

群聯 (8299 TT) Phison

獲利順風超預期，深具長線投資價值

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$780.0

收盤價 (2024/03/08) : NT\$598.0

隱含漲幅 : 30.4%

營收組成 (4Q23)

Consumer 28%/Industrial 10%/Gaming 15%/Embedded ODM 15%/Controller 26%/Others 6%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	780.0	720.0
2024年營收 (NT\$/十億)	71.4	70.0
2024年EPS	42.0	38.0

交易資料表

市值	NT\$122,290百萬元
外資持股比例	49.8%
董監持股比例	14.4%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$223.21
負債比	34.1%
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	48,222	71,388	86,984
營業利益	6,844	3,622	7,839	11,898
稅後純益	5,401	3,624	8,459	12,156
EPS (元)	26.82	18.48	42.00	60.35
EPS YoY (%)	-33.7	-31.1	127.3	43.7
本益比 (倍)	22.3	32.4	14.2	9.9
股價淨值比 (倍)	3.1	3.1	2.7	2.3
ROE (%)	14.4	9.5	20.3	24.9
現金殖利率 (%)	2.5%	1.6%	3.7%	5.3%
現金股利 (元)	14.73	9.36	21.84	31.38

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 EPS 達 10.39 元，優於預期 86%，受惠於毛利率優於預期 3.8 個百分點，且權益法投資利益貢獻 8.4 億元。

◆ 基於 NAND 漲價持續，且 Repeater、PCIe 5 Controller 等高階產品放量下有助毛利率改善，且宏芯宇營運改善，上修今年 EPS 11%。

◆ 相對同業更積極布局高價值之車用/Server 產品線，有助結構性獲利改善，上修目標價自 720 元至 780 元 (16x 2H24-1H25 EPS NT\$47.9)。

4Q23 EPS 遠優於預期 86%，主因毛利率轉佳且投資利益高

4Q23 EPS 受惠於達 10.39 元，大幅優於本中心/市場預期 86%/65%，主因 1) NAND 漲價帶動存貨跌價利益 (貢獻毛利率 1.4 個百分點)；2) 業外投資利益 8.4 億元 (貢獻稅前 EPS 約 4.2 元)，主要為宏芯宇貢獻；3) 稅率僅 5%，推測受惠於投資研發抵減。

中長期毛利率優於疫情前水準，費用控制效益亦有望逐步顯現

管理層同時指出 1Q24 毛利率有望維持高三十位數水準 (37-39%)，遠超乎 1Q24 本中心/市場原先預期之 32-33%，推測主因 NAND 漲價所帶來之庫存回沖利益，此現象符合國內模組廠向我們表示 1H24 毛利率將逐季成長，因此維持前次報告對於 2024 年 NAND 價格正向展望 (圖 3)。同時，本中心預期 2024-2025 年平均毛利率將達 34-37% (圖 4)，遠高於疫情前之 20-30%，受惠於：1) 車用 SSD：2025 年將為高成長年；2) Enterprise SSD：4Q23 營收比重僅 3%，今年將達雙位數以上水準；3) Repeater：除 Redriver 已掌握 50%以上市占率，Retimer 有望於今年 7-8 月貢獻。費用方面，儘管因 2H24 將認列 2-3 個 7nm PCIe 5 Controller 光罩成本，上調今年費用率 4 個百分點至 24%，公司已表示將控制後續費用支出，因此正向看待本業改善。

PCIe 5 Server 與車用布局效益在即，重申買進評等

基於 1) 4Q23 獲利高於預期；2) NAND 漲價趨勢持續與高階產品挹注；3) 宏芯宇營運逐步轉佳，上修 2024/2025 年 EPS 10.6/11.2%。相對於控制 IC 同業，我們觀察到群聯不只扮演領導之控制 IC 第三方廠商，更主動爭取到許多車用及 PCIe 5 Server 商機，有助獲利呈現結構性改善，因此重申買進評等，將目標價自 720 元 (16x 2H24-1H25 EPS NT\$45.15) 上修至 780 元 (16x 2H24-1H25 EPS NT\$47.9)。

