

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	103.50 元
目標價	
3 個月	118.00 元
12 個月	118.00 元

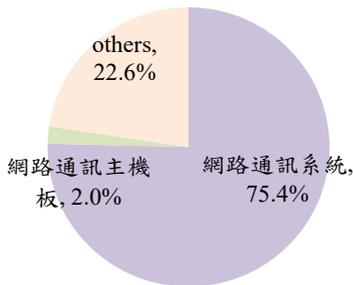
近期報告日期、評等及前日股價

01/05/2024	Buy	108.50
11/20/2023	Buy	91.30

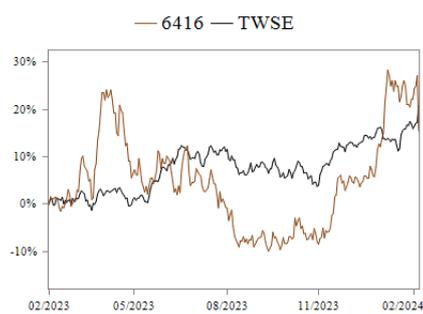
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	733
市值(億元)	76
目前每股淨值(元)	45.85
外資持股比(%)	5.66
投信持股比(%)	0.02
董監持股比(%)	27.44
融資餘額(張)	3,253
現金股息配發率(F)(%)	62.66

產品組合



股價相對大盤走勢



瑞祺電通(6416 TT)

Trading Buy

1Q24 營收動能低於先前預估，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：雖然預估 2024 年網路安全產品業績優於基期偏低的 2023 年，整合式通訊系統營運展望亦受惠於跨足 x86 平台局端電信設備而轉佳，不過，近期網路安全產品新、舊機種世代交替進度延宕，不利於瑞祺電 1Q24 營收表現，故群益將瑞祺電投資建議調整至 Trading Buy。

01/2024 瑞祺電的營收減少至 2.43 億元，MoM-39.53%：01/2024

瑞祺電的營收減少至 2.43 億元，MoM-39.53%，為 02/2015 迄今最低，低於群益先前預估，群益認為，主要係客戶採用網路安全新產品進度延宕所致，且預估新、舊機種世代交替過渡期將延長，不利於 1Q24 瑞祺電的營收表現。

預估網路安全產品於 1Q24 季末至 2Q24 季初始得以重拾出貨成長動能：

2023 年瑞祺電積極推出升級網路安全新產品，主要係考量多數疫情前推出舊產品線的利潤空間受到 IC 等零組件的採購成本於疫情期間增加 20~30%，但無法全數轉嫁給客戶，利潤空間隨之壓縮，且在此一產品線世代交替訂單空窗期中，多數客戶對舊產品需求均疲弱，加上中國、中東等地客戶調整庫存，故 2023 年網路安全產品出貨表現欠佳。

然而，瑞祺電預估 2024 年將有 30~40 個網路安全新產品量產，待新、舊產品線轉換陸續完成，網路安全產品營收展望將隨之轉佳，惟近期客戶採用新產品進度延宕，群益預估，新、舊產品轉換於 1Q24 季末至 2Q24 季初方開始加速，屆時網路安全產品始得以重拾出貨成長動能。

整合式通訊系統營收成長性居各產品線之冠：瑞祺電 2024 年營

收成長性最高的產品線為整合式通訊系統，原因有二，(1) 先前整合式通訊系統的營收多數來自轉投資公司濠楷的 ARM 平台 CPE，大客戶為美國電信業者，然而，在瑞祺電入股濠楷後積極向該客戶爭取 x86 平台局端電信設備訂單有成，低階產品已於 06/2023 量產，中階產品則預計於 05/2024 量產，(2) 針對電信、AI 大數據所需資料加速模組(DPU card)的新產品效應。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	4,082	4,661	5,173	1,257	1,077	1,013	919	1,074	867	1,008	1,282	1,504
營業毛利淨額	1,008	1,159	1,301	277	273	251	220	264	212	247	320	380
營業利益	408	523	628	115	126	103	69	110	67	92	155	209
稅後純益	362	432	517	91	95	103	73	91	50	81	121	180
稅後 EPS(元)	4.94	5.90	7.05	1.25	1.30	1.40	1.00	1.24	0.68	1.10	1.66	2.46
毛利率(%)	24.70%	24.86%	25.15%	22.07%	25.33%	24.78%	23.96%	24.61%	24.44%	24.45%	24.97%	25.28%
營業利率(%)	9.99%	11.23%	12.14%	9.13%	11.75%	10.12%	7.56%	10.20%	7.69%	9.15%	12.10%	13.91%
稅後純益率(%)	8.87%	9.27%	9.99%	7.27%	8.86%	10.15%	7.94%	8.47%	5.74%	8.01%	9.47%	11.99%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-18.07%	14.17%	10.98%	-6.40%	-14.37%	-5.91%	-9.27%	16.85%	-19.28%	16.31%	27.13%	17.34%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-15.46%	19.37%	19.49%	-34.35%	4.28%	7.87%	-29.07%	24.70%	-45.26%	62.18%	50.24%	48.69%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 7.33 億元計算。

