

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	319.50 元
目標價	
3 個月	435.00 元
12 個月	435.00 元

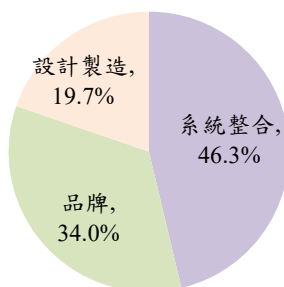
近期報告日期、評等及前日股價

04/02/2024	Buy	358.00
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

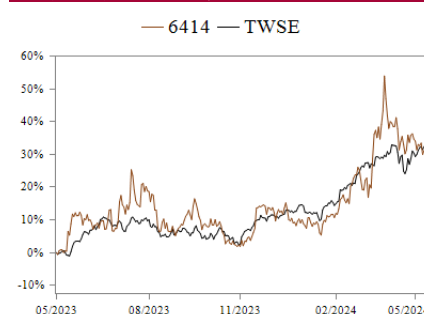
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,369
市值(億元)	437
目前每股淨值(元)	164.91
外資持股比(%)	19.90
投信持股比(%)	13.99
董監持股比(%)	24.73
融資餘額(張)	4,659
現金股息配發率(%)	60.02

產品組合



股價相對大盤走勢



樺漢(6414 TT)

Buy

訂單能見度佳，預估 2024 年營收逐季成長，維持 Buy 評等。

投資建議：受惠於品牌業務購併綜效發揮，樺漢在手訂單金額提高至 1,500 億元以上，訂單能見度更佳，不但 2Q24 獲利展望優於 1Q24，且 2H24 旺季效應亦可期，故群益維持對樺漢 Buy 的投資建議。

1Q24 稅後淨利增加關鍵在業外：受到淡季影響，1Q24 營收 327.17 億元，QoQ-4.41%，毛利率則受惠於品牌業務的營收比重、毛利率提高而上漲，但營業利益仍因營收規模縮小、Kontron AG 購併 KATEK 相關一次性費用而減少至 9.69 億元，QoQ-9.52%，惟受惠於業外表現改善，1Q24 稅後淨利增加至 6.31 億元，QoQ+48.17%。

若就 1Q24 營收結構而言，品牌業務的營收增加至 121.62 億元，YoY+34.30%，原因在於 Kontron AG 2023 年 4 度購併的綜效發揮，系統整合的營收，至於設計製造、系統整合的營收 YoY 分別為 7.03%、5.25%，營收比重分別為 18.2%(1Q23 為 19.5%)、44.7%(1Q23 為 48.7%)。

本業表現漸增溫，2Q24 獲利展望優於 1Q24：樺漢 04/2024 營收 113.85 億元，MoM-6.56%，主要係標案於 1Q24 季底入帳金額較高所致，符合群益先前預估，然而，預估 2Q24 營收較 1Q24 增加，動能來自品牌、設計製造，加上 2Q24 已無較大金額一次性費用，故獲利展望優於 1Q24。

品牌事業 2024 年營收動能居 3 大營運主軸之冠：目前樺漢 b/b ratio 為 1.1~1.2，在手訂單金額超過 1,500 億元，較先前 1,400 億元提高，關鍵在 KATEK 相關汽車充電樁、太陽能轉換系統等標案，均將推升 2024 年營收較 2023 年增加，其中，品牌事業除受惠於 KATEK 相關訂單外，2023 年 Kontron AG 4 度購併的綜效亦持續發揮，預估營收動能居 3 大營運主軸之冠。此外，預估 2024 年毛利率亦高於 2023 年，原因有二，(1)毛利率最高的品牌業務營收比重提高，(2)AI 軟體、ESaaS 方案營收比重提高。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	121,641	144,527	153,155	28,491	28,962	29,963	34,225	32,717	34,834	36,483	40,493	34,937
營業毛利淨額	23,599	28,162	29,939	5,513	5,730	6,065	6,291	6,583	6,908	7,294	7,377	6,922
營業利益	5,206	6,351	7,381	1,283	1,472	1,380	1,071	969	1,950	1,963	1,469	1,305
稅後純益	2,261	2,878	2,809	492	580	763	426	631	866	862	519	410
稅後 EPS(元)	16.52	21.02	20.52	3.60	4.24	5.57	3.11	4.61	6.33	6.29	3.79	3.00
毛利率(%)	19.40%	19.49%	19.55%	19.35%	19.79%	20.24%	18.38%	20.12%	19.83%	19.99%	18.22%	19.81%
營業利益率(%)	4.28%	4.39%	4.82%	4.50%	5.08%	4.61%	3.13%	2.96%	5.60%	5.38%	3.63%	3.74%
稅後純益率(%)	1.86%	1.99%	1.83%	1.73%	2.00%	2.55%	1.24%	1.93%	2.49%	2.36%	1.28%	1.17%
營業收入 YoY/QoQ(%)	12.39%	18.81%	5.97%	-14.24%	1.65%	3.46%	14.23%	-4.41%	6.47%	4.73%	10.99%	-13.72%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-34.56%	27.29%	-2.40%	-75.92%	17.74%	31.53%	-44.13%	48.17%	37.19%	-0.51%	-39.79%	-20.96%