營運分析

4Q23 EPS 大幅優於預期 86%，主因毛利率轉佳且業外投資利益高

群聯 4Q23 受惠於 1) NAND 漲價帶動存貨跌價利益 (貢獻毛利率 1.4 個百分點)；2) 業外投資利益 8.4 億元 (貢獻稅前 EPS 約 4.2 元)，主要為宏芯宇貢獻，優於原先本中心預估之損平邊緣；3) 稅率僅 5%，推測受惠於投資研發抵減，因此儘管費用率達 26.2% (光罩支出約 2 億元)，EPS 達 10.39 元，大幅優於本中心/市場預期 86%/65%，各產品線：

- Flash Controller IC：營收季增 12%，反映客戶恢復拉貨。
- Flash Module：Consumer 模組營收季增幅最大達 42%。其次為 Embedded ODM 模組 (包含 Enterprise) 之 36%。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	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%	15,748	15,211	0.0%	3.5%
營業毛利	3,449	3,989	5,673	42.2%	64.5%	5,209	4,946	8.9%	14.7%
營業利益	1,243	525	1,541	193.6%	23.9%	1,264	1,264	21.9%	21.9%
稅前利益	161	952	2,183	129.4%	1253.7%	1,294	1,522	68.7%	43.4%
稅後淨利	217	858	2,084	142.8%	859.2%	1,126	1,263	85.0%	65.0%
調整後 EPS (元)	1.08	4.26	10.39	143.9%	863.4%	5.59	6.30	85.9%	65.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	28.1%	32.2%	36.0%	3.8	8.0	33.1%	32.5%	2.9	3.5
營業利益率	10.1%	4.2%	9.8%	5.5	-0.3	8.0%	8.3%	1.8	1.5
稅後純益率	1.8%	6.9%	13.2%	6.3	11.5	7.2%	8.3%	6.1	4.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q24 毛利率展望達高三十位數，NAND 價格展望正向

管理層同時指出 1Q24 毛利率有望維持高三十位數水準 (37-39%)，遠超乎 1Q24 本中心/市場原先預期之 32-33%，推測主因 NAND 漲價所帶來之庫存回沖利益，此現象亦符合某一台系模組廠展望，此模組廠向我們透露 1H24 毛利率將逐季成長，我們目前預期 1/2Q24 毛利率將分別達到 36.4-36.7% (圖 3)。

本中心認同公司觀點，認為儘管 NAND 漲勢後續將逐步趨緩 (圖 4)，然投資人無須擔心今年 NAND 價格發生反轉現象，根據近期供應鏈訪查，係因 1) 原廠及下游模組廠仍持續控貨；2) 原廠本業獲利仍呈現虧損 (如指標廠商 Kioxia 3Q23 營益率僅-25%)，原廠漲價態度並未鬆動；3) 模組廠觀察客戶拉貨於 1Q24 逐步上升，顯示需求並未進一步惡化。

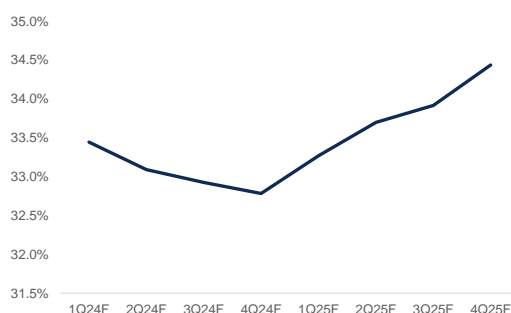
我們預估 1Q24 營收季減 6%/年增 47%，毛利率季增 0.7/年增 4.9 個百分點至 36.7%，EPS 達 7.97 元，相較前次上修 22%，主因新產品獲利持續提升以及上修宏芯宇之業外利益所貢獻。

圖 2：2024 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	14,812	-5.9%	47.0%	14,511	14,508	2.1%	2.1%
營業毛利	3,203	5,673	5,433	-4.2%	69.6%	4,853	4,720	11.9%	15.1%
營業利益	838	1,541	1,404	-8.9%	67.4%	1,427	1,330	-1.6%	5.5%
稅前利益	314	2,183	1,837	-15.9%	484.7%	1,510	1,549	21.6%	18.6%
稅後淨利	242	2,084	1,598	-23.3%	560.0%	1,314	1,267	21.6%	26.1%
調整後 EPS (元)	1.20	10.39	7.97	-23.3%	562.9%	6.52	6.32	22.2%	26.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	31.8%	36.0%	36.7%	0.7	4.9	33.4%	32.5%	3.2	4.1
營業利益率	8.3%	9.8%	9.5%	-0.3	1.2	9.8%	9.2%	-0.4	0.3
稅後純益率	2.4%	13.2%	10.8%	-2.4	8.4	9.1%	8.7%	1.7	2.1

