雙鴻 (3324 TT) Auras

水冷產品回歸供貨名單

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT$2000.0

收盤價 (2026/09/23)：NT$1595.0
隱含漲幅：25.4%

營收組成 (2Q26)

Server 78%、VGA 4%、NB 12%、DT 5%、Others 1%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT$)	2000	1280
2026年營收 (NT$/十億)	38.3	35.8
2026年EPS	58.5	51.1

交易資料表

市值	NT$148,490百萬元
外資持股比率	41.3%
董監持股比率	19.0%
調整後每股淨值 (2026F)	NT$169.77
負債比	59.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT$百萬元)

年初至12月	2024A	2025A	2026F	2027F
營業收入	15,779	23,276	38,281	46,661
營業利益	1,911	3,259	7,086	10,636
稅後純益	1,893	2,572	5,445	8,453
EPS (元)	21.23	28.26	58.51	90.82
EPS YoY (%)	48.6	33.1	107.1	55.2
本益比 (倍)	75.1	56.5	27.3	17.6
股價淨值比 (倍)	16.3	13.4	9.4	6.6
ROE (%)	23.9	26.0	34.5	37.7
現金殖利率 (%)	0.6%	0.8%	1.7%	2.6%
現金股利 (元)	10.00	11.90	26.37	40.87

蘇子錚
Alex.Su@yuanta.com

劉東萌
miketmliu@yuanta.com

元大觀點

- **Rubin 水冷產品預計 4Q26 開始量產，其重返供應鏈可望維持其 manifold 供貨份額，預計 4Q26 營收季增 12%。**
- **管理層表示，預計取得 ASIC 業者水冷訂單，並且 AMD MI400 產品也將開始出貨，預計明年水冷營收比重將持續增加。**
- **重返供應鏈名單，水冷產品份額預期可維持，維持買進評等，目標價 2,000 元，以 22 倍本益比的 2027 年預估 EPS 推得。**

水冷產品出貨持續增溫

雙鴻 7-8 月營收 69 億元，主要受惠於水冷產品出貨提升，加上 6 月出貨訂單遞延至本季度認列，帶動營收明顯成長，管理層預期 3Q26 營收將成長中高雙位數，預期水冷產品出貨量及營收比重將會持續提升，並帶動產品組合好轉。預估 3Q26 營收 99 億、季增 14%，毛利率 30.8%、季增 2.4 個百分點，EPS 16.24 元、季增 56%。展望 4Q26，受惠於雙鴻的水冷產品回歸 NV 供應鏈名單，相關產品包括 Rack manifold、inner manifold 等產品皆會開始量產，水冷營收比重將再次提升，預估 4Q26 營收 111 億、季增 12%，毛利率 31.2%、季增 0.4 個百分點，EPS 19.35 元、季增 19%。

ASIC 客戶有望挹注明年營運

管理層表示，目前已經有取得數家 CSP ASIC 業者的水冷產品訂單，manifold 產品皆有取得，預計 4Q26 開始可以量產出貨；另外，AMD MI400 除 CSP 客戶外，企業客戶也有出貨，預計明年 AMD 營收貢獻達雙位數。我們認為，AMD、ASIC 水冷板每層 Compute Tray 已經達到 3,000 美元左右，明年開始 ASIC 業者的晶片皆會開始放量，有助於水冷產業產值大幅提升，且未來有機會採用兩面式水冷板，也將帶動水冷單價提升。雙鴻表示取得 ASIC 訂單，可望將水冷業務再次推升，且公司也預計明年 CDU 業務大幅成長，預估 2027 年營收 466 億、年增 22%，EPS 90.8 元、年增 55%。

水冷重回供應名單，水冷業務有望優於預期

受惠於水冷產品重回供應鏈名單，加上未來水冷產品用量及趨勢持續向上，我們上修雙鴻 2026/27 年獲利 15%/35%，認為水冷需求維持不變，且明年開始 ASIC 也將大量採用水冷設計，帶動雙鴻成長，維持買進評等，目標價調升至 2,000 元，以 22 倍本益比的 2027 年預估 EPS 評價。

營運分析

水冷產品出貨持續增溫

雙鴻 7-8 月營收 69 億元，主要受惠於水冷產品出貨提升，加上 6 月出貨訂單遞延至本季度認列，帶動營收明顯成長，管理層預期 3Q26 營收將成長中高雙位數，預期水冷產品出貨量及營收比重將會持續提升，並帶動產品組合好轉。預估 3Q26 營收 99 億、季增 14%，毛利率 30.8%、季增 2.4 個百分點，EPS 16.24 元、季增 56%。

展望 4Q26，受惠於雙鴻的水冷產品回歸 NV 供應鏈名單，相關產品包括 Rack manifold、inner manifold 等產品皆會開始量產，其出貨份額有望佔到 30%，水冷營收比重將再次提升；另外，目前 CDU 營收比重僅 5%，預計明年將會提升至雙位數，預估 4Q26 營收 111 億、季增 12%，毛利率 31.2%、季增 0.4 個百分點，EPS 19.35 元、季增 19%。

