



振樺電

(8114.TW/8114 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 September 18 (NT\$)	188.0
12 個月目標價 (NT\$)	232.0
前次目標價 (NT\$)	196.0
調升 (%)	18.4
上漲空間 (%)	23.4

焦點內容

1. 半導體業務帶動下半年營運優於預期。
2. 半導體業務也帶動毛利率維持高檔，毛利率維持在 42% 以上。
3. 上修 2025、2026 獲利年增 81.5% 及 24.4%。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	14.29 / 448.0
流通在外股數 (百萬股)：	76.02
外資持有股數 (百萬股)：	15.36
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.56
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	99.40 - 205.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	20.5	60	75.7
相對表現 (%)	25.2	51	45.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.02A	3.12A	4.27A	0.85A
2023	1.20A	1.80A	2.20A	0.36A
2024	1.46A	3.05A	3.07F	2.05F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

曾繁仁

886.2.2181.8734

victort@kgi.com

沈漢軒

886.2.2181.8005

hanhsuan.Shen@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

半導體業務帶動下半年營運優於預期

重要訊息

振樺電半導體業務優於預期，帶動營收自 5 月開始回升，也帶動下半年營收及獲利將優於預期。

評論及分析

半導體業務帶動下半年營運優於預期：振樺電 5 月開始出貨 AI 晶片測試機檯，帶動 5 月開始營收出現明顯增長，自 5 月以來單月營收均站上 10 億營收以上，7、8 月營收合計已達成我們 3Q24 營收預估的 80%。而隨著組裝公司海外擴產將增加 AI 晶片測試機檯需求，以及上一代測試機檯也有舊換新的需求，將帶動振樺電下半年營收優於預期。相較 2022-2023 年 AI 晶片測試機檯貢獻 IPC 營收約 13-15%，預估 2024 年貢獻 IPC 營收可達 25-30%，因此我們上調 2H24 合併營收可達 63.2 億元，年增 28%。

半導體業務也帶動毛利率維持高檔：振樺電毛利率由 2020 年的 32.5% 逐年提高至 1H24 的 44%，優於我們預期。主要因為高毛利率業務占營收比重持續提高，占合併營收比重由 2020 年的 55% 逐年提高至 1H24 的 68-70%，其中高毛利業務包括 POS 品牌 + 軟體定義智能設備(即配合軟體商的客製化硬體)、AI 晶片測試機檯及醫療產品等。而預期 2H24 高毛利的 AI 晶片測試機檯營收比重持續提昇下，將帶動 2H24 毛利率維持在 42-44%。

上修 2024、2025 獲利至年增 81.5% 及 24%：展望振樺電 2H24 在 AI 晶片測試機檯營收優於預期下，我們上調 2024 合併營收至 117 億元，年增 18.9%，且在高毛利率業務比重提高，我們也上修毛利率至 43.8%，並上調獲利至 7.6 億元，年增 81.5%，上修後 EPS 為 9.64 元。展望 2025 年在 POS 營收持續成長及資料中心營收回升帶動下，我們小幅上修 2025 年合併營收至 124 億元，年增 6%，且在毛利率維持 43.1%，我們上調獲利至 9.5 億元，年增 24%，上修後 EPS 為 11.6 元。

