研華

(2395.TW/2395 TT)

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

收盤價 November 4 (NT$)	629
12 個月目標價 (NT$)	760
前次目標價 (NT$)	800
調降 (%)	5.0
上漲空間 (%)	20.8

焦點內容

1. 3Q26 EPS 優於預估 24.3%。
2. 接單動能強勁，4Q26 營收可望優於財測。
3. 零組件成本壓力延續，稀釋 Edge Server 毛利率。

交易資料表

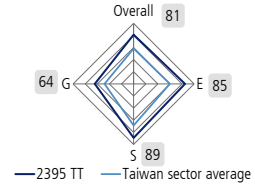
市值：(NT$bn/US$mn)	54916,718
流通在外股數 (百萬股)：	872
外資持有股數 (百萬股)：	313,914,000
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.01
52 週股價 (低 \ 高) (NT$):	273.5 –740

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	9.2	59.2	103.6
相對表現 (%)	10.2	53.7	50.8

每股盈餘

NT$	1Q	2Q	3Q	4Q
2025	3.17A	2.30A	3.20A	3.59A
2026	3.85A	5.20A	7.15A	6.34F
2027	6.05F	6.67F	6.64F	6.83F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

凱基投顧

沈漢軒
886.2.2181.8005
hanhsuan.shen@kgi.com

潘俊宏
886.2.2181.8706
Felix.Pan@kgi.com

王婉懿
886.2.2181.8715
vera.wy.wang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

Edge AI 高成長伴隨毛利率壓力

重要訊息

研華公告 3Q26 財報並召開法說會。

評論及分析

3Q26 EPS 優於預期 24.3%。3Q26 營收 324.4 億元，季增 24.2%，優於凱基預估 8.1%，主要受惠半導體設備、雲端基礎建設、醫療與機器人等 Edge AI 應用需求強勁，帶動 iSystems 與 Embedded Sector 營收分別季增 33.2%與 29.6%。毛利率季減 1.0ppts 至 36.7%，主因記憶體成本上升，成本轉嫁未能完全抵銷毛利率壓力。惟費用管控得宜，營運槓桿效益與一次性業外收益帶動單季 EPS 達 7.15 元，優於凱基預估 24.5%。

接單動能強勁，4Q26 營收可望優於財測。4Q26 營收財測為 308.4-314.8 億元，中位數 311.6 億元，毛利率 36-38%。考量 3Q26 BB Ratio 達 1.64，且 10 月營收已達 3.52 億美元(約 112.6 億元)，顯示需求動能延續，我們認為第四季營收超越財測的機率高，預估季增 2.3%至 331.8 億元。惟零組件漲價持續壓抑毛利率，預估毛利率為 36.6%；加上缺少一次性業外收益挹注，預估 EPS 為 6.34 元，季減 11.4%。

零組件成本壓力延續，稀釋 Edge Server 毛利率。管理層指出，半導體業務約占總營收 15%，今年以來 BB ratio 達 2.62(整體 1.61)，與我們先前認為研華營運與半導體設備景氣連動、相關需求尚未見頂的觀點一致。受惠半導體、Edge Server、醫療及機器人等 Edge AI 需求成長，我們預估 2027 年營收達 1,401.8 億元，年增 25%。然而，管理層指出，Edge Server 毛利率僅 28-30%，低於公司平均，主因 GPU、CPU 及記憶體占成本比重高，且價格透明。考量 CPU 供應持續吃緊、記憶體價格至 2028 年仍將維持高檔，Edge Server 毛利率短期難以明顯改善，其營收占比提升將壓抑 iSystems 及整體毛利率。因此，我們下修 2027 年毛利率預估至 36.6%；在費用審慎管控下，預估 EPS 仍可達 26.2 元，較前次預估下修 5.1%。

