

# 雙鴻

(3324.TW/3324 TT)

## 液冷散熱業務與 2025 年展望正向

### 增加持股 · 維持

收盤價 November 13 (NT\$)	637
12 個月目標價 (NT\$)	990
前次目標價 (NT\$)	990
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	55.4

### 焦點內容

- 營業費用較高使 3Q24 EPS 4.43 元略低於我們預期。
- 4Q24 與 1Q25 營收穩健，2H25 營收成長更加強勁係因液冷營收擴張。
- 2025 年液冷散熱營收將推升伺服器營收比重至 60%以上，新 RTX-50 GPU 亦將帶動 2025 年電競營收成長；2025 年利潤率維持升勢。

### 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	58.39 / 1,799
流通在外股數 (百萬股)：	91.67
外資持有股數 (百萬股)：	9.30
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.78
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	318.5 - 955

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	8.9	-20.5	92.4
相對表現 (%)	4	-30.1	56.6

### 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	4.81F
2025	5.36F	7.55F	13.22F	12.16F

### 股價圖



資料來源：TEJ



請將您珍貴的一票投給凱基！

### 凱基投顧

向子慧

886.2.2181.8726

angelah@kgi.com

蔡孟辰

886.2.2181.8728

kevinmc.tsai@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 重要訊息

雙鴻召開 3Q24 法說會。

### 評論及分析

**利潤率使 3Q24 EPS 略低於預期。**3Q24 EPS 年減 22%、季減 39%至 4.43 元，略低於我們與市場預估係因利潤率不如預期。毛利率與營業率分別季減至 26.3% 與 12.9%，略低於我們預估，係因產品組合不利且液冷散熱營收比重由 2Q24 的 20%下滑至 3Q24 的 16%，主因快接頭(QD)供貨短缺以及液冷散熱專案研發費用較高。加上匯兌損失 8,400 萬元，3Q24 EPS 略低於預期。1-3Q24 累計 EPS 達 16.18 元，年增 38%。

**伺服器液冷散熱營收優於預期帶動 2025 年 EPS 強勁成長。**雙鴻展望伺服器營收比重自 2024 年的 39%提升至 2025 年的 60%，而伺服器營收將年增 130%以上，包含液冷散熱營收。2025 年液冷散熱營收將由 2024 年 (15-20 億，佔整體營收 10-15%)年增 6 倍(至 100-110 億元)，並貢獻 45-50%營收。伺服器營收較我們預期強勁，係因在 GB200 水冷板、內部與機櫃分歧管、QD 與機櫃已過驗證，而 CDU 與 sidecar 正在進行驗證。若 GPU 供給充足將於 1Q25 量產。兩家美系 CSP 與企業用戶將為公司液冷散熱客戶，液冷營收上揚將帶動毛利率成長。此外，公司預期 2025 年顯卡營收將因 RTX-50 系列上市年增雙位數，其散熱設計功耗提升至 500-600 瓦將推升均價較高的 VC 採用率。儘管 PC 營收僅將年持平至溫和年增，手機營收將下滑，我們預期 2025 年營收將將年增 47%。儘管研發支出將推升營業費用，預期毛利率與營業率將分別成長至 28.7%與 18%，我們維持 2025 年 EPS 預估 38.3 元(年增 83%)，對比調整後 2024 年 EPS 預估 20.95 元(年增 47%)。在新品於 1Q25 放量(如 GB200 AI 伺服器液冷產品與 RTX-50 顯卡)，1Q25 營收將維持高檔(可望季持平)，2H25 營收成長將更強勁，GB300 GPU 與 CPU 採插槽設計將進一步提升 QD 與整體液冷產品內含價值，推升 4Q25-2026 年營收。

### 投資建議

基於 2024-25 年毛利率與 EPS 穩健成長，維持「增加持股」評等。目標價維持 990 元，基於 28 倍 2025 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-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	14,258	13,857	12,713	15,957	23,521
營業毛利 (NT\$百萬)	2,663	2,722	3,005	4,260	6,747
營業利益 (NT\$百萬)	1,379	1,173	1,376	2,140	4,231
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,133	1,264	1,232	1,858	3,443
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	14.28	20.95	38.30
每股現金股利 (NT\$)	6.00	6.50	6.50	9.57	17.72
每股盈餘成長率 (%)	1.9	11.9	(2.7)	46.7	82.8
本益比 (x)	48.6	43.4	44.6	30.4	16.6
股價淨值比 (x)	11.9	10.1	8.5	7.4	5.9
EV/EBITDA (x)	29.4	32.9	29.7	21.5	11.8
淨負債比率 (%)	4.5	4.6	Net cash	3.9	4.9
殖利率 (%)	0.9	1.0	1.0	1.5	2.8
股東權益報酬率 (%)	24.3	24.5	20.2	26.0	40.1

