

## 雙鴻 (3324 TT) Auras

產品組合轉差，4Q24 獲利低於預期

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$740.0

收盤價 (2025/02/26)：NT\$695.0  
隱含漲幅：6.5%

## 營收組成 (4Q24)

Server 39%、VGA 17%、NB 30%、DT 9%、Others 5%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	740	685
2025年營收 (NT\$/十億)	22.5	19.1
2025年EPS	30.8	28.5

## 交易資料表

市值	NT\$63,660百萬元
外資持股比率	9.3%
董監持股比率	19.2%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$123.34
負債比	45.1%
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	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	12,713	15,779	22,491	27,831
營業利益	1,376	1,911	3,178	4,241
稅後純益	1,232	1,893	2,702	3,552
EPS (元)	14.31	21.98	30.85	40.55
EPS YoY (%)	-2.5	53.6	40.3	31.5
本益比 (倍)	48.6	31.6	22.5	17.1
股價淨值比 (倍)	9.4	6.7	5.6	4.6
ROE (%)	19.6	21.1	25.0	27.0
現金殖利率 (%)	0.9%	1.4%	2.0%	2.6%
現金股利 (元)	6.35	10.00	13.88	18.25

蘇子錚

Alex.Su@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

## 元大觀點

- ◆ 美系客戶水冷產品重啟拉貨，加上新顯卡產品需求暢旺，預估 1Q25 營收季增 5%，水冷營收比重增至 15%。
- ◆ 靜待 GB300 水冷板認證通過，若 ODM 採用則有機會在 4Q25 出貨。
- ◆ 美系客戶水冷供應鏈新增供應商競爭態勢加劇，出貨份額恐受衝擊，維持雙鴻持有評等。

## 產品組合轉差，舊產品出貨較多，4Q24 毛利率僅 22.5%

雙鴻 4Q24 營收 41 億元，季減 2%、年增 23%，毛利率 22.5%，季減 3.8 個百分點、年減 1.7 個百分點，主因高毛利率的水冷業務營收比重從前一季的 16%下降至接近 10% (大客戶 SMCI 需求較為疲弱，新舊產品轉換期)，加上舊產品出貨量較高，導致產品組合轉差，毛利率低於本中心及市場預期的 27.1%/25.5%。業外部分貢獻 2.2 億元，主要來自匯兌收益挹注 1.7 億元，4Q24 EPS 5.42 元，低於預期本中心預估的 6 元，但優於市場預期 4.8 元。

## 公司預估 1Q25 營收季增 5-10%，水冷業務需求將提升

受惠於 GB200 前期良率較為不明朗，部分業者對於 HGX 架構 AI 伺服器有所提升，雙鴻為 Supermicro 的水冷板及分歧管的供應商之一，預計 1Q25 開始會陸續重啟拉貨，加上 RTX-50 顯卡大量出貨，預計 1Q25 營收將季增 5%，其中水冷營收比重將提升至約 15%。根據調查，Supermicro 的 B200 水冷產品陸續進入拉貨期，供應商包括雙鴻、CoolIT、Nidec 等業者，價格競爭態勢恐略顯增加，不過，目前客戶對於 HGX 伺服器需求仍強勁，因此水冷業務 2025 年將會維持高雙位數的成長態勢。預估雙鴻 2025 年營收 225 億元，年增 43%；毛利率 26.5%，年增 1 個百分點；稅後淨利 27 億元，年增 40%，EPS 30.85 元。

## 靜待 GB300 水冷板認證完成

雙鴻目前已經進入 Nvidia GB300 水冷板推薦供應商(RVL)，若後續 ODM 認證通過，4Q25 將切入 CSP 供應鏈。本中心認為，儘管客戶的 B200 伺服器需求暢旺，但在新供應商加入下，出貨份額恐略降低，因此本中心維持雙鴻持有評等，目標價 740 元以 24 倍本益比及 2025 年 EPS 評價。

