

2025 年 4 月 7 日

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

前日收盤價	390.00 元
目標價	
3 個月	410.00 元
12 個月	410.00 元

## 近期報告日期、評等及前日股價

03/06/2025	Buy	390.00
02/06/2025	Buy	412.50
02/05/2025	已到價	
01/07/2025	Buy	354.00
11/07/2024	Trading Buy	356.00

## 公司基本資訊

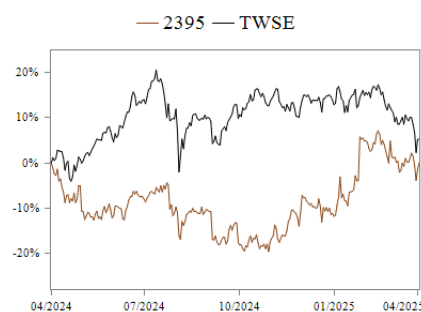
目前股本(百萬元)	8,635
市值(億元)	3,368
目前每股淨值(元)	59.56
外資持股比(%)	38.58
投信持股比(%)	1.81
董監持股比(%)	29.22
融資餘額(張)	646
現金股息配發率(%)	80.38

## 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



## 研華 (2395 TT)

Trading Buy

### 關稅風暴來臨，降評至 Trading 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，不過美國政府對全球多個國家加徵高關稅，有可能再度引發通膨，經濟成長放緩，未來客戶拉貨將轉趨保守可能性高，故降評至 Trading Buy，目標價 410 元。

**4Q24 營收優於展望，獲利符合預期：**研華 4Q24 毛利率為 41.21%，略優於公司給的展望 39~41%，主要是降低成本、產品組合和匯率三個因素所貢獻；費用為 42.10 億元，較 3Q24 增加 4.88 億元，主要是因為併入法國公司 Aures 增加 4.28 億元的費用；稅後 EPS 3.06 元，符合預期。

**1Q25 營收展望優於市場預期，北美和歐洲兩大區域帶動營收成長：**研華給出 1Q25 的營收展望，約台幣營收 163~170 億元，QOQ +0~+4%，YOY +18%~+22%，優於市場預期。毛利率區間為 39.0~41.0%，與 4Q24 相當。營益率區間為 15.0~17.0%，略高於 4Q24。1Q25 各區域的狀況為北美和歐洲高雙位數成長，中國持平，日本個位數成長，韓國個位數衰退，台灣高個位數成長，中東雙位數成長，東南亞衰退，DMS /E2E 為雙位數成長。

**公司樂觀看待未來的成長性，因 DeepSeek 的推出，有望加速提升 Edge AI 的滲透率：**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。而歐洲的部分若俄烏戰爭結束，能源問題也解決，則有望恢復成長。中國的部分，則因為有內捲的問題，會開發中國市場專用的產品，並降低成本提升產品競爭力，希望 2025 年能有個位數的成長。Edge AI 相關營收 2024 年約佔營收的 9%，明顯高於 2023 年的 4%，2025 年樂觀看待朝 15%邁進，預計 Edge AI 最快 2H25 就能進入各個行業，導入速度最快的是醫療和工業。Edge AI 毛利率不一定比較高，但至少會維持一定的水準，若跟公司的軟體結合提供整體的解決方案，毛利率才有可能比較高。而公司也表示 DeepSeek 的橫空出世，因為具備開源和低成本優勢，有望加速提升 Edge AI 的滲透率。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	59,786	72,862	83,391	13,879	14,644	14,950	16,314	16,813	17,741	19,026	19,281	18,834
營業毛利淨額	24,376	30,036	34,368	5,548	5,931	6,173	6,724	6,834	7,384	7,763	8,054	7,654
營業利益	9,050	13,176	16,548	1,917	2,166	2,452	2,514	2,834	3,184	3,433	3,724	3,324
稅後純益	9,005	11,836	14,607	1,993	2,113	2,258	2,641	2,582	2,799	3,099	3,356	2,984
稅後 EPS(元)	10.43	13.71	16.92	2.31	2.45	2.61	3.06	2.99	3.24	3.59	3.89	3.46
毛利率(%)	40.77%	41.22%	41.21%	39.97%	40.50%	41.30%	41.21%	40.65%	41.62%	40.80%	41.77%	40.64%
營業利益率(%)	15.14%	18.08%	19.84%	13.82%	14.79%	16.40%	15.41%	16.86%	17.95%	18.04%	19.31%	17.65%
稅後純益率(%)	15.06%	16.24%	17.52%	14.36%	14.43%	15.10%	16.19%	15.36%	15.78%	16.29%	17.41%	15.85%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-7.41%	21.87%	14.45%	-8.31%	5.51%	2.09%	9.13%	3.06%	5.52%	7.24%	1.34%	-2.32%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-16.91%	31.44%	23.41%	-13.00%	6.04%	6.82%	16.98%	-2.22%	8.40%	10.71%	8.30%	-11.07%

