



# 瑞昱

(2379.TW/2379 TT)



## 持有 · 維持

收盤價 April 19 (NT\$)	552
12 個月目標價 (NT\$)	520
前次目標價 (NT\$)	400.0
調升 (%)	30.0
下跌空間 (%)	5.8

## 焦點內容

1. PC 急單於 1Q24 強勁攀升後，我們預期 PC 訂單成長將於 2Q24 放緩。
2. 由於網通相關需求復甦，我們亦預估公司於 2Q-3Q24 將持續享有庫存跌價及呆滯損失之回沖利益。
3. ARM 合作方面，公司正將其業務重點拓展至高速連接解決方案與 ASIC 設計業務。然而，管理層認為此合作案須 3-5 年方可顯著貢獻營收。

## 交易資料表

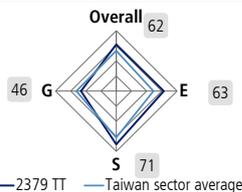
市值：(NT\$bn/US\$m)	283.1 / 8,699
流通在外股數 (百萬股)：	513
外資持有股數 (百萬股)：	248.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.22
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	344.5 - 604

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	20.5	31	42.6
相對表現 (%)	10.1	12.3	18.8

## 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	4.25A
2024	6.10F	7.53F	7.54F	6.45F

## 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

重要免責聲明，詳見最終頁

## 成長延續至 2025 年；評價合理

### 重要訊息

在各產品線急單挹注之下，瑞昱 1Q24 營收季增 13.5%，年增 30.6%。PC 營收佔比自 4Q23 之 31% 攀升至 1Q24 之 33%，反映客戶庫存回補動能強勁。存貨週轉天數自 4Q23 末之 104 天降至 1Q24 末之 80 天，恢復至正常水準。

### 評論及分析

**2Q24 PC 訂單成長動能放緩。**在 PC 急單於 1Q24 強勁攀升後，我們預期 PC 訂單成長將於 2Q24 放緩，係因 PC 需求復甦步調較預期疲弱，且客戶嚴格控管庫存。然而，我們仍預期 3Q24 PC 訂單年增幅度將較為顯著，主因 PC/NB 新機型發佈。此與 3Q23 呈相反態勢，係因 PC/NB 品牌商於當時仍處於庫存去化階段，而非積極發佈新機型。我們當前預估 2Q24 營收將季增 9.5%，年增 6.7%，而 3Q24 營收則將季增 8.5%，年增 14.1%。

**網通營收保持穩健。**鑑於中國網通標案啟動與供應鏈庫存回補，我們預期網通訂單保持強勁。我們於 2 月 1 日 [報告](#) 中提及中國網通標案之規格降級趨勢，但我們最新的供應鏈調查顯示，多數搭載 10G PON 之閘道器，以及路由器皆主要搭載 Wi-Fi 6 SoCs，略優於我們原先原估。我們也預期來自這些中國網通標案之訂單能見度將延續至 2025 年。此外，由於網通相關需求復甦，我們亦預估公司於 2Q-3Q24 將持續享有庫存跌價及呆滯損失之回沖利益。我們分別調整 2Q-3Q24 毛利率預估為 49.7% 與 47.9%。

**成長持續；與 ARM (英) 之合作尚需時間發酵。**我們對公司營收持續成長抱持正向看法，並預估此態勢將延續至 2025 年，動能係來自各業務需求持續復甦，以及規格升級趨勢，主要係來自 Wi-Fi 規格升級、深入研發 Multi-gig 與管理型交換器產品、GPON 升級至 XGPON，以及車用乙太網路業務擴張。與 ARM 合作方面，公司正將其業務重點拓展至高速連接解決方案與 ASIC 設計業務。然而，管理層認為此合作案須 3-5 年方可顯著貢獻營收。

