

2025 年 2 月 6 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	350.00 元
12 個月	350.00 元

樺漢(6414 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

11/15/2024	Trading Buy	306.00
08/14/2024	Trading Buy	299.50

2025 年展望樂觀，調升評等至 Buy

投資建議：工控設計和品牌通路於 2025 年展望皆樂觀，帶動營收和獲利呈現高成長，故調升評等至 Buy，目標價 350 元，是以 2025 年 16x PER 來評價。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,374
市值(億元)	412
目前每股淨值(元)	170.81
外資持股比(%)	19.14
投信持股比(%)	8.58
董監持股比(%)	24.64
融資餘額(張)	2,624
現金股息配發率(F)(%)	60.21

產品組合



- 產業電腦軟硬體銷售:99.99%
- 售後服務:0.01%

2025 年展望樂觀，工控設計和品牌通路為主要成長動能：展望

2025 年，公司預估 2025 年營收、毛利與淨利皆為高成長，B/B Ratio 為 1.1~1.2，2025 年在手訂單超過 1,650 億元，較上次法說的 1,600 億元增加。工控設計的部分，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，這塊訂單量 2025 年就會比 2024 年增加 160 億元，目前主要是出舊機種，出貨區域以美洲區佔 60%為大宗，預計 4Q25 開始會出新機種，成長幅度也會比較明顯；品牌通路則維持高成長，2025 年可增加約 70 億元的營收；系統整合營收也會呈現高成長，獲利的部分則會持續與客戶溝通以及做好內控來做調整，期望 2025 年協助客戶美國建廠的部分能轉虧為盈。綜合以上，樺漢 2024 年營收為 1,469.61 億元，YOY +20.82%；預估稅後純益為 24.88 億元，YOY +10.06%；稅後 EPS 18.11 元，稀釋後 EPS 16.81 元。預估樺漢 2025 年營收為 1,779.33 億元，YOY +21.08%；稅後純益為 29.95 億元，YOY +20.38%；稅後 EPS 21.80 元，稀釋後 EPS 20.23 元。

股價相對大盤走勢

— 6414 — TWSE



(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	146,961	177,933	204,821	34,225	32,717	36,321	37,712	40,210	39,090	43,141	46,140	49,562
營業毛利淨額	28,886	35,581	40,475	6,291	6,583	6,809	7,663	7,831	7,884	8,597	9,223	9,877
營業利益	5,493	8,001	8,585	1,071	969	1,160	1,714	1,651	1,334	1,957	2,283	2,427
稅後純益	2,488	2,995	3,381	426	631	507	691	660	504	648	898	946
稅後 EPS(元)	18.11	21.80	24.60	3.10	4.59	3.69	5.03	4.80	3.66	4.72	6.53	6.88
毛利率(%)	19.66%	20.00%	19.76%	18.38%	20.12%	18.75%	20.32%	19.47%	20.17%	19.93%	19.99%	19.93%
營業利益率(%)	3.74%	4.50%	4.19%	3.13%	2.96%	3.19%	4.55%	4.11%	3.41%	4.54%	4.95%	4.90%
稅後純益率(%)	1.69%	1.68%	1.65%	1.24%	1.93%	1.39%	1.83%	1.64%	1.29%	1.50%	1.95%	1.91%
營業收入 YoY/QoQ(%)	20.82%	21.08%	15.11%	14.23%	-4.41%	11.02%	3.83%	6.62%	-2.79%	10.36%	6.95%	7.42%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	10.06%	20.38%	12.86%	-44.13%	48.17%	-19.75%	36.33%	-4.49%	-23.67%	28.73%	38.52%	5.35%

