

瑞昱 (2379 TT) Realtek

2025 年營運達新高 兼具殖利率概念

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$580.0

收盤價 (2024/12/05) : NT\$513.0

隱含漲幅 : 13.1%

營收組成 (3Q24)

PC 33%、Non PC 67%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	580.0	580.0
2024年營收 (NT\$/十億)	113.5	114.7
2024年EPS	29.0	29.1

交易資料表

市值	NT\$263,120百萬元
外資持股比率	49.8%
董監持股比率	3.2%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$96.89
負債比	61.0%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	95,179	113,514	129,935	140,056
營業利益	6,655	13,111	15,259	16,733
稅後純益	9,153	14,890	16,945	18,322
EPS (元)	17.84	29.03	33.04	35.73
EPS YoY (%)	-43.5	62.7	13.8	8.1
本益比 (倍)	28.8	17.7	15.5	14.4
股價淨值比 (倍)	6.2	5.3	4.8	4.4
ROE (%)	20.6	30.0	31.0	30.9
現金殖利率 (%)	3.0%	4.5%	5.2%	5.6%
現金股利 (元)	15.50	23.23	26.43	28.58

陳娟娟

Chuanchuan.Chen@yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ 4Q24 受到淡季、客戶年底庫存態度保守，預估營收季減 14%。展望 1Q25 網通、車用規格升級持續、PC 恢復拉貨，營收動能明顯轉強。
- ◆ 2025 年主要成長來自網通、車用規格升級、新應用，推升營運新高。
- ◆ 維持買進、目標價 580 元，基於目前評價落於長期低檔區，過往股息配發率>8 成，兼具殖利率概念。

累計前 3Q24 EPS 23.19 元，其中來自存貨迴轉挹注 5 元

累計前 3Q24 營收 YoY 成長 20%，主要成長來自乙太網，包括 PC、網通、車用、標案等庫存回補及規格升級。毛利率年增 8.8 個百分點達 51%，排除庫存跌損迴轉利益後，實際毛利率落在 47~48%，主要來自產品優化。費用率年增 4.2 個百分點達 38.8%，主因為佈局 AI Server 相關 RD 投入，EPS 23.19 元/年增 70%，其中前三季來自存貨迴轉利益約 28 億元/EPS 影響值約 5 元。預期存貨迴轉利益將延續至 4Q24，但影響將遞減。

4Q24 季節性效應顯著，1Q25 營收恢復動能

4Q24 儘管來自規格升級、網通、車用應用需求維持強勁，但反映傳統季節性效應及客戶對存貨態度保守，其中 PC 下修幅度較大，主因在於 1H24 積極備貨，目前進行存貨調整。消費性受中國補貼政策而有急單，但對整體挹注不大，因此，預估 4Q24 營收分別季減 14%、年增 17%，毛利率受庫存迴轉利益遞減而估計季減 2 個百分點達 49.4%，費用率估計持平，推估 EPS 5.85 元，季減 32%/年增 38%，較前次報告下修 2%，係因季節性效應較前次預估來得顯著。然中國近期釋出刺激經濟政策陸續有好轉跡象。另外，網通、車用規格升級持續及來自印度的消費性、網通應用之商機，預期 1Q25 營收季增 12%，優於過往季增個位數百分比之季節性 pattern。

2025 年景氣復甦、規格升級、新興應用推升營運新高

展望 2025 年營收主要動能來自網通規格/基建升級、車用乙太網滲透率提升及新應用領域擴展，包括 2.5G/5G 乙太網路、10G PON、管理型 Switch、WiFi 6/6E/7 世代交替等，中長期持續看好 10G PON、WiFi 7 將會提升 Multi Giga 需求。WiFi 7 開始出貨，主要應用高階 PC/router，惟目前 WiFi 7 價格高於 WiFi 6 約 1 倍以上，估計 2024/2025 年市場滲透率分別為<5%、5~10%。AI/ARM PC 目前對公司效益不大，但可望帶動 Audio codec、Camera、HDMI 高階產品比重提升。本中心預估 2024/25F EPS 29.03/33.04 元，分別年增 63%/14%，調整不大，雖然消費性產品復甦力道偏弱，但毛利率有上調空間。

營運分析

4Q24 季節性效應顯著，1Q25 營收恢復動能

4Q24 儘管來自規格升級、網通、車用應用需求維持強勁，但反映傳統季節性效應及客戶對存貨態度保守，其中 PC 下修幅度較大，主因在於 1H24 積極備貨，目前進行存貨調整。消費性受中國補貼政策而有急單，但對整體挹注不大，因此我們最新預估 4Q24 營收 265 億元，季減 14%/年增 17%；毛利率受庫存迴轉利益遞減而估計季減 2.0/年增 4.7 個百分點達 49.4%；營業利益 25 億元，季減 36%/年增 115%；營業利益率季減 3.3/年增 4.3 個百分點達 9.4%；EPS 5.85 元，季減 32%/年增 38%，較前次報告下修 2%，係因季節性效應較前次預估來得顯著。然中國近期釋出刺激經濟政策陸續有好轉跡象。

網通、車用規格升級持續及來自印度的消費性、網通應用之商機，預期 1Q25 優於過往季節性 pattern。預估 1Q25 營收 297 億元，季增 12%/年增 16%；毛利率季減 1.5/年減 2.9 個百分點達 47.9%；營業利益 32 億元，季增 30%/年增 18%；營業利益率季增 1.5/年增 0.2 個百分點達 10.9%；EPS 7.19 元，季增 23%/年增 18%，較前次報告下修 17%。

