影響不會延續至 2026 年。1Q26 毛利率可望升至 29-30%，並隨產品組合優化與規模放大，於 2Q26 持續提升。我們上修 1H26 營收與獲利預估，並預期公司財報將優於市場共識。

液冷營收成長，推升 2026 年獲利。管理層指出 AI 伺服器訂單展望正向。泰國廠水冷板與分歧管產能擴充，加上效率與良率提升，將共同推升營收成長。在 2026 年 GTC 大會觀察到液冷應用 TAM 成長較預期強勁，包括 GB 和 Vera Rubin (VR) AI 伺服器機櫃、CPU 機櫃、儲存與網通機櫃導入水冷板、內分歧管與快接頭(QD)、ASIC 液冷需求亦同步成長，皆將推升雙鴻液冷產品營收。我們預期雙鴻將出貨 GB300 水冷板與分歧管產品給 Supermicro (美)、Meta (美) 與 AWS (美)，並出貨分歧管給 Oracle (美)與 Dell (美)，加上 2H26 部分 ASIC 液冷營收貢獻，2026 年液冷營收將年增逾 200%、營收占比達 65%。雖 2H26 VR 平台上市後，GPU 和 CPU 水冷板價格將承壓，但凱基推估每機櫃的水冷內含價值仍持續提升，加上其他 ASIC 與 HGX DIMM 液冷產品營收貢獻，液冷營收成長趨勢預計將延續至 2027 年。產能方面，水冷板第一階段將擴充至月產能 30 萬片，第二階段再增加 20-30 萬片；機櫃分歧管亦將擴增至月產能 4.5-5 千組 (越南 3 千組、台灣 1.5-2 千組)，以支應強勁訂單需求。因而公司此次資金籌措(CB6/CB7) 將支應財務需求，股本稀釋幅度約 7-8%。基於營收與利潤率較預期高，凱基上修 2026 年 EPS 至 61.11 元 (年增 116%)，並預估 2027 年 EPS 為 81.75 元 (年增 34%)。

投資建議

維持「增加持股」評等，因 EPS 成長穩健、液冷散熱營收成長。目標價由 1,255 元上調至 1,340 元，基於 24 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-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	12,713	15,779	23,276	37,189	47,387
營業毛利 (NT\$百萬)	3,005	4,026	6,372	11,198	14,360
營業利益 (NT\$百萬)	1,376	1,911	3,259	7,165	9,575
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,232	1,893	2,572	5,562	7,440
每股盈餘 (NT\$)	14.28	21.23	28.26	61.11	81.75
每股現金股利 (NT\$)	6.50	10.00	12.00	25.83	34.55
每股盈餘成長率 (%)	(2.7)	48.7	33.1	116.2	33.8
本益比 (x)	66.9	45.0	33.8	15.6	11.7
股價淨值比 (x)	12.7	9.8	8.0	6.2	4.8
EV/EBITDA (x)	44.7	34.7	22.3	11.4	8.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	28.4	28.9	16.7
殖利率 (%)	0.7	1.0	1.3	2.7	3.6
股東權益報酬率 (%)	20.2	24.3	25.7	43.9	45.5

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：1Q-2Q26 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	1Q26F							2Q26F						
	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	8,129	7,379	10.2	7.0	84.1	7,785	4.4	8,780	8,117	8.2	8.0	65.5	8,481	3.5
毛利	2,398	2,199	9.1	19.7	98.5	2,330	2.9	2,634	2,354	11.9	9.8	89.9	2,549	3.3
營業利益	1,439	1,350	6.6	34.6	155.4	1,367	5.2	1,668	1,477	12.9	15.9	163.2	1,552	7.5
稅前淨利	1,431	1,357	5.5	19.7	114.8	1,379	3.8	1,660	1,484	11.9	16.0	687.6	1,546	7.4
稅後淨利	1,153	1,099	5.0	24.1	125.7	1,091	5.7	1,265	1,144	10.6	9.7	700.1	1,233	2.6
每股盈餘(元)	12.67	12.04	5.3	24.1	123.8	11.99	5.7	13.90	12.53	11.0	9.7	694.2	13.55	2.6
毛利率 (%)	29.5	29.8	(0.3)ppts	3.1 ppts	2.1 ppts	29.9	(0.4)ppts	30.0	29.0	1.0 ppts	0.5 ppts	3.9 ppts	30.1	(0.1)ppts
營業利益率 (%)	17.7	18.3	(0.6)ppts	3.6 ppts	4.9 ppts	17.6	0.1 ppts	19.0	18.2	0.8 ppts	1.3 ppts	7.1 ppts	18.3	0.7 ppts
淨利率 (%)	14.2	14.9	(0.7)ppts	2.0 ppts	2.6 ppts	14.0	0.2 ppts	14.4	14.1	0.3 ppts	0.2 ppts	11.4 ppts	14.5	(0.1)ppts

