

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	358.00 元
目標價	
3 個月	435.00 元
12 個月	435.00 元

樺漢(6414 TT)

Buy

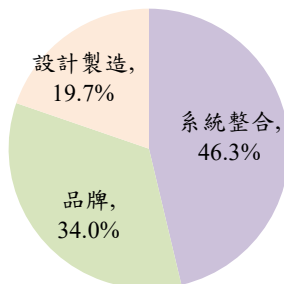
近期報告日期、評等及前日股價

03/26/2024	Buy	337.00
02/14/2024	Buy	276.00
11/16/2023	Trading Buy	261.50
08/31/2023	Trading Buy	261.50
12/07/2022	到達目標價	212.50

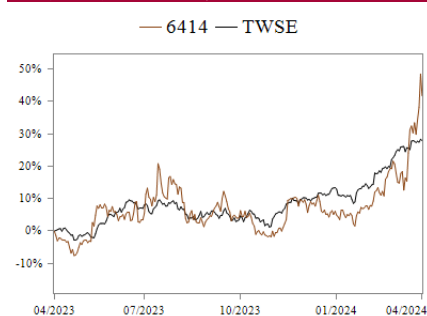
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,369
市值(億元)	490
目前每股淨值(元)	159.98
外資持股比(%)	19.87
投信持股比(%)	13.62
董監持股比(%)	25.10
融資餘額(張)	5,541
現金股息配發率(%)	60.02

產品組合



股價相對大盤走勢



在手訂單超過 1,400 億元，2024 年展望佳，維持 Buy 評等。

投資建議：目前樺漢 b/b ratio 為 1.1~1.2，在手訂單超過 1,400 億元，為歷史新高水準，訂單能見度高，加上品牌業務購併綜效發揮(預估營收成長性為 3 大主軸中最高，且動能包括 03/2024 開始計入合併報表的 KATEK)，均有助於推升樺漢營收規模擴大，且呈逐季增加趨勢，2024 年獲利展望佳，故群益維持對樺漢 Buy 的投資建議。

4Q23 稅後淨利減少至 4.26 億元，QoQ-44.13%：4Q23 營收 342.25 億元，QoQ+14.23%，但毛利率降低至 18.38%，原因主要有二，(1)品牌業務 2023 年陸續 4 次購併但綜效初期尚未發揮，相關毛利率由 3Q23 的 34.6%降低至 4Q23 的 29.5%，(2)系統整合業務毛利率因工程款入帳較多而由 3Q23 的 9.6%降低至 4Q23 的 8.5%。4Q23 樺漢的營業利益 QoQ-22.41，加上業外表現受匯兌影響而轉差，4Q23 稅後淨利減少至 4.26 億元，QoQ-44.13%。

再就 2023 年產品結構、銷售地區而言，首先，品牌、系統整合業務成長性較佳，其中，品牌業務營收 413.43 億元，YoY+11.74%，系統整合業務營收 562.80 億元，YoY+11.74%，但設計製造業務營收 YoY+1.45%；其次，2023 年歐洲市場營收 446.21 億元，YoY+54.0%，美洲市場 2023 年營收 330.10 億元，YoY+19.5%，重要動能均來自品牌業務，至於中國市場營收則減少至 145.61 億元，YoY-18.4%，關鍵則在於設計製造業務。