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：3Q24 財報與 4Q24 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	3Q24							4Q24F						
	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	4,219	4,217	0.0	(1.5)	20.8	4,284	(1.5)	4,304	4,344	(0.9)	2.0	28.7	4,447	(3.2)
毛利	1,111	1,126	(1.3)	(8.6)	19.9	1,155	(3.8)	1,162	1,173	(0.9)	4.6	43.4	1,211	(4.0)
營業利益	543	590	(8.0)	(20.9)	13.6	626	(13.2)	581	634	(8.4)	7.0	51.3	677	(14.2)
稅前淨利	514	503	2.1	(34.3)	(14.2)	606	(15.3)	556	649	(14.3)	8.3	75.5	656	(15.2)
稅後淨利	398	411	(3.0)	(37.0)	(19.0)	478	(16.8)	432	487	(11.2)	8.6	93.4	527	(17.9)
每股盈餘 (元)	4.43	4.70	(5.8)	(38.8)	(22.4)	5.32	(16.8)	4.81	5.58	(13.8)	8.6	85.6	5.86	(17.9)
毛利率 (%)	26.3	26.7	(0.4)ppts	(2.0)ppts	(0.2)ppts	27.0	(0.6)ppts	27.0	27.0	0.0 ppts	0.7 ppts	2.8 ppts	27.2	(0.2)ppts
營業利益率 (%)	12.9	14.0	(1.1)ppts	(3.2)ppts	(0.8)ppts	14.6	(1.7)ppts	13.5	14.6	(1.1)ppts	0.6 ppts	2.0 ppts	15.2	(1.7)ppts
淨利率 (%)	9.4	9.7	(0.3)ppts	(5.3)ppts	(4.6)ppts	11.2	(1.7)ppts	10.0	11.2	(1.2)ppts	0.6 ppts	3.4 ppts	11.8	(1.8)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2024F						2025F					
	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	15,957	15,996	(0.2)	25.5	16,219	(1.6)	23,521	23,456	0.3	47.4	21,587	9.0
毛利	4,260	4,286	(0.6)	41.8	4,372	(2.6)	6,747	6,660	1.3	58.4	6,148	9.7
營業利益	2,140	2,241	(4.5)	55.5	2,330	(8.1)	4,231	4,102	3.2	97.7	3,701	14.3
稅前獲利	2,348	2,431	(3.4)	49.7	2,618	(10.3)	4,328	4,204	3.0	84.4	3,828	13.1
稅後淨利	1,858	1,925	(3.5)	50.8	2,054	(9.5)	3,443	3,343	3.0	85.3	3,015	14.2
每股盈餘 (元)	20.95	22.02	(3.5)	46.7	23.15	(9.5)	38.30	38.30	3.0	82.8	33.54	14.2
毛利率 (%)	26.7	26.8	(0.1)ppts	3.1 ppts	27.0	(0.3)ppts	28.7	28.4	0.3 ppts	2.0 ppts	28.5	0.2 ppts
營業利益率 (%)	13.4	14.0	(0.6)ppts	2.6 ppts	14.4	(1.0)ppts	18.0	17.5	0.5 ppts	4.6 ppts	17.1	0.8 ppts
淨利率 (%)	11.6	12.0	(0.4)ppts	2.0 ppts	12.7	(1.0)ppts	14.6	14.3	0.4 ppts	3.0 ppts	14.0	0.7 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：產品組合預估

