



研究報告

瑞昱(2379.TT)

買進(維持)

TP：690

2025 年受惠網通規格升級、車用乙太網需求，帶動營收持續成長

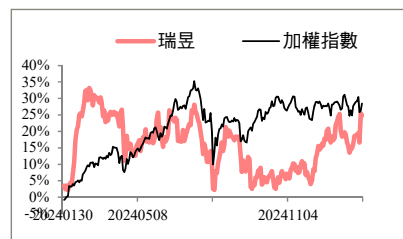
核心觀點

瑞昱受惠 WiFi、網通規格升級、車用乙太網需求，帶動營運持續成長，加上庫存更加健康，以及成熟製程晶圓成本降低，預估 2025 年 EPS 34.4 元，維持「買進」投資評等。

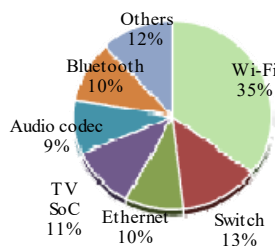
交易資料

收盤價	566.00
市值(億元)	2,903.00
流通在外股數(百萬股)	512.90
本益比	16.45
股價淨值比	5.44
240 日股價(低/均/高)	452/525.8/620
60 日均成交額(百萬元)	1,399.34

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	2024 排名	2023 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
skyveo111-71448@esunsec.com.tw

重要訊息

瑞昱舉辦法說會，並釋出未來展望。

玉山觀點

24Q4獲利優於預期，營運槓桿效益降低費用率。24Q4營收263.45億元，QoQ-14.3%，YoY+16.6%，營運進入傳統淡季，毛利率48.35%，接近預估的48.62%，主要受到產品組合變化及存貨回沖利益的減少，由於營運槓桿有助降低整體營運費用率，稅後EPS 6.63元，優於預估的5.14元。

25Q1展望優於預期，關稅提前拉貨的動能持續。展望25Q1，儘管工作天數減少，客戶因關稅提前拉貨的急單持續，以乙太網、交換器、PC的Audio Codec拉貨最為強勁，加上供應鏈庫存回到更健康水位，存貨提列呆滯損失有望減少，以及成熟製程晶圓成本降低，帶動毛利率改善，預估營收285.03億元，QoQ+8.2%，YoY+11.2%，毛利率48.66%，稅後EPS 6.69元。

網通規格升級、車用乙太網需求，帶動2025年持續成長。就主要產品線來看：(1)電信、寬頻和網路應用持續帶動Wi-Fi的成長，目前Wi-Fi6出貨量已經超過了Wi-Fi5，預估今年Wi-Fi6在PC、路由器滲透率成長至80~90%，至於Wi-Fi7隨手機與PC導入更多主流機種，加上高階路由器與基礎建設方案需求，預估滲透率有望接近10%；(2)乙太網晶片受惠2.5GbE和5GbE的需求在PC周邊設備與電信市場持續增長，並逐步取代千兆乙太網路，加上交換機、Wi-Fi7路由器及10G PON的普及，預計10GbE的需求將在今年底或明年初上升，至於車用乙太網的成長持續高於公司平均與產業，主要受惠汽車電動化程度提高以及應用越來越先進，帶動解決方案增加與規格要求提高；(3)交換器產品受到全球通信標案的推動，網通產業復甦，關稅的提前拉貨，加上升級至千兆交換機，2.5GbE交換器逐漸成為搭配Wi-Fi7路由器的首選方案，帶動管理型交換器及新產品出貨量增加取得更多市佔率。

投資建議

瑞昱受惠WiFi、網通規格升級、車用乙太網需求，帶動營運持續成長，加上庫存更加健康，以及成熟製程晶圓成本降低，預估2025年EPS 34.4元，維持「買進」投資評等，上修目標價為690元(20倍PER*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	113,394	28,503	32,774	35,018	33,412	129,707
YoY	19.14%	11.24%	6.85%	13.88%	26.82%	14.39%
毛利率	50.41%	48.66%	48.89%	48.99%	48.47%	48.76%
營益率	11.91%	10.51%	13.16%	12.93%	13.55%	12.62%
稅後淨利	15,292	3,430	4,623	4,823	4,767	17,643
EPS(元)	29.81	6.69	9.01	9.40	9.30	34.40

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	28,503	32,774	26,797	30,715	6.37	6.70
毛利	13,870	16,024	13,066	15,150	6.15	5.77
營業利益	2,997	4,313	2,588	3,350	15.82	28.75
稅前淨利	3,657	4,950	3,266	3,988	11.98	24.11
稅後淨利	3,430	4,623	3,063	3,725	11.98	24.11
每股盈餘(元)	6.69	9.01	5.97	7.26	11.98	24.11
財務比率(%)						
毛利率	48.66	48.89	48.76	49.33	(0.10)	(0.43)
營益率	10.51	13.16	9.66	10.91	0.86	2.25
淨利率	12.83	15.10	12.19	12.99	0.64	2.12