圖 1：2026 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q25A	2Q26A	3Q26F	季增率	年增率	3Q26F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	5,958	8,700	9,934	14.2%	66.7%	9,609	10,255	3.4%	-3.1%
營業毛利	1,773	2,472	3,056	23.6%	72.4%	2,952	3,068	3.5%	-0.4%
營業利益	992	1,390	1,906	37.1%	92.1%	1,802	1,913	5.8%	-0.3%
稅前利益	1,205	1,317	1,951	48.2%	62.0%	1,847	1,942	5.7%	0.5%
稅後淨利	974	969	1,511	56.0%	55.2%	1,428	1,497	5.8%	0.9%
調整後 EPS (元)	10.66	10.41	16.24	56.0%	52.2%	15.34	16.08	5.8%	0.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	29.8%	28.4%	30.8%	2.4	1.0	30.7%	29.9%	0.0	0.9
營業利益率	16.7%	16.0%	19.2%	3.2	2.5	18.8%	18.7%	0.4	0.5
稅後純益率	16.3%	11.1%	15.2%	4.1	-1.1	14.9%	14.6%	0.4	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2026 年第 4 季財測與預估比較

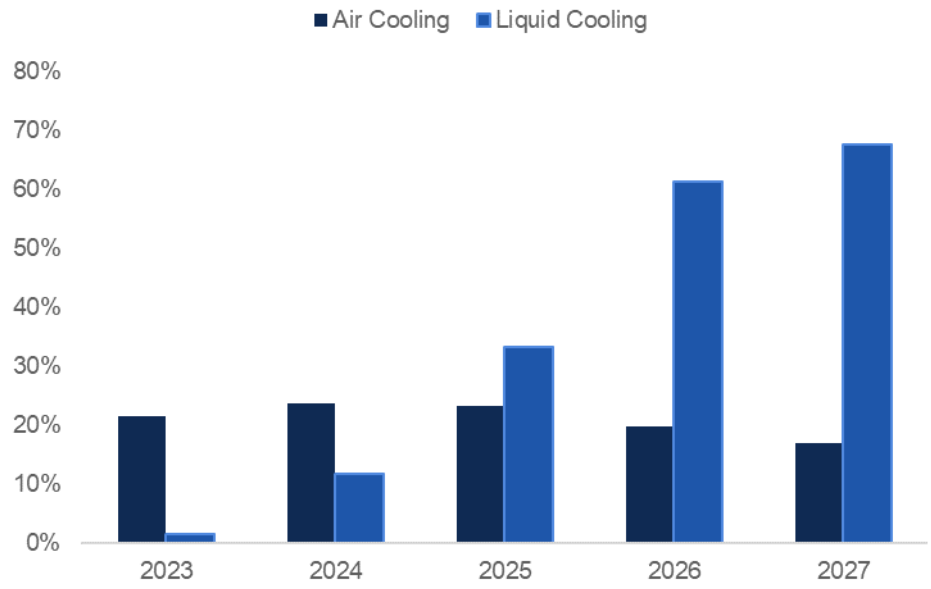
(百萬元)	4Q25A	3Q26F	4Q26F	季增率	年增率	4Q26F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	7,597	9,934	11,095	11.7%	46.0%	8,925	11,018	24.3%	0.7%
營業毛利	2,004	3,056	3,459	13.2%	72.6%	2,700	3,286	28.1%	5.3%
營業利益	1,069	1,906	2,269	19.0%	112.2%	1,510	2,093	50.3%	8.4%
稅前利益	1,196	1,951	2,314	18.6%	93.6%	1,555	2,118	48.8%	9.3%
稅後淨利	929	1,511	1,801	19.2%	93.9%	1,194	1,635	50.9%	10.2%
調整後 EPS (元)	10.21	16.24	19.35	19.2%	89.6%	12.83	17.57	50.9%	10.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	26.4%	30.8%	31.2%	0.4	4.8	30.3%	29.8%	0.9	1.4
營業利益率	14.1%	19.2%	20.5%	1.3	6.4	16.9%	19.0%	3.5	1.5
稅後純益率	12.2%	15.2%	16.2%	1.0	4.0	13.4%	14.8%	2.9	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

ASIC 客戶有望挹注明年營運

管理層表示，目前已經有取得數家 CSP ASIC 業者的水冷產品訂單，manifold 產品皆有取得，預計 4Q26 開始可以量產出貨；另外，AMD MI400 除 CSP 客戶外，企業客戶也有出貨，預計明年 AMD 營收貢獻達雙位數。我們認為，AMD、ASIC 水冷板每層 Compute Tray 已經達到 3,000 美元左右，明年開始 ASIC 業者的晶片皆會開始放量，有助於水冷產業產值大幅提升，且未來有機會採用兩面式水冷板，也將帶動水冷單價提升。雙鴻表示取得 ASIC 訂單，可望將水冷業務再次推升，且公司也預計明年 CDU 業務大幅成長，預估 2027 年營收 466 億、年增 22%，EPS 90.8 元、年增 55%。

圖 3：雙鴻 2023-27 年氣水冷營收比重預估



資料來源：元大投顧整理

產業概況

AI、ASIC、通用型強勢出擊，2026 年美系 CSP 資本支出估年增 91%

在 ChatGPT 等 AI 應用陸續推向市場，各大業者紛紛開始研發自有超級大模型，包括 Gemini (Google)、Claude (Anthropic)、Llama (Meta) 等，各大品牌開始大舉投入大型語言模型(LLM)市場，且每一個產品的智慧皆持續提高，部分消費者也陸續從 ChatGPT 陣營轉移至 Gemini 陣營，反映出消費者開始逐漸提升對 AI 的黏著度。根據 Grand View Research 調查，2024 年全球 AI 市場營收約 2,792 億美元，預估 2030 年市場規模超過 3 兆美元，擁有超過 30% 的年複合增長率。