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 13.74 億元計算。

ESG(Environment, Social, Governance)：

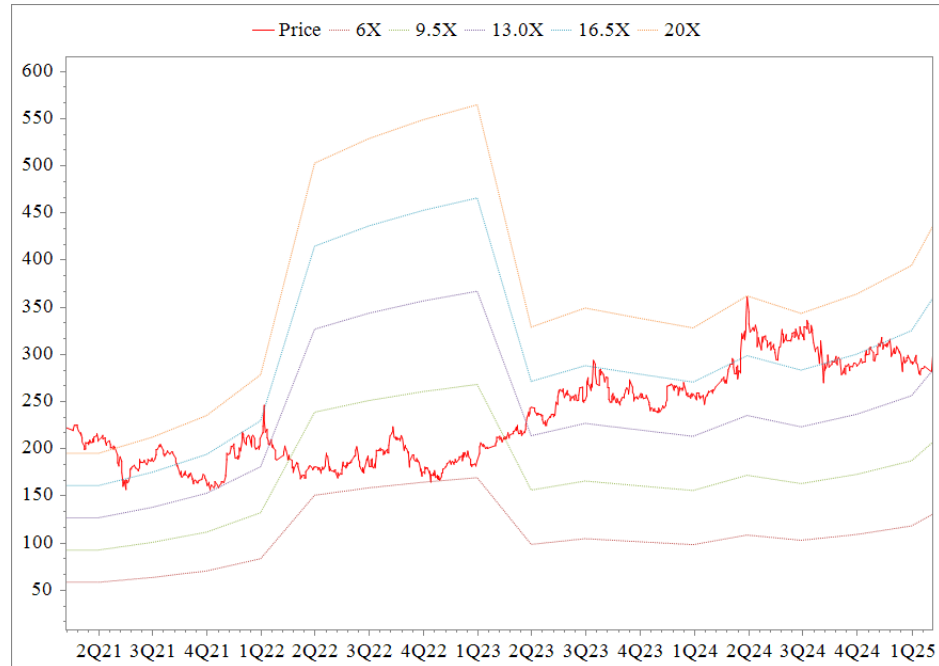
圖一、樺漢 ESG



資料來源：樺漢

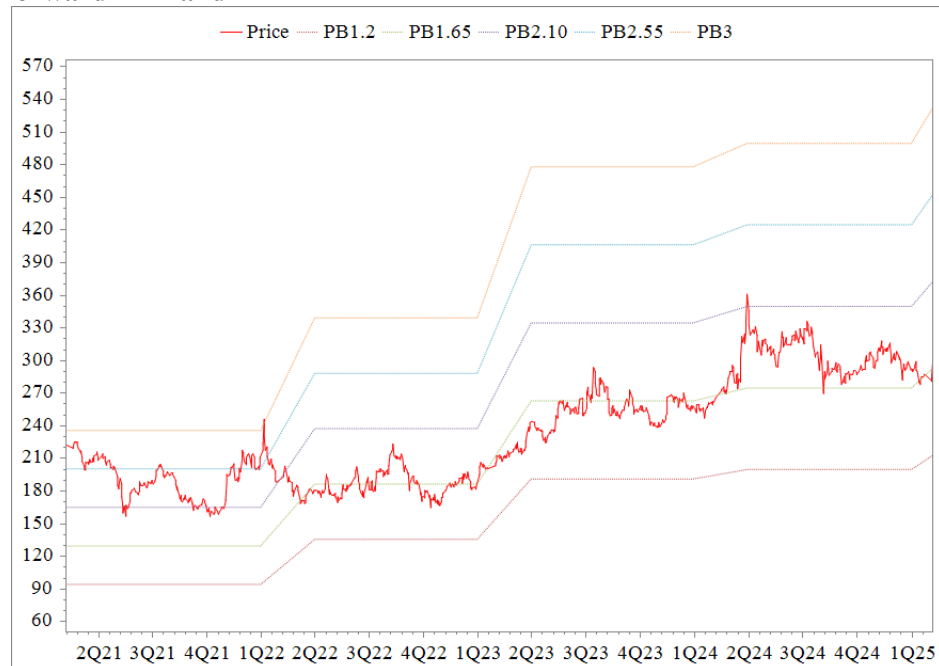
2025 年 2 月 6 日

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

2025 年 2 月 6 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	119,293	126,784	145,648	155,508	178,355
流動資產	86,091	87,394	111,202	111,215	116,364
現金及約當現金	25,963	24,061	32,065	31,431	33,220
應收帳款與票據	17,433	20,408	25,309	30,043	33,674
存貨	21,988	21,685	30,912	32,499	40,709
採權益法之投資	553	602	528	730	1,079
不動產、廠房設備	6,209	7,179	6,209	5,240	4,270
負債總計	76,577	77,107	91,704	95,697	112,298
流動負債	57,600	61,206	65,413	69,509	72,728
應付帳款及票據	21,548	20,792	30,200	31,277	39,698
非流動負債	18,977	15,900	16,884	15,704	20,664
權益總計	42,717	49,678	53,944	59,811	66,057
普通股股本	1,060	1,320	1,320	1,320	1,320
保留盈餘	6,097	6,680	10,946	16,813	23,059
母公司業主權益	15,536	21,901	22,890	24,387	26,184
負債及權益總計	119,293	126,784	145,648	155,508	178,355

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	108,229	121,641	146,961	177,933	204,821
營業成本	88,618	98,042	118,075	142,352	164,346
營業毛利淨額	19,611	23,599	28,886	35,581	40,475
營業費用	16,528	18,393	23,392	27,580	31,890
營業利益	3,083	5,206	5,493	8,001	8,585
EBITDA	8,182	10,339	10,339	10,339	10,339
業外收入及支出	526	1,221	2,188	1,808	1,808
稅前純益	3,709	6,916	7,681	9,809	10,393
所得稅	1,321	1,595	1,918	2,444	2,563
稅後純益	3,455	2,261	2,488	2,995	3,381
稅後 EPS(元)	25.14	16.46	18.11	21.80	24.60
完全稀釋 EPS**	23.33	15.27	16.81	20.23	22.83

