

2024 年 8 月 14 日

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價 299.50 元
目標價
3 個月 329.00 元
12 個月 329.00 元

樺漢(6414 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

展望樂觀，首次給予 Trading Buy 的投資建議

投資建議：工控設計和品牌通路於 2H24~2025 年展望皆樂觀，帶動營收和獲利呈現高成長，故首次給予 Trading Buy 的投資建議，目標價 329 元，是以 2025 年 15x PER 來評價。

公司基本資訊

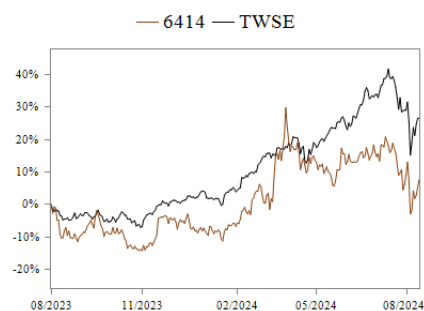
目前股本(百萬元)	1,372
市值(億元)	411
目前每股淨值(元)	164.55
外資持股比(%)	18.12
投信持股比(%)	12.00
董監持股比(%)	24.68
融資餘額(張)	3,388
現金股息配發率(%)	59.72

產品組合



■ 產業電腦軟體銷售:99.99%
■ 售後服務:0.01%

股價相對大盤走勢



2Q24 營收 QOQ 和 YOY 皆維持高成長，不過毛利率和獲利受到系統整合的影響而下滑：

樺漢 2Q24 營收為 363.21 億元，QOQ +11.02%，YOY +25.41%；毛利率為 18.75%，QOQ 下滑 1.37 個百分點，YOY 亦下滑 1.04 個百分點，主要是因為系統整合協助半導體公司在美國設廠受到法規、原物料和人力成本增加造成毛利下滑，公司在新承接的美國建廠專案有考慮上述因素，希望能盡快改善；稅後純益為 5.07 億元，QOQ -19.75%，YOY -12.62%；稅後 EPS 3.70 元。在部門別的部分，2Q24 工控設計佔 17.0%，營收為 61.6 億元，YOY +5.0%；品牌通路佔 40.6%，營收為 147.6 億元，YOY +55.9%；系統整合佔 42.4%，營收為 154 億元，YOY +13.0%。

2H24 和 2025 年展望皆樂觀，工控設計和品牌通路為主要成長動能：

展望 2H24 和 2025 年，2H24 營收和毛利率皆較 1H24 成長，B/B Ratio 為 1.1~1.2，在手訂單超過 1500 億元，工控設計和品牌通路為高成長，毛利率則因 AI 軟體與 ESaaS 方案比重增加而提升，系統整合則在新專案的收費上有做調整，希望能盡快改善其獲利。2025 年營收、毛利與淨利皆為高成長，其中工控設計為大幅成長，主要是因為樺漢於 08/06/2024 與 NCR Voyix(VYX US)合作，成為其全球的獨家硬體供應商，將負責其產品的供應、設計、履行、運輸及保固管理，這塊在手訂單就有 160 億元，故 2025 年在手訂單就超過 1,600 億元，2H24 仍在調整期，2025 年將會開花結果；品牌通路亦為高成長；系統整合則為小幅成長。樺漢子公司 Kontron AG 收購德國上市公司 KATEK SE，並於 03/2024 開始編入樺漢的合併報表，不過合併初期費用較高，還需要做調整，預計 2025 年獲利會有改善。預估 2024 年稅後 EPS 17.79 元，2025 年稅後 EPS 21.93 元