面對這爆發性的長期成長趨勢，CSP 業者(Amazon、Microsoft、Google、Meta)在法說會上一致強調，AI 投資已轉變為一項橫跨 2026 年的結構性戰略，CSP 大廠不僅持續擴大對 GB300 等次世代 AI 伺服器的採購，更將重點放在資料中心基礎設施的長期戰略規劃，以應對 AI 運算對電力及散熱系統強勁成長的需求，確保未來數年內擁有足夠的能源與容量來支持持續迭代的大模型部署。本中心認為，2026 年美國四大 CSP 資本支出將年增 91%，且將有一半的成長來自於資料中心建置，代表了資料中心的不足及未來伺服器需求。明年不僅僅是 NVIDIA GB300 的天下，AWS、Google、Meta ASIC 的崛起也將是一大關鍵，其中又以 Google TPU 需求最為強勁，已經有兩個客戶預計將採購 TPU。

另外，受惠於 AI 訓練與推論需求爆發的連帶效應，本中心預估 2026 年通用型伺服器出貨量將年增 23%，其中以存儲型伺服器需求最為強勁。隨著生成式 AI 應用普及和使用者數量暴增，CSP 等業者必須不斷擴充容量，且不僅限於高階 GPU 伺服器，龐大的 AI 模型訓練和推論在使用狀態中將消耗大量的數據(DATA)，使得存儲型伺服器的需求大增。

圖 4：CSP 資本支出預估

CAPEX (US$mn)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Amazon	63,645	52,729	82,999	131,819	211,086	259,326
Meta	31,431	27,266	37,256	69,691	137,590	191,450
Microsoft	24,768	35,202	55,552	83,094	158,679	205,407
Google	31,485	32,251	52,535	91,447	201,579	301,654
Oracle	6,678	6,935	10,745	35,477	76,730	99,303
Total	**158,007**	**154,383**	**239,087**	**411,528**	**785,664**	**1,057,141**
YoY (%)	**CY 2022**	**CY 2023**	**CY 2024**	**CY 2025**	**CY 2026**	**CY 2027**
Amazon	58.3%	-17.2%	57.4%	58.8%	60.1%	22.9%
Meta	35.4%	-13.3%	36.6%	87.1%	97.4%	39.1%
Microsoft	-59.4%	42.1%	57.8%	49.6%	91.0%	29.4%
Google	69.0%	2.4%	62.9%	74.1%	120.4%	49.6%
Oracle	97.4%	3.8%	54.9%	230.2%	116.3%	29.4%
Total	**20.3%**	**-2.3%**	**54.9%**	**72.1%**	**90.9%**	**34.6%**

資料來源：元大投顧整理

ASIC 進入高速成長期，GPU 需求仍維持擴張

從 AI 晶片預期出貨來看，GPU 與 ASIC 需求均持續成長，但 2026 年後 ASIC 成長動能明顯加速。Nvidia GPU 出貨量預估由 2025 年 565.7 萬顆增至 2026 年 650 萬顆、2027 年 850 萬顆，年增 17%及 34%；AMD 亦由 2025 年 90 萬顆增至 2027 年 180 萬顆，顯示通用 GPU 算力需求仍維持成長。

相較之下，ASIC 受惠 CSP 加速自研晶片及導入規模擴大，總出貨量預估由 2025 年 380 萬顆大幅增至 2026 年 725 萬顆、2027 年 1,360 萬顆，年增率達 91%及 88%，成長速度明顯高於 GPU。其中 Google 仍為最大 ASIC 使用者，2027 年用量預估達 800 萬顆，AWS 亦增至 320 萬顆，Microsoft 及 Meta 同步擴大部署。我們認為，在資料中心電力逐漸成為算力擴張瓶頸下，CSP 將更重視每瓦運算效能及整體運算成本，ASIC 針對特定運算工作的效率優勢有望推升滲透率，惟 GPU 憑藉通用性及軟體生態系優勢，仍將維持重要地位。

圖 5：GPU/ASIC 出貨量預估

	2023	2024	2025	2026	2027
Nvidia (K units)	1,462	4,056	5,657	6,500	8,500
AMD	200	600	900	1,200	1,800
GPU YoY		180%	41%	17%	34%
MSFT	12	22	0	100	350
Google	1,450	2,050	2,100	4,300	8,000
AWS	650	775	1,600	2,200	3,200
Meta	200	120	100	350	700
Others	0	0	0	300	1,350
Total ASIC (K units)	2,312	2,967	3,800	7,250	13,600
Total ASIC YoY		28%	28%	91%	88%

資料來源：元大投顧

受惠於 xAI 強勁需求，預估下半年 GB300 出貨量明顯成長

根據供應鏈調查，xAI 近期對兩家組裝廠上修 GB300 訂單約 1.3 萬櫃，出貨時程將會落在 3Q26-1Q27，其中 Supermicro 得到的訂單較為明顯，該 GB300 採用 in Rack CDU 較標準品 GB300 略不同，需要搭配風冷背門運作(Fan Door or RDHx)。我們上修 2026 年 GB300 出貨量至 6.8 萬櫃，並預期 VR200 出貨量為 2,000 櫃，這次主要受惠的供應商為 Supermicro 及緯創的相關供應鏈。

VR200 的部分，受到晶片封裝段的些微調整，出貨時程略為遞延，原先小量產時程落在 8-9 月，但目前有調整至 9-10 月，約延後 1 個月，影響有限，我們預估 2026 年的 VR 出貨量為 2,000 櫃；另外，我們觀察到和碩有取得來自 xAI 的 VR200 訂單，預計 2Q27 開始出貨，出貨量可望達上千櫃。