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 5 月 13 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。

受惠於業外表現改善，1Q24 稅後淨利 6.31 億元，QoQ+48.17%：

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，並藉由陸續入股亞士德、沅聖(6638 TT，興櫃公司)、瑞祺電(6416 TT)、樺應、AIS 等同業快速擴大營收規模，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。

樺漢品牌業務的營運重心在 Kontron AG，Kontron AG 為擁有品牌、通路的德國工業電腦大廠，由於樺漢本身的強項在於產品的設計、開發，雙方的營運利基礎有互補性，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。

樺漢系統整合的營收多數來自帆宣(6196 TT)，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。

此外，樺漢亦獲得 Google 藉參與私募入股，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，相關產品屬高階機種，對提升獲利的助益程度將更勝營收。

1Q24 營收 327.17 億元，QoQ-4.41%，主要係淡季所致，毛利率提高至 20.12%(4Q23 為 18.38%)，原因在於品牌業務的營收比重由 4Q23 的 36.5% 提高至 1Q24 的 37.2%，且毛利率由 4Q23 的 29.5% 回升至 1Q24 的 36.5%，但營業利益仍因營收規模縮小、Kontron AG 購併 KATEK 相關一次性費用(影響費用率約 2%)而減少至 9.69 億元，QoQ-9.52%，惟受惠於業外表現改善(4Q23 業外利益因匯兌利益而偏低)，1Q24 稅後淨利增加至 6.31 億元，QoQ+48.17%。

若就 1Q24 營收結構而言，品牌業務的營收增加至 121.62 億元，YoY+34.30%，原因在於 Kontron AG 2023 年 4 度購併的綜效發揮，系統整合的營收，至於設計製造、系統整合的營收 YoY 分別為 7.03%、5.25%，營收比重分別為 18.2%(1Q23 為 19.5%)、44.7%(1Q23 為 48.7%)。

2024 年 5 月 13 日

2Q24 獲利展望優於 1Q24，動能來自本業：

樺漢 04/2024 營收 113.85 億元，MoM-6.56%，主要係標案於 1Q24 季底入帳金額較高所致，符合群益先前預估，然而，預估 2Q24 營收較 1Q24 增加，動能來自品牌、設計製造，加上 2Q24 已無較大金額一次性費用，故獲利展望優於 1Q24。

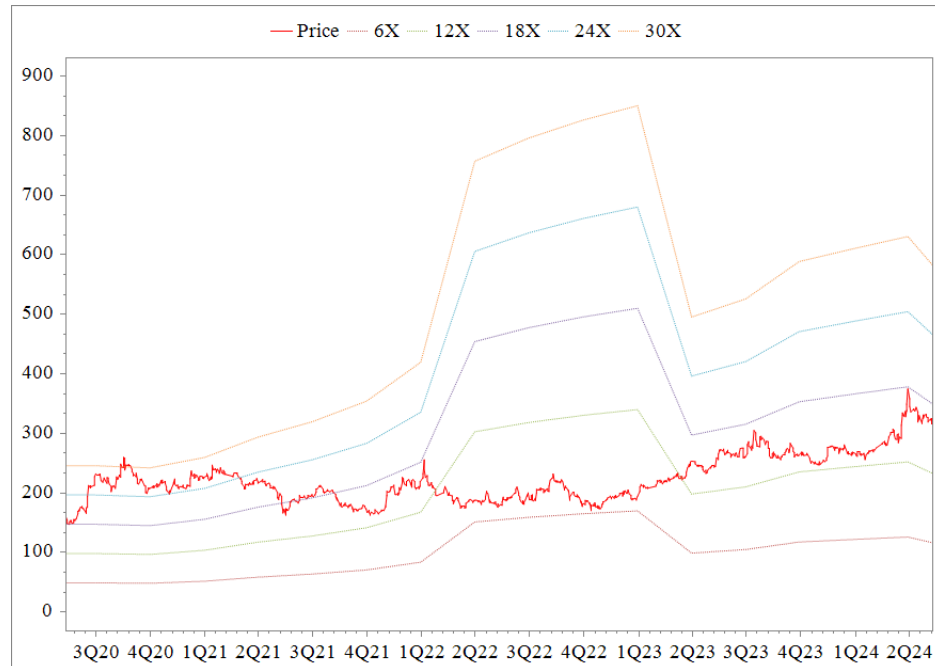
2024 年營收動能以品牌事業居冠：

目前樺漢 b/b ratio 為 1.1~1.2，在手訂單金額超過 1,500 億元，較先前 1,400 億元提高，關鍵在 KATEK 相關汽車充電樁、太陽能轉換系統等標案，均將推升 2024 年營收較 2023 年增加，其中，品牌事業除受惠於 KATEK 相關訂單外，2023 年 Kontron AG 4 度購併的綜效亦持續發揮，預估營收動能居 3 大營運主軸之冠。此外，預估 2024 年毛利率亦高於 2023 年，原因有二，(1) 毛利率最高的品牌業務營收比重提高，(2) AI 軟體、ESaaS 方案營收比重提高。

