

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價	282.50 元
目標價	
3 個月	300.00 元
12 個月	300.00 元

樺漢(6414 TT)

Trading Buy

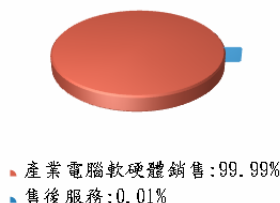
近期報告日期、評等及前日股價

02/06/2025	Buy	299.50
11/15/2024	Trading Buy	306.00
08/14/2024	Trading Buy	299.50

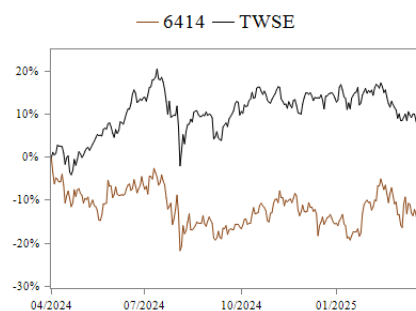
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,374
市值(億元)	388
目前每股淨值(元)	176.64
外資持股比(%)	20.87
投信持股比(%)	8.22
董監持股比(%)	24.64
融資餘額(張)	2,284
現金股息配發率(%)	60.91

產品組合



股價相對大盤走勢



2025 年展望向下修正，故降評至 Trading Buy

投資建議：因 NCR Voyix 訂單遞延，營收展望有做修正，故將評價調整至 Trading Buy，目標價 300 元，約為 2025 年 PER 15x。

NCR Voyix 訂單遞延，1Q25 營收面臨修正：公司認為 1Q25 營收、毛利、營業利益和稅後淨利較 1Q24 穩定成長，B/B Ratio 為 1.1~1.15。比較不一樣的地方在於工控設計的部分，原本預估 NCR Voyix(VYX US)合作效益會在 1Q25 顯現，不過因為美國關稅政策的關係，原本要在墨西哥量產而轉往美國田納西州，田納西州的產線雖是由客戶負責設備，公司還是有基礎設施的投入，量產時間也將往後挪至 07/2025，雖 NCR Voyix 在手訂單維持 160 億元，不過 2025 年貢獻度將減半。

2025 年營收預估為個位數成長，展望較上次法說會下修：展望 2025 年，公司原本預估 2025 年營收、毛利、營業利益與淨利皆為高成長，調整至營收高成長，毛利、營業利益與淨利為穩定成長，2H25 營收則與 1H25 高，在手訂單為 1,800 億元，較上次法說的 1,650 億元提升。費用公司是表示，雖田納西州工廠量產不會增加太多費用，不過會加大研發費用的投入，特別是在 AI 相關的部分，故群益預估整體費用率將較 2024 年相當或小幅提升。工控設計的部分，2025 年主要成長來自於 NCR Voyix、Edge AI、網通資安、智慧零售、金融、餐飲和家居等方面，其中 NCR Voyix 因為訂單遞延至 07/2025 開始量產，使得 2025 年整體貢獻度下滑；品牌通路的部分，則屬國防和軌道交通的訂單需求較為強勁，整體營收亦會較 2024 年成長；系統整合的部分，則受惠於北美半導體擴大投資。Cloud AI+Edge AI 營收 2024 年為 121 億元，YOY +139.1%，佔整體營收為 8.3%，高於 2023 年的 4.2%，公司預計 Cloud AI+Edge AI 營收持續維持高成長，2025 年佔比將達 10% 以上。董事會決議發放 12.2 元的現金股利，現金股利發放率為 61%，與 2023 年的 60% 相當，若以股價 290 元來計算，現金殖利率為 4.2%。綜合以上，預估樺漢 2025 年營收為 1,583.58 億元(之前預估為 1,660 億元)，YOY +8.18%；稅後純益為 27.59 億元，YOY +0.70%；稅後 EPS 20.08 元，稀釋後 EPS 18.63 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	146,384	158,358	178,572	32,717	36,321	37,712	39,633	35,131	38,230	41,132	43,864	40,426
營業毛利淨額	28,832	32,094	36,296	6,583	6,809	7,663	7,777	7,003	7,481	8,532	9,077	8,036
營業利益	5,244	6,294	7,396	969	1,160	1,714	1,401	803	1,181	2,032	2,277	1,386
稅後純益	2,740	2,759	3,052	631	507	691	911	399	481	842	1,037	613
稅後 EPS(元)	19.94	20.08	22.21	4.59	3.69	5.03	6.63	2.91	3.50	6.13	7.54	4.46
毛利率(%)	19.70%	20.27%	20.33%	20.12%	18.75%	20.32%	19.62%	19.93%	19.57%	20.74%	20.69%	19.88%
營業利益率(%)	3.58%	3.97%	4.14%	2.96%	3.19%	4.55%	3.53%	2.29%	3.09%	4.94%	5.19%	3.43%
稅後純益率(%)	1.87%	1.74%	1.71%	1.93%	1.39%	1.83%	2.30%	1.14%	1.26%	2.05%	2.36%	1.52%
營業收入 YoY/QoQ(%)	20.34%	8.18%	12.76%	-4.41%	11.02%	3.83%	5.09%	-11.36%	8.82%	7.59%	6.64%	-7.84%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	21.18%	0.70%	10.63%	48.17%	-19.75%	36.33%	31.92%	-56.18%	20.49%	75.01%	23.12%	-40.83%