購併綜效提供 2024 年品牌業務營收成長動能：2024 年樺漢營收成長性最高的業務為品牌，轉投資 Kontron AG 2023 年 4 度購併，01/2024 年更再公告以每股 15 歐元的價格現金收購德國上市公司 KATEK 59.4%的股權，KATEK 為德國最大綠能系統業者，終端應用領域涵蓋太陽能電網、汽車充電樁等，預估自 03/2024 開始計入樺漢的合併財報，均為 2024 年樺漢的營收成長動能。此外，2023 年迄今 Kontron AG 陸續進行 5 起購併動作，因樺漢成本控制實力優於歐、美同業，預估綜效陸續發揮後，對提升樺漢獲利的助益程度更勝營收。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	121,641	146,993	155,087	28,491	28,962	29,963	34,225	32,126	33,862	37,912	43,093	34,306
營業毛利淨額	23,599	27,262	29,617	5,513	5,730	6,065	6,291	5,848	6,222	7,064	8,127	6,438
營業利益	5,206	6,002	7,488	1,283	1,472	1,380	1,071	1,090	1,250	1,618	2,044	1,506
稅後純益	2,261	2,456	3,083	492	580	763	426	299	411	719	1,026	514
稅後 EPS(元)	16.52	17.94	22.52	3.60	4.24	5.57	3.11	2.19	3.00	5.25	7.50	3.75
毛利率(%)	19.40%	18.55%	19.10%	19.35%	19.79%	20.24%	18.38%	18.20%	18.37%	18.63%	18.86%	18.77%
營業利益率(%)	4.28%	4.08%	4.83%	4.50%	5.08%	4.61%	3.13%	3.39%	3.69%	4.27%	4.74%	4.39%
稅後純益率(%)	1.86%	1.67%	1.99%	1.73%	2.00%	2.55%	1.24%	0.93%	1.21%	1.90%	2.38%	1.50%
營業收入 YoY/QoQ(%)	12.39%	20.84%	5.51%	-14.24%	1.65%	3.46%	14.23%	-6.13%	5.40%	11.96%	13.67%	-20.39%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-34.56%	8.64%	25.50%	-75.93%	17.74%	31.53%	-44.13%	-29.75%	37.43%	74.81%	42.74%	-49.94%

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 13.69 億元計算。

2024 年 4 月 2 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。

受品牌業務購併綜效尚未發揮、匯兌損失影響，4Q23 稅後淨利減少至 4.26 億元，QoQ-44.13%：

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。

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。

4Q23 營收 342.25 億元，QoQ+14.23%，但毛利率降低至 18.38%(3Q23 為 20.24%)，原因主要有二，(1)品牌業務 2023 年陸續 4 次購併但綜效初期尚未發揮，相關毛利率由 3Q23 的 34.6%降低至 4Q23 的 29.5%，(2)系統整合業務毛利率因工程款入帳較多而由 3Q23 的 9.6%降低至 4Q23 的 8.5%。4Q23

2024 年 4 月 2 日

樺漢的營業利益 QoQ-22.41，加上業外表現受匯兌影響而轉差，4Q23 稅後淨利減少至 4.26 億元，QoQ-44.13%。

再就 2023 年產品結構、銷售地區而言，首先，品牌、系統整合業務成長性較佳，其中，品牌業務營收 413.43 億元，YoY+11.74%，系統整合業務營收 562.80 億元，YoY+11.74%，但設計製造業務營收 YoY+1.45%；其次，2023 年歐洲市場營收 446.21 億元，YoY+54.0%，美洲市場 2023 年營收 330.10 億元，YoY+19.5%，重要動能均來自品牌業務，至於中國市場營收則減少至 145.61 億元，YoY-18.4%，關鍵則在於設計製造業務。