投資建議

我們維持研華「增加持股」評等，目標價小幅下修至 760 元，仍基於 2027 年每股盈餘的 29 倍(5 年平均中上緣)換算得出。

投資風險

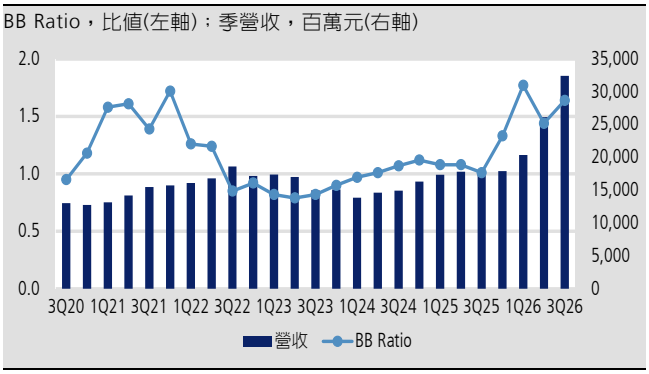
零組件供應短缺影響 IPC 出貨。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT$百萬)	64,568	59,786	70,882	112,127	140,180
營業毛利 (NT$百萬)	26,162	24,376	28,198	41,864	51,256
營業利益 (NT$百萬)	12,128	9,050	11,567	22,286	27,071
稅後淨利 (NT$百萬)	10,838	9,005	10,593	19,579	22,776
每股盈餘 (NT$)	12.65	10.45	12.25	22.54	26.20
每股現金股利 (NT$)	9.50	8.40	11.20	20.06	23.31
每股盈餘成長率 (%)	(8.7)	(17.4)	17.2	84.0	16.2
本益比 (x)	49.7	60.2	51.3	27.9	24.0
股價淨值比 (x)	11.1	10.6	9.9	8.3	7.6
EV/EBITDA (x)	31.3	41.1	31.8	16.6	14.0
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.5	1.3	1.8	3.2	3.7
股東權益報酬率 (%)	23.5	18.0	19.9	32.4	33.2

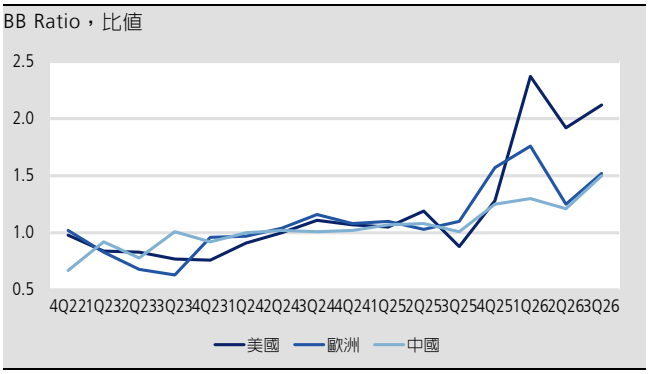
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：研華整體 BB Ratio



