

研究員：顏兆祥 [mike.yen@cim.capital.com.tw](mailto:mike.yen@cim.capital.com.tw)

前日收盤價	354.00 元
目標價	
3 個月	410.00 元
12 個月	410.00 元

## 研華 (2395 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

11/07/2024	Trading Buy	356.00
08/01/2024	Neutral	346.50

### 公司基本資訊

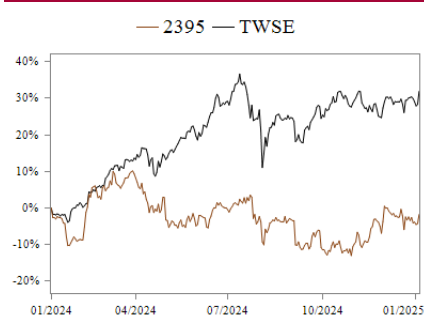
目前股本(百萬元)	8,635
市值(億元)	3,057
目前每股淨值(元)	56.17
外資持股比(%)	38.66
投信持股比(%)	1.04
董監持股比(%)	29.22
融資餘額(張)	669
現金股息配發率(F)(%)	74.50

### 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



### 2025~2026 年營收恢復成長動能，故調升至 Buy

**投資建議：**整體 B/B Ratio 逐步回溫，且客戶端庫存水位也偏低，進行中的專案也不少，故公司樂觀看待 2025~2026 年的成長性，故調升評等至 Buy，目標價 410 元，是以 2026 年 PER 27x 來評價。

**4Q24 B/B Ratio 持續向上：**研華 4Q24 營收展望為 152~159 億元，QOQ +1.8%~+6%，YOY -3.4%~+0.9%，以 10~11/2024 營收 109.39 億元來看，季達成率已有 70%，營收有望符合或優於公司展望。毛利率介於 39~41%，營益率介於 14.5~16.5%，且公司表示 10/2024 的 B/B Ratio 為 1.08 高於 3Q24 的 1.07，11~12/2024 狀況也不錯。

**公司樂觀看待 2025~2026 年：**展望 2025 年，公司表示北美有許多專案在進行中，加上目前客戶的庫存水位偏低，故看好北美 2025~2026 年的成長性。歐洲區 2025 年會比 2024 年好，不過要等到 2H25 復甦力道才會較顯著。Edge AI 相關營收 2024 年約佔營收的 4%，預估 2025~2026 年會佔營收達 15~20%，主要是有看到各事業群的產品線都非常積極導入 AI 相關技術。以區域別來看，4Q24 北美預估 YOY 會有個位數成長，其中半導體和能源的需求強勁，軌道交通、醫療設備和影音串流則成長趨緩。中國預估 YOY 同樣為個位數成長，其中能源、工業自動化、半導體和軌道交通接單增加，不過半導體和醫療設備則呈現下滑。歐洲同樣為個位數成長，其中以軌道交通和工業機械設備表現較佳。台灣和韓國的半導體設備相關專案需求維持強勁。日本的醫療設備則有復甦跡象。預估研華 2024 年營收為 591.79 億元，YOY -8.35%，稅後 EPS 10.32 元。預估研華 2025 年營收為 668.50 億元，YOY +12.96%，稅後 EPS 12.72 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	59,179	66,850	77,297	15,138	13,879	14,644	14,950	15,706	15,210	16,132	17,635	17,872
營業毛利淨額	24,036	27,544	31,840	6,220	5,548	5,931	6,173	6,384	6,180	6,711	7,191	7,461
營業利益	9,130	11,464	14,050	2,691	1,917	2,166	2,452	2,594	2,350	2,771	3,081	3,261
稅後純益	8,911	10,980	13,104	2,291	1,993	2,113	2,258	2,547	2,322	2,602	2,946	3,110
稅後 EPS(元)	10.32	12.72	15.18	2.65	2.31	2.45	2.61	2.95	2.69	3.01	3.41	3.60
毛利率(%)	40.62%	41.20%	41.19%	41.09%	39.97%	40.50%	41.30%	40.65%	40.63%	41.60%	40.78%	41.75%
營業利益率(%)	15.43%	17.15%	18.18%	17.78%	13.82%	14.79%	16.40%	16.52%	15.45%	17.18%	17.47%	18.25%
稅後純益率(%)	15.06%	16.42%	16.95%	15.13%	14.36%	14.43%	15.10%	16.22%	15.26%	16.13%	16.71%	17.40%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-8.35%	12.96%	15.63%	0.87%	-8.31%	5.51%	2.09%	5.06%	-3.16%	6.06%	9.32%	1.34%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-17.77%	23.21%	19.35%	-11.32%	-13.00%	6.04%	6.82%	12.83%	-8.86%	12.08%	13.22%	5.57%