圖 1：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	22,585	30,752	26,465	-13.9%	17.2%	27,669	27,867	-4.4%	-5.0%
營業毛利	10,105	15,795	13,075	-17.2%	29.4%	13,535	13,770	-3.4%	-5.0%
營業利益	1,157	3,906	2,489	-36.3%	115.2%	2,535	2,846	-1.8%	-12.5%
稅前利益	2,285	4,665	3,199	-31.4%	40.0%	3,245	3,480	-1.4%	-8.1%
稅後淨利	2,180	4,375	2,999	-31.5%	37.6%	3,043	3,271	-1.5%	-8.3%
調整後 EPS (元)	4.25	8.53	5.85	-31.5%	37.6%	5.93	6.38	-1.5%	-8.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	44.7%	51.4%	49.4%	-2.0	4.7	48.9%	49.4%	0.5	0.0
營業利益率	5.1%	12.7%	9.4%	-3.3	4.3	9.2%	10.2%	0.2	-0.8
稅後純益率	9.7%	14.2%	11.3%	-2.9	1.7	11.0%	11.7%	0.3	-0.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24F	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	25,623	26,465	29,717	12.3%	16.0%	30,964	28,922	-4.0%	2.7%
營業毛利	13,024	13,075	14,243	8.9%	9.4%	15,151	13,918	-6.0%	2.3%
營業利益	2,743	2,489	3,243	30.3%	18.2%	4,151	3,022	-21.9%	7.3%
稅前利益	3,336	3,199	3,933	23.0%	17.9%	4,741	3,613	-17.0%	8.9%
稅後淨利	3,130	2,999	3,688	23.0%	17.8%	4,441	3,390	-16.9%	8.8%
調整後 EPS (元)	6.10	5.85	7.19	23.0%	17.8%	8.66	6.61	-16.9%	8.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	50.8%	49.4%	47.9%	-1.5	-2.9	48.9%	48.1%	-1.0	-0.2
營業利益率	10.7%	9.4%	10.9%	1.5	0.2	13.4%	10.4%	-2.5	0.5
稅後純益率	12.2%	11.3%	12.4%	1.1	0.2	14.3%	11.7%	-1.9	0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2025 年景氣復甦、規格升級、新興應用推升營運新高

展望 2025 年營收主要動能來自網通規格/基建升級、車用乙太網滲透率提升及新應用領域擴展，包括 2.5G/5G 乙太網路、10G PON、管理型 Switch、WiFi 6/6E/7 世代交替等，中長期持續看好 10G PON、WiFi 7 將會提升 Multi Giga 需求。WiFi 7 開始出貨，主要應用高階 PC/router，惟目前 WiFi 7 價格高於 WiFi 6 約 1 倍以上，估計 2024/2025 年市場滲透率分別為<5%、5~10%。AI/ARM PC 目前對公司效益不大，但可望帶動 Audio codec、Camera、HDMI 高階產品比重提升。本中心預估 2024/25F EPS 29.03/33.04 元，分別年增 63%/14%，調整不大，雖然消費性產品復甦力道偏弱，但毛利率有上調空間。

科技發展帶動連網要求日益提升，WiFi 規格持續推進

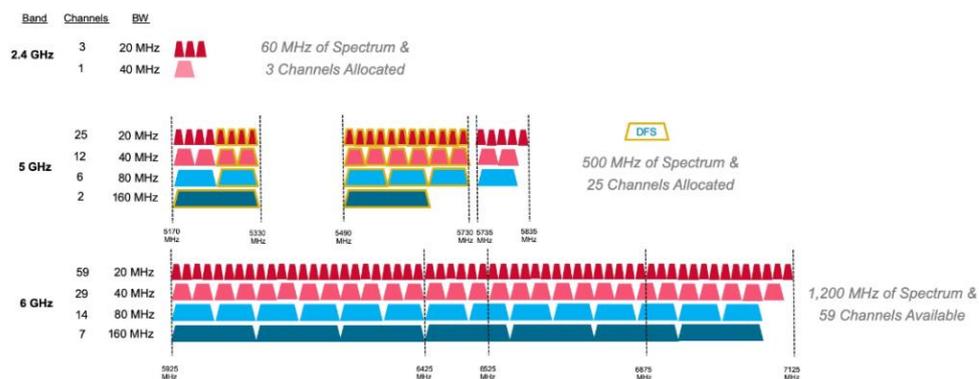
隨遠端作業、遠距會議與線上課程等需求逐年擴大，個人與企業對於連網要求亦日益提高，過往 Wi-Fi 5 最高僅能提供 3.5 Gbps 已無法負荷龐大的網路頻寬需求，新規格 WiFi 6/6E 從三方面提升傳輸速度：1) 增加頻段；2) 增加可傳輸量；3) 改善傳輸效率。其中在增加頻段方面，相較於 WiFi 5 聚焦 5GHz 頻段，WiFi 6 同時支援 2.4GHz 及 5GHz，主因 5GHz (DFS 頻段) 為軍用、氣象雷達重點使用頻段，故 5GHz 為使用頻率極高的頻段，WiFi 6 支援 2.4GHz 後，且當偵測到軍事或氣象訊號在傳輸時，產品訊號便可以自動切換頻段以避免干擾，而升級版的 WiFi 6E 加入 6GHz 頻段，即新增 14 個 80MHz 或 7 個 160MHz 的頻譜資源，相較於 5GHz 僅有 6 個 80MHz 或 2 個 160MHz 來說，可使用的頻譜資源大幅增加，表示可用來傳輸資料的通道有明顯增加。而 2024 年將推出的 WiFi 7 將以更具效率的傳輸方式進一步提高速度，除維持 2.4/5/6 GHz 頻段、4K-QAM、16 x 16 MU-MIMO 等規格外，更加入 Multi-Link Operation (MLO) 功能，過去在連線時僅可選擇一個頻段，但在 MLO 的功能之下，可以視連線狀況自動在各個頻段間切換，也可以使用不同頻段上傳及下載資料，使 WiFi 7 傳輸具有更低的延遲。

