

2024 年 1 月 23 日

研究員：陳長榮 [cj.chen@capital.com.tw](mailto:cj.chen@capital.com.tw)

前日收盤價	16.55 元
目標價	
3 個月	20.90 元
12 個月	20.90 元

## 群創(3481 TT)

Buy

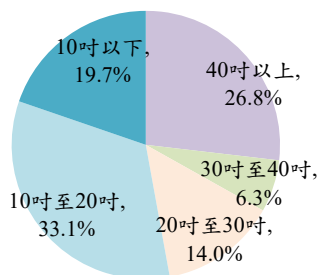
### 近期報告日期、評等及前日股價

12/25/2023	Buy	13.45
09/06/2023	Neutral	14.30
07/31/2023	Buy	20.20
06/06/2023	Buy	14.75
03/03/2023	Buy	14.35

### 公司基本資訊

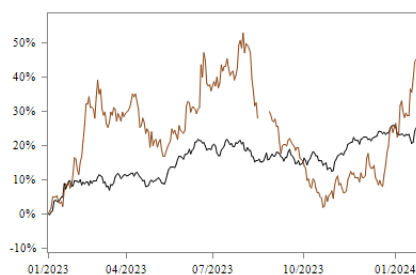
目前股本(百萬元)	90,786
市值(億元)	1,503
目前每股淨值(元)	25.74
外資持股比(%)	27.59
投信持股比(%)	1.33
董監持股比(%)	0.05
融資餘額(張)	189,259
現金股息配發率(F)(%)	0.00

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢

— 3481 — TWSE



報價上漲動能漸增，維持 Buy 評等，目標價調高至 20.9 元。

**投資建議：**中國面板廠帶頭降低產能利用率奏效，為期 2 個月的回檔走勢已告中止，此外，隨著品牌廠庫存去化、奧運/歐洲盃等大型賽事登場，預估全球電視需求自 2Q24 開始回溫，1Q24 即為 2024 年低點，市場供需秩序有機會持續改善，預估 TV 面板報價上漲動能逐步增加，包括群創在內的面板廠均為受惠者，故群益維持群創 Buy 的投資建議，目標價調高至 20.9 元。

**10~12/2023 營收逐月增加：**受惠於電視品牌廠補庫存需求，群創 12/2023 大尺寸面板出貨 881 萬片，MoM+4.26%，中小尺寸面板出貨 2,770 萬片，MoM+18.78%，群創的營收 187.63 億元，MoM+7.55%，不過，3Q23 營收基期因提前備貨年底假期促銷需求而偏高，4Q23 群創的營收 535.01 億元，QoQ-7.20%。

**預估 2024 年 LCD TV 面板出貨 2.42 億片，YoY+3.4%：**根據研調機構 TrendForce 預估，4Q23 全球電視出貨 5,455 萬台，QoQ+4.7%，出貨量、出貨量季成長幅度均為近 10 年同期低點，原因在於消費者使用習慣改變、經濟前景未明，2023 年全球電視出貨量不及 2022 年，原因包括高利率環境壓抑企業及消費者支出、中國房市泡沫化衝擊當地需求，以及 TV 面板報價大漲影響電視品牌廠促銷活動規模。

展望 2024 年，雖然總經前景仍未明朗，但奧運/歐洲盃等大型賽事陸續登場有助於刺激需求，預估全球電視出貨量重拾成長動能，TrendForce 並預估，全球 LCD TV 面板出貨 2.42 億片，YoY+3.4%，至於出貨面積 YoY 則受惠於產品尺寸放大而提高至 8.6%。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	211,837	230,524	237,195	47,913	45,595	55,087	57,654	53,501	50,283	57,407	62,551	60,284
營業毛利淨額	4,758	24,865	28,447	-7,165	-3,208	353	4,144	3,469	2,706	6,020	8,725	7,413
營業利益	-17,668	2,407	5,737	-12,788	-8,610	-5,339	-1,585	-2,134	-2,554	377	2,909	1,675
稅後純益	-16,623	4,657	7,412	-12,393	-7,769	-5,739	-1,898	-1,218	-1,733	859	3,162	2,368
稅後 EPS(元)	-1.83	0.51	0.82	-1.37	-0.86	-0.63	-0.21	-0.13	-0.19	0.09	0.35	0.26
毛利率(%)	2.25%	10.79%	11.99%	-14.95%	-7.03%	0.64%	7.19%	6.48%	5.38%	10.49%	13.95%	12.30%
營業利益率(%)	-8.34%	1.04%	2.42%	-26.69%	-18.88%	-9.69%	-2.75%	-3.99%	-5.08%	0.66%	4.65%	2.78%
稅後純益率(%)	-7.85%	2.02%	3.13%	-25.87%	-17.04%	-10.42%	-3.29%	-2.28%	-3.45%	1.50%	5.06%	3.93%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-5.31%	8.82%	2.89%	-0.21%	-4.84%	20.82%	4.66%	-7.20%	-6.01%	14.17%	8.96%	-3.63%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	59.16%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	268.05%	-25.10%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 907.86 億元計算。