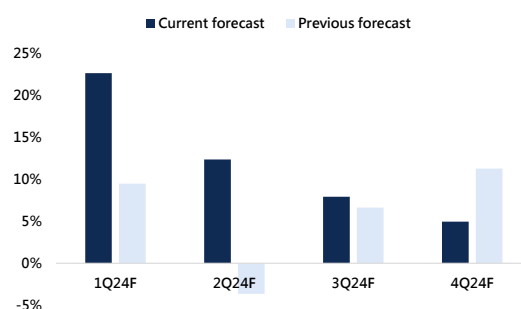
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：1Q24-4Q25 毛利率走勢預估



資料來源：元大投顧預估

圖 4：前次已上修 1Q/2Q24 NAND 漲價幅度



資料來源：元大投顧預估

預期 2024-2025 年毛利率優於疫情前水準，費用控制效益有望逐步顯現

儘管考量到庫存回沖利益效益將於 1H24 逐步下降，然本中心預期 2024-2025 年平均毛利率將達 **34-37%** (圖 3)，遠高於疫情前之 **20-30%**，係因公司掌握多項高獲利案件：1) 車用 SSD：2025 年將為高成長年；2) Enterprise SSD：4Q23 營收比重僅 3%，今年將達雙位數以上水準；3) Repeater：除 Redriver 已掌握 50%以上市占率，Retimer 有望於今年 7-8 月貢獻，評估相關產品毛利率達 40%以上水準。

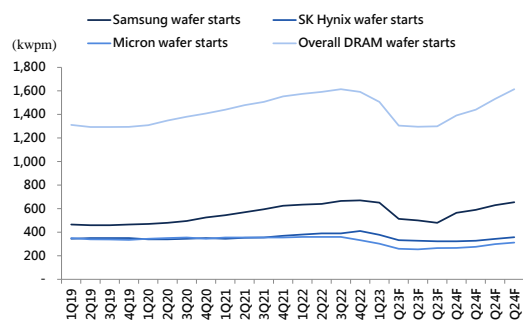
費用方面，2023 年群聯費用率年增 8 個百分點至 22%，主因 1) 研發人員年增 8%至 3,087 人；2) PCIe 5 Controller 之光罩費用；3) 員工認股權成本與獎勵提列。

進入 2024 年，公司指出 1H24 光罩費用將低於 3Q23 (>4.5 億元)水準，而儘管 2H24 將有 2-3 個 7nm PCIe 5 Controller 光罩成本發生，公司已表示將控制後續費用支出，因此正向看待本業改善。

2024 年原廠投片量將緩步回溫

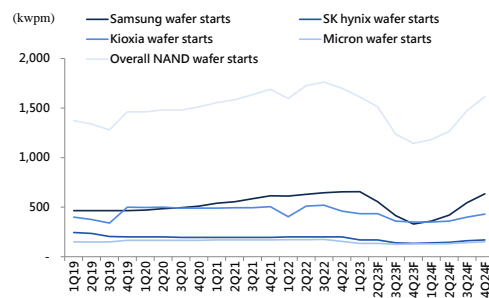
由於原廠目前仍持續降低 DRAM/NAND 庫存，因此舊產能晶圓投片將受限制，預期晶圓投片主要恢復時間點將落在 2H24，2024 年 DRAM/NAND 位元供給成長率 14%/17%。