投資建議

振樺電的半導體業務成長優於預期，我們維持「增加持股」的投資建議，將一年目標價上調至 232 元(以 2025 年 EPS 的 20 倍本益比計算)。

投資風險

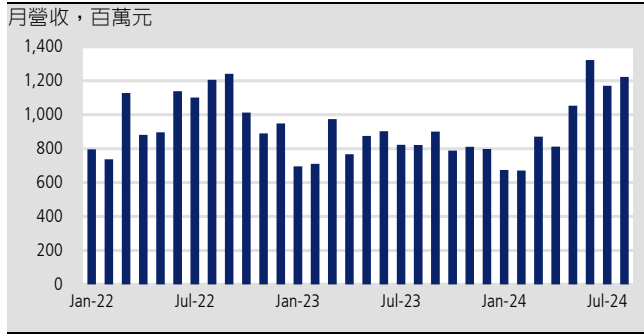
半導體業務成長及毛利率提升不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	9,213	11,973	9,866	11,728	12,433
營業毛利 (NT\$百萬)	3,263	4,191	3,760	5,133	5,363
營業利益 (NT\$百萬)	1,056	1,514	1,136	1,863	2,133
稅後淨利 (NT\$百萬)	466	846	420	761	947
每股盈餘 (NT\$)	6.21	11.25	5.55	9.64	11.59
每股現金股利 (NT\$)	4.50	6.99	4.70	6.75	8.12
每股盈餘成長率 (%)	275.7	81.0	(50.6)	73.6	20.3
本益比 (x)	30.3	16.7	33.9	19.5	16.2
股價淨值比 (x)	5.0	3.8	3.9	3.7	3.5
EV/EBITDA (x)	14.7	11.6	13.4	9.1	8.5
淨負債比率 (%)	3.7	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.4	3.7	2.5	3.6	4.3
股東權益報酬率 (%)	17.5	25.7	11.4	20.5	24.2

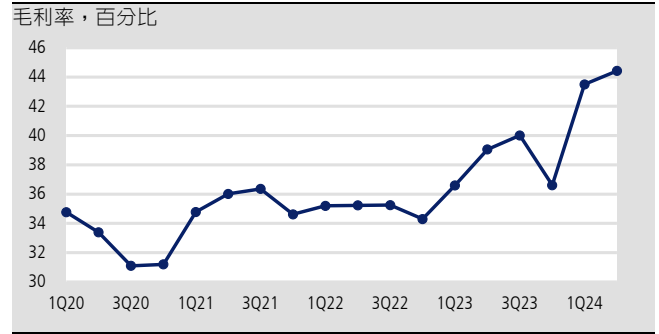
資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 半導體業務帶動月營收自 5 月回升



資料來源：凱基

圖 2: 半導體業務帶動毛利率創新高



資料來源：凱基

圖 3: 2Q24&3Q24 財務預估修正

百萬元	3Q24F					4Q24F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	3,458	3,000	15.3	8.5	36.0	2,866	2,950	(2.9)	(17.1)	19.5
毛利	1,535	1,200	28.0	8.4	50.9	1,218	1,180	3.2	(20.7)	38.7
營業利益	636	450	41.4	12.3	92.0	444	384	15.8	(30.2)	149.5
稅後淨利	253	217	17.0	5.2	52.2	157	154	1.7	(38.2)	483.5
每股盈餘 (元)	3.07	2.69	14.2	0.8	39.4	2.05	2.02	1.7	(33.2)	478.2
毛利率 (%)	44.4	40.0	4.4 ppts	(0.0)ppts	4.4 ppts	42.5	40.0	2.5 ppts	(1.9)ppts	5.9 ppts
營業利益率 (%)	18.4	15.0	3.4 ppts	0.6 ppts	5.4 ppts	15.5	13.0	2.5 ppts	(2.9)ppts	8.1 ppts
淨利率 (%)	7.3	7.2	0.1 ppts	(0.2)ppts	0.8 ppts	5.5	5.2	0.2 ppts	(1.9)ppts	4.3 ppts

資料來源：凱基

圖 4: 上修 2024&2025 年財務預估

百萬元	2024F				2025F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	11,728	11,016	6.5	18.9	12,433	12,164	2.2	6.0
毛利	5,133	4,512	13.8	36.5	5,363	4,865	10.2	4.5
營業利益	1,863	1,491	24.9	64.0	2,133	1,812	17.7	14.5
稅後淨利	761	697	9.3	81.5	947	874	8.4	24.4
每股盈餘 (元)	9.64	8.84	9.0	73.6	11.59	10.79	8.4	20.3
毛利率 (%)	43.8	41.0	2.8 ppts	5.7 ppts	43.1	40.0	3.1 ppts	(0.6)ppts
營業利益率 (%)	15.9	13.5	2.3 ppts	4.4 ppts	17.2	14.9	2.3 ppts	1.3 ppts
淨利率 (%)	6.5	6.3	0.2 ppts	2.2 ppts	7.6	7.2	0.4 ppts	1.1 ppts

