

振樺電 (8114.TW/8114 TT)

半導體業務帶動下半年營運優於預期

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

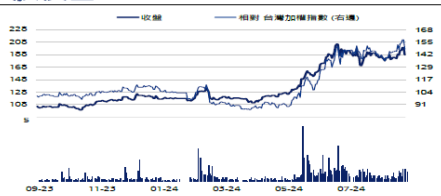
市值：(NT\$bn/US\$mn)	14.29 / 448.0
流通在外股數 (百萬股)：	76.02
外資持有股數 (百萬股)：	15.36
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.56
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	99.40 - 205.0

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

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

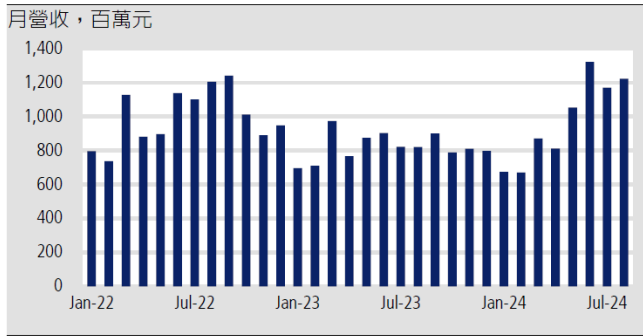
半導體業務成長及毛利率提升不如預期。

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

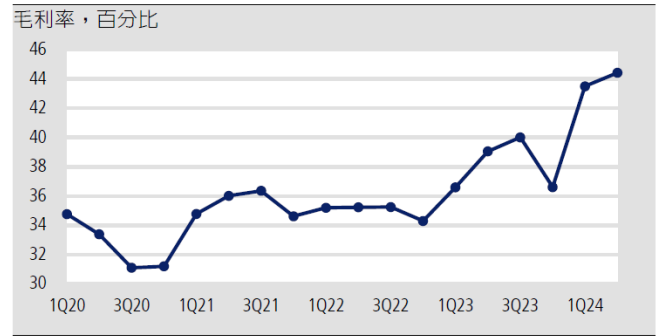
資料來源：公司資料，凱基

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

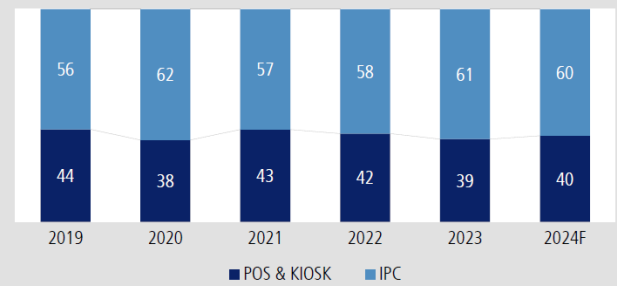
圖 5: 公司概況

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 6: 振樺電營收結構以 IPC 為主

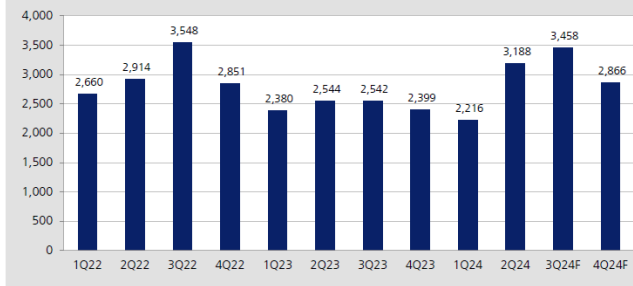
營收結構，百分比



資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

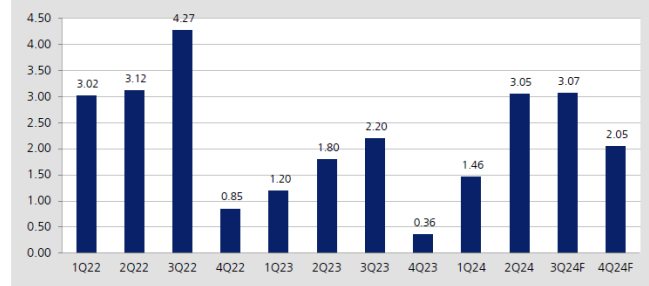
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

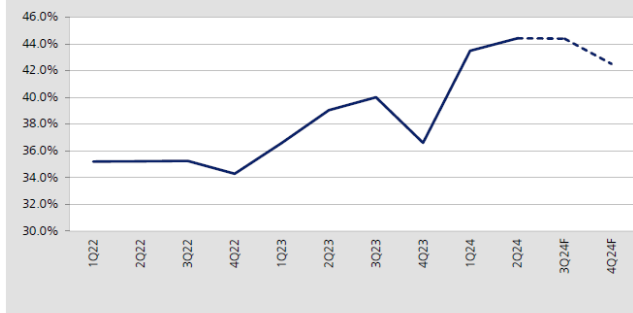
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

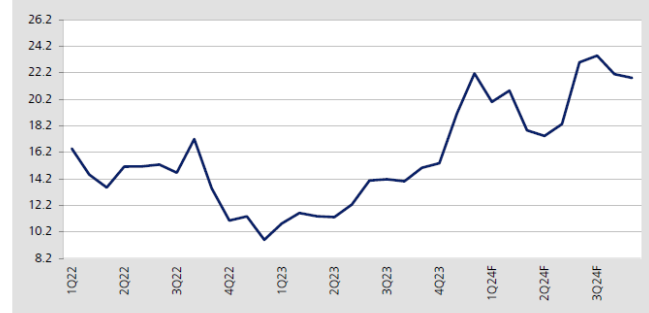
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

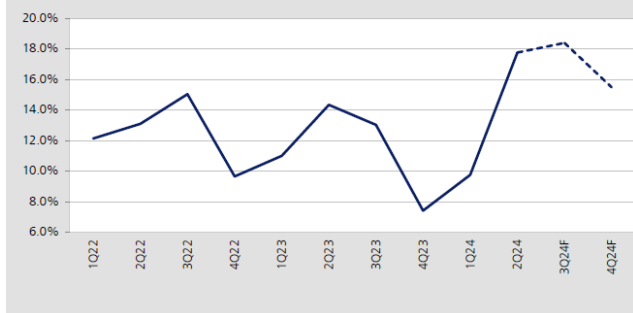
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

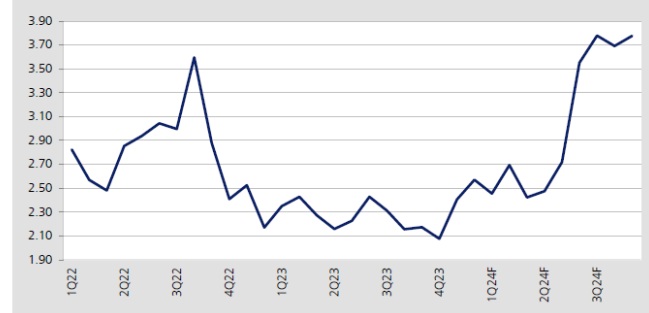
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	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
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

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。