

雙鴻 (3324 TT) Auras

水冷散熱及晶片新產品雙管齊下

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$730.0

收盤價 (2024/03/11) : NT\$628.0

隱含漲幅 : 16.2%

營收組成 (4Q23)

Server 21%、VGA 27%、NB 37%、DT 8%、Others 7%。

| 項目 | 本次 |
|-------------------|-------|
| 評等 | 買進 |
| 目標價 (NT\$) | 730.0 |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 15.7 |
| 2024年EPS | 22.2 |

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值 | NT\$56,710百萬元 |
| 外資持股比率 | 23.5% |
| 董監持股比率 | 19.6% |
| 調整後每股淨值 (2023F) | NT\$93.10 |
| 負債比 | 45.6% |
| ESG評級 (Sustainalytics) | 低 (曝險程度共5級) |

簡明損益表 (NT\$百萬元)

| 年初至12月 | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入 | 13,857 | 12,713 | 15,664 | 18,588 |
| 營業利益 | 1,173 | 1,376 | 2,252 | 2,881 |
| 稅後純益 | 1,264 | 1,232 | 1,913 | 2,417 |
| EPS (元) | 14.68 | 14.31 | 22.22 | 28.07 |
| EPS YoY (%) | 11.9 | -2.5 | 55.3 | 26.3 |
| 本益比 (倍) | 42.8 | 43.9 | 28.3 | 22.4 |
| 股價淨值比 (倍) | 10.0 | 8.2 | 6.8 | 5.6 |
| ROE (%) | 24.0 | 18.6 | 23.9 | 25.2 |
| 現金殖利率 (%) | 1.0% | 1.0% | 1.6% | 2.0% |
| 現金股利 (元) | 6.50 | 6.50 | 10.00 | 12.63 |

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

林采潔

stacylin68@yuanta.com

元大觀點

- 雙鴻水冷產品包含 CDU、CDM、ColdPlate，明年客戶將開始大量採用，預估 2024/25 年水冷營收為 14/30 億元，營收佔比 9%/16%。
- 晶片散熱新品未來將運用在 PC/NB 及伺服器 CPU 上，待通過認證後，預計下半年可出貨。
- 受惠水冷散熱未來趨勢，將帶動散熱產業成長，給予雙鴻買進評等，以 26 倍 2025 年預估 EPS 評價，目標價 730 元。

水冷散熱採用度提升，雙鴻水冷營收逐年成長

Nvidia GPU 熱功耗持續提升，對於散熱技術要求也逐步提高。將推出的 B100/B200 熱功耗達 700w/1,200w，水冷散熱預計於 B200 大幅採用。根據供應鏈調查，B200 GPU 水冷散熱採用度上看 40-50%。管理層表示公司水冷客戶主要為中系及美系伺服器品牌廠，ColdPlate 及 CDU 產品自去年起小量出貨，CDM 於 1Q24 開始出貨。受惠今年導入水冷客戶持續增加，且水冷產品毛利率優於公司平均，將帶動產品組合轉佳。本中心預估，雙鴻去年水冷營收比重 1.5%，今年部分 AI 伺服器導入水冷散熱，雙鴻水冷產品出貨量將提升，預估 2024/25 年水冷營收達 14/30 億元，營收佔比 9%/16%。

新晶片散熱產品業務，下半年將開始貢獻營收

除水冷散熱產品，雙鴻亦開發出車用及晶片散熱相關新業務。車用散熱主要用於 ADAS 自動駕駛系統，未來油電車電子化趨勢熱源持續放大，將一改過去 ADAS 氣冷散熱的設計，預期水冷散熱的導入率將提高，客戶以美系、歐系、日系車廠為主；晶片散熱新品主要用於美系 CPU 上，產品包含 PC/NB 及伺服器，預計該產品通過認證後，下半年將開始出貨。本中心預估，2024 年車用及新散熱產品營收為 4.2/5.0 億元，營收占比 2.6%/3.2%。

水冷散熱及均熱片雙題材，給予雙鴻買進評等

雙鴻持續擴大伺服器水冷業務，加上晶片散熱新品，為未來兩大主軸，且預期手機、筆電、VGA 需求將逐步回溫，帶動營收成長。本中心認為，雙鴻受惠伺服器從氣冷升級至水冷散熱趨勢，相關產品開始量產出貨，新產品也打入晶片封裝材料業務，未來成長性可期。考量雙鴻伺服器客戶群較少，然水冷訂單商機潛力無窮，預計 2024/25 年可迎來大成長，因此給予略低於同業的本益比 26 倍、2025 年預估每股盈餘，得目標價 730 元，給予雙鴻買進評等。

切入水冷散熱供應鏈，帶動伺服器營收成長

雙鴻為水冷散熱模組供應商，主要客戶為美系品牌廠及中系品牌廠，兩大客戶今年積極研發多款水冷散熱伺服器機櫃架構，以因應未來 CPU/GPU TDP 持續成長的趨勢。水冷散熱不僅有效提升伺服器效能，還能改善 PUE (能源使用效能)，大幅減少操作成本，提高晶片效能，是未來數據中心和 AI 伺服器的重要趨勢。