訂單能見度佳，預估 2024 年營收逐季成長，群益維持對樺漢 Buy 的投資建議：

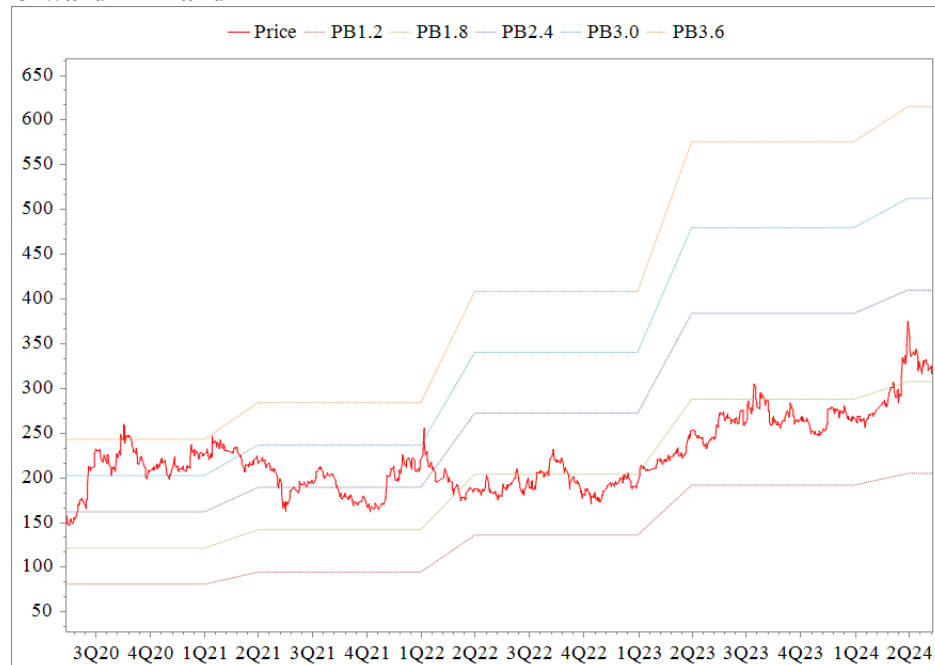
受惠於品牌業務購併綜效發揮，樺漢在手訂單金額提高至 1,500 億元以上，訂單能見度更佳，不但 2Q24 獲利展望優於 1Q24，且 2H24 旺季效應亦可期，故群益維持對樺漢 Buy 的投資建議。

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 5 月 13 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	100,626	119,293	126,784	133,766	140,724
流動資產	66,385	86,091	87,394	88,859	91,324
現金及約當現金	17,522	25,963	24,061	25,622	25,743
應收帳款與票據	17,380	17,433	20,408	20,772	21,188
存貨	15,971	21,988	21,685	22,311	22,925
採權益法之投資	129	553	602	703	785
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	79,390	81,596
流動負債	47,315	57,600	61,206	62,139	63,863
應付帳款及票據	21,165	21,548	20,792	21,290	21,920
非流動負債	21,941	18,977	15,900	16,753	16,606
權益總計	31,370	42,717	49,678	54,376	59,128
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	11,378	16,130
母公司業主權益	10,804	15,536	21,901	23,392	24,551
負債及權益總計	100,626	119,293	126,784	133,766	140,724

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	1,645	-739	7,375	13,483	12,641
稅前純益	3,534	3,709	6,916	7,865	8,365
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	-491	-401
其他營運現金	-4,396	-2,678	1,070	1,520	1,781
投資活動現金	-1,114	4,579	-4,859	-4,316	-3,311
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	-3,316	-2,311
籌資活動現金	2,024	3,037	-4,430	-5,606	-5,209
長借/公司債變動	2,054	-1,117	4,497	852	-146
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	-5,072	-3,413
淨現金流量	1,566	8,441	-1,902	3,561	4,121
期初現金	15,956	17,522	25,963	24,061	27,622
期末現金	17,522	25,963	24,061	27,622	31,743