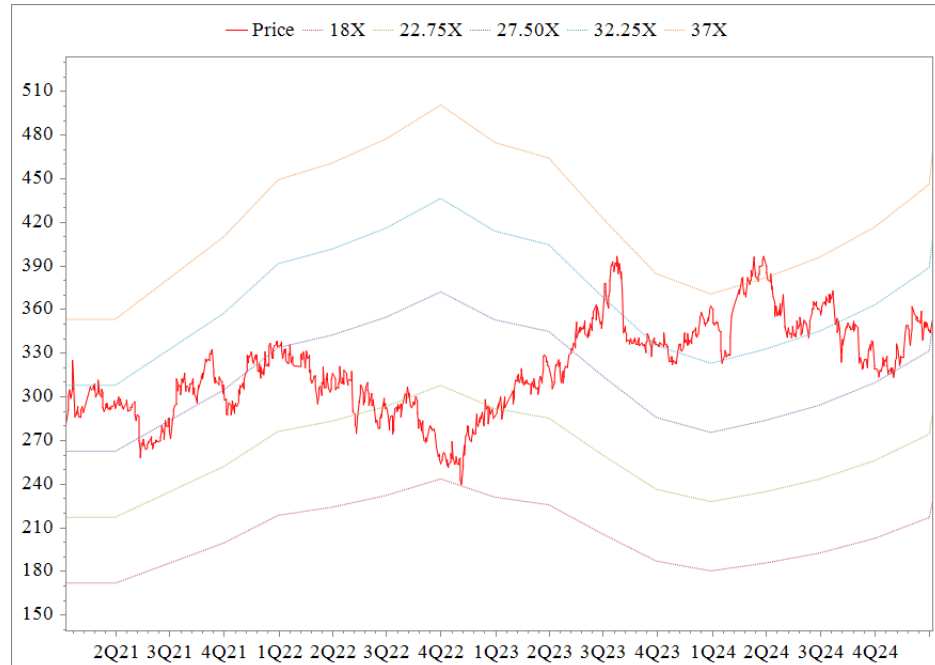
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 86.35 億元計算。

