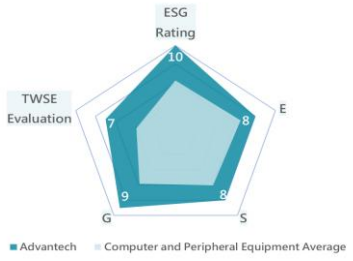
Fubon Research
2026 年 11 月 5 日

研華 (2395 TT)

AI 基建及 AI Edge 雙軌並進

買進	
股價	目標價
NT$629.00	NT$830
●訪談摘要	○初次評論
●公司動態	●獲利調整
○獲利預覽	○評等調整
流通在外股數 (百萬)	869
市值 (百萬台幣)	546,660
市值 (百萬美元)	16,650
外資持股率 (%)	36.15
投信持股率 (%)	2.65
董監持股率 (%)	42.05
52 週高價 (元)	740.00
52 週低價 (元)	267.74
當沖比率	29%

ESG 評等	10	產業排名	1/111



資料來源：CMoney

2027 年盈餘預估及評等修正

	新	舊	%
評 等	買進	買進	
目標價	830	788	5
EPS 預估	26.0	23.2	12
目標 PE	32	34	

主要財務報表分析 至 12 月 31 日

百萬元	FY26F	FY27F	FY28F
營收淨額	110,828	131,477	145,588
年成長率(%)	56.4	18.6	10.7
營業利益	22,087	26,815	30,271
年成長率(%)	90.9	21.4	12.9
稅後淨利	19,464	22,593	25,391
年成長率(%)	83.8	16.1	12.4
每股淨利(NT$)	22.40	26.00	29.22
每股現金股利	16.5	19.5	22.0
本益比(x)	28.1	24.2	21.5
本淨比(x)	8.4	7.4	6.7
現金股利殖利率	2.6	3.1	3.5
淨值報酬率(%)	32.4	32.6	32.7

資料來源：CMoney，富邦投顧

楊惟婷
886-2-27815995#37015
weiting.yang@fubon.com

接單暢旺，AI 基建及 Edge AI 趨勢明確，維持買進建議，目標價 830 元。
1. 3Q26 營收及淨利再創新高，4Q26 營收不看淡。
2. AI 基建及 Edge/Agentic AI 商機延續至明年。
3.受惠 AI 趨勢，研華營運上升循環期可望拉長，有利評價向上。

3Q26 營收及淨利再創新高

受惠邊緣 AI 發展、自動化、半導體、醫療等領域需求突出，3Q26 研華營收 324.4 億，季增 24.2%、年增 82.5%，以美金計價營收首度突破百萬，原物料成本上漲拖累，毛利率較上季降 1.0ppt 至 36.7%，規模擴張、費用控制得當，推高營益率至 21.0%，高於富邦預估的 20.0%，認列股利、匯兌利益及一次性處分利益共 11 億，業外收入亦優於預期，稅後 EPS 7.15 元(預估數 5.79 元)，續創新高。研華 3Q26 BB Ratio 1.64，三大區域 BB 值，美國的 2.12 動能最強，歐洲及中國則為 1.52、1.50，同時管理層說明累計年底到至 2027 年的在手訂單規模約上看 25 億美元，接單量能持續暢旺。

4Q26 營收不看淡，營運桿槓效益抵消成本上揚壓力

研華釋出 4Q26 美金計價營收介於 970~990M(以匯率 31.8 為假設)，毛利率 36~38%、營益率 18.0%~20.0%的預估，以中位數推算營收的季減 4%，營收展望下滑，是因海外年底假期工作天數減少及 ERP 系統轉換暫時性影響所致。零件成本上揚仍是 4Q26 獲利面的挑戰，管理層表示近期 CPU 價格上揚 10~20%、PCB 漲 15~20%，記憶體價格相對持穩，即使轉嫁成本仍將壓抑毛利率表現，富邦則預期研華在導入 AI 管理工具及營運規模擴張的效益挹注下，單季營益率仍可站穩 20% 之上。2H26 營收、獲利率優於預期，富邦上修研華 2026 年營收預估至 1,108 億，YoY+56.4%，營益率 19.9%，EPS 預估 22.4 元。

