2026/11/05

安控及工業電腦

研華 (2395 TT)

調升評等

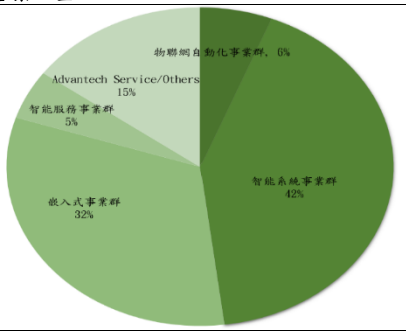
買進(Buy)

潛在漲幅	29.6%
前日收盤價	629.00 元
目標價	815.00 元
前次目標價	735.00 元
前次評等	增加持股

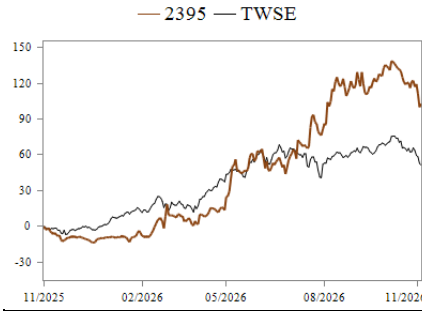
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	8,691
市值(億元)	5,467
目前每股淨值(元)	72.07
外資持股比(%)	36.15
董監持股比(%)	42.05

營業比重



個股與大盤走勢(%)



王淑君
Jenny.wang@ctbcsis.com

半導體與 Edge AI 需求強勁，2027 年營運成長可期

- **AI 應用加速滲透，帶動高階運算需求提升**
- **3Q26 營收獲利創高，量價齊揚帶動營運成長**
- **半導體設備需求續強，Edge AI 營收年增 109%**

3Q26 營收獲利創高，量價齊揚帶動營運成長：研華 3Q26 營收 324.4 億元(QoQ +24%)，創單季歷史新高，毛利率 36.7%(QoQ -1.0ppt)，受 SSD、DDR4 等零組件成本上漲影響；營益率 20.9%，受惠營收規模擴大及費用控管，稅後淨利 62.18 億元，EPS 7.15 元。累計前三季營收 789.52 億元(YoY +49%)，EPS 16.21 元，已超越去年全年。前三季營收成長 49.1%，其中價格調漲及出貨量成長分別貢獻 20.5 及 28.6 個百分點，呈現量價齊揚。展望 4Q26，公司預估營收 308.5~314.8 億元，毛利率 36%~38%，短期仍觀察零組件成本對毛利的影響。

半導體設備需求續強，Edge AI 營收年增 109%：前三季台灣、北美及中國營收分別年增 72%、58%及 55%，受惠半導體設備、AI 基礎建設及工業自動化需求提升。智能系統(iSystems)及嵌入式(Embedded)事業群分別年增 49%及 40%，合計貢獻 74%營收。半導體業務涵蓋前段晶圓製程及後段封裝測試設備，提供邊緣運算平台、工業 I/O 控制器及工業伺服器，相關營收占比 15%，預期需求延續至 2027 年。前三季 Edge AI 營收 6.03 億美元(YoY +109%)，占比 24.5%，年底目標達 30%。部分高階 Edge AI 伺服器 ASP 可達 8~10 萬美元，顯著高於傳統工業電腦 5,000~6,000 美元，帶動單機產值提升，其中高階伺服器受零組件成本影響，毛利率相對較低，而醫療及自動化領域的 Edge AI 產品具較佳毛利。

接單動能維持高檔，在手訂單支撐 2027 年營運：3Q26 B/B Ratio 達 1.64，其中北美 2.12、歐洲 1.52、中國 1.50，接單連續五季成長，前三季半導體業務 B/B Ratio 達 2.62。截至 3Q26 北美 Design Win 累計 161 項，年營收規模約 6.87 億美元(YoY +262%)，目前在手訂單 25 億美元，管理層看好半導體設備、AI 基礎建設及新興應用需求延續，預期 2027 年營收與獲利維持高雙位數成長，我們預估研華 2026/2027 年 EPS 為 21.85/24.71 元，給予「買進」評等，目標價 815 元(2027 年 EPSx33 倍)。**風險因子：**終端需求轉弱、缺料。

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	68,745	64,568	59,786	70,882	110,743	130,063
營業毛利淨額	26,113	26,162	24,376	28,198	41,484	48,791
營業利益	12,532	12,128	9,050	11,567	21,532	24,536
稅後純益	10,757	10,838	9,005	10,593	18,981	21,485
公告基本 EPS(元)	12.60	12.65	10.45	12.25	--	--
調整後 EPS(元)	13.83	12.63	10.43	12.24	21.85	24.71
營業收入 YoY(%)	17.27%	-6.08%	-7.41%	18.56%	56.24%	17.45%
稅後純益 YoY(%)	30.39%	0.75%	-16.91%	17.63%	79.20%	13.19%
本益比	21.71	27.36	31.65	23.02	28.80	25.44
本淨比	4.86	6.13	5.55	4.44	10.10	9.75
股息(元)	9.99	9.45	8.39	11.16	18.21	20.33
殖利率(%)	2.32%	2.52%	2.49%	2.11%	2.90%	3.23%
ROE(%)	26.34%	23.49%	18.03%	19.92%	34.81%	39.00%

