

瑞昱(2379)

BUY

□台灣 50 ■中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇鵬翎 Chelsey Su
chelsey@masterlink.com.tw

評等

日期: 2020/8/7
目前收盤價 (NT\$): 428
目標價 (NT\$): 460
52 週最高最低(NT\$): 162-427.5
加權指數: 12914

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 5,107
市值 (NT\$/mn): 218,320
市值 (US\$/mn): 7,277
20 日平均成交量(仟股): 4,553
PER (2020): 28.39
PBR (2020): 7.40
外資持股比率: 58.78
TCRI 2

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	22.1	75.6	66.0
加權指數報酬率	6.6	19.9	9.9

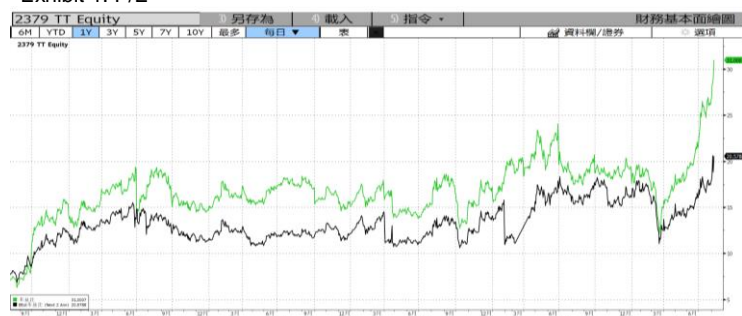
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	460	300
營業收入 (NT\$/mn)	71,451	67,928
毛利率 (%)	43.25	42.82
營益率 (%)	10.34	10.63
EPS (NT\$)	15.06	14.72
BVPS(NT\$)	57.7	58.6



2Q20 財報優異，3Q20 展望更佳

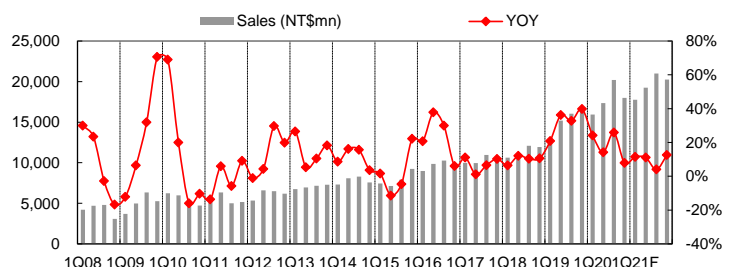
- 投資評等維持買進，目標價 460 元：2020 年營收維持創新高且雙位數成長目標，2021 年主要產品線仍有新動能：PC/Router 規格提升至 Wi-Fi 6、4K/8K TV 滲透率放大、具備 ANC 功能之 TWS 滲透率加大、PC/Broadband ethernet 規格提升至 2.5G。
- 2Q20 網通 PC 強、消費性弱，營收創新高、毛利率與營益率提升：宅經濟帶動 2Q20 相關 PC 網通 QOQ 成長 30%~40%，PC 相關營收由 27%提升為 34%，1H20 整體 PC 營收 YOY+10%。PC 強勁抵銷 TV、TWS、IoT 等消費性產品轉弱影響，2Q20 營收創歷史新高達 173 億元，QOQ+9%、YOY+14%。TV 比重下降，產品組合有利，毛利率較 1Q20 回升 2.6%為 44.8%，營業利益率回升 2.3%為 11.4%。稅後淨利 20.28 億元，QOQ+24%、YOY+10%，EPS 3.97 元。
- 3Q20 網通 PC 續強，消費性亦開始回溫，營收 QOQ 展望更勝 2Q20：3Q20 為傳統消費性旺季，TV、IoT、TWS 在 618 年中慶之後，已見回溫。受惠宅經濟相關之 PC 網通需求續強。七月營收續創歷史新高達 69 億元，預估 3Q20 營收 201 億元，QOQ+16%、YOY+26%。2020 年預估網通標案總量維持、Wi-Fi 4 規格提升至 Wi-Fi 5 趨勢持續進行、TV 因市占率提升逆勢成長、TWS 高單價 ANC 機種下半年滲透率開始放大，預估 2020 年營收 714 億元，YOY+18%，EPS 15.06 元。

