

2024 年 2 月 2 日

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價	464.50 元
目標價	
3 個月	500.00 元
12 個月	500.00 元

瑞昱(2379 TT)

Trading Buy

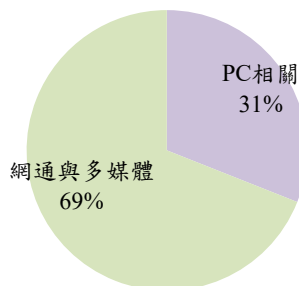
近期報告日期、評等及前日股價

10/23/2023	Neutral	423.00
08/07/2023	Neutral	428.00
04/24/2023	Neutral	367.00
01/29/2023	Neutral	316.00
10/31/2022	Neutral	255.00

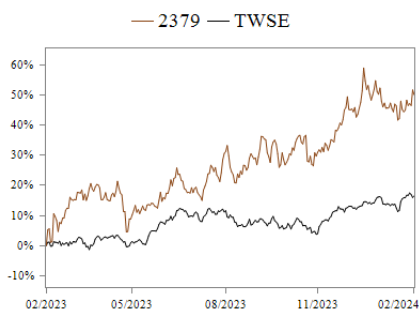
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	5,129
市值(億元)	2,382
目前每股淨值(元)	82.80
外資持股比(%)	46.00
投信持股比(%)	16.19
董監持股比(%)	6.21
融資餘額(張)	3,016
現金股息配發率(F)(%)	95.26

產品組合



股價相對大盤走勢



短期為營運谷底，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：全球需求疲弱，短期訂單能見度低，預期 PC 相關晶片出貨要到 2Q24 才回溫，屆時 TV、網通晶片出貨亦同時回溫；近期已達短期營運谷底，後續營運將轉趨向上，投資評等調整為 Trading Buy。

庫存調整、終端需求放緩，2023 年營收 951.79 億元，YoY-14.86%，EPS17.84 元：2023 年，疫情過後 PC 市場的銷售表現重回正常的換機循環，全球 PC 出貨量 YoY-15%，PC 零組件回補庫存在 3Q23 接近尾聲；TV 回補庫存在 3Q23 達到高點，但終端市場後續需求不明；網通晶片雖然維持技術升級的趨勢，但在終端需求放緩的情況下，新技術滲透率提升的速度是否能如同疫情發生時則仍需觀察，中國標案雖在 2H23 開標，但大量出貨需待 2Q24。2023 年營收 951.79 億元，YoY-14.86%，稅後淨利 91.52 億元，YoY-43.52%，EPS17.84 元。

終端需求依舊疲弱，預估 1Q24 營收 216.39 億元，QoQ-4.19%，EPS5.29 元：展望 1Q24，PC 整體需求持續疲弱，導致客戶拉貨放緩，中國電信標案雖已開出，但大量出貨須等到 2Q24，由於進入傳統需求淡季，預期所有的產品線出現小幅度的營收下滑。終端需求疲弱，預估 1Q24 營收 216.39 億元，QoQ-4.19%。因提列庫存呆滯損失已到尾聲，加上庫存已降至健康水位，預期後續將不再提列大額庫存呆滯損失，毛利率可望回溫，預估稅後淨利 27.12 億元，QoQ+24.41%，EPS5.29 元。

