

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	276.00 元
目標價	
3 個月	341.00 元
12 個月	341.00 元

樺漢(6414 TT)

Buy

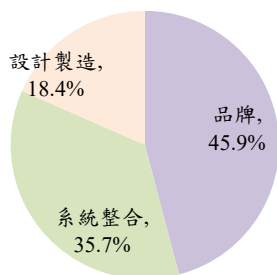
近期報告日期、評等及前日股價

11/16/2023	Trading Buy	261.50
08/31/2023	Trading Buy	261.50
12/07/2022	到達目標價	212.50
11/11/2022	Trading Buy	200.00
08/11/2022	到達目標價	242.50

公司基本資訊

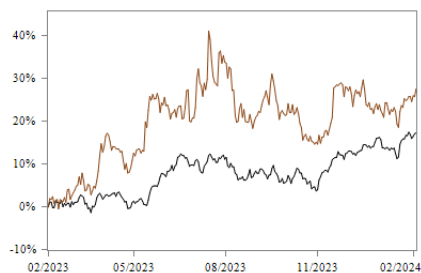
目前股本(百萬元)	1,346
市值(億元)	372
目前每股淨值(元)	159.37
外資持股比(%)	20.37
投信持股比(%)	5.14
董監持股比(%)	25.41
融資餘額(張)	3,071
現金股息配發率(F)(%)	33.11

產品組合



股價相對大盤走勢

— 6414 — TWSE



品牌、設計製造動能轉佳，評等調整為 Buy，目標價 341 元。

投資建議：近期日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要產業指標陸續出現景氣觸底跡象，01/2024 樺漢品牌、設計製造業務營收動能已轉佳，系統整合業務營運狀況則預估受惠於多起半導體廠見場大標案而續強，此外，樺漢毛利率有機會隨軟體、軟硬整合方案營收比重上揚而提高，2024 年獲利展望更勝 2023 年，故群益將樺漢的投資建議調整為 Buy，目標價 341 元。

01/2024 樺漢營收仍維持百億元以上的旺季水準，優於群益先前

預估：由於 01/2024 系統整合業務營收 63.28 億元，MoM+12.37%，表現優於群益先前預估，群益認為，主要係部份原本預計於 12/2023 認列的大型工程標案延後入帳所致，帶動 01/2024 樺漢營收 117.20 億元，MoM-9.08%，仍維持百億元以上的旺季水準；至於品牌、設計製造業務 01/2024 合計營收 53.92 億元，MoM-25.72%，原因在於淡季效應。不過，品牌、設計製造業務 01/2024 營收分別為 33.0 億元、20.9 億元，YoY+20.2%、18.7%，出貨年成長動能均佳。

重要產業指標陸續出現景氣觸底跡象：觀察自動化產業景氣重要指標近期狀況，首先，日本工具機單月新增訂單金額自 09/2022 開始相對於前一年度同期轉為負成長，然而，10/2023 迄今均在 1,100 億日圓以上，12/2023 為 1,271 億日圓，MoM+9.65%，10~12/2023 年減少幅度逐月縮小，產業景氣觸底跡象已浮現。

其次，12/2023 中國汽車出貨 315.6 萬輛，MoM+6.26%，2023 年出貨逐季增加，4Q23 出貨 897.9 萬輛，QoQ+14.72%，2023 年出貨 3,004.5 萬輛，YoY+11.90%，均創歷史新高，換言之，中國汽車市場需求已回溫。

整體而言，雖然升息、通膨等因素影響總經景氣，自動化產業接單狀況自 1Q23 開始轉差，不過，觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要指標，市場需求有機會回溫，預估 2024 年將重拾成長動能。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	121,641	134,804	142,251	24,956	28,491	28,962	29,963	34,226	31,191	32,461	34,815	36,338
營業毛利淨額	24,378	26,646	28,781	3,121	5,513	5,730	6,065	7,070	6,091	6,385	6,912	7,259
營業利益	6,169	7,313	8,622	5	1,283	1,472	1,380	2,035	1,667	1,758	1,829	2,058
稅後純益	2,658	2,919	3,715	2,046	492	580	763	824	624	636	763	896
稅後 EPS(元)	19.75	21.68	27.60	15.20	3.66	4.31	5.67	6.12	4.64	4.72	5.67	6.66
毛利率(%)	20.04%	19.77%	20.23%	12.51%	19.35%	19.79%	20.24%	20.66%	19.53%	19.67%	19.85%	19.98%
營業利益率(%)	5.07%	5.42%	6.06%	0.02%	4.50%	5.08%	4.61%	5.94%	5.35%	5.42%	5.25%	5.66%
稅後純益率(%)	2.19%	2.17%	2.61%	8.20%	1.73%	2.00%	2.55%	2.41%	2.00%	1.96%	2.19%	2.47%
營業收入 YoY/QoQ(%)	12.39%	10.82%	5.52%	-14.45%	14.17%	1.65%	3.46%	14.23%	-8.87%	4.07%	7.25%	4.37%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-23.01%	9.79%	27.29%	213.08%	-75.93%	17.74%	31.53%	7.99%	-24.22%	1.88%	19.96%	17.51%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 13.46 億元計算。

