

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	390.50 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

02/14/2024	Buy	370.50
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

預估 1Q24 即為全年業績低點，維持 Buy 評等。

投資建議：雖然 1Q24 營收展望不及 4Q23，但因 2Q~4Q23 研華 b/b ratio 逐季提高，01~02/2024 更回升至 1.01，接單狀況已見改善跡象，預估研華 2024 年營收逐季增加，1Q24 即為全年業績低點，故群益維持對研華 Buy 的投資建議。

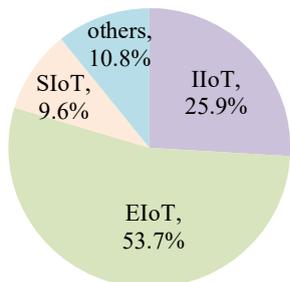
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	8,577
市值(億元)	3,349
目前每股淨值(元)	56.50
外資持股比(%)	41.59
投信持股比(%)	0.68
董監持股比(%)	29.42
融資餘額(張)	119
現金股息配發率(%)	75.10

4Q23 本業表現轉佳，但業外利益減少：4Q23 營收 151.38 億元，QoQ+0.87%，但毛利率提高至 41.09%，表現優於先前法說會預估(38.5~40.5%)，營業利益增加至 26.91 億元，QoQ+7.41%，惟 3Q23 業外利益因認列匯兌利益 2.77 億元、股利收入 1.45 億元而基期較高，稅後淨利 22.91 億元，QoQ-11.32%。

若就 2023 年研華的產品結構而言，以 IIoT、ICVG(Industrial Cloud & Video)、SIoT 等產品的營收減少幅度較大，其中，IIoT 營收減少至 5.38 億美元，YoY-17%，營收比重由 2022 年的 29.5% 降低至 2023 年的 25.9%，主要係中國客戶訂單數量減少所致；ICVG 營收減少至 2.43 億美元，YoY-16%，原因在於雲端網路、半導體、監控設備等專案出貨進度放緩，但因 ACG(Applied Computing)營收 3.17 億美元，維持與 2022 年相近水準，故 EIoT 營收比重由 2022 年的 50.7% 提高至 2023 年的 53.7%；至於 SIoT 營收減少至 1.98 億美元，YoY-11%，原因則在於大型醫療設備、零售專案出貨量減少。

產品組合



股價相對大盤走勢



01~02/2024 接單狀況已見改善跡象：由於 2023 年研華接單欠佳，b/b ratio 均在 0.9 以下，1Q24 營收展望不及 4Q23，符合群益先前預估。不過，2Q~4Q23 研華 b/b ratio 逐季提高，01~02/2024 更回升至 1.01，接單狀況已見改善跡象，其中，北美市場由 4Q23 的 0.76 提高至 0.94；中國市場由 4Q23 的 0.92 提高至 0.96；歐洲市場更 4Q23 的 0.96 提高至 1.09，預估研華 2024 年營收逐季增加，1Q24 即為全年業績低點。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	64,568	69,101	75,357	17,187	17,396	17,028	15,006	15,138	14,494	16,401	18,623	19,583
營業毛利淨額	26,162	27,667	30,411	6,677	6,911	7,014	6,017	6,220	5,801	6,610	7,444	7,812
營業利益	12,128	12,711	14,669	3,031	3,502	3,430	2,506	2,691	2,291	2,941	3,629	3,850
稅後純益	10,838	11,001	12,618	2,543	2,959	3,004	2,583	2,291	1,926	2,470	3,292	3,313
稅後 EPS(元)	12.64	12.83	14.71	2.96	3.45	3.50	3.01	2.67	2.25	2.88	3.84	3.86
毛利率(%)	40.52%	40.04%	40.36%	38.85%	39.73%	41.19%	40.09%	41.09%	40.02%	40.30%	39.97%	39.89%
營業利率(%)	18.78%	18.40%	19.47%	17.64%	20.13%	20.14%	16.70%	17.78%	15.81%	17.93%	19.49%	19.66%
稅後純益率(%)	16.78%	15.92%	16.74%	14.80%	17.01%	17.64%	17.21%	15.13%	13.29%	15.06%	17.68%	16.92%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-6.08%	7.02%	9.05%	-7.67%	1.22%	-2.11%	-11.87%	0.87%	-4.25%	13.16%	13.55%	5.15%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	0.75%	1.51%	14.69%	-20.15%	16.38%	1.53%	-14.02%	-11.32%	-15.92%	28.26%	33.27%	0.62%

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。

4Q23 本業表現轉佳，但業外利益減少，稅後淨利 22.91 億元，QoQ-11.32%：

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。

4Q23 營收 151.38 億元，QoQ+0.87%，但毛利率提高至 41.09%，表現優於先前法說會預估(38.5~40.5%)，營業利益增加至 26.91 億元，QoQ+7.41%，惟 3Q23 業外利益因認列匯兌利益 2.77 億元、股利收入 1.45 億元而基期較高，稅後淨利 22.91 億元，QoQ-11.32%。