圖表一、季度財報與預估差異

損益表（單位：百萬元）	3Q26					4Q26(F)				
	實際數	中信預估	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	32,440	27,694	17.1%	28,979	11.9%	31,791	28,525	11.5%	29,743	6.9%
營業毛利	11,896	10,385	14.5%	10,869	9.4%	11,763	10,611	10.9%	11,264	4.4%
營業利益	6,795	5,400	25.8%	5,638	20.5%	5,881	5,477	7.4%	5,803	1.4%
稅前純益	7,901	5,756	37.3%	5,912	33.6%	6,026	6,124	-1.6%	6,128	-1.7%
稅後淨利	6,218	4,704	32.2%	4,865	27.8%	4,911	5,020	-2.2%	5,046	-2.7%
EPS(元)	7.15	5.41	32.1%	5.60	27.7%	5.65	5.78	-2.2%	5.79	-2.4%
財務比率(%/百分點)										
毛利率	36.7%	37.5%	-0.8 ppts	37.5%	-0.8 ppts	37.0%	37.2%	-0.2 ppts	37.9%	-0.9 ppts
營益率	20.9%	19.5%	1.4 ppts	19.5%	1.5 ppts	18.5%	19.2%	-0.7 ppts	19.5%	-1.0 ppts
稅後淨利率	19.2%	17.0%	2.2 ppts	16.8%	2.4 ppts	15.4%	17.6%	-2.1 ppts	17.0%	-1.5 ppts

資料來源：Cmoney、Bloomberg，中信投顧整理

圖表二、年度財報與預估差異

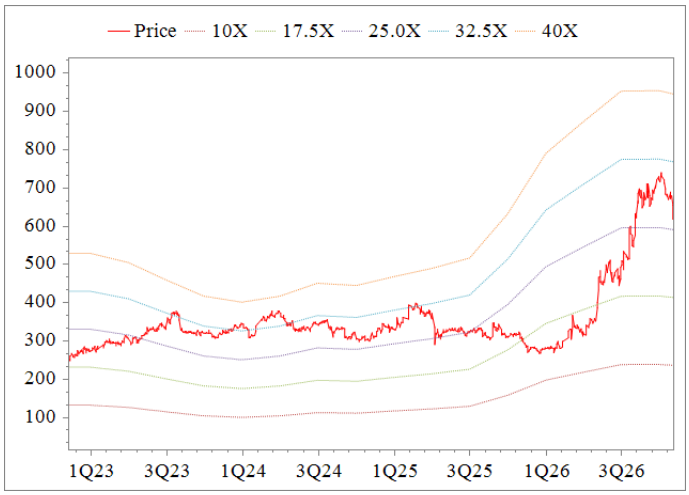
損益表（單位：百萬元）	2026(F)					2027(F)				
	調整後	調整前	差異	市場共識	差異	調整後	調整前	差異	市場共識	差異
營業收入	110,743	102,730	7.8%	105,338	5.1%	130,063	120,669	7.8%	124,940	4.1%
營業毛利	41,484	38,821	6.9%	39,933	3.9%	48,791	44,584	9.4%	47,984	1.7%
營業利益	21,532	19,733	9.1%	20,341	5.9%	24,536	21,923	11.9%	25,224	-2.7%
稅前純益	23,585	21,538	9.5%	22,282	5.8%	26,442	23,961	10.4%	27,631	-4.3%
稅後淨利	18,981	17,575	8.0%	17,714	7.2%	21,485	19,626	9.5%	21,690	-0.9%
EPS(元)	21.85	20.24	8.0%	20.36	7.3%	24.71	22.58	9.4%	24.76	-0.2%
財務比率(%/百分點)										
毛利率	37.5%	37.8%	-0.3 ppts	37.9%	-0.4 ppts	37.5%	36.9%	0.6 ppts	38.4%	-0.9 ppts
營益率	19.4%	19.2%	0.2 ppts	19.3%	0.1 ppts	18.9%	18.2%	0.7 ppts	20.2%	-1.3 ppts
稅後淨利率	17.1%	17.1%	0.0 ppts	16.8%	0.3 ppts	16.5%	16.3%	0.3 ppts	17.4%	-0.8 ppts

