

研華 (2395 TT) Advantech

併購 Aures 增加智慧零售業績，DeepSeek 效應推動邊緣 AI 成長加快

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$500.0

收盤價 (2025/02/18)：NT\$407.5
隱含漲幅：22.7%

營收組成 (3Q24)

Industrial IoT 30%、Embedded IoT 25%、ACG 15%、ICVG 10%、Service IoT 9%、AS+ 11%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	500	410
2025年營收 (NT\$/十億)	70.3	67.6
2025年EPS	12.8	12.4

交易資料表

市值	NT\$351,880百萬元
外資持股比率	38.3%
董監持股比率	29.2%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$62.14
負債比	26.8%
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	64,568	59,771	70,277	77,280
營業利益	12,128	9,202	11,879	13,158
稅後純益	10,838	8,847	11,018	12,129
EPS (元)	12.65	10.25	12.76	14.05
EPS YoY (%)	0.7	-19.0	24.5	10.1
本益比 (倍)	32.2	39.8	31.9	29.0
股價淨值比 (倍)	7.2	7.2	6.6	6.1
ROE (%)	23.2	18.0	20.5	21.1
現金殖利率 (%)	2.3%	1.9%	2.4%	2.6%
現金股利 (元)	9.45	7.70	9.60	10.60

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余玲華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

◆ 研華斥資 10 億元併入 Aures，可望提升 POS、數位看板、KIOSK、AI 等軟硬體能力。估 2025 年貢獻營收 4%，小幅獲利 1.7 億元。

◆ DeepSeek 效應加速邊緣 AI 推廣，邊緣 AI 2024 年貢獻研華營收 4%，預期 2026 年占比 15~20%，未來二年皆有翻倍成長的機會。

◆ 北美訂單增強，DeepSeek 效應推動邊緣 AI 成長加快，維持研華買進評等。目標價 500 元係以 2025 年 EPS 12.76 元、39 倍本益比推得。

併購法國 POS 及 KIOSK 品牌公司 Aures，增加智慧零售業績

研華去年斥資 10 億元併入法國 Aures，可望提升 POS、數位看板、KIOSK、AI 等軟硬體能力。目前研華在 POS 的業務市場以亞洲為主，併購後也能將版圖擴充至亞洲以外地區，與 Aures 形成互補。Aures 毛利率約 35%，2023 年營收約為 8,634 萬歐元，衰退 17%，稅後損失 1,051 萬歐元，EPS -2.63 歐元，主因工業電腦產業進行庫存調整。2024 年研華入股將其體質改善，並與公司零售業務結合，估 2025 年營收年增 12%至 7,860 萬歐元(台幣 27 億元)，占營收比重 4%，估稅後小賺 500 萬歐元(台幣 1.7 億元)。

DeepSeek 低價 AI 模型上市，邊緣 AI 推廣速度加快

DeepSeek 低價 AI 模型上市造成市場轟動，預期邊緣 AI 推廣速度加快。研華已推出 10 多款板卡和系統具有 AI 運算效能，並與多家軟體廠商合作推出軟硬整合平台。邊緣 AI 目前應用產業包含：醫療、交通、農業、工廠自動化的機器視覺、AMR、QSR...等。2024 年邊緣 AI 貢獻營收 4%，預期 2026 年占比 15~20%。由於邊緣 AI 產品毛利率 46~47%，優於公司平均值 40~41%，為公司未來營運及獲利成長重要動能。

略上修 2024/25 年稅後 1%/3%，主因併入 Aures 及北美市場、邊緣 AI 助益增強

併入 Aures 及北美市場、邊緣 AI 助益增強，上修 2024/25 年營收 1%/4%至 598/703 億元，年減 7%/年增 18%，毛利率約維持 2023 年水準 40.6%/40.7%，營業利益 92/119 億元，年減 24%/年增 29%。合計稅後 88/110 億元，年減 18%/年增 25%，EPS 10.25/12.76 元，比原先預期上修 1%/3%，主因略上調營收。由於北美 Design Win 訂單增加，DeepSeek 效應推動邊緣 AI 成長速度加快，維持研華買進評等。

併購法國 POS 及 KIOSK 品牌公司 Aures，增加智慧零售業績

研華 2024 年 4 月 26 日宣布，以每股不高於 6.7 歐元收購 Aures 股票(流通在外股數共 3,938,173 股)，目前持股 35%，已於 4Q24 列入合併報表，研華希望 2025 年 4 月持股至 100%股權，整體收購金額將達近新台幣 10 億元。另外研華以 500 萬歐元之可轉債協助 Aures 充實營運資金，2024 年底完成，併購後會維持 Aures 既有業務並繼續經營。

Aures 成立於 1989 年，為法國的上市公司，主要業務為提供零售業 POS 與 KIOSK 設備的 IT 製造與服務商。Aures 品牌的 POS 設備擴及歐洲、澳洲、美國等地，旗下美國子公司 Retail Technology Group 為零售 IT 系統服務廠商，擁有遍布全美的服務網路。

併入 Aures 可望提升研華 POS、數位看板、KIOSK、AI 等軟硬體能力，並在智慧零售場域的服務升級。目前研華在 POS 的業務市場以亞洲為主，併購後也能將版圖擴充至亞洲以外地區，與 Aures 形成互補。

Aures 以研發軟體和解決方案為主要業務，毛利率約 35%，2023 年營收約為 8,634 萬歐元(折合新台幣 29 億元；占研華營收比重約 4.5%)，衰退 17%，稅後損失 1051 萬歐元(台幣 3.6 億元)，EPS -2.63 歐元，主因工業電腦產業進行庫存調整。2024 年研華入股，進行產品線調整，估營收年減 19%至 7,000 萬歐元，稅後小幅虧損 300 萬歐元。2025 年研華將其體質改善，並與公司零售業務結合，估營收年增 12%至 7,860 萬歐元(台幣 27 億元)，占營收比重 4%，估稅後小賺 500 萬歐元(折合台幣 1.7 億元)。

