

雙鴻(3324)

BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蕭淑君 Justina Hsiao

shuchun@masterlink.com.tw

評等

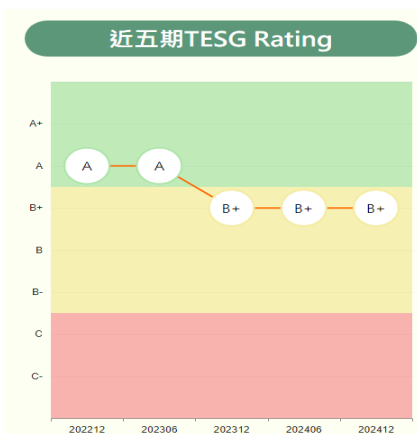
日期:	2024/11/15
目前收盤價 (NT\$):	663
目標價 (NT\$):	760
52 週最高最低(NT\$):	318.5-955
加權指數:	22715.38

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	915
市值 (NT\$/mn):	64,050
市值 (US\$/mn):	2,135
20 日平均成交量(仟股):	5,028
PER (2024):	35
PBR (2024):	8
外資持股比率:	10.39
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-4.4	16.1	-12.2
加權指數報酬率	-1.1	3.1	8.2

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	760	762
營業收入 (NT\$/mn)	15,898	16,567
毛利率 (%)	26.6	27.7
營益率 (%)	13.3	15
EPS (NT\$)	19.92	24.69
BVPS(NT\$)	87.4	92.2



水冷商機遍地開花 多款水冷產品取得 NV 認證

- 3Q 財報低於預期，4Q 營收持平至小幅衰退，關鍵在於水冷拉貨動能，2024 年獲利下修：3Q EPS 4.32 元低於預估 6.39 元，營收及毛利率表現均低於預期，3Q 水冷占比較 2Q 下降。展望 4Q，隨著水冷產品面臨新舊交替期，VGA RTX50 系列 1 月晶片才到貨，因此預估營收 42.4 億元，QoQ+0.6%，EPS 4.46 元，2024 年 EPS 下修至 19.92 元。
- 2025 年水冷商機遍地開花，營收指引 YOY+50%：2025 成長主軸來自 AI 伺服器，其餘產品線動能 PC 個位數成長、VGA RTX 50 採用 VC 及水冷散熱屬於高規格，VGA 成長 10-15%。2025 年營收指引 YOY+50%，甚至有更高機會，動能來自水冷板、分歧管（櫃內、機櫃及 Building Manifold）及快接頭，至於 Sidecar 持續送樣認證中，Server 營收占比由 24 年 39% 成長至 60%，YOY+130%。北美 CSP 廠開發 ASIC，一個 Tray 搭載晶片顆數達 8 顆才能媲美 NV 2 顆 GPU 的效能，因此水冷板需求量多於 NV。另外，法說會亮點在於 SideCar 用量及 QD 需求量。NVL36 1 台機櫃需要 2 台 sidecar；NVL 72 需要 3 台 sidecar，Sidecar 進度公司持續認證中。QD 包括櫃內、機櫃及 Building Manifold，規格種類多。GB 200 一個機櫃用到 300 顆，GB300 因 CPU 及 GPU 改用 Socket 設計，快接頭用量倍增達 600 顆，雙鴻快接頭有能力自製。
- 買進評等：水冷商機全面啟動，產品遍及 PC、AI Server，公司出貨品項包括水冷板、快接頭及 Manifold，取得 CSP 國際大廠訂單，2025 年展望樂觀。2024 年考量短期 Supermicro 及新舊產品交替期，EPS 由 25.98 元下修至 19.92 元。2025 年營收 YOY50%，EPS 38.45 元，評價回落 18X2025EPS，目標價 760 元(22X2025EPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Source : TEJ

### 雙鴻為國內散熱龍頭廠

雙鴻為國內散熱龍頭廠商，主要產品為提供客戶完整散熱解決方案，預估 2024 產品應用領域 PC 29%、VGA/Gaming 16%、Server 41% 及 Others(手機及車用) 5%，成長動能來自 Server。AI Server 供貨品項已通 NV 認證包括：水冷板、分歧管(櫃內、機櫃及 Building Manifold)及快接頭，預期 2025 年將隨 GB200 晶片放量出貨至 CSP 業者。

Exhibit 2: 營收結構

產品別	2024 (F)			2025 (F)		
	Sales	Sales(%)	YOY	Sales	Sales(%)	YOY
PC	5,970	29%	-3%	5,753	24%	-4%
VGA/Gaming	2,592	16%	-20%	2,899	12%	12%
Server	6,480	41%	102%	14,513	61%	124%
others	857	5%	65%	621	3%	-28%
Total	15,898	92%	23%	23,786	100%	50%

