

2024 年 8 月 1 日

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價 346.50 元

目標價

3 個月 350.00 元

12 個月 350.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

研華 (2395 TT)

Neutral

營運尚未顯著回溫，首度給予 Neutral 的投資建議

投資建議：雖整體 B/B Ratio 已回升到 1 以上，客戶端庫存水位也偏低，進行中的專案也不少，不過客戶拉貨動能並未顯著回溫，故首度給予 Neutral 的投資建議。

2Q24 營收 YOY 持續衰退，僅台灣因半導體設備及博奕相關專案

貢獻成為唯一 YOY 成長的區域：以區域別來看，僅台灣表現較佳，也是 YOY 唯一成長的區域，主要受惠於半導體設備及博奕相關專案貢獻，北美、歐洲、北亞及新興市場 YOY 呈現雙位數下滑，中國市場則為 YOY 個位數下滑。以部門別來看，只有 IIOT YOY 為低個位數衰退，其他部門都是雙位數以上的衰退，主要是因為半導體設備相關專案有復甦趨勢。研華 2Q24 接單/出貨比值 (B/B Ratio) 為 1.01，為 2Q22 以來 BB 值首度回歸 1 以上，北美、歐洲和中國都回升至 1 以上，顯示市場景氣與企業支出穩步復甦。

3Q24 展望不如預期，不過公司樂觀看待 2025 年：展望 2H24 和 2025 年，研華給出 3Q24 的營收展望，基於美元兌台幣 32.5 的假設，3Q24 營收介於 4.5~4.7 億美元之間，約台幣營收 146~153 億元，QOQ -0.1%~4.31%，YOY -2.5%~1.8%，低於市場預期的 QOQ 雙位數以上成長。3Q24 以區域別來看，北美、中國、韓國、台灣營收 YOY 成長，歐洲、日本和新興市場營收 YOY 衰退。雖然 2H24 成長幅度不如預期，不過公司表示北美有許多專案在進行中，若 2H24 接單狀況良好，北美 2025 年有望 YOY 呈現雙位數以上的成長。目前客戶仍多是下短單為主，能見度並不高，故公司並未給 2024 年的展望，僅表示整體 B/B Ratio 已回升到 1 以上，客戶端庫存水位也偏低，進行中的專案也不少，故樂觀看 2025 年的成長性。研華於 04/26/2024 宣布併購法國 POS 及 KIOSK 品牌公司 Aures，透過向 Aures 大股東收購及公開收購，以每股不高於 6.7 歐元收購 Aures 股票，並將以共 500 萬歐元之可轉債協助 Aures 充實營運資金，整個併購案預計 3Q24 完成，之後才會開始做整合，故實際貢獻會落在 2025 年。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	8,604
市值(億元)	2,981
目前每股淨值(元)	53.31
外資持股比(%)	40.79
投信持股比(%)	0.91
董監持股比(%)	29.33
融資餘額(張)	772
現金股息配發率(%)	74.69

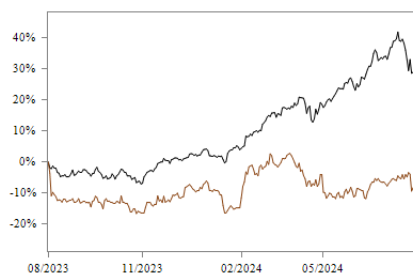
產品組合



- 嵌入式板卡及系統:54.00%
- 產業電腦及工業控制:35.00%
- 售後服務及其他:11.00%

股價相對大盤走勢

— 2395 — TWSE



(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	64,568	59,030	66,056	17,028	15,006	15,138	13,879	14,644	15,177	15,329	15,053	15,956
營業毛利淨額	26,162	23,902	27,139	7,014	6,017	6,220	5,548	5,931	6,210	6,213	6,101	6,621
營業利益	12,128	8,727	11,539	3,430	2,506	2,691	1,917	2,166	2,330	2,313	2,201	2,721
稅後純益	10,838	8,741	11,025	3,004	2,583	2,291	1,993	2,113	2,319	2,316	2,194	2,557
稅後 EPS(元)	12.60	10.16	12.81	3.49	3.00	2.66	2.32	2.46	2.70	2.69	2.55	2.97
毛利率(%)	40.52%	40.49%	41.09%	41.19%	40.09%	41.09%	39.97%	40.50%	40.92%	40.53%	40.53%	41.50%
營業利益率(%)	18.78%	14.78%	17.47%	20.14%	16.70%	17.78%	13.82%	14.79%	15.35%	15.09%	14.62%	17.05%
稅後純益率(%)	16.78%	14.81%	16.69%	17.64%	17.21%	15.13%	14.36%	14.43%	15.28%	15.11%	14.58%	16.02%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-6.08%	-8.58%	11.90%	-2.11%	-11.87%	0.87%	-8.31%	5.51%	3.64%	1.00%	-1.80%	6.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	0.75%	-19.34%	26.12%	1.53%	-14.02%	-11.32%	-13.00%	6.04%	9.72%	-0.13%	-5.25%	16.52%

