

瑞昱 (2379 TT) Realtek

總體環境不確定性增高 然 2024 年重返成長趨勢不變

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$650.0

收盤價 (2024/04/19) : NT\$552.0

隱含漲幅 : 17.8%

營收組成 (1Q24)

PC 33%、Non-PC 67%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	650.0	650.0
2024年營收 (NT\$/十億)	115.2	113.7
2024年EPS	28.6	28.0

交易資料表

市值	NT\$283,120百萬元
外資持股比例	48.5%
董監持股比例	6.2%
調整後每股淨值(2023A)	NT\$96.73
負債比	55.0%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	111,790	95,179	115,232	134,120
營業利益	15,724	6,655	13,052	16,215
稅後純益	16,204	9,153	14,699	17,839
EPS (元)	31.58	17.83	28.64	34.76
EPS YoY (%)	-3.9	-43.5	60.6	21.4
本益比 (倍)	17.5	31.0	19.3	15.9
股價淨值比 (倍)	6.1	6.7	5.7	5.1
ROE (%)	37.8	21.7	29.6	32.0
現金殖利率 (%)	4.9%	2.6%	4.2%	5.0%
現金股利 (元)	27.00	14.27	22.91	27.81

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

◆ 1Q24 EPS 6.1 元，毛利率季增 6 個百分點，優於預期。2Q24 受大環境影響而能見度有限，然來自車用、PC 需求動能持續，展望正向。

◆ 2024 年庫存淡化、標案市場恢復、規格升級推升營運重返成長軌跡。

◆ 維持買進、以 20 倍本益比、2H24~1H25 EPS 為基礎/目標價 650 元，持續看好短期營運轉機、網通規格升級/ARM Neoverse 對長線效益。

1Q24 EPS 6.1 元，其中毛利率 50.8%，優於預期

1Q24 營收季增 14%、年增 31%，主要受惠客戶庫存回補、急單效應。毛利率季增 6 個百分點達 50.8%，排除上季存貨跌損 2 個百分點影響外，主要差異來自庫存損失迴轉利益。費用季增 15%及費用率季增 0.5 個百分點達 40%，主因為佈局 AI Server 相關 RD 投入，EPS 6.1 元/季增 44%，略低於元大預期 5%/優於市場預期 2 成，最大差異在於營收、毛利率表現優於預期，然費用居高不下，使得整體獲利約略符合我們預期。1Q24 庫存天數(DOI)季減 24 天達 80 天，主因為營收大幅季增及庫存水位下降，公司跟供應鏈庫存水位皆恢復至正常水準，未來 2 季估計仍有存貨迴轉利益。

2Q24 營運動能延續，展望正向

展望 2Q24 半導體產業仍受總經、地緣政治影響而能見度有限，然供應鏈庫存回到健康水位，支撐客戶恢復拉貨動能，預期 2Q24 營收動能延續、毛利率受惠庫存迴轉利益挹注而維持高檔，因此我們最新預估 2Q24 營收 QoQ、YoY 分別成長 9%、6%，毛利率估計持平，推估 EPS 7.11 元，較上次報告上修 23%。毛利率除了庫存跌價迴轉利益外，來自晶圓廠代工成本有降價空間，在規格升級帶動內容價值提升，可望優於疫情前 42~44%區間上緣水準。

2024 年庫存回補、新應用、規格升級推升營運強勁復甦

展望 2024 年景氣復甦、網通規格/基建升級、新應用領域擴展為主要動能，包括 WiFi 6/6E/7 世代交替、2.5G/5G 乙太網路、10G PON、管理型 Switch 等，同時受惠庫存回補，看好各地電信基建升溫，帶動 2.5G 乙太網交換器市佔率提升，中長期亦看好 Multi Giga 需求。WiFi 7 預計 2H24 放量，鎖定高階 PC/router 為主，估計市場滲透率約 5%，但取代 WiFi 6 需要 1~2 年時間。車用乙太網 1Q24 成長主要來自庫存回補，然 2024 後續應用面持續擴大，訂單能見度相對高，將優於公司平均成長。本中心預估 2024/25F EPS 28.64/34.76 元，市場看好公司 ARM Neoverse 平台長線題材。藉由此平台將提供客戶低功耗及高效能的客製化晶片，可望帶進 AI Server 或高階應用之商機，具想像空間。

營運分析

1Q24 毛利率優於預期，主要差異為庫存迴轉利益，然費用率高使獲利略低於預期

1Q24 營收季增 14%、年增 31%，主要受惠客戶庫存回補、急單效應。毛利率季增 6.1 個百分點達 50.8%，優於本中心/市場預期 3.8/6.5 個百分點，排除上季存貨跌損 2 個百分點影響外，主要差異來自庫存損失迴轉利益。費用季增 15%及費用率季增 0.5 個百分點達 40%，主因為佈局 AI Server 相關 RD 投入。營業利益季增 137%/年增 94%，低於本中心預期 7%/優於市場預期 28%。EPS 6.1 元，季增 44%/年增 75%，略低於本中心預期 5%/優於市場預期 18%，最大差異在於營收、毛利率表現優於預期，然費用居高不下，使得整體獲利約略符合我們預期。1Q24 庫存天數(DOI)季減 24 天達 80 天，主因為營收大幅季增及庫存水位下降，公司跟供應鏈庫存水位皆恢復至正常水準，未來 2 季估計仍有存貨迴轉利益。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	19,625	22,585	25,623	13.5%	30.6%	24,339	23,555	5.3%	8.8%
營業毛利	8,466	10,105	13,024	28.9%	53.9%	11,454	10,442	13.7%	24.7%
營業利益	1,415	1,157	2,743	137.2%	93.9%	2,954	2140	-7.1%	28.2%
稅前利益	1,869	2,285	3,336	46.0%	78.5%	3,444	2,609	-3.1%	27.9%
稅後淨利	1,793	2,180	3,130	43.6%	74.6%	3,305	2577	-5.3%	21.5%
調整後 EPS (元)	3.49	4.25	6.10	43.6%	74.6%	6.44	5.17	-5.3%	18.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	43.1%	44.7%	50.8%	6.1	7.7	47.1%	44.3%	3.8	6.5
營業利益率	7.2%	5.1%	10.7%	5.6	3.5	12.1%	9.1%	-1.4	1.6
稅後純益率	9.1%	9.7%	12.2%	2.6	3.1	13.6%	10.9%	-1.4	1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2Q24 急單動能延續，展望正向

