



# 瑞昱

(2379.TW/2379 TT)



## 1Q25 財報預覽：強勁 1Q25 營收恐使 2Q25 營收季減

### 持有・維持

收盤價 April 2 (NT\$)	530
12 個月目標價 (NT\$)	540
前次目標價 (NT\$)	530
調升 (%)	1.9
上漲空間 (%)	1.9

### 焦點內容

1. 強勁 1Q25 營收恐使 2Q25 營收季減。
2. 保持 2025 年全年營收年增 10-20% 中緣之預期不變。

### 交易資料表

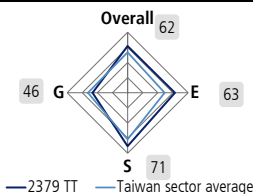
市值：(NT\$bn/US\$mn)	271.8 / 8,184
流通在外股數 (百萬股)：	513
外資持有股數 (百萬股)：	259.7
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.81
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	463.5 - 581

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-2.8	11.9	-6.7
相對表現 (%)	3.9	16.8	-10.8

### 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	6.63A
2025	8.88F	8.26F	8.92F	7.71F

### 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

### 重要訊息

我們上修對 1Q25 營收預估，預估營收將季增 28-32%，對應年增率為 32-36%。同時，在 2H25 需求能見度仍有限，且終端需求並未進一步改善之下，我們保持 2025 年全年營收年增 10-20% 中緣之預期不變。

### 評論及分析

**強勁 1Q25 營收恐使 2Q25 營收季減。**鑑於美國計畫對中國課徵關稅之不確定性，加上中國經濟刺激政策推動，我們見到瑞昱客戶提前進行備貨之動能較我們原先預期強勁。我們上修對 1Q25 營收預估，預估營收將季增 30.6%，年增 34.3%，達 344 億元。我們亦微幅上修 1Q25 毛利率預估至 48.5%，季增 0.1 個百分點，年減 2.3 個百分點，主因產品組合季對季改善。我們認為瑞昱於 4Q24 法說會中提及，1H25 營收動能得以維持之說法仍成立，惟強勁 1Q25 營收不可避免將致使 2Q25 營收微幅季減。據此，我們預估 2Q25 營收為 328 億元，季減 4.8%，年增 6.8%；2Q25 毛利率則鑑於產品組合相似，預估為 48.5%，季持平，年減 2.4 個百分點。

**保持 2025 年全年營收年增 10-20% 中緣之預期不變。**在 2H25 需求能見度仍有限，且終端需求並未進一步改善之下，我們保持 2025 年全年營收年增 10-20% 中緣之預期不變。而考量 PC/NB 需求溫和且 AI PC/NB 滲透率提升速度仍緩慢，我們當前預期 2025 年營收按終端應用年增率順序將依次為網通、消費性電子與 PC/NB (對比先前為網通、PC/NB 與消費性電子)。不過我們依舊強調，在 PC/NB 與消費性電子出貨量溫和復甦之際，先前於瑞昱動態更新報告中所提及之長期規格升級趨勢將保持不變。瑞昱亦於智慧型眼鏡市場有所斬獲，我們預期其解決方案(可能大致包括 Wi-Fi、藍牙、IoT 與 Camera 等功能之晶片)最早將自 2H25 開始量產，惟營收貢獻短期有限。

### 投資建議

我們將 2025-26 年 EPS 預估微幅上修至 33.76 元與 36.94 元，分別年增 13.2% 與 9.4%，對比市場共識為 33.58 元與 38.52 元。我們將目標價調整至 540 元，係基於 16 倍 2025 年 EPS 預估(週期平均加 0.5 倍標準差)換算得出。目前股價交易於 16 倍與 14 倍 2025-26 年 EPS 預估。在 2H25 需求能見度仍有限，且終端需求並未進一步改善之下，我們認為 1H25 強勁備貨與長期規格升級動能已反映於股價中。維持「持有」評等。

