

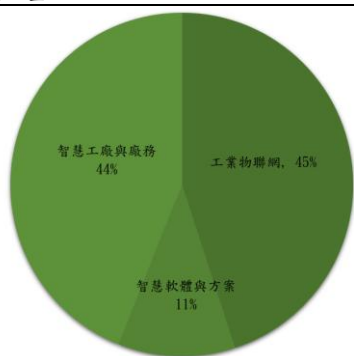
2026/08/17

潛在漲幅	17.94%
前日收盤價	407.00 元
目標價	480.00 元
前次目標價	352.00 元
前次評等	增加持股

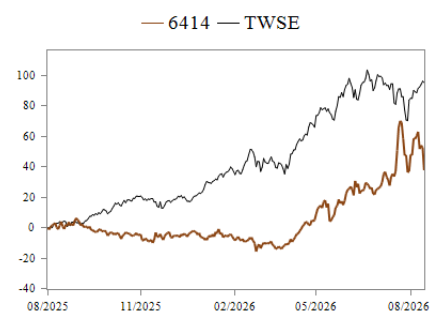
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,567
市值(億元)	638
目前每股淨值(元)	189.41
外資持股比(%)	46.01
董監持股比(%)	21.64

營業比重



個股與大盤走勢(%)



王淑君
Jenny.wang@ctbcis.com

電子下游-工業電腦

維持評等

樺漢 (6414 TT)

增加持股(Overweight)

在手訂單提高至 2,550 億元，Kontron 綜效可期

- 2Q26 營收創高，惟毛利率不如預期
- 維持全年展望不變，2H26 營運表現將優於 1H26
- Kontron 整合效益逐步顯現，預估每年貢獻 EPS5 元

2Q26 營收創高，惟毛利率不如預期：樺漢 2Q26 營收 483.8 億元 (QoQ+30.36%、YoY+39.45%)，毛利率 19.3%，營業利益 26.9 億元，營益率 5.6%，EPS7.15 元；1H26 營收 854.9 億元(YoY+23.6%)，EPS 12.31 元。2Q26 工業物聯網營收占 45%(YoY+28%)，受惠美國及西亞訂單發酵；智慧軟體與方案占 11%(YoY-2%)，受去年處分模組及太陽能業務、業務組合調整影響；智慧工廠與服務占 44%(YoY+74%)，受智慧工廠及半導體廠務需求帶動。區域方面，美洲、歐洲、中國及其他地區營收占比 29%、29%、12%、30%，其中美洲(YoY+56%)與中國(YoY+88%)成長最強勁。

維持全年展望不變，2H26 營運表現將優於 1H26：樺漢目前在手訂單 2,550 億元，公司維持全年展望不變，預期 2H26 營運表現將優於 1H26，獲利結構上半年佔 45%、下半年佔 55%；工業物聯網及 AI 軟體與解決方案約 40:60。成長動能主要來自 NCR 合作、自主 AI 一體機、工業物聯網及智慧工廠，其中美洲預期為成長最快區域；1H26 AI 軟體/解決方案及自主 AI 一體機相關營收已逾 100 億元，相關業務平均毛利率約 42%；Kontron 運輸及國防相關 solution 毛利率約 60%，隨高毛利業務占比逐漸提升及成本轉嫁，產品組合有望改善。

Kontron 整合效益逐步顯現，預估每年貢獻 EPS5 元：Kontron 公開收購完成後，樺漢持股由 29%提高至 49.4%，公司預估持股增加可望每年貢獻 EPS 5 元，目標創造 4,000 萬歐元綜效。未來將把 Kontron 軌道交通、航太國防及 Kontron OS 等高毛利產品向亞太拓展，樺漢的 Physical AI、自主 AI 一體機等產品則導入歐美；公司預期 Physical AI 相關營收成長由 2027 年+10%提升至 2029 年+25%。同時公司目標在未來五年內將 ROE 由 12%提升至 20%，並維持 60%以上股利配發率。

我們預估樺漢 2026/2027 年 EPS 分別為 29.98/35.18 元，給予「增加持股」，目標價 480 元(2H26-1H27 年 EPSx15 倍)。**風險因子：**記憶體及關鍵零件漲價。

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	108,229	121,641	146,384	142,290	190,142	214,933
營業毛利淨額	19,611	23,599	28,832	29,178	37,432	44,441
營業利益	3,083	5,206	6,630	5,670	10,692	13,139
稅後純益	3,455	2,261	2,740	3,213	4,382	5,133
公告基本 EPS(元)	32.62	19.01	20.03	23.26	--	--
調整後 EPS(元)	32.59	17.14	19.94	22.02	29.98	35.18
營業收入 YoY(%)	26.78%	12.39%	20.34%	-2.80%	33.63%	13.04%
稅後純益 YoY(%)	158.80%	-34.56%	21.18%	17.28%	36.37%	17.13%
本益比	5.32	12.56	13.47	11.87	14.55	12.43
本淨比	1.18	1.44	1.53	1.45	2.35	2.18
股息(元)	12.74	11.35	12.20	13.78	18.05	21.18
殖利率(%)	4.33%	3.70%	4.01%	3.61%	4.43%	5.20%
ROE(%)	26.23%	12.08%	11.87%	12.36%	15.96%	18.19%