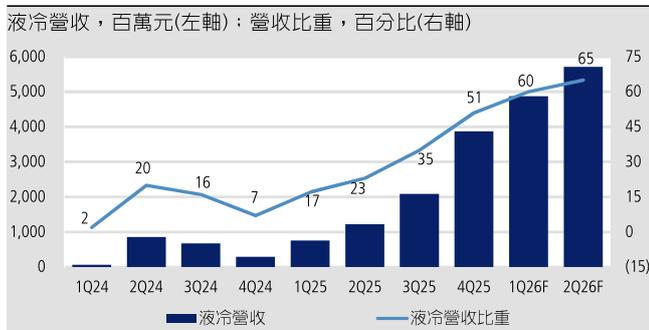
資料來源：Bloomberg；凱基預估

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 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	37,189	34,246	8.6	59.8	35,158	5.8	47,387	27.4	44,209	7.2
毛利	11,198	9,812	14.1	75.7	10,573	5.9	14,360	28.2	13,682	5.0
營業利益	7,165	6,223	15.1	119.9	6,404	11.9	9,575	33.6	8,519	12.4
稅前獲利	7,134	6,250	14.1	117.7	6,432	10.9	9,551	33.9	8,586	11.2
稅後淨利	5,562	4,945	12.5	116.2	5,115	8.7	7,440	33.8	6,725	10.6
每股盈餘(元)	61.11	54.15	12.8	116.2	56.19	8.7	81.75	33.8	73.89	10.6
毛利率 (%)	30.1	28.7	1.5 ppts	2.7 ppts	30.1	0.0 ppts	30.3	0.2 ppts	30.9	(0.6)ppts
營業利益率 (%)	19.3	18.2	1.1 ppts	5.3 ppts	18.2	1.1 ppts	20.2	0.9 ppts	19.3	0.9 ppts
淨利率 (%)	15.0	14.4	0.5 ppts	3.9 ppts	14.5	0.4 ppts	15.7	0.7 ppts	15.2	0.5 ppts

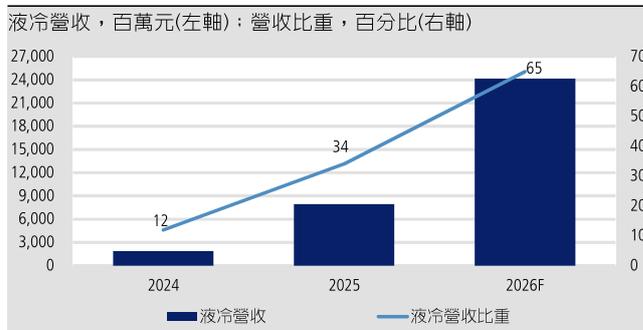
資料來源：Bloomberg；凱基預估

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 65%



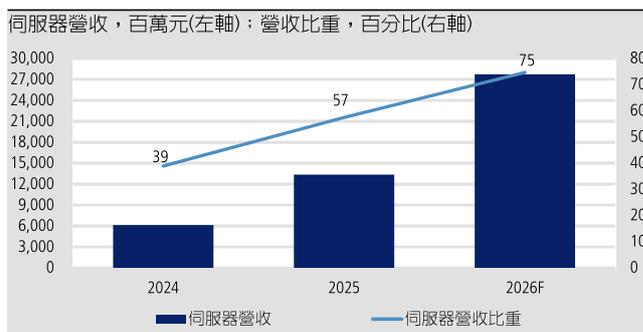
資料來源：公司資料；凱基預估

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 6：2025-26 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 7：伺服器之產品比重持續擴張

