



## 研究報告

產業：散熱

## 雙鴻(3324.TT)

買進(維持)

TP：830

下修 25Q1 預估，惟看好水冷需求帶動全年營運成長

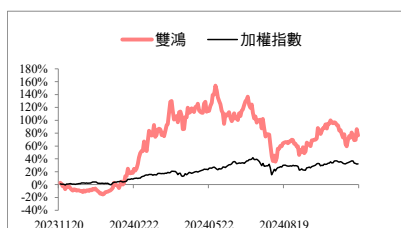
## 核心觀點

因應 GB200 系統組裝廠良率低於預期而下修 25Q1 營收、獲利預估，不過仍看好雙鴻獲得 5 大美系 CSP 客戶訂單，並為美系品牌客戶主要供應商，故維持「買進」評等。

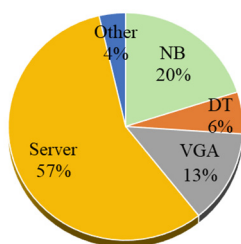
## 交易資料

收盤價	689.00
市值(億元)	631.10
流通在外股數(百萬股)	91.50
本益比	18.34
股價淨值比	6.41
240 日股價(低/均/高)	488/700.2/965
60 日均成交額(百萬元)	1708.02

## 相對報酬率



## 2025年產品比重預估



## CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均總分	企業治理	社會承諾	環境參與	永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

## 2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上櫃公司	36%至 50%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	61%至 100%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

## 重要訊息

雙鴻公布24Q4財報，EPS為5.17元，低於預期。

## 玉山觀點

**水冷佔比下滑，拖累毛利率走低。**雙鴻24Q4營收41.3億元，QoQ-2.2%、YoY+23.4%，營收達成率102%，符合預期，惟受限於主要美系品牌客戶進入產品轉換週期導致水冷營收佔比降至8%，產品組合轉差拖累毛利率下滑3.9ppt至22.5%，所幸認列匯兌利益1.7億元，EPS僅略低於預期。

**顯卡換代升級，預估VGA散熱營收成長兩成。**雙鴻1月營收13.7億元，MoM+1%、YoY+7.5%，營收達成率僅25%，係因美系品牌客戶拿到晶片時間較晚，且其餘CSP客戶因應系統組裝廠良率低於預期拉貨速度放緩，水冷營收佔比僅約10%，而2、3月將開始出貨美系兩間CSP的水冷產品，故下修25Q1營收至42.7億元，另外預期水冷營收佔比將回升至15%，推升毛利率回升至24.1%，稅後EPS為3.72元。

**雙鴻獲得主要美系CSP客戶訂單，供貨比重約2成。**雙鴻原先透過美系品牌廠接觸CSP客戶，今年直接與客戶接觸，目前已獲得前5大CSP訂單，且因CDM率先通過RVL認證，已於1月開始出貨Microsoft，其餘CSP客戶方面，出貨產品包含水冷板、CDM、Side Car，預估Meta、Oracle、AWS供貨比重約2成。美系品牌客戶方面，因其B200 HGX大部分為水冷設計，雙鴻供貨約為5成，GB200則因美系品牌客戶需求量較少，則預期為水冷板、CDM獨家供應商，推算2025年水冷比重將提升至40%。VGA則為另一成長動能，因RTX 50系列功耗提升，開始導入VC設計推升ASP，預估VGA業務將年增逾2成。

## 投資建議

因應GB200系統組裝廠良率低於預期而下修25Q1營收、獲利預估，不過仍看好雙鴻獲得5大美系CSP客戶訂單，並為美系品牌客戶主要供應商，營收仍具成長動能，綜合以上，調整全年EPS預估至37.57元，維持「買進」評等，目標價830元(22倍PER\*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	15,779	4,273	5,299	6,577	8,032	24,181
YoY	24.1%	35.6%	23.7%	55.9%	94.7%	53.2%
毛利率	25.5%	24.1%	27.5%	28.7%	29.9%	28.0%
營益率	12.1%	9.6%	15.7%	19.2%	21.9%	17.6%
稅後淨利	1,893	340	681	1,006	1,412	3,439
EPS(元)	21.15	3.72	7.44	10.99	15.43	37.57

