

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

持有 · 維持

收盤價 March 1 (NT\$)	356.5
12 個月目標價 (NT\$)	322.0
前次目標價 (NT\$)	283.0
調升 (%)	13.8
下跌空間 (%)	9.7

焦點內容

研華 4Q22 合併營收年增 9.2%、獲利年增 12%，略低於凱基預估。北美及東北亞成長動能仍在，但高庫存尚待時間去化，考慮總體經濟環境風險及高基期，2023 營運保守看待。

交易資料表

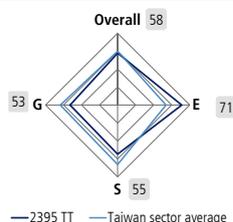
市值：(NT\$bn/US\$mn)	277.4 / 9,021
流通在外股數 (百萬股)：	778
外資持有股數 (百萬股)：	324.1
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.45
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	277.0 - 380.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	9.5	11.9	-3.9
相對表現 (%)	5.6	6.5	9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	2.48A	2.31A	2.95A	2.94A
2022	3.32A	3.17A	4.10A	3.27A
2023	3.23F	3.49F	3.82F	3.48F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

許芝瑄
886 2 2181 8016
Serena.hsu@kgi.com

曾繁仁
886 2 2181 8734
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

研華

(2395.TW/2395 TT)

2023 獲利微幅成長

重要訊息

研華 4Q22 營收年增 9.2%，獲利年增 12%，EPS 3.27 元，略低於凱基預估，主因 4Q22 出貨遞延。整體高通膨及高庫存尚待時間去化，2023 營運保守看待。

評論及分析

4Q22 營運略低於預期：研華 4Q22 合併營收年增 9.2%，以應用電腦事業群(ACG)及物聯雲暨影像科技事業群(ICVG)成長最為強勁，分別年增 16%及 10%。毛利率部分因 4Q22 有庫存回沖利益，回升至 38.8%，使全年毛利率符合預期，惟 2022 年 12 月中國宣布解封以致出貨混亂，部分貨品出貨遞延至 1Q23，4Q22 獲利年增 12%，EPS 為 3.27 元，略低於凱基預估。

受惠出貨遞延，上調 1Q23 營收及獲利：由於缺料及封控情況已過，4Q22 受中國解封初期影響而遞延的訂單於 2023 年元月順利出貨，使元月營收不受春節工作天數影響，年增 4.8%至 56.3 億元，且公司仍在消化過去長單，我們上調 1Q23 營收 2.8%至 170.9 億元，年增 6%；獲利則因無大筆匯兌收益貢獻，上修後仍小幅年減 2.4%，EPS 為 3.2 元。

2023 中國及歐洲略顯疲弱，北美及東北亞成長動能持續：中國及歐洲分別受解封初期及高通膨影響，成長有限。而北美的業務多屬公部門，智慧製造、醫療、能源等皆受惠政策支持，不易受景氣影響，東北亞則是能源、網路設備等需求強勁，此兩區域 2023 營收預計將有雙位數成長。整體來看，高通膨及高庫存尚待時間去化，BB Ratio 尚未回升，考慮總體風險及 2022 高基期，我們保守看待 2023 年成長，上修 2023 營收年增 5.3%，獲利小幅年增 1.2%，EPS 為 14 元。

投資建議

研華 2023 北美及東北亞成長動能仍在，我們上修研華 2023 年獲利，目標價上調至 322 元(以 2023 年 EPS，及目標本益比 23 倍計算)，但考量獲利上升空間有限，我們維持研華評等為「持有」。

投資風險

中國需求持續疲弱，總體風險影響超乎預期。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	51,119	58,622	68,745	72,382	76,561
營業毛利 (NT\$百萬)	20,396	22,132	26,113	27,571	29,800
營業利益 (NT\$百萬)	9,037	9,800	12,532	13,438	14,329
稅後淨利 (NT\$百萬)	7,248	8,250	10,757	10,885	11,599
每股盈餘 (NT\$)	9.40	10.67	13.85	14.01	14.93
每股現金股利 (NT\$)	7.10	8.00	10.00	10.51	11.20
每股盈餘成長率 (%)	(10.6)	13.5	29.8	1.2	6.6
本益比 (x)	37.9	33.4	25.7	25.4	23.9
股價淨值比 (x)	8.0	7.3	6.3	6.0	5.6
EV/EBITDA (x)	23.0	20.5	15.4	14.5	13.5
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	2.0	2.2	2.8	2.9	3.1
股東權益報酬率 (%)	21.8	22.8	26.3	24.1	24.2

