



瑞昱

(2379.TW/2379 TT)



持有 · 維持

收盤價 January 22 (NT\$)	542
12 個月目標價 (NT\$)	530
前次目標價 (NT\$)	510
調升 (%)	3.9
下跌空間 (%)	2.2

焦點內容

- 1Q25 營收預估將季增 18.0%。
- 2025 年營收年增 10-20% 中緣可期。
- 車用乙太網業務係公司 2025 年與未來數年營收年增之一大亮點。

交易資料表

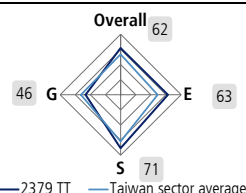
市值：(NT\$bn/US\$mn)	278.0 / 8,474
流通在外股數 (百萬股)：	513
外資持有股數 (百萬股)：	261.2
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.02
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	448.5 - 604

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	12.7	5.7	20.6
相對表現 (%)	12.8	0	-11.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	3.50A	5.08A	5.01A	4.25A
2024	6.10A	8.55A	8.53A	6.27F
2025	7.55F	8.11F	9.25F	8.04F

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

李靖涵
886.2.2181.8741
megan.li@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

2025 年成長動能完好無虞；惟當前評價合理

重要訊息

瑞昱將於 2 月 5 日舉行 4Q24 法說會。我們預估 1Q25 營收將季增 15-20%，對應年增率約 18-23%。同時，2025 年全年營收年增 10-20% 中緣將可望達成。此外，我們在報告中亦加入 2026 年的財務預測。

評論及分析

1Q25 營收預估將季增 18.0%。由於美國計畫對中國課徵關稅與中國經濟刺激政策推動，部分 PC 品牌、消費性電子與車用客戶提前進行備貨，導致急單湧現。我們預估 1Q25 營收將季增 18.0%，年增 21.3%，達 311 億元。毛利率預計為 48.4%，季減 1.1 個百分點，年減 2.4 個百分點，主因存貨跌價與呆滯損失回沖利益逐漸消退，但部分受產品組合改善影響而有所抵銷。

2025 年營收年增 10-20% 中緣可期。對於 2025 年營收年增展望，我們重申按終端應用成長順序依次為網通、PC/NB 及消費性電子。網通設備相關 IC 受惠基期較低與復甦遞延，出貨量年增率有望顯著提升。我們亦強調，在 PC/NB 與消費性電子出貨量溫和復甦之下，2025 年營收成長仍需更多仰賴規格升級動能，包括：(1) Wi-Fi 規格升級持續推進；(2) Multi-gig 與管理型交換器產品需求成長；(3) GPON 升級至 XGPON；(4) 車用乙太網營收強勁增長；及(5) 邊緣 AI 趨勢帶動乙太網、Audio codec 與 ISP 產品規格升級與 ASP 提升。考量 1Q25 急單效應影響，我們微幅上修 2025 年營收預估 2.2%，達 1,307 億元，年增 15.2%，對比市場共識為年增 15.2% 達 1,306 億元。

投資建議

我們將 2025 年 EPS 預估上修至 32.95 元，並預估 2026 年 EPS 為 35.70 元，分別年增 11.9% 與 8.3%，對比市場共識為 32.99 元與 37.84 元。綜合考量：(1) 存貨跌價與呆滯損失回沖利益逐漸消退，但部分被產品組合改善所抵銷；及(2) 營運槓桿效應使營業費用率下降，我們認為 2025-26 年利潤率恐難以顯著提升，而中國同業自主化趨勢恐壓抑利潤率上檔空間。我們將目標價調整至 530 元，基於 16 倍 2025 年 EPS 預估(週期平均加 0.5 倍標準差)不變換算得出。目前股價交易於 16 倍 2025 年 EPS 預估，我們認為 1Q25 急單效應與大多數成長動能已反映於股價中。維持「持有」評等。