### 投資建議

考量 1Q24 營收強勁與毛利率改善，但公司投資先進製程 IC 設計，致使營業費用展望高於預期，我們調整 2024 年每股盈餘預估至 27.63 元，年增 54.8%，對比市場共識為 25.31 元，並對應調整 2025 年每股盈餘預估至 30.16 元，年增 9.2%，對比市場共識為 32.52 元。我們將目標價調整為 520 元，係基於 2024-25 年每股盈餘預估平均之 18 倍(先前為 2024 年每股盈餘預估之 17 倍)。目前股價交易於 2024-25 年本益比之 20 倍與 18 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。維持「持有」評等。

### 投資風險

4/8K 電視、XGPON 或 Wi-Fi 6/6E 滲透速度趨緩；競爭加劇。

### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	105,504	111,790	95,179	112,851	129,319
營業毛利 (NT\$百萬)	53,188	54,635	40,748	54,897	59,562
營業利益 (NT\$百萬)	17,325	15,724	6,655	12,117	13,219
稅後淨利 (NT\$百萬)	16,853	16,204	9,153	14,171	15,467
每股盈餘 (NT\$)	33.00	31.62	17.85	27.63	30.16
每股現金股利 (NT\$)	27.00	26.00	15.50	24.00	26.19
每股盈餘成長率 (%)	91.4	(4.2)	(43.6)	54.8	9.2
本益比 (x)	16.7	17.5	30.9	20.0	18.3
股價淨值比 (x)	7.2	6.1	6.7	5.8	5.5
EV/EBITDA (x)	13.3	14.0	22.7	15.2	14.3
淨負債比率 (%)	18.3	3.6	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.9	4.7	2.8	4.3	4.7
股東權益報酬率 (%)	49.3	37.8	20.6	31.3	30.9

資料來源：公司資料，凱基預估

**1Q24 每股盈餘符大幅優於預期。**1Q24 毛利率為 50.8%，季增 6.1 個百分點，年增 7.7 個百分點，優於我們預估與市場共識之 43.2%與 44.3%，主因認列庫存跌價及呆滯損失之回沖利益。加上營業費用率為 40.1%高於預期(係因先進製程 IC 設計之前期投資)，且業外收入為 5.93 億元略低於預期，總計 1Q24 每股盈餘為 6.10 元，季增 43.5%，年增 74.5%，較我們預估之 4.31 元與市場共識 5.17 元高 41.5%與 18.1%。

**圖 1：1Q24 財報暨凱基與市場共識比較**

百萬元	1Q24								
	實際值	凱基預估	差異(%)	4Q23	QoQ (%)	1Q23	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	25,623	21,733	17.9	22,585	13.5	19,625	30.6	23,555	8.8
毛利	13,024	9,387	38.7	10,105	28.9	8,466	53.8	10,442	24.7
營業利益	2,743	1,564	75.4	1,157	137.2	1,415	93.9	2,140	28.2
稅後淨利	3,130	2,211	41.5	2,180	43.5	1,793	74.5	2,577	21.4
每股盈餘(元)	6.10	4.31	41.5	4.25	43.5	3.50	74.5	5.17	18.1
毛利率(%)	50.8	43.2	7.6 ppts	44.7	6.1 ppts	43.1	7.7 ppts	44.3	6.5 ppts
營利率(%)	10.7	7.2	3.5 ppts	5.1	5.6 ppts	7.2	3.5 ppts	9.1	1.6 ppts
淨利率(%)	12.2	10.2	2.0 ppts	9.7	2.6 ppts	9.1	3.1 ppts	10.9	1.3 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

**圖 2：2Q24 財測修正暨市場共識比較**

百萬元	2Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	28,065	25,666	9.3	9.5	6.7	26,092	7.6
毛利	13,950	11,178	24.8	7.1	27.2	11,630	20.0
營業利益	3,342	2,246	48.8	21.8	59.6	2,611	28.0
稅後淨利	3,864	2,911	32.8	23.5	48.2	2,998	28.9
每股盈餘(元)	7.53	5.68	32.8	23.5	48.2	5.95	26.7
毛利率(%)	49.7	43.6	6.2 ppts	(1.1)ppts	8.0 ppts	44.6	5.1 ppts
營利率(%)	11.9	8.8	3.2 ppts	1.2 ppts	3.9 ppts	10.0	1.9 ppts
淨利率(%)	13.8	11.3	2.4 ppts	1.6 ppts	3.9 ppts	11.5	2.3 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

