

瑞儀(6176)

HOLD

□台灣 50 ■中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 顏志龍 Henry Yen
withyen@masterlink.com.tw

評等

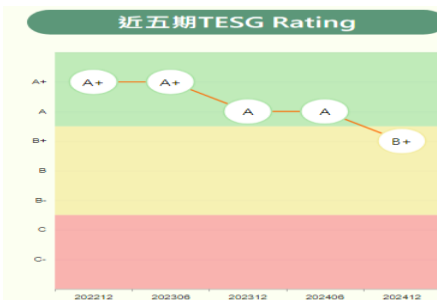
日期: 2024/12/23
目前收盤價 (NT\$): 199.0
目標價 (NT\$): 200
52 週最高最低(NT\$): 131-219.5
加權指數: 22932.25

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 4,650
市值 (NT\$/mn): 92,540
市值 (US\$/mn): 3,085
20 日平均成交量(仟股): 1,863
PER (2024): 19.24
PBR (2024): 2.63
外資持股比率: 30.88
TCRI 3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	5.0	5.9	-6.8
加權指數報酬率	-0.8	1.6	-3.8

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	200	200
營業收入 (NT\$/mn)	51,461	50,307
毛利率 (%)	20.78	20.33
營益率 (%)	13.59	13.49
EPS (NT\$)	15.05	14.71
BVPS(NT\$)	75.67	75.34



營運表現亮眼，但技術趨勢不利因子仍在

- **維持中立，目標價 200 元：**元富認為瑞儀短線本業營運狀況優於預期，但業外收益受匯率衝擊，Apple 轉用 OLED 對長線營運不利(2027 年)，車載及超穎光學技術能否彌補仍在未定之數，股價持續震盪，維持中立投資建議，以殖利率 5%設定目標價 200 元。
- **3Q 財報優於預期，4Q 表現也較預期略佳：**瑞儀 3Q 財報 EPS 3.64 元，優於預期 8%。展望 4Q，目前累計 10-11 月營收 97.5 億元，預計 12 月營收小幅下滑，估計 4Q 營收可達 145 億元，QoQ+2.5%，較原先持平小降的預期略有上修，估計 4Q 獲利仍將維持相對高檔，調整後估計 2024 年 EPS 15.05 元。
- **Apple 未來數年持續導入 OLED，將壓抑瑞儀營運表現：**根據市場研究公司 Omdia 的最新報告，iPad mini 將在 2026 或 2027 年升級為 OLED 螢幕，隨後 11 吋與 13 吋的 iPad Air 也有望在 2027 至 2028 年採用 OLED 螢幕。在 Mac 產品線方面，Omdia 預測蘋果最快會在 2026 年替 14 吋與 16 吋 MacBook Pro 採用 120Hz 的雙層 OLED 面板，該技術主要是具備兩層發光層，能提升亮度至兩倍，同時將螢幕壽命延長至四倍，接著在 2028 年蘋果將會推出 13.8 吋與 15.5 吋 MacBook Air。

Exhibit 1: 營收及 YoY

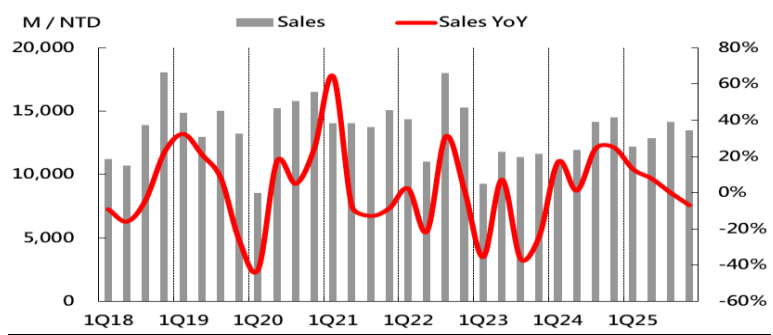


Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



瑞儀為背光模組大廠，主要客戶為 Apple，主要產品應用於 Tablet、NB、MNT

瑞儀為專業背光模組廠商，主要客戶為 Apple，2023 年營收占比中，Mobile devices(Tablet+Phone)約 46%、IT(NB+MNT)約 51%、其他含車載約 3%，整體組成與 2022 年大致維持。

