

## 雙鴻 (3324 TT) Auras

## GB200 出貨份額恐低於預期

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月) : NT\$685.0

收盤價 (2024/11/01) : NT\$613.0  
隱含漲幅 : 11.7%

## 營收組成 (2Q24)

Server 46%、VGA 15%、NB 26%、DT 8%、Others 5%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	685.0	1030.0
2024年營收 (NT\$/十億)	16.0	16.7
2024年EPS	22.2	24.5

## 交易資料表

市值	NT\$56,030百萬元
外資持股比率	11.4%
董監持股比率	19.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$95.95
負債比	46.5%
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	16,017	19,074
營業利益	1,173	1,376	2,170	2,921
稅後純益	1,264	1,232	1,915	2,496
EPS (元)	14.68	14.31	22.25	28.49
EPS YoY (%)	11.9	-2.5	55.5	28.1
本益比 (倍)	41.8	42.8	27.6	21.5
股價淨值比 (倍)	9.7	8.3	6.4	5.1
ROE (%)	24.0	19.6	23.2	23.7
現金殖利率 (%)	1.1%	1.0%	1.6%	2.1%
現金股利 (元)	6.50	6.35	10.01	12.82

蘇子錚

Alex.Su@yuant.com

林采潔

stacylin68@yuant.com

## 元大觀點

- 美系客戶水冷拉貨放緩，3Q24 水冷營收比重預估降至 16%，產品組合轉差，預估 3Q24 毛利率 25.2%。
- 美系客戶靜待 B200 晶片放量，H 系列水冷產品拉貨放緩，預估 4Q24 營收季增 4%。
- 美系客戶水冷供應鏈新增供應商競爭態勢加劇，且水冷板及 CDU 仍在認證階段，明年水冷貢獻恐較晚挹注，調降雙鴻評等至持有。

## 水冷出貨低於預期，造成 3Q24 營收季減 2%

雙鴻 3Q24 營收 42.2 億元，季減 2%、年增 21%，因美系客戶水冷產品在第二季提前拉貨，且水冷接頭缺料(只有一家供應商，等待時間過長)，造成水冷營收比重從 2Q24 的 20%下降至 3Q24 的 16%；另外，部分 PC/NB 主機板因設計變更，遞延至 10 月後出貨。本中心認為，由於水冷營收比重的下降，造成產品組合轉差，加上匯率不利因素，預估雙鴻 3Q24 毛利率為 25.2%，季減 3.2 個百分點，下修 2.5 個百分點，業外部分恐認列匯兌損失約 0.9-1 億元，EPS 4.26 元，季減 42%，下修 36%。

## Supermicro 水冷產品拉貨放緩，預計 4Q24 營收季增 4%

本季度 Supermicro 對水冷產品的拉貨需求放緩，主因 H 系列進入尾聲，為明年 Blackwell 做準備。根據調查，Supermicro 的水冷板主要供應商為雙鴻，然 4Q24 陸續有新供應商進入，價格競爭恐較明顯；另外，儘管明年 GB200 出貨量將大幅成長，但 Supermicro 恐要到 2Q25-3Q25 期間才能拿到晶片，相關供應商的水冷產品出貨恐受衝擊。預估雙鴻 4Q24 營收 43.7 億元，季增 4%、年增 31%；毛利率 27%，季增 1.8 個百分點、年增 2.8 個百分點；稅後淨利 5.2 億元，季增 42%、年增 133%，EPS 6.06 元，下修 20%。

## GB200 主要提供分歧管，水冷板仍在認證中

雙鴻在 GB200 供應鏈中主要供應分歧管(提供給鴻海)，但鴻海逐步傾向水冷自製化，未來競爭態勢加劇，而水冷板及 CDU 仍在認證中(參考圖 2)，可望成為 AWS 及 Meta 的供應商，最快可望在 2Q25 大量出貨。考慮到 Supermicro 拿到 B200 晶片的時間較晚，且有新的供應商進入供應鏈，再加上 GB200 水冷產品份額較不如預期，因此本中心下修雙鴻 2024/25 年獲利 9%/23%，調降評等至持有，目標價 685 元以 24 倍本益比及 2025 年 EPS 評價。