圖 6：GB 系列供應鏈及 2026 年出貨量預估

Brands	SI Suppliers	Shipment (K units)	Cold Plate	CDU	CDM	PUMP
Microsoft	HH/Quanta	13.0	AVC	Ingrasys Delta	Delta AVC Auras	Panasonic AVC
Oracle	HH/Quanta/Wiwynn	8.0	AVC Auras FTC	Delta	Delta Auras	
Google	Quanta	4.0	AVC	Delta Nvent	CoolIT AVC	
Amazon	Quanta	5.0	AVC Auras	BOYD Vertiv Delta	Delta AVC	
Meta	Quanta	8.0	AVC	Delta UNEEC WTP	CM AVC UNEEC	
DELL	Wistron/Compal	15.0	AVC Auras	Vertiv	Auras	
SMCI+Others		15.0	Auras CM		Kaori Auras	

資料來源：元大投顧預估

VR 時程略遞延，預計 4Q26 小量產

Nvidia 新一代 AI 伺服器 GB300 自 4Q25 開始小量生產，其零組件包括水冷、PCB 等皆於 3Q25 開始出貨，為組裝廠在 4Q25 量產做準備。GB300 為 Blackwell 系列之一，在連接器、板材、散熱等規格或用量上皆較 GB200 略提升。首先，B300 維持採用石墨烯均熱片封裝設計，均熱片繼續採沙漏形結構，以降低 TIM1 貼合不良率；此外，水冷板、水冷頭的水冷相關零組件因熱功耗的關係使用量提高，GB300 NVL72 仍是採用 18 層 Compute Tray 及 9 層 Switch Tray，每層 Compute Tray 包含兩組 Bianca 架構(2 GPU、1 CPU)，仍維持 2 大片水冷板設計，但 Switch Tray 的部分有所變化，從原先的 2 片水冷板及無水冷頭，變更為 3 片水冷板及 9 組水冷頭，預估 GB300 每櫃散熱價值較 GB200 成長 20%。

Vera Rubin (VR200)平台預計 4Q26 登場，主要挑戰為 GPU 功耗的躍升，VR200 的 GPU 最大 TDP 預計將從 GB300 的約 1.4kW 飆升至 1.8kW，使資料中心的總用電量再次提升。為因應機櫃總功耗的急劇增加，電源架構將會再次升級，預計價格將成長 95%；散熱方面，水冷散熱技術成為標配，且原先在 GB300 仍是採水氣冷散熱併行，VR200 將採全水冷散熱，SOCAMM、GPU、CPU 等相關零組件皆以水冷板覆蓋散熱，成為 VR200 機櫃的標準配置，特別是 Compute Tray 因小型水冷板用量提升，總價值可望成長 30%，且原先 Compute Tray 主要採用 UQD 水冷接頭，預計 VR200 將改採 90% NVQD、10% UQD，體現出對電力和散熱系統的極致要求。

獲利調整與股票評價

維持買進評等，目標價 2,000 元

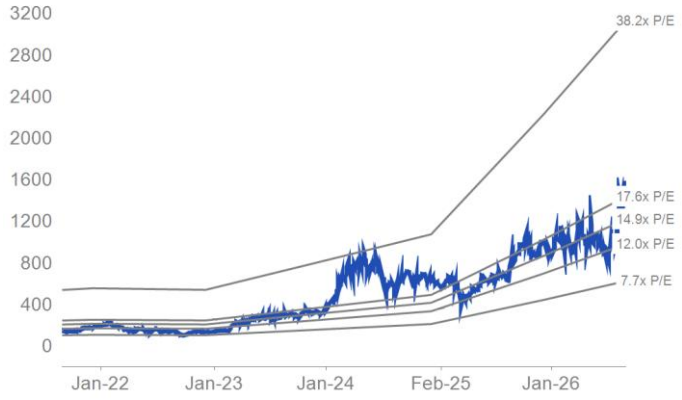
前次報告下修，主要考量到雙鴻重回供應鏈名單時間遞延，認為恐有出貨份額下降風險，但根據供應鏈調查，部分業者表示雙鴻已回到供應鏈，預計出貨量將會谷底反彈，並帶動水冷營收比重提升。持續看好水冷產品的未來大趨勢，對於在水冷板的運用範圍將會持續提升，儘管短期規格提升有限，但未來仍有新產品將會亮相，正向看待水冷供應商。受惠於水冷產品重回供應鏈名單，加上未來水冷產品用量及趨勢持續向上，我們上修雙鴻 2026/27 年獲利 15%/35%，認為水冷需求維持不變，且明年開始 ASIC 也將大量採用水冷設計，帶動雙鴻成長，維持買進評等，目標價調升至 2,000 元，以 22 倍本益比的 2027 年預估 EPS 評價。

圖 7：2026 和 2027 年財務預估調整

(百萬元)	2026 估		2027 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2026	2027
營業收入	38,281	35,786	46,661	43,375	7.0%	7.6%
營業毛利	11,525	10,662	15,446	12,728	8.1%	21.4%
營業利益	7,086	6,223	10,636	7,918	13.9%	34.3%
稅前利益	7,153	6,290	10,816	8,098	13.7%	33.6%
稅後淨利	5,445	4,755	8,453	6,278	14.5%	34.6%
調整後 EPS (元)	58.51	51.09	90.82	67.46	14.5%	34.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	30.1%	29.8%	33.1%	29.3%	0.3	3.8
營業利益率	18.5%	17.4%	22.8%	18.3%	1.1	4.5
稅後純益率	14.2%	13.3%	18.1%	14.5%	0.9	3.7

