

## 2379.TT 瑞昱

終端需求未全面回溫，但最壞狀況已過

## 公司簡介

瑞昱成立於 1987 年，員工人數約 6300 人，產品涵蓋通訊網路 IC、電腦週邊 IC、多媒體 IC。

## 投資評等/目標價

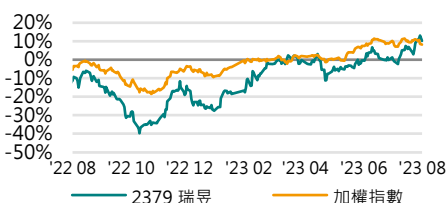
買進

520

【前次投資建議】區間操作，300~450

【大盤指數/股價】16844 / 428

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	513
市值(百萬元)	219,506
3M 平均日成交值(百萬元)	939
外資持股率(%)	46.67
投信持股率(%)	10.73
董監持股率(%)	6.21

## 重點財報解析

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	111,790	101,284	115,537
營業利益	15,691	7,868	12,889
母公司本期淨利	16,204	8,684	13,194
EPS(元)	31.60	16.93	24.84
每股現金股利(元)	27.00	13.71	21.10
每股淨值(元)	91.16	81.25	93.42
本益比(x)	13.54	25.28	16.64
本淨比(x)	4.69	5.27	4.58
殖利率(%)	6.31	3.20	4.93

## 環境、社會與治理(ESG)



## 重點摘要

## ➤ 2Q23 受惠 PC 庫存回補，營運優於國票預期

瑞昱 2Q23 營收 263 億元，QoQ+34%，YoY-13.8%，營收遠優於國票預期。PC 與 non-PC 營收比重 32:68 (1Q23 29:71)，受惠客戶回補庫存，PC 連續二季復甦，網通產品的拉貨動能則相對較弱，毛利率 41.7%，QoQ-1.4ppts，YoY-8.5ppts，毛利率因產品 ASP 下跌及認列庫存呆滯損失而下滑，營業費用率 33.8%，QoQ-2.2ppts，YoY-1.3ppts，費用率維持高檔，稅後 EPS 5.08 元，QoQ+45%，YoY-44.3%，2Q23 營運優於國票預期。2Q23 庫存週轉天數 133 天，QoQ-77 天，庫存去化正向發展。

## ➤ 3Q23 部分終端需求回穩

瑞昱觀察到 2Q23 部分需求回穩，如乙太網路晶片大幅增加，甚至提前拉貨，國票預期乙太網路產品 3Q23 需求持續轉佳；2Q23TV SOC 銷售仍優於正常水準，與面板、DRAM 價格觸底客戶提前備庫存，瑞昱展望在 TV 產品線表現持續優於市場平均；其他產品線如交換器控制晶片 2Q23 仍疲弱，預期 3Q23 不會明顯改善，原因是中美、歐洲地緣政治風險持續，導致下游仍在消化庫存，但國票預期 2H23 將逐漸回穩、並於 2024 年復甦，國票預估瑞昱 3Q23 營收 283.9 億元，QoQ+8%，YoY-4.6%，毛利率 42%，QoQ+0.3ppts，YoY-6ppts，稅後 EPS 4.46 元，QoQ-12.2%，YoY-45.6%(表 1)。

## ➤ 消費性產品需求最壞狀況已過，調升投資建議至「買進」

雖然目前終端需求未全面回溫，但消費性產品需求最壞狀況已過，IC 產業庫存問題也明顯改善，國票展望 2024 年瑞昱受惠 WiFi7 放量及網通標案回復正常，將挹注新成長動能，國票預估 2023 年營收 1,012.8 億元，YoY-9.4%，毛利率 42.1%，YoY-6.8ppts，稅後 EPS 16.93 元，YoY-46.4%；2024 年營收 1,155.4 億元，YoY+14.1%，毛利率 42.1%，YoY+0ppts，稅後 EPS 24.84 元，YoY+46.6%。(表 3)。參考瑞昱過去 5 年 PE 區間 8X~22X，目前 PE 17X 位於區間中上緣，基於 IC 產業最壞狀況已過，調升投資評等為「買進」，目標價 520 元(2024F PE 21X)。

