

樺漢 (6414 TT) Ennoconn

結盟 NCR 獲取 ODM 訂單，高毛利率 SaaS 快速成長，明年展望樂觀

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$380.0

收盤價 (2024/11/14)：NT\$306.0
隱含漲幅：24.2%

營收組成 (3Q24)

Brand 40.3%, MIC 41.4%, ODM/JDM 18.3%.

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	380.0	390.0
2024年營收 (NT\$/十億)	149.4	150.3
2024年EPS	19.2	20.2

交易資料表

市值	NT\$42,040百萬元
外資持股比率	19.1%
董監持股比率	24.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$163.15
負債比	63.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	108,229	121,641	149,372	181,261
營業利益	3,083	5,206	5,725	7,730
稅後純益	3,455	2,261	2,621	3,242
EPS (元)	32.62	19.01	19.22	23.77
EPS YoY (%)	134.5	-41.7	1.1	23.7
本益比 (倍)	9.4	16.1	15.9	12.9
股價淨值比 (倍)	2.1	1.8	1.9	1.8
ROE (%)	27.6	11.7	11.8	14.0
現金殖利率 (%)	4.2%	3.7%	3.8%	4.7%
現金股利 (元)	12.74	11.35	11.55	14.50

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

◆ 第三季稅後 6.91 億元，季增 36%，年減 9%，EPS 5.06 元，略低於元大/市場預期 3%/6%，主因毛利率略低於預期。

◆ 樺漢擴展高毛利率雲端 SaaS 業務，估 2024/25 年成長 91%/40%至 220/308 億元，占營收比重 15%/17%，是公司未來重要成長來源。

◆ 新購併及結盟案帶動樺漢營收及獲利高成長，維持買進評等。目標價 380 元係以 2025 稀釋後 EPS 22.3 元、17 倍本益比推得。

第三季稅後 6.91 億元，季增 36%，年減 9%，EPS 5.06 元，略低於元大/市場預期 3%/6%，主因毛利率略低於預期

第三季營收 377 億元，季增 4%，年增 26%，毛利率季增 1.6 百分點至 20.3%，略低於預期，主因系統部門(帆宣)回沖利益不如預期。營業利益 17.1 億元，季增 48%，年增 24%，略低於元大/市場預期 7%/3%。業外雖有匯損 1.5 億元，但受惠其他收益挹注，獲利 4.67 億元。合計稅後 6.91 億元，季增 36%，年減 9%，EPS 5.06 元，略低於元大/市場預期 3%/6%。第四季進入傳統最旺季，估營收季增 13%，年增 25%。估稅後 7.93 億元，季增 15%，年增 86%，EPS 5.81 元，比原先預期下調 12%，主因系統整合部門(帆宣)回沖利益不如預期，毛利率回升較慢。

SaaS 營收快速成長，有助毛利率向上

樺漢擴展雲端 SaaS 業務，專注在五大轉型增值內容，含括：數位、AI、能源、資安、ESG。2023 年 ESaaS 營收達 115 億元，年增 74%，占營收比重 9.5%。1Q/2Q/3Q24 占營收比重持續提升至 12%/14%/16%，效益顯著。估 2024/25 年成長 91%/40%至 220/308 億元，占營收比重 15%/17%，是公司未來重要成長來源。該產品毛利率在 35%以上，有助提升公司整體毛利率。

2025 年營收及獲利仍可望高速成長

樺漢與 NCR Voyix 結盟，NCR 在硬體部分約 400 億台幣訂單未來全交給樺漢代工，其中 160 億元為新接訂單，明年此部分將貢獻在 ODM 業務上，因此估 2024/25 年 ODM 營收成長 12%/63%。合計樺漢整體營收 2024/25 年成長 23%/21%，受系統整部門承接美國新建廠專案效益有待提升及 KATEK 初期整併提列損失，估營業利益率 3.83%/4.26% (2023 年營業利益率 4.28%)，稅後 26.2 億元/32.4 億元，成長 16%/24%，EPS 19.22/23.77 元 (稀釋後股本 14.5 億元，EPS 為 18.03/22.3 元)，比先前預估下修 5%/10%。

營運分析

第三季稅後 6.91 億元，季增 36%，年減 9%，EPS 5.06 元，略低於元大/市場預期 3%/6%，主因毛利率略低於預期

第三季營收 377 億元，季增 4%，年增 26%，毛利率季增 1.6 百分點至 20.3%，略低於預期，主因系統部門(帆宣)回沖利益不如預期。營業利益 17.1 億元，季增 48%，年增 24%，略低於元大/市場預期 7%/3%。業外雖有匯損 1.5 億元，但受惠其他收益挹注，獲利 4.67 億元。合計稅後 6.91 億元，季增 36%，年減 9%，EPS 5.06 元(如以完全稀釋後股本 14.54 億元計算，EPS 4.75 元)，略低於元大/市場預期 3%/6%。

統計系統部門(帆宣)美國廠因法規、原物料、人力成本增加，導致成本上升，該廠前三季虧損 8 億元(2023 年美國廠虧損 1.5 億元)，影響母公司樺漢 3.3 億元(EPS 2.4 元)，占獲利 12.6%。樺漢對系統部門(帆宣)美國廠明年目標轉虧為盈。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	29,963	36,321	37,712	3.8%	25.9%	38,619	38,519	-2.3%	-2.1%
營業毛利	6,065	6,809	7,663	12.6%	26.4%	8,021	7,705	-4.5%	-0.5%
營業利益	1,380	1,160	1,714	47.8%	24.2%	1,842	1,763	-6.9%	-2.8%
稅前利益	1,982	1,710	2,182	27.6%	10.1%	2,214	2,037	-1.5%	7.1%
稅後淨利	763	507	691	36.3%	-9.4%	715	732	-3.4%	-5.7%
調整後 EPS (元)	6.41	3.71	5.06	36.3%	-21.0%	5.24	5.37	-3.4%	-5.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	20.2%	18.8%	20.3%	1.6	0.1	20.8%	20.0%	-0.4	0.3
營業利益率	4.6%	3.2%	4.6%	1.4	-0.1	4.8%	4.6%	-0.2	0.0
稅後純益率	2.6%	1.4%	1.8%	0.4	-0.7	1.9%	1.9%	0.0	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：3Q24 各部門獲利貢獻