Sources : Company

### 3Q 營收及獲利表現低於預期

雙鴻 3Q EPS 4.32 元低於預估 6.39 元，營收及毛利率表現均低於預期，水冷占比較 2Q 下降，毛利率由 2Q 的 28.4% 下降 2.1 個百分點至 26.3%，營業利益率下降 3.1 百分點至 12.9%，營業利益 5.43 億元，低於預估幅度 25%，稅後獲利 3.98 億元，YOY-19%，係因去年業外有大幅匯兌利益今年是匯損，EPS 4.32 元低於預期。

Exhibit 3: 財報與獲利預估差異表

雙鴻 (3324)							
	2Q24	3Q24	3Q24 (F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	4,283	4,219	4,521	-1%	21%	-7%	24%
Margin%	28.4%	26.3%	28.3%				
Operating Profit	687	543	728	-21%	14%	-25%	57%
Operating Margin	16.0%	12.9%	16.1%				
Total non-ope inc.	97	(29)	(30)				
Pre-tax profit	783	514	698				
Net Profit	632	398	558	-37%	-19%	-29%	41%
EPS	7.24	4.32	6.39				

Sources : 元富整理

### 4Q 水冷產品新舊交替期，營收持平至小幅衰退

10 月營收受到水冷產品出貨減少及工作天數較少影響，營收 13.95 億元，MOM-2%，YOY+16%，隨著水冷產品面臨新舊交替期，VGA RTX50 系列 1 月晶片才到位，因此預估營收 42.4 億元，QoQ+0.6%，毛利率 26.5%，稅後獲利 4.11 億元，YOY+84%，EPS 4.46 元。

### 2025 年水冷商機遍地開花，營收指引 YOY+50%

展望 2025 年營運成長動能來自 AI Server 水冷滲透率提升、VGA RTX 50 系列搭載 VC 或水冷解決方案，公司營運展望樂觀。

- 2025 年營收指引 YOY+50%，甚至有更高機會，動能來自水冷板、分歧管(櫃內、機櫃及 Building Manifold)及快接頭，至於 SideCar 持續送樣認證中。
- 營業費用率由 2024 年 13% 降至 10-11%
- 2025 年指引 Server 營收占比由 24 年 39% 成長至 60%，YOY+130%，成長動能均來自水冷。公司水冷機櫃供貨品項除 Cold Plate 與 Manifold 之外，快接頭預期快 1Q 亦可打入。

4. 法說驚豔點，除 25 年營收指引 YOY+50%外，Sidecar 及 QD 市場需求優於預期相當多。NVL36 1 台機櫃需要 2 台 sidecar；NVL 72 需要 3 台 sidecar，Sidecar 進度公司持續認證中。
5. QD 快接頭量需求量大大幅優於預期，QD 包括櫃內、機櫃及 Building Manifold)，規格種類多。GB 200 一個機櫃用到 300 顆，GB300 因 CPU 及 GPU 改用 Socket 設計，快接頭用量倍增達 600 顆，雙鴻快接頭有能力自製，在大廠不擴產情況下可望受惠，快接頭分口徑大小，產品單價達 30-60 美元/對，含快接頭的 Manifold 約 1-1.5 萬美元，以 5 萬櫃水冷機櫃試算，市場產值高達 250 台幣以上，市場相當大。
6. 北美 CSP 廠開發 ASIC，一個 Tray 搭載晶片顆數達 8 顆才能媲美 NV 2 顆 GPU 的效能，因此水冷板需求多於 NV，根據我們供應鏈調查，ASIC 晶片量不遜於 NV 晶片量顆數，因此水冷板市場需求亦優於預期。元富試算水冷板 330K/月產能利用率達 2 成，可貢獻營收達 45-50 億元。
7. 雙鴻水冷產品產能規劃：2023 年雙鴻資本支出 8.35 億元，預計 2024 資本支出 12-15 億元，用於泰國廠擴產。水冷產品包括水冷板 300K/月泰國廠 +30K/月於中國、CDM 及 CDU 目前泰國廠 1~2K/月，擴增至 2-3K/月。
8. 2025 成長主軸來自 AI 伺服器，其餘產品線動能 PC 個位數成長、VGA RTX 50 採用 VC 及水冷散熱屬於高規格，有利散熱模組單價提升 20%。