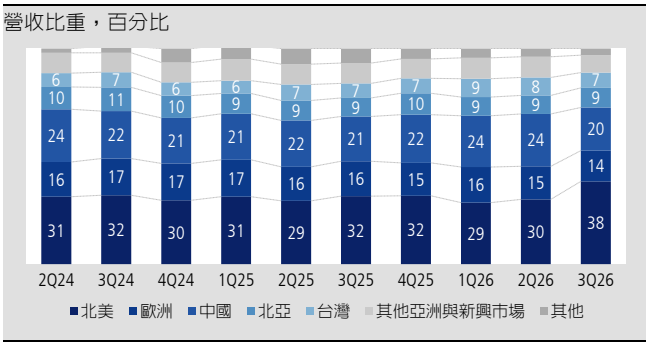
資料來源：公司資料，凱基

圖 2：研華三大區域 BB Ratio



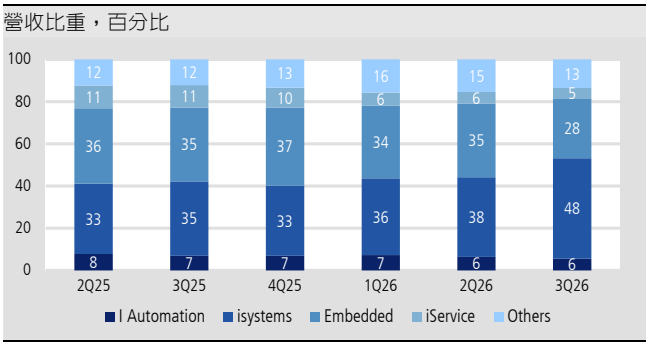
資料來源：公司資料，凱基

圖 3：研華各地區營收比重



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：研華產品組合比重



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：3Q26 財務數字、4Q26 財測暨市場共識比較

	3Q26							4Q26F						
百萬元	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	32,440	30,017	8.1	24.2	82.5	28,945	12.1	33,175	30,017	10.5	2.3	85.1	29,487	12.5
毛利	11,896	11,390	4.4	20.8	72.2	10,877	9.4	12,143	11,390	6.6	2.1	70.3	11,166	8.7
營業利益	6,795	5,867	15.8	32.5	150.9	5,628	20.7	6,635	5,867	13.1	(2.3)	136.0	5,661	17.2
稅後淨利	6,218	4,992	24.6	37.6	124.8	4,842	28.4	5,509	4,992	10.4	(11.4)	77.5	4,860	13.4
每股盈餘 (元)	7.15	5.75	24.5	37.5	123.5	5.64	26.9	6.34	5.75	10.3	(11.4)	76.5	5.65	12.1
毛利率 (%)	36.7	37.9	(1.3)ppts	(1.0)ppts	(2.2)ppts	37.6	(0.9)ppts	36.6	37.9	(1.3)ppts	(0.1)ppts	(3.2)ppts	37.9	(1.3)ppts
營利率 (%)	20.9	19.5	1.4 ppts	1.3 ppts	5.7 ppts	19.4	1.5 ppts	20.0	19.5	0.5 ppts	(0.9)ppts	4.3 ppts	19.2	0.8 ppts
淨利率 (%)	19.2	16.6	2.5 ppts	1.9 ppts	3.6 ppts	16.7	2.4 ppts	16.6	16.6	(0.0)ppts	(2.6)ppts	(0.7)ppts	16.5	0.1 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 6：2026、2027 年財測暨市場共識比較

	2026F						2027F					
百萬元	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	112,127	109,423	2.5	58.2	105,375	6.4	140,180	136,730	2.5	25.0	126,075	11.2
毛利	41,864	41,896	(0.1)	48.5	40,025	4.6	51,256	54,685	(6.3)	22.4	48,567	5.5
營業利益	22,286	21,219	5.0	92.7	20,269	10.0	27,071	28,607	(5.4)	21.5	25,248	7.2
稅後淨利	19,579	18,302	7.0	84.8	17,642	11.0	22,776	23,969	(5.0)	16.3	21,458	6.1
每股盈餘 (元)	22.54	21.08	7.0	83.9	20.23	11.5	26.20	27.59	(5.1)	16.2	24.52	6.8
毛利率 (%)	37.3	38.3	(1.0)ppts	(2.4)ppts	38.0	(0.6)ppts	36.6	40.0	(3.4)ppts	(0.8)ppts	38.5	(2.0)ppts
營利率 (%)	19.9	19.4	0.5 ppts	3.6 ppts	16.7	3.1 ppts	19.3	20.9	(1.6)ppts	(0.6)ppts	17.0	2.3 ppts
淨利率 (%)	17.5	16.7	0.7 ppts	2.5 ppts	0.0	17.4 ppts	16.2	17.5	(1.3)ppts	(1.2)ppts	0.0	16.2 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

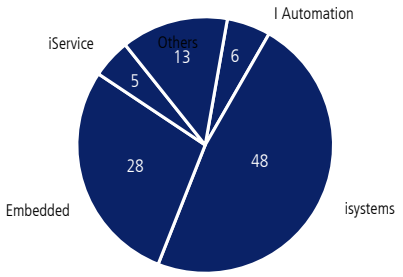
圖 7: 公司概況

研華成立於 1981 年 9 月 7 日，為全球工業電腦龍頭廠商。2023 年合併營收 646 億元，全球市佔率 43%。3Q26 產品比重依應用別可分為 I Automation 6%；isystems 48%；Embedded 28%；iService 5%；Others 13%。公司主要業務涵蓋北美、歐洲、亞洲等，生產基地位於台灣林口廠與東湖廠、中國昆山廠、日本九州廠。

資料來源：凱基

圖 8: 研華 3Q26 產品組合

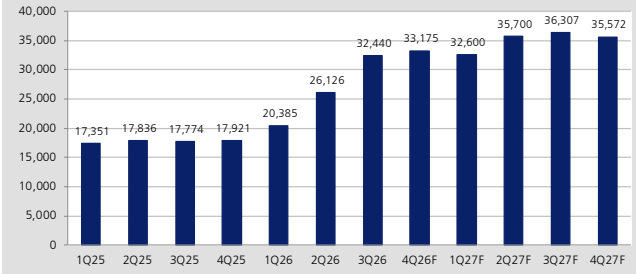
產品組合，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