工控設計	營業收入：	69.2億	年增 8.6億	YoY：14.1%
	營業毛利：	13.6億	年增 1.7億	YoY：14.2%
	營業淨利：	3.8億	年增 0.4億	YoY：13.2%
	稅後淨利：	2.7億	年減 -0.1億	YoY：-27.2%
	稅後淨利：歸屬母公司	2.4億	年減 -1.3億	YoY：-34.9%
品牌通路	營業收入：	151.8億	年增 48.3億	YoY：46.7%
	營業毛利：	48.1億	年增 12.3億	YoY：34.3%
	營業淨利：	6.6億	年增 1.8億	YoY：36.7%
	稅後淨利：	9.1億	年增 2.9億	YoY：46.4%
	稅後淨利：歸屬母公司	2.3億	年增 0.7億	YoY：48.0%
系統整合	營業收入：	156.1億	年增 20.6億	YoY：15.2%
	營業毛利：	15.0億	年增 2.0億	YoY：15.5%
	營業淨利：	6.8億	年增 1.1億	YoY：20.1%
	稅後淨利：	5.3億	年減 -0.3億	YoY：-5.8%
	稅後淨利：歸屬母公司	2.2億	年減 -0.2億	YoY：-7.0%

資料來源：公司資料

圖 3：1-3Q24 系統整合部門獲利下滑

單位：NTD	1-3Q24	1-3Q23	YoY
營收	456 億	411 億	+45.7 億
稅後獲利	13.7 億	18.1 億	-4.4 億
EPS	6.94 元	9.42 元	-2.48 元
歸屬樺漢獲利	5.72 億	7.74 億	-2.01 億
歸屬樺漢 EPS	4.19 元	6.71 元	-2.52 元

資料來源：公司資料

預估第四季稅後 7.93 億元，季增 15%，年增 86%，EPS 5.81 元，比原先預期下調 12%，主因毛利率回升緩慢

第四季進入傳統最旺季，ODM 及品牌部門業務向上，估營收季增 13%，年增 25%，下半年系統整合(帆宣)認列美國廠營收減少，影響毛利率的負面因素逐漸降低，估毛利率季增 0.3 百分點至 20.6%。營業利益 18.8 億元，季增 10%，年增 76%。業外方面，在投資收入及其他收益挹注，估獲利 4.4 億元。合計稅後 7.93 億元，季增 15%，年增 86%，EPS 5.81 元 (如以完全稀釋後股本 14.54 億元計算，EPS 5.45 元)，比原先預期下調 12%，主因系統整合部門(帆宣)回沖利益不如預期，毛利率回升較慢。

圖 4：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	34,225	37,712	42,621	13.0%	24.5%	42,621	40,974	0.0%	4.0%
營業毛利	6,291	7,663	8,787	14.7%	39.7%	8,977	8,314	-2.1%	5.7%
營業利益	1,071	1,714	1,882	9.8%	75.8%	2,072	2030	-9.2%	-7.3%
稅前利益	1,091	2,182	2,318	6.3%	112.5%	2,508	2,230	-7.6%	3.9%
稅後淨利	426	691	793	14.8%	86.1%	903	789.143	-12.2%	0.4%
調整後 EPS (元)	3.58	5.06	5.81	14.8%	62.2%	6.62	5.79	-12.2%	0.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點				
營業毛利率	18.4%	20.3%	20.6%	0.3	2.2	21.1%	20.3%	-0.4	0.3
營業利益率	3.1%	4.6%	4.4%	-0.1	1.3	4.9%	5.0%	-0.4	-0.5
稅後純益率	1.2%	1.8%	1.9%	0	0.6	2.1%	1.9%	-0.3	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

KATEK 今年整頓，明後年效益顯現，開始貢獻獲利

KATEK (KTEK GY) 專注於再生能源及其他產業智慧解決方案之產品範圍，就能源技術領域而言，提供遠端控制、安全和遠端維護之服務，有助樺漢集團推動 ESaaS 轉型高毛利智慧方案，提升獲利。今年 3 月併入營收，可能最大貢獻合併營收接近 200 億元，但因有些部門待處分，目前估計貢獻今年營收 133 億元(占營收比重 9%)，毛利率略低於 Kontron 的 35-40% (約少 3~5 百分點)，樺漢預期 2024 年將著重營運調整，處分不賺錢的部門，製造及供應鏈改由台灣負責，不會對 EPS 有貢獻，明後年開始有貢獻。品牌部門受惠併入 KATEK，估 2024/25 年營收成長 45.0%/14.7%至 600/688 億元。

SaaS 營收快速成長，有助毛利率向上

公司策略進入 IPC 3.0 階段，將擴展 XaaS (Everything as a Service，一切即服務)技術核心能力，包括：5G、AI、Big Data、Cloud & Edge AI Computing 等智慧方案與雲服務。專注在五大轉型增值內容，含括：數位、AI、能源、資安、ESG。軟體服務平台方面特別留意智慧能源管理系統、溫室氣體管理系統、AI 圖數據軟體等。而在終端應用整合方案，目前已有智慧儲能系統、智慧節能系統、雲端資通安全系統。實例：新北市機關學校、台北市行政大樓、遠東通訊園區、馬稠後智慧園區、富邦銀行各據點、花蓮慈濟醫院等，目前已接到海外訂單(如新加坡)，持續挹注動能。

