



瑞昱

(2379.TW/2379 TT)



持有 · 維持

收盤價 July 30 (NT\$)	502
12 個月目標價 (NT\$)	545
前次目標價 (NT\$)	520
調升 (%)	4.8
上漲空間 (%)	8.6

焦點內容

- 2Q24 強勁出貨後，3Q24 營收趨緩。
- 2024 年年增 15-20%可期，成長動能延續至 2025 年。
- 存貨跌價與呆滯損失回沖利益減少；較高的營業費用率限縮利潤率上檔空間。

交易資料表

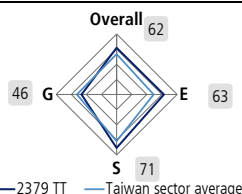
市值：(NT\$bn/US\$m)	257.5 / 7,900
流通在外股數 (百萬股)：	513
外資持有股數 (百萬股)：	289.9
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.45
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	390.0 - 604

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-3.1	10.7	18.5
相對表現 (%)	-12.1	-12.5	-10

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	3.50A	5.08A	5.01A	4.25A
2024	6.10A	8.55F	8.54F	6.40F
2025	5.73F	7.70F	9.47F	9.17F

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

潘俊宏
886.2.2181.8706
Felix.Pan@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

3Q24 營收趨緩，但動能完好無損；評價合理

重要訊息

瑞昱舉辦 2Q24 法說會。

評論及分析

2Q24 強勁出貨後，3Q24 營收趨緩。2Q24 各項業務訂單出貨強勁，致使營收季增 19.7%，年增 16.7%。在需求溫和復甦之際，我們預期消費性相關需求將於 3Q24 保持穩定或略為季增。由於 PC 旺季來臨，相關的訂單預估將於 3Q24 季增，網通相關訂單亦將持續改善。因此，我們預估 3Q24 營收將季增 2.4%，年增 17.7%，而毛利率則預估為 49.5%，季減 1.4 個百分點，年增 7.5 個百分點，係因 PC 和網通應用營收佔比增加，但存貨跌價與呆滯損失回沖利益逐漸消退所致。

2024 年年增 15-20%可期，成長動能延續至 2025 年。鑑於我們預期需求不再惡化，但終端裝置需求亦缺乏強勁成長動能，我們維持 2024 年全年營收 15-20%之年增預估。展望未來，我們對瑞昱 2025 年營收穩健成長深具信心，成長動能來自：(1) PC、消費性電子產品和網通設備出貨量持續復甦；(2) Wi-Fi 規格升級持續；(3)深化發展 Multi-gig 和管理型交換器產品；(4)自 GPON 升級至 XGPON；及(5)車用乙太網營收持續年增。因此，我們預估 2025 年營收將年增 12.9%至 1,288 億元，對比市場共識為 1,287 億元。

存貨跌價與呆滯損失回沖利益減少；較高的營業費用率限縮利潤率上檔空間。由於認列存貨跌價與呆滯損失回沖利益，我們預估 2024 年毛利率為 49.6%，年增 1.0 個百分點。然而，由於先進製程 IC 相關投資增加，營業費用率年增 2.2 個百分點至 38.0%則限縮營業利益率預估於 11.6%。展望 2025 年，我們預計存貨跌價與呆滯損失回沖利益將逐漸減少。然而，由於產品組合的持續改善，毛利率將維持於 40-50%中緣以上水準。加上伴隨營收年增，我們預估營運費用率將於 2025 年降至約 30-40%中緣，2025 年營業利益率上升空間有限。因此，2025 年 EPS 年增率將低於營收年增率。