DeepSeek 低價 AI 模型上市造成市場轟動，邊緣 AI 推廣速度加快

DeepSeek 成為中國及美國 Apple Store 免費 App 下載榜榜首，部分地區下載量超過 ChatGPT。截至目前，DeepSeek 仍名列蘋果應用商店 157 個國家的第一名。DeepSeek 上線 20 天，每日活躍用戶數量(DAU)就突破 2,000 萬，達到 ChatGPT 逾 40%，成為全球 DAU 增速最快的 AI 公司。

在中國晶片被限制的狀況下，DeepSeek 僅使用 H800 算力較低晶片，560 萬美金完成開源式模型，遠低於 Open AI 開發成本 1 億美金，彰顯其低成本、高效率開發的優勢，導致市場擔憂 OpenAI、Google 等在 AI 模型和資料中心上投入大量資金的意義，也對於是否需要導入 AI Server 高算力產生疑慮。

分析 DeepSeek 成功因素(也是大陸低成本製造普遍做法)：

- 1) 分析 Open AI 的運作模式：拆解 AI 先驅 Open AI 的運作模式，無論在 ChatGPT-4 的輸入/輸出模式、模型架構、推論邏輯、AI 生成模式...等。
- 2) 降低成本：DeepSeek 在此使用蒸餾(Distillation)技術。所謂蒸餾技術在 AI 領域是一種模型壓縮技術，主要將一個大型且性能優異的模型(教師模型)中的知識轉移到一個較小的模型(學生模型)中，但學生模型保持教師相似性能且降低算力和電力資源消耗。內容可能包括：
 - a) 強化學習(Reinforcement Learning；RL)：不需給機器任何的資料，讓機器直接從互動中去學習，這是最接近大自然與人類原本的學習方式。但機器透過環境的正向、負向回饋(positive/negative reward)，從中自我學習，並逐步形成對回饋刺激(stimulus)的預期。
 - b) 監督式微調(Supervised Fine-Tuning；SFT)：電腦從標籤化(labeled)的資訊中分析模式後做出預測的學習方式。標記過的資料好比標準答案，電腦在學習的過程透過對比誤差，一邊修正達到更精準預測。

c) MoE (Mixture of Experts; 混合專家模型)：結合多位專門的子模型，類似「專家」的概念，以便在其各自擅長領域發揮作用...等。

d) FP8 精度：一種浮點數表示格式，代表 8-bit 浮點數，為最新引入的數值精度形式，主要用於深度學習中的 AI 訓練和推論，目的在性能與數據精度之間取得更好的平衡。使用 FP8 可以大幅減少顯存和內存占用，運算速度顯著提升，GPU 能以更低的功耗執行 FP8 運算，相較於 FP16 或 FP32，能效比有顯著改善。

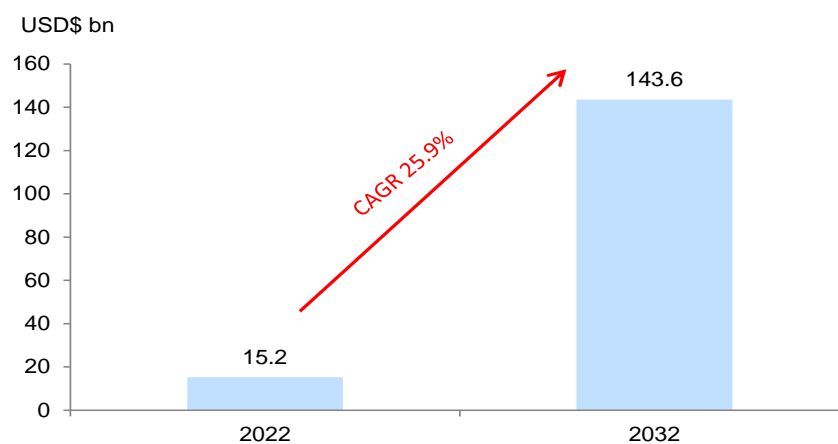
3) 開源策略：相對於 Open AI 採用閉源環境，DeepSeek 改採開源策略，一般消費者可免費進入使用，大大推廣其使用率。

DeepSeek 的模型在程式撰寫、數學、邏輯...等任務中展現出強大的推理能力，能夠舉一反三，解決複雜問題，能力方面不輸給 Open AI，且成本低，造成大眾的喜愛。目前 DeepSeek 對於敏感性政治問題較無法答覆。

開源模型的崛起對消費者而言無疑利多，通常都是免費或低成本，這對於未來進一步推動 AI 技術進入更多消費性產品領域，如：IPC、機器人、資安等軟硬體設備。不僅降低技術普及的門檻，也為 AI 相關行業創造更多可能，邊緣 AI 推廣速度可望加快。

研華已推出 10 多款板卡和系統具有 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，目前與多家廠商如：創新奇智、36zero vision (德國自動化公司)、Raven Software、Zededa、Aiixon、Tapway...等合作。邊緣 AI 目前應用產業包含：醫療、交通、農業、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 目前以 GPU 卡銷售佳，預估 2024 年貢獻營收 4%，預期 2026 年占比 15~20% (未來二年皆有翻倍成長的機會)，由於邊緣 AI 產品毛利率 46~47%，優於公司平均值 40~41%，為公司未來營運及獲利成長重要動能。

圖 1：邊緣 AI 未來 CAGR 25.9%，處於高成長狀態



資料來源：market.us、元大投顧

圖 2：研華軟硬平台結合，全力發展 Edge AI



Edge AI Ecosystem



Qualcomm

Global Elite Partner

Advantech is a worldwide Elite partner with NVIDIA, which enabling the best technology resources and support for our customers.



Edge/Cloud/Platform Total Solution

From edge fanless systems, rackmount servers to all-in-one AI cameras, Advantech enables the design of any system form factor to meet diverse industrial needs.



AI Software Customization

A dedicated software team to support BSP, drivers, to NVIDIA SDK, e.g. ISSAC ROS, Metropolis Microservices on Jetson, and NVIDIA AI Enterprise.



AI Vision Integration

Advantech provides a expert team for video integration design: including GMSL, PoE, USB, SDI, SDVoE.....etc to accelerate the video AI integration.

