

## 研華(2395)

### 建議：維持買進

結論：客戶下單趨緩 放遠長線物聯趨勢

2019年EPS	2020年EPS	1Q20BVPS	8/5收盤價	20年PER	目標價	建議
10.51	9.32	40.18	310	33.3	326	買進

### 一、研華為工業電腦龍頭廠商，由硬體提供者朝向軟體整合趨勢前進

研華為工業電腦龍頭廠商，以自有品牌「ADVENTECH」行銷全球與代工雙營運，產品應用涵蓋醫療、娛樂、交通、安全監控、博弈等多項領域。1H20 產品別比重：工控物聯網 33%、YOY+2%、嵌入式運算物聯網占 25%、YOY-3%、設計製造服務-應用電腦 13%、YOY+1%、物聯雲事業群 10%、YOY-6%、服務物聯網事業群 8%、YOY-8%及全球服務事業群 11%、YOY-2%。成長動能若以區域而言，台灣地區 7%、YOY+14%、中國 23%、YOY+4%、北亞地區 11%、YOY+3%、其餘北美 29%、YOY-3%、歐洲 17%、YOY-9%、其他亞洲及新興市場 8%、YOY-5%、其他 YOY+9%。

	1H20	YOY	GM	說明
工控物聯網事業	33%	2%	48-53%	北亞日韓半導體需求增溫
嵌入式運算物聯網	25%	-3%	34-39%	符合預期
設計製造服務-應用電腦	13%	1%	26%-36%	併購ATJ
設計製造服務-物聯雲	10%	-6%	38-40%	新專案新產品
服務物聯網事業群	8%	-8%	38-43%	受到疫情影響大零售市場相關需求減少
全球服務事業群	11%	-2%	23-28%	

### 二、2QEPS 1.86 元略優於預期

2Q 營收 140.18 億元，QoQ+24%，YOY 持平，毛利率上 2Q 成長 2.1%至 41.1%。IIOT 產品線毛利率佳及原料成本下降，營業費用隨著差旅支出減少，營業利益率成長 5.6%至 20.3%，營業利益 28.41 億元，YOY +22%，稅後淨利 23.08 億元，YOY+25%，EPS 2.99 元。1H20 累計營收 252 億元，YOY-4%，稅後淨利 36.02 億元，YOY+3%，EPS 4.67 元

研華(2395)							
unit:NT\$m	1Q20	2Q20	2Q20(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	11,272	14,018	13,752	24%	0%	2%	-4%
Margin%	39.0%	41.1%	38.4%				
Operating Profit	1,654	2,841	2,317	72%	22%	23%	7%
Operating Margin	14.7%	20.3%	16.9%				
Total non-opc inc.	(33)	118	55				
Pre-tax profit	1,621	2,959	2,372				
Net Profit	1,295	2,308	1,850	78%	22%	25%	3%
EPS	1.68	2.99	2.40				

### 三、疫情導致客戶拉貨動能減緩，預估 3Q 營收

#### QoQ-10%

3Q 營收 QoQ Guidance -3%~-7%，2Q 接單較 1Q 下降 1 成，顯示客戶需求轉為保守，整體接單/出貨比為 0.91，相較去年平均 1.1 明顯下滑。目前原物料除了 Power

Supply 尚持續吃緊外，其餘成本均下降。疫情影響大多數產業，僅醫療吸呼器及 X 光機 DMS 訂單增加及雲伺服器遠距上班與娛樂性需求大增，3QGaming 訂單亦會同步增加，由於博奕訂單增加，毛利率表現將較 1Q 降約 38.5%~40.5%，OP Margin 15.5%~17.5%。三大區域情況，北美與中國市場 3Q 營收預估將有小幅成長表現，接單狀況平平，歐洲仍將呈現個位數衰退，但 7 月接單有明顯回升。東北亞韓國將持續有雙位數成長，日本地區則較 2Q 下滑，新興市場表現呈現各別表現狀況，澳洲、越南、新加坡可望持續成長，俄羅斯、印度出貨增溫，其它視當地 lockdown 而定。綜合上述，元富預估 3Q 營收 126.2 億元，YoY-16%%，毛利率較 2Q 略降，稅後獲利 17.62 億元，YOY-18%，EPS2.28 元。去年公司有併購挹注營收表現，今年在疫情影響全球情況下，導致 2H 訂單能見度不佳，預期今年營收 YOY-6%，相對公司年初目標 YOY+5%~-5%，表現相對平淡。2020 年營收由 536 億元下修至 507 億元，YOY-6%，毛利率成長 0.3%至 39.3%，營業利益 89.66 億元，YOY-3%，稅後獲利 71.93 億元，EPS 9.32 元將較去年 EPS 10.51 元略降。

#### 四、維持買進理由

3Q 營運偏向保守看態，但中長期發展無論是醫療產品、工業物聯網、邊緣運算及 AI 發展，研華持續進行。目前股價處於(33X2020 年 EPS)合理評價，建議待回落再行佈局長線物聯網趨勢，2020 年 EPS 考量疫情影響加上除權股本膨脹，EPS 由 10.22 元下修至 9.32 元，目標價 326 元(35X2020EPS)，維持買進評等。

Consolidated Income Statement							
	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	11,272	14,018	12,616	12,869	48,727	54,145	50,775
Gross profit	4,395	5,766	4,914	4,890	18,663	21,099	19,965
Operating profit	1,654	2,841	2,239	2,226	7,479	9,234	8,966
Total non-opc inc.	(33)	118	20	50	527	74	155
Pre-tax profit	1,621	2,959	2,259	2,276	8,006	9,308	9,121
Net profit	1,295	2,308	1,762	1,821	6,309	7,351	7,193
EPS	1.68	2.99	2.28	2.36	9.04	10.51	9.32
Y/Y %	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F
Net sales	(8.4)	0.3	(12.3)	(4.6)	9.8	11.1	(6.2)
Gross profit	(7.0)	6.6	(13.7)	(7.2)	7.4	13.1	(5.4)
Operating profit	(11.0)	21.8	(14.9)	(7.6)	10.3	23.5	(2.9)
Net profit	(20.0)	21.9	(17.6)	7.1	2.5	16.5	(2.2)
Q/Q %	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F
Net sales	(16.4)	24.4	(10.0)	2.0			
Gross profit	(16.6)	31.2	(14.8)	(0.5)			
Operating profit	(31.4)	71.8	(21.2)	(0.6)			
Net profit	(23.8)	78.3	(23.7)	3.3			
Margins %	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F
Gross	39.0	41.1	39.0	38.0	38.3	39.0	39.3
Operating	14.7	20.3	17.8	17.3	15.3	17.1	17.7
Net	11.5	16.5	14.0	14.2	12.9	13.6	14.2