圖 3：Wi-Fi 規格演進表

	WiFi 4	WiFi 5	WiFi 6	WiFi 6E	WiFi 7
發布日期	2009	2014	2019	2021	2024
使用頻段	2.4/5 GHz	5 GHz	2.4/5 GHz	2.4/5/6 GHz	2.4/5/6 GHz
使用頻寬	20 MHz 40 MHz	20 MHz 40 MHz 80 MHz 160 MHz	20 MHz 40 MHz 80 MHz 160 MHz	20 MHz 40 MHz 80 MHz 160 MHz	320 MHz
最高調變	64-QAM	256-QAM	1024-QAM	4K-QAM	4K-QAM
最大空間流	4 x 4 MIMO	8 x 8 MIMO	8 x 8 MU-MIMO	8 x 8 MU-MIMO	16 x 16 MU-MIMO
MU-MIMO	--	僅下行 最多 4 用戶	支援上行/下行 最多 8 用戶	支援上行/下行 最多 8 用戶	支援上行/下行 最多 16 用戶
最高理論速率	150 Mbps (40MHz 1 串流) 600 Mbps (40MHz 4 串流)	433 Mbps (80MHz 1 串流) 6933.3 Mbps (160MHz 8 串流)	600.4 Mbps (80MHz 1 串流) 9607.8 Mbps (160MHz 8 串流)	10.8 Gbps	30 Gbps
傳輸分類	OFDM	OFDM	OFDMA	OFDMA	OFDMA

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 4：WiFi 6E 加入 6GHz 頻段，頻譜資源大幅增加

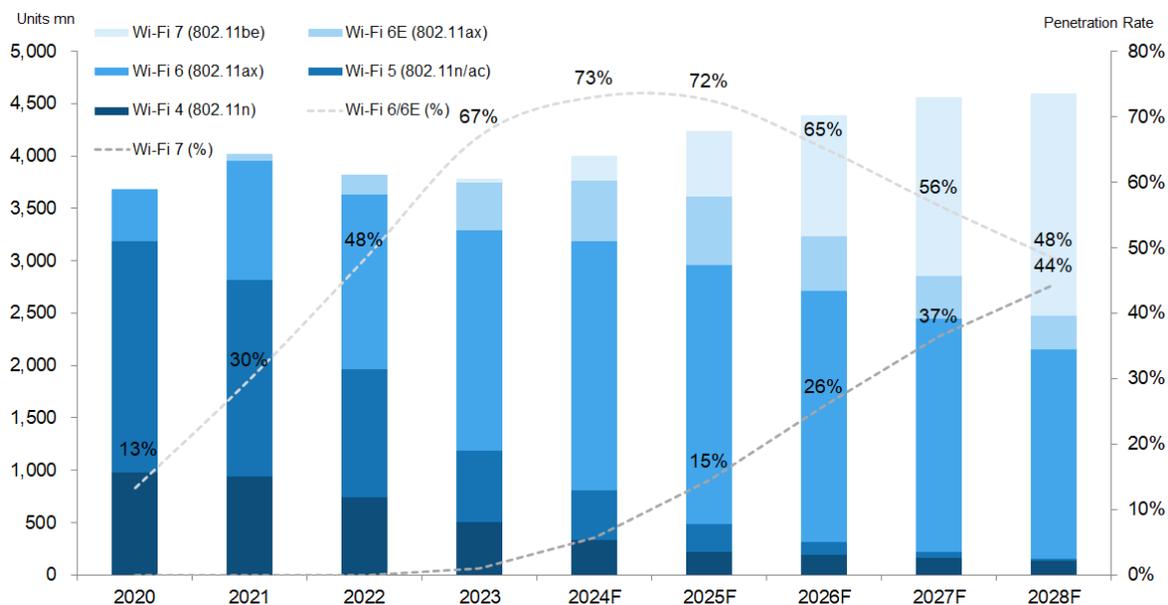


資料來源：Broadcom、元大投顧預估

WiFi 6/6E 滲透率持續提升，2024 年 WiFi 7 正式出貨

瑞昱預估 2024 年 WiFi 6/6E 應用於 PC、Router 滲透率將可達 80-90%、70%以上，根據 IDC 預估數據，WiFi6/6E 滲透率將持續增加至 2025 年約 7 成，而 WiFi 7 則將在 2024 年接棒出貨量快速成長，預估 2025 年滲透率約 15%，整體而言，未來 WiFi 4/5/6/7 仍會持續共存一段時日。瑞昱目前 WiFi 6 佔整體 WiFi 營收約 4 成，並預估 WiFi 7 產品在 2H24 正式出貨，公司表示第一波將鎖定 PC、路由器、寬頻、10G PON 等市場。