PC 出貨回溫、通訊晶片規格升級，預估 2024 年營收 1,026.04 億元，YoY+7.80%，EPS24.25 元：展望 2024 年，PC 出貨可望小幅回溫，帶動相關晶片成長動能；TV 可望受惠夏季奧運會帶動出貨成長；網通晶片將受惠於規格升級與標案出貨，帶動營收向上，預估 2024 年營收 1,026.04 億元，YoY+7.80%。由於庫存已降至相對安全水位，庫存跌價損失金額將小於 2023 年，加上網通晶片規格升級有利提升產品組合，預期 2024 年毛利率優於 2023 年的水準，預估稅後淨利 124.38 億元，YoY+35.90%，EPS24.25 元。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	95,179	102,604	109,361	21,762	19,625	26,291	26,678	22,585	21,639	24,375	29,017	27,573
營業毛利淨額	40,748	45,457	47,789	9,500	8,466	10,968	11,210	10,105	9,521	10,788	12,893	12,254
營業利益	6,655	10,666	10,711	1,770	1,415	2,094	1,990	1,157	2,207	2,549	3,085	2,824
稅後純益	9,152	12,438	12,525	2,134	1,793	2,607	2,572	2,180	2,712	2,987	3,488	3,250
稅後 EPS(元)	17.84	24.25	24.42	4.16	3.50	5.08	5.01	4.25	5.29	5.82	6.80	6.34
毛利率(%)	42.81%	44.30%	43.70%	43.65%	43.14%	41.72%	42.02%	44.74%	44.00%	44.26%	44.43%	44.44%
營業利益率(%)	6.99%	10.40%	9.79%	8.13%	7.21%	7.96%	7.46%	5.12%	10.20%	10.46%	10.63%	10.24%
稅後純益率(%)	9.62%	12.12%	11.45%	9.80%	9.14%	9.92%	9.64%	9.65%	12.53%	12.25%	12.02%	11.79%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-14.86%	7.80%	6.59%	-26.90%	-9.82%	33.97%	1.47%	-15.34%	-4.19%	12.65%	19.04%	-4.98%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-43.52%	35.90%	0.70%	-49.28%	-15.95%	45.37%	-1.35%	-15.23%	24.41%	10.11%	16.80%	-6.82%

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 51.29 億元計算。

2024 年 2 月 2 日

瑞昱 ESG：

瑞昱半導體為 IC 設計公司，本身的溫室氣體排放量主要為外購電力的消耗。廠務部門已積極思考各項節能專案並評估購置綠色能源來降低電力消耗所產生的溫室氣體排放量，公司已訂下節能減量目標，未來每年度減少約 200 萬度電，佔整體用電 3.8%。瑞昱已編列預算在各項溫室氣體減量措施，如 ISO14064 導入驗證、建築屋頂建置太陽能板、節能改善專案、TCFD 氣候相關財務揭露專案等，目前已投入的預算金額達一億元新台幣以上(冰水主機汰換約 880 萬、測試機台汰舊換新約 9700 萬、太陽能板建置約 1500 萬等)。2.110 年廠務與製造單位，研究提出共 30 項節能方案措施，包含針對空調、照明、空壓等設備，以及機房及機台之汰舊換新，總計節電達 1,848,545.86 度，等同減少排放熱能共 6,654.77 GJ(十億焦耳)，換算減少碳排放共 927.97 t(公噸)CO₂。

庫存調整、終端需求放緩，2023 年營收 951.79 億元，YoY-14.86%，EPS17.84 元：

2023 年，疫情過後 PC 市場的銷售表現重回正常的換機循環，全球 PC 出貨量 YoY-15%，PC 零組件回補庫存在 3Q23 接近尾聲；TV 回補庫存在 3Q23 達到高點，但終端市場後續需求不明；網通晶片雖然維持技術升級的趨勢，但在終端需求放緩的情況下，新技術滲透率提升的速度是否能如同疫情發生時則仍需觀察，中國標案雖在 2H23 開標，但大量出貨需待 2Q24。

在 PC 市場方面，疫後 PC 需求回歸常軌，繼 2022 年出貨 YoY-16.5% 之後，2023 年 PC 出貨量 YoY-13.9%，其後市況將回到以往的 3~5 年正常換機循環，PC 零組件庫存回補在 3Q23 達到正常水位後，4Q23 又遇到需求放緩拖累 4Q23 營收表現。

在 TV 市場方面，由於庫存已降到低水位，面板價格跌破變動成本後引發庫存回補需求，DRAM 跌至近年低點，啟動 TV 廠商因應年中與年底的購物旺季庫存回補需求，受到提前準備的庫存回補需求帶動，2023 年 TV 晶片營收平穩。