AI 基建及 Edge/Agentic AI 商機延續至明年

AI 基建研華商機包含 1)半導體設備商的 Edge server、Edge computing、I/O Module、Automation controller 等自動化環節設備供應。2)AI 資料中心的自動化、能源、散熱、維運管理業務。來自美、日、台三地的佔研華半導體需求的 80%，目前半導體 BB Ratio 達 2.62，持續高於公司平均，且在半導體超級循環週期及 CSP 空前資本投入下，研華預期整體 AI 基建商機強勁成長延續至明年。另外當前 AI 發展正由資料中心向 Edge/Agentic 的應用延伸，3Q26 研華 Edge AI 營收佔比達 24.5%，其中醫療、工業的影像及 AOI 檢測等應用貢獻較大；而工廠自動化、智慧醫療、能源管理、智慧零售的 Agentic AI 應用驗證同步加速，整體 Edge/Agentic AI Design win 案量長足增長；機器人方面目前佔營收比重仍低，但研華已與超過 50 家客戶展開合作開發，期待後續陸續轉化為營收。

AI 基建至邊緣端 AI 需求強勁，硬體規格同步升級，推高營運成長，富邦初估研華 2027 年營收年增 18.6%至 1,314 億，規模效應、產品組合優化，助獲利率提升，EPS 估 26.0 元。

富邦不同之處

研華為少數 AI 商機涵蓋半導體至邊緣端的業者，以高於同業的 32 倍本益比評價。

評價與風險

研華過去 PE 區間為 22-35 倍。研華 B/B Ratio 高檔接單穩健增長，營益率增速超前，且 AI 基建、邊緣需求成長延續至明年，長期動能佳。研華 AI 應用商機涵蓋半導體、基建至邊緣端，有利研華營運上升週期循環延長及評價向上，以 2027 年獲利的 32 倍本益比評價，目標價上調至 830 元。主要投資風險系統性風險、材料成本壓力、終端需求遞延。

圖表 1:研華 BB Ratio 走勢



資料來源：研華、富邦投顧

圖表 2: 季 EPS 回顧 單位: 新台幣百萬元

	3Q26	QoQ	YoY	富邦	差異	市場同業	差異
營業收入	32,440	24.2%	82.5%	28,764	12.8%	26,496	22.4%
銷貨毛利	11,896	20.8%	72.2%	10,933	8.8%	10,387	14.5%
營業利益	6,795	32.5%	150.9%	5,752	18.1%	5,264	29.1%
稅前淨利	7,901	41.3%	141.2%	6,183	27.8%	5,370	47.1%
稅後淨利	6,218	37.6%	124.8%	5,023	23.8%	4,393	41.5%
EPS (元)	7.15	37.5%	123.4%	5.79	23.6%	5.09	40.5%
重要比率							
毛利率	36.7%			38.0%		39.2%	
營益率	21.0%			20.0%		19.9%	
淨利率	19.1%			17.5%		16.6%	

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 3: 獲利預估修正 單位: 新台幣百萬元

	FY25	FY26F			FY27F		
		原估	新估	差異	原估	新估	差異
營業收入	70,882	104,269	110,828	6.3%	117,423	131,477	12.0%
銷貨毛利	28,198	39,829	41,511	4.2%	45,839	50,610	10.4%
營業利益	11,567	20,399	22,087	8.3%	23,467	26,815	14.3%
稅後淨利	10,593	17,794	19,464	9.4%	20,141	22,593	12.2%
EPS (元)	12.25	20.50	22.40	9.3%	23.20	26.00	12.1%
重要比率							
毛利率	39.8%	38.2%	37.5%		39.0%	38.5%	
營益率	16.3%	19.6%	19.9%		20.0%	20.4%	
淨利率	14.8%	17.1%	17.6%		17.2%	17.2%	