圖表一、季度財報與預估差異

損益表 (單位：百萬元)	2Q26					3Q26(F)				
	實際數	中信預估	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	48,379	38,226	26.6%	41,936	15.4%	50,072	39,755	26.0%	43,454	15.2%
營業毛利	9,348	7,836	19.3%	8,907	4.9%	9,814	8,309	18.1%	9,159	7.2%
營業利益	2,685	1,720	56.1%	2,498	7.5%	2,904	1,868	55.4%	2,525	15.0%
稅前純益	3,460	2,523	37.1%	2,960	16.9%	3,455	2,664	29.7%	3,048	13.4%
稅後淨利	1,051	849	23.8%	958	9.7%	1,225	962	27.3%	1,016	20.6%
EPS(元)	7.15	5.82	22.9%	6.73	6.2%	8.40	6.59	27.3%	7.14	17.6%
財務比率(%/百分點)										
毛利率	19.3%	20.5%	-1.2 pts	21.2%	-1.9 pts	19.6%	20.9%	-1.3 pts	21.1%	-1.5 pts
營益率	5.6%	4.5%	1.1 pts	6.0%	-0.4 pts	5.8%	4.7%	1.1 pts	5.8%	0.0 pts
稅後淨利率	2.2%	2.2%	0.0 pts	2.3%	-0.1 pts	2.4%	2.4%	0.0 pts	2.3%	0.1 pts

資料來源：Cmoney、Bloomberg，中信投顧整理

圖表二、年度財報與預估差異

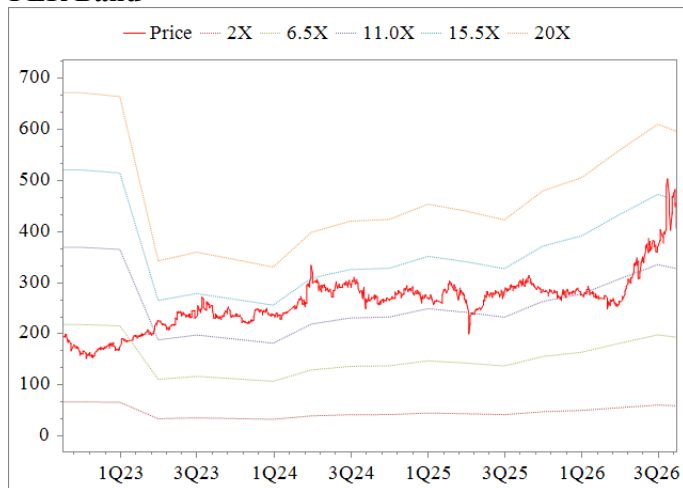
損益表 (單位：百萬元)	2026(F)					2027(F)				
	調整後	調整前	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	190,142	156,837	21.2%	168,590	12.8%	214,933	171,815	25.1%	184,122	16.7%
營業毛利	37,432	32,291	15.9%	35,124	6.6%	44,441	35,706	24.5%	38,131	16.5%
營業利益	10,692	7,751	37.9%	9,965	7.3%	13,139	8,451	55.5%	9,622	36.6%
稅前純益	13,258	10,481	26.5%	11,586	14.4%	15,369	11,198	37.2%	11,536	33.2%
稅後淨利	4,382	3,588	22.1%	3,791	15.6%	5,133	3,904	31.5%	4,062	26.4%
EPS(元)	29.98	24.59	21.9%	26.33	13.9%	35.18	26.76	31.5%	28.77	22.3%
財務比率(%/百分點)										
毛利率	19.7%	20.6%	-0.9 pts	20.8%	-1.1 pts	20.7%	20.8%	-0.1 pts	20.7%	0.0 pts
營益率	5.6%	4.9%	0.7 pts	5.9%	-0.3 pts	6.1%	4.9%	1.2 pts	5.2%	0.9 pts
稅後淨利率	2.3%	2.3%	0.0 pts	2.2%	0.1 pts	2.4%	2.3%	0.1 pts	2.2%	0.2 pts

