

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	123.00 元
目標價	
3 個月	132.00 元
12 個月	132.00 元

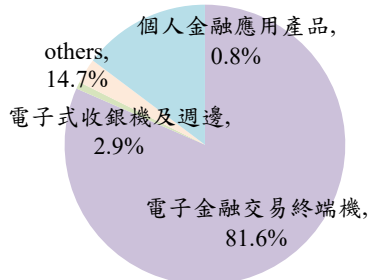
近期報告日期、評等及前日股價

03/13/2024	Buy	135.00
12/13/2023	Trading Buy	127.00
11/22/2023	Buy	142.00

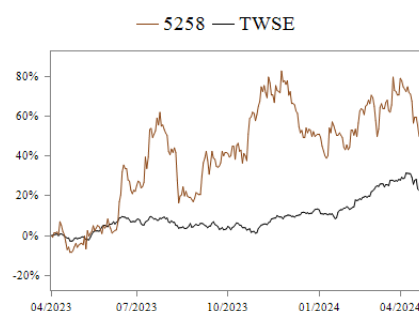
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,048
市值(億元)	129
目前每股淨值(元)	35.21
外資持股比(%)	3.90
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	16.60
融資餘額(張)	15,899
現金股息配發率(%)	13.87

產品組合



股價相對大盤走勢



虹堡 (5258 TT)

Trading Buy

歐洲需求低於預期影響成長動能，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：雖然美洲市場 2024 年、2025 年有機會複製歐洲市場近幾年的成功經驗，2024 年虹堡營收展望更勝 2023 年，不過，近期地緣政治因素不確定性提高，群益認為，將影響歐洲市場出貨表現，2Q~3Q24 虹堡營收成長性將低於群益先前預估，故群益將虹堡的投資建議調整為 Trading Buy。

2Q24 營收成長動能低於群益先前預估：受到淡季影響，01~03/2024 虹堡月營收均低於 7 億元，1Q24 營收 17.13 億元，QoQ-24.10%，此外，1Q24 營收 YoY-0.82%，原因主要有二，(1) 歐洲市場訂單數量僅持平，(2) 美洲市場新客戶效應未明顯發揮。雖然 2Q24 營收表現有機會隨美洲市場成長動能增溫而轉佳，不過，近期地緣政治因素不確定性提高，群益認為，將影響歐洲市場出貨表現，2Q24 虹堡營收成長性將低於群益先前預估。

核心策略為持續擴大營收規模：現階段虹堡的營運策略主要有二，(1) 加強耕耘 first tier 客戶(訂單數量穩定、產品毛利率較高)，(2) 不放棄報價競爭激烈的市場(如東南亞、巴西等)。尤其，2023 年至 2024 年間虹堡陸續通過多家 first tier 客戶認證，2023 年歐洲市場營收成長性居各銷售地區之冠，即係受惠於此，且仍持續推升 2024 年虹堡在歐洲市場的營收規模擴大。

美洲市場 2024 年業績有機會複製歐洲成功經驗：美洲市場為 2024 年虹堡另一重要營收動能來源。2023 年美洲市場出貨表現未如 2022 年，主要係 2022 年多數客戶考量 IC 等零組件缺料而積極建立庫存，但 2023 年零組件料況改善，當地需求隨之降溫所致。然而，近期多數庫存已回到正常水準，加上虹堡 2023 年陸續通過多家美洲 first tier 客戶認證，預估效應於 2024 年發揮，亦即虹堡 2024 年在美洲市場將開始複製歐洲市場近幾年出貨規模擴大的成功經驗。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	8,045	9,363	10,264	1,727	1,969	2,093	2,257	1,713	2,372	2,533	2,745	2,079
營業毛利淨額	2,682	3,056	3,402	593	629	617	843	552	778	826	900	683
營業利益	1,156	1,399	1,642	273	236	229	418	204	377	393	425	302
稅後純益	899	1,065	1,250	216	198	255	230	145	269	309	341	222
稅後 EPS(元)	8.58	10.16	11.93	2.06	1.89	2.43	2.20	1.39	2.57	2.95	3.25	2.12
毛利率(%)	33.34%	32.64%	33.14%	34.35%	31.93%	29.47%	37.37%	32.22%	32.80%	32.62%	32.77%	32.82%
營業利益率(%)	14.37%	14.94%	16.00%	15.80%	12.00%	10.93%	18.54%	11.90%	15.87%	15.53%	15.49%	14.53%
稅後純益率(%)	11.18%	11.37%	12.18%	12.49%	10.08%	12.17%	10.21%	8.48%	11.34%	12.21%	12.42%	10.68%
營業收入 YoY/QoQ(%)	8.72%	16.39%	9.62%	-27.75%	14.00%	6.28%	7.84%	-24.10%	38.50%	6.78%	8.38%	-24.26%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	18.12%	18.41%	17.40%	-8.68%	-8.03%	28.32%	-9.47%	-36.94%	85.11%	15.01%	10.19%	-34.84%