投資建議

我們將 2024 年 EPS 預估上調至 29.59 元，年增 65.8%，對比市場共識為 27.95 元，以反映 2Q24 財報和毛利率展望優於預期。我們亦略為調升 2025 年 EPS 預估至 32.07 元，年增 8.4%，對比市場共識為 32.97 元。我們的新目標價為 545 元，係基於 17 倍 2025 年 EPS 預估換算得出，先前為 2024-25 年 EPS 預估平均之 17 倍。目前股價交易於 16 倍 2025 年 EPS 預估，我們認為多數成長動能已反應於股價，且風險報酬較不具吸引力，故維持「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	114,124	128,837
營業毛利 (NT\$百萬)	53,188	54,635	40,748	56,614	59,915
營業利益 (NT\$百萬)	17,325	15,724	6,655	13,242	14,104
稅後淨利 (NT\$百萬)	16,853	16,204	9,153	15,176	16,448
每股盈餘 (NT\$)	33.00	31.62	17.85	29.59	32.07
每股現金股利 (NT\$)	27.00	26.00	15.50	25.70	27.85
每股盈餘成長率 (%)	91.4	(4.2)	(43.6)	65.8	8.4
本益比 (x)	15.2	15.9	28.1	17.0	15.7
股價淨值比 (x)	6.6	5.5	6.1	5.0	4.7
EV/EBITDA (x)	12.1	12.7	20.6	12.5	12.3
淨負債比率 (%)	18.3	3.6	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	5.4	5.2	3.1	5.1	5.5
股東權益報酬率 (%)	49.3	37.8	20.6	32.3	30.9

資料來源：公司資料，凱基預估

2Q24 EPS 優於預期。2Q24 毛利率為 50.9%，季持平，但年增 9.2 個百分點，分別高於我們預估和市場共識之 49.7%和 49.7%，主因持續認列存貨跌價與呆滯損失回沖利益。加上營收成長優於預期和業外收入 7.25 億元高於預期，每股盈餘為 8.55 元，季增 40.2%，年增 68.3%，較我們預估與市場共識分別高 13.5%和 20.5%。

圖 1：2Q24 財報暨凱基與市場共識比較

百萬元	2Q24							
	實際值	凱基預估	差異(%)	1Q24	QoQ (%)	2Q23	YoY (%)	市場共識
營收	30,674	28,065	9.3	25,623	19.7	26,291	16.7	27,911
毛利	15,605	13,950	11.9	13,024	19.8	10,968	42.3	13,872
營業利益	3,973	3,342	18.9	2,743	44.8	2,094	89.7	3,303
稅後淨利	4,387	3,864	13.5	3,130	40.2	2,607	68.3	3,634
每股盈餘 (元)	8.55	7.53	13.5	6.10	40.2	5.08	68.3	7.10
毛利率 (%)	50.9	49.7	1.2 pts	50.8	0.0 pts	41.7	9.2 pts	49.7
營利率 (%)	13.0	11.9	1.0 pts	10.7	2.2 pts	8.0	5.0 pts	11.8
淨利率 (%)	14.3	13.8	0.5 pts	12.2	2.1 pts	9.9	4.4 pts	13.0

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 2：3Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	3Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	31,397	30,444	3.1	2.4	17.7	30,209	3.9
毛利	15,541	14,584	6.6	(0.4)	38.6	14,733	5.5
營業利益	3,861	3,320	16.3	(2.8)	94.0	3,658	5.6
稅後淨利	4,378	3,868	13.2	(0.2)	70.2	3,992	9.7
每股盈餘 (元)	8.54	7.54	13.2	(0.2)	70.2	7.72	10.5
毛利率 (%)	49.5	47.9	1.6 pts	(1.4)ppts	7.5 ppts	48.8	0.7 ppts
營利率 (%)	12.3	10.9	1.4 pts	(0.7)ppts	4.8 ppts	12.1	0.2 ppts
淨利率 (%)	13.9	12.7	1.2 pts	(0.4)ppts	4.3 ppts	13.2	0.7 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	114,124	112,851	1.1	19.9	113,382	0.7	128,837	129,319	(0.4)	12.9	128,689	0.1
毛利	56,614	54,897	3.1	38.9	55,536	1.9	59,915	59,562	0.6	5.8	60,048	(0.2)
營業利益	13,242	12,117	9.3	99.0	12,724	4.1	14,104	13,219	6.7	6.5	15,642	(9.8)
稅後淨利	15,176	14,171	7.1	65.8	14,348	5.8	16,448	15,467	6.3	8.4	17,187	(4.3)
每股盈餘 (元)	29.59	27.63	7.1	65.8	27.95	5.9	32.07	30.16	6.3	8.4	32.97	(2.7)
毛利率 (%)	49.6	48.6	1.0 pts	6.8 ppts	49.0	0.6 ppts	46.5	46.1	0.4 ppts	(3.1)ppts	46.7	(0.2)ppts
營利率 (%)	11.6	10.7	0.9 ppts	4.6 ppts	11.2	0.4 ppts	10.9	10.2	0.7 ppts	(0.7)ppts	12.2	(1.2)ppts
淨利率 (%)	13.3	12.6	0.7 ppts	3.7 ppts	12.7	0.6 ppts	12.8	12.0	0.8 ppts	(0.5)ppts	13.4	(0.6)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