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q22 財報及 1Q23 財務預估

百萬元	4Q22					1Q23F				
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	17,187	18,047	(4.8)	(7.7)	9.2	17,087	16,622	2.8	(0.6)	6.0
毛利	6,677	6,869	(2.8)	(1.5)	11.3	6,458	6,176	4.6	(3.3)	4.9
營業利益	3,031	3,354	(9.6)	(10.3)	11.9	3,088	2,824	9.3	1.9	2.4
稅後淨利	2,543	2,716	(6.4)	(20.1)	11.9	2,509	2,292	9.5	(1.3)	(2.4)
每股盈餘(元)	3.27	3.50	(6.4)	(20.1)	11.5	3.23	2.95	9.5	(1.3)	(2.7)
毛利率 (%)	38.8	38.1	0.8 pts	2.4 pts	0.7 pts	37.8	37.2	0.6 pts	(1.1)pts	(0.4)pts
營業利益率 (%)	17.6	18.6	(0.9)pts	(0.5)pts	0.4 pts	18.1	17.0	1.1 pts	0.4 pts	(0.6)pts
淨利率 (%)	14.8	15.0	(0.3)pts	(2.3)pts	0.4 pts	14.7	13.8	0.9 pts	(0.1)pts	(1.3)pts

資料來源：凱基預估、Bloomberg

圖 2：2022 財報及 2023 財務預估

百萬元	2022				2023F			
	實際數	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	68,745	69,605	(1.2)	17.3	72,382	67,886	6.6	5.3
毛利	26,113	26,306	(0.7)	18.0	27,571	25,529	8.0	5.6
營業利益	12,532	12,854	(2.5)	27.9	13,438	11,699	14.9	7.2
稅後淨利	10,757	10,930	(1.6)	30.4	10,885	9,503	14.5	1.2
每股盈餘(元)	13.85	14.11	(1.6)	29.8	14.01	12.27	14.5	1.2
毛利率 (%)	38.0	37.8	0.2 pts	0.2 pts	38.1	37.6	0.5 pts	0.1 pts
營業利益率 (%)	18.2	18.5	(0.2)pts	1.5 pts	18.6	17.2	1.3 pts	0.3 pts
淨利率 (%)	15.6	15.7	(0.1)pts	1.6 pts	15.0	14.0	1.0 pts	(0.6)pts

資料來源：凱基預估、Bloomberg

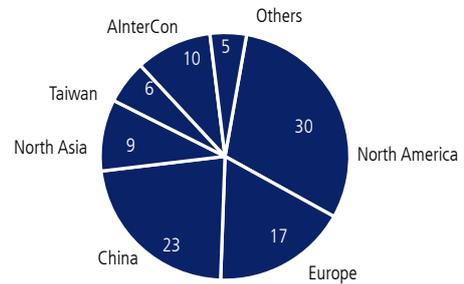
圖 3: 公司概況

研華成立於 1981 年，1999 年掛牌上市，為台灣工業電腦龍頭廠商，目前主要事業為 Industrial IoT、Embedded IoT、Allied DMS、Service IoT、AGS/APS。研華近年朝智能時代邁進，包括雲端基礎建設、雲端智能服務，以及物聯網及智能城市相關服務。

資料來源：凱基

圖 4: 北美及中國營收占比最大

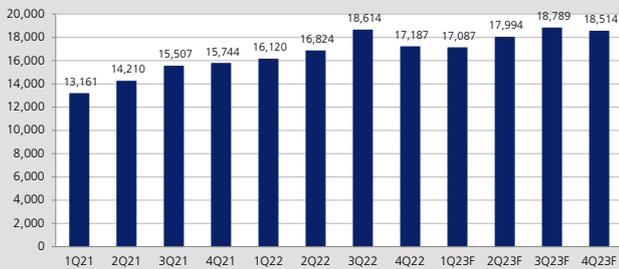
2022 營收地區別，百分比



資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

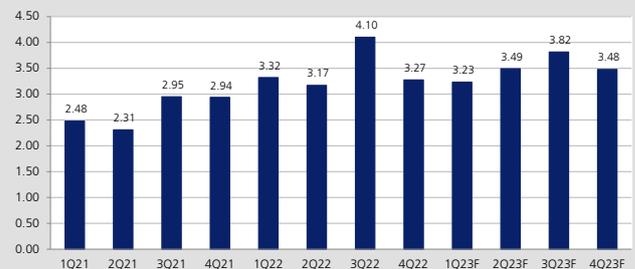
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

