

群聯 (8299 TT) Phison

PCIe 5 時代掌握更多商機

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月) : NT\$720.0

收盤價 (2024/02/26) : NT\$598.0
隱含漲幅 : 20.4%

營收組成 (3Q23)

Consumer 26%/Industrial 14%/Gaming 14%/Embedded ODM 13%/Controller 26%/Others 7%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	720.0	550.0
2024年營收 (NT\$/十億)	69.99	65.50
2024年EPS	37.99	37.58

交易資料表

市值	NT\$122,290百萬元
外資持股比率	47.9%
董監持股比率	14.4%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$216.87
負債比	32.4%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	60,256	48,221	69,989	85,420
營業利益	6,844	3,345	8,457	12,164
稅後純益	5,401	2,666	7,653	10,934
EPS (元)	26.82	13.24	37.99	54.29
EPS YoY (%)	-33.7	-50.6	187.0	42.9
本益比 (倍)	22.3	45.2	15.7	11.0
股價淨值比 (倍)	3.1	3.2	2.8	2.4
ROE (%)	14.4	7.1	18.9	23.2
現金殖利率 (%)	2.5%	1.2%	3.3%	4.7%
現金股利 (元)	14.73	6.88	19.76	28.23

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

◆ 1H24 終端客戶拉貨延續，上修 1/2Q24 NAND 漲幅至 20%/13%，且 2H24 NAND 報價仍有望延續向上格局。

◆ 預期 PCIe 5 相關業務將於 2H24 進入成長期，且觀察公司 Redriver 於 Server/PC ODM 導入狀況佳，上修 2024/2025 年 EPS 1%/9%。

◆ 基於 PCIe 5 群聯將享有更佳產業地位，上修目標本益比自 15 倍至 16 倍，改採 2H24-1H25 EPS 45.15 元，給予目標價 720 元。

1H24 NAND 漲價優於預期，中長期 NAND/SSD 價格趨勢向上

供應商減產使 4Q23 韓國記憶體出口 ASP 季增 23% (圖 1)，因此上修 4Q23 EPS 8%至 5.59 元 (圖 5)。進入 1Q24，手機/PC/伺服器等 ODM/OEM 廠商備貨有所延續，上修 1Q/2Q24 NAND wafer 合約價漲幅自 9%/-4%至 20%/13% (圖 3)，且 2H24 庫存與需求改善下，看好 NAND/SSD 漲勢延續。

PCIe 5 成長期將至，公司具領先及完整產品組合

儘管短期高昂光罩費用將持續影響獲利，然同業慧榮今年亦面臨類似情況，反映出 PC/Workstation/Gaming 等應用提升至 PCIe 5 規格已為 2024-2025 年趨勢，2H24 有望看到更多 PCIe 5 Controller/SSD 業務 (圖 7) 貢獻群聯營收，車用業務亦打入多家原廠專案，因此看好 2024-2025 嵌入式 ODM SSD 業務成長 53%/29% (圖 8)。除 PCIe 5 Controller 已領先慧榮量產，我們觀察到群聯 PCIe 5 Redriver 於 Server/PC ODM 導入狀況佳，反映其於 PCIe 5 Redriver 市場領先於國外大廠 TI，總體而言，本中心認為群聯具有領先且完整之 PCIe 5 產品線。

長期迎 PCIe 5/車用新品順風，調升評等至買進

基於 1H24 NAND 合約價漲幅優於預期，且觀察到公司掌握更多 PCIe 5/車用相關業務訂單，上修 2024/2025 年 EPS 1%/9%。同時，群聯今年本益比評價仍低於慧榮 (SIMO US；未評等)，然我們觀察群聯於 PCIe 5 時代將享有更佳產業地位，並將受惠於 AI 推論對於 SSD 之規格升級，評估中長期評價具提升空間，因此改採 2H24-1H25 EPS 45.15 元，並上修目標本益比自 15 倍至 16 倍，將目標價自 550 元 (15x 2024 EPS NT\$38.7) 上調至 720 元，調升評等至買進。公司將於 3/8 舉辦法人說明會。

營運分析

漲價延續且新品貢獻超乎預期，中長期獲利有望持續向上

我們觀察到投資人對於群聯與 NAND 產業具有三大疑問：

- 2024 年 NAND/SSD 價格漲價延續性？
- 3Q23 之光罩費用是否將影響長期獲利？
- 群聯/NAND 產業將來有望受惠於 AI？

前兩者問題亦為[前次報告](#)所疑慮部分，然經過近期供應鏈訪查，1H24 漲價延續性仍有望超越市場預期，且漲價趨勢仍有望延續至 2H24。

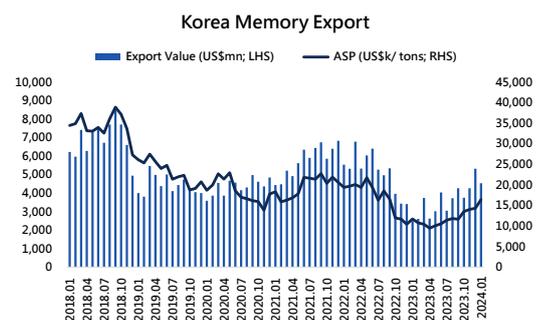
此外 1) 2H24 高獲利之 PCIe 5 SSD 新品將逐步出貨；2) PCIe 5 Redriver 於 Server/PC ODM 導入狀況佳，加上車用業務打入多家原廠專案，此有助抵銷高昂之光罩費用，而光罩費用對於獲利之影響將於今年逐步下降，因此看好 2024-2025 年本業獲利逐步轉佳。

