

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價	552.00 元
目標價	
3 個月	560.00 元
12 個月	560.00 元

瑞昱 (2379 TT)

Trading Buy

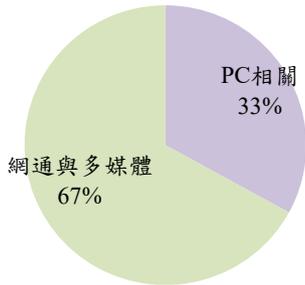
近期報告日期、評等及前日股價

02/02/2024	Trading Buy	464.50
10/23/2023	Neutral	423.00
08/07/2023	Neutral	428.00
04/24/2023	Neutral	367.00
01/29/2022	Neutral	316.00

公司基本資訊

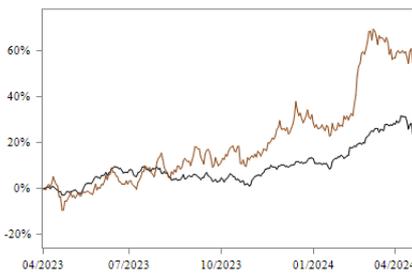
目前股本(百萬元)	5,129
市值(億元)	2,831
目前每股淨值(元)	82.33
外資持股比(%)	48.50
投信持股比(%)	20.20
董監持股比(%)	6.21
融資餘額(張)	3,278
現金股息配發率(%)	86.83

產品組合



股價相對大盤走勢

— 2379 — TWSE



PC、網通帶動營運成長，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：受惠於 PC 相關晶片庫存回補、TV 晶片出貨成長，中、印二國網通晶片標案出貨，以及網通晶片升級向上趨勢，帶動營收成長，投資評等調整為 Trading Buy。

客戶回補庫存，1Q24 營收 256.23 億元，QoQ+13.45%，EPS6.10 元：雖然 PC 整體需求持續疲弱，但因客戶庫存已到相對低點，客戶加大庫存回補幅度，其中又以 PC 客戶回補庫存較為積極；中國電信標案拉貨，PON、WiFi、2.5G Ethernet 自農曆新年後開始交付，Switch 晶片除了中國標案拉貨，亦開始出貨至印度寬頻網路基礎建設；TV 則受惠於歐洲盃與巴黎奧運需求，營收穩健成長，1Q24 營收 256.23 億元，QoQ+13.45%，稅後淨利 31.30 億元，QoQ+43.55%，EPS6.10 元。

出貨穩健成長，預估 2Q24 營收 264.29 億元，QoQ+3.15%，EPS6.17 元：展望 2Q24，PC 需求不如年初預期，全球出貨量展望下修至 YoY+2%，預期 PC 客戶回補庫存力道將較 1Q24 溫和；中國、印度網通標案穩定出貨，帶動網通晶片穩定成長，但在 Switch 晶片價格競爭較預期激烈；受惠於歐洲盃足球賽與巴黎奧運二大賽事，預期 TV 晶片仍具成長動能，預估 2Q24 營收 264.29 億元，QoQ+3.15%，稅後淨利 31.65 億元，QoQ+1.11%，EPS6.17 元。

