

2024 年 5 月 20 日

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	306.00 元
目標價	
3 個月	344.00 元
12 個月	344.00 元

樺漢(6414 TT)

Trading Buy

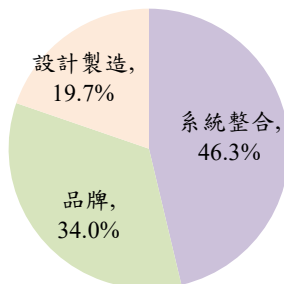
近期報告日期、評等及前日股價

05/13/2024	Buy	319.50
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

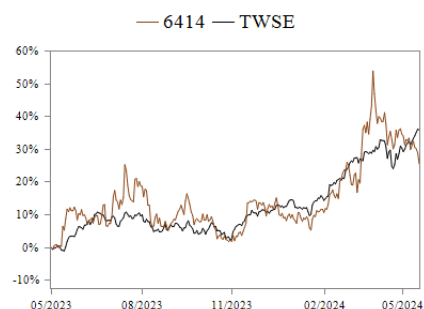
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,369
市值(億元)	419
目前每股淨值(元)	164.91
外資持股比(%)	19.13
投信持股比(%)	13.28
董監持股比(%)	24.73
融資餘額(張)	4,425
現金股息配發率(%)	60.02

產品組合



股價相對大盤走勢



近期歐洲市況影響品牌成長性，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：雖然預估樺漢 2024 年營收受惠於品牌業務購併綜效發揮而得以逐季走高，不過，考量近期地緣政治對歐洲企業資本支出態度影響程度加劇，樺漢品牌事業營收訂單來源多為歐洲，預估相關營收成長性亦受波及，故群益將樺漢的投資建議調整為 Trading Buy。

因業外受惠匯兌利益，1Q24 稅後淨利 QoQ+48.17%：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%)。

2024 年重要營收動能為品牌事業：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。

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	142,249	154,220	28,491	28,962	29,963	34,225	32,717	34,228	36,021	39,282	35,669
營業毛利淨額	23,599	27,701	30,218	5,513	5,730	6,065	6,291	6,583	6,777	7,194	7,148	7,091
營業利益	5,206	5,950	7,632	1,283	1,472	1,380	1,071	969	1,835	1,875	1,271	1,455
稅後純益	2,261	2,526	2,946	492	580	763	426	631	817	755	323	538
稅後 EPS(元)	16.52	18.45	21.52	3.60	4.24	5.57	3.11	4.61	5.97	5.51	2.36	3.93
毛利率(%)	19.40%	19.47%	19.59%	19.35%	19.79%	20.24%	18.38%	20.12%	19.80%	19.97%	18.20%	19.88%
營業利益率(%)	4.28%	4.18%	4.95%	4.50%	5.08%	4.61%	3.13%	2.96%	5.36%	5.20%	3.24%	4.08%
稅後純益率(%)	1.86%	1.78%	1.91%	1.73%	2.00%	2.55%	1.24%	1.93%	2.39%	2.10%	0.82%	1.51%
營業收入 YoY/QoQ(%)	12.39%	16.94%	8.42%	-14.24%	1.65%	3.46%	14.23%	-4.41%	4.62%	5.24%	9.05%	-9.20%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-34.56%	11.74%	16.62%	-75.92%	17.74%	31.53%	-44.13%	48.17%	29.47%	-7.64%	-57.27%	66.78%

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 20 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。

1Q24 稅後淨利 6.31 億元，QoQ+48.17%，關鍵在於業外受惠匯兌利益：

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。

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 20 日

品牌事業購併綜效推升 2024 年營收成長：

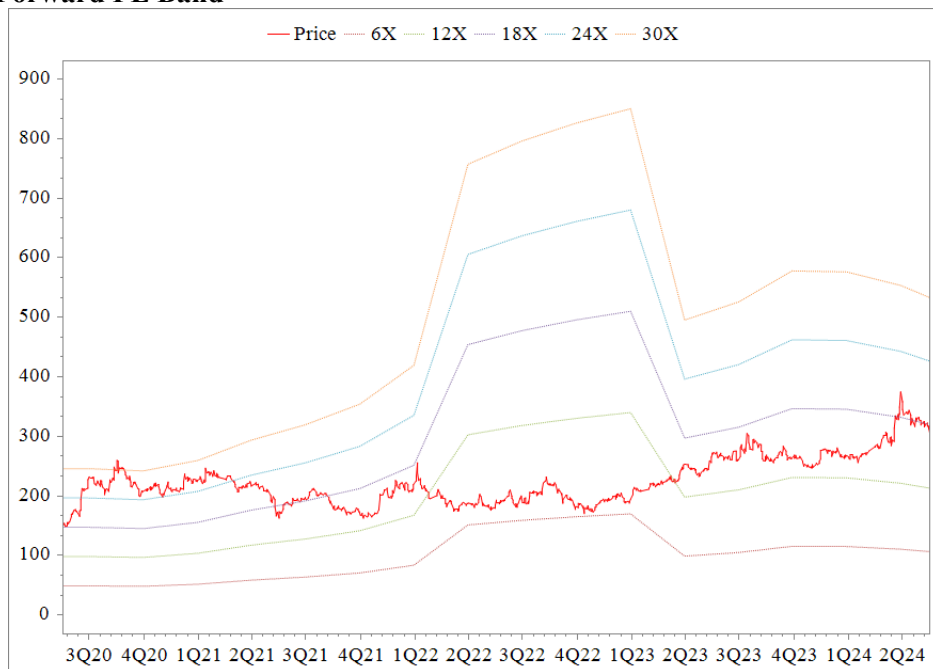
樺漢 04/2024 營收 113.85 億元，MoM-6.56%，主要係標案於 1Q24 季底入帳金額較高所致，符合群益先前預估，然而，預估 2Q24 營收較 1Q24 增加，動能來自品牌、設計製造，加上 2Q24 已無較大金額一次性費用，故獲利展望優於 1Q24。