2023 年 ESaaS (Ennoconn Solution as a Service)營收達 115 億元，年增 74%，占營收比重 9.5%。2024 年第一季 ESaaS 營收年增 56%至 39 億元(占營收比重 12%)，表現佳；第二季季增 28%至 50 億元，占營收比重持續上升至 14%；第三季持續季增 20%至 60 億元，占比再提高至 16%。估 2024/25 年成長 91%/40%至 220/308 億元，占營收比重 15%/17%，是公司未來重要成長來源。由於該產品屬於軟硬結合，毛利率在 35%以上，有助提升公司整體毛利率。

圖 5：ESaaS 為樺漢近年發展重點

單位：NTD	毛利率	2Q24		3Q24		占比 QoQ
		營收	營收占比	營收	營收占比	
工控設計系統整合	10-25%	190 億	52%	166 億	44%	-8%
利基產品軟硬整合	25-35%	123 億	34%	151 億	40%	6%
軟、硬體方案訂閱式服務	>35%	50 億	14%	60 億	16%	2%
整體營收		363 億	100%	377 億	100%	
整體毛利	20.1%	68 億	18.7%	77 億	20.3%	

資料來源：公司資料、元大投顧

結盟 NCR，取得更多 ODM 訂單，明年貢獻營收 11%

ODM (個體事業部)為樺漢最早期替客戶代工業務，內容項目包括：ATM、POS、自動化、資安、行動裝置...等。疫情過後，工業電腦需求上揚，歐洲工業電腦大廠委外交樺漢代工增加，因此設匈牙利廠，2022 年運營，包括娛樂項目(彩票/博弈機...等)、金融零售(ATM、自動結帳系統...等)等，另外資安、數位、綠能、AI 等需求亦增加，2023 年營收年增 13.7%，相比同業衰退為佳。

近期樺漢與 NCR Voyix (股票代號：VYX US)結盟，該公司是全球消費者技術的領導者，主要生產 POS、自動櫃員機、條碼閱讀器等，提供高品質的技術解決方案，並幫助企業在快速變化的數位環境中蓬勃發展。NCR Voyix 在市場領先的軟體和服務與樺漢的硬體專業知識技術高度互補，並有助樺漢 ESaaS 及 ODM 業務進一步擴展，為雙贏的結盟。

NCR 在 2023 年硬體/軟體收入分別為 12.4/25.9 億美金(合計 38.3 億美元，年增 1%)，硬體部分約 400 億台幣訂單未來全交給樺漢代工，其中 160 億元為新接訂單[NCR 之前即為樺漢 ODM 客戶，60%硬體(約 240 億元)交樺漢生產]，明年此部分將貢獻在 ODM 業務上。因此加入 NCR 訂單，估 2024/25 年 ODM 營收成長 12%/63%。

圖 6：NCR 軟硬體營收分佈

單位：USD	2021		2022		2023	
	營收	營收占比	營收	營收占比	營收	營收占比
硬體營收	11.8 億	32%	12.7 億	34%	12.4 億	32%
軟體營收	25.2 億	68%	25.2 億	66%	25.9 億	68%
整體營收	37.0 億	100%	37.9 億	100%	38.3 億	100%

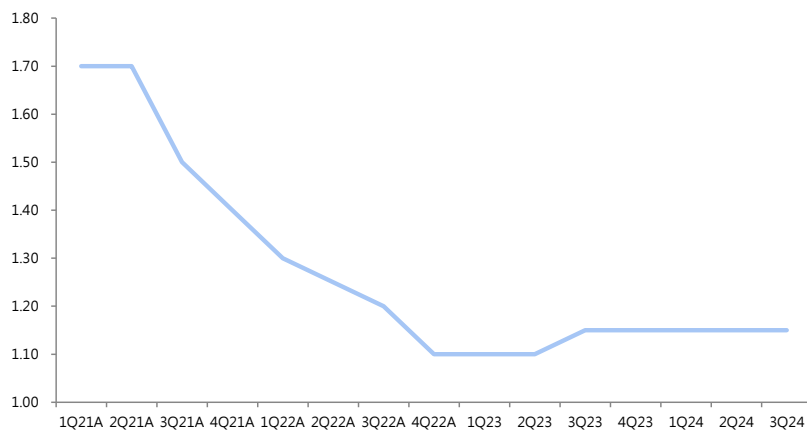
樺漢推估在手訂單 新增在手訂單約 NTD 160 億

資料來源：公司資料、元大投顧

今年 B/B 維持在 1.1~1.2 正常水準，業績穩定向上

2021 年半導體缺料嚴重，樺漢上半年 B/B 達高峰 1.7，2022 年第一季俄烏戰爭爆發，加上全球高通膨，WFH 降溫，企業資本支出漸縮減，樺漢 B/B 由 2022 年上半年 1.25~1.3，降至第四季 1.1~1.15 正常水準。2023 年上半年約 1.06~1.1 左右，第三季略提升至 1.12~1.17 (中間值 1.15)，4Q23~3Q24 穩定在 1.1~1.2 間，今年可望均維持此區間，主因 ESaaS 訂單持續增加。

圖 7：B/B 由 2021 年高峰 1.7 降至目前 1.1~1.2 正常水準



資料來源：公司資料、元大投顧

2025 年營收及獲利仍高速成長

系統整合(帆宣)事業部受數位轉型及新興應用 AI、HPC、5G、車用趨勢明確，先進製程設備需求強勁(尤其是台積電)，2023 年營收成長 24%，2024 年在台積電美國廠持續認列下，估成長 11%。2025 年在半導體庫存調整結束，景氣復甦，資本支出增加情況下，估營收年增 10%。

預估樺漢整體營收 2024/25 年成長 23%/21%，受系統整部門承接美國新建廠專案效益有待提升及 KATEK 初期整併提列損失，估營業利益率 3.83%/4.26% (2023 年營業利益率 4.28%)，稅後 26.2 億元/32.4 億元，成長 16%/24%，EPS 19.22/23.77 元(稀釋後股本 14.5 億元，EPS 為 18.03/22.3 元)，比先前預估下修 5%/10%，主因系統部門(帆宣)下半年回沖利益不如預期，下修毛利率。