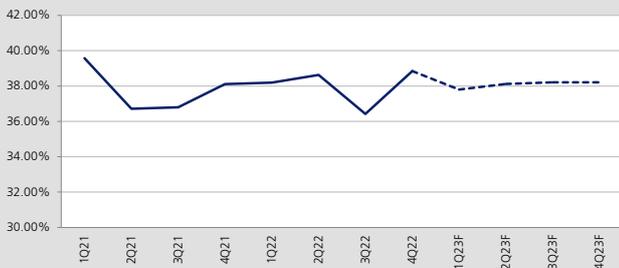
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

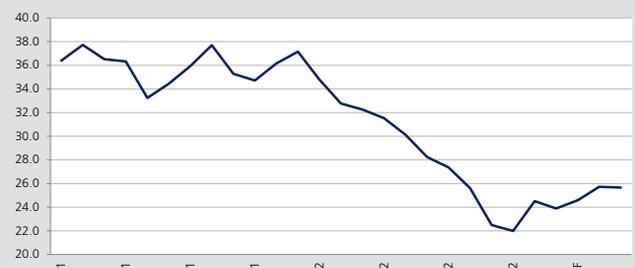
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

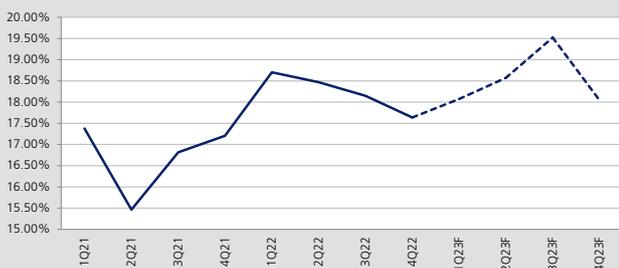
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

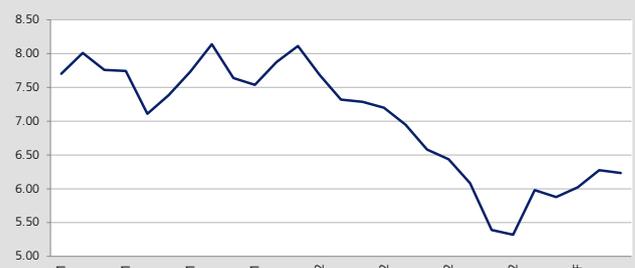
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 11：ESG 整體分數

