

2024 年 3 月 5 日

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

前日收盤價	15.20 元
目標價	
3 個月	20.90 元
12 個月	20.90 元

## 群創(3481 TT)

Buy

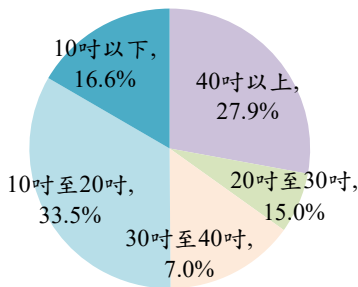
### 近期報告日期、評等及前日股價

01/23/2024	Buy	16.55
12/25/2023	Buy	13.45
09/06/2023	Neutral	14.30
07/31/2023	Buy	20.20
06/06/2023	Buy	14.75

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	90,786
市值(億元)	1,380
目前每股淨值(元)	25.74
外資持股比(%)	28.91
投信持股比(%)	0.95
董監持股比(%)	0.05
融資餘額(張)	153,491
現金股息配發率(%)	0.00

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



預估 2Q24 業績重拾成長動能，維持 Buy 評等。

**投資建議：**就短線市場供需狀況而言，多數面板廠近期均視市場需求調整產能利用率，庫存在低水準；至於品牌業者、組裝廠庫存亦健康，且考量歐洲盃、美洲盃、奧運等大型運動賽事衍生商機，目前已陸續啟動備貨動作，雖然 1Q24 群創出貨表現仍受淡季效應影響，但 2Q24 即有機會重拾成長動能，故群益維持對群創 Buy 的投資建議。

**受季節性需求降溫影響，4Q23 稅後虧損擴大：**由於 TV 面板、NB 面板需求隨出貨高峰已過而降溫，4Q23 出貨面積 596 萬平方公尺，QoQ-7.88%；至於 ASP 則為 269 美元/平方公尺，QoQ-3.58%，但仍為 3Q22 迄今僅次於 3Q23 的相對高水準。在產能利用率降低下，4Q23 友達的毛利率降低至 3.41%，稅後虧損擴大至 32.37 億元，惟符合群益先前預估。

**車用面板、扇外型面板級封裝為主要轉型方向：**群創針對 TV、IT 等面板產品長線發展遭遇瓶頸的因應之道主要有二，(1)擴大車載應用，(2)延伸發展半導體產品。其中，車用面板近幾年已加速進入收成階段，帶動 non-display 產品 2023 年營收增加至 502.70 億元，YoY+43.47%，營收比重則由 2022 年的 16% 提高至 2023 年 24%，且預估 2024 年仍維持此一趨勢。

至於在半導體產品的部份，群創現階段的重心在扇外型面板級封裝(Fan-Out Panel Level Package, FOPLP)，該技術係由群創與工研院、強茂等業者共同研發，因具備電阻小之特性，適合應用於電動車、高速運算等領域，群創現正向 IDM 廠爭取訂單，由於群創以已折舊完畢之 3.5 代舊廠生產(約 7 成製程可沿用舊機台)，成本競爭力為重要利基，群創並指出，一期月產能小於 1K，二期月產能則為 3~4.5K。群益認為，群創跨足扇外型面板級封裝之轉型策略方向雖正確，但預估 2024 年貢獻營收有限，營收比重低於 3%。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	211,740	242,871	249,407	47,913	45,595	55,087	57,654	53,404	53,000	60,509	65,931	63,430
營業毛利淨額	3,109	24,965	29,309	-7,165	-3,208	353	4,144	1,820	2,001	6,205	9,075	7,685
營業利益	-18,709	2,056	6,126	-12,788	-8,610	-5,339	-1,585	-3,174	-3,302	460	3,153	1,745
稅後純益	-18,643	4,277	7,795	-12,393	-7,769	-5,739	-1,898	-3,237	-2,480	936	3,389	2,432
稅後 EPS(元)	-2.05	0.47	0.86	-1.37	-0.86	-0.63	-0.21	-0.36	-0.27	0.10	0.37	0.27
毛利率(%)	1.47%	10.28%	11.75%	-14.95%	-7.03%	0.64%	7.19%	3.41%	3.77%	10.26%	13.76%	12.12%
營業利益率(%)	-8.84%	0.85%	2.46%	-26.69%	-18.88%	-9.69%	-2.75%	-5.94%	-6.23%	0.76%	4.78%	2.75%
稅後純益率(%)	-8.80%	1.76%	3.13%	-25.87%	-17.04%	-10.42%	-3.29%	-6.06%	-4.68%	1.55%	5.14%	3.83%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-5.35%	14.70%	2.69%	-0.21%	-4.84%	20.82%	4.66%	-7.37%	-0.76%	14.17%	8.96%	-3.79%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	82.24%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	262.07%	-28.23%

