

# 瑞祺電通(6416)

## Downgrade to HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

### 元富投顧研究部

研究員 蕭淑君 Justina Hsiao

shuchun@masterlink.com.tw

### 評等

日期:	2024/11/20
目前收盤價 (NT\$):	141.5
目標價 (NT\$):	125
52 週最高最低(NT\$):	92.2-162.5
加權指數:	22848.8

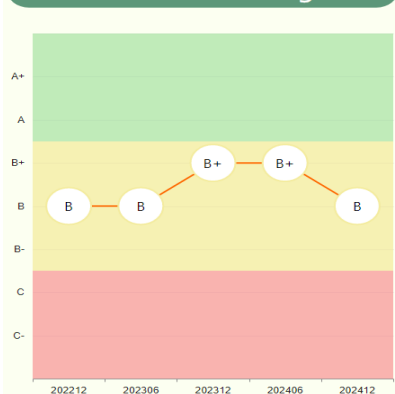
### 公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	733
市值 (NT\$/mn):	10,370
市值 (US\$/mn):	346
20 日平均成交量(仟股):	687
PER (2024):	30
PBR (2024):	3.00
外資持股比率:	6.75
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-12.4	19.9	17.9
加權指數報酬率	-2.7	2.0	7.5

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	BUY
目標價 (NT\$)	125	180
營業收入 (NT\$/mn)	4222	4374
毛利率 (%)	24.1	24.1
營益率 (%)	8.3	9.6
EPS (NT\$)	4.68	5.45
BVPS(NT\$)	51.03	51.8

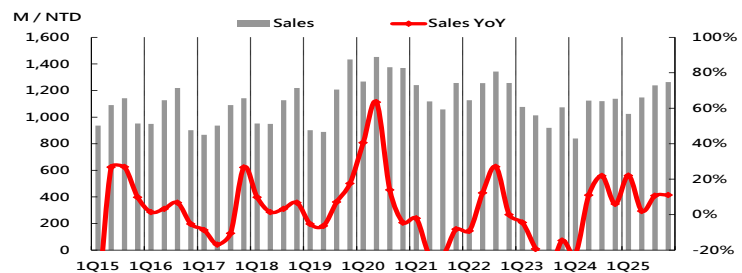
### 近五期TESG Rating



## 美國電信商訂單動能延後，評價合理

- **2024 年美國電信商動能延後，EPS 下修至 4.68 元：**隨著美國電信商 X86 訂單動能延後，導致累計前三季營收 33.94 億元，YOY+1.94%，僅微幅成長低於我們原預期雙位數成長格局。獲利方面，總部搬遷/經銷轉直接出貨/高階產品發展，營業淨利率將較去年下降，元富預估 2024 年營收 42.22 億元，YOY+3.4%，毛利率 24.1%，營業利益率 8.3%較 2023 年下降 1 個百分點，稅後淨利 3.43 億元，YOY+6.2%，EPS 4.68 元低於預期。
- **2025 年電信商訂單放量及 2HCSP 廠訂單，目標雙位數成長：**營運動能來自電信訂單放量，預期營收、毛利率及營益率雙位數增長，成長動能二項訂單：1. 新世代 ADC 高階高單價產品陸續量產並將在 2025 年放量。OT 產品線由晶圓製擴展到封裝製程，並已收到 2025 年訂單。2. 美國美國電信交換器大單，因客戶改設計導致出貨延後，將在 2025 年量產。綜合上述，預估 2025 年營收 46.75 億元，YOY+10.71%，EPS 5.67 元。
- **買進轉至中立評等：**美國電信商訂單動能不如預期，預估 2024、2025 年 EPS 4.68 元及 5.67 元，目標價 125 元(22X2025EPS)，評價並未偏低，評等買進轉至中立。