Exhibit 1: P/E



Source: Bloomberg

Exhibit 2: 營收及 YoY



Source: Masterlink

產品應用領域由傳統 PC、消費性產品，延伸至車聯網、物聯網市場

瑞昱主要產品為網路通訊 IC、電腦週邊 IC 及多媒體 IC，主要應用領域由 PC 擴張至平板電腦、OTT 機上盒、電視、手機、遊戲機等消費性應用領域，長期跨足車聯網、物聯網市場。

Exhibit3:瑞昱之主要事業群與產品線

事業群	營收比重	主要產品
網通	65%~70%	Wi-Fi、Switch、Ethernet、xDSL、xPON、Bluetooth、NB-IoT
PC週邊	15%~20%	Audio Codec、IPCam、Card Reader、SSD Controller、USB Type-C
多媒體	15%~20%	TV SOC、LCD Controller

Sources: Company, MasterLink

PC 周邊與網通相關產品線 2020 年受惠宅經濟表現強勁

網路通訊事業群產品線包括 10/100/Gb Ethernet/Switch、xDSL、xPON、WLAN、Bluetooth 等，佔營收比重 65%~70%。瑞昱為 Ethernet 晶片龍頭，全球市佔率超過 70%。除了傳統的 PC、遊戲機應用之外，近年來 IPCAM 應用需求亦強勁，管理型 switch 需求起飛，2020 年受惠宅經濟表現突出，2021 年 PC 與 Broadband 規格將提升至 2.5G，長期則可期待車用市場。瑞昱之車用乙太網路品主攻歐洲原裝市場，2018 年底已正式進入量產，率先應用於 Infotainment 與 ADAS，主要競爭對手為 Broadcom。

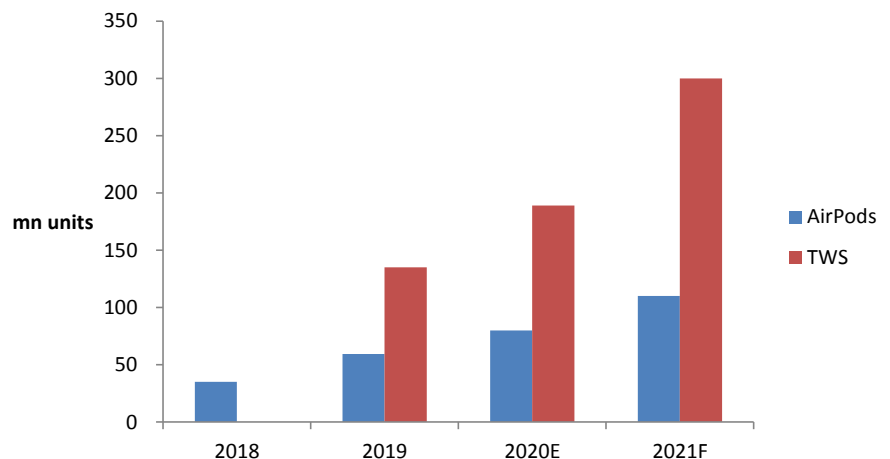
Wi-Fi 產品線成長來自多面向應用領域，規格持續提升

Wi-Fi 主要應用領域分散於 TV、OTT STB、Tablet 等消費性產品，AP/Router、Dongle，以及 Broadband、PC、IoT 等多個領域。2020 年 STB 新開標案仍以 802.11ac(Wi-Fi 5)為主；802.11ax(Wi-Fi 6)將隨著 Icelake 推出，於 2021 年明顯貢獻，ASP 亦將隨著規格提升。

