瑞昱

(2379.TW/2379 TT)

規格升級與價格調整抵銷 PC/NB 需求疲軟

持有・維持

收盤價 October 29 (NT$)	794
12 個月目標價 (NT$)	680
前次目標價 (NT$)	645
調升 (%)	5.4
下跌空間 (%)	-14.4

焦點內容

1. 3Q26 財報符合預期。
2. 4Q26 PC 需求續弱，但產品組合與價格調整可望抵銷季節性衰退。
3. 2027 年規格升級支撐營收成長，成本壓力則限縮毛利率改善空間。

交易資料表

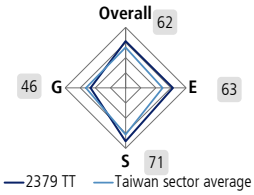
市值：(NT$bn/US$mn)	409.312,620
流通在外股數 (百萬股)：	516
外資持有股數 (百萬股)：	242
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.91
52 週股價 (低 \ 高) (NT$)：	445.0 –900

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	7.6	44.1	53.9
相對表現 (%)	-8.2	26.1	-10

每股盈餘

NT$	1Q	2Q	3Q	4Q
2025	9.28A	7.62A	6.69A	5.17A
2026	8.44A	7.42A	8.05F	8.59F
2027	7.83F	9.36F	10.80F	9.87F

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

潘俊宏
886.2.2181.8706
Felix.Pan@kgi.com

王婉懿
886.2.2181.8715
vera.wy.wang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

瑞昱召開 3Q26 法說會。

評論及分析

3Q26 財報符合預期。瑞昱 3Q26 營收達 377 億元，季增 0.5%、年增 27.9%，主因客戶需求保持穩健，其中又以網通產品為主要成長動能。儘管 PC 需求疲弱，營收仍維持高檔，係受惠：(1)高規格產品占比提升帶動平均單價提升；及(2)價格調整部分轉嫁成本上升。上述因素亦支撐 3Q26 毛利率達 47.4%，季增 0.4 個百分點，年減 2.2 個百分點。在業外收益 6.06 億元挹注下，使 3Q26 EPS 達 8.05 元，符合我們預估。

4Q26 PC 需求續弱，但產品組合與價格調整可望抵銷季節性衰退。管理層表示 4Q26 動能保持穩健，在產品組合改善與價格調整推升 ASP 下，營收不致於出現往常的季節性下滑。不過 PC 需求預期將進一步走弱，主因：(1)客戶在 1H26 提前拉貨；(2) DRAM 與 CPU 成本上漲壓抑終端需求。通路庫存大致健康，未見刻意囤貨跡象。如同我們在十月 Radar monthly 中所述，具備規格升級、產品組合改善與訂價能力的台灣 IC 設計公司，營收及毛利率相對較能獲得支撐。毛利率方面，管理層重申 2H26 毛利率將逐步回升，我們亦認為漲價效益逐步反映亦可提供支撐。我們上修 4Q26 營收預估至 378 億元，季增 0.2%、年增 43.8%；毛利率預估上修至 47.9%，季增 0.5 個百分點、年減 0.2 個百分點。

2027 年規格升級支撐營收成長，成本壓力則限縮毛利率改善空間。管理層預期 2027 年營收將穩健成長，係受惠：(1)產品組合優化與價格調整推升整體 ASP；(2)規格升級，包括 Wi-Fi 7 滲透率由 2026 年約 30%提升至約 40%、multi-gig 乙太網路與可管理型交換器採用率擴大，以及 Wi-Fi 8 於 2H27 開始量產爬坡；(3)車用乙太網路與 100G 光通訊 PHY 等新產品，惟 PC 仍為主要不確定性因素，目前尚未看見全面復甦的跡象。成本方面，晶圓代工與封測成本仍具不確定性、AI 伺服器持續排擠產能，供給預期要到 2027 年才會明顯改善。管理層表示成本上升幅度已超出公司可合理吸收的範圍，因此自 6 月起即逐案與客戶討論價格調整，但目標為維持毛利率穩定，不會單純為拉高毛利率而漲價。綜合考量：(1)晶圓代工與封測成本壓力將持續；(2)價格調整僅能部分轉嫁；(3)產品組合與規格升級的效益，我們上修 2027 年營收預估至 1,602 億元，年增 7.2%，下修毛利率預估至 48.4%，年增 0.4 個百分點。