Exhibit 1: 營收與營收 YOY



Source : Masterlink

Exhibit 2: TESG 企業永續指標

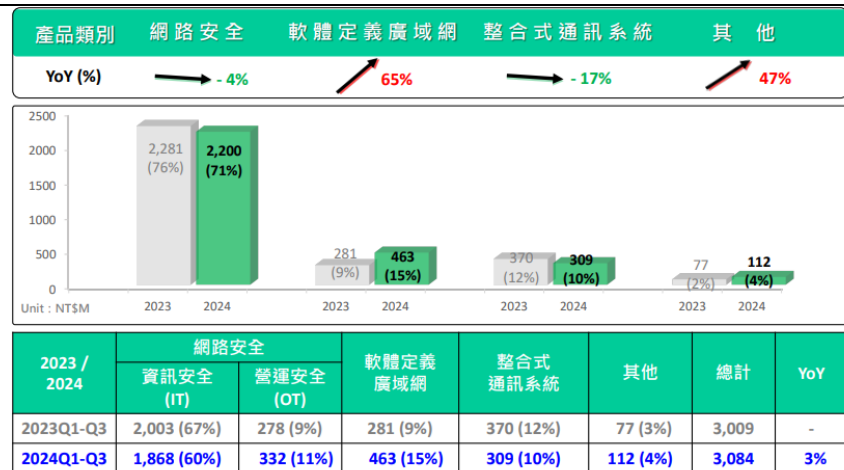


Source : TEJ

## 雙鴻為國內散熱龍頭廠

瑞祺電產品為網路安全工業電腦製造廠，屬於樺漢子公司，樺漢集團持股 31.7%。公司累計 3Q24 產品線主要分為 4 類：網路安全管理與通訊系統(如防火牆、聯合防禦系統、虛擬私人網路、入侵偵測及預防系統、無線網路開道伺服器、應用交付控制器、廣域網最佳控制器)71%、軟體定義廣域網 15%、整合式通訊系統 10%及其他（如：4G、5G Switch）2%。

Exhibit 3: 營收結構



Sources: Company

## 2024 年獲利下修

隨著美國電信商 X86 訂單動能延後，導致累計前三季營收 33.94 億元，YOY+1.94%，僅微幅成長低於我們原預期雙位數成長格局。獲利方面，總部搬遷/經銷轉直接出貨/高階產品發展，營業淨利率將較去年下降，元富預估 2024 年營收 42.22 億元，YOY+3.4%，毛利率 24.1%，營業利益率 8.3%較 2023 年下降 1 個百分點，稅後淨利 3.43 億元，YOY+6.2%，EPS 4.68 元低於預期。

## 2025 年電信商訂單放量及 2HCSP 廠訂單，目標雙位數成長

展望 2025 年，營運動能來自電信訂單放量，預期營收、毛利率及營益率雙位數增長，分述如下：

1. 網路安全方面，新世代 ADC 高階高單價產品陸續量產並將在 2025 年放量。OT 產品線由晶圓製擴展到封裝製程，並已收到 2025 年訂單。新商模將於日本/印度與軟體策略夥伴共同推展解決方案之銷售，並配合模漢母集團東南亞開拓藍圖，奠定中長期成長基石。營業費用率由 2024 年 13%降至 10-11%
2. 軟體定義廣域網方面，累計前三季成長幅度 65%，動能來自雲端功能安全存取服務邊緣(SASE，X-86 Based)產品線預計出貨持續成長。新增專業家用網安新應用市場的產品，預期 2025 年放量。多重無線產品增加低軌衛星延伸應用。
3. 美國美國電信交換器大單，因客戶改設計導致出貨延後，將在 2025 年量產。另外，公司推出電信與 AI 大數據所需的 DPU 產品，也將挹注營收。