資料來源：凱基

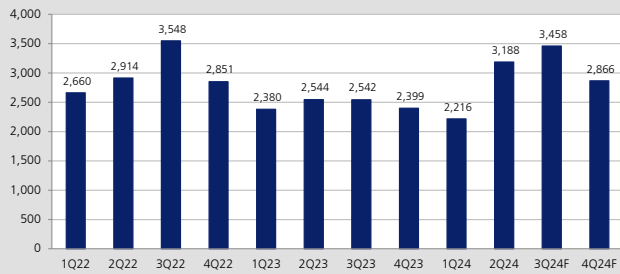
圖 5: 公司概況

振樺電為全球第五大 POS 機品牌的台灣工業電腦廠商。有鑑於 POS 產業趨於成熟，為追求更高的營收成長性，於 2016 年購併全球第三大、北美第一大的 KIOSK 公司，2017 年再合併工業電腦瑞傳。以 KIOSK 累積 25 年於北美終端營運商應用之場域經驗，協同振樺電全球品牌通路及瑞傳邊緣運算核心，來提供 O2O 服務業物聯網解決方案。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

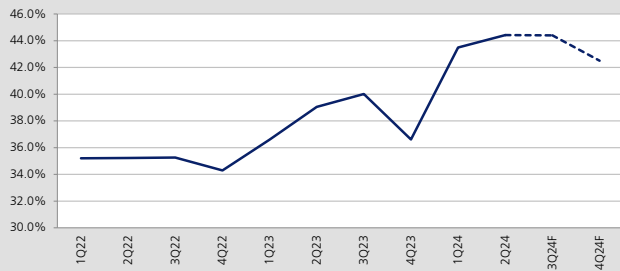
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

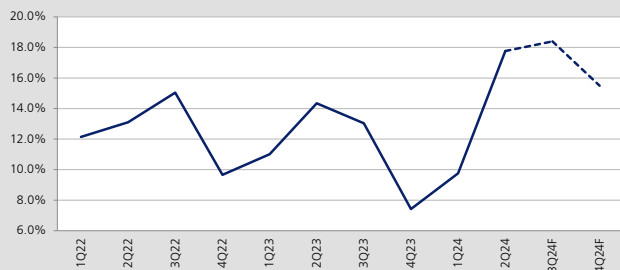
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

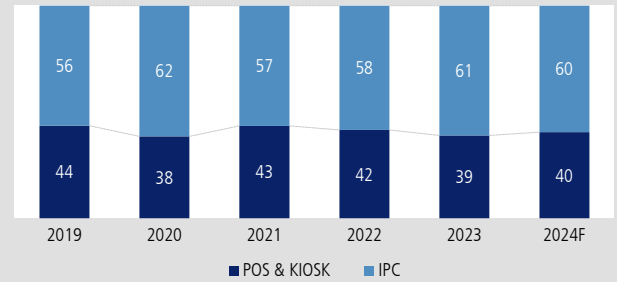
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 振樺電營收結構以 IPC 為主

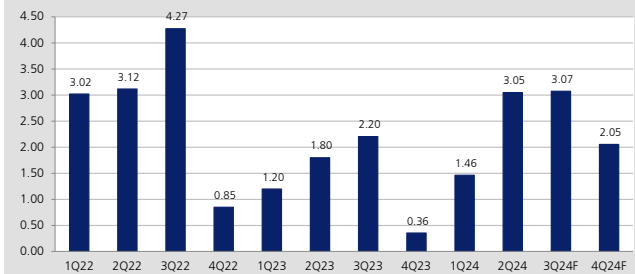
營收結構，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