投資建議

基於：(1)營收預估上修，反映漲價與規格升級；(2)毛利率預估下修，反映晶圓代工及封測成本壓力僅部分轉嫁，整體而言我們分別上修 2026-27 年 EPS 預估至 32.50 元(年增 13.0%)，及 37.86 元(年增 16.5%)。目標價小幅上調至 680 元，基於 2027 年 EPS 預估 18 倍不變。維持「持有」評等。

投資風險

終端需求不振；供應鏈成本上揚對 ASP、利潤率形成壓力；競爭加劇。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT$百萬)	95,179	113,394	122,706	149,504	160,242
營業毛利 (NT$百萬)	40,748	57,162	61,374	71,754	77,529
營業利益 (NT$百萬)	6,655	13,502	14,360	16,574	19,703
稅後淨利 (NT$百萬)	9,153	15,291	14,753	16,665	19,409
每股盈餘 (NT$)	17.85	29.82	28.77	32.50	37.86
每股現金股利 (NT$)	15.50	25.50	25.00	28.27	32.93
每股盈餘成長率 (%)	(43.6)	67.1	(3.5)	13.0	16.5
本益比 (x)	44.5	26.6	27.6	24.4	21.0
股價淨值比 (x)	9.6	7.7	7.8	6.9	6.3
EV/EBITDA (x)	32.9	17.8	16.2	14.4	12.6
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	4.3	1.5
殖利率 (%)	2.0	3.2	3.1	3.6	4.1
股東權益報酬率 (%)	20.6	32.1	28.1	30.0	31.6

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：3Q26 財報與 4Q26 財測修正暨市場共識比較

	3Q26							4Q26F						
百萬元	實際值	凱基預估	差異(%)	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	37,732	38,156	(1.1)	0.5	27.9	33,305	13.3	37,796	28,909	30.7	0.2	43.8	37,163	1.7
毛利	17,903	18,109	(1.1)	1.4	22.2	16,372	9.3	18,113	13,818	31.1	1.2	43.4	18,301	(1.0)
營業利益	4,144	3,991	3.8	11.2	33.1	3,918	5.8	4,373	3,122	40.1	5.5	87.3	4,470	(2.2)
稅後淨利	4,126	4,032	2.3	8.4	20.3	3,838	7.5	4,403	3,297	33.6	6.7	65.9	4,431	(0.6)
每股盈餘 (元)	8.05	7.86	2.4	8.5	20.4	7.78	3.5	8.59	6.43	33.6	6.7	66.0	8.62	(0.4)
毛利率 (%)	47.4	47.5	(0.0)ppts	0.4 ppts	(2.2)ppts	49.2	(1.7)ppts	47.9	47.8	0.1 ppts	0.5 ppts	(0.2)ppts	49.2	(1.3)ppts
營利率 (%)	11.0	10.5	0.5 ppts	1.1 ppts	0.4 ppts	11.8	(0.8)ppts	11.6	10.8	0.8 ppts	0.6 ppts	2.7 ppts	12.0	(0.5)ppts
淨利率 (%)	10.9	10.6	0.4 ppts	0.8 ppts	(0.7)ppts	11.5	(0.6)ppts	11.7	11.4	0.2 ppts	0.7 ppts	1.6 ppts	11.9	(0.3)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2026-27 年財測修正暨市場共識比較

	2026F						2027F					
百萬元	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	149,504	141,040	6.0	21.8	141,772	5.5	160,242	152,454	5.1	7.2	154,617	3.6
毛利	71,754	67,665	6.0	16.9	69,733	2.9	77,529	75,025	3.3	8.0	76,229	1.7
營業利益	16,574	15,170	9.3	15.4	17,054	(2.8)	19,703	18,467	6.7	18.9	19,878	(0.9)
稅後淨利	16,665	15,463	7.8	13.0	17,039	(2.2)	19,409	18,322	5.9	16.5	19,525	(0.6)
每股盈餘 (元)	32.50	30.15	7.8	13.0	33.09	(1.8)	37.86	35.72	6.0	16.5	37.84	0.0
毛利率 (%)	48.0	48.0	0.0 ppts	(2.0)ppts	49.2	(1.2)ppts	48.4	49.2	(0.8)ppts	0.4 ppts	49.3	(0.9)ppts
營利率 (%)	11.1	10.8	0.3 ppts	(0.6)ppts	12.0	(0.9)ppts	12.3	12.1	0.2 ppts	1.2 ppts	12.9	(0.6)ppts
淨利率 (%)	11.1	11.0	0.2 ppts	(0.9)ppts	12.0	(0.9)ppts	12.1	12.0	0.1 ppts	1.0 ppts	12.6	(0.5)ppts

