



個股報告

瑞昱(2379)

下半年各應用全面復甦，只是評價已高

投資評等

目標價

區間操作

\$425

前次投資建議 2020.06.29：

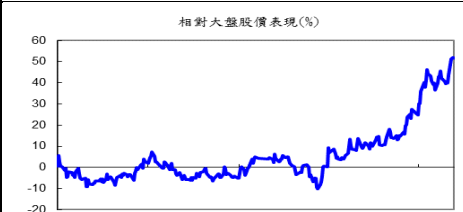
「區間操作」，目標價:\$321

報告日期：2020.8.6

研究員：柯善耀

摘要與調整原因

- 在疫情受控下，消費性需求回溫。
- PC 相關強勁備貨動能延續至 20H2。
- 上修全年獲利預估。

基本資料			結論與建議
2020/8/5	收盤價：	400	<p>➢ 20Q2 營收 173.38 億元，QoQ+8.9%，YoY+14.2%，毛利率在產品組合轉佳下上升至 44.8%，並優於預期，營益率 11.4%，低於預期，主要因費用率上升幅度較高，淨利 20.28 億元，大致與預期一致，QoQ+16.8%，YoY+9.9%，EPS 3.97 元。</p> <p>➢ 對於 20Q3 展望，瑞昱管理階層釋出審慎樂觀的營運展望，消費性應用將在 20Q3 快速回溫，而網通與 PC 相關應用的需求將進一步延續至 20Q3，預估 20Q3 營收 208.97 億元，QoQ+20.5%，YoY+30.3%，淨利 30.3 億元，QoQ+49.5%，YoY+57.7%，EPS 5.97 元。</p> <p>➢ 管理階層則說明 20H2 PC 的需求將會走升，優於預期，而藍芽、TV 等消費性應用快速回溫，網通相關的需求持續本在預期之內，因 PC 應用展望優於預期，上修 2020 年獲利預估，預估 2020 年營收 726 億元，YoY+19.6%，淨利 84.92 億元，YoY+25.1%，EPS 16.71 元。</p> <p>➢ 在 Wi-Fi、交換器、乙太網、TWS 等產品規格升級下，成長動能將延續至 2021 年，而 Wi-Fi 6 產品均價較前代成長 2.5 倍是法說亮點，不過目前評價並未低估，投資評等維持「區間操作」，6 個月目標價上調至 425 元(22X 21(F)PER)，潛在上漲空間 6.25%。</p>
股本(百萬股)		511	
市值(NT\$ 百萬)		204,280	
董監持股比例		6.68%	
不受大股東控制股數(千張)		511	
近期股價表現			
	個股表現	相對大盤	
一週	10.50%	8.24%	
一月	12.99%	7.42%	
一季	65.29%	38.41%	
法人持股			
		持股比例	
外資		58.78%	
投信		3.52%	
自營商		1.81%	
融資券餘額			
(張數)		餘 額	
融資餘額		4,365	
融券餘額		539	
			

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

簡要財務預估資訊

	營收		營業利益		稅後純益		每股盈餘		每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2018	458.1	9.9	37.6	17.7	43.5	28.3	8.56	27.9	5.5	21.0	16.2	2.9
2019	607.4	32.6	63.5	68.8	67.9	56.1	13.36	56.1	7.0	32.5	17.6	4.8
2020(F)	726.5	19.6	80.6	26.8	84.9	25.1	16.71	25.1	11.0	31.4	23.9	8.8

