

2395.TT 研華

3Q23 營運持續受中國市場拖累

公司簡介

研華成立於 09/07/1981，為全球知名工業電腦廠。以自有品牌「ADVANTECH」行銷全球，產品應用涵蓋醫療、娛樂、交通、安全監控、博弈等多項領域。華碩持股 11.25%。產品銷售地區，亞洲佔 44%、美洲佔 32%、歐洲佔 19%、其他佔 5%。

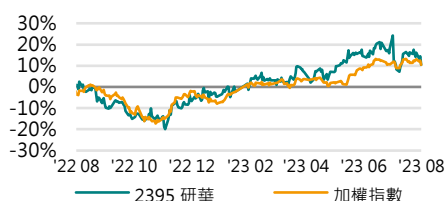
投資評等/區間價位

重點摘要

區間操作 340~440

【大盤指數/股價】16894 / 382

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	857
市值(百萬元)	327,271
3M 平均日成交量(百萬元)	460
外資持股率(%)	42.71
投信持股率(%)	1.13
董監持股率(%)	29.80

環境、社會與治理(ESG)



2Q23 營運成果略優公司預期、EPS 為 3.51 元

2Q23 營收 170.3 億元，QoQ-2.1%、YoY+1.2%，受惠原物料價格下滑，營業毛利 70.1 億元，毛利率達 41.2%，營業利益 34.3 億元、營業利益率 20.1%，略優於法說會預期的毛利率 37.5%~39.5%、營利率 17%~19%。稅後淨利 30 億元，QoQ+1.5%、YoY+22.2%，稅後淨利率 17.6%，EPS 3.51 元。1H23 營收 344.2 億元，年增 4%；若以美元表達，1H23 營收 11.3 億美元，YoY-2%。營業毛利 139.3 億元，毛利率 40.5%，營業利益 69.3 億元、營業利益率 20.1%，稅前淨利 74.5 億元，歸屬於母公司稅後淨利 59.6 億元，YoY+19%，淨利率 17.3%，EPS 達 6.97 元。1H23 營運成長主要來自北美地區與北亞地區中的日本，因美國提出基建計畫與在地生產等政策、日本受惠旅遊人數大增下帶動自動化、零售、食品業銷售成長等，使相關企業投資需求增加。

2Q23 整體接單/出貨比下滑將反映在 3Q23 營運衰退上

展望 3Q23，全球高通膨和中國市場復甦力道疲軟，接單狀況明顯降溫，2Q23 整體接單/出貨比值(B/B Ratio)為 0.79，是近兩年低點，三大區域市場中，北美市場接單/出貨比值較上季持平，歐洲及中國則呈現下滑，分別為 0.68 及 0.78 偏低水位。

3Q23 營收將反映自 2023 年初以來的接單不如預期以及專案出貨淡季影響，加上中國市場復甦不如預期、歐洲市場進入休假淡季等因素，公司預估 3Q23 營收將降至 4.8~5 億美元(台幣約 148.8 億元至 155 億元)，毛利率降至 38.5%~40.5%，營益率為 16%~18%。雖然從 07/2023 接單情況來看，中國已有好轉跡象，08/2023 出貨將比上月多，但後續需要持續觀察接單是否持續回溫。

投研部認為，中國官方 07/2023 採購經理人指數 PMI 是 49.3，雖然較 06/2023 改善 0.3 個百分點，但仍連續 4 個月低於判斷景氣情況的關鍵指標 50，加上房地產仍疲弱不振、青年失業問題等，短期企業投資信心偏弱，預估 3Q23 營收 152.6 億元，QoQ-10.4%、YoY-18%，毛利率 40.3%，稅後淨利 24.7 億元，QoQ-17.7%、YoY-22.3%，EPS 2.89 元。