2024年2月16日

企業 ESG 資訊揭露：

就因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略而言，瑞祺電陸續推動各項節能減碳措施，並同時推動溫室氣體盤查，針對耗能設備做持續監控，以降低公司營運對自然環境之衝擊。

再就溫室氣體排放量減量目標、預算與計畫而言，首先，瑞祺電重視環境保護，持續規劃並執行永續環境保護的政策，每年持續以節省電力能源1%為目標，落實節能減碳及持續評估更新節電設備，降低耗能及碳排。其次，瑞祺電針對溫室氣體排放減量的具體動作包括辦公區域空調設定為常溫26~28度並換裝省電T5燈管、宣導隨手關燈、每日午休時段熄燈、推動無紙化政策(使用各項電子表單)、推動回收紙張再利用、宣導員工自備環保餐具、水龍頭全面安裝節水閥及二段式馬桶、委由合格廢棄物廠商處理清運與回收、落實資源回收分類機制等。

網路安全產品出貨表現低於群益先前預估，01/2024 瑞祺電的營收減少至 2.43 億元，MoM-39.53%：

瑞祺電為鴻海(2317 TT)集團成員之一，母公司為上市 IPC 廠樺漢(6414 TT)，樺漢對瑞祺電的持股比重為 27.26%。瑞祺電主要生產防火牆、聯合防禦系統(UTM)、入侵偵測防禦系統(IPS/IDS)、無線閘道器(wireless gateway)、應用交付控制器(ADC)等網路安全產品，近幾年營收比重為 65~85%，此外，瑞祺電亦進軍軟體定義廣域網(SD-WAN)、整合式通訊系統領域，近幾年營收比重為 5~15%、5~15%。

其中，網路安全產品在軟體領域著墨較多，附加價值尚可擴及網路層(network)、傳送層(transport)，但其他同業網路安全產品線的附加價值多僅在實體層(physical)、資料鏈結層(data link)，除有助於瑞祺電提高產品線的價格、毛利率外，亦可加深與客戶的合作關係，為重要競爭利基。在瑞祺電的網路安全產品中，資訊安全(IT)產品仍為大宗，占網路安全產品的營收比重均超過 90%，至於營運安全(OT)產品出貨潛在成長空間、毛利率則均優於資訊安全產品，為網路安全產品後續獲利能力能否提升的重要觀察指標。

瑞祺電的客戶多為網路安全軟體業者或系統整合業者，客戶通常專注於開發軟體及經營品牌，硬體產品的研發、設計、製造，以及全球物流則委由瑞祺負責。再就銷售地區而言，近幾年均以美洲、中東及亞太的營收比重較高，分別達 25~40%、35~55%，其次則為歐洲、中國，近幾年營收比重分別為 10~25%、5~15%。

01/2024 瑞祺電的營收減少至 2.43 億元，MoM-39.53%，為 02/2015 迄今最低，低於群益先前預估，群益認為，主要係客戶採用網路安全新產品進度延宕所致，且預估新舊機種世代交替過渡期將延長，不利於 1Q24 瑞祺電的營收表現。

預估網通安全產品新、舊機種轉換於 1Q24 季末至 2Q24 季初方開始加速：

2023 年瑞祺電積極推出升級網路安全新產品，主要係考量多數疫情前推出舊產品線的利潤空間受到 IC 等零組件的採購成本於疫情期間增加 20~30%，但無法全數轉嫁給客戶，利潤空間隨之壓縮，且在此一產品線世

2024年2月16日

代交替訂單空窗期中，多數客戶對舊產品需求均疲弱，加上中國、中東等地客戶調整庫存，故2023年網路安全產品出貨表現欠佳。然而，瑞祺電預估2024年將有30~40個網路安全新產品量產，待新、舊產品線轉換陸續完成，網路安全產品營收展望將隨之轉佳，惟近期客戶採用新產品進度延宕，群益預估，新、舊產品轉換於1Q24季末至2Q24季初方開始加速，屆時網路安全產品始得以重拾出貨成長動能。