營收比重 (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2025F guidance	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1-3Q24
筆電	23	31	34	36	36	30	20	20	31	39	39	37	35	26	30	29	30
桌電	9	7	7	6	10	9	6	6	10	11	9	8	9	8	9	9	9
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	27	33	35	29	26	17	14	13	33	21	23	27	24	15	14	17	17
伺服器	17	16	16	22	23	39	59	60	23	23	25	21	25	46	42	40	39
智慧型手機	19	9	4	4	3	3	1	1	2	4	3	4	4	3	2	3	3
其他	5	4	4	3	2	2	1	1	1	2	1	3	3	2	3	2	3
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
營收 (百萬元新台幣)																	
筆電	2,357	3,786	4,902	4,975	4,577	4,750	4,798	4,668	1,017	1,013	1,362	1,237	1,103	1,113	1,266	1,268	3,482
桌電	922	855	934	869	1,271	1,373	1,304	1,316	328	286	314	268	284	343	380	367	1,006
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	2,716	4,031	5,045	4,036	3,305	2,727	3,190	3,112	1,082	545	803	903	756	642	591	737	1,990
伺服器	1,742	1,954	2,305	3,042	2,924	6,257	13,766	14,362	754	597	873	702	788	1,970	1,772	1,727	4,530
智慧型手機	1,985	1,099	499	504	381	458	229	239	66	104	105	134	126	128	84	119	339
其他	512	489	573	431	254	392	234	239	33	52	35	100	95	86	127	86	307
合計	10,248	12,214	14,258	13,857	12,713	15,957	23,521	23,936	3,280	2,596	3,492	3,344	3,152	4,283	4,219	4,304	11,654
營收年增 (%)																	
筆電	14	61	29	1	(8)	4	1	(2)	(25)	(22)	15	8	8	10	(7)	2	3
桌電	(7)	(7)	9	(7)	46	8	(5)	(4)	117	73	18	(6)	(14)	20	21	37	8
電競筆電 & 繪圖卡 & 主機板	14	48	25	(20)	(18)	(18)	17	14	(16)	(43)	(4)	(5)	(30)	18	(26)	(18)	(18)
伺服器	26	12	18	32	(4)	114	120	130	17	(10)	5	(22)	4	230	103	146	104
智慧型手機	332	(45)	(55)	1	(24)	20	(50)	(48)	(65)	5	5	16	92	24	(19)	(11)	24
其他	34	(5)	17	(25)	(41)	54	(40)	(39)	(78)	(61)	(71)	275	188	65	262	(15)	156
合計	34	19	17	(3)	(8)	26	47	50	(13)	(22)	5	(2)	(4)	65	21	29	24
營收季增 (%)																	
筆電									(11)	(0)	35	(9)	(11)	1	14	0	
桌電									15	(13)	10	(15)	6	21	11	(3)	
電競筆電 & 繪圖卡									13	(50)	47	12	(16)	(15)	(8)	25	
伺服器									(16)	(21)	46	(20)	12	150	(10)	(3)	
智慧型手機									(43)	58	1	28	(6)	2	(34)	41	
其他									22	58	(33)	187	(6)	(9)	48	(32)	
合計									(4)	(21)	35	(4)	(6)	36	(1)	2	

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：散熱解決方案升級至液冷，為散熱族群創造更高的內容價值，預計液冷成本將僅佔 GB200 NVL72 售價之 3%

US\$200-400/組											
A. Cold Plate Modules				C. Rack		D. RDHx					
B. Cooling Distribution Units				E. Fan Door		F. Manifold					
US\$40,000-60,000				US\$10,000-15,000							

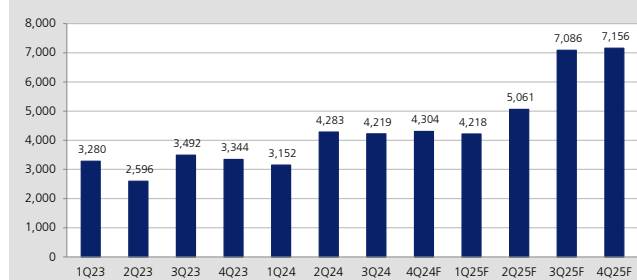
圖 6：公司概況

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\$182, 增加持股)、Dell(美)、HP(美)、華碩 (2357 TT, NT\$584, 增加持股)、Apple (美)。2023 年營收組合為筆電 36%、桌機 10%、顯示卡/ 電競 PC 29%、伺服器 23%、智慧手機 3%、其他 2%。公司 2022-23 年主要營收成長動能為伺服器。