因 3Q22 高基期與專業需求減少下，各地區 3Q23 都呈現年衰退

2Q23 營收以區域別來看，營收比重達 19%的歐洲、營收比重達 10%北亞表現最佳，YoY 分別為+13%及+13%，營收比重達 32%的北美則穩健 YoY+4%。不過營收比重達 20%的中國、台灣及新興市場受中國市場復甦力道不如預期、專案出貨淡季等因素影響，需求相對疲弱，營收呈 YoY 雙位數減少，中國 YoY-17%、台灣 YoY-27%、新興市場 YoY-15%。

展望 2H23，在北美市場方面，其中醫療專案因高基期而衰退，影音串流及博弈等專案微幅成長，預估 3Q23 北美市場 YoY 個位數衰退。歐洲市場部分，雲端設備、自動化及零售(Retail)等專案出貨告一段落，博弈專案需求維持，預估 3Q23 亦衰退。在大中華區方面，因中國市場復甦不如預期，預估 3Q23 仍有高雙位數年衰退，預計新能源訂單要等到 2024 年發酵，雖然當地大型通路商庫存已在低水位，惟回補力道不強。至於台灣部分，因半導體設備專案衰退及物流(Logistic)專案出貨趨緩，因此預估 3Q23 仍有高個位數年衰退。投研部認為，就各地區來看，除了產業需求變動外，3Q22 因為缺料緩解帶動一波搶出貨高峰後墊高基期，使 3Q23 各地區都會出現 YoY 衰退狀況。

表 1：1H23 地區別營收表現

單位：百萬美元,%

US\$m	1H23	1H22	YoY	Rev %
北美地區	356	343	+4%	32%
歐洲地區	218	193	+13%	19%
中國地區	225	271	-17%	20%
北亞地區	116	102	+13%	10%
台灣地區	53	72	-27%	5%
其他亞洲及新興市場	99	117	-15%	9%
其他	59	53	+13%	5%

資料來源：研華、國票投顧

進行第三次全球化轉型、同時工業 AI 配合趨勢引進生成式 AI

研華 2023 年初宣示啟動第三次全球化轉型，改革過去以產品為中心之經營模式，全面轉變以產業 Sector Driven 為核心中心，目標 2030 年營收突破 50 億美元。集結內部資源對準八大先鋒 Sectors，包括嵌入式設計與邊緣運算(DMS)、新興應用嵌入式平台(AFE)、設備製造與智慧交通、工業自動化、能源與公用事業、智慧城市與服務、智慧醫療產業雲暨影像科技，以及 IoT Mart 物聯網跨境電商等提供完整解決方案；目前已完成主要區域之銷售組織與人才梯隊梳理與檢視，下一步將積極建構精通行業領域之專家人才與事業隊形，加速進入物聯網生態系經營。

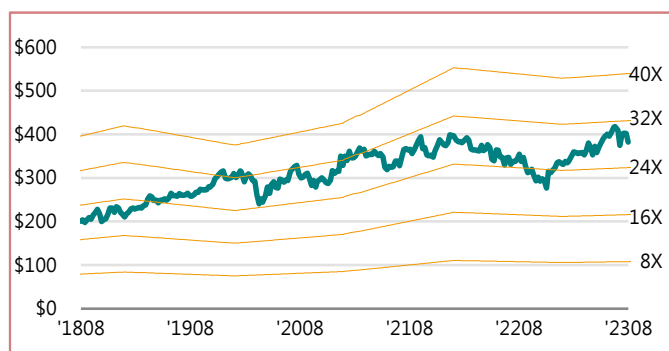
此外，研華是屬於 AIoT+邊緣運算(Edge Computing)廠商。公司目前在工業 AI 上的耕耘已經數年，目前手上已有超過 300 個專案在走，廣泛分佈在各應用領域，工業 AI 市場在近年正快速成長。隨著生成式 AI 興起，研華決定要攜手微軟，大幅導入 Open AI，透過 EdgeSync360、AI Fusion、Wise-IoT Suite 金三角模式，結合邊緣運算與 AIoT 應用，打造更多 AIoT 應用，預計在工業 AI 上會產生巨大的應用突破。投研部認為各平台整合與客戶使用信賴需要時間，因此從導入到成果出現還需 2~3 年時間發酵。