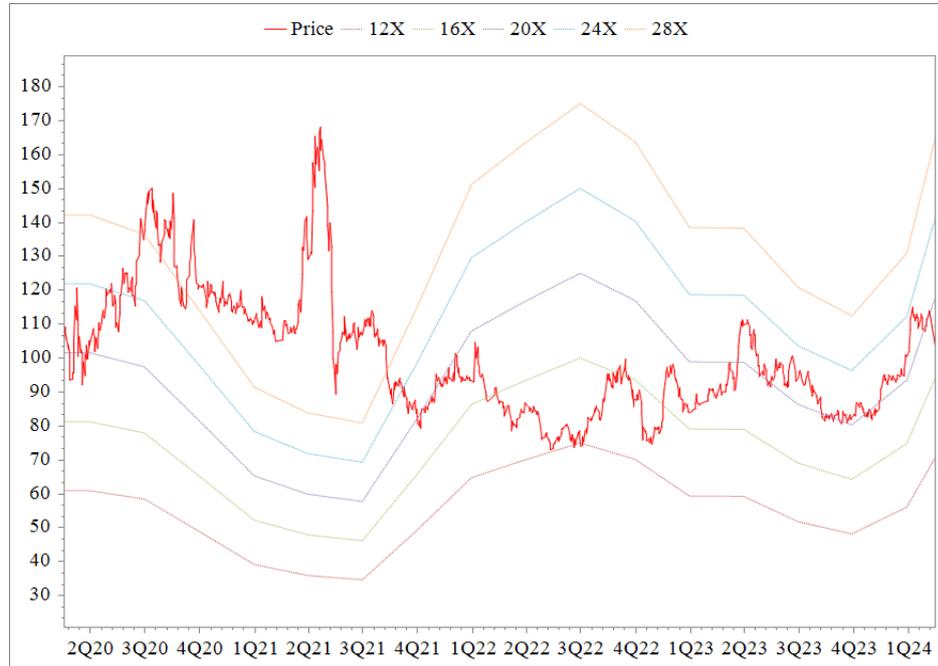
受惠於跨足 x86 平台局端電信設備，整合式通訊系統營收成長性居各產品線之冠：

瑞祺電2024年營收成長性最高的產品線為整合式通訊系統，原因有二，(1) 先前整合式通訊系統的營收多數來自轉投資公司濠楷的ARM平台CPE，大客戶為美國電信業者，然而，在瑞祺電入股濠楷後積極向該客戶爭取x86平台局端電信設備訂單有成，低階產品已於06/2023量產，中階產品則預計於05/2024量產，(2) 針對電信、AI大數據所需資料加速模組(DPU card)的新產品效應。

考量 1Q24 營收動能低於群益先前預估，故群益將瑞祺電投資建議調整為 Trading Buy：

雖然預估2024年網路安全產品業績優於基期偏低的2023年，整合式通訊系統營運展望亦受惠於跨足x86平台局端電信設備而轉佳，不過，近期網路安全產品新、舊機種世代交替進度延宕，不利於瑞祺電1Q24營收表現，故群益將瑞祺電投資建議調整至Trading Buy。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024年2月16日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	4,956	5,299	5,444	5,690	5,975
流動資產	4,358	4,538	4,636	4,780	4,889
現金及約當現金	643	678	688	712	727
應收帳款與票據	830	860	885	903	925
存貨	2,482	2,764	2,846	2,893	2,941
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	93	86	87	88	89
負債總計	1,730	1,755	1,790	1,819	1,854
流動負債	1,446	1,647	1,682	1,734	1,774
應付帳款及票據	1,076	874	895	909	926
非流動負債	283	108	86	50	28
權益總計	3,226	3,545	3,654	3,871	4,121
普通股股本	732	732	732	732	732
保留盈餘	935	1,217	1,326	1,543	1,793
母公司業主權益	3,047	3,340	3,438	3,643	3,882
負債及權益總計	4,956	5,299	5,444	5,690	5,975

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	275	407	495	556	676
稅前純益	323	576	462	539	644
折舊及攤銷	80	83	84	85	86
營運資金變動	198	-514	-85	-52	-54
其他營運現金	-326	263	33	-17	-1
投資活動現金	-57	-198	-75	-131	-205
資本支出淨額	-25	-10	-10	-10	-10
長期投資變動	-22	-20	-20	-20	-20
其他投資現金	-10	-168	-45	-101	-175
籌資活動現金	-305	-186	-408	-381	-405
長借/公司債變動	-1	-1	-21	-36	-21
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-267	-146	-263	-227	-278
其他籌資現金	-37	-38	-123	-118	-106
淨現金流量	-107	34	11	43	65
期初現金	750	643	678	688	732
期末現金	643	678	688	732	797