**圖 3：2024-25 年財測修正暨市場共識比較**

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	112,851	107,287	5.2	18.6	108,093	4.4	129,319	119,779	8.0	14.6	123,851	4.4
毛利	54,897	47,218	16.3	34.7	48,989	12.1	59,562	54,138	10.0	8.5	57,123	4.3
營業利益	12,117	9,541	27.0	82.1	11,195	8.2	13,219	12,167	8.6	9.1	15,223	(13.2)
稅後淨利	14,171	12,015	17.9	54.8	13,009	8.9	15,467	14,577	6.1	9.2	16,688	(7.3)
每股盈餘(元)	27.63	23.43	17.9	54.8	25.31	9.2	30.16	28.42	6.1	9.2	32.52	(7.3)
毛利率(%)	48.6	44.0	4.6 ppts	5.8 ppts	45.3	3.3 ppts	46.1	45.2	0.9 ppts	(2.6)ppts	46.1	(0.1)ppts
營利率(%)	10.7	8.9	1.8 ppts	3.7 ppts	10.4	0.4 ppts	10.2	10.2	0.1 ppts	(0.5)ppts	12.3	(2.1)ppts
淨利率(%)	12.6	11.2	1.4 ppts	2.9 ppts	12.0	0.5 ppts	12.0	12.2	(0.2)ppts	(0.6)ppts	13.5	(1.5)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

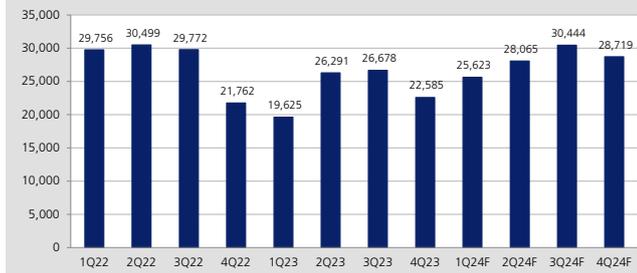
**圖 4：公司概况**

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**

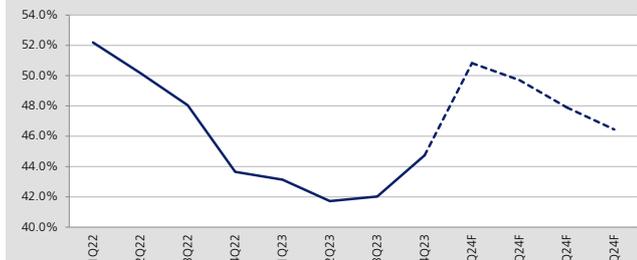
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 8：毛利率**

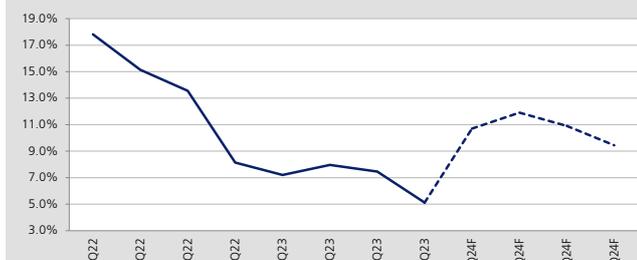
毛利率，百分比



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**

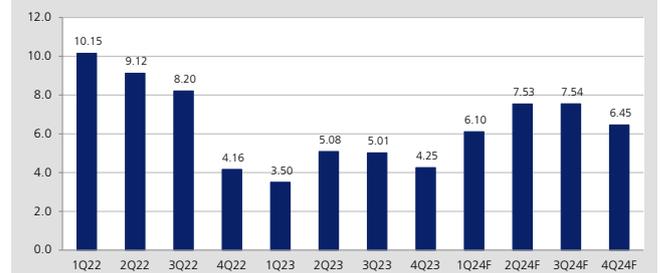
外資持股，百分比(左軸)；股價，元(右軸)