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

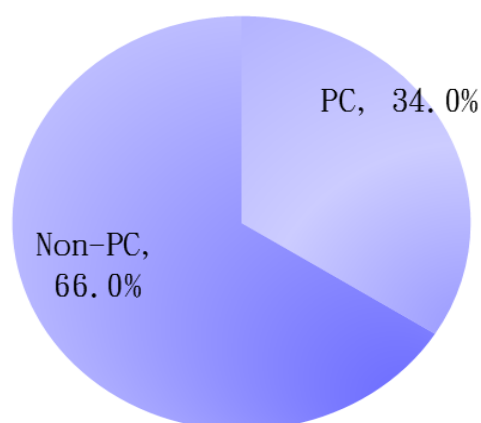
營運分析

瑞昱為專注在網通領域的 IC 設計公司

瑞昱為國內前三大 IC 設計公司，全球前十大，專注在網通領域

瑞昱為國內前三大 IC 設計公司，排名全球前十，專注在乙太網路、Wifi、Bluetooth、Switch 等通訊晶片，以及電腦用音訊編碼解碼晶片、TV SoC 等產品。以應用別來看，20Q2 應用在 PC 相關的晶片佔比約 34%，Non-PC 產品佔比約 66%。

圖一、瑞昱 20Q2 產品組合



資料來源：瑞昱；兆豐國際整理

居家辦公趨勢帶動筆電相關產品備貨需求為 20Q2 動能，獲利大致符合預期

20Q2 營運動能來自於筆電與路由器應用，受惠於居家辦公趨勢，獲利表現則大致符合預期

20Q2 新冠病毒在全球擴散，居家辦公已成為風潮，帶動筆電與路由器強勁需求，彌補消費性產品 TV、藍牙等應用受病毒疫情打擊造成的疲弱，20Q2 營收 173.38 億元，QoQ+8.9%，YoY+14.2%，毛利率在產品組合轉佳下上升至 44.8%，並優於預期，營益率 11.4%，低於預期，主要因費用率上升幅度較高，淨利 20.28 億元，大致與預期一致，QoQ+16.8%，YoY+9.9%，EPS 3.97 元。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

表一、20Q2 獲利大致符合預期，產品組合轉佳，但費用亦同步攀升

瑞昱 20Q2 損益差異分析

單位：百萬元

項目	新估計	原估計	差異幅度	差異原因
營收	17,338	17,300	0.2%	
毛利	7,759	7,445	4.2%	
毛利率	44.75%	43.00%		產品組合轉佳，低毛利 TV 占比下滑。
營業利益	1,968	2,082	-5.5%	
營業利益率	11.35%	12.00%	-5.4%	費用攀升影響營益率
業外收支淨額	191	150		
稅後淨利	2,028	2,096	-3.2%	
EPS(元)	3.97	4.12	-3.6%	

資料來源：瑞昱；兆豐國際預估

消費性應用回溫，且 PC 相關備貨動能持續，20Q3 旺季將降臨，上修 20Q3 獲利預估

消費性應用回溫，PC、網通與 PC 備貨需求延續，20Q3 營運存在旺季效應

對於 20Q3 展望，瑞昱管理階層釋出審慎樂觀的營運展望，20Q2 表現較疲弱的藍芽、TV 部門，主要受新冠病毒疫情影響，但將在 20Q3 快速回溫，而網通與 PC 相關應用的需求將進一步延續至 20Q3，預估 20Q3 營收 208.97 億元，QoQ+20.5%，YoY+30.3%，淨利 30.3 億元，QoQ+49.5%，YoY+57.7%，EPS 5.97 元。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

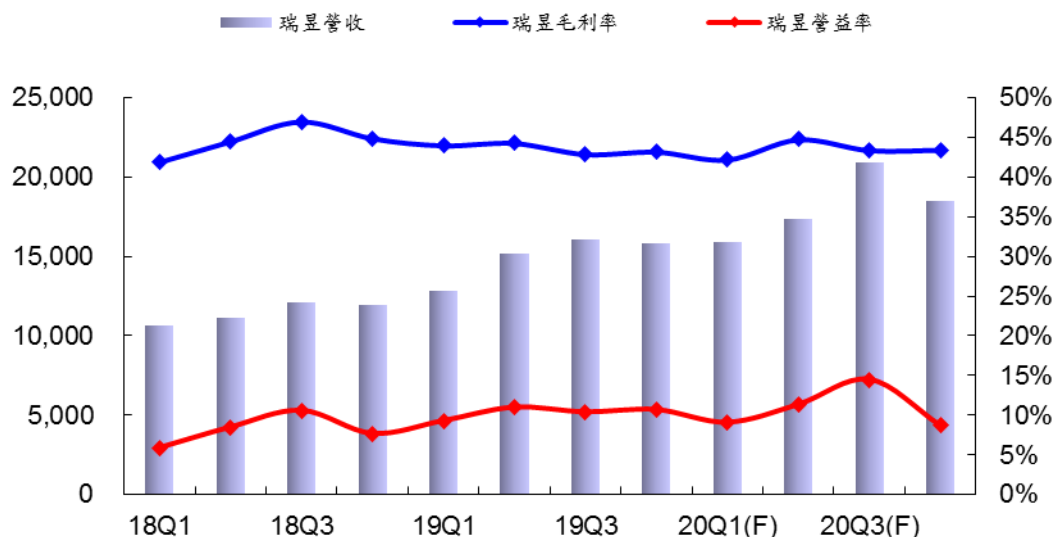
本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

