

## 雙鴻 (3324 TT) Auras

水冷板 2Q24 陸續放量，帶動產品組合轉佳

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$1030.0

收盤價 (2024/05/08)：NT\$831.0

隱含漲幅：23.9%

## 營收組成 (1Q24)

Server 25%、VGA 24%、NB 35%、DT 9%、Smartphone 5%、Others 2%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	1030.0	730.0
2024年營收 (NT\$/十億)	15.5	15.7
2024年EPS	21.8	22.2

## 交易資料表

市值	NT\$75,540百萬元
外資持股比率	23.2%
董監持股比率	19.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$91.48
負債比	41.8%
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	13,857	12,713	15,547	22,464
營業利益	1,173	1,376	2,120	3,826
稅後純益	1,264	1,232	1,912	3,220
EPS (元)	14.68	14.31	21.82	36.76
EPS YoY (%)	11.9	-2.5	52.5	68.5
本益比 (倍)	56.6	58.1	38.1	22.6
股價淨值比 (倍)	13.2	10.8	9.1	7.0
ROE (%)	24.0	18.6	23.9	31.0
現金殖利率 (%)	0.8%	0.8%	1.2%	2.0%
現金股利 (元)	6.50	6.50	9.82	16.54

蘇子錚

Alex.Su@yuant.com

林采潔

stacylin68@yuant.com

## 元大觀點

◆ 水冷板 2Q24 出貨增加，預估佔單季營收 6-7%，帶動產品組合轉佳。

◆ Supermicro 水冷散熱需求大增，雙鴻為供應商之一，預估 2024/25 年水冷營收比重為 12%/32%。

◆ 水冷產品需求持續增溫，儲能業務靜待發酵，維持雙鴻買進評等，目標價 1,030 元，以 28 倍本益比的 2025 年預估每股盈餘推得。

## 水冷板 2Q24 出貨量增加，帶動產品組合轉佳

雙鴻 1Q24 營收 31.5 億元，季減 6%、年減 4%，毛利率 24.5%，低於本中心及市場預期 0.9/0.2 百分點，儘管水冷產品出貨提升，且一般型伺服器需求回溫，帶動伺服器營收季增 12%，然 VGA、NB 出貨量下降，稼動率未明顯提升，毛利率亦未明顯轉佳；業外受惠台幣貶值，認列匯兌收益 1 億元，稅後淨利 3.96 億元，季增 77%，優於本中心及市場預期 5%/13%，EPS 4.51 元。展望 2Q24，通用伺服器回溫，且水冷板出貨量提升，預估其營收比重可達 6-7%，帶動產品組合轉佳，預估 2Q24 營收 35 億元，季增 11%、年增 35%，毛利率 26.7%，季增 2.2 個百分點，EPS 4.76 元、季增 5.5%。

## Supermicro 水冷需求強勁，雙鴻 Cold Plate 出貨量提升

Supermicro 計劃單月生產超過 2,000 櫃水冷散熱 AI 伺服器，且 2Q24-3Q24 單月將出貨超過 1,000 櫃 HGX AI 伺服器給三家客戶，每個機櫃搭載 64 顆 H100/H200/B200 GPU，並採用水冷散熱。Supermicro 除了現有 AI 伺服器產品外，明年將出貨超過 1 萬櫃 GB200，未來出貨量將逐季提升。本中心認為，雙鴻為 Supermicro 主要水冷板供應商之一，隨水冷趨勢未來出貨量將會大幅提升，加上 CDU/CDM 產品陸續小量出貨，水冷產品營收將逐步增長，預估雙鴻 2024/25 年水冷營收為 19.8/71.9 億元，佔公司營收 12%/32%。

## 水冷趨勢帶動營收獲利成長，儲能業務靜待發酵

雙鴻除了水冷產品之外，晶片散熱新品及儲能氣冷產品將於下半年發酵，兩項產品毛利率皆優於公司平均，將帶動產品組合優化。本中心認為，一般型伺服器需求轉佳，搭配水冷產品逐季放量，營收獲利將轉佳，此外雙鴻尚有數個專案靜待發酵，未來成長動能無虞。考慮到 Supermicro 水冷需求強勁，本中心上修雙鴻 2025 年獲利上修 33%，目標價上調至 1,030 元，改以 28 倍本益比的 2025 年 EPS 推得 (前次以 26 倍本益比、2025 年預估 EPS 評價)。

## 營運分析

### 產能未達經濟效益，毛利率提升幅度低於預期

雙鴻 1Q24 營收 31.5 億元，季減 6%、年減 4%，毛利率 24.5%，低於本中心及市場預期 0.9/0.2 百分點，儘管水冷產品出貨提升，且一般型伺服器需求回溫，帶動伺服器營收季增 12%，但 VGA、NB 出貨量下降，產能稼動率並未明顯提升，毛利率並未明顯轉佳；營業利益 3.29 億元，季減 14%、年減 10%，低於本中心/市場預期 24%/13%；業外受惠於台幣貶值，認列匯兌收益 1 億元，稅後淨利 3.96 億元，季增 77%、年增 43%，優於本中心及市場預期 5%/13%，EPS 4.51 元。