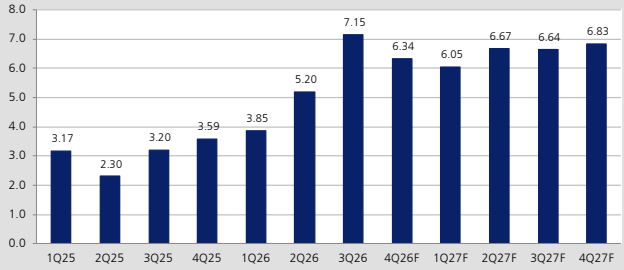
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

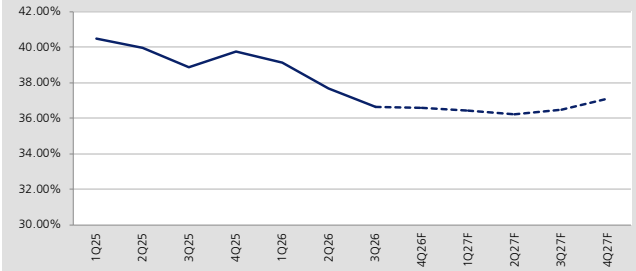
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

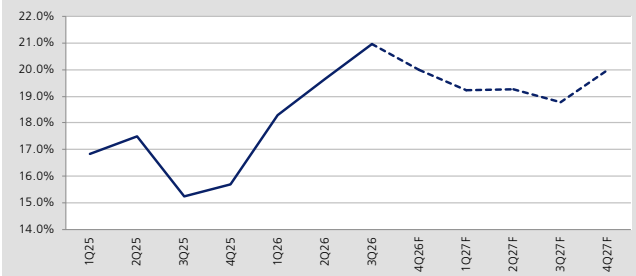
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

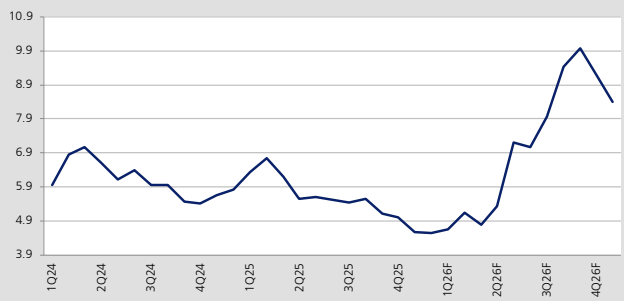
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 股價淨值比

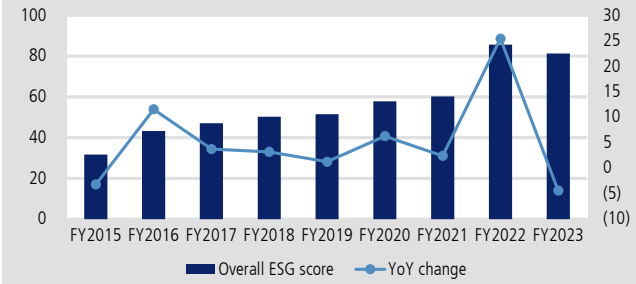
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 15：ESG 整體分數

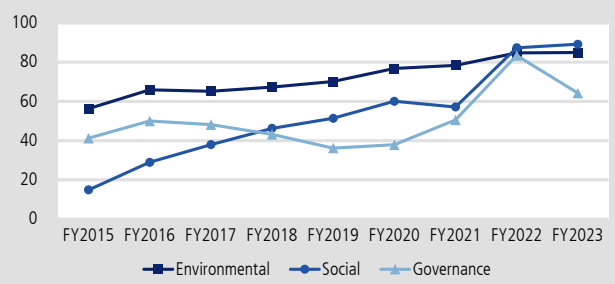
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：ESG 各項分數