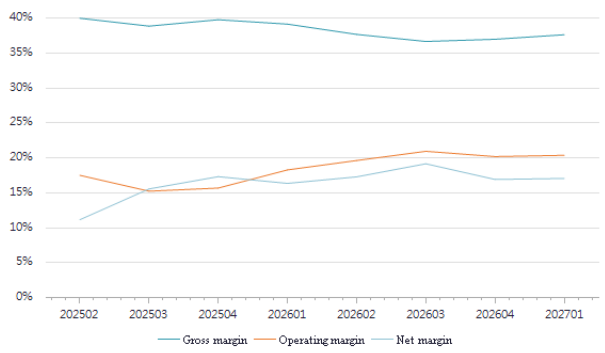
資料來源：公司，CMoney、富邦投顧

圖表 4: 單季預測

單位: 百萬元	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F	2028F
損益模型											
營業收入	20,385	26,126	32,440	31,877	30,975	32,809	34,481	33,212	110,828	131,477	145,588
銷貨成本	12,405	16,281	20,544	20,086	19,318	20,199	21,049	20,301	69,317	80,867	88,377
銷貨毛利	7,980	9,845	11,896	11,790	11,657	12,610	13,432	12,911	41,511	50,610	57,211
營業費用	4,251	4,718	5,101	5,354	5,345	5,922	6,343	6,185	19,424	23,795	26,940
營業利益	3,728	5,127	6,795	6,436	6,312	6,688	7,089	6,726	22,087	26,815	30,271
業外收支淨額	340	463	1,106	245	235	335	405	245	890	1,220	1,245
稅前淨利	4,068	5,590	7,901	6,681	6,547	7,023	7,494	6,971	22,977	28,035	31,516
稅後淨利	3,334	4,518	6,218	5,395	5,285	5,633	6,048	5,627	19,464	22,593	25,391
EPS	3.85	5.20	7.15	6.21	6.08	6.48	6.96	6.47	22.40	26.00	29.22
獲利能力(%)											
毛利率	39.2%	37.7%	36.7%	37.0%	37.6%	38.4%	39.0%	38.9%	37.5%	38.5%	39.3%
營益率	18.3%	19.6%	21.0%	20.2%	20.4%	20.4%	20.6%	20.3%	19.9%	20.4%	20.8%
淨利率	16.3%	17.2%	19.1%	16.9%	17.1%	17.2%	17.5%	16.9%	17.6%	17.2%	17.4%
年成長率(%)											
營業收入	17.5%	46.5%	82.5%	77.9%	51.9%	25.6%	6.3%	4.2%	56.4%	18.6%	10.7%
銷貨毛利	13.5%	38.0%	72.2%	65.4%	46.1%	28.1%	12.9%	9.5%	47.2%	21.9%	13.0%
營業利益	27.5%	64.2%	150.9%	128.9%	69.3%	30.4%	4.3%	4.5%	90.9%	21.4%	12.9%
稅後淨利	22.0%	127.1%	124.8%	73.8%	58.5%	24.7%	-2.7%	4.3%	83.8%	16.1%	12.4%
EPS	21.5%	126.1%	123.4%	73.4%	58.0%	24.7%	-2.7%	4.3%	82.8%	16.1%	12.4%
季成長率(%)											
營業收入	13.7%	28.2%	24.2%	-1.7%	-2.8%	5.9%	5.1%	-3.7%			
銷貨毛利	11.9%	23.4%	20.8%	-0.9%	-1.1%	8.2%	6.5%	-3.9%			
營業利益	32.6%	37.5%	32.5%	-5.3%	-1.9%	6.0%	6.0%	-5.1%			
稅後淨利	7.4%	35.5%	37.6%	-13.2%	-2.0%	6.6%	7.4%	-7.0%			
EPS	7.5%	35.1%	37.5%	-13.2%	-2.0%	6.6%	7.4%	-7.0%			

