



瑞昱

(2379.TW/2379 TT)



持有 · 維持

收盤價 February 1 (NT\$)	464.5
12 個月目標價 (NT\$)	400.0
前次目標價 (NT\$)	400.0
維持 (%)	0.0
下跌空間 (%)	13.9

焦點內容

1. 公司強調 Wi-Fi 6/6E/7、XGPON 及 Multi-gig 交換器產品之規格升級將推升 2024 年營收。
2. 我們維持謹慎看待 2024 年網通業務之潛在營收復甦幅度。

交易資料表

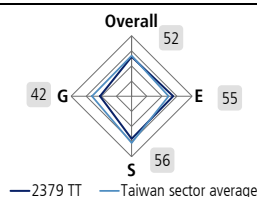
市值：(NT\$bn/US\$m)	238.2 / 7,605
流通在外股數 (百萬股)：	513
外資持有股數 (百萬股)：	235.9
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.09
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	333.0 -492.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	14.5	7.4	41
相對表現 (%)	2.5	3	24.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	10.15A	9.12A	8.20A	4.16A
2023	3.50A	5.08A	5.01A	4.25F
2024	4.31F	5.68F	7.18F	6.26F

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

2024 年溫和復甦；評價較不具吸引力

重要訊息

瑞昱之 PC 業務 4Q23 較消費性及網通產品業務出現了更顯著的季節性營收下滑，且 PC 業務營收佔比自 3Q23 之 33% 下降至 31%。庫存天數因有效的庫存管理而持續降低，自 3Q23 之 111 天降至 4Q23 之 104 天。瑞昱對 1Q24 展望持審慎穩健之態度，並預期 2024 年營收將重返成長。

評論及分析

PC 出貨量溫和復甦，且規格升級將激勵 2024 年營運成長。管理層預估 2024 年 PC 出貨量將年增 3-5%。公司強調 Wi-Fi 6/6E/7、XGPON 及 Multi-gig 交換器產品之規格升級將推升 2024 年營收。此與我們於 10 月 20 日之報告中所提及之五大營運成長領域及健康的營收年增展望一致。我們亦重申規格升級趨勢有望進一步改善毛利率。另一方面，儘管預計搭載 Wi-Fi 7 SoC 之產品將於 1Q24 後不久問世，惟我們認為滲透率有限，今年最多達 5%，係因缺乏迫切的規格升級需求及殺手級應用。鑑於 4Q23 營收低於預期，我們下修 2024 年營收至 1,073 億元，年增 12.7%，對比先前預估為 1,125 億元及市場共識為 1,107 億元。

網通業務之營收復甦展望喜憂參半。公司注意到中國網通標案市場開始出現復甦跡象，並展望 2024 年相關標案之出貨量將較 2023 年水準翻倍。然而，我們先前對總體經濟疲弱將持續壓抑中國政府、電信運營商、消費性及企業需求之擔憂已然成真，管理層預估約 50% 之 PON 產品及 80-90% 之 STB 產品將不配備 Wi-Fi 規格，反映中國經濟環境困頓下之規格降級趨勢。我們維持謹慎看待 2024 年網通業務之潛在營收復甦幅度。我們認為此規格降級趨勢恐將使競爭加劇並限縮潛在毛利率改善。

投資建議

鑑於 4Q23 營收欠佳，營業費用展望高於預期，但毛利率展望優於預期，我們大致維持 2024 年每股盈餘預估為 23.43 元，年增 31.3%，對比市場共識為 25.31 元。目前股價交易於 2024 年每股盈餘預估之 20 倍，對比五年本益比區間為 9-21 倍。我們認為多數成長動能已反應於股價，當前評價大致合理，風報較不具吸引力。我們維持「持有」評等，亦維持目標價為 400 元，係基於 17 倍 2024 年每股盈餘預估換算得出。

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；網通需求復甦較預期強勁；競爭加劇。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	105,504	111,790	95,179	107,287	119,779
營業毛利 (NT\$百萬)	53,188	54,635	40,748	47,218	54,138
營業利益 (NT\$百萬)	17,325	15,724	6,655	9,541	12,167
稅後淨利 (NT\$百萬)	16,853	16,204	9,153	12,015	14,577
每股盈餘 (NT\$)	33.00	31.62	17.85	23.43	28.42
每股現金股利 (NT\$)	27.00	26.00	15.24	20.00	24.27
每股盈餘成長率 (%)	91.4	(4.2)	(43.6)	31.3	21.3
本益比 (x)	14.1	14.7	26.0	19.8	16.3
股價淨值比 (x)	6.1	5.1	7.7	6.8	6.0
EV/EBITDA (x)	11.2	11.8	17.7	14.6	12.1
淨負債比率 (%)	18.3	3.6	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	5.8	5.6	3.3	4.3	5.2
股東權益報酬率 (%)	49.3	37.8	23.6	36.5	39.2