## 營運分析

### 水冷板出貨放緩，3Q24 營收季減 2%

雙鴻 3Q24 營收 42.2 億元，季減 2%、年增 21%，因 1) 美系客戶水冷產品在第二季提前拉貨；2) 客戶較晚購買水冷接頭導致缺料，且客戶水冷接頭供應商僅一家，水冷接頭交貨時間大約為 4-6 週，在缺料情況下暫緩相關零組件拉貨，造成雙鴻的水冷板出貨量低，營收比重從 2Q24 的 20% 下降至 3Q24 的 16%。另外，部分 PC/NB 主機板因設計變更，遞延至 10 月後出貨。

本中心認為，由於水冷營收比重的下降，造成產品組合轉差，加上匯率不利因素，預估雙鴻 3Q24 毛利率為 25.2%，季減 3.2 個百分點、年減 1.3 個百分點，下修 2.5 個百分點；營業利益 5.3 億元，季減 23%、年增 11%，下修 23%；業外部分恐認列匯兌損失約 0.9-1 億元，稅後淨利 3.7 億元，季減 42%、年減 26%，下修 36%，EPS 4.26 元。

圖 1：2024 第 3 季、第 4 季獲利預估調整

(百萬元)	3Q24F		4Q24F		調整幅度	
	調整後	調整前	調整後	調整前	3Q24F	4Q24F
營業收入	4,217	4,539	4,365	4,946	-7.1%	-11.8%
營業毛利	1,064	1,260	1,181	1,405	-15.6%	-16.0%
營業利益	529	690	626	785	-23.4%	-20.3%
稅前利益	464	725	660	820	-36.0%	-19.5%
稅後淨利	366	573	521	648	-36.0%	-19.5%
調整後 EPS (元)	4.26	6.66	6.06	7.52	-36.1%	-19.5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	25.2%	27.8%	27.0%	28.4%	-2.5	-1.4
營業利益率	12.5%	15.2%	14.3%	15.9%	-2.7	-1.5
稅後純益率	8.7%	12.6%	11.9%	13.1%	-3.9	-1.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估

水冷板擴產計畫放緩，初步先將泰國廠月產能擴至 100K

雙鴻原先因 GB200、MI300X 等伺服器對水冷需求大增，預計在泰國擴增水冷產線，規劃產能為水冷板 300K/月，但公司目前僅擴增水冷板產能至 100K/月，後續若 CSP 業者有需求，會再增加產能至 300K/月，目前已準備在泰國第二塊地建新廠。

根據調查，雙鴻目前是 Supermicro 水冷板主要供應商，然近期發現有數家新廠商即將出貨，包括日系廠商 Nidec 及台系廠商 4Q24 皆小量出貨，未來競爭態勢恐加劇。不過雙鴻也將切入新的水冷產品包括 CDU 及分歧管，其中分歧管進度最佳，4Q24 已出貨給 Supermicro 測試，預計用於 Blackwell 架構伺服器，另外雙鴻也切入 GB200 分歧管供應鏈，預計初期將出貨給鴻海做使用，明年分歧管出貨量將成長數倍。

然而，根據調查，明年 Nvidia 的 Blackwell 晶片主要供應給 GB200 使用，HGX 版本恐要到下半年才會開始出貨，因此預計雙鴻的水冷板產品出貨成長放緩，後續須觀察送樣給 AWS 的水冷板測試狀況，若通過並順利出貨，出貨量則有機會大幅成長。

考量到水冷產品出貨量不如預期，因此下修雙鴻 4Q24 營收/獲利 12%/20%，預估雙鴻 4Q24 營收 43.7 億元，季增 4%、年增 31%；毛利率 27%，季增 1.8 個百分點、年增 2.8 個百分點，下修 1.4 個百分點；營業利益 6.3 億元，季增 18%、年增 63%，下修 20%；稅後淨利 5.2 億元，季增 42%、年增 133%，EPS 6.06 元。

