

蔡政諺

(886-2)2563-6262

chengyen.tsai@firstsec.com.tw

研華(2395)

區間操作, TP 314 (潛在報酬 1.29%)

區間操作

Price(08/05):310

Target Price : 314

研華 20H1 受惠北美及新興國家區域 Design-in IPC 及醫療訂單需求成長，工業物聯網事業群及應用電腦事業群成長帶動營收，毛利率則受惠原物料價格趨穩、雲端伺服器產品占比拉升，20H1 稅後 EPS 5.14 元。

展望 2020 年，公司將往 Phase II 的平台的邁進，持續耕耘自有的 WISE-PaaS 雲服務平台及佈局完整軟硬件整合方案，預期加乘效果將逐步顯現。隨著歐美市場嵌入式板卡相關專案(EIoT) 設計製造服務事業群 Design-In 專案持續出貨下，將挹注長線營運動能。綜合以上，研究部預估 2020/2021 稅後 EPS 11.06、11.34 元。參考研華過去本益比區間落在 20~30 倍之間，基於長線上各區域、事業群穩健成長，基本面正向，研究部建議給予過往區間中值上緣 28 倍 PEX 評價，目標價 314 元(2021 EPS*26xPE)，投資建議為區間操作。

● 公司基本資料

股本(億)	77.14
收盤價	310
成交量	483.0
市值(億)	2,391
P/E(x)	28.04

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	41.36	0.07
投信	0.61	0
自營商	0	0
融資率	0.1	-0.01
券餘(張)	13	13

● 除權息狀況

現金股利	7.79
現金股利(總和)	7.79
現金股利(去年)	6.8
股票股利	1
除息日	2020/07/31
除權日	2020/07/31
殖利率(%)	2.25

● 近期報酬率(%)

日 週 月

➤ 公司簡介：

研華 (2395.TT) 成立於 1981 年，為全球工業電腦龍頭公司。20H1 產品應用比重為工業物聯網產品佔 33%(工業自動化、智慧系統、工業通訊)、嵌入式運算物聯網事業群佔 25%、設計製造服務事業群(物聯網通事業群 10%、應用電腦事業群 13%)佔 23%、服務物聯網事業群(智慧醫療、智慧零售及智慧物流產品)佔 8%、全球售後服務佔 11%。其中產品線中，服務物聯網事業群及工業物聯網產品毛利率高於整體公司平均。

公司產品應用涵蓋醫療、娛樂、交通、安全監控、博弈等多項領域。並以自有品牌 ADVANTECH 行銷全球。其中自有品牌與代工佔比分別為 80%、20%。

20H1 銷售地區方面，北美佔 29%、歐洲 17%、中國 23%、北亞地區 11%、亞洲與新興國家 8%。同業競爭對手中，國外大廠包括 NCR、Radiant；國內則包括樺漢(6414.TT)、凌華(6166.TT)、研揚(6579.TT)、廣積(8050.TT)。

圖一、20H1 產品營收比重(1)

1H20 地區營收表現

USD\$M	1H20	1H19	YoY %	Rev %
北美地區	241	249	-3%	29%
歐洲地區	141	155	-9%	17%
中國地區	194	187	+4%	23%
北亞地區	91	88	+3%	11%
台灣地區	58	51	+14%	7%
其他亞洲以及新興市場	67	71	-5%	8%
其他	50	46	+9%	6%
營收總額	841	847	-0.1%	100%

0 6.51 10.56

圖二、產品營收比重 (2)

US\$ mn		營收	年成長	營收貢獻	毛利率區間	營業利益	營業利潤率
工控物聯網事業群		276	2%	33%	48~53%	56	20.2%
嵌入式運算物聯網事業群		211	-3%	25%	34~39%	31	14.6%
設計製造 服務事業群	應用電腦事業群	111	1%	13%	26~36%	13	11.9%
	*物聯雲事業群	81	-6%	10%	38~40%	14	16.0%
服務物聯網事業群		66	-8%	8%	38~43%	5	7.4%
全球服務事業群		96	-2%	11%	23~28%	12	12.9%
其他未分配費用						19	
合計		841	-0.1%	100%		150	17.8%