資料來源：公司資料，凱基預估

4Q23 每股盈餘符合預期，但財報內容喜憂參半。4Q23 毛利率為 44.7%，季增 2.7 個百分點，年增 1.1 個百分點，優於我們預估及市場共識之 42.0% 和 43.0%，主因庫存呆滯損失之提列金額減少。加上高於預期之營業費用率 39.6%（因營收規模低於預期且研發費用高於預期），致使每股盈餘為 4.25 元，季減 15.2%但年增 2.1%，較我們預估之 4.46 元與市場共識 4.40 元低 4.6%與 3.3%。

圖 1：4Q23 財報暨凱基與市場共識比較

	4Q23								
百萬元	實際值	凱基預估	差異(%)	3Q23	QoQ (%)	4Q22	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	22,585	25,903	(12.8)	26,678	(15.3)	21,762	3.8	24,465	(7.7)
毛利	10,105	10,881	(7.1)	11,210	(9.9)	9,500	6.4	10,525	(4.0)
營業利益	1,157	1,841	(37.1)	1,990	(41.9)	1,770	(34.6)	1,828	(36.7)
稅後淨利	2,180	2,286	(4.6)	2,572	(15.2)	2,134	2.2	2,236	(2.5)
每股盈餘 (元)	4.25	4.46	(4.6)	5.01	(15.2)	4.16	2.1	4.40	(3.3)
毛利率 (%)	44.7	42.0	2.7 ppts	42.0	2.7 ppts	43.7	1.1 ppts	43.0	1.7 ppts
營利率 (%)	5.1	7.1	(2.0)ppts	7.5	(2.3)ppts	8.1	(3.0)ppts	7.5	(2.3)ppts
淨利率 (%)	9.7	8.8	0.8 ppts	9.6	0.0 ppts	9.8	(0.2)ppts	9.1	0.5 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 2：1Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	1Q24F						市場共識	差異(%)
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)			
營收	21,733	24,887	(12.7)	(3.8)	10.7	23,928	(9.2)	
毛利	9,387	10,507	(10.7)	(7.1)	10.9	10,375	(9.5)	
營業利益	1,564	1,747	(10.5)	35.1	10.5	2,096	(25.4)	
稅後淨利	2,211	2,239	(1.2)	1.4	23.3	2,438	(9.3)	
每股盈餘(元)	4.31	4.37	(1.2)	1.4	23.3	4.82	(10.4)	
毛利率(%)	43.2	42.2	1.0 pts	(1.5)pts	0.1 pts	43.4	(0.2)pts	
營利率(%)	7.2	7.0	0.2 pts	2.1 pts	(0.0)pts	8.8	(1.6)pts	
淨利率(%)	10.2	9.0	1.2 pts	0.5 pts	1.0 pts	10.2	(0.0)pts	

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 3：2023 年財報與 2024 年財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	2023						2024F					
	實際值	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	95,179	98,497	(3.4)	(14.9)	96,960	(1.8)	107,287	112,479	(4.6)	12.7	110,661	(3.0)
毛利	40,748	41,524	(1.9)	(25.4)	41,135	(0.9)	47,218	48,819	(3.3)	15.9	49,297	(4.2)
營業利益	6,655	7,339	(9.3)	(57.7)	7,312	(9.0)	9,541	10,193	(6.4)	43.4	11,427	(16.5)
稅後淨利	9,153	9,258	(1.1)	(43.5)	9,228	(0.8)	12,015	12,062	(0.4)	31.3	12,991	(7.5)
每股盈餘(元)	17.85	18.05	(1.1)	(43.6)	17.95	(0.6)	23.43	23.52	(0.4)	31.3	25.31	(7.4)
毛利率(%)	42.8	42.2	0.7 pts	(6.1)pts	42.4	0.4 pts	44.0	43.4	0.6 pts	1.2 pts	44.5	(0.5)pts
營利率(%)	7.0	7.5	(0.5)pts	(7.1)pts	7.5	(0.5)pts	8.9	9.1	(0.2)pts	1.9 pts	10.3	(1.4)pts
淨利率(%)	9.6	9.4	0.2 pts	(4.9)pts	9.5	0.1 pts	11.2	10.7	0.5 pts	1.6 pts	11.7	(0.5)pts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