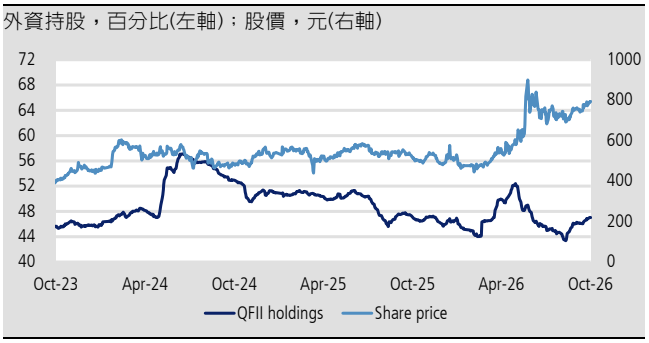
資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 3：公司概況

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%。

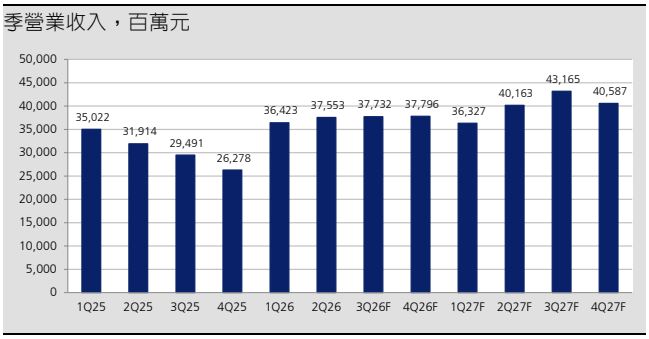
資料來源：公司資料，凱基

圖 4：外資持股



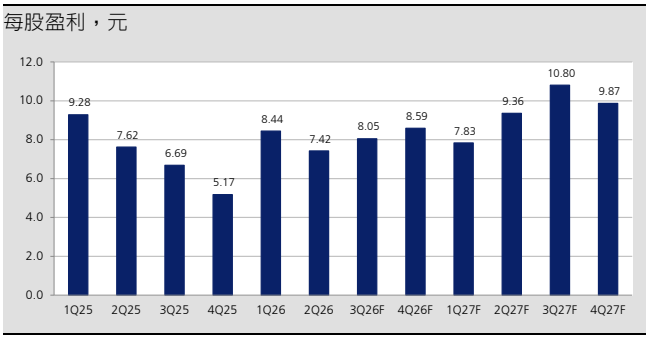
資料來源：TEJ，凱基

圖 5：季營業收入



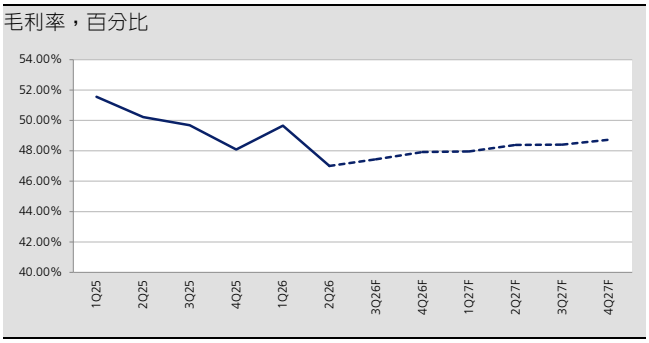
資料來源：凱基

圖 6：每股盈利



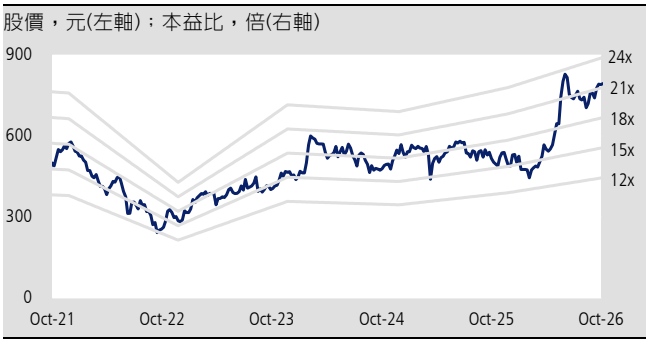
資料來源：凱基

圖 7：毛利率



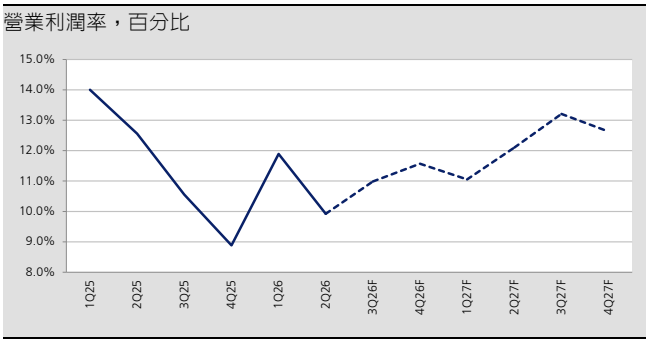
資料來源：凱基

圖 8：未來 12 個月預估本益比區間



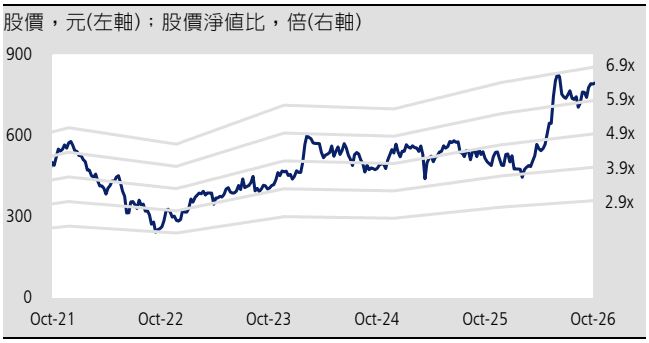