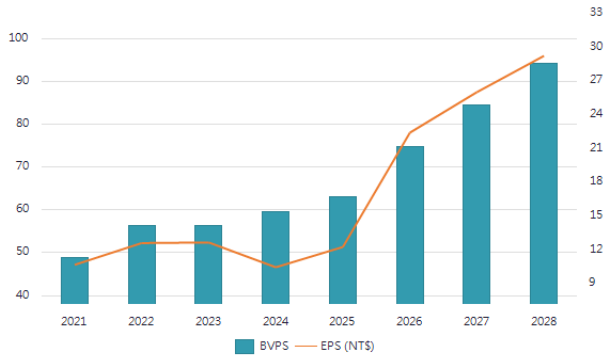
資料來源：公司、 CMoney 、富邦投顧

圖表 5： 毛利率、營益率、稅後營益率 單位： %



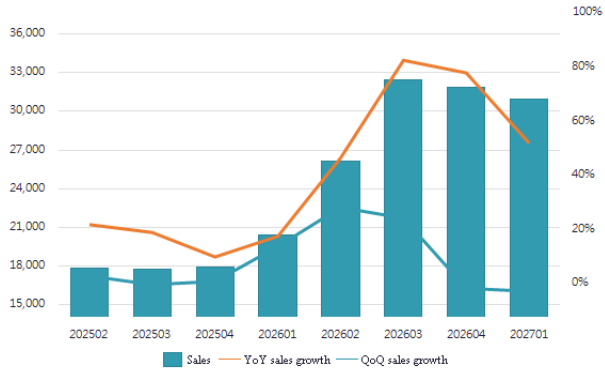
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 6：EPS 與 BVPS 趨勢 單位: 元/%



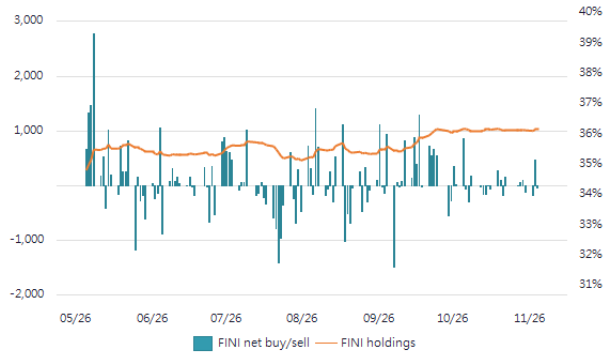
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 7： 季營收變化 單位: 百萬元/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 8： 外資買賣超張數及持股比率 單位: 張/%



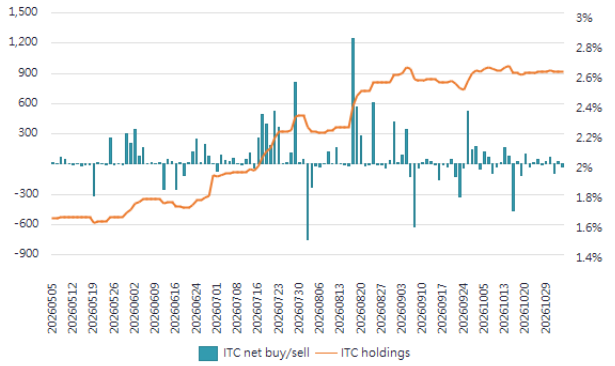
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖 9 表 ： 存貨及 A/R 週轉天數 單位: 天



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 10: 投信買賣超張數及持股比率 單位: 張/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

ESG永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating

CMoney ESG Rating	E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)
10/10	8 /10	8 /10	9 /10

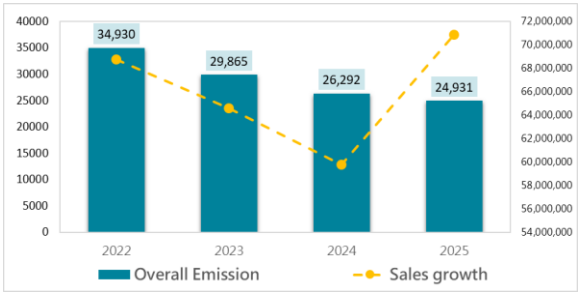
交易所產業類別	產業排名	交易所公司治理評鑑
電子–電腦及週邊設備	1 /111	前 5%