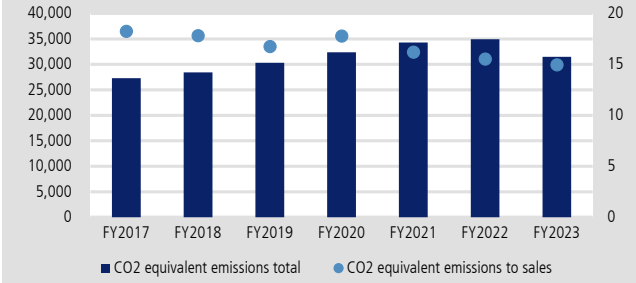
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：碳排量

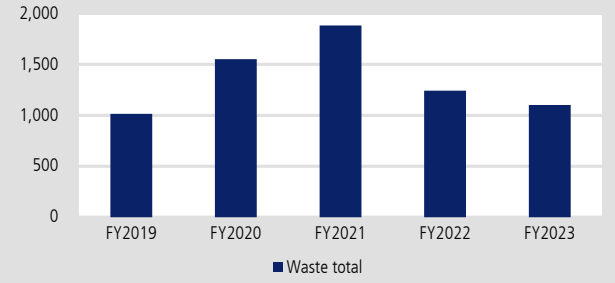
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：廢棄物總量

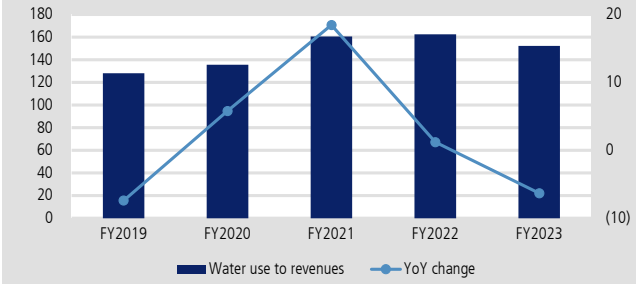
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19：耗水量

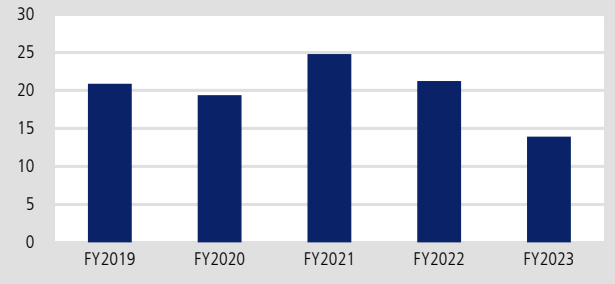
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20：員工流動率

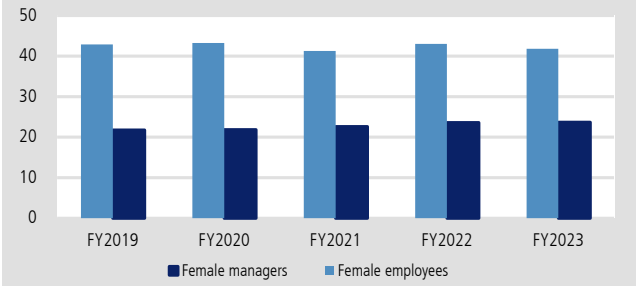
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21：性別多樣性

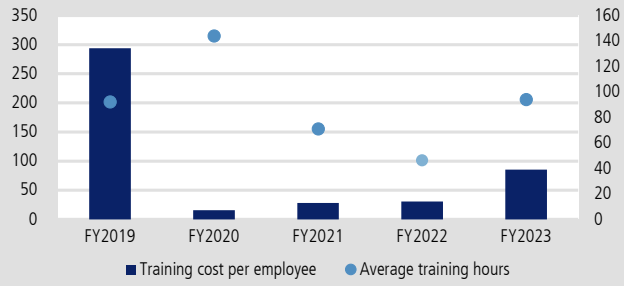
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22：員工訓練