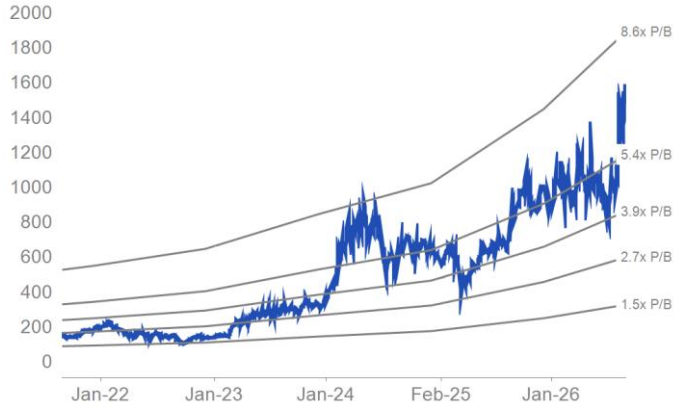
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：12 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 10：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(%)		
					2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
雙鴻	**3324 TT**	**買進**	**1595.0**	**4,640**	**28.26**	**58.51**	**90.82**	**56.5**	**27.3**	**17.6**	**33.1**	**107.1**	**55.2**
國內同業													
奇鋐	3017 TT	買進	3455.0	41,986	49.2	105.1	180.0	70.3	32.9	19.2	131.8	113.7	71.3
建準	2421 TT	未評等	163.0	1,511	8.0	10.7	13.3	20.5	15.3	12.2	47.1	33.8	25.0
國內同業平均					**28.6**	**57.9**	**96.7**	**45.4**	**24.1**	**15.7**	**89.5**	**73.7**	**48.1**

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 11：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)		
					2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
雙鴻	**3324 TT**	**買進**	**1595.0**	**4,640**	**26.0**	**34.5**	**37.7**	**119.45**	**169.77**	**241.02**	**13.4**	**9.4**	**6.6**
國內同業													
奇鋐	3017 TT	買進	3455.0	41,986	49.9	58.3	56.6	114.2	180.2	318.1	30.3	19.2	10.9
建準	2421 TT	未評等	163.0	1,511	25.9	29.7	34.8	33.1	36.3	41.6	4.9	4.5	3.9
國內同業平均					**37.9**	**44.0**	**45.7**	**73.6**	**108.3**	**179.8**	**17.6**	**11.8**	**7.4**

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 12：季度及年度簡明損益表 (合併)

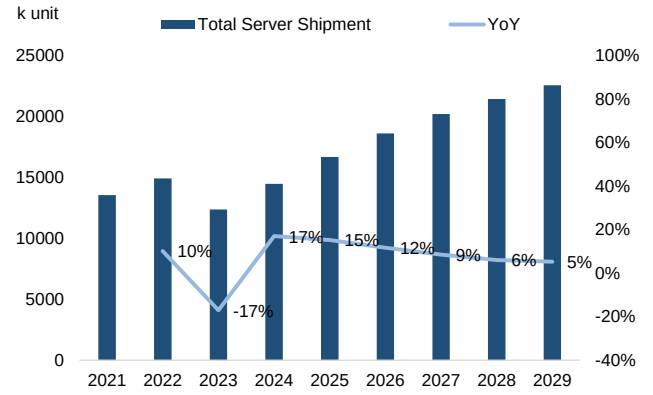
(NT$百萬元)	1Q2026A	2Q2026A	3Q2026F	4Q2026F	1Q2027F	2Q2027F	3Q2027F	4Q2027F	FY2026F	FY2027F
營業收入	8,552	8,700	9,934	11,095	10,320	11,418	12,333	12,589	38,281	46,661
銷貨成本	(6,015)	(6,228)	(6,878)	(7,636)	(6,895)	(7,622)	(8,258)	(8,440)	(26,756)	(31,215)
營業毛利	2,537	2,472	3,056	3,459	3,425	3,797	4,075	4,149	11,525	15,446
營業費用	(1,017)	(1,082)	(1,150)	(1,190)	(1,100)	(1,190)	(1,230)	(1,290)	(4,439)	(4,810)
營業利益	1,520	1,390	1,906	2,269	2,325	2,607	2,845	2,859	7,086	10,636
業外利益	50	(73)	45	45	45	45	45	45	67	180
稅前純益	1,570	1,317	1,951	2,314	2,370	2,652	2,890	2,904	7,153	10,816
所得稅費用	(305)	(278)	(390)	(463)	(474)	(530)	(578)	(581)	(1,436)	(2,163)
少數股東權益	101	70	50	50	50	50	50	50	271	200
歸屬母公司稅後純益	1,164	969	1,511	1,801	1,846	2,071	2,262	2,273	5,445	8,453
調整後每股盈餘(NT$)	12.61	10.41	16.24	19.35	19.83	22.25	24.30	24.42	58.51	90.82
調整後加權平均股數(百萬股)	92	93	93	93	93	93	93	93	93	93
重要比率										
營業毛利率	29.7%	28.4%	30.8%	31.2%	33.2%	33.3%	33.0%	33.0%	30.1%	33.1%
營業利益率	17.8%	16.0%	19.2%	20.5%	22.5%	22.8%	23.1%	22.7%	18.5%	22.8%
稅前純益率	18.4%	15.1%	19.6%	20.9%	23.0%	23.2%	23.4%	23.1%	18.7%	23.2%
稅後純益率	13.6%	11.1%	15.2%	16.2%	17.9%	18.1%	18.3%	18.1%	14.2%	18.1%
有效所得稅率	19.4%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.1%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	12.6%	1.7%	14.2%	11.7%	-7.0%	10.6%	8.0%	2.1%		
營業利益	42.1%	-8.5%	37.1%	19.0%	2.5%	12.1%	9.1%	0.5%		
稅後純益	25.3%	-16.8%	55.9%	19.2%	2.5%	12.2%	9.2%	0.5%		
調整後每股盈餘	23.5%	-17.4%	56.0%	19.2%	2.5%	12.2%	9.2%	0.5%		
年增率(%)										
營業收入	93.7%	64.0%	66.7%	46.0%	20.7%	31.2%	24.1%	13.5%	64.5%	21.9%
營業利益	169.7%	119.4%	92.0%	112.2%	53.0%	87.5%	49.3%	26.0%	117.4%	50.1%
稅後純益	127.7%	512.8%	55.2%	93.8%	58.6%	113.7%	49.7%	26.2%	111.9%	51.4%
調整後每股盈餘	122.6%	494.5%	52.2%	89.6%	57.3%	113.8%	49.7%	26.2%	107.1%	55.2%

