

研究員：莊禮誠 dan.chuang@cim.capital.com.tw

前日收盤價	346.00 元
目標價	
3 個月	400.00 元
12 個月	400.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

12/12/2023	已到目標價	
06/15/2023	Trading Buy	234.50

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,906
市值(億元)	660
目前每股淨值(元)	55.54
外資持股比(%)	22.51
投信持股比(%)	23.14
董監持股比(%)	9.50
融資餘額(張)	1,063
現金股息配發率(%)	84.61

產品組合



- 系統整合:99.75%
- 設計業務、產品銷售:0.19%
- 維護服務:0.06%

股價相對大盤走勢



(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	68,890	51,667	56,834	17,620	17,546	18,152	12,254	11,371	12,647	15,395	13,117	13,667
營業毛利淨額	7,531	6,759	7,470	1,966	1,783	1,972	1,533	1,526	1,700	2,000	1,700	1,800
營業利益	6,062	5,448	6,101	1,562	1,384	1,641	1,190	1,208	1,400	1,650	1,358	1,457
稅後純益	4,655	4,709	4,602	1,237	1,307	984	1,274	1,193	1,029	1,213	1,032	1,096
稅後 EPS(元)	24.42	24.71	24.14	6.49	6.86	5.16	6.68	6.26	5.40	6.37	5.41	5.75
毛利率(%)	10.93%	13.08%	13.14%	11.16%	10.16%	10.86%	12.51%	13.42%	13.44%	12.99%	12.96%	13.17%
營業利益率(%)	8.80%	10.54%	10.73%	8.86%	7.89%	9.04%	9.71%	10.62%	11.07%	10.72%	10.35%	10.66%
稅後純益率(%)	6.76%	9.11%	8.10%	7.02%	7.45%	5.42%	10.39%	10.49%	8.14%	7.88%	7.87%	8.02%
營業收入 YoY/QoQ(%)	42.92%	-25.00%	10.00%	13.16%	-0.42%	3.45%	-32.49%	-7.20%	11.22%	21.74%	-14.80%	4.19%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	16.40%	1.16%	-2.28%	9.79%	5.62%	-24.74%	29.49%	-6.36%	-13.69%	17.87%	-14.95%	6.18%

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 19.06 億元計算。

漢唐(2404 TT)

Buy

現金殖利率逾 6%，2Q24 毛利率已回升，2025 年營運正向。

投資建議：漢唐在手金額維持高檔，獲利穩定，2024 年現金殖利率逾 6%，同時 2Q24 毛利率已呈現季增，2025 年營運展望正向，投資建議調升為 Buy。

漢唐在手訂單逾 645 億元：漢唐客戶包含台系晶圓代工廠、美系記憶體廠、台系面板廠...等。漢唐於 08/2024 法說會時表示，累計已簽約未認列的在手訂單金額達 645.64 億元，維持近年高檔。

漢唐 2025 年營收展望正向：由於漢唐 2023 年營收基期較高，但法人預估漢唐 2024 年營收較 2022 年成長，2025 年展望也正向，成長動能包含台系晶圓代工廠的建廠需求。

漢唐毛利率有望逐漸轉佳：漢唐表示，台灣客戶美國廠一期的部分，漢唐已認列完大部分，之後二期的獲利率有望較一期好。4Q23~1Q24 可能是毛利率的谷底，2Q24 毛利率已呈現季增。

