

## 瑞昱

(2379.TW/2379 TT)



## 持有 · 維持

收盤價 October 20 (NT\$)	423.0
12 個月目標價 (NT\$)	400.0
前次目標價 (NT\$)	430.0
調降 (%)	7.0
下跌空間 (%)	5.4

## 焦點內容

公司對 4Q23 營運抱持審慎樂觀態度，並預期 2024 年將出現健康復甦。我們預估 2024 年營收將健康年增 14%。然而，我們認為多數成長動能已反應於股價，當前評價大致合理。

## 交易資料表

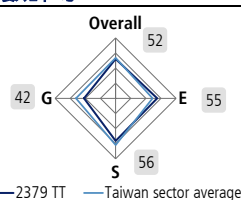
市值：(NT\$/US\$mn)	216.9 / 6,688
流通在外股數 (百萬股)：	513
外資持有股數 (百萬股)：	237.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.15
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	251.5 -449.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	3	9.9	67.2
相對表現 (%)	7.2	5.2	40.2

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	10.15A	9.12A	8.20A	4.16A
2023	3.50A	5.08A	5.01F	4.46F
2024	4.37F	5.75F	7.15F	6.25F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

## 凱基投顧

劉宇程  
886.2.2181.8727  
lucas.liu@kgi.com

劉明龍, CFA  
886.2.2181.8741  
michaelliu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 網通業務展望仍不明朗

## 重要訊息

瑞昱今日召開法說會。3Q23 PC 相關營收比重由 2Q23 之 32%微幅提升至 33%，係因網通需求不振。庫存天數則由 2Q23 之 133 天降至 3Q23 之 111 天，反映公司積極進行庫存管理。然而，我們預期網通業務之庫存調整仍將持續。公司對 4Q23 營運抱持審慎樂觀態度，並預期 2024 年將出現健康復甦。

## 評論及分析

**網通業務表現不如預期。**儘管公司的 PC 及消費性產品業務已出現需求回穩跡象，並開始微幅成長，我們仍下修 4Q23 整體營收預估至季減 3% (對比前次預估季增 2%)，係因電信標案仍持續遞延，而此未如我們於七月所出具之報告中所預期。考量前述觀點之修正及季節性因素，我們預估 4Q23 毛利率為 42.0% (對比前次預估為 43.8%)。因此，我們下修 4Q23 每股盈餘預估 22.9%至 4.46 元，對比市場共識為 5.56 元。

**網通需求有望於 2024 年返還成長，但我們保守看待其復甦幅度。**我們預估瑞昱之網通產品出貨將於 2024 年重拾成長動能，係因客戶解決方案之規格升級。因此，我們預期多數標案佈署及其相關營收遞延至 2024 年，並驅動營運復甦。然而，儘管我們認為無線及有線頻寬升級將為長期動能，政府、電信運營商、消費性及企業需求將因持續疲軟的總體經濟而承壓，且面臨風險。據此，我們保守看待 2024 年網通需求之復甦幅度。

**我們預估 2024 年營收將健康年增 14%。**我們對瑞昱 2024 年營收穩健年增抱持信心，主因：(1) PC 和消費性電子出貨量復甦；(2) Wi-Fi 規格持續升級；(3) Multi-gig 與管理型交換器產品滲透率提升；(4) GPON 朝向 XGPON 升級之趨勢無可避免；及(5)車用乙太網業務營收成長。此外，我們也預期規格升級有望進一步推升毛利率。

## 投資建議

鑑於 3Q23 財報及 4Q23 展望不如預期，加上謹慎看待網通業務，以及較預期沉重的營業費用負擔(主因研發費用與員工分紅高於預期)，我們下修 2023-24 年每股盈餘預估至 18.05 元(年減 43%)和 23.52 元(年增 30%)，對比市場共識為 19.34 元和 26.21 元。目前股價交易於 18 倍 2024 年每股盈餘預估。我們認為多數成長動能已反應於股價，當前評價大致合理。我們維持「持有」評等，並將目標價由 430 元調整至 400 元，係基於 17 倍 2024 年每股盈餘預估換算得出，對比歷史本益比區間為 9-19 倍。