展望 2Q24 半導體產業，仍受總經、地緣政治影響而能見度有限，應用當中僅車用之能見度較佳，然整體供應鏈庫存回到健康水位，支撐客戶恢復拉貨動能，因此預期各應用之庫存回補及急單對 2Q24 營收動能將延續，而毛利率受惠庫存迴轉利益挹注而維持高檔，公司預估能持續兩個季度以上的迴轉利益，因此我們最新預估 2Q24 營收 QoQ、YoY 分別成長 9%、6%，毛利率估計持平，推估 EPS 7.11 元，較上次報告上修 23%。毛利率除了庫存跌價迴轉利益外，來自晶圓廠代工成本有降價空間，在規格升級帶動內容價值提升，可望優於疫情前 42~44%區間上緣水準。

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	26,291	25,623	27,961	9.1%	6.4%	27,409	26,092	2.0%	7.2%
營業毛利	10,968	13,024	14,013	7.6%	27.8%	12,907	11,630	8.6%	20.5%
營業利益	2,094	2,743	3,213	17.1%	53.4%	2,607	2,611	23.3%	23.0%
稅前利益	2,721	3,336	3,803	14.0%	39.8%	3,097	3,085	22.8%	23.3%
稅後淨利	2,607	3,130	3,648	16.5%	39.9%	2,973	2998	22.7%	21.7%
調整後 EPS (元)	5.08	6.10	7.11	16.5%	39.9%	5.79	5.95	22.7%	19.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	41.7%	50.8%	50.1%	-0.7	8.4	47.1%	44.6%	3.0	5.5
營業利益率	8.0%	10.7%	11.5%	0.8	3.5	9.5%	10.0%	2.0	1.5
稅後純益率	9.9%	12.2%	13.0%	0.8	3.1	10.8%	11.5%	2.2	1.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2024 年庫存回補、新應用、規格升級推升營運強勁復甦

展望 2024 年，本中心預估瑞昱將持續受惠景氣復甦、網通規格/基建升級、新應用領域擴展為主要動能，包括 WiFi 6/6E/7 世代交替、2.5G/5G 乙太網路、10G PON、管理型 Switch 等，其中 2.5G 乙太網路自 1Q24 以來主受惠於庫存回補需求出貨昌旺，預估 2024 持續強勁。同時各地電信基建逐漸升溫，帶動交換器需求持續提升，預估 2024 年瑞昱 2.5G 乙太網交換器市佔率將有所提升，中長期亦看好 10G PON 與 WiFi 7 帶動 Multi Giga 需求。WiFi 之需求自農曆年後開始回溫，尤其以消費性與 IoT 應用尤為明顯，預估今年推出之 PC 產品將有 8-9 成配備 WiFi 6/6E，router 則為 7 成。WiFi 7 預計 2H24 放量，鎖定高階 PC/router 為主，估計市場滲透率約 5%，但取代 WiFi 6 需要 1~2 年時間。TV 控制晶片因面板價格持續走揚，帶動控制晶片出貨強勁，然公司仍預估全年成長持平。車用乙太網 1Q24 成長主要來自庫存回補，然 2024 後續應用面持續擴大，訂單能見度相對高，將優於公司平均成長。市場看好公司 ARM Neoverse 平台長線題材。藉由此平台將提供客戶低功耗及高效能的客製化晶片，可望帶進 AI Server 或高階應用之商機，具想像空間。