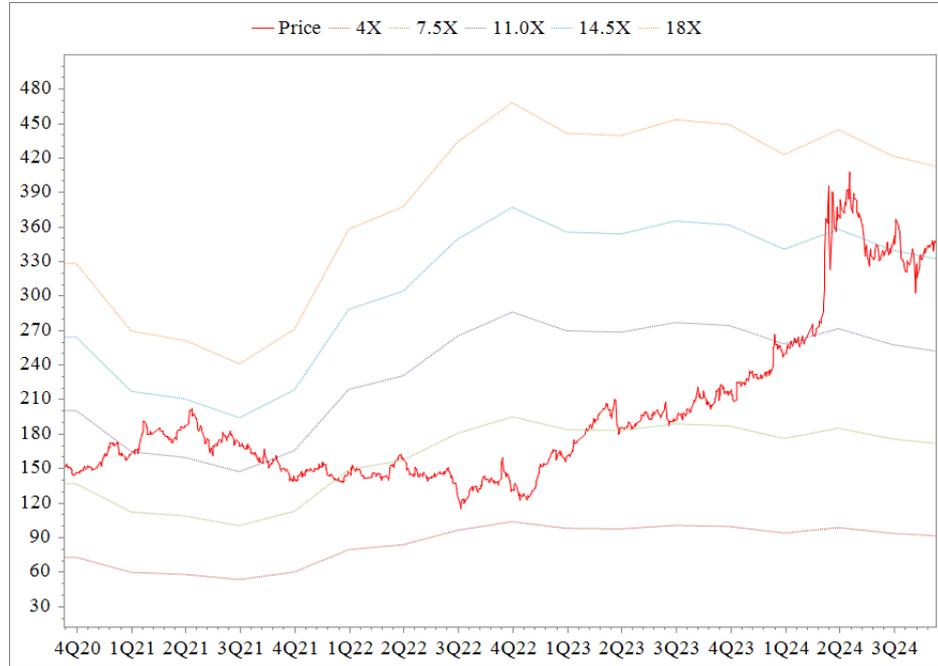
群益預估 2024/2025 年 EPS 為 24.71/24.14 元：群益預估 2024 全年營收 516.67 億元，YoY-25.00%；稅後純益 47.09 億元，YoY+1.16%；稅後 EPS 24.71 元。群益預估 2025 全年營收 568.34 億元，YoY+10.00%；稅後純益 46.02 億元，YoY-2.28%；稅後 EPS 24.14 元。

漢唐現金殖利率超過 6%：漢唐 2024 年配發現金股利 21 元/股，現金殖利率超過 6%，盈餘配發率 84%。

ESG：

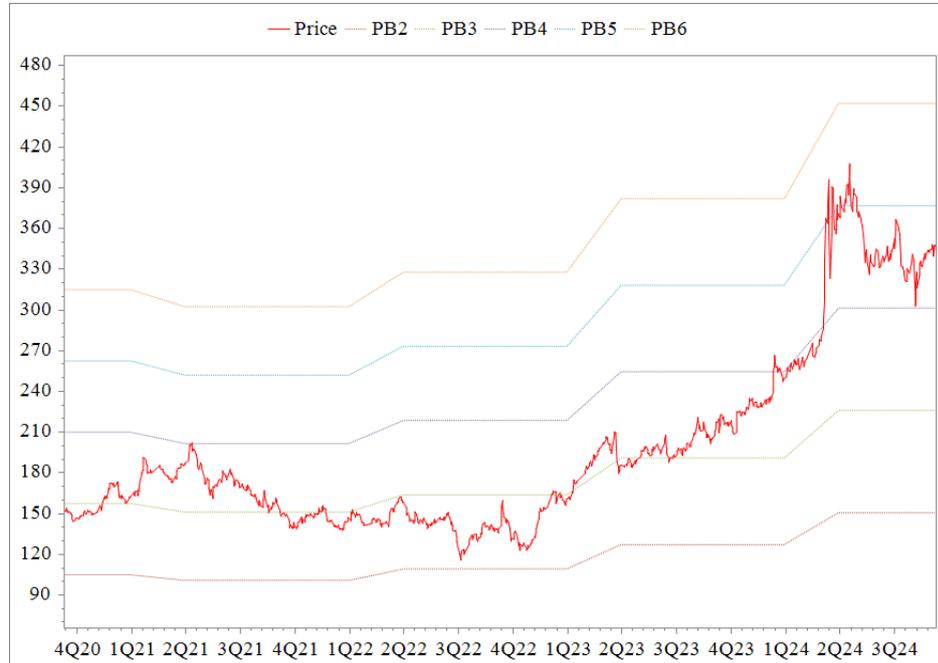
永續環境是漢唐經營理念之綠色承諾，因應全球環保節能的需求，我們透過工程設計、系統整合提升工程效率，減少工程過程中能耗。漢唐集成響應政府綠色採購辦法，我們從原物料取得、工程施作、運輸配送、完工至客戶使用階段，優先要求廠商提供低污染、可回收、再利用之環保產品，以達到廢棄物減量之目標。漢唐集成根著台灣，從初創之施工安裝小公司成長為專業工程集成公司，有賴於各地政通人和，因此，漢唐集成本著感恩的心回饋在地，不斷捐助弱勢及支持培育英才，期望肩擔起企業之「社會責任」，讓台灣變得更美好。漢唐股東會由全體股東組成，對公司重大事項進行決策，定期聽取董事會報告，為公司最高決策機關；董事會為最高治理機關，董事會成員皆恪盡善良管理人之注意義務，擘劃公司的經營政策與檢視財務績效，並確保公司營運遵守各種法令；為完善公司治理運作、強化公司競爭力，董事會設置審計委員會與薪資報酬委員會來健全董事會運作；董事會之下亦設有獨立之稽核室，定期執行稽核業務並向審計委員會與董事會呈報稽核結果。