投資風險

8K 電視、XGPON 或 Wi-Fi 6/ 6E/ 7 滲透速度趨緩；競爭加劇。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	111,790	95,179	113,394	130,662	144,355
營業毛利 (NT\$百萬)	54,635	40,748	57,474	62,443	68,123
營業利益 (NT\$百萬)	15,724	6,655	13,291	14,922	16,386
稅後淨利 (NT\$百萬)	16,204	9,153	15,106	16,899	18,308
每股盈餘 (NT\$)	31.62	17.85	29.45	32.95	35.70
每股現金股利 (NT\$)	26.00	15.50	25.04	28.01	30.34
每股盈餘成長率 (%)	(4.2)	(43.6)	65.0	11.9	8.3
本益比 (x)	17.1	30.4	18.4	16.4	15.2
股價淨值比 (x)	5.9	6.6	6.4	5.9	5.4
EV/EBITDA (x)	13.7	22.3	11.7	10.9	10.3
淨負債比率 (%)	3.6	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.8	2.9	4.6	5.2	5.6
股東權益報酬率 (%)	37.8	20.6	35.4	37.3	37.2

資料來源：公司資料，凱基預估

車用乙太網業務係公司 2025 年與未來數年營收年增之一大亮點。瑞昱的車用乙太網業務在 2020-24 年間，其營收年增率顯著優於公司整體營收年增率。我們預計該產品線在 2025-26 年仍將延續這一趨勢，營收年增率持續高於公司平均。根據預估，車用乙太網業務在瑞昱 2024 年的營收占比約為中個位數百分比，我們預期該比重將於 2025-26 年間將逐步擴大至高個位數百分比。值得注意的是，越來越多車廠已在其新車款設計中採用車用乙太網技術，應用範圍不僅包括安防相關模組與 T-Box，也逐步拓展至車載資訊娛樂系統與先進駕駛輔助系統(ADAS)。目前，瑞昱與多家中國、美國及歐洲車廠均有合作關係。我們看好車用乙太網滲透率的逐步提升，將為瑞昱的營收與獲利帶來穩健之增長動能。然而，考量該產品線的營收規模相對於瑞昱整體營收規模，以及車用市場規模相較於 PC/NB 與消費性電子市場規模仍明顯較小。因此，我們認為在短期內，該產品線對瑞昱獲利之貢獻難以帶來爆發性成長。

圖 1：4Q24-1Q25 財測修正暨市場共識比較

百萬元	4Q24F							1Q25F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	26,345	26,562	(0.8)	(14.3)	16.6	27,712	(4.9)	31,082	25,919	19.9	18.0	21.3	29,453	5.5
毛利	13,049	12,517	4.3	(17.4)	29.1	13,681	(4.6)	15,042	11,983	25.5	15.3	15.5	14,147	6.3
營業利益	2,669	2,689	(0.7)	(31.7)	130.8	2,779	(3.9)	3,386	2,315	46.3	26.9	23.4	3,118	8.6
稅後淨利	3,215	3,304	(2.7)	(26.5)	47.4	3,194	0.7	3,870	2,921	32.5	20.4	23.7	3,493	10.8
每股盈餘 (元)	6.27	6.44	(2.7)	(26.5)	47.4	6.26	0.2	7.55	5.69	32.5	20.4	23.7	7.02	7.5
毛利率(%)	49.5	47.1	2.4 ppts	(1.8)ppts	4.8 ppts	49.4	0.2 ppts	48.4	46.2	2.2 ppts	(1.1)ppts	(2.4)ppts	48.0	0.4 ppts
營利率(%)	10.1	10.1	0.0 ppts	(2.6)ppts	5.0 ppts	10.0	0.1 ppts	10.9	8.9	2.0 ppts	0.8 ppts	0.2 ppts	10.6	0.3 ppts
淨利率(%)	12.2	12.4	(0.2)ppts	(2.0)ppts	2.5 ppts	11.5	0.7 ppts	12.5	11.3	1.2 ppts	0.2 ppts	0.2 ppts	11.9	0.6 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024-25 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	113,394	113,611	(0.2)	19.1	114,773	(1.2)	130,662	127,877	2.2	15.2	130,641	0.0
毛利	57,474	56,371	2.0	41.0	58,121	(1.1)	62,443	59,477	5.0	8.6	62,513	(0.1)
營業利益	13,291	13,190	0.8	99.7	13,421	(1.0)	14,922	14,008	6.5	12.3	15,375	(2.9)
稅後淨利	15,106	15,125	(0.1)	65.0	15,122	(0.1)	16,899	16,340	3.4	11.9	16,876	0.1
每股盈餘 (元)	29.45	29.49	(0.1)	65.0	29.49	(0.1)	32.95	31.86	3.4	11.9	32.99	(0.1)
毛利率(%)	50.7	49.6	1.1 ppts	7.9 ppts	50.6	0.0 ppts	47.8	46.5	1.3 ppts	(2.9)ppts	47.9	(0.1)ppts
營利率(%)	11.7	11.6	0.1 ppts	4.7 ppts	11.7	0.0 ppts	11.4	11.0	0.5 ppts	(0.3)ppts	11.8	(0.3)ppts
淨利率(%)	13.3	13.3	0.0 ppts	3.7 ppts	13.2	0.1 ppts	12.9	12.8	0.2 ppts	(0.4)ppts	12.9	0.0 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