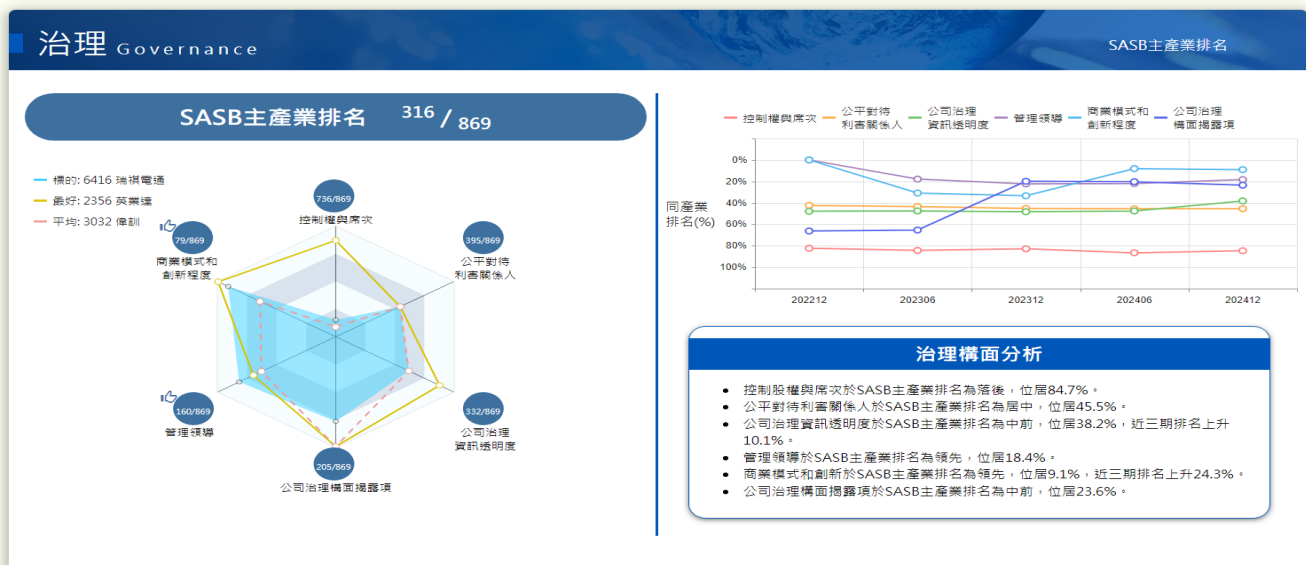
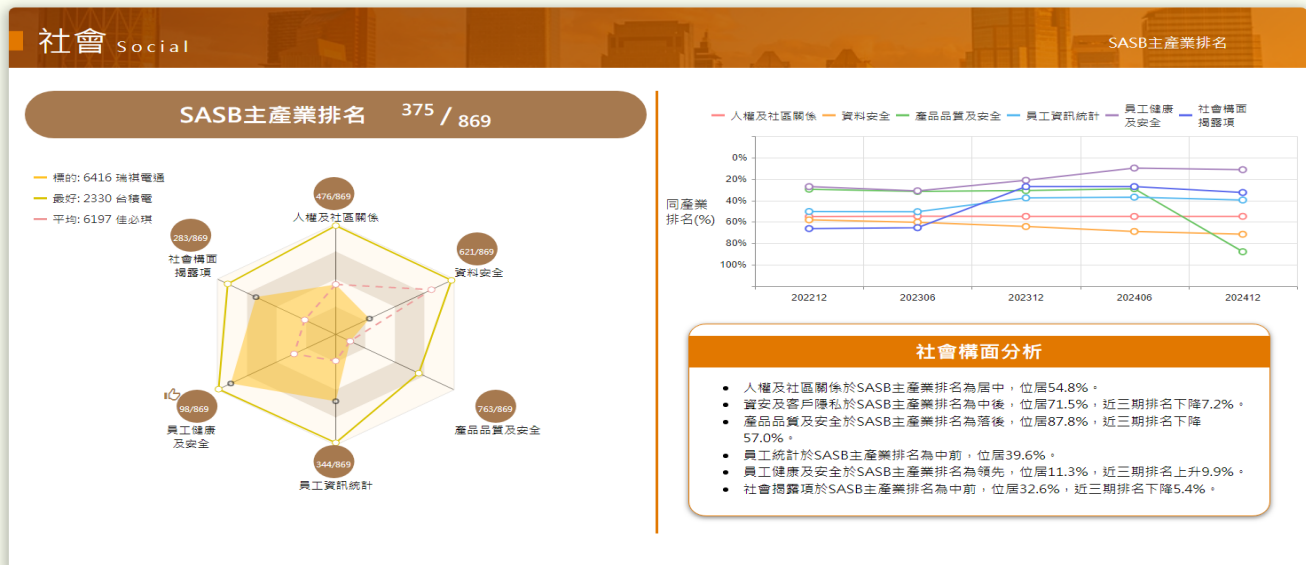
綜合上述，元富認為原本期待濫階產品訂單動能不如預期，2024 年 EPS 由

EPS 5.45 元下修至 EPS 4.68 元；2025 年預估營收 46.75 億元，  
YOY+10.71%，EPS 5.67 元，不如預期。

## 買進轉至中立評等

美國電信商訂單動能不如預期，預估 2024、2025 年 EPS 4.68 元及 5.67 元，  
目標價 125 元(22X2025EPS)，評等買進轉至中立。

TESG 企業永續指標(分項指標)