資料來源：TEJ，凱基

**圖 7：每股盈利**

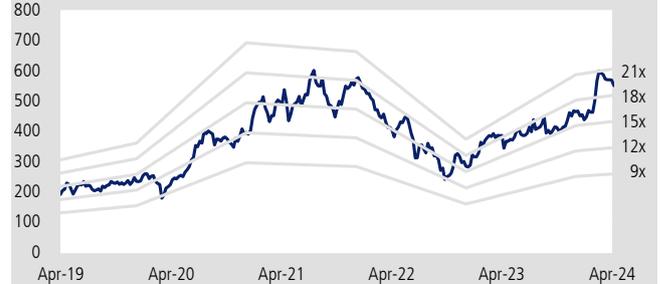
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 9：未來 12 個月預估本益比區間**

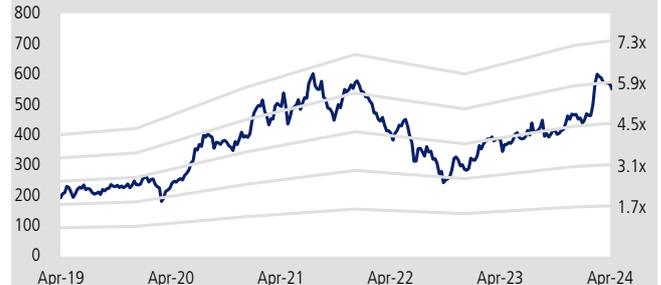
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



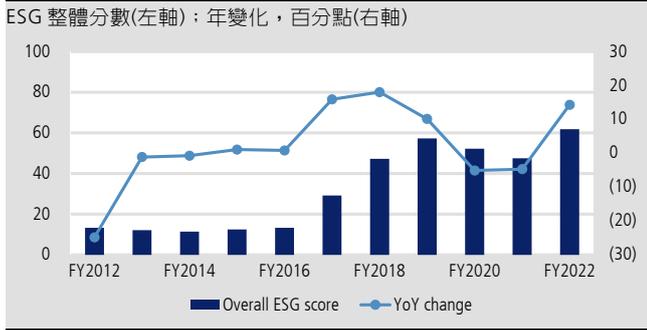
資料來源：TEJ，凱基預估

**圖 11：未來 12 個月預估股價淨值比區間**

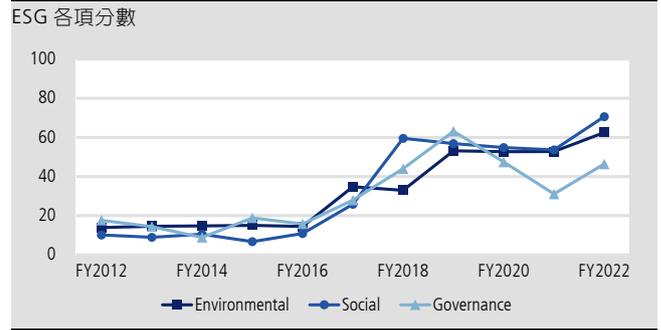
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



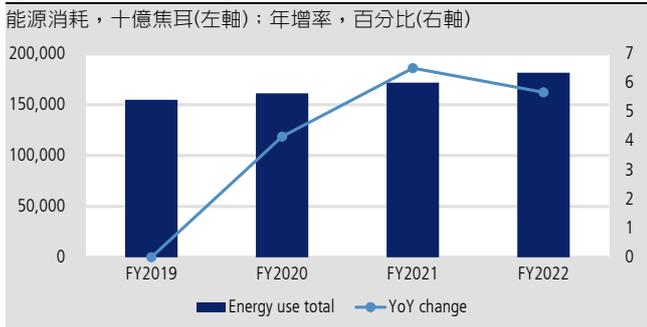
資料來源：TEJ，凱基預估

**圖 12：ESG 整體分數**


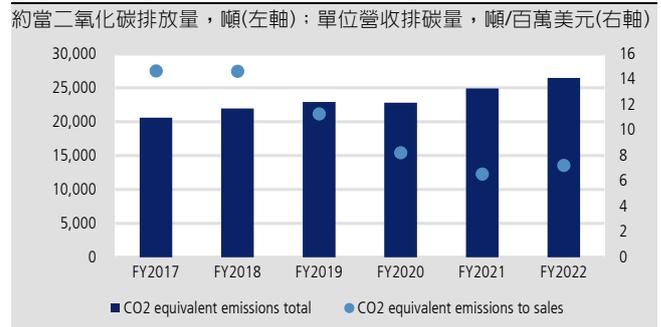
資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 13：ESG 各項分數**