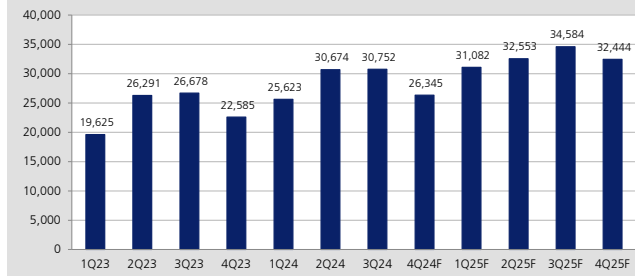
圖 3：公司概况

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 5：季營業收入

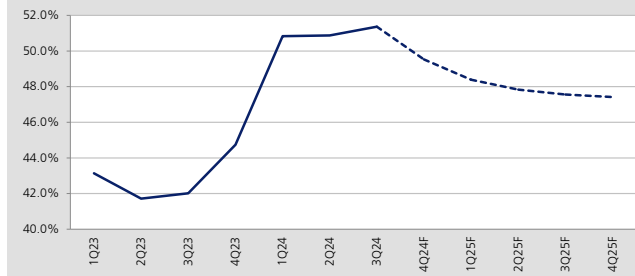
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

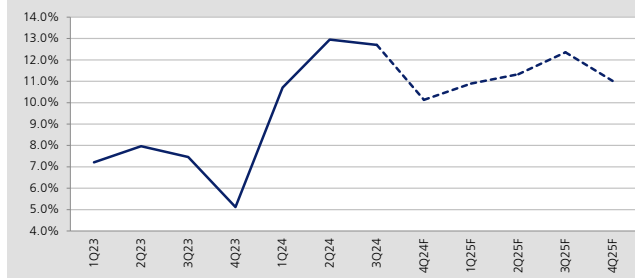
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

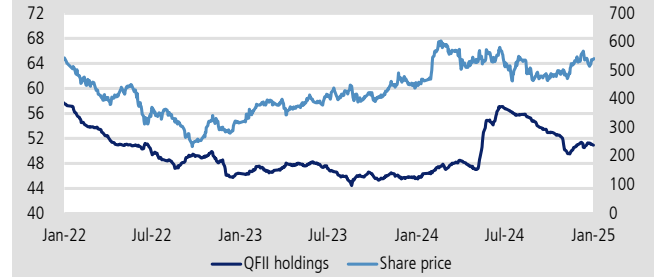
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4：外資持股

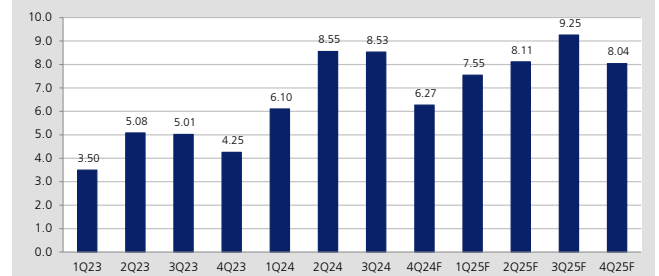
外資持股，百分比(左軸)；股價，元(右軸)



資料來源：TEJ，凱基

圖 6：每股盈利

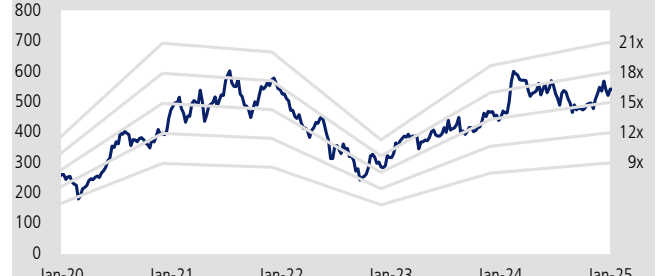
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8：未來 12 個月預估本益比區間