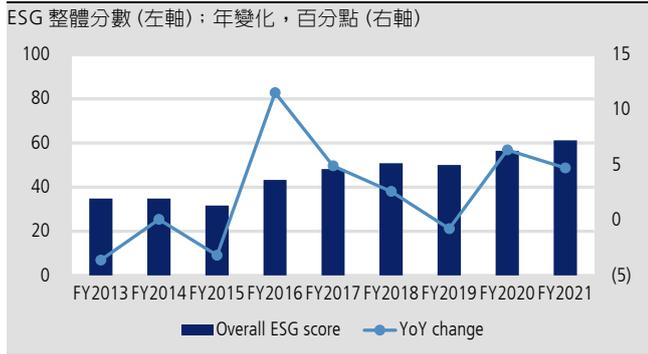


圖 12：ESG 各項分數

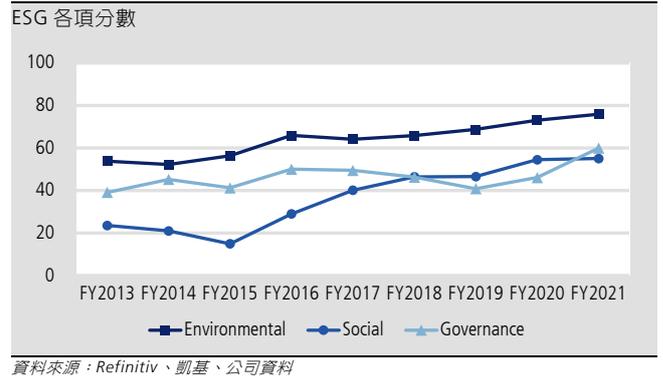


圖 13：碳排量

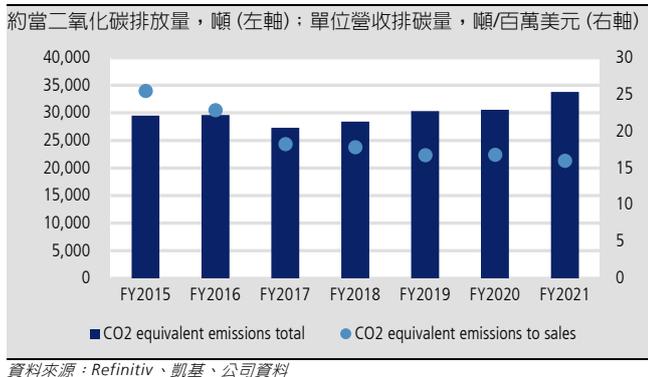


圖 14：廢棄物總量

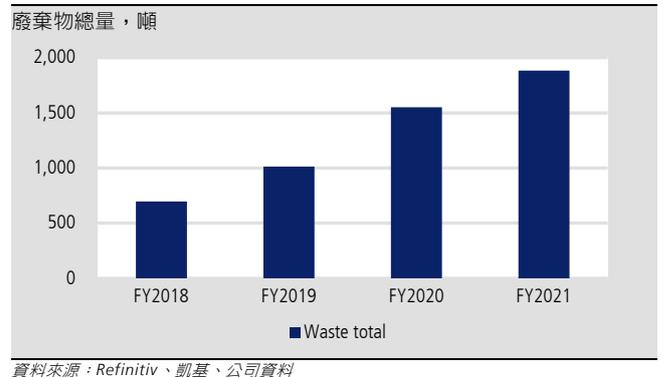


圖 15：耗水量

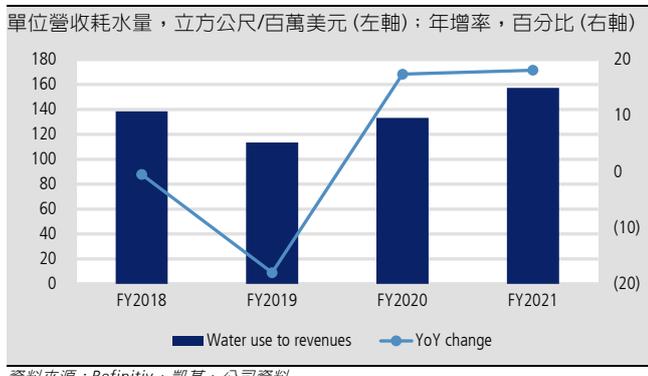


圖 16：員工流動率

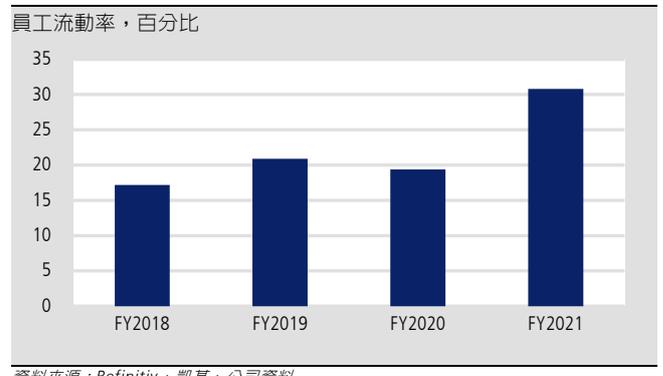


圖 17：性別多樣性

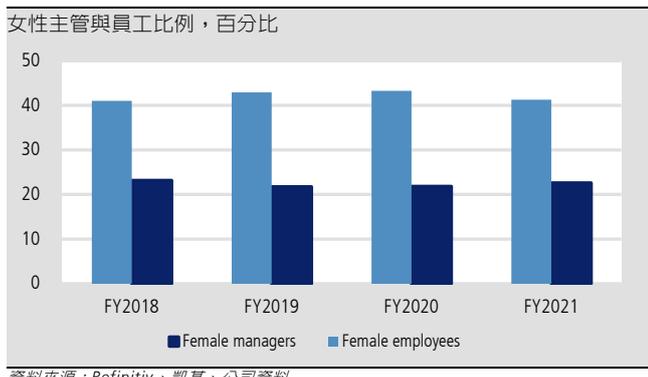
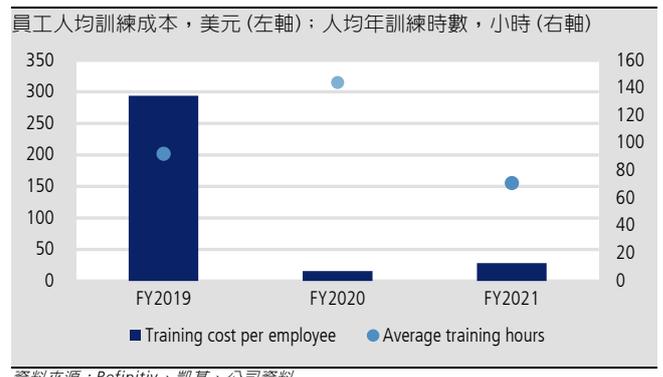


圖 18：員工訓練



ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv；凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	16,120	16,824	18,614	17,187	17,087	17,994	18,789	18,514	68,745	72,382	76,561
營業成本	(9,962)	(10,325)	(11,834)	(10,510)	(10,628)	(11,134)	(11,610)	(11,439)	(42,632)	(44,812)	(46,761)
營業毛利	6,157	6,499	6,780	6,677	6,458	6,859	7,179	7,074	26,113	27,571	29,800
營業費用	(3,143)	(3,392)	(3,401)	(3,645)	(3,370)	(3,518)	(3,511)	(3,734)	(13,581)	(14,133)	(15,472)
營業利益	3,015	3,108	3,378	3,031	3,088	3,341	3,668	3,340	12,532	13,438	14,329
折舊	(213)	(216)	(220)	(224)	(150)	(150)	(150)	(150)	(873)	(599)	(659)
攤提	(46)	(46)	(46)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(184)	(180)	(180)
EBITDA	3,273	3,370	3,645	3,301	3,283	3,536	3,863	3,535	13,589	14,217	15,167
利息收入	-	8	9	-	11	11	11	11	-	44	44
投資利益淨額	30	55	190	173	35	35	35	35	447	140	140
其他營業外收入	43	44	271	83	100	100	100	100	457	400	400
總營業外收入	72	107	470	255	146	146	146	146	904	584	584
利息費用	(5)	(8)	(7)	(8)	(7)	(7)	(7)	(7)	(27)	(28)	(28)
投資損失	-	(55)	(190)	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	87	(14)	315	(110)	(95)	(95)	(110)	(110)	33	(410)	(410)