圖 2：GB200 水冷供應鏈

Brands	SI Suppliers	2025 Shipment (K units)	ColdPlate	CDU	CDM	Pump
Microsoft	Honhai	25.0	AVC	Ingrasys Delta	Delta AVC	Panasonic AVC
Oracle	Honhai	6.0	AVC		Delta AVC Auras	
Google	Quanta	10.0	AVC	Delta Nvent	CoolIT AVC	
Amazon	Quanta	8.0	AVC CoolerMaster (CM)	BOYD Vertiv	AVC Delta	
Meta	Quanta	10.0	AVC Delta	UNEEC AVC Auras	Delta AVC CM	
DELL	Wistron	6.0	AVC	Delta	-	
Supermicro	-	2.0	Auras Nidec CoolIT	Nidec CoolIT	Kaori Nidec CoolIT	
Total	-	67.0	-	-	-	-

資料來源：元大投顧預估

### 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 3：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		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

AI 貢獻顯現，四大 CSP 資本支出展望持續上修

CY3Q24 法說會中，4 大 CSP 業者表示 AI 需求暢旺，將持續投資基礎建設、AI 相關研發以因應市場需求。Microsoft CY3Q24 資本支出季增 8%，主要為 AI 相關投資，其中約 50%用於基礎建設需求，50%用於伺服器的 CPU 及 GPU 需求；Google 資本支出季持平，管理層表示從 Google Gemini 功能提升、Google Cloud Platform 及 Google Search 營收增長，可以看到 AI 相關投資逐漸開花結果；Amazon 資本支出季增 28%，資本支出主要用於基礎建設以支持 AWS AI 服務；Meta 資本支出季增 9%，主要來自伺服器的建置，部份來自資料中心。CSP 業者均認為 AI 需求持續快速增長，為支持 AI 功能研發，預估四大 CSP 2024/2025 年資本支出將年增 47%/11%。

圖 4：四大 CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	22,281	24,640	31,485	32,251	50,748	56,356
Microsoft	17,592	23,216	24,768	35,202	53,022	58,702
Amazon	40,141	61,053	63,645	52,729	74,965	76,767
Meta	15,115	18,628	31,431	27,266	38,098	48,580
Total	95,129	127,537	151,329	147,448	216,833	240,405
YoY Growth (%)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	-5.4%	10.6%	27.8%	2.4%	57.4%	11.1%
Microsoft	29.9%	32.0%	6.7%	42.1%	50.6%	10.7%
Amazon	138.1%	52.1%	4.2%	-17.2%	42.2%	2.4%
Meta	0.1%	23.2%	68.7%	-13.3%	39.7%	27.5%
Total	37.8%	34.1%	18.7%	-2.6%	47.1%	10.9%

資料來源：元大投顧預估

## 獲利調整與股票評價

### 調降評等至中立，目標價 685 元

本中心中性看待雙鴻，主因 1) 美系客戶對於 H 系列伺服器的產量陸續降低，水冷板出貨將放緩；2) 美系客戶新增數家水冷板供應商，後續競爭態勢加劇；3) 雙鴻的 GB200 水冷板及 CDU 仍在認證階段，出貨時程恐晚於競爭對手；4) 鴻海集團將提升水冷產品自製率，恐壓縮雙鴻分歧管出貨份額。

本中心原先預期，雙鴻在 GB200 水冷三大零組件(水冷板、分歧管、CDU)的出貨份額有機會超過 20%，並且打入多家 CSP 供應鏈，然而目前僅確認分歧管打入鴻海供應鏈(出貨份額有機會高於 20%)；水冷板近期送樣給 AWS 進行性能測試，若通過將成為奇鋌及 Cooler Master 之後的第三供應商；CDU 部分僅供貨給 Meta，但該專案恐以廣達(晟銘電代工)及奇鋌的 CDU 為主，雙鴻出貨份額恐較低，因此整體 GB200 出貨份額皆低於原先預期。