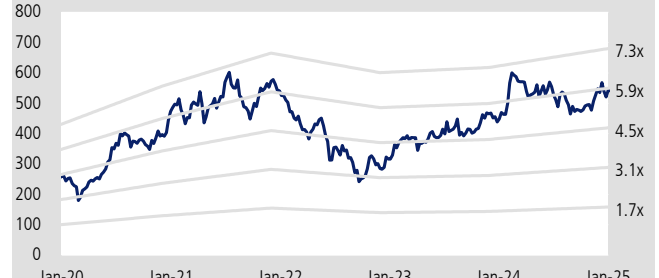
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 10：未來 12 個月預估股價淨值比區間

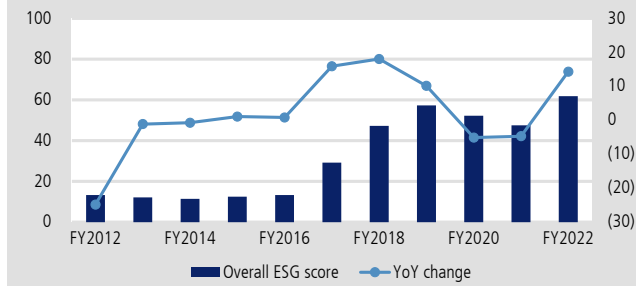
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 11：ESG 整體分數

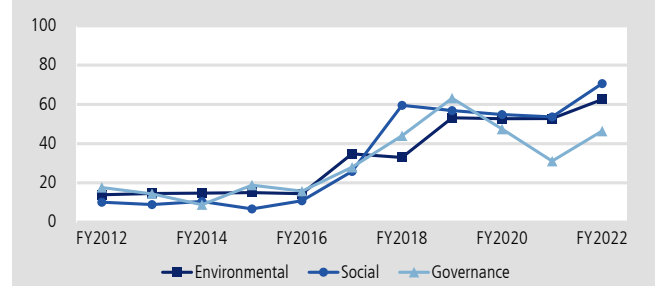
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：ESG 各項分數

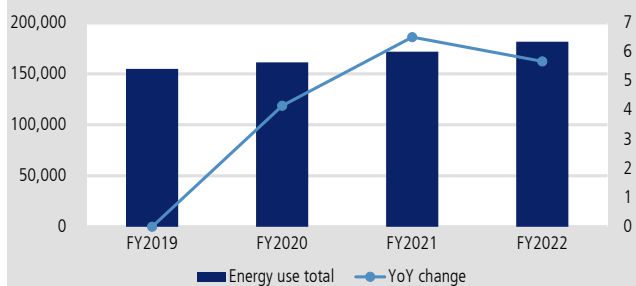
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：能源消耗

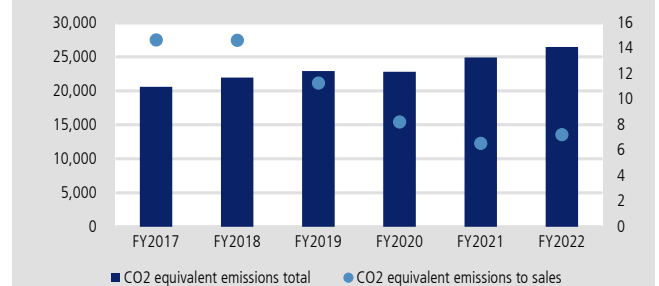
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：碳排量

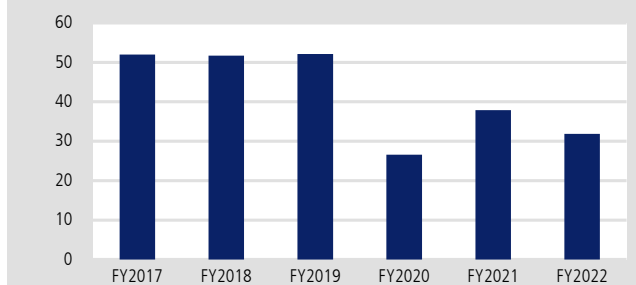
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：廢棄物總量

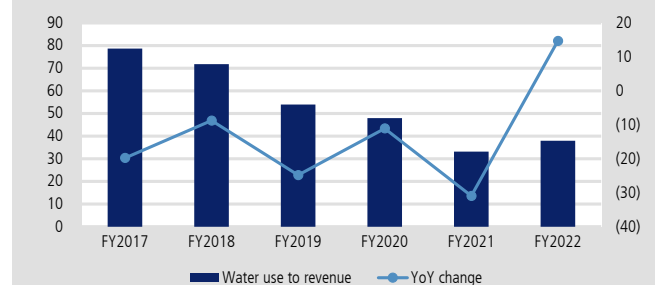
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：耗水量