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 10.48 億元計算。

2024 年 4 月 23 日

企業 ESG 資訊揭露：

就發展永續環境而言，虹堡考慮營運對生態效益之影響，以促進及宣導永續消費之概念，並依下列原則從事研發、採購、生產、作業及服務等營運活動，以降低公司營運對自然環境及人類之衝擊：(1)減少產品與服務之資源及能源消耗；(2)減少污染物、有毒物及廢棄物之排放，並應妥善處理廢棄物；(3)增進原料或產品之可回收性與再利用；(4)使可再生資源達到最大限度之永續使用；(5)延長產品之耐久性；(6)增加產品與服務之效能。

此外，為提升水資源之使用效率，虹堡妥善與永續利用水資源，並訂定相關管理措施，除興建與強化相關環境保護處理設施，以避免污染水、空氣與土地外，虹堡並盡最大努力減少對人類健康與環境之不利影響，採行最佳可行的污染防治和控制技術之措施。

預估歐洲市場出貨表現受地緣政治影響程度加劇，2Q24 營收動能低於群益先前預估：

虹堡以生產 POS(電子金融交易)終端機(即刷卡機)為主，核心競爭力在支付技術，且出貨比重最高的產品為支付卡授權終端機，其功能為處理消費者於店家消費刷卡之金流服務，透過 POS 終端機傳送消費者所持支付卡資料至發卡銀行，以處理消費者與店家間資金收付作業，終端應用領域包括金融、醫療、零售、交通運輸、無人自助支付等。

此外，現階段虹堡看好的產業發展契機為 SMB(中小企業)應用新需求、SoftPOS、充電樁，其中，充電樁的佈建需求係隨電動車日益普及而增溫，過往充電服務乃採行封閉式收費系統，但因歐、美法規修法趨勢為要求充電樁符合開放式收費系統，亦即充電樁必須結合 POS 終端機，群益認為，POS 終端機長線發展空間可期，且為虹堡重要股價題材。

不同於上櫃同業同亨(5490 TT)定位為代工廠，虹堡主打自有品牌 CASTLES，銷售地區涵蓋亞洲、歐洲、美洲，近幾年營收比重分別為 30~55%、25~35%、20~35%。

POS 終端機的供應商原本以 Ingenico(法商)、VeriFone(美商)等歐美業者為主，但近幾年 PAX(百富環球)、Newland(新大陸)等中國業者市佔率亦逐年提高，惟虹堡的出貨規模仍與前述同業相去尚遠。

01~03/2024 虹堡月營收均低於 7 億元，1Q24 營收 17.13 億元，QoQ-24.10%，主要係淡季所致，YoY-0.82%，原因除歐洲市場訂單數量僅持平外，美洲市場新客戶效應未明顯發揮亦為關鍵。雖然 2Q24 營收表現有機會隨美洲市場成長動能增溫而轉佳，不過，近期地緣政治因素不確定性提高，群益認為，將影響歐洲市場出貨表現，2Q24 虹堡營收成長性將低於群益先前預估。

耕耘 first tier 客戶、不放棄競爭激烈市場雙軌並行：

現階段虹堡的營運策略主要有二，(1)加強耕耘 first tier 客戶(訂單數量穩定、產品毛利率較高)，(2)不放棄報價競爭激烈的市場(如東南亞、巴西等)。尤其，2023 年至 2024 年間虹堡陸續通過多家 first tier 客戶認證，2023 年歐洲市場營收成長性居各銷售地區之冠，即係受惠於此，且仍持續推升 2024 年虹堡在歐洲市場的營收規模擴大。