圖 5：DRAM 晶圓投片



資料來源：元大投顧預估

圖 6：NAND 晶圓投片

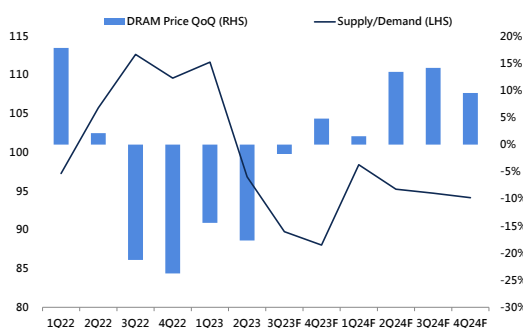


資料來源：元大投顧預估

1H24 然漲價優於預期，2024 NAND 供需維持健康水準

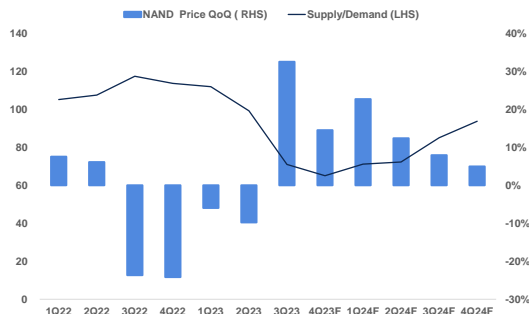
512 Gb TLC NAND wafer 現貨價自年初以來上漲 13%，而本中心原先僅預期 1Q24 NAND wafer 合約價漲幅達 9%，鑒於客戶拉貨規模延續，因此上修 1Q/2Q24 NAND wafer 合約價漲幅自 9%/-4%至 20%/13%，目前預期 NAND 供需於 2024 年底仍維持健康水準，此有助報價漲勢至 2H24。

圖 7：預期 DRAM 供需於今年維持健康



資料來源：元大投顧預估

圖 8：預期 NAND 供需於今年維持健康



資料來源：元大投顧預估

PCIe 5 Server 與車用布局效益在即，重申買進評等

上修 2024/2025 年 EPS 10.6/11.2%，主要基於 1) 4Q23 獲利高於預期；2) NAND 漲價趨勢持續與高階產品挹注；3) 宏碁宇營運逐步轉佳，調升 2024/2025 年業外利益 15.5 億元，其中上調 2024/2025 年費用率 4.2/1.4 個百分點至 24.3%/21.5%係考量到 PCIe 5 Controller 之光罩成本。

目前公司股價交易於 14 倍 2024 年每股盈餘，高於同業/低於慧榮之 13/22 倍，我們觀察群聯不只扮演領導之控制 IC 第三方廠商，更主動爭取到許多車用及 PCIe 5 Server 商機，有助獲利呈現結構性改善，因此重申買進評等，將目標價自 720 元 (16x 2H24-1H25 EPS NT\$45.15) 上修至 780 元 (16x 2H24-1H25 EPS NT\$47.9)。

圖 9：2024 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	71,388	69,989	86,984	85,420	2.0%	1.8%
營業毛利	25,167	23,116	30,627	28,949	8.9%	5.8%
營業利益	7,839	8,457	11,898	12,164	-7.3%	-2.2%
稅前利益	9,723	8,796	13,972	12,568	10.5%	11.2%
稅後淨利	8,459	7,653	12,156	10,934	10.5%	11.2%
調整後 EPS (元)	42.00	37.99	60.35	54.29	10.6%	11.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	35.3%	33.0%	35.2%	33.9%	2.2	1.3
營業利益率	11.0%	12.1%	13.7%	14.2%	-1.1	-0.6
稅後純益率	11.9%	10.9%	14.0%	12.8%	0.9	1.2

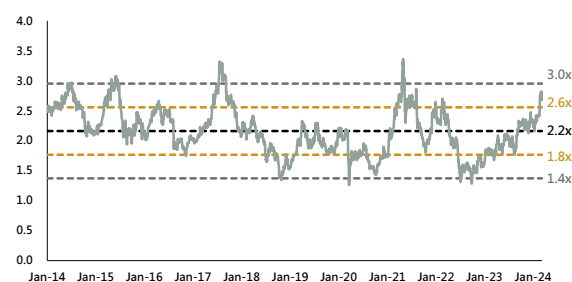
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：12 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 11：12 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 12：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	3,944	18.48	42.00	60.35	32.4	14.2	9.9	(31.1)	127.3	43.7
國外同業													
SIMO	SIMO US	未評等	72.8	2,169	2.1	3.4	5.0	34.8	21.7	14.4	(59.7)	60.5	50.2
國外同業平均					2.1	3.4	5.0	34.8	21.7	14.4	(59.7)	60.5	50.2
國內同業													
威剛	3260 TT	未評等	94.2	891	4.7	7.0	3.6	20.1	13.4	26.5	51.6	49.7	(49.4)
宇瞻	8271 TT	未評等	67.7	224	--	--	--	--	--	--	--	--	--
創見	2451 TT	未評等	82.0	1,061	--	--	--	--	--	--	--	--	--
宜鼎	5289 TT	未評等	296.5	890	15.8	24.6	33.9	18.8	12.1	8.8	(35.2)	55.9	37.7
國內同業平均					10.2	15.8	18.7	19.4	12.7	17.6	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 13：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	3,944	9.5	20.3	24.9	190.37	223.21	262.19	3.1	2.7	2.3
國外同業													
SIMO	SIMO US	未評等	72.8	2,169	9.0	14.2	18.2	22.8	24.7	27.6	3.2	2.9	2.6
國外同業平均					9.0	14.2	18.2	22.8	24.7	27.6	3.2	2.9	2.6
國內同業													
威剛	3260 TT	未評等	94.2	891	8.6	9.7	7.4	46.0	52.1	--	2.1	1.8	--
宇瞻	8271 TT	未評等	67.7	224	15.6	--	--	--	--	--	--	--	--
創見	2451 TT	未評等	82.0	1,061	12.5	--	--	--	--	--	--	--	--
宜鼎	5289 TT	未評等	296.5	890	16.7	24.2	29.1	93.3	106.8	123.3	3.2	2.8	2.4
國內同業平均					13.4	17.0	18.3	69.7	79.4	123.3	2.6	2.3	2.4