2024 年 1 月 23 日

## 企業 ESG 資訊揭露：

就企業溫室氣體排放量減量目標而言，群創溫室氣體減量目標主要有三，(1) 預計 2026 年溫室氣體範疇一及範疇二排放減量 15%(以 2021 年為計算基準年)；(2)2025 年 TFT 製程含氟化物(FCs)單位面積排放強度削減 49%(以 2016 年為計算基礎年)；(3)2022 年至 2026 年平均年節電率達 1.6%以上。

再就廢棄物管理政策或減量目標而言，群創訂定有環安衛政策，並遵守政府環保、安全衛生法令，致力符合國際環保公約及安全衛生規範，已持續改善環保安全衛生績效及減輕相關衝擊影響。此外，群創亦順應國際環保趨勢及滿足客戶要求，致力推動「綠色願景」，強化綠色產品設計、製造及運送，協同價值鏈夥伴落實節能、減排、減廢、循環經濟與綠化，以降低產品及製程對環境的衝擊。

## 12/2023 營收 187.63 億元，MoM+7.55%，10~12/2023 營收逐月增加：

群創為面板廠，產品線包括大尺寸面板(10 吋以上)、中小尺寸面板(10 吋以下)，其中，大尺寸面板近幾年的出貨量均超過 1 億片/年，營收比重為 70~80%，小尺寸面板的出貨量則均超過 2 億片/年，營收比重為 20~30%。若觀察群創各主要出貨尺寸、終端應用領域，近幾年主力出貨尺寸為 40 吋以上、10 吋至 20 吋，營收比重均為 20~30%，至於主力終端應用則為電視、可攜式電腦、手機及商用，其中，電視的營收比重通常居冠，達 30~40%，可攜式電腦、手機及商用則通常均為 20~30%。

就群創長線營運前景而言，近幾年營收主力 TFT-LCD 面板的整體發展空間持續遭受 OLED 面板侵蝕，群創的因應之道為藉由開發 mini LED backlight 等新技術以提升 TFT-LCD 面板之產品競爭力，群創認為此一產品線在車用市場的發展最具利基性，並最看好一體化車用顯示面板衍生商機。

此外，群創亦積極投入非面板產品領域，現階段較受群創期待者為液晶超平面平板天線、X 光平板偵檢器。其中，超平面平板天線之核心元件製程與 TFT-LCD 面板類似，目前群創係使用舊有之 3.5 代線為合作夥伴 KYMETA(美國新創公司)代工，終端產品為車用低軌道衛星收發天線；至於 X 光平板偵檢器則係供醫療診斷之用，此部分業務主要由群創持股 57.29% 之睿生光電負責，終端產品為醫療用 X 光機，目前群創係用舊有之 4 代線為睿生光電代工。不過，觀察非面板新產品線開發進度，預估 2022 年的營收比重均低於 5%，對提升群創業績的實質助益尚有限。

群創 12/2023 大尺寸面板出貨 881 萬片，MoM+4.26%，中小尺寸面板出貨 2,770 萬片，MoM+18.78%，群創的營收 187.63 億元，MoM+7.55%，動能多數來自電視品牌廠補庫存需求，不過，3Q23 營收基期因提前備貨年底假期促銷需求而偏高，4Q23 群創的營收 535.01 億元，QoQ-7.20%。

## 預估 2024 年 LCD TV 面板出貨 2.42 億片，YoY+3.4%，動能來自大型賽事陸續登場：

根據研調機構 TrendForce 預估，4Q23 全球電視出貨 5,455 萬台，QoQ+4.7%，出貨量、出貨量季成長幅度均為近 10 年同期低點，原因在於消費者使用習慣改變、經濟前景未明，2023 年全球電視出貨量不及 2022 年，原因包括高利率環境壓抑企業及消費者支出、中國房市泡沫化衝擊當地需求，以及 TV