另外，明年 Nvidia 的 B200 晶片主要供應給 GB200 做使用，HGX 比重較低且較晚，美系客戶 Supermicro 取得晶片的時間晚於 CSP 的 4Q24-1Q25，預計雙鴻的水冷營收貢獻將集中至 2H25。

本中心認為，雙鴻短期水冷營收貢獻較不明顯，且美系客戶近期的會計風波，恐影響其終端客戶下單意願，因此下修雙鴻 2024/25 年獲利 9%/23%，調降評等至持有，目標價 685 元以 24 倍本益比及 2025 年 EPS 評價。

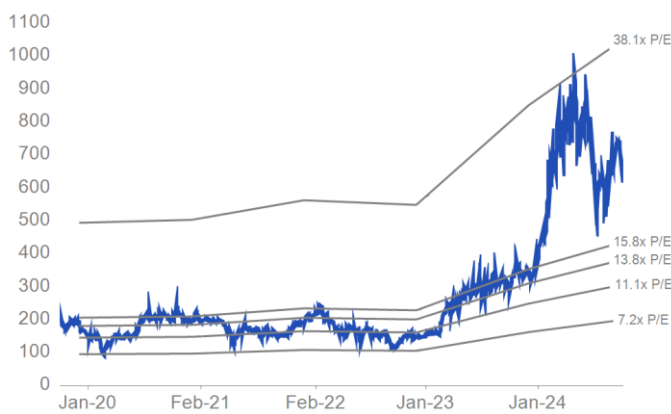
圖 5：2024 和 2025 年財務預估調整

(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	16,017	16,685	19,074	22,495	-4.0%	-15.2%
營業毛利	4,231	4,534	5,439	6,547	-6.7%	-16.9%
營業利益	2,170	2,397	2,921	3,837	-9.5%	-23.9%
稅前利益	2,403	2,668	3,120	4,036	-9.9%	-22.7%
稅後淨利	1,915	2,112	2,496	3,229	-9.3%	-22.7%
調整後 EPS (元)	22.25	24.53	28.49	36.86	-9.3%	-22.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	26.4%	27.2%	28.5%	29.1%	-0.8	-0.6
營業利益率	13.6%	14.4%	15.3%	17.1%	-0.8	-1.8
稅後純益率	12.0%	12.7%	13.1%	14.4%	-0.7	-1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估

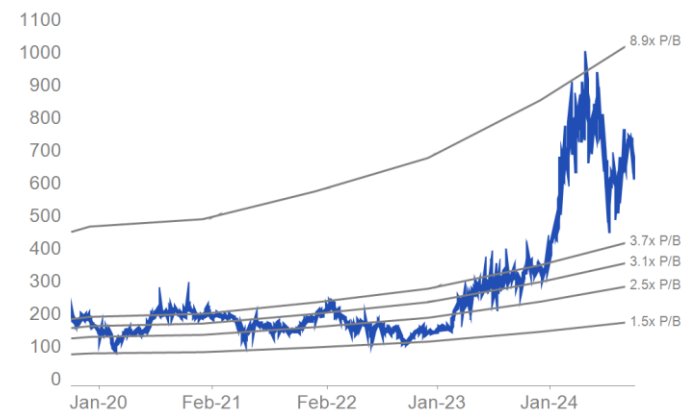


圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 7：12 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 8：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	持有-超越同業	613.0	1,750	14.31	22.25	28.49	42.8	27.6	21.5	(2.5)	55.5	28.1
國內同業													
奇鋁	3017 TT	買進	637.0	7,625	13.8	22.3	35.7	46.0	28.5	17.8	19.3	61.4	59.8
超眾	6230 TT	未評等	216.0	572	7.5	--	--	28.9	--	--	5.2	--	--
泰碩	3338 TT	未評等	64.7	178	2.7	3.8	5.7	23.6	17.1	11.4	(10.2)	38.5	49.4
建準	2421 TT	未評等	98.4	823	5.6	6.4	7.4	17.4	15.3	13.4	30.0	13.9	14.7
高力	8996 TT	買進	305.0	910	6.5	6.8	14.5	47.3	44.6	21.1	91.7	6.0	111.3
國內同業平均					7.2	9.9	15.8	32.7	26.4	15.9	27.2	29.9	58.8