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 13.74【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 14.81 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	26.78%	12.39%	20.82%	21.08%	15.11%
營業毛利淨額	15.05%	20.34%	22.40%	23.18%	13.75%
營業利益	27.70%	68.84%	5.53%	45.65%	7.30%
稅後純益	158.80%	-34.56%	10.06%	20.38%	12.86%

獲利能力分析(%)

毛利率	18.12%	19.40%	19.66%	20.00%	19.76%
EBITDA(%)	7.56%	8.50%	7.04%	5.81%	5.05%
營益率	2.85%	4.28%	3.74%	4.50%	4.19%
稅後純益率	3.19%	1.86%	1.69%	1.68%	1.65%
總資產報酬率	2.90%	1.78%	1.71%	1.93%	1.90%
股東權益報酬率	8.09%	4.55%	4.61%	5.01%	5.12%

償債能力檢視

負債比率(%)	64.19%	60.82%	62.96%	61.54%	62.96%
負債/淨值比(%)	179.27%	155.21%	170.00%	160.00%	170.00%
流動比率(%)	149.46%	142.79%	170.00%	160.00%	160.00%

其他比率分析

存貨天數	78.17	81.29	81.29	81.29	81.29
應收帳款天數	58.70	56.77	56.77	56.77	56.77

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	-739	7,375	-1,479	15,315	11,927
稅前純益	3,709	6,916	7,681	9,809	10,393
折舊及攤銷	3,914	2,818	2,437	2,056	1,676
營運資金變動	-5,685	-3,429	-4,720	-5,245	-3,418
其他營運現金	-2,678	1,070	-6,878	8,694	3,276
投資活動現金	4,579	-4,859	61	-14,454	-22,157
資本支出淨額	-857	-1,409	-1,409	-1,409	-1,409
長期投資變動	9	-2,431	-2,430	-2,430	-2,430
其他投資現金	5,427	-1,020	3,900	-10,614	-18,318
籌資活動現金	3,037	-4,430	9,422	-1,495	12,019
長借/公司債變動	-1,117	4,497	984	-1,179	4,959
現金增資	1,105	0	0	0	0
發放現金股利	-742	-1,605	-1,498	-1,498	-1,584
其他籌資現金	3,790	-7,322	9,936	1,183	8,643
淨現金流量	8,441	-1,902	8,004	-634	1,789
期初現金	17,522	25,963	24,061	32,065	31,431
期末現金	25,963	24,061	32,065	31,431	33,220