## 2Q23 受惠 PC 庫存回補，營運優於國票預期

瑞昱 2Q23 營收 263 億元，QoQ+34%，YoY-13.8%，營收遠優於國票預期，PC 與 non-PC 營收比重 32:68 (1Q23 29:71)，受惠客戶回補庫存，PC 連續二季復甦，網通產品的拉貨動能則相對較弱，毛利率 41.7%，QoQ-1.4ppts，YoY-8.5ppts，毛利率因產品 ASP 下跌及認列庫存呆滯損失而下滑，營業費用率 33.8%，QoQ-2.2ppts，YoY-1.3ppts，費用率維持高檔，稅後 EPS 5.08 元，QoQ+45%，YoY-44.3%，2Q23 營運優於國票預期。2Q23 庫存週轉天數 133 天，QoQ-77 天，庫存金額 185 億元，QoQ-12.8%，YoY-6.3%，庫存去化正向發展。

表 1：季度損益表預估修正

	調整後		調整前		差異	
	2Q23E (百萬元)	3Q23F (百萬元)	2Q23E (百萬元)	3Q23F (百萬元)	2Q23E (%)	3Q23F (%)
營業收入	26,291	28,394	22,608	27,197	16.3	4.4
營業毛利	10,968	11,926	9,834	11,858	11.5	0.6
稅後淨利	2,607	2,289	1,288	2,839	102.4	-19.4
EPS(元)	5.08	4.46	2.51	5.53	102.5	-19.3
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	41.7	42.0	43.5	43.6	-1.8	-1.6
營業利益率	8.0	8.2	5.0	10.1	3.0	-1.9
稅後淨利率	9.9	8.1	5.7	10.4	4.2	-2.3

資料來源：國票投顧

## 3Q23 部分終端需求回穩

瑞昱 07/2023 營收 89.6 億元，MoM-0.5%，YoY-8.4%，瑞昱觀察到 2Q23 部分需求回穩，如乙太網路晶片大幅增加，甚至提前拉貨，國票預期乙太網路產品 3Q23 需求持續轉佳；2Q23TV SOC 銷售仍優於正常水準，與面板、DRAM 價格觸底客戶提前備庫存，瑞昱預估 2023 年全球電視出貨量 1.95~2 億台，持平至小幅成長，中國、東南亞、歐洲需求相對疲弱，美國、印度相對比較好，瑞昱展望在 TV 產品線表現持續優於市場平均；其他產品線如交換器控制晶片 2Q23 仍疲弱，預期 3Q23 不會明顯改善，原因是中美、歐洲地緣政治風險持續，導致下游仍在消化庫存，但國票預期 2H23 將逐漸回穩、並於 2024 年復甦，至於 multi-Gig 交換器及管理型交換器仍是中長期成長動能。整體而言，基於部分終端需求回穩，國票預估瑞昱 3Q23 營收 283.9 億元，QoQ+8%，YoY-4.6%，毛利率 42%，QoQ+0.3ppts，YoY-6ppts，稅後 EPS 4.46 元，QoQ-12.2%，YoY-45.6%(表 1)。