2024-2025 年 AI 邊緣 (AI-edge)/AI 推論 (AI Inference) 之時代，由於手機/PC 須存取更多非結構化 (Unstructured) 資料，中高容量 (512GB/1TB 以上) 之 SSD 需求將快速上升，本中心評估群聯將為 AI Inference 最大第三方 SSD 受惠者。

1H24 NAND 漲價優於預期，中長期 NAND/SSD 價格趨勢向上

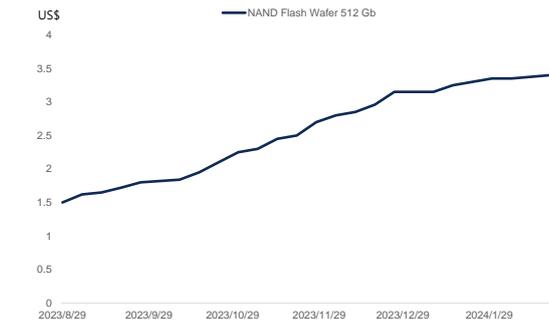
2H23 韓國記憶體出口金額季增 25%，主因供應商減產推動漲價所致，使 ASP 季增 23% (圖 1)，此亦帶動 4Q23 群聯營收優於預期 5%，因此上修本業/eps 8%，預估 EPS 達 5.59 元 (圖 5)。且進入 1M24 傳統淡季，不僅 ASP 年成長 42%，出口金額成長率更高達 82%，反映手機/PC/伺服器等 ODM/OEM 廠商備貨有所延續。

圖 1：1 月韓國記憶體出口金額年成長 82%



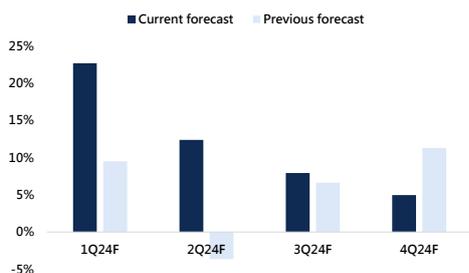
資料來源：BIBG、元大投顧預估

圖 2：年初至今 512 Gb TLC 現貨價上漲 13%



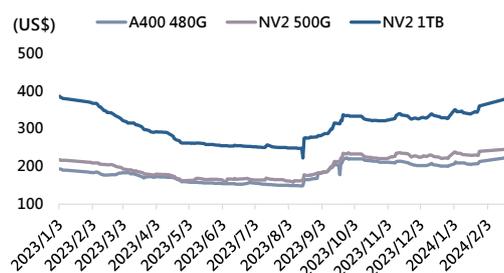
資料來源：Kinston、元大投顧預估

圖 3：上修 1Q/2Q24 NAND 漲價幅度



資料來源：元大投顧預估

圖 4：SSD 售價方面則於 2 月後維持較平穩狀況



資料來源：元大投顧

圖 5：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	12,290	12,389	15,748	27.1%	28.1%	15,065	15,158	4.5%	3.9%
營業毛利	3,449	3,989	5,209	30.6%	51.0%	4,941	4,921	5.4%	5.9%
營業利益	1,243	525	1,264	140.9%	1.7%	1,167	1,256	8.3%	0.7%
稅前利益	161	952	1,294	35.9%	702.1%	1,197	1,513	8.1%	-14.5%
稅後淨利	217	858	1,126	31.2%	418.2%	1,041	1,257	8.1%	-10.5%
調整後 EPS (元)	1.08	4.26	5.59	31.2%	418.2%	5.17	6.24	8.1%	-10.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	28.1%	32.2%	33.1%	0.9	5.0	32.8%	32.5%	0.3	0.6
營業利益率	10.1%	4.2%	8.0%	3.8	-2.1	7.7%	8.3%	0.3	-0.3
稅後純益率	1.8%	6.9%	7.2%	0.2	5.3	6.9%	8.3%	0.2	-1.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

Wafer/SSD 分別來看：

- **Wafer**：512 Gb TLC NAND wafer 現貨價自年初以來上漲 13% (圖 2)，而本中心原先僅預期 1Q24 NAND wafer 合約價漲幅達 9%，鑒於客戶拉貨規模延續，因此上修 1Q/2Q24 NAND wafer 合約價漲幅自 9%/-4%至 20%/13% (圖 3)。
- **SSD**：金士頓 480GB-1TB 之 SSD 售價於 2 月後維持較平穩狀況 (圖 4)，我們認為合理，係因終端客戶仍在觀望消費性電子需求回溫情形 (尤其中國)，然本中心仍樂觀看待 2H24 SSD 漲勢延續，基於 1) General Server 拉貨有望逐季回溫，2H24 迎手機/PC 傳統旺季需求；2) 原廠 NAND 庫存將於 2Q24 降至 10 周左右水準。

鑒於 1H24 NAND 漲幅優於預期，本中心上修 1Q24 營收/毛利 5%/9%，然下修本業/eps 2%/4%，反映預期 PCIe 5 Controller 之光罩費用將持續認列，預估 EPS 達 6.52 元 (圖 6)。

圖 6：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	10,078	15,748	14,511	-7.9%	44.0%	13,879	14,450	4.6%	0.4%	
營業毛利	3,203	5,209	4,853	-6.8%	51.5%	4,474	4,678	8.5%	3.7%	
營業利益	838	1,264	1,427	12.9%	70.2%	1,461	1,334	-2.3%	7.0%	
稅前利益	314	1,294	1,510	16.7%	380.8%	1,544	1,552	-2.2%	-2.7%	
稅後淨利	242	1,126	1,314	16.7%	442.8%	1,343	1,269	-2.2%	3.5%	
調整後 EPS (元)	1.20	5.59	6.52	16.7%	442.8%	6.67	6.30	-2.2%	3.5%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	31.8%	33.1%	33.4%	0.3	1.6	32.2%	32.4%	1.2	1.0	
營業利益率	8.3%	8.0%	9.8%	1.8	1.5	10.5%	9.2%	-0.7	0.6	
稅後純益率	2.4%	7.1%	9.1%	2.0	6.7	9.7%	8.8%	-0.6	0.3	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