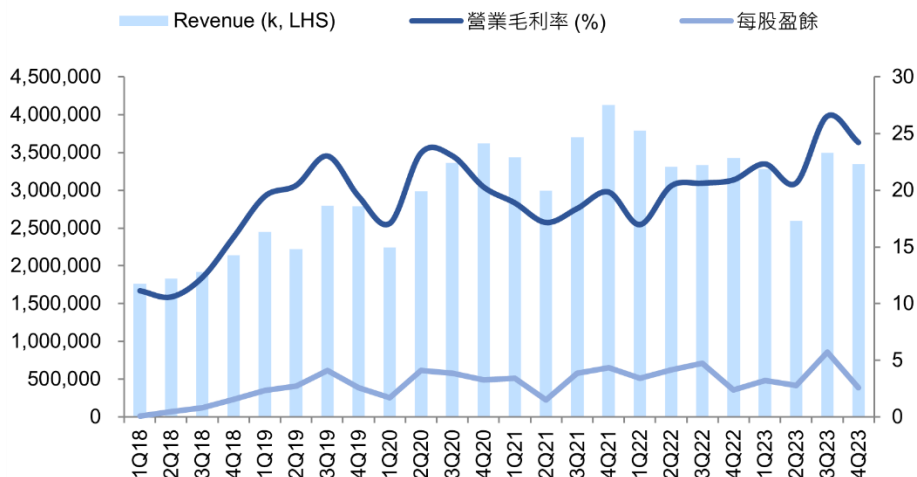
雙鴻於 2Q23 開始出貨 ColdPlate、CDU 產品給美系品牌客戶，預計 2Q24 CDM 也將一併出貨給客戶。管理層表示，ColdPlate 客戶加量下單，預計 2Q24 出貨量將明顯提升，CDU/CDM 則受惠於客戶需求增加，預估今年出貨量至少 600 個以上。

水冷產品毛利率遠高於公司平均，單價遠高於氣冷散熱模組，預估 ColdPlate 單價約為 200-250 美元、CDM 單價約為 10,000 美元，CDU 則根據對應的伺服器整機櫃功耗而訂，若以下半年 B100/B200 GPU 來看，CDU 單價將落在至少 20,000-30,000 美元。根據調查，雙鴻除了水冷產品出貨給美系品牌廠及中系品牌廠外，今年 CDU/CDM 亦將出貨給 10 家客戶，其中包含晶片廠也陸續測試水冷散熱系統。

除此之外，一般型伺服器 CPU TDP 也持續在提升，Intel 預計推出的新 CPU Granite Rapids TDP 預計提升至 500w、AMD CPU Turin TDP 預計也將提升至 500w 以上，過去氣冷散熱採用 VC，未來將陸續採用 3DVC 散熱模組，單價可望提升 3-4 倍至 80-90 美元。

本中心認為，雙鴻今年在氣冷散熱升級，加上水冷產品陸續出貨，帶動營收及毛利率提升，預估 2024/25 年雙鴻散熱業務營收 44.9/66.9 億元，年增 54/49%；其中水冷營收為 14/30 億元。

圖 1：營收、GM、EPS 走勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

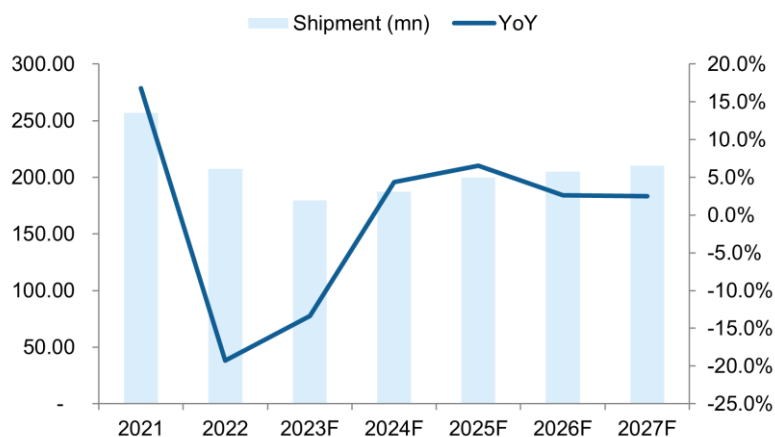
PC/NB 需求小幅度回溫

根據 IDC 數據，2023 年 NB 出貨量為 1.8 億台、年減 13.4%。2024/25 年，由於市場需求逐步回溫，加上 2024 年底各品牌將陸續推出 AI PC，可望帶動換機潮，預估出貨量將達到 1.87/2 億台，年增加 4.4/6.5%。

管理層指出，新機種已於 2024 年 3 月開始量產，並隨著 AI PC 亮相，今年將帶動換機潮，然需密切觀察市場銷售狀況。預估在此情勢下，2024 年第三季度 PC/NB 營收將轉趨樂觀。

本中心認為，今年 PC/NB 需求仍不明確，然期待下半年 AI PC 登場將帶動換機潮。雖然下半年 AI PC 產能將逐步拉升，但在產品規格方面，散熱模組升級幅度並不大。因此，預估雙鴻 2024 年 NB 營收為 48 億元，年增 4%。

圖 2：NB 出貨量預估



資料來源：IDC

華為手機重返成長，三星手機散熱模組增大

根據 IDC 數據，2023 年手機出貨量為 11.64 億台、年減 3.4%，預估 2024/25 年出貨量為 11.98/12.31 億台、年增 2.8/2.8%。

三星今年初推出首款擁有 AI 功能手機 S24，搭載即時翻譯功能，市場反應良好，帶動手機出貨量上揚。S24 手機搭載多款新功能，導致散熱需求提升。根據三星發表會資訊顯示，S24 手機散熱模組尺寸較 S23 大出 1.9 倍。過去三星手機的散熱模組材料採用銅材質，新一代改為不銹鋼，雖然價格差異不大，但不銹鋼材料成本較低，毛利率大幅改善。

此外，華為自行研發的 5G 晶片開始見效，陸續推出多款 5G 手機及折疊式產品，在中國市場表現優異，市佔率從去年 8% 強勢回升至 15%。預估華為手機今年出貨量將達到 7,000 萬台、年增 79%。

雙鴻手機客戶主要集中在韓系及中系手機品牌大廠，過去該業務毛利率遠低於公司平均，不過隨新專案陸續採用不銹鋼材質，雖單價變化不大，但製造成本降低，有助於改善手機業務毛利率。預估手機未來散熱需求在 AI 應用的推動下將持續增加，並在製造成本降低優勢下，有望小幅改善該業務的毛利率。預估 2024/25 年手機營收為 9/10.6 億元，年增 118/18%。