### 投資風險

Wi-Fi 6/6E/7 或 XGPON 滲透率提升速度緩慢；競爭加劇。

### 主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	111,790	95,179	113,394	132,375	144,532
營業毛利 (NT\$百萬)	54,635	40,748	57,162	64,202	70,180
營業利益 (NT\$百萬)	15,724	6,655	13,502	15,467	17,299
稅後淨利 (NT\$百萬)	16,204	9,153	15,291	17,315	18,946
每股盈餘 (NT\$)	31.62	17.85	29.82	33.76	36.94
每股現金股利 (NT\$)	26.00	15.50	25.50	28.70	31.40
每股盈餘成長率 (%)	(4.2)	(43.6)	67.1	13.2	9.4
本益比 (x)	16.8	29.7	17.8	15.7	14.3
股價淨值比 (x)	5.8	6.4	5.1	4.7	4.4
EV/EBITDA (x)	13.4	21.8	11.7	10.5	9.8
淨負債比率 (%)	3.6	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.9	2.9	4.8	5.4	5.9
股東權益報酬率 (%)	37.8	20.6	32.1	31.4	31.9

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：1Q-2Q25 財測修正暨市場共識比較

百萬元	1Q25F							2Q25F						
	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	34,418	31,082	10.7	30.6	34.3	32,731	5.2	32,765	32,553	0.7	(4.8)	6.8	31,833	2.9
毛利	16,689	15,042	11.0	31.0	28.1	15,645	6.7	15,884	15,570	2.0	(4.8)	1.8	15,121	5.1
營業利益	4,127	3,386	21.9	43.3	50.4	4,131	(0.1)	3,794	3,689	2.9	(8.1)	(4.5)	3,580	6.0
稅後淨利	4,552	3,870	17.6	33.9	45.5	4,456	2.2	4,234	4,160	1.8	(7.0)	(3.5)	3,922	8.0
每股盈餘(元)	8.88	7.55	17.6	33.9	45.5	8.69	2.1	8.26	8.11	1.8	(7.0)	(3.5)	7.65	8.0
毛利率(%)	48.5	48.4	0.1 pts	0.1 pts	(2.3)ppts	47.8	0.7 ppts	48.5	47.8	0.6 ppts	(0.0)ppts	(2.4)ppts	47.5	1.0 ppts
營利率(%)	12.0	10.9	1.1 ppts	1.1 ppts	1.3 ppts	12.6	(0.6)ppts	11.6	11.3	0.2 ppts	(0.4)ppts	(1.4)ppts	11.2	0.3 ppts
淨利率(%)	13.2	12.5	0.8 ppts	0.3 ppts	1.0 ppts	13.6	(0.4)ppts	12.9	12.8	0.1 ppts	(0.3)ppts	(1.4)ppts	12.3	0.6 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 2：2025-26 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2025F						2026F					
	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	132,375	130,662	1.3	16.7	132,016	0.3	144,532	144,355	0.1	9.2	146,981	(1.7)
毛利	64,202	62,443	2.8	12.3	63,368	1.3	70,180	68,123	3.0	9.3	70,845	(0.9)
營業利益	15,467	14,922	3.6	14.6	16,000	(3.3)	17,299	16,386	5.6	11.8	19,369	(10.7)
稅後淨利	17,315	16,899	2.5	13.2	17,329	(0.1)	18,946	18,308	3.5	9.4	19,754	(4.1)
每股盈餘(元)	33.76	32.95	2.5	13.2	33.58	0.5	36.94	35.70	3.5	9.4	38.52	(4.1)
毛利率(%)	48.5	47.8	0.7 ppts	(1.9)ppts	48.0	0.5 ppts	48.6	47.2	1.4 ppts	0.1 ppts	48.2	0.4 ppts
營利率(%)	11.7	11.4	0.3 ppts	(0.2)ppts	12.1	(0.4)ppts	12.0	11.4	0.6 ppts	0.3 ppts	13.2	(1.2)ppts
淨利率(%)	13.1	12.9	0.1 ppts	(0.4)ppts	13.1	(0.0)ppts	13.1	12.7	0.4 ppts	0.0 ppts	13.4	(0.3)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