資料來源：研華法說、第一金投顧彙整。

➤ **醫療產品出貨成長帶動 Q2 獲利顯著改善，20H1 稅後 EPS 5.14 元，符合預估：**

研華 20H1 合併營收 252 億元，YoY-4%，

區域別來看，20H1 成長最多主要來自台灣地區 58 億元 (YoY+14%)，受惠醫療產品出貨，疫情影響較小，又是硬體主要出口單位；北美地區，則受惠 New Design-In 與 Design-Win 專案出貨 (YoY+3%)；中國地區受惠 Q2 需求逐步反彈，YoY+4%。歐洲地區則因疫情影響需求相對保守 (YoY-9%)。應用方面來看，其中，20H1 主要業務動能工業物聯網事業群 (IIoT) 受惠 Q2 中國大陸需求反彈加上美國市場表現穩健，年對年成長 2%；應用電腦事業群，受惠醫療相關產品營收規模增加 (YoY+1%)；嵌入式運算核心 (EIoT) 需求衰退，然醫療相關產品顯著成長，YoY-1%；服務物聯網 (SIoT) 與全球服務事業群受到全球封城影響，零售與服務業務受到衝擊，年對年分別衰退 8%、2%。毛利率方面 40.2%，YoY+1.64ppt，受惠 (1) 關鍵零組件價格走勢呈現下滑 (2) 採購與製造單位持續精進 (3) 雲端伺服器占比拉升優於預期，產品組合優化，加上營運規模增加，行銷費用減少 (差旅及參展受疫情影響減少)，20H1 稅後淨利 36 億元，YoY+3%，稅後 EPS 5.14 元。

➤ **醫療、網通、Gaming 訂單持續出貨，帶動嵌入式物聯網 (EIoT)、設計製造服務事業群成長，預估 2020、2021 年稅後 EPS 11.06、11.21 元：**

展望 2020 年，區域別來看，北美、亞洲將有小部分成長，其中包含中國新基建與能源、北美醫療呼吸器與床照急單，北亞 (韓國) HPC、雲端伺服器需求。而日本、歐洲地區零售與博弈產業，及非急迫性醫療專案 (如美容、牙科、醫院基設) 因疫情影響下需求恐顯著下滑。

應用方面來看，(1) 工業物聯網事業群 (IIoT) 由於與大中華區域成長連結性高，中國地區呈現緩步復甦預估下半年逐步回溫；(2) 嵌入式運算物聯網事業群 (EIoT) 則受惠北美、印度、新興市場專案挹注；(3) 服務物聯網事業群 (SIoT) 業務雖受惠於醫療應用領域高成長，物流運輸與零售領域衰

退，相互折抵下預估全年整體溫和成長；(4) 設計製造服務事業群方面，物聯雲事業群受惠網通 Design win 產品 H2 持續放量帶動成長力道延續，應用電腦事業群則呈現溫和成長。

整體而言，隨著美、中三大市場嵌入式板卡相關專案(EIoT) 穩健成長及設計製造服務事業群 Design-In 專案持續出貨下，預期長線營運動能將有明顯增長。毛利率方面，隨著自動化效益逐步顯現跟零組件價格持穩，預期毛利率將緩步改善。綜合以上，研究部預估 2020 年合併營收 552 億元，YoY+13%，毛利率 40%，稅後淨利 77 億元，YoY+23%，稅後 EPS 11.06 元。

➤ **結論與建議：**

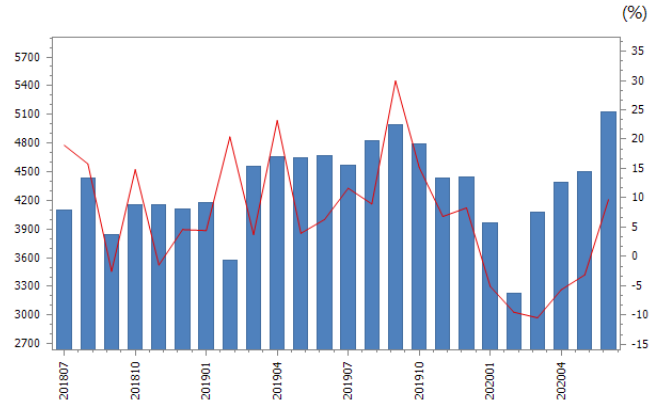
研華 20H1 受惠北美及新興國家區域 Design-in IPC 及醫療訂單需求成長，工業物聯網事業群及應用電腦事業群成長帶動營收，毛利率則受惠原物料價格趨穩、雲端產品占比拉升下，20H1 稅後 EPS 5.14 元。

