



玉山投顧
E.SUN Investment Consulting

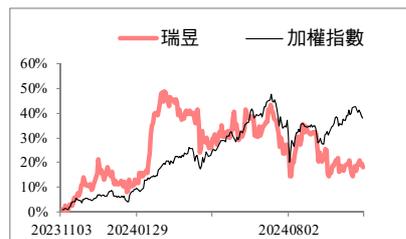
核心觀點

瑞昱受惠乙太網需求、交換器市佔增加、網路規格升級，帶動營運成長，但存貨回沖利益減少，造成毛利率降低，預估 2025 年 EPS 31.51 元，維持「逢低買進」之投資評等。

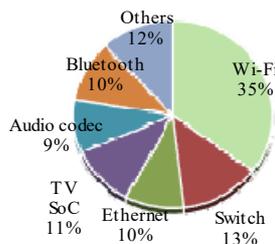
交易資料

收盤價	478.50
市值(億元)	2,454.20
流通在外股數(百萬股)	512.90
本益比(2025F)	15.19
股價淨值比	4.73
240 日股價(低/均/高)	404/507.8/620
60 日均成交額(百萬元)	1,160.91

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	21%至 35%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	41%至 60%

資料來源：證基會

副理：陳冠宇
skyevo111-71448@esunsec.com.tw

研究報告

瑞昱(2379.TT)

逢低買進(維持)

TP：535

營收受惠網路規格升級與新品成長，但存貨回沖減少影響毛利率

重要訊息

瑞昱公布24Q3財報，毛利率51.36%，稅後淨利達43.75億元，稅後EPS 8.53元。

玉山觀點

24Q3受惠存貨回沖利益與產品組合改善，獲利優於預期。24Q3營收307.52億元，QoQ+0.3%，YoY+15.3%，網路和汽車領域持續成長，抵銷消費性電子產品需求下滑，毛利率51.36%，優於預估的50.81%，主因存貨回沖利益與產品組合改善，其中存貨回沖利益貢獻2~3個百分點，加上業外受惠利息收入增加達7.59億元，稅後EPS 8.53元，優於預估的8.21元。

24Q4步入傳統淡季營收季減，存貨回沖利益減少。展望24Q4，進入傳統淡季營收將減少，由於客戶與通路商庫存管理謹慎，預估存貨回沖利益對毛利率貢獻將減弱，儘管中國在九月宣布經濟刺激方案，對家電價格補貼，我們認為主要反映在TV SoC、Wi-Fi、藍芽IC，整體貢獻有限，預估營收278.81億元，QoQ-9.3%，YoY+23.4%，毛利率48.86%，稅後EPS 6.51元。

2025年營運持續成長，主要來自網通規格升級、新品加入。就主要產品線來看：(1)乙太網晶片在2025年的出貨量和營收預計將持續成長，主要受惠2.5 Gigabit的乙太網晶片在PC、工作站及電信標案的規格升級；至於車用乙太網受惠成本優勢與安全考量，帶動市佔持續增加；(2)交換器產品受到全球通信標案的推動，下半年需求優於上半年，整體來看，管理型交換器及新產品(multiport 2.5 Gigabit、10G/25G)取得更多市占率帶來成長動能；(3)Wi-Fi出貨在PC、消費性電子、網通持續增加，主要來自Wi-Fi 6逐漸取代Wi-Fi 5、中國經濟刺激方案與新的全球電信專案，預估今年Wi-Fi 6在PC、路由器滲透率約70~80%，明年有望成長至80~90%，至於Wi-Fi 7鎖定高階路由器與PC上，預估今年滲透率不到5%，明年有望倍增達10%。

投資建議

瑞昱受惠乙太網需求成長、交換器市佔增加、網路規格升級趨勢，帶動營運持續成長，但由於存貨回沖利益減少，造成毛利率降低，預估2025年EPS 31.51元，目前約15倍本益比，評價合理，維持「逢低買進」之投資評等。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	25,623	30,674	30,752	27,881	114,930	125,873
YoY	30.56%	16.67%	15.27%	23.45%	20.75%	9.52%
毛利率	50.83%	50.87%	51.36%	48.86%	50.51%	48.55%
營益率	10.71%	12.95%	12.70%	10.05%	11.68%	11.62%
稅後淨利	3,130	4,387	4,375	3,340	15,231	16,161
EPS(元)	6.10	8.55	8.53	6.51	29.70	31.51