## ESG(Environment, Social, Governance)：

### 研華ESG願景：永續地球的智能推手

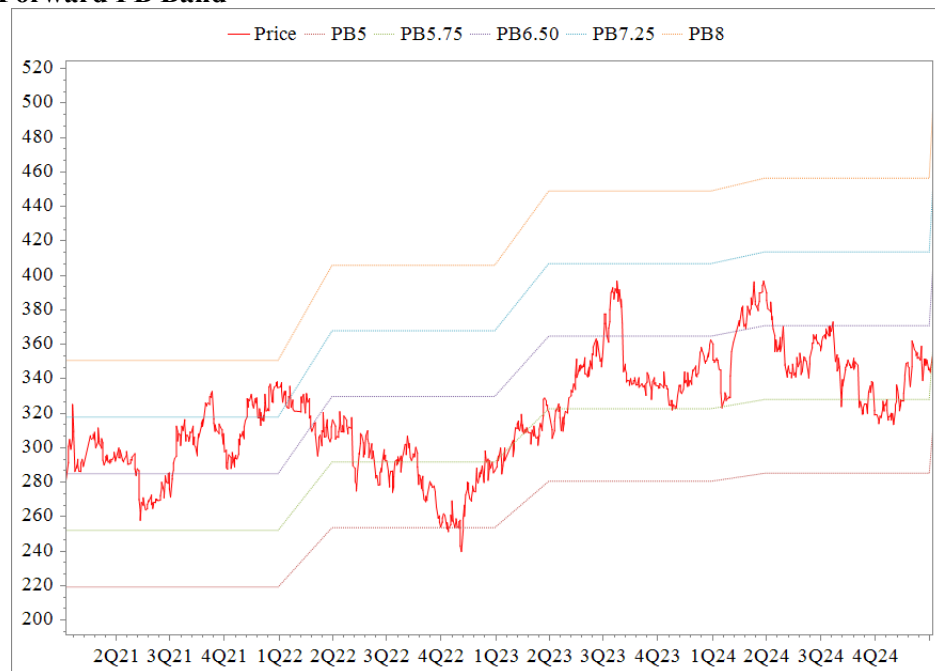


## Forward PE Band



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

2025 年 1 月 7 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	66,385	69,056	70,147	75,985	82,291
流動資產	41,747	41,386	34,809	44,774	47,246
現金及約當現金	12,030	11,012	9,648	12,140	12,935
應收帳款與票據	11,109	9,271	9,408	11,693	12,705
存貨	14,008	9,804	8,489	13,048	13,106
採權益法之投資	4,383	4,705	6,978	5,857	7,028
不動產、廠房設備	11,039	11,326	11,094	10,861	10,629
<b>負債總計</b>	<b>22,101</b>	<b>20,247</b>	<b>20,566</b>	<b>22,095</b>	<b>23,512</b>
流動負債	18,481	16,027	13,480	16,583	17,498
應付帳款及票據	7,126	6,089	6,003	7,521	8,120
非流動負債	3,620	4,220	7,172	4,079	3,982
<b>權益總計</b>	<b>44,284</b>	<b>48,810</b>	<b>49,580</b>	<b>53,890</b>	<b>58,780</b>
普通股股本	<b>7,778</b>	<b>8,578</b>	<b>8,578</b>	<b>8,578</b>	<b>8,578</b>
保留盈餘	26,858	29,230	30,000	34,310	39,199
母公司業主權益	43,815	48,461	49,268	53,608	58,529
<b>負債及權益總計</b>	<b>66,385</b>	<b>69,056</b>	<b>70,147</b>	<b>75,985</b>	<b>82,291</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	9,731	9,665	14,563	10,002	16,174
稅前純益	13,443	13,267	10,833	13,330	15,916
折舊及攤銷	1,057	1,086	1,064	1,042	1,019
營運資金變動	-2,668	5,004	1,092	-5,325	-472
其他營運現金	-2,101	-9,692	1,574	955	-290
<b>投資活動現金</b>	-2,240	-2,573	-8,111	288	-5,382
資本支出淨額	-1,344	-1,233	-1,000	-1,000	-1,000
長期投資變動	-941	-1,485	-1,485	-1,485	-1,485
其他投資現金	45	146	-5,626	2,774	-2,896
<b>籌資活動現金</b>	-5,649	-8,064	-7,815	-7,798	-9,997
長借/公司債變動	122	0	2,951	-3,092	-97
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-6,196	-7,780	-8,104	-6,639	-8,183
其他籌資現金	426	-284	-2,663	1,933	-1,717
<b>淨現金流量</b>	2,729	-1,018	-1,364	2,492	795
<b>期初現金</b>	9,301	12,030	11,012	9,648	12,140
<b>期末現金</b>	12,030	11,012	9,648	12,140	12,935

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	68,745	64,568	59,179	66,850	77,297
營業成本	42,632	38,406	35,142	39,306	45,457
<b>營業毛利淨額</b>	26,113	26,162	24,036	27,544	31,840
營業費用	13,581	14,034	14,906	16,080	17,790
<b>營業利益</b>	12,532	12,128	9,130	11,464	14,050
<b>EBITDA</b>	14,483	14,123	12,695	12,695	12,695
業外收入及支出	867	863	1,703	1,866	1,866
稅前純益	13,443	13,267	10,833	13,330	15,916
所得稅	2,700	2,477	1,958	2,382	2,843
稅後純益	10,757	10,838	8,911	10,980	13,104
稅後 EPS(元)	12.46	12.55	10.32	12.72	15.18
完全稀釋 EPS**	12.46	12.55	10.32	12.72	15.18