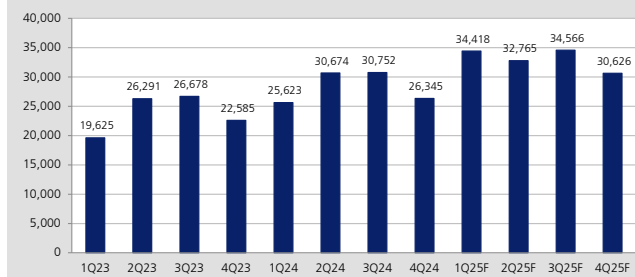
圖 3：公司概况

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 年營收占比分別為網路通訊 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

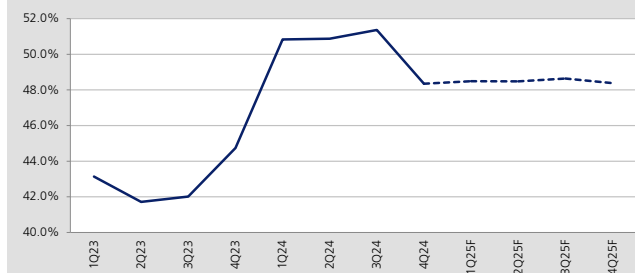
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

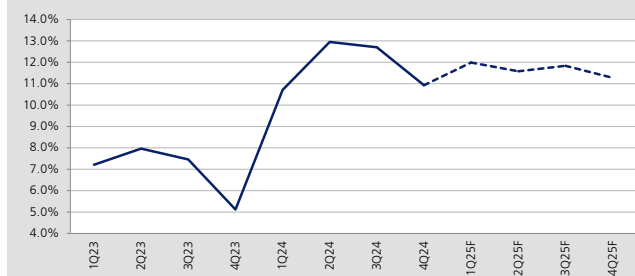
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

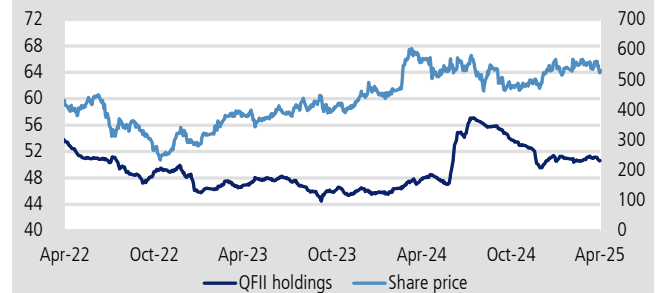
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4：外資持股

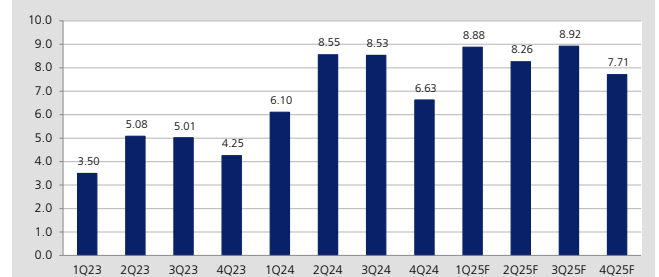
外資持股，百分比(左軸)；股價，元(右軸)



資料來源：TEJ，凱基

圖 6：每股盈利

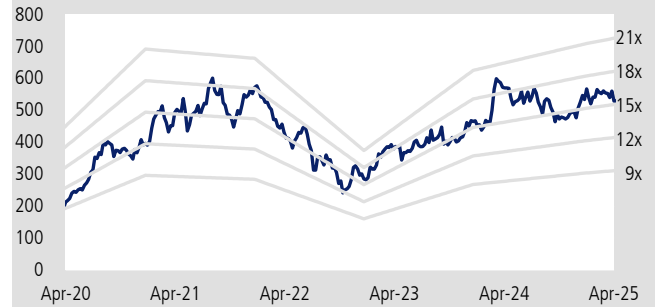
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8：未來 12 個月預估本益比區間

