

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	370.50 元
目標價	
3 個月	451.00 元
12 個月	451.00 元

研華 (2395 TT)

Buy

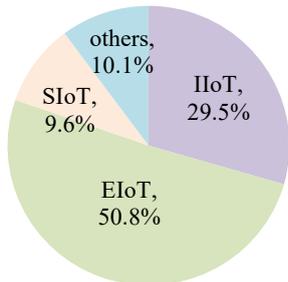
近期報告日期、評等及前日股價

01/17/2024	Trading Buy	340.50
12/28/2023	Buy	367.50
08/04/2023	Neutral	382.00
03/02/2023	Neutral	356.50
09/30/2022	Neutral	297.00

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	8,577
市值(億元)	3,178
目前每股淨值(元)	53.80
外資持股比(%)	40.88
投信持股比(%)	0.68
董監持股比(%)	29.42
融資餘額(張)	182
現金股息配發率(F)(%)	68.38

產品組合



股價相對大盤走勢



2H24 旺季效應可期，評等調整為 Buy，目標價 451 元。

投資建議：雖然 2Q~3Q23 b/b ratio 均低於 1，預估 1Q24 營收表現仍處低檔，先前美元兌台幣匯率處相對低點亦影響部份客戶補庫存的意願，不過，觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要產業指標，近期已陸續出現景氣觸底跡象，群益認為，3Q24 研華營收有機會轉佳，2H24 旺季效應可期，故群益將研華的投資建議調整為 Buy，目標價 451 元。

01/2024 營收 49.89 億元，MoM+3.68%：01/2024 研華營收 49.89 億元，YoY-11.55%，原因在於北美、歐洲、日本、新興市場等地營收較 01/2023 減少(01/2023 基期偏高)。不過，研華 01/2024 營收 MoM+3.68%，表現優於群益先前預估，關鍵在於中國、台灣市場需求回溫，相關營收 YoY 分別為 48%、69%，此外，研華多數事業部 01/2024 營收表現亦較 12/2023 改善。

重要產業指標陸續出現景氣觸底跡象：觀察自動化產業景氣重要指標近期狀況，首先，日本工具機單月新增訂單金額自 09/2022 開始相對於前一年度同期轉為負成長，然而，10/2023 迄今均在 1,100 億日圓以上，12/2023 為 1,271 億日圓，MoM+9.65%，10~12/2023 年減少幅度逐月縮小，產業景氣觸底跡象已浮現。

其次，12/2023 中國汽車出貨 315.6 萬輛，MoM+6.26%，2023 年出貨逐季增加，4Q23 出貨 897.9 萬輛，QoQ+14.72%，2023 年出貨 3,004.5 萬輛，YoY+11.90%，均創歷史新高，換言之，中國汽車市場需求已回溫。

整體而言，雖然升息、通膨等因素影響總經景氣，自動化產業接单狀況自 1Q23 開始轉差，不過，觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要指標，市場需求有機會回溫，預估 2024 年將重拾成長動能。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	64,568	67,160	72,677	17,187	17,396	17,028	15,006	15,138	14,370	16,470	17,200	19,120
營業毛利淨額	25,910	26,795	29,067	6,677	6,911	7,014	6,017	5,968	5,735	6,623	6,839	7,599
營業利益	11,846	12,230	13,826	3,031	3,502	3,430	2,506	2,409	2,255	2,951	3,202	3,823
稅後純益	10,579	10,484	11,804	2,543	2,959	3,004	2,583	2,032	1,897	2,485	2,938	3,164
稅後 EPS(元)	12.33	12.22	13.76	2.96	3.45	3.50	3.01	2.37	2.21	2.90	3.43	3.69
毛利率(%)	40.13%	39.90%	39.99%	38.85%	39.73%	41.19%	40.09%	39.43%	39.91%	40.21%	39.76%	39.74%
營業利率(%)	18.35%	18.21%	19.02%	17.64%	20.13%	20.14%	16.70%	15.91%	15.69%	17.91%	18.61%	19.99%
稅後純益率(%)	16.38%	15.61%	16.24%	14.80%	17.01%	17.64%	17.21%	13.43%	13.20%	15.08%	17.08%	16.55%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-6.08%	4.02%	8.21%	-7.67%	1.22%	-2.11%	-11.87%	0.87%	-5.07%	14.62%	4.43%	11.16%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-1.65%	-0.90%	12.59%	-20.15%	16.38%	1.53%	-14.02%	-21.32%	-6.65%	30.95%	18.27%	7.67%