Growing AI Ecosystem to Accelerate Deployment

AI Sensing Partners



AI Channel Partners



AI Software Partners



ADVANTECH

資料來源：研華、元大投顧

北美訂單增強，景氣復甦明顯，有助未來三年業績成長

2024 年北美狀況(占營收比重約 30%)較差，主要受到高利率環境、美國大選不確定性影響，客戶下單較保守，預估 2024 年北美營收年減 13%。現在大選結果明朗後對 2025 年展望樂觀。研華預期 2025 年北美市場需求最為強勁，從 2023 年累積至今 Design-win 達 7 億美金(折合台幣 230 億元)，超過 50%來自新客人跟新訂單，主要應用是醫療、交通和半導體等相關領域。預計在 2025 年開始出貨，基本上可提供未來三年成長。

4Q24 進入工業電腦最旺季，營收季增 9%，稅後 24.8 億元，季增 10%，年增 8%，EPS 2.88 元，比原先預期調高 3%，主因營收比預期略佳且估入匯兌收益

4Q24 進入工業電腦最旺季，加上產業逐漸步入復甦、AURES 併入營收，營收季增 9%至 163 億元(比原估增加 3%)，年增 8%。AURES 初期尚未獲利，估毛利率略季減 0.6 百分點至 40.7%。營業利益 26.7 億元，季增 9%，年減 1%。業外受惠台幣貶值 3.6%，估匯兌收益 0.3 億元，加上利息收入及投資收入等挹注，估獲利 3.5 億元。合計稅後 24.8 億元，季增 10%，年增 8%，EPS 2.88 元，比原先預期調高 3%，主因營收比預期略佳且估入匯兌收益。

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

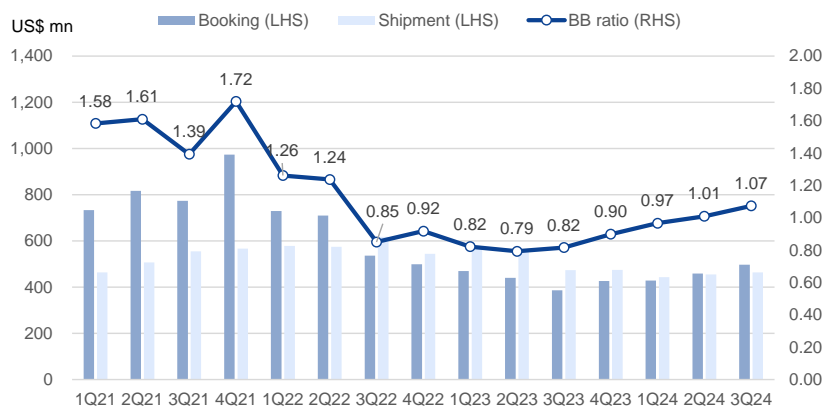
(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	15,138	14,950	16,299	9.0%	7.7%	15,904	15,797	2.5%	3.2%
營業毛利	6,220	6,173	6,626	7.3%	6.5%	6,466	6,454	2.5%	2.7%
營業利益	2,691	2,452	2,666	8.7%	-0.9%	2,617	2,620	1.9%	1.7%
稅前利益	2,730	2,743	3,011	9.8%	10.3%	2,932	2,924	2.7%	3.0%
稅後淨利	2,291	2,258	2,483	10.0%	8.4%	2,418	2,401	2.7%	3.4%
調整後 EPS (元)	2.67	2.62	2.88	10.0%	7.6%	2.80	2.78	2.7%	3.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	41.1%	41.3%	40.7%	-0.6	-0.4	40.7%	40.9%	0.0	-0.2
營業利益率	17.8%	16.4%	16.4%	0	-1.4	16.5%	16.6%	-0.1	-0.2
稅後純益率	15.1%	15.1%	15.2%	0.1	0.1	15.2%	15.2%	0.0	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

B/B ratio (接單/出貨比) 2Q24 回升至 1 以上，北美 Design Win 訂單增加，景氣漸趨樂觀

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。3Q24 小幅提高至 1.07 (北美 1.11/歐洲 1.16/大陸 1.01)，其中訂單季增 8.3%，出貨季增 1.8%，訂單上升幅度增快，有利景氣復甦，估計 4Q24 B/B 在 1~1.1，且 2025 年在北美 Design Win 訂單增加，B/B 可望均在 1 以上，未來展望樂觀。

圖 4：研華 3Q24 B/B 提高至 1.07，訂單增加速度變快



資料來源：公司資料、元大投顧

1Q25 工業電腦進入復甦階段，且邊緣 AI 及北美訂單樂觀，估營收季增 2%，年增 20%

研華 1 月營收 57.3 億元，月增 7%，年增 15%，主因北美/歐洲/新興市場成長 24%/23%/55%。因此 1Q25 雖然工作天數減少，但目前工業電腦進入復甦階段，且邊緣 AI 及北美訂單樂觀，估營收季增 2%至 166 億元，年增 20%。毛利率季持平至 40.6%。營業利益 27.1 億元，季增 2%，年增 42%。業外受惠利息收入及投資收入等挹注，估獲利 3.4 億元。合計稅後 25.5 億元，季增 3%，年增 28%，EPS 2.95 元，比原先預期調高 3%，主因略上調營收 4%。

圖 5：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24F	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	13,879	16,299	16,604	1.9%	19.6%	15,966	15,585	4.0%	6.5%
營業毛利	5,548	6,626	6,747	1.8%	21.6%	6,488	6,347	4.0%	6.3%
營業利益	1,917	2,666	2,713	1.8%	41.5%	2,624	2,523	3.4%	7.5%
稅前利益	2,397	3,011	3,049	1.3%	27.2%	2,961	2,820	3.0%	8.1%
稅後淨利	1,993	2,483	2,548	2.6%	27.8%	2,474	2,306	3.0%	10.5%
調整後 EPS (元)	2.31	2.88	2.95	2.6%	27.8%	2.87	2.67	3.0%	10.5%
重要比率 (%)						百分點		百分點	
營業毛利率	40.0%	40.7%	40.6%	0.0	0.7	40.6%	40.7%	0.0	-0.1
營業利益率	13.8%	16.4%	16.3%	0.0	2.5	16.4%	16.2%	-0.1	0.1
稅後純益率	14.4%	15.2%	15.3%	0.1	1.0	15.5%	14.8%	-0.2	0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

