



群聯

(8299.TWO/8299 TT)

未評等

收盤價 April 8 (NT\$)	709
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

焦點內容

1. 我們認為群聯推出的 aiDAPTIV+方案將加速自 2024-25 年商業化。
2. 我們認為低成本的解決方案將擴大場域訓練的使用者群體規模。

交易資料表

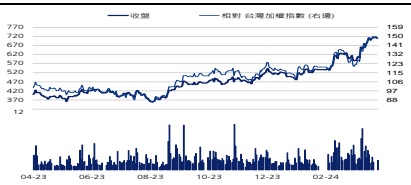
市值：(NT\$bn/US\$mn)	145.2 / 4,535
流通在外股數 (百萬股)：	204.8
外資持有股數 (百萬股)：	100.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.98
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	358.0 - 713

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	42.7	53.1	73.8
相對表現 (%)	26.5	29.5	44.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	8.56	11.49	12.10	9.19
2022	11.09	9.17	6.13	1.11
2023	1.26	2.28	4.32	10.62

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

許家源
886 2 2181 8707
tom.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

搭起雲端與邊緣端的橋梁

重要訊息

我們認為群聯針對生成式 AI (GenAI) 場域訓練 (Fine-tuning) 推出的 aiDAPTIV+ 方案將加速自 2024-25 年商業化，帶動 SSD 營收成長。

評論及分析

生成式 AI 場域訓練需求將啟動。我們認為供應特定專業場域訓練需求、部署於邊緣端的中低算力訓練型 AI 伺服器將加速自 2024-25 年商業化，主要驅動力包括：(1) 位於雲端的通用模型逐步開發完成，而個別企業便須再以自身專有的資料進行場域訓練，方可開發專用模型；(2) 個別企業具智慧財產及資訊安全考量，傾向自行採購伺服器、部署於邊緣端；(3) 群聯等業者開發低成本的解決方案。

aiDAPTIV+，以低成本解決方案打開市場。群聯於 2023 年推出獨家專利的 aiDAPTIV+ 方案，將 SSD 作為 DRAM 使用，即時支援 GPU 運算的資料暫存需求，以擴充 AI 伺服器整體記憶體容量。群聯估計企業的技術文件撰寫等場域訓練業務，以市場現行 AI 伺服器方案的系統建置成本達 200 萬美元；而 aiDAPTIV+ 方案的系統建置成本僅 2-3 萬美元。我們認為低成本的解決方案將擴大場域訓練的使用者群體規模，打開該類 AI 伺服器及配套的 AI SSD 市場。aiDAPTIV+ 方案主要立基於以下競爭優勢：(1) 該類方案的先行者；(2) 克服 SSD 擦除次數障礙；(3) 與現行軟硬體的相容性高；(4) 龍頭業者推廣 SSD 解決方案的誘因較低。

投資建議

除 aiDAPTIV+ 方案外，我們亦看好以下驅動力將帶動群聯 2024-25 年獲利及評價展望：(1) NAND Flash 供給轉緊、價格逐季上漲，帶動庫存利益認列；(2) 原廠擴大釋出控制 IC 外包需求；(3) 伺服器模組業務拓展；(4) 電子業庫存調整完成，帶動嵌入式 ODM 模組出貨。

投資風險

企業級 SSD 需求升級慢於預期。

主要財務數據及估值

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營業收入 (NT\$百萬)	44,693	48,497	62,557	60,256	48,222
營業毛利 (NT\$百萬)	11,149	12,260	19,154	17,333	16,164
營業利益 (NT\$百萬)	5,210	3,890	9,084	6,844	3,622
稅後淨利 (NT\$百萬)	4,543	8,699	8,147	5,401	3,624
每股盈餘 (NT\$)	23.05	44.14	41.34	27.71	18.48
每股現金股利 (NT\$)	13.00	23.00	23.00	14.73	13.26
每股盈餘成長率 (%)	5.2	91.5	(6.3)	(33.0)	(33.3)
本益比 (x)	30.8	16.1	17.2	25.6	38.4
股價淨值比 (x)	4.8	4.0	3.7	3.7	3.4
EV/EBITDA (x)	20.6	24.0	10.7	13.8	23.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.8	3.2	3.2	2.1	1.9
股東權益報酬率 (%)	16.2	27.1	22.5	14.4	9.0