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 86.04 億元計算。

ESG(Environment, Social, Governance)：

研華ESG願景：永續地球的智能推手



公司簡介：

研華(2395 TT)成立於 1981 年，總部位於台北市內湖區，是一家工業電腦廠。根據研調機構 OMDIA 的資料顯示，2023 年研華全球市佔率達 42.5%，持續站穩龍頭。

公司目前分為六大部門，1.工業物聯網事業群(IIoT)：專注於工業物聯網領域；2.嵌入式物聯網平台事業群(EIoT)：包含嵌入式板卡、系統及周邊的硬體和軟體；3.應用電腦事業群(ACG)：包括網通系統平台、資料擷取與控制及結合智慧運用；4.產業雲暨影像科技事業群(ICVG)：負責雲物聯相關市場，專注於影像串流，企業網路、通訊和雲平台應用領域等產品；5.服務物聯網事業群(SIoT)：包含智慧物流、智慧醫療及智能零售等服務；6.綜合服務事業及其他(AS+ and Others)：全球維修、技術支援及售後加值型服務都歸類在此部門。2Q24 IIoT 佔 29.7%、EIoT 佔 25.5%、ACG 佔 15.2%、ICVG 佔 10.4%、SIoT 佔 8.6%、AS+ and Others 佔 10.6%。1H24 毛利率的部分 IIoT 為 50~55%、EIoT 為 35~40%、ACG 為 30~35%、ICVG 佔 40~45%、SIoT 佔 45~50%、AS+ and Others 佔 25~30%。2Q24 銷售區域的部分，北美佔 31.3%、歐洲佔 16.1%、中國佔 24.4%、北亞佔 10.4%、台灣佔 6.4%、其他亞洲及新興市場佔 9.5%、其他區域佔 2.0%。

2Q24 營收 YOY 持續衰退，僅台灣因半導體設備及博奕相關專案貢獻成為唯一 YOY 成長的區域：

研華 2Q24 營收為 146.44 億元，QOQ +5.51%，YOY -14.00%；費用率為 25.71%，較 2Q23 增加 4.66 個百分點，費用也從 2Q23 的 35.85 億元增加至 37.65 億元，主要是因為：A.3Q23 發行新一輪 ESOP(員工持股計劃)，2024 年依法提列費用增加 2 億元。B. 提列呆帳的比例因 IFRS 而多提列 6,000 萬

2024 年 8 月 1 日

元；業外收入為 4.67 億元，其中利息收入為 1.02 億元，匯兌利益為 6,800 萬元，處分東湖廠利益為 8,500 萬元，處分投資利益 9,500 萬元；稅後純益為 21.14 億元，QOQ +6.04%，YOY -29.65%；稅後 EPS 2.46 元。

以區域別來看，僅台灣表現較佳，也是 YOY 唯一成長的區域，主要受惠於半導體設備及博奕相關專案貢獻，北美、歐洲、北亞及新興市場 YOY 呈現雙位數下滑，中國市場則為 YOY 個位數下滑。以部門別來看，只有 IIOT YOY 為低個位數衰退，其他部門都是雙位數以上的衰退，主要是因為半導體設備相關專案有復甦趨勢。

研華 2Q24 接單/出貨比值 (B/B Ratio) 為 1.01，為 2Q22 以來 BB 值首度回歸 1 以上，北美、歐洲和中國都回升至 1 以上，顯示市場景氣與企業支出穩步復甦。

3Q24 展望不如預期，不過公司樂觀看待 2025 年：

展望 2H24 和 2025 年，研華給出 3Q24 的營收展望，基於美元兌台幣 32.5 的假設，3Q24 營收介於 4.5~4.7 億美元之間，約台幣營收 146~153 億元，QOQ -0.1%~4.31%，YOY -2.5%~1.8%，低於市場預期的 QOQ 雙位數以上成長。毛利率介於 39~41%，營益率介於 14~16%，毛利率與營益率給出的區間與 1Q24 和 2Q24 一致。