## 營運分析

### 顯卡新品需求暢旺，預估 1Q25 營收季增 5%

雙鴻 4Q24 營收 41 億元，季減 2%、年增 23%，毛利率 22.5%，季減 3.8 個百分點、年減 1.7 個百分點，主因高毛利率的水冷業務營收比重從前一季的 16% 下降至接近 10% (大客戶 SMCI 需求較為疲弱，新舊產品轉換期)，加上舊產品出貨量較高，導致產品組合轉差，毛利率低於本中心及市場預期的 27.1%/25.5%。業外部分貢獻 2.2 億元，主要來自匯兌收益挹注 1.7 億元，4Q24 EPS 5.42 元，低於預期本中心預估的 6 元，但優於市場預期 4.8 元。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,344	4,219	4,125	-2.2%	23.3%	4,365	4,126	-5.5%	0.0%
營業毛利	810	1,111	928	-16.5%	14.5%	1,181	1,052	-21.4%	-11.8%
營業利益	384	543	352	-35.3%	-8.5%	626	576	-43.8%	-39.0%
稅前利益	317	514	573	11.5%	80.7%	660	470	-13.2%	21.8%
稅後淨利	224	398	467	17.2%	108.8%	521	413	-10.4%	13.0%
調整後 EPS (元)	2.60	4.63	5.42	17.2%	108.8%	6.05	4.80	-10.4%	13.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	24.2%	26.3%	22.5%	-3.8	-1.7	27.1%	25.5%	-4.6	-3.0
營業利益率	11.5%	12.9%	8.5%	-4.4	-3.0	14.3%	14.0%	-5.8	-5.4
稅後純益率	6.7%	9.4%	11.3%	1.9	4.6	11.9%	10.0%	-0.6	1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 公司全年展望仍樂觀，但競爭態勢恐加劇

受惠於 GB200 前期良率較為不明朗，部分業者對於 HGX 架構 AI 伺服器有所提升，雙鴻為 Supermicro 的水冷板及分歧管的供應商之一，預計 1Q25 開始會陸續重啟拉貨，加上 RTX-50 顯卡大量出貨，預計 1Q25 營收將季增 5%，其中水冷營收比重將提升至約 15%。根據調查，Supermicro 的 B200 水冷產品陸續進入拉貨期，供應商包括雙鴻、CoolIT、Nedic 等業者，價格競爭態勢恐略顯增加。

管理層維持 2025 年營收將成長 50% 的預期，主要是來自水冷業務的強勁需求貢獻所帶動，伺服器業務可望成長一倍。目前客戶對於 HGX 伺服器需求仍強勁，因此水冷業務 2025 年將會維持高雙位數的成長態勢。

本中心預估雙鴻 2025 年營收 225 億元，年增 43%，低於公司財測的主要原因包括，1) GB200 需求比預期疲弱，且尚並未觀察到雙鴻進入 CSP 水冷板供應鏈；2) SMCI HGX 水冷供應商增加，不利供貨比重。預估 2025 年雙鴻的毛利率 26.5%，年增 1 個百分點；稅後淨利 27 億元，年增 40%，EPS 30.85 元。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	3,152	4,125	4,321	4.7%	37.1%	4,104	4,466	5.3%	-3.3%
營業毛利	771	928	1,062	14.4%	37.7%	1,146	1,169	-7.3%	-9.2%
營業利益	329	352	532	51.3%	61.5%	616	582	-13.7%	-8.6%
稅前利益	496	573	582	1.6%	17.3%	666	608	-12.6%	-4.3%
稅後淨利	396	467	465	-0.3%	17.7%	533	494	-12.7%	-5.8%
調整後 EPS (元)	4.60	5.42	5.31	-2.0%	15.6%	6.08	5.64	-12.7%	-5.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	24.5%	22.5%	24.6%	2.1	0.1	27.9%	26.2%	-3.3	-1.6
營業利益率	10.4%	8.5%	12.3%	3.8	1.9	15.0%	13.0%	-2.7	-0.7
稅後純益率	12.6%	11.3%	10.8%	-0.5	-1.8	13.0%	11.1%	-2.2	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 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

**RESHAPING THE FUTURE**  
The Power Behind Digital Transformation

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)	<1.09
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

## 2025 年美系 CSP 資本支出在高基期下，年增幅將放緩至 34%

在 ChatGPT 等 AI 應用陸續推出於市場，各大業者紛紛開始研發自有超級大模型，帶動 2024 年 AI 伺服器需求大幅成長，2024 年美國四大 CSP 業者資本支出年增 55%至 2,283 億美元。四大 CSP 業者積極採購 AI 伺服器，2024 年採購量大約達到 10 萬台 H100/H200 伺服器，為了能夠在資料中心放置更多的伺服器，CSP 業者增加許多供電系統、升級基礎設備，並且持續加蓋新資料中心以放置更多 AI 伺服器，強化自家大模型，未來即可推出相關的 AI 服務或軟體。