略上修 2024/25 年稅後 1%/3%，主因併入 Aures 及北美市場、邊緣 AI 助益增強

併入 Aures 及北美市場、邊緣 AI 助益增強，上修 2024/25 年營收 1%/4%至 598/703 億元，年減 7%/年增 18%，毛利率約維持 2023 年水準 40.6%/40.7%，營業利益 92/119 億元，年減 24%/年增 29%。合計稅後 88/110 億元，年減 18%/年增 25%，EPS 10.25/12.76 元，比原先預期上修 1%/3%，主因略上調營收。

產業概況

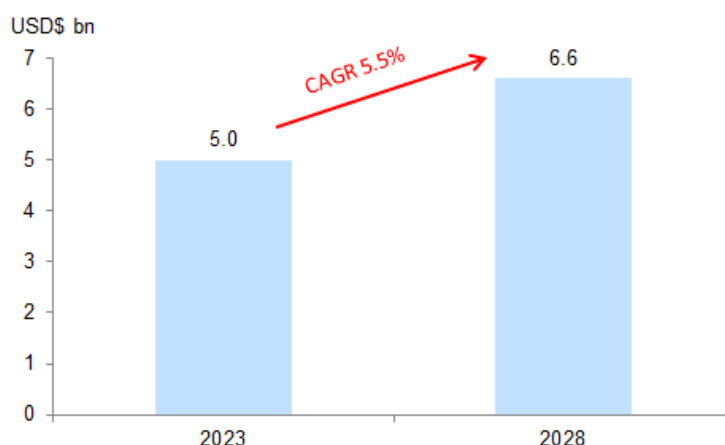
預估工業電腦 2023-2028 年產值 CAGR 5.5%，為下游成長穩定的產業

工業電腦在 2000 年後網路發達，亦造成工業電腦用途日漸擴大，由工廠發展至生活端。過去常受全球製造業景氣影響，後因應用面變廣，成長性加快。

工業電腦近年成長率在 5~10%，是下游成長穩定的產業。2020 年發生新冠肺炎，全球大部分國家均受疫情拖累，實體店面銷售不佳，經濟依賴網路購物及居家上班、遠距教學...等需求支持，對工業電腦影響頗大，全球企業資本支出縮減，業績明顯下滑，龍頭研華 2020 年營收衰退 6%。直至 2021 年後在新冠疫苗注射、疫情和緩後，上游半導體缺料改善，2021/22 年營收恢復雙位數以上成長。2023/1H24 年遭逢工業電腦庫存調整，研華業績下滑，但 2H24 客戶訂單恢復，且邊緣 AI 進入建置期，營收開始年轉正。

根據研調機構統計及預估，工業電腦 2023 年產值約為 50 億美元，可望增加至 2028 年的 66 億美元，CAGR 5.5% 比一般 PC 低個位數成長為佳，主因對工業物聯網、製造業數位化、邊緣 AI 建置...等因素推動。

圖 6：工業電腦 2023-2028 年產值 CAGR 5.5%







資料來源：Markets and Markets、元大投顧

工業 4.0 帶動物聯網需求大增

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，透過物聯網收集巨量資料，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。