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 85.77 億元計算。

企業 ESG 資訊揭露：

就水資源管理或減量目標而言，研華近年來陸續執行節水的改善方案，台灣地區主要是透過雨水回收再利用於生活用水、智慧澆灌節水等方案降低整體用水量，此外，研華林口二、三期廠區尚設置用於噴灌及沖廁的雨水回收系統，且相關系統設計時均以年替代率 50%以上為目標；昆山廠區則已在各棟廠房進行用水計量管理，並透過水回收再生系統回收水資源，估計中水回收率達 70%，每年可節省用水達 53%。

再就廢棄物管理政策或減量目標而言，研華積極推動廢棄物資源化，包括透過回收再利用取代既有的管末處理模式以重複使用包材，將垃圾轉變成有用的資源，不僅真正做到資源循環，亦可降低廢棄物處理之耗能及成本。

中國、台灣等地需求回溫，01/2024 營收 49.89 億元，MoM+3.68%：

研華為 IPC(工業電腦)廠，目前擁有 IIoT(Industrial IoT)、EIoT(Embedded IoT)、SIoT(Service IoT)等事業部，近幾年的營收比重分別為 30~35%、40~50%、5~10%，其中，EIoT 事業部的訂單多數來自產業設備製造商，目前研華在此領域的市佔率居全球同業之冠。IIoT、SIoT 則均為直接面對終端客戶提供解決方案，IIoT 的目標市場為工業 4.0、物聯網，SIoT 的目標客群則為醫療、物流等智慧城市服務提供者。

若就研華各主要銷售地區而言，歐洲、北美為 IPC 發展較早的市場，近幾年營收比重分別為 15~20%、25~30%，惟接單數量僅相對穩定，至於近幾年業績成長性較佳的市場為中國，近幾年營收比重為 20~25%，至於其他營收貢獻較多的市場則包括台灣、北亞，近幾年營收比重為 5~10%、10~15%。

研華的生產基地主要在台灣林口、中國昆山兩地，近幾年擴產重心則在林口，為研華長期業績成長的重要後盾，其中，林口廠一期斥資 12 億元，為研華的 Embedded 總部；林口廠二期工程斥資 16.3 億元，為地下 3 層、地上 6 層的建築，總面積為 1.8 萬坪，定位為製造、物流中心，研華已陸續將新店板卡廠、東湖系統廠遷入林口廠二期，並設置發貨倉庫；林口廠三期斥資 15 億元，定位為 SIoT 總部，2019 年動工，已於 2Q23 完工進駐。此外，研華 2023 年斥資 7,200 萬美元於南加州興建美國第 2 總部，建物包括辦公室(6 層樓建築，面積 3,300 坪)及倉庫(2 層樓建築，面積 1,900 坪)，預計 2025 年完工，屆時將足以支應北美市場營收擴大至 15 億美元所需。

01/2024 研華營收 49.89 億元，YoY-11.55%，MoM+3.68%，表現優於群益先前預估，其中，北美、歐洲、日本、新興市場等地營收雖較 01/2023 減少(01/2023 基期偏高)，但中國、台灣市場需求回溫，營收 YoY 分別為 48%、69%，再就各主要事業部業績而言，僅 SIoT 事業部 01/2024 營收與 01/2023 持平，其餘事業部營收均低於 01/2023，惟多數事業部營收均高於 12/2023。

日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要產業指標陸續出現景氣觸底跡象：

觀察自動化產業景氣重要指標近期狀況，首先，日本工具機單月新增訂單金額自 09/2022 開始相對於前一年度同期轉為負成長，然而，10/2023 迄今均在 1,100 億日圓以上，12/2023 為 1,271 億日圓，MoM+9.65%，10~12/2023 年減少幅度逐月縮小，產業景氣觸底跡象已浮現。

2024年2月14日

其次，12/2023 中國汽車出貨 315.6 萬輛，MoM+6.26%，2023 年出貨逐季增加，4Q23 出貨 897.9 萬輛，QoQ+14.72%，2023 年出貨 3,004.5 萬輛，YoY+11.90%，均創歷史新高，換言之，中國汽車市場需求已回溫。