## 投資風險

4/8K 電視、主動式抗噪 TWS SoC 或 Wi-Fi 6 滲透速度趨緩；疫情惡化；競爭加劇導致產品價格下滑或市佔率流失。

## 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	77,759	105,504	111,790	98,497	112,479
營業毛利 (NT\$百萬)	33,249	53,188	54,635	41,524	48,819
營業利益 (NT\$百萬)	8,640	17,325	15,724	7,339	10,193
稅後淨利 (NT\$百萬)	8,793	16,853	16,204	9,258	12,062
每股盈餘 (NT\$)	17.24	33.00	31.62	18.05	23.52
每股現金股利 (NT\$)	14.00	27.00	26.00	15.41	20.08
每股盈餘成長率 (%)	29.0	91.4	(4.2)	(42.9)	30.3
本益比 (x)	24.5	12.8	13.4	23.4	18.0
股價淨值比 (x)	7.3	5.5	4.6	7.5	6.5
EV/EBITDA (x)	18.7	10.3	10.7	16.2	13.0
淨負債比率 (%)	14.1	18.3	3.6	14.0	12.9
殖利率 (%)	3.3	6.4	6.1	3.6	4.7
股東權益報酬率 (%)	31.0	49.3	37.8	24.5	38.9

資料來源：公司資料，凱基預估

**3Q23 EPS 不如預期。**3Q23 毛利率為 42.0%，季增 0.3 個百分點但年減 6.0 個百分點，分別低於凱基預估與市場共識之 43.1% 及 42.7%，主要因網通業務較預期疲弱及認列部分庫存呆滯損失所致，加上高於預期之營運費用 92.2 億元(主因研發費用與員工分紅高於預期)，致使每股盈餘為 5.01 元，季減 5.01% 與年減 38.9%，分別較我們預估與市場共識之 5.27 元及 5.28 元低 4.9% 及 5.1%。

圖 1：3Q23 財報暨凱基與市場共識比較

百萬元	3Q23								
	實際值	凱基預估	差異(%)	2Q23	QoQ (%)	3Q22	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	26,678	26,892	(0.8)	26,291	1.5	29,772	(10.4)	27,485	(2.9)
毛利	11,210	11,588	(3.3)	10,968	2.2	14,304	(21.6)	11,731	(4.4)
營業利益	1,990	2,391	(16.8)	2,094	(5.0)	4,036	(50.7)	2,453	(18.9)
稅後淨利	2,572	2,702	(4.8)	2,607	(1.3)	4,207	(38.9)	2,724	(5.6)
每股盈餘(元)	5.01	5.27	(4.9)	5.08	(1.4)	8.20	(38.9)	5.28	(5.1)
毛利率(%)	42.0	43.1	(1.1)ppts	41.7	0.3 ppts	48.0	(6.0)ppts	42.7	(0.7)ppts
營利率(%)	7.5	8.9	(1.4)ppts	8.0	(0.5)ppts	13.6	(6.1)ppts	8.9	(1.5)ppts
淨利率(%)	9.6	10.0	(0.4)ppts	9.9	(0.3)ppts	14.1	(4.5)ppts	9.9	(0.3)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：4Q23 財測修正暨市場共識比較

百萬元	4Q23F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	25,903	27,402	(5.5)	(2.9)	19.0	27,597	(6.1)
毛利	10,881	12,015	(9.4)	(2.9)	14.5	11,957	(9.0)
營業利益	1,841	2,753	(33.1)	(7.5)	4.0	2,581	(28.7)
稅後淨利	2,286	2,966	(22.9)	(11.1)	7.1	2,762	(17.2)
每股盈餘(元)	4.46	5.78	(22.9)	(11.0)	7.0	5.56	(19.8)
毛利率(%)	42.0	43.8	(1.8)ppts	(0.0)ppts	(1.6)ppts	43.3	(1.3)ppts
營利率(%)	7.1	10.0	(2.9)ppts	(0.4)ppts	(1.0)ppts	9.4	(2.2)ppts
淨利率(%)	8.8	10.8	(2.0)ppts	(0.8)ppts	(1.0)ppts	10.0	(1.2)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 3：2023-24 年財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	2023F						2024F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	98,497	100,209	(1.7)	(11.9)	100,815	(2.3)	112,479	114,026	(1.4)	14.2	115,842	(2.9)
毛利	41,524	43,191	(3.9)	(24.0)	43,037	(3.5)	48,819	50,834	(4.0)	17.6	50,784	(3.9)
營業利益	7,339	8,585	(14.5)	(53.3)	8,538	(14.0)	10,193	11,981	(14.9)	38.9	12,625	(19.3)
稅後淨利	9,258	9,784	(5.4)	(42.9)	9,914	(6.6)	12,062	12,963	(6.9)	30.3	13,478	(10.5)
每股盈餘(元)	18.05	19.08	(5.4)	(42.9)	19.34	(6.7)	23.52	25.27	(6.9)	30.3	26.21	(10.3)
毛利率(%)	42.2	43.1	(0.9)ppts	(6.7)ppts	42.7	(0.5)ppts	43.4	44.6	(1.2)ppts	1.2 ppts	43.8	(0.4)ppts
營利率(%)	7.5	8.6	(1.1)ppts	(6.6)ppts	8.5	(1.0)ppts	9.1	10.5	(1.4)ppts	1.6 ppts	10.9	(1.8)ppts
淨利率(%)	9.4	9.8	(0.4)ppts	(5.1)ppts	9.8	(0.4)ppts	10.7	11.4	(0.6)ppts	1.3 ppts	11.6	(0.9)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