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	4,273	5,299	4,578	5,972	(6.66)	(11.28)
毛利	1,031	1,458	1,279	1,733	(19.37)	(15.88)
營業利益	411	830	820	1,025	(49.93)	(19.02)
稅前淨利	435	853	844	1,048	(48.51)	(18.56)
稅後淨利	340	681	661	836	(48.50)	(18.58)
每股盈餘(元)	3.72	7.44	7.24	9.15	(48.63)	(18.73)
財務比率(%)						
毛利率	24.14	27.51	27.49	29.01	(12.22)	(5.16)
營益率	9.61	15.66	17.92	17.16	(46.38)	(8.71)
淨利率	10.17	16.11	18.44	17.55	(44.85)	(8.22)

資料來源：玉山投顧(2025/02)

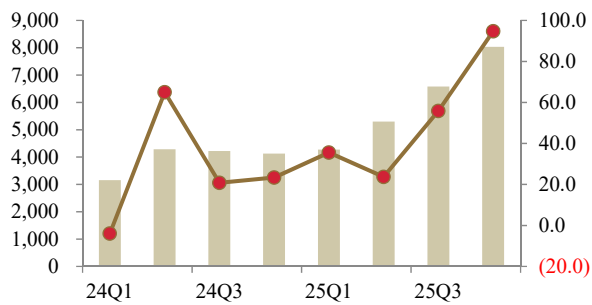
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	3,152	4,283	4,219	4,125	15,779	4,273	5,299	6,577	8,032	24,181
營業毛利	771	1,216	1,111	928	4,026	1,031	1,458	1,886	2,400	6,776
營業費用	442	529	568	576	2,115	621	628	623	640	2,511
營業利益	329	687	543	352	1,911	411	830	1,264	1,760	4,265
淨業外收支	167	97	(29)	221	455	24	23	33	64	144
稅前淨利	496	783	514	573	2,366	435	853	1,297	1,824	4,409
稅後淨利	396	632	398	467	1,893	340	681	1,006	1,412	3,439
EPS(元)	4.46	7.10	4.42	5.17	21.15	3.72	7.44	10.99	15.43	37.57
財務比率										
毛利率	24.47	28.39	26.34	22.49	25.52	24.14	27.51	28.68	29.88	28.02
營業利益率	10.45	16.04	12.87	8.52	12.11	9.61	15.66	19.22	21.91	17.64
稅前淨利率	15.74	18.29	12.17	13.88	14.99	10.17	16.11	19.72	22.70	18.23
YoY(%)										
營業收入	(3.92)	64.96	20.83	23.35	24.12	35.57	23.72	55.87	94.72	53.25
營業毛利	5.28	127.02	19.91	14.54	33.98	33.71	19.93	69.76	158.71	68.30
營業利益	(9.94)	361.79	13.64	(8.47)	38.82	24.71	20.86	132.72	400.73	123.21
稅前淨利	40.71	161.48	(14.22)	80.74	50.89	(12.42)	8.96	152.54	218.50	86.37
稅後淨利	42.7	164.14	(19.03)	108.84	53.65	(13.96)	7.70	152.49	202.54	81.70
QoQ(%)										
營業收入	(5.76)	35.88	(1.48)	(2.23)		3.58	24.00	24.12	22.14	
營業毛利	(4.79)	57.61	(8.58)	(16.51)		11.15	41.36	29.40	27.25	
營業利益	(14.27)	108.58	(20.91)	(35.28)		16.81	102.14	52.28	39.26	
稅前淨利	56.62	57.87	(34.42)	11.47		(24.11)	96.40	51.99	40.59	
稅後淨利	76.96	59.75	(36.99)	17.24		(27.09)	99.96	47.73	40.47	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