圖 3：S24 散熱模組較前一代大 1.9 倍



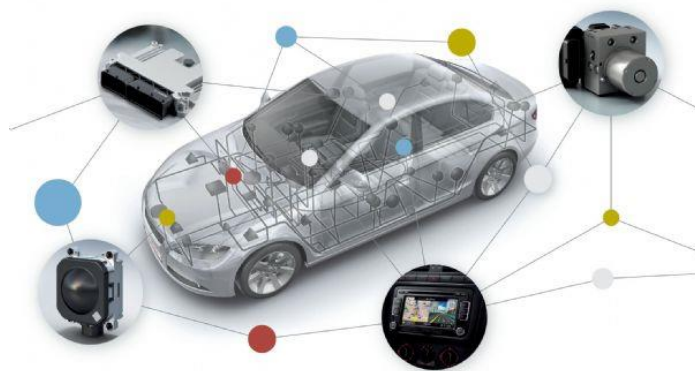
資料來源：PBKreviews

車用 ADAS 系統導入水冷散熱，明年可望迎來大成長

近年來，汽車電子零組件數量大幅提升，包括先進駕駛輔助系統(ADAS)、娛樂系統、電動引擎、高效電子控制單元等，高階的功能提供更高的性能和安全性，同時也使車內電子散熱成為一個關鍵挑戰。隨著電子零組件的數量增加，車輛搭載 ECU 主板產生的熱量也同步上升，需要更有效的散熱系統來確保電子元件的穩定運作。

管理層表示，水冷系統能夠更有效地吸收和分散車內熱量，確保電子元件在穩定的工作溫度範圍內運轉。今年已經有客戶開案，主要設計用於 ADAS 主板之上，預估明年車用水冷散熱產品將逐步導入。本中心認為，未來車用零組件數量持續提升，為逐步達成全自動化駕駛，需要搭載更高規格的 ADAS 系統及傳輸設備，未來汽車主板搭載水冷散熱比重將持續提升。預估雙鴻 2024/25 年車用業務營收為 3.9/5.1 億元、年增 65/21%。

圖 4：電動車零組件解析



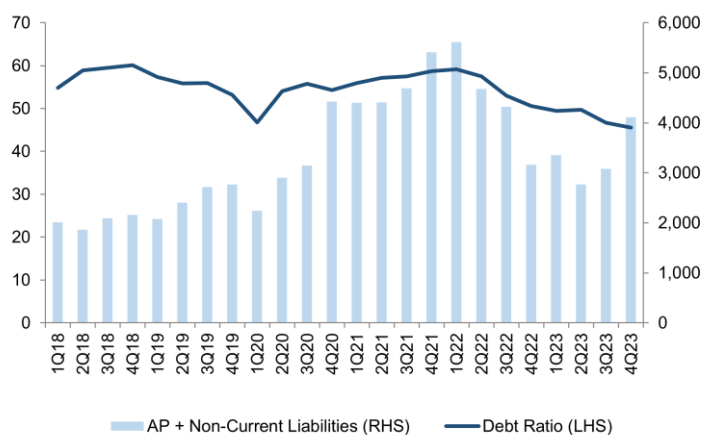
資料來源：Digitimes

財務分析

負債比穩定維持健康水平，利息保障倍數上升至 83 倍

雙鴻負債比自 4Q18 的高點 60.1% 持續下滑到 4Q23 的 45.6%，前期因獲利規模成長，股東權益上升；後期因應付帳款及非流動負債下降，雙鴻負債比穩定維持於健康水平。觀察公司利息保障倍數，則隨稅前淨利成長，自 2018 年的 15 倍，上升至 4Q23 的 42 倍，資金充裕足以支應利息費用，短期無財務風險。

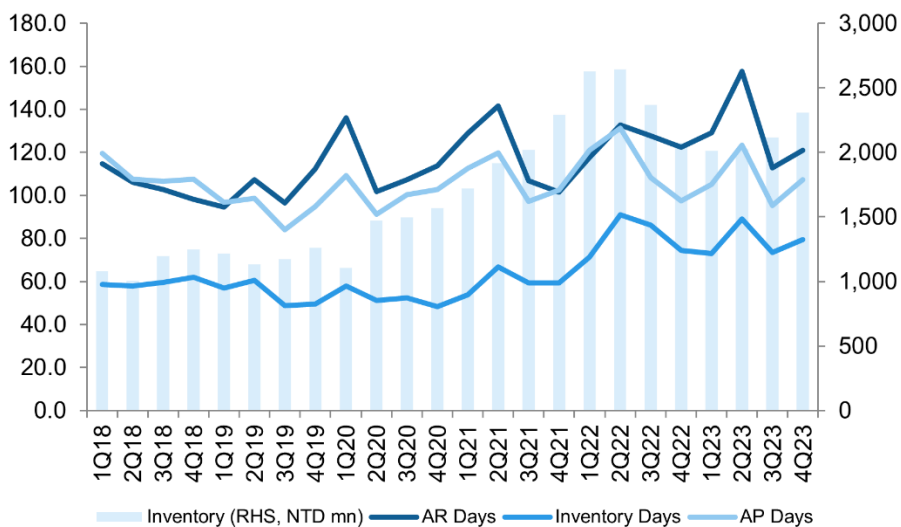
圖 5：負債比自 60% 下降至 46%



資料來源：公司資料、元大投顧

營運面則可見雙鴻自 2H22 開始去化庫存後，庫存週轉天數自 2Q22 的高點 90 天下滑至 4Q23 的 79 天，目前庫存約維持於 20 億左右的水平。4Q23 應收帳款天數為 121 天，應付帳款天數為 107 天。