展望 2020 年，公司將往 Phase II 的平台的邁進，持續耕耘自有的 WISE-PaaS 雲服務平台及佈局完整軟硬件整合方案，預期加乘效果將逐步顯現。隨著歐美市場嵌入式板卡相關專案(EIoT) 設計製造服務事業群 Design-In 專案持續出貨下，將挹注長線營運動能。綜合以上，研究部預估 2020/2021 稅後 EPS 11.06、11.34 元。參考研華過去本益比區間落在 20~30 倍之間，基於長線上各區域、事業群穩健成長，基本面向上，研究部建議給予過往區間中值上緣 28 倍 PEX 評價，目標價 314 元(2021 EPS*26xPE)，投資建議為區間操作。

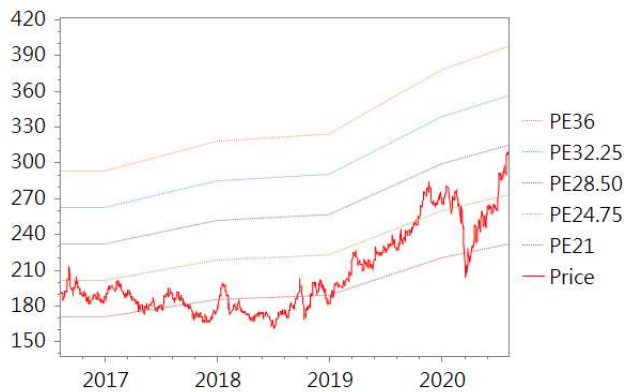
股價相對指數走勢圖



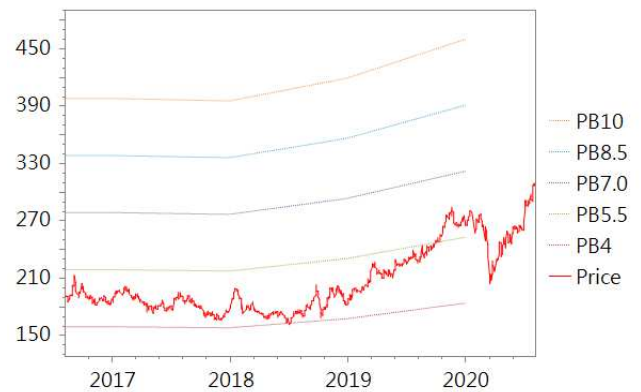
月營收&年增率



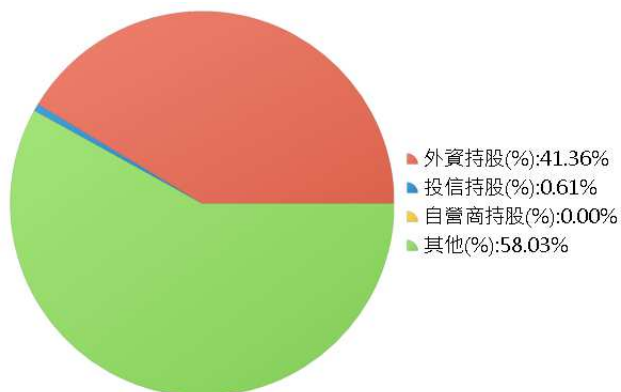
Forward PE bands



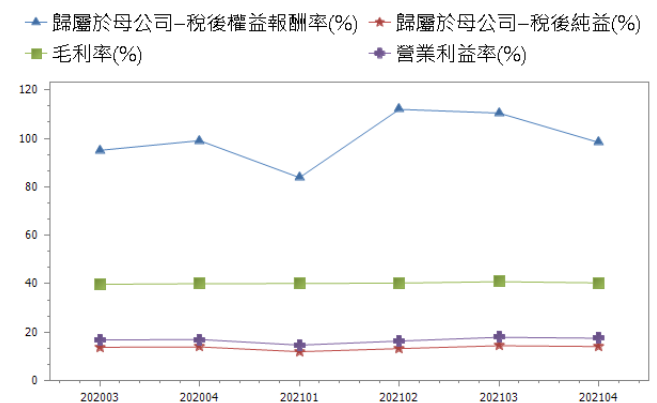
Forward PB bands



持股統計



財務比率



2395 研華綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020F	2021F
營業收入淨額	11,272	14,018	15,182	14,743	12,409	14,275	16,142	15,970	55,216	58,797
毛利率	38.99	41.13	39.77	40.03	40.11	40.27	40.85	40.36	40.03	40.42
營業利益率	14.67	20.27	16.82	16.99	14.68	16.35	17.91	17.5	17.3	16.74
營業外收入及支出	-33.06	118.1	95.19	95.00	55.00	55.00	55.00	55.00	275.2	220.0
稅前純益	1,621	2,959	2,648	2,601	1,877	2,389	2,947	2,849	9,829	10,062
稅後純益	1,295	2,308	2,092	2,054	1,483	1,887	2,328	2,251	7,749	7,949
普通股股本	7,004	7,009	7,009	7,009	7,009	7,009	7,009	7,009	7,009	7,009
未稀釋 EPS	1.85	3.29	2.99	2.93	2.12	2.69	3.32	3.21	11.06	11.34
稀釋後 EPS	1.82	3.26	2.99	2.93	2.12	2.69	3.32	3.21	11.06	11.34
QoQ(%)										
營收	-16.41	24.36	8.3	-2.9	-15.84	15.03	13.08	-1.07		
營業利益	-31.38	71.82	-10.13	-1.92	-27.28	28.12	23.87	-3.34		
稅後純益	-23.83	78.24	-9.34	-1.81	-27.83	27.27	23.33	-3.31		
YoY(%)										
營收	-8.36	0.3	5.56	9.32	10.08	1.83	6.32	8.32	1.98	6.48
營業利益	-10.71	21.89	-3	3.94	10.16	-17.85	13.21	11.58	3.46	3.02
稅後純益	-19.74	21.95	-2.24	20.86	14.54	-18.21	11.26	9.56	5.41	2.58