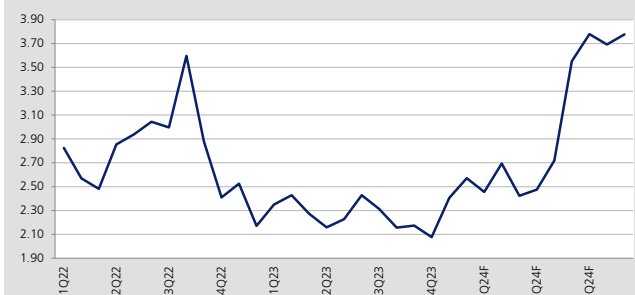
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,380	2,544	2,542	2,399	2,216	3,188	3,458	2,866	9,866	11,728	12,433
營業成本	(1,509)	(1,551)	(1,525)	(1,521)	(1,252)	(1,772)	(1,923)	(1,648)	(6,106)	(6,594)	(7,069)
營業毛利	871	994	1,017	878	964	1,416	1,535	1,218	3,760	5,133	5,363
營業費用	(609)	(629)	(686)	(700)	(748)	(850)	(899)	(774)	(2,624)	(3,270)	(3,231)
營業利益	262	365	331	178	216	566	636	444	1,136	1,863	2,133
折舊	(56)	(57)	(60)	(59)	(62)	(62)	(60)	(56)	(232)	(240)	(244)
攤提	(28)	(28)	(29)	(24)	(23)	(24)	(27)	(34)	(109)	(108)	(108)
EBITDA	346	450	420	261	301	653	723	534	1,478	2,212	2,485
利息收入	9	14	11	21	17	26	25	25	55	93	92
投資利益淨額	1	(0)	(1)	0	0	-	-	-	0	0	-
其他營業外收入	7	7	6	5	6	6	8	8	25	27	33
總營業外收入	18	21	16	27	23	31	33	33	81	120	125
利息費用	(49)	(48)	(49)	(49)	(49)	(50)	(50)	(50)	(195)	(198)	(200)
投資損失	-	-	-	-	(3)	(2)	-	-	(4)	(5)	-
其他營業外費用	(12)	26	41	(61)	44	16	(17)	(10)	(1)	33	(19)
總營業外費用	(60)	(21)	(8)	(110)	(8)	(36)	(67)	(60)	(200)	(170)	(219)
稅前純益	219	365	339	95	231	562	602	418	1,018	1,812	2,039
所得稅費用[利益]	(56)	(118)	(74)	(40)	(48)	(134)	(159)	(111)	(287)	(452)	(512)
少數股東損益	(73)	(111)	(99)	(28)	(72)	(187)	(190)	(150)	(311)	(599)	(580)
非常項目前稅後純益	90	136	167	27	111	241	253	157	420	761	947
非常項目	0	0	0	(0)	0	(0)	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	90	136	167	27	111	241	253	157	420	761	947
每股盈餘 (NT\$)	1.20	1.80	2.20	0.36	1.46	3.05	3.07	2.05	5.55	9.64	11.59
獲利率 (%)											
營業毛利率	36.6	39.0	40.0	36.6	43.5	44.4	44.4	42.5	38.1	43.8	43.1
營業利益率	11.0	14.3	13.0	7.4	9.8	17.8	18.4	15.5	11.5	15.9	17.2
EBITDA Margin	14.6	17.7	16.5	10.9	13.6	20.5	20.9	18.6	15.0	18.9	20.0
稅前純益率	9.2	14.3	13.3	3.9	10.4	17.6	17.4	14.6	10.3	15.5	16.4
稅後純益率	3.8	5.3	6.5	1.1	5.0	7.6	7.3	5.5	4.3	6.5	7.6
季成長率 (%)											
營業收入	(16.5)	6.9	(0.1)	(5.7)	(7.6)	43.9	8.5	(17.1)			
營業毛利	(10.9)	14.1	2.4	(13.7)	9.7	46.9	8.4	(20.7)			
營業收益增長	(4.9)	39.3	(9.2)	(46.3)	21.4	162.0	12.3	(30.2)			
EBITDA	(11.7)	30.0	(6.8)	(37.8)	15.4	116.8	10.8	(26.1)			
稅前純益	10.4	66.4	(7.0)	(72.1)	144.0	143.3	7.3	(30.7)			
稅後純益	41.4	50.3	22.6	(83.9)	312.3	117.8	5.2	(38.2)			
年成長率 (%)											
營業收入	(10.5)	(12.7)	(28.3)	(15.9)	(6.9)	25.3	36.0	19.5	(17.6)	18.9	6.0
營業毛利	(7.0)	(3.2)	(18.7)	(10.2)	10.6	42.5	50.9	38.7	(10.3)	36.5	4.5
營業收益	(18.9)	(4.4)	(37.9)	(35.4)	(17.5)	55.2	92.0	149.5	(24.9)	64.0	14.5
EBITDA	(15.4)	(4.4)	(35.1)	(33.5)	(13.1)	44.9	72.3	104.7	(23.1)	49.7	12.4
稅前純益	(31.6)	(6.3)	(43.8)	(52.3)	5.3	54.0	77.7	341.4	(32.7)	78.1	12.5
稅後純益	(60.1)	(42.0)	(48.2)	(58.0)	22.3	77.3	52.2	483.5	(50.4)	81.5	24.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	14,785	15,798	14,864	16,065	17,231
流動資產	7,125	8,434	7,135	8,479	9,786
現金及短期投資	2,066	3,315	3,189	4,955	6,004
存貨	3,157	3,280	2,489	1,802	1,937
應收帳款及票據	1,762	1,717	1,302	1,544	1,641
其他流動資產	140	122	155	178	205