PC 回補庫存、通訊晶片規格升級，預估 2024 年營收 1,087.75 億元，YoY+14.28%，EPS24.34 元：展望 2Q24，PC 需求不如年初預期，全球出貨量展望由 YoY+8% 下修至 YoY+2%，預期 PC 客戶回補庫存力道將較 1Q24 溫和；中國、印度網通標案穩定出貨，帶動網通晶片穩定成長，但在 Switch 晶片價格競爭較預期激烈；受惠於歐洲盃足球賽與巴黎奧運二大賽事，預期 TV 晶片仍具成長動能，預估 2024 年營收 1,087.75 億元，YoY+14.28%。由於營收回溫，庫存跌價損失回沖，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，但因加大投資先進製程晶片設計工具與資源，因應未來在 AI 與 Sever 的應用，帶動費用率提升，預估稅後淨利 124.82 億元，YoY+36.38%，EPS24.34 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	95,179	108,775	111,603	19,625	26,291	26,678	22,585	25,623	26,429	29,132	27,591	25,550
營業毛利淨額	40,748	54,069	51,854	8,466	10,968	11,210	10,105	13,024	13,264	14,302	13,479	11,845
營業利益	6,655	10,845	14,016	1,415	2,094	1,990	1,157	2,743	2,745	2,970	2,387	3,209
稅後純益	9,153	12,482	15,645	1,793	2,607	2,572	2,180	3,130	3,165	3,368	2,819	3,676
稅後 EPS(元)	17.85	24.34	30.50	3.50	5.08	5.01	4.25	6.10	6.17	6.57	5.50	7.17
毛利率(%)	42.81%	49.71%	46.46%	43.14%	41.72%	42.02%	44.74%	50.83%	50.19%	49.09%	48.85%	46.36%
營業利率(%)	6.99%	9.97%	12.56%	7.21%	7.96%	7.46%	5.12%	10.70%	10.39%	10.19%	8.65%	12.56%
稅後純益率(%)	9.62%	11.48%	14.02%	9.14%	9.92%	9.64%	9.65%	12.22%	11.98%	11.56%	10.22%	14.39%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-14.86%	14.28%	2.60%	-9.82%	33.97%	1.47%	-15.34%	13.45%	3.15%	10.23%	-5.29%	-7.40%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-43.52%	36.38%	25.33%	-15.95%	45.37%	-1.35%	-15.22%	43.55%	1.11%	6.42%	-16.30%	30.39%

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 4 月 22 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。

客戶回補庫存，1Q24 營收 256.23 億元，QoQ+13.45%，EPS6.10 元：

1Q24，雖然 PC 整體需求持續疲弱，但因客戶庫存已到相對低點，客戶加大庫存回補幅度，其中又以 PC 客戶回補庫存較為積極；中國電信標案提早拉貨，PON、WiFi、2.5G Ethernet 自農曆新年後開始交付，Switch 晶片除了中國標案拉貨，亦開始出貨至印度寬頻網路基礎建設；TV 則受惠於歐洲盃與巴黎奧運需求，營收穩健成長。

客戶回補庫存，1Q24 營收 256.23 億元，QoQ+13.45%。

台幣匯率相對美元弱勢，營收成長帶動庫存跌價損失回沖，皆有利於毛利率向上表現，1Q24 毛利率 50.83%，稅後淨利 31.30 億元，QoQ+43.55%，EPS6.10 元。

出貨穩健成長，預估 2Q24 營收 264.29 億元，QoQ+3.15%，EPS6.17 元：

展望 2Q24，PC 需求不如年初預期，全球出貨量展望由 YoY+8%下修至 YoY+2%，預期 PC 客戶回補庫存力道將較 1Q24 溫和；中國、印度網通標案穩定出貨，帶動網通晶片穩定成長，但在 Switch 晶片價格競爭較預期激烈；受惠於歐洲盃足球賽與巴黎奧運二大賽事，預期 TV 晶片仍具成長動能。

出貨穩健成長，預估 2Q24 營收 264.29 億元，QoQ+3.15%。

由於營收持續成長，亦持續認列庫存跌價損失回沖，帶動毛利率維持於高檔，預估稅後淨利 31.65 億元，QoQ+1.11%，EPS6.17 元。

PC 回補庫存、通訊晶片規格升級，預估 2024 年營收 1,087.75 億元，YoY+14.28%，EPS24.34 元：

展望 2024 年，雖然 PC 出貨展望平緩，但因 2023 年庫存較低，系統廠回補庫存帶動相關晶片成長動能；TV 可望受惠於二大運動賽事，帶動市佔率提升；網通晶片將受惠於規格升級與中、印標案出貨，帶動營收向上。

就 PC 產業來看，PC 在 2023 年出貨量 YoY-15%之後，2024 年 PC 出貨量成長展望預估為 YoY+2%，但因 2023 年庫存調整後已來到相對低點，PC 相關晶片受惠於庫存回補，出貨可望增加。

在 TV 晶片方面，雖然預期 2024 年全球出貨量持平於 2023 年，夏季奧運以

2024 年 4 月 22 日

及歐洲盃足球賽可望刺激 TV 換機潮，帶動 TV 在 1H24 出貨逐季成長，隨著在客戶端供應比重提升，預期 TV 晶片出貨年增。

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，中國電信標案在農曆年後陸續出貨，10G PON、WiFi 與 Switch 出貨增加，印度正進行的寬頻網路基礎建設，亦帶動 Switch 出貨成長，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 回補庫存、通訊晶片規格升級，預估 2024 年營收 1,087.75 億元，YoY+14.28%。