圖 6：庫存週轉天數

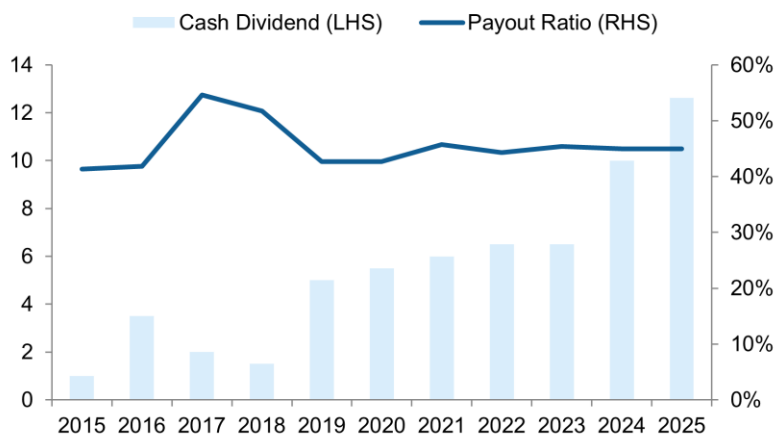


資料來源：公司資料、元大投顧

股利發放穩定，發放率維持 45%

雙鴻 EPS 自 2018 年的 2.9 元以 CAGR 50%成長到 2022 年的 14.68 元，股利支付率維持於約 45%水準，同時股東權益報酬率自 2018 年 10.3%持續攀升到 2022 年 24.0%，營運績效穩健成長且持續回饋於股東，本中心預估 2024/25 年現金股利 10/12.63 元，殖利率約 1.6%/2.0%。

圖 7：股利配發率穩定回饋股東



資料來源：公司資料、元大投顧

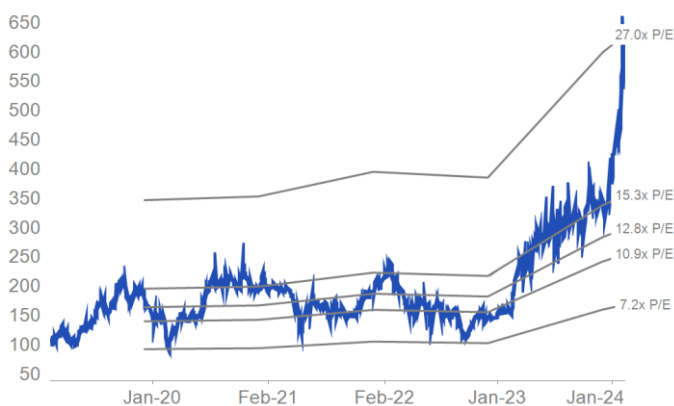
獲利調整與股票評價

給予雙鴻買進評等，目標價 730 元

本中心正面看待雙鴻，主因 1) GPU TDP 持續提升，預估 B200/GB200 水冷散熱滲透率達 50%，雙鴻水冷產品包含 CDU/CDM/ColdPlate 今年將陸續放量，帶動伺服器營收今年成長 54%；2) 手機散熱材質升級，儘管單價並未明顯增加，但因製造成本降低，毛利率將明顯改善；3) 新晶片散熱產品可望於今年下半年通過認證，初期將用於伺服器 CPU 及 PC/NB CPU，該產品毛利率高於公司平均，可帶動產品組合轉佳。預估雙鴻 2024/25 年營收為 157/186 億元，年增 23%/年增 19%、毛利率 26.5%/27.4%，EPS 22.22/28.07 元、年增 55%/26%。

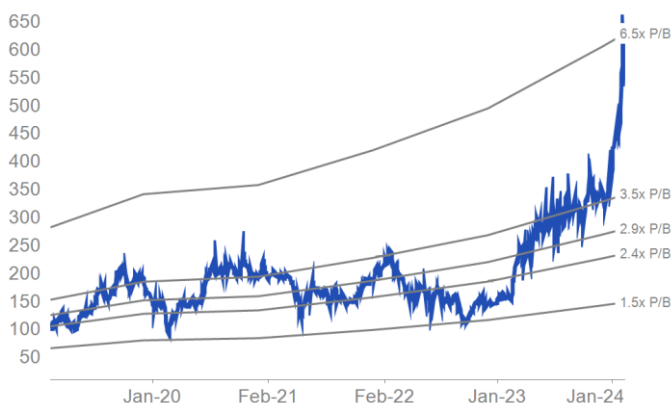
目前，同業(奇鋐、建準、健策)近三年平均本益比區間為 24-30 倍，雙鴻以 2024/25 年每股盈餘來看，目前本益比 28/22 倍。考量到水冷散熱未來滲透率將持續成長，且新晶片散熱產品將成為雙鴻第二隻腳，然由於公司的客戶較散熱同業略少，因此給予略低於同業的 26 倍本益比，並以 2025 年預估每股盈餘給予目標價 730 元，給予雙鴻買進評等。

圖 8：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 10：同業評價比較表

| 公司 | 代碼 | 評等 | 股價 | 市值 (百萬美元) | 調整後每股盈餘 | | | 本益比(倍) | | | 調整後每股盈餘成長率 (%) | | |
|--------|---------|-----|-------|--------------|---------|-------|-------|--------|------|------|-------------------|--------|--------|
| | | | | | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| 雙鴻 | 3324 TT | 買進 | 628.0 | 1,829 | 14.68 | 14.31 | 22.22 | 42.8 | 43.9 | 28.3 | 11.9 | (2.5) | 55.3 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 奇鋹 | 3017 TT | 買進 | 585.0 | 4,648 | 11.8 | 14.2 | 21.1 | 49.7 | 41.1 | 27.8 | 45.7 | 20.7 | 48.2 |
| 超眾 | 6230 TT | 未評等 | 150.5 | 369 | 7.1 | 7.5 | 6.7 | 21.2 | 20.2 | 22.5 | 75.4 | 5.2 | (10.3) |
| 泰碩 | 3338 TT | 未評等 | 68.7 | 178 | 3.1 | 2.7 | 3.5 | 22.5 | 25.1 | 19.5 | 42.9 | (10.2) | 28.8 |
| 建準 | 2421 TT | 未評等 | 123.5 | 1,021 | 4.3 | 5.7 | 7.0 | 28.5 | 21.7 | 17.7 | 153.7 | 31.1 | 22.4 |
| 高力 | 8996 TT | 買進 | 313.5 | 665 | 3.4 | 7.6 | 9.2 | 93.1 | 41.3 | 34.3 | 102.0 | 125.4 | 20.6 |
| 國內同業平均 | | | | | 5.9 | 7.5 | 9.5 | 43.0 | 29.9 | 24.3 | 83.9 | 34.4 | 21.9 |