環境保護 Environment

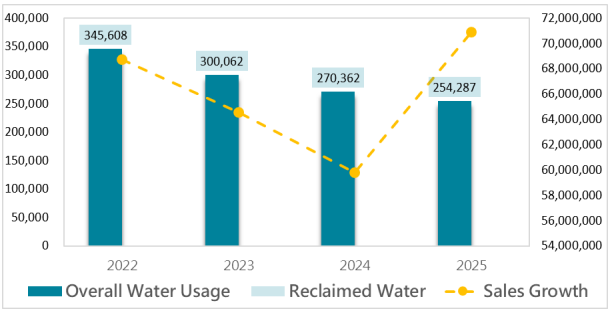
溫室氣體排放與營收

摘要			
溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	直接排放(公噸)	間接排放(公噸)
2025	24,931	3,742	21,188
2024	26,292	3,565	22,727
2023	29,865	3,226	26,638
2022	34,930	3,470	31,460



企業用水量與營收

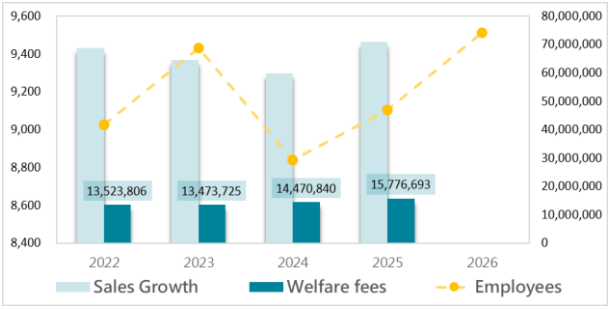
摘要			
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2025	254,287	--	178,001
2024	270,362	--	189,253
2023	300,062	--	210,044
2022	345,608	--	241,926



社會責任 Social Responsibility

員工人數與福利費用

摘要			
員工人數與福利費用統計			
年度	員工人數(人)	員工人數增減(人)	福利費用
2026	9,512	408	--
2025	9,104	266	15,776,693
2024	8,838	-592	14,470,840
2023	9,430	404	13,473,725
2022	9,026	96	13,523,806



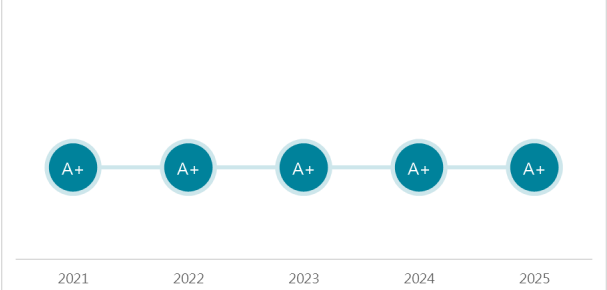
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			構面一	構面二	構面三	構面四
2025	前 5%	A+	0.16	0.25	0.10	0.49
2024	前 5%	A+	0.19	0.29	0.17	0.35
2023	前 5%	A+	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	前 5%	A+	0.20	0.33	0.23	0.24

[註]等級轉換：前 5%：「A+」; 6%至 20%：「A」; 21%至 35%：「B+」; 36%至 50%：「B」; 51%至 65%：「C+」; 66%至 80%：「C」; 81%至 100%：「D」

資料來源：交易所、公司，CMoney、富邦投顧



損益表					百萬台幣
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
營收淨額	59,786	70,882	110,828	131,477	145,588
銷貨成本	35,410	42,685	69,317	80,867	88,377
銷貨毛利	24,376	28,198	41,511	50,610	57,211
營業費用	15,326	16,631	19,424	23,795	26,940
營業利益	9,050	11,567	22,087	26,815	30,271
EBITDA	12,163	13,988	24,102	29,121	32,602
利息淨收支	294	252	177	240	240
投資淨損益	404	(2)	549	545	545
匯兌淨損益	284	(36)	137	0	0
其他收支	940	907	27	435	460
業外收支淨額	1,925	1,123	890	1,220	1,245
稅前淨利	10,975	12,690	22,977	28,035	31,516
所得稅	2,086	2,189	4,839	5,502	6,185
少數股權	(116)	(91)	(1,326)	(60)	(60)
稅後淨利	9,005	10,593	19,464	22,593	25,391
基本 EPS(NT$)	10.45	12.25	22.40	26.00	29.22
完全稀釋 EPS(NT$)	10.38	12.14	22.40	0.00	0.00
股票股利(NT$)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
現金股利(NT$)	8.39	11.16	16.50	19.50	22.00
年成長率(%)					
營收淨額	(7.4)	18.6	56.4	18.6	10.7
銷貨毛利	(6.8)	15.7	47.2	21.9	13.0
營業利益	(25.4)	27.8	90.9	21.4	12.9
稅後淨利	(16.9)	17.6	83.8	16.1	12.4
基本 EPS	(17.4)	17.2	82.8	16.1	12.4
獲利能力(%)					
毛利率	40.8	39.8	37.5	38.5	39.3
營益率	15.1	16.3	19.9	20.4	20.8
稅後淨利率	14.9	14.8	17.6	17.2	17.4
EBITDA 率	20.3	19.7	21.7	22.1	22.4