科技發展帶動連網要求日益提升，WiFi 規格持續推進

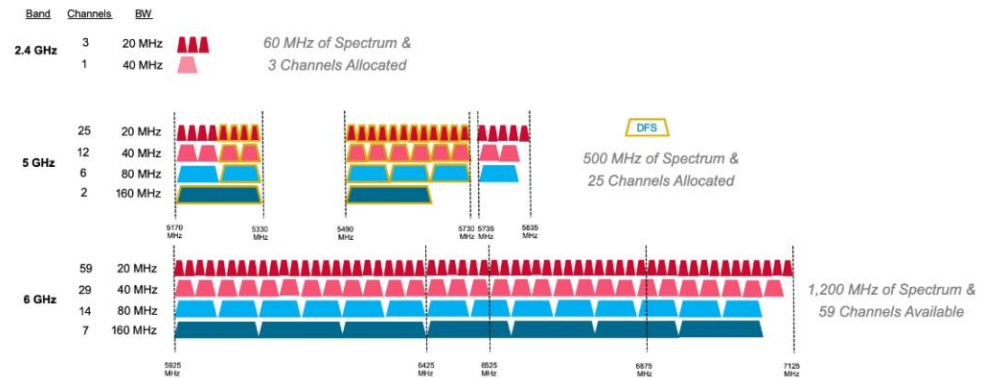
隨遠端作業、遠距會議與線上課程等需求逐年擴大，個人與企業對於連網要求亦日益提高，過往 Wi-Fi 5 最高僅能提供 3.5 Gbps 已無法負荷龐大的網路頻寬需求，新規格 WiFi 6/6E 從三方面提升傳輸速度：(1) 增加頻段；(2) 增加可傳輸量；(3) 改善傳輸效率。其中在增加頻段方面，相較於 WiFi 5 聚焦 5GHz 頻段，WiFi 6 同時支援 2.4GHz 及 5GHz，主因 5GHz (DFS 頻段) 為軍用、氣象雷達重點使用頻段，故 5GHz 為使用頻率極高的頻段，WiFi 6 支援 2.4GHz 後，且當偵測到軍事或氣象訊號在傳輸時，產品訊號便可以自動切換頻段以避免干擾，而升級版的 WiFi 6E 加入 6GHz 頻段，即新增 14 個 80MHz 或 7 個 160MHz 的頻譜資源，相較於 5GHz 僅有 6 個 80MHz 或 2 個 160MHz 來說，可使用的頻譜資源大幅增加，表示可用來傳輸資料的通道有明顯增加。而 2024 年將推出的 WiFi 7 將以更具效率的傳輸方式進一步提高速度，除維持 2.4/5/6 GHz 頻段、4K-QAM、16 x 16 MU-MIMO 等規格外，更加入 Multi-Link Operation (MLO) 功能，過去在連線時僅可選擇一個頻段，但在 MLO 的功能之下，可以視連線狀況自動在各個頻段間切換，也可以使用不同頻段上傳及下載資料，使 WiFi 7 傳輸具有更低的延遲。

圖 3：Wi-Fi 規格演進表

	WiFi 4	WiFi 5	WiFi 6	WiFi 6E	WiFi 7
發布日期	2009	2014	2019	2021	2024
使用頻段	2.4/5 GHz	5 GHz	2.4/5 GHz	2.4/5/6 GHz	2.4/5/6 GHz
使用頻寬	20 MHz 40 MHz	20 MHz 40 MHz 80 MHz 160 MHz	20 MHz 40 MHz 80 MHz 160 MHz	20 MHz 40 MHz 80 MHz 160 MHz	320 MHz
最高調變	64-QAM	256-QAM	1024-QAM	4K-QAM	4K-QAM
最大空間流	4 x 4 MIMO	8 x 8 MIMO	8 x 8 MU-MIMO	8 x 8 MU-MIMO	16 x 16 MU-MIMO
MU-MIMO	--	僅下行 最多 4 用戶	支援上行/下行 最多 8 用戶	支援上行/下行 最多 8 用戶	支援上行/下行 最多 16 用戶
最高理論速率	150 Mbps (40MHz 1 串流) 600 Mbps (40MHz 4 串流)	433 Mbps (80MHz 1 串流) 6933.3 Mbps (160MHz 8 串流)	600.4 Mbps (80MHz 1 串流) 9607.8 Mbps (160MHz 8 串流)	10.8 Gbps	30 Gbps
傳輸分類	OFDM	OFDM	OFDMA	OFDMA	OFDMA

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 4：WiFi 6E 加入 6GHz 頻段，頻譜資源大幅增加