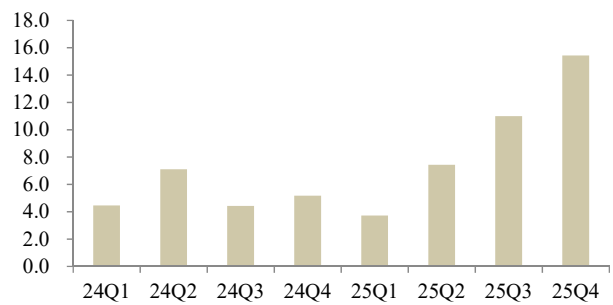
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



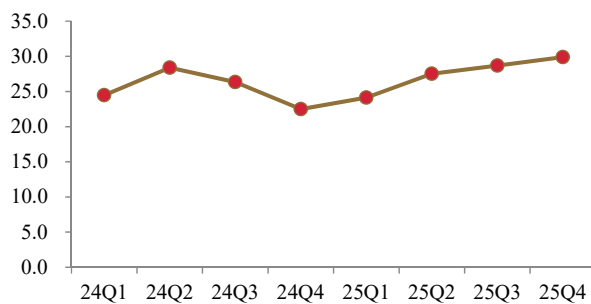
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



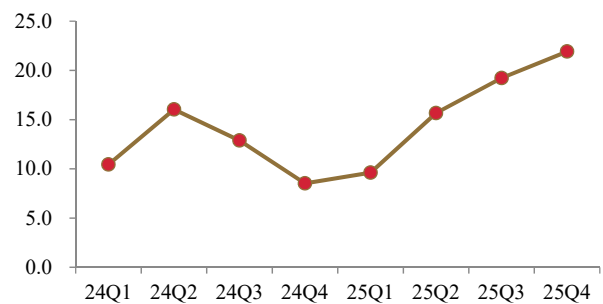
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



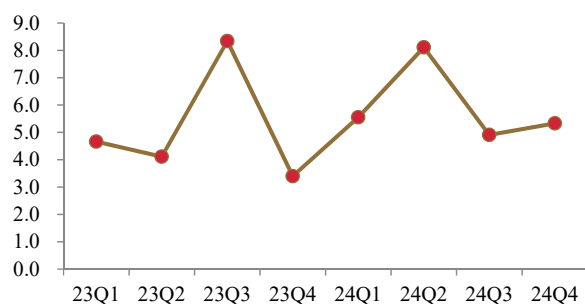
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



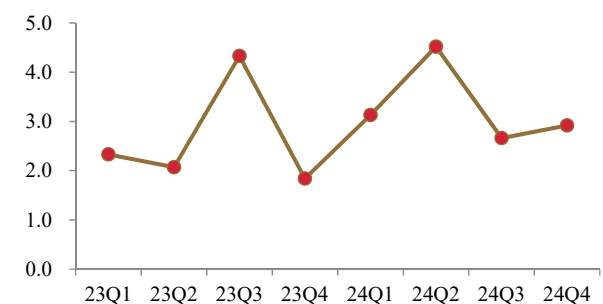
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