第四次工業革命和過去相比，網路無所不在，移動性提高；感測器體積變得更小、性能更強大、成本也更低。與此同時，人工智慧和機器學習也開始嶄露鋒芒，相關應用不斷增加。

圖 7：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

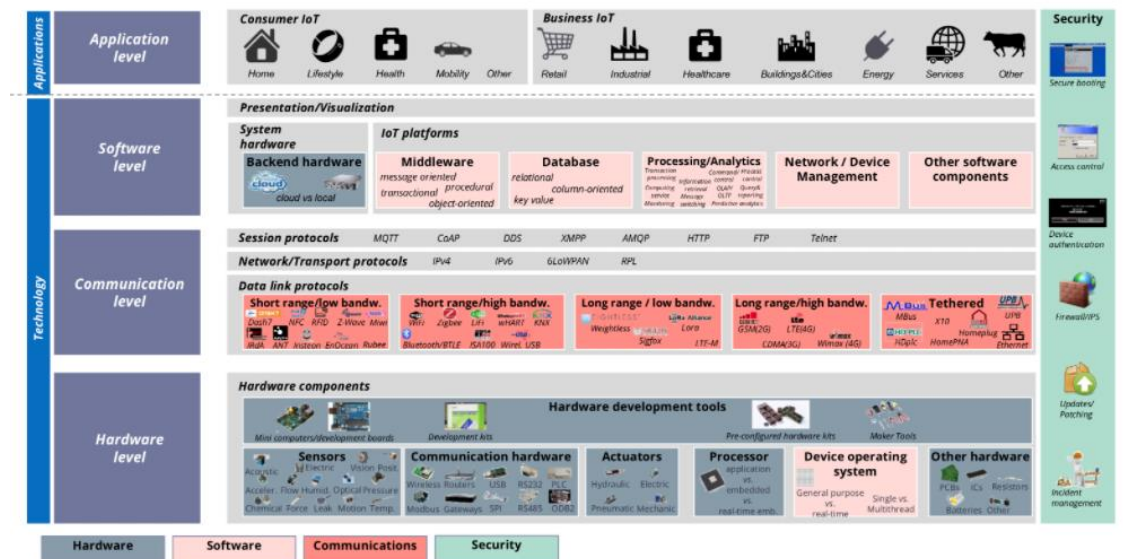
資料來源：元大投顧整理

預估物聯網 2024~2029 年 CAGR 達 15.12%

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。

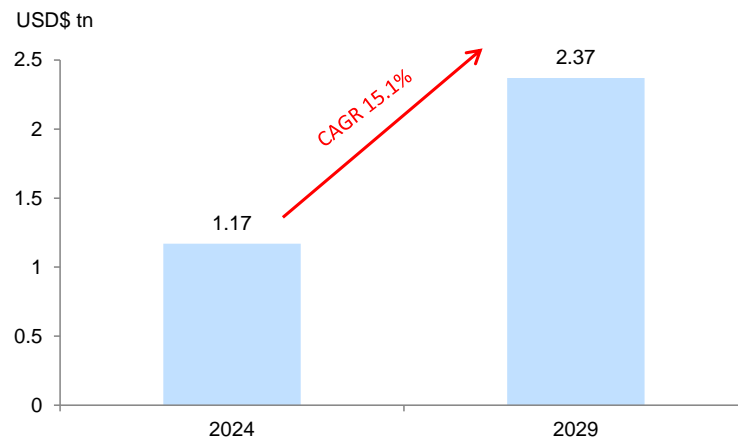
物聯網未來受惠於 5G 建置加快、Data Center、AI Server 建置、企業數位轉型...等因素穩定成長，研調機構預估 2024~2029 年 CAGR 15.12%，為未來工業電腦成長重心。物聯網在全球使用廣泛，目前工業電腦產業使用方面已經陸續切入智慧家庭、車聯網、自動化設備...等領域。

圖 8：物聯網架構圖



資料來源：網路、元大投顧整理

圖 9：預估物聯網 2024~2029 年 CAGR 達 15.12%



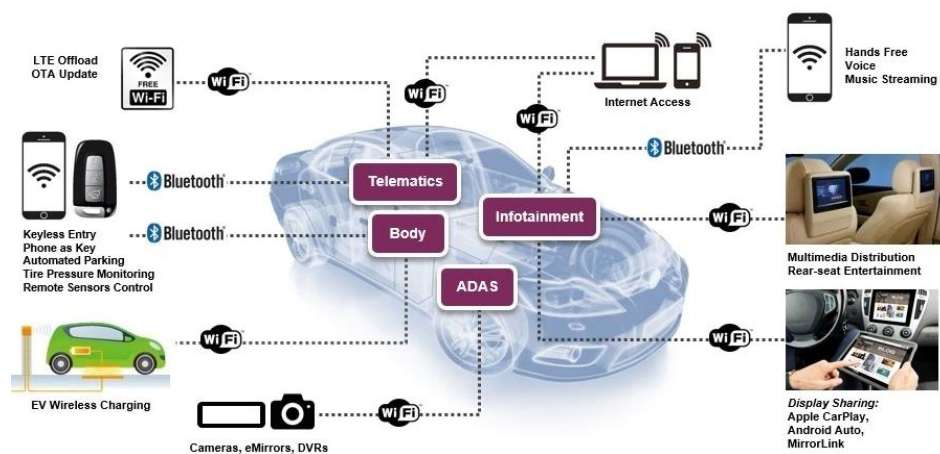
資料來源：Mordor Intelligence

圖 10：物聯網應用 - 智慧家庭



資料來源：網路、元大投顧

圖 11：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

略上修 2024/25 年稅後 1%/3%

併入 Aures 及北美市場、邊緣 AI 助益增強，業績表現比預期強勁，上修 2024/25 年營收 1%/4%至 598/703 億元，年減 7%/年增 18%，工業電腦產品價格維持穩定，毛利率約維持 2023 年水準 40.6%/40.7%，營業利益 92/119 億元，年減 24%/年增 29%。合計稅後 88/110 億元，年減 18%/年增 25%，EPS 10.25/12.76 元，比原先預期上修 1%/3%，主因略上調營收 1%/4%。

圖 12：2024 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	59,771	59,376	70,277	67,604	0.7%	4.0%
營業毛利	24,279	24,118	28,575	27,488	0.7%	4.0%
營業利益	9,202	9,153	11,879	11,497	0.5%	3.3%
稅前利益	10,783	10,704	13,594	13,212	0.7%	2.9%
稅後淨利	8,847	8,782	11,018	10,710	0.7%	2.9%
調整後 EPS (元)	10.25	10.17	12.76	12.41	0.7%	2.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	40.6%	40.6%	40.7%	40.7%	0	0
營業利益率	15.4%	15.4%	16.9%	17.0%	0	-0.1
稅後純益率	14.8%	14.8%	15.7%	15.8%	0	-0.2

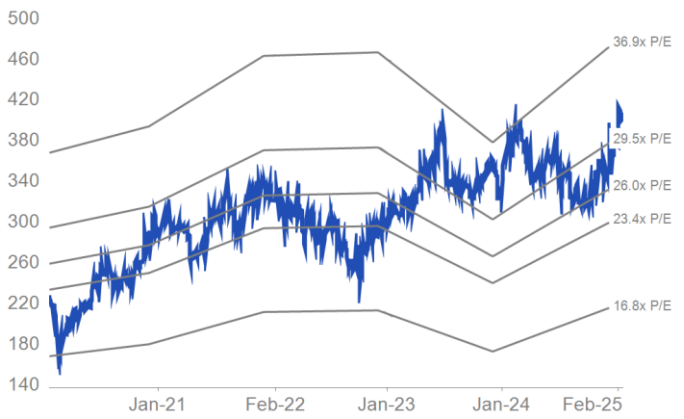
資料來源：公司資料、元大投顧預估

維持買進評等，目標價 500 元，潛在上漲空間 22.7%

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 2025 年預估 EPS 來看，研華本益比 31.9 倍，比國內同業 19 倍高，主因研華為工業電腦龍頭，法人佈局首選，享有較高本益比。