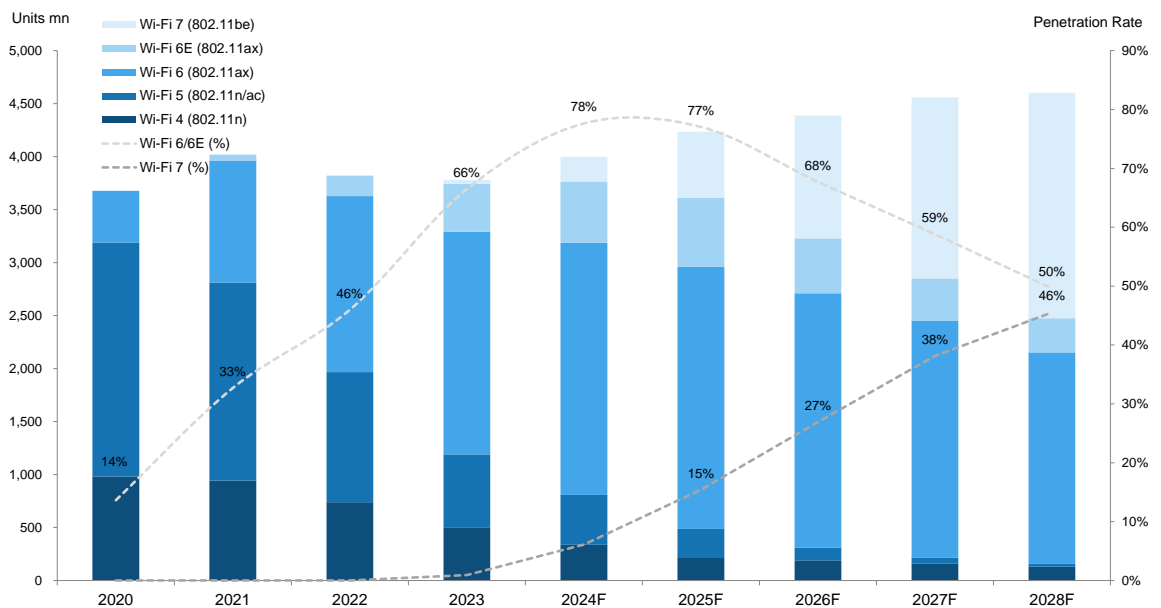


資料來源：Broadcom、元大投顧預估

WiFi 6/6E 滲透率持續提升，2024 年 WiFi 7 正式出貨

瑞昱預估 2024 WiFi 6/6E 應用於 PC、Router 滲透率將達可達 80-90%、70%以上，根據 IDC 預估數據，WiFi6/6E 滲透率將持續增加至 2025 年約 8 成，而 WiFi 7 則將在 2024 年接棒出貨量快速成長，預估 2024/25 年滲透率約落在 6%/15%，整體而言，未來 WiFi 4/5/6/7 仍會持續共存一段時日。瑞昱目前 WiFi 6 佔整體 WiFi 營收約 4 成，並預估 WiFi 7 產品在 2H24 正式出貨，公司表示第一波將鎖定 PC、路由器、寬頻、10G PON 等市場。

圖 5：各世代 WiFi 規格滲透概況

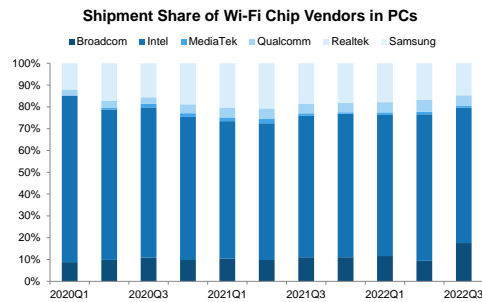


資料來源：IDC、元大投顧預估

瑞昱 PC WiFi 市占率約 15-20%，預估 2024 年 PC 出貨量年持平

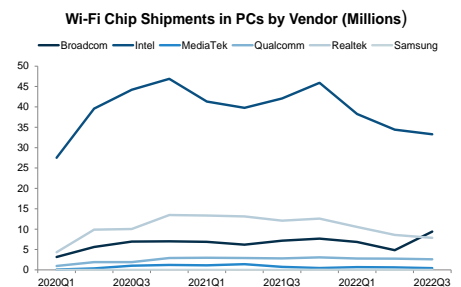
根據 IDC 數據，2020-2022 年 Intel / 博通/ 瑞昱 /高通 PC WiFi 晶片市佔率約落在 65-70% / 15-20% / 10-15% / 0-5%。瑞昱法說會指出，目前 PC 業者對 2024 年展望仍屬保守，綜合考量預估 2024 年 PC 出貨將維持年持平看法，但 WiFi 6 晶片滲透率有望達到 8 成以上。

圖 6：PC WiFi 晶片出貨市佔概況



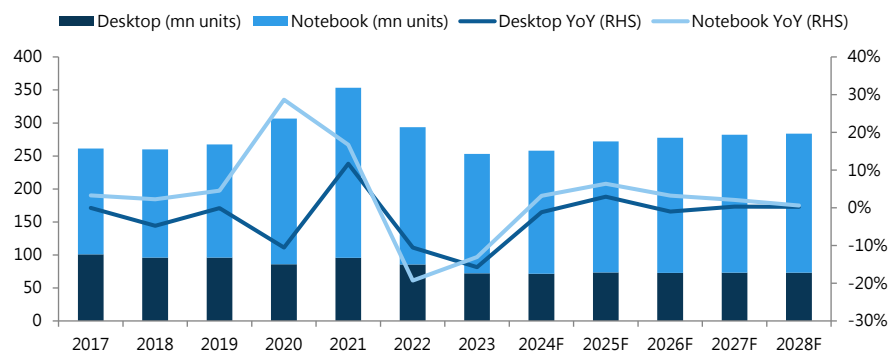
資料來源：IDC、元大投顧

圖 7：PC WiFi 晶片出貨概況



資料來源：IDC、元大投顧

圖 8：全球 PC 出貨量趨勢預估



資料來源：IDC、元大投顧預估

獲利調整與股票評價

維持買進，目標本益比 20 倍

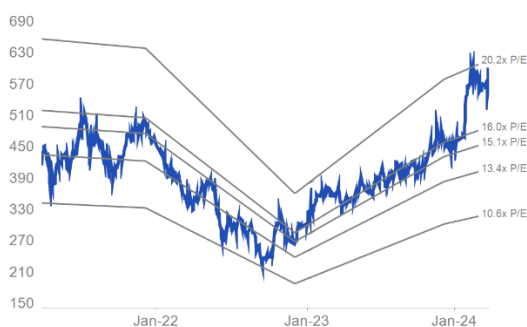
元大最新預估 2024/25 年 EPS 分別為 28.64/34.76 元，整體獲利調整不大，雖然微幅上修 2024/2025 年營收、毛利率假設基礎，但亦調高年度費用 7%。係因短期營收動能受到庫存回補、急單效應優於預期，毛利率在排除上季減損約 2 個百分點，仍優於我們預期 2~3 個百分點，主要差異來自存貨回沖利益挹注，除此之外，亦隱含晶圓成本有降價空間、產品結構好轉等。然費用明顯墊高，主因公司佈局 AI Server、新產品規格所需 RD 投入。展望 2024 年，預估 PC/網通相關營收將年成長約 5-10% / 2-3 成。公司目前股價相當於 2024/25 年本益比 20/16 倍，落於近年歷史區間 10-20 倍中上緣，低於國外同業平均 22 倍，國內同業平均 47 倍，重申買進評等，維持 20 倍本益比，2H24~1H25 EPS，推估目標價 650 元，基於正面看待營運轉機、重回成長，中長線網通規格題升、WiFi 7 世代交替及 Neoverse 效益，股價有表現機會。