總營業外費用	82	(77)	119	(118)	(102)	(102)	(117)	(117)	6	(438)	(438)
稅前純益	3,170	3,138	3,967	3,169	3,132	3,385	3,697	3,369	13,443	13,584	14,475
所得稅費用[利益]	(602)	(674)	(791)	(634)	(626)	(677)	(739)	(674)	(2,700)	(2,717)	(2,895)
少數股東損益	4	(6)	8	8	4	3	6	5	15	18	20
非常項目前稅後純益	2,572	2,458	3,184	2,543	2,509	2,712	2,963	2,701	10,757	10,885	11,599
非常項目	0	0	(0)	(0)	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	2,572	2,458	3,184	2,543	2,509	2,712	2,963	2,701	10,757	10,885	11,599
每股盈餘 (NT\$)	3.32	3.17	4.10	3.27	3.23	3.49	3.82	3.48	13.85	14.01	14.93
獲利率 (%)											
營業毛利率	38.2	38.6	36.4	38.8	37.8	38.1	38.2	38.2	38.0	38.1	38.9
營業利益率	18.7	18.5	18.1	17.6	18.1	18.6	19.5	18.0	18.2	18.6	18.7
EBITDA Margin	20.3	20.0	19.6	19.2	19.2	19.7	20.6	19.1	19.8	19.6	19.8
稅前純益率	19.7	18.6	21.3	18.4	18.3	18.8	19.7	18.2	19.6	18.8	18.9
稅後純益率	16.0	14.6	17.1	14.8	14.7	15.1	15.8	14.6	15.6	15.0	15.2
季成長率 (%)											
營業收入	2.4	4.4	10.6	(7.7)	(0.6)	5.3	4.4	(1.5)			
營業毛利	2.6	5.6	4.3	(1.5)	(3.3)	6.2	4.7	(1.5)			
營業收益增長	11.3	3.1	8.7	(10.3)	1.9	8.2	9.8	(8.9)			
EBITDA	9.8	3.0	8.2	(9.4)	(0.5)	7.7	9.2	(8.5)			
稅前純益	18.3	(1.0)	26.4	(20.1)	(1.2)	8.1	9.2	(8.9)			
稅後純益	13.2	(4.5)	29.6	(20.1)	(1.3)	8.1	9.3	(8.9)			
年成長率 (%)											
營業收入	22.5	18.4	20.0	9.2	6.0	6.9	0.9	7.7	17.3	5.3	5.8
營業毛利	18.2	24.6	18.8	11.3	4.9	5.5	5.9	6.0	18.0	5.6	8.1
營業收益	31.8	41.4	29.6	11.9	2.4	7.5	8.6	10.2	27.9	7.2	6.6
EBITDA	28.9	36.4	25.4	10.7	0.3	4.9	6.0	7.1	24.7	4.6	6.7
稅前純益	31.2	37.8	37.6	18.3	(1.2)	7.9	(6.8)	6.3	31.1	1.0	6.6
稅後純益	34.5	37.3	40.0	11.9	(2.4)	10.3	(6.9)	6.2	30.4	1.2	6.6