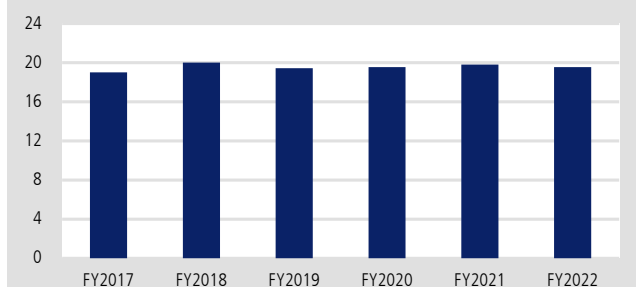
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：性別多樣性

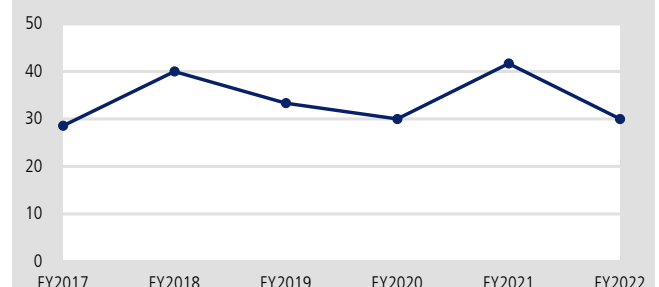
女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：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-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	25,623	30,674	30,752	26,345	31,082	32,553	34,584	32,444	113,394	130,662	144,355
營業成本	(12,598)	(15,068)	(14,958)	(13,296)	(16,040)	(16,982)	(18,137)	(17,060)	(55,920)	(68,219)	(76,232)
營業毛利	13,024	15,605	15,795	13,049	15,042	15,570	16,447	15,384	57,474	62,443	68,123
營業費用	(10,281)	(11,632)	(11,889)	(10,380)	(11,656)	(11,882)	(12,174)	(11,809)	(44,182)	(47,521)	(51,738)
營業利益	2,743	3,973	3,906	2,669	3,386	3,689	4,274	3,574	13,291	14,922	16,386
折舊	(351)	(365)	(377)	(398)	(411)	(426)	(444)	(462)	(1,491)	(1,743)	(2,023)
攤提	(437)	(518)	(463)	(460)	(468)	(478)	(454)	(465)	(1,878)	(1,864)	(1,859)
EBITDA	3,531	4,856	4,746	3,527	4,264	4,592	5,172	4,501	16,661	18,529	20,267
利息收入	633	703	703	782	761	766	804	841	2,821	3,172	3,205
投資利益淨額	-	-	19	-	-	-	-	-	19	-	-
其他營業外收入	17	86	11	50	50	50	50	50	164	200	200
總營業外收入	649	789	733	832	811	816	854	891	3,003	3,372	3,405
利息費用	(41)	(52)	(108)	(84)	(84)	(84)	(84)	(84)	(285)	(335)	(335)
投資損失	(26)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(41)	(20)	(20)
其他營業外費用	11	(7)	139	-	-	-	-	-	143	-	-
總營業外費用	(56)	(63)	26	(89)	(89)	(89)	(89)	(89)	(182)	(355)	(355)
稅前純益	3,336	4,699	4,665	3,412	4,108	4,416	5,039	4,377	16,112	17,939	19,436
所得稅費用[利益]	(206)	(312)	(290)	(198)	(238)	(256)	(292)	(254)	(1,006)	(1,040)	(1,127)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-	(0)	-	-
非常項目稅後純益	3,130	4,387	4,375	3,215	3,870	4,160	4,746	4,123	15,106	16,899	18,308
非常項目	(0)	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	3,130	4,387	4,375	3,215	3,870	4,160	4,746	4,123	15,106	16,899	18,308
每股盈餘 (NT\$)	6.10	8.55	8.53	6.27	7.55	8.11	9.25	8.04	29.45	32.95	35.70
獲利率 (%)											
營業毛利率	50.8	50.9	51.4	49.5	48.4	47.8	47.6	47.4	50.7	47.8	47.2
營業利益率	10.7	13.0	12.7	10.1	10.9	11.3	12.4	11.0	11.7	11.4	11.4
EBITDA Margin	13.8	15.8	15.4	13.4	13.7	14.1	15.0	13.9	14.7	14.2	14.0
稅前純益率	13.0	15.3	15.2	13.0	13.2	13.6	14.6	13.5	14.2	13.7	13.5
稅後純益率	12.2	14.3	14.2	12.2	12.5	12.8	13.7	12.7	13.3	12.9	12.7
季成長率 (%)											
營業收入	13.5	19.7	0.3	(14.3)	18.0	4.7	6.2	(6.2)			
營業毛利	28.9	19.8	1.2	(17.4)	15.3	3.5	5.6	(6.5)			
營業收益增長	137.2	44.8	(1.7)	(31.7)	26.9	8.9	15.9	(16.4)			
EBITDA	82.9	37.5	(2.3)	(25.7)	20.9	7.7	12.6	(13.0)			
稅前純益	46.0	40.8	(0.7)	(26.8)	20.4	7.5	14.1	(13.1)			
稅後純益	43.5	40.2	(0.3)	(26.5)	20.4	7.5	14.1	(13.1)			
年成長率 (%)											
營業收入	30.6	16.7	15.3	16.6	21.3	6.1	12.5	23.2	19.1	15.2	10.5
營業毛利	53.9	42.3	40.9	29.1	15.5	(0.2)	4.1	17.9	41.0	8.6	9.1
營業收益	93.9	89.7	96.3	130.8	23.4	(7.2)	9.4	33.9	99.7	12.3	9.8
EBITDA	61.4	71.1	74.3	82.7	20.8	(5.4)	9.0	27.6	72.1	11.2	9.4
稅前純益	78.5	72.7	74.7	49.3	23.2	(6.0)	8.0	28.3	68.8	11.3	8.3
稅後純益	74.5	68.3	70.1	47.4	23.7	(5.2)	8.5	28.3	65.0	11.9	8.3