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

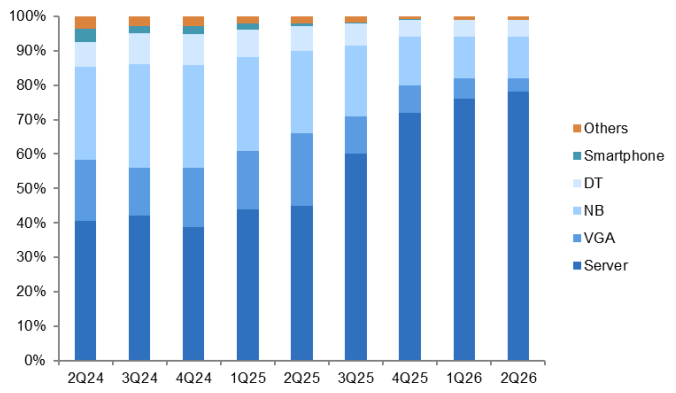
雙鴻成立於 1998 年，過去主要專注於 NB 散熱模組設計及製造，1999 年開始擴張其業務，成為全方位熱流方案的公司。公司除了 PC/NB 散熱模組外，也擴展到伺服器、主機板、VGA 等產品的散熱模組，公司於 2023 年開始生產 3DVC 及水冷散熱產品，客戶主要為美系及伺服器大廠，未來將持續擴張客戶群。公司目前生產基地包括中國昆山、廣州、重慶廠，為因應客戶需求，公司於 2020 年 7 月在泰國成立新工廠擴充產能，提供多元化產能滿足客戶。主要競爭對手包含 Cooler Master、奇鋐、CoolIT、建準、健策等。

圖 13：全球伺服器出貨量預估



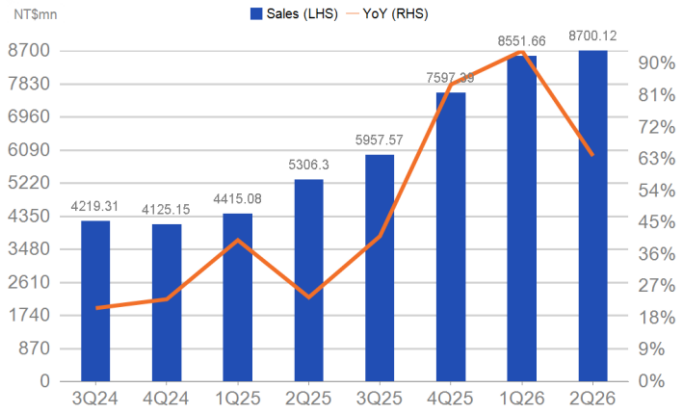
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



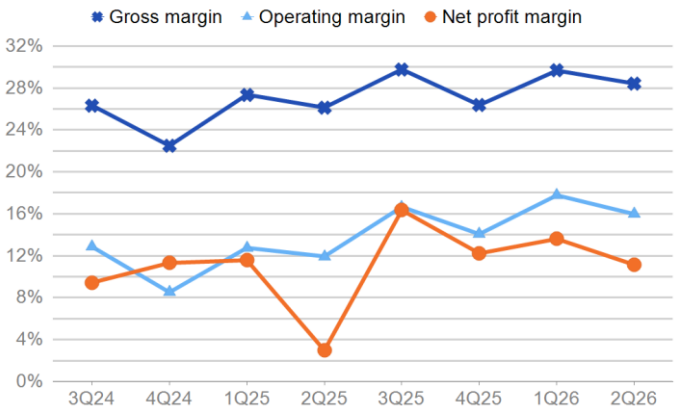
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



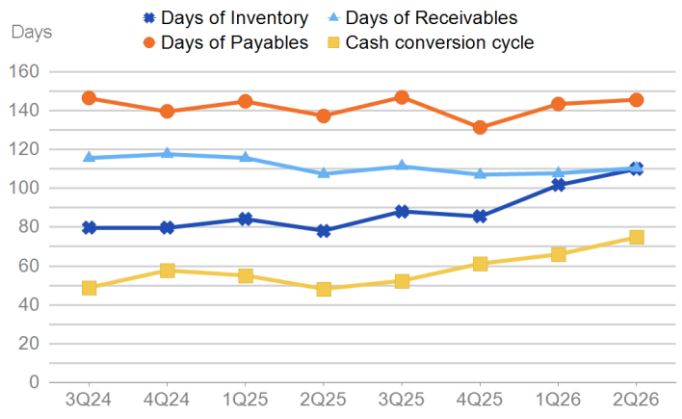
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