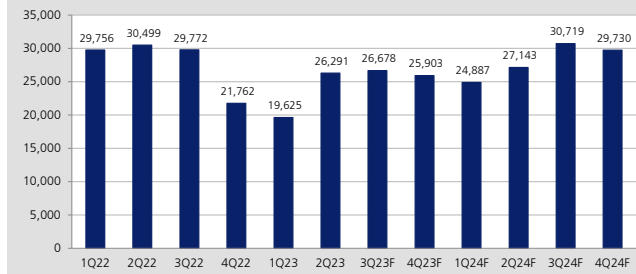
**圖 4：公司概况**

瑞昱於 1987 年創立於台灣，為全球 IC 設計大廠，專精於網路通訊 IC、PC 週邊 IC 與音訊解碼晶片組等領域，2021 年營收佔比分別為網路通訊 IC 66%，PC 週邊 IC 16%，與音訊解碼(多媒體)晶片組 18%。

資料來源：公司資料，凱基

**圖 6：季營業收入**

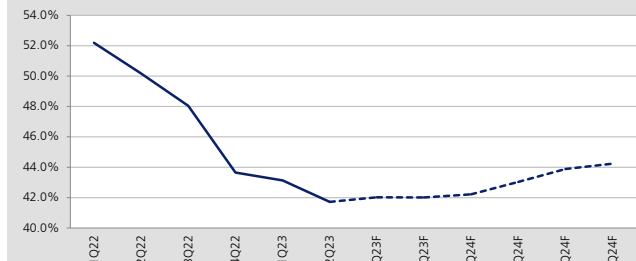
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 8：毛利率**

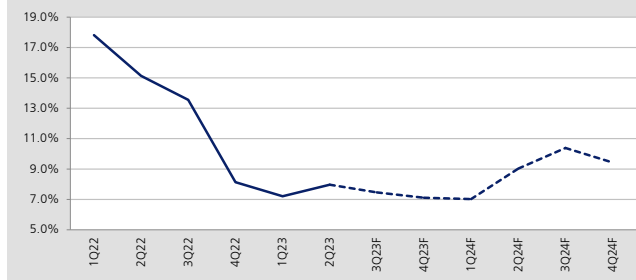
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 10：營業利潤率**

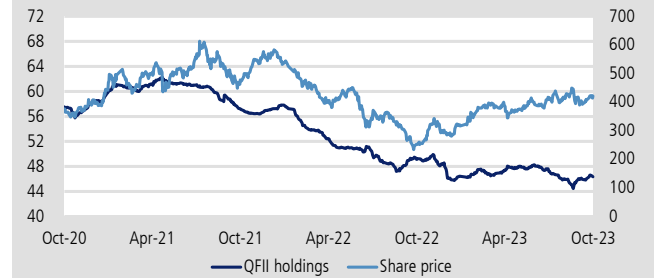
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 5：外資持股**