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	121,641	147,435	167,121	28,962	29,963	34,225	32,717	36,321	38,353	40,044	37,947	41,106
營業毛利淨額	23,599	28,815	34,337	5,730	6,065	6,291	6,583	6,809	7,486	7,938	7,830	8,399
營業利益	5,206	5,475	7,882	1,472	1,380	1,071	969	1,160	1,594	1,753	1,645	1,949
稅後純益	2,261	2,441	3,009	580	763	426	631	507	613	690	667	626
稅後 EPS(元)	16.48	17.79	21.93	4.23	5.56	3.11	4.60	3.69	4.47	5.03	4.86	4.57
毛利率(%)	19.40%	19.54%	20.55%	19.79%	20.24%	18.38%	20.12%	18.75%	19.52%	19.82%	20.64%	20.43%
營業利益率(%)	4.28%	3.71%	4.72%	5.08%	4.61%	3.13%	2.96%	3.19%	4.16%	4.38%	4.34%	4.74%
稅後純益率(%)	1.86%	1.66%	1.80%	2.00%	2.55%	1.24%	1.93%	1.39%	1.60%	1.72%	1.76%	1.52%
營業收入 YoY/QoQ(%)	12.39%	21.20%	13.35%	1.65%	3.46%	14.23%	-4.41%	11.02%	5.59%	4.41%	-5.24%	8.33%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-34.56%	7.96%	23.28%	17.74%	31.53%	-44.13%	48.17%	-19.75%	20.96%	12.63%	-3.35%	-6.11%

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 13.72 億元計算。

ESG(Environment, Social, Governance)：

圖一、樺漢 ESG



資料來源：樺漢

公司簡介：

樺漢科技(6414 TT)成立於 1999 年，為一家工業電腦廠，鴻海集團(2317 TT)於 2007 年入股，公司透過不斷併購來擴大營運的規模，比較重大的併購有：1. 10/2016 樺漢宣布透過子公司 Ennoconn 及樺成國際投資，取得德國系統整合廠 S&T AG 約 29.4%股權，並由 S&T AG 取得德國工業電腦品牌大廠 Kontron 29%股權，06/2023 S&T AG 更名為 Kontron AG，目前 Kontron AG 持股比例為 27%，佔整體營收有 30%以上。2. 03/2018 樺漢宣布以每股 59 元公開收購廠房機電整合系統廠帆宣科技(6196 TT)，目前持股比例為 42%，佔整體營收達 40%以上。3. 10/2014 樺漢以公開收購、股分交換及透過子公司樺成國際投資等方式入股瑞祺電通(6416 TT)，正式切入網路安全設備領域，目前持股比例為 32%。

除了以上三家公司外，沅聖(6638 TT)、磐儀(3594 TT)、金雨(4503 TT)、安瑞 KY(3664 TT)、AIS、樺緯物聯、鈺緯科技、超恩和樺旭能源等等公司，皆陸續獲得樺漢或其子公司入股而加入這個大家庭。

在部門別的部分，公司分為工控設計、品牌通路和系統整合，其中品牌通路即為 Kontron AG 所貢獻，系統整合則為帆宣科技所貢獻。2Q24 工控設計佔 17.0%，品牌通路佔 40.6%，系統整合佔 42.4%。

在區域營收的部分，2Q24 美洲佔 28%，歐洲佔 36%，中國佔 12%，其他佔 24%。

2Q24 營收 QOQ 和 YOY 皆維持高成長，不過毛利率和獲利受到系統整合的影響而下滑：

樺漢 2Q24 營收為 363.21 億元，QOQ +11.02%，YOY +25.41%；毛利率為 18.75%，QOQ 下滑 1.37 個百分點，YOY 亦下滑 1.04 個百分點，主要是因為系統整合協助半導體公司在美國設廠受到法規、原物料和人力成本增加造成毛利下滑，公司在新承接的美國建廠專案有考慮上述因素，希望能盡

2024 年 8 月 14 日

快改善；稅後純益為 5.07 億元，QOQ -19.75%，YOY -12.62%；稅後 EPS 3.70 元。

在部門別的部分，2Q24 工控設計佔 17.0%，營收為 61.6 億元，YOY +5.0%；品牌通路佔 40.6%，營收為 147.6 億元，YOY +55.9%；系統整合佔 42.4%，營收為 154 億元，YOY +13.0%。

2H24 和 2025 年展望皆樂觀，工控設計和品牌通路為主要成長動能：

展望 2H24 和 2025 年，公司預估 2H24 營收和毛利率皆較 1H24 成長，B/B Ratio 為 1.1~1.2，在手訂單超過 1500 億元，工控設計和品牌通路為高成長，毛利率則因 AI 軟體與 ESaaS 方案比重增加而提升，系統整合則在新專案的收費上有做調整，希望能盡快改善其獲利。