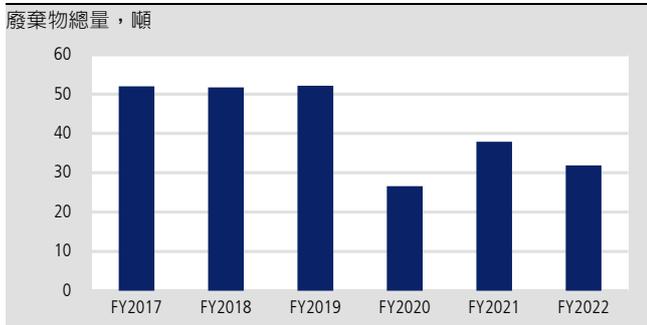
資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 14：能源消耗**


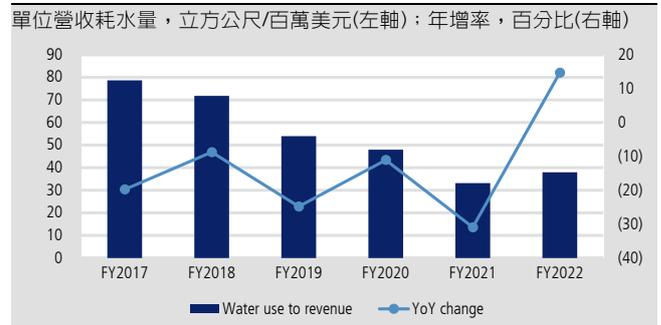
資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 15：碳排量**


資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 16：廢棄物總量**


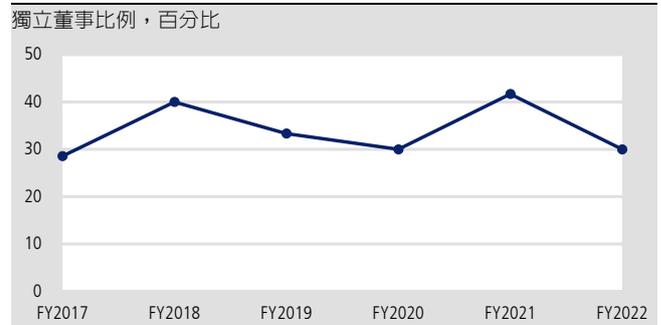
資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 17：耗水量**