雙鴻 1Q24 產品組合為伺服器 25%、VGA 24%、NB 35%、DT 9%、其他 7%。1Q24 伺服器業務營收為 7.88 億元，季增 12%、年增 4%；VGA 業務營收為 7.56 億元，季減 16%、年減 30%；NB 業務 11 億元，季減 11%、年增 8%。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,280	3,344	3,152	-6%	-4%	3,313	3,198	-5%	-1%
營業毛利	733	810	771	-5%	5%	841	790	-8%	-2%
營業利益	366	384	329	-14%	-10%	431	378	-24%	-13%
稅前利益	353	317	496	57%	41%	471	438	5%	13%
稅後淨利	277	224	396	77%	43%	377	351	5%	13%
調整後 EPS (元)	3.22	2.59	4.51	74%	40%	4.38	4.08	3%	11%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	22.3%	24.2%	24.5%	0.2	2.1	25.4%	24.7%	-0.9	-0.2
營業利益率	11.2%	11.5%	10.4%	-1.0	-0.7	13.0%	11.8%	-2.6	-1.4
稅後純益率	8.5%	6.7%	12.5%	5.9	4.1	11.3%	11.0%	1.3	1.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### Cold Plate 出貨將開始放量

雙鴻於 2Q23 開始出貨 Cold Plate、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，Cold Plate 客戶加量下單，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 Cold Plate 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。

展望 2Q24，通用伺服器回溫，且水冷板出貨量提升，預估其營收比重可達 6-7%，帶動產品組合轉佳，預估 2Q24 營收 35 億元，季增 11%、年增 35%，下調 2%；毛利率 26.7%，季增 2.2 個百分點、年增 6.1 個百分點，上調 1 個百分點；營業利益 4.9 億元，季增 48%、年增 227%(去年同期基期較低)；稅後淨利 4.2 億元，季增 5.6%、年增 74%，同前次預期，EPS 4.76 元。

圖 2：2024 第 2 季、第 3 季獲利預估調整

(百萬元)	2Q24F		3Q24F		調整幅度	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2Q24F	3Q24F
營業收入	3,499	3,556	4,284	4,225	-2%	1%
營業毛利	933	914	1,171	1,135	2%	3%
營業利益	486	486	616	634	0%	-3%
稅前利益	521	521	651	669	0%	-3%
稅後淨利	417	417	521	535	0%	-3%
調整後 EPS (元)	4.76	4.84	5.95	6.21	-2%	-4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	26.7%	25.7%	27.3%	26.9%	1.0	0.5
營業利益率	13.9%	13.7%	14.4%	15.0%	0.2	-0.6
稅後純益率	11.9%	11.7%	12.2%	12.7%	0.2	-0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估

雙鴻的水冷板主要客戶 Supermicro 計劃單月生產超過 2,000 櫃水冷散熱 AI 伺服器，且 2Q24-3Q24 單月將出貨超過 1,000 櫃 HGX AI 伺服器給三家客戶，每台伺服器機櫃搭載 64 顆 H100/H200/B200 GPU，並採用水冷散熱技術。

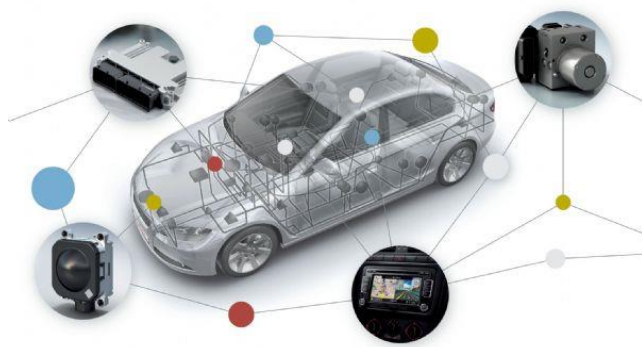
除了 H100/H200 的 AI 伺服器產品外，明年 Supermicro 也將出貨超過 1 萬櫃 GB200 伺服器，未來出貨量將會逐季提升。本中心認為，雙鴻為 Supermicro 主要水冷板供應商之一，預計今年 5 月開始會大量出貨水冷板給 Supermicro，在水冷趨勢帶動下，未來出貨量將會大幅提升，加上 CDU/CDM 產品陸續小量出貨，水冷產品營收將逐步增長，預估雙鴻 2024/25 年水冷營收為 19.8/71.9 億元，佔公司營收 12%/32%。