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

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。2024 年工控設計佔 18.5%，品牌通路佔 40.0%，系統整合佔 41.4%。

在區域營收的部分，2024 年美洲佔 30%，歐洲佔 35%，中國佔 11.2%，其他佔 23.8%。

4Q24 整體營收持續向上，系統整合獲利有所改善：

4Q24 樺漢營收為 396.33 億元，QOQ +5.09%，YOY +15.80%；稅後純益為 9.11 億元，QOQ +31.92%，YOY +113.84%；稅後 EPS 6.63 元。其中工控設計營收為 81.2 億元，YOY +24.90%，佔整體營收 20.5%，營業利益為 1.3 億元，QOQ 和 YOY 皆為下滑，主要是因為研發費用提高的關係；品牌通路營收為 164.6 億元，YOY +31.7%，佔整體營收 41.5%，毛利率為 28.4%，

2025 年 4 月 1 日

QOQ 和 YOY 皆下滑，主要是因為產品組合的影響；系統整合營收為 150.5 億元，YOY -1.1%，佔整體營收 38%，毛利率為 10.37%，QOQ 和 YOY 皆增加，主要是客戶在美國設廠的部分，已有跟客戶溝通，樺漢也介入管理而獲得改善。

NCR Voyix 訂單遞延，1Q25 營收面臨修正：

公司認為 1Q25 營收、毛利、營業利益和稅後淨利較 1Q24 穩定成長，B/B Ratio 為 1.1~1.15。比較不一樣的地方在於工控設計的部分，原本預估 NCR Voyix(VYX US)合作效益會在 1Q25 顯現，不過因為美國關稅政策的關係，原本要在墨西哥量產而轉往美國田納西州，田納西州的產線雖是由客戶負責設備，公司還是有基礎設施的投入，量產時間也將往後挪至 07/2025，雖 NCR Voyix 在手訂單維持 160 億元，不過 2025 年貢獻度將減半。預估 1Q25 樺漢營收為 351.31 億元(原先預估 364 億元)，QOQ -11.36%，YOY +7.38%；稅後純益為 3.99 億元，QOQ -56.18%，YOY -36.76%；稅後 EPS 2.91 元，稀釋後 EPS 2.70 元。

2025 年營收預估為個位數成長，展望較上次法說會下修：

展望 2025 年，公司原本預估 2025 年營收、毛利、營業利益與淨利皆為高成長，調整至營收高成長，毛利、營業利益與淨利為穩定成長，2H25 營收則與 1H25 高，在手訂單為 1,800 億元，較上次法說的 1,650 億元提升。費用公司是表示，雖田納西州工廠量產不會增加太多費用，不過會加大研發費用的投入，特別是在 AI 相關的部分，故群益預估整體費用率將較 2024 年相當或小幅提升。

工控設計的部分，2025 年主要成長來自於 NCR Voyix、Edge AI、網通資安、智慧零售、金融、餐飲和家居等方面，其中 NCR Voyix 因為訂單遞延至 07/2025 開始量產，使得 2025 年整體貢獻度下滑；品牌通路的部分，則屬國防和軌道交通的訂單需求較為強勁，整體營收亦會較 2024 年成長；系統整合的部分，則受惠於北美半導體擴大投資。

Cloud AI+Edge AI 營收 2024 年為 121 億元，YOY +139.1%，佔整體營收為 8.3%，高於 2023 年的 4.2%，公司預計 Cloud AI+Edge AI 營收持續維持高成長，2025 年佔比將達 10% 以上。