2024 年 4 月 23 日

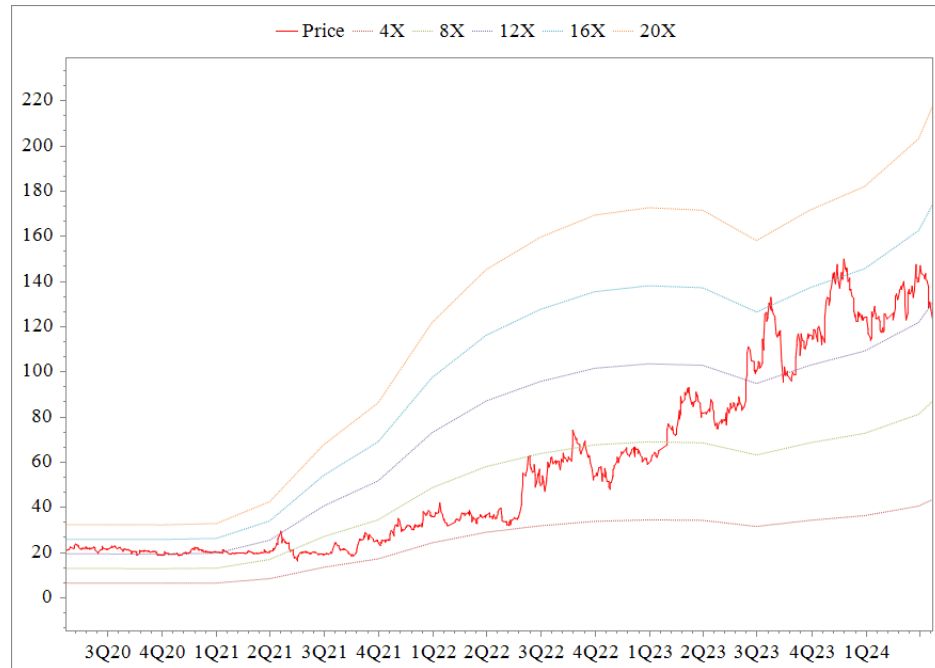
美洲市場 2024 年營收動能將來自 first tier 新客戶效應發揮：

美洲市場為 2024 年虹堡另一重要營收動能來源。2023 年美洲市場出貨表現未如 2022 年，主要係 2022 年多數客戶考量 IC 等零組件缺料而積極建立庫存，但 2023 年零組件料況改善，當地需求隨之降溫所致。然而，近期多數庫存已回到正常水準，加上虹堡 2023 年陸續通過多家美洲 first tier 客戶認證，預估效應於 2024 年發揮，亦即虹堡 2024 年在美洲市場將開始複製歐洲市場近幾年出貨規模擴大的成功經驗。

2Q~3Q24 營收成長動能受地緣政治因素影響低於群益先前預估，故將虹堡的投資建議調整為 Trading Buy：

雖然美洲市場 2024 年、2025 年有機會複製歐洲市場近幾年的成功經驗，2024 年虹堡營收展望更勝 2023 年，不過，近期地緣政治因素不確定性提高，群益認為，將影響歐洲市場出貨表現，2Q~3Q24 虹堡營收成長性將低於群益先前預估，故群益將虹堡的投資建議調整為 Trading Buy。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 4 月 23 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	4,584	6,390	6,990	7,987	9,164
流動資產	3,744	5,458	5,968	6,114	6,252
現金及約當現金	867	1,010	1,887	1,550	1,778
應收帳款與票據	1,063	1,976	1,961	2,015	2,062
存貨	1,657	2,274	1,842	1,891	1,925
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	354	355	432	437	441
負債總計	2,898	3,435	3,164	3,233	3,327
流動負債	2,507	2,993	2,815	2,884	2,949
應付帳款及票據	1,118	1,606	1,084	1,111	1,145
非流動負債	390	442	349	321	316
權益總計	1,686	2,955	3,826	4,754	5,837
普通股股本	895	995	1,048	1,048	1,048
保留盈餘	442	1,150	1,921	2,850	3,932
母公司業主權益	1,615	2,830	3,690	4,586	5,637
負債及權益總計	4,584	6,390	6,990	7,987	9,164

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	4,455	7,400	8,045	9,363	10,264
營業成本	3,220	5,082	5,363	6,308	6,862
營業毛利淨額	1,235	2,318	2,682	3,056	3,402
營業費用	908	1,290	1,526	1,657	1,760
營業利益	328	1,027	1,156	1,399	1,642
EBITDA	403	1,159	1,349	1,487	1,820
業外收入及支出	-49	-10	43	23	23
稅前純益	279	1,020	1,224	1,422	1,665
所得稅	43	215	292	325	384
稅後純益	223	761	899	1,065	1,250
稅後 EPS(元)	2.13	7.26	8.58	10.16	11.93
完全稀釋 EPS**	2.13	7.26	8.58	10.16	11.93

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 10.48【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 10.48 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	19.30%	66.09%	8.72%	16.39%	9.62%
營業毛利淨額	28.23%	87.60%	15.72%	13.95%	11.32%
營業利益	46.78%	213.38%	12.59%	20.96%	17.41%
稅後純益	12.51%	241.51%	18.12%	18.41%	17.40%

獲利能力分析(%)

毛利率	27.73%	31.32%	33.34%	32.64%	33.14%
EBITDA(%)	9.04%	15.67%	16.77%	15.88%	17.74%
營益率	7.36%	13.88%	14.37%	14.94%	16.00%
稅後純益率	5.00%	10.29%	11.18%	11.37%	12.18%
總資產報酬率	4.86%	11.91%	12.86%	13.33%	13.64%
股東權益報酬率	13.22%	25.76%	23.50%	22.39%	21.41%