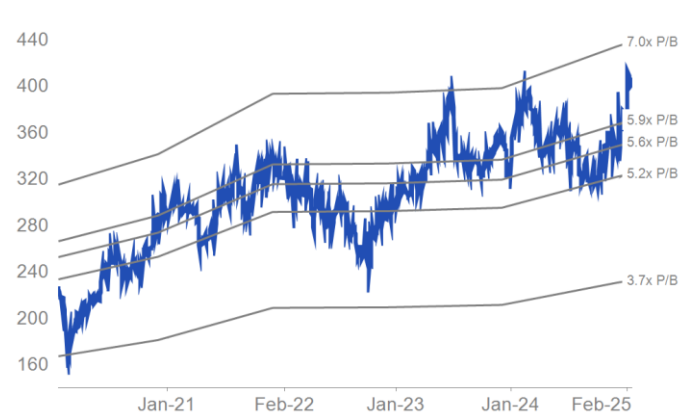
2022 年上半年工業電腦需求強勁，但下半年起中國因封控需求放緩，另外料源改善，B/B 由 2022 年初 1.3 下滑至 3Q22 0.87，直至 2Q24 為 1.01，回升至 1 以上，顯示工業電腦景氣逐漸復甦，谷底過去，加上 DeepSeek 效應，邊緣 AI 需求提高，北美市場 Design Win 不斷增加，訂單樂觀，維持研華買進評等。目標本益比由先前 33 倍上調至 39 倍(近五年本益比上緣)，反應 DeepSeek 效應，邊緣 AI 需求增強，以 2025 年 EPS 12.76 元計算，目標價上調至 500 元，潛在上漲空間 22.7%。

圖 13：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：12 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 15：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	買進	407.5	10,663	12.65	10.25	12.76	32.2	39.8	31.9	0.7	(19.0)	24.5
國內同業													
樺漢	6414 TT	買進	310.0	1,307	19.0	19.2	23.8	16.3	16.1	13.0	(41.7)	1.1	23.7
凌華	6166 TT	未評等	84.0	547	1.5	--	--	55.6	--	--	(59.3)	--	--
飛捷	6206 TT	未評等	151.5	604	3.5	--	--	43.2	--	--	(51.9)	--	--
振樺電	8114 TT	未評等	330.0	725	5.6	11.6	12.9	59.4	28.4	25.6	(50.6)	109.4	11.1
廣積	8050 TT	未評等	76.6	470	5.2	--	--	14.7	--	--	(44.6)	--	--
國內同業平均					7.0	15.4	18.3	37.8	22.3	19.3	(49.6)	55.2	17.4

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 16：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	買進	407.5	10,663	23.2	18.0	20.5	56.49	57.01	62.14	7.2	7.2	6.6
國內同業													
樺漢	6414 TT	買進	310.0	1,307	11.7	11.8	14.0	166.0	163.2	169.5	1.9	1.9	1.8
凌華	6166 TT	未評等	84.0	547	6.0	--	--	24.8	--	--	3.4	--	--
飛捷	6206 TT	未評等	151.5	604	9.7	--	--	32.6	--	--	4.7	--	--
振樺電	8114 TT	未評等	330.0	725	26.8	20.3	22.0	47.9	54.2	61.4	6.9	6.1	5.4
廣積	8050 TT	未評等	76.6	470	15.4	--	--	55.5	--	--	1.4	--	--
國內同業平均					13.9	16.0	18.0	65.4	108.7	115.5	3.6	4.0	3.6

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 17：季度及年度簡明損益表 (合併)

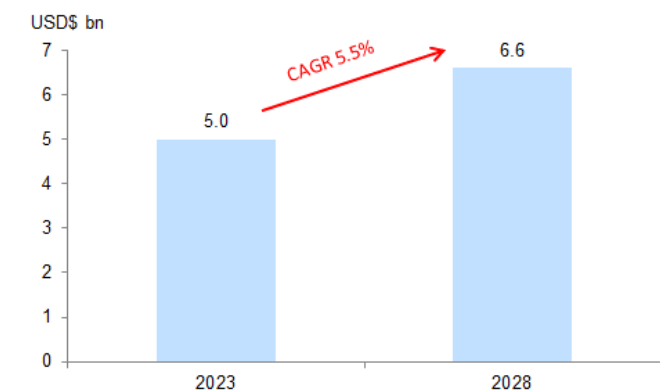
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	13,879	14,644	14,950	16,299	16,604	17,184	18,151	18,338	59,771	70,277
銷貨成本	(8,332)	(8,713)	(8,776)	(9,672)	(9,857)	(10,212)	(10,759)	(10,874)	(35,493)	(41,702)
營業毛利	5,548	5,931	6,173	6,626	6,747	6,972	7,392	7,464	24,279	28,575
營業費用	(3,630)	(3,765)	(3,721)	(3,961)	(4,035)	(4,141)	(4,265)	(4,254)	(15,077)	(16,696)
營業利益	1,917	2,166	2,452	2,666	2,713	2,830	3,126	3,209	9,202	11,879
業外利益	479	467	291	345	336	405	607	368	1,581	1,715
稅前純益	2,397	2,633	2,743	3,011	3,049	3,235	3,733	3,577	10,783	13,594
所得稅費用	(428)	(523)	(493)	(536)	(526)	(673)	(765)	(669)	(1,980)	(2,633)
少數股東權益	(24)	(4)	(8)	(8)	(24)	(3)	(20)	(10)	(45)	(56)
歸屬母公司稅後純益	1,993	2,114	2,258	2,483	2,548	2,565	2,987	2,918	8,847	11,018
調整後每股盈餘(NT\$)	2.31	2.45	2.62	2.88	2.95	2.97	3.46	3.38	10.25	12.76
調整後加權平均股數(百萬股)	863	863	863	863	863	863	863	863	863	863
重要比率										
營業毛利率	40.0%	40.5%	41.3%	40.7%	40.6%	40.6%	40.7%	40.7%	40.6%	40.7%
營業利益率	13.8%	14.8%	16.4%	16.4%	16.3%	16.5%	17.2%	17.5%	15.4%	16.9%
稅前純益率	17.3%	18.0%	18.4%	18.5%	18.4%	18.8%	20.6%	19.5%	18.0%	19.3%
稅後純益率	14.4%	14.4%	15.1%	15.2%	15.3%	14.9%	16.5%	15.9%	14.8%	15.7%
有效所得稅率	17.9%	19.9%	18.0%	17.8%	17.3%	20.8%	20.5%	18.7%	18.4%	19.4%
季增率(%)										
營業收入	-8.3%	5.5%	2.1%	9.0%	1.9%	3.5%	5.6%	1.0%		
營業利益	-28.8%	13.0%	13.2%	8.7%	1.8%	4.3%	10.5%	2.7%		
稅後純益	-13.0%	6.0%	6.8%	10.0%	2.6%	0.7%	16.5%	-2.3%		
調整後每股盈餘	-13.7%	6.0%	6.9%	10.0%	2.6%	0.7%	16.5%	-2.3%		
年增率(%)										
營業收入	-20.2%	-14.0%	-0.4%	7.7%	19.6%	17.3%	21.4%	12.5%	-7.4%	17.6%
營業利益	-45.2%	-36.8%	-2.1%	-0.9%	41.5%	30.6%	27.5%	20.4%	-24.1%	29.1%
稅後純益	-32.7%	-29.6%	-12.6%	8.4%	27.8%	21.4%	32.3%	17.5%	-18.0%	24.5%
調整後每股盈餘	-33.1%	-30.2%	-13.2%	7.6%	27.8%	21.4%	32.3%	17.5%	-19.0%	24.5%

