

研華 (2395 TT) Advantech

第三季展望不佳，今年獲利恐衰退

持有-落後同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$275.0

收盤價 (2024/07/31)：NT\$346.5
隱含漲幅：-20.6%

營收組成 (2Q24)

Industrial IoT 29%、Embedded IoT 25%、ACG 15%、ICVG 11%、Service IoT 9%、AS+ 11%。

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\$)	275.0	300.0
2024年營收 (NT\$/十億)	58.8	62.5
2024年EPS	10.3	10.9

交易資料表

市值	NT\$298,130百萬元
外資持股比例	40.8%
董監持股比例	29.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$57.24
負債比	36.5%
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	58,824	64,744
營業利益	12,532	12,128	9,004	11,009
稅後純益	10,757	10,838	8,811	10,234
EPS (元)	12.55	12.65	10.26	11.92
EPS YoY (%)	17.6	0.7	-18.8	16.2
本益比 (倍)	27.6	27.4	33.8	29.1
股價淨值比 (倍)	6.2	6.1	6.1	5.6
ROE (%)	26.0	23.2	17.9	19.4
現金殖利率 (%)	2.9%	2.7%	2.2%	2.6%
現金股利 (元)	9.99	9.45	7.70	9.00

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuantia.com

余鈴華

liz.yu@yuantia.com

元大觀點

◆ 2Q24 B/B 回升至 1.01，訂單季增 7% (離 4Q21 高峰 53%)，出貨季增 3%，訂單回升力道不強，估下半年 B/B 仍在 1~1.1，景氣溫和復甦。

◆ 第三季展望疲弱，估營收季增 2%，稅後 23.6 億元，季增 12%，年減 9%，EPS 2.75 元，比原先預期低 11%，主因營收不如預期。

◆ 下半年營收回升緩慢，全年獲利將衰退，維持中立評等。目標價 275 元係以 2025 年 EPS 11.92 元、23 倍本益比推得。

第二季稅後 21.1 億元，季增 6%，年減 30%，EPS 2.46 元，略高於元大/市場預期 6%/2%，主因業外收益佳

第二季營收季增 6%至 146 億元，年減 14%。毛利率季增 0.5 百分點至 40.5%，符合預期。但費用略偏高，造成營業利益 21.7 億元，季增 13%，年減 37%，略低於元大/市場預期 1%/4%。業外受利息收入、投資收益、匯兌收益、其他收入等挹注，獲利 4.67 億元，優於預期。合計稅後 21.1 億元，季增 6%，年減 30%，EPS 2.46 元，略高於元大/市場預期 6%/2%。

第三季展望疲弱，估營收季增 2%，稅後 23.6 億元，季增 12%，年減 9%，EPS 2.75 元，比原先預期低 11%

研華近二年 B/B 均在 1 以下，直至 2Q24 B/B 上升至 1.01，其中訂單季增 7% (離 4Q21 高峰 53%)，出貨季增 3%，訂單雖有回升，但不強，估計下半年 B/B 仍在 1~1.1，景氣溫和復甦。研華預估 3Q24 營收 146~153 億元，以中位數計算營收 149.5 億元，季增 2%，年減 0.4%，估毛利率維持第二季水準 40.5%。稅後 23.6 億元，季增 12%，年減 9%，EPS 2.75 元，比原先預期低 11%，主因營收表現不佳。

下修 2024/25 年稅後 6%/9%，主因第三季營收不如預期

研華 3Q24 看法仍正向的產品，包括：北美影音串流、網路、半導體回升；中國醫療、半導體及通路接單增加；歐洲醫療、自助服務需求略回溫。由於第三季業績展望疲弱，下修研華 2024/25 年營收 6%/10%至 588/647 億元，衰退 9%/成長 10%，毛利率維持去年水準 40.4%/40.7%。今年員工分紅、呆帳比例提高，加上營收衰退，估營業利益率 15.3%/17.0% (研華估計 2024 年營業利益率由高峰 18~19%下滑至 14~16%)，稅後 88.1/102.3 億元，年減 19%/年增 16%，EPS 10.26/11.92 元，比原先預期下修 6%/9%。

營運分析

第二季稅後 21.1 億元，季增 6%，年減 30%，EPS 2.46 元，略高於元大/市場預期 6%/2%，主因業外收益佳

研華第二季營收季增 6%至 146 億元，年減 14%。毛利率季增 0.5 百分點至 40.5%，符合預期。但費用略偏高，造成營業利益 21.7 億元，季增 13%，年減 37%，略低於元大/市場預期 1%/4%。業外受利息收入、投資收益、匯兌收益、其他收入等挹注，獲利 4.67 億元，優於預期。合計稅後 21.1 億元，季增 6%，年減 30%，EPS 2.46 元，略高於元大/市場預期 6%/2%。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