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。

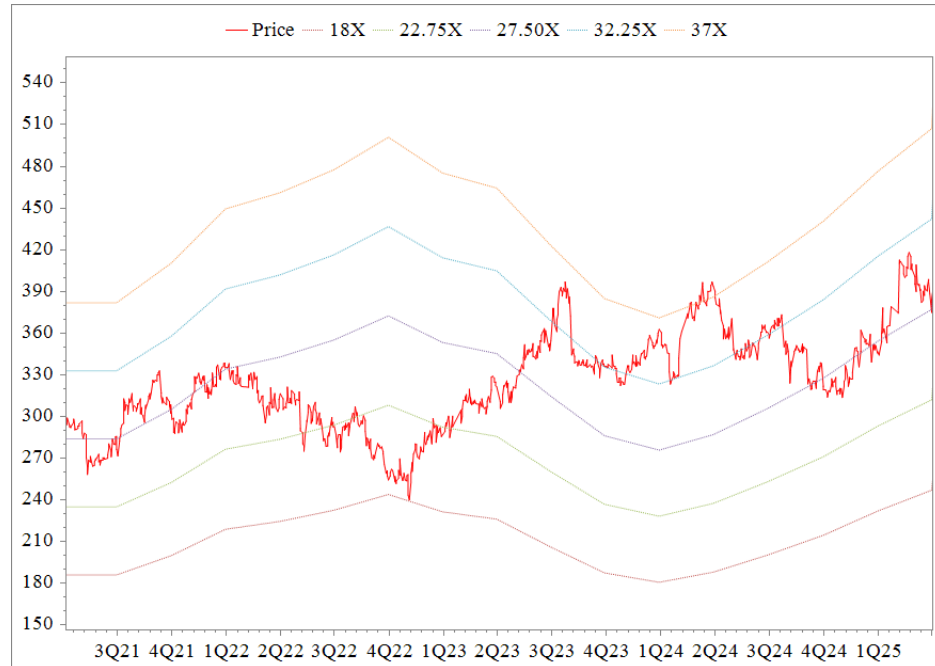
## ESG(Environment, Social, Governance)：