資料來源：Cmoney、Bloomberg，中信投顧整理

2026/11/05

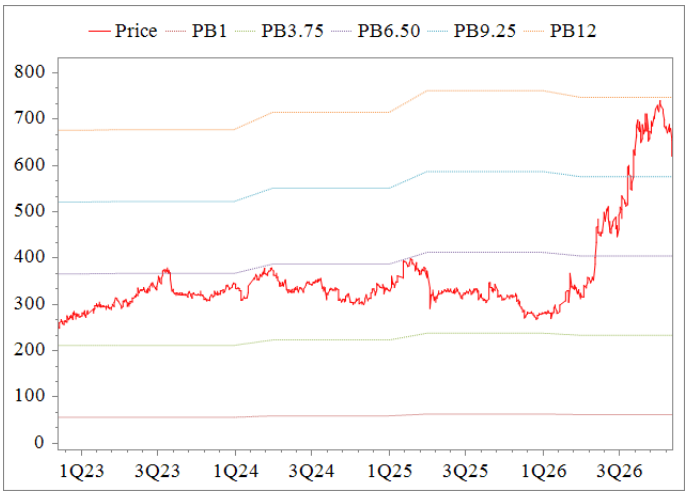
(百萬元)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
營業收入	20,385	26,126	32,440	31,791	30,838	31,454	33,198	34,573
營業成本	12,405	16,281	20,544	20,029	19,428	19,690	20,649	21,504
營業毛利	7,980	9,845	11,896	11,763	11,410	11,764	12,549	13,069
營業費用	4,251	4,718	5,101	5,881	5,705	5,913	6,241	6,396
營業利益	3,728	5,127	6,795	5,881	5,705	5,851	6,308	6,673
營業外收支淨額	340	463	1,106	144	538	-277	1,096	550
稅前純益	4,068	5,590	7,901	6,026	6,242	5,573	7,404	7,223
所得稅	750	1,087	1,700	1,114	1,168	1,025	1,385	1,379
稅後純益	3,334	4,518	6,218	4,911	5,074	4,548	6,019	5,843
調整後 EPS(元)	3.84	5.20	7.15	5.65	5.84	5.23	6.93	6.72
毛利率(%)	39.15%	37.68%	36.67%	37.00%	37.00%	37.40%	37.80%	37.80%
營業利益率(%)	18.29%	19.63%	20.95%	18.50%	18.50%	18.60%	19.00%	19.30%
稅後純益率(%)	16.36%	17.29%	19.17%	15.45%	16.45%	14.46%	18.13%	16.90%
營業收入								
QoQ(%)	13.75%	28.16%	24.17%	-2.00%	-3.00%	2.00%	5.54%	4.14%
YoY(%)	17.49%	46.48%	82.52%	77.39%	51.27%	20.39%	2.34%	8.75%
營業利益								
QoQ(%)	32.63%	37.52%	32.52%	-13.44%	-3.00%	2.55%	7.81%	5.79%
YoY(%)	27.50%	64.17%	150.88%	109.21%	53.01%	14.11%	-7.17%	13.45%
稅後純益								
QoQ(%)	7.43%	35.50%	37.63%	-21.01%	3.32%	-10.37%	32.34%	-2.92%
YoY(%)	21.95%	127.15%	124.79%	58.26%	52.19%	0.67%	-3.20%	18.98%

PER Band



資料來源：中信、CMoney

PBR Band



資料來源：CMoney

2026/11/05

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	3Q26
資產總計	66,385	69,056	71,742	75,718	98,985
流動資產	41,747	41,386	42,200	42,496	61,089
現金及約當現金	12,030	11,012	13,617	11,317	16,093
應收帳款與票據	11,109	9,271	10,124	10,535	18,581
存貨	14,008	9,804	10,554	11,835	23,018
採權益法之投資	4,383	4,705	4,993	5,113	5,119
不動產、廠房設備	11,039	11,326	12,244	14,452	15,590
負債總計	22,101	20,247	19,945	20,668	36,224
流動負債	18,481	16,027	15,569	16,517	31,377
應付帳款及票據	7,126	6,089	6,911	7,681	14,425
非流動負債	3,620	4,220	4,376	4,151	4,846
權益總計	44,284	48,810	51,797	55,049	62,761
普通股股本	7,778	8,578	8,634	8,652	8,690
保留盈餘	26,858	29,230	30,126	33,163	39,361
母公司業主權益	43,815	48,461	51,428	54,947	62,661
負債及權益總計	66,385	69,056	71,742	75,718	98,985

損益表

(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
營業收入淨額	64,568	59,786	70,882	110,743	130,063
營業成本	38,406	35,410	42,685	69,259	81,272
營業毛利淨額	26,162	24,376	28,198	41,484	48,791
營業費用	14,034	15,326	16,631	19,952	24,256
營業利益	12,128	9,050	11,567	21,532	24,536
EBITDA	14,123	11,775	13,647	24,722	27,783
業外收入及支出	1,138	1,925	1,123	2,053	1,907
稅前純益	13,267	10,975	12,690	23,585	26,442
所得稅	2,477	2,086	2,189	4,651	4,958
稅後純益	10,838	9,005	10,593	18,981	21,485
公告基本 EPS(元)	12.65	10.45	12.25	- -	- -
調整後 EPS(元)	12.63	10.43	12.24	21.85	24.71

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025	3Q26
營業活動現金	9,731	9,665	10,511	9,903	8,023
稅前純益	13,443	13,267	10,975	12,690	7,901
折舊及攤銷	1,057	1,086	1,094	1,210	332
營運資金變動	-2,668	5,004	-780	-923	-5,188
其他營運現金	-2,101	-9,692	-778	-3,074	4,979
投資活動現金	-2,240	-2,573	-470	-4,221	-455
資本支出淨額	-1,344	-1,233	-1,414	-2,831	-240
長期投資變動	-941	-1,485	271	-1,547	-319
其他投資現金	45	146	673	157	104
籌資活動現金	-5,649	-8,064	-7,792	-7,846	-4,402
長借/公司債變動	122	0	-109	-61	-5
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-6,196	-7,780	-8,155	-7,254	0
其他籌資現金	426	-284	472	-531	-4,397
淨現金流量	2,729	-1,018	2,605	-2,300	3,344
期初現金	9,301	12,030	11,012	13,617	12,749
期末現金	12,030	11,012	13,617	11,317	16,093