2395 研華資產負債表

單位:Mn	2016	2017	2018	2019
流動資產	21,182	23,201	25,367	27,373
現金及約當現金	4,638	5,204	6,633	6,004
短期投資合計	3,080	3,367	2,256	3,965
應收帳款與票據合計	7,364	7,866	8,351	8,832
存貨	5,597	6,242	7,558	7,783
非流動資產	17,357	17,503	18,573	19,843
投資性不動產	--	--	--	--
無形資產	4,163	3,852	3,939	3,500
資產總計	38,539	40,704	43,940	47,216
流動負債	11,436	11,047	12,147	11,744
一年內到期長期負債	0.000	0.000	9.626	7.957
非流動負債	1,716	1,897	2,250	2,740
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	0.000	113.7	45.78	36.13
負債總計	13,152	12,943	14,396	14,485
資本公積	6,059	6,555	7,073	7,479
保留盈餘	12,909	14,423	16,036	18,599
權益總計	25,387	27,760	29,543	32,731

2395 研華現金流量表

營業活動現金流量	7,993	3,011	7,444	6,195
投資活動現金流量	-3,409	2,130	-1,782	-1,806
籌資活動現金流量	-4,038	-4,389	-4,363	-4,728
本期現金增減數	279.3	566.6	1,429	-629.2

2395 研華綜合損益表

單位: Mn,%,元	2018	2019	2020F	2021F
營業收入淨額	48,727	54,145	55,216	58,797
毛利率	38.3	38.97	40.03	40.42
營業利益率	15.31	17.05	17.3	16.74
營業外收入及支出	527.1	74.38	275.2	220.0
稅前純益	7,987	9,308	9,829	10,062
稅後純益	6,290	7,351	7,749	7,949
普通股股本	6,982	6,999	7,009	7,009
未稀釋 EPS	9.01	10.51	11.06	11.34
稀釋後 EPS	8.94	10.37	11	11.34
YoY(%)				
營收	9.81	11.12	1.98	6.48
營業利益	10.05	23.78	3.46	3.02
稅後純益	2.17	16.87	5.41	2.58

2395 研華財報分析

年度	2016	2017	2018	2019
稅後權益報酬率(%)	23.36	23.32	22.12	23.89
稅後資產報酬率(%)	15.63	15.54	14.86	16.13
流動比率(%)	185.23	210.02	208.84	233.07
速動比率(%)	136.28	153.52	146.62	166.8
負債比率(%)	34.13	31.8	32.76	30.68
利息保障倍數(倍)	615.17	622.73	1,705.74	372.71
應付款項週轉天數(天)	112.06	118.64	110.04	98.07
應收款項週轉天數(天)	59.33	62.14	60.36	57.61
存貨週轉天數(天)	75.71	78.95	82.63	83.56