

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	372.00 元
目標價	
3 個月	416.00 元
12 個月	416.00 元

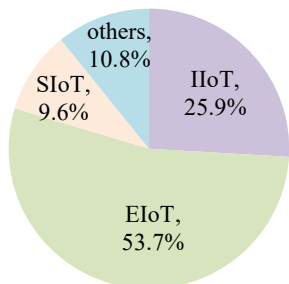
近期報告日期、評等及前日股價

03/07/2024	Buy	390.50
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

公司基本資訊

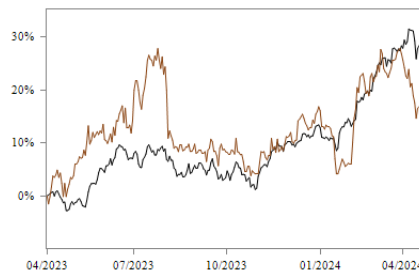
目前股本(百萬元)	8,585
市值(億元)	3,194
目前每股淨值(元)	56.45
外資持股比(%)	42.19
投信持股比(%)	0.80
董監持股比(%)	29.42
融資餘額(張)	166
現金股息配發率(%)	75.10

產品組合



股價相對大盤走勢

— 2395 — TWSE



研華 (2395 TT)

Trading Buy

產業景氣復甦進度未如先前預估，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：雖然研華接單狀況已見改善跡象，預估 2024 年營收逐季增加，不過，自動化產業景氣復甦進度及成長動能低於群益先前預估，故群益將研華的投資建議調整為 Trading Buy。

1Q24 營收 138.79 億元，QoQ-8.31%：研華 03/2024 營收 50.34 億元，MoM+30.55%，主要係 02/2024 營收基期偏低所致，但由於北美、歐洲、日本等地需求相對疲弱，1Q24 營收 138.79 億元，QoQ-8.31%，符合群益先前預估。

自動化產業景氣進度未如群益先前預估：觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等自動化產業重要指標，群益仍維持 2024 年自動化產業市況逐季回溫，且 1Q24 即為全年景氣低點的看法，惟 2024 年景氣復甦進度及成長動能則低於群益先前預估。首先，2023 年中國汽車出貨 3,004.5 萬輛，YoY+11.90%，創歷史新高，1Q24 中國汽車出貨 663.9 萬輛，YoY+9.27%，群益認為，中國汽車市場需求已回溫，且預估 2Q~4Q24 此一趨勢仍持續。不過，近期車用 IC 等相關零組件訂單能見度轉差，群益認為，整體汽車市場買氣未如 2024 年年初預期樂觀，將影響自動化產業中汽車相關產品出貨展望。

其次，日本工具機新增訂單金額 2023 年為 1.49 兆日圓，YoY-15.52%，3Q23、4Q23 新增訂單金額均不及 3Q22、4Q22，但 4Q23 減少幅度已較 3Q23 縮小。然而，01~02/2024 新增訂單金額為 2,251.68 億日圓，YoY-11.05%，自動化產業景氣觸底進度未如群益先前預估。

01~02/2024 接單狀況已見改善跡象：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	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	64,568	67,964	74,168	17,396	17,028	15,006	15,138	13,879	16,230	18,031	19,823	17,335
營業毛利淨額	26,162	27,197	29,936	6,911	7,014	6,017	6,220	5,545	6,539	7,199	7,914	7,020
營業利益	12,128	12,541	14,532	3,502	3,430	2,506	2,691	2,097	2,903	3,492	4,050	3,297
稅後純益	10,838	10,865	12,506	2,959	3,004	2,583	2,291	1,771	2,437	3,179	3,479	2,734
稅後 EPS(元)	12.62	12.66	14.57	3.45	3.50	3.01	2.67	2.06	2.84	3.70	4.05	3.18
毛利率(%)	40.52%	40.02%	40.36%	39.73%	41.19%	40.09%	41.09%	39.95%	40.29%	39.93%	39.92%	40.50%
營業利益率(%)	18.78%	18.45%	19.59%	20.13%	20.14%	16.70%	17.78%	15.11%	17.88%	19.37%	20.43%	19.02%
稅後純益率(%)	16.78%	15.99%	16.86%	17.01%	17.64%	17.21%	15.13%	12.76%	15.02%	17.63%	17.55%	15.77%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-6.08%	5.26%	9.13%	1.22%	-2.11%	-11.87%	0.87%	-8.31%	16.94%	11.09%	9.94%	-12.55%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	0.75%	0.25%	15.10%	16.38%	1.53%	-14.02%	-11.32%	-22.71%	37.64%	30.43%	9.44%	-21.40%