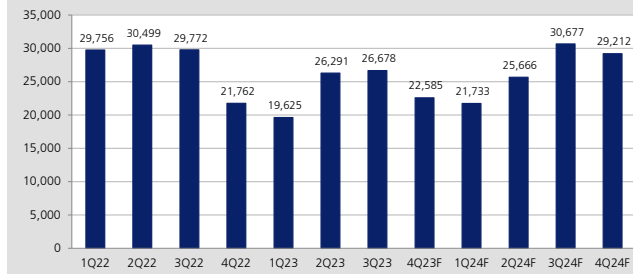
圖 4：公司概况

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

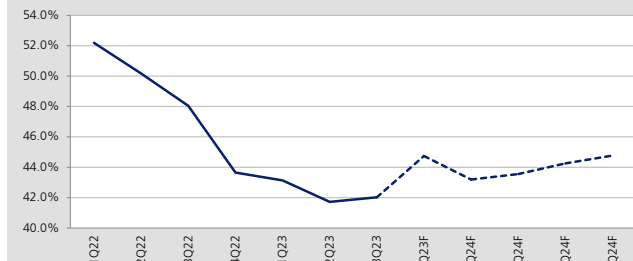
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8：毛利率

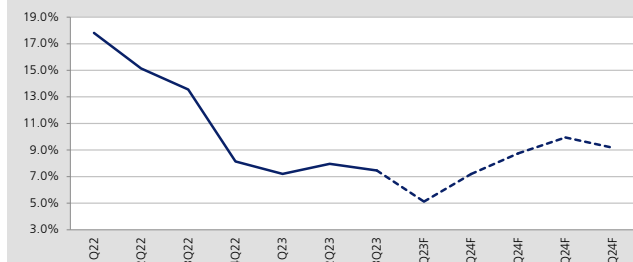
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10：營業利潤率

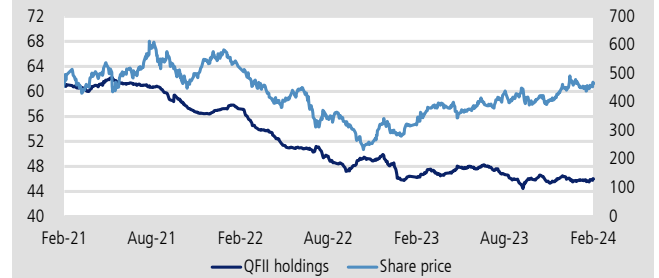
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 5：外資持股

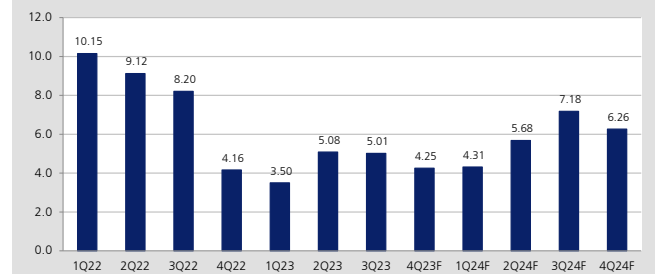
外資持股，百分比(左軸)；股價，元(右軸)



資料來源：TEJ，凱基

圖 7：每股盈利

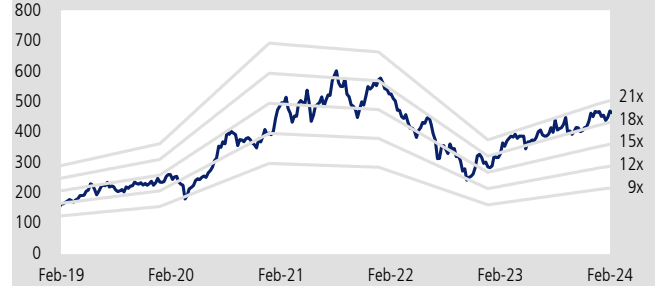
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9：未來 12 個月預估本益比區間