公司預估 2025 年營收、毛利與淨利皆為高成長，其中工控設計為大幅成長，主要是因為樺漢於 08/06/2024 與 NCR Voyix(VYX US)合作，成為其全球的獨家硬體供應商，將負責其產品的供應、設計、履行、運輸及保固管理，這塊在手訂單就有 160 億元，故 2025 年在手訂單就超過 1,600 億元，2H24 仍在調整期，2025 年將會開花結果；品牌通路亦為高成長；系統整合則為小幅成長。

樺漢子公司 Kontron AG 收購德國上市公司 KATEK SE，並於 03/2024 開始編入樺漢的合併報表，不過合併初期費用較高，還需要做調整，預計 2025 年獲利會有改善。

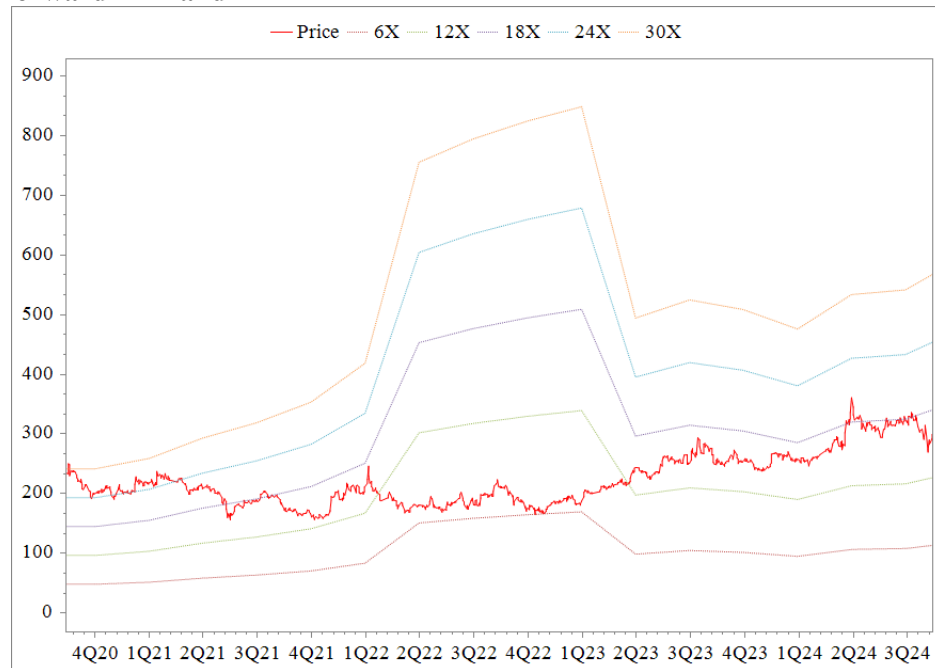
綜合以上，預估樺漢 2024 年營收為 1,474.35 億元，YOY +21.20%；稅後純益為 24.41 億元，YOY +7.96%；稅後 EPS 17.79 元，稀釋後 EPS 16.49 元。預估樺漢 2025 年營收為 1,671.21 億元，YOY +13.35%；稅後純益為 30.09 億元，YOY +23.28%；稅後 EPS 21.93 元，稀釋後 EPS 20.33 元。

投資建議：

工控設計和品牌通路於 2H24~2025 年展望皆樂觀，帶動營收和獲利呈現高成長，故首次給予 Trading Buy 的投資建議，目標價 329 元，是以 2025 年 15x PER 來評價。