圖 9：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	115,232	113,695	134,120	131,673	1.4%	1.9%
營業毛利	56,633	53,695	63,515	60,953	5.5%	4.2%
營業利益	13,052	12,998	16,215	16,953	0.4%	-4.4%
稅前利益	15,415	14,958	18,695	18,633	3.1%	0.3%
稅後淨利	14,699	14,357	17,839	17,876	2.4%	-0.2%
調整後 EPS (元)	28.64	27.98	34.76	34.83	2.4%	-0.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	49.2%	47.2%	47.4%	46.3%	1.9	1.1
營業利益率	11.3%	11.4%	12.1%	12.9%	-0.1	-0.8
稅後純益率	12.8%	12.6%	13.3%	13.6%	0.1	-0.3

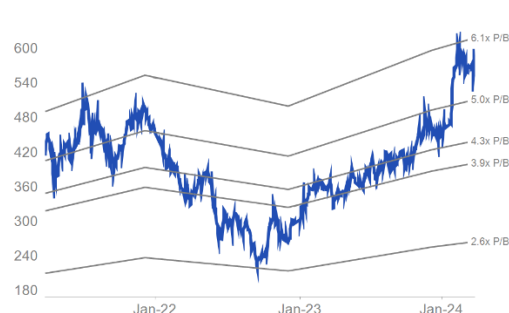
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 12：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
瑞昱	2379 TT	買進	552.0	8,579	17.83	28.64	34.76	31.0	19.3	15.9	(43.5)	60.6	21.4
國外													
Broadcom	AVGO US	未評等	1259.0	571,366	41.9	46.6	55.7	30.0	27.0	22.6	52.8	11.1	19.5
Qualcomm	QCOM US	未評等	161.4	170,734	8.3	9.4	10.6	19.4	17.2	15.3	(28.2)	12.7	12.6
國外平均					25.1	28.0	33.1	24.7	22.1	19.0	12.3	11.9	16.1
國內													
聯發科	2454 TT	買進	993.0	46,997	48.5	57.7	72.3	20.5	17.2	13.7	(35.0)	18.9	25.3
立積	4968 TT	未評等	169.0	496	(2.1)	2.2	5.9	(2.5)	76.5	28.5	--	--	168.1
國內平均					23.2	29.9	39.1	9.0	46.9	21.1	(35.0)	18.9	96.7

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 13：季度及年度簡明損益表 (合併)

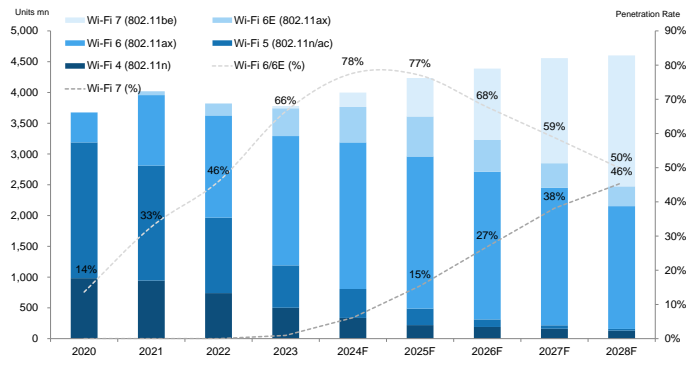
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	19,625	26,291	26,678	22,585	25,623	27,961	30,684	30,964	95,179	115,232
銷貨成本	(11,159)	(15,323)	(15,469)	(12,480)	(12,599)	(13,948)	(15,939)	(16,114)	(54,431)	(58,600)
營業毛利	8,466	10,968	11,210	10,105	13,024	14,013	14,745	14,851	40,748	56,633
營業費用	(7,051)	(8,874)	(9,220)	(8,948)	(10,281)	(10,800)	(11,000)	(11,500)	(34,093)	(43,581)
營業利益	1,415	2,094	1,990	1,157	2,743	3,213	3,745	3,351	6,655	13,052
業外利益	454	627	680	1,128	593	590	590	590	2,890	2,363
稅前純益	1,869	2,721	2,670	2,285	3,336	3,803	4,335	3,941	9,545	15,415
所得稅費用	(76)	(114)	(98)	(105)	(206)	(155)	(175)	(180)	(392)	(716)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	1,793	2,607	2,572	2,180	3,130	3,648	4,160	3,761	9,153	14,699
調整後每股盈餘(NT\$)	3.49	5.08	5.01	4.25	6.10	7.11	8.11	7.33	17.83	28.64
調整後加權平均股數(百萬股)	513	513	513	513	513	513	513	513	513	513
重要比率										
營業毛利率	43.1%	41.7%	42.0%	44.7%	50.8%	50.1%	48.1%	48.0%	42.8%	49.2%
營業利益率	7.2%	8.0%	7.5%	5.1%	10.7%	11.5%	12.2%	10.8%	7.0%	11.3%
稅前純益率	9.5%	10.4%	10.0%	10.1%	13.0%	13.6%	14.1%	12.7%	10.0%	13.4%
稅後純益率	9.1%	9.9%	9.6%	9.7%	12.2%	13.1%	13.6%	12.1%	9.6%	12.8%
有效所得稅率	4.0%	4.2%	3.7%	4.6%	6.2%	4.1%	4.0%	4.6%	4.1%	4.6%
季增率(%)										
營業收入	-9.8%	34.0%	1.5%	-15.3%	13.5%	9.1%	9.7%	0.9%		
營業利益	-20.1%	48.0%	-5.0%	-41.9%	137.2%	17.1%	16.6%	-10.5%		
稅後純益	-15.9%	45.4%	-1.4%	-15.2%	43.5%	16.5%	14.0%	-9.6%		
調整後每股盈餘	-16.0%	45.4%	-1.3%	-15.2%	43.6%	16.5%	14.0%	-9.6%		
年增率(%)										
營業收入	-34.0%	-13.8%	-10.4%	3.8%	30.6%	6.4%	15.0%	37.1%	-14.9%	21.1%
營業利益	-73.3%	-54.6%	-50.7%	-34.7%	93.9%	53.4%	88.2%	189.7%	-57.7%	96.1%
稅後純益	-65.4%	-44.3%	-38.9%	2.2%	74.5%	39.9%	61.7%	72.5%	-43.5%	60.6%
調整後每股盈餘	-65.4%	-44.3%	-38.9%	2.2%	74.6%	39.9%	61.7%	72.5%	-43.5%	60.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標"A"為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