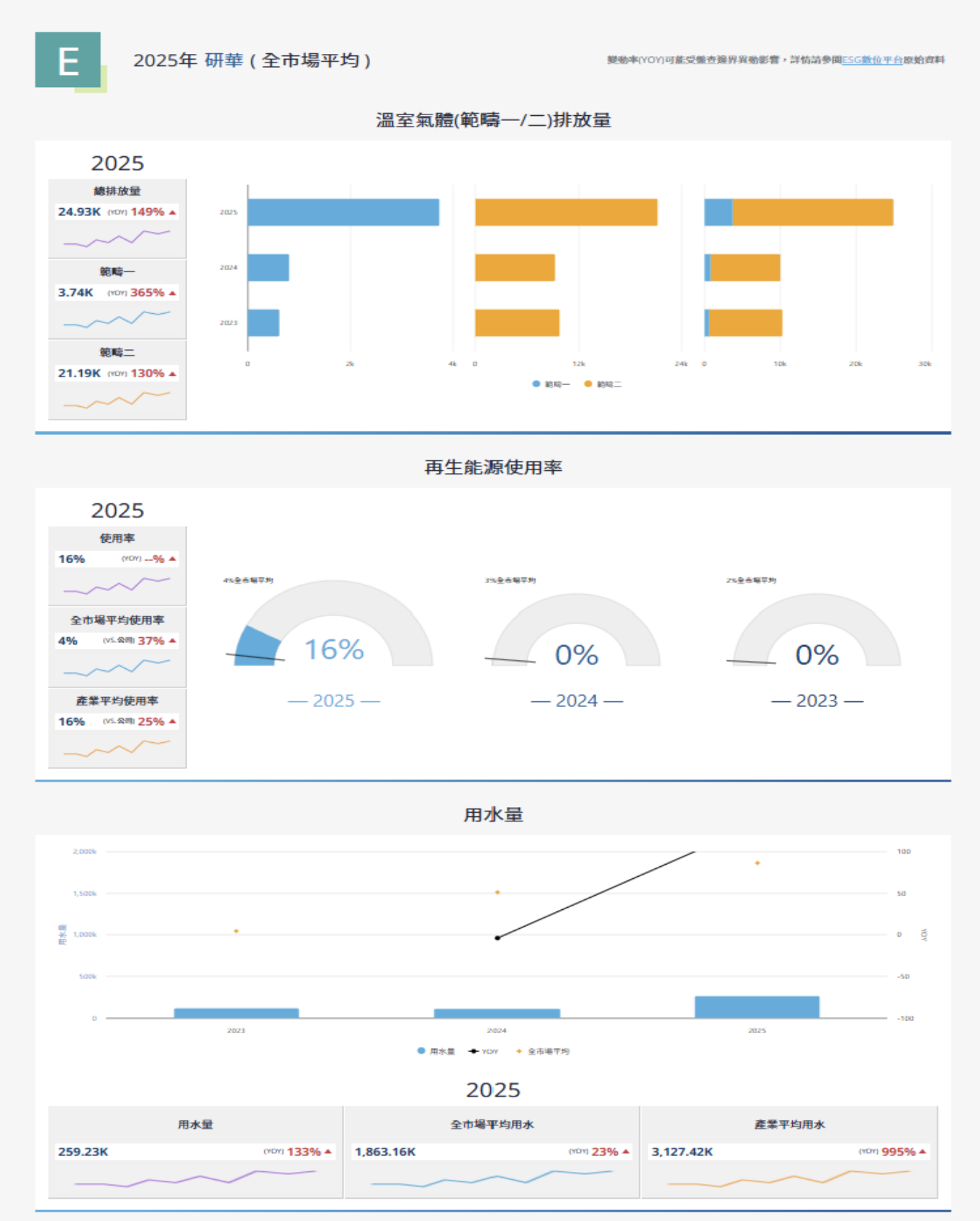
資料來源：中信、CMoney

比率分析

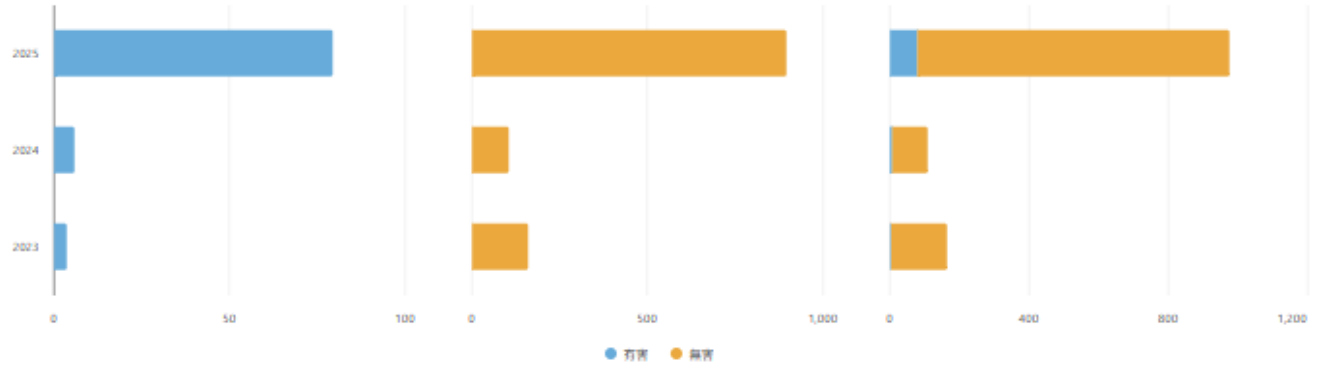
(百萬元)	2023	2024	2025	2026F	2027F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-6.08%	-7.41%	18.56%	56.24%	17.45%
營業毛利淨額	0.19%	-6.83%	15.68%	47.12%	17.61%
營業利益	-3.22%	-25.38%	27.82%	86.15%	13.95%
稅後純益	0.44%	-17.62%	18.14%	79.20%	13.19%
獲利能力分析(%)					
毛利率	40.52%	40.77%	39.78%	37.46%	37.51%
EBITDA(%)	21.87%	19.69%	19.25%	22.32%	21.36%
營益率	18.78%	15.14%	16.32%	19.44%	18.86%
稅後純益率	16.71%	14.87%	14.81%	17.14%	16.52%
ROE(%)	23.49%	18.03%	19.92%	34.81%	39.00%