圖 5：各世代 WiFi 規格滲透概況

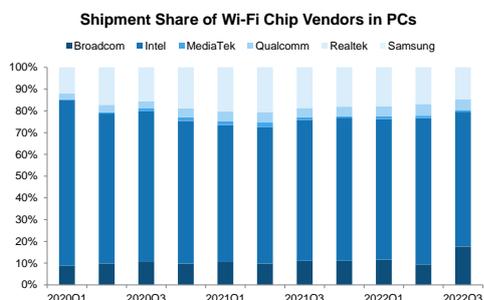


資料來源：IDC、元大投顧預估

瑞昱 PC WiFi 市占率約 15-20%，預估 2024 年 PC 出貨量年持平

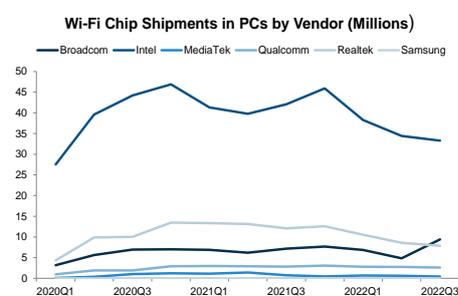
根據 IDC 數據，2020-2022 年 Intel / 博通 / 瑞昱 / 高通 PC WiFi 晶片市佔率約落在 65-70% / 15-20% / 10-15% / 0-5%。瑞昱法說會指出，目前 PC 業者對 2024 年展望仍屬保守，綜合考量預估 2024 年 PC 出貨將維持年持平看法，但 WiFi 6 晶片滲透率有望達到 8 成以上，2025 年 PC 出貨將年成長 5%。

圖 6：PC WiFi 晶片出貨市佔概況



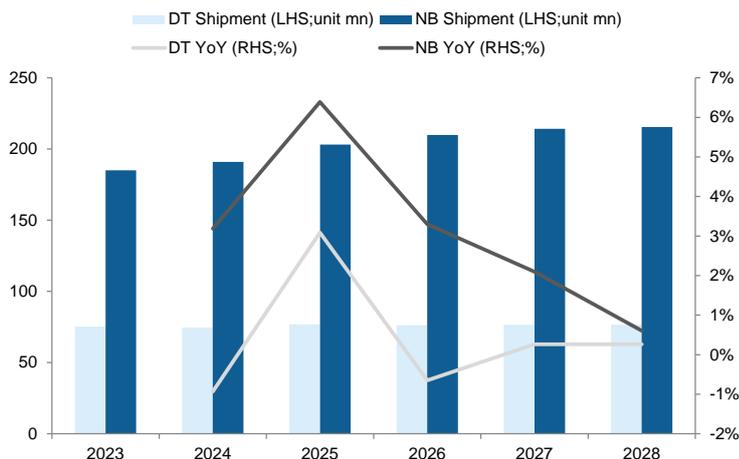
資料來源：IDC、元大投顧

圖 7：PC WiFi 晶片出貨概況



資料來源：IDC、元大投顧

圖 8：全球 PC 出貨量趨勢預估



資料來源：IDC、元大投顧預估

獲利調整與股票評價

維持買進，目標本益比 18 倍 2025 年 EPS

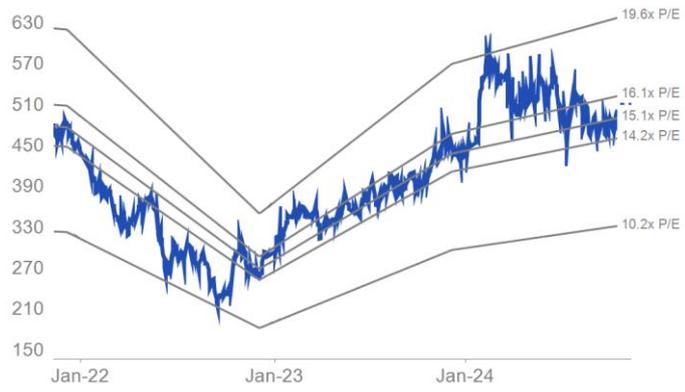
元大最新預估 2024/25 年 EPS 分別為 29.03/33.04 元，雖然下修今年獲利 0.3%，但上修明年獲利 2%，係因消費性復甦力道低於預期，下修營收假設基礎。毛利率在排除存貨迴轉利益約 2~3 個百分點，實際毛利率近 48%，明顯優於疫情前毛利率區間 42~44%，主要差異來自產品結構好轉等。然費用明顯墊高，主因公司佈局 AI Server、新產品規格所需 RD 投入，但中長期費用率隨營收擴大而收斂至<35%。目前股價相當於 2024/25 年本益比 18/16 倍，落於近年歷史區間 10-20 倍中上緣，低於國外同業平均 26/21 倍，低於國內同業平均 54/29 倍，維持買進評等，目標本益比 18 倍、2025 年 EPS，推得目標價 580 元，基於正面看待中長線網通規格提升、WiFi 7 世代交替及 Neoverse 效益，目前股價落於長線低檔區，過往股息配發率達 8 成以上，亦具現金殖利率概念。

圖 9：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024F		2025F		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	113,514	114,718	129,935	130,085	-1.0%	-0.1%
營業毛利	57,500	57,960	62,059	61,749	-0.8%	0.5%
營業利益	13,111	13,158	15,259	14,949	-0.4%	2.1%
稅前利益	15,898	15,945	18,089	17,779	-0.3%	1.7%
稅後淨利	14,891	14,936	16,945	16,660	-0.3%	1.7%
調整後 EPS (元)	29.03	29.12	33.04	32.48	-0.3%	1.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	50.7%	50.5%	47.8%	47.5%	0.1	0.3
營業利益率	11.6%	11.5%	11.7%	11.5%	0.1	0.3
稅後純益率	13.1%	13.0%	13.0%	12.8%	0.1	0.2