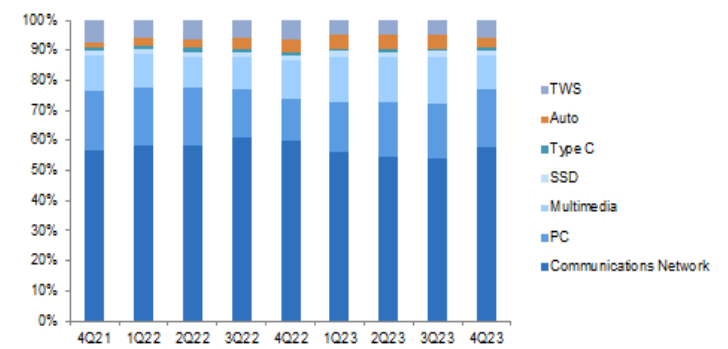
瑞昱半導體成立於 1987 年 10 月，主要專注於網通相關晶片之開發設計，目前為台灣前三大 IC 設計公司。主要產品為網通晶片產品 (WiFi、乙太網、Switch、藍牙) 約占營收 60~70%，其他產品線包含 PC 週邊相關 (Audio Codec、IPCam、讀卡機、SSD 控制、USB Type-C) 及多媒體應用 (TV SOC、LCD 控制) 等晶片產品。

圖 14：各世代 WiFi 規格滲透概況



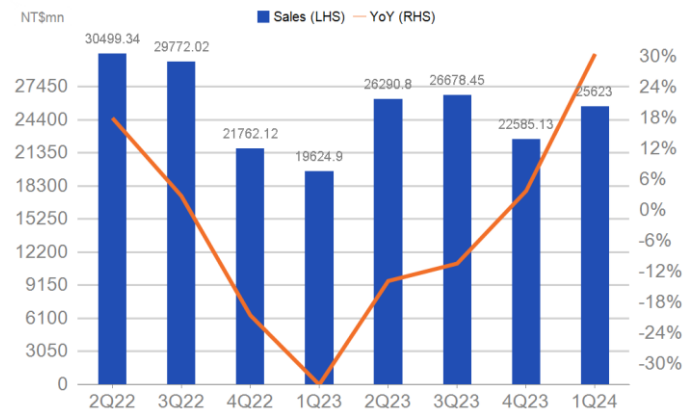
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：營收組成



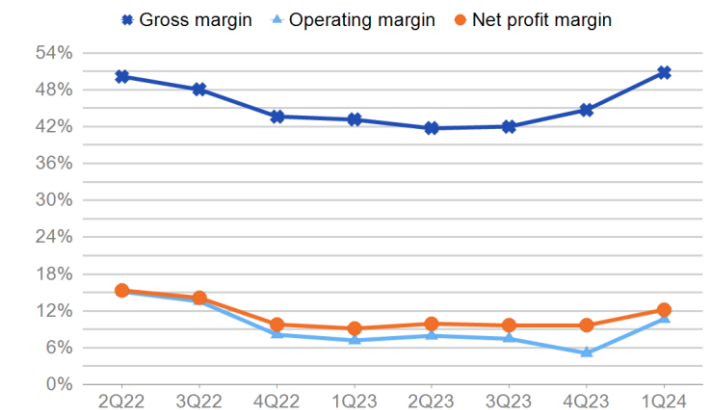
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



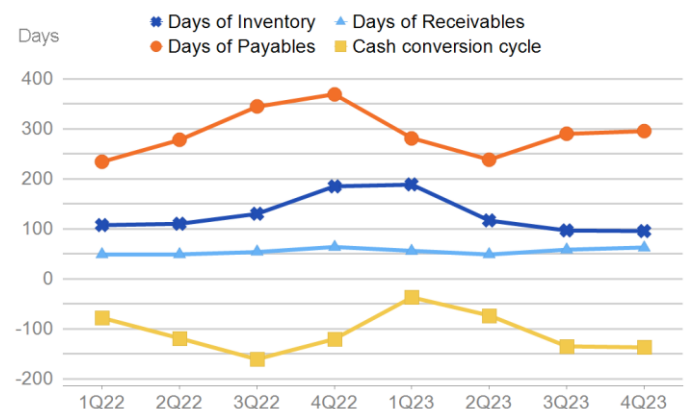
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