2026/11/05

ESG 資訊-環境保護(Environmental)



廢棄物量



2025

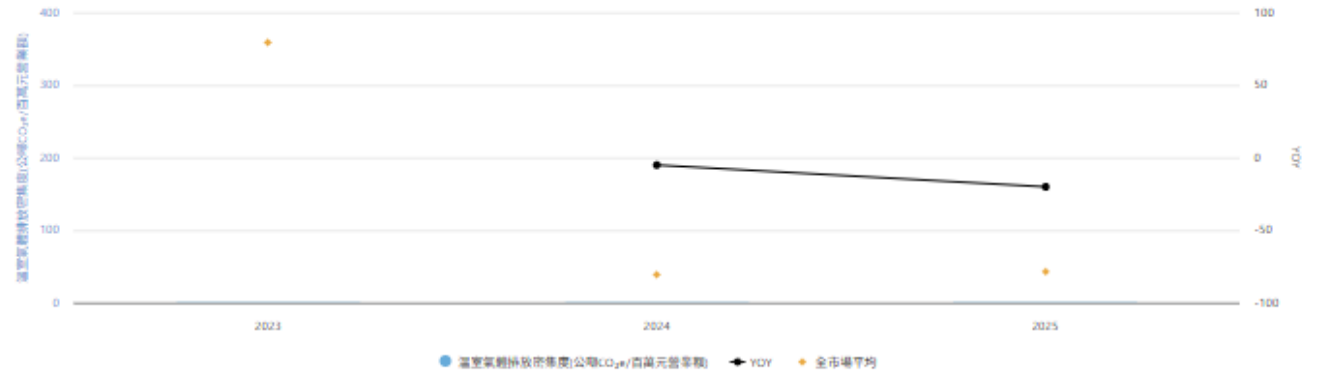
有害	無害	總量
0.08K (YOY) 1,259% ▲	0.9K (YOY) 753% ▲	0.98K (YOY) 753% ▲

密集度

2025

溫室氣體排放密集度	用水密集度	廢棄物密集度
0.352	37.386	0

溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)



2025

溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)	全市場平均溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)	產業平均溫室氣體排放密集度(公噸CO_2e/百萬元營業額)
0K (YOY) -20% ▼	0.04K (YOY) 11% ▲	0.1K (YOY) -26% ▼

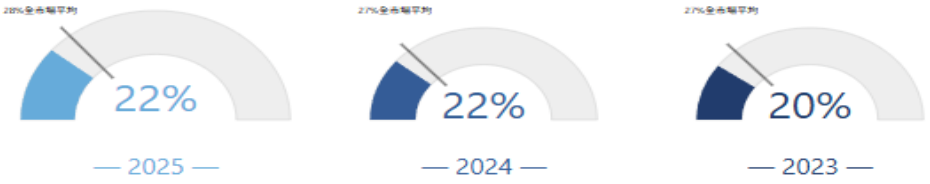
ESG 資訊-社會責任(Social)