## 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 3：電動車零組件解析



資料來源：Digitimes

## 水冷為未來最佳散熱方案

水冷技術是以液體作為熱能傳導機制的散熱方式，將伺服器內部產生的熱能通過冷卻液傳輸到外部達到散熱目的，市面上主要有兩種伺服器專用液體冷卻技術，分別是直接液冷(DLC)或直達晶片(D2C)液冷，以及浸沒式液冷(immersion cooling)。

直接液冷是透過裝滿冷卻液的密封管線環繞在伺服器內最容易發熱的零組件附近，讓熱能通過導熱銅片傳導到冷卻液中，然後冷卻液再透過管線流出伺服器進行散熱。若將熱交換器安裝在伺服器機櫃內，這就是所謂的液對氣方案，可以直接安裝在氣冷式的資料中心中；水對水方案則是將冷卻液傳送到伺服器機房的液體冷卻管線，透過冷卻管路與散熱機制統一排熱，能夠更有效地解熱，但需要專為液冷伺服器設計的特殊機房。

相較於傳統空氣冷卻，液體冷卻在熱傳導方面更有效率，液冷主要用在高速運作、發熱量較高的機器上，例如資料中心、人工智慧(AI)等高效能運算中。使用液冷伺服器可以大幅提高 CPU、GPU 密度，在有限空間內增加更多的運算效能，並且能夠降低能耗，提升電力使用效率(PUE)值，保護伺服器產品，不讓伺服器運作超過熱設計功耗(TDP)，增強伺服器的可靠度、可用性，甚至能提升晶片運算效能。

圖 4：水冷散熱比較

# Cooling Solution Comparison

Cooling Type	Liquid Cooling Cold Plate		Immersion Single Phase		Immersion Two Phase
Heat Transition	L2A	L2L	L2A	L2L	L2L
Coolant (Cost: USD/liter) (Volume: L/42U rack)	Cost: \$3.5 Volume: 30L		Cost: \$150 or Hot Oil \$3.5 Volume: 500L		Cost: \$150 Volume: 500L
Required Facility	Chiller / Outside Air	Pipes Cooling Tower	Chiller / Outside Air	Pipes Cooling Tower	Pipes Cooling Tower
Performance (1 Unit)	Up to 850W TDP		Up to 250W TDP		>800W TDP
PUE	1.3 - 1.6 (Chiller) <1.07 (Un-chiller Air)	<1.1	1.3 - 1.6 (Chiller) <1.12 (Un-chiller Air)	<1.12	<1.09
Warranty	Intel/AMD/Nvidia POR		x	x	x
Infrastructure Assessment	As air cooling		Robotic Arm / Hot Oil Burning Points Risk		Robotic Arm / Fluorocarbon Recycling Condenser / High GWP
CAPAX (Est.)	Reuse standard servers & racks	Facility water	New design from systems to DC infrastructure		
QCT	*GWP: Global Warming Potential				

**QCT Liquid Cooling Solution**  
Lead Data Center Infra Transformation with Energy efficiency & TCO/CFP Reduction

- System Design for Power Reduction**  
Reduce 50% Fan Duty  
Save 70% System Thermal Power Delivery
- Thermal Capability Leadership**  
Increase 2-3 times system density with 60kW cooling capability
- Optimized Green Data Center**  
Operating under high ambient with un-chiller air to reach PUE 1.07, and further reduce OPEX.