員工人均訓練成本，美元 (左軸)；人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

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-26A	Jun-26A	Sep-26A	Dec-26F	Mar-27F	Jun-27F	Sep-27F	Dec-27F	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
損益表（NT$百萬）											
營業收入	**20,385**	**26,126**	**32,440**	**33,175**	**32,600**	**35,700**	**36,307**	**35,572**	**70,882**	**112,127**	**140,180**
營業成本	(12,405)	(16,281)	(20,544)	(21,033)	(20,725)	(22,760)	(23,059)	(22,379)	(42,685)	(70,263)	(88,924)
營業毛利	**7,980**	**9,845**	**11,896**	**12,143**	**11,875**	**12,940**	**13,248**	**13,193**	**28,198**	**41,864**	**51,256**
營業費用	(4,251)	(4,718)	(5,101)	(5,507)	(5,607)	(6,069)	(6,426)	(6,083)	(16,631)	(19,578)	(24,186)
營業利益	**3,728**	**5,127**	**6,795**	**6,635**	**6,268**	**6,871**	**6,822**	**7,110**	**11,567**	**22,286**	**27,071**
折舊	(259)	(271)	(269)		(326)	(326)	(326)		(992)	(1,091)	(1,304)
攤提	(50)	(58)	(62)		(60)	(60)	(60)		(218)	(231)	(241)
EBITDA	**4,038**	**5,456**	**7,126**		**6,654**	**7,257**	**7,208**		**12,777**	**23,608**	**28,616**
利息收入	72	90	81	79	130	168	164	117	341	323	579
投資利益淨額	121	146	142	133	135	139	137	136	362	542	548
其他營業外收入	31	41	247	94	103	121	141	115	380	413	481
總營業外收入	**223**	**278**	**471**	**306**	**368**	**429**	**442**	**368**	**1,083**	**1,278**	**1,608**
利息費用	(22)	(22)	(39)	(160)	(160)	(160)	(160)	(160)	(89)	(244)	(642)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	138	207	674	-	-	-	-	-	128	1,020	-
總營業外費用	**116**	**185**	**635**	**(160)**	**(160)**	**(160)**	**(160)**	**(160)**	**40**	**776**	**(642)**
稅前純益	**4,068**	**5,590**	**7,901**	**6,781**	**6,476**	**7,139**	**7,104**	**7,318**	**12,690**	**24,340**	**28,036**
所得稅費用[利益]	(750)	(1,087)	(1,700)	(1,288)	(1,230)	(1,356)	(1,350)	(1,390)	(2,189)	(4,825)	(5,327)
少數股東損益	16	15	17	17	17	17	17	17	92	64	67
非常項目前稅後純益	**3,334**	**4,518**	**6,218**	**5,509**	**5,262**	**5,799**	**5,771**	**5,944**	**10,593**	**19,579**	**22,776**
非常項目	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	**3,334**	**4,518**	**6,218**	**5,509**	**5,262**	**5,799**	**5,771**	**5,944**	**10,593**	**19,579**	**22,776**
每股盈餘 (NT$)	3.85	5.20	7.15	6.34	6.05	6.67	6.64	6.83	12.25	22.54	26.20
獲利率 (%)											
營業毛利率	39.1	37.7	36.7	36.6	36.4	36.2	36.5	37.1	39.8	37.3	36.6
營業利益率	18.3	19.6	20.9	20.0	19.2	19.2	18.8	20.0	16.3	19.9	19.3
EBITDA Margin	19.8	20.9	22.0		20.4	20.3	19.9		18.0	21.1	20.4
稅前純益率	20.0	21.4	24.4	20.4	19.9	20.0	19.6	20.6	17.9	21.7	20.0
稅後純益率	16.4	17.3	19.2	16.6	16.1	16.2	15.9	16.7	14.9	17.5	16.2
季成長率 (%)											
營業收入	13.7	28.2	24.2	2.3	(1.7)	9.5	1.7	(2.0)			
營業毛利	11.9	23.4	20.8	2.1	(2.2)	9.0	2.4	(0.4)			
營業收益增長	32.6	37.5	32.5	(2.3)	(5.5)	9.6	(0.7)	4.2			
EBITDA	29.5	35.1	30.6			9.1	(0.7)				
稅前純益	10.5	37.4	41.3	(14.2)	(4.5)	10.2	(0.5)	3.0			
稅後純益	7.4	35.5	37.6	(11.4)	(4.5)	10.2	(0.5)	3.0			
年成長率 (%)											
營業收入	17.5	46.5	82.5	85.1	59.9	36.6	11.9	7.2	18.6	58.2	25.0
營業毛利	13.5	38.0	72.2	70.3	48.8	31.4	11.4	8.7	15.7	48.5	22.4
營業收益	27.5	64.2	150.9	136.0	68.1	34.0	0.4	7.2	27.8	92.7	21.5
EBITDA	25.5	59.1	136.8		113.4	79.7	32.1		26.0	84.8	21.2
稅前純益	25.6	124.3	141.2	84.2	59.2	27.7	(10.1)	7.9	15.6	91.8	15.2
稅後純益	22.0	127.1	124.8	77.5	57.8	28.4	(7.2)	7.9	17.6	84.8	16.3