資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 18：性別多樣性**


資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 19：獨立董事**


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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	19,625	26,291	26,678	22,585	25,623	28,065	30,444	28,719	95,179	112,851	129,319
營業成本	(11,159)	(15,323)	(15,469)	(12,480)	(12,599)	(14,115)	(15,860)	(15,381)	(54,431)	(57,954)	(69,758)
營業毛利	8,466	10,968	11,210	10,105	13,024	13,950	14,584	13,338	40,748	54,897	59,562
營業費用	(7,051)	(8,874)	(9,220)	(8,948)	(10,281)	(10,609)	(11,264)	(10,626)	(34,093)	(42,780)	(46,343)
營業利益	1,415	2,094	1,990	1,157	2,743	3,342	3,320	2,712	6,655	12,117	13,219
折舊	(311)	(323)	(323)	(351)	(283)	(294)	(306)	(318)	(1,308)	(1,202)	(1,397)
攤提	(463)	(421)	(409)	(423)	(394)	(394)	(394)	(394)	(1,716)	(1,575)	(1,575)
EBITDA	2,188	2,838	2,722	1,931	3,420	4,030	4,020	3,424	9,680	14,894	16,190
利息收入	530	672	678	701	654	681	706	732	2,582	2,773	2,883
投資利益淨額	-	4	30	-	-	-	-	-	33	-	-
其他營業外收入	11	6	30	124	50	50	50	50	171	200	200
總營業外收入	541	682	738	825	704	731	756	782	2,786	2,973	3,083
利息費用	(63)	(65)	(49)	(71)	(32)	(32)	(32)	(32)	(247)	(130)	(130)
投資損失	(13)	(15)	(15)	(5)	(10)	(15)	(15)	(15)	(47)	(55)	(60)
其他營業外費用	(11)	25	6	379	(68)	-	-	-	398	(68)	-
總營業外費用	(87)	(55)	(58)	303	(111)	(47)	(47)	(47)	104	(253)	(190)
稅前純益	1,869	2,721	2,670	2,285	3,336	4,025	4,029	3,447	9,545	14,837	16,112
所得稅費用[利益]	(76)	(114)	(98)	(105)	(206)	(161)	(161)	(138)	(392)	(666)	(644)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	0	-	-	-	-	(0)	-	-
非常項目前稅後純益	1,793	2,607	2,572	2,180	3,130	3,864	3,868	3,309	9,153	14,171	15,467
非常項目	(0)	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,793	2,607	2,572	2,180	3,130	3,864	3,868	3,309	9,153	14,171	15,467
每股盈餘 (NT\$)	3.50	5.08	5.01	4.25	6.10	7.53	7.54	6.45	17.85	27.63	30.16
獲利率 (%)											
營業毛利率	43.1	41.7	42.0	44.7	50.8	49.7	47.9	46.4	42.8	48.6	46.1
營業利益率	7.2	8.0	7.5	5.1	10.7	11.9	10.9	9.4	7.0	10.7	10.2
EBITDA Margin	11.2	10.8	10.2	8.5	13.3	14.4	13.2	11.9	10.2	13.2	12.5
稅前純益率	9.5	10.3	10.0	10.1	13.0	14.3	13.2	12.0	10.0	13.1	12.5
稅後純益率	9.1	9.9	9.6	9.7	12.2	13.8	12.7	11.5	9.6	12.6	12.0
季成長率 (%)											
營業收入	(9.8)	34.0	1.5	(15.3)	13.5	9.5	8.5	(5.7)			
營業毛利	(10.9)	29.6	2.2	(9.9)	28.9	7.1	4.5	(8.5)			
營業收益增長	(20.1)	48.0	(5.0)	(41.9)	137.2	21.8	(0.7)	(18.3)			
EBITDA	(13.2)	29.7	(4.1)	(29.1)	77.1	17.8	(0.2)	(14.8)			
稅前純益	(17.1)	45.6	(1.9)	(14.4)	46.0	20.7	0.1	(14.5)			
稅後純益	(15.9)	45.4	(1.3)	(15.2)	43.5	23.5	0.1	(14.5)			
年成長率 (%)											
營業收入	(34.0)	(13.8)	(10.4)	3.8	30.6	6.7	14.1	27.2	(14.9)	18.6	14.6
營業毛利	(45.5)	(28.3)	(21.6)	6.4	53.8	27.2	30.1	32.0	(25.4)	34.7	8.5
營業收益	(73.3)	(54.6)	(50.7)	(34.7)	93.9	59.6	66.8	134.5	(57.7)	82.1	9.1
EBITDA	(63.3)	(46.5)	(42.6)	(23.4)	56.3	42.0	47.7	77.3	(47.8)	53.9	8.7
稅前純益	(65.4)	(44.2)	(39.2)	1.4	78.5	47.9	50.9	50.8	(43.6)	55.4	8.6
稅後純益	(65.4)	(44.3)	(38.9)	2.2	74.5	48.2	50.4	51.7	(43.5)	54.8	9.2