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 14：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023F	2Q2023F	3Q2023F	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	10,078	10,007	12,389	15,748	14,812	16,356	19,077	21,143	48,222	71,388
銷貨成本	(6,865)	(6,759)	(8,374)	(10,075)	(9,379)	(10,399)	(12,445)	(13,998)	(32,074)	(46,221)
營業毛利	3,203	3,250	3,989	5,673	5,433	5,957	6,632	7,145	16,148	25,167
營業費用	(2,364)	(2,533)	(3,464)	(4,182)	(4,029)	(4,122)	(4,483)	(4,694)	(12,543)	(17,327)
營業利益	838	717	525	1,541	1,404	1,835	2,149	2,451	3,622	7,839
業外利益	(524)	(67)	427	642	433	436	480	535	706	1,884
稅前純益	314	650	952	2,183	1,837	2,271	2,629	2,986	4,099	9,723
所得稅費用	(72)	(210)	(94)	(100)	(239)	(295)	(342)	(388)	(475)	(1,264)
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	2,084	1,598	1,976	2,287	2,598	3,624	8,459
調整後每股盈餘(NT\$)	1.26	2.28	4.32	10.39	7.97	9.85	11.41	12.95	18.48	42.00
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	31.8%	32.5%	32.2%	36.0%	36.7%	36.4%	34.8%	33.8%	33.5%	35.3%
營業利益率	8.3%	7.2%	4.2%	9.8%	9.5%	11.2%	11.3%	11.6%	7.5%	11.0%
稅前純益率	3.1%	6.5%	7.7%	13.9%	12.4%	13.9%	13.8%	14.1%	8.5%	13.6%
稅後純益率	2.4%	4.4%	6.9%	13.2%	10.8%	12.1%	12.0%	12.3%	7.5%	11.9%
有效所得稅率	23%	32%	10%	5%	13%	13%	13%	13%	11.6%	13.0%
季增率(%)										
營業收入	-18.0%	-0.7%	23.8%	27.1%	-5.9%	10.4%	16.6%	10.8%		
營業利益	-32.6%	-14.4%	-26.8%	193.6%	-8.9%	30.7%	17.1%	14.1%		
稅後純益	11.5%	82.0%	94.7%	142.8%	-23.3%	23.7%	15.8%	13.6%		
調整後每股盈餘	11.5%	82.0%	94.7%	142.8%	-23.3%	23.7%	15.8%	13.6%		
年增率(%)										
營業收入	-41.1%	-38.6%	-15.0%	28.1%	47.0%	63.5%	54.0%	34.3%	-20.0%	48.0%
營業利益	-65.9%	-62.6%	-57.0%	23.9%	67.4%	155.8%	309.4%	59.1%	-47.1%	116.4%
稅後純益	-89%	-76%	-28%	859.2%	560.0%	348.4%	166.6%	24.7%	-32.9%	133.4%
調整後每股盈餘	-89%	-76%	-28%	859.2%	560.0%	348.4%	166.6%	24.7%	-31.1%	127.3%