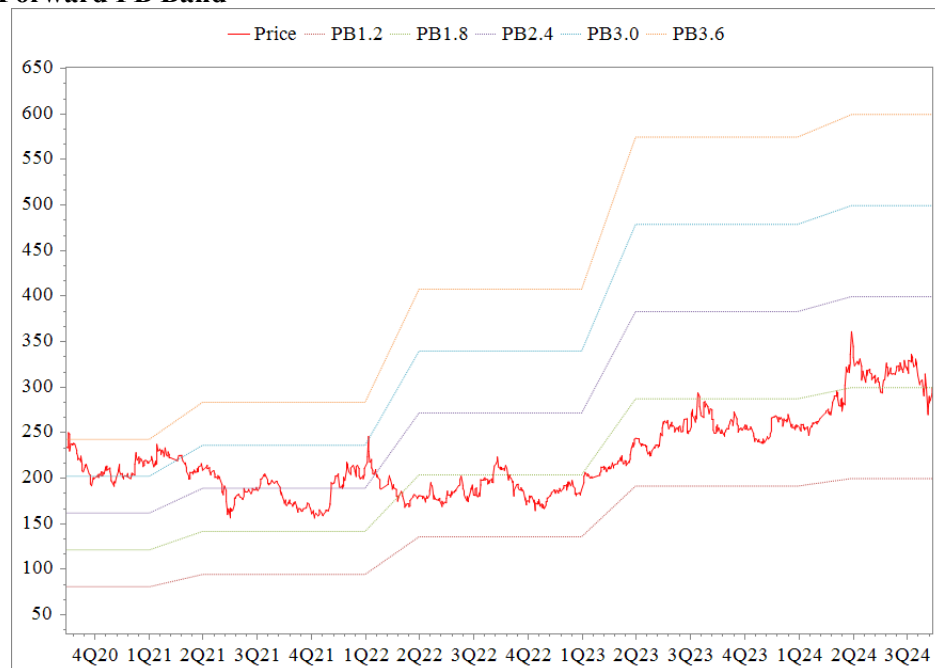
2024 年 8 月 14 日

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 8 月 14 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	100,626	119,293	126,784	144,979	158,547
流動資產	66,385	86,091	87,394	96,899	105,671
現金及約當現金	17,522	25,963	24,061	27,941	29,817
應收帳款與票據	17,380	17,433	20,408	25,457	26,532
存貨	15,971	21,988	21,685	31,154	27,994
採權益法之投資	129	553	602	782	890
不動產、廠房設備	6,698	6,209	7,179	6,209	5,240
負債總計	69,256	76,577	77,107	91,283	99,826
流動負債	47,315	57,600	61,206	60,562	66,045
應付帳款及票據	21,165	21,548	20,792	30,435	26,909
非流動負債	21,941	18,977	15,900	21,079	27,665
權益總計	31,370	42,717	49,678	53,696	58,721
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	10,698	15,723
母公司業主權益	10,804	15,536	21,901	22,843	24,268
負債及權益總計	100,626	119,293	126,784	144,979	158,547

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	1,645	-739	7,375	3,355	9,414
稅前純益	3,534	3,709	6,916	7,188	8,770
折舊及攤銷	3,177	3,914	2,818	2,437	2,056
營運資金變動	-671	-5,685	-3,429	-4,875	-1,442
其他營運現金	-4,396	-2,678	1,070	-1,395	29
投資活動現金	-1,114	4,579	-4,859	-13,318	-9,497
資本支出淨額	-1,569	-857	-1,409	-1,409	-1,409
長期投資變動	1,294	9	-2,431	-2,430	-2,430
其他投資現金	-839	5,427	-1,020	-9,478	-5,658
籌資活動現金	2,024	3,037	-4,430	13,842	1,960
長借/公司債變動	2,054	-1,117	4,497	5,178	6,586
現金增資	975	1,105	0	0	0
發放現金股利	-481	-742	-1,605	-1,498	-1,584
其他籌資現金	-525	3,790	-7,322	10,162	-3,042
淨現金流量	1,566	8,441	-1,902	3,880	1,876
期初現金	15,956	17,522	25,963	24,061	27,941
期末現金	17,522	25,963	24,061	27,941	29,817

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	147,435	167,121
營業成本	68,322	88,618	98,042	118,619	132,783
營業毛利淨額	17,045	19,611	23,599	28,815	34,337
營業費用	14,631	16,528	18,393	23,340	26,455
營業利益	2,414	3,083	5,206	5,475	7,882
EBITDA	7,203	8,182	10,339	10,339	10,339
業外收入及支出	1,120	526	1,221	1,713	888
稅前純益	3,534	3,709	6,916	7,188	8,770
所得稅	787	1,321	1,595	1,672	2,161
稅後純益	1,335	3,455	2,261	2,441	3,009
稅後 EPS(元)	9.73	25.18	16.48	17.79	21.93
完全稀釋 EPS**	9.02	23.34	15.27	16.49	20.33

