

# 研華 (2395 TT) Advantech

## 第一季展望不佳，客戶訂單回升緩慢

持有-落後同業 (維持評等)

目標價 (12個月) : NT\$325.0

收盤價 (2024/03/06) : NT\$390.5  
隱含漲幅 : -16.8%

### 營收組成 (2023)

Industrial IoT 26%、Embedded IoT 27%、ACG 15%、NCG 12%、Service IoT 10%、AGS & APS 10%

### 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-落後同業	持有-落後同業
目標價 (NT\$)	325.0	310.0
2024年營收 (NT\$/十億)	65.9	68.7
2024年EPS	12.8	13.4

### 交易資料表

市值	NT\$334,930百萬元
外資持股比率	41.6%
董監持股比率	29.4%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$56.63
負債比	29.3%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

### 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	68,745	64,568	65,905	72,343
營業利益	12,532	12,128	12,287	13,586
稅後純益	10,757	10,838	10,972	11,984
EPS (元)	12.55	12.65	12.81	13.99
EPS YoY (%)	17.6	0.7	1.2	9.2
本益比 (倍)	31.1	30.9	30.5	27.9
股價淨值比 (倍)	6.9	7.3	6.9	6.4
ROE (%)	26.0	23.6	22.6	23.0
現金殖利率 (%)	2.6%	2.4%	2.5%	2.7%
現金股利 (元)	9.99	9.50	9.60	10.50

### 魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

### 余玲華

liz.yu@yuanta.com

### 元大觀點

◆ 4Q23 B/B 0.9，今年第一季前二個月 B/B 略回升至 1.01，但不穩定，公司估計 1H24 受全球景氣趨緩和訂單調節影響，業績表現不佳。

◆ 第一季展望疲弱，估營收季減 7%，稅後 22.4 億元，季減 2%，年減 25%，EPS 2.61 元，比原先預期低 8%。

◆ 客戶訂單回升緩慢，預期上半年業績衰退，維持中立。目標價 325 元係以 2H24~1H25 EPS 13.99 元(原以 2024 年)、23 倍本益比推得。

### 4Q23 稅後 22.9 億元，季減 11%，年減 10%，EPS 2.67 元，低於元大預期 3%/高於市場預期 5%

研華去年第四季營收 151 億元，季增 1%，年減 12%，毛利率季增 1 百分點至 41.1%，略高於預期，但費用也增加，營業利益 26.9 億元，季增 7%，年減 11%，略低於元大預期 2%/高於市場預期 5%。業外受惠利息收入及轉投資利益挹注，獲利 0.4 億元。合計稅後 22.9 億元，季減 11%，年減 10%，EPS 2.67 元，低於元大預期 3%/高於市場預期 5%。

### B/B ratio (接單 / 出貨比) 回升緩慢，客戶下單保守

研華 B/B 由 2021 年 1.4 以上，3Q22 劇降至 0.87，反應客戶下單保守。因為需求不振，之後 B/B 始終在 1 以下，4Q23 B/B 為 0.9，其中北美 0.76/歐洲 0.96/中國 0.92。今年第一季前二個月 B/B 略回升至 1.01，但不穩定，公司估計 1H24 受全球景氣趨緩和訂單調節影響，業績將表現疲弱，營收呈現年減。由於 4Q23 B/B 仍在低檔 0.9，研華預估 1Q24 營收 138~144 億元，以中位數計算營收 141 億元，季減 7%，年減 19%，毛利率估略降至 40.6%，稅後 22.4 億元，季減 2%，年減 25%，EPS 2.61 元，比原先預期低 8%。

### 2024 年溫和成長

預估研華 2024 年營收成長 2%，成長動能來自：1) Transportation & IEM：軌道交通基礎建設、儲能需求穩健，美、韓半導體客戶回溫；2) Video and Streaming：影音串流專案能見度佳。毛利率維持 2023 年水準 40.6%，營業利益 122.9 億元，年增 1%。業外在利息收入、投資收益等挹注下，估獲利 13.8 億元(不計匯兌收益)。合計稅後 109.7 億元，年增 1%，EPS 12.81 元(比原先預期下修 4.8%，主因今年上半年業績疲弱，客戶訂單恢復比預期緩慢)。

## 營運分析

### 4Q23 稅後 22.9 億元，季減 11%，年減 10%，EPS 2.67 元，低於元大預期 3%/高於市場預期 5%

研華去年第四季營收 151 億元，季增 1%，年減 12%，毛利率季增 1 百分點至 41.1%，略高於預期，但費用也增加，營業利益 26.9 億元，季增 7%，年減 11%，略低於元大預期 2%/高於市場預期 5%。業外受惠利息收入及轉投資利益挹注，獲利 0.4 億元。合計稅後 22.9 億元，季減 11%，年減 10%，EPS 2.67 元，低於元大預期 3%/高於市場預期 5%。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

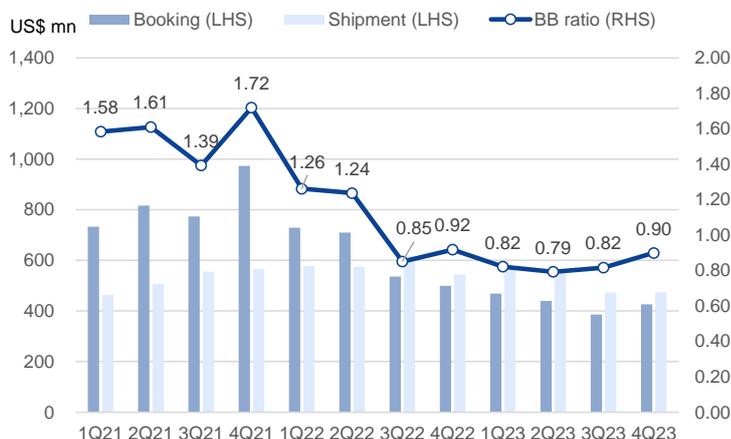
(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	17,187	15,006	15,138	0.9%	-11.9%	15,200	15,197	-0.4%	-0.4%	
營業毛利	6,677	6,017	6,220	3.4%	-6.8%	5,932	5,983	4.9%	4.0%	
營業利益	3,031	2,506	2,691	7.4%	-11.2%	2,739	2,554	-1.8%	5.4%	
稅前利益	3,169	3,088	2,730	-11.6%	-13.8%	2,954	2,740	-7.6%	-0.4%	
稅後淨利	2,543	2,583	2,291	-11.3%	-9.9%	2,353	2,185	-2.6%	4.9%	
調整後 EPS (元)	2.97	3.01	2.67	-11.3%	-9.9%	2.75	2.55	-2.6%	4.9%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	38.9%	40.1%	41.1%	1.0	2.2	39.0%	39.4%	2.1	1.7	
營業利益率	17.6%	16.7%	17.8%	1.1	0.1	18.0%	16.8%	-0.2	1.0	
稅後純益率	14.8%	17.2%	15.1%	-2.1	0.3	15.5%	14.4%	-0.3	0.8	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### B/B ratio (接單 / 出貨比)略有改善，但客戶下單仍保守