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	4,983	4,082	4,222	4,675	
COGS	3,861	3,089	3,205	3,534	
Gross profit	1,122	994	1,018	1,141	
Operating expense	619	616	668	699	
<b>Operating profit</b>	<b>503</b>	<b>378</b>	<b>349</b>	<b>442</b>	
Total non-operate. Inc.	73	32	76	80	
Pre-tax profit	576	410	425	522	
Total Net profit	453	321	340	415	
Minority	24	-1	-3	0	
<b>Net Profit</b>	<b>428</b>	<b>323</b>	<b>343</b>	<b>415</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>5.85</b>	<b>4.40</b>	<b>4.68</b>	<b>5.67</b>	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	6.6	(18.1)	3.4	10.7	
Gross profit	21.3	(11.5)	2.4	12.1	
Operating profit	64.4	(24.8)	(7.6)	26.6	
Pre-tax profit	78.3	(28.8)	3.8	22.8	
Net profit	95.1	(24.7)	6.2	21.2	
EPS	95.0	(24.8)	6.3	21.2	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	22.5	24.3	24.1	24.4	
Operating	10.1	9.3	8.3	9.5	
EBITDA	13.1	12.2	11.5	11.3	
Pre-tax	11.6	10.0	10.1	11.2	
<b>Net</b>	<b>8.6</b>	<b>7.9</b>	<b>8.1</b>	<b>8.9</b>	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	678	-815	-461	-275	
Marketable securities	0	1,436	1,436	1,436	
A/R & N/R	860	2,041	2,111	2,338	
Inventory	2,764	606	641	707	
Others	237	225	225	225	
Total current asset	4,538	3,493	3,951	4,430	
Long-term invest.	54	54	54	54	
Total fixed assets	86	629	709	794	
Total other assets	622	622	622	622	
<b>Total assets</b>	<b>5,299</b>	<b>4,797</b>	<b>5,336</b>	<b>5,900</b>	
Short-term Borrow	40	31	331	631	
A/P & N/P	858	772	801	884	
Other current liab.	749	221	293	360	
Total current liab.	1,647	1,024	1,425	1,874	
L-T borrows	22	169	169	169	
Other L-T liab.	86	0	0	0	
<b>Total liability.</b>	<b>1,755</b>	<b>1,193</b>	<b>1,594</b>	<b>2,043</b>	
Common stocks	732	732	733	733	
Reserves	1,431	1,431	1,431	1,431	
Retain earnings	1,382	1,440	1,577	1,692	
<b>Total Equity</b>	<b>3,545</b>	<b>3,603</b>	<b>3,741</b>	<b>3,856</b>	
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>5,299</b>	<b>4,797</b>	<b>5,336</b>	<b>5,900</b>	

Comprehensive Quarterly Income Statement					
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	839	1,125	1,120	1,138	
Gross profit	208	259	274	276	
Operating profit	55	96	103	97	
Total non-ope inc.	27	20	9	20	
Pre-tax profit	82	115	112	117	
Net profit	66	95	88	93	
EPS	0.91	1.30	1.20	1.28	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Net sales	(22.0)	11.0	21.9	6.0	
Gross profit	(23.7)	3.3	24.5	10.6	
Operating profit	(56.8)	(6.8)	47.7	21.5	
Net profit	(30.4)	(7.5)	20.5	81.0	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Net sales	(21.8)	34.0	(0.4)	1.6	
Gross profit	(16.6)	24.5	5.7	0.7	
Operating profit	(31.3)	74.9	7.3	(5.7)	
Net profit	28.7	43.4	(7.6)	6.1	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Gross	24.8	23.1	24.5	24.2	
Operating	6.5	8.5	9.2	8.5	
<b>Net</b>	<b>7.9</b>	<b>8.5</b>	<b>7.9</b>	<b>8.2</b>	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	428	323	343	415	
Dep & Amort	91	90	86	86	
Investment income	0	0	0	0	
Changes in W/C	-523	682	-76	-210	
Other adjustment	410	-54	100	100	
<b>Cash flow – ope.</b>	<b>407</b>	<b>1,041</b>	<b>452</b>	<b>391</b>	
Capex	-10	-543	-80	-85	
Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Other adjustment	-188	-98	0	0	
<b>Cash flow – inve.</b>	<b>-198</b>	<b>-641</b>	<b>-80</b>	<b>-85</b>	
Free cash flow	397	498	372	306	
Inc. (Dec.) debt	17	290	300	300	
Cash dividend	-146	-264	-205	-300	
Other adjustment	-56	-415	-114	-119	
<b>Cash flow – Fin.</b>	<b>-186</b>	<b>-390</b>	<b>-19</b>	<b>-119</b>	
Exchange influence	11	-9	0	0	
<b>Change in Cash</b>	<b>34</b>	<b>1</b>	<b>354</b>	<b>187</b>	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
ROA	8.35	6.39	6.76	7.39	
ROE	12.65	9.03	9.33	10.93	

#### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 5 of 5