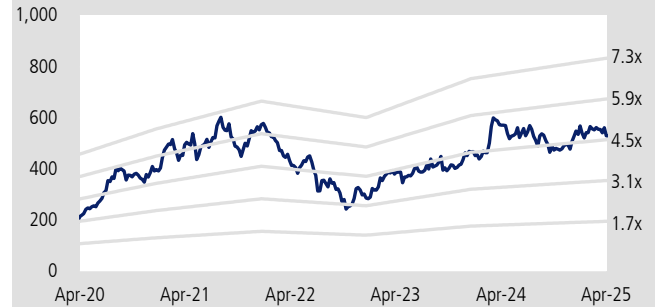
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



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

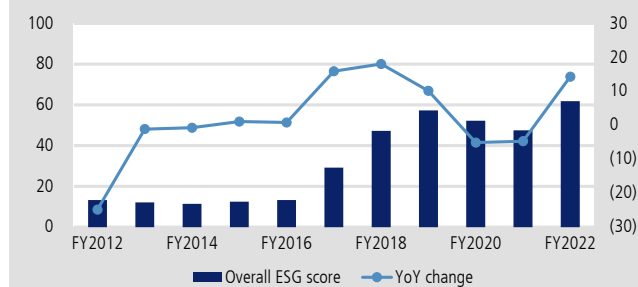
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 11：ESG 整體分數

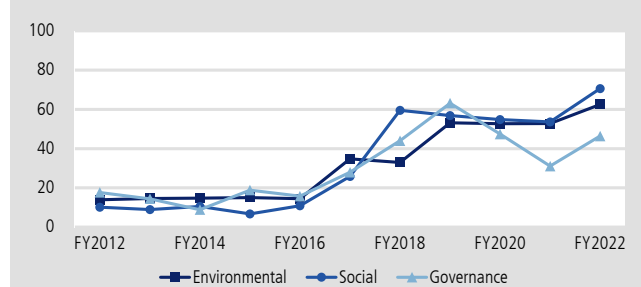
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：ESG 各項分數

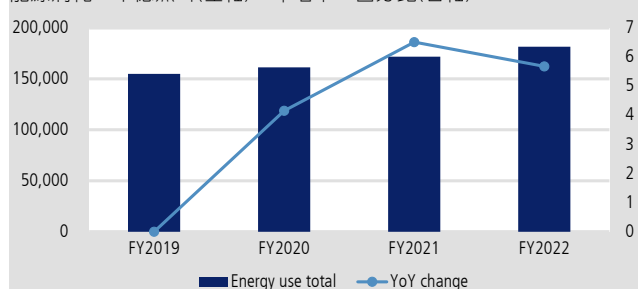
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：能源消耗

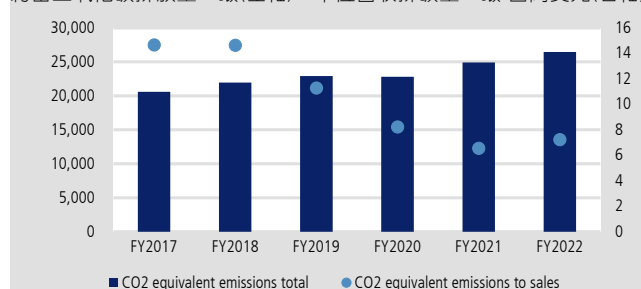
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：碳排量