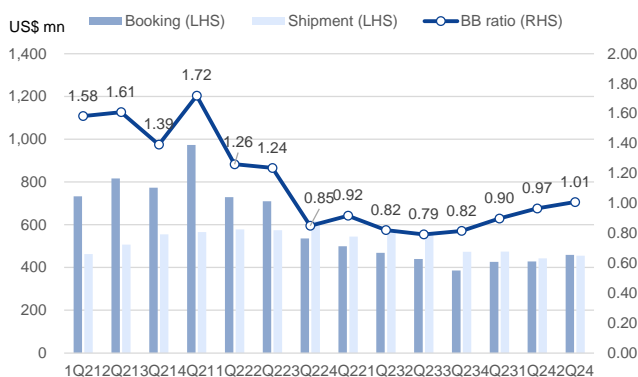
(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	17,028	13,879	14,644	5.5%	-14.0%	14,240	14,676	2.8%	-0.2%
營業毛利	7,014	5,548	5,931	6.9%	-15.4%	5,786	5,899	2.5%	0.5%
營業利益	3,430	1,917	2,166	13.0%	-36.8%	2,198	2,258	-1.4%	-4.1%
稅前利益	3,769	2,397	2,633	9.9%	-30.1%	2,534	2,611	3.9%	0.8%
稅後淨利	3,004	1,993	2,113	6.0%	-29.7%	1,998	2,069	5.8%	2.2%
調整後 EPS (元)	3.51	2.32	2.46	6.0%	-29.8%	2.33	2.41	5.8%	2.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	41.2%	40.0%	40.5%	0.5	-0.7	40.6%	40.2%	-0.1	0.3
營業利益率	20.1%	13.8%	14.8%	1.0	-5.4	15.4%	15.4%	-0.6	-0.6
稅後純益率	17.6%	14.4%	14.4%	0.1	-3.2	14.0%	14.1%	0.4	0.3

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，但訂單上升有限

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，直至 2Q24 B/B 上升至 1.01 (北美 1.00/歐洲 1.04/中國 1.02)，其中訂單季增 7% (離 4Q21 高峰 53%)，出貨季增 3%，訂單雖有回升，但不強，估計下半年 B/B 仍在 1~1.1，景氣溫和復甦。

圖 2：研華 2Q24 B/B 回升至 1.01，下半年景氣溫和復甦



資料來源：公司資料、元大投顧

第三季展望疲弱，估營收季增 2%，稅後 23.6 億元，季增 12%，年減 9%，EPS 2.75 元，比原先預期低 11%，主因營收表現不佳

雖 2Q24 B/B 回升至 1.01，但客戶下短單為主，對景氣看法保守，研華預估第三季營收 146.3~152.8 億元，以中位數計算營收 149.5 億元，季增 2%，年減 0.4%，估毛利率維持第二季水準 40.5%。營業利益 23.9 億元，季增 11%，年減 5%。業外受惠收息收入、股息收益及投資收入等挹注，估獲利 5.8 億元。合計稅後 23.6 億元，季增 12%，年減 9%，EPS 2.75 元，比原先預期低 11%，主因營收表現不佳。

圖 3：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	15,006	14,644	14,950	2.1%	-0.4%	16,893	17,467	-11.5%	-14.4%
營業毛利	6,017	5,931	6,057	2.1%	0.7%	6,849	7,040	-11.6%	-14.0%
營業利益	2,506	2,166	2,394	10.5%	-4.5%	2,795	3,190	-14.4%	-25.0%
稅前利益	3,088	2,633	2,973	12.9%	-3.7%	3,342	3,532	-11.0%	-15.8%
稅後淨利	2,583	2,113	2,361	11.7%	-8.6%	2,651	2,870	-10.9%	-17.7%
調整後 EPS (元)	3.01	2.46	2.75	11.7%	-8.8%	3.09	3.34	-10.9%	-17.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	40.1%	40.5%	40.5%	0	0.4	40.5%	40.3%	0.0	0.2
營業利益率	16.7%	14.8%	16.0%	1.2	-0.7	16.5%	18.3%	-0.5	-2.3
稅後純益率	17.2%	14.4%	15.8%	1.4	-1.4	15.7%	16.4%	0.1	-0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 4：研華 3Q24 預測

項目	3Q24 預估數
合併營收	US\$450m-470m
毛利率	39.0-41.0%
營業利潤率	14.0-16.0%
匯率假設	32.5

資料來源：公司資料、元大投顧

下修 2024/25 年稅後 6%/9%，主因第三季營收不如預期

研華 3Q24 看法仍正向的產品，包括：北美(估個位數成長)，影音串流、網路、半導體回升，但博奕則成長放緩；中國(估高個位數成長)醫療、半導體及通路接單增加；歐洲(估個位數衰退)仍艱困，博弈、交通、工業設備衰退大，而醫療、自助服務需求略回溫。由於第三季業績展望疲弱，下修研華 2024/25 年營收 6%/10%至 588/647 億元，衰退 9%/成長 10%，毛利率維持去年水準 40.4%/40.7%。今年出差、行銷、研發等費用持續增加，估營業利益率 15.3%/17.0% (研華估計 2024 年營業利益率由高峰 18~19%下滑至 14~16%)，營業利益 90.0/110.1 億元，年減 26%/年增 22%。業外在利息收入、投資收益等挹注下，估獲利 18.4/16.1 億元。合計稅後 88.1/102.3 億元，年減 19%/年增 16%，EPS 10.26/11.92 元(比原先預期下修 6%/9%，主因營收不如預期)。

積極佈局 Edge AI

由於全球 AI 訓練已經一年半，即將落地至邊緣端(或企業端)，研調機構預估全球邊緣 AI (Edge AI)2032 年將達 1440 億美金，2022-2032 CAGR 26%，其中美國硬體市場可達 430 億美金，CAGR 19%，公司布局邊緣端資料感知、資料收集、設備管理、場域應用生態系。