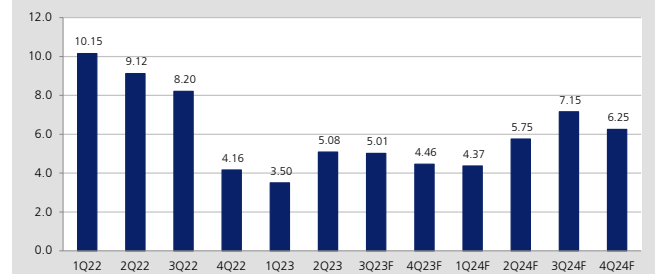
外資持股，百分比(左軸)；股價，元(右軸)



資料來源：TEJ，凱基

**圖 7：每股盈利**

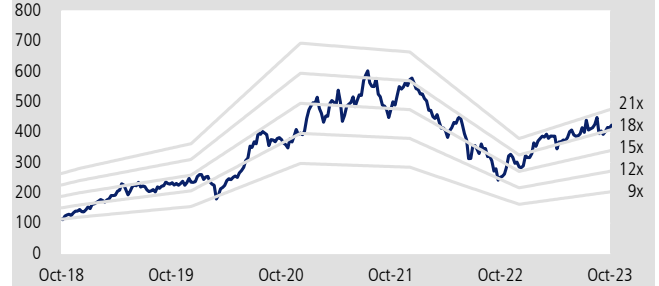
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 9：未來 12 個月預估本益比區間**

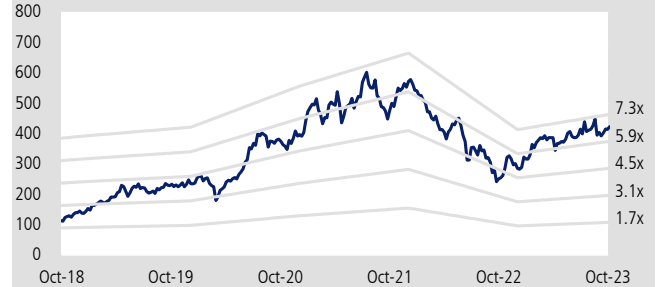
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

**圖 11：未來 12 個月預估股價淨值比區間**

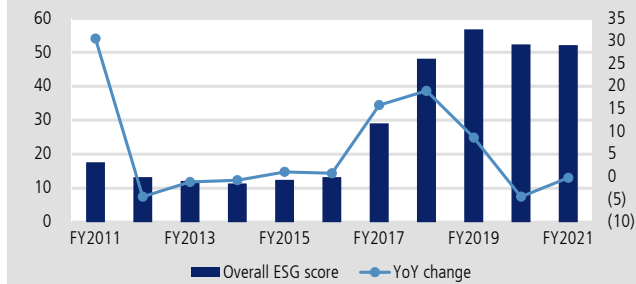
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

**圖 12：ESG 整體分數**

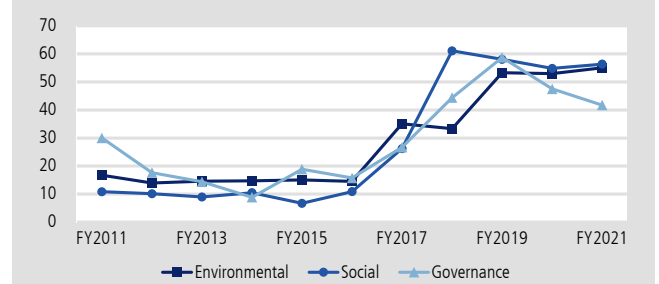
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 13：ESG 各項分數**

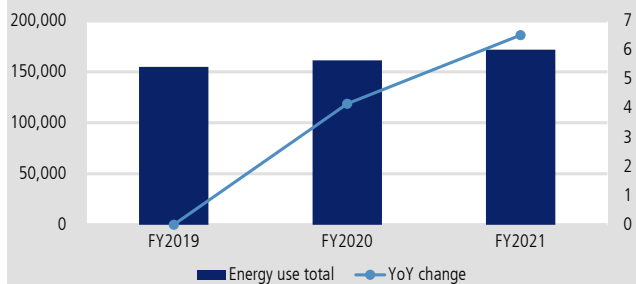
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 14：能源消耗**