研華 2022 年第一季、第二季 B/B 仍在高峰 1.26、1.24，研華原預估下半年仍會維持高檔，但料源持續改善，加上景氣急降，3Q22 B/B 落至 0.87，反應客戶下單保守，之前客戶擔心半導體缺料而交期過長與漲價因素，積極下長單已不復存在。之後 B/B 始終在 1 以下，4Q23 B/B 為 0.9，其中北美 0.76/歐洲 0.96/中國 0.92。今年第一季前二個月 B/B 略回升至 1.01，但不穩定，公司估計 1H24 受全球景氣趨緩和訂單調節影響，業績將表現疲弱，營收呈現年減。

圖 2：研華 3Q22 B/B 跌破 1，營收成長開始放緩



資料來源：公司資料、元大投顧

## 第一季展望疲弱，估營收季減 7%，稅後 22.4 億元，季減 2%，年減 25%，EPS 2.61 元，比原先預期低 8%

由於 4Q23 B/B 仍在低檔 0.9，研華預估第一季營收 138~144 億元，以中位數計算營收 141 億元，季減 7%，年減 19%，毛利率季減 0.5 百分點至 40.6%。營業利益 25.9 億元，季減 4%，年減 26%。業外受惠收息收入及投資收益等挹注，估獲利 1.9 億元。合計稅後 22.4 億元，季減 2%，年減 25%，EPS 2.61 元，比原先預期低 8%，主因營收表現不佳，淡季明顯。

圖 3：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	17,396	15,138	14,085	-7.0%	-19.0%	15,391	15,360	-8.5%	-8.3%
營業毛利	6,911	6,220	5,714	-8.1%	-17.3%	6,030	6,118	-5.2%	-6.6%
營業利益	3,502	2,691	2,587	-3.9%	-26.1%	2,875	2,725	-10.0%	-5.1%
稅前利益	3,680	2,730	2,782	1.9%	-24.4%	3,028	2,879	-8.2%	-3.4%
稅後淨利	2,959	2,291	2,235	-2.4%	-24.5%	2,426	2,315	-7.9%	-3.4%
調整後 EPS (元)	3.45	2.67	2.61	-2.4%	-24.5%	2.83	2.70	-7.9%	-3.4%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>			<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	39.7%	41.1%	40.6%	-0.5	0.8	39.2%	39.8%	1.4	0.7
營業利益率	20.1%	17.8%	18.4%	0.6	-1.8	18.7%	17.7%	-0.3	0.6
稅後純益率	17.0%	15.1%	15.9%	0.7	-1.1	15.8%	15.1%	0.1	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 4：研華 1Q24 預測

項目	1Q24 預估數
合併營收	US\$440m-460m
毛利率	39.0-41.0%
營業利潤率	14.0-16.0%
匯率假設	31.3

資料來源：公司資料、元大投顧

## 2024 年溫和成長

預估研華 2024 年營收成長 2%，成長動能主要來自：1) Transportation & IEM：軌道交通基礎建設、儲能需求穩健，美、韓半導體客戶回溫；2) Video and Streaming：影音串流專案能見度佳。但 Gaming 展望中性：歐洲接單明顯放緩，美國呈現持平。以區域別來看，台灣、韓國、日本表現較佳。毛利率維持 2023 年水準 40.6%，營業利益 122.9 億元，年增 1%。業外在利息收入、投資收益等挹注下，估獲利 13.8 億元(不計匯兌收益)。合計稅後 109.7 億元，年增 1%，EPS 12.81 元(比原先預期下修 4.8%，主因今年上半年業績疲弱，客戶訂單恢復比預期緩慢)。

2025 年在景氣復甦，全球資本支出恢復正常，估營收成長 10%至 723 億元，毛利率維持高檔 40.7%，EPS 13.99 元，成長 9%。

研華 2022 年下半年進行庫存調整，存貨天數由 2Q22 125 天降至 4Q22 114 天，4Q23 再下滑到 106 天，今年上半年較有機會降至正常 100 天。

## 2023 年配發現金股利 9.5 元

2023 年配發現金股利 9.5 元，配發率 75%，歷年現金股利配發率 70-75%，因此符合預期，現金殖利率 2.4%。若營收、獲利雙位數成長每三年會額外配發股票股利 1 元。

## 未來將有購併案產生

研華目前併購投資單位分為三個部門：1) **Domain targeting MA**：針對控制性股權併購，過去案子不多，多為受邀參與，現在主動出擊；2) **CVC**：針對未過半股權的入股案，主要目的策略聯盟、財務投資，計畫總金額約 150 億台幣，投資上游零件供應商、下游通路、同業，虧損的案子很少，未來持續擴大；3) **Emerging Business**：針對新事業育成，與外部團隊連接在內部育成新事業，目前逐漸健全。希望併購效益佔未來營收規模 15%。目前現金充足，股本不會因投資併購增加，除非是換股交易。