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。

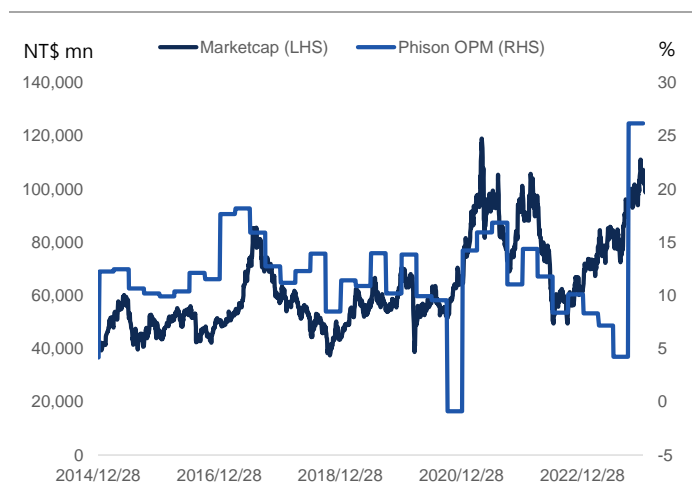
雖未來資料儲存需求的提升將連帶增加 USB PenDrives、SD Cards、eMMC 與 SSD 等 NAND Flash 儲存裝置的容量，不過單一儲存裝置的出貨量並未明顯提升，無論容量多大，單一裝置只需使用一顆控制 IC。此外成本面，隨 IC 往更先進的製程推進，單顆 IC 的開發成本呈指數型上升，以 22nm 為例，單顆晶片的開發成本約為 4000 萬美金，16nm 的開發成本約為 6000 萬美金。為因應前述銷量成長趨緩與 IC 成本提升之挑戰，群聯轉向提供客戶控制 IC 以及 NAND Flash 模組的完整解決方案，此舉不但能因應企業、消費與工業等不同應用別客戶之需求，也能透過 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 15：前十大股東

Name	Holding %
鎧俠	9.68
貝萊德	3.37
Vanguard Group	3.12
富邦金控	2.60
潘建成	2.53
楊俊勇	2.22
台灣人壽	2.03
挪威央行投資專戶	1.99
歐陽志光	1.71
復華投信	1.62

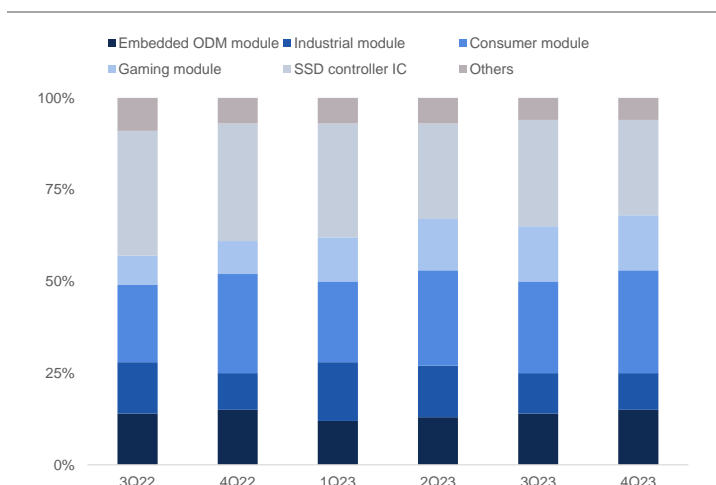
資料來源：TEJ、公司資料

圖 16：群聯市值與 OPM 相關性高



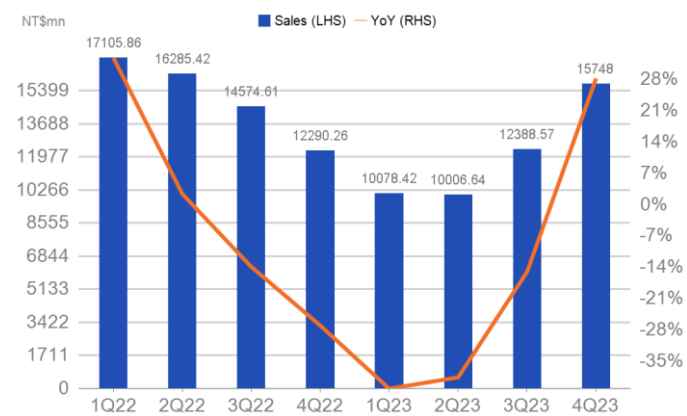
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：營收組成