資料來源：凱基

圖 8：季營業收入

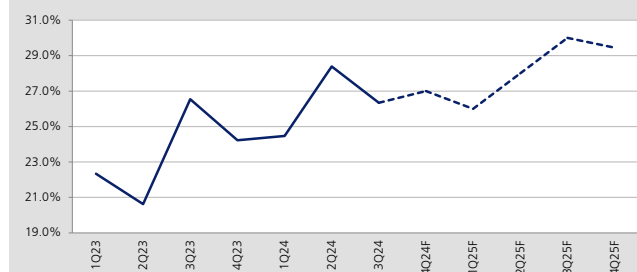
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10：毛利率

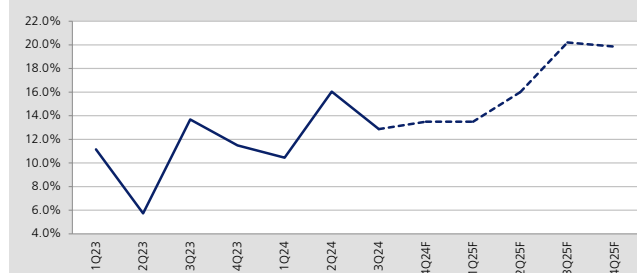
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12：營業利潤率

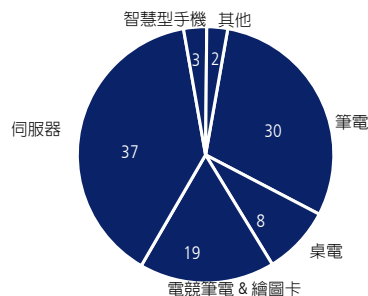
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 7：1Q-3Q24 伺服器營收比重升至 37%

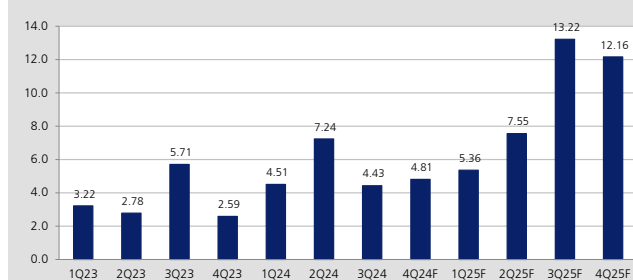
1Q-3Q24 營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：每股盈利

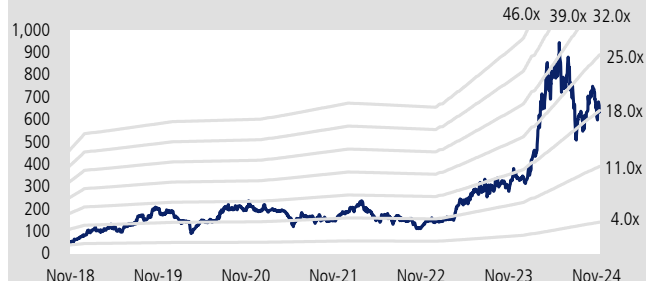
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11：未來一年預估本益比區間