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 9：營業利潤率



資料來源：凱基

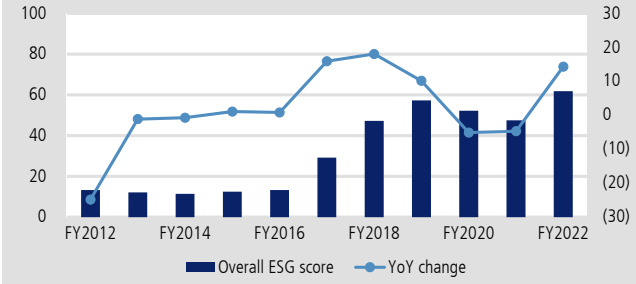
圖 10：未來 12 個月預估股價淨值比區間



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 11：ESG 整體分數

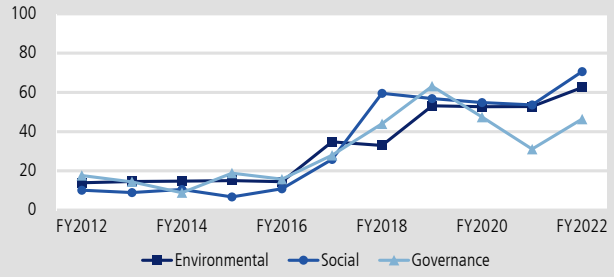
ESG 整體分數(左軸)；年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：ESG 各項分數

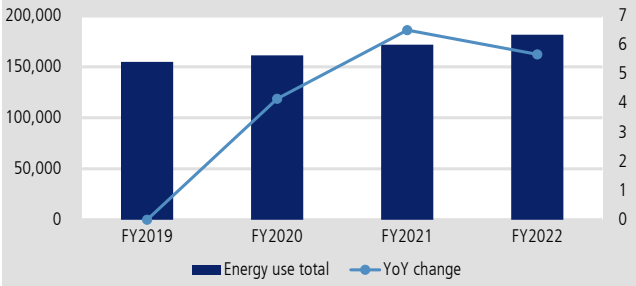
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：能源消耗

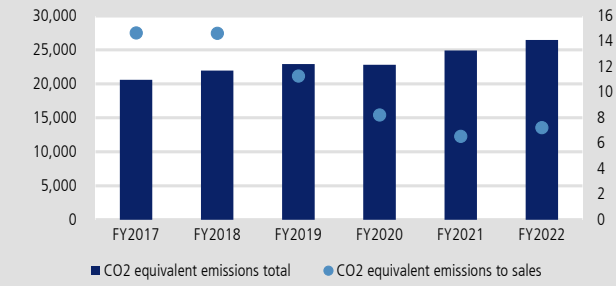
能源消耗，十億焦耳(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：碳排量