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	**69,056**	**71,742**	**75,718**	**107,116**	**113,929**
流動資產	**41,386**	**42,200**	**42,496**	**68,711**	**73,221**
現金及短期投資	21,200	20,456	19,194	30,639	31,934
存貨	9,804	10,554	11,835	22,589	25,752
應收帳款及票據	9,271	10,124	10,535	14,543	13,644
其他流動資產	1,111	1,066	932	941	1,891
非流動資產	**27,671**	**29,542**	**33,222**	**38,404**	**40,707**
長期投資	10,624	10,990	12,895	16,204	16,306
固定資產	11,326	12,244	14,452	16,127	18,328
什項資產	5,721	6,308	5,876	6,073	6,073
負債總額	**20,247**	**19,945**	**20,668**	**38,716**	**39,833**
流動負債	**16,027**	**15,569**	**16,517**	**33,869**	**34,987**
應付帳款及票據	6,089	6,911	7,681	16,916	18,033
短期借款	356	116	77	5,318	5,318
什項負債	9,582	8,542	8,760	11,635	11,635
長期負債	**4,220**	**4,376**	**4,151**	**4,846**	**4,846**
長期借款	-	156	150	33	33
其他負債及準備	2,609	2,640	2,525	4,782	4,782
股東權益總額	**48,810**	**51,797**	**55,049**	**68,400**	**74,096**
普通股本	8,584	8,636	8,658	8,697	8,697
保留盈餘	19,599	19,403	21,535	32,360	38,122
少數股東權益	348	369	102	83	16
優先股股東資金	-	-	-	2,506	2,506

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(6.1%)	(7.4%)	18.6%	58.2%	25.0%
營業收益增長	(3.2%)	(25.4%)	27.8%	92.7%	21.5%
EBITDA	(2.8%)	(23.2%)	26.0%	84.8%	21.2%
稅後純益	0.7%	(16.9%)	17.6%	84.8%	16.3%
每股盈餘成長率	(8.7%)	(17.4%)	17.2%	84.0%	16.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	40.5%	40.8%	39.8%	37.3%	36.6%
營業利益率	18.8%	15.1%	16.3%	19.9%	19.3%
EBITDA Margin	20.5%	17.0%	18.0%	21.1%	20.4%
稅後純益率	16.8%	15.1%	14.9%	17.5%	16.2%
平均資產報酬率	16.0%	12.8%	14.4%	21.4%	20.6%
股東權益報酬率	23.5%	18.0%	19.9%	32.4%	33.2%
穩定\償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.7%	0.5%	0.4%	7.8%	7.2%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	292.2	117.3	143.9	100.9	44.7
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	212.2	111.4	111.5	63.1	36.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	24.1	50.0	59.7	2.8	3.9
流動比率 (x)	2.6	2.7	2.6	2.0	2.1
速動比率 (x)	2.0	2.0	1.9	1.4	1.4
淨負債 (NT$百萬)	(10,655)	(13,345)	(11,090)	(22,625)	(25,007)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT$)	12.65	10.45	12.25	22.54	26.20
每股現金盈餘 (NT$)	11.28	12.20	11.45	17.70	26.65
每股淨值 (NT$)	56.45	59.55	63.46	76.01	82.66
調整後每股淨值 (NT$)	56.56	59.68	63.55	75.78	82.32
每股營收 (NT$)	75.36	69.38	81.97	129.11	161.23
EBITDA/Share (NT$)	15.42	11.77	14.78	27.18	32.91
每股現金股利 (NT$)	9.50	8.40	11.20	20.06	23.31
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.95	0.85	0.96	1.23	1.27
應收帳款周轉天數	52.4	62.0	54.3	47.3	35.5
存貨周轉天數	93.2	109.1	101.2	117.3	105.7
應付帳款周轉天數	57.9	71.4	65.7	87.9	74.0
現金轉換周轉天數	87.7	99.6	89.8	76.8	67.2