網通晶片方面，網通技術持續升級，帶動 WiFi-6、2.5G Ethernet 等...新技術出貨滲透率持續提升，但在疫情過後終端需求已顯著放緩，晶片供過於求情況浮現，新技術滲透率提升速度是否會與疫情發生時的速度一致仍需觀察；中國解封後未見需求回溫，政治情勢穩定之後，2H23 電信標案已陸續開標，但標案大量出貨須待 2Q24。

受需求放緩拖累，2023 年營收 951.79 億元，YoY-14.86%。

終端需求放緩時，客戶對技術升級的需求較不迫切，也傾向於採購價格較低的產品，產品組合有轉差的疑慮，加上去化庫存提列庫存跌價損失，以及晶圓廠成本高升不易降價，毛利率低於 2022 年水準，稅後淨利 91.52 億元，YoY-43.52%，EPS17.84 元。

終端需求依舊疲弱，預估 1Q24 營收 216.39 億元，QoQ-4.19%，EPS5.29 元：

展望 1Q24，PC 整體需求持續疲弱，導致客戶拉貨放緩，中國電信標案雖已開出，但大量出貨須等到 2Q24，由於進入傳統需求淡季，預期所有的產品

2024 年 2 月 2 日

線出現小幅度的營收下滑。

終端需求疲弱，預估 1Q24 營收 216.39 億元，QoQ-4.19%。

因提列庫存呆滯損失已到尾聲，加上庫存已降至健康水位，預期後續將不再提列大額庫存呆滯損失，毛利率可望回溫，預估稅後淨利 27.12 億元，QoQ+24.41%，EPS5.29 元。

PC 出貨回溫、通訊晶片規格升級，預估 2024 年營收 1,026.04 億元，YoY+7.80%，EPS24.25 元：

展望 2024 年，PC 出貨可望小幅回溫，帶動相關晶片成長動能；TV 可望受惠夏季奧運會帶動出貨成長；網通晶片將受惠於規格升級與標案出貨，帶動營收向上。

就 PC 產業來看，預期 PC 在 2023 年出貨量 YoY-15% 之後，桌機與 NB 出貨都可望回溫，預期出貨量年增率分別為 YoY+4% 與 YoY+7%，出貨量分別來到 0.66 億台與 1.90 億台的水準，PC 相關晶片出貨可望帶動向上。

在 TV 晶片方面，預期 2024 年舉行的夏季奧運可望刺激 TV 換機潮，帶動 TV 出貨成長，憑藉公司以 AI 技術提升畫質顯示的效能，預期 TV 晶片出貨成長幅度將優於產業平均。

在網通晶片方面，預期在 PC、Router 的 WiFi-6 滲透率仍將持續提升，因 WiFi-6 晶片單價較 WiFi-5 高出 60% 以上，有利於提升 WiFi 晶片 ASP，因 WiFi-6 普及帶來的 2.5G 甚至是 5G Ethernet 升級潮更會推升消費性 Switch 以及 PC Ethernet 向上升級，此外，中國 2H23 電信標案預期在 2Q24 陸續出貨，預期在規格升級潮與電信標案出貨帶動，通訊晶片營收可望成長。