資料來源：公司資料，凱基

生成式 AI 場域訓練需求將啟動

我們歸納大型語言模型(LLM)的主要使用情境包括：

情境一：由 OpenAI(美)、META(美)等通用模型開發業者採購訓練型 AI 伺服器，開發為 Sora、ChatGPT、LLaMA 等通用模型；

情境二：個別企業採購通用模型，並自雲端服務業者租用訓練型 AI 伺服器，再以自身專有的資料進行場域訓練(domain training，或稱 fine tuning 微調)，開發為專用模型；

情境三：個別企業採購通用模型及訓練型 AI 伺服器，再以自身專有的資料進行場域訓練，開發為專用模型；

情境四：個別企業採購推論型 AI 伺服器，進行推論；

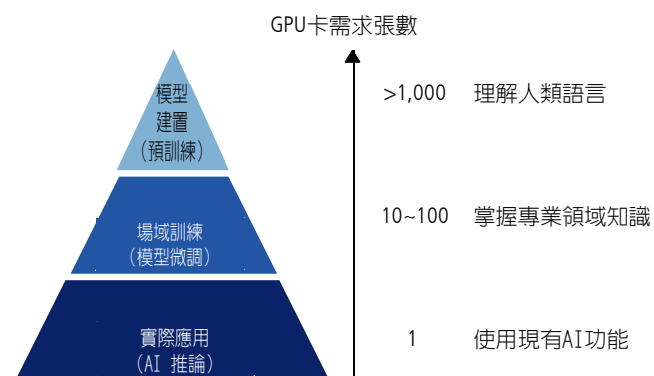
情境五：個別企業自雲端服務業者租用推論型 AI 伺服器，進行推論；

情境六：個人或個別企業以 PC 進行推論；

情境七：個人以手機進行推論。

大型語言模型的訓練主要由雲端的訓練型 AI 伺服器進行，而推論主要由邊緣端的推論型 AI 伺服器完成。個別企業基於智慧財產考量，傾向保有自身專有的資料，造成通用模型開發業者多僅可以通用資料進行訓練。一旦通用模型未能符合個別企業的需求，個別企業便須再以自身專有的資料進行場域訓練，方可開發專用模型。專用模型開發過程中，較不具資訊安全考量、而需使用高算力設備的企業傾向自雲端服務業者租用訓練型 AI 伺服器(情境二)；具資訊安全考量(資料不外洩)、而不須使用高算力設備的企業傾向自行採購訓練型 AI 伺服器(情境三)。

圖 1：通用模型訓練、場域訓練(專用模型訓練)、推論等 AI 運算的需求結構



資料來源：公司資料、凱基

圖 2：大型語言模型主要使用情境

使用情境	情境一	情境二	情境三	情境四	情境五	情境六	情境七
運算設備種類	訓練型AI伺服器			推論型AI伺服器		PC	手機
使用目的	訓練通用模型	場域訓練專用模型		推論			
伺服器部署地	雲端	雲端	邊緣端	雲端	邊緣端	邊緣端	邊緣端
伺服器所有者	通用模型開發業者	雲端服務業者	企業	雲端服務業者	企業	個人/企業	個人
考量資訊安全			V		V	V	

資料來源：凱基

我們認為，供應特定專業領域的場域訓練需求、部署於邊緣端的中低算力訓練型 AI 伺服器(情境三)將加速自 2024-25 年商業化，主要驅動力包括：

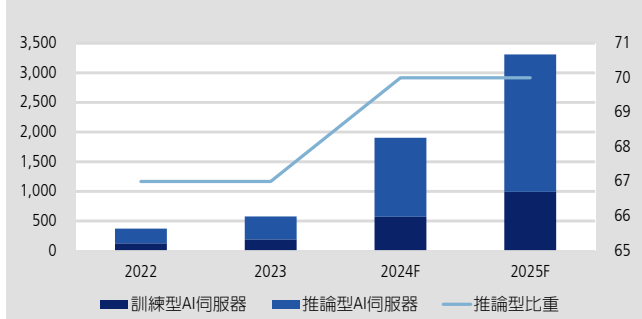
(1) 需求端，通用模型逐步開發完成，惟尚無法供應個別企業的需求，推動個別企業開發專用模型；

(2) 供給端，群聯等業者開發低成本的生成式 AI 解決方案，擴大生成式 AI 伺服器的應用市場。

在大型語言模型正式啟動商業化的 2023-24 年，運算設備的採購需求主要由情境一及情境二驅動，採購設備為高算力的訓練型 AI 伺服器，採購者包括模型開發業者及雲端服務業者。展望 2024-25 年，隨通用模型逐步開發完成、並推廣，我們認為運算設備的採購需求將逐步轉由情境三至情境七驅動，採購設備包括中低算力的訓練型 AI 伺服器及推論型 AI 伺服器，甚至 PC、手機等邊緣端設備，採購者亦逐步擴展至邊緣端的個別企業、甚至個人。