財務比率					
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
流動比率(%)	271	257	194	295	225
速動比率(%)	203	186	128	213	154
淨負債股權比率(%)	(26)	(20)	(24)	(28)	(31)
稅後淨利率(%)	14.9	14.8	17.6	17.2	17.4
資產周轉率(x)	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3
財務槓桿(x)	1.4	1.4	1.6	1.4	1.5
已動用資本/淨值(x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
總資產報酬率(%)	12.6	14.0	18.4	22.8	20.1
淨值報酬率(%)	18.0	19.9	32.4	32.6	32.7
資本報酬率(%)	21.2	23.2	37.9	40.2	40.3

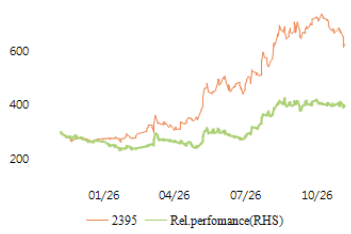
財務比率					
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
股息保障倍數(x)	1.1	1.0	1.6	1.4	1.4
所得稅保障倍數(x)	4.4	3.2	3.2	3.7	3.8
資本支出保障倍數(x)	6.6	2.5	7.7	10.0	11.6
應收帳款週轉率(x)	5.9	6.7	4.9	7.9	5.5
存貨周轉率(x)	3.4	3.6	2.8	4.5	3.1
應付帳款周轉率(x)	5.1	5.6	2.4	5.9	2.7
應收帳款周轉天數	62	54	74	46	67
存貨週轉天數	109	101	129	81	118
應付帳款週轉天數	71	66	150	62	134
現金循環週期(天)	99	90	53	65	51

資產負債表					百萬台幣
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
現金及約當現金	13,617	11,317	15,882	20,341	25,557
應收款項	10,124	10,535	22,498	16,690	26,704
存貨	10,554	11,835	24,552	17,897	28,495
其他流動資產	7,905	8,808	8,945	9,178	9,413
流動資產	42,200	42,496	71,877	64,106	90,169
長期投資	10,990	12,895	12,895	12,895	12,895
固定資產	12,244	14,452	15,401	16,343	17,284
其他長期資產	6,308	5,876	5,875	5,875	5,875
總資產	71,742	75,718	106,048	99,219	126,223
短期借款	0	0	30	(31)	(92)
商業本票	--	--	0	0	0
應付款項	6,911	7,681	28,516	13,712	32,438
其他流動負債	8,658	8,837	8,458	8,062	7,666
流動負債	15,569	16,517	37,004	21,743	40,012
長期借款	156	150	150	150	150
其他長期負債	4,219	4,001	4,035	4,149	4,364
總負債	19,945	20,668	41,189	26,042	44,526
普通股股本	8,634	8,652	8,652	8,652	8,652
公積	11,156	12,057	12,057	12,057	12,057
保留盈餘	30,126	33,163	42,973	51,291	59,811
其他	1,881	1,177	1,177	1,177	1,177
股東權益	51,797	55,049	64,859	73,177	81,697
負債加股東權益	71,742	75,718	106,048	99,219	126,223