Exhibit 3: 產品組合

Sales %	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Mobile devices(TB.Phone)	58%	55%	46%	46%	46%	47%
IT(NB.MNT)	39%	43%	51%	51%	51%	50%
TV	2%	1%	0%	0%	0%	0%
其它BL	1%	1%	3%	3%	3%	3%

Sources : Company、MasterLink

3Q 財報優於預期，4Q 表現也較預期略佳

瑞儀 3Q 財報中，毛利率優於預期，但費用也略高下，營業利益 21 億元，優於預期 8%，稅後淨利 16.9 億元，EPS 3.64 元，優於預期 8%。展望 4Q，目前累計 10-11 月營收 97.5 億元，預計 12 月營收小幅下滑，估計 4Q 營收可達 145 億元，QoQ+2.5%，較原先持平小降的預期略有上修，估計 4Q 獲利仍將維持相對高檔，調整後估計 2024 年 EPS 15.05 元。

Exhibit 4: 3Q 財報差異

Comprehensive Quarterly Income Statement

NT\$m

	3Q23(A)	2Q24(A)	3Q24(A)	3Q24(F)	Diff-%	QoQ	YoY	累計YoY
Net sales	11,388	11,948	14,163	13,709	3.3%	18.5%	24.4%	13.8%
Margin%	20.8%	20.7%	22.1%	20.5%				
Operating profit	1,490	1,593	2,104	1,940	8.4%	32.0%	41.2%	20.7%
Total non-opc inc.	1,223	875	288	300				
Pre-tax profit	2,713	2,468	2,392	2,240	6.8%	-3.1%	-11.8%	9.8%
Net profit	1,904	1,801	1,692	1,568	7.9%	-6.1%	-11.2%	11.6%
EPS	4.10	3.87	3.64	3.37	7.9%	-6.1%	-11.2%	11.6%

Sources : Company、MasterLink

Apple 未來數年持續導入 OLED，將壓抑瑞儀營運表現

根據市場研究公司 Omdia 的最新報告，iPad mini 將在 2026 或 2027 年升級為 OLED 螢幕，隨後 11 吋與 13 吋的 iPad Air 也有望在 2027 至 2028 年採用 OLED 螢幕。在 Mac 產品線方面，Omdia 預測蘋果最快會在 2026 年替 14 吋與 16 吋 MacBook Pro 採用 120Hz 的雙層 OLED 面板，該技術主要是具備兩層發光層，能提升亮度至兩倍，同時將螢幕壽命延長至四倍，接著在 2028 年蘋果將會推出 13.8 吋與 15.5 吋 MacBook Air。元富認為瑞儀目前營收超過 70%來自於 Apple 的 iPad 及 MacBook，在未來數年終將持續受到 Apple 產品規格轉換而壓抑營運表現。

布局超穎光學，實際貢獻度仍不明

瑞儀併購歐洲多家廠商，瞄準中長線發展機會，超穎光學技術可應用於 Sensing、相機、LiDAR、XR 眼鏡，但短期間尚在跟客戶洽商、開案及磨合，預期規模化量產應該 2027 年才會開始，市場具有想像空間，但尚未有明確訂單的。

現金充足，仍具備高殖利率

瑞儀表示因應新業務的開拓，布局併購動作大致已於 2023-2024 年完成，而 2024-2026 年針對新技術的資本支出會較為明顯，2024 年資本支出約 15-20 億元，較 2023 年增加 3-4 倍，2025-2026 年應會持續增加，但公司帳上資金於 2Q24 底仍有 330 億元左右，加上每年獲利，預期現金股利配發率可維持過往平均的 65%~70%，預期現金股利仍約有 10 元水準。