圖二、瑞昱 20Q2 營運持續成長

瑞昱各季營收及獲利走勢預估



資料來源：瑞昱；兆豐國際預估

20H2 PC 相關應用並未轉弱，上修 2020 年獲利預估

PC 應用在下半年並未轉弱，上修 2020 年瑞昱的營收與獲利預估

兆豐原本認為 20Q3 PC 相關應用在上半年備貨高峰後將轉為疲弱，但管理階層則說明下半年來自 PC 的需求將會走升，展望優於預期，而藍芽、TV 等消費性應用快速回溫，網通相關的需求持續本在預期之內，因 PC 應用展望優於預期，上修 2020 年獲利預估，預估 2020 年營 726 億元(原估 697 億元)，YoY+19.6%，淨利 84.92 億元(原估 79 億元)，YoY+25.1%，EPS 16.71 元。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

表二、下半年 PC 應用並未轉弱，加上消費性應用回溫，上修 2020 年獲利預估

瑞昱 2020 年損益差異分析

單位：百萬元

項目	新估計	原估計	差異幅度	差異原因
營收	72,646	69,742	4.2%	PC 應用並未轉弱，消費性應用回溫
毛利	31,581	30,136	4.8%	
毛利率	43.47%	43.21%		20Q2 毛利率優於預期
營業利益	8,058	7,330	9.9%	
營業利益率	11.09%	10.51%	5.5%	營運規模壯大
業外收支淨額	873	1,028		台幣升值恐造成匯損
稅後淨利	8,492	7,849	8.2%	
EPS(元)	16.71	15.45	8.2%	

資料來源：瑞昱；兆豐國際預估

20H2 具 ANC 功能的 TWS 產品將開始挹注營運

TWS 藍芽耳機產品預期於 20H2 回溫，具 ANC 功能產品可望帶動產品單價只穩回升

2019 年全球前十大 IC 設計公司中，瑞昱的成長性冠居群雄，主要受惠於 TWS 產品線(真無線藍芽耳機)的挹注，不過 20H1 受到新冠病毒疫情的影響，藍芽部門的表現未見成長，且受到對手價格競爭的影響，TWS 的產品均價較 2019 年初下滑超過 50%，不利瑞昱毛利率擴張。然而下半年在疫情穩定下，TWS 的出貨量可望重回成長，而帶有 ANC 功能的 TWS 晶片產品將在下半年開始滲透進市場，有利於瑞昱 TWS 產品的單價與毛利率止穩回升。

Wi-Fi 6 產品報價高為法說會亮點，成長動能將延續至 2021 年

Wi-Fi 6 產品單價明顯上揚是法說亮點，規格升級讓瑞昱的成長動能延續至 2021 年

802.11ax Wi-Fi 是新世代的 Wi-Fi 通訊標準，俗稱 Wi-Fi 6，於 19H2 開始商用，並在 2020 年開始進入 PC、IoT 裝置與 Router 上，開始挹注瑞昱動能，且 2021 年 Wi-Fi 6 的滲透率將進一步上升，將是 2021 年瑞昱成長動能之一，而在法說會上管理階層提及 11.ax 規格的產品單價是 11.ac 的 2.5X，高於原先預期。