光罩費用為迎來 PCIe 5 市場之必要支出，看好嵌入式 ODM 業務成長性

儘管短期高昂光罩費用將延續，然我們自慧榮 4Q23 法說觀察到類似情況，反映出 **PC/Workstation/Gaming** 等應用提升至 **PCIe 5** 規格已為 **2024-2025** 年趨勢，我們認為 2H24 將可看到更多 PCIe 5 Controller/SSD 業務 (圖 7) 貢獻群聯營收，且光罩費用有望於後續逐步下降。

圖 7：群聯 PCIe 5 及車用產品線

產品線	現況與未來發展
控制 IC	<ul style="list-style-type: none"> ● 新一代 PCIe 5.0 控制晶片預計將在 2H24 上市，採用 7nm 製程，已與 PC Tier 1 客戶進行 Design-in。 ● PCIe 5.0 E26 SSD Controller 已上市，採用 12 nm 製程。
NAND 模組	<ul style="list-style-type: none"> ● 車用應用: PCIe 4.0 高階 Enterprise SSD，會應用在車用安全系統，會開始與 Tier 1 廠商進行測試。 →2Q23 通過車用 ASPICE CL3 認證，車用產品預計 2024 年將開始貢獻營收。 ● 手機應用則是與三家中國手機品牌合作，主要為 UFS 產品與入門款手機的 eMMC。
Retimer/Redriver	<ul style="list-style-type: none"> ● Redriver 5.0 已經應用在 Gaming Mother Board。 ● Redriver 4.0/5.0 已通過 Server ODM 驗證。 ● Retimer 陸續送樣給 ODM，2H24 有望貢獻營收。

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

我們亦看到公司車用業務打入多家原廠專案，因此看好 **2024-2025** 嵌入式 **ODM SSD** 業務持續成長 (圖 8)，此外慧榮先前法說會指出 PCIe 5 Controller 與相同 channel 數之 PCIe 4 Controller 價差達 100%以上，有助公司整體毛利率於 PCIe 5 放量期間改善。

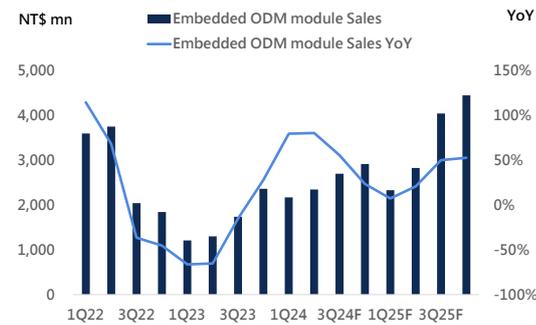
除 PCIe 5 Controller 已領先慧榮量產，我們觀察群聯 **PCIe 5 Redriver** 於 **Server/PC ODM** 導入狀況佳，反映其於 PCIe 5 Redriver 市場領先於國外大廠 TI，有助群聯 Server 相關業務將持續擴大。

AI Inference 對於 SSD 規格將有所升級，群聯將為第三方 SSD 最大受益者

儘管 AI 訓練 (Training) 初期 SSD 受惠有限，然 2H24-2025 年發展之 AI 邊緣 (AI edge) 市場，將更注重 AI 推論 (Inference)，更多非結構化 (Unstructured) 資料將存取於 SSD 而非回傳至雲端，因此手機/PC 對應之中高容量 (512GB/1TB 以上) 之 SSD 需求將快速上升。

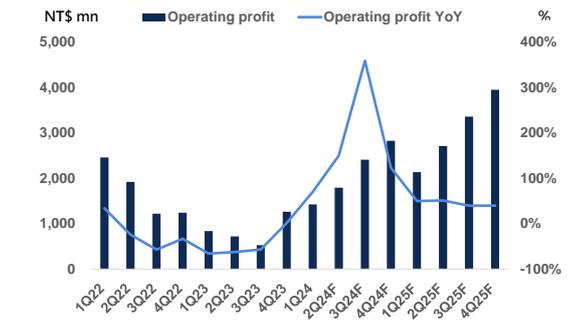
鑒於 1) 前述提及群聯具有領先且完整之 PCIe 5 產品線；2) 觀察公司 PCIe 5 Redriver ODM 導入狀況佳，而 PC/Server 於 2025-2026 年升級至 PCIe 5 對於 Redriver 亦將上升，因此評估群聯將為 AI Inference 最大第三方 SSD 受惠者。

圖 8：嵌入式 ODM 業務於今年加速成長



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：2024-2025 年本業獲利將持續成長



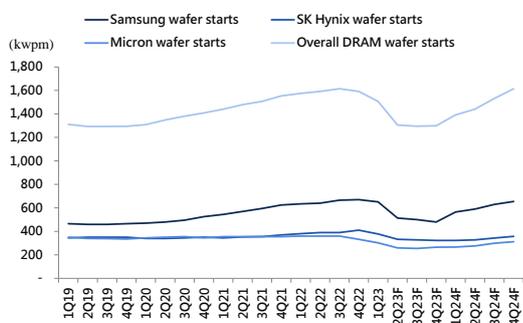
資料來源：公司資料、元大投顧預估

產業概況

2024 年原廠投片量將緩步回溫

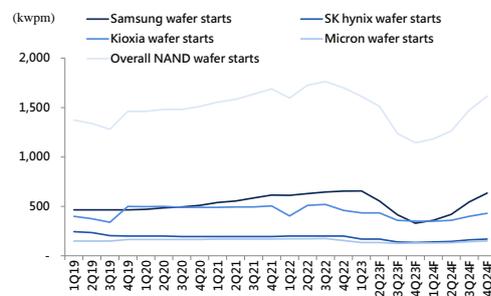
由於原廠目前仍持續降低 DRAM/NAND 庫存，因此舊產能晶圓投片將受限制，預期晶圓投片主要恢復時間點將落在 2H24，2024 年 DRAM/NAND 位元供給成長率 14%/17%。

