

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價	412.50 元
目標價	
3 個月	509.00 元
12 個月	509.00 元

研華(2395 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

01/07/2025	Buy	354.00
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)	3,562
目前每股淨值(元)	56.17
外資持股比(%)	38.37
投信持股比(%)	1.41
董監持股比(%)	29.22
融資餘額(張)	859
現金股息配發率(F)(%)	72.86

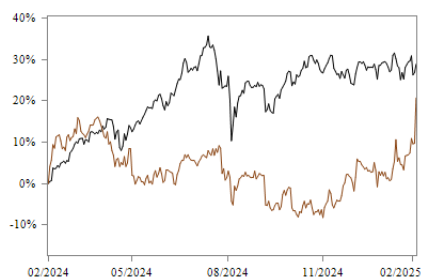
產品組合



- 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



2025~2026 年營收恢復成長動能，維持 Buy 的建議

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，且因近期推出的大語言模型 DeepSeek 能降低成本，將加快 Edge AI 導入速度，故調升目標價至 509 元，是以 2026 年 PER 32x 來評價，投資建議維持 Buy。

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，且因近期推出的大語言模型 DeepSeek 能降低成本，將加快 Edge AI 導入速度。研華於 04/26/2024 宣布併購法國 POS 及 KIOSK 品牌公司 Aures，並於 10/04/2024 宣布已經完成第一階段的股權收購，透過向 Aures 大股東收購及公開收購 Aures 股票共 143 萬股，並認購一筆 Aures 新發行可轉債共 250 萬歐元，預計實際貢獻會落在 2025 年，公司評估 2026 年 Aures 營收會來到 1,800 萬美元，佔整體營收低於 5%，雖然毛利率和營益率低於公司平均，但因為營收規模不大，影響相對有限。研華 2024 年營收為 597.71 億元，YOY -7.43%；預估稅後純益為 91.12 億元，YOY -15.92%；稅後 EPS 10.55 元。預估研華 2025 年營收為 680.32 億元，YOY +13.82%；稅後純益為 114.62 億元，YOY +25.80%；稅後 EPS 13.27 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	59,771	68,032	78,868	15,138	13,879	14,644	14,950	16,299	15,339	16,460	17,996	18,236
營業毛利淨額	24,277	28,132	32,604	6,220	5,548	5,931	6,173	6,625	6,253	6,872	7,366	7,640
營業利益	9,371	12,052	14,814	2,691	1,917	2,166	2,452	2,835	2,423	2,932	3,256	3,440
稅後純益	9,112	11,462	13,732	2,291	1,993	2,113	2,258	2,748	2,382	2,731	3,091	3,259
稅後 EPS(元)	10.55	13.27	15.90	2.65	2.31	2.45	2.61	3.18	2.76	3.16	3.58	3.77
毛利率(%)	40.62%	41.35%	41.34%	41.09%	39.97%	40.50%	41.30%	40.65%	40.77%	41.75%	40.93%	41.90%
營業利益率(%)	15.68%	17.72%	18.78%	17.78%	13.82%	14.79%	16.40%	17.39%	15.80%	17.82%	18.09%	18.86%
稅後純益率(%)	15.24%	16.85%	17.41%	15.13%	14.36%	14.43%	15.10%	16.86%	15.53%	16.59%	17.17%	17.87%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-7.43%	13.82%	15.93%	0.87%	-8.31%	5.51%	2.09%	9.02%	-5.89%	7.31%	9.33%	1.33%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-15.92%	25.80%	19.80%	-11.32%	-13.00%	6.04%	6.82%	21.71%	-13.32%	14.67%	13.17%	5.44%