以區域別來看，3Q24 北美預估 YOY 會有個位數成長，主要是因為影音串流、網路雲端設備、航太和半導體設備專案有回溫，博奕設備則是成長趨緩。中國則預估 YOY 有高個位數成長，其中醫療設備、半導體及通路接單增加，不過軌道交通及能源因基期較高 YOY 呈現下滑。歐洲則表現較差，預估 YOY 為個位數衰退，其中以博奕設備、交通運輸設備及工業機械設備衰退較大，而醫療設備及自助服務設備需求有回溫。東北亞市場的部分，日本因自動化機械設備基期較高，3Q24 營收 YOY 呈現衰退。韓國 3Q24 營收 YOY 有高個位數成長，受惠於半導體、網安設備及通路的復甦。台灣 3Q24 營收維持 YOY 成長，主要是因為半導體、博奕設備及醫療相關產品需求強勁。新興市場的部分，預估 3Q24 營收 YOY 為個位數下滑，主要是因為以色列 2023 年有一個醫療專案導致基期較高的關係。

雖然 2H24 成長幅度不如預期，不過公司表示北美有許多專案在進行中，若 2H24 接單狀況良好，北美 2025 年有望 YOY 呈現雙位數以上的成長。目前客戶仍多是下短單為主，能見度並不高，故公司並未給 2024 年的展望，僅表示整體 B/B Ratio 已回升到 1 以上，客戶端庫存水位也偏低，進行中的專案也不少，故樂觀看 2025 年的成長性。

研華於 04/26/2024 宣布併購法國 POS 及 KIOSK 品牌公司 Aures，透過向 Aures 大股東收購及公開收購，以每股不高於 6.7 歐元收購 Aures 股票，並將以共 500 萬歐元之可轉債協助 Aures 充實營運資金，整個併購案預計 3Q24 完成，之後才會開始做整合，故實際貢獻會落在 2025 年。

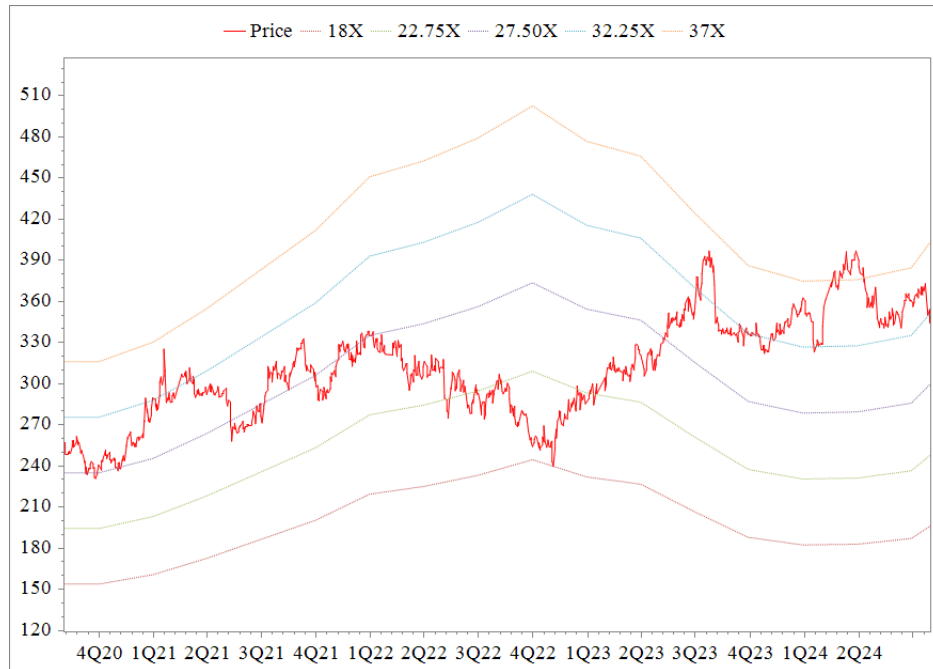
綜合以上，預估研華 2024 年營收為 590.30 億元，YOY -8.58%；稅後純益為 87.41 億元，YOY -19.34%；稅後 EPS 10.16 元。預估研華 2025 年營收為 660.56 億元，YOY +11.90%；稅後純益為 110.25 億元，YOY +26.12%；稅後 EPS 12.81 元。