展望 2025 年，根據四大 CSP 業者的法說會指引，2025 年的資本支出將較 2024 年成長，雖然各業者 2025 年 GB200 採購需求暢旺，總金額可望超過 40 億美元，將帶動資本支出成長，但在 2024 年高基期下，年增幅將會放緩，預估四大 CSP 2025 年資本支出為 3,050 億美元，年增 34%。

圖 4：CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	31,485	32,251	52,535	75,000	77,888
Microsoft	24,768	35,202	55,552	67,573	74,369
Amazon	63,645	52,729	82,999	100,000	97,675
Meta	31,431	27,266	37,256	62,500	67,112
Total	151,329	147,448	228,342	305,073	317,044
YoY Growth (%)	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025	CY 2026
Google	27.8%	2.4%	62.9%	42.8%	3.9%
Microsoft	6.7%	42.1%	57.8%	21.6%	10.1%
Amazon	4.2%	-17.2%	57.4%	20.5%	-2.3%
Meta	68.7%	-13.3%	36.6%	67.8%	7.4%
Total	18.7%	-2.6%	54.9%	33.6%	3.9%

資料來源：元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

### 維持持有評等，目標價 740 元

本中心中性看待雙鴻，主因 1) 美系客戶新增數家水冷板供應商，加劇競爭態勢；2) GB200 水冷板尚未看到明顯的成果；3) GB300 有進 RVL 但仍需 ODM 認可。

本中心原先預期，雙鴻在 GB200 水冷零組件有機會打入多家 CSP 供應鏈，然而目前僅觀察到分歧管在陸續出貨，水冷板送樣後並未開始出貨。GB200 在水冷問題解決後，主要的供應商已從 Cooler Master 換成奇鋌，為避免水冷再有更多的疑慮，因此並沒有導入其餘廠商供應；CDU 部分僅供貨給 Meta，但該專案目前進度較緩，且初期恐將採用奇鋌的零組件為主，雙鴻出貨份額恐較低，因此整體出貨份額皆低於原先預期。

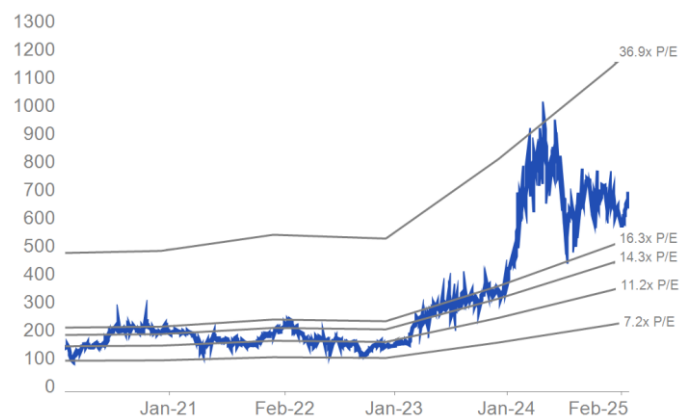
雙鴻的主要動能還是來自 SMCi HGX 水冷伺服器為主，考慮到 SMCi 水冷需求優於預期，2025 年 SMCi 的水冷伺服器展望較佳，整體水冷業務仍會有明顯的成長，加上 RTX50 系列顯卡需求大幅提升，上修 2025 年獲利 8%。本中心認為，雙鴻短期水冷貢獻將會陸續提升，但因為供應商增加的關係，恐會有價格壓力，營收成長幅度恐低於公司展望，因此維持雙鴻持有評等，目標價 740 元以 24 倍本益比及 2025 年 EPS 評價。

圖 5：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	22,491	19,074	27,831		17.9%	
營業毛利	5,961	5,439	7,591		9.6%	
營業利益	3,178	2,921	4,241		8.8%	
稅前利益	3,378	3,120	4,440		8.3%	
稅後淨利	2,702	2,496	3,552		8.3%	
調整後 EPS (元)	30.85	28.49	40.55		8.3%	
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	26.5%	28.5%	27.3%		-2.0	
營業利益率	14.1%	15.3%	15.2%		-1.2	
稅後純益率	12.0%	13.1%	12.8%		-1.1	