## 消費性產品需求最壞狀況已過，調升投資建議至「買進」

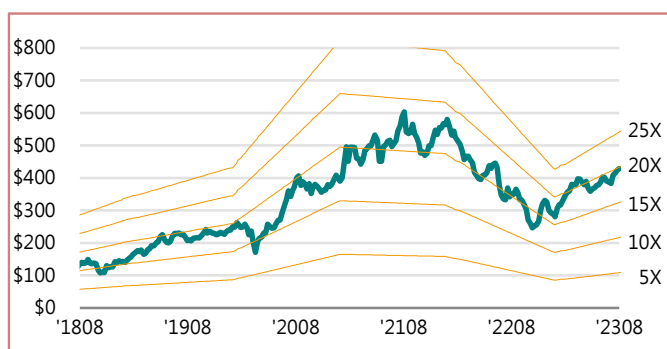
雖然目前終端需求未全面回溫，但消費性產品需求最壞狀況已過，IC 產業庫存問題也明顯改善，國票展望 2024 年瑞昱受惠 WiFi7 放量及網通標案回復正常，將挹注新成長動能，國票預估 2023 年營收 1,012.8 億元，YoY-9.4%，毛利率 42.1%，YoY-6.8ppts，稅後 EPS 16.93 元，YoY-46.4%；2024 年營收 1,155.4 億元，YoY+14.1%，毛利率 42.1%，YoY+0ppts，稅後 EPS 24.84 元，YoY+46.6%。(表 3)。參考瑞昱過去 5 年 PE 區間 8X~22X，目前 PE 17X 位於區間中上緣，基於 IC 產業最壞狀況已過，調升投資評等為「買進」，目標價 520 元(2024F PE 21X)。

表 2：年度損益表預估修正

	調整後		調整前		差異	
	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (%)	FY24F (%)
營業收入	101,284	115,537	96,056	-	5.44	-
營業毛利	42,688	48,589	41,866	-	1.96	-
稅後淨利	8,684	13,194	8,530	-	1.80	-
EPS(元)	16.93	24.84	16.68	-	1.51	-
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	42.1	42.1	43.6	-	-1.45	-
營業利益率	7.8	11.2	8.1	-	-0.33	-
稅後淨利率	8.6	11.4	8.9	-	-0.33	-

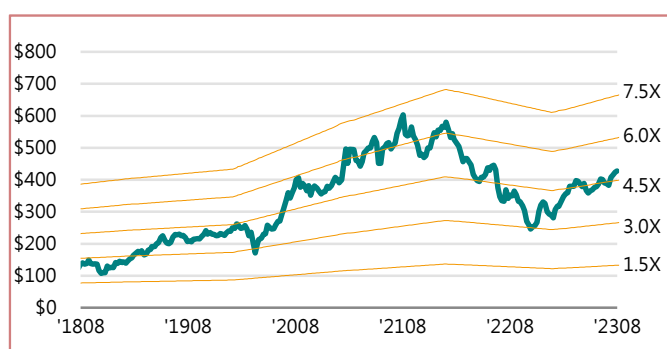
資料來源：國票投顧

瑞昱未來 12 個月 P/E 區間



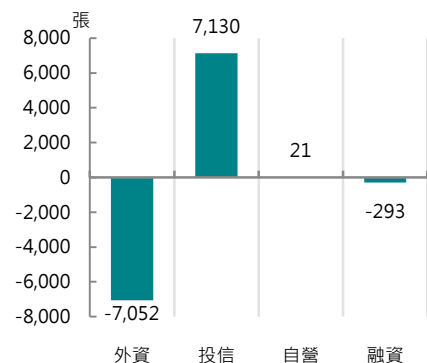
資料來源：國票投顧

瑞昱未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
富邦人壽保險(股)蔡明興	4.59
闊德工業(股)	4.32
台新國泰 ESG	2.92
國泰元大高股	2.50
國泰人壽保險(股)黃調貴	1.87
南山人壽保險(股)尹崇堯	1.84
中國信託商業	1.84
新制勞退基金	1.82
中國人壽保險(股)譚碩倫	1.62
摩根梵市場股	1.31

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
闊德工業(股)葉南宏	董事	4.32
倪淑卿	董事	1.23
永豐託莫理仕 邱順建	董事長/副總經理	0.64
永豐託莫理仕 陳國忠	副董事長/財務主管	0.64
台新託太陽(有)葉博任	董事	0.01
黃湧芳	董事/副總經理	0.01
陳甫彥	獨立董事	0
蔡調彰	獨立董事	0
顏光裕	董事/總經理	0
羅俊拔	獨立董事	0