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 11：同業評價比較表 (續)

| 公司 | 代碼 | 評等 | 股價 | 市值 (百萬美元) | 股東權益報酬率(%) | | | 每股淨值 | | | 股價淨值比(倍) | | |
|--------|---------|-----|-------|--------------|------------|------|------|-------|-------|-------|----------|------|------|
| | | | | | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| 雙鴻 | 3324 TT | 買進 | 628.0 | 1,829 | 24.0 | 18.6 | 23.9 | 62.96 | 77.07 | 93.10 | 10.0 | 8.2 | 6.8 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 奇鋹 | 3017 TT | 買進 | 585.0 | 4,648 | 29.3 | 24.4 | 29.2 | 43.9 | 58.4 | 72.2 | 13.3 | 10.0 | 8.1 |
| 超眾 | 6230 TT | 未評等 | 150.5 | 369 | 12.2 | 10.9 | 9.0 | 62.1 | -- | -- | 2.4 | -- | -- |
| 泰碩 | 3338 TT | 未評等 | 68.7 | 178 | 15.0 | 13.0 | 16.2 | 21.1 | 21.2 | 22.3 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |
| 建準 | 2421 TT | 未評等 | 123.5 | 1,021 | 22.8 | 26.1 | 28.0 | 20.7 | 23.5 | 26.0 | 6.0 | 5.3 | 4.8 |
| 高力 | 8996 TT | 買進 | 313.5 | 665 | 15.3 | 26.2 | 21.3 | 23.0 | 28.9 | 42.9 | 13.6 | 10.8 | 7.3 |
| 國內同業平均 | | | | | 18.9 | 20.1 | 20.8 | 34.2 | 33.0 | 40.8 | 7.7 | 7.3 | 5.8 |

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 12：季度及年度簡明損益表 (合併)

| (NT\$百萬元) | 1Q2023A | 2Q2023A | 3Q2023A | 4Q2023A | 1Q2024F | 2Q2024F | 3Q2024F | 4Q2024F | FY2023A | FY2024F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 營業收入 | 3,280 | 2,596 | 3,492 | 3,344 | 3,313 | 3,556 | 4,225 | 4,570 | 12,713 | 15,664 |
| 銷貨成本 | (2,548) | (2,061) | (2,565) | (2,534) | (2,472) | (2,642) | (3,090) | (3,314) | (9,708) | (11,518) |
| 營業毛利 | 733 | 535 | 927 | 810 | 841 | 914 | 1,135 | 1,256 | 3,005 | 4,146 |
| 營業費用 | (367) | (387) | (449) | (426) | (410) | (428) | (501) | (555) | (1,629) | (1,894) |
| 營業利益 | 366 | 149 | 478 | 384 | 431 | 486 | 634 | 701 | 1,376 | 2,252 |
| 業外利益 | 80 | 164 | 271 | (60) | 35 | 35 | 35 | 35 | 191 | 140 |
| 稅前純益 | 353 | 300 | 599 | 317 | 466 | 521 | 669 | 736 | 1,568 | 2,392 |
| 所得稅費用 | (76) | (58) | (101) | (93) | (93) | (104) | (134) | (147) | (329) | (478) |
| 少數股東權益 | 0 | 2 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 7 | 0 |
| 歸屬母公司稅後純益 | 277 | 239 | 492 | 224 | 373 | 417 | 535 | 589 | 1,232 | 1,913 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 3.22 | 2.78 | 5.71 | 2.59 | 4.33 | 4.84 | 6.21 | 6.84 | 14.31 | 22.22 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 86 | 86 | 86 | 86 | 86 | 86 | 86 | 86 | 86 | 86 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 22.3% | 20.6% | 26.5% | 24.2% | 25.4% | 25.7% | 26.9% | 27.5% | 23.6% | 26.5% |
| 營業利益率 | 11.1% | 5.7% | 13.7% | 11.5% | 13.0% | 13.7% | 15.0% | 15.3% | 10.8% | 14.4% |
| 稅前純益率 | 10.7% | 11.5% | 17.1% | 9.5% | 14.1% | 14.7% | 15.8% | 16.1% | 12.3% | 15.3% |
| 稅後純益率 | 8.5% | 9.2% | 14.1% | 6.7% | 11.3% | 11.7% | 12.7% | 12.9% | 9.7% | 12.2% |
| 有效所得稅率 | 21.5% | 19.5% | 16.9% | 29.5% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 21.0% | 20.0% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | -4.3% | -20.9% | 34.5% | -4.2% | -0.9% | 7.3% | 18.8% | 8.2% | | |
| 營業利益 | 13.9% | -59.3% | 221.4% | -19.6% | 12.2% | 12.8% | 30.5% | 10.6% | | |
| 稅後純益 | 36.0% | -12.9% | 106.3% | -55.1% | 66.5% | 11.8% | 28.3% | 10.1% | | |
| 調整後每股盈餘 | 35.8% | -13.7% | 105.6% | -54.5% | 66.8% | 11.7% | 28.3% | 10.1% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | -13.4% | -21.5% | 4.7% | -2.4% | 1.0% | 37.0% | 21.0% | 36.7% | -8.3% | 23.2% |
| 營業利益 | 24.7% | -48.6% | 77.3% | 19.6% | 17.9% | 226.8% | 32.6% | 82.6% | 17.3% | 63.7% |
| 稅後純益 | -5.1% | -34.5% | 17.6% | 9.7% | 34.6% | 74.3% | 8.8% | 162.9% | -3.7% | 54.4% |
| 調整後每股盈餘 | -5.7% | -33.1% | 20.6% | 9.6% | 34.6% | 74.2% | 8.7% | 163.4% | -2.5% | 55.3% |