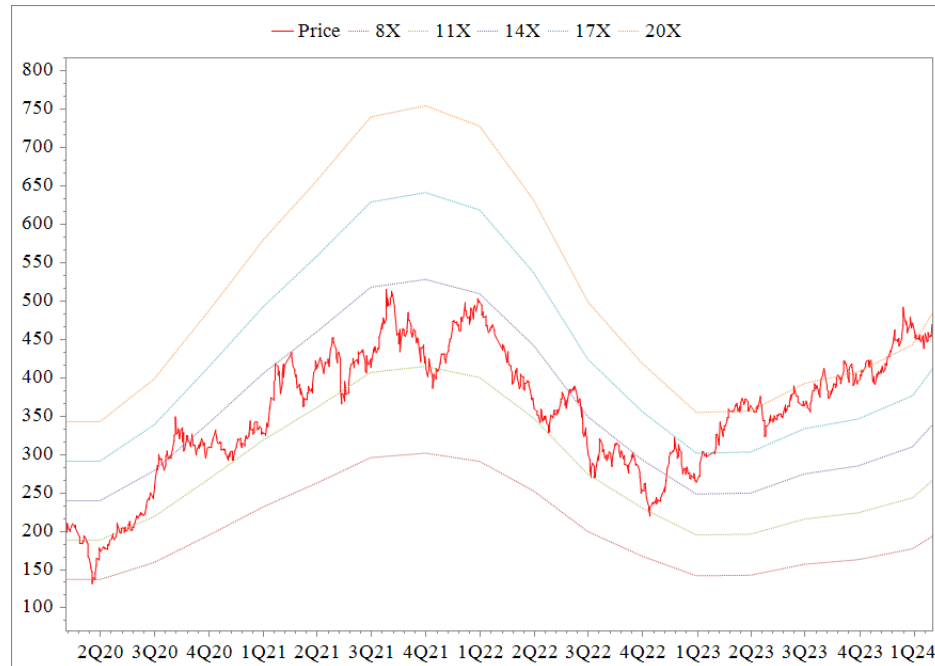
PC 出貨回溫、通訊晶片規格升級，預估 2024 年營收 1,026.04 億元，YoY+7.80%。

由於庫存已降至相對安全水位，庫存跌價損失金額將小於 2023 年，加上網通晶片規格升級有利提升產品組合，預期 2024 年毛利率優於 2023 年的水準，預估稅後淨利 124.38 億元，YoY+35.90%，EPS24.25 元。

投資建議：

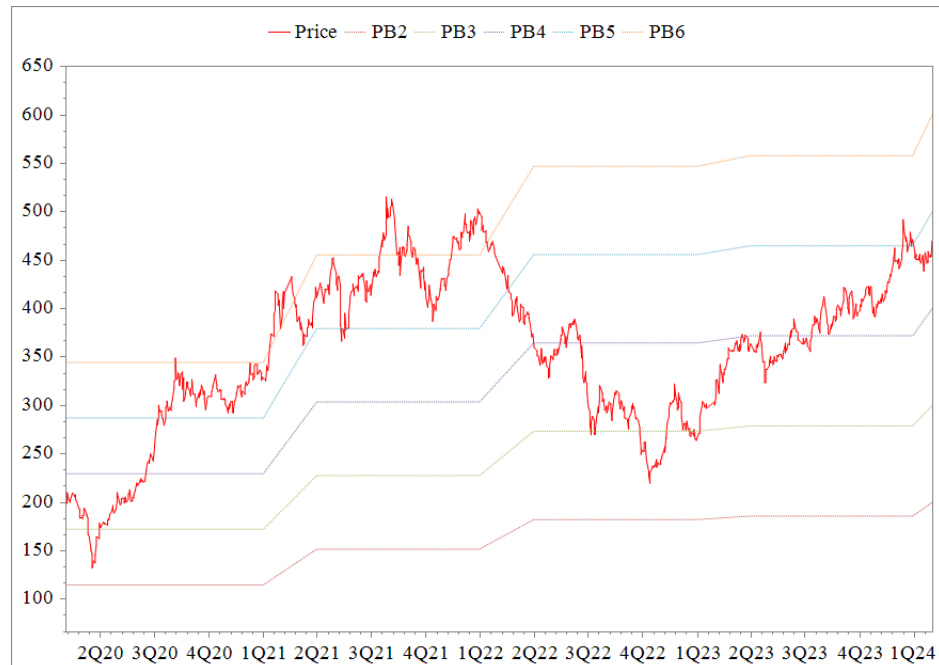
全球需求疲弱，短期訂單能見度低，預期 PC 相關晶片出貨要到 2Q24 才回溫，屆時 TV、網通晶片出貨亦同時回溫；近期已達短期營運谷底，後續營運將轉趨向上，投資評等調整為 Trading Buy。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 2 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	101,232	113,701	105,438	108,515	106,708
流動資產	86,245	95,492	92,982	91,891	75,073
現金及約當現金	7,197	13,754	10,719	11,932	9,198
應收帳款與票據	15,989	12,013	15,107	14,128	17,032
存貨	16,549	25,553	694	26,863	2,827
採權益法之投資	191	171	76	140	378
不動產、廠房設備	6,303	7,557	7,707	7,857	8,007
負債總計	62,280	66,938	57,729	57,086	51,986
流動負債	58,821	62,545	54,376	52,509	41,477
應付帳款及票據	11,443	10,496	10,381	10,286	9,620
非流動負債	3,459	4,393	3,468	4,787	11,386
權益總計	38,952	46,763	47,710	51,429	54,722
普通股股本	5,107	5,129	5,129	5,129	5,129
保留盈餘	34,511	37,893	38,840	42,559	45,853
母公司業主權益	38,943	46,753	47,699	51,418	54,712
負債及權益總計	101,232	113,701	105,438	108,515	106,708