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	27,881	26,942	28,862	27,108	(3.40)	(0.61)
毛利	13,624	13,048	13,780	13,164	(1.13)	(0.88)
營業利益	2,802	2,563	2,227	2,362	25.77	8.53
稅前淨利	3,553	3,241	3,020	3,052	17.66	6.20
稅後淨利	3,340	3,040	2,810	2,860	18.86	6.30
每股盈餘(元)	6.51	5.93	5.49	5.60	18.55	5.91
財務比率(%)						
毛利率	48.86	48.43	47.74	48.56	1.12	(0.13)
營益率	10.05	9.51	7.72	8.71	2.33	0.80
淨利率	12.74	12.03	10.46	11.26	2.28	0.77

資料來源：玉山投顧(2024/10)

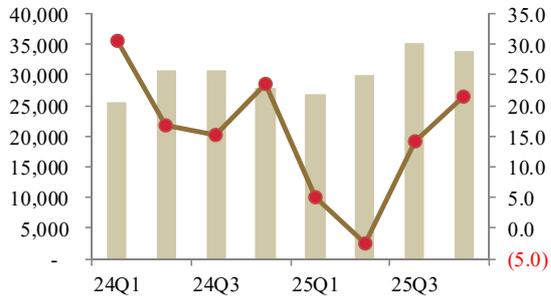
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	25,623	30,674	30,752	27,881	114,930	26,942	29,941	35,141	33,848	125,873
營業毛利	13,024	15,605	15,795	13,624	58,048	13,048	14,557	17,102	16,404	61,112
營業費用	10,281	11,632	11,889	10,822	44,624	10,485	11,766	12,317	11,919	46,487
營業利益	2,743	3,973	3,906	2,802	13,424	2,563	2,791	4,785	4,486	14,624
淨業外收支	593	725	759	751	2,829	678	638	657	631	2,605
稅前淨利	3,337	4,698	4,665	3,553	16,253	3,241	3,429	5,442	5,117	17,229
稅後淨利	3,130	4,387	4,375	3,340	15,231	3,040	3,216	5,104	4,799	16,161
EPS(元)	6.10	8.55	8.53	6.51	29.70	5.93	6.27	9.95	9.36	31.51
財務比率										
毛利率	50.83	50.87	51.36	48.86	50.51	48.43	48.62	48.67	48.46	48.55
營業利益率	10.71	12.95	12.70	10.05	11.68	9.51	9.32	13.62	13.25	11.62
稅前淨利率	13.02	15.32	15.17	12.74	14.14	12.03	11.45	15.48	15.12	13.69
YoY(%)										
營業收入	30.56	16.67	15.27	23.45	20.75	5.15	(2.39)	14.28	21.40	9.52
營業毛利	53.84	42.27	40.90	34.82	42.45	0.18	(6.72)	8.27	20.41	5.28
營業利益	93.93	89.70	96.26	142.08	101.67	(6.57)	(29.76)	22.49	60.10	8.94
稅前淨利	78.53	72.64	74.70	55.44	70.25	(2.86)	(27.01)	16.64	44.01	6.00
稅後淨利	74.5	68.28	70.08	53.21	66.42	(2.86)	(26.68)	16.68	43.70	6.10
QoQ(%)										
營業收入	13.45	19.71	0.25	(9.33)		(3.37)	11.13	17.37	(3.68)	
營業毛利	28.89	19.81	1.22	(13.75)		(4.23)	11.56	17.49	(4.08)	
營業利益	137.05	44.82	(1.67)	(28.28)		(8.51)	8.87	71.46	(6.26)	
稅前淨利	45.99	40.79	(0.70)	(23.84)		(8.77)	5.79	58.69	(5.97)	
稅後淨利	43.58	40.16	(0.29)	(23.65)		(8.97)	5.79	58.69	(5.97)	