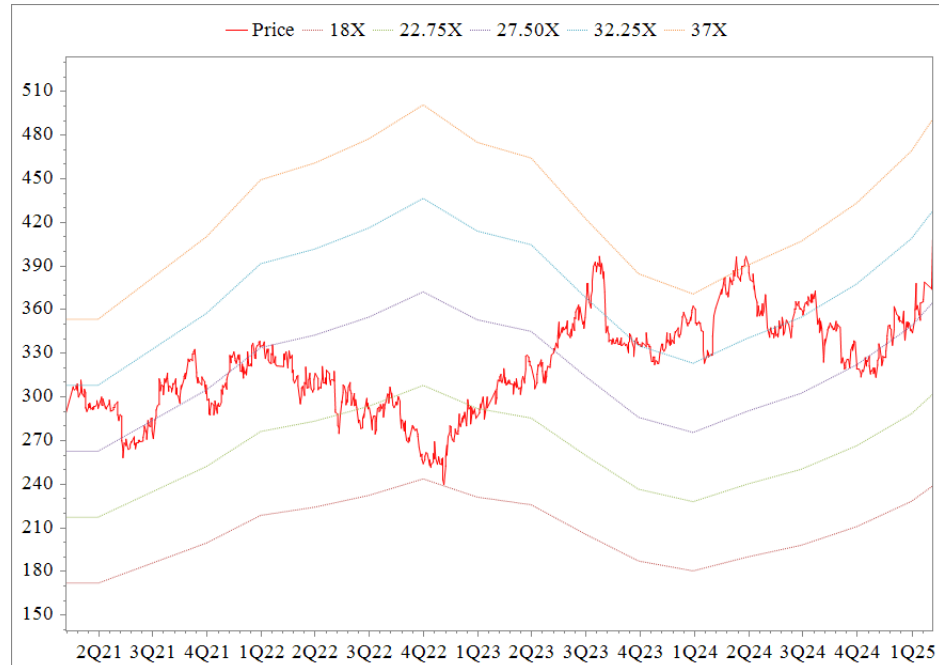
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 86.35 億元計算。

ESG(Environment, Social, Governance)：

研華ESG願景：永續地球的智能推手

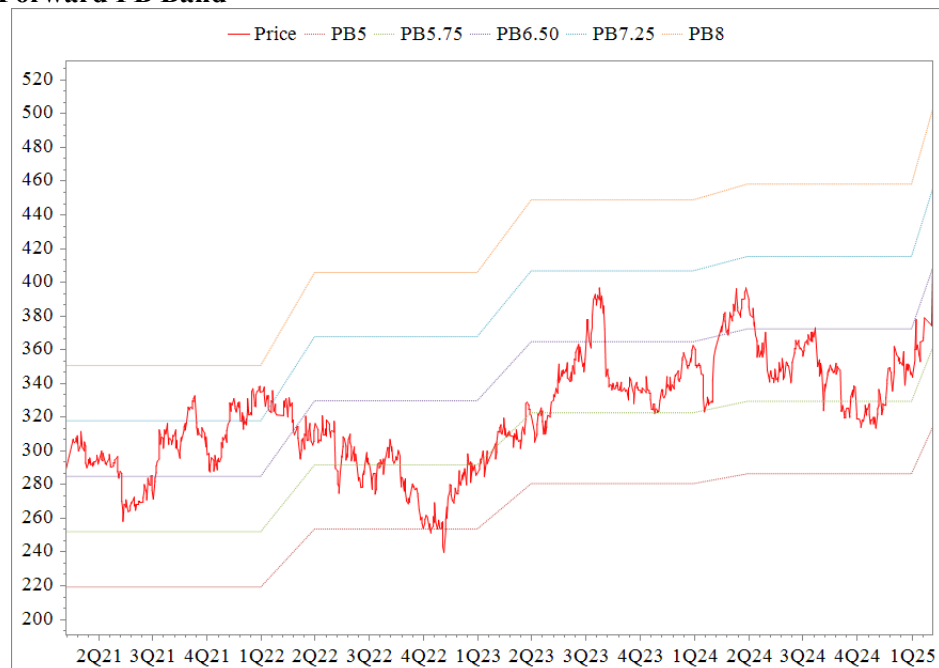


Forward PE Band



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 2 月 6 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	66,385	69,056	70,430	76,948	84,127
流動資產	41,747	41,386	35,572	45,418	48,472
現金及約當現金	12,030	11,012	9,859	12,317	13,273
應收帳款與票據	11,109	9,271	9,595	11,879	13,015
存貨	14,008	9,804	8,672	13,190	13,427
採權益法之投資	4,383	4,705	6,840	5,949	7,203
不動產、廠房設備	11,039	11,326	11,094	10,861	10,629
負債總計	22,101	20,247	20,650	22,375	24,036
流動負債	18,481	16,027	13,775	16,822	17,953
應付帳款及票據	7,126	6,089	6,124	7,605	8,314
非流動負債	3,620	4,220	6,839	4,037	3,858
權益總計	44,284	48,810	49,781	54,573	60,091
普通股股本	7,778	8,578	8,578	8,578	8,578
保留盈餘	26,858	29,230	30,201	34,993	40,511
母公司業主權益	43,815	48,461	49,468	54,291	59,840
負債及權益總計	66,385	69,056	70,430	76,948	84,127

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	68,745	64,568	59,771	68,032	78,868
營業成本	42,632	38,406	35,494	39,900	46,264
營業毛利淨額	26,113	26,162	24,277	28,132	32,604
營業費用	13,581	14,034	14,906	16,080	17,790
營業利益	12,532	12,128	9,371	12,052	14,814
EBITDA	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	11,074	13,918	16,681
所得稅	2,700	2,477	1,998	2,487	2,980
稅後純益	10,757	10,838	9,112	11,462	13,732
稅後 EPS(元)	12.46	12.55	10.55	13.27	15.90
完全稀釋 EPS**	12.46	12.55	10.55	13.27	15.90