產業概況

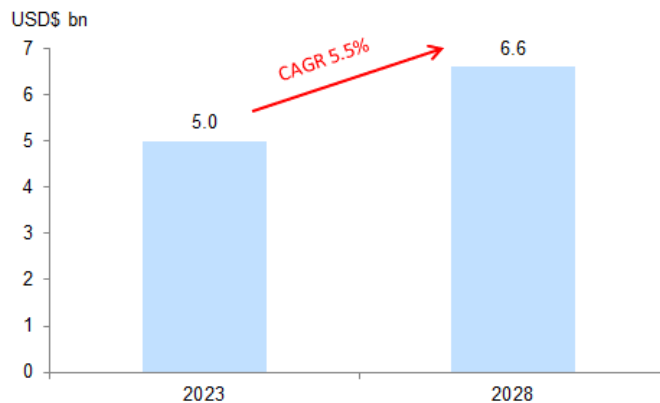
預估工業電腦 2023-2028 年產值 CAGR 5.5%，為下游成長穩定的產業

工業電腦在 2000 年後網路發達，亦造成工業電腦用途日漸擴大，由工廠發展至生活端。過去常受全球製造業景氣影響，後因應用面變廣，成長性加快。

工業電腦近年成長率在 5~10%，是下游成長穩定的產業。2020 年發生新冠肺炎，全球大部分國家均受疫情拖累，實體店面銷售不佳，經濟依賴網路購物及居家上班、遠距教學...等需求支持，對工業電腦影響頗大，全球企業資本支出縮減，業績明顯下滑，龍頭研華 2020 年營收衰退 6%。直至 2021 年後在新冠疫苗注射、疫情和緩後，上游半導體缺料改善，2021/22 年營收恢復雙位數以上成長。

根據研調機構統計及預估，工業電腦 2023 年產值約為 50 億美元，可望增加至 2028 年的 66 億美元，CAGR 5.5% 比一般 PC 低個位數成長為佳，主因對工業物聯網、製造業數位化、邊緣 AI 建置...等因素推動。

圖 8：工業電腦 2023-2028 年產值 CAGR 5.5%



資料來源：Markets and Markets、元大投顧

工業 4.0 帶動物聯網需求大增

從 18 世紀末經歷多次工業生產變革，20 世紀末進入 21 世紀，工業製造由 3.0 發展至 4.0，其中最大改變就是組裝、加工、搬運...等由原先自動化機台(工業 3.0)，加入智能回饋，透過物聯網收集巨量資料，傳輸至雲端運算，統計分析後，即時改善生產製程。隨時因應機台老舊、材料或周遭環境變化，自動調整量產系統。





第四次工業革命和過去相比，網路無所不在，移動性提高；感測器體積變得更小、性能更強大、成本也更低。與此同時，人工智慧和機器學習也開始嶄露鋒芒，相關應用不斷增加。

預估物聯網 2024~2029 年 CAGR 達 15.12%

物聯網基礎架構分為五層：物件、通訊與網路、運算與儲存、應用與服務、分析與統計。台灣工業電腦公司較專注在前端物件(感測元件)以及中端的運算與儲存二項業務。尤其前端的感測元件為台灣強項，諸如：POS 機、ATM、機器人手臂、安控攝影機...等。

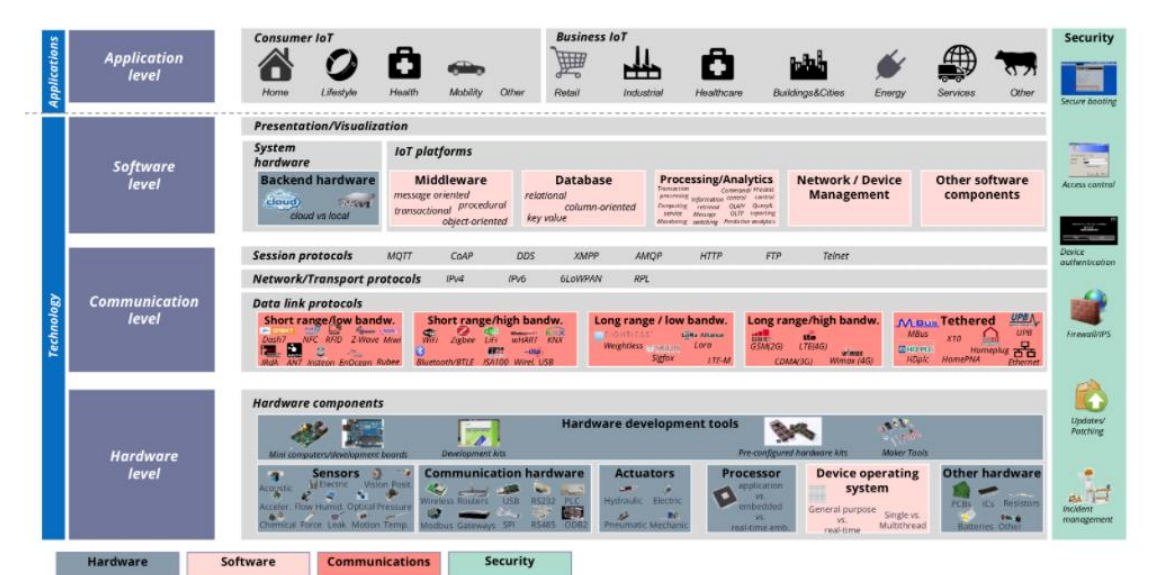
物聯網未來受惠於 5G 建置加快、Data Center、AI Server 建置、企業數位轉型...等因素穩定成長，研調機構預估 2024~2029 年 CAGR 15.12%，為未來工業電腦成長重心。物聯網在全球使用廣泛，目前工業電腦產業使用方面已經陸續切入智慧家庭、車聯網、自動化設備...等領域。