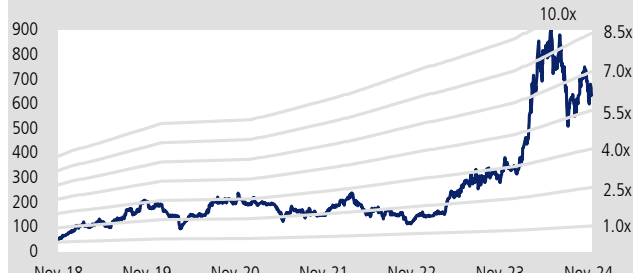
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 13：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-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	3,152	4,283	4,219	4,304	4,218	5,061	7,086	7,156	12,713	15,957	23,521
營業成本	(2,380)	(3,067)	(3,108)	(3,142)	(3,121)	(3,644)	(4,960)	(5,049)	(9,708)	(11,697)	(16,774)
營業毛利	771	1,216	1,111	1,162	1,097	1,417	2,126	2,108	3,005	4,260	6,747
營業費用	(442)	(529)	(568)	(581)	(527)	(607)	(694)	(687)	(1,629)	(2,120)	(2,516)
營業利益	329	687	543	581	569	810	1,431	1,421	1,376	2,140	4,231
折舊	(106)	(112)	(122)	(123)	(147)	(147)	(147)	(147)	(439)	(462)	(586)
攤提	(8)	(9)	(10)	(6)	(8)	(8)	(8)	(8)	(32)	(34)	(34)
EBITDA	443	808	675	710	724	965	1,586	1,576	1,847	2,636	4,851
利息收入	7	10	8	5	4	4	4	4	23	29	18
投資利益淨額	3	(1)	-	8	3	3	3	3	0	10	10
其他營業外收入	163	95	54	8	45	45	45	45	345	320	180
總營業外收入	173	104	62	21	52	52	52	52	368	359	208
利息費用	(6)	(7)	(9)	(4)	(6)	(6)	(6)	(6)	(28)	(27)	(26)
投資損失	-	(1)	-	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(5)	(5)
其他營業外費用	-	0	(82)	(38)	(20)	(20)	(20)	(20)	(146)	(120)	(80)
總營業外費用	(6)	(8)	(91)	(46)	(28)	(28)	(28)	(28)	(177)	(152)	(111)
稅前純益	496	782	514	556	594	834	1,456	1,445	1,568	2,348	4,328
所得稅費用[利益]	(92)	(149)	(103)	(125)	(107)	(150)	(262)	(347)	(329)	(470)	(866)
少數股東損益	(8)	(2)	(13)	3	(5)	(5)	(5)	(5)	(7)	(20)	(20)
非常項目前稅後純益	396	631	398	434	482	679	1,189	1,093	1,232	1,858	3,443
非常項目	(0)	1	0	(1)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	396	632	398	432	482	679	1,189	1,093	1,232	1,858	3,443
每股盈餘 (NT\$)	4.51	7.24	4.43	4.81	5.36	7.55	13.22	12.16	14.28	20.95	38.30
獲利率 (%)											
營業毛利率	24.5	28.4	26.3	27.0	26.0	28.0	30.0	29.5	23.6	26.7	28.7
營業利益率	10.4	16.0	12.9	13.5	13.5	16.0	20.2	19.9	10.8	13.4	18.0
EBITDA Margin	14.1	18.9	16.0	16.5	17.2	19.1	22.4	22.0	14.5	16.5	20.6
稅前純益率	15.7	18.3	12.2	12.9	14.1	16.5	20.5	20.2	12.3	14.7	18.4
稅後純益率	12.6	14.8	9.4	10.0	11.4	13.4	16.8	15.3	9.7	11.6	14.6
季成長率 (%)											
營業收入	(5.8)	35.9	(1.5)	2.0	(2.0)	20.0	40.0	1.0			
營業毛利	(4.8)	57.6	(8.6)	4.6	(5.6)	29.2	50.0	(0.9)			
營業收益增長	(14.3)	108.6	(20.9)	7.0	(2.0)	42.2	76.8	(0.7)			
EBITDA	(11.0)	82.3	(16.5)	5.3	2.0	33.2	64.4	(0.7)			
稅前純益	56.6	57.6	(34.3)	8.3	6.8	40.5	74.5	(0.7)			
稅後純益	77.0	59.7	(37.0)	8.6	11.4	40.9	75.1	(8.0)			
年成長率 (%)											
營業收入	(3.9)	65.0	20.8	28.7	33.8	18.2	67.9	66.3	(8.3)	25.5	47.4
營業毛利	5.3	127.0	19.9	43.4	42.2	16.6	91.3	81.4	10.4	41.8	58.4
營業收益	(9.9)	361.8	13.6	51.3	72.9	17.9	163.5	144.5	17.3	55.5	97.7
EBITDA	(9.0)	201.9	13.7	42.7	63.5	19.4	135.1	121.8	8.0	42.8	84.0
稅前純益	40.7	161.0	(14.2)	75.5	19.7	6.7	183.4	159.8	(3.7)	49.7	84.4
稅後純益	42.7	164.1	(19.0)	93.4	21.8	7.4	198.5	152.8	(2.5)	50.8	85.3