日前的宇瞻投資案，研華投資斥資 2.9 億元，取得 6041 張私募股、4.7% 股權，每股價格 48 元 (以當時宇瞻收盤價 60.8 元，折價約 21%)，主要目的為投資上游供應商。宇瞻主要提供工業用 DRAM、FLASH，公司在合作廠商群聯的推薦下入股。

## 產業概況

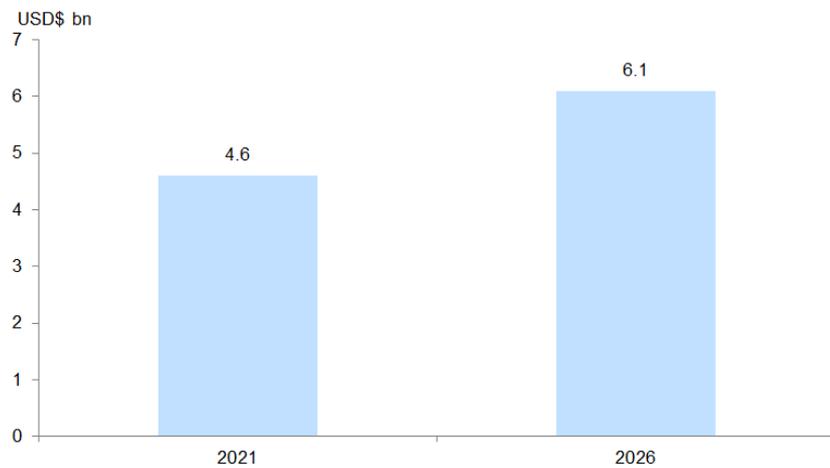
### 工業電腦近年營收成長率 5~10%，為下游成長穩定的產業

2020 年起受疫情影響，大部分國家均受疫情拖累，實體店面銷售不佳，對工業電腦產業影響巨大，全球企業資本支出縮減，造成 2020 年業績出現近年來首次衰退。2021 年疫情較為和緩後，全球景氣復甦，實體店面銷售上升，整體工業電腦產業恢復雙位數的成長。

2022 年在缺料持續緩解，同時需求維持強勁，工業電腦業績普遍雙位數以上成長。2023 年受遞延訂單出完，加上全球景氣轉差，企業資本支出減少，估計成長放緩至個位數。估計 2021~26 年工業電腦 CAGR 5.8%。

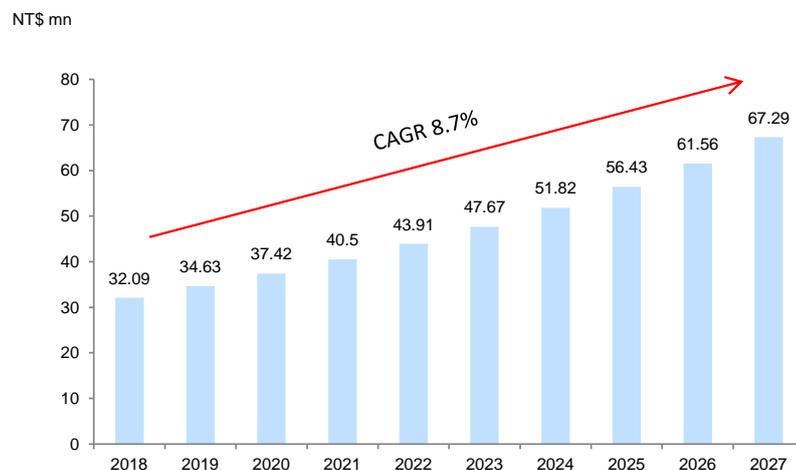
工業電腦中，板卡為每家公司必從事業務，其中嵌入式板卡最具代表性，根據研調機構統計及預估，一般嵌入式板卡過去幾年成長率維持在 5%~10%。未來受惠 5G 基地台、Data Center...等加速設置，2020 年~2027 年 CAGR 約 8.7%。

圖 5：工業電腦 2021-2026 年以 CAGR 5.8% 的速度成長



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：嵌入式板卡未來 CAGR 達 8.7%



資料來源：公司資料、元大投顧

## 工業 4.0 帶動物聯網、雲端運算成長加速

從 18 世紀末經歷多次工業生產變革，20 世紀末進入 21 世紀，工業製造由 3.0 發展至 4.0，其中最大改變就是組裝、加工、搬運...等由原先自動化機台(工業 3.0)，加入智能回饋，透過物聯網搜集巨量資料，傳輸至雲端運算，統計分析後，即時改善生產製程。隨時因應機台老舊、材料或周遭環境變化，自動調整量產系統。

圖 7：歷次工業變革

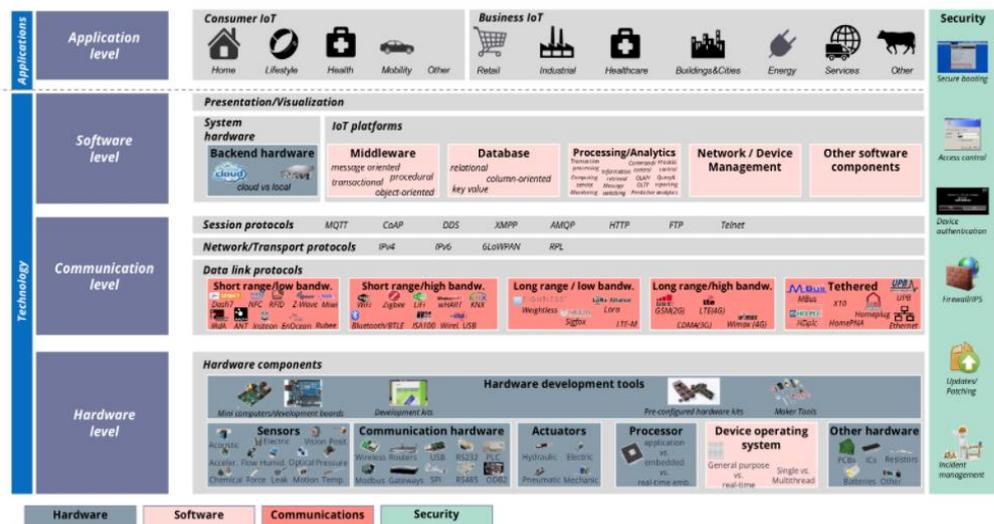
	工業1.0	工業2.0	工業3.0	工業4.0
				
起始年份	1784	1870	1969	2013
概念	蒸汽機發明後，以機械化生產取代人力生產，工廠製作代替人工。	大規模運用電力進行大量生產。電報、無線電、流水生產線亦提升生產效率，以福特汽車為代表。	在工廠生產線中，導入電腦程式控制的自動化設備提高生產效率、品質。	德國在漢諾威工業博覽會提出工業4.0的概念。導入物聯網、巨量資料、雲端服務，對生產服務進行分析、決策、控制。
定位	機械化	電氣化	自動化	連網化