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 85.85 億元計算。

2024 年 4 月 19 日

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。

受北美、歐洲、日本等地需求疲弱影響，1Q24 營收 138.79 億元，QoQ-8.31%：

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。

研華 03/2024 營收 50.34 億元，MoM+30.55%，主要係 02/2024 基期偏低所致，1Q24 營收 138.79 億元，QoQ-8.31%，原因在於北美、歐洲、日本等地需求相對疲弱，符合群益先前預估。

近期汽車市場買氣降溫，自動化產業景氣進度未如群益先前預估：

觀察日本工具機新增訂單金額、中國汽車出貨量等自動化產業重要指標，群益仍維持 2024 年自動化產業市況逐季回溫，且 1Q24 即為全年景氣低點的看法，惟 2024 年景氣復甦進度及成長動能則低於群益先前預估。首先，2023 年中國汽車出貨 3,004.5 萬輛，YoY+11.90%，創歷史新高，1Q24 中國汽車出貨 663.9 萬輛，YoY+9.27%，群益認為，中國汽車市場需求已回溫，且預估 2Q~4Q24 此一趨勢仍持續。不過，近期車用 IC 等相關零組件訂單能見度轉差，群益認為，整體汽車市場買氣未如 2024 年年初預期樂觀，將影

2024 年 4 月 19 日

響自動化產業中汽車相關產品出貨展望。

其次，日本工具機新增訂單金額 2023 年為 1.49 兆日圓，YoY-15.52%，3Q23、4Q23 新增訂單金額均不及 3Q22、4Q22，但 4Q23 減少幅度已較 3Q23 縮小。然而，01~02/2024 新增訂單金額為 2,251.68 億日圓，YoY-11.05%，自動化產業景氣觸底進度未如群益先前預估。

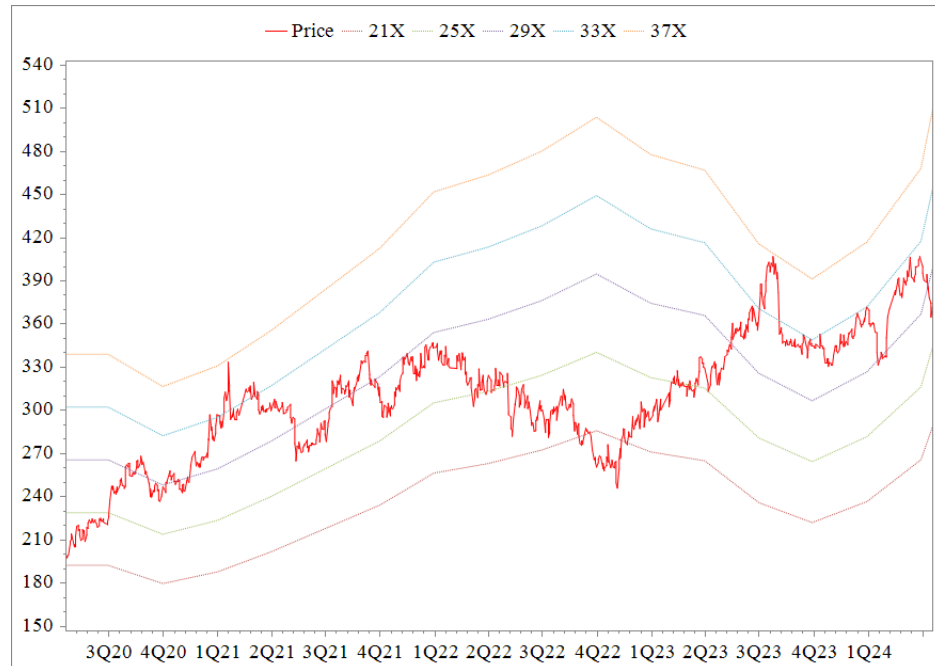
01~02/2024 b/b ratio 回升至 1.01，接單狀況已見改善跡象：