資料來源：玉山投顧(2024/10)

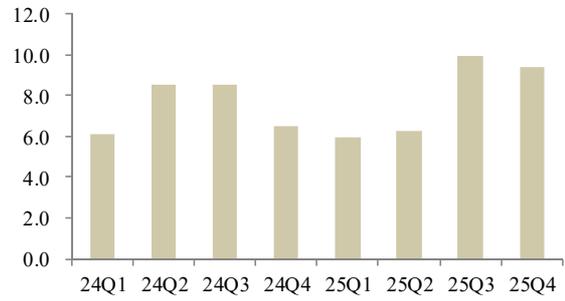
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



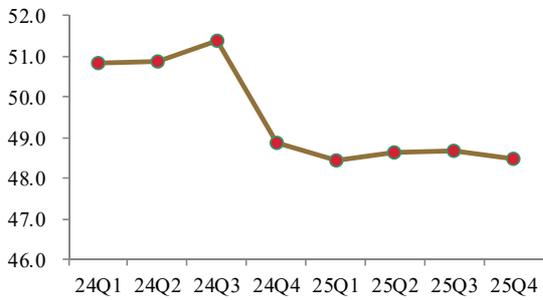
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



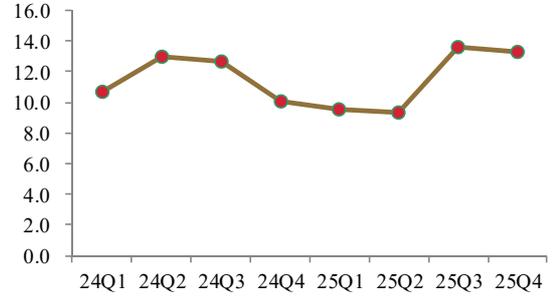
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



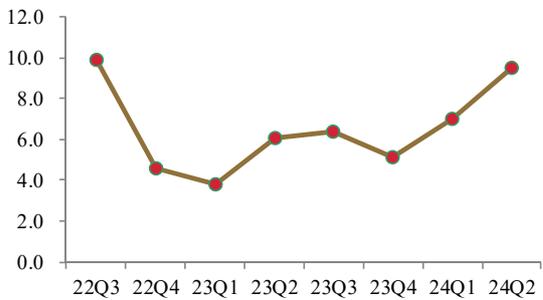
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



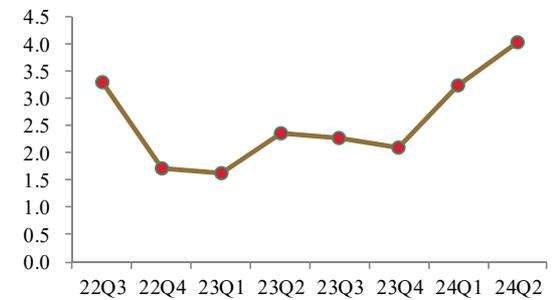
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

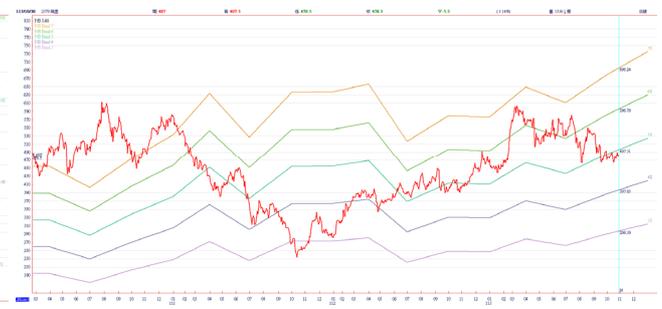
(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/10)