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 9：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	持有-超越同業	613.0	1,750	19.6	23.2	23.7	74.14	95.95	120.46	8.3	6.4	5.1
國內同業													
奇鋁	3017 TT	買進	637.0	7,625	26.9	33.1	38.8	57.5	67.4	91.9	11.1	9.5	6.9
超眾	6230 TT	未評等	216.0	572	10.9	--	--	--	--	--	--	--	--
泰碩	3338 TT	未評等	64.7	178	13.0	16.8	22.5	21.2	23.0	25.6	3.1	2.8	2.5
建準	2421 TT	未評等	98.4	823	25.6	22.5	24.2	24.1	29.7	31.8	4.1	3.3	3.1
高力	8996 TT	買進	305.0	910	24.2	22.1	34.8	30.2	32.4	43.4	10.1	9.4	7.0
國內同業平均					20.1	23.6	30.1	33.2	38.1	48.2	7.1	6.2	4.9

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 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	3,152	4,283	4,217	4,365	4,104	4,572	5,149	5,250	16,017	19,074
銷貨成本	(2,380)	(3,067)	(3,153)	(3,185)	(2,957)	(3,269)	(3,674)	(3,735)	(11,786)	(13,635)
營業毛利	771	1,216	1,064	1,181	1,146	1,302	1,474	1,515	4,231	5,439
營業費用	(442)	(529)	(535)	(555)	(530)	(640)	(665)	(683)	(2,061)	(2,518)
營業利益	329	687	529	626	616	662	809	832	2,170	2,921
業外利益	167	97	(65)	34	50	50	50	50	233	199
稅前純益	496	783	464	660	666	712	859	882	2,403	3,120
所得稅費用	(92)	(149)	(97)	(139)	(133)	(142)	(172)	(176)	(477)	(624)
少數股東權益	8	2	0	0	0	0	0	0	10	0
歸屬母公司稅後純益	396	632	366	521	533	570	688	705	1,915	2,496
調整後每股盈餘(NT\$)	4.60	7.34	4.26	6.06	6.09	6.51	7.85	8.05	22.25	28.49
調整後加權平均股數(百萬股)	86	86	86	86	86	86	86	86	86	88
重要比率										
營業毛利率	24.5%	28.4%	25.2%	27.0%	27.9%	28.5%	28.6%	28.9%	26.4%	28.5%
營業利益率	10.5%	16.0%	12.5%	14.3%	15.0%	14.5%	15.7%	15.9%	13.6%	15.3%
稅前純益率	15.7%	18.3%	11.0%	15.1%	16.2%	15.6%	16.7%	16.8%	15.0%	16.4%
稅後純益率	12.6%	14.8%	8.7%	11.9%	13.0%	12.5%	13.4%	13.4%	12.0%	13.1%
有效所得稅率	18.6%	19.1%	20.9%	21.1%	20.0%	19.9%	20.0%	20.0%	19.9%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-5.8%	35.9%	-1.5%	3.5%	-6.0%	11.4%	12.6%	2.0%		
營業利益	-14.3%	108.6%	-23.0%	18.3%	-1.6%	7.5%	22.2%	2.8%		
稅後純益	77.0%	59.8%	-42.1%	42.3%	2.3%	6.9%	20.7%	2.5%		
調整後每股盈餘	77.0%	59.7%	-42.0%	42.3%	0.5%	6.9%	20.7%	2.6%		
年增率(%)										
營業收入	-3.9%	65.0%	20.8%	30.5%	30.2%	6.8%	22.1%	20.3%	26.0%	19.1%
營業利益	-9.9%	361.8%	10.7%	63.0%	87.1%	-3.6%	52.9%	32.9%	57.7%	34.6%
稅後純益	42.7%	164.1%	-25.6%	133.0%	34.7%	-9.8%	88.0%	35.3%	55.4%	29.6%
調整後每股盈餘	42.7%	164.1%	-25.5%	133.2%	32.5%	-11.4%	84.4%	33.0%	55.5%	28.1%