若就 2023 年研華的產品結構而言，以 IIoT、ICVG(Industrial Cloud & Video)、SIoT 等產品的營收減少幅度較大，其中，IIoT 營收減少至 5.38 億美元，YoY-17%，營收比重由 2022 年的 29.5%降低至 2023 年的 25.9%，主要係中國客戶訂單數量減少所致；ICVG 營收減少至 2.43 億美元，YoY-16%，原因在於雲端網路、半導體、監控設備等專案出貨進度放緩，但因 ACG(Applied Computing)營收 3.17 億美元，維持與 2022 年相近水準，故 EIoT 營收比重由 2022 年的 50.7%提高至 2023 年的 53.7%；至於 SIoT 營收減少至 1.98 億美元，YoY-11%，原因則在於大型醫療設備、零售專案出

貨量減少。

表一、近期研華各主要產品線的營收比重

(億美元)	2021	2022	2023
IIoT	33.8%	29.5%	25.9%
EIoT	45.5%	50.7%	53.7%
SIoT	8.8%	9.6%	9.5%
others	11.9%	10.2%	10.8%

資料來源：研華，群益投顧彙整

01~02/2024 b/b ratio 回升至 1.01，接單狀況已見改善跡象：

由於 2023 年研華接單欠佳，b/b ratio 均在 0.9 以下，1Q24 營收展望不及 4Q23，符合群益先前預估。不過，2Q~4Q23 研華 b/b ratio 逐季提高，01~02/2024 更回升至 1.01，接單狀況已見改善跡象，其中，北美市場由 4Q23 的 0.76 提高至 0.94；中國市場由 4Q23 的 0.92 提高至 0.96；歐洲市場更 4Q23 的 0.96 提高至 1.09，預估研華 2024 年營收逐季增加，1Q24 即為全年業績低點。

預估 1Q24 即為全年業績低點，群益維持對研華 Buy 的投資建議：

雖然 1Q24 營收展望不及 4Q23，但因 2Q~4Q23 研華 b/b ratio 逐季提高，01~02/2024 更回升至 1.01，接單狀況已見改善跡象，預估研華 2024 年營收逐季增加，1Q24 即為全年業績低點，故群益維持對研華 Buy 的投資建議。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024年3月7日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	57,828	66,385	69,056	72,270	77,230
流動資產	35,121	41,747	41,386	42,373	43,260
現金及約當現金	9,301	12,030	11,012	11,744	11,753
應收帳款與票據	10,292	11,109	9,271	9,471	9,729
存貨	12,517	14,008	9,804	10,062	10,379
採權益法之投資	3,857	4,383	4,705	5,379	6,586
不動產、廠房設備	10,247	11,039	11,326	11,206	11,086
負債總計	19,465	22,101	20,247	20,648	21,266
流動負債	16,504	18,481	16,027	16,409	16,752
應付帳款及票據	7,487	7,126	6,089	6,285	6,399
非流動負債	2,962	3,620	4,220	4,043	4,204
權益總計	38,363	44,284	48,810	51,621	55,964
普通股股本	7,738	7,778	8,578	8,578	8,578
保留盈餘	22,275	26,858	29,230	32,041	36,383
母公司業主權益	37,853	43,815	48,461	51,313	55,696
負債及權益總計	57,828	66,385	69,056	72,270	77,230

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	58,622	68,745	64,568	69,101	75,357
營業成本	36,490	42,632	38,406	41,434	44,946
營業毛利淨額	22,132	26,113	26,162	27,667	30,411
營業費用	12,331	13,581	14,034	14,956	15,743
營業利益	9,800	12,532	12,128	12,711	14,669
EBITDA	11,340	14,483	14,123	14,517	16,574
業外收入及支出	427	867	738	776	776
稅前純益	10,255	13,443	13,267	13,487	15,444
所得稅	1,948	2,700	2,477	2,526	2,867
稅後純益	8,250	10,757	10,838	11,001	12,618
稅後 EPS(元)	9.62	12.54	12.63	12.82	14.71
完全稀釋 EPS**	9.62	12.54	12.63	12.82	14.71

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 85.78【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 85.78 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	14.68%	17.27%	-6.08%	7.02%	9.05%
營業毛利淨額	8.51%	17.99%	0.19%	5.75%	9.92%
營業利益	8.45%	27.87%	-3.22%	4.81%	15.40%
稅後純益	13.83%	30.39%	0.75%	1.51%	14.69%

獲利能力分析(%)

毛利率	37.75%	37.99%	40.52%	40.04%	40.36%
EBITDA(%)	19.34%	21.07%	21.87%	21.01%	21.99%
營益率	16.72%	18.23%	18.78%	18.40%	19.47%
稅後純益率	14.07%	15.65%	16.78%	15.92%	16.74%
總資產報酬率	14.27%	16.20%	15.69%	15.22%	16.34%
股東權益報酬率	21.51%	24.29%	22.20%	21.31%	22.55%