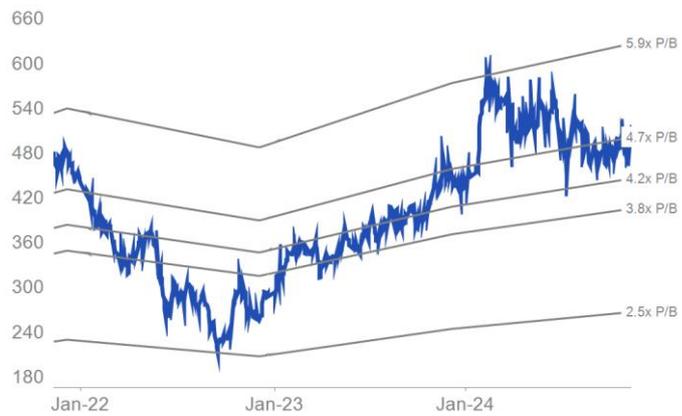
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 12：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
瑞昱	2379 TT	買進	513.0	8,222	17.84	29.03	33.04	28.8	17.7	15.5	(43.5)	62.7	13.8
國外													
Broadcom	AVGO US	未評等	170.6	796,613	3.4	4.8	6.2	50.3	35.3	27.7	23.7	42.4	27.3
Qualcomm	QCOM US	未評等	163.3	181,471	6.6	10.1	11.2	24.9	16.2	14.6	(43.2)	53.6	10.9
國外平均					5.0	7.5	8.7	37.6	25.8	21.2	(9.8)	48.0	19.1
國內													
聯發科	2454 TT	買進	1325.0	64,977	48.5	66.7	68.5	27.3	19.9	19.4	(35.0)	37.5	2.6
立積	4968 TT	未評等	213.5	605	(2.5)	2.5	5.5	--	87.3	38.7	--	--	125.8
國內平均					23.0	34.6	37.0	27.3	53.6	29.0	(35.0)	37.5	64.2

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 13：季度及年度簡明損益表 (合併)

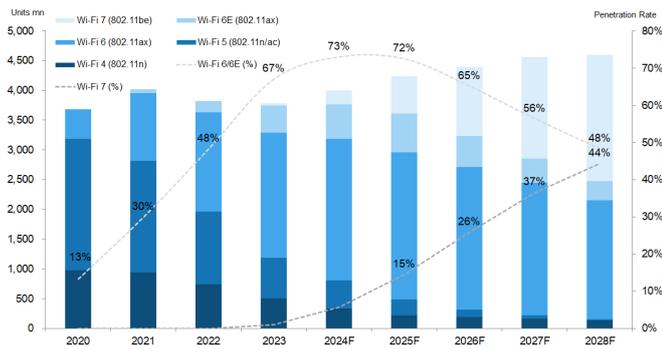
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	25,623	30,674	30,752	26,465	29,717	32,237	34,777	33,204	113,514	129,935
銷貨成本	(12,598)	(15,068)	(14,958)	(13,390)	(15,474)	(17,029)	(18,117)	(17,257)	(56,015)	(67,876)
營業毛利	13,024	15,605	15,795	13,075	14,243	15,209	16,660	15,947	57,500	62,059
營業費用	(10,281)	(11,632)	(11,889)	(10,586)	(11,000)	(11,800)	(12,000)	(12,000)	(44,389)	(46,800)
營業利益	2,743	3,973	3,906	2,489	3,243	3,409	4,660	3,947	13,111	15,259
業外利益	593	725	759	710	690	710	740	690	2,787	2,830
稅前純益	3,336	4,699	4,665	3,199	3,933	4,119	5,400	4,637	15,898	18,089
所得稅費用	(206)	(312)	(290)	(200)	(245)	(275)	(336)	(288)	(1,008)	(1,144)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	3,130	4,387	4,375	2,999	3,688	3,844	5,064	4,349	14,890	16,945
調整後每股盈餘(NT\$)	6.10	8.55	8.53	5.85	7.19	7.49	9.87	8.48	29.03	33.04
調整後加權平均股數(百萬股)	513	513	513	513	513	513	513	513	513	513
重要比率										
營業毛利率	50.8%	50.9%	51.4%	49.4%	47.9%	47.2%	47.9%	48.0%	50.7%	47.8%
營業利益率	10.7%	13.0%	12.7%	9.4%	10.9%	10.6%	13.4%	11.9%	11.6%	11.7%
稅前純益率	13.0%	15.3%	15.2%	12.1%	13.2%	12.8%	15.5%	14.0%	14.0%	13.9%
稅後純益率	12.2%	14.3%	14.2%	11.3%	12.4%	11.9%	14.6%	13.1%	13.1%	13.0%
有效所得稅率	6.2%	6.6%	6.2%	6.3%	6.2%	6.7%	6.2%	6.2%	6.3%	6.3%
季增率(%)										
營業收入	13.4%	19.7%	0.3%	-13.9%	12.3%	8.5%	7.9%	-4.5%		
營業利益	137.2%	44.8%	-1.7%	-36.3%	30.3%	5.1%	36.7%	-15.3%		
稅後純益	43.5%	40.2%	-0.3%	-31.5%	23.0%	4.2%	31.7%	-14.1%		
調整後每股盈餘	43.6%	40.2%	-0.3%	-31.5%	23.0%	4.2%	31.7%	-14.1%		
年增率(%)										
營業收入	30.6%	16.7%	15.3%	17.2%	16.0%	5.1%	13.1%	25.5%	19.3%	14.5%
營業利益	93.9%	89.7%	96.3%	115.2%	18.2%	-14.2%	19.3%	58.6%	97.0%	16.4%
稅後純益	74.5%	68.3%	70.1%	37.6%	17.8%	-12.4%	15.8%	45.0%	62.7%	13.8%
調整後每股盈餘	74.6%	68.3%	70.1%	37.6%	17.8%	-12.4%	15.7%	45.0%	62.7%	13.8%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