資料來源：網路、元大投顧

物聯網基礎架構分為五層：物件、通訊與網路、運算與儲存、應用與服務、分析與統計。台灣工業電腦公司較專注在前端物件(感測元件)以及中端的運算與儲存二項業務。尤其前端的感測元件為台灣強項，諸如：POS 機、ATM、機器人手臂、安控攝影機...等。

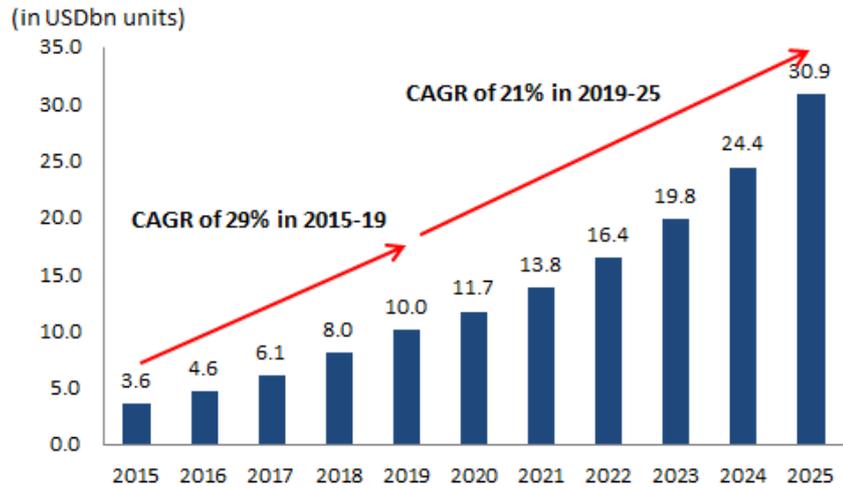
物聯網未來受惠於 5G 建置加快，Data Center 穩定成長，預估未來 CAGR 21%，為工業電腦成長重心。物聯網在全球使用廣泛，目前工業電腦產業使用方面已經陸續切入智慧家庭、車聯網、自動化設備...等領域。

圖 8：物聯網架構圖



資料來源：IoT Analytics、元大投顧

圖 9：物聯網設備數量近年成長達 21%



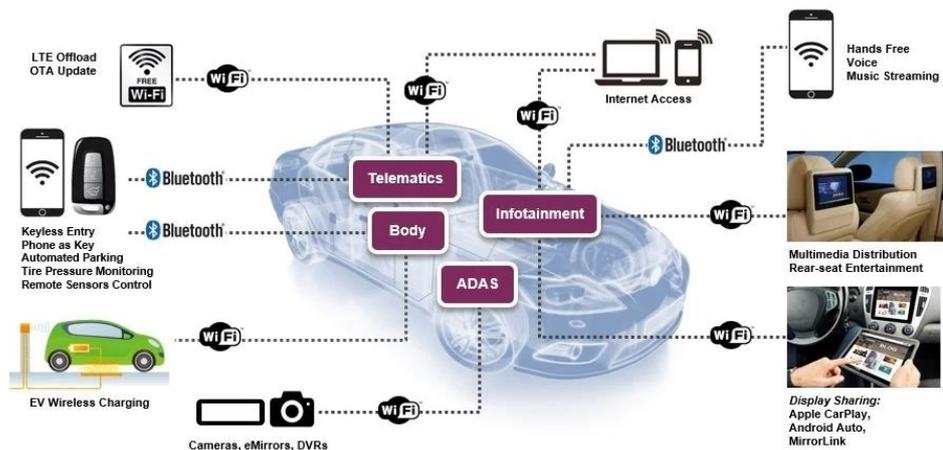
資料來源：IoT Analytics、元大投顧

圖 10：物聯網應用 – 智慧家庭



資料來源：Panasonic、元大投顧

圖 11：物聯網應用 – 車聯網



資料來源：Cypress、元大投顧

## 獲利調整與股票評價

### 下修 2024/25 年稅後 5%/6%

受客戶需求疲弱，全球資本支出恢復緩慢，造成研華第一季業績展望不佳，因此下修 2024/25 年營收 4%/4%，稅後則下調 5%/6%，EPS 12.81/13.99 元，成長 1%/9%。

圖 12：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	65,905	68,696	72,343	75,346	-4.1%	-4.0%
營業毛利	26,778	26,881	29,429	29,449	-0.4%	-0.1%
營業利益	12,287	13,304	13,586	14,682	-7.6%	-7.5%
稅前利益	13,670	14,549	15,025	15,977	-6.0%	-6.0%
稅後淨利	10,972	11,530	11,984	12,689	-4.8%	-5.6%
調整後 EPS (元)	12.81	13.46	13.99	14.81	-4.8%	-5.6%
<b>重要比率 (%)</b>					<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	40.6%	39.1%	40.7%	39.1%	1.5	1.6
營業利益率	18.6%	19.4%	18.8%	19.5%	-0.7	-0.7
稅後純益率	16.6%	16.8%	16.6%	16.8%	-0.1	-0.3