3

資料來源：iThome



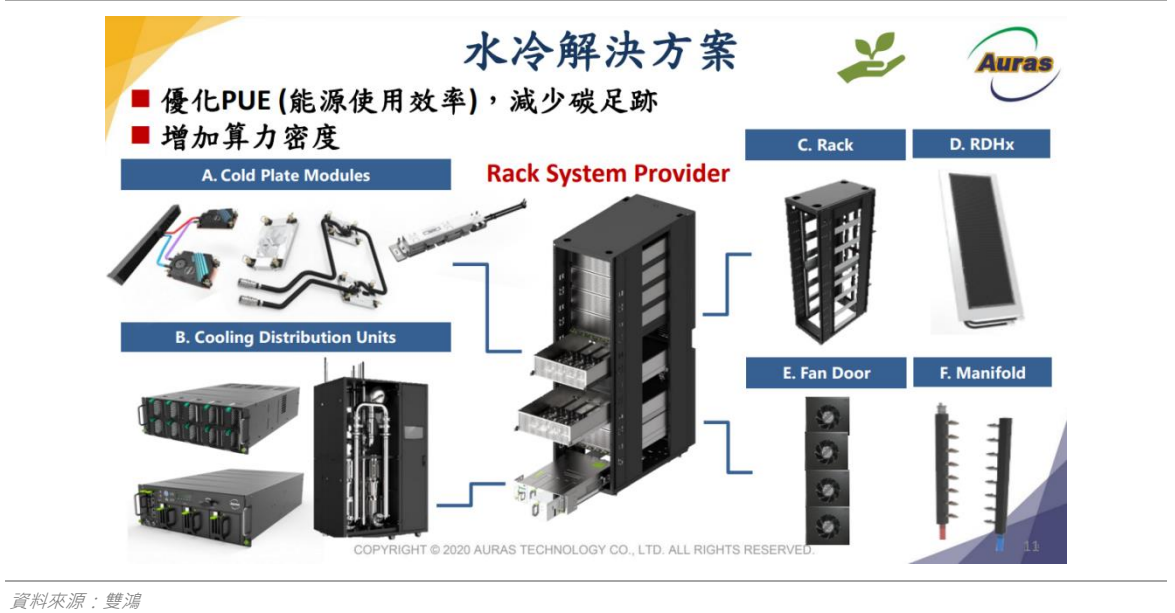
## 水冷預計於 GB200 大量採用

根據調查顯示，B100 熱功耗為 700 瓦，主要使用 3DVC 氣冷進行散熱；而 B200 熱功耗則高達 1,000-1,200 瓦，將拉升對水冷散熱技術的依賴度，預計本次 GB200 在因為 CPU+GPU 的上季，TDP 將高達 1,500 瓦，因此將搭載水冷散熱，初期將會以水對氣散熱為主。然 Nvidia 下世代晶片是否搭載水冷散熱仍視 CSP 業者接受度做調整，預計輝達於 B200/X100 將持續導入水冷散熱技術，散熱產業營收成長將在 2025 年出現跳躍性成長。

目前，水冷散熱技術在解決漏水問題上仍有待改進，一些新型的 ColdPlate 在接口位置搭載了感測器，能夠在發現漏水時即時停止 CDU 運轉；此外，ColdPlate 已預留空間防止漏液問題，避免漏液造成 GPU 及 PCB 導電問題。

水冷散熱需要搭配多個零組件，包括 CDU (冷卻液分配裝置)、CDM (分歧管)、ColdPlate (水冷板) 等。將大幅提升整體散熱零組件的產值。

圖 5：水冷主要六大件



資料來源：雙鴻

水冷零組件崛起

本中心認為，未來 GPU 散熱方式將漸進式採用水冷散熱，預計在 GB200/X100 GPU 晶片有極高機率大幅導入水冷技術，屆時散熱族群營收貢獻將會強勁成長，其中又以 ColdPlate、CDU、CDM 供應商最為受惠，包含奇鋌、雙鴻；均熱片供應商，健策。

圖 6：GPU 晶片散熱、機殼、均熱片整理

	H100	B100	B200	GH200	GB200
GPU 熱功耗 TDP (瓦)	700	700	1,000/1,200	700	1200
散熱方式	3DVC	3DVC	3DVC/Cold Plate	3DVC/Cold Plate	Cold Plate
單價 (USD)	90	90	90/200-250	90/200-250	200-250
散熱供應商	氣冷：CoolerMaster/奇鋌；水冷：CoolerMaster/CoolIT/奇鋌/雙鴻				
機殼大小	5U-8U	6U-8U	2U-9U	1U-4U	1U-4U
機殼單價(含機構件)	1,000-1,800	1,500-2,200	400-2,500	200-500	400-600
供應商	CSP 機殼供應商：勤誠/奇鋌/營邦/迎廣/晟銘電/JPP-KY				
均熱片種類	Stiffener 不鏽鋼	均熱片	均熱片	Stiffener 不鏽鋼	均熱片
供應商	健策				

資料來源：元大投顧整理

B100 氣冷還是主流，今年仍可持續受惠

根據最新調查顯示，Nvidia 今年 AI 晶片將從 H100 升級至 B100，伺服器機殼高度也從 5U 以上提升至 6U 以上，部份 CSP 業者更傾向採用 8-9U 伺服器機殼。這項升級 GPU TDP 也由 700W 上升至 750W，內部風扇數量也有所增加。由於這些變化，AI 伺服器機殼單價預計將較 H100 版本提高 20-30%。機殼業者有望在 AI 伺服器機殼尺寸增大的趨勢下，帶動營運成長。

圖 7：B100 主流仍採氣冷散熱，機殼仍有成長空間

公司	伺服器營收比重(%)	客戶群
勤誠	100%	AWS、MSFT、百度、騰訊、阿里巴巴、歐系 CSP
奇鋌	13%	AWS、Google、Lenovo、
營邦	85%	Supermicro、MSFT、歐系 CSP
迎廣	40%	Meta
晟銘電	87%	Meta
偉訓	34%	AWS
AMAX-KY	18%	Supermicro