資料來源：Cmoney、Bloomberg，中信投顧整理

2026/08/17

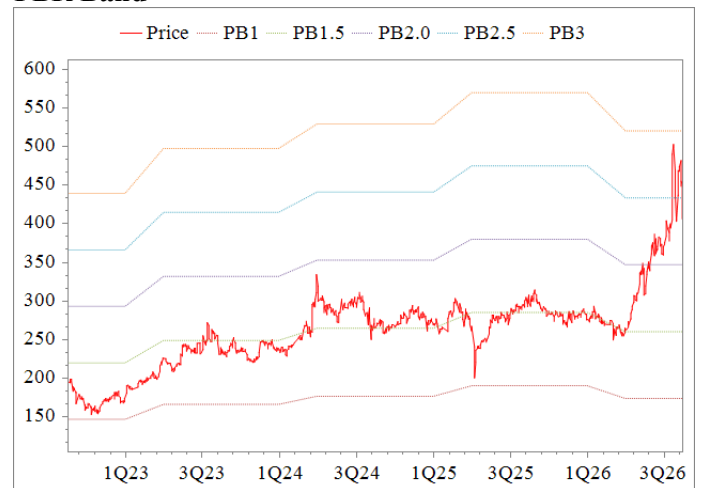
(百萬元)	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
營業收入	37,113	48,379	50,072	54,578	46,665	51,331	55,951	60,986
營業成本	29,649	39,031	40,258	43,772	37,192	40,808	44,313	48,179
營業毛利	7,463	9,348	9,814	10,807	9,473	10,523	11,638	12,807
營業費用	5,471	6,662	6,910	7,696	6,720	7,443	8,113	9,026
營業利益	1,992	2,685	2,904	3,111	2,753	3,080	3,525	3,781
營業外收支淨額	422	774	551	819	522	322	661	725
稅前純益	2,414	3,460	3,455	3,930	3,276	3,402	4,186	4,506
所得稅	571	681	691	786	655	680	837	901
稅後純益	752	1,051	1,225	1,354	1,151	941	1,429	1,612
調整後 EPS(元)	5.15	7.15	8.40	9.28	7.89	6.45	9.79	11.05
毛利率(%)	20.11%	19.32%	19.60%	19.80%	20.30%	20.50%	20.80%	21.00%
營業利益率(%)	5.37%	5.55%	5.80%	5.70%	5.90%	6.00%	6.30%	6.20%
稅後純益率(%)	2.03%	2.17%	2.45%	2.48%	2.47%	1.83%	2.55%	2.64%
營業收入								
QoQ(%)	-6.08%	30.36%	3.50%	9.00%	-14.50%	10.00%	9.00%	9.00%
YoY(%)	7.68%	39.45%	48.95%	38.13%	25.74%	6.10%	11.74%	11.74%
營業利益								
QoQ(%)	-36.38%	34.80%	8.15%	7.12%	-11.50%	11.86%	14.45%	7.27%
YoY(%)	2.00%	2,165.64%	125.80%	-0.64%	38.22%	14.70%	21.37%	21.54%
稅後純益								
QoQ(%)	-13.62%	39.79%	16.57%	10.56%	-15.03%	-18.25%	51.88%	12.83%
YoY(%)	-9.13%	86.00%	28.85%	55.63%	53.08%	-10.47%	16.65%	19.03%

PER Band



資料來源：中信、CMoney

PBR Band



資料來源：CMoney

2026/08/17

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2Q26
資產總計	119,293	126,784	147,009	165,165	185,059
流動資產	86,091	87,394	96,966	107,446	127,723
現金及約當現金	25,963	24,061	27,892	28,685	29,408
應收帳款與票據	17,433	20,408	22,186	23,771	27,704
存貨	21,988	21,685	28,078	31,080	40,143
採權益法之投資	553	602	624	606	533
不動產、廠房設備	6,209	7,179	11,475	13,136	12,992
負債總計	76,577	77,107	92,744	100,976	119,653
流動負債	57,600	61,206	66,430	82,731	99,553
應付帳款與票據	21,390	20,697	23,519	25,639	33,388
非流動負債	18,977	15,900	26,314	18,245	20,100
權益總計	42,717	49,678	54,265	64,190	65,406
普通股股本	1,060	1,320	1,375	1,459	1,513
保留盈餘	6,097	6,680	7,839	9,426	9,070
母公司業主權益	15,536	21,901	24,271	27,726	28,501
負債及權益總計	119,293	126,784	147,009	165,165	185,059

損益表

(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	121,641	146,384	142,290	190,142	214,933
營業成本	98,042	117,552	113,111	152,710	170,492
營業毛利淨額	23,599	28,832	29,178	37,432	44,441
營業費用	18,393	22,202	23,508	26,739	31,302
營業利益	5,206	6,630	5,670	10,692	13,139
EBITDA	10,424	13,456	15,214	18,169	19,980
業外收入及支出	1,710	1,003	4,238	2,566	2,230
稅前純益	6,916	7,633	9,908	13,258	15,369
所得稅	1,595	1,610	1,514	2,729	3,074
稅後純益	2,261	2,740	3,213	4,382	5,133
公告基本 EPS(元)	19.01	20.03	23.26	--	--
調整後 EPS(元)	17.14	19.94	23.02	29.98	35.18