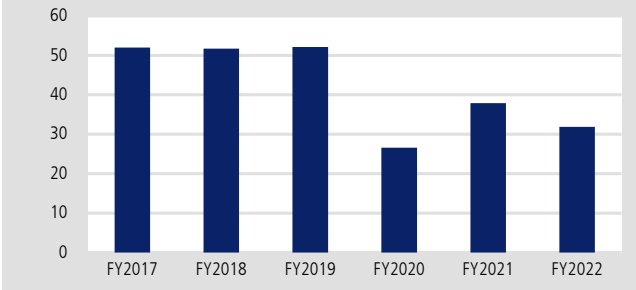
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：廢棄物總量

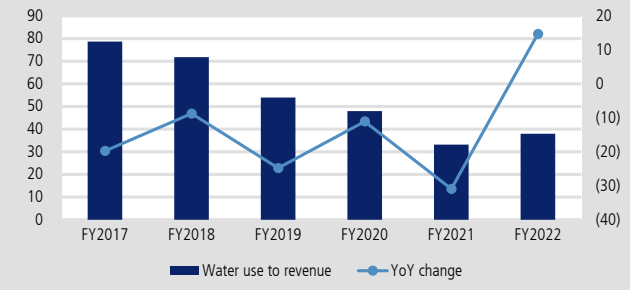
廢棄物總量，噸



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：耗水量

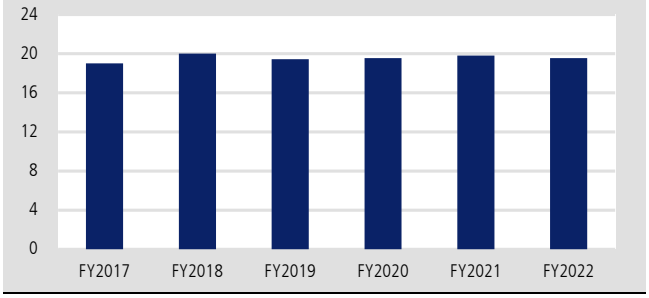
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：性別多樣性