資料來源：公司資料；凱基預估

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>11,895</b>	<b>11,743</b>	<b>12,612</b>	<b>14,520</b>	<b>18,739</b>
<b>流動資產</b>	<b>8,978</b>	<b>8,420</b>	<b>8,653</b>	<b>9,668</b>	<b>13,293</b>
現金及短期投資	1,494	1,492	1,450	887	654
存貨	2,292	2,072	2,307	2,772	3,986
應收帳款及票據	4,745	4,490	4,419	5,532	8,176
其他流動資產	448	365	477	477	477
<b>非流動資產</b>	<b>2,917</b>	<b>3,323</b>	<b>3,959</b>	<b>4,852</b>	<b>5,446</b>
長期投資	109	128	215	270	350
固定資產	2,442	2,715	3,126	3,964	4,477
什項資產	366	480	618	618	618
<b>負債總額</b>	<b>6,986</b>	<b>5,933</b>	<b>5,745</b>	<b>6,621</b>	<b>8,945</b>
<b>流動負債</b>	<b>5,670</b>	<b>5,620</b>	<b>4,787</b>	<b>5,897</b>	<b>8,201</b>
應付帳款及票據	4,091	2,848	3,157	3,793	5,454
短期借款	416	1,498	232	431	353
什項負債	1,162	1,273	1,398	1,673	2,394
<b>長期負債</b>	<b>1,317</b>	<b>313</b>	<b>959</b>	<b>724</b>	<b>744</b>
長期借款	1,299	255	916	681	701
其他負債及準備	9	0	(0)	(0)	(0)
<b>股東權益總額</b>	<b>4,909</b>	<b>5,810</b>	<b>6,866</b>	<b>7,899</b>	<b>9,794</b>
普通股股本	884	884	884	884	884
保留盈餘	2,722	3,304	3,926	4,939	6,814
少數股東權益	166	244	231	251	271
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	16.7%	(2.8%)	(8.3%)	25.5%	47.4%
營業收益增長	(11.7%)	(14.9%)	17.3%	55.5%	97.7%
EBITDA	(3.9%)	(10.0%)	8.0%	42.8%	84.0%
稅後純益	1.9%	11.6%	(2.5%)	50.8%	85.3%
每股盈餘成長率	1.9%	11.9%	(2.7%)	46.7%	82.8%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	18.7%	19.6%	23.6%	26.7%	28.7%
營業利率	9.7%	8.5%	10.8%	13.4%	18.0%
EBITDA Margin	13.3%	12.3%	14.5%	16.5%	20.6%
稅後純益率	7.9%	9.1%	9.7%	11.6%	14.6%
平均資產報酬率	10.3%	10.7%	10.1%	13.7%	20.7%
股東權益報酬率	24.3%	24.5%	20.2%	26.0%	40.1%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	34.9%	30.2%	16.7%	14.1%	10.8%
淨負債比率	4.5%	4.6%	Net cash	3.9%	4.9%
利息保障倍數 (x)	62.2	43.4	57.2	89.1	170.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.5	0.9	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	62.1	32.3	70.6	52.8	72.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.3	0.8	7.6	3.1	4.9
流動比率 (x)	1.6	1.5	1.8	1.6	1.6
速動比率 (x)	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	221	269	(218)	310	484
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	14.28	20.95	38.30
每股現金盈餘 (NT\$)	16.72	14.41	22.85	15.87	20.70
每股淨值 (NT\$)	53.65	62.97	75.04	86.49	107.70
調整後每股淨值 (NT\$)	54.94	64.67	76.92	86.21	105.94
每股營收 (NT\$)	165.15	160.99	147.37	179.88	261.65
EBITDA/Share (NT\$)	21.99	19.86	21.41	29.72	53.96
每股現金股利 (NT\$)	6.00	6.50	6.50	9.57	17.72
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.29	1.17	1.04	1.18	1.41
應收帳款周轉天數	121.5	118.3	126.9	126.9	126.9
存貨周轉天數	72.1	67.9	86.7	86.7	86.7
應付帳款周轉天數	128.8	93.4	118.7	118.7	118.7
現金轉換周轉天數	64.8	92.8	94.9	94.9	94.9