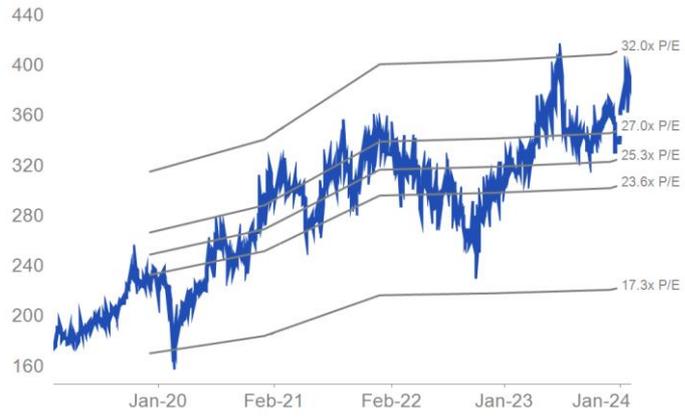
資料來源：公司資料、元大投顧預估

### 維持「持有-落後同業」評等，目標價 325 元，潛在下跌空間 16.8%

研華為國內工業電腦龍頭，亦為全球第一大工業電腦自有品牌公司，與其同樣從事工業電腦的國內同業主要為凌華、飛捷、振樺、廣積...等。以 2024 年預估 EPS 來看，研華本益比 30.5 倍，比國內同業 18.3 倍高，主因研華為工業電腦龍頭，法人工業電腦佈局首選，享有較高本益比。

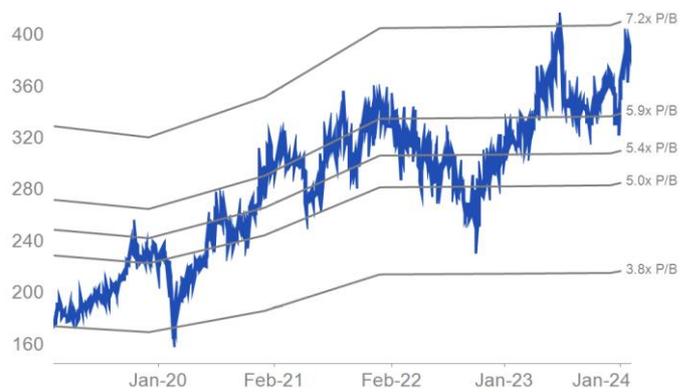
2022 年上半年工業電腦需求強勁，但下半年起中國因封控需求放緩，另外料源改善，B/B 由 2022 年初 1.3 下滑至 3Q22 0.87，4Q23 為 0.9，仍在 1 以下，反應客戶下單保守，研華今年上半年營收嚴重衰退，預估下半年才有機會好轉，維持「持有-落後同業」評等。目標本益比同先前 23 倍，EPS 計算由 2024 年改為 2H24~1H25 13.99 元，目標價 325 元，潛在下跌空間 16.8%。

圖 13：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 15：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
研華	2395 TT	持有-落後 同業	390.5	10,466	12.55	12.65	12.81	31.1	30.9	30.5	17.6	0.7	1.2
國內同業													
樺漢	6414 TT	買進	305.0	1,093	21.3	24.3	27.5	14.3	12.6	11.1	(34.6)	13.8	13.3
凌華	6166 TT	未評等	64.2	441	3.7	1.3	1.8	17.3	50.2	36.1	577.9	(65.5)	39.1
飛捷	6206 TT	未評等	71.5	322	7.3	--	--	9.8	--	--	52.7	--	--
振樺電	8114 TT	未評等	132.0	310	11.3	7.1	8.8	11.7	18.6	15.0	81.0	(36.8)	23.8
廣積	8050 TT	未評等	88.4	538	9.4	7.5	8.1	9.4	11.8	11.0	250.5	(20.7)	8.0
國內同業平均					10.6	10.0	11.5	12.5	23.3	18.3	185.5	(27.3)	21.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 16：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
研華	2395 TT	持有-落後 同業	390.5	10,466	26.0	23.6	22.6	56.33	53.57	56.63	6.9	7.3	6.9
國內同業													
樺漢	6414 TT	買進	305.0	1,093	16.1	17.7	19.2	132.6	137.5	143.5	2.3	2.2	2.1
凌華	6166 TT	未評等	64.2	441	16.1	5.2	7.0	25.7	--	--	2.5	--	--
飛捷	6206 TT	未評等	71.5	322	--	--	--	34.5	--	--	2.1	--	--
振樺電	8114 TT	未評等	132.0	310	22.5	--	--	49.9	51.3	60.1	2.6	2.6	2.2
廣積	8050 TT	未評等	88.4	538	17.2	--	--	55.2	--	--	1.6	--	--
國內同業平均					18.0	11.4	13.1	59.5	94.4	101.8	2.2	2.4	2.2

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 17：季度及年度簡明損益表 (合併)