由於營收回溫，庫存跌價損失回沖，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，但因加大投資先進製程晶片設計工具與資源，因應未來在 AI 與 Sever 的應用，帶動費用率提升，預估稅後淨利 124.82 億元，YoY+36.38%，EPS24.34 元。

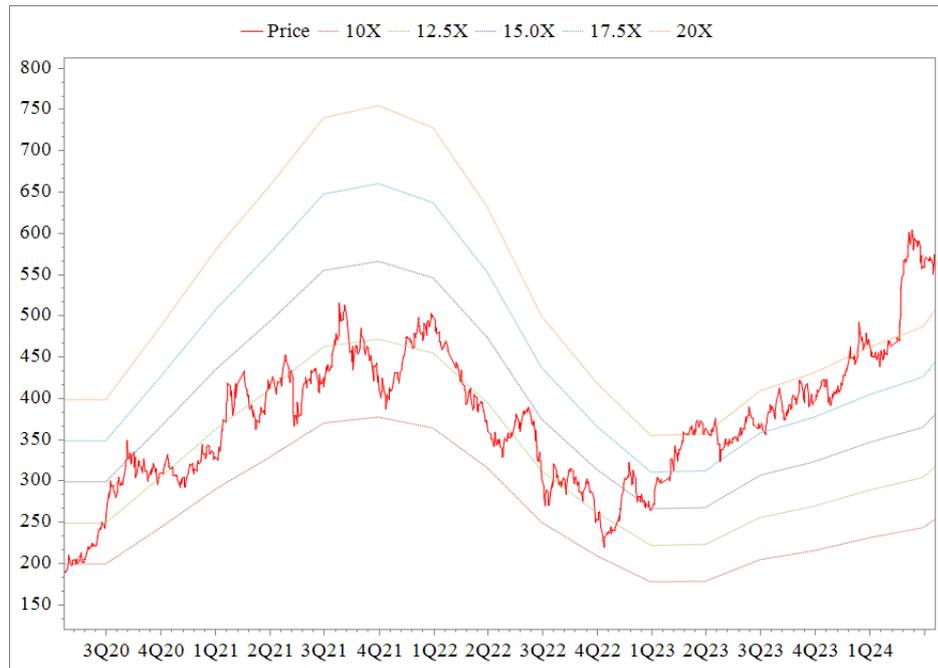
瑞昱公告現金股利 15.5 元，以 4/19/2024 收盤價 552 元計算，現金股息殖利率僅 2.8%，先前幾檔資產總額超過 500 億元新台幣的高息 ETF 已納入瑞昱，例如：復華台灣科技優息(00929 TT)持有權重 5.01%、群益台灣精選高息(00919 TT)持有權重 9.62%，統一台灣高息動能(00939 TT)持有權重 3.95%，未來指數季度審閱將會依股息殖利率高低重新調整持股權重。