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

現金流量表

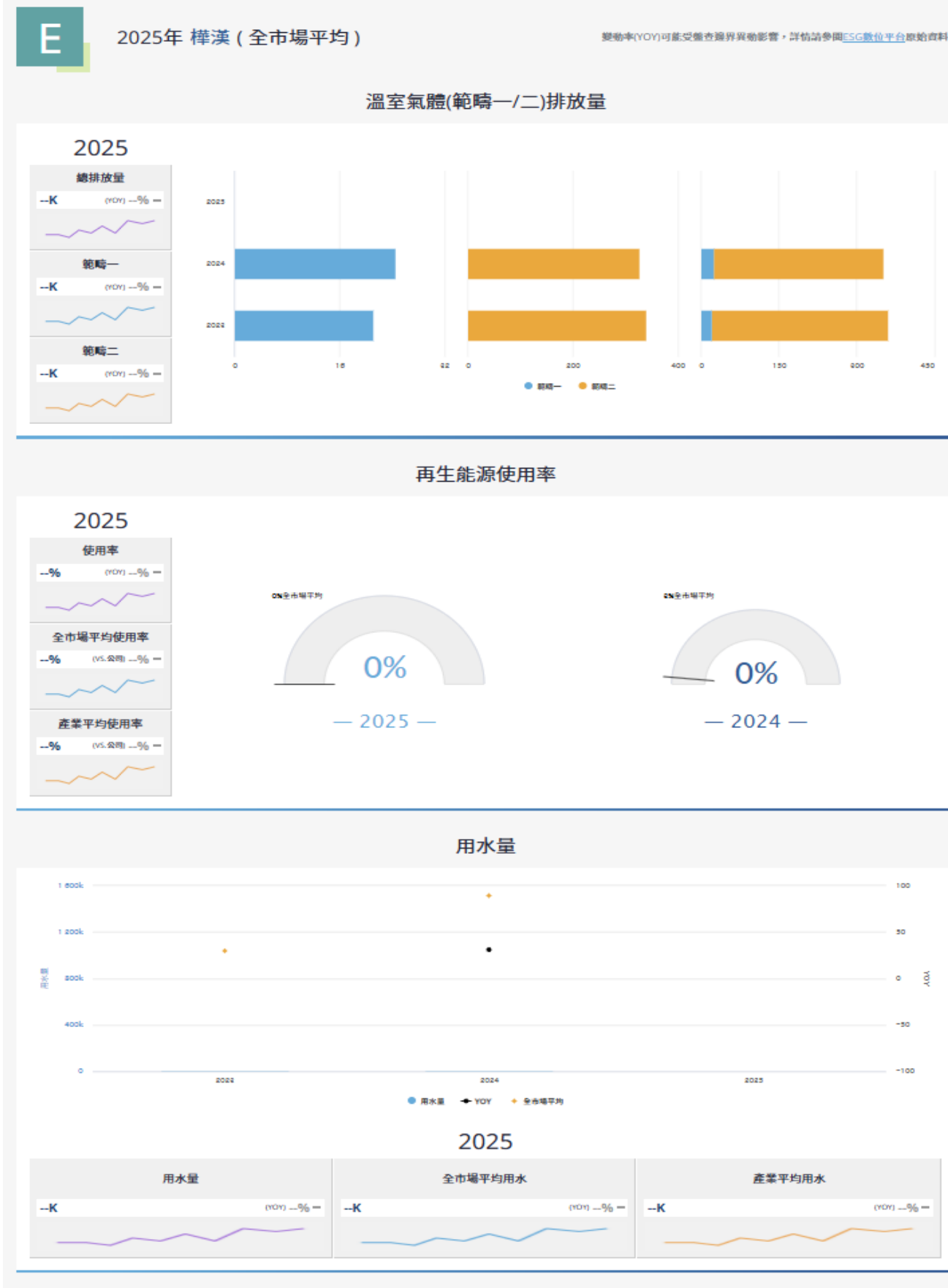
(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2Q26
營業活動現金	-739	7,432	14,102	11,421	774
稅前純益	11,883	7,000	7,742	9,978	3,460
折舊及攤銷	3,914	2,818	4,549	4,330	1,168
營運資金變動	-5,685	-3,429	-5,353	-2,401	-2,673
其他營運現金	-10,851	1,043	7,164	-487	-1,180
投資活動現金	4,579	-4,859	-7,063	-3,568	-1,238
資本支出淨額	-857	-1,409	-2,788	-2,871	-417
長期投資變動	9	-2,422	-2,886	998	-306
其他投資現金	5,427	-1,029	-1,389	-1,694	-514
籌資活動現金	3,037	-4,430	-3,804	-6,988	3,375
長借/公司債變動	-1,117	4,497	11,349	1,135	2,370
現金增資	1,105	0	0	0	0
發放現金股利	-742	-1,605	-1,559	-1,678	0
其他籌資現金	3,790	-7,322	-13,593	-6,445	1,005
淨現金流量	8,441	-1,902	3,831	793	2,870
期初現金	17,522	25,963	24,061	27,892	26,538
期末現金	25,963	24,061	27,892	28,685	29,408