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	50,199	57,828	66,385	67,956	71,841
流動資產	30,288	36,686	41,747	42,146	44,815
現金及短期投資	13,153	12,991	15,381	18,384	19,959
存貨	7,814	12,517	14,008	10,804	11,243
應收帳款及票據	8,781	10,292	11,109	11,697	12,338
其他流動資產	540	886	1,250	1,262	1,275
非流動資產	19,912	21,142	24,638	25,810	27,026
長期投資	5,297	6,468	9,286	9,826	10,466
固定資產	9,917	10,247	11,039	11,640	12,181
什項資產	4,698	4,428	4,312	4,343	4,379
負債總額	15,153	19,465	22,101	20,969	21,974
流動負債	12,096	16,504	18,481	17,223	18,040
應付帳款及票據	4,326	7,487	7,126	6,139	6,388
短期借款	184	256	531	562	538
什項負債	7,586	8,761	10,823	10,523	11,114
長期負債	3,057	2,962	3,620	3,746	3,934
長期借款	-	-	122	81	95
其他負債及準備	2,969	2,895	3,323	3,489	3,663
股東權益總額	35,046	38,363	44,284	46,987	49,867
普通股股本	7,723	7,745	7,780	7,780	7,780
保留盈餘	11,740	13,706	17,750	20,471	23,371
少數股東權益	636	510	469	451	431
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(5.6%)	14.7%	17.3%	5.3%	5.8%
營業收益增長	(2.1%)	8.5%	27.9%	7.2%	6.6%
EBITDA	(2.4%)	8.9%	24.7%	4.6%	6.7%
稅後純益	(1.4%)	13.8%	30.4%	1.2%	6.6%
每股盈餘成長率	(10.6%)	13.5%	29.8%	1.2%	6.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	39.9%	37.8%	38.0%	38.1%	38.9%
營業利率	17.7%	16.7%	18.2%	18.6%	18.7%
EBITDA Margin	19.6%	18.6%	19.8%	19.6%	19.8%
稅後純益率	14.2%	14.1%	15.6%	15.0%	15.2%
平均資產報酬率	14.9%	15.3%	17.3%	16.2%	16.6%
股東權益報酬率	21.8%	22.8%	26.3%	24.1%	24.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.5%	0.7%	1.5%	1.4%	1.3%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	453.4	655.5	499.0	486.1	517.9
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	400.4	582.8	360.5	471.2	411.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	39.6	33.7	17.4	22.4	20.3
流動比率 (x)	2.5	2.2	2.3	2.4	2.5
速動比率 (x)	1.9	1.5	1.5	1.8	1.9
淨負債 (NT\$百萬)	(7,313)	(9,045)	(11,377)	(14,390)	(15,975)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	9.40	10.67	13.85	14.01	14.93
每股現金盈餘 (NT\$)	10.48	11.81	12.53	16.99	14.82
每股淨值 (NT\$)	44.56	48.88	56.32	59.82	63.54
調整後每股淨值 (NT\$)	44.63	48.97	56.41	59.92	63.65
每股營收 (NT\$)	66.30	75.84	88.51	93.19	98.57
EBITDA/Share (NT\$)	12.98	14.10	17.50	18.30	19.53
每股現金股利 (NT\$)	7.10	8.00	10.00	10.51	11.20
資產運用狀況					
資產週轉率 (x)	1.05	1.09	1.11	1.08	1.10
應收帳款週轉天數	62.9	64.1	59.0	59.0	59.0
存貨週轉天數	93.1	125.2	119.9	88.0	88.0
應付帳款週轉天數	51.5	74.9	61.0	50.0	50.0
現金轉換週轉天數	104.4	114.4	117.9	97.0	97.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	51,119	58,622	68,745	72,382	76,561
營業成本	(30,723)	(36,490)	(42,632)	(44,812)	(46,761)
營業毛利	20,396	22,132	26,113	27,571	29,800
營業費用	(11,360)	(12,331)	(13,581)	(14,133)	(15,472)
營業利益	9,037	9,800	12,532	13,438	14,329
總營業外收入	418	665	904	584	584
利息收入	-	27	-	44	44
投資利益淨額	166	449	447	140	140
其他營業外收入	252	189	457	400	400
總營業外費用	(327)	(210)	6	(438)	(438)
利息費用	(20)	(16)	(27)	(28)	(28)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(307)	(195)	33	(410)	(410)
稅前純益	9,128	10,255	13,443	13,584	14,475
所得稅費用 [利益]	(1,825)	(1,948)	(2,700)	(2,717)	(2,895)
少數股東損益	(55)	(57)	15	18	20
非常項目	-	(0)	(0)	0	0
稅後淨利	7,248	8,250	10,757	10,885	11,599
EBITDA	10,005	10,897	13,589	14,217	15,167
每股盈餘 (NT\$)	9.40	10.67	13.85	14.01	14.93