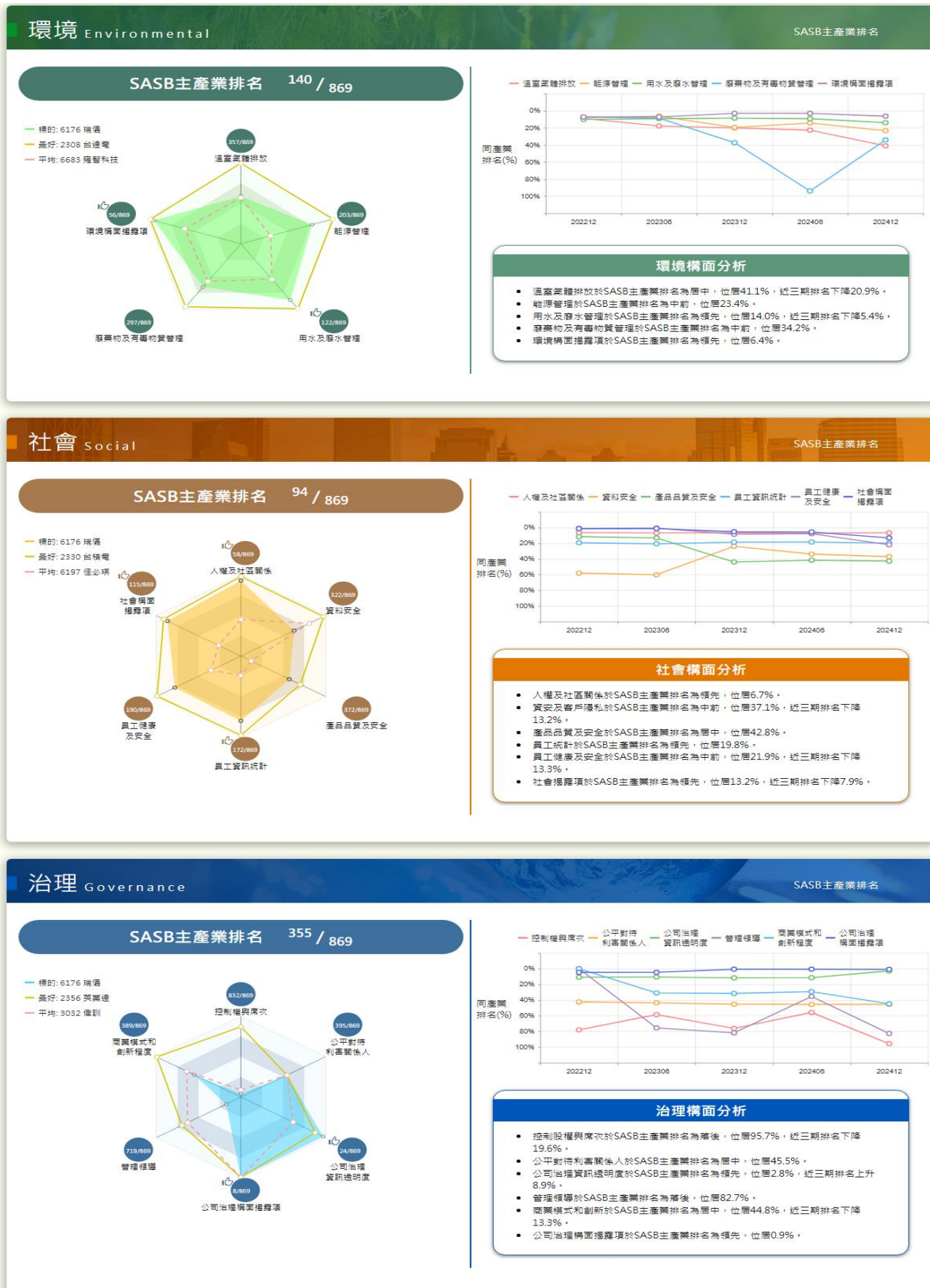
維持中立，目標價 200 元

元富認為瑞儀短線本業營運狀況優於預期，但業外收益受匯率衝擊，Apple 轉用 OLED 對長線營運不利(2027 年)，車載及超穎光學技術能否彌補仍在未定之數，股價持續震盪，維持中立投資建議，以殖利率 5%設定目標價 200 元。