2021 年我們預期瑞昱的營運仍將進一步成長，主要動能來自於產品規格的升級，包括 Wi-Fi 6 的滲透率走揚、管理型交換器的占比上升，以及帶有 ANC 功能的 TWS 產品出貨成長，預估瑞昱 2021 年營收 812 億元，YoY+11.9%，淨利 98.4 億元，YoY+17.3%，EPS 19.37 元。

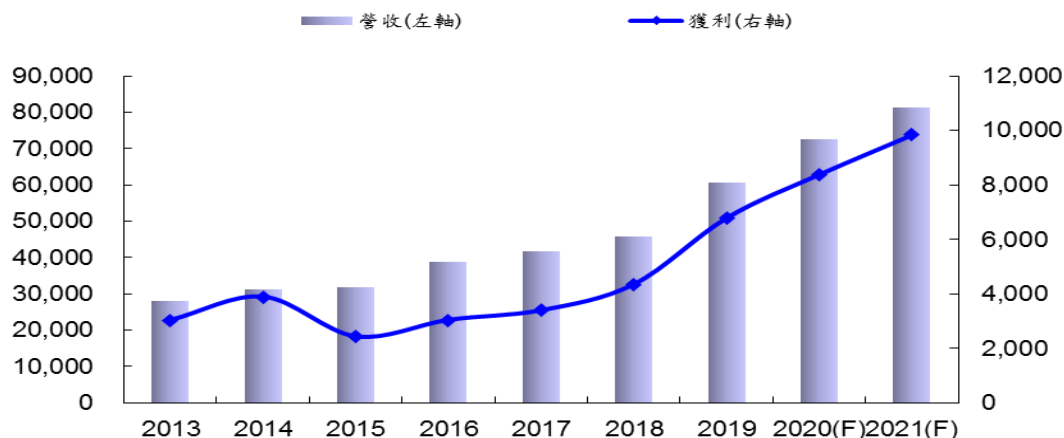
評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

圖三、Wi-Fi、交換器、TWS 規格升級讓瑞昱的成長動能延續至 2021 年
瑞昱各年度營收及獲利走勢預估



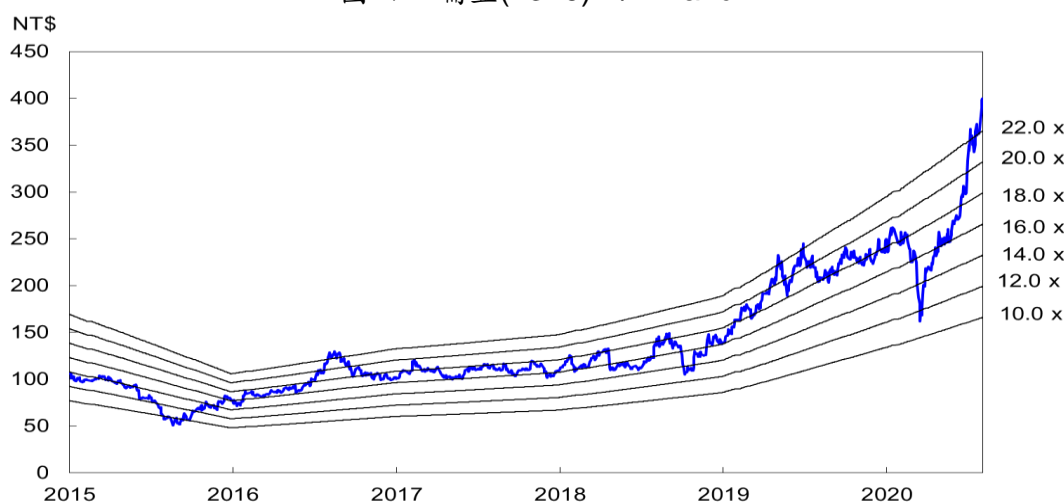
資料來源：瑞昱；兆豐國際預估

下半年 PC 應用並未轉弱，上修 2020 年獲利預估，Wi-Fi 6 產品的報價高為法說亮點，規格升級將讓瑞昱的成長動能延續至 2021 年

下半年 PC 應用並未轉弱，上修 2020 年獲利預估，Wi-Fi 6 產品的報價高為法說亮點，規格升級將讓瑞昱的成長動能延續至 2021 年，不過評價兵衛低估，評等維持「區間操作」