現金流量表					
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
稅後淨利	9,005	10,593	19,464	22,593	25,391
折舊與攤提	1,094	1,210	1,301	1,326	1,326
投資收入	(50)	2	(549)	(545)	(545)
營運資金增減	(780)	(923)	(3,845)	(2,341)	(1,886)
其他	1,242	(978)	1,218	1,214	1,214
來自營運之現金流量	10,511	9,903	17,589	22,247	25,500
資本支出	(1,384)	(2,818)	(2,018)	(2,018)	(2,018)
長投增減	367	1,904	(1,403)	(1,403)	(1,403)
其他	(928)	(6,131)	0	0	0
來自投資之現金流量	(470)	(4,221)	(3,421)	(3,421)	(3,421)
自由現金流量	10,041	5,682	14,168	18,826	22,079
借款增（減）	37	62	(61)	(61)	(61)
現金股利支出	(8,155)	(7,254)	(9,654)	(14,276)	(16,871)
發行公司債	--	--	0	0	0
償還公司債	--	--	0	0	0
現金增資	--	--	0	0	0
其他	326	(654)	(131)	(30)	69
來自融資之現金流量	(7,792)	(7,846)	(9,846)	(14,367)	(16,863)
匯率調整	357	(136)	0	0	0
本期產生之現金流量	2,605	(2,300)	4,322	4,459	5,217

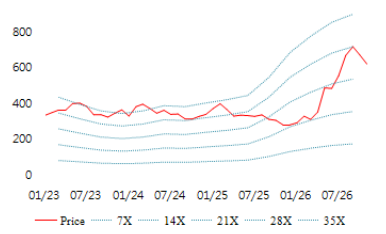
比率分析					
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
本益比(x)	60.2	51.3	28.1	24.2	21.5
本營比(x)	9.1	7.7	4.9	4.1	3.7
本淨比(x)	10.6	10.0	8.4	7.4	6.7
P/CFPS(x)	51.7	55.0	30.9	24.5	21.3
PE/growth (x)	(3.5)	3.0	0.3	1.5	1.7
P/FCFPS(x)	59.5	76.8	35.0	26.9	23.2
EV/EBITDA (x)	43.8	38.3	22.0	18.1	16.0
現金股利殖利率(%)	1.3	1.8	2.6	3.1	3.5

股價及相對大盤績效圖



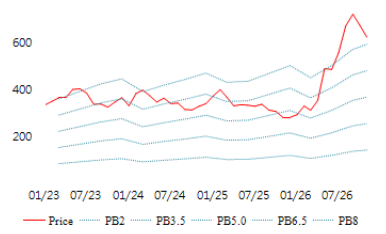
資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本益比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本淨比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

免責宣言

分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標，財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過15%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於15%與負15%之間
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負15%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差

Disclaimer

Analyst Certification

The research analyst responsible for this report hereby certifies (or, where multiple research analysts are primarily responsible for this report) that:

(1) the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about the subject securities and issuers.

(2) the analyst also certifies that no part of his/her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

Disclaimer

This document is for informational purposes only and does not constitute a solicitation for the purchase or sale of any securities. The information contained herein was obtained from sources, which we believe to be reliable, but whose accuracy and completeness we do not guarantee. The opinions and recommendations herein do not take into account the investment objectives, financial situation and particular needs of the reader. Opinions expressed are subject to change without notice. Investors should assume that Fubon Securities or its subsidiaries or its affiliates is seeking or will seek investment banking or other business relationships with the companies in this report. Copyright 2025 Fubon Investment Service – All rights reserved. Any duplication or redistribution of this report is prohibited. Additional information is available upon request.

This report has been produced in Chinese. In the event of questions regarding the accuracy of the translation, please refer to the original Chinese version.

Fubon's Rating System

Rating	Definition
Buy	Expected absolute return to be over 15% within the next 6 months
Neutral	Expected absolute return to be level within the next 6 months
Sell	Expected absolute return to be over negative 15% within the next 6 months
Not Rated (NR)	Pursuant to Fubon acting in deals involving the company or there is not a sufficient fundamental basis for determining an investment rating
Under Review	Fubon is in the process of determining an investment rating and will assign a rating within the 3- to 6-month horizon

Sector Rating	Definition
Overweight	Sector expected to outperform the broader market indexes within the next 6-12 months
Market Weight	Sector expected to perform in line with the broader market averages within the next 6-12 months
Underweight	Sector expected to underperform the broader market indexes within the next 6-12 months.