邊緣 AI 的挑戰是需求分散、架構分散，開發者將想法落地、規模化較困難，公司提供軟硬整合平台，讓開發者可以快速部署應用。架構、資料、生態環境是邊緣 AI 三大開發課題，研華未來運作方式：

- 1) 在架構上提供高效平台，大力推動 ARM 架構平台，擴充邊緣感知產品線。
- 2) 在資料面上，資料來源與穩固性是重點，公司提供相應管理環境和開發環境，確保資料一致性和預處理。
- 3) 內部生態系統建構，讓不同模型使用者可以互相合作。

研華今年已推出至少 10 款板卡和系統具有 AI 運算效能，硬體層是公司本來的優勢，軟體是迅速導入產業的關鍵。邊緣 AI 目前應用產業：醫療、工廠自動化的機器視覺、AMR (自主移動機器人)、QSR (快速服務餐廳)...等。邊緣 AI 目前 GPU 卡銷售佳，已貢獻營收約 4-5%，預期 2025-2026 年將貢獻 10%，為公司未來營運成長重要動能。

圖 5：研華全力發展 Edge AI



資料來源：公司資料、元大投顧

產業概況

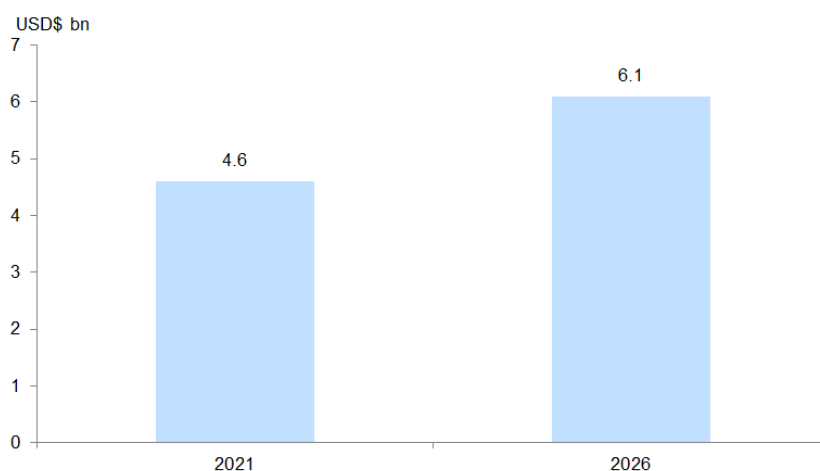
工業電腦近年營收成長率 5~10%，為下游成長穩定的產業

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，成長放緩至 2% 左右。估計 2021~26 年工業電腦 CAGR 5.8%。

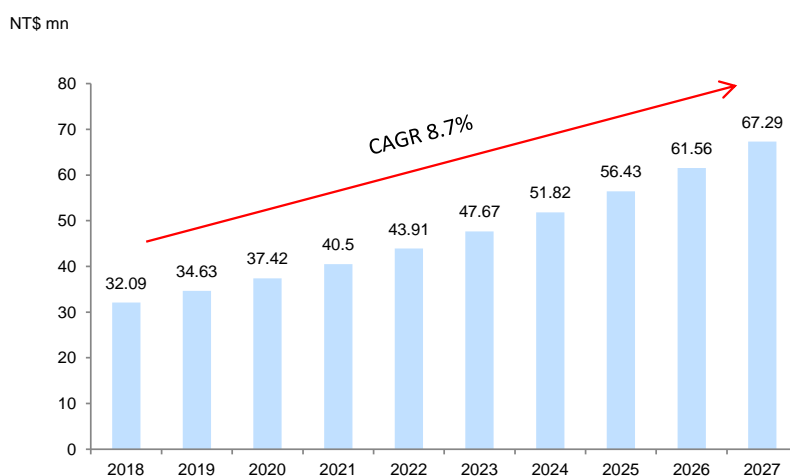
工業電腦中，板卡為每家公司必從事業務，其中嵌入式板卡最具代表性，根據研調機構統計及預估，一般嵌入式板卡過去幾年成長率維持在 5%~10%。未來受惠 5G 基地台、Data Center... 等加速設置，2020 年~2027 年 CAGR 約 8.7%。

圖 6：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 7：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 8：歷次工業變革