2024 年 2 月 14 日

企業 ESG 資訊揭露：

樺漢為因應氣候變遷，陸續推動各項節能減碳措施，並同時推動溫室氣體盤查，針對耗能設備做持續監控，以降低營運對自然環境之衝擊。樺漢乃訂定每年減量 1% 為目標，並且積極宣導及持續推動。

就提升能源使用效率而言，樺漢汰換老舊電梯，且採分層控制以減少電力耗能支出；辦公區域內全面進行節能空調管理，並汰換老舊空調冷水主機及管線、清洗濾網及保養主機，維持設備效能以減少電力耗損。

再就廢棄物管理及減量目標而言，樺漢採源頭管理作業方式，並透過教育訓練達到有效推動減量及分類管理，並提高資源再利用性，且以每年減少至少 1% 廢棄物為目標。

受惠於系統整合大型工程標案入帳，01/2024 樺漢營收仍維持百億元以上的旺季水準，優於群益先前預估：

樺漢為工業電腦廠，營收來源主要有三，(1) 品牌，(2) 系統整合，(3) 設計製造，近幾年營收比重分別為 40~60%、20~40%、10~30%。其中，設計製造為樺漢賴以起家的業務，現階段的營運主軸包括主機板產銷及維修、網路通訊產品等，與同業相較，樺漢擁有較佳的成本競爭力，價格通常為樺漢取得訂單的原因之一。此外，先前樺漢陸續入股亞士德、沅聖(6638 TT，興櫃公司)、瑞祺電(6416 TT)、樺應、AIS 等同業，為營收規模快速擴大的關鍵。

2016 年樺漢透過入股德國工業電腦品牌業者 Kontron AG 旗下通訊子公司 Kontron Canada Inc、德國系統整合業者 S&T AG 跨足品牌業務，由於 Kontron AG 為擁有品牌、通路的工業電腦大廠，S&T AG 為擁有軟體能力的系統整合業者，至於樺漢本身的強項在於產品的設計、開發，樺漢、S&T AG、Kontron AG 各自的營運利基確有互補性，在綜效發揮下，樺漢進軍 embedded server、smart grid、gaming 等新產品領域的成效已陸續顯現。

2018 年樺漢則藉入股帆宣(6196 TT)進軍系統整合領域，帆宣的營運主軸之一為廠務工程及設備製造，可補足樺漢在爭取工控訂單時所缺乏的系統整合能力，爭取工控客戶一次購足的解決方案，並以中國為目標市場，相關商機為樺漢長線重要潛在動能。

01/2022 Google 藉參與私募入股樺漢，樺漢表示，藉由結盟 Google 將得以跨足「雲地整合服務」，將結合人工智慧、物聯網的 AIoT 業務進行標準化、模組化、平台化，並聚焦於智慧工廠、智慧城市等垂直市場，群益認為，此舉提供樺漢營收的長線成長動能，惟後續貢獻程度仍須持續觀察。

至於樺漢的主要銷售地區則包括歐洲、亞太、中國、美洲，近幾年營收比重分別為 40~60%、20~30%、10~20%、10~20%。其中，美洲、歐洲地區的重要營收來源為 Kontron AG，中國地區的重要營收來源為帆宣、設計製造業務，至於亞洲地區的重要營收來源則為帆宣。

01/2024 樺漢營收 117.20 億元，MoM-9.08%，但仍維持百億元以上的旺季水準，表現優於群益先前預估，關鍵在於系統整合業務營收 63.28 億元，MoM+12.37%，群益認為，主要係部份原本預計於 12/2023 認列的大型工程標案延後入帳所致；至於品牌、設計製造業務 01/2024 合計營收 53.92 億元，