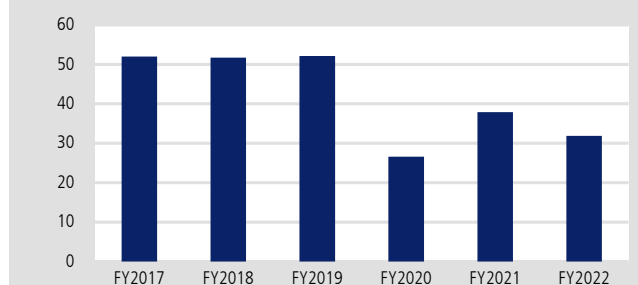
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：廢棄物總量

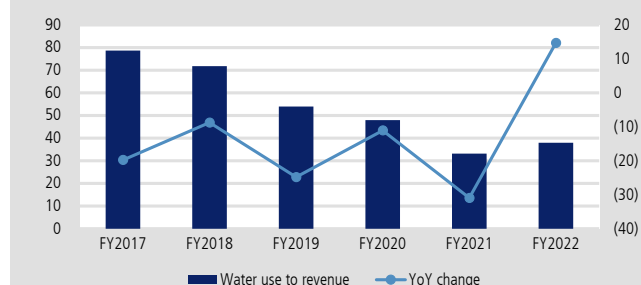
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：耗水量

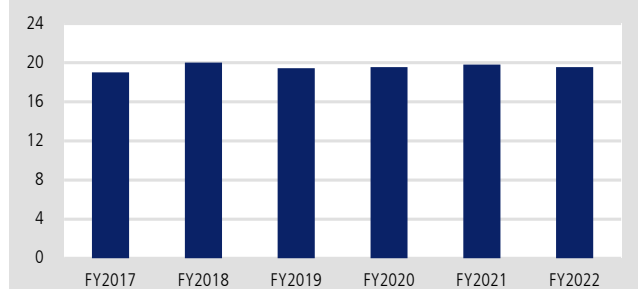
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：性別多樣性