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。

自動化產業景氣復甦進度及成長動能低於群益先前預估，群益將研華的投資建議調整為 Trading Buy：

雖然研華接單狀況已見改善跡象，預估 2024 年營收逐季增加，不過，自動化產業景氣復甦進度及成長動能低於群益先前預估，故群益將研華的投資建議調整為 Trading Buy。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 4 月 19 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	57,828	66,385	69,056	72,079	77,006
流動資產	35,121	41,747	41,386	42,520	43,224
現金及約當現金	9,301	12,030	11,012	11,785	11,744
應收帳款與票據	10,292	11,109	9,271	9,535	9,769
存貨	12,517	14,008	9,804	9,965	10,272
採權益法之投資	3,857	4,383	4,705	5,213	6,394
不動產、廠房設備	10,247	11,039	11,326	11,446	11,566
負債總計	19,465	22,101	20,247	20,594	21,204
流動負債	16,504	18,481	16,027	16,466	16,739
應付帳款及票據	7,487	7,126	6,089	6,197	6,406
非流動負債	2,962	3,620	4,220	4,020	4,149
權益總計	38,363	44,284	48,810	51,485	55,801
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	31,905	36,221
母公司業主權益	37,853	43,815	48,461	51,177	55,533
負債及權益總計	57,828	66,385	69,056	72,079	77,006

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	58,622	68,745	64,568	67,964	74,168
營業成本	36,490	42,632	38,406	40,767	44,232
營業毛利淨額	22,132	26,113	26,162	27,197	29,936
營業費用	12,331	13,581	14,034	14,655	15,404
營業利益	9,800	12,532	12,128	12,541	14,532
EBITDA	11,340	14,483	14,123	14,340	16,366
業外收入及支出	427	867	863	776	776
稅前純益	10,255	13,443	13,267	13,317	15,308
所得稅	1,948	2,700	2,477	2,493	2,843
稅後純益	8,250	10,757	10,838	10,865	12,506
稅後 EPS(元)	9.61	12.53	12.62	12.66	14.57
完全稀釋 EPS**	9.61	12.53	12.62	12.66	14.57

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 85.85【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 85.85 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%	5.26%	9.13%
營業毛利淨額	8.51%	17.99%	0.19%	3.96%	10.07%
營業利益	8.45%	27.87%	-3.22%	3.41%	15.87%
稅後純益	13.83%	30.39%	0.75%	0.25%	15.10%

獲利能力分析(%)

毛利率	37.75%	37.99%	40.52%	40.02%	40.36%
EBITDA(%)	19.34%	21.07%	21.87%	21.10%	22.07%
營益率	16.72%	18.23%	18.78%	18.45%	19.59%
稅後純益率	14.07%	15.65%	16.78%	15.99%	16.86%
總資產報酬率	14.27%	16.20%	15.69%	15.07%	16.24%
股東權益報酬率	21.51%	24.29%	22.20%	21.10%	22.41%

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	88.50	83.50
應收帳款天數	59.38	56.81	57.60	50.50	47.50