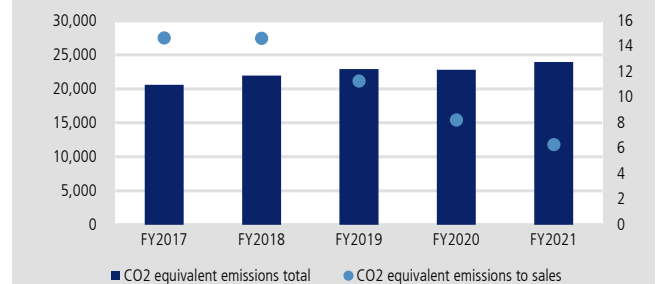
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 15：碳排放量**

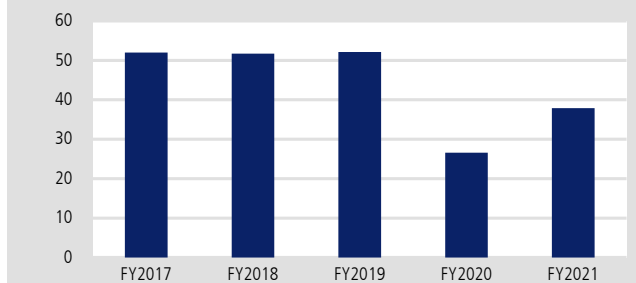
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 16：廢棄物總量**

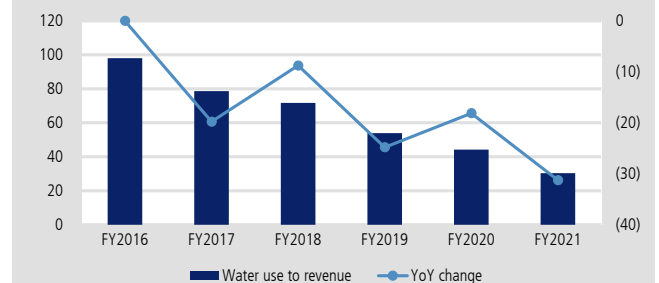
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 17：耗水量**

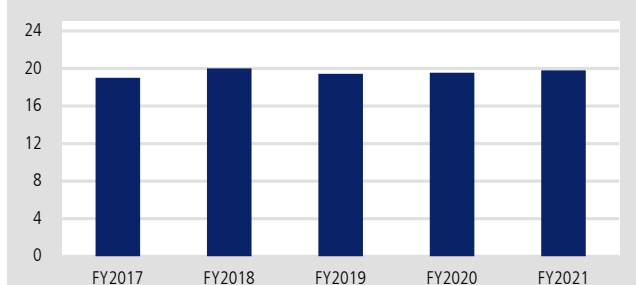
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 18：性別多樣性**

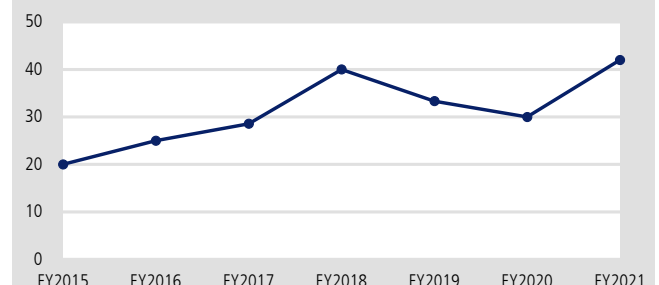
女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 19：獨立董事**