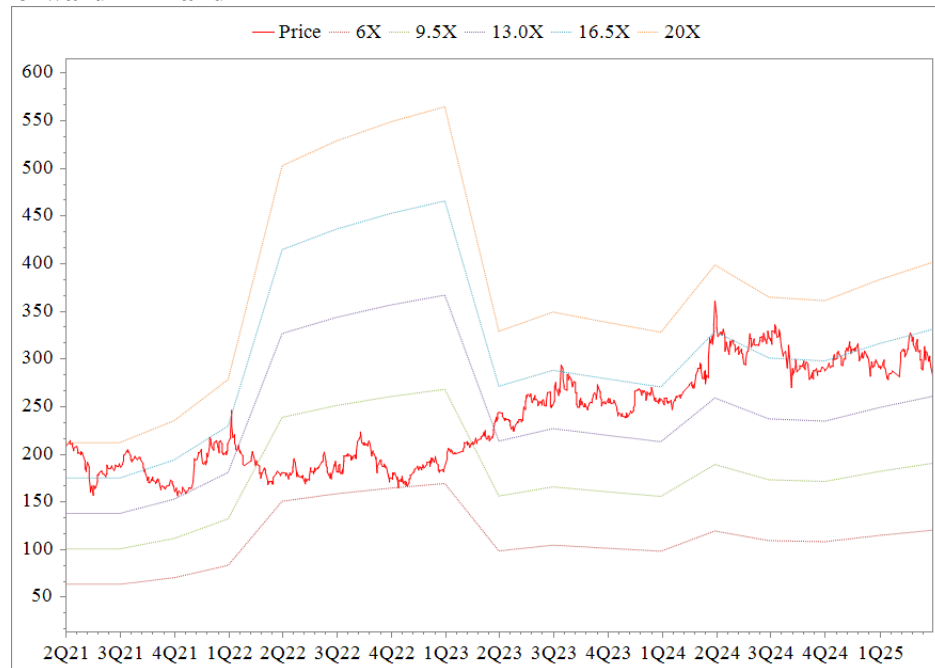
董事會決議發放 12.2 元的現金股利，現金股利發放率為 61%，與 2023 年的 60% 相當，若以股價 290 元來計算，現金殖利率為 4.2%。

綜合以上，預估樺漢 2025 年營收為 1,583.58 億元(之前預估為 1,660 億元)，YOY +8.18%；稅後純益為 27.59 億元，YOY +0.70%；稅後 EPS 20.08 元，稀釋後 EPS 18.63 元。

投資建議：因 NCR Voyix 訂單遞延，營收展望有做修正，故將評價調整至 Trading Buy，目標價 300 元，約為 2025 年 PER 15x。

2025 年 4 月 1 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 4 月 1 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	119,293	126,784	147,009	159,907	175,089
流動資產	86,091	87,394	96,966	102,474	122,425
現金及約當現金	25,963	24,061	27,892	28,877	34,847
應收帳款與票據	17,433	20,408	22,186	23,893	28,068
存貨	21,988	21,685	28,078	29,346	30,884
採權益法之投資	553	602	624	813	805
不動產、廠房設備	6,209	7,179	11,475	7,179	2,882
負債總計	76,577	77,107	92,744	100,880	110,459
流動負債	57,600	61,206	66,430	70,204	83,871
應付帳款及票據	21,548	20,792	23,611	24,083	29,659
非流動負債	18,977	15,900	26,314	30,204	20,539
權益總計	42,717	49,678	54,265	59,026	64,631
普通股股本	1,060	1,320	1,375	1,375	1,375
保留盈餘	6,097	6,680	7,839	12,600	18,204
母公司業主權益	15,536	21,901	24,271	25,351	26,725
負債及權益總計	119,293	126,784	147,009	159,907	175,089

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	108,229	121,641	146,384	158,358	178,572
營業成本	88,618	98,042	117,552	126,264	142,276
營業毛利淨額	19,611	23,599	28,832	32,094	36,296
營業費用	16,528	18,393	23,588	25,800	28,900
營業利益	3,083	5,206	5,244	6,294	7,396
EBITDA	8,182	10,339	13,347	13,347	13,347
業外收入及支出	526	1,221	-1,580	1,808	1,808
稅前純益	3,709	6,916	7,633	8,102	9,204
所得稅	1,321	1,595	1,610	1,663	1,921
稅後純益	3,455	2,261	2,740	2,759	3,052
稅後 EPS(元)	25.14	16.46	19.94	20.08	22.21
完全稀釋 EPS**	23.33	15.27	18.50	18.63	20.61

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	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	26.78%	12.39%	20.34%	8.18%	12.76%
營業毛利淨額	15.05%	20.34%	22.17%	11.31%	13.09%
營業利益	27.70%	68.84%	0.73%	20.03%	17.51%
稅後純益	158.80%	-34.56%	21.18%	0.70%	10.63%

獲利能力分析(%)

毛利率	18.12%	19.40%	19.70%	20.27%	20.33%
EBITDA(%)	7.56%	8.50%	9.12%	8.43%	7.47%
營益率	2.85%	4.28%	3.58%	3.97%	4.14%
稅後純益率	3.19%	1.86%	1.87%	1.74%	1.71%
總資產報酬率	2.90%	1.78%	1.86%	1.73%	1.74%
股東權益報酬率	8.09%	4.55%	5.05%	4.67%	4.72%