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 13.72【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 14.80 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%	21.20%	13.35%
營業毛利淨額	-13.01%	15.05%	20.34%	22.10%	19.16%
營業利益	-34.29%	27.70%	68.84%	5.18%	43.97%
稅後純益	20.10%	158.80%	-34.56%	7.96%	23.28%
獲利能力分析(%)					
毛利率	19.97%	18.12%	19.40%	19.54%	20.55%
EBITDA(%)	8.44%	7.56%	8.50%	7.01%	6.19%
營益率	2.83%	2.85%	4.28%	3.71%	4.72%
稅後純益率	1.56%	3.19%	1.86%	1.66%	1.80%
總資產報酬率	1.33%	2.90%	1.78%	1.68%	1.90%
股東權益報酬率	4.26%	8.09%	4.55%	4.55%	5.12%
償債能力檢視					
負債比率(%)	68.82%	64.19%	60.82%	62.96%	62.96%
負債/淨值比(%)	220.77%	179.27%	155.21%	170.00%	170.00%
流動比率(%)	140.30%	149.46%	142.79%	160.00%	160.00%
其他比率分析					
存貨天數	76.95	78.17	81.29	81.29	81.29
應收帳款天數	69.31	58.70	56.77	56.77	56.77

2024 年 8 月 14 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	28,491	28,962	29,963	34,225	32,717	36,321	38,353	40,044	37,947	41,106	43,355	44,712
營業成本	22,979	23,231	23,898	27,934	26,134	29,512	30,867	32,106	30,117	32,707	34,444	35,516
營業毛利淨額	5,513	5,730	6,065	6,291	6,583	6,809	7,486	7,938	7,830	8,399	8,911	9,196
營業費用	4,230	4,258	4,685	5,220	5,614	5,649	5,892	6,185	6,185	6,450	6,790	7,030
營業利益	1,283	1,472	1,380	1,071	969	1,160	1,594	1,753	1,645	1,949	2,121	2,166
業外收入及支出	277	811	602	20	718	551	222	222	222	222	222	222
稅前純益	1,560	2,283	1,982	1,091	1,687	1,710	1,816	1,975	1,867	2,171	2,343	2,388
所得稅	385	773	440	-3	344	490	403	434	380	735	520	525
稅後純益	492	580	763	426	631	507	613	690	667	626	853	863
最新股本	1,372	1,372	1,372	1,372	1,372	1,372	1,372	1,372	1,372	1,372	1,372	1,372
稅後EPS(元)	3.59	4.23	5.56	3.11	4.60	3.69	4.47	5.03	4.86	4.57	6.22	6.29
獲利能力(%)												
毛利率(%)	19.35%	19.79%	20.24%	18.38%	20.12%	18.75%	19.52%	19.82%	20.64%	20.43%	20.55%	20.57%
營業利益率(%)	4.50%	5.08%	4.61%	3.13%	2.96%	3.19%	4.16%	4.38%	4.34%	4.74%	4.89%	4.84%
稅後純益率(%)	1.73%	2.00%	2.55%	1.24%	1.93%	1.39%	1.60%	1.72%	1.76%	1.52%	1.97%	1.93%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-14.24%	1.65%	3.46%	14.23%	-4.41%	11.02%	5.59%	4.41%	-5.24%	8.33%	5.47%	3.13%
營業利益	178.85%	14.77%	-6.25%	-22.41%	-9.52%	19.69%	37.46%	9.96%	-6.12%	18.48%	8.82%	2.11%
稅前純益	N.A	46.33%	-13.19%	-44.95%	54.65%	1.37%	6.19%	8.74%	-5.43%	16.28%	7.92%	1.91%
稅後純益	-75.92%	17.74%	31.53%	-44.13%	48.17%	-19.75%	20.96%	12.63%	-3.35%	-6.11%	36.21%	1.12%
YoY(%)												
營業收入淨額	31.46%	19.88%	2.71%	3.01%	14.83%	25.41%	28.00%	17.00%	15.99%	13.17%	13.04%	11.66%
營業利益	107.66%	53.18%	32.13%	132.80%	-24.47%	-21.23%	15.50%	63.68%	69.83%	68.11%	33.09%	23.59%
稅前純益	60.42%	62.31%	13.66%	N.A	8.14%	-25.09%	-8.37%	81.01%	10.69%	26.97%	29.04%	20.94%
稅後純益	56.68%	31.25%	16.72%	-79.17%	28.21%	-12.62%	-19.64%	61.99%	5.66%	23.63%	39.21%	24.99%

註1：稅後EPS以股本13.72億元計算

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。