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	18,352	19,058	3,545	16,419	19,179
稅前純益	17,575	16,922	9,542	13,232	13,325
折舊及攤銷	2,301	2,804	2,697	2,750	2,802
營運資金變動	-9,807	-5,974	21,650	-25,286	20,465
其他營運現金	8,284	5,306	-30,344	25,723	-17,414
投資活動現金	-14,033	-595	4,298	-5,463	-16,134
資本支出淨額	-2,510	-2,679	-1,500	-1,500	-1,500
長期投資變動	-9,659	5,592	-10	-10	-10
其他投資現金	-1,864	-3,508	5,808	-3,953	-14,624
籌資活動現金	-4,337	-12,838	-10,878	-9,743	-5,779
長借/公司債變動	1,017	711	-924	1,319	6,598
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-7,150	-13,847	-8,206	-8,719	-9,232
其他籌資現金	1,795	298	-1,747	-2,344	-3,146
淨現金流量	-99	6,557	-3,035	1,213	-2,734
期初現金	7,296	7,197	13,754	10,719	11,932
期末現金	7,197	13,754	10,719	11,932	9,198

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	105,504	111,790	95,179	102,604	109,361
營業成本	52,316	57,155	54,431	57,148	61,573
營業毛利淨額	53,188	54,635	40,748	45,457	47,789
營業費用	35,864	38,911	34,093	34,791	37,078
營業利益	17,325	15,724	6,655	10,666	10,711
EBITDA	19,656	18,993	9,352	13,416	13,513
業外收入及支出	250	1,198	1,686	-146	-98
稅前純益	17,575	16,922	9,542	13,232	13,325
所得稅	722	718	389	794	799
稅後純益	16,853	16,204	9,152	12,438	12,525
稅後 EPS(元)	32.86	31.59	17.84	24.25	24.42
完全稀釋 EPS**	32.86	31.59	17.84	24.25	24.42

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 51.29 【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 51.29 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	35.68%	5.96%	-14.86%	7.80%	6.59%
營業毛利淨額	59.97%	2.72%	-25.42%	11.56%	5.13%
營業利益	100.53%	-9.24%	-57.68%	60.27%	0.42%
稅後純益	91.65%	-3.85%	-43.52%	35.90%	0.70%

獲利能力分析(%)

毛利率	50.41%	48.87%	42.81%	44.30%	43.70%
EBITDA(%)	18.63%	16.99%	9.83%	13.08%	12.36%
營益率	16.42%	14.07%	6.99%	10.40%	9.79%
稅後純益率	15.97%	14.50%	9.62%	12.12%	11.45%
總資產報酬率	16.65%	14.25%	8.68%	11.46%	11.74%
股東權益報酬率	43.27%	34.65%	19.18%	24.18%	22.89%