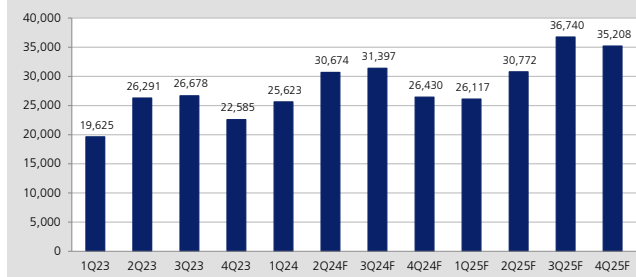
圖 4：公司概况

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

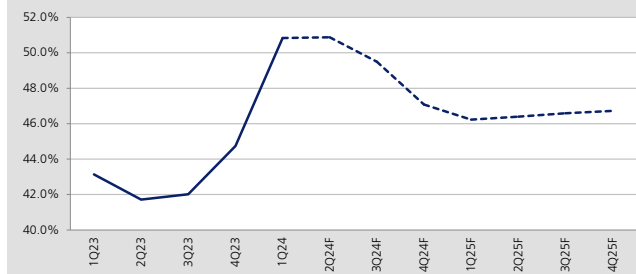
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8：毛利率

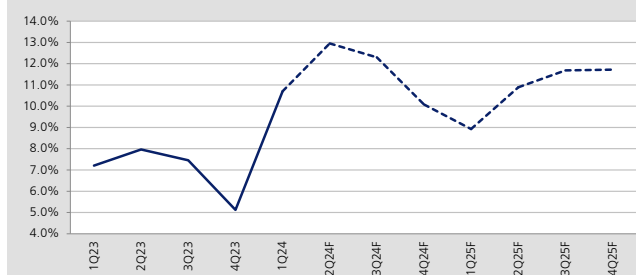
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10：營業利潤率

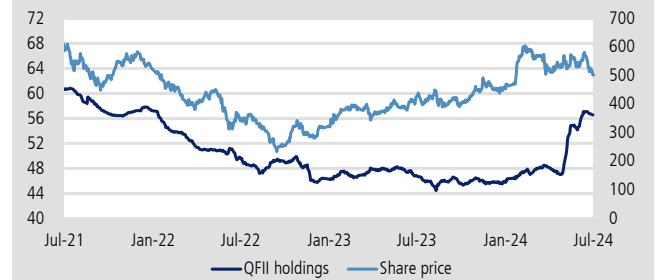
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 5：外資持股

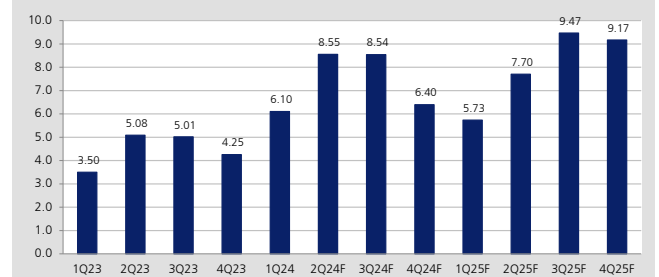
外資持股，百分比(左軸)；股價，元(右軸)



資料來源：TEJ，凱基

圖 7：每股盈利

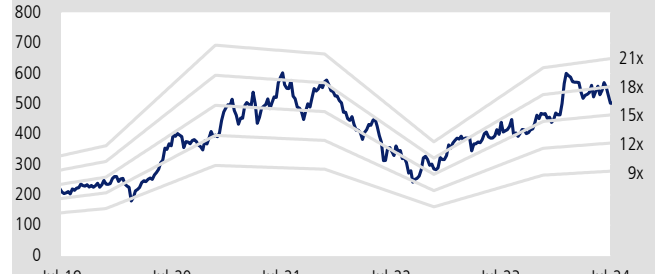
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9：未來 12 個月預估本益比區間