圖 10：DRAM 晶圓投片



資料來源：元大投顧預估

圖 11：NAND 晶圓投片

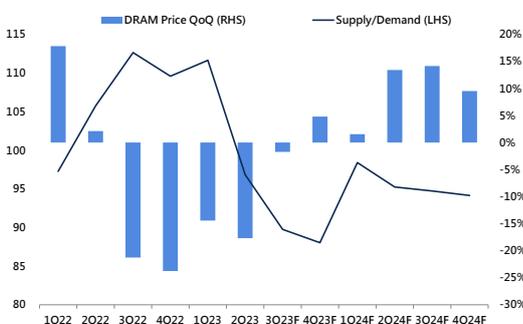


資料來源：元大投顧預估

1H24 然漲價優於預期，2024 NAND 供需維持健康水準

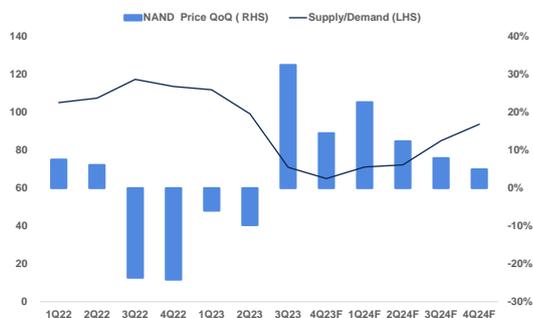
512 Gb TLC NAND wafer 現貨價自年初以來上漲 13%，而本中心原先僅預期 1Q24 NAND wafer 合約價漲幅達 9%，鑒於客戶拉貨規模延續，因此上修 1Q/2Q24 NAND wafer 合約價漲幅自 9%/-4%至 20%/13%，目前預期 NAND 供需於 2024 年底仍維持健康水準，此有助報價漲勢至 2H24。

圖 12：預期 DRAM 供需於今年維持健康



資料來源：元大投顧預估

圖 13：預期 NAND 供需於今年維持健康



資料來源：元大投顧預估

獲利調整與股票評價

長期迎 PCIe 5/車用新品順風，調升評等至買進

基於 1H24 NAND 合約價漲幅優於預期，且觀察到公司掌握更多 PCIe 5/車用相關業務訂單，上修 2024/2025 年 EPS 1%/9%。

目前公司股價交易於 16/11 倍 2024 年/2025 每股盈餘，低於同業慧榮之 19/13 倍，且考量到 1) 公司於 PCIe 5 Controller/SSD 新案領先；2) PCIe 5 Redriver 於 Server/PC 導入狀況佳；3) 車用產品將打入更多原廠訂單，有助後續 2024-2025 年獲利結構改善，我們認為群聯於 PCIe 5 時代將享有更佳產業地位，並將受惠於 AI 推論對於 SSD 之規格升級，有助評價提升，因此本中心改採 2H24-1H25 EPS 45.15 元，並上修目標本益比自 15 倍至 16 倍，給予目標價 720 元 (原先目標價 550 元係根據 15x 2024 EPS NT\$38.7)，調升評等至買進。

圖 14：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	69,989	65,498	85,420	80,713	6.9%	5.8%
營業毛利	23,116	21,309	28,949	27,499	8.5%	5.3%
營業利益	8,457	8,239	12,164	11,001	2.6%	10.6%
稅前利益	8,796	8,579	12,568	11,405	2.5%	10.2%
稅後淨利	7,653	7,464	10,934	9,922	2.5%	10.2%
調整後 EPS (元)	37.99	37.58	54.29	49.96	1.1%	8.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	33.0%	32.5%	33.9%	34.1%	0.5	-0.2
營業利益率	12.1%	12.6%	14.2%	13.6%	-0.5	0.6
稅後純益率	10.9%	11.4%	12.8%	12.3%	-0.5	0.5

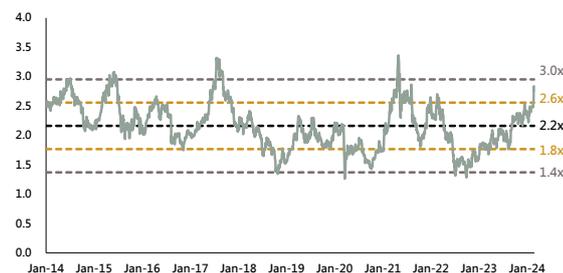
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney

圖 16：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney

圖 17：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
群聯	8299 TT	買進	598.0	3,821	13.24	37.99	54.29	45.2	15.7	11.0	(50.6)	187.0	42.9
國外同業													
SIMO	SIMO US	未評等	63.9	2,169	2.1	3.4	5.0	30.5	19.0	12.7	(59.7)	60.5	50.2
國外同業平均					2.1	3.4	5.0	30.5	19.0	12.7	(59.7)	60.5	50.2
國內同業													
威剛	3260 TT	未評等	95.1	891	4.7	7.0	3.6	20.3	13.6	26.8	51.6	49.7	(49.4)
宇瞻	8271 TT	未評等	57.8	224	--	--	--	--	--	--	--	--	--
創見	2451 TT	未評等	77.9	1,061	--	--	--	--	--	--	--	--	--
宜鼎	5289 TT	未評等	304.5	890	15.8	24.6	33.9	19.3	12.4	9.0	(35.2)	55.9	37.7
國內同業平均					10.2	15.8	18.7	19.8	13.0	17.9	8.2	52.8	(5.8)