資料來源：元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

### 給予雙鴻買進評等，目標價 1,030 元

本中心維持雙鴻正向看法，主因 1) 雙鴻水冷產品包含 CDU/CDM/ColdPlate 今年將陸續放量，其中 ColdPlate 受惠於 Supermicro 水冷散熱型出貨量需求大增，出貨量將從 5 月開始增加，帶動水冷產品營收大幅成長；2) 一般型伺服器需求回溫，帶動伺服器氣冷散熱產品出貨增加；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 PC/NB CPU，該產品毛利率高於公司平均，帶動產品組合轉佳；4) 儲能氣冷產品已通過認證，靜待客戶拉貨。

預估雙鴻 2024/25 年營收為 155.5/224.6 億元，年增 22%/45%，下調 0.7%/上調 21%；毛利率 26.8%/29.1%，年增 3.2/2.3 個百分點，上調 0.3/1.7 個百分點；營業利益 21.2 億元，年增 54%/81%，下調 6%/上調 33%；稅後淨利 19.1 億元，年增 55%/68%，下調 0.1%/上調 33%，EPS 21.82/36.76 元。

本中心認為，一般型伺服器需求轉佳，搭配水冷產品逐季放量，帶動營收獲利轉佳，且尚有數個專案靜待發酵，看好雙鴻未來動能。考慮到 Supermicro 水冷需求強勁，本中心上修雙鴻 2025 年獲利上修 31%，目標價上調至 1,030 元改以 28 倍本益比的 2025 年預估每股盈餘推得。

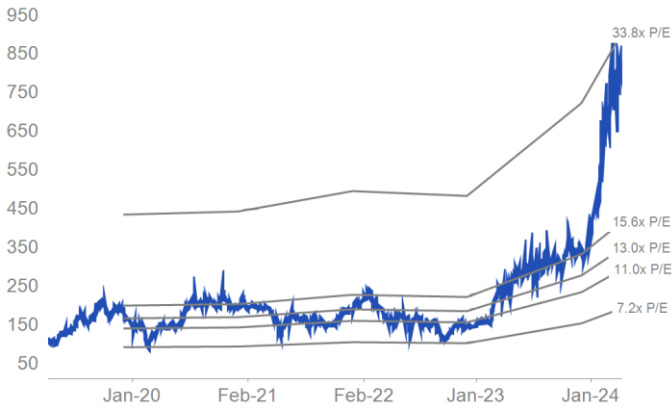
圖 8：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	15,547	15,664	22,464	18,588	-0.7%	20.9%
營業毛利	4,164	4,146	6,536	5,087	0.4%	28.5%
營業利益	2,120	2,252	3,826	2,881	-5.9%	32.8%
稅前利益	2,392	2,392	4,026	3,021	0	33.3%
稅後淨利	1,912	1,913	3,220	2,417	-0.1%	33.2%
調整後 EPS (元)	21.82	22.22	36.76	28.07	-1.8%	31.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	26.8%	26.5%	29.1%	27.4%	0.3	1.7
營業利益率	13.6%	14.4%	17.0%	15.5%	-0.7	1.5
稅後純益率	12.3%	12.2%	14.3%	13.0%	0.1	1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估

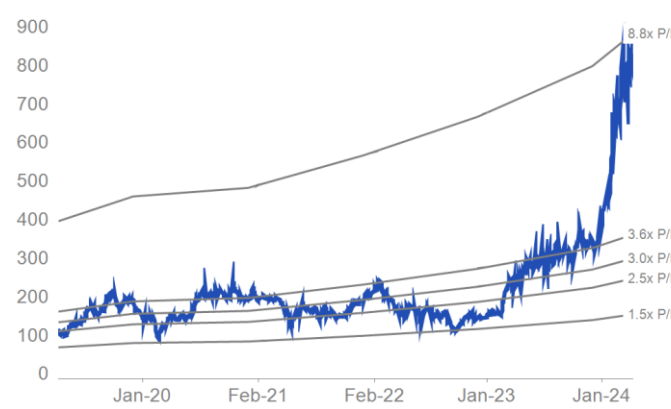


圖 9：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 10：12 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 11：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
雙鴻	3324 TT	買進	831.0	2,360	14.31	21.82	36.76	58.1	38.1	22.6	(2.5)	52.5	68.5
國內同業													
奇鋹	3017 TT	買進	663.0	4,648	13.8	21.1	29.5	47.9	31.4	22.5	19.3	52.5	39.8
超眾	6230 TT	未評等	322.5	369	7.5	6.7	7.7	43.2	48.1	42.1	5.2	(10.3)	14.5
泰碩	3338 TT	未評等	73.5	178	2.7	3.5	--	26.8	20.8	--	(10.2)	28.8	--
建準	2421 TT	未評等	115.5	1,021	5.7	7.0	8.1	20.3	16.6	14.2	31.1	22.4	17.0
高力	8996 TT	買進	414.5	665	6.5	6.7	16.0	64.2	61.6	25.8	91.7	4.3	138.3
國內同業平均					7.2	9.0	15.3	40.5	35.7	26.1	27.4	19.5	52.4