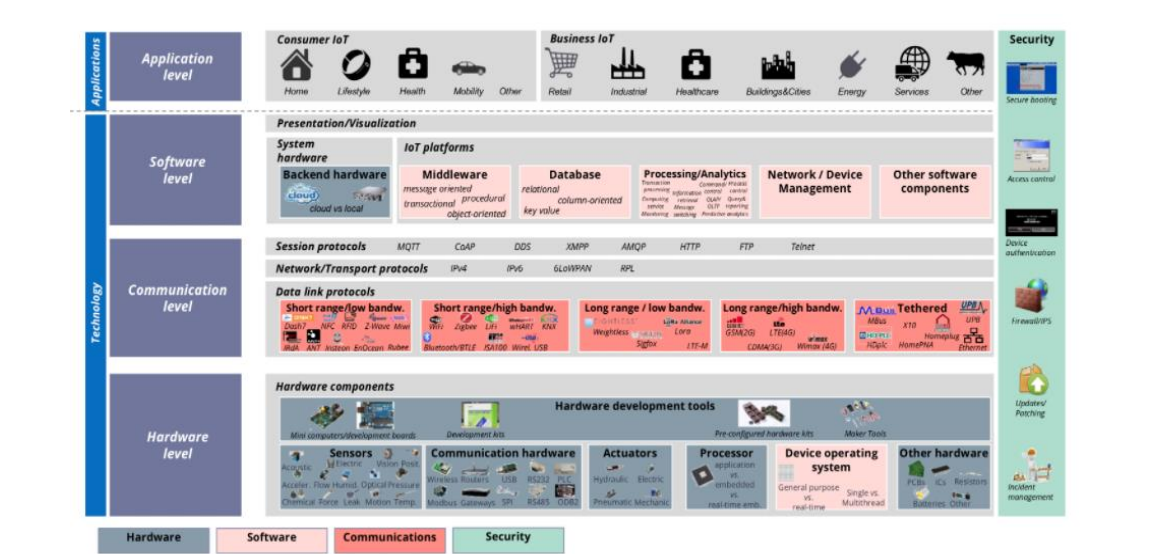
	工業1.0	工業2.0	工業3.0	工業4.0
				
起始年份	1784	1870	1969	2013
概念	蒸汽機發明後，以機械化生產取代人力生產，工廠製作代替人工。	大規模運用電力進行大量生產。電報、無線電、流水生產線亦提升生產效率，以福特汽車為代表。	在工廠生產線中，導入電腦程式控制的自動化設備提高生產效率、品質。	德國在漢諾威工業博覽會提出工業4.0的概念。導入物聯網、巨量資料、雲端服務，對生產服務進行分析、決策、控制。
定位	機械化	電氣化	自動化	連網化

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。

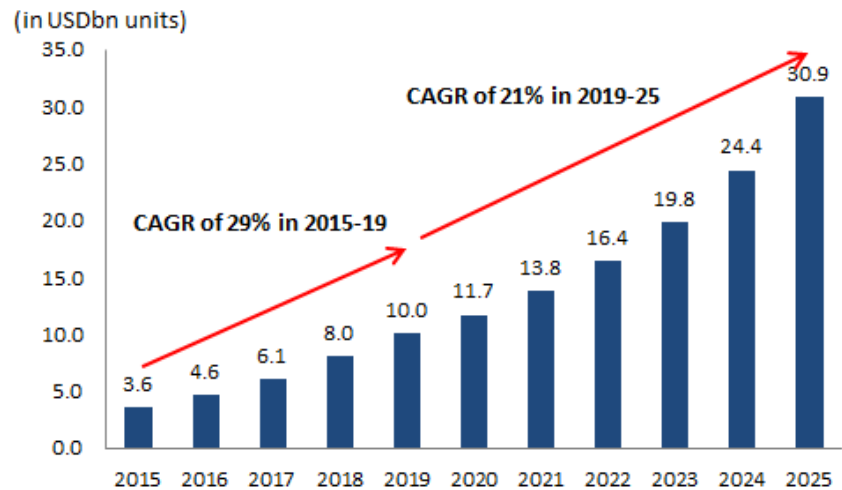
物聯網未來受惠於 5G 建置加快，Data Center 穩定成長，預估未來 CAGR 21%，為工業電腦成長重心。物聯網在全球使用廣泛，目前工業電腦產業使用方面已經陸續切入智慧家庭、車聯網、自動化設備...等領域。

圖 9：物聯網架構圖



資料來源：IoT Analytics、元大投顧

圖 10：物聯網設備數量近年成長達 21%



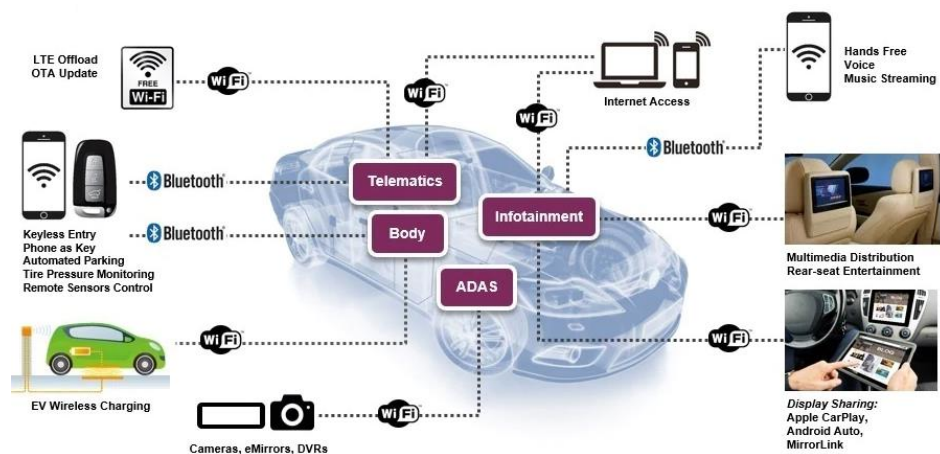
資料來源：IoT Analytics、元大投顧

圖 11：物聯網應用 - 智慧家庭



資料來源：Panasonic、元大投顧

圖 12：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 6%/9%

由於第三季業績展望疲弱，下修研華 2024/25 年營收 6%/10%至 588/647 億元，稅後則下修 6%/9%至 88.1/102.3 億元，年減 19%/年增 16%，EPS 10.26/11.92 元。