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 18：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
群聯	8299 TT	買進	598.0	3,821	7.1	18.9	23.2	185.61	216.87	251.83	3.2	2.8	2.4
國外同業													
SIMO	SIMO US	未評等	63.9	2,169	9.0	14.2	18.2	22.8	24.7	27.6	2.8	2.6	2.3
國外同業平均					9.0	14.2	18.2	22.8	24.7	27.6	2.8	2.6	2.3
國內同業													
威剛	3260 TT	未評等	95.1	891	8.6	9.7	7.4	46.0	52.1	--	2.1	1.8	--
宇瞻	8271 TT	未評等	57.8	224	--	--	--	--	--	--	--	--	--
創見	2451 TT	未評等	77.9	1,061	--	--	--	--	--	--	--	--	--
宜鼎	5289 TT	未評等	304.5	890	16.7	24.2	29.1	93.3	106.8	123.3	3.3	2.9	2.5
國內同業平均					12.7	17.0	18.3	69.7	79.4	123.3	2.7	2.3	2.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	10,078	10,007	12,389	15,748	14,511	16,029	18,712	20,736	48,221	69,989
銷貨成本	(6,865)	(6,759)	(8,374)	(10,538)	(9,658)	(10,725)	(12,551)	(13,938)	(32,537)	(46,872)
營業毛利	3,213	3,248	4,014	5,209	4,853	5,304	6,161	6,798	15,685	23,116
營業費用	(2,364)	(2,533)	(3,464)	(3,945)	(3,426)	(3,510)	(3,752)	(3,971)	(12,305)	(14,659)
營業利益	838	717	525	1,264	1,427	1,794	2,409	2,827	3,345	8,457
業外利益	(524)	(67)	427	30	83	86	85	85	(135)	339
稅前純益	314	650	952	1,294	1,510	1,880	2,494	2,912	3,210	8,796
所得稅費用	(72)	(210)	(94)	(168)	(196)	(244)	(324)	(379)	(544)	(1,144)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	242	441	858	1,126	1,314	1,635	2,170	2,533	2,666	7,653
調整後每股盈餘(NT\$)	1.26	2.28	4.32	5.59	6.52	8.12	10.77	12.58	13.24	37.99
調整後加權平均股數(百萬股)	201	201	201	201	201	201	201	201	201	201
重要比率										
營業毛利率	31.9%	32.5%	32.4%	33.1%	33.4%	33.1%	32.9%	32.8%	32.5%	33.0%
營業利益率	8.3%	7.2%	4.2%	8.0%	9.8%	11.2%	12.9%	13.6%	6.9%	12.1%
稅前純益率	3.1%	6.5%	7.7%	8.2%	10.4%	11.7%	13.3%	14.0%	6.7%	12.6%
稅後純益率	2.4%	4.4%	6.9%	7.2%	9.1%	10.2%	11.6%	12.2%	5.5%	10.9%
有效所得稅率	22.9%	32.2%	9.8%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	16.9%	13.0%
季增率(%)										
營業收入	-18.0%	-0.7%	23.8%	27.1%	-7.9%	10.5%	16.7%	10.8%		
營業利益	-32.6%	-14.4%	-26.8%	140.8%	12.9%	25.7%	34.3%	17.4%		
稅後純益	11.5%	82.0%	94.7%	31.2%	16.7%	24.4%	32.7%	16.7%		
調整後每股盈餘	13.5%	81.0%	89.5%	31.2%	16.7%	24.5%	32.7%	16.7%		
年增率(%)										
營業收入	-41.1%	-38.5%	-15.0%	28.1%	44.0%	60.2%	51.0%	31.7%	-20.0%	45.1%
營業利益	-65.9%	-62.6%	-57.0%	1.7%	70.2%	150.0%	358.9%	123.7%	-51.1%	152.8%
稅後純益	-88.9%	-75.6%	-28.0%	418.4%	442.8%	271.0%	152.9%	125.0%	-50.6%	187.1%
調整後每股盈餘	-88.6%	-75.1%	-29.5%	418.4%	442.8%	256.1%	149.4%	125.1%	-50.6%	187.0%

資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

群聯成立於 2000 年，為國際 NAND Flash 控制 IC 大廠，主要產品包含 USB、SD Card、eMMC、UFS、SSD 等控制 IC 與模組。合作夥伴包含 Kioxia、Micron、Kingston 與 Seagate 等國際記憶體大廠，以及宇瞻、研華等國內業者，其控制 IC 則主要投片於台積電以及聯電。群聯僅對 Kingston、Seagate 等合作夥伴單一出售控制 IC，對多數廠商則採模組出貨。