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%	-7.43%	13.82%	15.93%
營業毛利淨額	17.99%	0.19%	-7.20%	15.88%	15.90%
營業利益	27.87%	-3.22%	-22.74%	28.61%	22.92%
稅後純益	30.39%	0.75%	-15.92%	25.80%	19.80%

獲利能力分析(%)

毛利率	37.99%	40.52%	40.62%	41.35%	41.34%
EBITDA(%)	21.07%	21.87%	21.24%	18.66%	16.10%
營益率	18.23%	18.78%	15.68%	17.72%	18.78%
稅後純益率	15.65%	16.78%	15.24%	16.85%	17.41%
總資產報酬率	16.20%	15.69%	12.94%	14.90%	16.32%
股東權益報酬率	24.29%	22.20%	18.30%	21.00%	22.85%

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

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	9,731	9,665	14,548	10,618	16,733
稅前純益	13,443	13,267	11,074	13,918	16,681
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	843	-5,321	-664
其他營運現金	-2,101	-9,692	1,567	979	-304
投資活動現金	-2,240	-2,573	-7,770	-280	-5,589
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	-5,285	2,205	-3,103
籌資活動現金	-5,649	-8,064	-7,930	-7,880	-10,189
長借/公司債變動	122	0	2,618	-2,801	-179
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	-2,445	1,561	-1,826
淨現金流量	2,729	-1,018	-1,152	2,458	955
期初現金	9,301	12,030	11,012	9,859	12,317
期末現金	12,030	11,012	9,859	12,317	13,273

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 6 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	16,299	15,339	16,460	17,996	18,236	17,811	19,116
營業成本	8,990	8,918	8,332	8,713	8,776	9,674	9,086	9,588	10,630	10,596	10,551	11,133
營業毛利淨額	6,017	6,220	5,548	5,931	6,173	6,625	6,253	6,872	7,366	7,640	7,261	7,984
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	2,835	2,423	2,932	3,256	3,440	2,961	3,594
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	3,302	2,890	3,399	3,723	3,907	3,427	4,060
所得稅	531	458	428	523	493	554	516	676	640	656	612	807
稅後純益	2,583	2,291	1,993	2,113	2,258	2,748	2,382	2,731	3,091	3,259	2,823	3,261
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	3.18	2.76	3.16	3.58	3.77	3.27	3.78

獲利能力(%)

毛利率(%)	40.09%	41.09%	39.97%	40.50%	41.30%	40.65%	40.77%	41.75%	40.93%	41.90%	40.76%	41.76%
營業利益率(%)	16.70%	17.78%	13.82%	14.79%	16.40%	17.39%	15.80%	17.82%	18.09%	18.86%	16.62%	18.80%
稅後純益率(%)	17.21%	15.13%	14.36%	14.43%	15.10%	16.86%	15.53%	16.59%	17.17%	17.87%	15.85%	17.06%

QoQ(%)

營業收入淨額	-11.87%	0.87%	-8.31%	5.51%	2.09%	9.02%	-5.89%	7.31%	9.33%	1.33%	-2.33%	7.33%
營業利益	-26.94%	7.41%	-28.75%	12.97%	13.20%	15.61%	-14.53%	21.02%	11.04%	5.64%	-13.94%	21.37%
稅前純益	-18.07%	-11.61%	-12.20%	9.86%	4.18%	20.38%	-12.48%	17.63%	9.53%	4.94%	-12.27%	18.46%
稅後純益	-14.02%	-11.32%	-13.00%	6.04%	6.82%	21.71%	-13.32%	14.67%	13.17%	5.44%	-13.37%	15.49%

YoY(%)

營業收入淨額	-19.38%	-11.92%	-20.21%	-14.00%	-0.38%	7.67%	10.52%	12.41%	20.38%	11.89%	16.12%	16.14%
營業利益	-25.83%	-11.22%	-45.24%	-36.84%	-2.13%	5.34%	26.37%	35.37%	32.79%	21.34%	22.19%	22.54%
稅前純益	-22.15%	-13.86%	-34.88%	-30.15%	-11.18%	20.96%	20.58%	29.10%	35.74%	18.33%	18.61%	19.45%
稅後純益	-18.88%	-9.91%	-32.65%	-29.65%	-12.61%	19.94%	19.49%	29.22%	36.91%	18.61%	18.54%	19.39%

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。