# 研華(2395)：半導體專案接單強勁，其他領域亦暢旺

## 建議：維持買進

| 2026EPS(F) | | 2027EPS(F) | | BVPS | 收盤價 | 2027年P/E | 目標價 | | 投資建議 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 前次 | 本次 | 前次 | 本次 | | | | 前次 | 本次 | |
| 21.28 | 22.10 | 27.35 | 29.54 | 85.56 | 629 | 21.3 | 800 | 800 | 買進 |

### 一、研華為全球工業電腦龍頭

研華為全球工業電腦龍頭，以自有品牌 ADVENTECH 行銷全球並兼營 OEM/ODM，產品涵蓋醫療、交通、安全監控、能源、博弈、自動化及機器人等領域。2025 年部門營收佔比：物聯網自動化事業群(iAutomation) 7%、嵌入式事業群(Embedded) 36%、智能系統事業群(iSystem) 34%、智能服務事業群(iService) 11%、綜合服務事業及其他(AS+ and Others) 12%。2025 年區域別營收占比：北美 31%、歐洲 16%、中國 21%、北亞 9%、台灣 7%、其他亞洲及新興市場 9%、其他 6%。

| Sales(NT$mn) | 2025 | % | YoY | 2026(F) | % | YoY | 2027(F) | % | YoY |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 物聯網自動化事業群(iAutomation) | 5,146 | 7% | 8% | 7,149 | 6% | 39% | 10,188 | 7% | 43% |
| 嵌入式事業群(Embedded) | 25,598 | 36% | 6% | 36,315 | 33% | 42% | 49,485 | 34% | 36% |
| 智能系統事業群(iSystem) | 24,019 | 34% | 28% | 45,259 | 41% | 88% | 65,495 | 45% | 45% |
| 智能服務事業群(iService) | 7,460 | 11% | 35% | 6,200 | 6% | -17% | 8,733 | 6% | 41% |
| 綜合服務事業及其他(AS+ and Others) | 8,659 | 12% | 30% | 15,124 | 14% | 75% | 11,643 | 8% | -23% |
| 合計 | 70,882 | 100% | 19% | 110,046 | 100% | 55% | 145,544 | 100% | 32% |

| Sales(NT$mn) | 2025 | % | YoY | 2026(F) | % | YoY | 2027(F) | % | YoY |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 北美 | 21,913 | 31% | 19% | 37,967 | 35% | 73% | 53,514 | 37% | 41% |
| 歐洲 | 11,366 | 16% | 13% | 15,939 | 14% | 40% | 18,890 | 13% | 19% |
| 中國 | 15,194 | 21% | 12% | 24,293 | 22% | 60% | 30,604 | 21% | 26% |
| 北亞 | 6,557 | 9% | 3% | 9,825 | 9% | 50% | 12,359 | 8% | 26% |
| 台灣 | 4,791 | 7% | 23% | 9,049 | 8% | 89% | 15,445 | 11% | 71% |
| 其他亞洲及新興市場 | 6,681 | 9% | 20% | 9,674 | 9% | 45% | 12,184 | 8% | 26% |
| 其他 | 4,381 | 6% | 138% | 3,298 | 3% | -25% | 2,548 | 2% | -23% |
| 合計 | 70,882 | 100% | 19% | 110,046 | 100% | 55% | 145,544 | 100% | 32% |

### 二、3Q26 EPS 7.15 元，優於預期，其中半導體專案接單強勁

研華 3Q26 營收 324.4 億元，+24%QOQ、+83%YOY，創新高；毛利率 36.7%，季減 1 個百分點，係 SSD、DDR4 等關鍵零組件漲價，而研華僅能部分轉嫁成本給客戶，營益率 20.9%，受惠營收規模擴大帶動費用率下降，稅後淨利 62.18 億元，3Q26 單季稅後 EPS 7.15 元，優於預期。累計 2026 年前三季營收 789.5 億元，+49%YOY，其中價格及出貨量成長分別貢獻 20.5%及 28.6%，顯示實質出貨量仍為今年主要成長動能。1)地區別方面，累計 2026 年前三季北美、中國、歐洲及台灣營收 YOY 分別+58%、+55%、+36%及+72%，主要受惠半導體設備、雲端基礎建設、工業自動化及醫療設備需求。部門別方面，iSystems)、Embedded、Automation、iService 及 Advantech Service+(AS+)營收 YOY 分別+49%、+40%、+25%、+7%及+95%，其中 AS+營收佔比 15%，主要受惠 SSD、記憶體及硬碟需求，惟該部門毛利率僅 21~25%，低於整體平均。訂單方面，3Q26 BB ratio 達 1.64，其中美國、中國及歐洲分別為 2.12、1.54 及 1.52，接單金額已連續五季成長、出貨連續四季成長；累計 2026 年前三季整體 BB ratio 1.6，其中半導體領域高達 2.62，半導體營收佔比約 15%，前段晶圓製程與後段封裝測試各佔一半，另外美歐醫療及中國自動化接單亦強勁。

本刊載之報告為台新投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬台新投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。
台新證券投資顧問股份有限公司 台北市仁愛路四段 118 號 16 樓(02)5589-9558 (113)金管投顧新字第 021 號

**三、4Q26 展望正向，需求仍暢旺，10 月 BB ratio 1.6**

展望 4Q26，公司 Guidance 營收 9.7-9.9 億美元，匯率以 31.8 元作為基準，毛利率 36-38%，營益率 18-20%，財測考量聖誕假期工作天數減少，需求未見轉弱，實際營收仍有機會超越 3Q26，挑戰單季 10 億美元。10 月 BB ratio 維持 1.6，單月營收預計 3.52 億美元，再創新高；目前在手訂單合計 25 億美元，累計 2026 年前三季美國 Design Win 達 161 案，對應預估年營收 6.87 億美元，+262%YOY。部分零組件交期超過 20 週，客戶提前下單主為爭取關鍵原物料分配優先權，而非單純囤貨，且因工業電腦須整合至客戶終端設備，通常需有實際專案才會下單，減緩對於 Overbooking 疑慮。Edge AI 方面，累計 2026 年前三季營收 6.03 億美元，+109%YOY，營收佔比 24.5%，公司仍維持全年營收佔比 30%目標。毛利率方面，醫療及自動化 AI 設計專案較非 AI 產品高約 2 個百分點，高階邊緣伺服器因 GPU、CPU 及記憶體等關鍵原物料成本佔比高，毛利率僅 28-30%，低於公司平均，近期 x86 CPU(Intel、AMD)價格上漲 10-20%、PCB 上漲 15-20%，使得部分產品中 CPU、記憶體等成本佔比由 30%提升至 70%，由於原料價格透明，研華無法完全轉嫁成本；以目前供貨狀況來看，記憶體供給逐步改善，但伺服器記憶體等級仍吃緊，部分舊世代 CPU 及晶片組持續配貨，PCB 瓶頸則集中上游 CCL 材料，故預期 4Q26 毛利率水準與 3Q26 相近，待零組件價格及供應趨穩，長期毛利率仍以 40%為目標，另外，4Q26 起認列限制型股票(RSA)費用，費用金額將高於 3Q26。

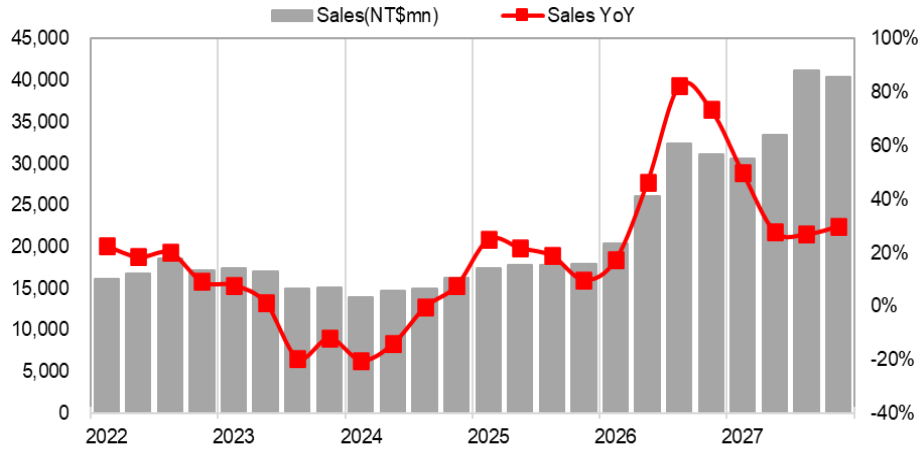
**四、維持買進理由**

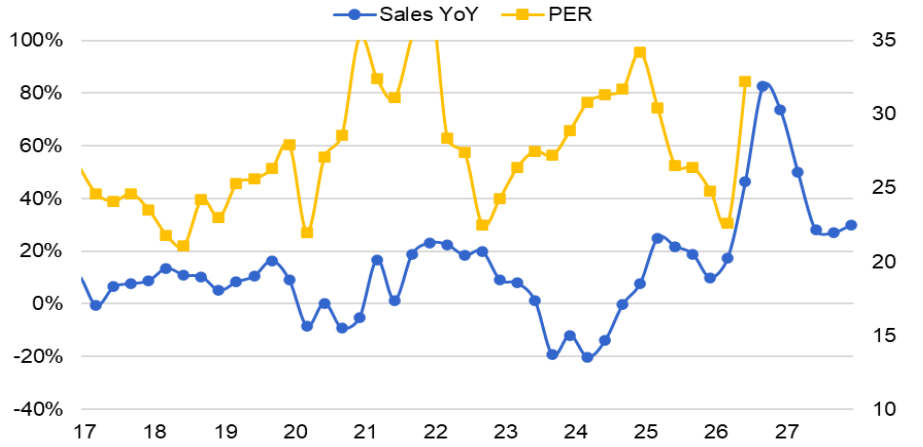
看好研華受惠半導體設備投資擴張、AI 基礎建設及工業 Edge AI 滲透率提升，2027 年營收與獲利有望維持高雙位數成長；預估 2026 年營收 1100 億元，+55%YOY，毛利率 37.6%，營益率 19.8%，全年稅後 EPS 22.10 元，2027 年營收預期將進一步成長至 1455 億元，+32%YOY，毛利率 38.8%，營益率 21.4%，全年稅後 EPS 29.54 元，維持買進，目標價 800 元。

**Comprehensive Income Statement** NT$mn

| | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26F | FY24 | FY25 | FY26F | FY27F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Net sales | 20,385 | 26,126 | 32,440 | 31,094 | 59,786 | 70,882 | 110,046 | 145,544 |
| Gross profit | 7,980 | 9,845 | 11,896 | 11,677 | 24,376 | 28,198 | 41,398 | 56,485 |
| Operating profit | 3,728 | 5,127 | 6,795 | 6,085 | 9,050 | 11,567 | 21,735 | 31,085 |
| Total non-ope inc. | 340 | 463 | 1,106 | 320 | 1,925 | 1,123 | 2,228 | 1,002 |
| Pre-tax profit | 4,068 | 5,590 | 7,901 | 6,404 | 10,975 | 12,690 | 23,964 | 32,088 |
| Net profit | 3,334 | 4,518 | 6,218 | 5,123 | 9,005 | 10,593 | 19,193 | 25,670 |
| EPS | 3.85 | 5.20 | 7.15 | 5.90 | 10.45 | 12.25 | 22.10 | 29.54 |
| **Y/Y %** | **1Q26** | **2Q26** | **3Q26** | **4Q26F** | **FY24** | **FY25** | **FY26F** | **FY27F** |
| Net sales | 17.5 | 46.5 | 82.5 | 73.5 | -7.4 | 18.6 | 55.3 | 32.3 |
| Gross profit | 13.5 | 38.0 | 72.2 | 63.8 | -6.8 | 15.7 | 46.8 | 36.4 |
| Operating profit | 27.5 | 64.2 | 150.9 | 116.4 | -25.4 | 27.8 | 87.9 | 43.0 |
| Net profit | 22.0 | 127.1 | 124.8 | 65.1 | -16.9 | 17.6 | 81.2 | 33.7 |
| **Q/Q %** | **1Q26** | **2Q26** | **3Q26** | **4Q26F** | **FY24** | **FY25** | **FY26F** | **FY27F** |
| Net sales | 13.7 | 28.2 | 24.2 | -4.1 | | | | |
| Gross profit | 11.9 | 23.4 | 20.8 | -1.8 | | | | |
| Operating profit | 32.6 | 37.5 | 32.5 | -10.5 | | | | |
| Net profit | 7.4 | 35.5 | 37.6 | -17.6 | | | | |
| **Margins %** | **1Q26** | **2Q26** | **3Q26** | **4Q26F** | **FY24** | **FY25** | **FY26F** | **FY27F** |
| Gross | 39.1 | 37.7 | 36.7 | 37.6 | 40.8 | 39.8 | 37.6 | 38.8 |
| Operating | 18.3 | 19.6 | 20.9 | 19.6 | 15.1 | 16.3 | 19.8 | 21.4 |
| Net | 16.4 | 17.3 | 19.2 | 16.5 | 15.1 | 14.9 | 17.4 | 17.6 |

本刊載之報告為台新投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬台新投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。
台新證券投資顧問股份有限公司 台北市仁愛路四段 118 號 16 樓(02)5589-9558 (113)金管投顧新字第 021 號




本刊載之報告為台新投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬台新投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。