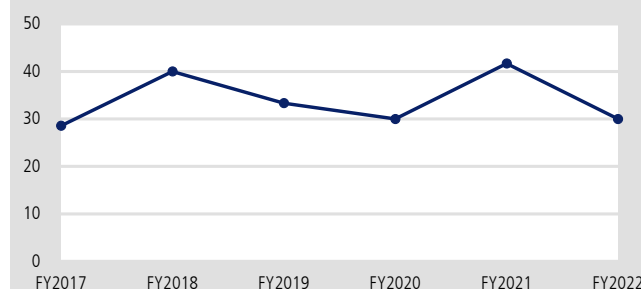
女性員工比例，百分比



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-24A	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	25,623	30,674	30,752	26,345	34,418	32,765	34,566	30,626	113,394	132,375	144,532
營業成本	(12,598)	(15,068)	(14,958)	(13,607)	(17,729)	(16,880)	(17,754)	(15,810)	(56,232)	(68,173)	(74,352)
營業毛利	13,024	15,605	15,795	12,737	16,689	15,884	16,812	14,816	57,162	64,202	70,180
營業費用	(10,281)	(11,632)	(11,889)	(9,858)	(12,562)	(12,090)	(12,720)	(11,362)	(43,660)	(48,735)	(52,881)
營業利益	2,743	3,973	3,906	2,879	4,127	3,794	4,092	3,454	13,502	15,467	17,299
折舊	(351)	(365)	(377)	(368)	(403)	(417)	(433)	(448)	(1,461)	(1,702)	(1,980)
攤提	(437)	(518)	(463)	(465)	(486)	(496)	(472)	(484)	(1,883)	(1,938)	(1,933)
EBITDA	3,531	4,856	4,746	3,712	5,016	4,708	4,997	4,386	16,846	19,106	21,212
利息收入	633	703	703	753	716	710	776	750	2,792	2,953	2,856
投資利益淨額	-	-	19	-	-	-	-	-	19	-	-
其他營業外收入	17	86	11	173	50	50	50	50	287	200	200
總營業外收入	649	789	733	926	766	760	826	800	3,097	3,153	3,056
利息費用	(41)	(52)	(108)	(88)	(45)	(45)	(45)	(45)	(288)	(180)	(180)
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	(72)	-	-	-	-	71	-	-
總營業外費用	(56)	(63)	26	(164)	(50)	(50)	(50)	(50)	(258)	(200)	(200)
稅前純益	3,336	4,699	4,665	3,642	4,843	4,505	4,868	4,204	16,341	18,420	20,155
所得稅費用[利益]	(206)	(312)	(290)	(242)	(291)	(270)	(292)	(252)	(1,050)	(1,105)	(1,209)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	(0)	-	-
非常項目稅後純益	3,130	4,387	4,375	3,400	4,552	4,234	4,576	3,952	15,291	17,315	18,946
非常項目	(0)	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	3,130	4,387	4,375	3,400	4,552	4,234	4,576	3,952	15,291	17,315	18,946
每股盈餘 (NT\$)	6.10	8.55	8.53	6.63	8.88	8.26	8.92	7.71	29.82	33.76	36.94
獲利率 (%)											
營業毛利率	50.8	50.9	51.4	48.3	48.5	48.5	48.6	48.4	50.4	48.5	48.6
營業利益率	10.7	13.0	12.7	10.9	12.0	11.6	11.8	11.3	11.9	11.7	12.0
EBITDA Margin	13.8	15.8	15.4	14.1	14.6	14.4	14.5	14.3	14.9	14.4	14.7
稅前純益率	13.0	15.3	15.2	13.8	14.1	13.7	14.1	13.7	14.4	13.9	13.9
稅後純益率	12.2	14.3	14.2	12.9	13.2	12.9	13.2	12.9	13.5	13.1	13.1
季成長率 (%)											
營業收入	13.5	19.7	0.3	(14.3)	30.6	(4.8)	5.5	(11.4)			
營業毛利	28.9	19.8	1.2	(19.4)	31.0	(4.8)	5.8	(11.9)			
營業收益增長	137.2	44.8	(1.7)	(26.3)	43.3	(8.1)	7.8	(15.6)			
EBITDA	82.9	37.5	(2.3)	(21.8)	35.1	(6.1)	6.1	(12.2)			
稅前純益	46.0	40.8	(0.7)	(21.9)	33.0	(7.0)	8.1	(13.6)			
稅後純益	43.5	40.2	(0.3)	(22.3)	33.9	(7.0)	8.1	(13.6)			
年成長率 (%)											
營業收入	30.6	16.7	15.3	16.6	34.3	6.8	12.4	16.3	19.1	16.7	9.2
營業毛利	53.9	42.3	40.9	26.0	28.1	1.8	6.4	16.3	40.3	12.3	9.3
營業收益	93.9	89.7	96.3	149.0	50.4	(4.5)	4.8	20.0	102.9	14.6	11.8
EBITDA	61.4	71.1	74.3	92.3	42.0	(3.1)	5.3	18.1	74.0	13.4	11.0
稅前純益	78.5	72.7	74.7	59.4	45.2	(4.1)	4.4	15.4	71.2	12.7	9.4
稅後純益	74.5	68.3	70.1	55.9	45.5	(3.5)	4.6	16.2	67.1	13.2	9.4