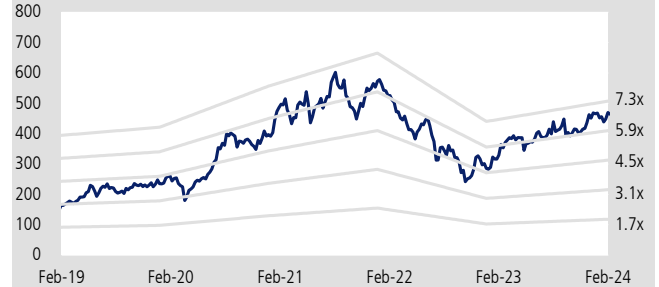
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



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

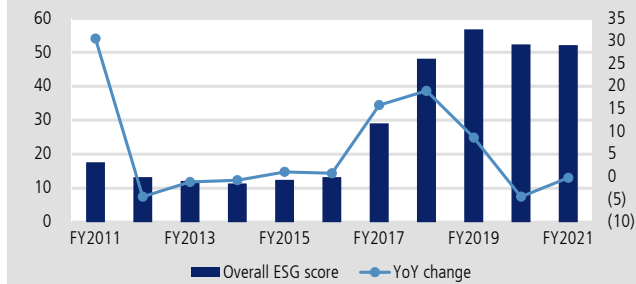
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 12：ESG 整體分數

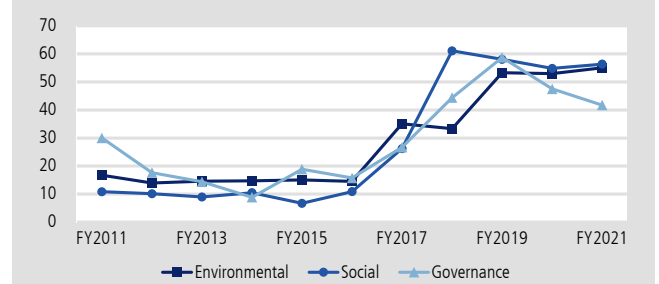
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：ESG 各項分數

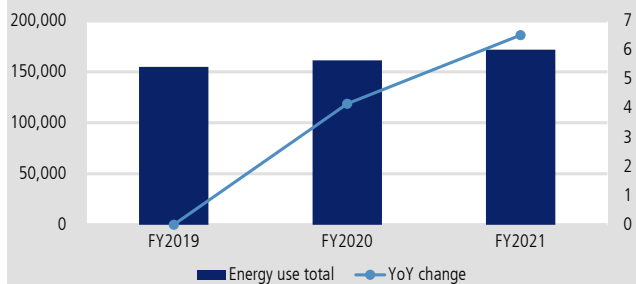
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：能源消耗

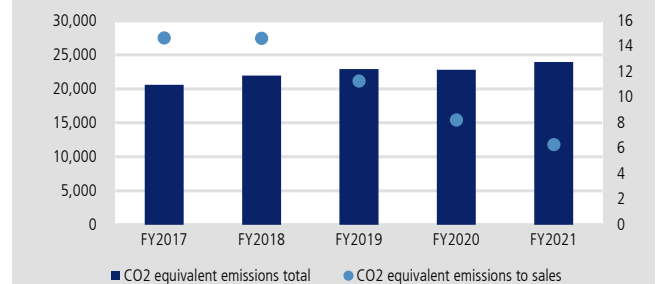
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：碳排放量

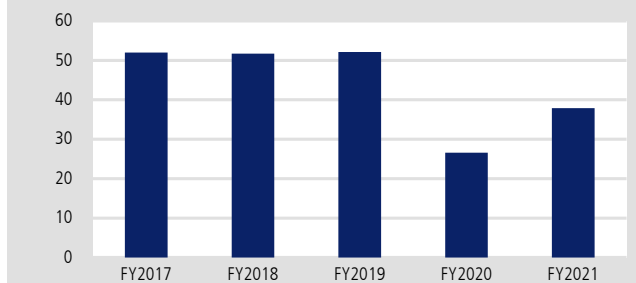
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：廢棄物總量

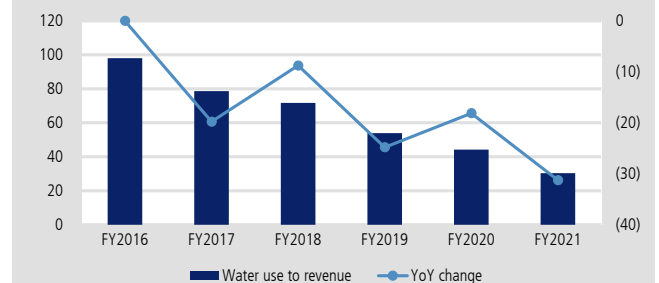
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：耗水量