償債能力檢視

負債比率(%)	64.19%	60.82%	63.09%	63.09%	63.09%
負債/淨值比(%)	179.27%	155.21%	170.91%	170.91%	170.91%
流動比率(%)	149.46%	142.79%	145.97%	145.97%	145.97%

其他比率分析

存貨天數	78.17	81.29	77.26	83.00	77.26
應收帳款天數	58.70	56.77	53.10	53.10	53.10

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	-739	7,432	14,102	10,198	10,033
稅前純益	3,709	6,916	7,633	8,102	9,204
折舊及攤銷	3,914	2,818	4,549	2,846	1,142
營運資金變動	-5,685	-3,429	-5,353	-2,501	-138
其他營運現金	-2,678	1,128	7,272	1,752	-175
投資活動現金	4,579	-4,859	-7,063	-17,171	-5,211
資本支出淨額	-857	-1,409	-2,788	-2,788	-2,788
長期投資變動	9	-2,422	-2,886	-2,885	-2,885
其他投資現金	5,427	-1,029	-1,389	-11,497	463
籌資活動現金	3,037	-4,430	-3,804	7,959	1,148
長借/公司債變動	-1,117	4,497	11,349	3,890	-9,665
現金增資	1,105	0	0	0	0
發放現金股利	-742	-1,605	-1,559	-1,678	-1,678
其他籌資現金	3,790	-7,322	-13,593	5,746	12,491
淨現金流量	8,441	-1,902	3,831	985	5,970
期初現金	17,522	25,963	24,061	27,892	28,877
期末現金	25,963	24,061	27,892	28,877	34,847

資料來源：CMoney、群益

2025 年 4 月 1 日

季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	34,225	32,717	36,321	37,712	39,633	35,131	38,230	41,132	43,864	40,426	43,849	46,443
營業成本	27,934	26,134	29,512	30,049	31,857	28,129	30,748	32,600	34,787	32,390	35,270	36,763
營業毛利淨額	6,291	6,583	6,809	7,663	7,777	7,003	7,481	8,532	9,077	8,036	8,578	9,680
營業費用	5,220	5,614	5,649	5,949	6,376	6,200	6,300	6,500	6,800	6,650	7,050	7,450
營業利益	1,071	969	1,160	1,714	1,401	803	1,181	2,032	2,277	1,386	1,528	2,230
業外收入及支出	20	718	551	467	653	452	452	452	452	452	452	452
稅前純益	1,091	1,687	1,710	2,182	2,054	1,255	1,633	2,484	2,729	1,838	1,980	2,682
所得稅	-3	344	494	476	295	256	472	543	392	374	573	586
稅後純益	426	631	507	691	911	399	481	842	1,037	613	508	846
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)	3.10	4.59	3.69	5.03	6.63	2.91	3.50	6.13	7.54	4.46	3.70	6.16

獲利能力(%)

毛利率(%)	18.38%	20.12%	18.75%	20.32%	19.62%	19.93%	19.57%	20.74%	20.69%	19.88%	19.56%	20.84%
營業利益率(%)	3.13%	2.96%	3.19%	4.55%	3.53%	2.29%	3.09%	4.94%	5.19%	3.43%	3.49%	4.80%
稅後純益率(%)	1.24%	1.93%	1.39%	1.83%	2.30%	1.14%	1.26%	2.05%	2.36%	1.52%	1.16%	1.82%

QoQ(%)

營業收入淨額	14.23%	-4.41%	11.02%	3.83%	5.09%	-11.36%	8.82%	7.59%	6.64%	-7.84%	8.47%	5.92%
營業利益	-22.41%	-9.52%	19.69%	47.83%	-18.27%	-42.69%	47.15%	72.04%	12.03%	-39.15%	10.31%	45.91%
稅前純益	-44.95%	54.65%	1.37%	27.56%	-5.82%	-38.92%	30.17%	52.11%	9.84%	-32.67%	7.77%	35.43%
稅後純益	-44.13%	48.17%	-19.75%	36.33%	31.92%	-56.18%	20.49%	75.01%	23.12%	-40.83%	-17.21%	66.69%

YoY(%)

營業收入淨額	3.01%	14.83%	25.41%	25.86%	15.80%	7.38%	5.25%	9.07%	10.67%	15.07%	14.70%	12.91%
營業利益	132.80%	-24.47%	-21.23%	24.21%	30.84%	-17.13%	1.88%	18.57%	62.53%	72.58%	29.37%	9.72%
稅前純益	N.A	8.14%	-25.09%	10.08%	88.33%	-25.62%	-4.49%	13.89%	32.83%	46.44%	21.25%	7.95%
稅後純益	-79.17%	28.21%	-12.62%	-9.44%	113.84%	-36.76%	-5.04%	21.90%	13.77%	53.61%	5.54%	0.53%

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。