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。

考量近期歐洲市況影響品牌事業 2024 年營收成長性，群益將樺漢的投資建議調整為 Trading Buy：

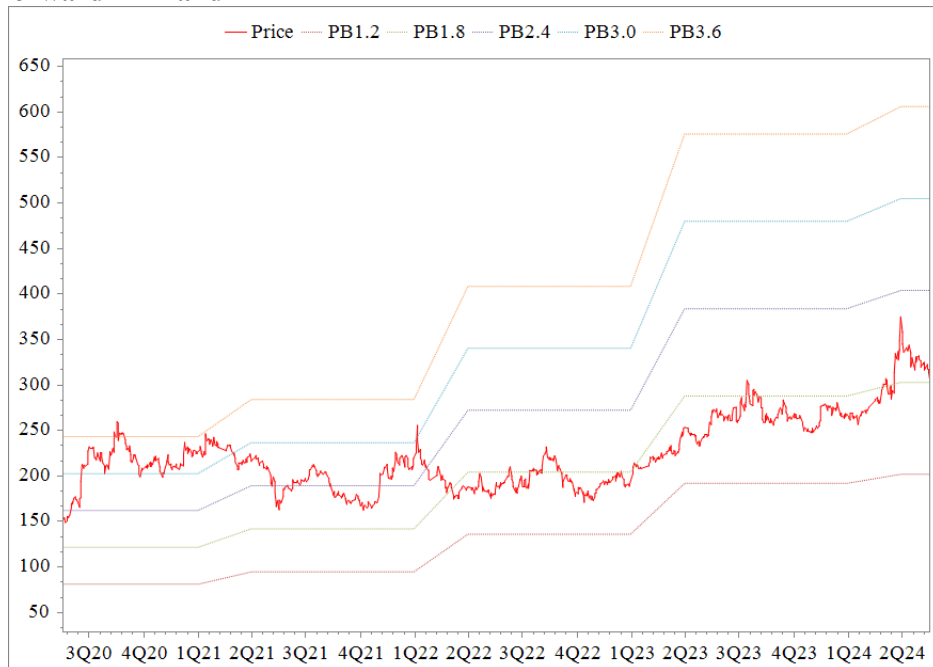
雖然預估樺漢 2024 年營收受惠於品牌業務購併綜效發揮而得以逐季走高，不過，考量近期地緣政治對歐洲企業資本支出態度影響程度加劇，樺漢品牌事業營收訂單來源多為歐洲，預估相關營收成長性亦受波及，故群益將樺漢的投資建議調整為 Trading Buy。

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 20 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	100,626	119,293	126,784	132,993	140,488
流動資產	66,385	86,091	87,394	89,312	92,123
現金及約當現金	17,522	25,963	24,061	25,753	25,970
應收帳款與票據	17,380	17,433	20,408	20,902	21,350
存貨	15,971	21,988	21,685	22,251	22,934
採權益法之投資	129	553	602	680	766
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	78,931	81,460
流動負債	47,315	57,600	61,206	62,456	64,422
應付帳款及票據	21,165	21,548	20,792	21,260	21,885
非流動負債	21,941	18,977	15,900	16,007	15,945
權益總計	31,370	42,717	49,678	54,062	59,029
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	11,064	16,031
母公司業主權益	10,804	15,536	21,901	23,041	24,337
負債及權益總計	100,626	119,293	126,784	132,993	140,488