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。

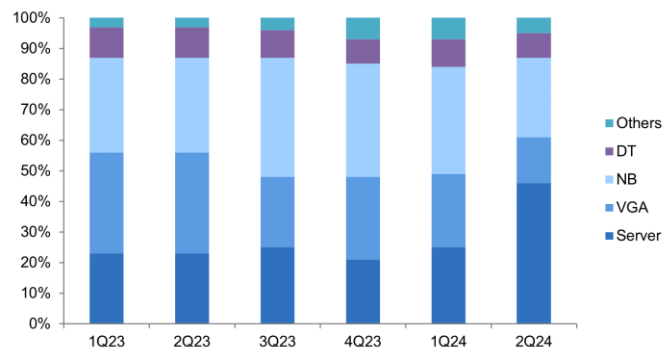


## 公司簡介

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。

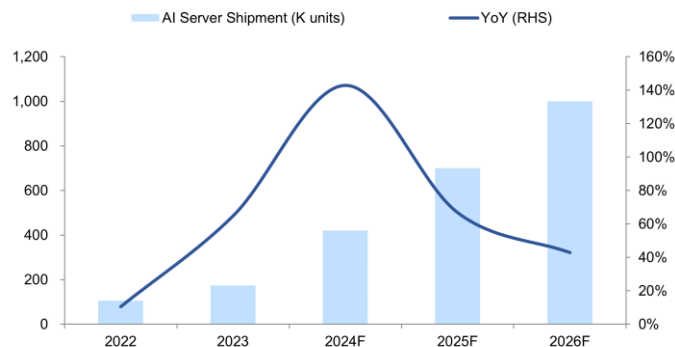
雙鴻 2Q24 營收比重分別為伺服器 46%、VGA 15%、NB 26%、DT 8%、其他 5%；主要競爭對手包含 Cooler Master、奇鋌、CoolIT、建準、健策等。

圖 11：營收組成



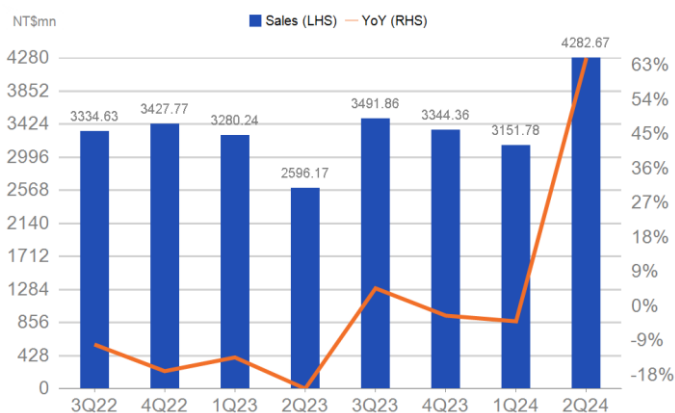
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：AI 伺服器預估



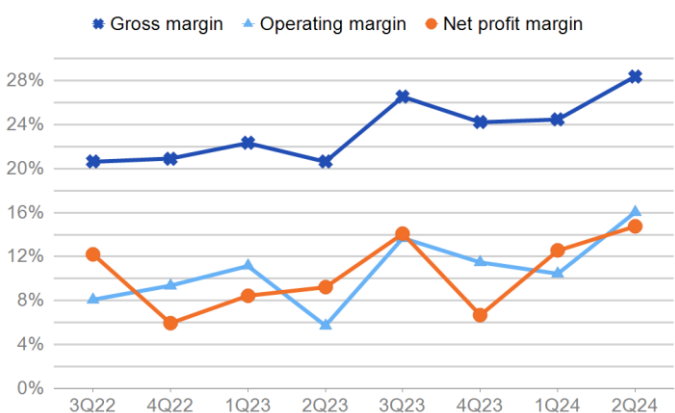
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