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

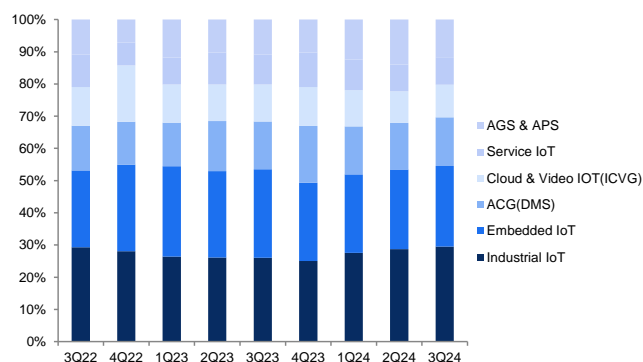
研華(2395 TT)為全球第一大工業電腦嵌入式板卡製造商，全球市占率約 27%。主要業務為各項工業電腦解決方案，如：零售、交通、國防、基建、醫療、綠能...等。產品組合方面，3Q24 年工業物聯網(IIoT)占比 30%，毛利率最佳；嵌入式物聯網平台(EIIoT)占比 25%，應用電腦(ACG) 15%、物聯雲暨影像科技(ICVG；原 Clot) 10%、服務物聯網(SIIoT) 9%、其他(包括：AGS/APS) 11%。銷售區域(3Q24)北美 31%，歐洲 17%，中國 23%，北亞 10%，台灣 7%，其他亞洲及新興市場 9%，其他地區 3%。主要生產地區包括：大陸昆山廠、台灣林口廠及日本北九州廠。

圖 18：工業電腦 2023-2028 年產值 CAGR 5.5%



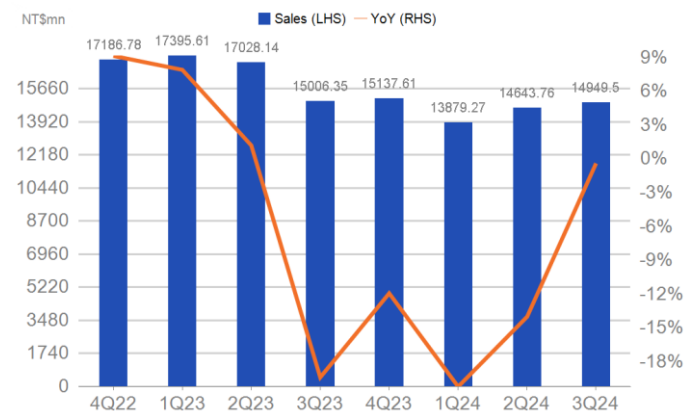
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 19：營收組成



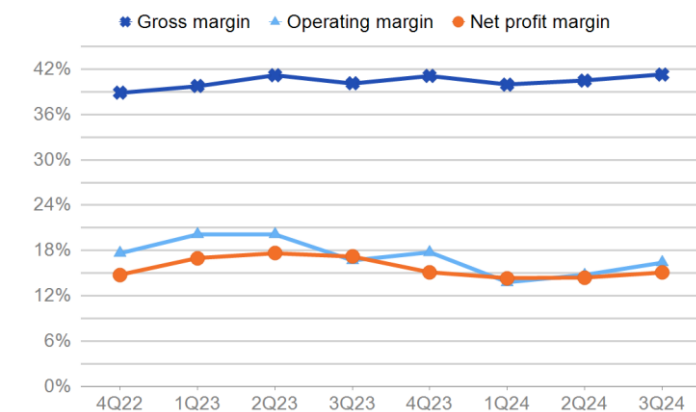
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



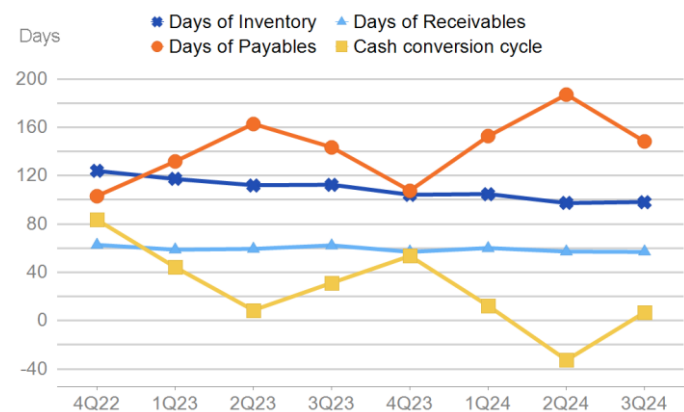
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



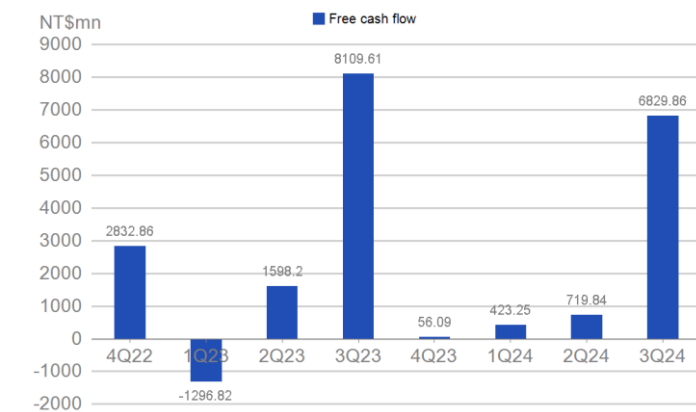
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：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 24：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 (2025/2/18)