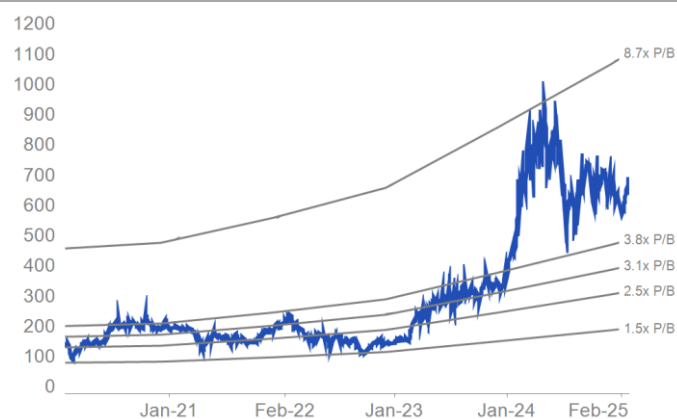
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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

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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
雙鴻	3324 TT	持有-超越 同業	695.0	1,929	21.98	30.85	40.55	31.6	22.5	17.1	53.6	40.3	31.5
國內同業													
奇鋌	3017 TT	買進	549.0	6,255	22.3	35.7	--	24.6	15.4	--	61.4	59.8	--
超眾	6230 TT	未評等	188.0	486	--	--	--	--	--	--	--	--	--
泰碩	3338 TT	未評等	61.0	163	3.6	6.2	--	17.1	9.8	--	28.3	74.2	--
建準	2421 TT	未評等	95.5	796	5.6	7.5	8.6	17.1	12.8	11.1	8.5	33.8	14.5
高力	8996 TT	持有-超越 同業	316.5	896	6.9	11.4	--	46.0	27.9	--	6.6	65.1	--
國內同業平均					9.6	15.2	8.6	26.2	16.5	11.1	26.2	58.2	14.5

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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
雙鴻	3324 TT	持有-超越 同業	695.0	1,929	21.1	25.0	27.0	104.08	123.34	150.02	6.7	5.6	4.6
國內同業													
奇鋌	3017 TT	買進	549.0	6,255	33.1	38.8	--	67.4	91.9	--	8.1	6.0	--
超眾	6230 TT	未評等	188.0	486	--	--	--	--	--	--	--	--	--
泰碩	3338 TT	未評等	61.0	163	--	--	--	--	--	--	--	--	--
建準	2421 TT	未評等	95.5	796	20.5	24.7	26.5	28.7	31.9	31.1	3.3	3.0	3.1
高力	8996 TT	持有-超越 同業	316.5	896	18.9	25.9	--	36.4	43.8	--	8.7	7.2	--
國內同業平均					24.2	29.8	26.5	44.2	55.9	31.1	6.7	5.4	3.1

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 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024A	FY2025F
營業收入	3,152	4,283	4,219	4,125	4,321	5,351	6,204	6,616	15,779	22,491
銷貨成本	(2,380)	(3,067)	(3,108)	(3,197)	(3,259)	(3,933)	(4,526)	(4,812)	(11,753)	(16,530)
營業毛利	771	1,216	1,111	928	1,062	1,418	1,677	1,804	4,026	5,961
營業費用	(442)	(529)	(568)	(576)	(530)	(640)	(775)	(838)	(2,115)	(2,783)
營業利益	329	687	543	352	532	778	902	966	1,911	3,178
業外利益	167	97	(29)	221	50	50	50	50	455	200
稅前純益	496	783	514	573	582	828	952	1,016	2,366	3,378
所得稅費用	(92)	(149)	(103)	(90)	(116)	(166)	(190)	(203)	(434)	(676)
少數股東權益	8	2	13	15	0	0	0	0	39	0
歸屬母公司稅後純益	396	632	398	467	465	662	762	813	1,893	2,702
調整後每股盈餘(NT\$)	4.60	7.34	4.63	5.42	5.31	7.56	8.70	9.28	21.98	30.85
調整後加權平均股數(百萬股)	86	86	86	86	88	88	88	88	86	88
重要比率										
營業毛利率	24.5%	28.4%	26.3%	22.5%	24.6%	26.5%	27.0%	27.3%	25.5%	26.5%
營業利益率	10.5%	16.0%	12.9%	8.5%	12.3%	14.5%	14.6%	14.6%	12.1%	14.1%
稅前純益率	15.7%	18.3%	12.2%	13.9%	13.5%	15.5%	15.4%	15.4%	15.0%	15.0%
稅後純益率	12.6%	14.8%	9.4%	11.3%	10.8%	12.4%	12.3%	12.3%	12.0%	12.0%
有效所得稅率	18.6%	19.1%	20.0%	15.7%	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%	18.3%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-5.8%	35.9%	-1.5%	-2.2%	4.7%	23.8%	15.9%	6.6%		
營業利益	-14.3%	108.6%	-20.9%	-35.2%	51.3%	46.2%	15.9%	7.1%		
稅後純益	77.0%	59.8%	-37.0%	17.2%	-0.3%	42.4%	15.1%	6.7%		
調整後每股盈餘	77.0%	59.7%	-37.0%	17.2%	-2.0%	42.3%	15.1%	6.6%		
年增率(%)										
營業收入	-3.9%	65.0%	20.8%	23.3%	37.1%	24.9%	47.0%	60.4%	24.1%	42.5%
營業利益	-9.9%	361.8%	13.6%	-8.5%	61.5%	13.3%	66.1%	174.4%	38.9%	66.3%
稅後純益	42.7%	164.1%	-19.0%	108.8%	17.7%	4.8%	91.3%	74.1%	55.8%	39.9%
調整後每股盈餘	42.7%	164.1%	-19.0%	108.8%	15.6%	3.0%	88.0%	71.0%	53.6%	40.3%