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 3 月 5 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。

## 受季節性需求降溫影響，4Q23 稅後虧損擴大，符合群益先前預估：

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，群創亦積極投入新產品領域，現階段較受群創期待者為液晶超平面平板天線、X 光平板偵檢器等。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，觀察液晶超平面平板天線、X 光平板偵檢器開發進度，預估營收比重均偏低，對提升群創業績的實質助益尚有限。

4Q23 出貨面積 596 萬平方公尺，QoQ-7.88%，原因在於 TV 面板、NB 面板需求隨出貨高峰已過而降溫；至於 ASP 則為 269 美元/平方公尺，QoQ-3.58%，但仍為 3Q22 迄今僅次於 3Q23 的相對高水準。在產能利用率降低下，4Q23 友達的毛利率降低至 3.41%(3Q23 為 7.19%)，稅後虧損擴大至 32.37 億元(3Q23 虧損 18.98 億元)，惟符合群益先前預估。

觀察 4Q23 群創的出貨結構，面板產品的營收比重合計降低至 72%(3Q23 為 78%)，其中，commodity 產品(TV 面板、IT 面板等毛利率較低的產品)、non-commodity 產品(毛利率較高的商用產品)營收比重分別為 65(3Q23 為 69%)、7%(3Q23 為 9%)；至於 non-display 產品 4Q23 營收增加至 149.80 億元，QoQ+18.10%，營收比重由 3Q23 的 22%提高至 28%。

2024 年 3 月 5 日

## 車用面板進入收成階段，扇外型面板級封裝 2024 年營收比重甚低：

群創針對 TV、IT 等面板產品長線發展遭遇瓶頸的因應之道主要有二，(1) 擴大車載應用，(2) 延伸發展半導體產品。其中，車用面板近幾年已加速進入收成階段，帶動 non-display 產品 2023 年營收增加至 502.70 億元，YoY+43.47%，營收比重則由 2022 年的 16% 提高至 2023 年 24%，且預估 2024 年仍維持此一趨勢。

至於在半導體產品的部份，群創現階段的重心在扇外型面板級封裝(Fan-Out Panel Level Package, FOPLP)，該技術係由群創與工研院、強茂等業者共同研發，因具備電阻小之特性，適合應用於電動車、高速運算等領域，群創現正向 IDM 廠爭取訂單，由於群創以已折舊完畢之 3.5 代舊廠生產(約 7 成製程可沿用舊機台)，成本競爭力為重要利基，群創並指出，一期月產能小於 1K，二期月產能則為 3~4.5K。群益認為，群創跨足扇外型面板級封裝之轉型策略方向雖正確，但預估 2024 年貢獻營收有限，營收比重低於 3%。

## 預估 2Q24 業績重拾成長動能，群益維持對群創 Buy 的投資建議：

就短線市場供需狀況而言，多數面板廠近期均視市場需求調整產能利用率，庫存在低水準；至於品牌業者、組裝廠庫存亦健康，且考量歐洲盃、美洲盃、奧運等大型運動賽事衍生商機，目前已陸續啟動備貨動作，雖然 1Q24 群創出貨表現仍受淡季效應影響，但 2Q24 即有機會重拾成長動能，故群益維持對群創 Buy 的投資建議。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 3 月 5 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	467,520	383,741	368,002	374,847	385,713
流動資產	175,821	165,302	168,148	173,924	179,844
現金及約當現金	28,668	68,491	47,892	60,704	57,094
應收帳款與票據	61,880	33,592	34,281	34,921	35,460
存貨	38,278	35,917	36,675	37,353	38,626
採權益法之投資	1,443	1,537	1,017	993	1,068
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>133,606</b>	<b>136,091</b>	<b>140,036</b>
流動負債	116,554	92,723	94,319	97,560	100,880
應付帳款及票據	54,512	36,774	37,533	38,286	38,899
非流動負債	46,169	38,024	38,528	37,019	37,031
<b>權益總計</b>	304,797	252,995	234,396	238,756	245,677
普通股股本	105,596	95,565	95,565	95,565	95,565
保留盈餘	98,668	59,766	41,168	45,527	52,449
母公司業主權益	304,347	252,475	233,832	238,109	244,948
<b>負債及權益總計</b>	<b>467,520</b>	<b>383,741</b>	<b>368,002</b>	<b>374,847</b>	<b>385,713</b>