圖 9：歷次工業變革

	工業1.0	工業2.0	工業3.0	工業4.0
				
起始年份	1784	1870	1969	2013
概念	蒸汽機發明後，以機械化生產取代人力生產，工廠製作代替人工。	大規模運用電力進行大量生產。電報、無線電、流水生產線亦提升生產效率，以福特汽車為代表。	在工廠生產線中，導入電腦程式控制的自動化設備提高生產效率、品質。	德國在漢諾威工業博覽會提出工業4.0的概念。導入物聯網、巨量資料、雲端服務，對生產服務進行分析、決策、控制。
定位	機械化	電氣化	自動化	連網化

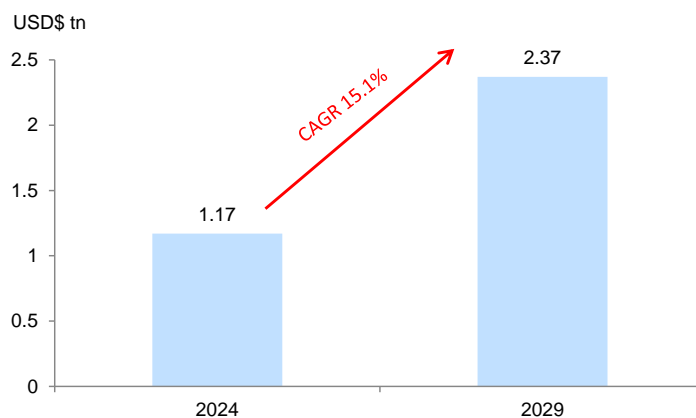
資料來源：元大投顧整理

圖 10：物聯網架構圖



資料來源：網路、元大投顧整理

圖 11：預估物聯網 2024~2029 年 CAGR 達 15.12%



資料來源：Mordor Intelligence

獲利調整與股票評價

下修 2024/25 年稅後 5%/10%。

受系統整合部門承接美國新建廠專案效益有待提升及 KATEK 初期整併提列損失，2024/25 年毛利率由原估 20.2%/20.6%略下修至 20.0%/20.4%，營業利益率 3.83%/4.26% (2023 年營業利益率 4.28%)，稅後 26.2 億元/32.4 億元，成長 16%/24%，EPS 19.22/23.77 元，比先前預估下修 5%/10%。

圖 12：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	149,372	150,278	181,261	181,261	-0.6%	0
營業毛利	29,842	30,389	36,936	37,344	-1.8%	-1.1%
營業利益	5,725	6,042	7,730	8,189	-5.2%	-5.6%
稅前利益	7,896	8,119	9,374	9,834	-2.7%	-4.7%
稅後淨利	2,621	2,752	3,242	3,585	-4.8%	-9.6%
調整後 EPS (元)	19.22	20.20	23.77	26.28	-4.9%	-9.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	20.0%	20.2%	20.4%	20.6%	-0.2	-0.2
營業利益率	3.8%	4.0%	4.3%	4.5%	-0.2	-0.3
稅後純益率	1.8%	1.8%	1.8%	2.0%	-0.1	-0.2

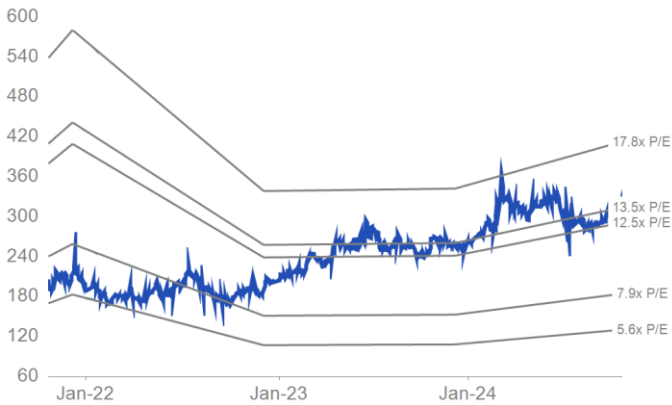
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持買進評等，目標價 380 元，潛在上漲空間 24.2%

與樺漢同樣從事工業電腦相關，在國內主要為研華、凌華、飛捷、廣積、振樺電等。以 2025 年預估 EPS 來看，樺漢稀釋後獲利本益比 13.7 倍，低於國內同業平均的 24.3 倍，顯示樺漢目前股價便宜。

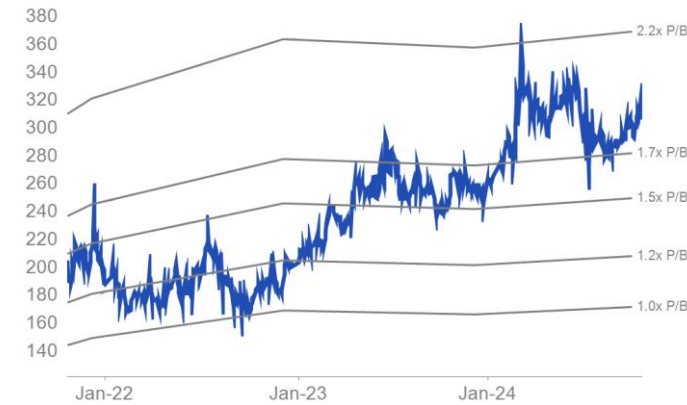
樺漢短期雖受 KATEK (放在 Kontron 品牌部門) 初期整併提列損失及系統整合部門(帆宣)認列客戶變更設計費用，獲利表現較為疲弱，但長期積極提升高附加價值的 ESaaS 比重，未來毛利率可望超過 20%，營業利益率向上攀升，加上與 NCR 結盟，帶來新訂單，2025 年業績仍高速成長，維持買進評等。目標本益比由先前 18 倍略下修至 17 倍，反應 KATEK 及系統整合部門負面因素干擾，EPS 計算由 2H24~1H25 轉為 2025 年稀釋後 EPS 22.3 元 (稀釋後股本 14.54 億元)，目標價 380 元，潛在上漲空間 24.2%。