營收比重 (%)	2023	2024	2025	2026F	2026F guidance	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
筆電&桌電	46	39	27	16	18	44	34	39	40	35	31	27	19
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	26	17	14	8	9	24	15	14	16	17	21	11	9
伺服器	23	39	57	75	72	25	46	42	39	44	45	60	72
其他	5	5	2	1	1	7	5	5	5	4	3	2	1
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
營收 (百萬新台幣)													
筆電&桌電	5,848	6,138	6,242	5,930	6,285	1,387	1,456	1,646	1,650	1,545	1,645	1,609	1,444
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	3,305	2,650	3,176	3,080	3,142	756	642	591	660	751	1,114	655	655
伺服器	2,924	6,139	13,375	27,753	25,138	788	1,970	1,772	1,609	1,943	2,388	3,575	5,470
其他	636	852	483	426	349	221	214	211	206	177	159	119	76
合計	12,713	15,779	23,276	37,189	34,915	3,152	4,283	4,219	4,125	4,415	5,306	5,958	7,597
營收年增 (%)													
筆電&桌電	0	5	2	(5)	1	3	12	(2)	10	11	13	(2)	(13)
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	0	(20)	20	(3)	(1)	(30)	18	(26)	(27)	(1)	73	11	(1)
伺服器	0	110	118	108	88	4	230	103	129	147	21	102	240
其他	(64)	34	(43)	(12)	(28)	124	37	51	(12)	(20)	(26)	(44)	(63)
合計	(8)	24	48	60	50	(4)	65	21	23	40	24	41	84
營收季增 (%)													
筆電&桌電						(8)	5	13	0	(6)	6	(2)	(10)
電競筆電 & 繪圖卡						(16)	(15)	(8)	12	14	48	(41)	0
伺服器						12	150	(10)	(9)	21	23	50	53
其他						(6)	(3)	(1)	(2)	(14)	(10)	(25)	(36)
合計						(6)	36	(1)	(2)	7	20	12	28

資料來源：公司資料；凱基預估

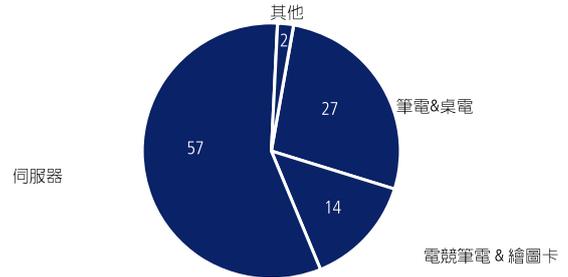
圖 8：公司概況

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\$88.3, 持有)、Dell(美)、HP(美)、華碩(2357 TT, NT\$562, 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 9：2025 年伺服器營收比重升至 57%

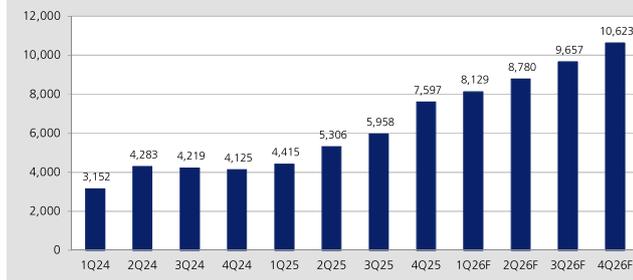
2025 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：季營業收入

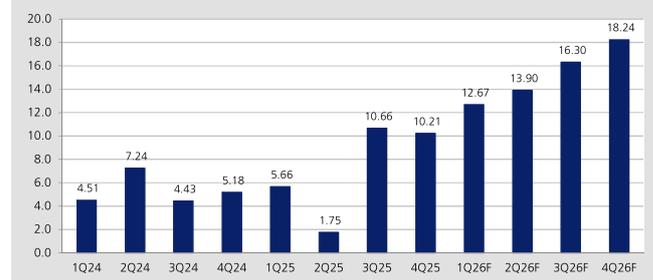
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11：每股盈利