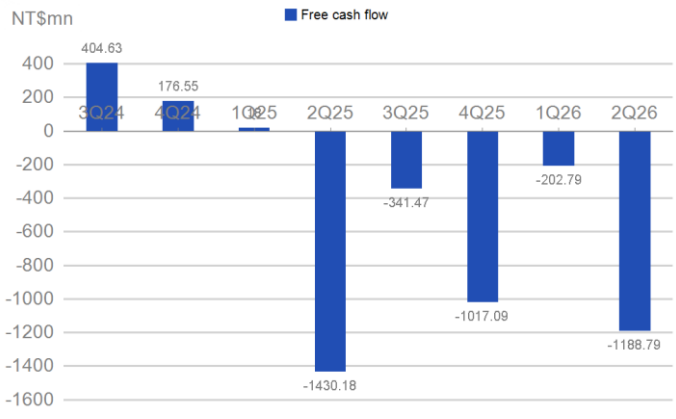
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：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 風險評級屬於中度風險，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 19：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	21.0
在 ESG 議題上的曝險 (A)	36.1
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.0
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	54

資料來源：Sustainalytics (2026/9/23)

*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)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
現金與短期投資	1,366	2,809	1,439	6,325	11,313
存貨	2,307	2,810	6,057	7,690	7,767
應收帳款及票據	4,419	5,429	10,068	10,905	11,014
其他流動資產	561	633	1,023	1,310	1,310
流動資產	**8,653**	**11,680**	**18,587**	**26,230**	**31,404**
長期投資	211	392	577	796	796
固定資產	3,126	4,083	6,150	8,336	9,895
無形資產	187	212	197	239	251
其他非流動資產	**435**	**560**	**614**	**838**	**855**
非流動資產	**3,959**	**5,246**	**7,537**	**10,209**	**11,797**
資產總額	**12,612**	**16,926**	**26,125**	**36,439**	**43,201**
應付帳款及票據	3,157	3,794	7,594	7,109	7,180
短期借款	126	192	2,578	1,976	2,035
什項負債	1,505	1,916	2,350	4,224	4,224
流動負債	**4,787**	**5,902**	**12,523**	**13,308**	**13,439**
長期借款	916	1675	2021	6,498	6,498
其他負債及準備	42	62	86	242	242
長期負債	**959**	**1,736**	**2,107**	**6,741**	**6,741**
負債總額	**5,745**	**7,638**	**14,630**	**20,049**	**20,180**
股本	895	918	931	931	931
資本公積	1,674	2,275	2,533	3,576	3,576
保留盈餘	4,558	5,858	7,524	10,776	16,774
什項權益	(491)	(90)	97	519	1,153
歸屬母公司之權益	**6,635**	**8,961**	**11,085**	**15,801**	**22,434**
非控制權益	**231**	**327**	**410**	**588**	**588**
股東權益總額	**6,866**	**9,288**	**11,494**	**16,390**	**23,022**

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)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
本期純益	1,239	1,931	2,698	5,717	8,653
折舊及攤提	470	509	672	885	893
本期營運資金變動	135	(825)	(4,058)	(1,583)	(115)
其他營業資產及負債變動	127	28	117	131	(200)
營運活動之現金流量	**1,971**	**1,643**	**(571)**	**5,151**	**9,231**
資本支出	(752)	(1,168)	(2,200)	(2,676)	(2,400)
本期長期投資變動	14	18	(41)	(43)	0
其他資產變動	(315)	(417)	(454)	(268)	0
投資活動之現金流量	**(1,053)**	**(1,567)**	**(2,695)**	**(2,986)**	**(2,400)**
股本變動	11	23	13	611	611
本期負債變動	(386)	1,608	2,762	4,417	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(577)	(571)	(903)	(1,108)	(2,455)
其他調整數	(54)	304	78	(30)	0
融資活動之現金流量	**(1,007)**	**1,364**	**1,950**	**3,891**	**(1,843)**
匯率影響數	**(29)**	**3**	**(55)**	**14**	**0**
本期產生現金流量	**(118)**	**1,443**	**(1,370)**	**6,069**	**4,988**
自由現金流量	**1,219**	**476**	**(2,771)**	**2,475**	**6,831**

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT$ 百萬元)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
營業收入	**12,713**	**15,779**	**23,276**	**38,281**	**46,661**
銷貨成本	(9,708)	(11,753)	(16,904)	(26,756)	(31,215)
營業毛利	**3,005**	**4,026**	**6,372**	**11,525**	**15,446**
營業費用	(1,629)	(2,115)	(3,113)	(4,439)	(4,810)
推銷費用	(449)	(600)	(827)	(1,259)	(1,250)
研究費用	(678)	(914)	(1,410)	(1,954)	(2,170)
管理費用	(502)	(601)	(875)	(1,225)	(1,390)
其他費用	0	0	(2)	(1)	0
營業利益	**1,376**	**1,911**	**3,259**	**7,086**	**10,636**
利息收入	23	40	36	44	20
利息費用	(26)	(29)	(66)	(172)	(187)
利息收入淨額	(4)	11	(30)	(128)	(167)
投資利益(損失)淨額	(2)	(7)	(11)	0	0
匯兌損益	57	265	(148)	(134)	0
其他業外收入(支出)淨額	141	187	208	330	347
稅前純益	1,568	2,366	3,277	7,153	10,816
所得稅費用	(329)	(434)	(580)	(1,436)	(2,163)
少數股權淨利	7	39	126	271	200
歸屬母公司之稅後純益	**1,232**	**1,893**	**2,572**	**5,445**	**8,453**
稅前息前折舊攤銷前淨利	2,066	2,906	4,019	6,201	9,743
調整後每股盈餘 (NT$)	**14.28**	**21.23**	**28.26**	**58.51**	**90.82**