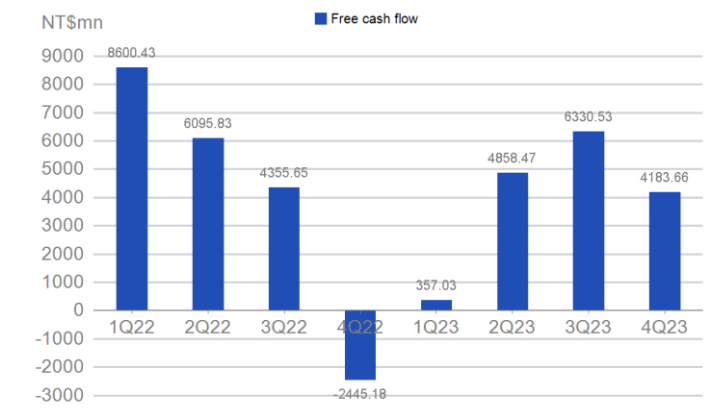
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：** 瑞昱整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名於略微領先的位置，且在半導體設計與製造行業中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 瑞昱的整體曝險屬於低等水準，相當於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含產品管理、商業道德及人力資本等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 瑞昱在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。瑞昱於 ESG 的報告狀態極佳，其董事會具監督 ESG 相關議題的職責，且瑞昱有強大的政策管理環境相關議題。然而，瑞昱的供應鏈標準尚未成立，且舉報者計畫仍較薄弱。

圖 20：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	21.9
在 ESG 議題上的曝險 (A)	32.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	34.9
風險評級	中 
同業排行(1~100，1 為最佳)	18

資料來源：Sustainalytics (2024/4/21)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

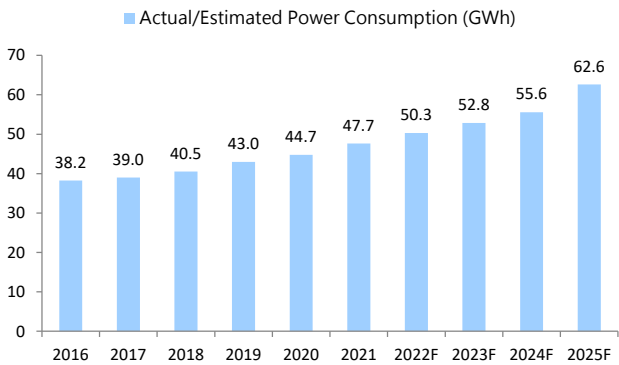
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

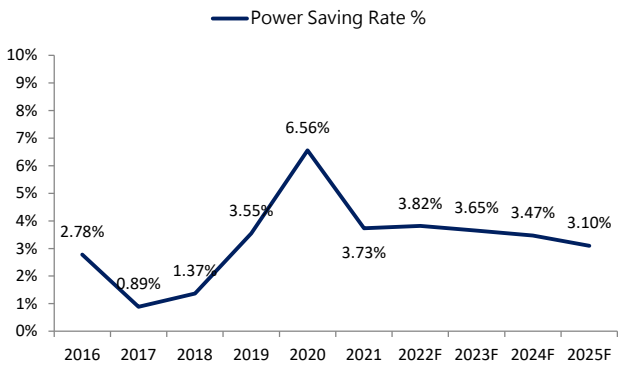
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 21：歷年用電量及未來用電量預估 (百萬度)



資料來源：公司資料、Reuters

圖 22：節電比例 (節電度數/(總用電度數+節電度數)*100%)



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	7,197	13,754	10,268	16,245	14,052
存貨	16,549	25,553	11,757	13,931	13,150
應收帳款及票據	15,989	12,013	12,757	15,656	17,414
其他流動資產	46,510	44,172	34,505	38,686	42,657
流動資產	86,245	95,492	69,288	84,518	87,273
採用權益法之投資	191	171	132	1,577	3,022
固定資產	6,303	7,557	8,754	9,755	10,685
無形資產	2,232	2,413	2,625	1,875	1,225
其他非流動資產	6,261	8,068	13,017	8,086	3,007
非流動資產	14,987	18,209	24,528	21,292	17,938
資產總額	101,232	113,701	93,815	105,810	105,211
應付帳款及票據	11,443	10,496	7,273	11,993	5,417
短期借款	13,342	13,738	4,250	4,250	4,250
什項負債	34,036	38,310	34,723	34,723	34,723
流動負債	58,821	62,545	46,246	50,965	44,389
長期借款	1,003	1,713	2,227	2,227	2,227
其他負債及準備	2,456	2,680	3,104	3,104	3,104
長期負債	3,459	4,393	5,331	5,331	5,331
負債總額	62,280	66,938	51,577	56,297	49,721
股本	5,107	5,129	5,129	5,129	5,129
資本公積	1,101	1,045	542	542	542
保留盈餘	34,511	37,893	33,728	41,110	47,197
什項權益	(1,776)	2,686	2,830	2,724	2,613
歸屬母公司之權益	38,943	46,753	42,228	49,504	55,481
非控制權益	10	10	10	10	10
股東權益總額	38,952	46,763	42,238	49,513	55,491