2024 年 2 月 14 日

MoM-25.72%，原因在於淡季效應。不過，品牌、設計製造業務 01/2024 營收分別為 33.0 億元、20.9 億元，YoY+20.2%、18.7%，出貨年成長動能均佳。

日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要產業指標陸續出現景氣觸底跡象：

觀察自動化產業景氣重要指標近期狀況，首先，日本工具機單月新增訂單金額自 09/2022 開始相對於前一年度同期轉為負成長，然而，10/2023 迄今均在 1,100 億日圓以上，12/2023 為 1,271 億日圓，MoM+9.65%，10~12/2023 年減少幅度逐月縮小，產業景氣觸底跡象已浮現。

其次，12/2023 中國汽車出貨 315.6 萬輛，MoM+6.26%，2023 年出貨逐季增加，4Q23 出貨 897.9 萬輛，QoQ+14.72%，2023 年出貨 3,004.5 萬輛，YoY+11.90%，均創歷史新高，換言之，中國汽車市場需求已回溫。

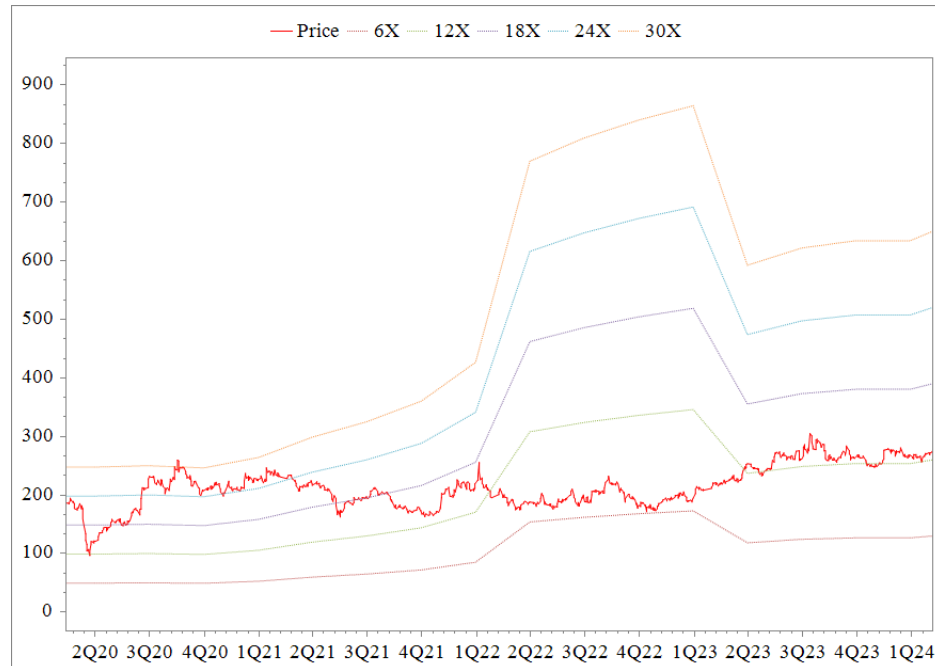
整體而言，雖然升息、通膨等因素影響總經景氣，自動化產業接單狀況自 1Q23 開始轉差，不過，觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要指標，市場需求有機會回溫，預估 2024 年將重拾成長動能。

考量品牌/設計製造動能轉佳、系統整合續強，投資建議調整為 Buy，目標價 341 元：

近期日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要產業指標陸續出現景氣觸底跡象，01/2024 樺漢品牌、設計製造業務營收動能已轉佳，系統整合業務營運狀況則預估受惠於多起半導體廠見場大標案而續強，此外，樺漢毛利率有機會隨軟體、軟硬整合方案營收比重上揚而提高，2024 年獲利展望更勝 2023 年，故群益將樺漢的投資建議調整為 Buy，目標價 341 元。