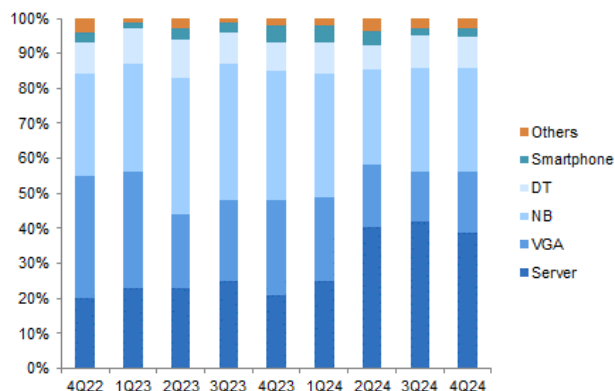
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 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。

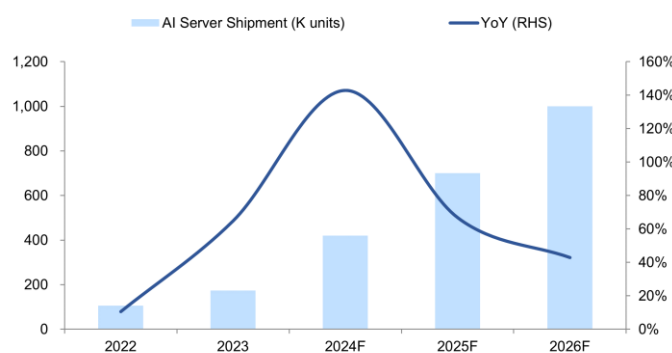
雙鴻 4Q24 營收比重分別為伺服器 39%、VGA 17%、NB 30%、DT 9%、其他 5%；主要競爭對手包含 Cooler Master、奇鋁、CoolIT、建準、健策等。

圖 11：營收組成



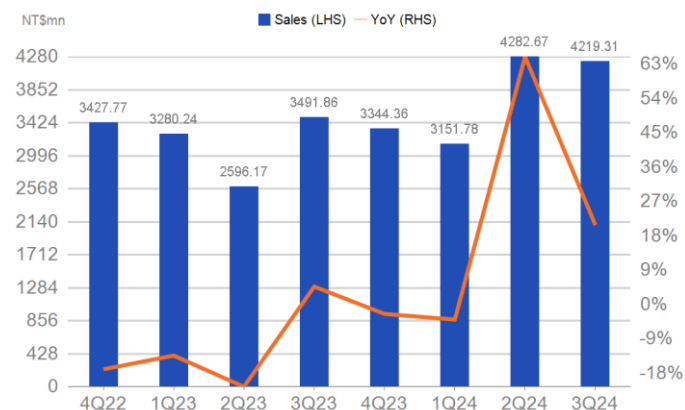
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：AI 伺服器預估