投資建議：

受惠於 PC 相關晶片庫存回補、TV 晶片出貨成長，中、印二國網通晶片標案出貨，以及網通晶片升級向上趨勢，帶動營收成長，投資評等調整為 Trading Buy。

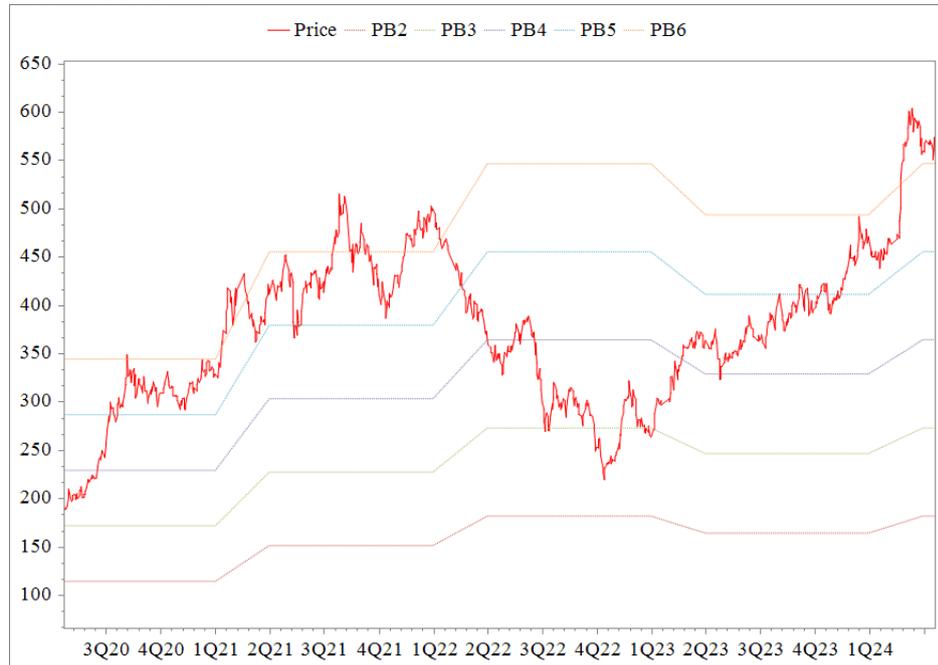
Forward PE Band

2024 年 4 月 22 日



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4月22日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	101,232	113,701	93,815	103,832	122,856
流動資產	86,245	95,492	69,288	85,004	88,023
現金及約當現金	7,197	13,754	10,268	12,392	12,928
應收帳款與票據	15,989	12,013	12,757	18,237	13,563
存貨	16,549	25,553	11,757	12,524	13,668
採權益法之投資	191	171	132	82	214
不動產、廠房設備	6,303	7,557	8,754	8,974	9,194
負債總計	62,280	66,938	51,577	57,061	69,671
流動負債	58,821	62,545	46,246	35,271	38,105
應付帳款及票據	11,443	10,496	7,273	8,015	11,301
非流動負債	3,459	4,393	5,331	21,048	27,538
權益總計	38,952	46,763	42,238	46,771	53,184
普通股股本	5,107	5,129	5,129	5,129	5,129
保留盈餘	34,511	37,893	33,728	38,261	44,674
母公司業主權益	38,943	46,753	42,228	46,761	53,174
負債及權益總計	101,232	113,701	93,815	103,832	122,856

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	18,352	19,058	17,896	-7,691	21,590
稅前純益	17,575	16,922	9,545	13,285	16,643
折舊及攤銷	2,301	2,804	3,025	3,590	4,597
營運資金變動	-9,807	-5,974	9,828	-5,505	6,817
其他營運現金	8,284	5,306	-4,501	-19,062	-6,467
投資活動現金	-14,033	-366	1,084	3,660	-17,862
資本支出淨額	-2,510	-2,450	-2,151	-2,200	-2,200
長期投資變動	-9,659	5,592	4,694	-10	-10
其他投資現金	-1,864	-3,508	-1,459	5,870	-15,652
籌資活動現金	-4,337	-12,838	-22,939	6,155	-3,193
長借/公司債變動	1,017	711	511	15,716	6,489
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-7,150	-13,847	-13,847	-7,949	-9,232
其他籌資現金	1,795	298	-9,603	-1,612	-451
淨現金流量	-99	6,557	-3,486	2,124	536
期初現金	7,296	7,197	13,754	10,268	12,392
期末現金	7,197	13,754	10,268	12,392	12,928

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	105,504	111,790	95,179	108,775	111,603
營業成本	52,316	57,155	54,431	54,707	59,749
營業毛利淨額	53,188	54,635	40,748	54,069	51,854
營業費用	35,864	38,911	34,093	43,224	37,838
營業利益	17,325	15,724	6,655	10,845	14,016
EBITDA	19,656	18,993	10,235	14,435	18,613
業外收入及支出	250	247	308	-365	-179
稅前純益	17,575	16,922	9,545	13,285	16,643
所得稅	722	718	392	803	999
稅後純益	16,853	16,204	9,153	12,482	15,645
稅後 EPS(元)	32.86	31.59	17.85	24.34	30.50
完全稀釋 EPS**	32.86	31.59	17.85	24.34	30.50