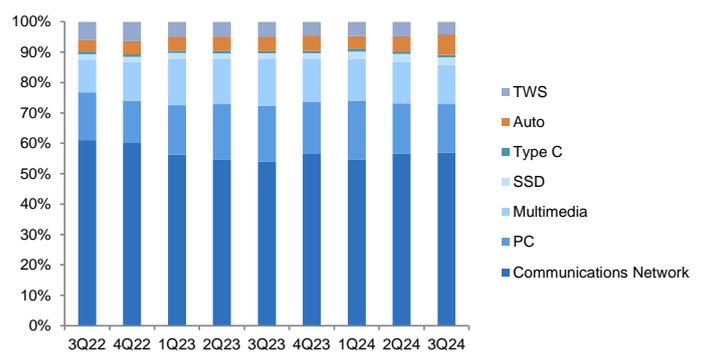
瑞昱半導體成立於 1987 年 10 月，主要專注於網通相關晶片之開發設計，目前為台灣前三大 IC 設計公司。主要產品為網通晶片產品(WiFi、乙太網、Switch、藍牙)約占營收 60~70%，其他產品線包含 PC 周邊相關(Audio Codec、IPCam、讀卡機、SSD 控制、USB Type-C)及多媒體應用(TV SOC、LCD 控制)等晶片產品。針對各產品線的營運概況：乙太網中長期受惠於 2.5G 乙太網升級 for PC、網通、標案等；交換器受惠於標案開出，預計 2.5G/10G/25G 交換器等新產品未來幾年保持成長態勢；WiFi 隨著新品推出滲透率逐漸提升，持續受惠規格升級；Audio Codec 在消費性應用主要聚焦在 chrome book 跟 gaming，車用則正在依照計劃開發；TV 控制晶片主要根據運動賽事、面板價格波動；車用乙太網持續強勁成長，成長性優於公司平均，目前約只有 50% 的新車配備車用乙太網，未來成長潛力大。

圖 14：各世代 WiFi 規格滲透概況



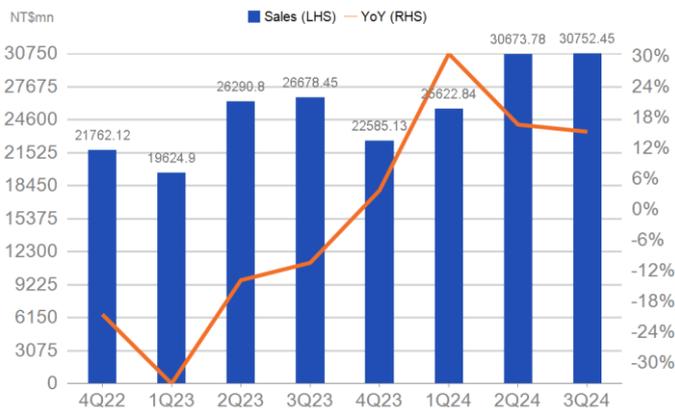
資料來源：IDC、元大投顧預估

圖 15：營收組成



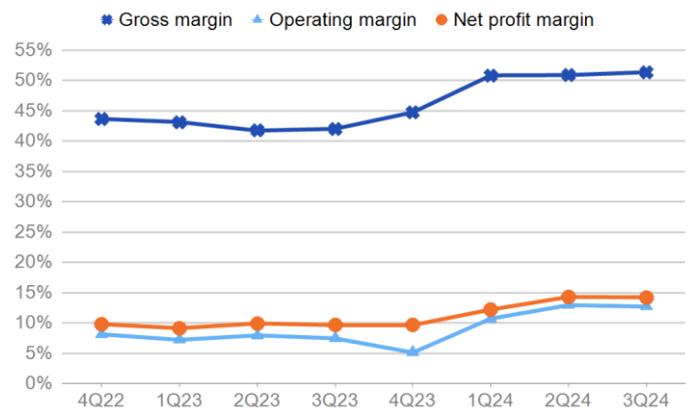
資料來源：公司資料

圖 16：營收趨勢



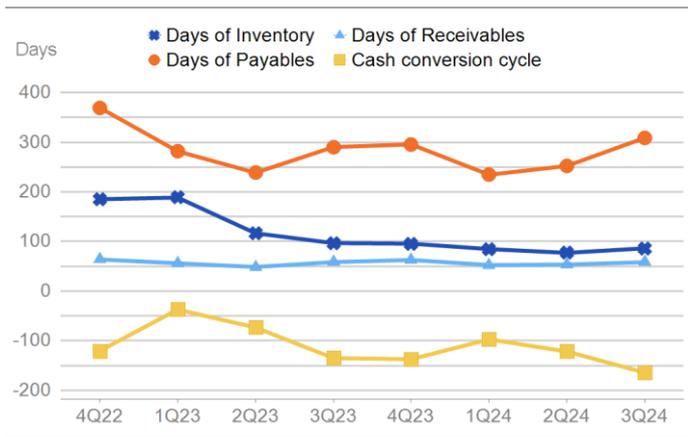
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：毛利率、營益率、淨利率