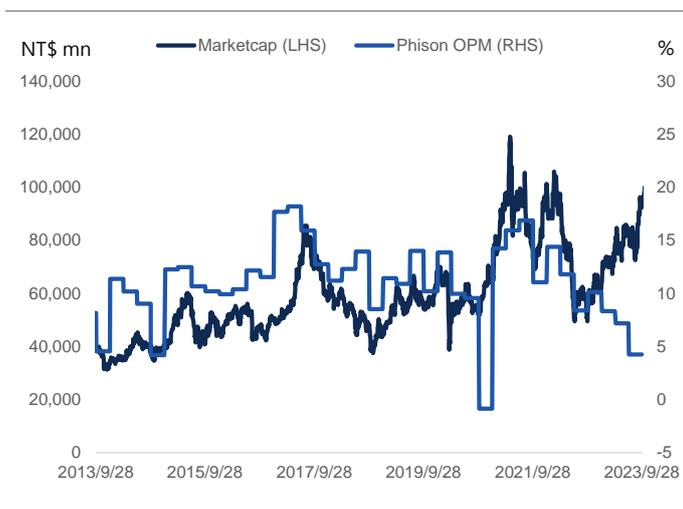
雖未來資料儲存需求的提升將連帶增加 USB PenDrives、SD Cards、eMMC 與 SSD 等 NAND Flash 儲存裝置的容量，不過單一儲存裝置的出貨量並未明顯提升，無論容量多大，單一裝置只需使用一顆控制 IC。此外成本面，隨 IC 往更先進的製程推進，單顆 IC 的開發成本呈指數型上升，以 22nm 為例，單顆晶片的開發成本約為 4000 萬美金，16nm 的開發成本約為 6000 萬美金。為因應前述銷量成長趨緩與 IC 成本提升之挑戰，群聯轉向提供客戶控制 IC 以及 NAND Flash 模組的完整解決方案，此舉不但能因應企業、消費與工業等不同應用別客戶之需求，也能透過 NAND Flash 模組擴大營收與獲利規模，以支撐更先進控制 IC 與 NAND Flash 模組的研發費用。此外，群聯更持續透過 1) 由外接式產品(如隨身碟、SD 卡)轉往嵌入式產品(如 eMMC、UFS、SSD 等)；2) 積極擴展多元組合；與 3) 透過私募與入股增加合作夥伴以維持本身競爭力。

圖 20：前十大股東

Name	Holding %
鎧俠	9.97
富邦人壽保險	2.87
潘健成	4.38
楊俊勇	2.29
台灣人壽保險	1.81
歐陽志光	1.97
元大台灣高股息	1.41
理合投資	1.20
挪威央行投資專戶	1.19
伍漢維	1.16

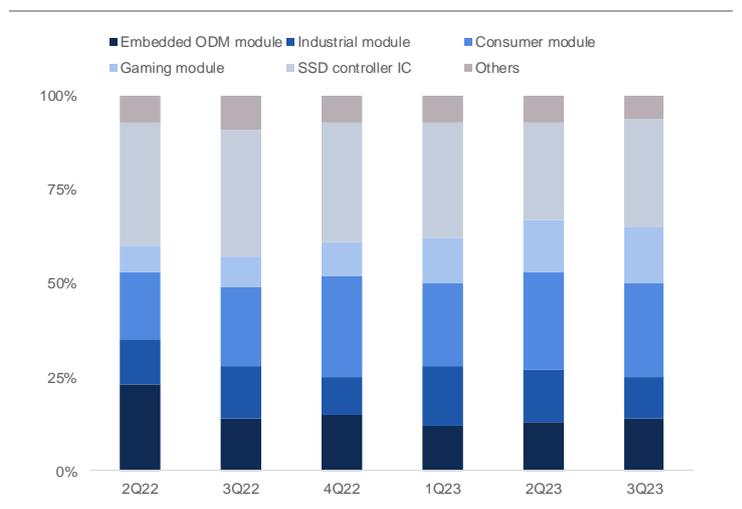
資料來源：TEJ、公司資料

圖 21：群聯市值與 OPM 相關性高



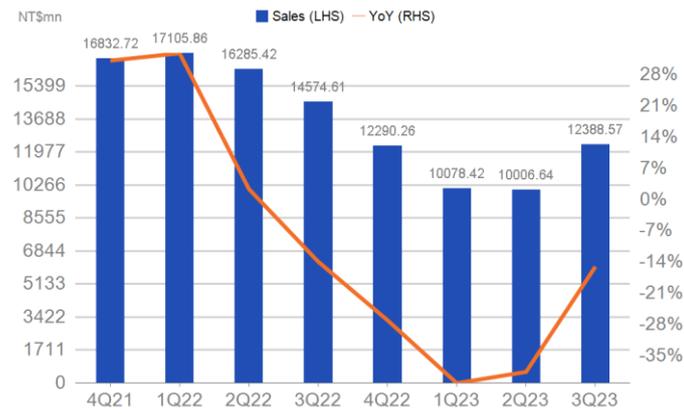
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：營收組成



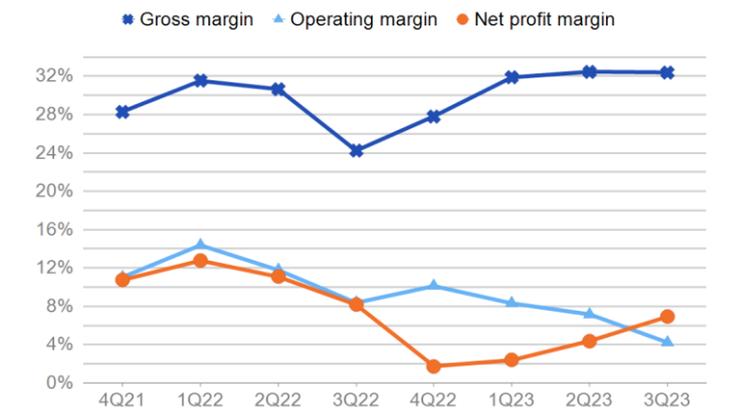
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



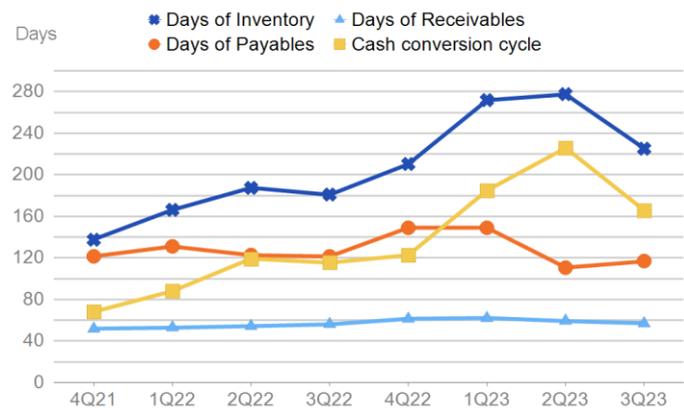
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：群聯整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為落後的位置，但在半導體設計與製造行業中排名略為領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：群聯的整體曝險屬於中等水準，略低於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含資源使用、人力資本及商業道德等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：群聯在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。群聯遵循適當的 ESG 揭露，其 ESG 相關問題由董事會層級之下的委員會負責，公司亦提供適當的人力資源培育訓練，如定期稽查員工表現並報告。然而，群聯仍需加強公司內部的吹哨者制度。