投資建議：維持區間操作建議，區間價位為 340~440 元

雖然 2H23 營收動能趨緩，後續觀察中國需求回升力道，預計 4Q23 營運有機會 QoQ 成長。2023 年整體獲利能力在原物料價格下滑、過去兩次調漲價格和營運效率提升下，呈現穩定成長。展望 2024 年，將聚焦工業自動化、EV 充電樁設備、能源轉型應用等高成長領域積極布局，並以 Sector Driven(全球化轉型以產業驅動)策略集結並對準之產業領域、育成行業專才，以在 AIoT 產業中取得先機。預估 2024 年營收 710.1 億元，YoY+6.2%，稅後淨利 117.1 億元，YoY+3.4%，EPS 13.67 元。

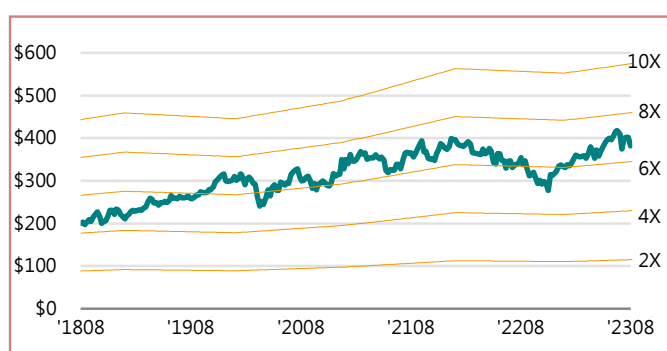
評價方面，研華近 5 年 PE 區間多落在 16x~32x，目前 PE 評價落在 30x，處於上述區間中上緣水準，投研部考量全球通膨、升息政策衝擊，景氣不確定性高下，企業資本支出意願減少，接單狀況不如預期，甚至中國地區出現設備降規使用商業機種現象，維持區間操作建議，區間價位為 340~440 元(2024F PE 25x~32x)。

研華未來 12 個月 P/E 區間



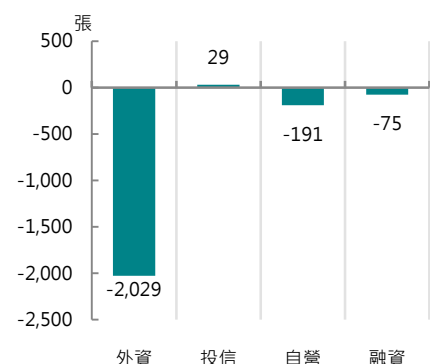
資料來源：國票投顧

研華未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
華碩電腦(股)	13.25
科辰投資(股)	11.73
研本投資(股)	11.59
劉克振	3.62
研華基金會	2.86
傳飛投資(股)	2.53
莊永順	2.25
匯豐託遠望合夥人	1.93
匯豐首源斯圖	1.92
中華郵政(股)	1.24

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
科辰投資(股)劉蔚志	董事	11.73
研本投資(股)劉蔚廷	董事	11.59
劉克振	董事長	3.62
研華基金會 何春盛	董事	2.86
李吉仁	董事	0
林嬋娟	獨立董事	0
張明輝	獨立董事	0
陳弘澤	董事	0
劉文正	獨立董事	0
何春盛	法人代表(董事)	0