藍牙 2019 年晉升為前五大產品線，客戶群延伸至國際品牌，第三代產品加入 ANC 功能，ASP 提升 0.5 美元，預估 2020 年下半年比重提升

藍牙產品線包括 Tranceiver、MCU 遙控器、Codec 耳機，隨著 AirPods 熱賣，TWS 自 4Q18 快速起飛，2019 年晉升為前五大產品線。目前主流 TWS 晶片 ASP 落於 1~1.5 美元，主要競爭對手為 CSR、絡達與 BES。瑞昱推出的第三代整合主動降噪(ANC)功能產品，領先競爭對手一至兩個季度，ASP 提升 0.5 美元，預估 2020 年下半年滲透率開始放大。客戶群已由中國廠商晉升至國際品牌，2019 年 TWS 市場規模預估約 1.2~1.5 億套，滲透率低於 10%；預估 2020 年滲透率將再提升 5%~10%，TWS 市場預估挑戰 2 億套，YOY+50%。經歷疫情，1Q20 晶片供應商有機會洗牌，預估 2020 年產業秩序轉佳。2021 年仍為高成長的一年，Airpods 出貨量挑戰 1.1 億套，預估非 Airpods 之 TWS 市場長期將為 Airpods 之兩倍以上。

Exhibit 4: 瑞昱第三代 TWS 產品



Source: MasterLink

PC 事業群中，以 Audio 與 USB Type-C 表現最突出

PC 周邊應用領域主要產品為 Audio Codec 晶片，其餘為 Clock Chip、PC Camera、Card Reader 控制晶片等產品線。Audio 產品線除了藍牙耳機應用明顯成長之外，亦為遊戲機大廠供應商。

2020 年 TV 晶片仍將呈現市佔率、規格同步提升表現

多媒體產品線主要為 TV SOC 與 LCD Monitor 控制晶片。LCD Monitor 控制晶片穩定維持約 30% 全球市佔率。2020 年東京奧運延期，原預估 2020 年瑞昱之 TV SOC 將有市佔率與規格同步提升之表現，營收 YOY 優於公司平均，略為調降。但 PC 周邊與網通優於預期，公司整體營運目標不變。

2Q20 網通 PC 強、消費性弱，營收創新高、毛利率與營益率提升

宅經濟帶動 2Q20 相關 PC 網通 QOQ 成長 30%~40%，PC 相關營收由 27% 提升為 34%，1H20 整體 PC 營收 YOY+10%。PC 強勁抵銷 TV、TWS、IoT 等消費性產品轉弱影響，2Q20 營收創歷史新高達 173 億元，QOQ+9%、YOY+14%。TV 比重下降，產品組合有利，毛利率較 1Q20 回升 2.6% 為 44.8%，營業利益率回升 2.3% 為 11.4%。稅後淨利 20.28 億元，QOQ+24%、YOY+10%、EPS 3.97 元。