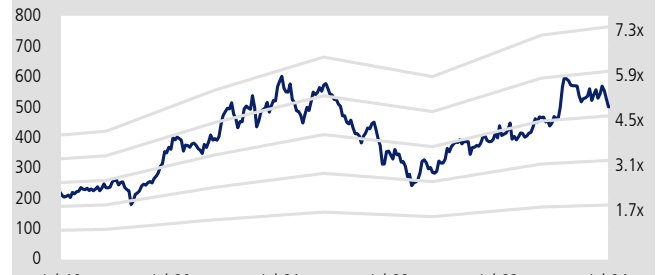
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



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

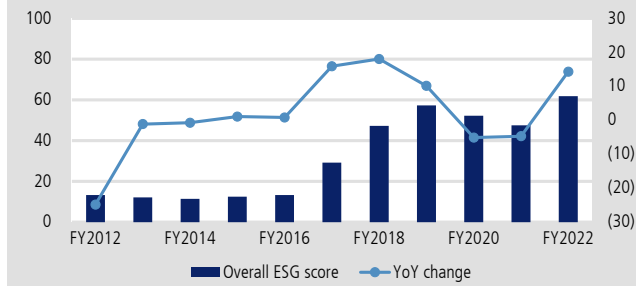
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 12：ESG 整體分數

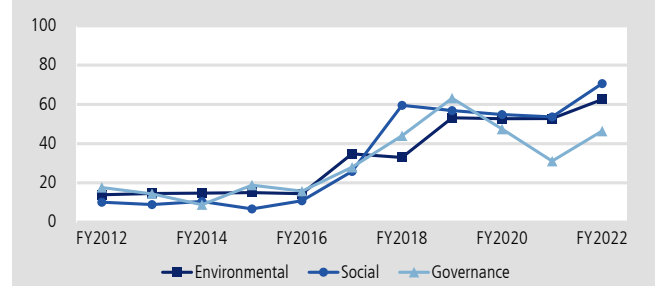
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：ESG 各項分數

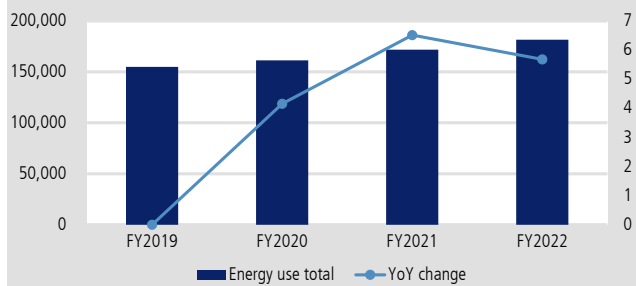
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：能源消耗

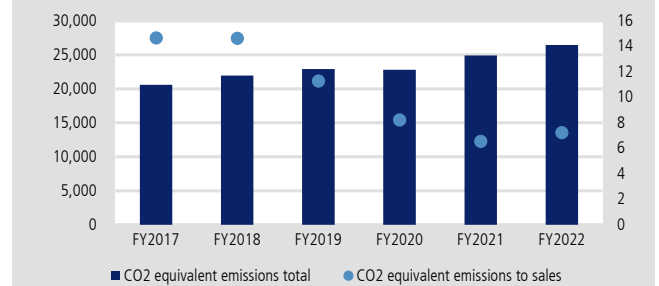
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：碳排量

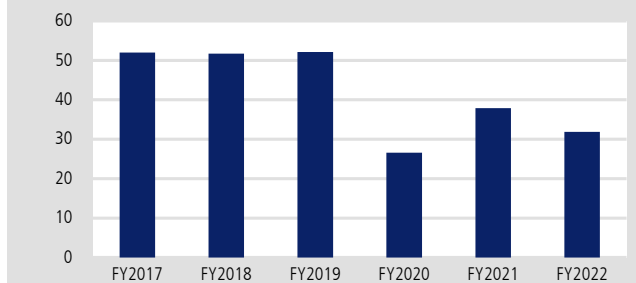
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：廢棄物總量

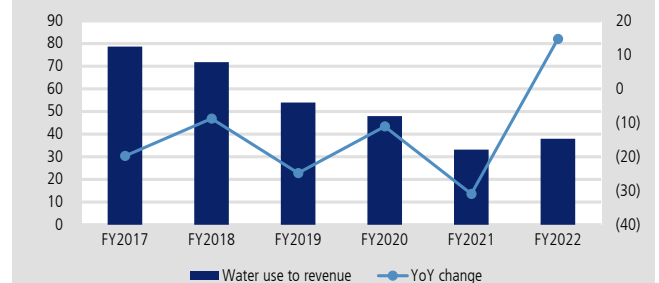
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：耗水量