圖 27：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	32.5
在 ESG 議題上的曝險 (A)	47.3
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	33.9
風險評級	高 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	48

資料來源：Sustainalytics (2024/2/26)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

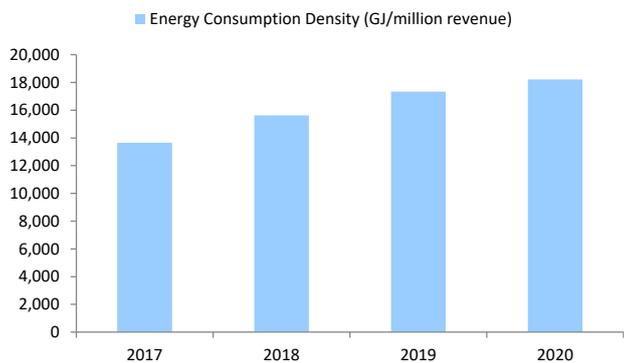
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

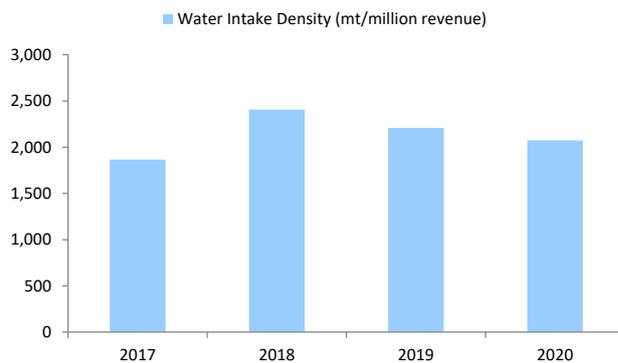
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 28：能源使用密集度(GJ/百萬營收)



資料來源：公司資料、Reuters

圖 29：取水密集度 (公噸/百萬營收)



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	19,041	17,034	18,578	19,443	22,920
存貨	19,497	20,390	17,049	21,476	21,845
應收帳款及票據	8,729	7,237	7,296	11,112	15,099
其他流動資產	2,430	1,234	408	408	408
流動資產	49,697	45,895	44,156	53,265	61,097
採用權益法之投資	4,155	3,694	3,694	3,694	3,694
固定資產	6,651	7,598	7,825	8,187	8,670
無形資產	315	375	375	375	375
其他非流動資產	2,205	2,428	2,408	2,012	1,616
非流動資產	13,325	14,095	13,927	13,893	13,980
資產總額	63,021	59,990	58,083	67,157	75,077
應付帳款及票據	9,037	6,179	4,518	7,296	8,175
短期借款	439	0	31	31	31
什項負債	12,351	11,420	11,389	11,389	11,389
流動負債	21,827	17,599	15,938	18,716	19,595
長期借款	165	134	3,576	3,576	3,576
其他負債及準備	3,721	4,625	1,183	1,183	1,183
長期負債	3,886	4,759	4,759	4,759	4,759
負債總額	25,713	22,358	20,697	23,475	24,354
股本	1,971	1,987	1,987	1,987	1,987
資本公積	7,238	8,970	8,970	8,970	8,970
保留盈餘	27,996	28,953	28,707	35,003	42,043
什項權益	103	(2,278)	(2,278)	(2,278)	(2,278)
歸屬母公司之權益	37,308	37,632	37,386	43,682	50,722
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	37,308	37,632	37,386	43,682	50,722

資料來源：公司資料、元大投顧預估

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	8,147	5,401	2,666	7,653	10,934
折舊及攤提	742	1,047	968	1,034	1,113
本期營運資金變動	(6,634)	(3,909)	1,621	(5,465)	(3,477)
其他營業資產及負債變動	2,841	1,033	0	0	0
營運活動之現金流量	5,097	3,572	5,256	3,222	8,570
資本支出	(2,341)	(1,528)	(800)	(1,000)	(1,200)
本期長期投資變動	147	(461)	0	0	0
其他資產變動	3,393	1,013	0	0	0
投資活動之現金流量	1,199	(977)	(800)	(1,000)	(1,200)
股本變動	0	16	0	0	0
本期負債變動	2,436	(474)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(4,533)	(4,533)	(2,912)	(1,357)	(3,894)
其他調整數	(22)	(90)	0	0	0
融資活動之現金流量	(2,119)	(5,080)	(2,912)	(1,357)	(3,894)
匯率影響數	(98)	478	0	0	0
本期產生現金流量	4,080	(2,007)	1,544	865	3,477
自由現金流量	2,756	2,043	4,456	2,222	7,370