償債能力檢視

負債比率(%)	63.22%	53.76%	45.27%	40.48%	36.31%
負債/淨值比(%)	171.88%	116.25%	82.71%	68.00%	57.00%
流動比率(%)	149.32%	182.37%	211.97%	211.97%	211.97%

其他比率分析

存貨天數	164.17	141.15	140.03	108.00	101.50
應收帳款天數	82.15	74.95	89.31	77.50	72.50

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	406	34	1,145	1,132	1,446
稅前純益	279	1,020	1,224	1,422	1,665
折舊及攤銷	108	119	123	124	125
營運資金變動	-48	-1,040	-76	-76	-47
其他營運現金	68	-65	-125	-337	-297
投資活動現金	-28	-54	-189	3	16
資本支出淨額	-31	-45	-139	-45	-45
長期投資變動	15	-3	-43	-5	-5
其他投資現金	-13	-6	-7	53	66
籌資活動現金	71	117	-87	-172	-133
長借/公司債變動	-29	-20	-51	-27	-4
現金增資	0	450	0	0	0
發放現金股利	-53	-53	-79	-168	-199
其他籌資現金	153	-259	43	24	71
淨現金流量	433	143	876	964	1,328
期初現金	434	867	1,010	1,887	2,850
期末現金	867	1,010	1,887	2,850	4,178

資料來源：CMoney、群益

2024 年 4 月 23 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	2,390	1,727	1,969	2,093	2,257	1,713	2,372	2,533	2,745	2,079	2,565	2,702
營業成本	1,602	1,134	1,340	1,476	1,413	1,161	1,594	1,707	1,846	1,397	1,711	1,807
營業毛利淨額	788	593	629	617	843	552	778	826	900	683	854	895
營業費用	445	320	392	388	425	348	401	433	474	380	423	456
營業利益	343	273	236	229	418	204	377	393	425	302	431	439
業外收入及支出	-24	17	73	98	-121	-4	18	1	8	-4	18	1
稅前純益	319	290	310	326	298	200	395	394	433	298	449	440
所得稅	63	64	109	65	55	44	123	78	81	65	142	87
稅後純益	236	216	198	255	230	145	269	309	341	222	304	346
最新股本	1,048	1,048	1,048	1,048	1,048	1,048	1,048	1,048	1,048	1,048	1,048	1,048
稅後EPS(元)	2.25	2.06	1.89	2.43	2.20	1.39	2.57	2.95	3.25	2.12	2.90	3.30

獲利能力(%)

毛利率(%)	32.98%	34.35%	31.93%	29.47%	37.37%	32.22%	32.80%	32.62%	32.77%	32.82%	33.30%	33.13%
營業利益率(%)	14.35%	15.80%	12.00%	10.93%	18.54%	11.90%	15.87%	15.53%	15.49%	14.53%	16.81%	16.26%
稅後純益率(%)	9.88%	12.49%	10.08%	12.17%	10.21%	8.48%	11.34%	12.21%	12.42%	10.68%	11.86%	12.82%

QoQ(%)

營業收入淨額	19.33%	-27.75%	14.00%	6.28%	7.84%	-24.10%	38.50%	6.78%	8.38%	-24.26%	23.34%	5.35%
營業利益	18.32%	-20.46%	-13.40%	-3.22%	82.94%	-51.30%	84.80%	4.47%	8.08%	-28.93%	42.71%	1.92%
稅前純益	3.42%	-9.17%	6.84%	5.32%	-8.81%	-32.86%	97.51%	-0.04%	9.83%	-31.17%	50.66%	-1.95%
稅後純益	-0.47%	-8.68%	-8.03%	28.32%	-9.47%	-36.94%	85.11%	15.01%	10.19%	-34.84%	36.97%	13.82%

YoY(%)

營業收入淨額	59.93%	22.64%	23.20%	4.46%	-5.60%	-0.82%	20.49%	21.05%	21.66%	21.40%	8.11%	6.66%
營業利益	109.59%	54.22%	8.86%	-21.12%	21.96%	-25.34%	59.32%	71.99%	1.61%	48.28%	14.51%	11.71%
稅前純益	140.65%	52.10%	53.64%	5.70%	-6.79%	-31.11%	27.36%	20.87%	45.58%	49.25%	13.85%	11.68%
稅後純益	107.61%	53.18%	35.11%	7.26%	-2.44%	-32.64%	35.60%	21.53%	47.93%	52.87%	13.11%	11.94%

註1：稅後EPS以股本10.48億元計算

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。