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	**64,568**	**59,786**	**70,882**	**112,127**	**140,180**
營業成本	(38,406)	(35,410)	(42,685)	(70,263)	(88,924)
營業毛利	**26,162**	**24,376**	**28,198**	**41,864**	**51,256**
營業費用	(14,034)	(15,326)	(16,631)	(19,578)	(24,186)
營業利益	**12,128**	**9,050**	**11,567**	**22,286**	**27,071**
總營業外收入	**1,059**	**1,373**	**1,083**	**1,278**	**1,608**
利息收入	275	388	341	323	579
投資利益淨額	613	399	362	542	548
其他營業外收入	170	585	380	413	481
總營業外費用	**80**	**552**	**40**	**776**	**(642)**
利息費用	(46)	(94)	(89)	(244)	(642)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	125	646	128	1,020	-
稅前純益	**13,267**	**10,975**	**12,690**	**24,340**	**28,036**
所得稅費用[利益]	(2,477)	(2,086)	(2,189)	(4,825)	(5,327)
少數股東損益	48	117	92	64	67
非常項目	-	0	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	**10,838**	**9,005**	**10,593**	**19,579**	**22,776**
EBITDA	13,214	10,144	12,777	23,608	28,616
每股盈餘 (NT$)	12.65	10.45	12.25	22.54	26.20

現金流量

NT$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	**9,665**	**10,511**	**9,903**	**15,375**	**23,174**
本期純益	10,838	9,005	10,593	19,579	22,776
折舊及攤提	1,086	1,094	1,210	1,322	1,545
本期運用資金變動	5,006	(596)	(906)	(5,526)	(1,147)
其他營業資產及負債變動	(7,265)	1,008	(993)	-	(0)
投資活動之現金流量	**(2,573)**	**(470)**	**(4,221)**	**(3,185)**	**(3,711)**
投資用短期投資出售[新購]	(1,265)	233	(1,908)	(579)	137
本期長期投資變動	(117)	122	362	(106)	(102)
資本支出淨額	(1,236)	(1,505)	(2,837)	(2,709)	(3,505)
其他資產變動	45	681	163	210	(241)
自由現金流	**14,546**	**6,162**	**6,821**	**10,724**	**18,580**
融資活動之現金流量	**(8,064)**	**(7,792)**	**(7,846)**	**(4,022)**	**(17,425)**
短期借款變動	(276)	(2)	-	5,185	-
長期借款變動	-	(109)	(61)	(61)	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(7,800)	(8,155)	(7,254)	(9,680)	(17,425)
其他融資現金流	12	474	(531)	533	-
匯率影響數	**(46)**	**357**	**(136)**	**(514)**	**348**
本期產生現金流量	**(1,018)**	**2,605**	**(2,300)**	**7,654**	**2,385**

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
1－營業成本/營業收入					
－銷管費用/營業收入	21.7%	25.6%	23.5%	17.5%	17.3%
＝營業利益率	**18.8%**	**15.1%**	**16.3%**	**19.9%**	**19.3%**
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	0.1	0.1
＋什項資產/營業收入）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
＝資本周轉率	**4.0**	**3.2**	**3.3**	**3.9**	**4.3**
營業利益率	18.8%	15.1%	16.3%	19.9%	19.3%
x 資本周轉率	4.0	3.2	3.3	3.9	4.3
x（1－有效現金稅率）	81.3%	81.0%	82.7%	80.2%	81.0%
＝稅後 ROIC	**61.6%**	**38.7%**	**44.6%**	**62.6%**	**66.8%**

資料來源：公司資料，凱基預估

研華 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2026-08-05	增加持股	800	633
2026-05-06	增加持股	545	410
2026-03-04	增加持股	365	312
2025-11-06	增加持股	340	313
2025-08-06	增加持股	385	326
2025-04-30	增加持股	440	337
2025-03-06	增加持股	500	409
2024-11-06	增加持股	410	327
2024-07-31	增加持股	457	347
2024-07-19	增加持股	480	368

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 JakartaSelatan 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）為凱基金控集團之成員。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。