圖 13：2024 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	58,824	62,456	64,744	71,573	-5.8%	-9.5%
營業毛利	23,776	25,285	26,325	29,116	-6.0%	-9.6%
營業利益	9,004	9,913	11,009	12,337	-9.2%	-10.8%
稅前利益	10,843	11,573	12,623	13,874	-6.3%	-9.0%
稅後淨利	8,811	9,363	10,234	11,179	-5.9%	-8.5%
調整後 EPS (元)	10.26	10.91	11.92	13.02	-5.9%	-8.4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	40.4%	40.5%	40.7%	40.7%	-0.1	0
營業利益率	15.3%	15.9%	17.0%	17.2%	-0.6	-0.2
稅後純益率	15.0%	15.0%	15.8%	15.6%	0	0.2

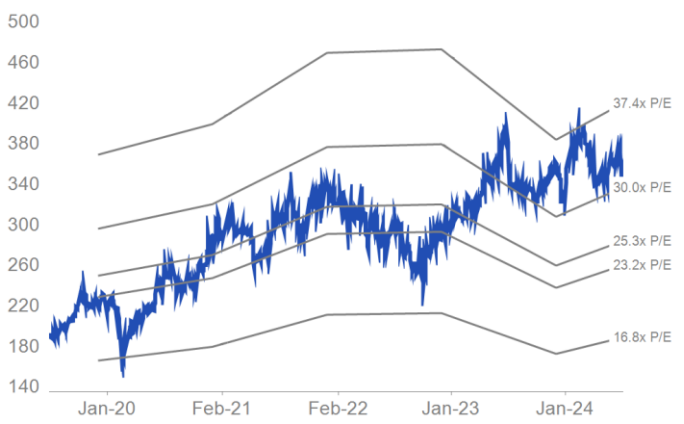
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持「持有-落後同業」評等，目標價 275 元，潛在下跌空間 20.6%

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 33.8 倍，比國內同業 24.3 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。

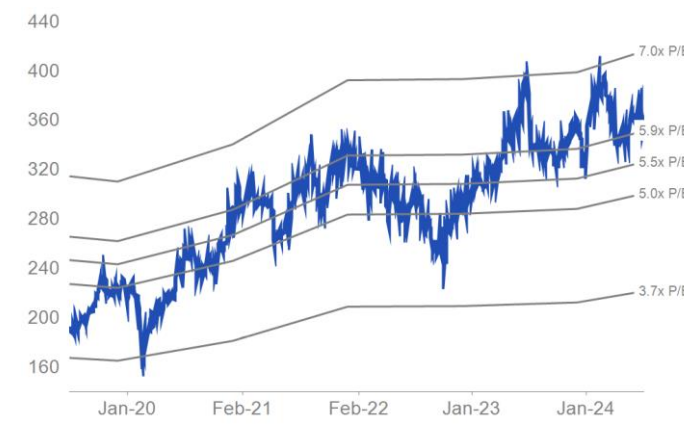
2022 年上半年工業電腦需求強勁，但下半年起中國因封控需求放緩，另外料源改善，B/B 由 2022 年初 1.3 下滑至 3Q22 0.87，直至 2Q24 為 1.01，略回升至 1 以上，但客戶下短單為主，且看法保守，造成研華下半年營收上升力道偏弱，全年營收及獲利恐衰退，維持「持有-落後同業」評等。目標本益比同先前 23 倍，以 2025 年 EPS 11.92 元計算，目標價由原先 300 元下調至 275 元，潛在下跌空間 20.6%。

圖 14：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：12 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 16：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
研華	2395 TT	持有-落後 同業	346.5	9,034	12.65	10.26	11.92	27.4	33.8	29.1	0.7	(18.8)	16.2
國內同業													
樺漢	6414 TT	買進	303.0	1,093	19.0	22.4	25.9	15.9	13.5	11.7	(41.7)	17.7	15.7
凌華	6166 TT	未評等	71.6	441	1.5	1.8	2.5	47.4	40.2	29.2	(59.3)	17.9	37.6
飛捷	6206 TT	未評等	84.3	322	3.5	--	--	24.0	--	--	(51.9)	--	--
振樺電	8114 TT	未評等	186.5	310	5.6	8.8	9.8	33.6	21.2	19.0	(50.6)	58.5	11.8
廣積	8050 TT	未評等	81.9	538	5.2	8.1	--	15.7	10.2	--	(44.6)	54.4	--
國內同業平均					7.0	10.3	12.7	27.3	21.3	20.0	(49.6)	37.1	21.7

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 17：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
研華	2395 TT	持有-落後 同業	346.5	9,034	23.2	17.9	19.4	56.49	57.24	61.48	6.1	6.1	5.6
國內同業													
樺漢	6414 TT	買進	303.0	1,093	11.7	13.5	15.0	166.0	166.3	172.7	1.8	1.8	1.8
凌華	6166 TT	未評等	71.6	441	6.0	7.0	9.2	24.8	--	--	2.9	--	--
飛捷	6206 TT	未評等	84.3	322	9.7	--	--	32.6	--	--	2.6	--	--
振樺電	8114 TT	未評等	186.5	310	26.8	--	--	47.9	60.1	53.0	3.9	3.1	3.5
廣積	8050 TT	未評等	81.9	538	15.4	--	--	55.5	--	--	1.5	--	--
國內同業平均					13.9	10.2	12.1	65.4	113.2	112.9	2.5	2.5	2.6