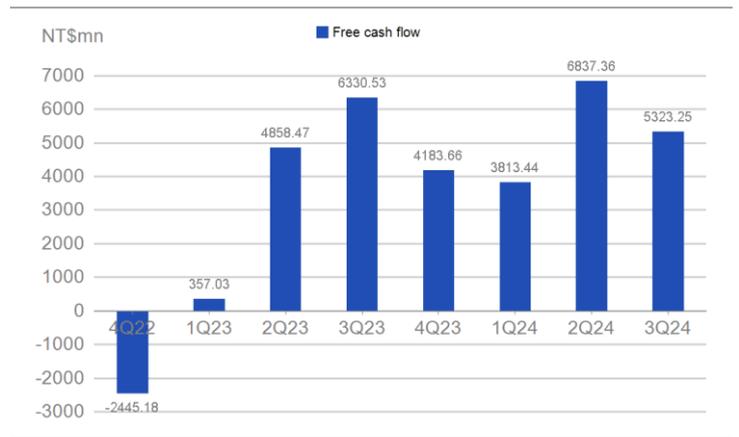
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：瑞昱整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名於略微領先的位置，且在半導體設計與製造行業中排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：瑞昱的整體曝險屬於低等水準，相當於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含產品管理、商業道德及人力資本等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：瑞昱在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。瑞昱於 ESG 的報告狀態極佳，其董事會具監督 ESG 相關議題的職責，且瑞昱有強大的政策管理環境相關議題。然而，瑞昱的供應鏈標準尚未成立，且舉報者計畫仍較薄弱。

圖 20：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	21.9
在 ESG 議題上的曝險 (A)	32.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	34.9
風險評級	中 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	18

資料來源：Sustainalytics (2024/12/5)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

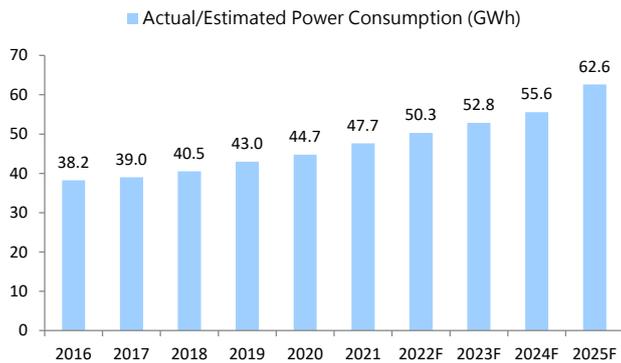
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級： 極低 (0-10) 低 (10-20) 中 (20-30) 高 (30-40) 極高 (40+)

註 3：曝險分數評級： 低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

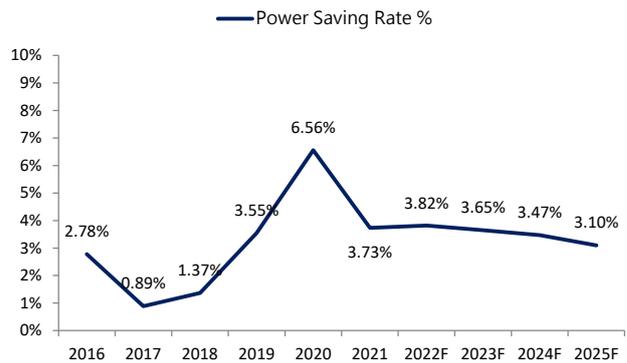
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 21：歷年用電量及未來用電量預估 (百萬度)



資料來源：公司資料、Reuters

圖 22：節電比例 (節電度數/(總用電度數+節電度數)*100%)



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	13,754	10,268	12,470	6,799	10,010
存貨	25,553	11,757	12,797	20,676	19,610
應收帳款及票據	12,013	12,757	15,233	18,230	17,839
其他流動資產	44,172	34,505	38,686	42,657	46,429
流動資產	95,492	69,288	79,185	88,361	93,889
採用權益法之投資	171	132	565	782	890
固定資產	7,557	8,754	9,886	11,064	12,384
無形資產	2,413	2,625	2,425	2,225	2,025
其他非流動資產	8,068	13,017	10,017	7,017	4,017
非流動資產	18,209	24,528	22,893	21,087	19,315
資產總額	113,701	93,815	102,078	109,449	113,204
應付帳款及票據	10,496	7,273	8,073	10,523	9,620
短期借款	13,738	4,250	4,250	4,250	4,250
什項負債	38,310	34,723	34,723	34,723	34,723
流動負債	62,545	46,246	47,046	49,496	48,593
長期借款	1,713	2,227	2,227	2,227	2,227
其他負債及準備	2,680	3,104	3,104	3,104	3,104
長期負債	4,393	5,331	5,331	5,331	5,331
負債總額	66,938	51,577	52,377	54,827	53,924
股本	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129
資本公積	1,045	542	542	542	542
保留盈餘	37,893	33,728	41,297	46,328	51,095
什項權益	2,686	2,830	2,724	2,613	2,505
歸屬母公司之權益	46,753	42,228	49,691	54,612	59,270
非控制權益	10	10	10	10	10
股東權益總額	46,763	42,238	49,701	54,622	59,280