### 研華ESG願景：永續地球的智能推手



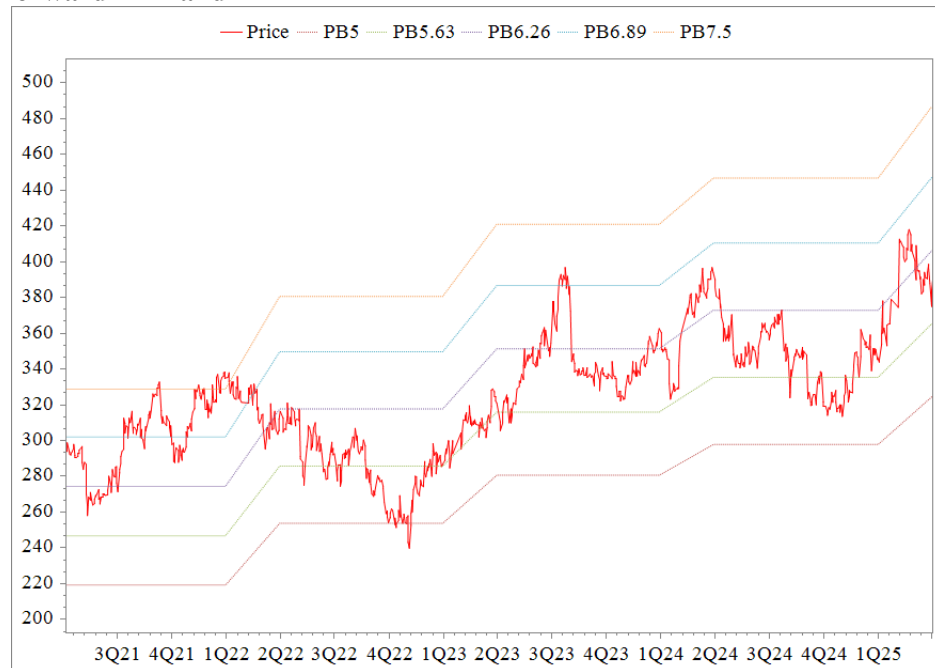
2025 年 4 月 7 日

## 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 4 月 7 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	66,385	69,056	71,742	80,016	89,958
流動資產	41,747	41,386	42,200	59,666	56,920
現金及約當現金	12,030	11,012	13,617	17,581	17,433
應收帳款與票據	11,109	9,271	10,124	13,513	13,539
存貨	14,008	9,804	10,554	14,067	14,116
採權益法之投資	4,383	4,705	4,993	2,434	6,192
不動產、廠房設備	11,039	11,326	12,244	11,915	11,587
<b>負債總計</b>	<b>22,101</b>	<b>20,247</b>	<b>19,945</b>	<b>23,667</b>	<b>27,270</b>
流動負債	18,481	16,027	15,569	19,889	18,973
應付帳款及票據	7,126	6,089	6,911	8,811	9,186
非流動負債	3,620	4,220	4,376	1,878	6,021
<b>權益總計</b>	<b>44,284</b>	<b>48,810</b>	<b>51,797</b>	<b>56,349</b>	<b>62,689</b>
普通股股本	<b>7,778</b>	<b>8,578</b>	<b>8,634</b>	<b>8,634</b>	<b>8,634</b>
保留盈餘	26,858	29,230	30,126	34,678	41,017
母公司業主權益	43,815	48,461	51,428	56,011	62,382
<b>負債及權益總計</b>	<b>66,385</b>	<b>69,056</b>	<b>71,742</b>	<b>80,016</b>	<b>89,958</b>

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	68,745	64,568	59,786	72,862	83,391
營業成本	42,632	38,406	35,410	42,826	49,023
<b>營業毛利淨額</b>	26,113	26,162	24,376	30,036	34,368
營業費用	13,581	14,034	15,326	16,860	17,820
<b>營業利益</b>	12,532	12,128	9,050	13,176	16,548
<b>EBITDA</b>	14,483	14,123	11,775	11,775	11,775
業外收入及支出	867	863	890	1,198	1,198
稅前純益	13,443	13,267	10,975	14,374	17,747
所得稅	2,700	2,477	2,086	2,569	3,170
稅後純益	10,757	10,838	9,005	11,836	14,607
稅後 EPS(元)	12.46	12.55	10.43	13.71	16.92
完全稀釋 EPS**	12.46	12.55	10.43	13.71	16.92

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	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	17.27%	-6.08%	-7.41%	21.87%	14.45%
營業毛利淨額	17.99%	0.19%	-6.83%	23.22%	14.43%
營業利益	27.87%	-3.22%	-25.38%	45.59%	25.60%
稅後純益	30.39%	0.75%	-16.91%	31.44%	23.41%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	37.99%	40.52%	40.77%	41.22%	41.21%
EBITDA(%)	21.07%	21.87%	19.69%	16.16%	14.12%
營益率	18.23%	18.78%	15.14%	18.08%	19.84%
稅後純益率	15.65%	16.78%	15.06%	16.24%	17.52%
總資產報酬率	16.20%	15.69%	12.55%	14.79%	16.24%
股東權益報酬率	24.29%	22.20%	17.39%	21.01%	23.30%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	33.29%	29.32%	27.80%	29.58%	30.31%
負債/淨值比(%)	49.91%	41.48%	38.51%	42.00%	43.50%
流動比率(%)	225.90%	258.23%	271.04%	300.00%	300.00%