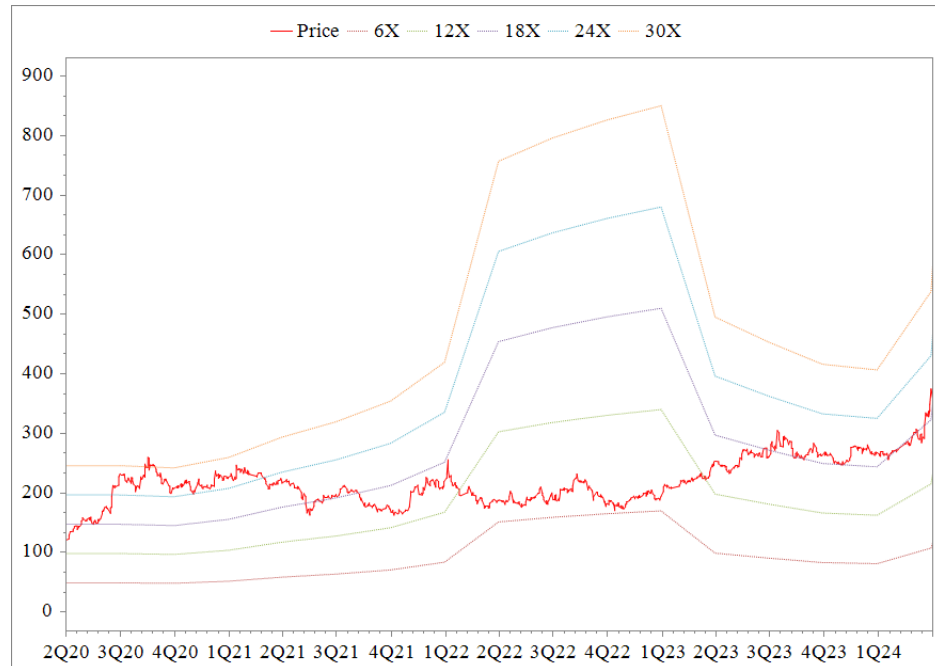
Kontron AG 自 2023 年迄今陸續進行 5 起購併案，均將提供 2024 年品牌業務營收成長動能：

2024 年樺漢營收成長性最高的業務為品牌，轉投資 Kontron AG 2023 年 4 度購併，01/2024 年更再公告以每股 15 歐元的價格現金收購德國上市公司 KATEK 59.4% 的股權，KATEK 為德國最大綠能系統業者，終端應用領域涵蓋太陽能電網、汽車充電樁等，預估自 03/2024 開始計入樺漢的合併財報，均為 2024 年樺漢的營收成長動能。此外，2023 年迄今 Kontron AG 陸續進行 5 起購併動作，因樺漢成本控制實力優於歐、美同業，預估綜效陸續發揮後，對提升樺漢獲利的助益程度更勝營收。

在手訂單超過 1,400 億元，2024 年獲利展望佳，群益維持對樺漢 Buy 的投資建議：

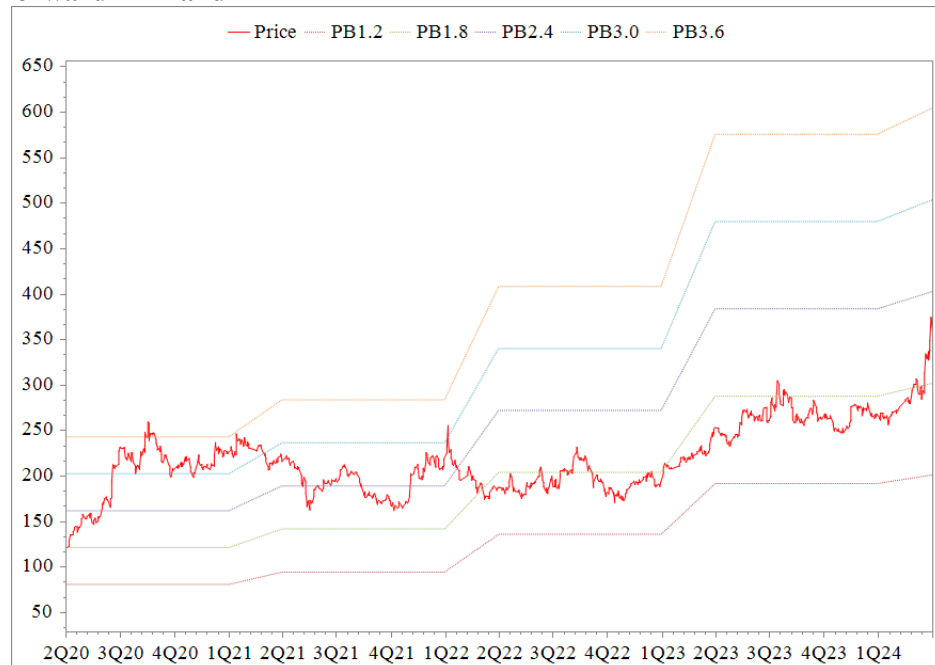
目前樺漢 b/b ratio 為 1.1~1.2，在手訂單超過 1,400 億元，為歷史新高水準，訂單能見度高，加上品牌業務購併綜效發揮(預估營收成長性為 3 大主軸中最高，且動能包括 03/2024 開始計入合併報表的 KATEK)，均有助於推升樺漢營收規模擴大，且呈逐季增加趨勢，2024 年獲利展望佳，故群益維持對樺漢 Buy 的投資建議。