圖 13：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 15：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘*			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
樺漢	6414 TT	買進	306.0	1,273	15.55	18.03	22.30	19.7	17.0	13.7	-39.4	15.9	23.7
國內同業													
凌華	6166	未評等	68.4	468	1.3	--	--	53.4	--	--	(65.5)	--	--
研華	2395	買進	328.0	8,650	12.7	10.2	12.2	25.9	32.2	26.9	0.7	(19.4)	19.7
飛捷	6206	未評等	80.8	362	3.5	6.9	--	23.0	11.7	--	(51.9)	96.6	--
振樺電	8114	未評等	262.0	568	7.1	11.0	12.1	36.9	23.9	21.7	(36.8)	54.5	9.9
廣積	8050	未評等	72.1	471	7.5	--	--	9.7	--	--	(20.7)	--	--
國內同業平均					6.4	9.4	12.1	29.8	22.6	24.3	(34.8)	43.9	14.8

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

*樺漢以稀釋後每股盈餘表示。

圖 16：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
樺漢	6414 TT	買進	306.0	1,273	11.7	11.8	14.0	166.04	163.15	169.54	1.8	1.9	1.8
國內同業													
凌華	6166	未評等	68.4	468	5.3	--	--	24.8	--	--	2.8	--	--
研華	2395	買進	328.0	8,650	23.2	17.8	19.8	56.5	57.2	61.9	5.8	5.7	5.3
飛捷	6206	未評等	80.8	362	9.7	--	--	32.6	39.6	--	2.5	2.0	--
振樺電	8114	未評等	262.0	568	11.5	18.2	19.5	51.3	54.5	60.3	5.1	4.8	4.3
廣積	8050	未評等	72.1	471	8.3	--	--	38.6	--	--	1.9	--	--
國內同業平均					11.6	18.0	19.7	40.7	50.4	61.1	3.6	4.2	4.8

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 17：季度及年度簡明損益表 (合併)

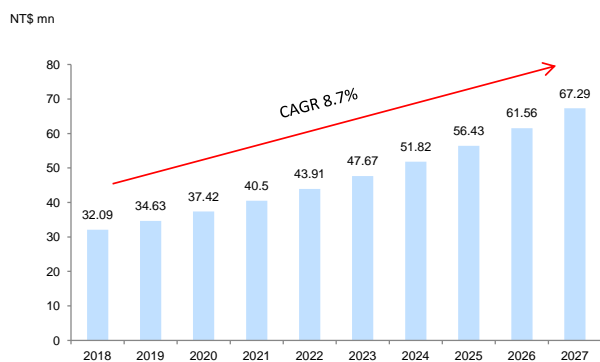
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	32,717	36,321	37,712	42,621	40,840	42,689	45,614	52,118	149,372	181,261
銷貨成本	(26,134)	(29,512)	(30,049)	(33,834)	(32,547)	(34,018)	(36,345)	(41,415)	(119,530)	(144,325)
營業毛利	6,583	6,809	7,663	8,787	8,293	8,671	9,269	10,703	29,842	36,936
營業費用	(5,614)	(5,649)	(5,949)	(6,905)	(6,739)	(6,916)	(7,161)	(8,391)	(24,117)	(29,207)
營業利益	969	1,160	1,714	1,882	1,554	1,756	2,108	2,312	5,725	7,730
業外利益	718	551	467	436	346	375	443	480	2,171	1,644
稅前純益	1,687	1,710	2,182	2,318	1,900	2,131	2,551	2,792	7,896	9,374
所得稅費用	(344)	(494)	(476)	(510)	(456)	(556)	(633)	(656)	(1,824)	(2,301)
少數股東權益	716	713	1,014	1,015	825	955	960	1,090	3,459	3,831
歸屬母公司稅後純益	631	507	691	793	619	620	958	1,046	2,621	3,242
調整後每股盈餘(NT\$)	4.63	3.71	5.06	5.81	4.54	4.54	7.02	7.67	19.22	23.77
調整後加權平均股數(百萬股)	136	136	136	136	136	136	136	136	136	136
重要比率										
營業毛利率	20.1%	18.8%	20.3%	20.6%	20.3%	20.3%	20.3%	20.5%	20.0%	20.4%
營業利益率	3.0%	3.2%	4.6%	4.4%	3.8%	4.1%	4.6%	4.4%	3.8%	4.3%
稅前純益率	5.2%	4.7%	5.8%	5.4%	4.7%	5.0%	5.6%	5.4%	5.3%	5.2%
稅後純益率	1.9%	1.4%	1.8%	1.9%	1.5%	1.5%	2.1%	2.0%	1.8%	1.8%
有效所得稅率	20.4%	28.9%	21.8%	22.0%	24.0%	26.1%	24.8%	23.5%	23.1%	24.5%
季增率(%)										
營業收入	-4.4%	11.0%	3.8%	13.0%	-4.2%	4.5%	6.9%	14.3%		
營業利益	-9.5%	19.7%	47.8%	9.8%	-17.4%	13.0%	20.0%	9.7%		
稅後純益	48.2%	-19.8%	36.3%	14.8%	-21.9%	0.2%	54.5%	9.2%		
調整後每股盈餘	29.2%	-19.8%	36.3%	14.8%	-21.9%	0.1%	54.5%	9.2%		
年增率(%)										
營業收入	14.8%	25.4%	25.9%	24.5%	24.8%	17.5%	21.0%	22.3%	22.8%	21.3%
營業利益	-24.5%	-21.2%	24.2%	75.8%	60.4%	51.4%	23.0%	22.8%	10.0%	35.0%
稅後純益	28.2%	-12.6%	-9.4%	86.1%	-2.0%	22.4%	38.7%	31.9%	15.9%	23.7%
調整後每股盈餘	11.8%	-23.8%	-21.0%	62.2%	-2.0%	22.3%	38.7%	31.9%	1.1%	23.7%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