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 12：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
雙鴻	3324 TT	買進	831.0	2,360	18.6	23.9	31.0	77.07	91.48	118.77	10.8	9.1	7.0
國內同業													
奇鋹	3017 TT	買進	663.0	4,648	24.1	29.5	32.7	57.5	71.5	90.3	11.5	9.3	7.4
超眾	6230 TT	未評等	322.5	369	10.9	9.0	9.5	--	--	--	--	--	--
泰碩	3338 TT	未評等	73.5	178	13.0	16.2	--	21.2	22.3	--	3.5	3.3	--
建準	2421 TT	未評等	115.5	1,021	26.1	28.0	26.2	23.5	26.0	32.7	4.9	4.4	3.5
高力	8996 TT	買進	414.5	665	24.2	15.3	28.7	30.2	44.0	56.0	13.7	9.4	7.4
國內同業平均					19.7	19.6	24.3	33.1	40.9	59.6	8.4	6.6	6.1

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 13：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	3,152	3,499	4,284	4,613	12,713	15,547
銷貨成本	(2,548)	(2,061)	(2,565)	(2,534)	(2,381)	(2,565)	(3,113)	(3,324)	(9,708)	(11,383)
營業毛利	733	535	927	810	771	933	1,171	1,289	3,005	4,164
營業費用	(367)	(387)	(449)	(426)	(442)	(447)	(555)	(600)	(1,629)	(2,044)
營業利益	366	149	478	384	329	486	616	689	1,376	2,120
業外利益	(13)	151	121	(67)	167	35	35	34	192	272
稅前純益	353	300	599	317	496	521	651	723	1,568	2,392
所得稅費用	(76)	(58)	(101)	(93)	(92)	(104)	(130)	(145)	(329)	(471)
少數股東權益	0	2	6	0	8	0	0	0	7	8
歸屬母公司稅後純益	277	239	492	224	395	417	521	578	1,232	1,912
調整後每股盈餘(NT\$)	3.22	2.78	5.71	2.60	4.51	4.76	5.95	6.60	14.31	21.82
調整後加權平均股數(百萬股)	88	88	88	88	88	88	88	88	86	88
重要比率										
營業毛利率	22.3%	20.6%	26.5%	24.2%	24.5%	26.7%	27.3%	27.9%	23.6%	26.8%
營業利益率	11.2%	5.7%	13.7%	11.5%	10.4%	13.9%	14.4%	14.9%	10.8%	13.6%
稅前純益率	10.8%	11.5%	17.2%	9.5%	15.7%	14.9%	15.2%	15.7%	12.3%	15.4%
稅後純益率	8.5%	9.2%	14.1%	6.7%	12.5%	11.9%	12.2%	12.5%	9.7%	12.3%
有效所得稅率	21.5%	19.5%	16.9%	29.5%	18.5%	20.0%	20.0%	20.1%	21.0%	19.7%
季增率(%)										
營業收入	-4.3%	-20.9%	34.5%	-4.2%	-5.8%	11.0%	22.4%	7.7%		
營業利益	13.9%	-59.3%	221.4%	-19.6%	-14.3%	47.7%	26.7%	11.9%		
稅後純益	35.8%	-13.7%	105.6%	-54.5%	76.7%	5.6%	24.9%	10.9%		
調整後每股盈餘	35.8%	-13.7%	105.6%	-54.5%	73.8%	5.5%	24.9%	11.0%		
年增率(%)										
營業收入	-13.4%	-21.5%	4.7%	-2.4%	-3.9%	34.8%	22.7%	37.9%	-8.3%	22.3%
營業利益	24.7%	-48.6%	77.3%	19.6%	-10.0%	226.8%	28.9%	79.4%	17.3%	54.1%
稅後純益	-5.7%	-33.1%	20.6%	9.6%	42.5%	74.3%	5.9%	158.5%	-3.7%	55.0%
調整後每股盈餘	-5.7%	-33.1%	20.6%	9.6%	40.2%	71.4%	4.1%	154.3%	-2.5%	52.5%

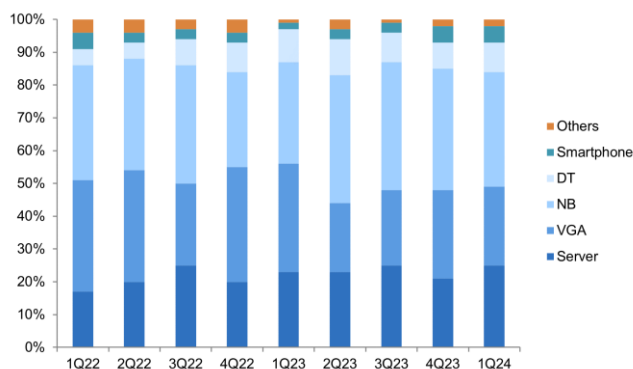
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 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。