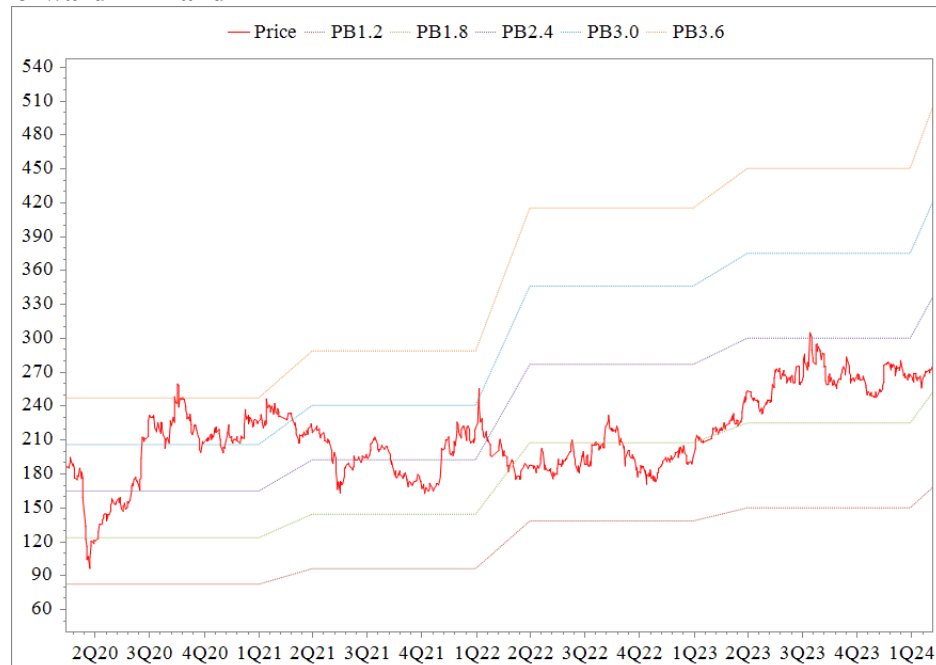
2024 年 2 月 14 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 14 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	100,626	119,293	125,603	133,793	142,992
流動資產	66,385	86,091	87,682	89,692	92,681
現金及約當現金	17,522	25,963	25,007	26,308	26,813
應收帳款與票據	17,380	17,433	17,893	18,301	18,724
存貨	15,971	21,988	22,514	23,120	23,511
採權益法之投資	129	553	648	773	898
不動產、廠房設備	6,698	6,209	6,294	6,379	6,464
負債總計	69,256	76,577	78,384	81,118	83,905
流動負債	47,315	57,600	58,664	60,009	62,009
應付帳款及票據	21,165	21,548	22,154	22,888	23,433
非流動負債	21,941	18,977	19,114	19,771	20,011
權益總計	31,370	42,717	47,219	52,674	59,088
普通股股本	1,018	1,060	1,060	1,060	1,060
保留盈餘	2,923	6,097	10,599	16,054	22,468
母公司業主權益	10,804	15,536	16,843	18,882	21,685
負債及權益總計	100,626	119,293	125,603	133,793	142,992

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	85,367	108,229	121,641	134,804	142,251
營業成本	68,322	88,618	97,264	108,158	113,470
營業毛利淨額	17,045	19,611	24,378	26,646	28,781
營業費用	14,631	16,528	18,209	19,333	20,159
營業利益	2,414	3,083	6,169	7,313	8,622
EBITDA	7,203	8,182	10,062	9,984	10,487
業外收入及支出	1,120	626	1,776	1,118	1,118
稅前純益	3,534	3,709	7,945	8,431	9,740
所得稅	787	1,326	2,092	2,096	2,415
稅後純益	1,335	3,453	2,658	2,919	3,715
稅後 EPS(元)	9.92	25.65	19.75	21.68	27.60
完全稀釋 EPS**	9.30	24.05	18.51	20.32	25.87

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 13.46【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 14.36 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	1.52%	26.78%	12.39%	10.82%	5.52%
營業毛利淨額	-13.01%	15.05%	24.31%	9.31%	8.01%
營業利益	-34.29%	27.70%	100.11%	18.54%	17.90%
稅後純益	20.10%	158.66%	-23.01%	9.79%	27.29%
獲利能力分析(%)					
毛利率	19.97%	18.12%	20.04%	19.77%	20.23%
EBITDA(%)	8.44%	7.56%	8.27%	7.41%	7.37%
營益率	2.83%	2.85%	5.07%	5.42%	6.06%
稅後純益率	1.56%	3.19%	2.19%	2.17%	2.61%
總資產報酬率	1.33%	2.89%	2.12%	2.18%	2.60%
股東權益報酬率	4.26%	8.08%	5.63%	5.54%	6.29%

償債能力檢視

負債比率(%)	68.82%	64.19%	62.41%	60.63%	58.68%
負債/淨值比(%)	220.77%	179.27%	166.00%	154.00%	142.00%
流動比率(%)	140.30%	149.46%	149.46%	149.46%	149.46%