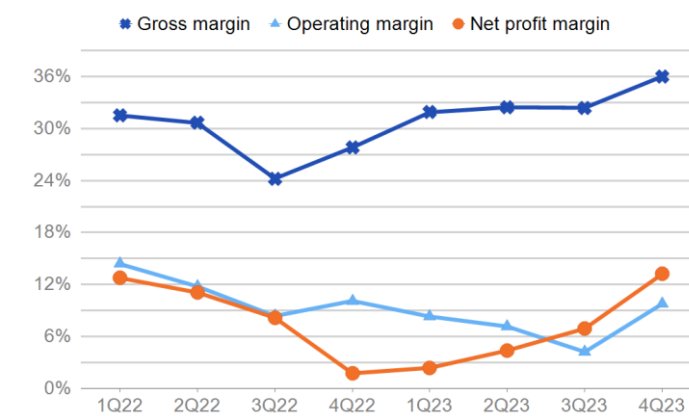
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



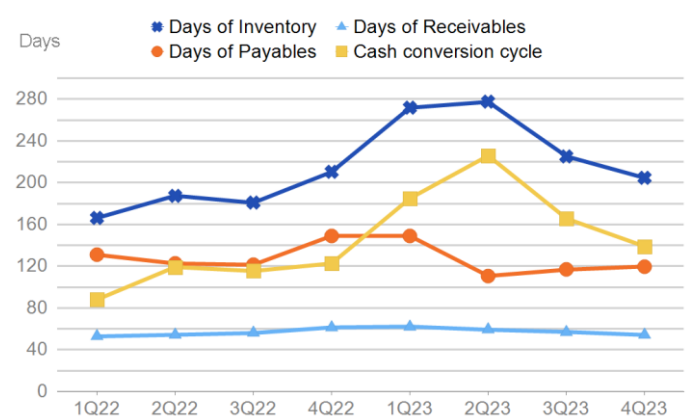
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



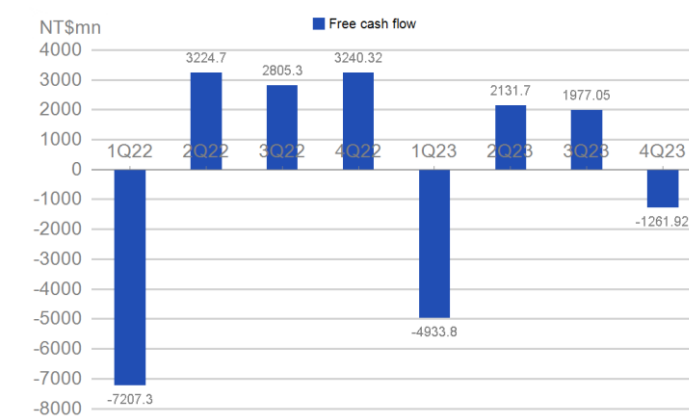
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：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 22：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 (2024/3/8)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

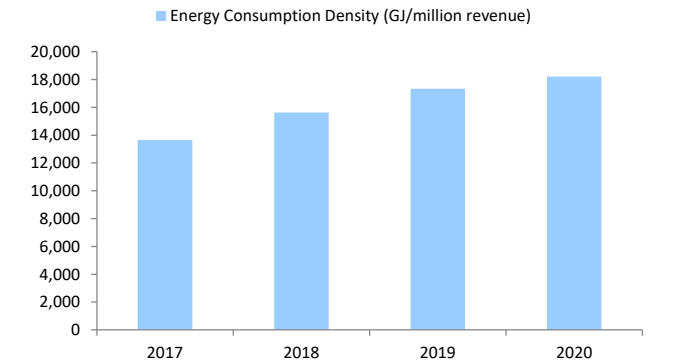
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

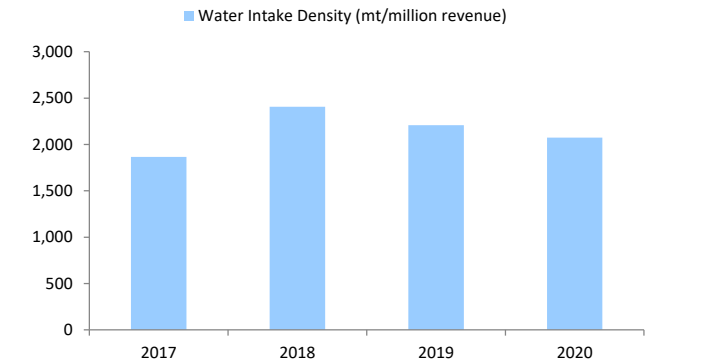
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 23：能源使用密集度(GJ/百萬營收)