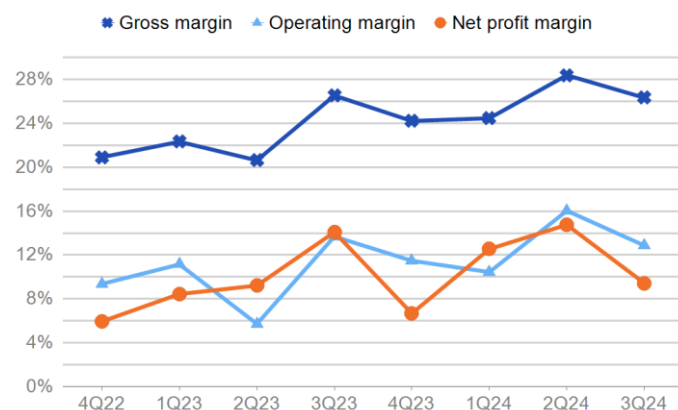
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



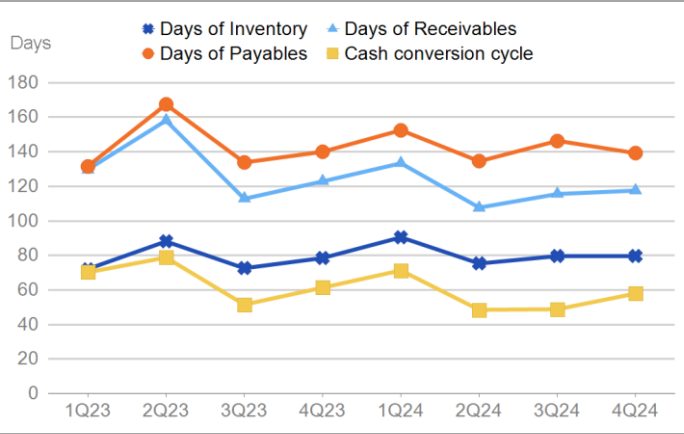
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



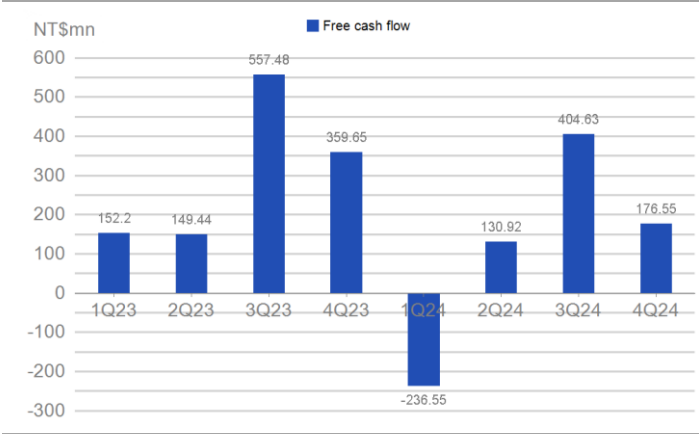
資料來源：CMoney、公司資料

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 (2025/2/26)

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)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
現金與短期投資	1,484	1,366	2,809	4,124	5,939
存貨	2,072	2,307	2,810	2,838	2,866
應收帳款及票據	4,490	4,419	5,429	5,483	5,538
其他流動資產	374	561	633	633	633
流動資產	8,420	8,653	11,680	13,078	14,975
採用權益法之投資	104	117	392	392	392
固定資產	2,715	3,126	4,083	4,550	5,012
無形資產	173	187	212	223	234
其他非流動資產	331	529	560	571	582
非流動資產	3,323	3,959	5,246	5,735	6,220
資產總額	11,743	12,612	16,926	18,813	21,195
應付帳款及票據	2,848	3,157	3,775	3,812	3,851
短期借款	432	126	192	198	203
什項負債	2,340	1,505	1,935	1,935	1,935
流動負債	5,620	4,787	5,902	5,945	5,989
長期借款	255	172	1,675	1,675	1,675
其他負債及準備	58	786	62	62	62
長期負債	313	959	1,736	1,736	1,736
負債總額	5,933	5,745	7,638	7,682	7,726
股本	884	895	918	918	918
資本公積	1,307	1,674	2,275	2,275	2,275
保留盈餘	3,885	4,558	5,858	7,643	9,921
什項權益	(510)	(491)	(90)	(31)	28
歸屬母公司之權益	5,566	6,635	8,961	10,804	13,142
非控制權益	244	231	327	327	327
股東權益總額	5,810	6,866	9,288	11,131	13,469