整體而言，雖然升息、通膨等因素影響總經景氣，自動化產業接單狀況自 1Q23 開始轉差，不過，觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要指標，市場需求有機會回溫，預估 2024 年將重拾成長動能。

預估 3Q24 營收表現轉佳，2H24 旺季效應可期，故群益將研華的投資建議調整為 Buy，目標價 451 元：

雖然 2Q~3Q23 b/b ratio 均低於 1，預估 1Q24 營收表現仍處低檔，先前美元兌台幣匯率處相對低點亦影響部份客戶補庫存的意願，不過，觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等重要產業指標，近期已陸續出現景氣觸底跡象，群益認為，3Q24 研華營收有機會轉佳，2H24 旺季效應可期，故群益將研華的投資建議調整為 Buy，目標價 451 元。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024年2月14日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	57,828	66,385	69,631	73,376	78,679
流動資產	35,121	41,747	42,655	44,004	45,170
現金及約當現金	9,301	12,030	11,837	12,443	12,656
應收帳款及票據	10,292	11,109	11,357	11,643	11,853
存貨	12,517	14,008	14,376	14,819	15,289
採權益法之投資	3,857	4,383	5,169	5,973	7,339
不動產、廠房設備	10,247	11,039	10,939	10,839	10,739
負債總計	19,465	22,101	22,583	23,119	23,659
流動負債	16,504	18,481	18,883	19,480	19,996
應付帳款及票據	7,487	7,126	7,278	7,431	7,623
非流動負債	2,962	3,620	3,549	3,334	3,166
權益總計	38,363	44,284	47,048	50,258	55,021
普通股股本	7,738	7,778	7,778	7,778	7,778
保留盈餘	22,275	26,858	29,622	32,832	37,595
母公司業主權益	37,853	43,815	46,623	49,873	54,676
負債及權益總計	57,828	66,385	69,631	73,376	78,679

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	10,674	9,731	13,407	13,198	14,893
稅前純益	10,255	13,443	13,058	13,006	14,602
折舊及攤銷	1,097	1,057	1,048	1,038	1,028
營運資金變動	-3,055	-2,668	-466	-575	-487
其他營運現金	2,377	-2,101	-233	-270	-250
投資活動現金	-2,818	-2,240	-1,853	-1,892	-1,871
資本支出淨額	-901	-1,344	-1,000	-1,000	-1,000
長期投資變動	-1,878	-941	-1,000	-1,000	-1,000
其他投資現金	-39	45	147	108	129
籌資活動現金	-5,564	-5,649	-9,447	-9,100	-9,109
長借/公司債變動	0	122	-70	-215	-168
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-5,481	-6,196	-7,771	-7,234	-7,001
其他籌資現金	-83	426	-1,606	-1,651	-1,940
淨現金流量	1,804	2,729	2,107	2,206	3,913
期初現金	7,497	9,301	12,030	14,137	16,343
期末現金	9,301	12,030	14,137	16,343	20,256

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	58,622	68,745	64,568	67,160	72,677
營業成本	36,490	42,632	38,658	40,365	43,610
營業毛利淨額	22,132	26,113	25,910	26,795	29,067
營業費用	12,331	13,581	14,064	14,565	15,241
營業利益	9,800	12,532	11,846	12,230	13,826
EBITDA	11,340	14,483	14,086	13,824	15,487
業外收入及支出	427	911	1,213	776	776
稅前純益	10,255	13,443	13,058	13,006	14,602
所得稅	1,948	2,700	2,524	2,562	2,838
稅後純益	8,250	10,757	10,579	10,484	11,804
稅後 EPS(元)	9.62	12.54	12.33	12.22	13.76
完全稀釋 EPS**	9.62	12.54	12.33	12.22	13.76