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	113,701	93,815	116,910	123,981	130,155
流動資產	95,492	69,288	88,945	95,087	100,316
現金及短期投資	56,913	43,590	58,553	57,385	56,818
存貨	25,553	11,757	12,644	16,295	18,984
應收帳款及票據	12,013	12,757	15,807	19,466	22,573
其他流動資產	1,013	1,183	1,941	1,941	1,941
非流動資產	18,209	24,528	27,966	28,894	29,839
長期投資	4,285	8,854	11,562	11,562	11,562
固定資產	7,557	8,754	9,615	10,543	11,488
什項資產	6,367	6,919	6,789	6,789	6,789
負債總額	66,938	51,577	73,671	76,682	78,912
流動負債	62,545	46,246	68,576	71,587	73,817
應付帳款及票據	10,496	7,273	10,637	13,648	15,878
短期借款	13,738	4,250	6,146	6,146	6,146
什項負債	38,310	34,723	51,794	51,794	51,794
長期負債	4,393	5,331	5,095	5,095	5,095
長期借款	1,713	2,227	2,227	2,227	2,227
其他負債及準備	1,456	1,695	2,867	2,867	2,867
股東權益總額	46,763	42,238	43,240	47,299	51,243
普通股股本	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129
保留盈餘	28,855	24,845	24,051	28,110	32,054
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-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	6.0%	(14.9%)	19.1%	15.2%	10.5%
營業收益增長	(9.2%)	(57.7%)	99.7%	12.3%	9.8%
EBITDA	(5.6%)	(47.8%)	72.1%	11.2%	9.4%
稅後純益	(3.8%)	(43.5%)	65.0%	11.9%	8.3%
每股盈餘成長率	(4.2%)	(43.6%)	65.0%	11.9%	8.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	48.9%	42.8%	50.7%	47.8%	47.2%
營業利益率	14.1%	7.0%	11.7%	11.4%	11.4%
EBITDA Margin	16.6%	10.2%	14.7%	14.2%	14.0%
稅後純益率	14.5%	9.6%	13.3%	12.9%	12.7%
平均資產報酬率	15.1%	8.8%	14.3%	14.0%	14.4%
股東權益報酬率	37.8%	20.6%	35.4%	37.3%	37.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	33.0%	15.3%	19.4%	17.7%	16.3%
淨負債比率	3.6%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	78.7	39.6	57.6	54.5	59.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	87.5	72.3	88.0	48.3	55.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.4	4.0	3.9	2.5	2.9
流動比率 (x)	1.5	1.5	1.3	1.3	1.4
速動比率 (x)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	1,697	(3,791)	(9,277)	(8,108)	(7,541)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	31.62	17.85	29.45	32.95	35.70
每股現金盈餘 (NT\$)	37.19	34.89	48.84	31.60	36.31
每股淨值 (NT\$)	91.16	82.34	84.65	92.60	100.32
調整後每股淨值 (NT\$)	91.24	82.34	84.29	92.21	99.90
每股營收 (NT\$)	218.16	185.58	221.10	254.77	281.47
EBITDA/Share (NT\$)	36.16	18.87	32.49	36.13	39.52
每股現金股利 (NT\$)	26.00	15.50	25.04	28.01	30.34
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.04	0.92	1.08	1.08	1.14
應收帳款周轉天數	39.2	48.9	51.0	54.4	57.1
存貨周轉天數	163.2	78.8	82.8	87.2	90.9
應付帳款周轉天數	67.0	48.8	69.6	73.0	76.0
現金轉換周轉天數	135.4	79.0	64.2	68.5	71.9