獨立董事比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	19,625	26,291	26,678	25,903	24,887	27,143	30,719	29,730	111,790	98,497	112,479
營業成本	(11,159)	(15,323)	(15,468)	(15,022)	(14,380)	(15,463)	(17,238)	(16,580)	(57,155)	(56,972)	(63,660)
營業毛利	8,466	10,968	11,210	10,881	10,507	11,680	13,481	13,151	54,635	41,524	48,819
營業費用	(7,051)	(8,874)	(9,220)	(9,040)	(8,760)	(9,229)	(10,291)	(10,346)	(38,911)	(34,185)	(38,626)
營業利益	1,415	2,094	1,990	1,841	1,747	2,452	3,190	2,805	15,724	7,339	10,193
折舊	(311)	(323)	(259)	(272)	(284)	(298)	(313)	(328)	(1,177)	(1,164)	(1,223)
攤提	(463)	(421)	(532)	(532)	(532)	(532)	(532)	(532)	(1,627)	(1,949)	(2,128)
EBITDA	2,188	2,838	2,781	2,645	2,563	3,281	4,036	3,664	18,528	10,452	13,544
利息收入	530	672	715	589	635	670	681	585	951	2,507	2,571
投資利益淨額	-	4	-	-	-	-	-	-	61	4	-
其他營業外收入	11	6	10	10	10	10	10	10	328	37	40
總營業外收入	541	682	725	599	645	680	691	595	1,340	2,547	2,611
利息費用	(63)	(65)	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)	(47)	(218)	(222)	(187)
投資損失	(13)	(15)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(21)	(48)	(40)
其他營業外費用	(11)	25	12	-	-	-	-	-	97	26	-
總營業外費用	(87)	(55)	(45)	(57)	(57)	(57)	(57)	(57)	(142)	(243)	(227)
稅前純益	1,869	2,721	2,670	2,384	2,335	3,075	3,825	3,343	16,922	9,643	12,578
所得稅費用[利益]	(76)	(114)	(98)	(98)	(96)	(126)	(157)	(137)	(718)	(385)	(516)
少數股東損益	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	(0)	(0)	-
非常項目稅後純益	1,793	2,607	2,572	2,286	2,239	2,949	3,668	3,206	16,204	9,258	12,062
非常項目	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	(0)	-
稅後淨利	1,793	2,607	2,572	2,286	2,239	2,949	3,668	3,206	16,204	9,258	12,062
每股盈餘 (NT\$)	3.50	5.08	5.01	4.46	4.37	5.75	7.15	6.25	31.62	18.05	23.52
獲利率 (%)											
營業毛利率	43.1	41.7	42.0	42.0	42.2	43.0	43.9	44.2	48.9	42.2	43.4
營業利益率	7.2	8.0	7.5	7.1	7.0	9.0	10.4	9.4	14.1	7.5	9.1
EBITDA Margin	11.2	10.8	10.4	10.2	10.3	12.1	13.1	12.3	16.6	10.6	12.0
稅前純益率	9.5	10.3	10.0	9.2	9.4	11.3	12.5	11.2	15.1	9.8	11.2
稅後純益率	9.1	9.9	9.6	8.8	9.0	10.9	11.9	10.8	14.5	9.4	10.7
季成長率 (%)											
營業收入	(9.8)	34.0	1.5	(2.9)	(3.9)	9.1	13.2	(3.2)			
營業毛利	(10.9)	29.6	2.2	(2.9)	(3.4)	11.2	15.4	(2.5)			
營業收益增長	(20.1)	48.0	(5.0)	(7.5)	(5.1)	40.4	30.1	(12.1)			
EBITDA	(13.2)	29.7	(2.0)	(4.9)	(3.1)	28.0	23.0	(9.2)			
稅前純益	(17.1)	45.6	(1.9)	(10.7)	(2.1)	31.7	24.4	(12.6)			
稅後純益	(15.9)	45.4	(1.3)	(11.1)	(2.1)	31.7	24.4	(12.6)			
年成長率 (%)											
營業收入	(34.0)	(13.8)	(10.4)	19.0	26.8	3.2	15.1	14.8	6.0	(11.9)	14.2
營業毛利	(45.5)	(28.3)	(21.6)	14.5	24.1	6.5	20.3	20.9	2.7	(24.0)	17.6
營業收益	(73.3)	(54.6)	(50.7)	4.0	23.5	17.1	60.3	52.4	(9.2)	(53.3)	38.9
EBITDA	(63.3)	(46.5)	(41.4)	4.9	17.1	15.6	45.1	38.6	(5.6)	(43.6)	29.6
稅前純益	(65.4)	(44.2)	(39.2)	5.7	24.9	13.0	43.3	40.3	(3.7)	(43.0)	30.4
稅後純益	(65.4)	(44.3)	(38.9)	7.1	24.8	13.1	42.6	40.3	(3.8)	(42.9)	30.3