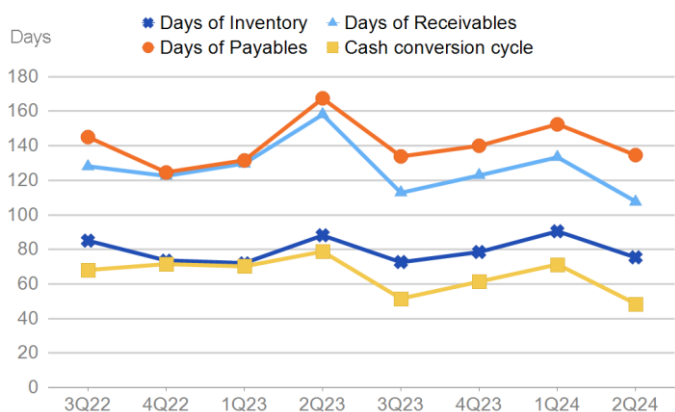
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



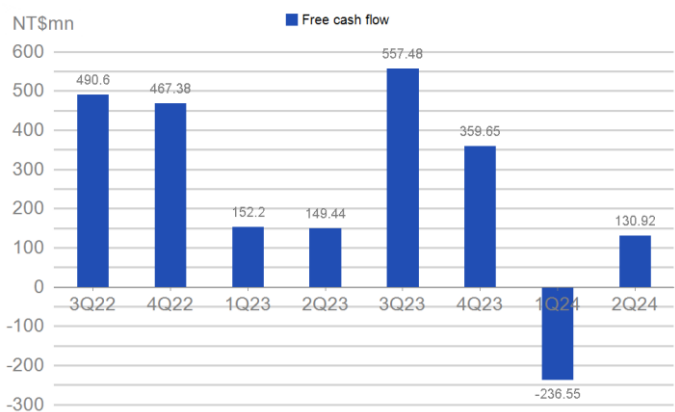
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：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 17：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 (2024/11/1)

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	1,977	3,669
存貨	2,292	2,072	2,307	2,653	2,680
應收帳款及票據	4,745	4,490	4,419	5,439	5,494
其他流動資產	448	374	561	547	547
流動資產	8,978	8,420	8,653	10,617	12,390
採用權益法之投資	87	104	117	382	382
固定資產	2,442	2,715	3,126	3,708	4,256
無形資產	125	173	187	198	208
其他非流動資產	263	331	529	560	571
非流動資產	2,917	3,323	3,959	4,849	5,418
資產總額	11,895	11,743	12,612	15,466	17,808
應付帳款及票據	4,091	2,848	3,157	3,541	3,576
短期借款	416	432	126	496	511
什項負債	1,162	2,340	1,505	2,385	2,385
流動負債	5,670	5,620	4,787	6,422	6,472
長期借款	350	255	172	415	415
其他負債及準備	967	58	786	54	54
長期負債	1,317	313	959	468	468
負債總額	6,986	5,933	5,745	6,890	6,941
股本	884	884	895	914	914
資本公積	1,307	1,307	1,674	2,069	2,069
保留盈餘	3,138	3,885	4,558	5,290	6,871
什項權益	(587)	(510)	(491)	(11)	699
歸屬母公司之權益	4,743	5,566	6,635	8,261	10,552
非控制權益	166	244	231	315	315
股東權益總額	4,909	5,810	6,866	8,576	10,867