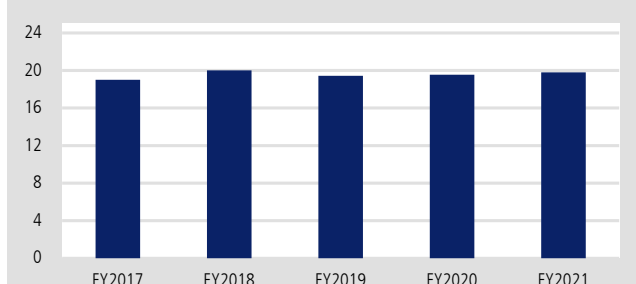
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：性別多樣性

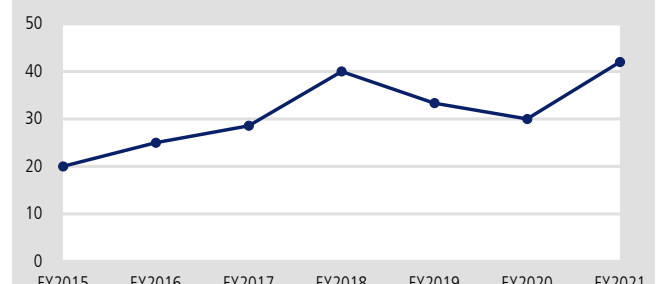
女性員工比例，百分比



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-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	19,625	26,291	26,678	22,585	21,733	25,666	30,677	29,212	95,179	107,287	119,779
營業成本	(11,159)	(15,323)	(15,469)	(12,480)	(12,345)	(14,488)	(17,102)	(16,133)	(54,431)	(60,069)	(65,641)
營業毛利	8,466	10,968	11,210	10,105	9,387	11,178	13,575	13,078	40,748	47,218	54,138
營業費用	(7,051)	(8,874)	(9,220)	(8,948)	(7,824)	(8,932)	(10,522)	(10,399)	(34,093)	(37,677)	(41,971)
營業利益	1,415	2,094	1,990	1,157	1,564	2,246	3,052	2,679	6,655	9,541	12,167
折舊	(311)	(323)	(323)	(267)	(275)	(285)	(298)	(309)	(1,224)	(1,168)	(1,354)
攤提	(463)	(421)	(409)	(379)	(379)	(379)	(379)	(379)	(1,672)	(1,514)	(1,514)
EBITDA	2,188	2,838	2,722	1,802	2,217	2,910	3,729	3,367	9,551	12,223	15,035
利息收入	530	672	678	751	734	780	777	659	2,631	2,949	2,992
投資利益淨額	-	4	30	-	-	-	-	-	33	-	-
其他營業外收入	11	6	30	20	50	50	50	50	67	200	200
總營業外收入	541	682	738	771	784	830	827	709	2,732	3,149	3,192
利息費用	(63)	(65)	(49)	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)	(210)	(134)	(134)
投資損失	(13)	(15)	(15)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(53)	(40)	(40)
其他營業外費用	(11)	25	6	401	-	-	-	-	421	-	-
總營業外費用	(87)	(55)	(58)	358	(44)	(44)	(44)	(44)	158	(174)	(174)
稅前純益	1,869	2,721	2,670	2,285	2,304	3,032	3,835	3,345	9,545	12,516	15,185
所得稅費用[利益]	(76)	(114)	(98)	(105)	(92)	(121)	(153)	(134)	(392)	(501)	(607)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-	(0)	-	-
非常項目前稅後純益	1,793	2,607	2,572	2,180	2,211	2,911	3,682	3,211	9,153	12,015	14,577
非常項目	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,793	2,607	2,572	2,180	2,211	2,911	3,682	3,211	9,153	12,015	14,577
每股盈餘 (NT\$)	3.50	5.08	5.01	4.25	4.31	5.68	7.18	6.26	17.85	23.43	28.42
獲利率 (%)											
營業毛利率	43.1	41.7	42.0	44.7	43.2	43.6	44.3	44.8	42.8	44.0	45.2
營業利益率	7.2	8.0	7.5	5.1	7.2	8.8	10.0	9.2	7.0	8.9	10.2
EBITDA Margin	11.2	10.8	10.2	8.0	10.2	11.3	12.2	11.5	10.0	11.4	12.6
稅前純益率	9.5	10.3	10.0	10.1	10.6	11.8	12.5	11.5	10.0	11.7	12.7
稅後純益率	9.1	9.9	9.6	9.7	10.2	11.3	12.0	11.0	9.6	11.2	12.2
季成長率 (%)											
營業收入	(9.8)	34.0	1.5	(15.3)	(3.8)	18.1	19.5	(4.8)			
營業毛利	(10.9)	29.6	2.2	(9.9)	(7.1)	19.1	21.4	(3.7)			
營業收益增長	(20.1)	48.0	(5.0)	(41.9)	35.1	43.6	35.9	(12.2)			
EBITDA	(13.2)	29.7	(4.1)	(33.8)	23.0	31.2	28.1	(9.7)			
稅前純益	(17.1)	45.6	(1.9)	(14.4)	0.8	31.6	26.5	(12.8)			
稅後純益	(15.9)	45.4	(1.3)	(15.2)	1.4	31.6	26.5	(12.8)			
年成長率 (%)											
營業收入	(34.0)	(13.8)	(10.4)	3.8	10.7	(2.4)	15.0	29.3	(14.9)	12.7	11.6
營業毛利	(45.5)	(28.3)	(21.6)	6.4	10.9	1.9	21.1	29.4	(25.4)	15.9	14.7
營業收益	(73.3)	(54.6)	(50.7)	(34.6)	10.5	7.3	53.4	131.6	(57.7)	43.4	27.5
EBITDA	(63.3)	(46.5)	(42.6)	(28.5)	1.3	2.5	37.0	86.8	(48.5)	28.0	23.0
稅前純益	(65.4)	(44.2)	(39.2)	1.4	23.3	11.4	43.7	46.4	(43.6)	31.1	21.3
稅後純益	(65.4)	(44.3)	(38.9)	2.2	23.3	11.6	43.2	47.3	(43.5)	31.3	21.3