非流動資產	7,660	7,364	7,729	7,586	7,445
長期投資	412	445	885	856	819
固定資產	3,407	3,365	3,307	3,161	3,013
什項資產	3,842	3,554	3,537	3,569	3,613
負債總額	10,315	9,435	8,534	8,941	9,313
流動負債	3,675	3,554	3,208	3,359	3,514
應付帳款及票據	1,255	761	759	818	879
短期借款	958	1,213	987	971	998
什項負債	1,462	1,580	1,461	1,570	1,638
長期負債	6,640	5,881	5,326	5,582	5,799
長期借款	1,141	582	65	174	240
其他負債及準備	4,785	4,933	4,883	5,030	5,180
股東權益總額	4,470	6,363	6,330	7,124	7,918
普通股本	749	755	756	756	756
保留盈餘	573	939	1,209	1,404	1,617
少數股東權益	1,641	2,607	2,713	3,313	3,893
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	13.9%	30.0%	(17.6%)	18.9%	6.0%
營業收益增長	126.2%	43.3%	(24.9%)	64.0%	14.5%
EBITDA	63.4%	36.0%	(23.1%)	49.7%	12.4%
稅後純益	275.7%	81.8%	(50.4%)	81.5%	24.4%
每股盈餘成長率	275.7%	81.0%	(50.6%)	73.6%	20.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	35.4%	35.0%	38.1%	43.8%	43.1%
營業利益率	11.5%	12.6%	11.5%	15.9%	17.2%
EBITDA Margin	15.3%	16.0%	15.0%	18.9%	20.0%
稅後純益率	5.1%	7.1%	4.3%	6.5%	7.6%
平均資產報酬率	3.3%	5.5%	2.7%	4.9%	5.7%
股東權益報酬率	17.5%	25.7%	11.4%	20.5%	24.2%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	47.0%	28.2%	16.6%	16.1%	15.6%
淨負債比率	3.7%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	4.6	8.1	6.2	10.2	11.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.5	0.4	0.6	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	1.1	5.5	10.4	7.7	5.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.2	0.8	1.7	1.3	0.9
流動比率 (x)	1.9	2.4	2.2	2.5	2.8
速動比率 (x)	1.1	1.5	1.4	2.0	2.2
淨負債 (NT\$百萬)	164	(508)	(2,046)	(3,719)	(4,675)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	6.21	11.25	5.55	9.64	11.59
每股現金盈餘 (NT\$)	3.22	15.44	26.91	20.21	13.75
每股淨值 (NT\$)	37.76	49.74	47.84	50.42	53.24
調整後每股淨值 (NT\$)	37.76	49.91	47.86	50.45	53.27
每股營收 (NT\$)	122.97	159.10	130.57	155.22	164.55
EBITDA/Share (NT\$)	18.85	25.52	19.56	29.27	32.89
每股現金股利 (NT\$)	4.50	6.99	4.70	6.75	8.12
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.64	0.78	0.64	0.76	0.75
應收帳款周轉天數	69.8	52.3	48.2	48.2	48.2
存貨周轉天數	193.7	153.9	148.8	100.0	100.0
應付帳款周轉天數	77.0	35.7	45.4	45.4	45.4
現金轉換周轉天數	186.5	170.5	151.6	102.8	102.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	9,213	11,973	9,866	11,728	12,433
營業成本	(5,950)	(7,781)	(6,106)	(6,594)	(7,069)
營業毛利	3,263	4,191	3,760	5,133	5,363
營業費用	(2,207)	(2,678)	(2,624)	(3,270)	(3,231)
營業利益	1,056	1,514	1,136	1,863	2,133
總營業外收入	35	57	81	120	125
利息收入	6	21	55	93	92
投資利益淨額	1	7	0	0	-
其他營業外收入	29	29	25	27	33
總營業外費用	(282)	(58)	(200)	(170)	(219)
利息費用	(225)	(211)	(195)	(198)	(200)
投資損失	(0)	-	(4)	(5)	-
其他營業外費用	(57)	153	(1)	33	(19)
稅前純益	809	1,512	1,018	1,812	2,039
所得稅費用[利益]	(239)	(426)	(287)	(452)	(512)
少數股東損益	(105)	(240)	(311)	(599)	(580)
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	466	846	420	761	947
EBITDA	1,412	1,921	1,478	2,212	2,485
每股盈餘 (NT\$)	6.21	11.25	5.55	9.64	11.59