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	111,790	95,179	114,930	125,873
營業成本	57,155	54,429	56,882	64,761
營業毛利	54,635	40,750	58,048	61,112
營業費用	38,911	34,093	44,624	46,487
營業利益	15,724	6,657	13,424	14,624
營業外收支淨額	1,198	2,890	2,829	2,605
稅前淨利	16,922	9,546	16,253	17,229
稅後淨利	16,204	9,152	15,231	16,161
普通股股本	5,129	5,129	5,129	5,129
EPS(元)	31.63	17.84	29.70	31.51
年成長率				
營收	6.0%	-14.9%	20.8%	9.5%
營業利益	-9.2%	-57.7%	101.7%	8.9%
稅前淨利	-3.7%	-43.6%	70.3%	6.0%
母公司稅後淨利	-3.8%	-43.5%	66.4%	6.1%
獲利能力比率				
毛利率	48.9%	42.8%	50.5%	48.6%
營業利益率	14.1%	7.0%	11.7%	11.6%
稅前淨利率	15.1%	10.0%	14.1%	13.7%
稅後淨利率	14.5%	9.6%	13.3%	12.8%

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	95,492	69,288	76,942	82,969
現金及約當現金	13,754	10,268	12,835	16,044
存貨	25,553	11,757	14,197	15,548
應收帳款及票據	12,013	12,757	15,404	16,871
其他流動資產	44,172	34,505	34,505	34,505
長期投資	171	132	132	132
固定資產	7,557	8,754	9,139	9,631
其他長期資產	10,491	15,650	15,650	15,650
資產總額	113,701	93,815	101,854	108,373
流動負債	62,545	46,246	47,466	51,985
應付帳款及票據	10,340	6,904	8,337	9,130
短期借款	13,738	4,250	5,132	5,621
什項負債	38,467	35,092	36,018	39,447
非流動負債	4,393	5,331	4,590	4,533
負債總額	66,938	51,577	52,056	56,519
普通股股本	5,129	5,129	5,129	5,129
資本公積	1,045	542	542	542
保留盈餘	37,893	33,728	35,624	37,680
股東權益總額	46,763	42,238	49,798	51,854

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	16,922	9,546	16,253	17,229
折舊及攤提費用	2,804	2,012	2,012	2,012
本期營運資金變動	(1,741)	9,615	(3,654)	(2,025)
其他項目	1,073	914	1,103	1,208
營運活動之現金流量	19,058	22,087	15,714	18,424
資本支出	(2,451)	(2,290)	(2,396)	(2,503)
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	2,085	(418)	(3,631)	134
投資活動之現金流量	(366)	(2,709)	(6,027)	(2,368)
短期借款及票券變動	396	(9,488)	882	489
舉措/償還長期借款	711	0	0	0
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	(13,847)	(13,848)	(8,001)	(13,335)
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	(12,838)	(23,336)	(7,119)	(12,847)
匯率影響數	703	472	0	0
本期現金流量	6,557	(3,486)	2,567	3,209
期末現金及約當現金	13,754	10,268	12,835	16,044

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	58.9%	55.0%	51.1%	52.2%
槓桿比率	143.1%	122.1%	104.5%	109.0%
流動比率	152.7%	149.8%	162.1%	159.6%
速動比率	111.8%	124.4%	132.2%	129.7%
存貨週轉率(次)	2.72	2.92	4.38	4.35
存貨週轉天數	132.59	123.38	82.13	82.67
應收帳款週轉率(次)	1.54	1.55	8.16	7.80
應收帳款週轉天數	51.35	46.13	44.11	46.15
總資產週轉率(次)	0.98	1.01	1.13	1.16
淨值週轉率(次)	2.39	2.25	2.31	2.43
股東權益報酬率	37.8%	20.6%	33.1%	31.8%
總資產報酬率	15.1%	8.8%	15.6%	15.4%
OCF/流動負債	31.4%	40.6%	33.5%	37.1%
每股比率				
每股淨值(元)	57.68	76.25	97.09	101.10
每股營收(元)	217.97	185.57	224.08	245.41
每股盈餘(元)	31.63	17.84	29.70	31.51
每股現金股利(元)	27.00	15.60	26.00	27.50
現金股利配發率	85.4%	87.4%	87.6%	87.3%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法