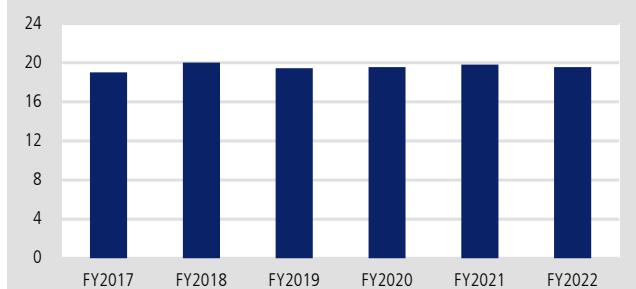
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：性別多樣性

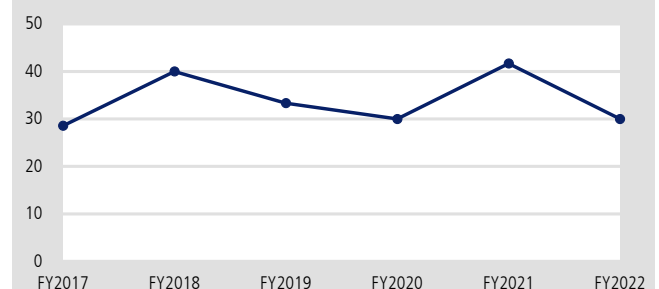
女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：獨立董事

獨立董事比例，百分比



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 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 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

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	25,623	30,674	31,397	26,430	26,117	30,772	36,740	35,208	95,179	114,124	128,837
營業成本	(12,598)	(15,069)	(15,856)	(13,986)	(14,044)	(16,496)	(19,624)	(18,758)	(54,431)	(57,509)	(68,923)
營業毛利	13,024	15,605	15,541	12,444	12,072	14,276	17,116	16,450	40,748	56,614	59,915
營業費用	(10,281)	(11,632)	(11,680)	(9,779)	(9,741)	(10,924)	(12,822)	(12,323)	(34,093)	(43,372)	(45,811)
營業利益	2,743	3,973	3,861	2,665	2,331	3,352	4,294	4,127	6,655	13,242	14,104
折舊	(351)	(294)	(306)	(317)	(327)	(340)	(354)	(368)	(1,308)	(1,268)	(1,389)
攤提	(437)	(348)	(348)	(348)	(348)	(348)	(348)	(348)	(1,716)	(1,480)	(1,391)
EBITDA	3,531	4,615	4,515	3,330	3,006	4,040	4,996	4,843	9,680	15,991	16,885
利息收入	633	691	736	777	751	795	804	812	2,582	2,836	3,163
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	33	-	-
其他營業外收入	17	50	50	50	50	50	50	50	171	167	200
總營業外收入	649	741	786	827	801	845	854	862	2,786	3,002	3,363
利息費用	(41)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)	(247)	(111)	(93)
投資損失	(26)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(47)	(71)	(60)
其他營業外費用	11	22	-	-	-	-	-	-	398	34	-
總營業外費用	(56)	(16)	(38)	(38)	(38)	(38)	(38)	(38)	104	(148)	(153)
稅前純益	3,336	4,698	4,609	3,453	3,094	4,159	5,110	4,951	9,545	16,096	17,314
所得稅費用[利益]	(206)	(311)	(230)	(173)	(155)	(208)	(255)	(248)	(392)	(921)	(866)
少數股東損益	(0)	-	-	-	-	-	-	-	(0)	(0)	-
非常項目前稅後純益	3,130	4,387	4,378	3,281	2,939	3,951	4,854	4,703	9,153	15,176	16,448
非常項目	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	(0)	-
稅後淨利	3,130	4,387	4,378	3,281	2,939	3,951	4,854	4,703	9,153	15,176	16,448
每股盈餘 (NT\$)	6.10	8.55	8.54	6.40	5.73	7.70	9.47	9.17	17.85	29.59	32.07
獲利率 (%)											
營業毛利率	50.8	50.9	49.5	47.1	46.2	46.4	46.6	46.7	42.8	49.6	46.5
營業利益率	10.7	13.0	12.3	10.1	8.9	10.9	11.7	11.7	7.0	11.6	10.9
EBITDA Margin	13.8	15.0	14.4	12.6	11.5	13.1	13.6	13.8	10.2	14.0	13.1
稅前純益率	13.0	15.3	14.7	13.1	11.8	13.5	13.9	14.1	10.0	14.1	13.4
稅後純益率	12.2	14.3	13.9	12.4	11.3	12.8	13.2	13.4	9.6	13.3	12.8
季成長率 (%)											
營業收入	13.5	19.7	2.4	(15.8)	(1.2)	17.8	19.4	(4.2)			
營業毛利	28.9	19.8	(0.4)	(19.9)	(3.0)	18.3	19.9	(3.9)			
營業收益增長	137.2	44.8	(2.8)	(31.0)	(12.5)	43.8	28.1	(3.9)			
EBITDA	82.9	30.7	(2.2)	(26.3)	(9.7)	34.4	23.7	(3.1)			
稅前純益	46.0	40.8	(1.9)	(25.1)	(10.4)	34.4	22.9	(3.1)			
稅後純益	43.5	40.2	(0.2)	(25.1)	(10.4)	34.4	22.9	(3.1)			
年成長率 (%)											
營業收入	30.6	16.7	17.7	17.0	1.9	0.3	17.0	33.2	(14.9)	19.9	12.9
營業毛利	53.9	42.3	38.6	23.1	(7.3)	(8.5)	10.1	32.2	(25.4)	38.9	5.8
營業收益	93.9	89.7	94.0	130.4	(15.0)	(15.6)	11.2	54.9	(57.7)	99.0	6.5
EBITDA	61.4	62.6	65.9	72.5	(14.9)	(12.5)	10.6	45.5	(47.8)	65.2	5.6
稅前純益	78.5	72.7	72.6	51.1	(7.2)	(11.5)	10.9	43.4	(43.6)	68.6	7.6
稅後純益	74.5	68.3	70.2	50.5	(6.1)	(9.9)	10.9	43.4	(43.5)	65.8	8.4