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-24A	Dec-25F	Dec-26F
<b>資產總額</b>	<b>113,701</b>	<b>93,815</b>	<b>113,897</b>	<b>121,198</b>	<b>128,600</b>
<b>流動資產</b>	<b>95,492</b>	<b>69,288</b>	<b>84,658</b>	<b>90,831</b>	<b>97,090</b>
現金及短期投資	56,913	43,590	55,099	55,927	53,599
存貨	25,553	11,757	13,506	15,422	19,255
應收帳款及票據	12,013	12,757	14,946	18,376	23,130
其他流動資產	1,013	1,183	1,106	1,106	1,106
<b>非流動資產</b>	<b>18,209</b>	<b>24,528</b>	<b>29,239</b>	<b>30,367</b>	<b>31,510</b>
長期投資	4,285	8,854	12,560	12,560	12,560
固定資產	7,557	8,754	9,610	10,738	11,881
什項資產	6,367	6,919	7,068	7,068	7,068
<b>負債總額</b>	<b>66,938</b>	<b>51,577</b>	<b>60,939</b>	<b>64,004</b>	<b>67,178</b>
<b>流動負債</b>	<b>62,545</b>	<b>46,246</b>	<b>57,961</b>	<b>61,025</b>	<b>64,199</b>
應付帳款及票據	10,496	7,273	9,584	12,648	15,822
短期借款	13,738	4,250	4,500	4,500	4,500
什項負債	38,310	34,723	43,877	43,877	43,877
<b>長期負債</b>	<b>4,393</b>	<b>5,331</b>	<b>2,978</b>	<b>2,978</b>	<b>2,978</b>
長期借款	1,713	2,227	-	-	-
其他負債及準備	1,456	1,695	1,617	2,978	2,978
<b>股東權益總額</b>	<b>46,763</b>	<b>42,238</b>	<b>52,957</b>	<b>57,194</b>	<b>61,423</b>
普通股本	5,129	5,129	5,129	5,129	5,129
保留盈餘	28,855	24,845	32,052	36,288	40,517
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-24A	Dec-25F	Dec-26F
<b>年成長率</b>					
營業收入	6.0%	(14.9%)	19.1%	16.7%	9.2%
營業收益增長	(9.2%)	(57.7%)	102.9%	14.6%	11.8%
EBITDA	(5.6%)	(47.8%)	74.0%	13.4%	11.0%
稅後純益	(3.8%)	(43.5%)	67.1%	13.2%	9.4%
每股盈餘成長率	(4.2%)	(43.6%)	67.1%	13.2%	9.4%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	48.9%	42.8%	50.4%	48.5%	48.6%
營業利率	14.1%	7.0%	11.9%	11.7%	12.0%
EBITDA Margin	16.6%	10.2%	14.9%	14.4%	14.7%
稅後純益率	14.5%	9.6%	13.5%	13.1%	13.1%
平均資產報酬率	15.1%	8.8%	14.7%	14.7%	15.2%
股東權益報酬率	37.8%	20.6%	32.1%	31.4%	31.9%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	33.0%	15.3%	8.5%	7.9%	7.3%
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	57.7	103.3	113.0
利息及短期償保障倍數 (x)	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	87.5	72.3	83.0	103.7	96.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.4	4.0	5.0	4.0	3.7
流動比率 (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
速動比率 (x)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	1,697	(3,791)	(10,312)	(11,140)	(8,812)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	31.62	17.85	29.82	33.76	36.94
每股現金盈餘 (NT\$)	37.19	34.89	46.67	36.41	34.02
每股淨值 (NT\$)	91.16	82.34	103.24	111.98	120.26
調整後每股淨值 (NT\$)	91.24	82.34	103.24	111.50	119.75
每股營收 (NT\$)	218.16	185.58	221.10	258.11	281.81
EBITDA/Share (NT\$)	36.16	18.87	32.85	37.25	41.36
每股現金股利 (NT\$)	26.00	15.50	25.50	28.70	31.40
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.04	0.92	1.09	1.13	1.16
應收帳款周轉天數	39.2	48.9	48.2	50.7	58.4
存貨周轉天數	163.2	78.8	87.9	82.6	94.5
應付帳款周轉天數	67.0	48.8	62.4	67.7	77.7
現金轉換周轉天數	135.4	79.0	73.8	65.5	75.3