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	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	35.68%	5.96%	-14.86%	14.28%	2.60%
營業毛利淨額	59.97%	2.72%	-25.42%	32.69%	-4.10%
營業利益	100.53%	-9.24%	-57.68%	62.96%	29.24%
稅後純益	91.65%	-3.85%	-43.52%	36.38%	25.33%
獲利能力分析(%)					
毛利率	50.41%	48.87%	42.81%	49.71%	46.46%
EBITDA(%)	18.63%	16.99%	10.75%	13.27%	16.68%
營益率	16.42%	14.07%	6.99%	9.97%	12.56%
稅後純益率	15.97%	14.50%	9.62%	11.48%	14.02%
總資產報酬率	16.65%	14.25%	9.76%	12.02%	12.73%
股東權益報酬率	43.27%	34.65%	21.67%	26.69%	29.42%
償債能力檢視					
負債比率(%)	61.52%	58.87%	54.98%	54.95%	56.71%
負債/淨值(%)	159.89%	143.14%	122.11%	122.00%	131.00%
流動比率(%)	146.62%	152.68%	149.82%	241.00%	231.00%
其他比率分析					
存貨天數	87.81	134.43	125.09	81.00	80.00
應收帳款天數	51.27	45.71	47.49	52.00	52.00

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	21,762	19,625	26,291	26,678	22,585	25,623	26,429	29,132	27,591	25,550	27,074	29,999
營業成本	12,262	11,159	15,323	15,469	12,480	12,599	13,166	14,830	14,112	13,705	14,457	16,075
營業毛利淨額	9,500	8,466	10,968	11,210	10,105	13,024	13,264	14,302	13,479	11,845	12,617	13,923
營業費用	7,730	7,051	8,874	9,220	8,948	10,281	10,519	11,332	11,092	8,636	9,151	10,140
營業利益	1,770	1,415	2,094	1,990	1,157	2,743	2,745	2,970	2,387	3,209	3,466	3,784
業外收入及支出	484	454	627	680	1,128	-108	-79	-88	-90	0	-64	-61
稅前純益	2,254	1,869	2,721	2,670	2,285	3,336	3,367	3,583	2,999	3,911	4,103	4,425
所得稅	120	76	114	98	105	206	202	215	180	235	246	265
稅後純益	2,134	1,793	2,607	2,572	2,180	3,130	3,165	3,368	2,819	3,676	3,857	4,159
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)	4.16	3.50	5.08	5.01	4.25	6.10	6.17	6.57	5.50	7.17	7.52	8.11
獲利能力(%)												
毛利率(%)	43.65%	43.14%	41.72%	42.02%	44.74%	50.83%	50.19%	49.09%	48.85%	46.36%	46.60%	46.41%
營業利益率(%)	8.13%	7.21%	7.96%	7.46%	5.12%	10.70%	10.39%	10.19%	8.65%	12.56%	12.80%	12.61%
稅後純益率(%)	9.80%	9.14%	9.92%	9.64%	9.65%	12.22%	11.98%	11.56%	10.22%	14.39%	14.25%	13.86%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-26.90%	-9.82%	33.97%	1.47%	-15.34%	13.45%	3.15%	10.23%	-5.29%	-7.40%	5.97%	10.80%
營業利益	-56.14%	-20.09%	48.04%	-4.98%	-41.87%	137.14%	0.07%	8.20%	-19.61%	34.42%	8.01%	9.17%
稅前純益	-48.66%	-17.09%	45.58%	-1.88%	-14.41%	46.00%	0.92%	6.42%	-16.30%	30.39%	4.93%	7.84%
稅後純益	-49.28%	-15.95%	45.37%	-1.35%	-15.22%	43.55%	1.11%	6.42%	-16.30%	30.39%	4.93%	7.84%
YoY(%)												
營業收入淨額	-20.49%	-34.05%	-13.80%	-10.39%	3.78%	30.56%	0.53%	9.20%	22.17%	-0.28%	2.44%	2.98%
營業利益	-62.16%	-73.32%	-54.64%	-50.70%	-34.67%	93.90%	31.07%	49.26%	106.41%	17.00%	26.28%	27.41%
稅前純益	-53.18%	-65.41%	-44.18%	-39.19%	1.37%	78.50%	23.74%	34.21%	31.25%	17.22%	21.87%	23.49%
稅後純益	-53.67%	-65.42%	-44.26%	-38.87%	2.19%	74.54%	21.40%	30.96%	29.29%	17.44%	21.87%	23.49%

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 $< 15\%$
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。