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	4,674	4,983	4,082	4,661	5,173
營業成本	3,749	3,861	3,074	3,502	3,872
營業毛利淨額	925	1,122	1,008	1,159	1,301
營業費用	619	619	600	635	673
營業利益	306	503	408	523	628
EBITDA	407	662	652	733	840
業外收入及支出	17	73	54	16	16
稅前純益	323	576	462	539	644
所得稅	83	123	90	95	116
稅後純益	220	428	362	432	517
稅後 EPS(元)	3.00	5.84	4.94	5.90	7.05
完全稀釋 EPS**	3.00	5.84	4.94	5.90	7.05

註1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註2：稅後 EPS 以股本 7.33【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 7.33 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-14.49%	6.61%	-18.07%	14.17%	10.98%
營業毛利淨額	-19.47%	21.32%	-10.14%	14.91%	12.31%
營業利益	-44.22%	64.37%	-18.83%	28.26%	20.07%
稅後純益	-41.04%	95.09%	-15.46%	19.37%	19.49%
獲利能力分析(%)					
毛利率	19.79%	22.52%	24.70%	24.86%	25.15%
EBITDA(%)	8.70%	13.28%	15.97%	15.72%	16.23%
營益率	6.54%	10.09%	9.99%	11.23%	12.14%
稅後純益率	4.70%	8.60%	8.87%	9.27%	9.99%
總資產報酬率	4.43%	8.08%	6.65%	7.60%	8.64%
股東權益報酬率	6.80%	12.08%	9.91%	11.17%	12.54%
償債能力檢視					
負債比率(%)	34.90%	33.11%	32.89%	31.97%	31.03%
負債/淨值比(%)	53.61%	49.50%	49.00%	47.00%	45.00%
流動比率(%)	301.33%	275.60%	275.60%	275.60%	275.60%
其他比率分析					
存貨天數	234.64	247.97	333.00	299.00	275.00
應收帳款天數	73.66	61.89	78.00	70.00	64.50

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	1,343	1,257	1,077	1,013	919	1,074	867	1,008	1,282	1,504	1,114	1,184
營業成本	1,020	980	804	762	699	810	655	762	962	1,124	836	890
營業毛利淨額	323	277	273	251	220	264	212	247	320	380	278	294
營業費用	160	163	146	148	151	155	145	154	165	171	155	162
營業利益	163	115	126	103	69	110	67	92	155	209	123	132
業外收入及支出	29	-4	1	30	23	1	4	11	0	1	4	11
稅前純益	192	110	127	132	92	111	71	103	155	210	127	143
所得稅	44	11	26	32	20	11	14	25	34	22	26	32
稅後純益	139	91	95	103	73	91	50	81	121	180	95	113
最新股本	733	733	733	733	733	733	733	733	733	733	733	733
稅後EPS(元)	1.90	1.25	1.30	1.40	1.00	1.24	0.68	1.10	1.66	2.46	1.29	1.55
獲利能力(%)												
毛利率(%)	24.03%	22.07%	25.33%	24.78%	23.96%	24.61%	24.44%	24.45%	24.97%	25.28%	24.96%	24.86%
營業利益率(%)	12.13%	9.13%	11.75%	10.12%	7.56%	10.20%	7.69%	9.15%	12.10%	13.91%	11.04%	11.15%
稅後純益率(%)	10.37%	7.27%	8.86%	10.15%	7.94%	8.47%	5.74%	8.01%	9.47%	11.99%	8.51%	9.56%
QoQ(%)												
營業收入淨額	6.99%	-6.40%	-14.37%	-5.91%	-9.27%	16.85%	-19.28%	16.31%	27.13%	17.34%	-25.95%	6.33%
營業利益	3.59%	-29.56%	10.19%	-18.94%	-32.26%	57.73%	-39.15%	38.43%	68.09%	34.92%	-41.23%	7.37%
稅前純益	4.85%	-42.37%	15.18%	4.10%	-30.30%	19.82%	-36.08%	46.17%	50.18%	35.56%	-39.60%	12.65%
稅後純益	5.33%	-34.35%	4.28%	7.87%	-29.07%	24.70%	-45.26%	62.18%	50.24%	48.69%	-47.48%	19.55%
YoY(%)												
營業收入淨額	27.02%	0.00%	-4.47%	-19.31%	-31.58%	-14.58%	-19.47%	-0.46%	39.47%	40.05%	28.47%	17.45%
營業利益	210.72%	29.48%	86.99%	-34.82%	-57.38%	-4.56%	-47.30%	-9.99%	123.33%	91.03%	84.51%	43.11%
稅前純益	196.36%	19.50%	39.78%	-27.55%	-51.84%	0.13%	-44.43%	-21.98%	68.12%	90.21%	79.73%	38.52%
稅後純益	210.54%	55.08%	45.84%	-22.22%	-47.62%	-0.52%	-47.78%	-21.48%	66.31%	98.31%	90.27%	40.25%

註1：稅後EPS以股本7.33億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較3個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。