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 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

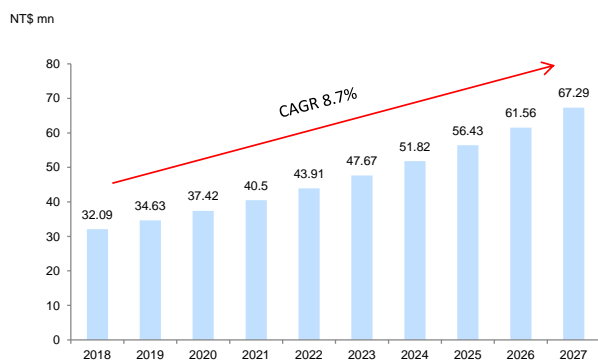
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	13,879	14,644	14,950	15,351	15,123	15,915	16,748	16,959	58,824	64,744
銷貨成本	(8,332)	(8,713)	(8,894)	(9,110)	(8,977)	(9,458)	(9,927)	(10,056)	(35,048)	(38,419)
營業毛利	5,548	5,931	6,057	6,241	6,145	6,457	6,821	6,902	23,776	26,325
營業費用	(3,630)	(3,765)	(3,663)	(3,715)	(3,660)	(3,820)	(3,919)	(3,917)	(14,773)	(15,316)
營業利益	1,917	2,166	2,394	2,526	2,486	2,637	2,902	2,985	9,004	11,009
業外利益	479	467	579	315	336	335	592	349	1,839	1,614
稅前純益	2,397	2,633	2,973	2,841	2,822	2,972	3,494	3,334	10,843	12,623
所得稅費用	(428)	(523)	(633)	(506)	(487)	(618)	(716)	(624)	(2,090)	(2,445)
少數股東權益	(24)	(4)	(21)	(8)	(24)	(3)	(20)	(10)	(58)	(56)
歸屬母公司稅後純益	1,993	2,113	2,361	2,343	2,360	2,356	2,798	2,720	8,811	10,234
調整後每股盈餘(NT\$)	2.32	2.46	2.75	2.73	2.75	2.74	3.26	3.17	10.26	11.92
調整後加權平均股數(百萬股)	858	858	858	858	858	858	858	858	858	858
重要比率										
營業毛利率	40.0%	40.5%	40.5%	40.7%	40.6%	40.6%	40.7%	40.7%	40.4%	40.7%
營業利益率	13.8%	14.8%	16.0%	16.5%	16.4%	16.6%	17.3%	17.6%	15.3%	17.0%
稅前純益率	17.3%	18.0%	19.9%	18.5%	18.7%	18.7%	20.9%	19.7%	18.4%	19.5%
稅後純益率	14.4%	14.4%	15.8%	15.3%	15.6%	14.8%	16.7%	16.0%	15.0%	15.8%
有效所得稅率	17.9%	19.9%	21.3%	17.8%	17.3%	20.8%	20.5%	18.7%	19.3%	19.4%
季增率(%)										
營業收入	-8.3%	5.5%	2.1%	2.7%	-1.5%	5.2%	5.2%	1.3%		
營業利益	-28.8%	13.0%	10.5%	5.5%	-1.6%	6.1%	10.0%	2.9%		
稅後純益	-13.0%	6.0%	11.7%	-0.8%	0.7%	-0.2%	18.8%	-2.8%		
調整後每股盈餘	-13.2%	6.0%	11.7%	-0.7%	0.7%	-0.1%	18.7%	-2.8%		
年增率(%)										
營業收入	-20.2%	-14.0%	-0.4%	1.4%	9.0%	8.7%	12.0%	10.5%	-8.9%	10.1%
營業利益	-45.2%	-36.8%	-4.5%	-6.1%	29.7%	21.7%	21.2%	18.2%	-25.8%	22.3%
稅後純益	-32.7%	-29.7%	-8.6%	2.3%	18.4%	11.5%	18.5%	16.1%	-18.9%	16.3%
調整後每股盈餘	-32.8%	-29.8%	-8.8%	2.1%	18.4%	11.5%	18.5%	16.1%	-18.8%	16.2%

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

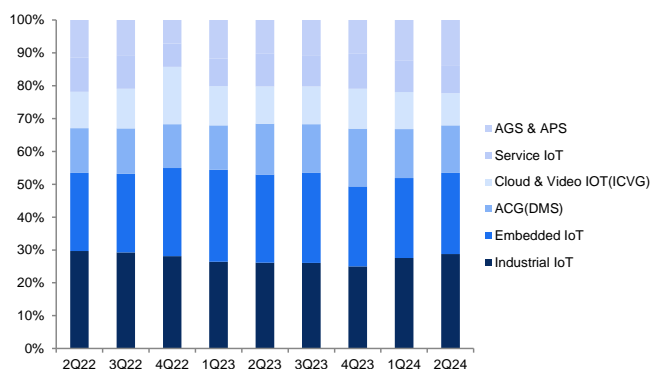
研華(2395 TT)為全球第一大工業電腦嵌入式板卡製造商，全球市占率約 27%。主要業務為各項工業電腦解決方案，如：零售、交通、國防、基建、醫療、綠能...等。產品組合方面，2023 工業物聯網(IIoT)占比 25.9%，毛利率最佳；嵌入式物聯網平台(EIoT)占比 26.7%，應用電腦(ACG) 15.3%、物聯雲暨影像科技(ICVG；原 Clot) 11.7%、服務物聯網(SIoT) 9.5%、其他(包括：AGS/APS) 10.8%。銷售區域(2023)北美 32%，歐洲 19%、中國 20%、北亞 10%、台灣 5%，其他亞洲及新興市場 9%，其他地區 5%。主要生產地區包括：大陸昆山廠、台灣林口廠及日本北九州廠。