2024 年 1 月 23 日

面板報價大漲影響電視品牌廠促銷活動規模。

展望 2024 年，雖然總經前景仍未明朗，但奧運/歐洲盃等大型賽事陸續登場有助於刺激需求，預估全球電視出貨量重拾成長動能，TrendForce 並預估，全球 LCD TV 面板出貨 2.42 億片，YoY+3.4%，至於出貨面積 YoY 則受惠於產品尺寸放大而提高至 8.6%。

**預估報價上漲動能逐步增加，維持對群創 Buy 的投資建議，目標價調高至 20.9 元：**

中國面板廠帶頭降低產能利用率奏效，為期 2 個月的回檔走勢已告中止，此外，隨著品牌廠庫存去化、奧運/歐洲盃等大型賽事登場，預估全球電視需求自 2Q24 開始回溫，1Q24 即為 2024 年低點，市場供需秩序有機會持續改善，預估 TV 面板報價上漲動能逐步增加，包括群創在內的面板廠均為受惠者，故群益維持群創 Buy 的投資建議，目標價調高至 20.9 元。

Forward PB Band

2024 年 1 月 23 日



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 1 月 23 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	467,520	383,741	317,213	378,654	390,421
流動資產	175,821	165,302	170,947	175,706	180,979
現金及約當現金	28,668	68,491	48,689	61,232	57,387
應收帳款與票據	61,880	33,592	34,312	35,161	36,322
存貨	38,278	35,917	36,702	37,673	38,963
採權益法之投資	1,443	1,537	1,028	1,045	1,158
不動產、廠房設備	162,608	157,534	159,534	161,534	163,534
<b>負債總計</b>	<b>162,723</b>	<b>130,747</b>	<b>134,772</b>	<b>137,473</b>	<b>141,745</b>
流動負債	116,554	92,723	95,890	98,559	101,517
應付帳款及票據	54,512	36,774	37,547	38,518	39,262
非流動負債	46,169	38,024	38,109	37,170	37,741
<b>權益總計</b>	<b>304,797</b>	<b>252,995</b>	<b>236,441</b>	<b>241,181</b>	<b>248,676</b>
普通股股本	<b>105,596</b>	<b>95,565</b>	<b>95,565</b>	<b>95,565</b>	<b>95,565</b>
保留盈餘	98,668	59,766	42,213	47,953	55,448
母公司業主權益	304,347	252,475	235,852	240,509	247,921
<b>負債及權益總計</b>	<b>467,520</b>	<b>383,741</b>	<b>371,213</b>	<b>378,654</b>	<b>390,421</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	350,077	223,716	211,837	230,524	237,195
營業成本	258,577	230,622	207,079	205,659	208,748
<b>營業毛利淨額</b>	91,500	-6,906	4,758	24,865	28,447
營業費用	28,787	24,759	22,427	22,459	22,710
<b>營業利益</b>	62,713	-31,665	-17,668	2,407	5,737
<b>EBITDA</b>	98,760	5,562	16,868	34,044	36,478
業外收入及支出	-1,230	5,443	3,059	2,871	2,871
稅前純益	62,411	-26,222	-14,610	5,277	8,607
所得稅	4,866	1,692	1,943	538	1,112
稅後純益	57,534	-27,990	-16,623	4,657	7,412
稅後 EPS(元)	6.34	-3.08	-1.83	0.51	0.82
完全稀釋 EPS**	6.34	-3.08	-1.83	0.51	0.82

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 907.86【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 907.86 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	29.70%	-36.10%	-5.31%	8.82%	2.89%
營業毛利淨額	283.92%	N.A	N.A	422.57%	14.40%
營業利益	3361.37%	N.A	N.A	N.A	138.37%
稅後純益	3416.47%	N.A	N.A	N.A	59.16%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	26.14%	-3.09%	2.25%	10.79%	11.99%
EBITDA(%)	28.21%	2.49%	7.96%	14.77%	15.38%
營益率	17.91%	-14.15%	-8.34%	1.04%	2.42%
稅後純益率	16.43%	-12.51%	-7.85%	2.02%	3.13%
總資產報酬率	12.31%	-7.29%	-4.48%	1.23%	1.90%
股東權益報酬率	18.88%	-11.06%	-7.03%	1.93%	2.98%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	34.81%	34.07%	36.31%	36.71%	36.91%
負債/淨值比(%)	53.39%	51.68%	57.00%	58.00%	58.50%
流動比率(%)	150.85%	178.27%	178.27%	178.27%	178.27%