資料來源：TEJ

2379 瑞昱 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2023Q3

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
7	6	7	<a href="https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p/2023/4309/856/Name=1300e311-2379-111-M.pdf">https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&amp;filePath=/home/html/nas/p/2023/4309/856/Name=1300e311-2379-111-M.pdf</a>

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
電子-半導體	173	20	否	

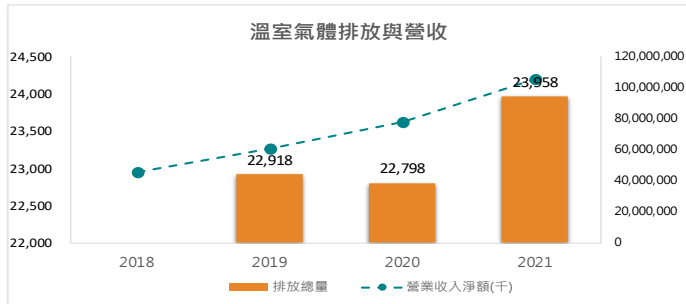
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量增加5.09%，營收增加35.68%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	23,958	32	23,926
2020	22,798	27	22,771
2019	22,918	28	22,890
2018	未揭露	-	-

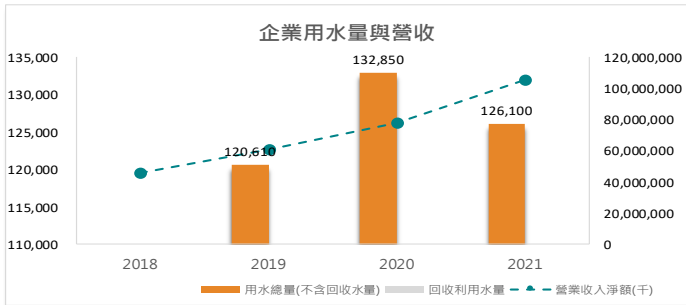
\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

\*範疇二：組織所購買或取得之電力、用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量減少5.08%，營收增加35.68%

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)
2021	126,100	-	75,460
2020	132,850	-	97,870
2019	120,610	-	87,520
2018	未揭露	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

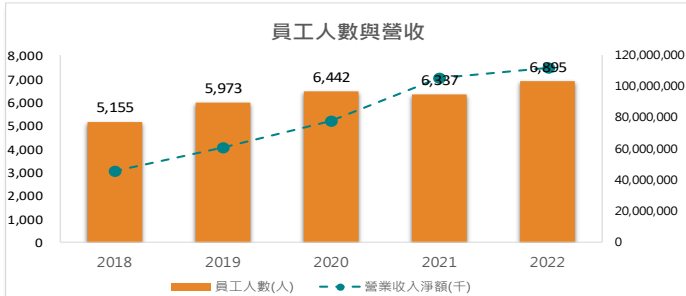
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

\*排水量：排放的汗水總量

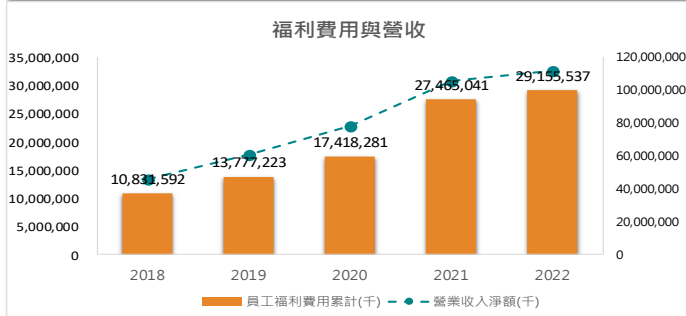
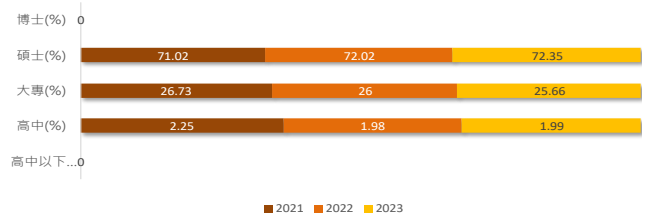
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