資料來源：玉山投顧(2025/02)

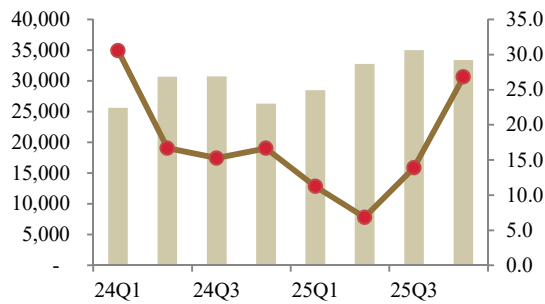
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	25,623	30,674	30,752	26,345	113,394	28,503	32,774	35,018	33,412	129,707
營業毛利	13,024	15,605	15,795	12,737	57,161	13,870	16,024	17,156	16,196	63,246
營業費用	10,281	11,632	11,889	9,858	43,659	10,873	11,711	12,629	11,670	46,883
營業利益	2,743	3,973	3,906	2,879	13,502	2,997	4,313	4,527	4,526	16,363
淨業外收支	593	725	759	762	2,840	660	637	614	578	2,489
稅前淨利	3,337	4,698	4,665	3,642	16,342	3,657	4,950	5,141	5,104	18,852
稅後淨利	3,130	4,387	4,375	3,400	15,292	3,430	4,623	4,823	4,767	17,643
EPS(元)	6.10	8.55	8.53	6.63	29.81	6.69	9.01	9.40	9.30	34.40
財務比率										
毛利率	50.83	50.87	51.36	48.35	50.41	48.66	48.89	48.99	48.47	48.76
營業利益率	10.71	12.95	12.70	10.93	11.91	10.51	13.16	12.93	13.55	12.62
稅前淨利率	13.02	15.32	15.17	13.82	14.41	12.83	15.10	14.68	15.28	14.53
YoY(%)										
營業收入	30.56	16.67	15.27	16.65	19.14	11.24	6.85	13.88	26.82	14.39
營業毛利	53.84	42.27	40.90	26.04	40.27	6.50	2.69	8.61	27.16	10.65
營業利益	93.93	89.70	96.26	148.78	102.83	9.24	8.57	15.89	57.20	21.19
稅前淨利	78.53	72.64	74.70	59.32	71.18	9.59	5.36	10.21	40.17	15.36
稅後淨利	74.5	68.28	70.08	55.98	67.08	9.59	5.38	10.24	40.21	15.38
QoQ(%)										
營業收入	13.45	19.71	0.25	(14.33)		8.19	14.99	6.85	(4.59)	
營業毛利	28.89	19.81	1.22	(19.36)		8.90	15.53	7.06	(5.60)	
營業利益	137.05	44.82	(1.67)	(26.30)		4.09	43.93	4.95	(0.02)	
稅前淨利	45.99	40.79	(0.70)	(21.94)		0.42	35.36	3.87	(0.72)	
稅後淨利	43.58	40.16	(0.29)	(22.27)		0.88	34.78	4.31	(1.14)	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

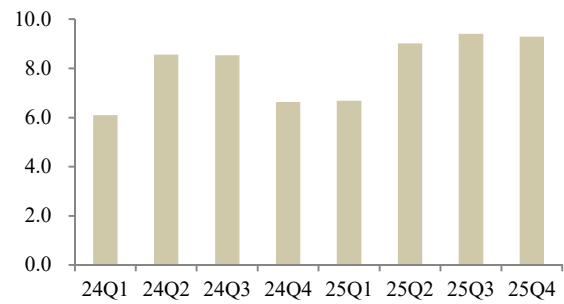
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



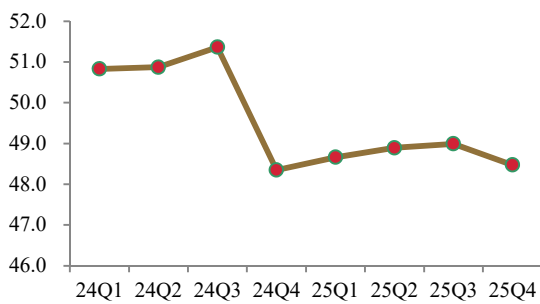
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



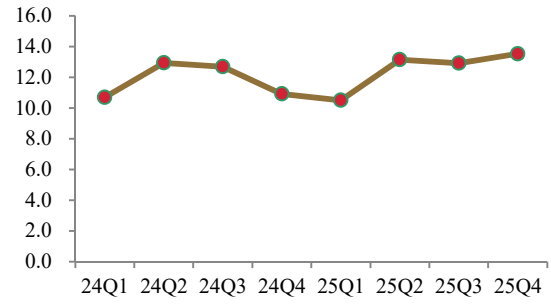
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