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 4 月 2 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	100,626	119,293	126,784	132,062	138,101
流動資產	66,385	86,091	87,394	89,706	92,749
現金及約當現金	17,522	25,963	24,061	25,867	26,148
應收帳款與票據	17,380	17,433	20,408	21,072	21,418
存貨	15,971	21,988	21,685	22,271	22,761
採權益法之投資	129	553	602	655	710
不動產、廠房設備	6,698	6,209	7,179	7,279	7,379
負債總計	69,256	76,577	77,107	78,378	79,584
流動負債	47,315	57,600	61,206	62,731	64,860
應付帳款及票據	21,165	21,548	20,792	21,196	21,774
非流動負債	21,941	18,977	15,900	15,244	13,743
權益總計	31,370	42,717	49,678	53,684	58,517
普通股股本	1,018	1,060	1,320	1,320	1,320
保留盈餘	2,923	6,097	6,680	10,686	15,519
母公司業主權益	10,804	15,536	21,901	22,970	24,403
負債及權益總計	100,626	119,293	126,784	132,062	138,101

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	1,645	-739	7,375	12,727	13,868
稅前純益	3,534	3,709	6,916	7,120	8,606
折舊及攤銷	3,177	3,914	2,818	4,588	2,896
營運資金變動	-671	-5,685	-3,429	-846	-257
其他營運現金	-4,396	-2,678	1,070	1,865	2,623
投資活動現金	-1,114	4,579	-4,859	-1,812	-1,842
資本支出淨額	-1,569	-857	-1,409	-1,000	-1,000
長期投資變動	1,294	9	-2,431	0	0
其他投資現金	-839	5,427	-1,020	-812	-842
籌資活動現金	2,024	3,037	-4,430	-7,109	-6,745
長借/公司債變動	2,054	-1,117	4,497	-656	-1,500
現金增資	975	1,105	0	0	0
發放現金股利	-481	-742	-1,605	-1,386	-1,650
其他籌資現金	-525	3,790	-7,322	-5,067	-3,594
淨現金流量	1,566	8,441	-1,902	3,806	5,281
期初現金	15,956	17,522	25,963	24,061	27,867
期末現金	17,522	25,963	24,061	27,867	33,148

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	85,367	108,229	121,641	146,993	155,087
營業成本	68,322	88,618	98,042	119,731	125,470
營業毛利淨額	17,045	19,611	23,599	27,262	29,617
營業費用	14,631	16,528	18,393	21,260	22,129
營業利益	2,414	3,083	5,206	6,002	7,488
EBITDA	7,203	8,182	10,339	10,576	12,010
業外收入及支出	1,120	526	-1,004	1,118	1,118
稅前純益	3,534	3,709	6,916	7,120	8,606
所得稅	787	1,321	1,595	1,728	2,122
稅後純益	1,335	3,455	2,261	2,456	3,083
稅後 EPS(元)	9.75	25.24	16.52	17.94	22.52
完全稀釋 EPS**	9.31	24.09	15.77	17.13	21.49

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 13.69【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 14.34 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	1.52%	26.78%	12.39%	20.84%	5.51%
營業毛利淨額	-13.01%	15.05%	20.34%	15.52%	8.64%
營業利益	-34.29%	27.70%	68.84%	15.30%	24.76%
稅後純益	20.10%	158.80%	-34.56%	8.64%	25.50%

獲利能力分析(%)