投資建議：

2024 年 8 月 1 日

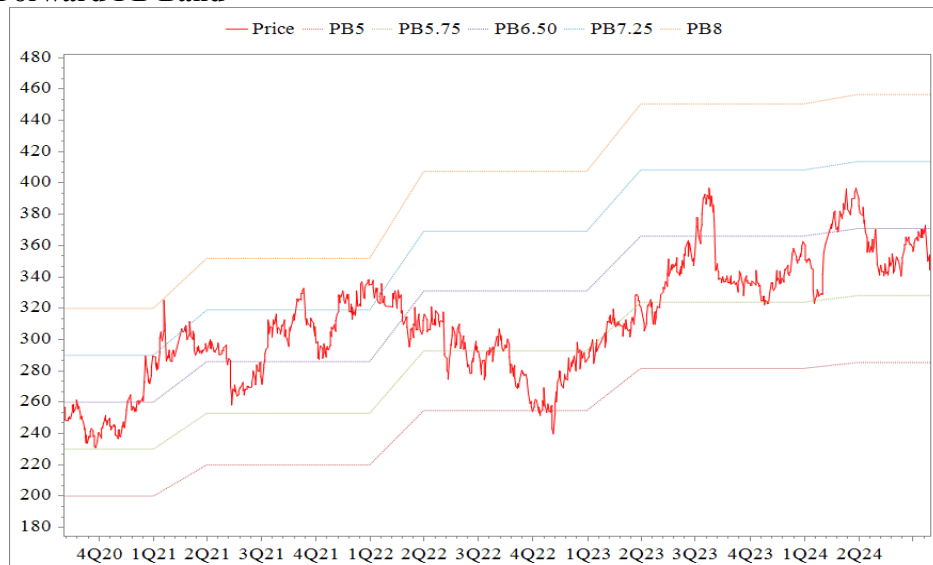
雖整體 B/B Ratio 已回升到 1 以上，客戶端庫存水位也偏低，進行中的專案也不少，不過客戶拉貨動能並未顯著回溫，故首度給予 Neutral 的投資建議。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 8 月 1 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	57,828	66,385	69,056	70,166	75,471
流動資產	35,121	41,747	41,386	40,034	45,199
現金及約當現金	9,301	12,030	11,012	11,096	12,273
應收帳款與票據	10,292	11,109	9,271	9,361	11,489
存貨	12,517	14,008	9,804	11,975	12,153
採權益法之投資	3,857	4,383	4,705	5,495	5,618
不動產、廠房設備	10,247	11,039	11,326	11,039	10,753
負債總計	19,465	22,101	20,247	20,753	21,563
流動負債	16,504	18,481	16,027	15,504	16,436
應付帳款及票據	7,487	7,126	6,089	5,998	7,393
非流動負債	2,962	3,620	4,220	5,340	3,824
權益總計	38,363	44,284	48,810	49,413	53,908
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	29,833	34,328
母公司業主權益	37,853	43,815	48,461	49,098	53,604
負債及權益總計	57,828	66,385	69,056	70,166	75,471

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	12,577	11,382
稅前純益	10,255	13,443	13,267	10,606	13,406
折舊及攤銷	1,097	1,057	1,086	1,059	1,031
營運資金變動	-3,055	-2,668	5,004	-2,351	-912
其他營運現金	2,377	-2,101	-9,692	3,264	-2,144
投資活動現金	-2,818	-2,240	-2,573	-4,676	-3,023
資本支出淨額	-901	-1,344	-1,233	-1,233	-1,233
長期投資變動	-1,878	-941	-1,485	-1,485	-1,485
其他投資現金	-39	45	146	-1,957	-304
籌資活動現金	-5,564	-5,649	-8,064	-7,817	-7,182
長借/公司債變動	0	122	0	1,120	-1,516
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-5,481	-6,196	-7,780	-8,104	-6,519
其他籌資現金	-83	426	-284	-833	854
淨現金流量	1,804	2,729	-1,018	84	1,177
期初現金	7,497	9,301	12,030	11,012	11,096
期末現金	9,301	12,030	11,012	11,096	12,273

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	58,622	68,745	64,568	59,030	66,056
營業成本	36,490	42,632	38,406	35,127	38,916
營業毛利淨額	22,132	26,113	26,162	23,902	27,139
營業費用	12,331	13,581	14,034	15,175	15,600
營業利益	9,800	12,532	12,128	8,727	11,539
EBITDA	11,340	14,483	14,123	12,695	12,695
業外收入及支出	427	867	863	1,879	1,866
稅前純益	10,255	13,443	13,267	10,606	13,406
所得稅	1,948	2,700	2,477	1,898	2,392
稅後純益	8,250	10,757	10,838	8,741	11,025
稅後 EPS(元)	9.59	12.50	12.60	10.16	12.81
完全稀釋 EPS**	9.59	12.50	12.60	10.16	12.81