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-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>101,232</b>	<b>113,701</b>	<b>93,815</b>	<b>101,374</b>	<b>106,220</b>
<b>流動資產</b>	<b>86,245</b>	<b>95,492</b>	<b>69,288</b>	<b>75,792</b>	<b>79,448</b>
現金及短期投資	52,891	56,913	43,590	44,991	42,897
存貨	16,549	25,553	11,757	13,535	16,184
應收帳款及票據	15,989	12,013	12,757	16,083	19,183
其他流動資產	817	1,013	1,183	1,183	1,183
<b>非流動資產</b>	<b>14,987</b>	<b>18,209</b>	<b>24,528</b>	<b>25,583</b>	<b>26,773</b>
長期投資	3,958	4,285	8,854	8,854	8,854
固定資產	6,303	7,557	8,754	9,810	11,000
什項資產	4,726	6,367	6,919	6,919	6,919
<b>負債總額</b>	<b>62,280</b>	<b>66,938</b>	<b>51,577</b>	<b>52,916</b>	<b>54,602</b>
<b>流動負債</b>	<b>58,821</b>	<b>62,545</b>	<b>46,246</b>	<b>47,585</b>	<b>49,271</b>
應付帳款及票據	11,443	10,496	7,273	8,613	10,299
短期借款	13,342	13,738	4,250	4,250	4,250
什項負債	34,036	38,310	34,723	34,722	34,722
<b>長期負債</b>	<b>3,459</b>	<b>4,393</b>	<b>5,331</b>	<b>5,331</b>	<b>5,331</b>
長期借款	1,003	1,713	2,227	2,227	2,227
其他負債及準備	1,203	1,456	1,695	3,104	3,104
<b>股東權益總額</b>	<b>38,952</b>	<b>46,763</b>	<b>42,238</b>	<b>48,458</b>	<b>51,618</b>
普通股本	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129
保留盈餘	27,378	28,855	24,845	31,066	34,226
少數股東權益	10	10	10	10	10
優先股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	35.7%	6.0%	(14.9%)	18.6%	14.6%
營業收益增長	100.5%	(9.2%)	(57.7%)	82.1%	9.1%
EBITDA	84.7%	(5.6%)	(47.8%)	53.9%	8.7%
稅後純益	91.7%	(3.8%)	(43.5%)	54.8%	9.2%
每股盈餘成長率	91.4%	(4.2%)	(43.6%)	54.8%	9.2%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	50.4%	48.9%	42.8%	48.6%	46.1%
營業利益率	16.4%	14.1%	7.0%	10.7%	10.2%
EBITDA Margin	18.6%	16.6%	10.2%	13.2%	12.5%
稅後純益率	16.0%	14.5%	9.6%	12.6%	12.0%
平均資產報酬率	18.8%	15.1%	8.8%	14.5%	14.9%
股東權益報酬率	49.3%	37.8%	20.6%	31.3%	30.9%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	36.8%	33.0%	15.3%	13.4%	12.5%
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	39.6	115.5	125.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	172.1	87.5	72.3	101.8	111.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.4	1.4	4.0	3.0	3.3
流動比率 (x)	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
速動比率 (x)	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	7,148	1,697	(3,791)	(5,191)	(3,097)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	33.00	31.62	17.85	27.63	30.16
每股現金盈餘 (NT\$)	35.94	37.19	34.89	25.71	28.03
每股淨值 (NT\$)	76.26	91.16	82.34	94.87	101.06
調整後每股淨值 (NT\$)	76.26	91.24	82.34	94.47	100.63
每股營收 (NT\$)	206.59	218.16	185.58	220.04	252.15
EBITDA/Share (NT\$)	38.43	36.16	18.87	29.04	31.57
每股現金股利 (NT\$)	27.00	26.00	15.50	24.00	26.19
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.18	1.04	0.92	1.16	1.25
應收帳款周轉天數	55.3	39.2	48.9	52.2	54.1
存貨周轉天數	115.5	163.2	78.8	85.5	84.7
應付帳款周轉天數	79.8	67.0	48.8	54.4	53.9
現金轉換周轉天數	90.9	135.4	79.0	83.2	84.9