綜合上述，水冷趨勢發展明確，客戶群將持續擴大，包括 CPU、GPU、ASIC 等，一旦水冷放量可望帶動公司營收及毛利率同步向上成長。

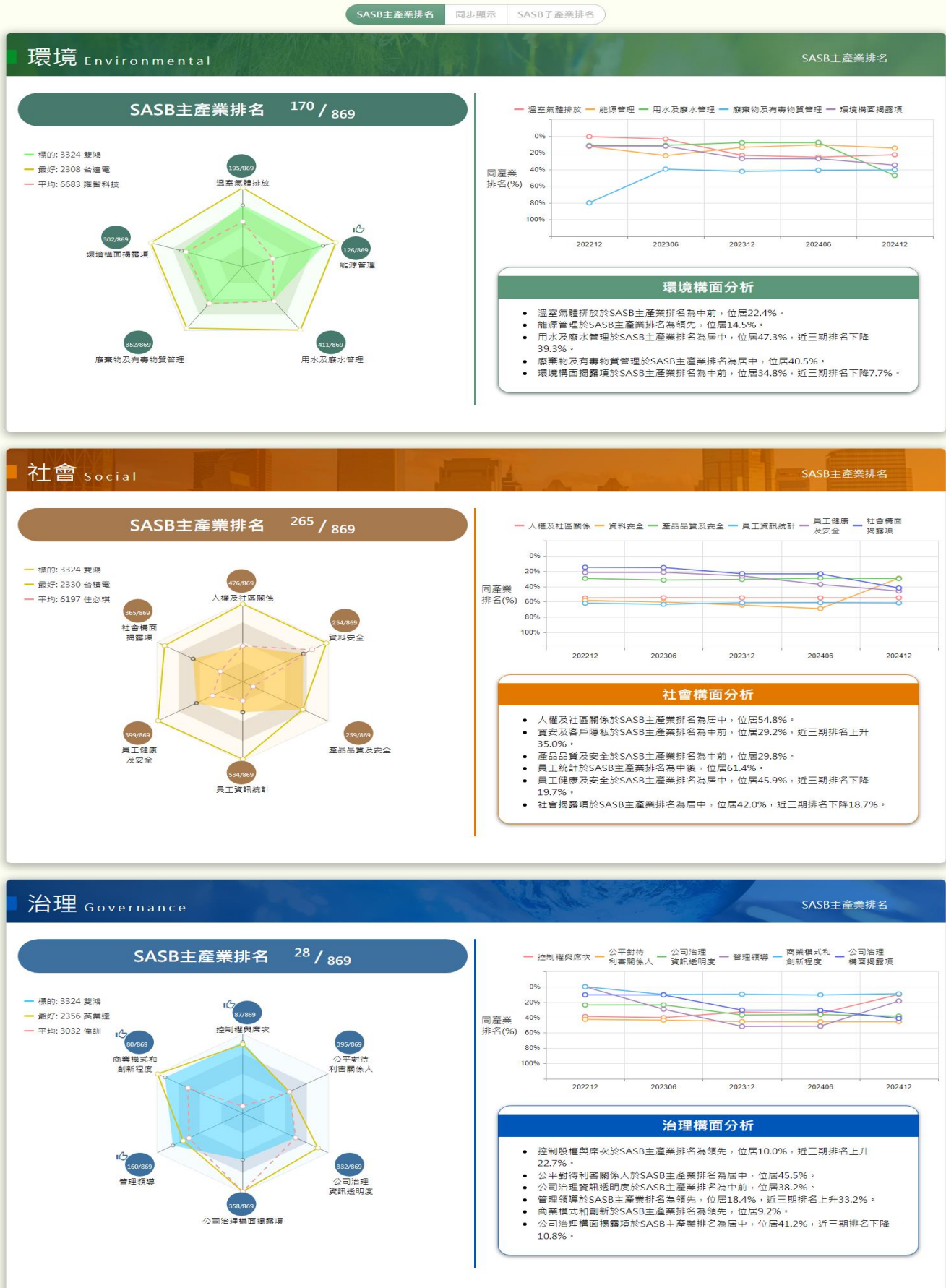
#### 維持買進評等

水冷商機全面啟動，產品遍及 PC、AI Server，公司出貨品項包括水冷板、快接頭及 Manifold，取得 CSP 國際大廠訂單，2025 年展望樂觀。

2024 年考量短期 Supermicro 及新舊產品交替期，EPS 由 25.98 元下修至 19.92 元。

2025 年營收 YOY+50%，EPS 38.45 元，評價回落 18X2025EPS，目標價 760 元(22X2025EPS)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	13,857	12,713	15,898	23,786	
COGS	11,135	9,708	11,675	17,075	
Gross profit	2,722	3,005	4,223	6,711	
Operating expense	1,549	1,629	2,108	2,547	
<b>Operating profit</b>	<b>1,173</b>	<b>1,376</b>	<b>2,115</b>	<b>4,164</b>	
Total non-operate. Inc.	455	191	179	290	
Pre-tax profit	1,628	1,568	2,294	4,454	
Total Net profit	1,287	1,239	1,860	3,545	
Minority	23	7	23	0	
<b>Net Profit</b>	<b>1,264</b>	<b>1,232</b>	<b>1,837</b>	<b>3,545</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>14.68</b>	<b>14.28</b>	<b>19.92</b>	<b>38.45</b>	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	(2.8)	(8.3)	25.1	49.6	
Gross profit	2.2	10.4	40.5	58.9	
Operating profit	(14.9)	17.3	53.7	96.9	
Pre-tax profit	14.5	(3.7)	46.3	94.2	
Net profit	11.6	(2.5)	49.1	93.0	
EPS	11.9	(2.7)	39.5	93.0	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	19.6	23.6	26.6	28.2	
Operating	8.5	10.8	13.3	17.5	
EBITDA	14.9	16.1	17.0	19.5	
Pre-tax	11.7	12.3	14.4	18.7	
<b>Net</b>	<b>9.1</b>	<b>9.7</b>	<b>11.6</b>	<b>14.9</b>	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	1,484	1,366	2,947	2,968	
Marketable securities	0	0	1,436	1,436	
A/R & N/R	4,490	4,419	6,912	11,893	
Inventory	2,072	2,307	2,919	3,415	
Others	374	561	477	477	
Total current asset	8,420	8,653	14,691	20,189	
Long-term invest.	128	215	215	215	
Total fixed assets	2,715	3,126	4,126	4,726	
Total other assets	480	618	618	618	
<b>Total assets</b>	<b>11,743</b>	<b>12,612</b>	<b>19,650</b>	<b>25,748</b>	
Short-term Borrow	432	126	426	726	
A/P & N/P	2,834	3,130	3,581	4,269	
Other current liab.	2,354	1,531	5,042	7,123	
Total current liab.	5,620	4,787	9,049	12,118	
L-T borrows	255	916	2,414	2,414	
Other L-T liab.	58	42	0	0	
<b>Total liability.</b>	<b>5,933</b>	<b>5,745</b>	<b>11,463</b>	<b>14,532</b>	