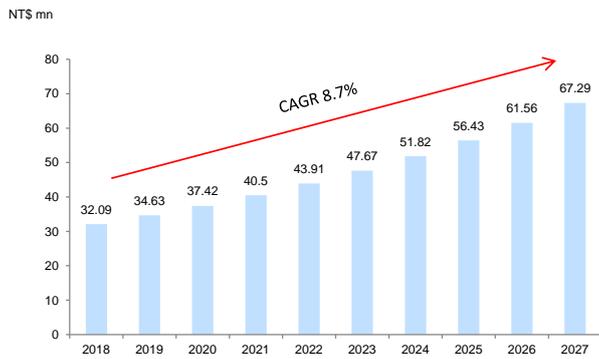
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	17,396	17,028	15,006	15,138	14,085	14,966	18,139	18,715	64,568	65,905
銷貨成本	10,485	10,014	8,990	8,918	8,371	8,876	10,784	11,095	38,406	39,127
營業毛利	6,911	7,014	6,017	6,220	5,714	6,090	7,354	7,620	26,162	26,778
營業費用	(3,409)	(3,585)	(3,511)	(3,529)	(3,127)	(3,293)	(3,954)	(4,117)	(14,034)	(14,491)
營業利益	3,502	3,430	2,506	2,691	2,587	2,798	3,400	3,502	12,128	12,287
業外利益	179	339	582	38	195	339	550	300	1,138	1,383
稅前純益	3,680	3,769	3,088	2,730	2,782	3,136	3,950	3,802	13,267	13,670
所得稅費用	725	763	531	458	551	662	841	677	2,477	2,731
少數股東權益	(5)	1	(26)	(19)	(5)	2	(21)	(8)	48	33
歸屬母公司稅後純益	2,959	3,004	2,583	2,291	2,235	2,473	3,130	3,134	10,838	10,972
調整後每股盈餘(NT\$)	3.45	3.51	3.01	2.67	2.61	2.89	3.65	3.66	12.65	12.81
調整後加權平均股數(百萬股)	8,568	8,568	8,568	8,568	8,568	8,568	8,568	8,568	8,568	8,568
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	39.7%	41.2%	40.1%	41.1%	40.6%	40.7%	40.5%	40.7%	40.5%	40.6%
營業利益率	20.1%	20.1%	16.7%	17.8%	18.4%	18.7%	18.7%	18.7%	18.8%	18.6%
稅前純益率	21.2%	22.1%	20.6%	18.0%	19.7%	21.0%	21.8%	20.3%	20.5%	20.7%
稅後純益率	17.0%	17.6%	17.2%	15.1%	15.9%	16.5%	17.3%	16.7%	16.8%	16.6%
有效所得稅率	-0.1%	0.0%	-0.8%	-0.7%	-0.2%	0.1%	-0.5%	-0.2%	0.4%	0.2%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	1.2%	-2.1%	-11.9%	0.9%	-7.0%	6.3%	21.2%	3.2%		
營業利益	15.5%	-2.0%	-26.9%	7.4%	-3.9%	8.1%	21.5%	3.0%		
稅後純益	16.4%	1.5%	-14.0%	-11.3%	-2.4%	10.6%	26.6%	0.1%		
調整後每股盈餘	16.4%	1.5%	-14.0%	-11.3%	-2.4%	10.6%	26.6%	0.1%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	7.9%	1.2%	-19.4%	-11.9%	-19.0%	-12.1%	20.9%	23.6%	-6.1%	2.1%
營業利益	16.1%	10.4%	-25.8%	-11.2%	-26.1%	-18.4%	35.7%	30.1%	-3.2%	1.3%
稅後純益	15.0%	22.2%	-18.9%	-9.9%	-24.5%	-17.7%	21.2%	36.8%	0.7%	1.2%
調整後每股盈餘	15.0%	22.2%	-18.9%	-9.9%	-24.5%	-17.7%	21.2%	36.8%	0.7%	1.2%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

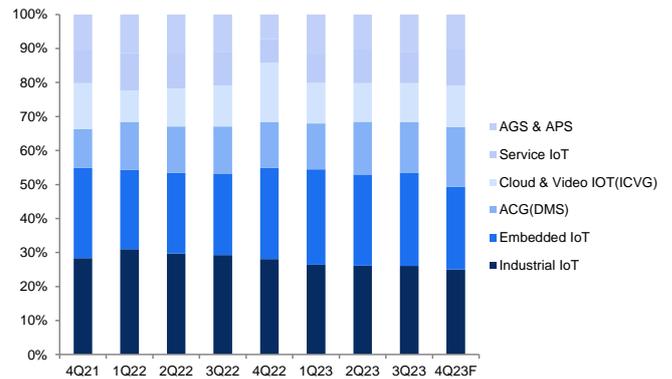
研華(2395 TT)為全球第一大工業電腦嵌入式板卡製造商，全球市占率約 27%。主要業務為各項工業電腦解決方案，如：零售、交通、國防、基建、醫療、綠能...等。產品組合方面，1H23 工業物聯網(IIoT)占比 26%，毛利率最佳；嵌入式物聯網平台(EIoT)占比 27%，應用電腦(ACG) 15%、物聯雲暨影像科技(ICVG；原 Clot) 12%、服務物聯網(SIoT) 9%、其他(包括：AGS/APS) 11%。銷售區域(1H23)北美 32%，歐洲 19%、中國 20%、北亞 10%、台灣 5%，其他亞洲及新興市場 9%，其他地區 5%。主要生產地區昆山廠及台灣林口廠約各半。

圖 18：嵌入式板卡未來數年 CAGR 達 8.7%



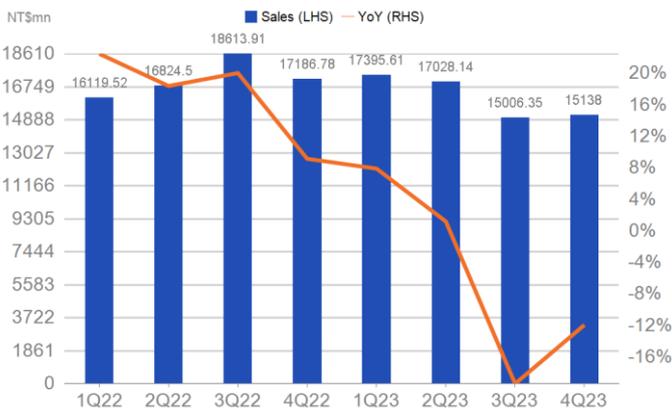
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：營收組成



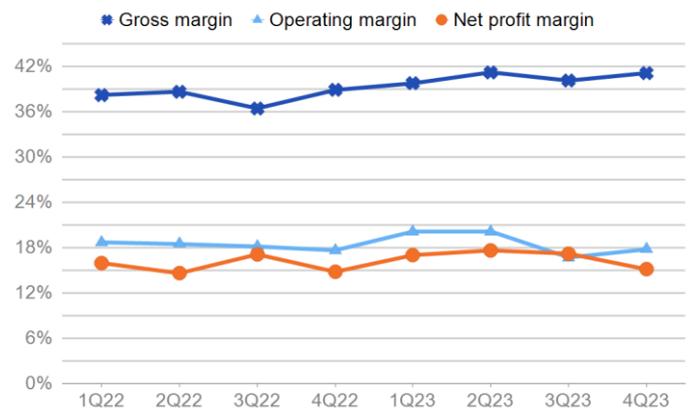
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