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 86.04【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 86.04 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%	-8.58%	11.90%
營業毛利淨額	8.51%	17.99%	0.19%	-8.64%	13.54%
營業利益	8.45%	27.87%	-3.22%	-28.04%	32.22%
稅後純益	13.83%	30.39%	0.75%	-19.34%	26.12%
獲利能力分析(%)					
毛利率	37.75%	37.99%	40.52%	40.49%	41.09%
EBITDA(%)	19.34%	21.07%	21.87%	21.51%	19.22%
營益率	16.72%	18.23%	18.78%	14.78%	17.47%
稅後純益率	14.07%	15.65%	16.78%	14.81%	16.69%
總資產報酬率	14.27%	16.20%	15.69%	12.46%	14.61%
股東權益報酬率	21.51%	24.29%	22.20%	17.69%	20.45%
償債能力檢視					
負債比率(%)	33.66%	33.29%	29.32%	29.58%	28.57%
負債/淨值比(%)	50.74%	49.91%	41.48%	42.00%	40.00%
流動比率(%)	212.81%	225.90%	258.23%	258.23%	275.00%
其他比率分析					
存貨天數	101.68	113.55	113.15	113.15	113.15
應收帳款天數	59.38	56.81	57.60	57.60	57.60

2024 年 8 月 1 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	17,396	17,028	15,006	15,138	13,879	14,644	15,177	15,329	15,053	15,956	17,393	17,653
營業成本	10,485	10,014	8,990	8,918	8,332	8,713	8,967	9,116	8,952	9,335	10,325	10,304
營業毛利淨額	6,911	7,014	6,017	6,220	5,548	5,931	6,210	6,213	6,101	6,621	7,068	7,349
營業費用	3,409	3,585	3,511	3,529	3,630	3,765	3,880	3,900	3,900	3,900	3,900	3,900
營業利益	3,502	3,430	2,506	2,691	1,917	2,166	2,330	2,313	2,201	2,721	3,168	3,449
業外收入及支出	179	339	582	38	479	467	467	467	467	467	467	467
稅前純益	3,680	3,769	3,088	2,730	2,397	2,633	2,797	2,780	2,668	3,188	3,634	3,916
所得稅	725	763	531	458	428	523	481	466	476	634	625	657
稅後純益	2,959	3,004	2,583	2,291	1,993	2,113	2,319	2,316	2,194	2,557	3,012	3,262
最新股本	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604
稅後EPS(元)	3.44	3.49	3.00	2.66	2.32	2.46	2.70	2.69	2.55	2.97	3.50	3.79

獲利能力(%)

毛利率(%)	39.73%	41.19%	40.09%	41.09%	39.97%	40.50%	40.92%	40.53%	40.53%	41.50%	40.64%	41.63%
營業利益率(%)	20.13%	20.14%	16.70%	17.78%	13.82%	14.79%	15.35%	15.09%	14.62%	17.05%	18.21%	19.54%
稅後純益率(%)	17.01%	17.64%	17.21%	15.13%	14.36%	14.43%	15.28%	15.11%	14.58%	16.02%	17.32%	18.48%

QoQ(%)

營業收入淨額	1.22%	-2.11%	-11.87%	0.87%	-8.31%	5.51%	3.64%	1.00%	-1.80%	6.00%	9.00%	1.50%
營業利益	15.50%	-2.05%	-26.94%	7.41%	-28.75%	12.97%	7.57%	-0.74%	-4.83%	23.62%	16.40%	8.89%
稅前純益	16.14%	2.42%	-18.07%	-11.61%	-12.20%	9.86%	6.23%	-0.61%	-4.02%	19.49%	14.00%	7.75%
稅後純益	16.38%	1.53%	-14.02%	-11.32%	-13.00%	6.04%	9.72%	-0.13%	-5.25%	16.52%	17.82%	8.27%

YoY(%)

營業收入淨額	7.92%	1.21%	-19.38%	-11.92%	-20.21%	-14.00%	1.14%	1.27%	8.46%	8.96%	14.59%	15.16%
營業利益	16.15%	10.37%	-25.83%	-11.22%	-45.24%	-36.84%	-7.00%	-14.05%	14.80%	25.62%	35.93%	49.12%
稅前純益	16.11%	20.12%	-22.15%	-13.86%	-34.88%	-30.15%	-9.43%	1.84%	11.32%	21.08%	29.93%	40.87%
稅後純益	15.04%	22.24%	-18.88%	-9.91%	-32.65%	-29.65%	-10.23%	1.10%	10.10%	20.97%	29.90%	40.83%

註1：稅後EPS以股本86.04億元計算

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。