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	111,790	95,179	113,394	130,662	144,355
營業成本	(57,155)	(54,431)	(55,920)	(68,219)	(76,232)
營業毛利	54,635	40,748	57,474	62,443	68,123
營業費用	(38,911)	(34,093)	(44,182)	(47,521)	(51,738)
營業利益	15,724	6,655	13,291	14,922	16,386
總營業外收入	1,340	2,786	3,003	3,372	3,405
利息收入	951	2,582	2,821	3,172	3,205
投資利益淨額	61	33	19	-	-
其他營業外收入	328	171	164	200	200
總營業外費用	(142)	104	(182)	(355)	(355)
利息費用	(218)	(247)	(285)	(335)	(335)
投資損失	(21)	(47)	(41)	(20)	(20)
其他營業外費用	97	398	143	-	-
稅前純益	16,922	9,545	16,112	17,939	19,436
所得稅費用[利益]	(718)	(392)	(1,006)	(1,040)	(1,127)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	-	-
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	16,204	9,153	15,106	16,899	18,308
EBITDA	18,528	9,680	16,661	18,529	20,267
每股盈餘 (NT\$)	31.62	17.85	29.45	32.95	35.70

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	19,058	17,896	25,048	16,206	18,623
本期純益	16,204	9,153	15,106	16,899	18,308
折舊及攤提	2,804	3,025	3,369	3,606	3,882
本期運用資金變動	(5,941)	9,803	(573)	(4,299)	(3,567)
其他營業資產及負債變動	5,991	(4,084)	7,146	(0)	(0)
投資活動之現金流量	(595)	1,084	(11,334)	(4,535)	(4,826)
投資用短期投資出售[新購]	5,592	4,694	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	(7,227)	-	-
資本支出淨額	(2,680)	(2,167)	(2,277)	(2,671)	(2,968)
其他資產變動	(3,507)	(1,443)	(1,830)	(1,864)	(1,859)
自由現金流	7,613	15,326	11,102	8,830	10,924
融資活動之現金流量	(12,838)	(22,939)	(6,150)	(12,840)	(14,364)
短期借款變動	396	(9,488)	1,896	-	-
長期借款變動	711	511	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(13,847)	(13,847)	(7,949)	(12,840)	(14,364)
其他融資現金流	(98)	(115)	(97)	-	-
匯率影響數	932	472	(182)	-	-
本期產生現金流量	6,557	(3,486)	7,381	(1,168)	(567)

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	34.8%	35.8%	39.0%	36.4%	35.8%
= 營業利益率	14.1%	7.0%	11.7%	11.4%	11.4%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
+ 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	(287.9)	(17.8)	(6.2)	(10.1)	(17.1)
營業利益率	14.1%	7.0%	11.7%	11.4%	11.4%
x 資本周轉率	(287.9)	(17.8)	(6.2)	(10.1)	(17.1)
x (1 - 有效現金稅率)	95.8%	95.9%	93.8%	94.2%	94.2%
= 稅後 ROIC	(3877.3%)	(119.2%)	(68.5%)	(108.3%)	(182.4%)

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
2024-10-25	持有	510	490
2024-07-31	持有	545	512
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

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）為凱基金控集團之成員。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。