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	16,204	9,153	14,890	16,945	18,322
折舊及攤提	2,804	3,025	1,378	1,260	1,154
本期營運資金變動	(6,365)	9,092	(2,716)	(8,426)	553
其他營業資產及負債變動	6,415	(3,374)	(4,180)	(3,971)	(3,773)
營運活動之現金流量	19,058	17,896	9,372	5,807	16,257
資本支出	(2,451)	(2,167)	(2,309)	(2,238)	(2,273)
本期長期投資變動	(21)	(39)	(433)	(217)	(108)
其他資產變動	2,106	3,290	3,000	3,000	3,000
投資活動之現金流量	(366)	1,084	258	545	618
股本變動	22	0	0	0	0
本期負債變動	1,107	(8,977)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(13,847)	(13,847)	(7,322)	(11,913)	(13,556)
其他調整數	(120)	(115)	(106)	(110)	(108)
融資活動之現金流量	(12,838)	(22,939)	(7,428)	(12,023)	(13,664)
匯率影響數	703	472	0	0	0
本期產生現金流量	6,557	(3,486)	2,201	(5,670)	3,211
自由現金流量	16,607	15,730	7,062	3,569	13,983

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	111,790	95,179	113,514	129,935	140,056
銷貨成本	(57,155)	(54,431)	(56,015)	(67,876)	(73,522)
營業毛利	54,635	40,748	57,500	62,059	66,533
營業費用	(38,911)	(34,093)	(44,389)	(46,800)	(49,800)
推銷費用	(4,725)	(3,865)	(5,101)	(5,682)	(6,047)
研究費用	(30,082)	(26,434)	(34,267)	(36,181)	(38,500)
管理費用	(4,138)	(3,769)	(4,994)	(4,977)	(5,296)
其他費用	33	(25)	(27)	40	43
營業利益	15,724	6,655	13,111	15,259	16,733
利息收入	951	2,582	2,739	2,870	2,870
利息費用	(218)	(247)	(216)	(200)	(200)
利息收入淨額	733	2,335	2,523	2,670	2,670
投資利益(損失)淨額	(21)	(47)	(17)	(40)	(40)
匯兌損益	304	36	129	0	0
其他業外收入(支出)淨額	182	566	153	200	200
稅前純益	16,922	9,545	15,898	18,089	19,563
所得稅費用	(718)	(392)	(1,008)	(1,144)	(1,241)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	16,204	9,153	14,890	16,945	18,322
稅前息前折舊攤銷前淨利	19,944	12,817	11,733	13,999	15,579
調整後每股盈餘 (NT\$)	31.60	17.84	29.03	33.04	35.73

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	6.0	(14.9)	19.3	14.5	7.8
營業利益	(9.2)	(57.7)	97.0	16.4	9.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	(0.2)	(35.7)	(8.5)	19.3	11.3
稅後純益	(3.8)	(43.5)	62.7	13.8	8.1
調整後每股盈餘	(3.9)	(43.5)	62.7	13.8	8.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	48.9	42.8	50.7	47.8	47.5
營業利益率	14.1	7.0	11.6	11.7	12.0
稅前息前淨利率	14.9	9.8	11.6	11.7	12.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	17.8	13.5	10.3	10.8	11.1
稅前純益率	15.1	10.0	14.0	13.9	14.0
稅後純益率	14.5	9.6	13.1	13.0	13.1
資產報酬率	15.1	8.8	14.6	15.5	16.2
股東權益報酬率	37.8	20.6	30.0	31.0	30.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	143.1	122.1	105.4	100.4	91.0
淨負債權益比 (%)	3.6	(9.0)	(12.1)	(0.6)	(6.0)
利息保障倍數 (倍)	78.7	39.6	74.7	91.4	98.8
流動比率 (%)	152.7	149.8	168.3	178.5	193.2
速動比率 (%)	111.0	123.2	141.1	136.8	152.9
淨負債 (NT\$百萬元)	1,697	(3,791)	(5,992)	(322)	(3,533)
調整後每股淨值 (NT\$)	91.15	82.33	96.89	106.48	115.57
評價指標 (倍)					
本益比	16.2	28.8	17.7	15.5	14.4
股價自由現金流量比	15.9	16.7	37.3	73.7	18.8
股價淨值比	5.6	6.2	5.3	4.8	4.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	13.2	20.5	22.4	18.8	16.9
股價營收比	2.4	2.8	2.3	2.0	1.9

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

瑞昱 (2379 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20220422	395.00	520.00	435.06	買進	陳娟娟
2	20220729	354.00	375.00	313.75	持有-超越同業	陳娟娟
3	20220930	266.00	280.00	255.04	持有-超越同業	陳娟娟
4	20221031	255.50	260.00	236.82	持有-超越同業	陳娟娟
5	20230203	348.00	350.00	318.80	持有-超越同業	陳娟娟
6	20230424	367.00	430.00	391.66	買進	陳娟娟
7	20230807	428.00	500.00	455.42	買進	陳娟娟
8	20231005	410.00	500.00	484.80	買進	陳娟娟
9	20231023	423.00	500.00	484.80	買進	陳娟娟
10	20240115	455.00	530.00	513.89	買進	陳娟娟
11	20240201	464.50	550.00	533.28	買進	陳娟娟
12	20240304	565.00	650.00	630.24	買進	陳娟娟
13	20240422	552.00	650.00	630.24	買進	陳娟娟
14	20240730	502.00	650.00	630.24	買進	陳娟娟
15	20241031	478.50	580.00	580.00	買進	陳娟娟

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.