資料來源：中信、CMoney

比率分析

(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	12.39%	20.34%	-2.80%	33.63%	13.04%
營業毛利淨額	20.34%	22.17%	1.20%	28.28%	18.73%
營業利益	68.84%	27.36%	-14.47%	64.79%	22.88%
稅後純益	-47.09%	13.48%	38.04%	36.37%	17.13%
獲利能力分析(%)					
毛利率	19.40%	19.70%	20.51%	19.69%	20.68%
EBITDA(%)	8.57%	9.19%	10.69%	9.56%	9.30%
營益率	4.28%	4.53%	3.99%	5.62%	6.11%
稅後純益率	4.44%	4.19%	5.95%	2.30%	2.39%
ROE(%)	12.08%	11.87%	12.36%	15.96%	18.19%

ESG 資訊-環境保護(Environmental)



用水量

1,000

1,200

200k

400k

0

2023

2024

2025

● 用水量 ● YOY ◆ 全市場平均

2025

用水量

—K (YOY) —%

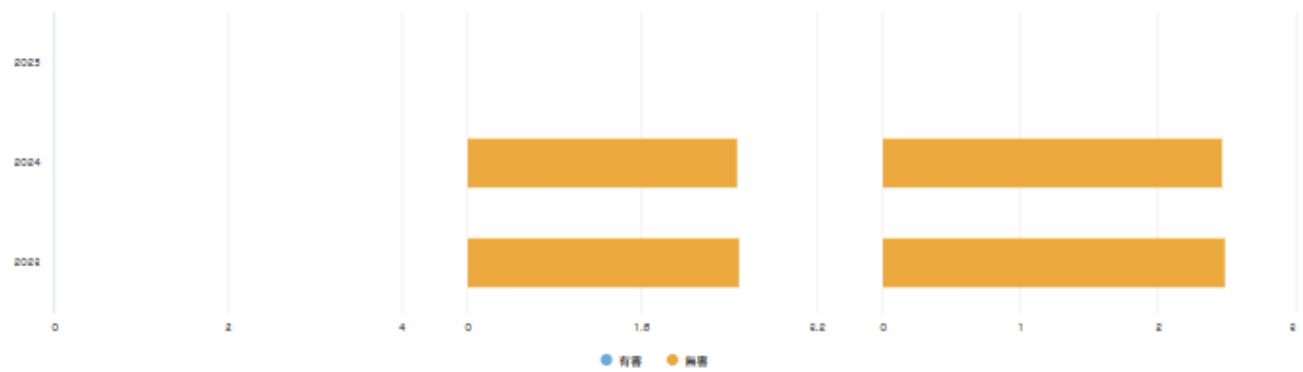
全市場平均用水

—K (YOY) —%

產業平均用水

—K (YOY) —%

廢棄物量



2025



密集度

2025

溫室氣體排放密集度

用水密集度

廢棄物密集度

溫室氣體排放密集度(公噸CO₂e/百萬元營業額)



2025

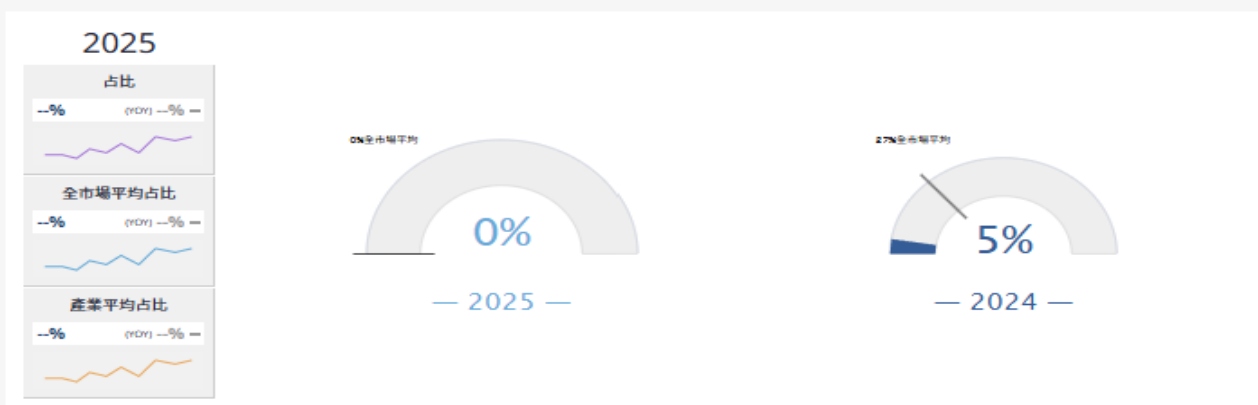


ESG 資訊-社會責任(Social)