償債能力檢視

負債比率(%)	33.66%	33.29%	29.32%	28.57%	27.54%
負債/淨值比(%)	50.74%	49.91%	41.48%	40.00%	38.00%
流動比率(%)	212.81%	225.90%	258.23%	258.23%	258.23%

其他比率分析

存貨天數	101.68	113.55	113.15	87.50	83.00
應收帳款天數	59.38	56.81	57.60	49.50	46.50

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	10,674	9,731	9,665	14,189	15,973
稅前純益	10,255	13,443	13,267	13,487	15,444
折舊及攤銷	1,097	1,057	1,086	1,075	1,063
營運資金變動	-3,055	-2,668	5,004	-262	-462
其他營運現金	2,377	-2,101	-9,692	-110	-73
投資活動現金	-2,818	-2,240	-2,573	-1,871	-2,186
資本支出淨額	-901	-1,344	-1,233	-1,200	-1,200
長期投資變動	-1,878	-941	-1,485	-1,000	-1,000
其他投資現金	-39	45	146	329	14
籌資活動現金	-5,564	-5,649	-8,064	-10,086	-10,778
長借/公司債變動	0	122	0	-176	160
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-5,481	-6,196	-7,780	-8,149	-8,235
其他籌資現金	-83	426	-284	-1,760	-2,703
淨現金流量	1,804	2,729	-1,018	2,233	3,009
期初現金	7,497	9,301	12,030	11,012	13,244
期末現金	9,301	12,030	11,012	13,244	16,253

資料來源：CMoney、群益

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	18,614	17,187	17,396	17,028	15,006	15,138	14,494	16,401	18,623	19,583	17,313	18,467
營業成本	11,834	10,510	10,485	10,014	8,990	8,918	8,693	9,791	11,180	11,770	10,305	10,959
營業毛利淨額	6,780	6,677	6,911	7,014	6,017	6,220	5,801	6,610	7,444	7,812	7,008	7,509
營業費用	3,401	3,645	3,409	3,585	3,511	3,529	3,510	3,669	3,815	3,962	3,756	3,867
營業利益	3,378	3,031	3,502	3,430	2,506	2,691	2,291	2,941	3,629	3,850	3,253	3,642
業外收入及支出	588	137	179	339	582	38	99	235	329	113	99	235
稅前純益	3,967	3,169	3,680	3,769	3,088	2,730	2,390	3,176	3,958	3,963	3,352	3,876
所得稅	791	634	725	763	531	458	471	709	681	666	660	810
稅後純益	3,184	2,543	2,959	3,004	2,583	2,291	1,926	2,470	3,292	3,313	2,698	3,070
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	2.67	2.25	2.88	3.84	3.86	3.15	3.58
獲利能力(%)												
毛利率(%)	36.42%	38.85%	39.73%	41.19%	40.09%	41.09%	40.02%	40.30%	39.97%	39.89%	40.48%	40.66%
營業利益率(%)	18.15%	17.64%	20.13%	20.14%	16.70%	17.78%	15.81%	17.93%	19.49%	19.66%	18.79%	19.72%
稅後純益率(%)	17.11%	14.80%	17.01%	17.64%	17.21%	15.13%	13.29%	15.06%	17.68%	16.92%	15.59%	16.62%
QoQ(%)												
營業收入淨額	10.64%	-7.67%	1.22%	-2.11%	-11.87%	0.87%	-4.25%	13.16%	13.55%	5.15%	-11.59%	6.67%
營業利益	8.71%	-10.27%	15.50%	-2.05%	-26.94%	7.41%	-14.88%	28.39%	23.38%	6.10%	-15.52%	11.97%
稅前純益	26.43%	-20.12%	16.14%	2.42%	-18.07%	-11.61%	-12.43%	32.87%	24.63%	0.12%	-15.41%	15.65%
稅後純益	29.57%	-20.15%	16.38%	1.53%	-14.02%	-11.32%	-15.92%	28.26%	33.27%	0.62%	-18.54%	13.77%
YoY(%)												
營業收入淨額	20.04%	9.16%	7.92%	1.21%	-19.38%	-11.92%	-16.68%	-3.68%	24.10%	29.37%	19.45%	12.60%
營業利益	29.56%	11.92%	16.15%	10.37%	-25.83%	-11.22%	-34.58%	-14.24%	44.83%	43.06%	41.98%	23.82%
稅前純益	37.60%	18.32%	16.11%	20.12%	-22.15%	-13.86%	-35.05%	-15.74%	28.18%	45.18%	40.24%	22.06%
稅後純益	40.01%	11.89%	15.04%	22.24%	-18.88%	-9.91%	-34.91%	-17.78%	27.45%	44.60%	40.10%	24.27%

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。