資料來源：公司資料，凱基預估

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>78,096</b>	<b>101,232</b>	<b>113,701</b>	<b>102,711</b>	<b>107,803</b>
<b>流動資產</b>	<b>66,812</b>	<b>86,245</b>	<b>95,492</b>	<b>79,897</b>	<b>83,400</b>
現金及短期投資	43,707	52,891	56,913	48,832	48,605
存貨	8,623	16,549	25,553	13,820	15,253
應收帳款及票據	13,653	15,989	12,013	15,542	17,838
其他流動資產	829	817	1,013	1,704	1,704
<b>非流動資產</b>	<b>11,284</b>	<b>14,987</b>	<b>18,209</b>	<b>22,813</b>	<b>24,402</b>
長期投資	2,902	3,958	4,285	6,855	6,855
固定資產	4,449	6,303	7,557	8,766	10,355
什項資產	3,934	4,726	6,367	7,192	7,192
<b>負債總額</b>	<b>48,627</b>	<b>62,280</b>	<b>66,938</b>	<b>73,779</b>	<b>74,714</b>
<b>流動負債</b>	<b>46,129</b>	<b>58,821</b>	<b>62,545</b>	<b>68,855</b>	<b>69,790</b>
應付帳款及票據	10,989	11,443	10,496	9,013	9,948
短期借款	11,457	13,342	13,738	9,818	9,818
什項負債	23,683	34,036	38,310	50,024	50,024
<b>長期負債</b>	<b>2,498</b>	<b>3,459</b>	<b>4,393</b>	<b>4,924</b>	<b>4,924</b>
長期借款	-	1,003	1,713	1,866	1,866
其他負債及準備	1,222	1,203	1,456	3,059	3,059
<b>股東權益總額</b>	<b>29,469</b>	<b>38,952</b>	<b>46,763</b>	<b>28,931</b>	<b>33,088</b>
普通股	5,107	5,107	5,129	5,129	5,129
保留盈餘	17,992	27,378	28,855	11,103	15,261
少數股東權益	10	10	10	10	10
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	28.0%	35.7%	6.0%	(11.9%)	14.2%
營業收益增長	36.5%	100.5%	(9.2%)	(53.3%)	38.9%
EBITDA	31.9%	84.7%	(5.6%)	(43.6%)	29.6%
稅後純益	29.5%	91.7%	(3.8%)	(42.9%)	30.3%
每股盈餘成長率	29.0%	91.4%	(4.2%)	(42.9%)	30.3%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	42.8%	50.4%	48.9%	42.2%	43.4%
營業利益率	11.1%	16.4%	14.1%	7.5%	9.1%
EBITDA Margin	13.7%	18.6%	16.6%	10.6%	12.0%
稅後純益率	11.3%	16.0%	14.5%	9.4%	10.7%
平均資產報酬率	11.6%	18.8%	15.1%	8.6%	11.5%
股東權益報酬率	31.0%	49.3%	37.8%	24.5%	38.9%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	38.9%	36.8%	33.0%	40.4%	35.3%
淨負債比率	14.1%	18.3%	3.6%	14.0%	12.9%
利息保障倍數 (x)	61.8	165.8	78.7	44.5	68.3
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	100.3	172.1	87.5	73.0	67.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.3	1.4	1.4	1.6	1.3
流動比率 (x)	1.4	1.5	1.5	1.2	1.2
速動比率 (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	4,160	7,148	1,697	4,036	4,263
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	17.24	33.00	31.62	18.05	23.52
每股現金盈餘 (NT\$)	30.27	35.94	37.19	31.54	24.60
每股淨值 (NT\$)	57.69	76.26	91.16	56.63	64.77
調整後每股淨值 (NT\$)	57.75	76.26	91.24	56.39	64.50
每股營收 (NT\$)	152.43	206.59	218.16	192.05	219.32
EBITDA/Share (NT\$)	20.83	38.43	36.16	20.38	26.41
每股現金股利 (NT\$)	14.00	27.00	26.00	15.41	20.08
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.03	1.18	1.04	0.91	1.07
應收帳款周轉天數	64.3	55.3	39.2	57.6	58.0
存貨周轉天數	70.9	115.5	163.2	88.5	87.7
應付帳款周轉天數	90.4	79.8	67.0	57.7	57.2
現金轉換周轉天數	44.8	90.9	135.4	88.4	88.5