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	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
年成長率 (%)					
營業收入	(8.3)	24.1	47.5	64.5	21.9
營業利益	17.3	38.8	70.6	117.4	50.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	(6.2)	40.7	38.3	54.3	57.1
稅後純益	(3.7)	55.8	39.7	111.9	51.4
調整後每股盈餘	(2.7)	48.6	33.1	107.1	55.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.6	25.5	27.4	30.1	33.1
營業利益率	10.8	12.1	14.0	18.5	22.8
稅前息前淨利率	12.3	15.0	14.1	18.5	22.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.3	18.4	17.3	16.2	20.9
稅前純益率	12.3	15.0	14.1	18.7	23.2
稅後純益率	9.7	12.0	11.1	14.2	18.1
資產報酬率	10.2	13.1	12.5	15.7	20.0
股東權益報酬率	19.6	23.9	26.0	34.5	37.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	83.7	82.2	127.3	122.3	87.7
淨負債權益比(%)	(15.6)	(24.8)	15.4	13.1	(12.1)
利息保障倍數 (倍)	--	--	--	42.6	58.8
流動比率 (%)	180.8	197.9	148.4	197.1	233.7
速動比率 (%)	132.6	150.3	100.1	139.3	175.9
淨負債 (NT$百萬元)	(1,068)	(2,304)	1,770	2,149	(2,780)
調整後每股淨值 (NT$)	74.14	97.83	119.45	169.77	241.02
評價指標 (倍)					
本益比	111.7	75.1	56.5	27.3	17.6
股價自由現金流量比	121.7	311.9	--	59.9	21.7
股價淨值比	21.5	16.3	13.4	9.4	6.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	71.8	51.0	36.9	23.9	15.2
股價營收比	11.7	9.4	6.4	3.9	3.2

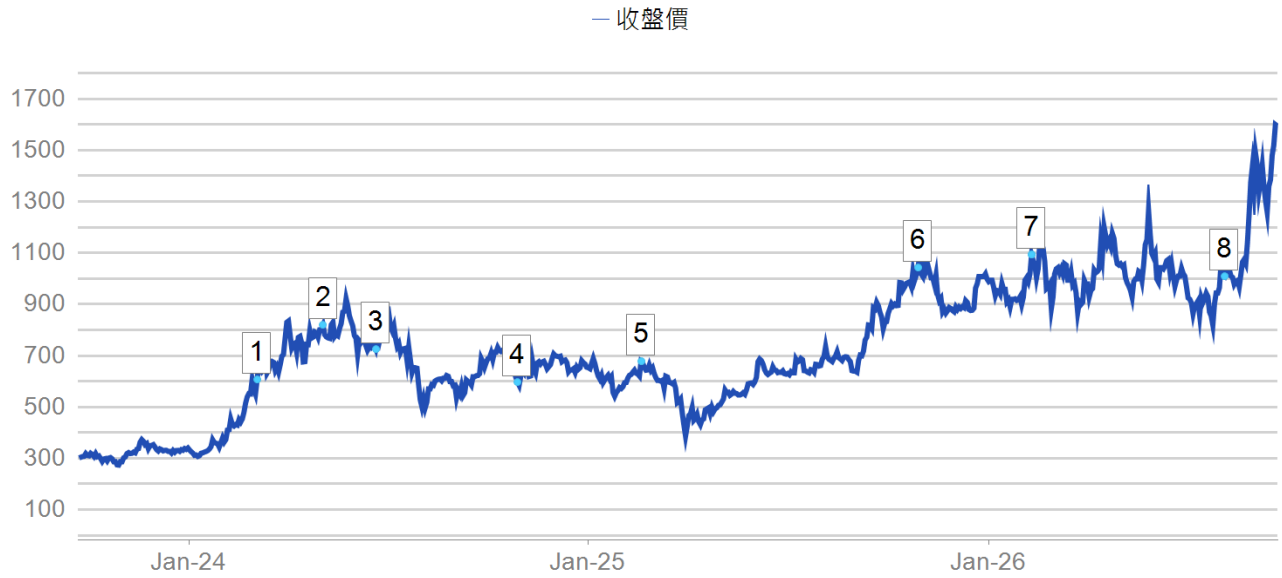
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

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



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20240311	628.00	730	730	買進	蘇子錚
2	20240509	831.00	1030	1030	買進	蘇子錚
3	20240625	753.00	1030	1030	買進	蘇子錚
4	20241101	613.00	685	685	持有-超越同業	蘇子錚
5	20250226	695.00	740	740	持有-超越同業	蘇子錚
6	20251031	1025.00	1380	1380	買進	蘇子錚
7	20260209	1030.00	1505	1505	買進	蘇子錚
8	20260810	1015.00	1280	1280	買進	蘇子錚

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

© 2026 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，為於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

Copyright © 2026 Sustainalytics, a Morningstar company. All rights reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics and/or its content providers; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product, project, investment strategy or consideration of any particular environmental, social or governance related issues as part of any investment strategy; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. The ESG-related information, methodologies, tools, ratings, data and opinions contained or reflected herein are not directed to or intended for use or distribution to India-based clients or users and their distribution to Indian resident individuals or entities is not permitted. Neither Morningstar Inc., Sustainalytics, Morningstar Asia Ltd. Taiwan Branch nor their content providers accept any liability for the use of the information, for actions of third parties in respect to the information, nor are responsible for any trading decisions, damages or other losses related to the information or its use. The use of the data is subject to conditions available at https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers.