研華(2395)

區間操作　　報告日期：20261106

研究員：蔡沛錞

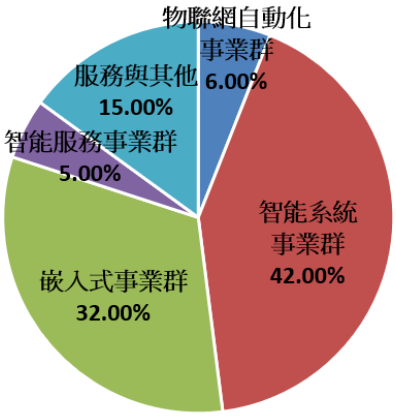
公司基本資料

前日收盤價(元)	596.00
目前股本(億元)	86.91
市值(億元)	5,179.80
每股淨值(元)	72.07
外資持股比例(%)	36.16
投信持股比例(%)	2.66
董監持股比例(%)	42.05
融資餘額(張)	1,354

投資建議

合庫更新預估研華2026年營收1,104.19億元，+55.8% YoY，毛利率37.3%，營業利益率20.0%，EPS 22.52元，+84.8% YoY。並更新預估研華2027年營收1,281.76億元，+16.1% YoY，毛利率36.5%，營業利益率20.6%，EPS 25.57元，+13.5% YoY。因研華2027營運可望持續向上成長，建議股價460~639元區間操作(2027年18~25xPER)。

營收比重



公司簡介

研華股份有限公司成立於 1981 年 9 月，為全球工業電腦龍頭廠商，以自有品牌「ADVANTECH」行銷全球，產品應用涵蓋醫療、娛樂、交通、安全監控和博弈等多項領域。生產之產品應用領域廣泛，包含捷運讀卡機、自動售票機、ATM、POS、博奕、網路儲存、數位電子看板控制中心、智慧型大樓之中央監控系統、樂透彩券機等。另以產業別區分應用，可分為零售服務、醫療領域、影像監控，以及工業自動化和環境控制領域。

簡易損益表

單位 ：NT$ mn	2025	2026(F)	2027(F)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26(F)	1Q27(F)	2Q27(F)
營業收入	70,882	110,419	128,176	17,774	17,921	20,385	26,126	32,440	31,467	28,743	32,135
營業毛利	28,198	41,238	46,824	6,908	7,129	7,980	9,845	11,896	11,517	10,463	11,633
營業利益	11,546	22,065	26,372	2,708	2,826	3,727	5,138	6,795	6,414	5,610	6,632
稅後淨利	10,593	19,574	22,219	2,766	3,103	3,334	4,518	6,218	5,504	4,741	5,419
EPS(NT$)	12.25	22.52	25.57	3.20	3.58	3.84	5.20	7.15	6.33	5.46	6.24
毛利率	39.8%	37.3%	36.5%	38.9%	39.8%	39.1%	37.7%	36.7%	36.6%	36.4%	36.2%
營業利益率	16.3%	20.0%	20.6%	15.2%	15.8%	18.3%	19.7%	20.9%	20.4%	19.5%	20.6%
稅後淨利率	14.9%	17.7%	17.3%	15.6%	17.3%	16.4%	17.3%	19.2%	17.5%	16.5%	16.9%
營收 YoY	18.6%	55.8%	16.1%	18.9%	9.9%	17.5%	46.5%	82.5%	75.6%	41.0%	23.0%
EPS YoY	17.2%	84.8%	13.5%	22.6%	17.2%	22.0%	127.1%	124.8%	77.4%	42.2%	20.0%

營運展望

1. **3Q26營收與營業利益率優於預期，但毛利率低於預期：**研華3Q26營收324.40億元，+24.2% QoQ，+82.5% YoY，營收表現優於市場與合庫預期，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，帶動智能系統事業群(iSystems)與嵌入式事業群(Embedded Sector)營收分別年增49%與40%。3Q26毛利率36.7%，毛利率季減1.0個百分點、年減2.2個百分點，毛利率表現低於市場與合庫預期，主要因為記憶體等零組件成本上升，但成本轉嫁未能完全抵銷毛利率壓力所致；3Q26營業利益率因費用管制得宜，季增1.3個百分點、年增6.2個百分點至20.9%；歸屬母公司淨利62.18億元，+37.6% QoQ，+124.8% YoY，EPS 7.15元。

圖一：研華 3Q26 地區別營收表現

(單位：美金佰萬元)	3Q26	3Q25	YoY %	Rev %
北美地區	822	519	+58%	33%
歐洲地區	377	276	+36%	15%
中國地區	556	358	+55%	22%
北亞地區	220	153	+43%	9%
台灣地區	196	114	+72%	8%
其他亞洲及新興市場	223	162	+37%	9%
子公司與其他	91	115	-20%	4%
總計	2,485	1,697	+46%	100%

資料來源：研華；合庫投顧整理。

圖二：研華 3Q26 各事業群營運表現

(單位：美金佰萬元)		Revenue	Rev. %	YoY	Gross Margin	Operating Profit	OP Margin
物聯網自動化事業群	(iAutomation)	156	6%	+25%	65%~70%	89	57%
智能系統事業群	(iSystems)	1,030	42%	+49%	40%~45%	237	23%
嵌入式事業群	(Embedded)	798	32%	+40%	30%~35%	176	22%
智能服務事業群	(iService)	136	5%	+7%	30%~35%	13	10%
Advantech Service+ /Others	(AS+)	365	15%	+95%	21%~25%	28	8%
總計		2,485	100%	+46%	37.6%	492*	19.8%

資料來源：研華；合庫投顧整理。

2. **4Q26營運可望維持高成長表現：**展望4Q26，研華4Q26營收財測為9.70億美元至9.90億美元，以美元兌台幣為31.8元的假設換算下，台幣營收財測區間將為308.5至314.8億元，中位數311.7億元，毛利率預估區間為36%至38%，營業利益率預估區間為18%至20%。考量3Q26的BB Ratio達1.64，代表4Q26的需求與出貨動能可望持續，且在醫療、半導體產業及自動化設備等專案的訂單能見度佳的情況下，合庫預估研華4Q26營收可望達財測上緣，因此合庫預估研華4Q26營收314.67億元，-3.0% QoQ，+75.6% YoY，毛利率36.6%，營業利益率20.4%，歸屬母公司淨利55.04億元，EPS 6.33元，+77.4% YoY。

3. **2027年營運可望持續向上成長：**展望2027年，公司尚未給2027年的展望，但合庫考量半導體產能與先進製造投資、資料中心相關基礎設施等長期趨勢持續，可望帶動研華的Edge AI和工業自動化等需求的持續成長。以區域來看，北美在半導體設備、AI 基礎建設、醫療設備及機器人等領域，需求都相當強勁；歐洲成長動能則是以工業和醫療設備為主；中國主要成長動能包括工業自動化、半導體設備、醫療設備及機器人。在毛利率的部分，公司有根據零組件價格的上漲、持續向客戶反應，但沒有辦法完全轉嫁，由於零組件漲價尚未結束，因此預估1H27毛利率仍可能受到壓抑，隨著2H27更多記憶體與其他零組件新產能開出，預估毛利率從2H27開始可望出現改善。因此綜合前述預估與判斷，合庫更新預估研華2027年營收1,281.76億元，+16.1% YoY，毛利率36.5%，營業利益率20.6%，EPS 25.57元，+13.5% YoY。

4. **ESG(研華在2026年上市公司治理評鑑結果為前5%)：**研華在環境永續（Environmental）方面，將氣候治理、綠色營運與產品永續納入核心經營策略，積極推動溫室氣體盤查、能源管理、再生能源導入、水資源與廢棄物管理，以及綠色產品設計。公司透過全球iEMS智慧能源管理系統監控主要營運據點用電情形，並導入產品生命週期評估、產品碳足跡、低鹵材料、再生原料、綠色包材及廢棄物回收再利用等措施，持續降低營運與產品生命週期的環境衝擊；同時，研華已承諾於2040年達成全球再生能源使用率100%的RE100目標，並以2050年實現淨零碳排為長期目標。在社會責任（Social）方面，研華重視人權保障、多元平等共融、人才培育及職場安全，除建立人權盡職調查、員工溝通與福利制度外，亦依循ISO 45001架構建置職業安全衛生管理系統，透過危害辨識、風險評估、職安教育訓練及健康促進等措施，持續打造安全、健康且友善的工作環境；同時，公司結合研華文教基金會與企業志工資源，積極投入物聯網產學共創、兒童及青少年永續教育、藝文產業扶植與偏鄉公益關懷等行動。在公司治理（Governance）方面，研華已建立由董事會督導的永續治理架構，並設置董事會層級的企業永續發展委員會及ESG企業永續發展辦公室，定期檢討氣候策略、碳管理、永續產品、供應鏈管理及多元共融等重大議題，追蹤年度目標與執行成果；此外，公司亦透過利害關係人議合、重大主題鑑別、誠信經營、風險與資訊安全管理及供應商永續評鑑等機制，持續提升治理透明度、風險韌性與永續經營能力。

PE/PB Band





損益表

單位 ：NT$ mn	2025	2026(F)	2027(F)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26(F)	1Q27(F)	2Q27(F)
營業收入	70,882	110,419	128,176	17,774	17,921	20,385	26,126	32,440	31,467	28,743	32,135
營業毛利	28,198	41,238	46,824	6,908	7,129	7,980	9,845	11,896	11,517	10,463	11,633
營業費用	16,651	19,173	20,453	4,200	4,303	4,253	4,707	5,101	5,103	4,853	5,001
營業淨利	11,546	22,065	26,372	2,708	2,826	3,727	5,138	6,795	6,414	5,610	6,632
營業外收入	1,123	2,187	795	568	870	340	463	1,106	278	130	141
稅前純益	12,690	24,252	27,166	3,276	3,681	4,068	5,590	7,901	6,692	5,740	6,773
所得稅費用	2,189	4,741	5,014	531	587	750	1,087	1,700	1,205	1,015	1,369
稅後淨利	10,593	19,574	22,219	2,766	3,103	3,334	4,518	6,218	5,504	4,741	5,419
普通股股本	8,682	8,691	8,691	8,682	8,682	8,682	8,682	8,691	8,691	8,691	8,691
EPS(NT$)	12.25	22.52	25.57	3.20	3.58	3.84	5.20	7.15	6.33	5.46	6.24
營收ＱoQ	-	-	-	-0.3%	0.8%	13.7%	28.2%	24.2%	-3.0%	-8.7%	11.8%
營收 YoY	18.6%	55.8%	16.1%	18.9%	9.9%	17.5%	46.5%	82.5%	75.6%	41.0%	23.0%
EPS YoY	17.2%	84.8%	13.5%	22.6%	17.2%	22.0%	127.1%	124.8%	77.4%	42.2%	20.0%
毛利率	39.8%	37.3%	36.5%	38.9%	39.8%	39.1%	37.7%	36.7%	36.6%	36.4%	36.2%
營業費用率	23.5%	17.4%	16.0%	23.6%	24.0%	20.9%	18.0%	15.7%	16.2%	16.9%	15.6%
營業利益率	16.3%	20.0%	20.6%	15.2%	15.8%	18.3%	19.7%	20.9%	20.4%	19.5%	20.6%
稅前淨利率	17.9%	22.0%	21.2%	18.4%	20.5%	20.0%	21.4%	24.4%	21.3%	20.0%	21.1%
所得稅率	17.3%	19.5%	18.5%	16.2%	16.0%	18.4%	19.4%	21.5%	18.0%	17.7%	20.2%
稅後淨利率	14.9%	17.7%	17.3%	15.6%	17.3%	16.4%	17.3%	19.2%	17.5%	16.5%	16.9%