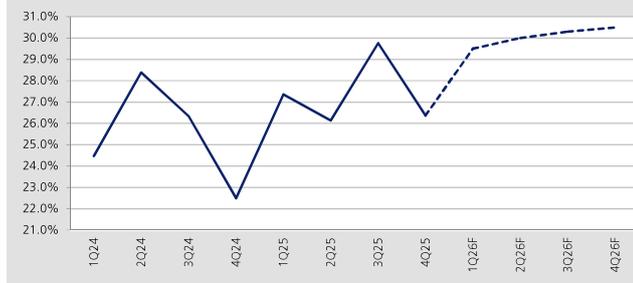
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12：毛利率

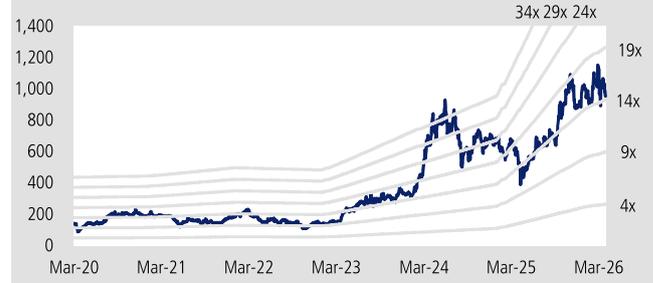
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13：未來一年預估本益比區間

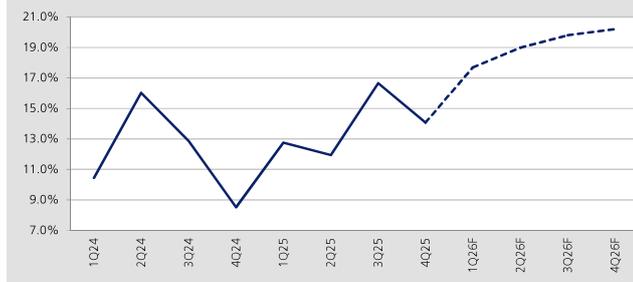
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