資料來源：公司資料，凱基預估

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>77,759</b>	<b>105,504</b>	<b>111,790</b>	<b>98,497</b>	<b>112,479</b>
營業成本	(44,511)	(52,316)	(57,155)	(56,972)	(63,660)
<b>營業毛利</b>	<b>33,249</b>	<b>53,188</b>	<b>54,635</b>	<b>41,524</b>	<b>48,819</b>
營業費用	(24,609)	(35,864)	(38,911)	(34,185)	(38,626)
<b>營業利益</b>	<b>8,640</b>	<b>17,325</b>	<b>15,724</b>	<b>7,339</b>	<b>10,193</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>1,011</b>	<b>552</b>	<b>1,340</b>	<b>2,547</b>	<b>2,611</b>
利息收入	834	326	951	2,507	2,571
投資利益淨額	25	12	61	4	-
其他營業外收入	152	213	328	37	40
<b>總營業外費用</b>	<b>(294)</b>	<b>(302)</b>	<b>(142)</b>	<b>(243)</b>	<b>(227)</b>
利息費用	(154)	(107)	(218)	(222)	(187)
投資損失	(31)	(12)	(21)	(48)	(40)
其他營業外費用	(109)	(183)	97	26	-
<b>稅前純益</b>	<b>9,356</b>	<b>17,575</b>	<b>16,922</b>	<b>9,643</b>	<b>12,578</b>
所得稅費用[利益]	(563)	(722)	(718)	(385)	(516)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	(0)	-
非常項目	-	(0)	0	(0)	-
<b>稅後淨利</b>	<b>8,793</b>	<b>16,853</b>	<b>16,204</b>	<b>9,258</b>	<b>12,062</b>
<b>EBITDA</b>	<b>10,623</b>	<b>19,626</b>	<b>18,528</b>	<b>10,452</b>	<b>13,544</b>
每股盈餘 (NT\$)	17.24	33.00	31.62	18.05	23.52

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>15,440</b>	<b>18,352</b>	<b>19,058</b>	<b>16,175</b>	<b>12,618</b>
本期純益	8,793	16,853	16,204	9,258	12,062
折舊及攤提	1,984	2,301	2,804	3,113	3,351
本期運用資金變動	(1,235)	(9,811)	(5,941)	6,720	(2,795)
其他營業資產及負債變動	5,898	9,009	5,991	(2,916)	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(520)</b>	<b>(14,033)</b>	<b>(595)</b>	<b>(4,721)</b>	<b>(4,940)</b>
投資用短期投資出售[新購]	2,204	(9,614)	5,592	-	-
本期長期投資變動	21	(45)	-	(525)	-
資本支出淨額	(1,782)	(2,510)	(2,680)	(2,199)	(2,812)
其他資產變動	(963)	(1,864)	(3,507)	(1,997)	(2,128)
<b>自由現金流</b>	<b>5,944</b>	<b>5,291</b>	<b>7,613</b>	<b>12,731</b>	<b>5,391</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(13,198)</b>	<b>(4,337)</b>	<b>(12,838)</b>	<b>(17,672)</b>	<b>(7,905)</b>
短期借款變動	(7,490)	1,885	396	(3,920)	-
長期借款變動	-	1,017	711	152	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(5,617)	(7,150)	(13,847)	(13,847)	(7,905)
其他融資現金流	(91)	(90)	(98)	(57)	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(153)</b>	<b>(81)</b>	<b>932</b>	<b>112</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>1,568</b>	<b>(99)</b>	<b>6,557</b>	<b>(6,107)</b>	<b>(227)</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	31.6%	34.0%	34.8%	34.7%	34.3%
<b>= 營業利益率</b>	<b>11.1%</b>	<b>16.4%</b>	<b>14.1%</b>	<b>7.5%</b>	<b>9.1%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.2)
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>(11.0)</b>	<b>(20.7)</b>	<b>(287.9)</b>	<b>(6.6)</b>	<b>(10.6)</b>
營業利益率	11.1%	16.4%	14.1%	7.5%	9.1%
x 資本周轉率	(11.0)	(20.7)	(287.9)	(6.6)	(10.6)
x (1 - 有效現金稅率)	94.0%	95.9%	95.8%	96.0%	95.9%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>(114.9%)</b>	<b>(326.6%)</b>	<b>(3877.3%)</b>	<b>(47.1%)</b>	<b>(92.4%)</b>

資料來源：公司資料，凱基預估



## 瑞昱 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-07-13	持有	430	400
2023-01-19	降低持股	210	317
2022-10-28	降低持股	210	256
2022-10-05	增加持股	330	280
2022-07-28	增加持股	445	354
2022-04-22	增加持股	520	395
2022-04-01	增加持股	520	417
2022-02-08	增加持股	710	514
2021-10-29	增加持股	710	499
2021-08-26	增加持股	790	542

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

\*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。