S 2025年 研華（全市場平均）

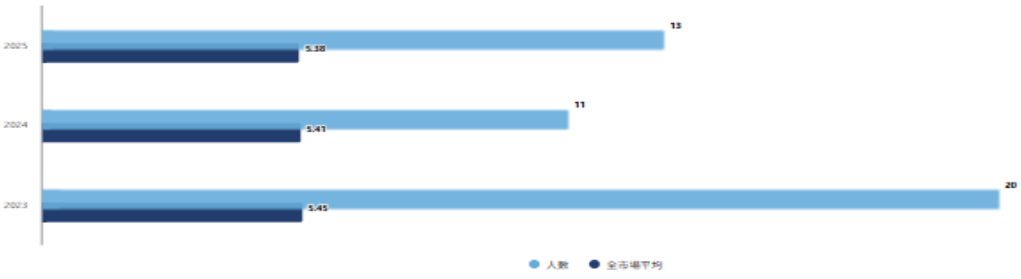
管理職女性主管占比

2025

占比	全市場平均占比	產業平均占比
22% (YOY) 2% ▲	28% (YOY) 2% ▲	25% (YOY) 1% ▲



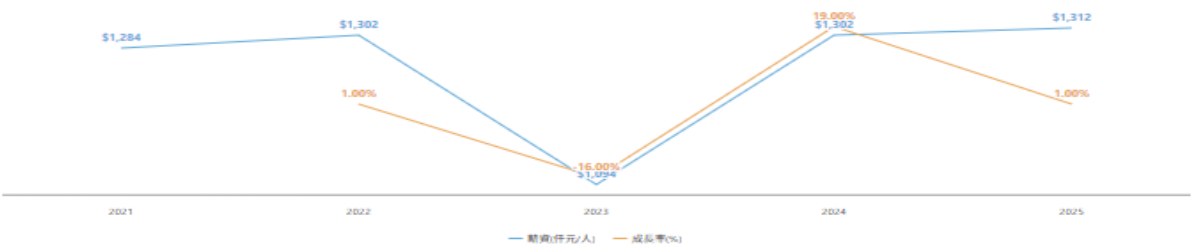
職業災害人數



2025

人數	全市場平均人數	產業平均人數
13 (YOY) 18% ▲	5 (VS.公司) -1% ▼	13 (VS.公司) 84% ▲

員工薪資年度趨勢

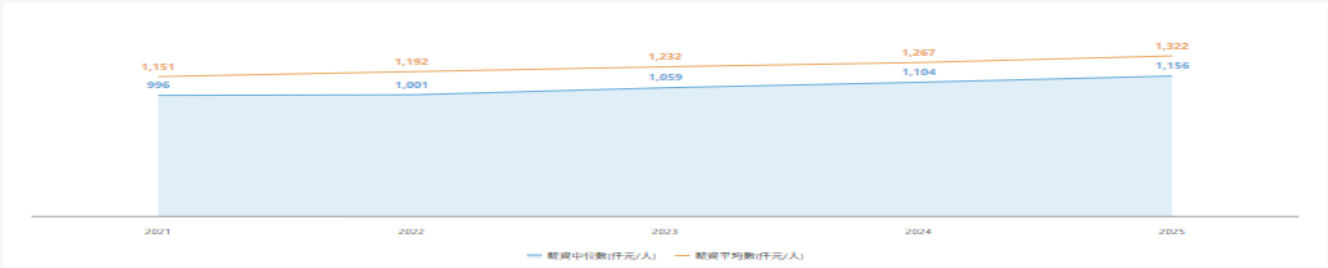


2025

員工薪資平均數	與去年同期比	與同產業薪資比
1,312	1% ▲	-18.19%

2026/11/05

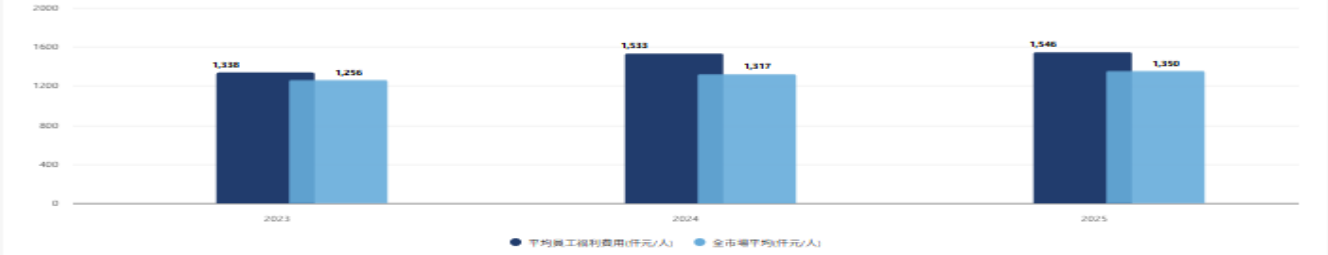
非擔任主管職務之全時員工薪資



2025

平均數	中位數	差異%
1,322 (YOY) 4% ▲	1,156 (YOY) 5% ▲	0% (YOY) -7% ▼

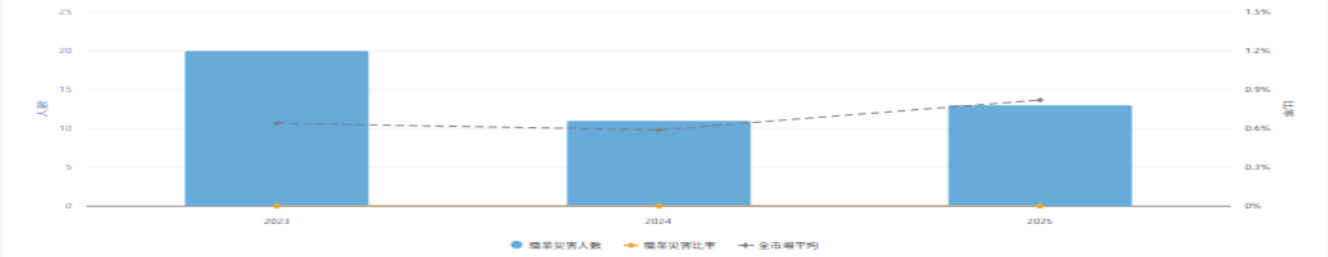
平均員工福利費用