資料來源：TEJ

2395 研華 永續發展概況

CMoney ESG Rating

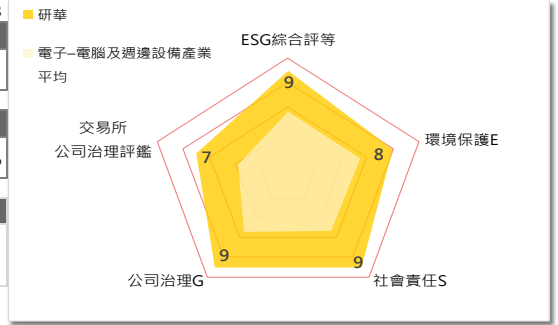
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
8	9	9	https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&filePath=/home/html/nas/p-rated/4100/8/fileName=4100-csl-2205-111.pdf

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
電子-電腦及週邊設備	107	2	否	

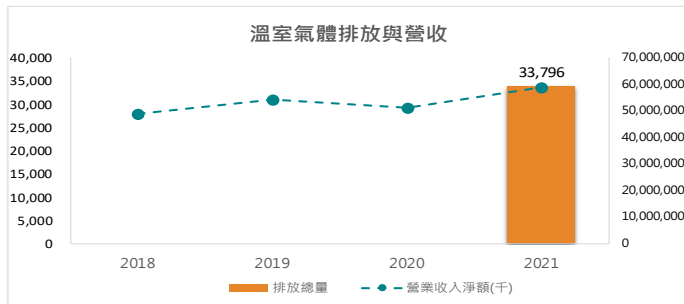
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	33,796	3,371	30,424
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

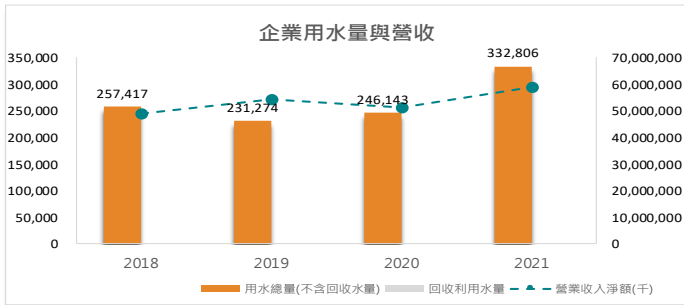
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	332,806	-	-
2020	246,143	-	-
2019	231,274	-	-
2018	257,417	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

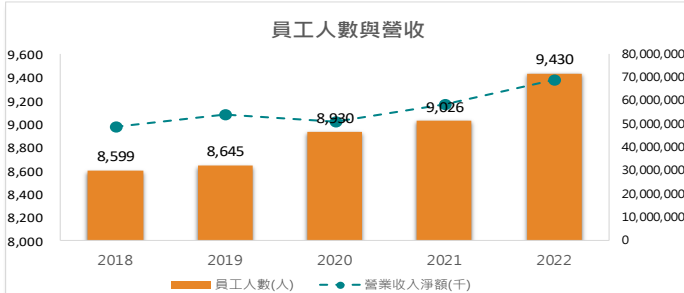
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的汙水總量

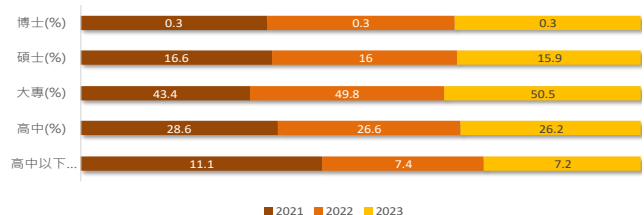
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

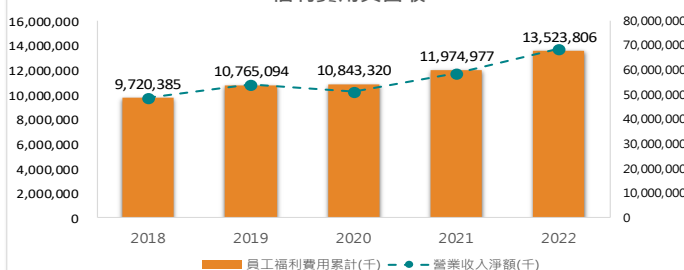
員工人數



員工學歷分佈



福利費用與營收



公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	前5%	A+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	前5%	A+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	前5%	A+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