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)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
本期純益	1,287	1,239	1,931	2,702	3,552
折舊及攤提	536	470	509	576	581
本期營運資金變動	(751)	135	(825)	(45)	(45)
其他營業資產 及負債變動	169	127	28	0	0
營運活動之現金流量	1,240	1,971	1,643	3,233	4,088
資本支出	(569)	(752)	(1,436)	(1,000)	(1,000)
本期長期投資變動	17	14	(86)	0	0
其他資產變動	(80)	(315)	(45)	0	0
投資活動之現金流量	(633)	(1,053)	(1,567)	(1,000)	(1,000)
股本變動	0	11	167	0	0
本期負債變動	(61)	(386)	1,608	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(517)	(577)	(571)	(918)	(1,274)
其他調整數	(52)	(54)	160	0	0
融資活動之現金流量	(629)	(1,007)	1,364	(918)	(1,274)
匯率影響數	12	(29)	3	0	0
本期產生現金流量	(10)	(118)	1,443	1,315	1,814
自由現金流量	671	1,219	208	2,233	3,088

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	13,857	12,713	15,779	22,491	27,831
銷貨成本	(11,135)	(9,708)	(11,753)	(16,530)	(20,241)
營業毛利	2,722	3,005	4,026	5,961	7,591
營業費用	(1,549)	(1,629)	(2,115)	(2,783)	(3,350)
推銷費用	(461)	(449)	(600)	(830)	(1,220)
研究費用	(634)	(678)	(914)	(1,240)	(1,240)
管理費用	(453)	(502)	(601)	(713)	(890)
其他費用	(1)	0	0	0	0
營業利益	1,173	1,376	1,911	3,178	4,241
利息收入	10	23	40	60	60
利息費用	(38)	26	(22)	(36)	(36)
利息收入淨額	(28)	(4)	18	24	24
投資利益(損失)淨額	10	(2)	0	0	0
匯兌損益	273	57	94	0	0
其他業外收入(支出)淨額	200	139	343	175	175
稅前純益	1,628	1,568	2,366	3,378	4,440
所得稅費用	(341)	(329)	(434)	(676)	(888)
少數股權淨利	23	7	39	0	0
歸屬母公司之稅後純益	1,264	1,232	1,893	2,702	3,552
稅前息前折舊攤銷前淨利	2,203	2,066	1,401	2,603	3,660
調整後每股盈餘 (NT\$)	14.68	14.31	21.98	30.85	40.55

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	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	(2.8)	(8.3)	24.1	42.5	23.7
營業利益	(14.9)	17.3	38.9	66.3	33.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	12.1	(6.2)	(32.2)	85.8	40.6
稅後純益	11.5	(3.7)	55.8	39.9	31.5
調整後每股盈餘	11.9	(2.5)	53.6	40.3	31.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.7	23.6	25.5	26.5	27.3
營業利益率	8.5	10.8	12.1	14.1	15.2
稅前息前淨利率	11.5	12.3	12.1	14.1	15.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	15.9	16.3	8.9	11.6	13.2
稅前純益率	11.8	12.3	15.0	15.0	16.0
稅後純益率	9.1	9.7	12.0	12.0	12.8
資產報酬率	10.9	10.2	11.4	14.4	16.8
股東權益報酬率	24.0	19.6	21.1	25.0	27.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	102.1	83.7	82.2	69.0	57.4
淨負債權益比(%)	(13.7)	(15.6)	(10.1)	(20.2)	(30.2)
利息保障倍數 (倍)	44.1	60.6	110.7	95.6	125.3
流動比率 (%)	149.8	180.8	197.9	220.0	250.0
速動比率 (%)	113.0	132.6	150.3	172.2	202.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(797)	(1,068)	(942)	(2,252)	(4,061)
調整後每股淨值 (NT\$)	62.96	74.14	104.08	123.34	150.02
評價指標 (倍)					
本益比	47.4	48.6	31.6	22.5	17.1
股價自由現金流量比	91.2	50.2	294.0	27.4	19.8
股價淨值比	11.0	9.4	6.7	5.6	4.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	27.8	29.6	43.7	23.5	16.7
股價營收比	4.4	4.8	3.9	2.7	2.2

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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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

© {2025} 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>.