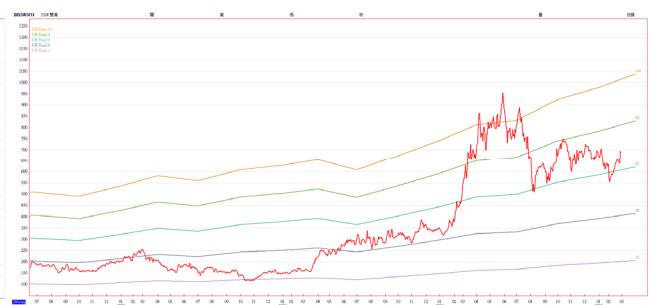
(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2025/02)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	13,857	12,713	15,779	24,181
營業成本	11,135	9,708	11,753	17,405
營業毛利	2,722	3,005	4,026	6,776
營業費用	1,549	1,629	2,115	2,511
營業利益	1,173	1,376	1,911	4,265
營業外收支淨額	455	191	455	144
稅前淨利	1,628	1,568	2,366	4,409
稅後淨利	1,264	1,232	1,893	3,439
普通股股本	884	884	915	915
EPS(元)	14.68	14.27	21.15	37.57
年成長率				
營收	-2.8%	-8.3%	24.1%	53.2%
營業利益	-14.9%	17.3%	38.8%	123.2%
稅前淨利	14.5%	-3.7%	50.9%	86.4%
母公司稅後淨利	11.6%	-2.5%	53.6%	81.7%
獲利能力比率				
毛利率	19.6%	23.6%	25.5%	28.0%
營業利益率	8.5%	10.8%	12.1%	17.6%
稅前淨利率	11.7%	12.3%	15.0%	18.2%
稅後淨利率	9.1%	9.7%	12.0%	14.2%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	8,420	8,653	11,680	17,562
現金及約當現金	1,484	1,366	2,809	4,304
存貨	2,072	2,307	2,810	4,305
應收帳款及票據	4,490	4,419	5,429	8,319
其他流動資產	374	561	633	633
長期投資	104	117	135	135
固定資產	2,715	3,126	4,083	4,642
其他長期資產	504	715	1,029	1,029
資產總額	11,743	12,612	16,926	23,368
流動負債	5,620	4,787	5,902	10,853
應付帳款及票據	2,834	3,130	3,756	5,755
短期借款	432	126	192	294
什項負債	2,354	1,531	1,954	3,594
非流動負債	313	959	1,736	3,171
負債總額	5,933	5,745	7,638	14,024
普通股股本	884	884	915	915
資本公積	1,307	1,674	2,275	2,275
保留盈餘	3,885	4,558	5,858	7,750
股東權益總額	5,566	6,635	8,961	9,344

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	1,628	1,568	2,366	4,409
折舊及攤提費用	536	470	509	487
本期營運資金變動	-769	301	-663	-2,387
其他項目	-155	-368	-568	-871
營運活動之現金流量	1,240	1,971	1,643	1,638
資本支出	-569	-752	-1,168	-1,046
本期長期投資變動	0	0	-22	0
其他項目	-63	-301	-377	238
投資活動之現金流量	-633	-1,053	-1,567	-808
短期借款及票券變動	-71	-305	65	102
舉措/償還長期借款	10	-81	46	1,435
發行/償還公司債	0	0	1,498	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-517	-577	-571	-871
其他項目	0	162	0	0
融資活動之現金流量	-629	-1,007	1,364	666
匯率影響數	12	-29	3	0
本期現金流量	-10	-118	1,443	1,496
期末現金及約當現金	1,484	1,366	2,809	4,304

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	50.5%	45.6%	45.1%	60.0%
槓桿比率	106.6%	86.6%	85.2%	150.1%
流動比率	149.8%	180.8%	197.9%	161.8%
速動比率	113.0%	132.6%	150.3%	122.1%
存貨週轉率(次)	5.10	4.43	4.59	4.89
存貨週轉天數	70.54	81.19	78.36	73.58
應收帳款週轉率(次)	2.57	2.53	2.59	2.49
應收帳款週轉天數	120.36	122.35	130.02	102.34
總資產週轉率(次)	1.18	1.01	0.93	1.03
淨值週轉率(次)	2.49	1.92	1.76	2.59
股東權益報酬率	24.5%	20.2%	24.3%	37.6%
總資產報酬率	10.9%	10.2%	13.1%	17.1%
OCF/流動負債	22.1%	41.2%	27.8%	15.1%
每股比率				
每股淨值(元)	62.96	74.14	97.83	102.09
每股營收(元)	156.76	143.76	172.40	264.19
每股盈餘(元)	14.68	14.27	21.15	37.57
每股現金股利(元)	6.61	6.42	9.52	16.91
現金股利配發率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

邀請過去3年內有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法