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	8,079	9,132	9,731	13,195	11,510
本期純益	7,248	8,250	10,757	10,885	11,599
折舊及攤提	968	1,097	1,057	779	839
本期運用資金變動	(528)	(3,061)	(2,727)	1,671	(788)
其他營業資產及負債變動	390	2,846	644	(140)	(140)
投資活動之現金流量	(809)	(1,276)	(2,240)	(1,811)	(1,916)
投資用短期投資出售 [新購]	95	54	(902)	-	-
本期長期投資變動	(375)	(390)	(39)	(400)	(500)
資本支出淨額	(619)	(1,036)	(1,353)	(1,200)	(1,200)
其他資產變動	91	96	54	(211)	(216)
自由現金流	6,875	4,670	6,808	11,820	10,134
融資活動之現金流量	(5,715)	(5,564)	(5,649)	(8,381)	(8,019)
長期借款變動	(65)	91	280	(10)	(10)
長期借款變動	(42)	-	122	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(5,463)	(5,506)	(6,196)	(8,519)	(8,164)
其他融資現金流	(144)	(148)	146	148	155
匯率影響數	(62)	(488)	886		
本期產生現金流量	1,494	1,804	2,729	3,003	1,575

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	22.2%	21.0%	19.8%	19.5%	20.2%
- 銷管費用/營業收入	17.7%	16.7%	18.2%	18.6%	18.7%
= 營業利益率	17.7%	16.7%	18.2%	18.6%	18.7%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本週轉率	3.3	3.3	3.5	3.8	3.9
營業利率	17.7%	16.7%	18.2%	18.6%	18.7%
x 資本週轉率	3.3	3.3	3.5	3.8	3.9
x (1 - 有效現金稅率)	80.0%	81.0%	79.9%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	47.0%	44.4%	50.9%	56.6%	57.9%

資料來源：公司資料，凱基

研華 – 以往評級及目標價


資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點
中國 上海 上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室
郵政編號：200040

台灣 台北 104 台北市明水路 700 號
電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691

香港 香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓
電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800

泰國 曼谷 8th - 11th floors, Asia Centre Building
173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand
電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014

新加坡 珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈
郵政編號：068807
電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826

印尼 Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia
電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。