圖 19：嵌入式板卡未來數年 CAGR 達 8.7%



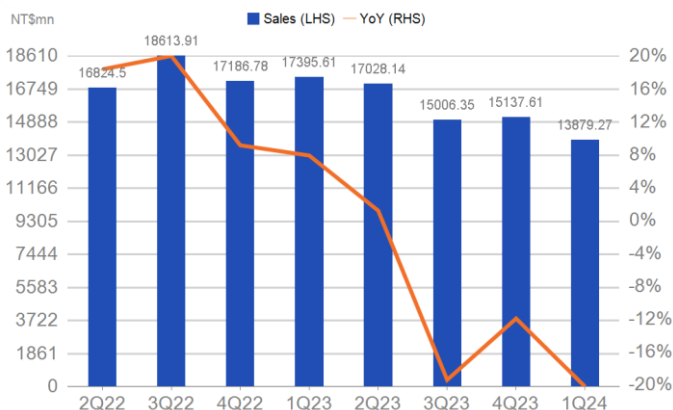
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：營收組成



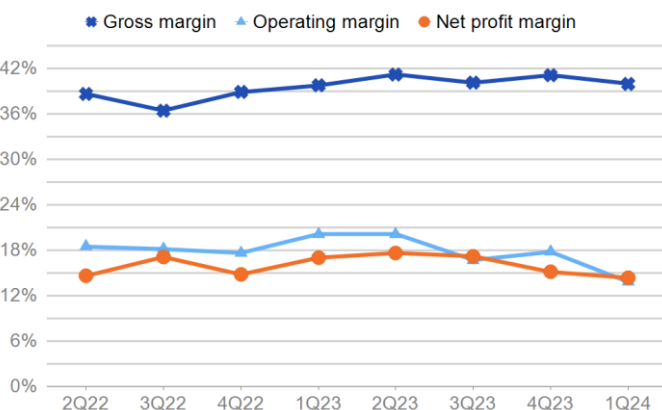
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



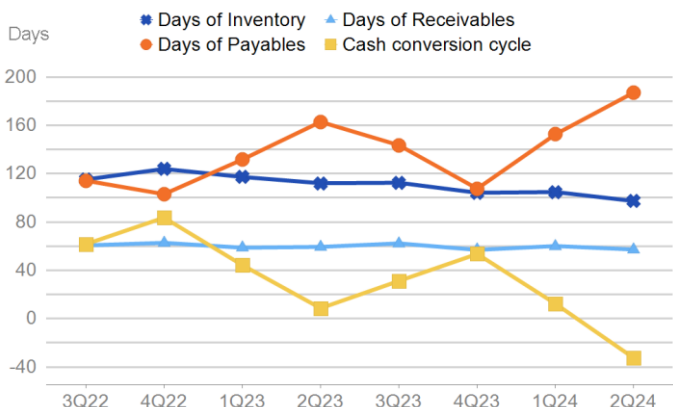
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



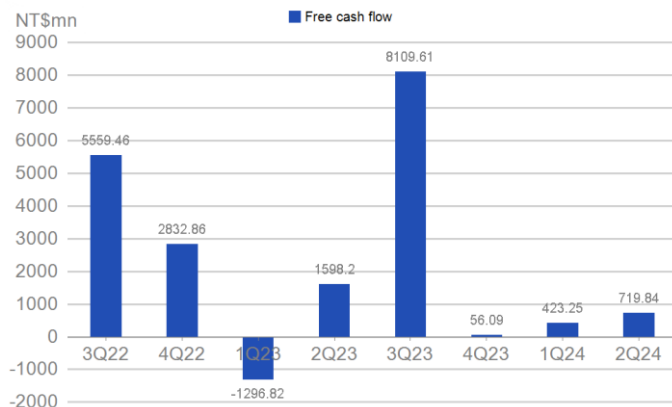
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：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 25：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 (2024/7/31)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/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)
----------	-----------	------------