資料來源：公司資料，凱基預估

**損益表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>105,504</b>	<b>111,790</b>	<b>95,179</b>	<b>112,851</b>	<b>129,319</b>
營業成本	(52,316)	(57,155)	(54,431)	(57,954)	(69,758)
<b>營業毛利</b>	<b>53,188</b>	<b>54,635</b>	<b>40,748</b>	<b>54,897</b>	<b>59,562</b>
營業費用	(35,864)	(38,911)	(34,093)	(42,780)	(46,343)
<b>營業利益</b>	<b>17,325</b>	<b>15,724</b>	<b>6,655</b>	<b>12,117</b>	<b>13,219</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>552</b>	<b>1,340</b>	<b>2,786</b>	<b>2,973</b>	<b>3,083</b>
利息收入	326	951	2,582	2,773	2,883
投資利益淨額	12	61	33	-	-
其他營業外收入	213	328	171	200	200
<b>總營業外費用</b>	<b>(302)</b>	<b>(142)</b>	<b>104</b>	<b>(253)</b>	<b>(190)</b>
利息費用	(107)	(218)	(247)	(130)	(130)
投資損失	(12)	(21)	(47)	(55)	(60)
其他營業外費用	(183)	97	398	(68)	-
<b>稅前純益</b>	<b>17,575</b>	<b>16,922</b>	<b>9,545</b>	<b>14,837</b>	<b>16,112</b>
所得稅費用 [利益]	(722)	(718)	(392)	(666)	(644)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	-	-
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>16,853</b>	<b>16,204</b>	<b>9,153</b>	<b>14,171</b>	<b>15,467</b>
EBITDA	<b>19,626</b>	<b>18,528</b>	<b>9,680</b>	<b>14,894</b>	<b>16,190</b>
每股盈餘 (NT\$)	33.00	31.62	17.85	27.63	30.16

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>18,352</b>	<b>19,058</b>	<b>17,896</b>	<b>13,184</b>	<b>14,375</b>
本期純益	16,853	16,204	9,153	14,171	15,467
折舊及攤提	2,301	2,804	3,025	2,777	2,971
本期運用資金變動	(9,811)	(5,941)	9,803	(3,764)	(4,064)
其他營業資產及負債變動	9,009	5,991	(4,084)	-	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(14,033)</b>	<b>(595)</b>	<b>1,084</b>	<b>(3,832)</b>	<b>(4,161)</b>
投資用短期投資出售 [新購]	(9,614)	5,592	4,694	-	-
本期長期投資變動	(45)	-	-	-	-
資本支出淨額	(2,510)	(2,680)	(2,167)	(2,257)	(2,586)
其他資產變動	(1,864)	(3,507)	(1,443)	(1,575)	(1,575)
<b>自由現金流</b>	<b>5,291</b>	<b>7,613</b>	<b>15,326</b>	<b>6,754</b>	<b>7,436</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(4,337)</b>	<b>(12,838)</b>	<b>(22,939)</b>	<b>(7,950)</b>	<b>(12,307)</b>
短期借款變動	1,885	396	(9,488)	-	-
長期借款變動	1,017	711	511	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(7,150)	(13,847)	(13,847)	(7,949)	(12,307)
其他融資現金流	(90)	(98)	(115)	(1)	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(81)</b>	<b>932</b>	<b>472</b>	<b>(1)</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(99)</b>	<b>6,557</b>	<b>(3,486)</b>	<b>1,400</b>	<b>(2,094)</b>

**投資回報率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	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%	37.9%	35.8%
<b>= 營業利益率</b>	<b>16.4%</b>	<b>14.1%</b>	<b>7.0%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.2%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
+ 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
<b>= 資本周轉率</b>	<b>(20.7)</b>	<b>(287.9)</b>	<b>(17.8)</b>	<b>71.9</b>	<b>18.9</b>
營業利益率	16.4%	14.1%	7.0%	10.7%	10.2%
x 資本周轉率	(20.7)	(287.9)	(17.8)	71.9	18.9
x (1 - 有效現金稅率)	95.9%	95.8%	95.9%	95.5%	96.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>(326.6%)</b>	<b>(3877.3%)</b>	<b>(119.2%)</b>	<b>736.9%</b>	<b>186.0%</b>

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
2024-02-01	持有	400	465
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

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 未評等 (R)	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。

\*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，適後若有變更時，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。