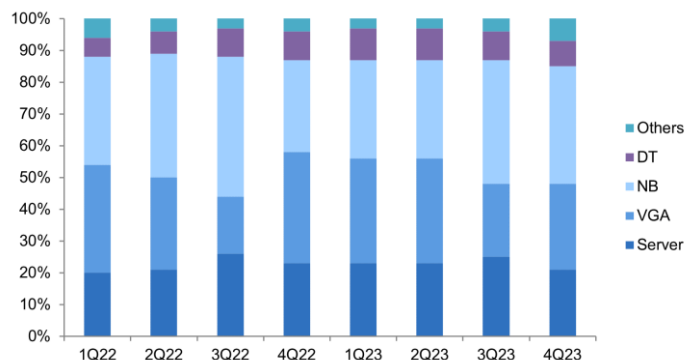
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

雙鴻成立於 1998 年，過去主要專注於 NB 散熱模組設計及製造，1999 年開始擴張其業務，成為全方位熱流方案的公司。公司除了 PC/NB 散熱模組外，也擴展到伺服器、主機板、VGA 等產品的散熱模組，公司於 2023 年開始生產 3DVC 及水冷散熱產品，客戶主要為美系及伺服器大廠，未來將持續擴張客戶群。公司目前生產基地包括中國昆山、廣州、重慶廠，為因應客戶需求，公司於 2020 年 7 月在泰國成立新工廠擴充產能，提供多元化產能滿足客戶。

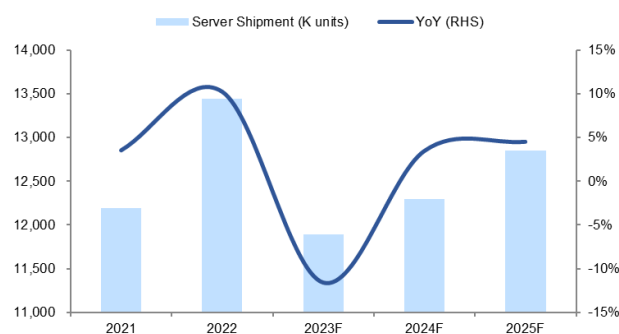
雙鴻 4Q23 營收比重分別為伺服器 21%、VGA 27%、NB 37%、DT 8%、其他 7%；主要競爭對手包含 Coolermaster、奇鋁、CoolIT、建準、健策等。

圖 13：營收組成



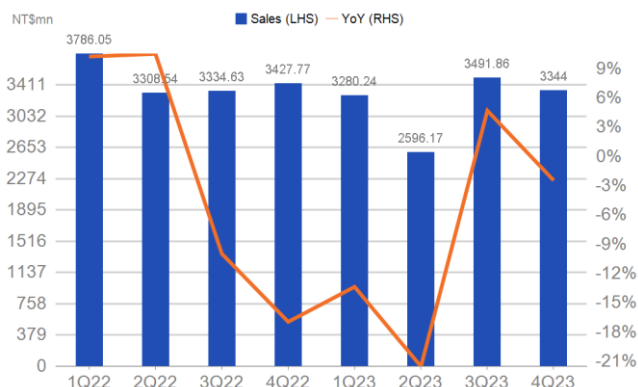
資料來源：元大投顧預估

圖 14：伺服器出貨量預估



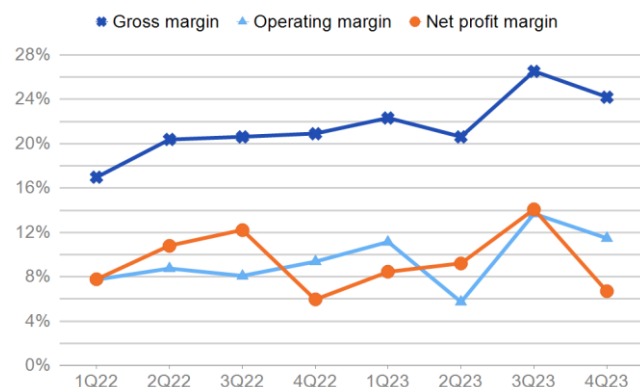
資料來源：元大投顧預估

圖 15：營收趨勢



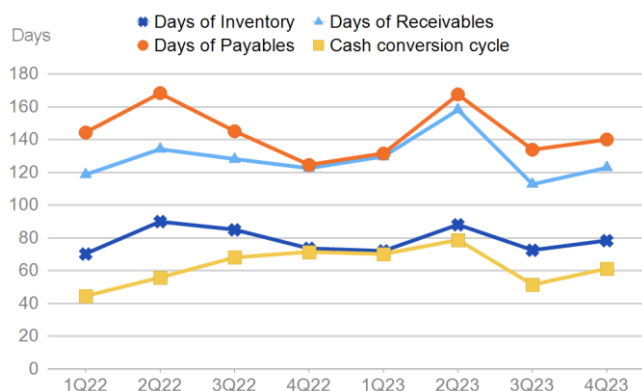
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



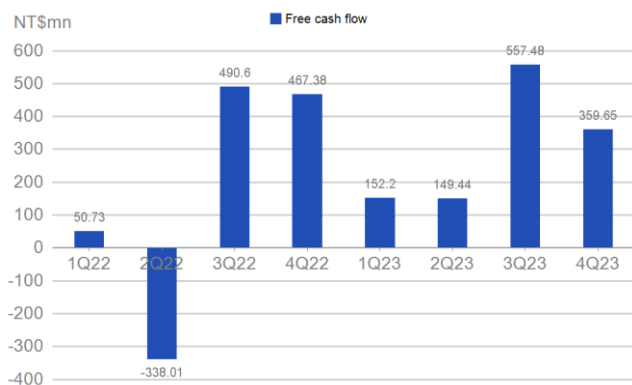
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**雙鴻整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，在科技硬體行業的公司中亦領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**雙鴻的整體曝險屬於中等水準，略優於科技硬體行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資源、公司產品碳排等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**雙鴻在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。