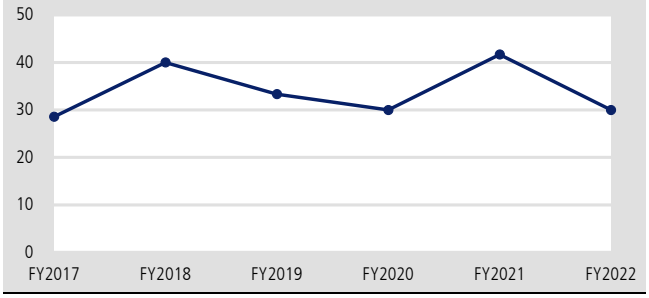
女性員工比例，百分比



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-26A	Jun-26A	Sep-26F	Dec-26F	Mar-27F	Jun-27F	Sep-27F	Dec-27F	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
損益表 （NT$百萬）											
營業收入	**36,423**	**37,553**	**37,732**	**37,796**	**36,327**	**40,163**	**43,165**	**40,587**	**122,706**	**149,504**	**160,242**
營業成本	(18,336)	(19,902)	(19,829)	(19,683)	(18,906)	(20,727)	(22,269)	(20,811)	(61,333)	(77,750)	(82,713)
營業毛利	**18,087**	**17,651**	**17,903**	**18,113**	**17,421**	**19,435**	**20,896**	**19,777**	**61,374**	**71,754**	**77,529**
營業費用	(13,755)	(13,926)	(13,758)	(13,740)	(13,405)	(14,575)	(15,194)	(14,652)	(47,014)	(55,180)	(57,826)
營業利益	**4,332**	**3,725**	**4,144**	**4,373**	**4,016**	**4,860**	**5,702**	**5,125**	**14,360**	**16,574**	**19,703**
折舊	(462)	(444)	(570)	(395)	(748)	(769)	(807)	119	(1,536)	(1,872)	(2,205)
攤提	(574)	(576)	(637)	(549)	(630)	(612)	(627)	(465)	(2,183)	(2,337)	(2,334)
EBITDA	**5,368**	**4,746**	**5,352**	**5,317**	**5,394**	**6,241**	**7,136**	**5,471**	**18,079**	**20,783**	**24,241**
利息收入	641	680	628	660	569	624	635	662	2,666	2,609	2,490
投資利益淨額	-	2	-	-	-	-	-	-	23	2	-
其他營業外收入	15	31	50	50	50	50	50	50	169	146	200
總營業外收入	**656**	**713**	**678**	**710**	**619**	**674**	**685**	**712**	**2,858**	**2,757**	**2,690**
利息費用	(67)	(58)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(118)	(168)	(84)
投資損失	(3)	(9)	-	-	-	-	-	-	-	(12)	-
其他營業外費用	60	(1)	(51)	-	-	-	-	-	161	9	-
總營業外費用	**(10)**	**(68)**	**(72)**	**(21)**	**(21)**	**(21)**	**(21)**	**(21)**	**43**	**(171)**	**(84)**
稅前純益	**4,977**	**4,370**	**4,750**	**5,061**	**4,614**	**5,513**	**6,366**	**5,815**	**17,261**	**19,159**	**22,309**
所得稅費用[利益]	(648)	(565)	(624)	(658)	(600)	(717)	(828)	(756)	(2,507)	(2,495)	(2,900)
少數股東損益	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	(0)	(0)	-
非常項目前稅後純益	**4,330**	**3,805**	**4,126**	**4,403**	**4,014**	**4,797**	**5,538**	**5,059**	**14,753**	**16,665**	**19,409**
非常項目	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-	(0)	-
稅後淨利	**4,330**	**3,805**	**4,126**	**4,403**	**4,014**	**4,797**	**5,538**	**5,059**	**14,753**	**16,665**	**19,409**
每股盈餘 (NT$)	8.44	7.42	8.05	8.59	7.83	9.36	10.80	9.87	28.77	32.50	37.86
獲利率 （%）											
營業毛利率	49.7	47.0	47.4	47.9	48.0	48.4	48.4	48.7	50.0	48.0	48.4
營業利益率	11.9	9.9	11.0	11.6	11.1	12.1	13.2	12.6	11.7	11.1	12.3
EBITDA Margin	14.7	12.6	14.2	14.1	14.8	15.5	16.5	13.5	14.7	13.9	15.1
稅前純益率	13.7	11.6	12.6	13.4	12.7	13.7	14.7	14.3	14.1	12.8	13.9
稅後純益率	11.9	10.1	10.9	11.7	11.1	11.9	12.8	12.5	12.0	11.1	12.1
季成長率 （%）											
營業收入	38.6	3.1	0.5	0.2	(3.9)	10.6	7.5	(6.0)			
營業毛利	43.1	(2.4)	1.4	1.2	(3.8)	11.6	7.5	(5.4)			
營業收益增長	85.5	(14.0)	11.2	5.5	(8.2)	21.0	17.3	(10.1)			
EBITDA	61.7	(11.6)	12.8	(0.6)	1.4	15.7	14.3	(23.3)			
稅前純益	66.7	(12.2)	8.7	6.6	(8.8)	19.5	15.5	(8.7)			
稅後純益	63.1	(12.1)	8.4	6.7	(8.8)	19.5	15.5	(8.7)			
年成長率 （%）											
營業收入	4.0	17.7	27.9	43.8	(0.3)	6.9	14.4	7.4	8.2	21.8	7.2
營業毛利	0.2	10.1	22.2	43.4	(3.7)	10.1	16.7	9.2	7.4	16.9	8.0
營業收益	(11.7)	(7.1)	33.1	87.3	(7.3)	30.5	37.6	17.2	6.4	15.4	18.9
EBITDA	(7.3)	(3.4)	31.8	60.2	0.5	31.5	33.3	2.9	7.3	15.0	16.6
稅前純益	(11.2)	(5.5)	17.4	69.5	(7.3)	26.1	34.0	14.9	5.6	11.0	16.4
稅後純益	(9.1)	(2.7)	20.3	65.9	(7.3)	26.0	34.2	14.9	(3.5)	13.0	16.5