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
資產總額	101,232	113,701	93,815	106,126	113,212
流動資產	86,245	95,492	69,288	80,340	86,239
現金及短期投資	52,891	56,913	43,590	50,093	46,333
存貨	16,549	25,553	11,757	12,867	17,258
應收帳款及票據	15,989	12,013	12,757	15,858	21,125
其他流動資產	817	1,013	1,183	1,523	1,523
非流動資產	14,987	18,209	24,528	25,786	26,973
長期投資	3,958	4,285	8,854	9,505	9,505
固定資產	6,303	7,557	8,754	9,696	10,883
什項資產	4,726	6,367	6,919	6,585	6,585
負債總額	62,280	66,938	51,577	54,442	58,260
流動負債	58,821	62,545	46,246	49,069	52,887
應付帳款及票據	11,443	10,496	7,273	11,189	15,007
短期借款	13,342	13,738	4,250	2,400	2,400
什項負債	34,036	38,310	34,723	35,480	35,480
長期負債	3,459	4,393	5,331	5,373	5,373
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	3,146	3,146
股東權益總額	38,952	46,763	42,238	51,684	54,952
普通股股本	5,107	5,129	5,129	5,129	5,129
保留盈餘	27,378	28,855	24,845	31,813	35,081
少數股東權益	10	10	10	10	10
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	35.7%	6.0%	(14.9%)	19.9%	12.9%
營業收益增長	100.5%	(9.2%)	(57.7%)	99.0%	6.5%
EBITDA	84.7%	(5.6%)	(47.8%)	65.2%	5.6%
稅後純益	91.7%	(3.8%)	(43.5%)	65.8%	8.4%
每股盈餘成長率	91.4%	(4.2%)	(43.6%)	65.8%	8.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	50.4%	48.9%	42.8%	49.6%	46.5%
營業利益率	16.4%	14.1%	7.0%	11.6%	10.9%
EBITDA Margin	18.6%	16.6%	10.2%	14.0%	13.1%
稅後純益率	16.0%	14.5%	9.6%	13.3%	12.8%
平均資產報酬率	18.8%	15.1%	8.8%	15.2%	15.0%
股東權益報酬率	49.3%	37.8%	20.6%	32.3%	30.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	36.8%	33.0%	15.3%	9.0%	8.4%
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	146.3	188.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.5	0.7	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	172.1	87.5	72.3	173.6	144.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.4	1.4	4.0	7.7	5.4
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	1.4	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	7,148	1,697	(3,791)	(9,586)	(5,827)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	33.00	31.62	17.85	29.59	32.07
每股現金盈餘 (NT\$)	35.94	37.19	34.89	37.50	26.11
每股淨值 (NT\$)	76.26	91.16	82.34	101.19	107.59
調整後每股淨值 (NT\$)	76.26	91.24	82.34	100.76	107.13
每股營收 (NT\$)	206.59	218.16	185.58	222.52	251.21
EBITDA/Share (NT\$)	38.43	36.16	18.87	31.18	32.92
每股現金股利 (NT\$)	27.00	26.00	15.50	25.70	27.85
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.18	1.04	0.92	1.14	1.17
應收帳款周轉天數	55.3	39.2	48.9	50.9	59.8
存貨周轉天數	115.5	163.2	78.8	81.9	91.4
應付帳款周轉天數	79.8	67.0	48.8	71.2	79.5
現金轉換周轉天數	90.9	135.4	79.0	61.5	71.8