資料來源：公司資料、Reuters

圖 24：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	19,916	17,050	29,879
存貨	19,497	20,390	16,516	24,006	19,226
應收帳款及票據	8,729	7,237	7,296	11,480	12,351
其他流動資產	2,430	1,234	408	408	408
流動資產	49,697	45,895	44,962	53,770	62,690
採用權益法之投資	4,155	3,694	4,573	4,573	4,573
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	1,529	1,133	737
非流動資產	13,325	14,095	13,927	13,893	13,980
資產總額	63,021	59,990	58,889	67,663	76,670
應付帳款及票據	9,037	6,179	4,366	6,525	7,680
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	15,786	17,945	19,100
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	20,545	22,704	23,859
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	29,665	36,280	44,132
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	38,344	44,959	52,811
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	37,308	37,632	38,344	44,959	52,811

資料來源：公司資料、元大投顧

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	3,624	8,459	12,156
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)	2,002	(9,516)	5,065
其他營業資產 及負債變動	2,841	1,053	0	0	0
營運活動之現金流量	5,097	3,591	6,595	(23)	18,333
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	465	0	0	0
投資活動之現金流量	1,199	(1,524)	(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)	(1,844)	(4,304)
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)	(1,844)	(4,304)
匯率影響數	(98)	478	0	0	0
本期產生現金流量	4,080	(2,535)	2,883	(2,867)	12,829
自由現金流量	2,756	2,063	5,795	(1,023)	17,133

資料來源：公司資料、元大投顧

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	48,222	71,388	86,984
銷貨成本	(43,403)	(42,924)	(32,074)	(46,221)	(56,357)
營業毛利	19,154	17,333	16,148	25,167	30,627
營業費用	(10,015)	(10,506)	(12,543)	(17,327)	(18,729)
推銷費用	(1,035)	(1,268)	(1,277)	(1,589)	(1,711)
研究費用	(8,128)	(8,131)	(10,306)	(14,399)	(15,296)
管理費用	(846)	(1,044)	(960)	(1,339)	(1,722)
其他費用	(7)	(63)	0	0	0
營業利益	9,084	6,844	3,622	7,839	11,898
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)	(231)	1,745	1,940
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	4,099	9,723	13,972
所得稅費用	(1,590)	(896)	(475)	(1,264)	(1,816)
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	3,624	8,459	12,156
稅前息前折舊攤銷前淨利	10,499	7,379	4,590	8,873	13,011
調整後每股盈餘 (NT\$)	40.45	26.82	18.48	42.00	60.35

資料來源：公司資料、元大投顧

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)	48.0	21.8
營業利益	133.6	(24.7)	(47.1)	116.4	51.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	2.2	(29.7)	(37.8)	93.3	46.6
稅後純益	(6.4)	(33.7)	(32.9)	133.4	43.7
調整後每股盈餘	(6.3)	(33.7)	(31.1)	127.3	43.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	30.6	28.8	33.5	35.3	35.2
營業利益率	14.5	11.4	7.5	11.0	13.7
稅前息前淨利率	15.5	10.4	7.5	11.0	13.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.8	12.3	9.5	12.4	15.0
稅前純益率	15.6	10.5	8.5	13.6	16.1
稅後純益率	13.0	9.0	7.5	11.9	14.0
資產報酬率	14.7	8.8	6.1	13.4	16.8
股東權益報酬率	22.5	14.4	9.5	20.3	24.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	68.9	59.4	53.6	50.5	45.2
淨負債權益比(%)	(49.4)	(44.9)	(44.7)	(31.7)	(51.3)
利息保障倍數 (倍)	513.3	177.6	105.5	228.9	345.0
流動比率 (%)	227.7	260.8	2.9	3.0	3.3
速動比率 (%)	138.3	144.5	1.7	1.6	2.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(18,437)	(16,900)	(17,135)	(14,268)	(27,098)
調整後每股淨值 (NT\$)	189.29	190.93	190.37	223.21	262.19
評價指標 (倍)					
本益比	14.8	22.3	32.4	14.2	9.9
股價自由現金流量比	43.6	58.3	20.7	--	7.0
股價淨值比	3.2	3.1	3.1	2.7	2.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	11.5	16.3	26.2	13.6	9.2
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；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
11	20240227	598.00	720.00	720.00	買進	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>.