償債能力檢視

負債比率(%)	61.52%	58.87%	54.75%	52.61%	48.72%
負債/淨值比(%)	159.89%	143.14%	121.00%	111.00%	95.00%
流動比率(%)	146.62%	152.68%	171.00%	175.00%	181.00%

其他比率分析

存貨天數	87.81	134.43	88.00	88.00	88.00
應收帳款天數	51.27	45.71	52.00	52.00	52.00

2024 年 2 月 2 日

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	29,772	21,762	19,625	26,291	26,678	22,585	21,639	24,375	29,017	27,573	25,040	26,531
營業成本	15,468	12,262	11,159	15,323	15,469	12,480	12,117	13,587	16,124	15,319	14,192	14,956
營業毛利淨額	14,304	9,500	8,466	10,968	11,210	10,105	9,521	10,788	12,893	12,254	10,848	11,575
營業費用	10,268	7,730	7,051	8,874	9,220	8,948	7,314	8,239	9,808	9,430	8,464	8,967
營業利益	4,036	1,770	1,415	2,094	1,990	1,157	2,207	2,549	3,085	2,824	2,384	2,608
業外收入及支出	354	484	454	627	680	-75	0	-50	-52	-44	0	-37
稅前純益	4,390	2,254	1,869	2,721	2,670	2,282	2,885	3,177	3,711	3,458	3,062	3,249
所得稅	183	120	76	114	98	102	173	191	223	207	184	195
稅後純益	4,207	2,134	1,793	2,607	2,572	2,180	2,712	2,987	3,488	3,250	2,878	3,054
最新股本	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129
稅後EPS(元)	8.20	4.16	3.50	5.08	5.01	4.25	5.29	5.82	6.80	6.34	5.61	5.95

獲利能力(%)

毛利率(%)	48.04%	43.65%	43.14%	41.72%	42.02%	44.74%	44.00%	44.26%	44.43%	44.44%	43.32%	43.63%
營業利益率(%)	13.56%	8.13%	7.21%	7.96%	7.46%	5.12%	10.20%	10.46%	10.63%	10.24%	9.52%	9.83%
稅後純益率(%)	14.13%	9.80%	9.14%	9.92%	9.64%	9.65%	12.53%	12.25%	12.02%	11.79%	11.49%	11.51%

QoQ(%)

營業收入淨額	-2.38%	-26.90%	-9.82%	33.97%	1.47%	-15.34%	-4.19%	12.65%	19.04%	-4.98%	-9.19%	5.95%
營業利益	-12.57%	-56.14%	-20.09%	48.04%	-4.98%	-41.86%	90.83%	15.49%	21.00%	-8.45%	-15.58%	9.38%
稅前純益	-9.93%	-48.66%	-17.09%	45.58%	-1.88%	-14.51%	26.43%	10.11%	16.80%	-6.82%	-11.45%	6.11%
稅後純益	-10.05%	-49.28%	-15.95%	45.37%	-1.35%	-15.23%	24.41%	10.11%	16.80%	-6.82%	-11.45%	6.11%

YoY(%)

營業收入淨額	2.82%	-20.49%	-34.05%	-13.80%	-10.39%	3.78%	10.26%	-7.29%	8.77%	22.09%	15.72%	8.84%
營業利益	-24.61%	-62.16%	-73.32%	-54.64%	-50.70%	-34.66%	56.06%	21.75%	55.04%	144.15%	8.00%	2.28%
稅前純益	-13.78%	-53.18%	-65.41%	-44.18%	-39.19%	1.24%	54.39%	16.77%	39.01%	51.52%	6.12%	2.26%
稅後純益	-13.93%	-53.67%	-65.42%	-44.26%	-38.87%	2.18%	51.24%	14.56%	35.63%	49.09%	6.12%	2.26%

註1：稅後EPS以股本51.29億元計算

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 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	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。個股投資評等分為三個等級，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」及「買進」均有 upside 目標價。兩者差別僅在於，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「買進」及「強力買進」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。