風險提示

- 1) 全球總體經濟變化對消費力的影響。
- 2) 車用業務推廣狀況。

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	58,701	44,089	51,461	52,747	
COGS	47,022	35,211	40,766	41,934	
Gross profit	11,679	8,878	10,694	10,813	
Operating expense	3,453	3,156	3,701	3,490	
Operating profit	8,226	5,722	6,994	7,323	
Total non-operate. Inc.	4,441	1,821	2,778	1,350	
Pre-tax profit	12,667	7,542	9,772	8,673	
Total Net profit	6,727	5,276	6,996	6,071	
Minority	0	0	0	0	
Net Profit	6,727	5,276	6,996	6,071	
EPS (NT\$)	14.47	11.35	15.05	13.06	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	3.1	(24.9)	16.7	2.5	
Gross profit	10.6	(24.0)	20.5	1.1	
Operating profit	8.8	(30.4)	22.2	4.7	
Pre-tax profit	68.2	(40.5)	29.6	(11.2)	
Net profit	29.6	(21.6)	32.6	(13.2)	
EPS	29.6	(21.6)	32.6	(13.2)	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	19.9	20.1	20.8	20.5	
Operating	14.0	13.0	13.6	13.9	
EBITDA	16.4	9.2	10.1	10.6	
Pre-tax	21.6	17.1	19.0	16.4	
Net	11.5	12.0	13.6	11.5	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	28,671	37,328	36,040	37,501	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	12,247	12,347	10,705	13,453	
Inventory	3,222	3,594	1,814	3,131	
Others	18,982	8,354	7,835	7,835	
Total current asset	63,122	61,623	56,394	61,920	
Long-term invest.	0	0	0	0	
Total fixed assets	2,564	2,553	2,277	3,877	
Total other assets	1,470	1,212	1,202	1,202	
Total assets	67,354	65,708	60,946	67,000	
Short-term Borrow	16,219	8,724	6,569	6,569	
A/P & N/P	10,604	9,462	9,028	10,704	
Other current liab.	8,538	9,188	6,735	12,524	
Total current liab.	35,361	27,374	22,331	29,796	
L-T borrow s	94	544	438	438	
Other L-T liab.	1,170	3,832	3,841	2	
Total liability.	36,625	31,750	26,610	30,316	
Common stocks	4,650	4,650	4,650	4,650	
Reserves	0	0	0	0	
Retain earnings	21,352	24,581	24,961	32,033	
Total Equity	30,729	33,957	34,337	36,683	
Total Liab. & Equity	67,354	65,708	60,946	67,000	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	10,827	11,948	14,163	14,523	
Gross profit	2,113	2,469	3,135	2,977	
Operating profit	1,269	1,593	2,104	2,027	
Total non-ope inc.	1,415	875	288	200	
Pre-tax profit	2,684	2,468	2,392	2,227	
Net profit	1,945	1,801	1,692	1,559	
EPS	4.18	3.87	3.64	3.35	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	
Net sales	17.0	1.1	24.4	24.8	
Gross profit	29.0	1.1	32.6	22.4	
Operating profit	29.0	(2.9)	41.2	26.1	
Net profit	164.2	(19.3)	(11.2)	285.0	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	
Net sales	(7.0)	10.4	18.5	2.5	
Gross profit	(13.1)	16.9	27.0	(5.0)	
Operating profit	(21.0)	25.5	32.0	(3.6)	
Net profit	380.3	(7.4)	(6.1)	(7.8)	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	
Gross	19.5	20.7	22.1	20.5	
Operating	11.7	13.3	14.9	14.0	
Net	18.0	15.1	11.9	10.7	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	5,190	6,727	5,276	6,996	
Dep & Amort	699	675	1,371	1,891	
Investment income	0	0	0	0	
Changes in W/C	1,841	-1,626	1,676	-2,389	
Other adjustment	566	5,241	3,198	1,504	
Cash flow – ope.	8,296	11,017	11,521	8,003	
Capex	-427	-603	-1,247	-1,600	
Change in L-T inv.	0	0	-17	0	
Other adjustment	-3,661	9,823	3,865	5	
Cash flow –inve.	-4,088	9,220	2,601	-1,595	
Free cash flow	7,869	10,414	10,274	6,403	
Inc. (Dec.) debt	6,732	-7,974	-8,995	0	
Cash dividend	-3,720	-3,720	-9,301	-4,650	
Other adjustment	-17	-37	-144	0	
Cash flow –Fin.	2,995	-11,731	-18,439	-4,650	
Exchange influence	-236	-426	-290	-148	
Change in Cash	6,732	7,654	-4,899	1,461	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
ROA	8.42	10.11	8.33	10.94	
ROE	17.27	20.80	15.45	19.70	

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.