毛利率	19.97%	18.12%	19.40%	18.55%	19.10%
EBITDA(%)	8.44%	7.56%	8.50%	7.20%	7.74%
營益率	2.83%	2.85%	4.28%	4.08%	4.83%
稅後純益率	1.56%	3.19%	1.86%	1.67%	1.99%
總資產報酬率	1.33%	2.90%	1.78%	1.86%	2.23%
股東權益報酬率	4.26%	8.09%	4.55%	4.58%	5.27%

償債能力檢視

負債比率(%)	68.82%	64.19%	60.82%	59.35%	57.63%
負債/淨值比(%)	220.77%	179.27%	155.21%	146.00%	136.00%
流動比率(%)	140.30%	149.46%	142.79%	143.00%	143.00%

其他比率分析

存貨天數	76.95	78.17	81.29	67.00	65.50
應收帳款天數	69.31	58.70	56.77	51.50	50.00

2024 年 4 月 2 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	33,224	28,491	28,962	29,963	34,225	32,126	33,862	37,912	43,093	34,306	35,980	40,172
營業成本	27,698	22,979	23,231	23,898	27,934	26,278	27,640	30,847	34,966	27,868	29,169	32,463
營業毛利淨額	5,526	5,513	5,730	6,065	6,291	5,848	6,222	7,064	8,127	6,438	6,811	7,709
營業費用	5,066	4,230	4,258	4,685	5,220	4,758	4,972	5,446	6,084	4,932	5,168	5,682
營業利益	460	1,283	1,472	1,380	1,071	1,090	1,250	1,618	2,044	1,506	1,643	2,027
業外收入及支出	-873	277	811	602	20	188	340	304	286	188	340	304
稅前純益	-413	1,560	2,283	1,982	1,091	1,278	1,590	1,922	2,330	1,694	1,983	2,331
所得稅	214	385	773	440	-3	316	443	427	543	418	581	517
稅後純益	2,045	492	580	763	426	299	411	719	1,026	514	552	899
最新股本	1,369	1,369	1,369	1,369	1,369	1,369	1,369	1,369	1,369	1,369	1,369	1,369
稅後EPS(元)	14.94	3.60	4.24	5.57	3.11	2.19	3.00	5.25	7.50	3.75	4.03	6.57

獲利能力(%)

毛利率(%)	16.63%	19.35%	19.79%	20.24%	18.38%	18.20%	18.37%	18.63%	18.86%	18.77%	18.93%	19.19%
營業利益率(%)	1.38%	4.50%	5.08%	4.61%	3.13%	3.39%	3.69%	4.27%	4.74%	4.39%	4.57%	5.04%
稅後純益率(%)	6.16%	1.73%	2.00%	2.55%	1.24%	0.93%	1.21%	1.90%	2.38%	1.50%	1.53%	2.24%

QoQ(%)

營業收入淨額	13.89%	14.17%	1.65%	3.46%	14.23%	-6.13%	5.40%	11.96%	13.67%	-20.39%	4.88%	11.65%
營業利益	-55.96%	24527.78%	14.77%	-6.25%	-22.41%	1.78%	14.71%	29.42%	26.31%	-26.30%	9.09%	23.35%
稅前純益	N.A	N.A	46.33%	-13.19%	-44.95%	17.14%	24.44%	20.86%	21.21%	-27.28%	17.05%	17.53%
稅後純益	213.04%	-75.93%	17.74%	31.53%	-44.13%	-29.75%	37.43%	74.81%	42.74%	-49.94%	7.47%	62.77%

YoY(%)

營業收入淨額	75.26%	31.46%	19.88%	2.71%	3.01%	12.76%	16.92%	26.53%	25.91%	6.79%	6.26%	5.96%
營業利益	N.A	107.66%	53.18%	32.13%	132.80%	-15.03%	-15.07%	17.24%	90.86%	38.20%	31.42%	25.26%
稅前純益	N.A	60.42%	62.31%	13.66%	N.A	-18.09%	-30.34%	-3.02%	113.55%	32.58%	24.70%	21.26%
稅後純益	305.10%	56.68%	31.25%	16.72%	-79.17%	-39.21%	-29.05%	-5.70%	140.90%	71.67%	34.24%	25.00%

註1：稅後EPS以股本13.69億元計算

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。