3Q20 網通 PC 續強，消費性亦開始回溫，營收 QOQ 展望更勝 2Q20

3Q20 為傳統消費性旺季，TV、IoT、TWS 在 618 年中慶之後，已見回溫。受惠宅經濟相關之 PC 網通需求續強。七月營收續創歷史新高達 69 億元，預估 3Q20 營收 201 億元，QOQ+16%、YOY+26%。2020 年預估網通標案總量維持、Wi-Fi 4 規格提升至 Wi-Fi 5 趨勢持續進行、TV 因市占率提升逆勢成長、TWS 高單價 ANC 機種下半年滲透率開始放大，預估 2020 年營收 714 億元，YOY+18%，EPS 15.06 元。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20E	FY21F		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20E	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	45,806	60,744	71,451	78,250		Cash	4,310	5,728	18,773	27,506	
COGS	25,345	34,161	40,548	44,603		Marketable securities	32,607	39,632	39,632	39,632	
Gross profit	20,461	26,583	30,903	33,648		A/R & N/R	7,420	10,451	10,510	11,510	
Operating expense	16,698	20,231	23,516	25,425		Inventory	5,862	7,392	7,866	8,652	
Operating profit	3,758	6,331	7,382	8,222		Others	955	1,087	1,087	1,087	
Total non-operate. Inc.	899	905	978	1,000		Total current asset	51,153	64,290	77,869	88,388	
Pre-tax profit	4,657	7,236	8,359	9,222		Long-term invest.	1,968	2,164	2,164	2,164	
Total Net profit	4,351	6,790	7,677	8,299		Total fixed assets	3,317	3,446	4,193	4,940	
Minority	0	0	0	0		Total other assets	1,815	3,532	3,532	3,532	
Net Profit	4,351	6,790	7,677	8,299		Total assets	58,252	73,432	87,758	99,024	
EPS (NT\$)	8.57	13.35	15.06	16.27							
Y/Y %	FY18	FY19	FY20E	FY21F		Short-term Borrow	14,526	18,966	18,966	18,966	
Sales	9.9	32.6	17.6	9.5		A/P & N/P	12,405	7,775	11,976	13,174	
Gross profit	14.3	29.9	16.2	8.9		Other current liab.	5,571	17,230	25,224	33,263	
Operating profit	17.8	68.4	16.6	11.4		Total current liab.	32,502	43,970	56,166	65,403	
Pre-tax profit	28.4	55.4	15.5	10.3		L-T borrow s	0	0	0	0	
Net profit	28.3	56.1	13.1	8.1		Other L-T liab.	1,103	2,233	2,233	2,233	
EPS	27.7	55.8	12.8	8.1		Total liability.	33,605	46,203	58,399	67,636	
Margins %	FY18	FY19	FY20E	FY21F		Common stocks	5,081	5,081	5,084	5,108	
Gross	44.7	43.8	43.3	43.0		Reserves	3,237	2,737	2,697	2,647	
Operating	8.2	10.5	10.3	10.5		Retain earnings	16,329	19,411	21,578	23,633	
EBITDA	11.7	12.9	12.7	12.7		Total Equity	24,647	27,229	29,359	31,388	
Pre-tax	10.2	11.9	11.7	11.8		Total Liab. & Equity	58,252	73,432	87,758	99,024	
Net	9.5	11.2	10.7	10.6							

Comprehensive Quarterly Income Statement					Consolidated Statement of Cash flow				
	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20E	FY21F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	15,928	17,338	20,185	18,000	Net income	4,351	6,790	7,677	8,299
Gross profit	6,724	7,759	8,680	7,740	Dep & Amort	1,539	1,721	1,631	1,677
Operating profit	1,450	1,968	2,124	1,840	Investment income	76	54	0	0
Total non-ope inc.	287	191	250	250	Changes in W/C	-2,614	-2,680	3,668	-589
Pre-tax profit	1,736	2,159	2,374	2,090	Other adjustment	4,842	6,367	6,367	6,367
Net profit	1,631	2,028	2,137	1,881	Cash flow – ope.	8,194	12,251	19,343	15,754
EPS	3.21	3.97	4.19	3.69	Capex	-630	-747	-747	-747
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	Change in L-T inv.	-6,916	-9,186	0	0
Net sales	24.1	14.2	25.8	7.9	Other adjustment	-629	-1,700	0	0
Gross profit	19.1	15.3	26.2	5.6	Cash flow – inve.	-8,175	-11,633	-747	-747
Operating profit	21.2	17.7	27.0	2.8	Free cash flow	7,564	11,504	18,596	15,008
Net profit	18.3	9.9	11.1	14.5	Inc. (Dec.) debt	-3,526	4,440	0	0
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	Cash dividend	-2,794	-3,556	-5,551	-6,275
Net sales	(4.5)	8.9	16.4	(10.8)	Other adjustment	-0	-78	0	0
Gross profit	(8.2)	15.4	11.9	(10.8)	Cash flow -Fin.	-6,321	805	-5,551	-6,275
Operating profit	(19.0)	35.8	7.9	(13.4)	Exchange influence	1,018	-5	0	0
Net profit	(0.7)	24.3	5.4	(12.0)	Change in Cash	-5,285	1,418	13,046	8,732
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	Ratio Analysis				
Gross	42.2	44.8	43.0	43.0	Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20E	FY21F
Operating	9.1	11.4	10.5	10.2	ROA	7.87	10.31	9.53	8.89
Net	10.2	11.7	10.6	10.5	ROE	18.71	26.18	27.13	27.32

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2020 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.