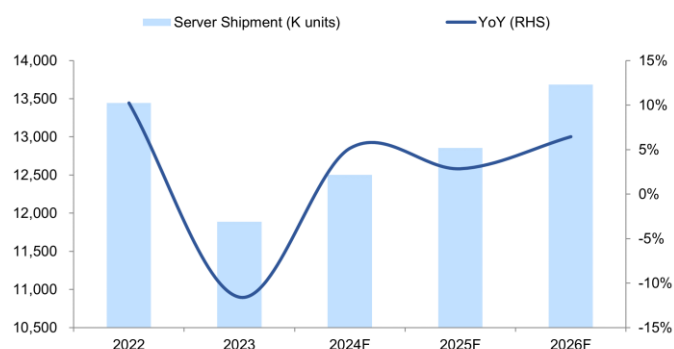
雙鴻 1Q24 營收比重分別為伺服器 25%、VGA 24%、NB 35%、DT 9%、Smartphone 5%、其他 2%；主要競爭對手包含 Coolermaster、奇鋐、CoolIT、建準、健策等。

圖 14：營收組成



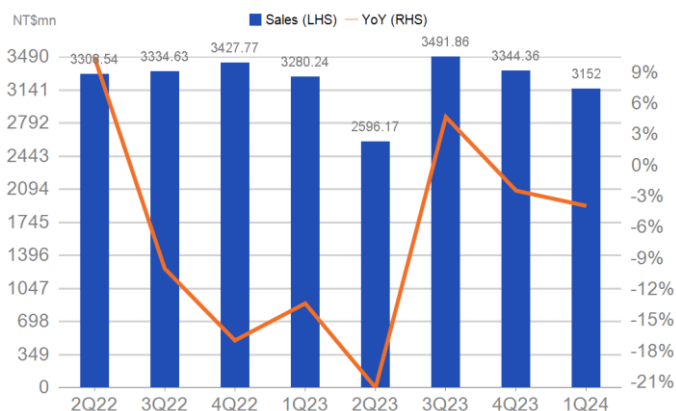
資料來源：元大投顧預估

圖 15：伺服器出貨量預估



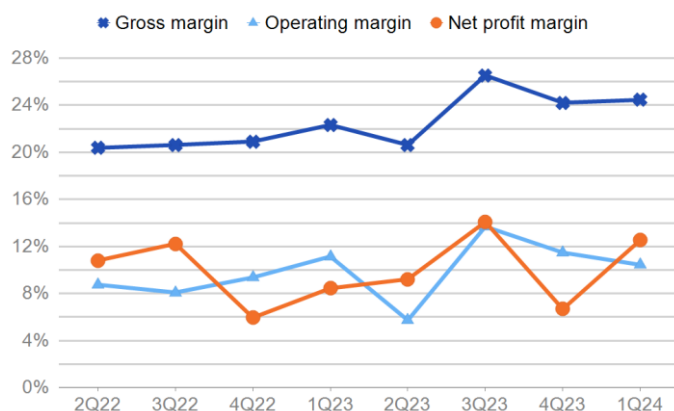
資料來源：元大投顧預估

圖 16：營收趨勢



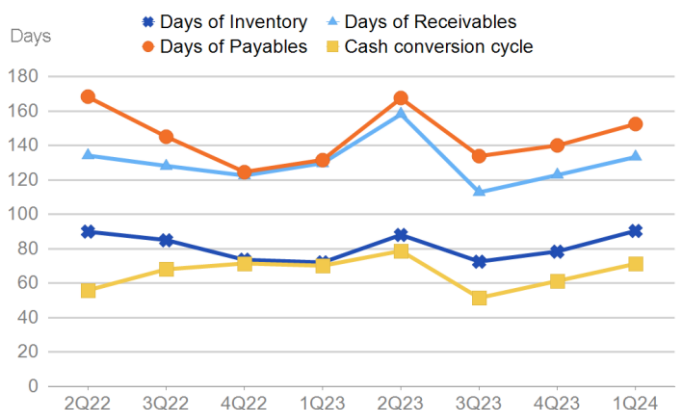
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