圖 19：ESG 分析

| 分項 | 評分/評級 |
|-----------------------|---|
| ESG 總分 | 15.3 |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A) | 32.3 |
| 個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B) | 55.3 |
| 風險評級 | 低  |
| 同業排行(1~100，1 為最佳) | 6 |

資料來源：Sustainalytics (2024/3/11)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

| | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 極低 (0-10) | 低 (10-20) | 中 (20-30) | 高 (30-40) | 極高 (40+) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|

註 3：曝險分數評級：

| | | |
|----------|-----------|---------|
| 低 (0-35) | 中 (35-55) | 高 (55+) |
|----------|-----------|---------|

註 4：執行力分數評級：

| | | |
|----------|-----------|------------|
| 弱 (0-25) | 中 (25-50) | 強 (50-100) |
|----------|-----------|------------|

資產負債表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 現金與短期投資 | 1,494 | 1,484 | 1,366 | 2,622 | 4,072 |
| 存貨 | 2,292 | 2,072 | 2,307 | 2,330 | 2,353 |
| 應收帳款及票據 | 4,745 | 4,490 | 4,419 | 4,463 | 4,508 |
| 其他流動資產 | 448 | 374 | 561 | 561 | 561 |
| 流動資產 | 8,978 | 8,420 | 8,653 | 9,976 | 11,494 |
| 採用權益法之投資 | 87 | 104 | 211 | 211 | 211 |
| 固定資產 | 2,442 | 2,715 | 3,126 | 3,200 | 3,270 |
| 無形資產 | 125 | 173 | 187 | 196 | 206 |
| 其他非流動資產 | 263 | 331 | 435 | 444 | 453 |
| 非流動資產 | 2,917 | 3,323 | 3,959 | 4,051 | 4,139 |
| 資產總額 | 11,895 | 11,743 | 12,612 | 14,027 | 15,634 |
| 應付帳款及票據 | 4,091 | 2,848 | 3,157 | 3,188 | 3,220 |
| 短期借款 | 416 | 432 | 126 | 130 | 133 |
| 什項負債 | 1,162 | 2,340 | 1,505 | 1,505 | 1,505 |
| 流動負債 | 5,670 | 5,620 | 4,787 | 4,822 | 4,858 |
| 長期借款 | 350 | 255 | 916 | 916 | 916 |
| 其他負債及準備 | 967 | 58 | 42 | 42 | 42 |
| 長期負債 | 1,317 | 313 | 959 | 959 | 959 |
| 負債總額 | 6,986 | 5,933 | 5,745 | 5,781 | 5,817 |
| 股本 | 884 | 884 | 895 | 895 | 895 |
| 資本公積 | 1,307 | 1,307 | 1,674 | 1,674 | 1,674 |
| 保留盈餘 | 3,138 | 3,885 | 4,558 | 5,889 | 7,411 |
| 什項權益 | (587) | (510) | (491) | (442) | (393) |
| 歸屬母公司之權益 | 4,743 | 5,566 | 6,635 | 8,015 | 9,586 |
| 非控制權益 | 166 | 244 | 231 | 231 | 231 |
| 股東權益總額 | 4,909 | 5,810 | 6,866 | 8,246 | 9,817 |

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|---------|-------|---------|-------|-------|
| 本期純益 | 1,154 | 1,287 | 1,239 | 1,913 | 2,417 |
| 折舊及攤提 | 520 | 536 | 470 | 460 | 464 |
| 本期營運資金變動 | (219) | (751) | 151 | (36) | (36) |
| 其他營業資產 及負債變動 | (11) | 169 | 110 | 0 | 0 |
| 營運活動之現金流量 | 1,444 | 1,240 | 1,971 | 2,338 | 2,845 |
| 資本支出 | (956) | (569) | (835) | (500) | (500) |
| 本期長期投資變動 | 24 | 17 | (132) | 0 | 0 |
| 其他資產變動 | (107) | (80) | (87) | 0 | 0 |
| 投資活動之現金流量 | (1,038) | (633) | (1,053) | (500) | (500) |
| 股本變動 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | 677 | (61) | (386) | 0 | 0 |
| 現金增減資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | (482) | (517) | (577) | (582) | (895) |
| 其他調整數 | (498) | (52) | (43) | 0 | 0 |
| 融資活動之現金流量 | (303) | (629) | (1,007) | (582) | (895) |
| 匯率影響數 | (14) | 12 | (29) | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | 88 | (10) | (118) | 1,256 | 1,450 |
| 自由現金流量 | 488 | 671 | 1,136 | 1,838 | 2,345 |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------------------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 營業收入 | 14,258 | 13,857 | 12,713 | 15,664 | 18,588 |
| 銷貨成本 | (11,595) | (11,135) | (9,708) | (11,518) | (13,501) |
| 營業毛利 | 2,663 | 2,722 | 3,005 | 4,146 | 5,087 |
| 營業費用 | (1,284) | (1,549) | (1,629) | (1,894) | (2,206) |
| 推銷費用 | (401) | (461) | (449) | (595) | (685) |
| 研究費用 | (512) | (634) | (678) | (711) | (816) |
| 管理費用 | (370) | (453) | (502) | (588) | (705) |
| 其他費用 | (1) | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 營業利益 | 1,379 | 1,173 | 1,376 | 2,252 | 2,881 |
| 利息收入 | 2 | 10 | 12 | 20 | 20 |
| 利息費用 | (21) | (35) | (19) | (20) | (20) |
| 利息收入淨額 | (19) | (28) | (7) | 0 | 0 |
| 投資利益(損失)淨額 | 3 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 匯兌損益 | (82) | 273 | 162 | 0 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 140 | 200 | 37 | 140 | 140 |
| 稅前純益 | 1,421 | 1,628 | 1,568 | 2,392 | 3,021 |
| 所得稅費用 | (268) | (341) | (329) | (478) | (604) |
| 少數股權淨利 | 21 | 23 | 7 | 0 | 0 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 1,133 | 1,264 | 1,232 | 1,913 | 2,417 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 1,964 | 2,203 | 906 | 1,792 | 2,417 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 13.12 | 14.68 | 14.31 | 22.22 | 28.07 |