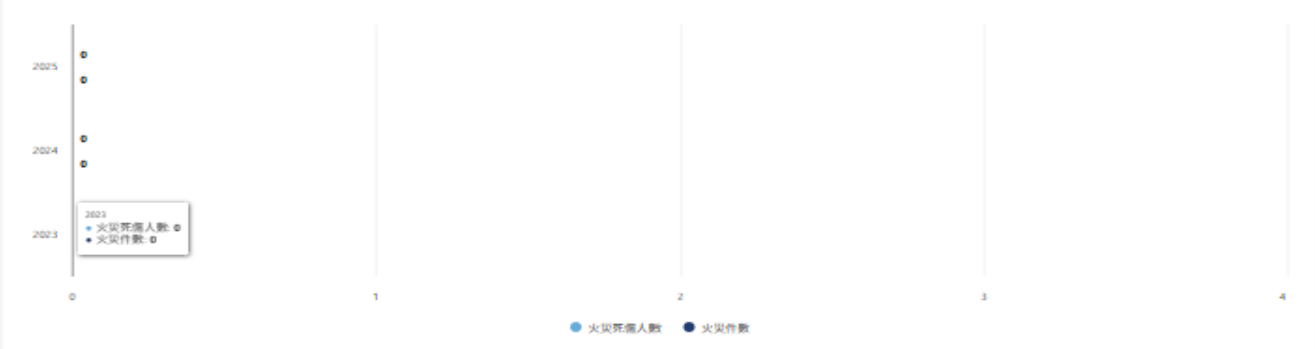
2025

平均福利	全市場平均福利	產業平均福利
1,546 (YOY) 1% ▲	1,350 (YOY) 3% ▲	1,828 (YOY) 9% ▲

職業災害人數與比率

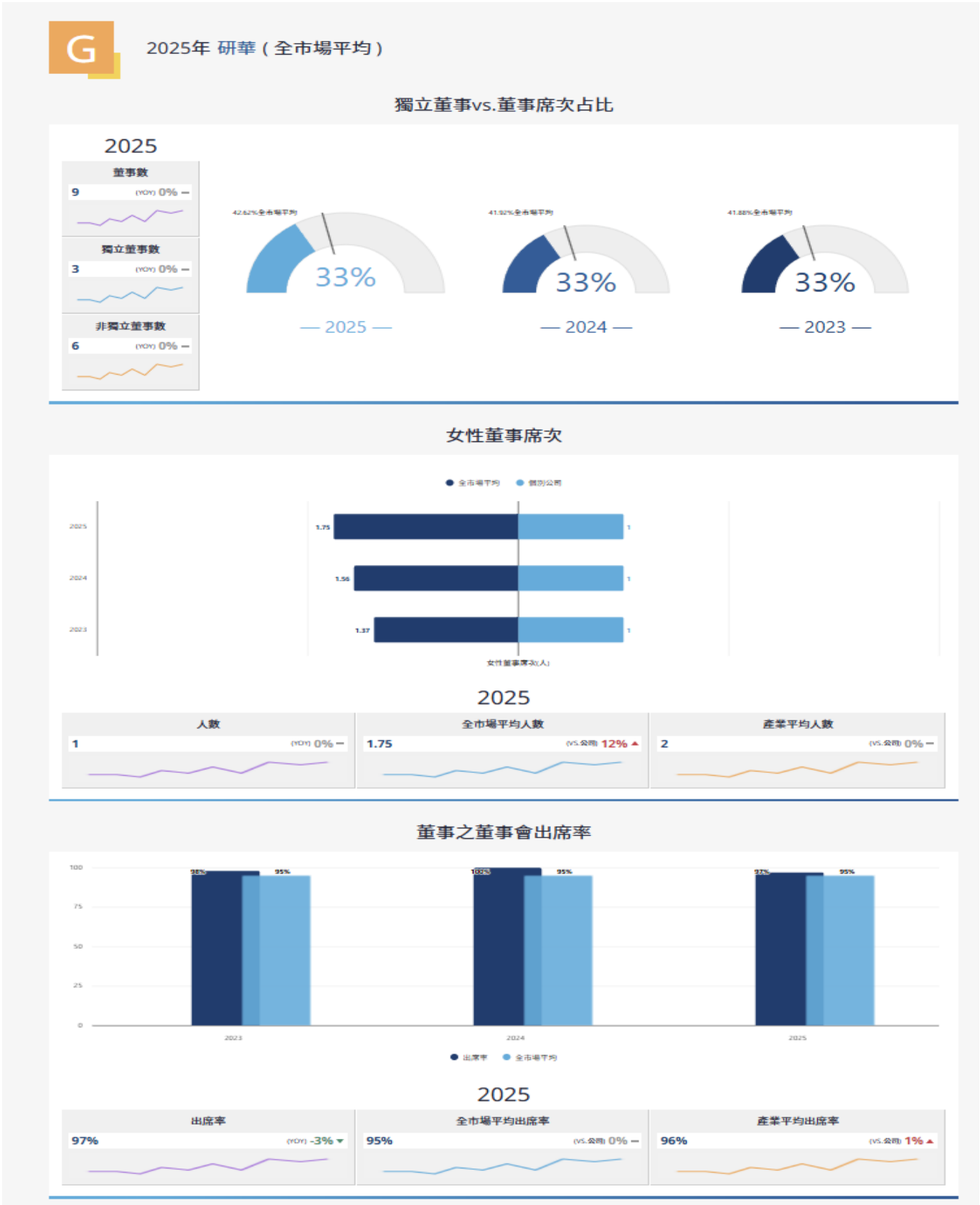


火災件數與死傷人數



2026/11/05

ESG 資訊-公司治理(Governance)



2026/11/05

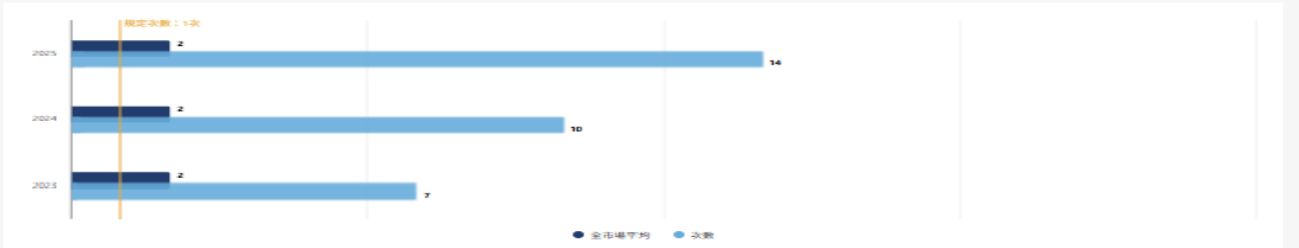
董事進修符合進修要點比率



2025

進修率	全市場平均進修率	產業平均進修率
100% (YOY) 0% —	94% (vs.公司) 1% ▲	94% (vs.公司) 2% ▲

法說會次數



2025

次數	全市場平均次數	產業平均次數
14 (YOY) 40% ▲	2 (vs.公司) 0% —	5 (vs.公司) 25% ▲

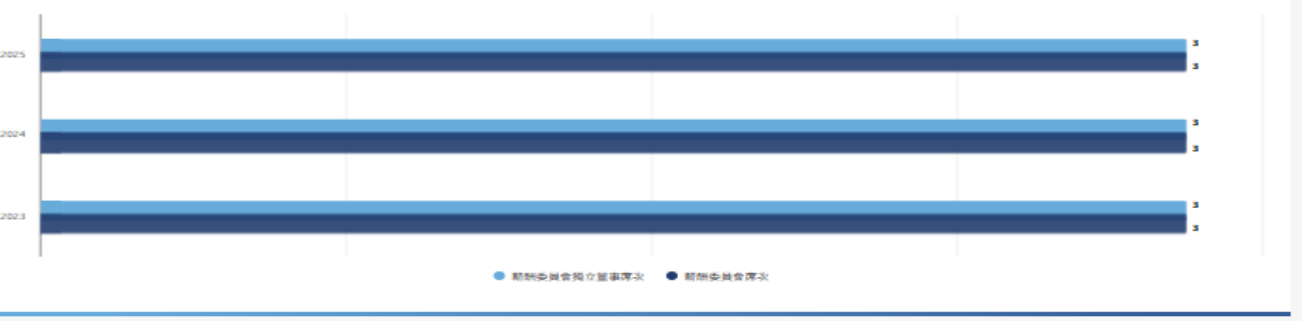
新酬委員會出席率



2025

進修率	全市場平均進修率	產業平均進修率
100% (YOY) 0% —	97% (vs.公司) 1% —	98% (vs.公司) 2% ▲

新酬委員會席次



資料來源:證交所

2026/11/05

投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy (B)	相較於市場指數之回報潛力極具吸引力
增加持股	Overweight (OW)	相較於市場指數之回報潛力略有吸引力
中立	Neutral (N)	相較於市場指數之回報潛力相似
降低持股	Underweight (UW)	相較於市場指數之回報潛力稍低
賣出	Sell (S)	相較於市場指數之回報潛力較低
未評等	Not Rated (NR)	

免責聲明

【中國信託證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理】

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱"中信金集團"）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、全權委託投資、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

中國信託證券投資顧問股份有限公司

台北市南港區經貿二路 188 號 5 樓及 18 樓 / (02) 5569-1988

營業執照字號：114 金管投顧新字第 014 號