資料來源：公司資料，凱基預估

## 損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
<b>營業收入</b>	<b>111,790</b>	<b>95,179</b>	<b>113,394</b>	<b>132,375</b>	<b>144,532</b>
營業成本	(57,155)	(54,431)	(56,232)	(68,173)	(74,352)
<b>營業毛利</b>	<b>54,635</b>	<b>40,748</b>	<b>57,162</b>	<b>64,202</b>	<b>70,180</b>
營業費用	(38,911)	(34,093)	(43,660)	(48,735)	(52,881)
<b>營業利益</b>	<b>15,724</b>	<b>6,655</b>	<b>13,502</b>	<b>15,467</b>	<b>17,299</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>1,340</b>	<b>2,786</b>	<b>3,097</b>	<b>3,153</b>	<b>3,056</b>
利息收入	951	2,582	2,792	2,953	2,856
投資利益淨額	61	33	19	-	-
其他營業外收入	328	171	287	200	200
<b>總營業外費用</b>	<b>(142)</b>	<b>104</b>	<b>(258)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
利息費用	(218)	(247)	(288)	(180)	(180)
投資損失	(21)	(47)	(41)	(20)	(20)
其他營業外費用	97	398	71	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>16,922</b>	<b>9,545</b>	<b>16,341</b>	<b>18,420</b>	<b>20,155</b>
所得稅費用[利益]	(718)	(392)	(1,050)	(1,105)	(1,209)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	-	-
非常項目	-	0	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>16,204</b>	<b>9,153</b>	<b>15,291</b>	<b>17,315</b>	<b>18,946</b>
<b>EBITDA</b>	<b>18,528</b>	<b>9,680</b>	<b>16,846</b>	<b>19,106</b>	<b>21,212</b>
每股盈餘 (NT\$)	31.62	17.85	29.82	33.76	36.94

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>19,058</b>	<b>17,896</b>	<b>23,934</b>	<b>18,673</b>	<b>17,446</b>
本期純益	16,204	9,153	15,291	17,315	18,946
折舊及攤提	2,804	3,025	3,344	3,639	3,913
其他營業資產及負債變動	(5,941)	9,803	(1,623)	(2,281)	(5,413)
本期運用資金變動	5,991	(4,084)	6,921	0	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(595)</b>	<b>1,084</b>	<b>(9,707)</b>	<b>(4,768)</b>	<b>(5,056)</b>
投資用短期投資出售[新購]	5,592	4,694	(5,584)	-	-
本期長期投資變動	-	-	(28)	-	-
資本支出淨額	(2,680)	(2,167)	(2,347)	(2,830)	(3,123)
其他資產變動	(3,507)	(1,443)	(1,748)	(1,938)	(1,933)
<b>自由現金流</b>	<b>7,613</b>	<b>15,326</b>	<b>10,125</b>	<b>11,130</b>	<b>9,705</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(12,838)</b>	<b>(22,939)</b>	<b>(10,066)</b>	<b>(13,078)</b>	<b>(14,718)</b>
短期借款變動	396	(9,488)	250	-	-
長期借款變動	711	511	(2,240)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(13,847)	(13,847)	(7,949)	(13,078)	(14,718)
其他融資現金流	(98)	(115)	(127)	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>932</b>	<b>472</b>	<b>383</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>6,557</b>	<b>(3,486)</b>	<b>4,544</b>	<b>828</b>	<b>(2,328)</b>

## 投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	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%	38.5%	36.8%	36.6%
<b>= 營業利益率</b>	<b>14.1%</b>	<b>7.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.7%</b>	<b>12.0%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
+ 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
<b>= 資本周轉率</b>	<b>(287.9)</b>	<b>(17.8)</b>	<b>(9.4)</b>	<b>(20.4)</b>	<b>1,756.7</b>
營業利率	14.1%	7.0%	11.9%	11.7%	12.0%
x 資本周轉率	(287.9)	(17.8)	(9.4)	(20.4)	1,756.7
x (1 - 有效現金稅率)	95.8%	95.9%	93.6%	94.0%	94.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>(3877.3%)</b>	<b>(119.2%)</b>	<b>(105.3%)</b>	<b>(224.6%)</b>	<b>19764.1%</b>

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
2025-01-22	持有	530	542
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

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。