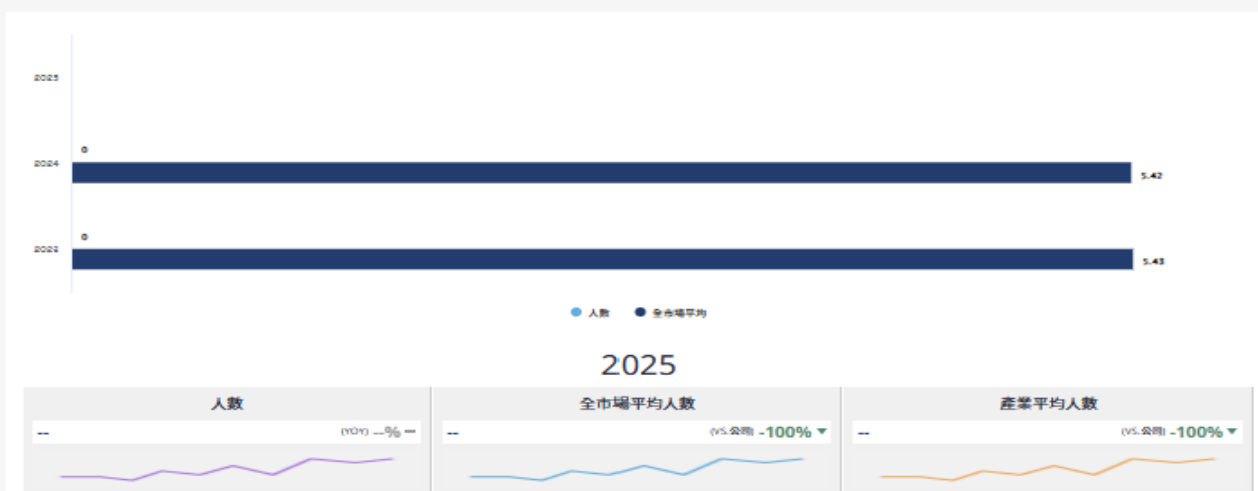


2025年 樺漢 (全市場平均)