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9月10日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	23,750	33,473	46,464	43,501	54,227
流動資產	18,963	29,016	42,413	8,997	47,837
現金及約當現金	6,923	11,223	9,386	2,596	11,149
應收帳款與票據	2,898	8,395	7,211	4,880	8,511
存貨	58	52	24	99	37
採權益法之投資	875	839	806	9,958	1,509
不動產、廠房設備	1,328	1,406	1,369	1,369	1,369
負債總計	13,983	22,862	34,036	28,755	38,734
流動負債	13,204	21,899	33,072	6,765	36,798
應付帳款及票據	4,721	6,270	8,337	3,499	9,484
非流動負債	779	964	964	26,828	789
權益總計	9,766	10,610	12,429	14,746	15,494
普通股股本	1,906	1,906	1,906	1,906	1,906
保留盈餘	6,426	7,991	9,835	12,152	12,900
母公司業主權益	9,607	10,414	12,129	14,360	14,960
負債及權益總計	23,750	33,473	46,464	43,501	54,227

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,094	6,617	4,391	6,611	5,942
稅前純益	3,555	5,428	6,479	6,185	6,101
折舊及攤銷	71	110	138	107	96
營運資金變動	1,837	-3,942	3,279	-2,581	2,417
其他營運現金	-3,370	5,021	-5,506	2,900	-2,671
投資活動現金	-366	670	-6,424	-21,395	19,569
資本支出淨額	-463	-99	-5	-95	-95
長期投資變動	19	183	54	0	0
其他投資現金	79	585	-6,473	-21,300	19,664
籌資活動現金	-3,287	-3,168	256	7,994	-16,958
長借/公司債變動	0	0	0	25,863	-26,038
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,240	-2,462	-2,814	-2,478	-4,002
其他籌資現金	-47	-706	3,070	-15,392	13,083
淨現金流量	-1,579	4,300	-1,838	-6,790	8,553
期初現金	8,502	6,923	11,223	9,386	2,596
期末現金	6,923	11,223	9,386	2,596	11,149

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	25,606	48,200	68,890	51,667	56,834
營業成本	21,520	41,482	61,358	44,909	49,364
營業毛利淨額	4,087	6,719	7,531	6,759	7,470
營業費用	947	1,288	1,470	1,310	1,370
營業利益	3,140	5,430	6,062	5,448	6,101
EBITDA	3,542	5,401	6,419	5,430	5,500
業外收入及支出	319	-166	31	737	0
稅前純益	3,555	5,428	6,479	6,185	6,101
所得稅	735	1,326	1,632	1,391	1,351
稅後純益	2,769	3,999	4,655	4,709	4,602
稅後 EPS(元)	14.53	20.98	24.42	24.71	24.14
完全稀釋 EPS**	14.53	20.98	24.42	24.71	24.14

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 19.06【最新股本】億元計算。

註3：完全稀釋 EPS 以股本 19.06 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	-28.55%	88.24%	42.92%	-25.00%	10.00%
營業毛利淨額	-28.10%	64.41%	12.09%	-10.26%	10.53%
營業利益	-32.05%	72.96%	11.62%	-10.12%	11.97%
稅後純益	-31.33%	44.41%	16.40%	1.16%	-2.28%

獲利能力分析(%)