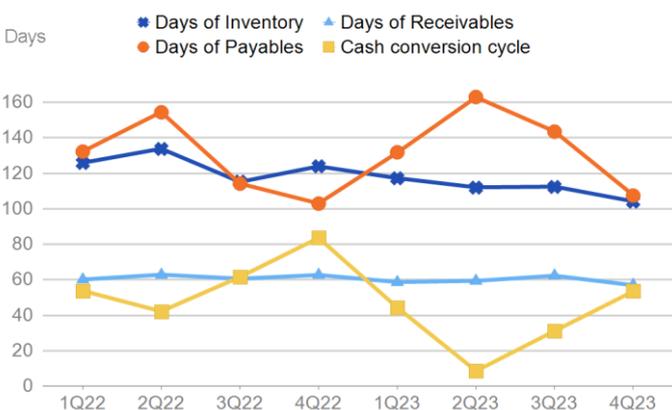
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



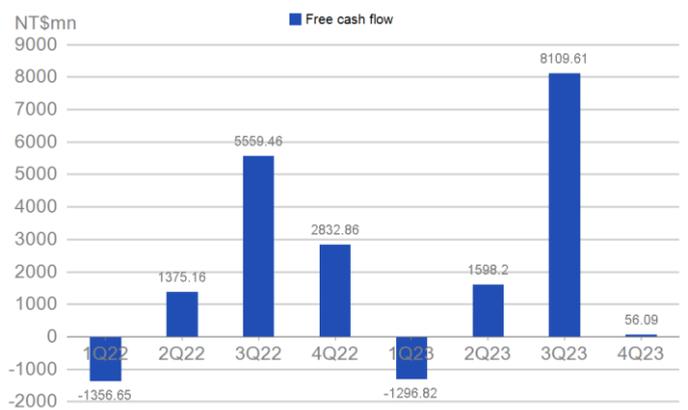
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

## ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：研華整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為領先的位置，在科技硬體行業的公司中排名也略微領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：研華的整體曝險屬於低等水準，但仍略優於科技硬體行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資源、資訊安全、商業道德等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：研華在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司以董事會層級監管 ESG 相關議題，然而環保政策、吹哨人計畫卻較為薄弱，且薪酬政策亦未揭露。

圖 24：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	19.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	31.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	40.6
風險評級	低 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	48

資料來源：Sustainalytics (2024/3/6)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

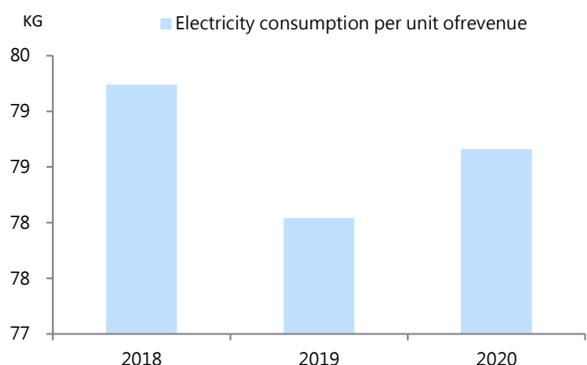
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

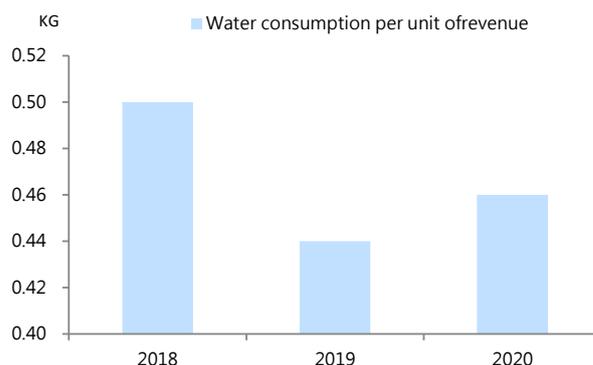
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 25：單位營收耗電量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 26：單位營收用水量