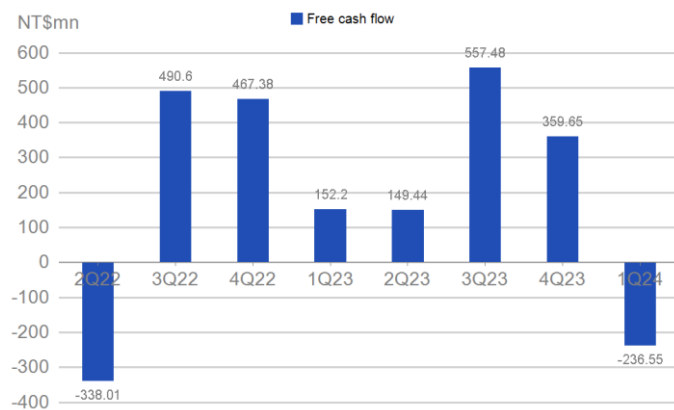
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：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 風險評級屬於低度風險，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 20：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 (2024/5/8)

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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	1,494	1,484	1,366	2,120	3,890
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	9,475	11,312
採用權益法之投資	87	104	211	211	211
固定資產	2,442	2,715	3,126	3,700	4,270
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	4,551	5,139
資產總額	11,895	11,743	12,612	14,026	16,452
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	5,888	8,229
什項權益	(587)	(510)	(491)	(442)	(393)
歸屬母公司之權益	4,743	5,566	6,635	8,014	10,404
非控制權益	166	244	231	231	231
股東權益總額	4,909	5,810	6,866	8,245	10,635

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	1,154	1,287	1,239	1,920	3,220
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	(8)	0
營運活動之現金流量	1,444	1,240	1,971	2,336	3,649
資本支出	(956)	(569)	(835)	(1,000)	(1,000)
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)	(1,000)	(1,000)
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)	(879)
其他調整數	(498)	(52)	(43)	0	0
融資活動之現金流量	(303)	(629)	(1,007)	(582)	(879)
匯率影響數	(14)	12	(29)	0	0
本期產生現金流量	88	(10)	(118)	754	1,770
自由現金流量	488	671	1,136	1,336	2,649

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	14,258	13,857	12,713	15,547	22,464
銷貨成本	(11,595)	(11,135)	(9,708)	(11,383)	(15,928)
營業毛利	2,663	2,722	3,005	4,164	6,536
營業費用	(1,284)	(1,549)	(1,629)	(2,044)	(2,710)
推銷費用	(401)	(461)	(449)	(592)	(770)
研究費用	(512)	(634)	(678)	(867)	(1,190)
管理費用	(370)	(453)	(502)	(585)	(750)
其他費用	(1)	(1)	0	0	0
營業利益	1,379	1,173	1,376	2,120	3,826
利息收入	2	10	23	10	60
利息費用	(21)	(38)	(26)	(29)	(29)
利息收入淨額	(19)	(28)	(4)	(19)	31
投資利益(損失)淨額	3	10	0	0	0
匯兌損益	(82)	273	57	122	0
其他業外收入(支出)淨額	140	200	139	168	168
稅前純益	1,421	1,628	1,568	2,392	4,026
所得稅費用	(268)	(341)	(329)	(471)	(805)
少數股權淨利	21	23	7	8	0
歸屬母公司之稅後純益	1,133	1,264	1,232	1,912	3,220
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,964	2,203	906	1,660	3,362
調整後每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	14.31	21.82	36.76

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	16.7	(2.8)	(8.3)	22.3	44.5
營業利益	(11.7)	(14.9)	17.3	54.1	80.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	7.0	12.1	(58.9)	83.2	102.5
稅後純益	2.4	11.5	(3.7)	55.0	67.7
調整後每股盈餘	1.8	11.9	(2.5)	52.5	68.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.7	19.7	23.6	26.8	29.1
營業利益率	9.7	8.5	10.8	13.6	17.0
稅前息前淨利率	9.8	11.5	10.8	13.6	17.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.8	15.9	7.1	10.7	15.0
稅前純益率	10.0	11.8	12.3	15.4	17.9
稅後純益率	7.9	9.1	9.7	12.3	14.3
資產報酬率	10.5	10.9	9.8	13.7	19.6
股東權益報酬率	24.2	24.0	18.6	23.9	31.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	142.3	102.1	83.7	70.1	54.7
淨負債權益比(%)	(14.8)	(13.7)	(4.7)	(13.0)	(26.7)
利息保障倍數 (倍)	69.5	44.1	60.6	83.8	140.3
流動比率 (%)	158.4	149.8	180.8	196.5	232.9
速動比率 (%)	117.9	113.0	132.6	148.2	184.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(728)	(797)	(324)	(1,075)	(2,841)
調整後每股淨值 (NT\$)	53.65	62.96	77.07	91.48	118.77
評價指標 (倍)					
本益比	63.4	56.6	58.1	38.1	22.6
股價自由現金流量比	149.9	109.0	64.4	54.7	27.6
股價淨值比	15.5	13.2	10.8	9.1	7.0
股價稅前息前折舊攤銷前淨	37.2	33.2	80.7	44.1	21.8
股價營收比	5.1	5.3	5.8	4.7	3.3

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  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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>.