管理職女性主管占比



職業災害人數

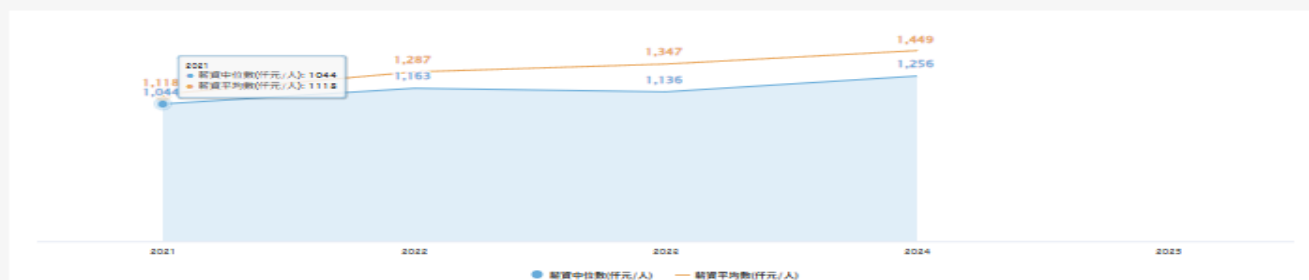


員工薪資年度趨勢



2026/08/17

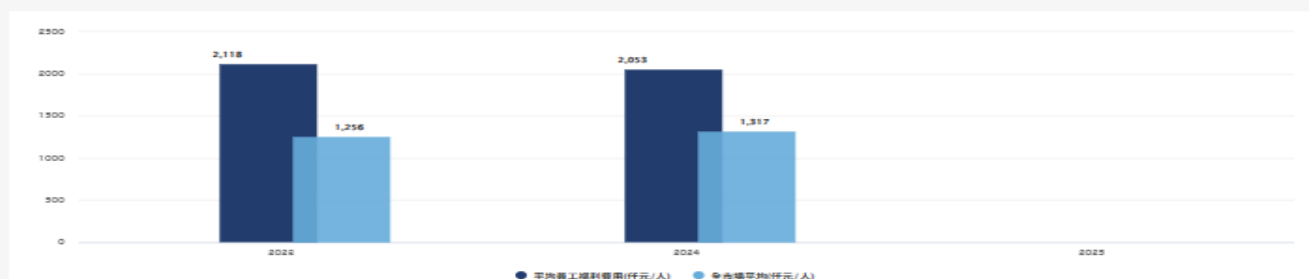
非擔任主管職務之全時員工薪資



2025



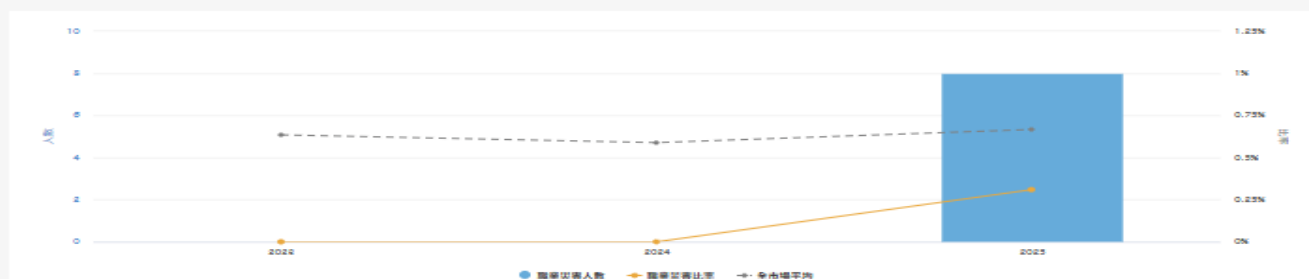
平均員工福利費用



2025



職業災害人數與比率



火災件數與死傷人數

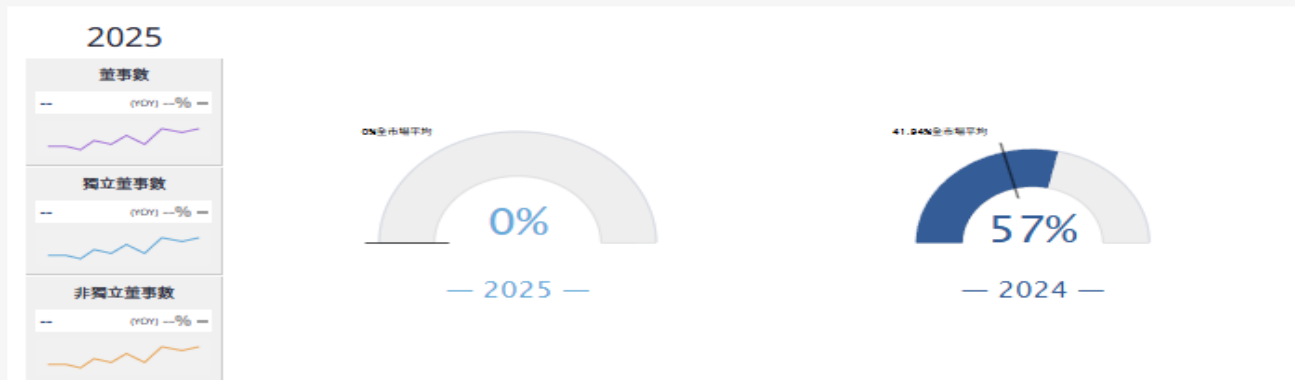


ESG 資訊-公司治理(Governance)

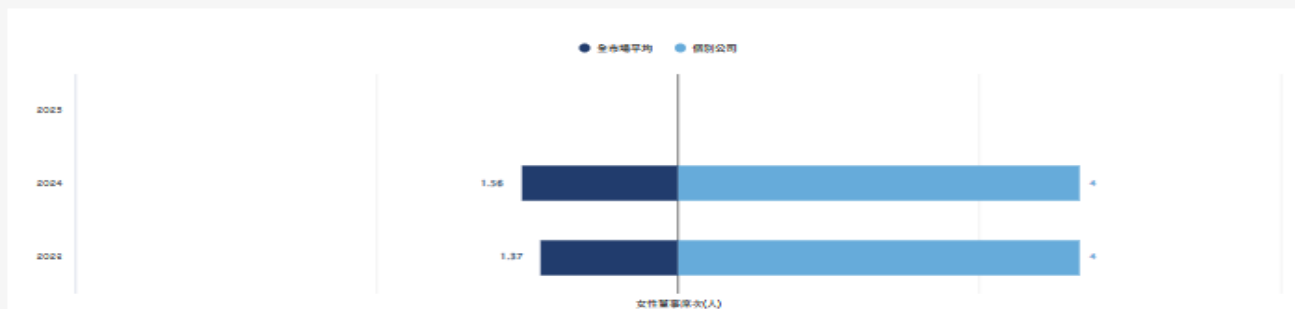


2025年 樺漢 (全市場平均)