資產負債表

(百萬元)	2023	2024	2025	3Q26
資產總計	69,056	71,742	75,718	98,985
流動資產	41,386	42,200	42,496	61,089
現金及約當現金	11,012	13,617	11,317	16,093
應收帳款與票據	9,271	10,124	10,535	18,581
存貨	9,804	10,554	11,835	23,018
採權益法之投資	4,705	4,993	5,113	5,119
不動產及廠房	11,326	12,244	14,452	15,590
負債總計	20,247	19,945	20,668	36,224
流動負債	16,027	15,569	16,517	31,378
應付帳款	6,089	6,911	7,681	14,425
應付票據	0	0	0	0
非流動負債	4,220	4,376	4,151	4,846
權益總計	48,810	51,797	55,049	62,761
普通股股本	8,578	8,634	8,652	8,690
保留盈餘	29,230	30,126	33,163	39,361
母公司業主權益	48,461	51,428	54,947	62,661

損益表

(百萬元)	2024	2025	2026(F)	2027(F)
營業收入淨額	59,786	70,882	110,419	128,176
營業成本	35,410	42,685	69,181	81,352
營業毛利淨額	24,376	28,198	41,238	46,824
營業費用	15,326	16,631	19,173	20,453
營業利益	9,050	11,567	22,065	26,372
業外收支	1,925	1,123	2,187	795
稅前純益	10,975	12,690	24,252	27,166
所得稅	2,086	2,189	4,741	5,014
稅後純益	9,005	10,593	19,574	22,219
稅後EPS(元)	10.45	12.25	22.52	25.57

註1：稅後淨利係指本期淨利歸屬母公司業主。

註2：稅後EPS以當期股本計算

現金流量表

(百萬元)	2023	2024	2025	3Q26
營業活動現金	9,665	10,511	9,903	8,023
稅前純益	13,267	10,975	12,690	7,901
折舊	912	934	992	269
攤銷	174	160	218	62
其他營運現金	15,435	17,379	14,006	10,533
投資活動現金	(2,573)	(470)	(4,221)	(455)
其他投資現金	0	(95)	0	0
籌資活動現金	(8,064)	(7,792)	(7,846)	(4,402)
現金增資	0	0	0	0
發放現金股利	(7,780)	(8,155)	(7,254)	0
其他籌資現金	0	0	0	0
淨現金流量	(1,018)	2,605	(2,300)	3,344
期初現金	12,030	11,012	13,617	12,749
期末現金	11,012	13,617	11,317	16,093

比率分析

(%)	2023	2024	2025	3Q26
成長力分析				
營收成長	(6.1)	(7.4)	18.6	82.5
營利成長	(3.2)	(25.4)	27.8	150.9
稅後純益成長	0.4	(17.6)	18.1	125.9
獲利能力分析				
毛利率	40.5	40.8	39.8	36.7
營利率	18.8	15.1	16.3	21.0
稅後純益率	16.8	15.1	14.9	19.2
償債能力分析				
負債比率	29.3	27.8	27.3	36.6
流動比率	258.2	271.0	257.3	194.7
速動比率	197.1	203.3	185.6	121.3

資料來源：CMoney、合庫投顧

免責聲明：
本報告內容僅供參考，已力求訊息確實與完整，但客戶仍應審慎考量本身之需求與投資風險及承受度，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負任何法律責任。本刊著作權屬合庫投顧所有，非經本公司同意請勿抄襲、引用或轉載。

本研究報告並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何形式之表示，本報告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。本研究報告內容係報告撰寫人依所收集之資訊進行合理之判斷，並就其專業能力提供之善意分析，報告撰寫人與相關複核人員的報酬與本篇報告內容表述或觀點無關。出具本報告時，本公司、報告撰寫人與複核人員，均遵守主管機關相關利益衝突防範。

合作金庫金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業從事廣泛金融業務，合作金庫集團對於本報告所涵蓋的標的公司可能有投資或業務往來，合作金庫集團及其所屬員工可能會投資本報告所涵蓋的標的，或以該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投資方向可能不一致。

評等標準說明

評等	定義
買進	預期未來 6 個月潛在報酬率>15%
區間	預期未來 6 個月潛在報酬率 0%~15%
中立	預期未來 6 個月潛在報酬率<0%
未評等	訊息不足或有相關業務往來