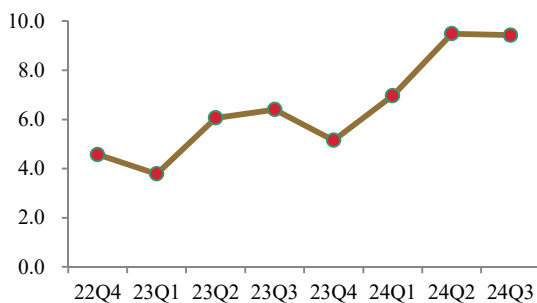
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



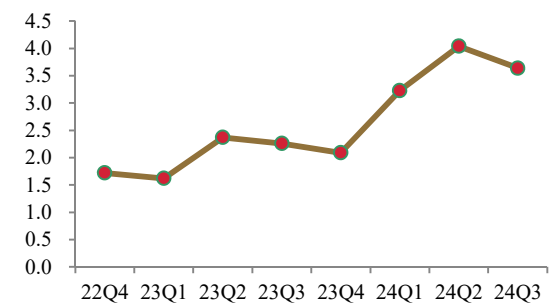
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/02)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	111,790	95,179	113,394	129,707
營業成本	57,155	54,429	56,233	66,461
營業毛利	54,635	40,750	57,161	63,246
營業費用	38,911	34,093	43,659	46,883
營業利益	15,724	6,657	13,502	16,363
營業外收支淨額	1,198	2,890	2,840	2,489
稅前淨利	16,922	9,546	16,342	18,852
稅後淨利	16,204	9,152	15,292	17,643
普通股股本	5,129	5,129	5,129	5,129
EPS(元)	31.63	17.84	29.81	34.40
年成長率				
營收	6.0%	-14.9%	19.1%	14.4%
營業利益	-9.2%	-57.7%	102.8%	21.2%
稅前淨利	-3.7%	-43.6%	71.2%	15.4%
母公司稅後淨利	-3.8%	-43.5%	67.1%	15.4%
獲利能力比率				
毛利率	48.9%	42.8%	50.4%	48.8%
營業利益率	14.1%	7.0%	11.9%	12.6%
稅前淨利率	15.1%	10.0%	14.4%	14.5%
稅後淨利率	14.5%	9.6%	13.5%	13.6%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	95,492	69,288	76,546	83,956
現金及約當現金	13,754	10,268	12,835	16,044
存貨	25,553	11,757	14,007	16,022
應收帳款及票據	12,013	12,757	15,198	17,385
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	101,459	109,360
流動負債	62,545	46,246	46,832	53,569
應付帳款及票據	10,340	6,904	8,225	9,409
短期借款	13,738	4,250	5,063	5,792
什項負債	38,467	35,092	35,536	40,649
非流動負債	4,393	5,331	4,769	2,394
負債總額	66,938	51,577	51,600	55,963
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	35,684	39,223
股東權益總額	46,763	42,238	49,858	53,397

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	16,922	9,546	16,342	18,852
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	(3,370)	(3,018)
其他項目	1,073	914	1,088	1,245
營運活動之現金流量	19,058	22,087	16,072	19,091
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)	(3,920)	(772)
投資活動之現金流量	(366)	(2,709)	(6,317)	(3,275)
短期借款及票券變動	396	(9,488)	813	728
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)	(7,188)	(12,607)
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

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	58.9%	55.0%	50.9%	51.2%
槓桿比率	143.1%	122.1%	103.5%	104.8%
流動比率	152.7%	149.8%	163.4%	156.7%
速動比率	111.8%	124.4%	133.5%	126.8%
存貨週轉率(次)	2.72	2.92	4.37	4.43
存貨週轉天數	132.59	123.38	82.47	81.33
應收帳款週轉率(次)	1.54	1.55	8.11	7.96
應收帳款週轉天數	51.35	46.13	44.38	45.22
總資產週轉率(次)	0.98	1.01	1.12	1.19
淨值週轉率(次)	2.39	2.25	2.27	2.43
股東權益報酬率	37.8%	20.6%	33.2%	34.2%
總資產報酬率	15.1%	8.8%	15.7%	16.7%
OCF/流動負債	31.4%	40.6%	34.5%	38.0%
每股比率				
每股淨值(元)	57.68	76.25	97.21	104.11
每股營收(元)	217.97	185.57	221.08	252.89
每股盈餘(元)	31.63	17.84	29.81	34.40
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%	87.2%	79.9%

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