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			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	6%至20%	A	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	21%至35%	B+	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	51%至65%	C+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[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」

交易所公司治理評鑑



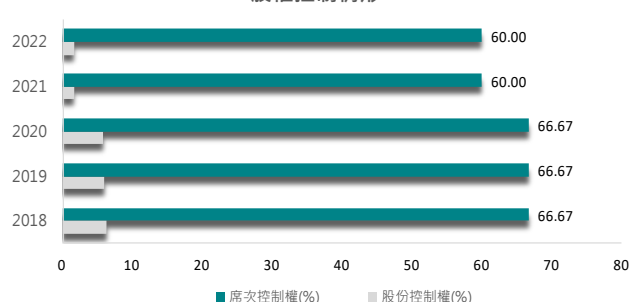
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。  
企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q23	2Q23E	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	19,625	26,291	28,394	26,974	25,895	28,485	32,188	28,969	111,790	101,284	115,537
營業毛利	8,466	10,968	11,926	11,329	10,617	11,964	13,841	12,167	54,635	42,688	48,589
營業費用	7,051	8,874	9,600	9,300	8,500	9,000	9,000	9,200	38,944	34,821	35,700
營業利益	1,415	2,094	2,326	2,029	2,117	2,964	4,841	2,967	15,691	7,868	12,889
稅前淨利	1,869	2,721	2,410	2,099	2,367	3,214	5,091	3,217	16,922	9,099	13,889
本期淨利(NI)	1,793	2,607	2,289	1,994	2,249	3,053	4,836	3,056	16,204	8,684	13,194
淨利歸屬於_母公司業主	1,793	2,607	2,289	1,994	1,793	3,053	4,836	3,056	16,204	8,684	13,194
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	3.50	5.08	4.46	3.89	3.50	5.95	9.43	5.96	31.60	16.93	24.84
QoQ(%)											
營收淨額	-9.8	34.0	8.0	-5.0	-4.0	10.0	13.0	-10.0			
銷貨毛利	-10.9	29.6	8.7	-5.0	-6.3	12.7	15.7	-12.1			
營業利益	-19.8	47.6	11.1	-12.7	4.3	40.0	63.3	-38.7			
稅後純益_母公司淨利	-15.7	45.0	-12.2	-12.9	-10.1	70.3	58.4	-36.8			
YoY(%)											
營收淨額	-34.0	-13.8	-4.6	24.0	32.0	8.3	13.4	7.4	6.0	-9.4	14.1
銷貨毛利	-45.5	-28.3	-16.6	19.3	25.4	9.1	16.1	7.4	2.7	-21.9	13.8
營業利益	-73.2	-54.6	-42.4	14.6	49.2	41.5	108.2	46.2	-9.2	-50.0	63.8
稅後純益_母公司淨利	-65.3	-44.3	-45.6	-6.5	-0.3	17.1	111.3	53.2	-3.8	-46.4	46.6
各項比率											
營業毛利率	43.1	41.7	42.0	42.0	41.0	42.0	43.0	42.0	48.9	42.1	42.1
營業利益率	7.2	8.0	8.2	7.5	8.2	10.4	15.0	10.2	14.0	7.8	11.2
稅前淨利率	9.5	10.3	8.5	7.8	9.1	11.3	15.8	11.1	15.1	9.0	12.0
稅後淨利率	9.1	9.9	8.1	7.4	6.9	10.7	15.0	10.5	14.5	8.6	11.4