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 86.35 【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 86.35 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	17.27%	-6.08%	-8.35%	12.96%	15.63%
營業毛利淨額	17.99%	0.19%	-8.12%	14.59%	15.59%
營業利益	27.87%	-3.22%	-24.72%	25.56%	22.55%
稅後純益	30.39%	0.75%	-17.77%	23.21%	19.35%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	37.99%	40.52%	40.62%	41.20%	41.19%
EBITDA(%)	21.07%	21.87%	21.45%	18.99%	16.42%
營益率	18.23%	18.78%	15.43%	17.15%	18.18%
稅後純益率	15.65%	16.78%	15.06%	16.42%	16.95%
總資產報酬率	16.20%	15.69%	12.70%	14.45%	15.92%
股東權益報酬率	24.29%	22.20%	17.97%	20.37%	22.29%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	33.29%	29.32%	29.32%	29.08%	28.57%
負債/淨值比(%)	49.91%	41.48%	41.48%	41.00%	40.00%
流動比率(%)	225.90%	258.23%	258.23%	270.00%	270.00%

## 其他比率分析

存貨天數	113.55	113.15	95.00	100.00	105.00
應收帳款天數	56.81	57.60	57.60	57.60	57.60

2025 年 1 月 7 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	15,006	15,138	13,879	14,644	14,950	15,706	15,210	16,132	17,635	17,872	17,458	18,735
營業成本	8,990	8,918	8,332	8,713	8,776	9,322	9,030	9,421	10,444	10,411	10,367	10,939
營業毛利淨額	6,017	6,220	5,548	5,931	6,173	6,384	6,180	6,711	7,191	7,461	7,091	7,796
營業費用	3,511	3,529	3,630	3,765	3,721	3,790	3,830	3,940	4,110	4,200	4,300	4,390
營業利益	2,506	2,691	1,917	2,166	2,452	2,594	2,350	2,771	3,081	3,261	2,791	3,406
業外收入及支出	582	38	479	467	291	467	467	467	467	467	467	467
稅前純益	3,088	2,730	2,397	2,633	2,743	3,061	2,817	3,238	3,548	3,728	3,257	3,873
所得稅	531	458	428	523	493	514	503	644	610	625	581	770
稅後純益	2,583	2,291	1,993	2,113	2,258	2,547	2,322	2,602	2,946	3,110	2,684	3,110
最新股本	8,635	8,635	8,635	8,635	8,635	8,635	8,635	8,635	8,635	8,635	8,635	8,635
稅後EPS(元)	2.99	2.65	2.31	2.45	2.61	2.95	2.69	3.01	3.41	3.60	3.11	3.60

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	40.09%	41.09%	39.97%	40.50%	41.30%	40.65%	40.63%	41.60%	40.78%	41.75%	40.62%	41.61%
營業利益率(%)	16.70%	17.78%	13.82%	14.79%	16.40%	16.52%	15.45%	17.18%	17.47%	18.25%	15.99%	18.18%
稅後純益率(%)	17.21%	15.13%	14.36%	14.43%	15.10%	16.22%	15.26%	16.13%	16.71%	17.40%	15.37%	16.60%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-11.87%	0.87%	-8.31%	5.51%	2.09%	5.06%	-3.16%	6.06%	9.32%	1.34%	-2.32%	7.31%
營業利益	-26.94%	7.41%	-28.75%	12.97%	13.20%	5.79%	-9.41%	17.93%	11.19%	5.83%	-14.42%	22.04%
稅前純益	-18.07%	-11.61%	-12.20%	9.86%	4.18%	11.60%	-7.98%	14.96%	9.58%	5.06%	-12.62%	18.89%
稅後純益	-14.02%	-11.32%	-13.00%	6.04%	6.82%	12.83%	-8.86%	12.08%	13.22%	5.57%	-13.71%	15.90%

## YoY(%)

營業收入淨額	-19.38%	-11.92%	-20.21%	-14.00%	-0.38%	3.76%	9.59%	10.17%	17.97%	13.79%	14.78%	16.13%
營業利益	-25.83%	-11.22%	-45.24%	-36.84%	-2.13%	-3.61%	22.56%	27.94%	25.66%	25.71%	18.76%	22.90%
稅前純益	-22.15%	-13.86%	-34.88%	-30.15%	-11.18%	12.14%	17.53%	22.99%	29.36%	21.79%	15.65%	19.60%
稅後純益	-18.88%	-9.91%	-32.65%	-29.65%	-12.61%	11.19%	16.48%	23.11%	30.50%	22.09%	15.60%	19.54%

註1：稅後EPS以股本86.35億元計算

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。