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	**93,815**	**113,897**	**129,903**	**142,652**	**148,510**
流動資產	**69,288**	**84,658**	**97,357**	**105,628**	**109,888**
現金及短期投資	43,590	55,099	61,376	56,919	58,451
存貨	11,757	13,506	19,561	25,005	25,947
應收帳款及票據	12,757	14,946	15,011	22,169	23,954
其他流動資產	1,183	1,106	1,409	1,535	1,535
非流動資產	**24,528**	**29,239**	**32,546**	**37,024**	**38,622**
長期投資	8,854	12,560	14,203	15,971	15,971
固定資產	8,754	9,610	10,605	12,604	14,203
什項資產	6,919	7,068	7,739	8,449	8,449
負債總額	**51,577**	**60,939**	**77,691**	**83,680**	**84,626**
流動負債	**46,246**	**57,961**	**74,756**	**80,399**	**81,345**
應付帳款及票據	7,273	9,584	11,738	16,944	17,890
短期借款	4,250	4,500	10,090	3,273	3,273
什項負債	34,723	43,877	52,928	60,181	60,181
長期負債	**5,331**	**2,978**	**2,935**	**3,281**	**3,281**
長期借款	2,227	-	-	-	-
其他負債及準備	1,695	1,617	1,744	3,281	3,281
股東權益總額	**42,238**	**52,957**	**52,212**	**58,972**	**63,884**
普通股本	5,129	5,129	5,155	5,155	5,155
保留盈餘	24,845	32,052	33,733	37,510	42,422
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-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(14.9%)	19.1%	8.2%	21.8%	7.2%
營業收益增長	(57.7%)	102.9%	6.4%	15.4%	18.9%
EBITDA	(47.8%)	74.0%	7.3%	15.0%	16.6%
稅後純益	(43.5%)	67.1%	(3.5%)	13.0%	16.5%
每股盈餘成長率	(43.6%)	67.1%	(3.5%)	13.0%	16.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	42.8%	50.4%	50.0%	48.0%	48.4%
營業利益率	7.0%	11.9%	11.7%	11.1%	12.3%
EBITDA Margin	10.2%	14.9%	14.7%	13.9%	15.1%
稅後純益率	9.6%	13.5%	12.0%	11.1%	12.1%
平均資產報酬率	8.8%	14.7%	12.1%	12.2%	13.3%
股東權益報酬率	20.6%	32.1%	28.1%	30.0%	31.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	15.3%	8.5%	19.3%	5.6%	5.1%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	4.3%	1.5%
利息保障倍數 (x)	39.6	57.7	146.8	115.3	267.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.8	0.6	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	72.3	83.0	194.3	125.8	264.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	4.0	5.0	2.3	6.1	6.6
流動比率 (x)	1.5	1.5	1.3	1.3	1.4
速動比率 (x)	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0
淨負債 (NT$百萬)	(3,791)	(10,312)	(2,976)	2,513	981
每股資料分析					
每股盈餘 (NT$)	17.85	29.82	28.77	32.50	37.86
每股現金盈餘 (NT$)	34.89	46.67	44.88	41.11	43.23
每股淨值 (NT$)	82.34	103.24	101.26	115.46	125.08
調整後每股淨值 (NT$)	82.34	103.24	101.79	114.98	124.58
每股營收 (NT$)	185.58	221.10	239.26	291.55	312.54
EBITDA/Share (NT$)	18.87	32.85	35.25	40.53	47.28
每股現金股利 (NT$)	15.50	25.50	25.00	28.27	32.93
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.92	1.09	1.01	1.10	1.10
應收帳款周轉天數	48.9	48.2	44.7	54.1	54.6
存貨周轉天數	78.8	87.9	116.4	117.4	114.5
應付帳款周轉天數	48.8	62.4	69.9	79.5	78.9
現金轉換周轉天數	79.0	73.8	91.2	92.0	90.1