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

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25A	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	4,415	5,306	5,958	7,597	8,129	8,780	9,657	10,623	23,276	37,189	47,387
營業成本	(3,207)	(3,920)	(4,184)	(5,594)	(5,731)	(6,146)	(6,731)	(7,383)	(16,904)	(25,991)	(33,027)
營業毛利	1,208	1,387	1,773	2,004	2,398	2,634	2,926	3,240	6,372	11,198	14,360
營業費用	(645)	(753)	(781)	(934)	(959)	(966)	(1,014)	(1,094)	(3,113)	(4,033)	(4,784)
營業利益	563	634	992	1,069	1,439	1,668	1,912	2,146	3,259	7,165	9,575
折舊	(142)	(147)	(159)	(176)	(171)	(171)	(171)	(171)	(624)	(685)	(716)
攤提	(11)	(12)	(12)	(13)	(11)	(11)	(11)	(11)	(48)	(44)	(44)
EBITDA	717	792	1,164	1,258	1,621	1,850	2,094	2,328	3,931	7,894	10,335
利息收入	8	13	6	8	5	5	5	5	36	20	24
投資利益淨額	-	-	12	-	3	3	3	3	-	10	10
其他營業外收入	110	69	216	143	31	31	31	31	243	125	125
總營業外收入	118	83	234	152	39	39	39	39	279	155	159
利息費用	(12)	(14)	(17)	(27)	(25)	(25)	(25)	(25)	(70)	(101)	(99)
投資損失	(4)	(4)	(4)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(11)	(5)	(5)
其他營業外費用	-	(487)	(0)	(0)	(20)	(20)	(20)	(20)	(179)	(80)	(80)
總營業外費用	(15)	(506)	(21)	(26)	(47)	(47)	(47)	(47)	(260)	(186)	(184)
稅前純益	666	211	1,205	1,196	1,431	1,660	1,904	2,138	3,277	7,134	9,551
所得稅費用[利益]	(137)	(47)	(175)	(221)	(258)	(365)	(381)	(423)	(580)	(1,427)	(1,910)
少數股東損益	(18)	(6)	(56)	(46)	(20)	(30)	(40)	(55)	(126)	(145)	(200)
非常項目前稅後純益	511	158	974	929	1,153	1,265	1,483	1,660	2,572	5,562	7,440
非常項目	0	0	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	511	158	974	929	1,153	1,265	1,483	1,660	2,572	5,562	7,440
每股盈餘 (NT\$)	5.66	1.75	10.66	10.21	12.67	13.90	16.30	18.24	28.26	61.11	81.75
獲利率 (%)											
營業毛利率	27.4	26.1	29.8	26.4	29.5	30.0	30.3	30.5	27.4	30.1	30.3
營業利益率	12.8	11.9	16.7	14.1	17.7	19.0	19.8	20.2	14.0	19.3	20.2
EBITDA Margin	16.2	14.9	19.5	16.6	19.9	21.1	21.7	21.9	16.9	21.2	21.8
稅前純益率	15.1	4.0	20.2	15.7	17.6	18.9	19.7	20.1	14.1	19.2	20.2
稅後純益率	11.6	3.0	16.3	12.2	14.2	14.4	15.4	15.6	11.1	15.0	15.7
季成長率 (%)											
營業收入	7.0	20.2	12.3	27.5	7.0	8.0	10.0	10.0			
營業毛利	30.2	14.8	27.9	13.0	19.7	9.8	11.1	10.7			
營業收益增長	60.3	12.5	56.6	7.7	34.6	15.9	14.6	12.2			
EBITDA	45.1	10.4	47.0	8.1	28.9	14.1	13.2	11.2			
稅前純益	16.4	(68.4)	471.5	(0.8)	19.7	16.0	14.7	12.3			
稅後純益	9.5	(69.1)	515.9	(4.6)	24.1	9.7	17.3	11.9			
年成長率 (%)											
營業收入	40.1	23.9	41.2	84.2	84.1	65.5	62.1	39.8	47.5	59.8	27.4
營業毛利	56.6	14.1	59.6	115.9	98.5	89.9	65.0	61.7	58.3	75.7	28.2
營業收益	71.1	(7.7)	82.7	204.2	155.4	163.2	92.7	100.7	70.6	119.9	33.6
EBITDA	61.8	(2.0)	72.5	154.6	126.1	133.6	79.9	85.1	62.4	100.8	30.9
稅前純益	34.3	(73.1)	134.6	108.8	114.8	687.6	58.1	78.8	38.5	117.7	33.9
稅後純益	29.2	(75.0)	144.5	99.0	125.7	700.1	52.3	78.7	35.9	116.2	33.8