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	14,493	16,944
稅前純益	10,255	13,443	13,267	13,317	15,308
折舊及攤銷	1,097	1,057	1,086	1,098	1,109
營運資金變動	-3,055	-2,668	5,004	-317	-332
其他營運現金	2,377	-2,101	-9,692	395	859
投資活動現金	-2,818	-2,240	-2,573	-3,459	-4,122
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	-1,259	-1,922
籌資活動現金	-5,564	-5,649	-8,064	-10,260	-10,864
長借/公司債變動	0	122	0	-200	129
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-5,481	-6,196	-7,780	-8,149	-8,149
其他籌資現金	-83	426	-284	-1,911	-2,844
淨現金流量	1,804	2,729	-1,018	773	1,959
期初現金	7,497	9,301	12,030	11,012	11,785
期末現金	9,301	12,030	11,012	11,785	13,744

資料來源：CMoney、群益

2024 年 4 月 19 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	17,187	17,396	17,028	15,006	15,138	13,879	16,230	18,031	19,823	17,335	18,172	18,847
營業成本	10,510	10,485	10,014	8,990	8,918	8,335	9,691	10,832	11,909	10,315	10,785	11,273
營業毛利淨額	6,677	6,911	7,014	6,017	6,220	5,545	6,539	7,199	7,914	7,020	7,387	7,575
營業費用	3,645	3,409	3,585	3,511	3,529	3,448	3,636	3,707	3,864	3,723	3,777	3,882
營業利益	3,031	3,502	3,430	2,506	2,691	2,097	2,903	3,492	4,050	3,297	3,610	3,693
業外收入及支出	137	179	339	582	38	99	235	329	113	99	235	329
稅前純益	3,169	3,680	3,769	3,088	2,730	2,197	3,137	3,821	4,162	3,397	3,845	4,022
所得稅	634	725	763	531	458	433	704	657	699	669	802	692
稅後純益	2,543	2,959	3,004	2,583	2,291	1,771	2,437	3,179	3,479	2,734	3,046	3,345
最新股本	8,585	8,585	8,585	8,585	8,585	8,585	8,585	8,585	8,585	8,585	8,585	8,585
稅後EPS(元)	2.96	3.45	3.50	3.01	2.67	2.06	2.84	3.70	4.05	3.18	3.55	3.90

獲利能力(%)

毛利率(%)	38.85%	39.73%	41.19%	40.09%	41.09%	39.95%	40.29%	39.93%	39.92%	40.50%	40.65%	40.19%
營業利益率(%)	17.64%	20.13%	20.14%	16.70%	17.78%	15.11%	17.88%	19.37%	20.43%	19.02%	19.87%	19.59%
稅後純益率(%)	14.80%	17.01%	17.64%	17.21%	15.13%	12.76%	15.02%	17.63%	17.55%	15.77%	16.76%	17.75%

QoQ(%)

營業收入淨額	-7.67%	1.22%	-2.11%	-11.87%	0.87%	-8.31%	16.94%	11.09%	9.94%	-12.55%	4.83%	3.72%
營業利益	-10.27%	15.50%	-2.05%	-26.94%	7.41%	-22.08%	38.41%	20.29%	15.98%	-18.59%	9.50%	2.28%
稅前純益	-20.12%	16.14%	2.42%	-18.07%	-11.61%	-19.53%	42.83%	21.79%	8.94%	-18.40%	13.20%	4.60%
稅後純益	-20.15%	16.38%	1.53%	-14.02%	-11.32%	-22.71%	37.64%	30.43%	9.44%	-21.40%	11.41%	9.82%

YoY(%)

營業收入淨額	9.16%	7.92%	1.21%	-19.38%	-11.92%	-20.21%	-4.68%	20.16%	30.95%	24.90%	11.96%	4.53%
營業利益	11.92%	16.15%	10.37%	-25.83%	-11.22%	-40.11%	-15.37%	39.35%	50.48%	57.22%	24.38%	5.76%
稅前純益	18.32%	16.11%	20.12%	-22.15%	-13.86%	-40.31%	-16.76%	23.73%	52.49%	54.63%	22.56%	5.26%
稅後純益	11.89%	15.04%	22.24%	-18.88%	-9.91%	-40.17%	-18.88%	23.05%	51.85%	54.42%	24.99%	5.24%

註1：稅後EPS以股本85.85億元計算

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。