毛利率	15.96%	13.94%	10.93%	13.08%	13.14%
EBITDA(%)	13.83%	11.20%	9.32%	10.51%	9.68%
營益率	12.26%	11.27%	8.80%	10.54%	10.73%
稅後純益率	10.82%	8.30%	6.76%	9.11%	8.10%
總資產報酬率	11.66%	11.95%	10.02%	10.83%	8.49%
股東權益報酬率	28.36%	37.69%	37.46%	31.94%	29.70%

償債能力檢視

負債比率(%)	58.88%	68.30%	73.25%	66.10%	71.43%
負債/淨值比(%)	143.18%	215.47%	273.85%	195.00%	250.00%
流動比率(%)	143.61%	132.50%	128.24%	133.00%	130.00%

其他比率分析

存貨天數	0.93	0.49	0.23	0.50	0.50
應收帳款天數	71.58	42.76	41.34	42.71	43.00

2024年9月10日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	15,571	17,620	17,546	18,152	12,254	11,371	12,647	15,395	13,117	13,667	14,234	15,815
營業成本	13,761	15,655	15,763	16,180	10,721	9,846	10,947	13,395	11,417	11,867	12,334	13,745
營業毛利淨額	1,810	1,966	1,783	1,972	1,533	1,526	1,700	2,000	1,700	1,800	1,900	2,070
營業費用	335	404	399	331	343	318	300	350	342	343	337	347
營業利益	1,475	1,562	1,384	1,641	1,190	1,208	1,400	1,650	1,358	1,457	1,563	1,723
業外收入及支出	98	201	376	-257	427	310	0	0	0	0	0	0
稅前純益	1,573	1,763	1,760	1,384	1,617	1,518	1,400	1,650	1,358	1,457	1,563	1,723
所得稅	437	494	397	304	336	319	335	401	291	324	349	387
稅後純益	1,127	1,237	1,307	984	1,274	1,193	1,029	1,213	1,032	1,096	1,175	1,299
最新股本	1,906	1,906	1,906	1,906	1,906	1,906	1,906	1,906	1,906	1,906	1,906	1,906
稅後EPS(元)	5.91	6.49	6.86	5.16	6.68	6.26	5.40	6.37	5.41	5.75	6.16	6.82
獲利能力(%)												
毛利率(%)	11.63%	11.16%	10.16%	10.86%	12.51%	13.42%	13.44%	12.99%	12.96%	13.17%	13.35%	13.09%
營業利益率(%)	9.47%	8.86%	7.89%	9.04%	9.71%	10.62%	11.07%	10.72%	10.35%	10.66%	10.98%	10.89%
稅後純益率(%)	7.24%	7.02%	7.45%	5.42%	10.39%	10.49%	8.14%	7.88%	7.87%	8.02%	8.25%	8.21%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-15.31%	13.16%	-0.42%	3.45%	-32.49%	-7.20%	11.22%	21.74%	-14.80%	4.19%	4.14%	11.11%
營業利益	-6.63%	5.90%	-11.40%	18.57%	-27.45%	1.46%	15.91%	17.86%	-17.72%	7.34%	7.24%	10.25%
稅前純益	3.96%	12.05%	-0.17%	-21.38%	16.89%	-6.14%	-7.78%	17.86%	-17.72%	7.34%	7.24%	10.25%
稅後純益	12.17%	9.79%	5.62%	-24.74%	29.49%	-6.36%	-13.69%	17.87%	-14.95%	6.18%	7.23%	10.56%
YoY(%)												
營業收入淨額	168.81%	76.02%	25.22%	-1.27%	-21.30%	-35.46%	-27.92%	-15.19%	7.05%	20.19%	12.55%	2.73%
營業利益	114.41%	25.48%	-27.85%	3.87%	-19.29%	-22.67%	1.17%	0.56%	14.03%	20.65%	11.63%	4.42%
稅前純益	121.50%	54.41%	-14.68%	-8.57%	2.80%	-13.88%	-20.44%	19.25%	-16.06%	-4.01%	11.63%	4.42%
稅後純益	112.06%	41.64%	-17.77%	-2.11%	13.01%	-3.61%	-21.24%	23.35%	-18.98%	-8.13%	14.14%	7.06%

註1：稅後EPS以股本19.06億元計算。

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。