其他比率分析

存貨天數	76.95	78.17	83.50	77.00	75.00
應收帳款天數	69.31	58.70	53.00	49.00	47.50

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	1,645	-739	12,730	13,288	14,831
稅前純益	3,534	3,709	7,945	8,431	9,740
折舊及攤銷	3,177	3,914	3,968	4,021	4,075
營運資金變動	-671	-5,685	-381	-280	-269
其他營運現金	-4,396	-2,678	1,198	1,116	1,284
投資活動現金	-1,114	4,579	-5,389	-6,821	-6,850
資本支出淨額	-1,569	-857	-850	-850	-850
長期投資變動	1,294	9	0	0	0
其他投資現金	-839	5,427	-4,539	-5,971	-6,000
籌資活動現金	2,024	3,037	-5,998	-4,967	-5,976
長借/公司債變動	2,054	-1,117	137	656	240
現金增資	975	1,105	0	0	0
發放現金股利	-481	-742	-1,351	-880	-912
其他籌資現金	-525	3,790	-4,785	-4,743	-5,305
淨現金流量	1,566	8,441	1,343	1,501	2,505
期初現金	15,956	17,522	25,963	27,307	28,808
期末現金	17,522	25,963	27,307	28,808	30,813

資料來源：CMoney、群益

2024 年 2 月 14 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	29,172	24,956	28,491	28,962	29,963	34,226	31,191	32,461	34,815	36,338	33,332	34,455
營業成本	24,017	21,835	22,979	23,231	23,898	27,156	25,100	26,076	27,903	29,079	26,661	27,513
營業毛利淨額	5,155	3,121	5,513	5,730	6,065	7,070	6,091	6,385	6,912	7,259	6,671	6,942
營業費用	4,111	5,066	4,230	4,258	4,685	5,036	4,423	4,627	5,083	5,200	4,603	4,827
營業利益	1,044	5	1,283	1,472	1,380	2,035	1,667	1,758	1,829	2,058	2,067	2,114
業外收入及支出	699	-781	277	811	602	86	188	340	304	286	188	340
稅前純益	1,744	-775	1,560	2,283	1,982	2,121	1,855	2,098	2,133	2,344	2,255	2,454
所得稅	420	114	385	773	440	494	458	618	474	546	557	713
稅後純益	653	2,046	492	580	763	824	624	636	763	896	872	843
最新股本	1,346	1,346	1,346	1,346	1,346	1,346	1,346	1,346	1,346	1,346	1,346	1,346
稅後EPS(元)	4.85	15.20	3.66	4.31	5.67	6.12	4.64	4.72	5.67	6.66	6.48	6.27
獲利能力(%)												
毛利率(%)	17.67%	12.51%	19.35%	19.79%	20.24%	20.66%	19.53%	19.67%	19.85%	19.98%	20.01%	20.15%
營業利益率(%)	3.58%	0.02%	4.50%	5.08%	4.61%	5.94%	5.35%	5.42%	5.25%	5.66%	6.20%	6.14%
稅後純益率(%)	2.24%	8.20%	1.73%	2.00%	2.55%	2.41%	2.00%	1.96%	2.19%	2.47%	2.62%	2.45%
QoQ(%)												
營業收入淨額	20.75%	-14.45%	14.17%	1.65%	3.46%	14.23%	-8.87%	4.07%	7.25%	4.37%	-8.27%	3.37%
營業利益	8.69%	-99.50%	24527.78%	14.77%	-6.25%	47.43%	-18.05%	5.44%	4.02%	12.54%	0.44%	2.27%
稅前純益	23.97%	N.A	N.A	46.33%	-13.19%	7.01%	-12.50%	13.08%	1.66%	9.91%	-3.79%	8.82%
稅後純益	47.91%	213.08%	-75.93%	17.74%	31.53%	7.99%	-24.22%	1.88%	19.96%	17.51%	-2.67%	-3.31%
YoY(%)												
營業收入淨額	24.59%	31.65%	31.46%	19.88%	2.71%	37.15%	9.47%	12.08%	16.19%	6.17%	6.87%	6.14%
營業利益	16.19%	N.A	107.66%	53.18%	32.13%	38967.99%	30.01%	19.44%	32.53%	1.16%	23.99%	20.26%
稅前純益	66.97%	N.A	60.42%	62.31%	13.66%	N.A	18.94%	-8.09%	7.63%	10.55%	21.56%	16.97%
稅後純益	83.53%	305.15%	56.68%	31.25%	16.72%	-59.74%	26.72%	9.65%	0.00%	8.82%	39.77%	32.65%

註1：稅後EPS以股本13.46億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。