獨立董事vs.董事席次占比



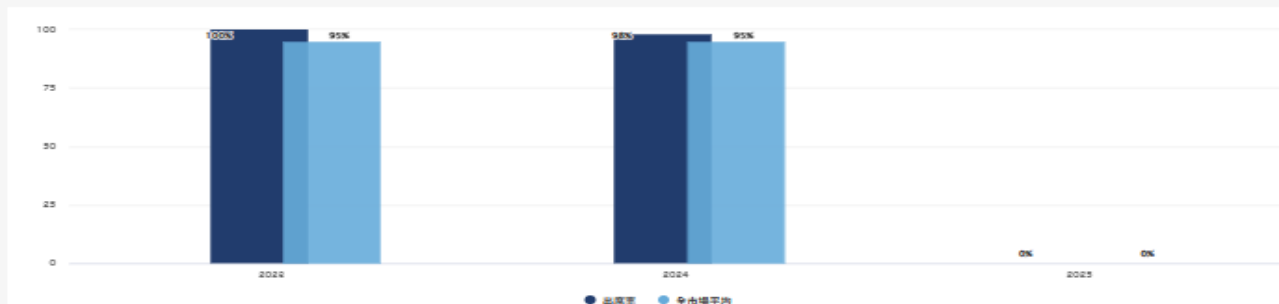
女性董事席次



2025



董事之董事會出席率



2025

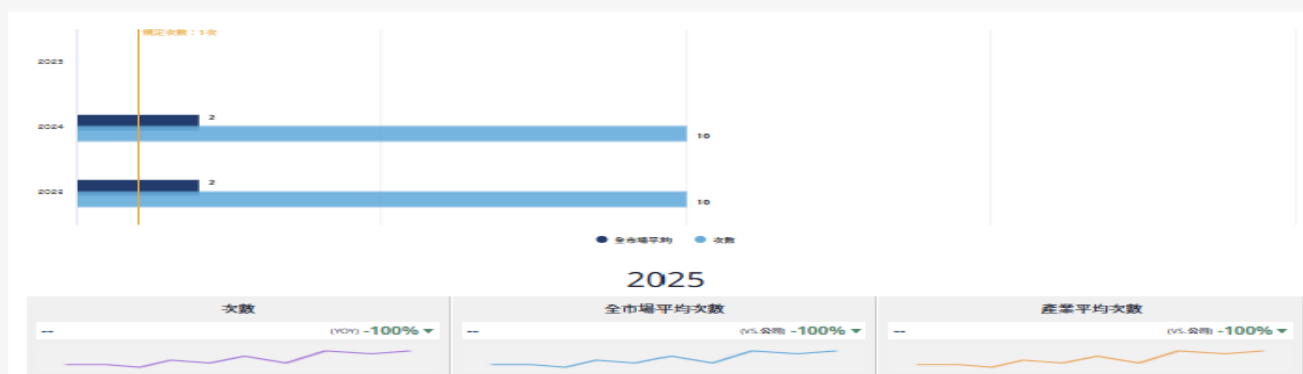


2026/08/17

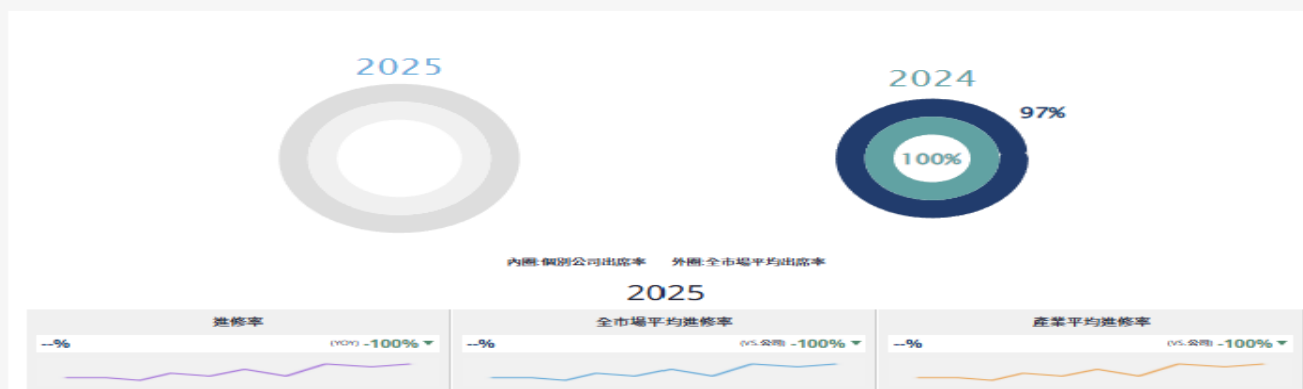
董事進修符合進修要點比率



法說會次數



薪酬委員會出席率



薪酬委員會席次



資料來源:證交所

投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy (B)	相較於市場指數之回報潛力極具吸引力
增加持股	Overweight (OW)	相較於市場指數之回報潛力略有吸引力
中立	Neutral (N)	相較於市場指數之回報潛力相似
降低持股	Underweight (UW)	相較於市場指數之回報潛力稍低
賣出	Sell (S)	相較於市場指數之回報潛力較低
未評等	Not Rated (NR)	

免責聲明

【中國信託證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理】

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱“中信金集團”）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、全權委託投資、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

中國信託證券投資顧問股份有限公司

台北市南港區經貿二路 188 號 5 樓及 18 樓 / (02) 5569-1988

營業執照字號：114 金管投顧新字第 014 號