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	101,232	113,701	101,011	106,972	111,726
流動資產	86,245	95,492	77,152	82,136	85,848
現金及短期投資	52,891	56,913	50,590	49,532	51,612
存貨	16,549	25,553	11,757	14,197	14,880
應收帳款及票據	15,989	12,013	12,757	16,359	17,309
其他流動資產	817	1,013	2,048	2,048	2,048
非流動資產	14,987	18,209	23,858	24,836	25,878
長期投資	3,958	4,285	8,504	8,504	8,504
固定資產	6,303	7,557	8,456	9,434	10,475
什項資產	4,726	6,367	6,899	6,899	6,899
負債總額	62,280	66,938	70,200	71,961	72,396
流動負債	58,821	62,545	64,996	66,757	67,191
應付帳款及票據	11,443	10,496	7,273	9,035	9,469
短期借款	13,342	13,738	6,386	6,386	6,386
什項負債	34,036	38,310	51,336	51,336	51,336
長期負債	3,459	4,393	5,204	5,204	5,204
長期借款	1,003	1,713	2,009	2,009	2,009
其他負債及準備	1,203	1,456	3,195	3,195	3,195
股東權益總額	38,952	46,763	30,811	35,011	39,330
普通股股本	5,107	5,129	5,129	5,129	5,129
保留盈餘	27,378	28,855	10,998	15,198	19,517
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-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	35.7%	6.0%	(14.9%)	12.7%	11.6%
營業收益增長	100.5%	(9.2%)	(57.7%)	43.4%	27.5%
EBITDA	84.7%	(5.6%)	(48.5%)	28.0%	23.0%
稅後純益	91.7%	(3.8%)	(43.5%)	31.3%	21.3%
每股盈餘成長率	91.4%	(4.2%)	(43.6%)	31.3%	21.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	50.4%	48.9%	42.8%	44.0%	45.2%
營業利益率	16.4%	14.1%	7.0%	8.9%	10.2%
EBITDA Margin	18.6%	16.6%	10.0%	11.4%	12.6%
稅後純益率	16.0%	14.5%	9.6%	11.2%	12.2%
平均資產報酬率	18.8%	15.1%	8.5%	11.6%	13.3%
股東權益報酬率	49.3%	37.8%	23.6%	36.5%	39.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	36.8%	33.0%	27.2%	24.0%	21.3%
淨負債比率	18.3%	3.6%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	165.8	78.7	46.3	94.2	114.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	172.1	87.5	97.4	77.5	120.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.4	1.4	3.1	1.6	2.5
流動比率 (x)	1.5	1.5	1.2	1.2	1.3
速動比率 (x)	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	7,148	1,697	(3,417)	(2,359)	(4,438)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	33.00	31.62	17.85	23.43	28.42
每股現金盈餘 (NT\$)	35.94	37.19	39.99	20.31	31.68
每股淨值 (NT\$)	76.26	91.16	60.31	68.54	77.00
調整後每股淨值 (NT\$)	76.26	91.24	60.06	68.25	76.67
每股營收 (NT\$)	206.59	218.16	185.58	209.19	233.55
EBITDA/Share (NT\$)	38.43	36.16	18.62	23.83	29.32
每股現金股利 (NT\$)	27.00	26.00	15.24	20.00	24.27
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.18	1.04	0.89	1.03	1.10
應收帳款周轉天數	55.3	39.2	48.9	55.8	52.7
存貨周轉天數	115.5	163.2	78.8	86.5	82.7
應付帳款周轉天數	79.8	67.0	48.8	55.0	52.7
現金轉換周轉天數	90.9	135.4	79.0	87.3	82.8