## 其他比率分析

存貨天數	113.55	113.15	104.92	104.92	104.92
應收帳款天數	56.81	57.60	59.20	59.20	59.20

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	9,731	9,665	10,511	6,255	20,464
稅前純益	13,443	13,267	10,975	14,374	17,747
折舊及攤銷	1,057	1,086	1,094	1,064	1,035
營運資金變動	-2,668	5,004	-780	-5,003	299
其他營運現金	-2,101	-9,692	-778	-4,181	1,383
<b>投資活動現金</b>	-2,240	-2,573	-470	5,162	-10,402
資本支出淨額	-1,344	-1,233	-1,414	-1,414	-1,414
長期投資變動	-941	-1,485	271	271	271
其他投資現金	45	146	673	6,305	-9,259
<b>籌資活動現金</b>	-5,649	-8,064	-7,792	-7,454	-10,210
長借/公司債變動	122	0	-109	-2,497	4,143
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-6,196	-7,780	-8,155	-7,253	-8,237
其他籌資現金	426	-284	472	2,297	-6,117
<b>淨現金流量</b>	2,729	-1,018	2,605	3,964	-148
<b>期初現金</b>	9,301	12,030	11,012	13,617	17,581
<b>期末現金</b>	12,030	11,012	13,617	17,581	17,433

資料來源：CMoney、群益

2025 年 4 月 7 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	15,138	13,879	14,644	14,950	16,314	16,813	17,741	19,026	19,281	18,834	20,212	22,096
營業成本	8,918	8,332	8,713	8,776	9,590	9,979	10,357	11,263	11,227	11,180	11,797	13,078
營業毛利淨額	6,220	5,548	5,931	6,173	6,724	6,834	7,384	7,763	8,054	7,654	8,415	9,018
營業費用	3,529	3,630	3,765	3,721	4,210	4,000	4,200	4,330	4,330	4,330	4,390	4,510
營業利益	2,691	1,917	2,166	2,452	2,514	2,834	3,184	3,433	3,724	3,324	4,025	4,508
業外收入及支出	38	479	467	291	689	300	300	300	300	300	300	300
稅前純益	2,730	2,397	2,633	2,743	3,202	3,134	3,484	3,733	4,023	3,623	4,325	4,808
所得稅	458	428	523	493	642	559	693	642	675	647	860	826
稅後純益	2,291	1,993	2,113	2,258	2,641	2,582	2,799	3,099	3,356	2,984	3,473	3,989
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)	2.65	2.31	2.45	2.61	3.06	2.99	3.24	3.59	3.89	3.46	4.02	4.62

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	41.09%	39.97%	40.50%	41.30%	41.21%	40.65%	41.62%	40.80%	41.77%	40.64%	41.63%	40.81%
營業利益率(%)	17.78%	13.82%	14.79%	16.40%	15.41%	16.86%	17.95%	18.04%	19.31%	17.65%	19.92%	20.40%
稅後純益率(%)	15.13%	14.36%	14.43%	15.10%	16.19%	15.36%	15.78%	16.29%	17.41%	15.85%	17.18%	18.05%

## QoQ(%)

營業收入淨額	0.87%	-8.31%	5.51%	2.09%	9.13%	3.06%	5.52%	7.24%	1.34%	-2.32%	7.32%	9.32%
營業利益	7.41%	-28.75%	12.97%	13.20%	2.52%	12.74%	12.36%	7.81%	8.47%	-10.74%	21.10%	11.99%
稅前純益	-11.61%	-12.20%	9.86%	4.18%	16.76%	-2.14%	11.18%	7.13%	7.79%	-9.94%	19.36%	11.16%
稅後純益	-11.32%	-13.00%	6.04%	6.82%	16.98%	-2.22%	8.40%	10.71%	8.30%	-11.07%	16.36%	14.87%

## YoY(%)

營業收入淨額	-11.92%	-20.21%	-14.00%	-0.38%	7.77%	21.14%	21.15%	27.27%	18.19%	12.02%	13.93%	16.13%
營業利益	-11.22%	-45.24%	-36.84%	-2.13%	-6.59%	47.81%	47.01%	40.00%	48.13%	17.27%	26.40%	31.31%
稅前純益	-13.86%	-34.88%	-30.15%	-11.18%	17.32%	30.77%	32.33%	36.09%	25.63%	15.62%	24.13%	28.80%
稅後純益	-9.91%	-32.65%	-29.65%	-12.61%	15.28%	29.56%	32.44%	37.27%	27.08%	15.57%	24.06%	28.72%

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。