## 其他比率分析

存貨天數	48.80	58.71	64.23	66.18	66.53
應收帳款天數	59.43	77.88	58.65	55.10	54.51

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	101,752	-1,983	25,980	49,013	56,141
稅前純益	62,411	-26,222	-14,610	5,277	8,607
折舊及攤銷	36,301	32,458	32,870	33,282	33,694
營運資金變動	-10,219	12,911	-731	-850	-1,707
其他營運現金	13,260	-21,129	8,451	11,303	15,547
<b>投資活動現金</b>	-98,422	73,302	-10,835	-11,166	-9,880
資本支出淨額	-28,060	-20,951	-20,000	-20,000	-20,000
長期投資變動	-89,522	83,456	-500	-500	-500
其他投資現金	19,160	10,798	9,665	9,334	10,620
<b>籌資活動現金</b>	-529	-31,863	-9,946	-10,304	-10,106
長借/公司債變動	4,436	-8,787	84	-938	570
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,141	-11,088	0	0	0
其他籌資現金	-1,824	-11,989	-10,031	-9,366	-10,676
<b>淨現金流量</b>	2,136	39,823	5,198	27,543	36,155
<b>期初現金</b>	26,532	28,668	68,491	73,689	101,232
<b>期末現金</b>	28,668	68,491	73,689	101,232	137,387

資料來源：CMoney、群益

2024 年 1 月 23 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	48,015	47,913	45,595	55,087	57,654	53,501	50,283	57,407	62,551	60,284	55,550	59,666
營業成本	57,015	55,078	48,803	54,735	53,510	50,031	47,577	51,386	53,826	52,870	50,408	52,370
營業毛利淨額	-9,000	-7,165	-3,208	353	4,144	3,469	2,706	6,020	8,725	7,413	5,142	7,295
營業費用	6,383	5,622	5,403	5,692	5,729	5,603	5,261	5,644	5,816	5,738	5,285	5,705
營業利益	-15,383	-12,788	-8,610	-5,339	-1,585	-2,134	-2,554	377	2,909	1,675	-143	1,590
業外收入及支出	3,162	838	1,671	206	238	943	832	606	489	943	832	606
稅前純益	-12,221	-11,950	-6,939	-5,133	-1,347	-1,191	-1,722	983	3,398	2,618	690	2,197
所得稅	499	436	819	586	539	0	0	81	234	223	126	553
稅後純益	-12,746	-12,393	-7,769	-5,739	-1,898	-1,218	-1,733	859	3,162	2,368	553	1,601
最新股本	90,786	90,786	90,786	90,786	90,786	90,786	90,786	90,786	90,786	90,786	90,786	90,786
稅後EPS(元)	-1.40	-1.37	-0.86	-0.63	-0.21	-0.13	-0.19	0.09	0.35	0.26	0.06	0.18

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	-18.74%	-14.95%	-7.03%	0.64%	7.19%	6.48%	5.38%	10.49%	13.95%	12.30%	9.26%	12.23%
營業利益率(%)	-32.04%	-26.69%	-18.88%	-9.69%	-2.75%	-3.99%	-5.08%	0.66%	4.65%	2.78%	-0.26%	2.67%
稅後純益率(%)	-26.55%	-25.87%	-17.04%	-10.42%	-3.29%	-2.28%	-3.45%	1.50%	5.06%	3.93%	0.99%	2.68%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-17.07%	-0.21%	-4.84%	20.82%	4.66%	-7.20%	-6.01%	14.17%	8.96%	-3.63%	-7.85%	7.41%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	672.61%	-42.43%	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	245.72%	-22.96%	-73.65%	218.50%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	268.05%	-25.10%	-76.66%	189.64%

## YoY(%)

營業收入淨額	-48.42%	-40.05%	-34.76%	-4.86%	20.07%	11.66%	10.28%	4.21%	8.49%	12.68%	10.47%	3.94%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	322.33%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	123.48%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	86.33%

註1：稅後EPS以股本907.86億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。



## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

### 停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。