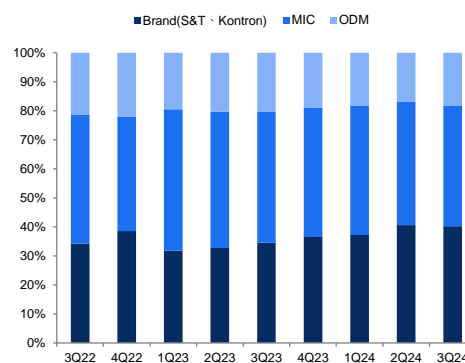
樺漢專精於工業電腦硬體解決方案。終端應用包括 POS 機、銀行自動化、互動式資訊服務系統、彩券機及工業自動化。產品組合方面(2022)，品牌(S&T、Kontron)占比 38%，毛利率最佳；系統整合(主要為帆宣)占比 42%，ODM (含母公司、瑞祺、沅聖...等)則為 20%。銷售區域(3Q22)北美 19%，歐洲 38%，中國 17%，亞太 26%。主要生產交由母公司鴻海代工，另外樺漢在歐洲新設匈牙利自有工廠，取得當地娛樂、金融零售、工業網安等訂單，維繫 ODM 業務成長。

圖 18：嵌入式板卡未來數年 CAGR 達 8.7%



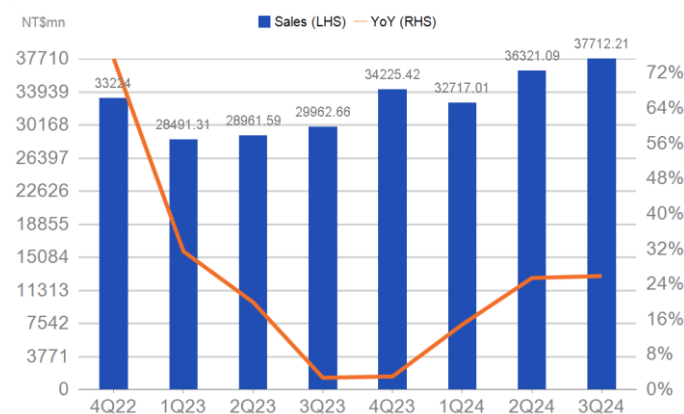
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：營收組成



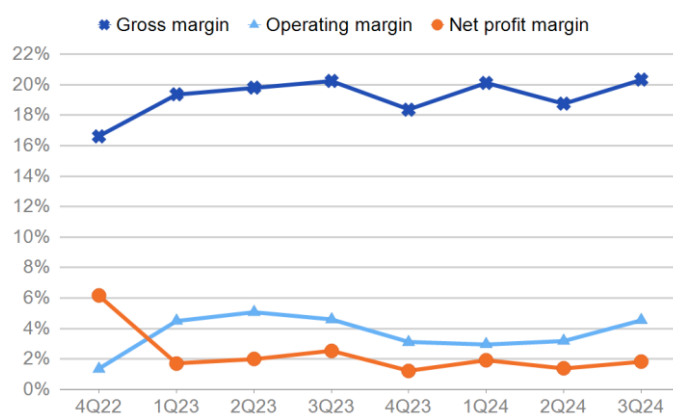
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



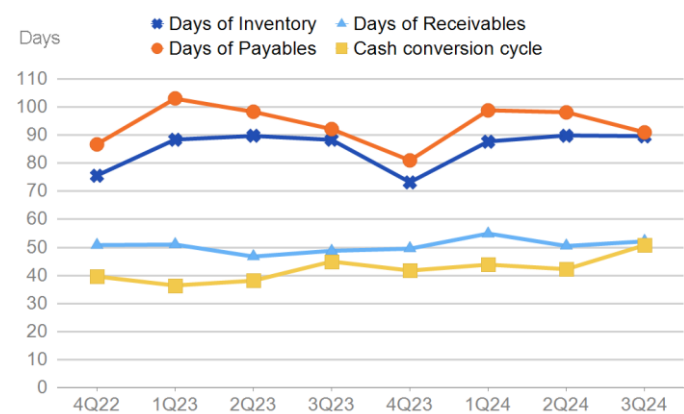
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



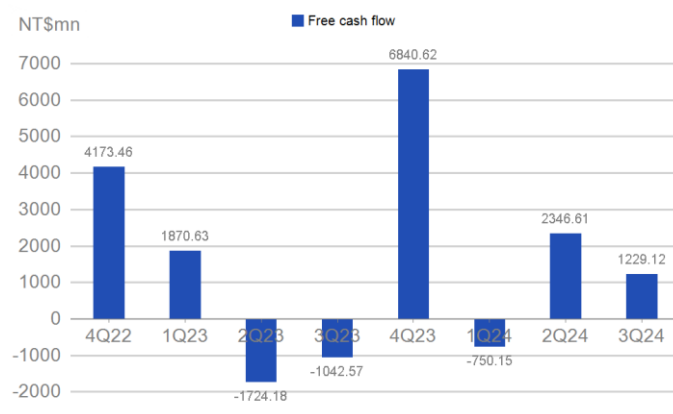
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**樺漢整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微落後的位置，在科技硬體行業中的公司中排名落後於同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**樺漢的整體曝險屬於中等水準，略高於科技硬體行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司資安、商業道德、人力資源等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**樺漢在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬低等。公司的 ESG 相關揭露不足，儘管有開始在管理一些 ESG 相關可能產生的風險，但在某些關鍵領域仍缺乏具體政策。

圖 24：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	28.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	36.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	22.0
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	82