資料來源：公司資料、元大投顧預估

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	62,557	60,256	48,221	69,989	85,420
銷貨成本	(43,403)	(42,924)	(32,537)	(46,872)	(56,471)
營業毛利	19,154	17,333	15,685	23,116	28,949
營業費用	(10,015)	(10,506)	(12,305)	(14,659)	(16,785)
推銷費用	(1,035)	(1,268)	(1,249)	(1,446)	(1,453)
研究費用	(8,128)	(8,131)	(10,187)	(12,099)	(13,813)
管理費用	(846)	(1,044)	(870)	(1,114)	(1,518)
其他費用	(7)	(63)	0	0	0
營業利益	9,084	6,844	3,345	8,457	12,164
利息收入	38	97	175	173	168
利息費用	(19)	(36)	(34)	(34)	(34)
利息收入淨額	19	61	141	139	134
投資利益(損失)淨額	291	(1,319)	(1,073)	200	270
匯兌損益	(76)	756	390	0	0
其他業外收入(支出)淨額	420	(45)	406	0	0
稅前純益	9,738	6,297	3,210	8,796	12,568
所得稅費用	(1,590)	(896)	(544)	(1,144)	(1,634)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	8,147	5,401	2,666	7,653	10,934
稅前息前折舊攤銷前淨利	10,499	7,379	4,314	9,491	13,277
調整後每股盈餘 (NT\$)	40.45	26.82	13.24	37.99	54.29

資料來源：公司資料、元大投顧預估

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	29.0	(3.7)	(20.0)	45.1	22.0
營業利益	133.6	(24.7)	(51.1)	152.8	43.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	2.2	(29.7)	(41.5)	120.0	39.9
稅後純益	(6.4)	(33.7)	(50.6)	187.1	42.9
調整後每股盈餘	(6.3)	(33.7)	(50.6)	187.0	42.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	30.6	28.8	32.5	33.0	33.9
營業利益率	14.5	11.4	6.9	12.1	14.2
稅前息前淨利率	15.5	10.4	6.9	12.1	14.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.8	12.3	9.0	13.6	15.5
稅前純益率	15.6	10.5	6.7	12.6	14.7
稅後純益率	13.0	9.0	5.5	10.9	12.8
資產報酬率	14.7	8.8	4.5	12.2	15.4
股東權益報酬率	22.5	14.4	7.1	18.9	23.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	68.9	59.4	55.4	53.7	48.0
淨負債權益比 (%)	(49.4)	(44.9)	(42.3)	(38.1)	(39.7)
利息保障倍數 (倍)	513.3	177.6	97.4	247.0	352.7
流動比率 (%)	227.7	260.8	2.8	2.9	3.1
速動比率 (%)	138.3	144.5	1.6	1.6	1.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(18,437)	(16,900)	(15,796)	(16,662)	(20,138)
調整後每股淨值 (NT\$)	189.29	190.93	185.61	216.87	251.83
評價指標 (倍)					
本益比	14.8	22.3	45.2	15.7	11.0
股價自由現金流量比	43.6	58.8	27.0	54.1	16.3
股價淨值比	3.2	3.1	3.2	2.8	2.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	11.5	16.3	27.9	12.7	9.1
股價營收比	1.9	2.0	2.5	1.7	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估註：負債為短期債加上長期債。

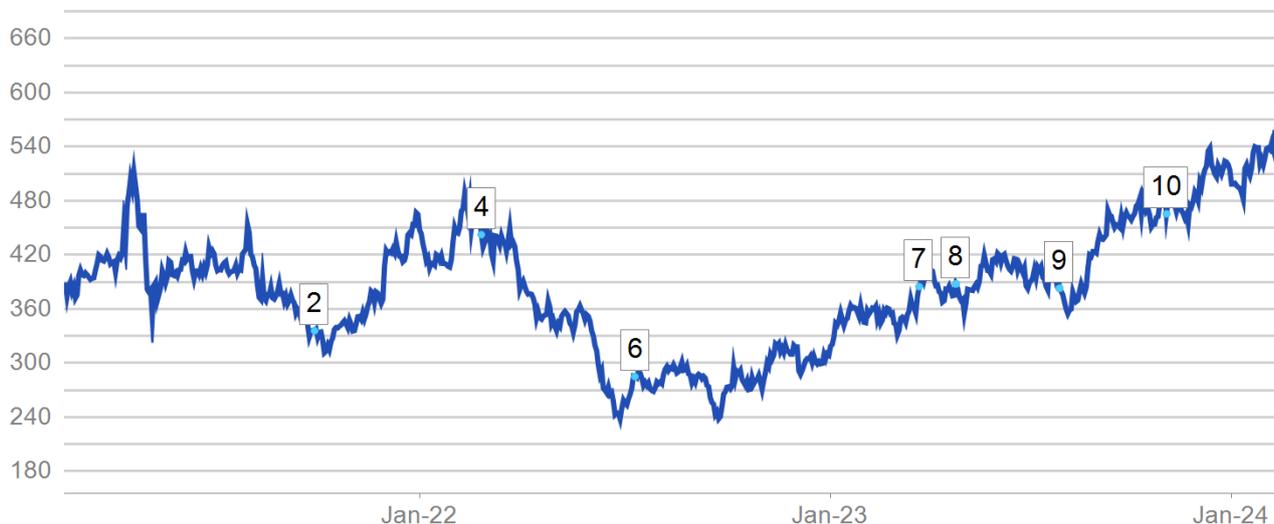
附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

群聯 (8299 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210808	525.00	550.00	466.14	持有-超越同業	陳娟娟
2	20211004	378.50	400.00	355.48	持有-超越同業	陳娟娟
3	20211107	377.50	420.00	373.25	持有-超越同業	陳娟娟
4	20220307	513.00	620.00	563.07	買進	陳娟娟
5	20220508	398.50	500.00	454.09	買進	陳娟娟
6	20220719	301.00	300.00	284.75	持有-超越同業	陳娟娟
7	20230331	362.50	480.00	470.77	買進	劉誠新
8	20230508	382.50	506.00	496.27	買進	劉誠新
9	20230807	401.00	530.00	525.41	買進	劉誠新
10	20231108	497.00	550.00	545.24	持有-超越同業	劉誠新

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.