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 6 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	29,963	34,225	32,717	36,321	37,712	40,210	39,090	43,141	46,140	49,562	46,566	50,501
營業成本	23,898	27,934	26,134	29,512	30,049	32,380	31,206	34,544	36,917	39,685	37,318	40,567
營業毛利淨額	6,065	6,291	6,583	6,809	7,663	7,831	7,884	8,597	9,223	9,877	9,248	9,933
營業費用	4,685	5,220	5,614	5,649	5,949	6,180	6,550	6,640	6,940	7,450	7,700	7,830
營業利益	1,380	1,071	969	1,160	1,714	1,651	1,334	1,957	2,283	2,427	1,548	2,103
業外收入及支出	602	20	718	551	467	452	452	452	452	452	452	452
稅前純益	1,982	1,091	1,687	1,710	2,182	2,103	1,786	2,409	2,735	2,879	2,000	2,555
所得稅	440	-3	344	494	476	603	512	691	607	633	407	865
稅後純益	763	426	631	507	691	660	504	648	898	946	693	740
最新股本	1,374	1,374	1,374	1,374	1,374	1,374	1,374	1,374	1,374	1,374	1,374	1,374
稅後EPS(元)	5.55	3.10	4.59	3.69	5.03	4.80	3.66	4.72	6.53	6.88	5.04	5.39

獲利能力(%)

毛利率(%)	20.24%	18.38%	20.12%	18.75%	20.32%	19.47%	20.17%	19.93%	19.99%	19.93%	19.86%	19.67%
營業利益率(%)	4.61%	3.13%	2.96%	3.19%	4.55%	4.11%	3.41%	4.54%	4.95%	4.90%	3.32%	4.16%
稅後純益率(%)	2.55%	1.24%	1.93%	1.39%	1.83%	1.64%	1.29%	1.50%	1.95%	1.91%	1.49%	1.47%

QoQ(%)

營業收入淨額	3.46%	14.23%	-4.41%	11.02%	3.83%	6.62%	-2.79%	10.36%	6.95%	7.42%	-6.04%	8.45%
營業利益	-6.25%	-22.41%	-9.52%	19.69%	47.83%	-3.70%	-19.21%	46.75%	16.65%	6.32%	-36.22%	35.85%
稅前純益	-13.19%	-44.95%	54.65%	1.37%	27.56%	-3.61%	-15.08%	34.92%	13.52%	5.28%	-30.53%	27.75%
稅後純益	31.53%	-44.13%	48.17%	-19.75%	36.33%	-4.49%	-23.67%	28.73%	38.52%	5.35%	-26.75%	6.83%

YoY(%)

營業收入淨額	2.71%	3.01%	14.83%	25.41%	25.86%	17.49%	19.48%	18.78%	22.35%	23.26%	19.13%	17.06%
營業利益	32.13%	132.80%	-24.47%	-21.23%	24.21%	54.17%	37.66%	68.78%	33.18%	47.04%	16.09%	7.46%
稅前純益	13.66%	N.A	8.14%	-25.09%	10.08%	92.76%	5.84%	40.87%	25.37%	36.93%	12.02%	6.06%
稅後純益	16.72%	-79.17%	28.21%	-12.62%	-9.44%	54.82%	-20.25%	27.94%	29.99%	43.38%	37.62%	14.20%

註1：稅後EPS以股本13.74億元計算

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。