在下半年 PC 備貨需求並未轉弱之下，兆豐上修 2020 年瑞昱的獲利預估，且在 Wi-Fi、交換器、乙太網、TWS 等產品規格升級下，成長動能將延續至 2021 年，而 Wi-Fi 6 產品均價較前代成長 2.5 倍是法說亮點，不過目前評價並未低估，投資評等維持「區間操作」，6 個月目標價上調至 425 元(22X 21(F)PER)，22XPER 為過去三年平均加上一個標準差，潛在上漲空間 6.25%。

圖四、瑞昱(2379) P/E Band



資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

財務報表

季度損益表

單位：新台幣百萬元

2379瑞昱	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2(F)	20Q3(F)	20Q4(F)	2020(F)
營業收入淨額	45,806	12,835	15,182	16,043	16,685	60,744	15,928	17,338	20,897	18,483	72,646
營業成本	25,345	7,189	8,450	9,164	9,358	34,161	9,204	9,579	11,829	10,454	41,065
營業毛利	20,461	5,646	6,731	6,880	7,327	26,583	6,724	7,759	9,069	8,029	31,581
營業費用											
推銷費用	2,464	654	735	781	827	2,996	709	843	909	959	3,420
管總費用	1,264	335	481	412	472	1,699	420	551	480	547	1,998
研究發展費用	12,970	3,466	3,835	3,995	4,240	15,536	4,140	4,397	4,652	4,916	18,105
營業費用合計	16,698	4,454	5,051	5,187	5,539	20,231	5,270	5,791	6,040	6,423	23,524
營業淨利(損)	3,763	1,191	1,680	1,692	1,788	6,352	1,455	1,968	3,028	1,607	8,058
營業外收支											
利息收入	989	286	326	335	330	1,277	303	206	216	216	940
利息支出	140	31	38	41	49	160	49	33	35	35	152
投資損益淨額	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	1
其他收支淨額	46	21	-5	60	-310	(233)	27	18	19	19	82
營業外收支淨額合計	894	276	283	355	(30)	884	282	191	200	200	873
稅前淨利	4,657	1,467	1,963	2,047	1,759	7,236	1,736	2,159	3,228	1,807	8,930
所得稅費用(利益)	306	88	118	124	115	445	-	131	197	110	439
非常項目淨額	0	0	0	0	0	0	0	-	-	-	0
稅後淨利	4,351	1,379	1,845	1,922	1,643	6,790	1,736	2,028	3,031	1,696	8,492
普通股股本	5,081	5,081	5,081	5,081	5,081	5,081	5,081	5,081	5,081	5,081	5,081
每股盈餘(元)	8.56	2.71	3.63	3.78	3.23	13.36	3.42	3.97	5.97	3.34	16.71
季成長分析(QoQ,%)											
營收成長率		7.5	-66.9	25.0	9.9		-4.5	8.9	20.5	-11.6	
營業毛利成長率		5.2	-67.1	21.9	8.8		-8.2	15.4	16.9	-11.5	
營業利益成長率		29.9	-55.3	42.0	6.4		-18.6	35.3	53.9	-46.9	
稅前淨利成長率		23.5	-57.8	39.5	-10.4		-1.3	24.4	49.5	-44.0	
稅後淨利成長率		25.8	-57.6	39.4	-10.9		5.6	16.8	49.5	-44.0	
年成長分析(YoY,%)											
營收成長率	9.9	20.8	36.1	32.7	39.7	32.6	24.1	14.2	30.3	10.8	19.6
營業毛利成長率	14.3	26.8	35.7	21.1	36.5	29.9	19.1	15.3	31.8	9.6	18.8
營業利益成長率	17.7	94.2	76.1	32.4	95.0	68.8	22.1	17.1	79.0	-10.2	26.8
稅前淨利成長率	28.4	63.8	83.6	36.1	48.0	55.4	18.3	10.0	57.7	2.7	23.4
稅後淨利成長率	28.3	64.1	84.2	36.2	49.9	56.1	25.9	9.9	57.7	3.2	25.1
獲利分析(%)											
營業毛利率	44.7	44.0	44.3	42.9	43.9	43.8	42.2	44.8	43.4	43.4	43.5
營業利益率	8.2	9.3	11.1	10.5	10.7	10.5	9.1	11.4	14.5	8.7	11.1
稅前淨利率	10.2	11.4	12.9	12.8	10.5	11.9	10.9	12.5	15.4	9.8	12.3
稅後淨利率	9.5	10.7	12.2	12.0	9.9	11.2	10.9	11.7	14.5	9.2	11.7
實質所得稅率	6.6	6.0	6.0	6.1	6.5	6.2	0.0	6.1	6.1	6.1	4.9