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

| 年初至 12 月 | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 年成長率 (%) | | | | | |
| 營業收入 | 16.7 | (2.8) | (8.3) | 23.2 | 18.7 |
| 營業利益 | (11.7) | (14.9) | 17.3 | 63.7 | 27.9 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 7.0 | 12.1 | (58.9) | 97.8 | 34.9 |
| 稅後純益 | 2.4 | 11.5 | (3.7) | 54.4 | 26.3 |
| 調整後每股盈餘 | 1.8 | 11.9 | (2.5) | 55.3 | 26.3 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 18.7 | 19.7 | 23.6 | 26.5 | 27.4 |
| 營業利益率 | 9.7 | 8.5 | 10.8 | 14.4 | 15.5 |
| 稅前息前淨利率 | 9.8 | 11.5 | 10.8 | 14.4 | 15.5 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 13.8 | 15.9 | 7.1 | 11.4 | 13.0 |
| 稅前純益率 | 10.0 | 11.8 | 12.3 | 15.3 | 16.3 |
| 稅後純益率 | 7.9 | 9.1 | 9.7 | 12.2 | 13.0 |
| 資產報酬率 | 10.5 | 10.9 | 9.8 | 13.6 | 15.5 |
| 股東權益報酬率 | 24.2 | 24.0 | 18.6 | 23.9 | 25.2 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 142.3 | 102.1 | 83.7 | 70.1 | 59.3 |
| 淨負債權益比(%) | (14.8) | (13.7) | (4.7) | (19.1) | (30.8) |
| 利息保障倍數 (倍) | 69.5 | 44.1 | 83.2 | 0 | 0 |
| 流動比率 (%) | 158.4 | 149.8 | 180.8 | 206.9 | 236.6 |
| 速動比率 (%) | 117.9 | 113.0 | 132.6 | 158.6 | 188.2 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | (728) | (797) | (324) | (1,576) | (3,023) |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 53.65 | 62.96 | 77.07 | 93.10 | 111.35 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 47.9 | 42.8 | 43.9 | 28.3 | 22.4 |
| 股價自由現金流量比 | 110.7 | 80.5 | 47.5 | 29.4 | 23.0 |
| 股價淨值比 | 11.7 | 10.0 | 8.2 | 6.8 | 5.6 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 27.5 | 24.5 | 59.6 | 30.1 | 22.4 |
| 股價營收比 | 3.8 | 3.9 | 4.3 | 3.5 | 2.9 |

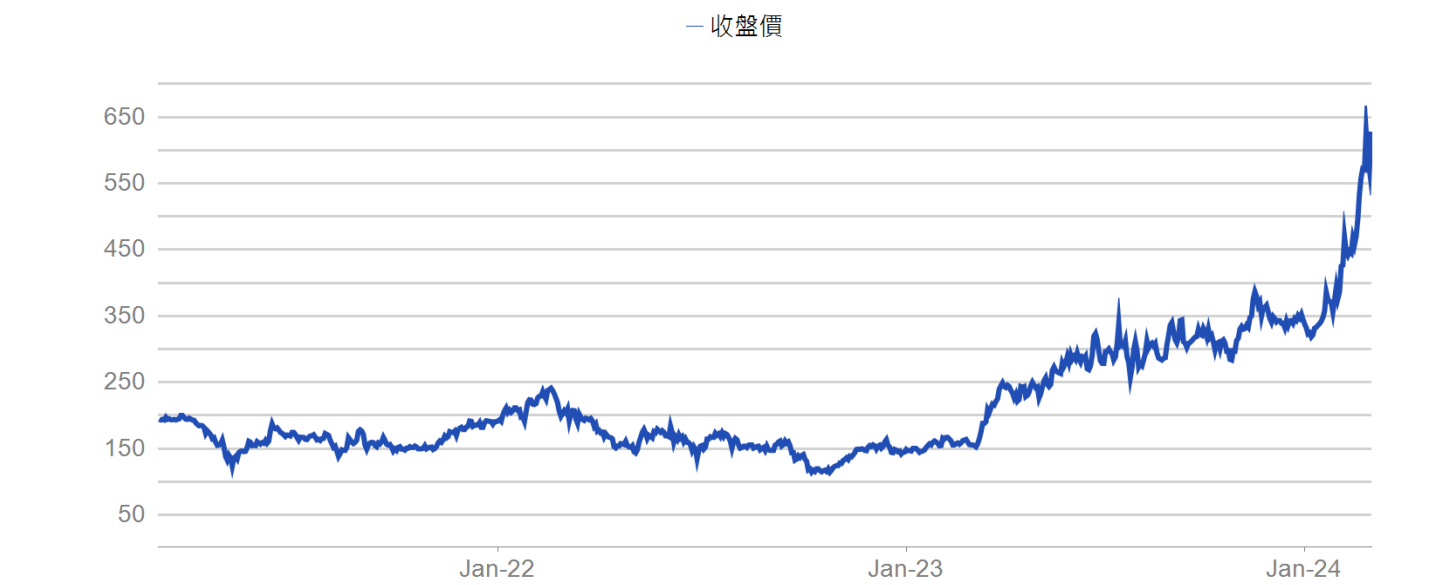
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

雙鴻 (3324 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.