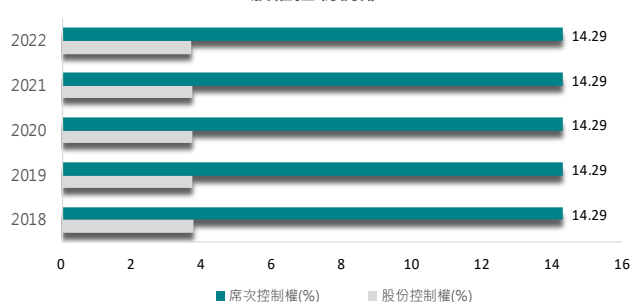
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	★
薪資報酬委員會		誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2022/9/26

違反法條：
勞動基準法第32條第2項

違反內容：
延長工作時間超過法令規定

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例，去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	17,396	17,028	15,263	17,187	17,570	18,050	16,484	18,905	68,745	66,874	71,009
營業毛利	6,911	7,014	6,151	6,992	6,980	7,235	6,643	7,691	26,113	27,068	28,549
營業費用	3,409	3,585	3,377	3,636	3,443	3,800	3,513	4,000	13,581	14,007	14,755
營業利益	3,502	3,430	2,774	3,356	3,537	3,435	3,131	3,692	12,532	13,062	13,795
稅前淨利	3,680	3,769	3,139	3,604	3,619	3,591	3,525	3,964	13,443	14,192	14,699
本期淨利(NI)	2,955	3,006	2,467	2,874	2,886	2,843	2,800	3,162	10,743	11,302	11,690
淨利歸屬於_母公司業主	2,959	3,004	2,474	2,882	2,891	2,841	2,807	3,171	10,757	11,320	11,709
淨利歸屬於_非控制利益	(5)	1	(7)	(8)	(5)	2	(7)	(9)	(15)	(18)	(19)
每股盈餘_本期淨利	3.45	3.51	2.89	3.36	3.37	3.32	3.28	3.70	13.83	13.21	13.67
QoQ(%)											
營收淨額	1.22	(2.11)	(10.36)	12.60	2.23	2.73	(8.67)	14.69			
銷貨毛利	3.51	1.50	(12.31)	13.67	(0.17)	3.65	(8.18)	15.78			
營業利益	15.50	(2.05)	(19.13)	21.01	5.40	(2.90)	(8.87)	17.93			
稅後純益_母公司淨利	16.38	1.53	(17.66)	16.52	0.29	(1.72)	(1.21)	12.97			
YoY(%)											
營收淨額	7.92	1.21	(18.00)	0.00	1.00	6.00	8.00	10.00	17.27	(2.72)	6.18
銷貨毛利	12.24	7.92	(9.27)	4.72	1.00	3.14	8.00	10.00	17.99	3.66	5.47
營業利益	16.15	10.37	(17.90)	10.71	1.03	0.15	12.87	10.00	27.87	4.23	5.61
稅後純益_母公司淨利	15.04	22.24	(22.32)	13.36	(2.31)	(5.43)	13.46	10.00	30.39	5.24	3.44
各項比率											
營業毛利率	39.73	41.19	40.30	40.68	39.73	40.08	40.30	40.68	37.99	40.48	40.21
營業利益率	20.13	20.14	18.17	19.53	20.13	19.03	18.99	19.53	18.23	19.53	19.43
稅前淨利率	21.16	22.13	20.57	20.97	20.60	19.89	21.39	20.97	19.55	21.22	20.70
稅後淨利率	17.01	17.64	16.21	16.77	16.45	15.74	17.03	16.77	15.65	16.93	16.49

資料來源：TEJ、國票投顧

國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	73

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% · 且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12% 以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣 · 可偏多操作; 股價若偏區間價位上緣 · 宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 · 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金融集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金融集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金融集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金融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。國票金融集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金融集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。