現金流量

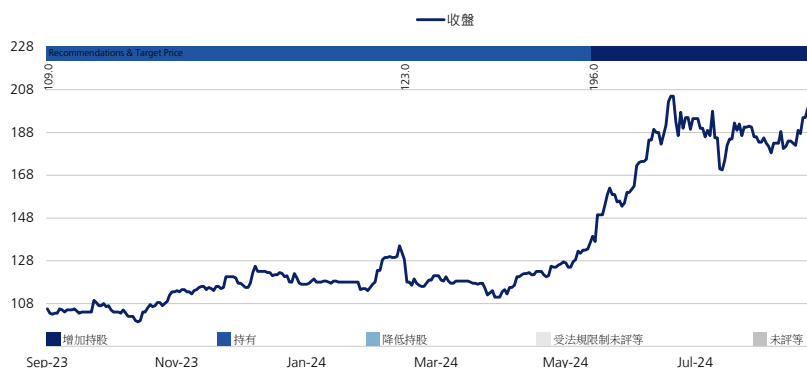
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	241	1,162	2,033	1,527	1,039
本期純益	466	846	420	761	947
折舊及攤提	356	407	341	349	352
本期運用資金變動	(1,021)	(787)	1,108	412	(260)
其他營業資產及負債變動	440	696	165	5	(0)
投資活動之現金流量	1,315	(164)	335	(212)	(211)
投資用短期投資出售[新購]	(47)	(890)	457	-	-
本期長期投資變動	1,500	825	-	24	38
資本支出淨額	(122)	(88)	(97)	(95)	(95)
其他資產變動	(16)	(11)	(25)	(140)	(153)
自由現金流	(174)	434	2,058	1,956	1,486
融資活動之現金流量	(1,874)	(794)	(1,580)	450	220
短期借款變動	(1,224)	743	(246)	(10)	(10)
長期借款變動	(475)	(1,058)	(490)	103	103
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(112)	(471)	(768)	(355)	(533)
其他融資現金流	(63)	(8)	(76)	713	660
匯率影響數	(37)	165	6		
本期產生現金流量	(355)	369	794	1,766	1,049

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	24.0%	22.4%	26.6%	27.9%	26.0%
= 營業利益率	11.5%	12.6%	11.5%	15.9%	17.2%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.6	1.9	1.9	2.7	2.8
營業利益率	11.5%	12.6%	11.5%	15.9%	17.2%
x 資本周轉率	1.6	1.9	1.9	2.7	2.8
x (1 - 有效現金稅率)	70.5%	71.8%	71.8%	75.1%	74.9%
= 稅後 ROIC	12.8%	17.5%	15.9%	31.7%	36.0%

資料來源：公司資料，凱基

振樺電 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-06-05	增加持股	196.0	139.5
2024-03-07	持有	123.0	128.5
2023-08-10	持有	109.0	102.5
2023-03-16	持有	113.0	113.5
2022-11-10	增加持股	155.0	116.5
2022-09-13	增加持股	194.0	158.5
2022-07-08	增加持股	164.0	135.0
2022-04-13	增加持股	146.0	119.5
2022-03-17	增加持股	136.0	97.0
2021-11-11	增加持股	136.0	92.0

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 • 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券集團未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。