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
營業收入	105,504	111,790	95,179	114,124	128,837
營業成本	(52,316)	(57,155)	(54,431)	(57,509)	(68,923)
營業毛利	53,188	54,635	40,748	56,614	59,915
營業費用	(35,864)	(38,911)	(34,093)	(43,372)	(45,811)
營業利益	17,325	15,724	6,655	13,242	14,104
總營業外收入	552	1,340	2,786	3,002	3,363
利息收入	326	951	2,582	2,836	3,163
投資利益淨額	12	61	33	-	-
其他營業外收入	213	328	171	167	200
總營業外費用	(302)	(142)	104	(148)	(153)
利息費用	(107)	(218)	(247)	(111)	(93)
投資損失	(12)	(21)	(47)	(71)	(60)
其他營業外費用	(183)	97	398	34	-
稅前純益	17,575	16,922	9,545	16,096	17,314
所得稅費用[利益]	(722)	(718)	(392)	(921)	(866)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	(0)	-
非常項目	-	0	0	(0)	-
稅後淨利	16,853	16,204	9,153	15,176	16,448
EBITDA	19,626	18,528	9,680	15,991	16,885
每股盈餘 (NT\$)	33.00	31.62	17.85	29.59	32.07

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	18,352	19,058	17,896	19,232	13,389
本期純益	16,853	16,204	9,153	15,176	16,448
折舊及攤提	2,301	2,804	3,025	2,749	2,781
本期運用資金變動	(9,811)	(5,941)	9,803	(295)	(5,840)
其他營業資產及負債變動	9,009	5,991	(4,084)	1,604	-
投資活動之現金流量	(14,033)	(595)	1,084	(5,699)	(3,968)
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)	-	-	(1,280)	-
資本支出淨額	(2,510)	(2,680)	(2,167)	(2,376)	(2,577)
其他資產變動	(1,864)	(3,507)	(1,443)	(2,043)	(1,391)
自由現金流	5,291	7,613	15,326	11,082	6,371
融資活動之現金流量	(4,337)	(12,838)	(22,939)	(9,833)	(13,180)
短期借款變動	1,885	396	(9,488)	(1,850)	-
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)	(13,180)
其他融資現金流	(90)	(98)	(115)	(34)	-
匯率影響數	(81)	932	472	245	-
本期產生現金流量	(99)	6,557	(3,486)	3,945	(3,759)

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%	38.0%	35.6%
= 營業利益率	16.4%	14.1%	7.0%	11.6%	10.9%
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
= 資本周轉率	(20.7)	(287.9)	(17.8)	(46.4)	28.2
營業利益率	16.4%	14.1%	7.0%	11.6%	10.9%
x 資本周轉率	(20.7)	(287.9)	(17.8)	(46.4)	28.2
x (1 - 有效現金稅率)	95.9%	95.8%	95.9%	94.3%	95.0%
= 稅後 ROIC	(326.6%)	(3877.3%)	(119.2%)	(507.7%)	293.3%

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
2024-04-21	持有	520	552
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

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	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。
未評等 (R)	
*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，過後若有變更時，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。