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	11,012	12,223	13,416
存貨	12,517	14,008	9,804	9,400	11,230
應收帳款及票據	10,292	11,109	9,271	8,134	9,604
其他流動資產	3,011	4,601	11,299	11,861	12,433
流動資產	35,121	41,747	41,386	41,619	46,683
採用權益法之投資	3,857	4,383	4,705	4,870	5,038
固定資產	10,247	11,039	11,326	11,012	10,630
無形資產	2,665	2,789	2,750	2,556	2,352
其他非流動資產	5,938	6,426	8,889	8,959	9,034
非流動資產	22,707	24,638	27,671	27,398	27,055
資產總額	57,828	66,385	69,056	69,016	73,738
應付帳款及票據	7,487	7,126	6,089	5,434	6,566
短期借款	256	531	238	238	238
什項負債	8,761	10,823	9,700	9,700	9,700
流動負債	16,504	18,481	16,027	15,372	16,504
長期借款	0	122	0	0	0
其他負債及準備	2,962	3,499	4,220	4,220	4,220
長期負債	2,962	3,620	4,220	4,220	4,220
負債總額	19,465	22,101	20,247	19,592	20,724
股本	7,745	7,780	8,584	8,584	8,584
資本公積	8,389	9,110	9,754	9,754	9,754
保留盈餘	22,275	26,858	29,230	29,887	33,508
什項權益	(556)	67	893	909	933
歸屬母公司之權益	37,853	43,815	48,461	49,134	52,780
非控制權益	510	469	348	290	234
股東權益總額	38,363	44,284	48,810	49,425	53,014

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	8,753	10,178
折舊及攤提	1,097	1,057	1,086	1,111	1,166
本期營運資金變動	(2,905)	(3,337)	4,849	886	(2,168)
其他營業資產及負債變動	4,175	1,269	(7,060)	(562)	(572)
營運活動之現金流量	10,674	9,731	9,665	10,187	8,604
資本支出	(1,022)	(1,320)	(1,198)	(603)	(580)
本期長期投資變動	452	526	321	(165)	(168)
其他資產變動	(2,249)	(1,446)	(1,697)	(70)	(75)
投資活動之現金流量	(2,818)	(2,240)	(2,573)	(838)	(823)
股本變動	22	35	805	0	0
本期負債變動	91	401	(276)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(5,481)	(6,196)	(7,780)	(8,154)	(6,613)
其他調整數	(196)	111	(813)	16	24
融資活動之現金流量	(5,564)	(5,649)	(8,064)	(8,138)	(6,589)
匯率影響數	(488)	886	(46)	0	0
本期產生現金流量	1,804	2,729	(1,018)	1,212	1,193
自由現金流量	9,652	8,411	8,467	9,584	8,024

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
營業收入	58,622	68,745	64,568	58,824	64,744
銷貨成本	(36,490)	(42,632)	(38,406)	(35,048)	(38,419)
營業毛利	22,132	26,113	26,162	23,776	26,325
營業費用	(12,331)	(13,581)	(14,034)	(14,773)	(15,316)
推銷費用	(5,180)	(5,766)	(6,007)	(6,215)	(6,591)
研究費用	(4,270)	(4,768)	(4,830)	(5,123)	(5,304)
管理費用	(2,877)	(2,996)	(3,164)	(3,394)	(3,420)
其他費用	(4)	(51)	(32)	(41)	0
營業利益	9,800	12,532	12,128	9,004	11,009
利息收入	27	43	275	381	325
利息費用	(15)	(26)	(44)	(8)	(10)
利息收入淨額	13	17	231	373	315
投資利益(損失)淨額	264	447	389	715	758
匯兌損益	(82)	223	29	277	0
其他業外收入(支出)淨額	260	223	490	474	540
稅前純益	10,255	13,443	13,267	10,843	12,623
所得稅費用	(1,948)	(2,700)	(2,477)	(2,090)	(2,445)
少數股權淨利	57	(15)	(48)	(58)	(56)
歸屬母公司之稅後純益	8,250	10,757	10,838	8,811	10,234
稅前息前折舊攤銷前淨利	11,368	14,527	14,398	7,893	9,843
調整後每股盈餘 (NT\$)	10.68	12.55	12.65	10.26	11.92

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
年成長率 (%)					
營業收入	14.7	17.3	(6.1)	(8.9)	10.1
營業利益	8.4	27.9	(3.2)	(25.8)	22.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	12.4	27.8	(0.9)	(45.2)	24.7
稅後純益	13.8	29.3	0.4	(18.9)	16.3
調整後每股盈餘	8.2	17.6	0.7	(18.8)	16.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	37.8	38.0	40.5	40.4	40.7
營業利益率	16.7	18.2	18.8	15.3	17.0
稅前息前淨利率	17.5	19.5	20.5	15.3	17.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.4	21.1	22.3	13.4	15.2
稅前純益率	17.5	19.6	20.6	18.4	19.5
稅後純益率	14.1	15.7	16.8	15.0	15.8
資產報酬率	15.4	17.3	15.9	12.7	13.8
股東權益報酬率	22.6	26.0	23.2	17.9	19.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	50.7	49.9	41.5	39.6	39.1
淨負債權益比(%)	(23.6)	(25.7)	(22.1)	(24.3)	(24.9)
利息保障倍數 (倍)	696.3	513.7	299.6	1303.9	1302.3
流動比率 (%)	212.8	225.9	258.2	270.8	282.9
速動比率 (%)	137.0	150.1	197.1	209.6	214.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(9,045)	(11,377)	(10,774)	(11,986)	(13,178)
調整後每股淨值 (NT\$)	48.92	56.33	56.49	57.24	61.48
評價指標 (倍)					
本益比	32.5	27.6	27.4	33.8	29.1
股價自由現金流量比	27.8	32.1	35.1	31.0	37.1
股價淨值比	7.1	6.2	6.1	6.1	5.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	23.6	18.6	20.7	37.7	30.2
股價營收比	4.6	3.9	4.6	5.1	4.6

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



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>.