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	1,645	-739	7,375	13,076	12,883
稅前純益	3,534	3,709	6,916	7,464	8,616
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	-591	-506
其他營運現金	-4,396	-2,678	1,070	1,615	1,877
投資活動現金	-1,114	4,579	-4,859	-3,112	-3,498
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	-2,112	-2,498
籌資活動現金	2,024	3,037	-4,430	-6,272	-5,168
長借/公司債變動	2,054	-1,117	4,497	106	-62
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	-4,993	-3,456
淨現金流量	1,566	8,441	-1,902	3,692	4,217
期初現金	15,956	17,522	25,963	24,061	27,753
期末現金	17,522	25,963	24,061	27,753	31,970

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	142,249	154,220
營業成本	68,322	88,618	98,042	114,547	124,002
營業毛利淨額	17,045	19,611	23,599	27,701	30,218
營業費用	14,631	16,528	18,393	21,751	22,586
營業利益	2,414	3,083	5,206	5,950	7,632
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	7,464	8,616
所得稅	787	1,321	1,595	1,694	1,999
稅後純益	1,335	3,455	2,261	2,526	2,946
稅後 EPS(元)	9.75	25.24	16.52	18.45	21.52
完全稀釋 EPS**	9.31	24.09	15.77	17.62	20.54

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%	16.94%	8.42%
營業毛利淨額	-13.01%	15.05%	20.34%	17.38%	9.09%
營業利益	-34.29%	27.70%	68.84%	14.30%	28.26%
稅後純益	20.10%	158.80%	-34.56%	11.74%	16.62%

獲利能力分析(%)

毛利率	19.97%	18.12%	19.40%	19.47%	19.59%
EBITDA(%)	8.44%	7.56%	8.50%	7.44%	7.79%
營益率	2.83%	2.85%	4.28%	4.18%	4.95%
稅後純益率	1.56%	3.19%	1.86%	1.78%	1.91%
總資產報酬率	1.33%	2.90%	1.78%	1.90%	2.10%
股東權益報酬率	4.26%	8.09%	4.55%	4.67%	4.99%

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	70.00	66.50
應收帳款天數	69.31	58.70	56.77	53.00	50.00

2024 年 5 月 20 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	34,228	36,021	39,282	35,669	36,972	39,089
營業成本	27,698	22,979	23,231	23,898	27,934	26,134	27,452	28,827	32,134	28,577	29,567	31,190
營業毛利淨額	5,526	5,513	5,730	6,065	6,291	6,583	6,777	7,194	7,148	7,091	7,405	7,899
營業費用	5,066	4,230	4,258	4,685	5,220	5,614	4,941	5,319	5,877	5,636	5,154	5,595
營業利益	460	1,283	1,472	1,380	1,071	969	1,835	1,875	1,271	1,455	2,251	2,304
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	2,175	2,095	1,507	1,643	2,591	2,524
所得稅	214	385	773	440	-3	344	578	465	307	335	725	560
稅後純益	2,045	492	580	763	426	631	817	755	323	538	912	990
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	5.97	5.51	2.36	3.93	6.66	7.23

獲利能力(%)

毛利率(%)	16.63%	19.35%	19.79%	20.24%	18.38%	20.12%	19.80%	19.97%	18.20%	19.88%	20.03%	20.21%
營業利益率(%)	1.38%	4.50%	5.08%	4.61%	3.13%	2.96%	5.36%	5.20%	3.24%	4.08%	6.09%	5.89%
稅後純益率(%)	6.16%	1.73%	2.00%	2.55%	1.24%	1.93%	2.39%	2.10%	0.82%	1.51%	2.47%	2.53%

QoQ(%)

營業收入淨額	13.89%	-14.24%	1.65%	3.46%	14.23%	-4.41%	4.62%	5.24%	9.05%	-9.20%	3.65%	5.73%
營業利益	-55.96%	178.85%	14.77%	-6.25%	-22.41%	-9.52%	89.45%	2.14%	-32.19%	14.47%	54.66%	2.37%
稅前純益	N.A	N.A	46.33%	-13.19%	-44.95%	54.65%	28.95%	-3.71%	-28.05%	9.02%	57.66%	-2.58%
稅後純益	213.04%	-75.92%	17.74%	31.53%	-44.13%	48.17%	29.47%	-7.64%	-57.27%	66.78%	69.41%	8.64%

YoY(%)

營業收入淨額	75.26%	31.46%	19.88%	2.71%	3.01%	14.83%	18.19%	20.22%	14.78%	9.02%	8.01%	8.52%
營業利益	N.A	107.66%	53.18%	32.13%	132.80%	-24.47%	24.69%	35.84%	18.71%	50.20%	22.62%	22.89%
稅前純益	N.A	60.42%	62.31%	13.66%	N.A	8.14%	-4.71%	5.69%	38.16%	-2.60%	19.08%	20.49%
稅後純益	305.10%	56.68%	31.25%	16.72%	-79.17%	28.21%	40.97%	-1.00%	-24.28%	-14.77%	11.53%	31.17%

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。