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	16,853	16,204	9,153	14,699	17,839
折舊及攤提	2,301	2,804	3,025	2,058	1,958
本期營運資金變動	(9,400)	(6,365)	9,828	(354)	(7,553)
其他營業資產及負債變動	8,598	6,415	(4,109)	(4,180)	(3,971)
營運活動之現金流量	18,352	19,058	17,896	12,223	8,273
資本支出	(2,510)	(2,451)	(2,167)	(2,309)	(2,238)
本期長期投資變動	35	(21)	(1,445)	(1,445)	(1,445)
其他資產變動	(11,557)	2,106	4,696	4,931	5,079
投資活動之現金流量	(14,033)	(366)	1,084	1,177	1,396
股本變動	0	22	0	0	0
本期負債變動	2,903	1,107	(8,977)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(7,150)	(13,847)	(13,847)	(7,317)	(11,752)
其他調整數	(90)	(120)	(115)	(106)	(110)
融資活動之現金流量	(4,337)	(12,838)	(22,939)	(7,423)	(11,862)
匯率影響數	(81)	703	472	0	0
本期產生現金流量	(99)	6,557	(3,486)	5,977	(2,193)
自由現金流量	15,842	16,607	15,730	9,914	6,035

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	105,504	111,790	95,179	115,232	134,120
銷貨成本	(52,316)	(57,155)	(54,431)	(58,600)	(70,604)
營業毛利	53,188	54,635	40,748	56,633	63,515
營業費用	(35,864)	(38,911)	(34,093)	(43,581)	(47,300)
推銷費用	(4,477)	(4,725)	(3,865)	(5,292)	(5,743)
研究費用	(27,950)	(30,082)	(26,434)	(33,692)	(36,567)
管理費用	(3,433)	(4,138)	(3,769)	(4,635)	(5,030)
其他費用	(3)	33	(25)	37	41
營業利益	17,325	15,724	6,655	13,052	16,215
利息收入	326	951	2,582	2,030	2,000
利息費用	(107)	(218)	(214)	(240)	(240)
利息收入淨額	220	733	2,367	1,790	1,760
投資利益(損失)淨額	(12)	(21)	292	400	400
匯兌損益	(109)	304	36	0	0
其他業外收入(支出)淨額	152	182	194	173	320
稅前純益	17,575	16,922	9,545	15,415	18,695
所得稅費用	(722)	(718)	(392)	(716)	(856)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	16,853	16,204	9,153	14,699	17,839
稅前息前折舊攤銷前淨利	19,982	19,944	3,630	10,993	14,257
調整後每股盈餘 (NT\$)	32.84	31.58	17.83	28.64	34.76

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	35.7	6.0	(14.9)	21.1	16.4
營業利益	100.5	(9.2)	(57.7)	96.1	24.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	73.9	(0.2)	(81.8)	202.8	29.7
稅後純益	91.7	(3.8)	(43.5)	60.6	21.4
調整後每股盈餘	90.6	(3.9)	(43.5)	60.6	21.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	50.4	48.9	42.8	49.2	47.4
營業利益率	16.4	14.1	7.0	11.3	12.1
稅前息前淨利率	16.6	14.9	7.0	11.3	12.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	18.9	17.8	3.8	9.5	10.6
稅前純益率	16.7	15.1	10.0	13.4	13.9
稅後純益率	16.0	14.5	9.6	12.8	13.3
資產報酬率	18.8	15.1	9.8	13.9	17.0
股東權益報酬率	49.3	37.8	21.7	29.7	32.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	159.9	143.1	122.1	113.7	89.6
淨負債權益比(%)	18.4	3.6	(9.0)	(19.7)	(13.7)
利息保障倍數 (倍)	165.8	78.7	45.5	65.2	78.9
流動比率 (%)	146.6	152.7	149.8	165.8	196.6
速動比率 (%)	117.4	111.0	124.4	138.5	167.0
淨負債 (NT\$百萬元)	7,148	1,697	(3,791)	(9,768)	(7,575)
調整後每股淨值 (NT\$)	76.25	91.15	82.34	96.52	108.18
評價指標 (倍)					
本益比	16.8	17.5	31.0	19.3	15.9
股價自由現金流量比	17.9	17.1	18.0	28.6	46.9
股價淨值比	7.2	6.1	6.7	5.7	5.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	14.2	14.2	78.0	25.8	19.9
股價營收比	2.7	2.5	3.0	2.5	2.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

瑞昱 (2379 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210506	499.00	580.00	487.64	買進	陳娟娟
2	20210727	567.00	670.00	563.31	買進	陳娟娟
3	20211101	499.00	600.00	517.73	買進	陳娟娟
4	20220422	395.00	520.00	448.70	買進	陳娟娟
5	20220729	354.00	375.00	323.58	持有-超越同業	陳娟娟
6	20220930	266.00	280.00	263.03	持有-超越同業	陳娟娟
7	20221031	255.50	260.00	244.24	持有-超越同業	陳娟娟
8	20230203	348.00	350.00	328.79	持有-超越同業	陳娟娟
9	20230424	367.00	430.00	403.94	買進	陳娟娟
10	20230807	428.00	500.00	469.70	買進	陳娟娟
11	20231005	410.00	500.00	500.00	買進	陳娟娟
12	20231023	423.00	500.00	500.00	買進	陳娟娟
13	20240115	455.00	530.00	530.00	買進	陳娟娟
14	20240201	464.50	550.00	550.00	買進	陳娟娟
15	20240304	565.00	650.00	650.00	買進	陳娟娟

資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.