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	12,030	11,012	11,938	13,036	15,813
存貨	14,008	9,804	9,644	12,064	12,573
應收帳款及票據	11,109	9,271	8,414	10,454	11,142
其他流動資產	4,601	11,299	11,861	12,433	13,013
流動資產	41,747	41,386	41,858	47,987	52,541
採用權益法之投資	4,383	4,705	4,870	5,038	5,210
固定資產	11,039	11,326	11,012	10,630	10,250
無形資產	2,789	2,750	2,556	2,352	2,143
其他非流動資產	6,426	8,889	8,959	9,034	9,110
非流動資產	24,638	27,671	27,398	27,055	26,714
資產總額	66,385	69,056	69,256	75,041	79,255
應付帳款及票據	7,126	6,089	5,580	6,988	7,342
短期借款	531	238	238	238	238
什項負債	10,823	9,700	9,700	9,700	9,700
流動負債	18,481	16,027	15,518	16,926	17,280
長期借款	122	0	0	0	0
其他負債及準備	3,499	4,220	4,220	4,220	4,220
長期負債	3,620	4,220	4,220	4,220	4,220
負債總額	22,101	20,247	19,738	21,146	21,500
股本	7,780	8,584	8,584	8,584	8,584
資本公積	9,110	9,754	9,754	9,754	9,754
保留盈餘	26,858	29,230	29,966	34,376	38,267
什項權益	67	893	909	933	958
歸屬母公司之權益	43,815	48,461	49,214	53,648	57,563
非控制權益	469	348	304	248	191
股東權益總額	44,284	48,810	49,518	53,896	57,755

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	10,743	10,789	8,847	11,018	12,129
折舊及攤提	1,057	1,086	1,111	1,166	1,179
本期營運資金變動	(3,337)	4,849	508	(3,052)	(843)
其他營業資產及負債變動	1,269	(7,060)	(607)	(628)	(636)
營運活動之現金流量	9,731	9,665	9,860	8,503	11,829
資本支出	(1,320)	(1,198)	(603)	(580)	(590)
本期長期投資變動	526	321	(165)	(168)	(172)
其他資產變動	(1,446)	(1,697)	(70)	(75)	(76)
投資活動之現金流量	(2,240)	(2,573)	(838)	(823)	(838)
股本變動	35	805	0	0	0
本期負債變動	401	(276)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(6,196)	(7,780)	(8,111)	(6,607)	(8,239)
其他調整數	111	(813)	16	24	25
融資活動之現金流量	(5,649)	(8,064)	(8,095)	(6,583)	(8,214)
匯率影響數	886	(46)	0	0	0
本期產生現金流量	2,729	(1,018)	927	1,097	2,778
自由現金流量	8,411	8,467	9,257	7,923	11,239

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	68,745	64,568	59,771	70,277	77,280
銷貨成本	(42,632)	(38,406)	(35,493)	(41,702)	(45,880)
營業毛利	26,113	26,162	24,279	28,575	31,399
營業費用	(13,581)	(14,034)	(15,077)	(16,696)	(18,241)
推銷費用	(5,766)	(6,007)	(6,156)	(6,896)	(7,618)
研究費用	(4,768)	(4,830)	(5,290)	(6,072)	(6,536)
管理費用	(2,996)	(3,164)	(3,591)	(3,728)	(4,087)
其他費用	(51)	(32)	(40)	0	0
營業利益	12,532	12,128	9,202	11,879	13,158
利息收入	43	275	377	325	336
利息費用	(26)	(44)	(4)	(10)	(10)
利息收入淨額	17	231	373	315	325
投資利益(損失)淨額	447	389	762	846	873
匯兌損益	223	29	303	0	0
其他業外收入(支出)淨額	223	490	143	554	566
稅前純益	13,443	13,267	10,783	13,594	14,923
所得稅費用	(2,700)	(2,477)	(1,980)	(2,633)	(2,850)
少數股權淨利	(15)	(48)	(45)	(56)	(56)
歸屬母公司之稅後純益	10,757	10,838	8,847	11,018	12,129
稅前息前折舊攤銷前淨利	14,527	14,398	10,313	13,045	14,337
調整後每股盈餘 (NT\$)	12.55	12.65	10.25	12.76	14.05

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	17.3	(6.1)	(7.4)	17.6	10.0
營業利益	27.9	(3.2)	(24.1)	29.1	10.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	27.8	(0.9)	(28.4)	26.5	9.9
稅後純益	29.3	0.4	(18.0)	24.5	10.1
調整後每股盈餘	17.6	0.7	(19.0)	24.5	10.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	38.0	40.5	40.6	40.7	40.6
營業利益率	18.2	18.8	15.4	16.9	17.0
稅前息前淨利率	19.5	20.5	15.4	16.9	17.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	21.1	22.3	17.3	18.6	18.6
稅前純益率	19.6	20.6	18.0	19.3	19.3
稅後純益率	15.7	16.8	14.8	15.7	15.7
資產報酬率	17.3	15.9	12.8	14.7	15.3
股東權益報酬率	26.0	23.2	18.0	20.5	21.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	49.9	41.5	39.9	39.2	37.2
淨負債權益比(%)	(25.7)	(22.1)	(23.6)	(23.8)	(27.0)
利息保障倍數 (倍)	513.7	299.6	2686.7	1402.5	1422.2
流動比率 (%)	225.9	258.2	269.7	283.5	304.1
速動比率 (%)	150.1	197.1	207.6	212.2	231.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(11,377)	(10,774)	(11,701)	(12,798)	(15,575)
調整後每股淨值 (NT\$)	56.33	56.49	57.01	62.14	66.68
評價指標 (倍)					
本益比	32.5	32.2	39.8	31.9	29.0
股價自由現金流量比	37.7	41.3	37.8	44.1	31.1
股價淨值比	7.2	7.2	7.2	6.6	6.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	21.8	24.3	33.9	26.8	24.4
股價營收比	4.6	5.4	5.9	5.0	4.5

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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} 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>.