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	144,527	153,155
營業成本	68,322	88,618	98,042	116,365	123,216
營業毛利淨額	17,045	19,611	23,599	28,162	29,939
營業費用	14,631	16,528	18,393	21,811	22,558
營業利益	2,414	3,083	5,206	6,351	7,381
EBITDA	7,203	8,182	10,339	10,576	12,010
業外收入及支出	1,120	526	1,221	1,514	984
稅前純益	3,534	3,709	6,916	7,865	8,365
所得稅	787	1,321	1,595	1,780	1,964
稅後純益	1,335	3,455	2,261	2,878	2,809
稅後 EPS(元)	9.75	25.24	16.52	21.02	20.52
完全稀釋 EPS**	9.31	24.09	15.77	20.07	19.59

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%	18.81%	5.97%
營業毛利淨額	-13.01%	15.05%	20.34%	19.34%	6.31%
營業利益	-34.29%	27.70%	68.84%	22.00%	16.23%
稅後純益	20.10%	158.80%	-34.56%	27.29%	-2.40%
獲利能力分析(%)					
毛利率	19.97%	18.12%	19.40%	19.49%	19.55%
EBITDA(%)	8.44%	7.56%	8.50%	7.32%	7.84%
營益率	2.83%	2.85%	4.28%	4.39%	4.82%
稅後純益率	1.56%	3.19%	1.86%	1.99%	1.83%
總資產報酬率	1.33%	2.90%	1.78%	2.15%	2.00%
股東權益報酬率	4.26%	8.09%	4.55%	5.29%	4.75%
償債能力檢視					
負債比率(%)	68.82%	64.19%	60.82%	59.35%	57.98%
負債/淨值比(%)	220.77%	179.27%	155.21%	146.00%	138.00%
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	69.00	67.00
應收帳款天數	69.31	58.70	56.77	52.00	50.00

2024 年 5 月 13 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	33,224	28,491	28,962	29,963	34,225	32,717	34,834	36,483	40,493	34,937	36,954	38,741
營業成本	27,698	22,979	23,231	23,898	27,934	26,134	27,927	29,189	33,115	28,015	29,564	30,929
營業毛利淨額	5,526	5,513	5,730	6,065	6,291	6,583	6,908	7,294	7,377	6,922	7,390	7,812
營業費用	5,066	4,230	4,258	4,685	5,220	5,614	4,958	5,331	5,908	5,616	5,154	5,586
營業利益	460	1,283	1,472	1,380	1,071	969	1,950	1,963	1,469	1,305	2,236	2,226
業外收入及支出	-873	277	811	602	20	718	340	220	236	188	340	220
稅前純益	-413	1,560	2,283	1,982	1,091	1,687	2,290	2,183	1,705	1,493	2,576	2,446
所得稅	214	385	773	440	-3	344	604	485	348	305	739	543
稅後純益	2,045	492	580	763	426	631	866	862	519	410	906	960
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	4.61	6.33	6.29	3.79	3.00	6.62	7.01

獲利能力(%)

毛利率(%)	16.63%	19.35%	19.79%	20.24%	18.38%	20.12%	19.83%	19.99%	18.22%	19.81%	20.00%	20.16%
營業利益率(%)	1.38%	4.50%	5.08%	4.61%	3.13%	2.96%	5.60%	5.38%	3.63%	3.74%	6.05%	5.74%
稅後純益率(%)	6.16%	1.73%	2.00%	2.55%	1.24%	1.93%	2.49%	2.36%	1.28%	1.17%	2.45%	2.48%

QoQ(%)

營業收入淨額	13.89%	-14.24%	1.65%	3.46%	14.23%	-4.41%	6.47%	4.73%	10.99%	-13.72%	5.77%	4.84%
營業利益	-55.96%	178.85%	14.77%	-6.25%	-22.41%	-9.52%	101.27%	0.67%	-25.17%	-11.13%	71.31%	-0.48%
稅前純益	N.A	N.A	46.33%	-13.19%	-44.95%	54.65%	35.74%	-4.67%	-21.90%	-12.41%	72.51%	-5.07%
稅後純益	213.04%	-75.92%	17.74%	31.53%	-44.13%	48.17%	37.19%	-0.51%	-39.79%	-20.96%	120.90%	5.94%

YoY(%)

營業收入淨額	75.26%	31.46%	19.88%	2.71%	3.01%	14.83%	20.28%	21.76%	18.31%	6.78%	6.08%	6.19%
營業利益	N.A	107.66%	53.18%	32.13%	132.80%	-24.47%	32.46%	42.24%	37.19%	34.75%	14.69%	13.38%
稅前純益	N.A	60.42%	62.31%	13.66%	N.A	8.14%	0.31%	10.15%	56.29%	-11.48%	12.51%	12.03%
稅後純益	305.10%	56.68%	31.25%	16.72%	-79.17%	28.21%	49.39%	12.99%	21.77%	-35.04%	4.60%	11.38%

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。