資料來源：Sustainalytics (2024/11/14)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	17,522	25,963	24,061	22,324	18,135
存貨	15,971	21,988	21,685	28,092	32,802
應收帳款及票據	17,380	17,433	20,408	24,608	31,012
其他流動資產	15,511	20,708	21,240	23,954	28,225
流動資產	66,385	86,091	87,394	98,978	110,173
採用權益法之投資	129	553	602	628	656
固定資產	6,698	6,209	7,179	6,753	6,193
無形資產	19,660	18,474	20,434	19,797	19,129
其他非流動資產	7,754	7,965	11,176	11,396	11,726
非流動資產	34,241	33,202	39,390	38,573	37,703
資產總額	100,626	119,293	126,784	137,551	147,877
應付帳款及票據	21,165	21,548	20,792	27,674	33,219
短期借款	9,477	15,115	12,639	12,651	12,664
什項負債	16,673	20,936	27,775	27,775	27,775
流動負債	47,315	57,600	61,206	68,101	73,658
長期借款	7,833	6,713	2,717	2,777	2,842
其他負債及準備	14,108	12,263	13,183	13,183	13,183
長期負債	21,941	18,977	15,900	15,960	16,025
負債總額	69,256	76,577	77,107	84,061	89,683
股本	1,018	1,060	1,320	1,364	1,364
資本公積	8,866	9,285	14,941	14,941	14,941
保留盈餘	2,923	6,097	6,680	7,745	9,411
什項權益	(2,002)	(906)	(1,040)	(1,796)	(2,590)
歸屬母公司之權益	10,804	15,536	21,901	22,254	23,126
非控制權益	20,566	27,180	27,777	31,236	35,067
股東權益總額	31,370	42,717	49,678	53,490	58,193

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	3,352	10,212	5,403	2,621	3,242
折舊及攤提	3,177	3,914	2,818	2,443	2,578
本期營運資金變動	(1,390)	(5,239)	(2,902)	(3,724)	(5,570)
其他營業資產及負債變動	(3,494)	(9,627)	2,056	793	(427)
營運活動之現金流量	1,645	(739)	7,375	2,133	(177)
資本支出	(1,786)	(1,023)	(1,470)	(1,380)	(1,350)
本期長期投資變動	(333)	424	49	(26)	(28)
其他資產變動	1,005	5,177	(3,438)	(220)	(330)
投資活動之現金流量	(1,114)	4,579	(4,859)	(1,626)	(1,708)
股本變動	85	42	260	0	0
本期負債變動	2,685	4,613	2,107	60	65
現金增減資	975	1,105	0	0	0
支付現金股利	(481)	(742)	(1,605)	(1,548)	(1,576)
其他調整數	(1,241)	(1,982)	(5,192)	(756)	(794)
融資活動之現金流量	2,024	3,037	(4,430)	(2,244)	(2,305)
匯率影響數	(989)	1,565	12	0	0
本期產生現金流量	1,566	8,441	(1,902)	(1,737)	(4,190)
自由現金流量	(141)	(1,762)	5,904	753	(1,527)

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	85,367	108,229	121,641	149,372	181,261
銷貨成本	(68,322)	(88,618)	(98,042)	(119,530)	(144,325)
營業毛利	17,045	19,611	23,599	29,842	36,936
營業費用	(14,631)	(16,528)	(18,393)	(24,117)	(29,207)
推銷費用	(2,791)	(2,838)	(3,409)	(4,498)	(6,141)
研究費用	(7,397)	(7,976)	(9,123)	(11,896)	(14,680)
管理費用	(4,397)	(5,436)	(5,662)	(7,516)	(8,386)
其他費用	(45)	(277)	(199)	(207)	0
營業利益	2,414	3,083	5,206	5,725	7,730
利息收入	48	100	489	537	524
利息費用	(546)	(663)	(1,098)	(1,415)	(1,218)
利息收入淨額	(498)	(563)	(609)	(877)	(693)
投資利益(損失)淨額	(7)	51	41	58	149
匯兌損益	(185)	453	12	262	0
其他業外收入(支出)淨額	1,810	685	2,266	2,728	2,189
稅前純益	3,534	3,709	6,916	7,896	9,374
所得稅費用	(787)	(1,321)	(1,595)	(1,824)	(2,301)
少數股權淨利	2,017	6,757	3,142	3,459	3,831
歸屬母公司之稅後純益	1,335	3,455	2,261	2,621	3,242
稅前息前折舊攤銷前淨利	7,862	16,110	10,911	8,168	10,308
調整後每股盈餘 (NT\$)	13.91	32.62	19.01	19.22	23.77

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	1.5	26.8	12.4	22.8	21.3
營業利益	(34.3)	27.7	68.8	10.0	35.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	5.3	104.9	(32.3)	(25.1)	26.2
稅後純益	6.2	204.6	(34.6)	15.9	23.7
調整後每股盈餘	11.1	134.5	(41.7)	1.1	23.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	20.0	18.1	19.4	20.0	20.4
營業利益率	2.8	2.9	4.3	3.8	4.3
稅前息前淨利率	4.2	10.0	4.9	3.8	4.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	9.2	14.9	9.0	5.5	5.7
稅前純益率	4.1	3.4	5.7	5.3	5.2
稅後純益率	1.6	3.2	1.9	1.8	1.8
資產報酬率	3.5	9.3	4.4	1.9	2.2
股東權益報酬率	10.8	27.6	11.7	11.8	14.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	220.8	179.3	155.2	157.2	154.1
淨負債權益比(%)	(0.7)	(9.7)	(17.5)	(12.9)	(4.5)
利息保障倍數 (倍)	7.5	6.6	7.3	6.6	8.7
流動比率 (%)	140.3	149.5	142.8	145.3	149.6
速動比率 (%)	106.6	111.3	107.4	104.1	105.0
淨負債 (NT\$百萬元)	(212)	(4,135)	(8,706)	(6,896)	(2,629)
調整後每股淨值 (NT\$)	106.13	146.57	166.04	163.15	169.54
評價指標 (倍)					
本益比	22.0	9.4	16.1	15.9	12.9
股價自由現金流量比	--	--	6.8	55.4	--
股價淨值比	2.9	2.1	1.8	1.9	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	4.0	2.0	3.7	5.1	4.0
股價營收比	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

樺漢 (6414 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於A、B或C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.