資料來源：公司資料、Reuters

## 資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	9,301	12,030	16,882	19,760	21,152
存貨	12,517	14,008	11,245	11,266	12,954
應收帳款及票據	10,292	11,109	9,765	10,819	12,172
其他流動資產	3,011	4,601	4,637	4,368	4,243
<b>流動資產</b>	<b>35,121</b>	<b>41,747</b>	<b>42,530</b>	<b>46,213</b>	<b>50,521</b>
採用權益法之投資	3,857	4,383	4,559	4,724	4,892
固定資產	10,247	11,039	11,241	10,927	10,545
無形資產	2,665	2,789	2,604	2,410	2,206
其他非流動資產	5,938	6,426	6,491	6,561	6,636
<b>非流動資產</b>	<b>22,707</b>	<b>24,638</b>	<b>24,896</b>	<b>24,623</b>	<b>24,280</b>
<b>資產總額</b>	<b>57,828</b>	<b>66,385</b>	<b>67,425</b>	<b>70,835</b>	<b>74,801</b>
應付帳款及票據	7,487	7,126	6,132	6,947	7,397
短期借款	256	531	531	531	531
什項負債	8,761	10,823	10,823	10,823	10,823
<b>流動負債</b>	<b>16,504</b>	<b>18,481</b>	<b>17,486</b>	<b>18,301</b>	<b>18,752</b>
長期借款	0	122	122	122	122
其他負債及準備	2,962	3,499	3,499	3,499	3,499
<b>長期負債</b>	<b>2,962</b>	<b>3,620</b>	<b>3,620</b>	<b>3,620</b>	<b>3,620</b>
<b>負債總額</b>	<b>19,465</b>	<b>22,101</b>	<b>21,106</b>	<b>21,921</b>	<b>22,372</b>
股本	7,745	7,780	7,780	7,780	7,780
資本公積	8,389	9,110	9,110	9,110	9,110
保留盈餘	22,275	26,858	29,138	31,971	35,733
什項權益	(556)	67	(129)	(335)	(551)
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>37,853</b>	<b>43,815</b>	<b>45,898</b>	<b>48,526</b>	<b>52,072</b>
<b>非控制權益</b>	<b>510</b>	<b>469</b>	<b>421</b>	<b>389</b>	<b>357</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>38,363</b>	<b>44,284</b>	<b>46,319</b>	<b>48,914</b>	<b>52,429</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	8,307	10,743	10,789	10,939	11,953
折舊及攤提	1,097	1,057	1,065	1,111	1,166
本期營運資金變動	(2,905)	(3,337)	3,111	(259)	(2,590)
其他營業資產及負債變動	4,175	1,269	(36)	269	125
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>10,674</b>	<b>9,731</b>	<b>14,929</b>	<b>12,060</b>	<b>10,654</b>
資本支出	(1,022)	(1,320)	(1,082)	(603)	(580)
本期長期投資變動	452	526	(176)	(165)	(168)
其他資產變動	(2,249)	(1,446)	(65)	(70)	(75)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(2,818)</b>	<b>(2,240)</b>	<b>(1,323)</b>	<b>(838)</b>	<b>(823)</b>
股本變動	22	35	0	0	0
本期負債變動	91	401	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(5,481)	(6,196)	(8,558)	(8,138)	(8,223)
其他調整數	(196)	111	(196)	(206)	(216)
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(5,564)</b>	<b>(5,649)</b>	<b>(8,754)</b>	<b>(8,344)</b>	<b>(8,439)</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>(488)</b>	<b>886</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>1,804</b>	<b>2,729</b>	<b>4,852</b>	<b>2,878</b>	<b>1,392</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>9,652</b>	<b>8,411</b>	<b>13,847</b>	<b>11,457</b>	<b>10,074</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>營業收入</b>	<b>58,622</b>	<b>68,745</b>	<b>64,568</b>	<b>65,905</b>	<b>72,343</b>
銷貨成本	(36,490)	(42,632)	(38,406)	(39,127)	(42,914)
<b>營業毛利</b>	<b>22,132</b>	<b>26,113</b>	<b>26,162</b>	<b>26,778</b>	<b>29,429</b>
營業費用	(12,331)	(13,581)	(14,034)	(14,491)	(15,843)
推銷費用	(5,180)	(5,766)	(6,007)	(6,218)	(6,820)
研究費用	(4,270)	(4,768)	(4,830)	(5,024)	(5,487)
管理費用	(2,877)	(2,996)	(3,164)	(3,249)	(3,536)
其他費用	(4)	(51)	(32)	0	0
<b>營業利益</b>	<b>9,800</b>	<b>12,532</b>	<b>12,128</b>	<b>12,287</b>	<b>13,586</b>
利息收入	27	43	275	326	325
利息費用	(15)	(26)	(12)	(26)	(27)
利息收入淨額	13	17	264	299	298
投資利益(損失)淨額	264	447	635	624	637
匯兌損益	(82)	223	29	0	0
其他業外收入(支出)淨額	260	223	210	459	503
稅前純益	10,255	13,443	13,267	13,670	15,025
所得稅費用	(1,948)	(2,700)	(2,477)	(2,731)	(3,072)
少數股權淨利	57	(15)	(48)	(33)	(31)
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>8,250</b>	<b>10,757</b>	<b>10,838</b>	<b>10,972</b>	<b>11,984</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	11,368	14,527	11,063	11,176	12,420
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>10.68</b>	<b>12.55</b>	<b>12.65</b>	<b>12.81</b>	<b>13.99</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	14.7	17.3	(6.1)	2.1	9.8
營業利益	8.4	27.9	(3.2)	1.3	10.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	12.4	27.8	(23.8)	1.0	11.1
稅後純益	13.8	29.3	0.4	1.4	9.3
調整後每股盈餘	8.2	17.6	0.7	1.2	9.2
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	37.8	38.0	40.5	40.6	40.7
營業利益率	16.7	18.2	18.8	18.6	18.8
稅前息前淨利率	17.5	19.5	18.8	18.6	18.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.4	21.1	17.1	17.0	17.2
稅前純益率	17.5	19.6	20.6	20.7	20.8
稅後純益率	14.1	15.7	16.8	16.7	16.6
資產報酬率	15.4	17.3	16.0	15.4	16.0
股東權益報酬率	22.6	26.0	23.6	22.6	23.0
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	50.7	49.9	45.6	44.8	42.7
淨負債權益比 (%)	(23.6)	(25.7)	(35.0)	(39.1)	(39.1)
利息保障倍數 (倍)	696.3	513.7	1152.0	519.8	558.9
流動比率 (%)	212.8	225.9	243.2	252.5	269.4
速動比率 (%)	137.0	150.1	178.9	191.0	200.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(9,045)	(11,377)	(16,229)	(19,107)	(20,499)
調整後每股淨值 (NT\$)	48.92	56.33	53.57	56.63	60.77
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	36.6	31.1	30.9	30.5	27.9
股價自由現金流量比	31.3	36.1	21.9	26.5	30.2
股價淨值比	8.0	6.9	7.3	6.9	6.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	26.6	20.9	27.5	27.2	24.5
股價營收比	5.2	4.4	4.7	4.6	4.2

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

## 附錄：重要揭露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 研華 (2395 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210506	343.00	410.00	348.00	買進	魏建發
2	20210721	357.00	470.00	407.26	買進	魏建發
3	20210804	363.00	465.00	402.92	買進	魏建發
4	20211104	361.50	470.00	407.26	買進	魏建發
5	20220505	376.00	480.00	415.92	買進	魏建發
6	20220712	331.00	360.00	319.71	持有-超越同業	魏建發
7	20220804	348.50	350.00	310.83	持有-超越同業	魏建發
8	20221103	298.00	325.00	288.62	持有-超越同業	魏建發
9	20230313	356.50	330.00	293.06	持有-超越同業	魏建發
10	20230504	372.00	355.00	315.27	持有-超越同業	魏建發
11	20230804	382.00	320.00	320.00	持有-落後同業	魏建發
12	20231102	331.50	310.00	310.00	持有-落後同業	魏建發

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 投資評等說明

**買進：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

**持有-超越同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**持有-落後同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**賣出：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

**評估中：**本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

**限制評等：**為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.