Common stocks	884	895	861	874	
Reserves	1,307	1,674	1,674	1,674	
Retain earnings	3,618	4,298	5,652	8,669	
<b>Total Equity</b>	<b>5,810</b>	<b>6,866</b>	<b>8,187</b>	<b>11,216</b>	
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>11,743</b>	<b>12,612</b>	<b>19,650</b>	<b>25,748</b>	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	3,152	4,283	4,219	4,244	
Gross profit	771	1,216	1,111	1,125	
Operating profit	329	687	543	556	
Total non-ope inc.	167	97	-29	-55	
Pre-tax profit	496	783	514	501	
Net profit	396	632	398	411	
EPS	4.29	6.85	4.32	4.46	
Y/Y %	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	(3.9)	65.0	20.8	26.9	
Gross profit	5.3	127.0	19.9	38.8	
Operating profit	(9.9)	361.8	13.6	44.8	
Net profit	42.7	164.1	(19.0)	83.7	
Q/Q %	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	(5.8)	35.9	(1.5)	0.6	
Gross profit	(4.8)	57.6	(8.6)	1.2	
Operating profit	(14.3)	108.6	(20.9)	2.4	
Net profit	77.0	59.7	(37.0)	3.1	
Margins %	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Gross	24.5	28.4	26.3	26.5	
Operating	10.4	16.0	12.9	13.1	
<b>Net</b>	<b>12.6</b>	<b>14.8</b>	<b>9.4</b>	<b>9.7</b>	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	1,264	1,232	1,837	3,545	
Dep & Amort	537	470	473	480	
Investment income	-10	2	0	0	
Changes in W/C	-758	151	-2,653	-4,790	
Other adjustment	208	115	1,786	1,786	
<b>Cash flow – ope.</b>	<b>1,240</b>	<b>1,971</b>	<b>1,442</b>	<b>1,020</b>	
Capex	-615	-831	-1,000	-600	
Change in L-T inv.	0	-100	0	0	
Other adjustment	-17	-122	0	0	
<b>Cash flow – inve.</b>	<b>-633</b>	<b>-1,053</b>	<b>-1,000</b>	<b>-600</b>	
Free cash flow	625	1,140	442	420	
Inc. (Dec.) debt	-61	-386	300	300	
Cash dividend	-517	-577	-516	-516	
Other adjustment	-52	-43	1,356	-184	
<b>Cash flow – Fin.</b>	<b>-629</b>	<b>-1,007</b>	<b>1,140</b>	<b>-400</b>	
Exchange influence	12	-29	0	0	
<b>Change in Cash</b>	<b>-10</b>	<b>-118</b>	<b>1,582</b>	<b>20</b>	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
ROA	10.31	10.12	11.39	15.62	
ROE	21.46	19.44	24.40	36.54	

#### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 5 of 5