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	35,780	44,875
流動資產	8,653	11,680	18,587	27,812	36,512
現金及短期投資	1,450	2,933	1,560	1,510	3,278
存貨	2,307	2,810	6,057	9,314	11,835
應收帳款及票據	4,419	5,429	10,068	16,087	20,498
其他流動資產	477	508	901	901	901
非流動資產	3,959	5,246	7,537	7,968	8,363
長期投資	215	393	730	746	757
固定資產	3,126	4,083	6,150	6,564	6,949
什項資產	618	770	657	657	657
負債總額	5,745	7,638	14,630	20,974	25,634
流動負債	4,787	5,902	12,523	18,467	22,571
應付帳款及票據	3,157	3,775	7,594	11,676	14,837
短期借款	232	475	2,678	3,252	3,385
什項負債	1,398	1,651	2,251	3,539	4,348
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	14,806	19,241
普通股	884	915	928	928	928
保留盈餘	3,926	5,121	6,597	9,763	13,999
少數股東權益	231	327	410	555	755
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%	59.8%	27.4%
營業收益增長	17.3%	38.8%	70.6%	119.9%	33.6%
EBITDA	8.0%	31.1%	62.4%	100.8%	30.9%
稅後純益	(2.5%)	53.6%	35.9%	116.2%	33.8%
每股盈餘成長率	(2.7%)	48.7%	33.1%	116.2%	33.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	23.6%	25.5%	27.4%	30.1%	30.3%
營業利益率	10.8%	12.1%	14.0%	19.3%	20.2%
EBITDA Margin	14.5%	15.3%	16.9%	21.2%	21.8%
稅後純益率	9.7%	12.0%	11.1%	15.0%	15.7%
平均資產報酬率	10.1%	12.8%	11.9%	18.0%	18.5%
股東權益報酬率	20.2%	24.3%	25.7%	43.9%	45.5%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	16.7%	23.1%	40.9%	38.3%	33.1%
淨負債比率	Net cash	Net cash	28.4%	28.9%	16.7%
利息保障倍數 (x)	57.2	77.1	47.9	71.3	97.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.8	0.5	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	70.6	52.8	(8.2)	10.8	44.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.6	3.2	(0.2)	0.3	1.3
流動比率 (x)	1.8	2.0	1.5	1.5	1.6
速動比率 (x)	1.3	1.5	1.0	1.0	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	(218)	(659)	3,260	4,284	3,205
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	14.28	21.23	28.26	61.11	81.75
每股現金盈餘 (NT\$)	22.85	18.43	(6.27)	12.01	48.60
每股淨值 (NT\$)	75.04	97.91	119.49	153.62	199.28
調整後每股淨值 (NT\$)	76.92	100.51	121.79	156.57	203.11
每股營收 (NT\$)	147.37	176.99	255.74	408.60	520.64
EBITDA/Share (NT\$)	21.41	27.14	43.19	86.73	113.55
每股現金股利 (NT\$)	6.50	10.00	12.00	25.83	34.55
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.04	1.07	1.08	1.20	1.18
應收帳款周轉天數	126.9	125.9	157.9	157.9	157.9
存貨周轉天數	86.7	87.5	130.8	130.8	130.8
應付帳款周轉天數	118.7	117.6	164.0	164.0	164.0
現金轉換周轉天數	94.9	95.9	124.7	124.7	124.7

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	37,189	47,387
營業成本	(9,708)	(11,753)	(16,904)	(25,991)	(33,027)
營業毛利	3,005	4,026	6,372	11,198	14,360
營業費用	(1,629)	(2,115)	(3,113)	(4,033)	(4,784)
營業利益	1,376	1,911	3,259	7,165	9,575
總營業外收入	368	576	279	155	159
利息收入	23	40	36	20	24
投資利益淨額	0	3	-	10	10
其他營業外收入	345	533	243	125	125
總營業外費用	(177)	(120)	(260)	(186)	(184)
利息費用	(28)	(31)	(70)	(101)	(99)
投資損失	(2)	(10)	(11)	(5)	(5)
其他營業外費用	(146)	(79)	(179)	(80)	(80)
稅前純益	1,568	2,366	3,277	7,134	9,551
所得稅費用[利益]	(329)	(434)	(580)	(1,427)	(1,910)
少數股東損益	(7)	(39)	(126)	(145)	(200)
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	1,232	1,893	2,572	5,562	7,440
EBITDA	1,847	2,420	3,931	7,894	10,335
每股盈餘 (NT\$)	14.28	21.23	28.26	61.11	81.75

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)	1,093	4,423
本期純益	1,232	1,893	2,572	5,562	7,440
折舊及攤提	470	509	672	729	759
本期運用資金變動	151	(825)	(4,058)	(5,192)	(3,771)
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)	(1,155)	(1,149)
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)	(1,100)	(1,100)
其他資產變動	(30)	(65)	(84)	(44)	(44)
自由現金流	843	(230)	(2,985)	125	3,504
融資活動之現金流量	(1,007)	1,364	1,950	11	(1,506)
短期借款變動	(305)	65	2,357	-	-
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)	(2,396)
其他融資現金流	(43)	160	(64)	145	200
匯率影響數	(29)	3	(55)		
本期產生現金流量	(118)	1,443	(1,370)	(50)	1,768

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%	10.8%	10.1%
= 營業利益率	10.8%	12.1%	14.0%	19.3%	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	0.1
+ 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	2.1	2.2
營業利益率	10.8%	12.1%	14.0%	19.3%	20.2%
x 資本周轉率	2.1	2.0	1.7	2.1	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%	32.1%	36.1%

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
2025-11-15	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
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

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。