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

資產負債表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
流動資產			
現金及約當現金	35,277	4,634	8,660
存貨	5,843	6,050	6,409
應收帳款及票據	4,082	7,020	7,704
其他流動資產	519	32,474	31,587
流動資產合計	45,720	50,177	54,360
其他資產			
長期投資合計	61	58	55
固定資產	3,619	5,382	5,307
什項資產	3,813	1,978	1,793
其他資產合計	7,493	7,419	7,156
資產總計	53,213	57,596	61,516
流動負債			
應付帳款及票據	5,658	6,777	6,141
短期借款	17,898	15,068	16,842
什項負債	8,474	12,586	13,999
流動負債合計	32,031	34,431	36,981
長期負債			
長期借款	886	1,029	1,025
其他負債及準備	0	0	-3
長期負債合計	886	1,029	1,022
負債總計	32,917	35,460	38,004
股東權益			
普通股股本	5,050	5,081	5,081
特別股股本	0	0	0
資本公積	3,413	3,222	3,230
保留盈餘	11,874	13,485	14,897
其他項目	-213	-82	-90
股東權益總計	20,124	21,706	23,118
負債與股東權益總計	53,041	57,166	61,121

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

現金流量表

單位：NT\$百萬元	2018	2019	2020F
本期淨利	4,351	6,790	7,042
折舊及攤提	1,539	1,721	1,816
本期營運資金變動	-618	-29,869	26,181
其他營業資產及負債變動	989	961	-1
營業活動之淨現金流入(出)	6,261	-20,397	35,037
資本支出淨額	2,313	-2,460	-665
本期長期投資變動	-980	-959	33
其他資產變動	-1,816	815	-891
投資活動之淨現金流入(出)	-483	-2,604	-1,524
自由現金流量	5,778	-23,001	33,514
現金增資	-5,485	-5,209	-5,641
本期負債變動	2,165	-2,687	1,344
其他長期負債變動	5	-4	-222
融資活動之淨現金流入(出)	-3,315	-7,900	-4,520
本期現金與約當現金增加數	2,463	-30,901	28,994
期初現金與約當現金餘額	32,752	35,277	4,634
期末現金與約當現金餘額	35,215	4,376	33,628

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

重要財務比率分析

	2018	2019	2020F
年成長率(%)			
營業收入	9.9	32.6	19.6
營業利益	17.7	68.8	26.8
稅後純益	28.3	56.1	25.1
獲利能力分析(%)			
營業毛利率	44.7	43.8	43.5
營業利益率	8.2	10.5	11.1
稅後純益率	9.5	11.2	11.7
資產報酬率	8.3	12.3	11.8
股東權益報酬率	21.0	32.5	31.4
償債能力分析			
負債/股東權益(%)	93.3	74.2	62.1
流動比率(X)	1.4	1.5	1.5
每股資料分析			
每股盈餘(NT\$元)	8.6	13.4	16.7
本益比(X)	16.2	17.6	23.9
每股淨值(NT\$元)	39.9	42.7	45.5
股價淨值比(X)	2.9	4.8	8.8
每股現金股利(NT\$元)	5.5	7.0	11.0
現金股利殖利率(%)	4.0	3.0	2.8

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。