## 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	14,658	34,485	40,481
稅前純益	62,411	-26,222	-16,363	4,927	8,996
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	-687	-565	-1,199
其他營運現金	13,260	-21,129	-1,161	-1,159	-1,010
<b>投資活動現金</b>	-98,422	73,302	-10,434	-9,592	-13,373
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	10,066	10,908	7,127
<b>籌資活動現金</b>	-529	-31,863	177	-2,081	-1,718
長借/公司債變動	4,436	-8,787	503	-1,508	12
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,141	-11,088	0	0	-956
其他籌資現金	-1,824	-11,989	-327	-572	-775
<b>淨現金流量</b>	2,136	39,823	4,401	24,812	25,390
<b>期初現金</b>	26,532	28,668	68,491	72,892	97,704
<b>期末現金</b>	28,668	68,491	72,892	97,704	123,094

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	350,077	223,716	211,740	242,871	249,407
營業成本	258,577	230,622	208,632	217,906	220,098
<b>營業毛利淨額</b>	91,500	-6,906	3,109	24,965	29,309
營業費用	28,787	24,759	21,818	22,909	23,183
<b>營業利益</b>	62,713	-31,665	-18,709	2,056	6,126
<b>EBITDA</b>	98,760	5,562	15,587	35,777	38,846
業外收入及支出	-1,230	5,443	2,346	2,871	2,871
稅前純益	62,411	-26,222	-16,363	4,927	8,996
所得稅	4,866	1,692	2,235	567	1,119
稅後純益	57,534	-27,990	-18,643	4,277	7,795
稅後 EPS(元)	6.34	-3.08	-2.05	0.47	0.86
完全稀釋 EPS**	6.34	-3.08	-2.05	0.47	0.86

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 908.05 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%	-5.35%	14.70%	2.69%
營業毛利淨額	283.92%	N.A	N.A	703.05%	17.40%
營業利益	3361.37%	N.A	N.A	N.A	197.89%
稅後純益	3416.47%	N.A	N.A	N.A	82.24%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	26.14%	-3.09%	1.47%	10.28%	11.75%
EBITDA(%)	28.21%	2.49%	7.36%	14.73%	15.58%
營益率	17.91%	-14.15%	-8.84%	0.85%	2.46%
稅後純益率	16.43%	-12.51%	-8.80%	1.76%	3.13%
總資產報酬率	12.31%	-7.29%	-5.07%	1.14%	2.02%
股東權益報酬率	18.88%	-11.06%	-7.95%	1.79%	3.17%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	34.81%	34.07%	36.31%	36.31%	36.31%
負債/淨值比(%)	53.39%	51.68%	57.00%	57.00%	57.00%
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	63.50	62.00	63.00
應收帳款天數	59.43	77.88	58.50	52.00	51.50



2024 年 3 月 5 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	53,404	53,000	60,509	65,931	63,430	58,450	62,780
營業成本	57,015	55,078	48,803	54,735	53,510	51,584	51,000	54,304	56,857	55,746	53,131	55,244
營業毛利淨額	-9,000	-7,165	-3,208	353	4,144	1,820	2,001	6,205	9,075	7,685	5,319	7,536
營業費用	6,383	5,622	5,403	5,692	5,729	4,994	5,302	5,745	5,922	5,940	5,382	5,808
營業利益	-15,383	-12,788	-8,610	-5,339	-1,585	-3,174	-3,302	460	3,153	1,745	-63	1,728
業外收入及支出	3,162	838	1,671	206	238	230	832	606	489	943	832	606
稅前純益	-12,221	-11,950	-6,939	-5,133	-1,347	-2,944	-2,469	1,067	3,642	2,688	769	2,335
所得稅	499	436	819	586	539	292	0	87	251	228	141	534
稅後純益	-12,746	-12,393	-7,769	-5,739	-1,898	-3,237	-2,480	936	3,389	2,432	618	1,758
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	-0.36	-0.27	0.10	0.37	0.27	0.07	0.19

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	-18.74%	-14.95%	-7.03%	0.64%	7.19%	3.41%	3.77%	10.26%	13.76%	12.12%	9.10%	12.00%
營業利益率(%)	-32.04%	-26.69%	-18.88%	-9.69%	-2.75%	-5.94%	-6.23%	0.76%	4.78%	2.75%	-0.11%	2.75%
稅後純益率(%)	-26.55%	-25.87%	-17.04%	-10.42%	-3.29%	-6.06%	-4.68%	1.55%	5.14%	3.83%	1.06%	2.80%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-17.07%	-0.21%	-4.84%	20.82%	4.66%	-7.37%	-0.76%	14.17%	8.96%	-3.79%	-7.85%	7.41%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	585.06%	-44.66%	N.A	N.A
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	241.43%	-26.20%	-71.38%	203.56%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	262.07%	-28.23%	-74.61%	184.66%

## YoY(%)

營業收入淨額	-48.42%	-40.05%	-34.76%	-4.86%	20.07%	11.46%	16.24%	9.84%	14.36%	18.77%	10.28%	3.75%
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	275.55%
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	118.90%
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	87.83%

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。