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	**95,179**	**113,394**	**122,706**	**149,504**	**160,242**
營業成本	(54,431)	(56,232)	(61,333)	(77,750)	(82,713)
營業毛利	**40,748**	**57,162**	**61,374**	**71,754**	**77,529**
營業費用	(34,093)	(43,660)	(47,014)	(55,180)	(57,826)
營業利益	**6,655**	**13,502**	**14,360**	**16,574**	**19,703**
總營業外收入	**2,786**	**3,097**	**2,858**	**2,757**	**2,690**
利息收入	2,582	2,792	2,666	2,609	2,490
投資利益淨額	33	19	23	2	-
其他營業外收入	171	287	169	146	200
總營業外費用	**104**	**(258)**	**43**	**(171)**	**(84)**
利息費用	(247)	(288)	(118)	(168)	(84)
投資損失	(47)	(41)	-	(12)	-
其他營業外費用	398	71	161	9	-
稅前純益	**9,545**	**16,341**	**17,261**	**19,159**	**22,309**
所得稅費用[利益]	(392)	(1,050)	(2,507)	(2,495)	(2,900)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	(0)	-
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	-
稅後淨利	**9,153**	**15,291**	**14,753**	**16,665**	**19,409**
EBITDA	**9,680**	**16,846**	**18,079**	**20,783**	**24,241**
每股盈餘 (NT$)	17.85	29.82	28.77	32.50	37.86

現金流量

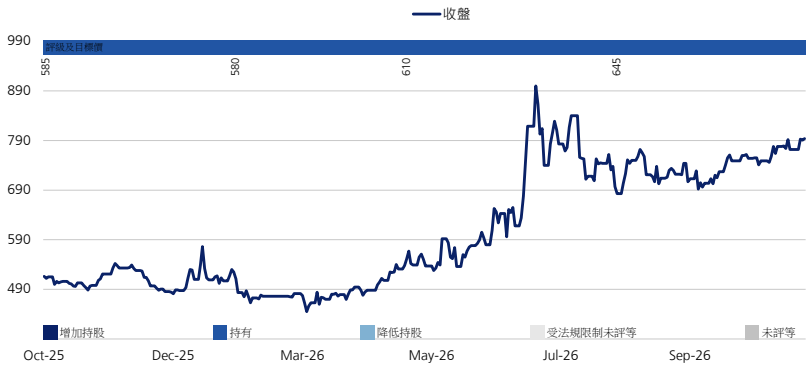
NT$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	**17,896**	**23,934**	**23,015**	**21,078**	**22,166**
本期純益	9,153	15,291	14,753	16,665	19,409
折舊及攤提	3,025	3,344	3,719	4,209	4,539
本期運用資金變動	9,803	(1,623)	(3,994)	(7,396)	(1,781)
其他營業資產及負債變動	(4,084)	6,921	8,537	7,600	(0)
投資活動之現金流量	**1,084**	**(9,707)**	**(16,380)**	**(13,541)**	**(6,138)**
投資用短期投資出售[新購]	4,694	(5,584)	(11,766)	-	-
本期長期投資變動	-	(28)	19	(7,301)	-
資本支出淨額	(2,167)	(2,347)	(2,089)	(3,570)	(3,804)
其他資產變動	(1,443)	(1,748)	(2,543)	(2,671)	(2,334)
自由現金流	**15,326**	**10,125**	**7,726**	**5,322**	**13,761**
融資活動之現金流量	**(22,939)**	**(10,066)**	**(7,616)**	**(19,817)**	**(14,496)**
短期借款變動	(9,488)	250	5,590	(6,872)	-
長期借款變動	511	(2,240)	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(13,847)	(7,949)	(13,078)	(12,888)	(14,496)
其他融資現金流	(115)	(127)	(128)	(57)	-
匯率影響數	**472**	**383**	**(766)**	**(25)**	**-**
本期產生現金流量	**(3,486)**	**4,544**	**(1,747)**	**(12,305)**	**1,532**

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	35.8%	38.5%	38.3%	36.9%	36.1%
= 營業利益率	**7.0%**	**11.9%**	**11.7%**	**11.1%**	**12.3%**
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(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	**(17.8)**	**(9.4)**	**(7.8)**	**(13.2)**	**(20.2)**
營業利益率	7.0%	11.9%	11.7%	11.1%	12.3%
x 資本周轉率	(17.8)	(9.4)	(7.8)	(13.2)	(20.2)
x (1 - 有效現金稅率)	95.9%	93.6%	85.5%	87.0%	87.0%
= 稅後 ROIC	**(119.2%)**	**(105.3%)**	**(77.6%)**	**(127.2%)**	**(215.6%)**

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
2026-07-30	持有	645	697
2026-04-20	持有	610	538
2026-01-28	持有	580	525
2025-10-28	持有	585	517
2025-07-31	持有	580	575
2025-04-02	持有	540	530
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

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 JakartaSelatan 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。
受法規限制未評等 (R)	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。
	*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，邇後若有變更時，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。