資料來源：TEJ、國票投顧

## 財務狀況表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	13,754	31,025	10,325
流動金融資產	0	0	0
應收款項	12,501	20,431	17,268
存貨	25,553	-4,245	28,590
其他流動資產	43,684	43,838	43,992
流動資產	95,492	91,048	100,175
非流動金融資產	3,925	3,925	3,925
採用權益法之投資	171	58	-58
不動產、廠房與設備	7,557	9,078	10,619
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	7,281	5,100	5,101
資產總計	113,701	106,738	117,407
短期借款	13,738	13,738	13,738
流動金融負債	0	0	0
應付款項	38,271	38,586	41,309
其他流動負債	10,339	10,339	10,339
流動負債	62,545	62,663	65,386
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	1,713	1,713	1,713
其他非流動負債	1,456	691	2,394
負債總計	66,938	65,068	69,493
股本	5,129	5,129	5,129
資本公積	1,045	1,045	1,045
保留盈餘	37,893	32,730	38,890
其他權益	2,686	2,767	2,850
庫藏股	0	0	0
非控制權益	10	0	0
股東權益	46,763	41,670	47,914

資料來源：TEJ、國票投顧

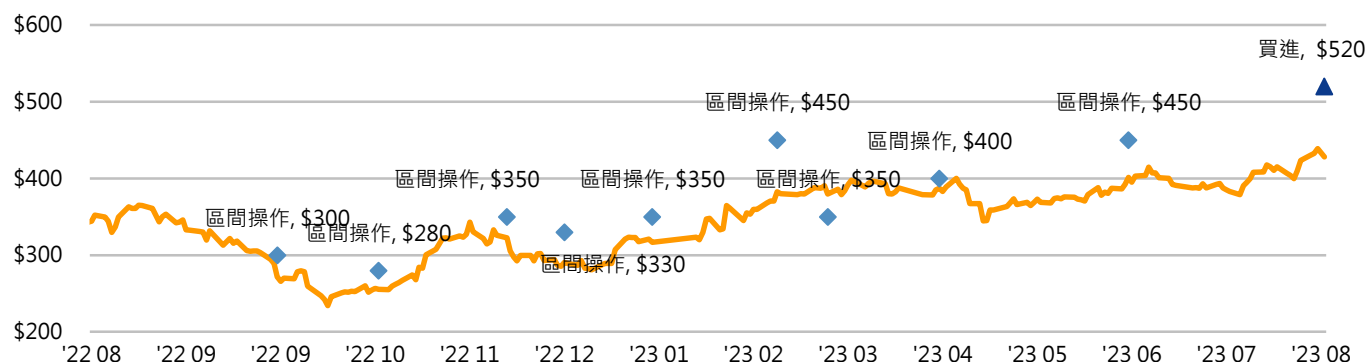
## 現金流量表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	16,922	9,099	13,889
折舊攤提	1,177	1,212	1,249
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	-951	-530	-627
收取之股利	61	0	0
營運資金增減	-6,306	22,337	-26,950
支付之利息	-215	-56	0
支付之所得稅	-768	-415	-694
其他	7,511	568	569
來自營運之現金流量	19,058	33,891	-10,839
資本支出	-2,680	-2,734	-2,789
長投增減	0	0	0
短投增減	-229	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	2,314	-60	-60
來自投資之現金流量	-595	-2,794	-2,849
自由現金流量	18,463	31,097	-13,687
借款增(減)	1,107	0	0
股利發放	-13,847	-13,847	-7,034
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	-98	20	20
來自融資之現金流量	-12,838	-13,827	-7,014
匯率調整	932	0	0
本期產生之現金流量	6,557	17,270	-20,701
期末現金及約當現金	13,754	31,025	10,325

資料來源：TEJ、國票投顧



## 瑞昱歷史投資建議走勢



## 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	74

## 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

## 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

## 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。