資料來源：公司資料；凱基預估

## 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>14,258</b>	<b>13,857</b>	<b>12,713</b>	<b>15,957</b>	<b>23,521</b>
營業成本	(11,595)	(11,135)	(9,708)	(11,697)	(16,774)
<b>營業毛利</b>	<b>2,663</b>	<b>2,722</b>	<b>3,005</b>	<b>4,260</b>	<b>6,747</b>
營業費用	(1,284)	(1,549)	(1,629)	(2,120)	(2,516)
<b>營業利益</b>	<b>1,379</b>	<b>1,173</b>	<b>1,376</b>	<b>2,140</b>	<b>4,231</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>139</b>	<b>550</b>	<b>368</b>	<b>359</b>	<b>208</b>
利息收入	2	10	23	29	18
投資利益淨額	-	10	0	10	10
其他營業外收入	138	529	345	320	180
<b>總營業外費用</b>	<b>(97)</b>	<b>(95)</b>	<b>(177)</b>	<b>(152)</b>	<b>(111)</b>
利息費用	(23)	(38)	(28)	(27)	(26)
投資損失	(3)	(1)	(2)	(5)	(5)
其他營業外費用	(71)	(55)	(146)	(120)	(80)
<b>稅前純益</b>	<b>1,421</b>	<b>1,628</b>	<b>1,568</b>	<b>2,348</b>	<b>4,328</b>
所得稅費用[利益]	(268)	(341)	(329)	(470)	(866)
少數股東損益	(21)	(23)	(7)	(20)	(20)
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>1,133</b>	<b>1,264</b>	<b>1,232</b>	<b>1,858</b>	<b>3,443</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,899</b>	<b>1,709</b>	<b>1,847</b>	<b>2,636</b>	<b>4,851</b>
每股盈餘 (NT\$)	13.12	14.68	14.28	20.95	38.30

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>1,444</b>	<b>1,241</b>	<b>1,971</b>	<b>1,408</b>	<b>1,860</b>
本期純益	1,133	1,264	1,232	1,858	3,443
折舊及攤提	520	536	470	496	620
本期運用資金變動	(202)	(758)	151	(941)	(2,197)
其他營業資產及負債變動	(6)	199	117	(5)	(5)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,038)</b>	<b>(633)</b>	<b>(1,053)</b>	<b>(1,384)</b>	<b>(1,209)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	-	(89)	-	-
本期長期投資變動	(84)	-	(100)	(50)	(75)
資本支出淨額	(1,030)	(615)	(835)	(1,300)	(1,100)
其他資產變動	75	(18)	(30)	(34)	(34)
<b>自由現金流</b>	<b>373</b>	<b>61</b>	<b>843</b>	<b>(67)</b>	<b>674</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(303)</b>	<b>(629)</b>	<b>(1,007)</b>	<b>(587)</b>	<b>(884)</b>
短期借款變動	327	(71)	(305)	-	-
長期借款變動	350	10	(81)	(36)	(58)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(482)	(517)	(577)	(571)	(846)
其他融資現金流	(51)	(52)	(43)	20	20
<b>匯率影響數</b>	<b>(14)</b>	<b>12</b>	<b>(29)</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>88</b>	<b>(10)</b>	<b>(118)</b>	<b>(563)</b>	<b>(233)</b>

## 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	9.0%	11.2%	12.8%	13.3%	10.7%
- 銷管費用/營業收入					
<b>= 營業利益率</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.5%</b>	<b>10.8%</b>	<b>13.4%</b>	<b>18.0%</b>
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	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>3.0</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.5</b>
營業利益率	9.7%	8.5%	10.8%	13.4%	18.0%
x 資本周轉率	3.0	2.5	2.1	2.1	2.5
x (1 - 有效現金稅率)	81.2%	79.0%	79.0%	80.0%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>23.4%</b>	<b>16.5%</b>	<b>18.2%</b>	<b>22.9%</b>	<b>35.7%</b>

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
2024-10-29	增加持股	990	652
2024-07-30	增加持股	920	671
2024-04-30	增加持股	920	800
2024-03-09	增加持股	660	571
2023-11-16	增加持股	445	348
2023-10-25	增加持股	405	314
2023-09-25	增加持股	400	313
2023-08-08	增加持股	390	312
2023-07-14	增加持股	370	300
2023-05-15	增加持股	253	232

資料來源：TEJ：凱基

## 凱基證券集團據點

**中國 上海** 上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室  
郵政編號：200040

**台灣 台北** 104 台北市明水路 700 號  
電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691

**香港** 香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓  
電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800

**泰國 曼谷** 8th - 11th floors, Asia Centre Building  
173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand  
電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014

**新加坡** 珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈  
郵政編號：068807  
電話 65.6202.1188 • 傳真 65.6534.4826

**印尼** Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia  
電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券集團未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。