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	105,504	111,790	95,179	107,287	119,779
營業成本	(52,316)	(57,155)	(54,431)	(60,069)	(65,641)
營業毛利	53,188	54,635	40,748	47,218	54,138
營業費用	(35,864)	(38,911)	(34,093)	(37,677)	(41,971)
營業利益	17,325	15,724	6,655	9,541	12,167
總營業外收入	552	1,340	2,732	3,149	3,192
利息收入	326	951	2,631	2,949	2,992
投資利益淨額	12	61	33	-	-
其他營業外收入	213	328	67	200	200
總營業外費用	(302)	(142)	158	(174)	(174)
利息費用	(107)	(218)	(210)	(134)	(134)
投資損失	(12)	(21)	(53)	(40)	(40)
其他營業外費用	(183)	97	421	-	-
稅前純益	17,575	16,922	9,545	12,516	15,185
所得稅費用[利益]	(722)	(718)	(392)	(501)	(607)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	-	-
非常項目	-	0	0	-	-
稅後淨利	16,853	16,204	9,153	12,015	14,577
EBITDA	19,626	18,528	9,551	12,223	15,035
每股盈餘 (NT\$)	33.00	31.62	17.85	23.43	28.42

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	18,352	19,058	20,508	10,416	16,247
本期純益	16,853	16,204	9,153	12,015	14,577
折舊及攤提	2,301	2,804	2,896	2,682	2,868
本期運用資金變動	(9,811)	(5,941)	9,829	(4,281)	(1,198)
其他營業資產及負債變動	9,009	5,991	(1,369)	(0)	-
投資活動之現金流量	(14,033)	(595)	(2,068)	(3,660)	(3,910)
投資用短期投資出售[新購]	(9,614)	5,592	-	-	-
本期長期投資變動	(45)	-	1,255	-	-
資本支出淨額	(2,510)	(2,680)	(1,901)	(2,146)	(2,396)
其他資產變動	(1,864)	(3,507)	(1,422)	(1,514)	(1,514)
自由現金流	5,291	7,613	15,533	3,901	9,441
融資活動之現金流量	(4,337)	(12,838)	(20,989)	(7,815)	(10,259)
短期借款變動	1,885	396	(7,352)	-	-
長期借款變動	1,017	711	296	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(7,150)	(13,847)	(13,847)	(7,815)	(10,259)
其他融資現金流	(90)	(98)	(86)	-	-
匯率影響數	(81)	932	607	-	-
本期產生現金流量	(99)	6,557	(1,941)	(1,058)	2,079

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	34.0%	34.8%	35.8%	35.1%	35.0%
= 營業利益率	16.4%	14.1%	7.0%	8.9%	10.2%
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(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
= 資本周轉率	(20.7)	(287.9)	(5.0)	(7.7)	(10.2)
營業利益率	16.4%	14.1%	7.0%	8.9%	10.2%
x 資本周轉率	(20.7)	(287.9)	(5.0)	(7.7)	(10.2)
x (1 - 有效現金稅率)	95.9%	95.8%	95.9%	96.0%	96.0%
= 稅後 ROIC	(326.6%)	(3877.3%)	(33.2%)	(65.6%)	(99.7%)

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
2023-10-20	持有	400	423
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

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。