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 85.77【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 85.77 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	14.68%	17.27%	-6.08%	4.02%	8.21%
營業毛利淨額	8.51%	17.99%	-0.78%	3.42%	8.48%
營業利益	8.45%	27.87%	-5.48%	3.25%	13.05%
稅後純益	13.83%	30.39%	-1.65%	-0.90%	12.59%
獲利能力分析(%)					
毛利率	37.75%	37.99%	40.13%	39.90%	39.99%
EBITDA(%)	19.34%	21.07%	21.82%	20.58%	21.31%
營益率	16.72%	18.23%	18.35%	18.21%	19.02%
稅後純益率	14.07%	15.65%	16.38%	15.61%	16.24%
總資產報酬率	14.27%	16.20%	15.19%	14.29%	15.00%
股東權益報酬率	21.51%	24.29%	22.49%	20.86%	21.45%
償債能力檢視					
負債比率(%)	33.66%	33.29%	32.43%	31.51%	30.07%
負債/淨值比(%)	50.74%	49.91%	48.00%	46.00%	43.00%
流動比率(%)	212.81%	225.90%	225.90%	225.90%	225.90%
其他比率分析					
存貨天數	101.68	113.55	134.00	132.00	126.00
應收帳款天數	59.38	56.81	63.50	62.50	59.00

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	18,614	17,187	17,396	17,028	15,006	15,138	14,370	16,470	17,200	19,120	16,782	18,014
營業成本	11,834	10,510	10,485	10,014	8,990	9,170	8,635	9,848	10,362	11,521	10,048	10,751
營業毛利淨額	6,780	6,677	6,911	7,014	6,017	5,968	5,735	6,623	6,839	7,599	6,734	7,263
營業費用	3,401	3,645	3,409	3,585	3,511	3,559	3,480	3,672	3,637	3,776	3,711	3,797
營業利益	3,378	3,031	3,502	3,430	2,506	2,409	2,255	2,951	3,202	3,823	3,023	3,466
業外收入及支出	588	137	179	339	582	113	99	235	329	113	99	235
稅前純益	3,967	3,169	3,680	3,769	3,088	2,521	2,354	3,185	3,531	3,935	3,122	3,701
所得稅	791	634	725	763	531	504	464	704	607	787	615	773
稅後純益	3,184	2,543	2,959	3,004	2,583	2,032	1,897	2,485	2,938	3,164	2,514	2,931
最新股本	8,577	8,577	8,577	8,577	8,577	8,577	8,577	8,577	8,577	8,577	8,577	8,577
稅後EPS(元)	3.71	2.96	3.45	3.50	3.01	2.37	2.21	2.90	3.43	3.69	2.93	3.42
獲利能力(%)												
毛利率(%)	36.42%	38.85%	39.73%	41.19%	40.09%	39.43%	39.91%	40.21%	39.76%	39.74%	40.13%	40.32%
營業利益率(%)	18.15%	17.64%	20.13%	20.14%	16.70%	15.91%	15.69%	17.91%	18.61%	19.99%	18.01%	19.24%
稅後純益率(%)	17.11%	14.80%	17.01%	17.64%	17.21%	13.43%	13.20%	15.08%	17.08%	16.55%	14.98%	16.27%
QoQ(%)												
營業收入淨額	10.64%	-7.67%	1.22%	-2.11%	-11.87%	0.87%	-5.07%	14.62%	4.43%	11.16%	-12.23%	7.34%
營業利益	8.71%	-10.27%	15.50%	-2.05%	-26.94%	-3.87%	-6.37%	30.84%	8.51%	19.40%	-20.92%	14.66%
稅前純益	26.43%	-20.12%	16.14%	2.42%	-18.07%	-18.36%	-6.61%	35.28%	10.85%	11.46%	-20.66%	18.52%
稅後純益	29.57%	-20.15%	16.38%	1.53%	-14.02%	-21.32%	-6.65%	30.95%	18.27%	7.67%	-20.54%	16.60%
YoY(%)												
營業收入淨額	20.04%	9.16%	7.92%	1.21%	-19.38%	-11.92%	-17.39%	-3.28%	14.62%	26.31%	16.79%	9.37%
營業利益	29.56%	11.92%	16.15%	10.37%	-25.83%	-20.55%	-35.60%	-13.97%	27.78%	58.72%	34.05%	17.47%
稅前純益	37.60%	18.32%	16.11%	20.12%	-22.15%	-20.44%	-36.02%	-15.49%	14.34%	56.10%	32.62%	16.19%
稅後純益	40.01%	11.89%	15.04%	22.24%	-18.88%	-20.07%	-35.88%	-17.30%	13.75%	55.67%	32.50%	17.98%

註1：稅後EPS以股本85.77億元計算

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。