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	1,926	2,496
折舊及攤提	520	536	470	477	489
本期營運資金變動	(219)	(751)	135	(936)	(46)
其他營業資產 及負債變動	(11)	169	127	(26)	0
營運活動之現金流量	1,444	1,240	1,971	1,441	2,939
資本支出	(956)	(569)	(752)	(1,186)	(1,000)
本期長期投資變動	24	17	14	(15)	0
其他資產變動	(107)	(80)	(315)	2	0
投資活動之現金流量	(1,038)	(633)	(1,053)	(1,199)	(1,000)
股本變動	0	0	11	501	667
本期負債變動	677	(61)	(386)	253	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(482)	(517)	(577)	(594)	(915)
其他調整數	(498)	(52)	(54)	191	0
融資活動之現金流量	(303)	(629)	(1,007)	351	(247)
匯率影響數	(14)	12	(29)	17	0
本期產生現金流量	88	(10)	(118)	611	1,692
自由現金流量	488	671	1,219	256	1,939

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	16,017	19,074
銷貨成本	(11,595)	(11,135)	(9,708)	(11,786)	(13,635)
營業毛利	2,663	2,722	3,005	4,231	5,439
營業費用	(1,284)	(1,549)	(1,629)	(2,061)	(2,518)
推銷費用	(401)	(461)	(449)	(573)	(565)
研究費用	(512)	(634)	(678)	(875)	(1,240)
管理費用	(370)	(453)	(502)	(612)	(713)
其他費用	(1)	(1)	0	(1)	0
營業利益	1,379	1,173	1,376	2,170	2,921
利息收入	2	10	23	16	60
利息費用	(21)	(38)	0	(26)	(26)
利息收入淨額	(19)	(28)	23	(10)	34
投資利益(損失)淨額	3	10	(2)	0	0
匯兌損益	(82)	273	57	78	0
其他業外收入(支出)淨額	140	200	115	165	166
稅前純益	1,421	1,628	1,568	2,403	3,120
所得稅費用	(268)	(341)	(329)	(477)	(624)
少數股權淨利	21	23	7	10	0
歸屬母公司之稅後純益	1,133	1,264	1,232	1,915	2,496
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,964	2,203	2,066	1,693	2,432
調整後每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	14.31	22.25	28.49

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)	26.0	19.1
營業利益	(11.7)	(14.9)	17.3	57.7	34.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	7.0	12.1	(6.2)	(18.1)	43.7
稅後純益	2.4	11.5	(3.7)	55.4	29.6
調整後每股盈餘	1.8	11.9	(2.5)	55.5	28.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.7	19.7	23.6	26.4	28.5
營業利益率	9.7	8.5	10.8	13.6	15.3
稅前息前淨利率	9.8	11.5	12.3	13.6	15.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.8	15.9	16.3	10.6	12.8
稅前純益率	10.0	11.8	12.3	15.0	16.4
稅後純益率	7.9	9.1	9.7	12.0	13.1
資產報酬率	10.5	10.9	10.2	12.5	14.0
股東權益報酬率	24.2	24.0	19.6	23.2	23.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	142.3	102.1	83.7	80.4	63.9
淨負債權益比(%)	(14.8)	(13.7)	(15.6)	(12.4)	(25.2)
利息保障倍數 (倍)	69.5	44.1	--	94.2	119.6
流動比率 (%)	158.4	149.8	180.8	165.3	191.4
速動比率 (%)	117.9	113.0	132.6	124.0	150.0
淨負債 (NT\$百萬元)	(728)	(797)	(1,068)	(1,066)	(2,743)
調整後每股淨值 (NT\$)	53.65	62.96	74.14	95.95	120.46
評價指標 (倍)					
本益比	46.7	41.8	42.8	27.6	21.5
股價自由現金流量比	110.6	80.4	44.3	210.7	27.8
股價淨值比	11.4	9.7	8.3	6.4	5.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	27.5	24.5	26.1	31.9	22.2
股價營收比	3.8	3.9	4.2	3.4	2.8

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 仁愛路三段 157 號 4 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>.