圖 3：隨通用模型逐步開發完成，我們 AI 伺服器需求將逐步由訓練型轉向推論型，由雲端轉向邊緣端

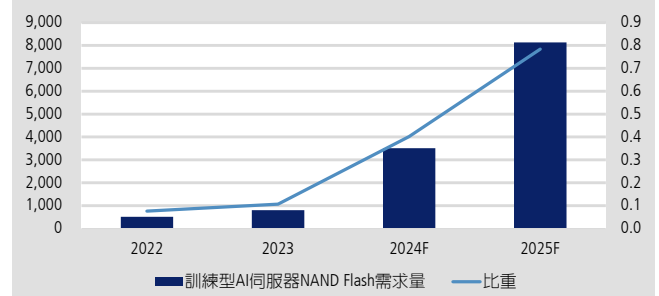
全球 AI 伺服器出貨量，千台(左軸)；推論型比重，百分比(右軸)



資料來源：TrendForce；Gartner；凱基

圖 4：訓練型 AI 伺服器將貢獻 NAND Flash 需求

訓練型 AI 伺服器的 NAND Flash 需求量，十億 GB(左軸)；佔整體 NAND Flash 需求比重，百分比(右軸)



資料來源：TrendForce；Gartner；凱基

aiDAPTIV+，以低成本解決方案打開市場

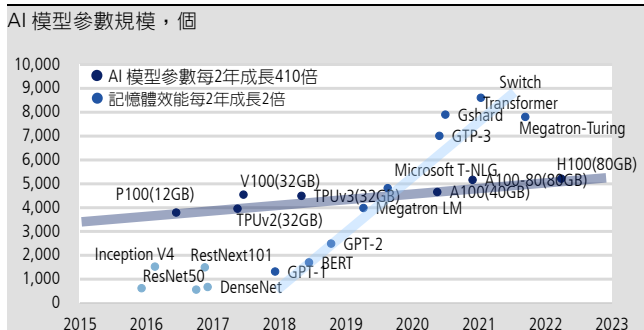
根據 UC Berkely 的研究，旗艦型大型語言模型參數數量每兩年以 410 倍的速度成長，而 DRAM 的運算頻寬僅以每兩年 2 倍的速度成長，此類記憶體晶片效能成長落後於邏輯晶片運算能力的情況被稱為記憶體牆問題。當前主流的訓練型 AI 伺服器主要採用主機板 (CPU+DDR5+SSD) 及 GPU 卡 (GPU+HBM) 架構。2023 年起，HBM(高頻寬記憶體) 的開發快速推升記憶體晶片效能，惟由於 HBM 生產良率較低、供給緊俏，造成 HBM 的每位元報價大幅高於 DRAM 及 NAND Flash，墊高 AI 伺服器系統的採購成本，且在 AI 訓練運算的過程中，部分資料不參與所有運算、僅參與部分運算，惟在目前的 AI 伺服器運算中，皆以 HBM 進行暫存，造成 HBM 運算資源浪費。

群聯於 2023 年 7 月推出 aiDAPTIV+ 的生成式 AI 解決方案「ai100」，包括 aiDAPTIV Cache (SSD) 加上 aiDAPTIV+ Middleware 的架構，其中，Middleware 層將訓練運算的資料依時間序列分類為熱資料或冷資料，並將閒置的冷資料暫存至 SSD，至有運算需求時方傳輸回 GPU，以將記憶體資源進行最佳化分配。概而言之，aiDAPTIV+ 解決方案透過群聯的獨家專利技術，將 SSD 作為 DRAM 使用，即時支援當前 AI 伺服器中 GPU 運算的資料暫存需求，以擴充 AI 伺服器整體記憶體容量，壓低系統成本。

根據某場域訓練案例，相較於僅搭載 16GB*16 DRAM、未搭載群聯 aiDAPTIV+ 的 AI 伺服器方案，以配套 aiDAPTIV+ 的 AI 伺服器方案訓練 LLAMA-2 13B 模型，效能可提升約 29%，而原本伺服器無法支援的高階模型，如 LLAMA-2 70B 和 LLAMA-2 180B，也因為採用 aiDAPTIV+ 方案而具備 AI 訓練效能。

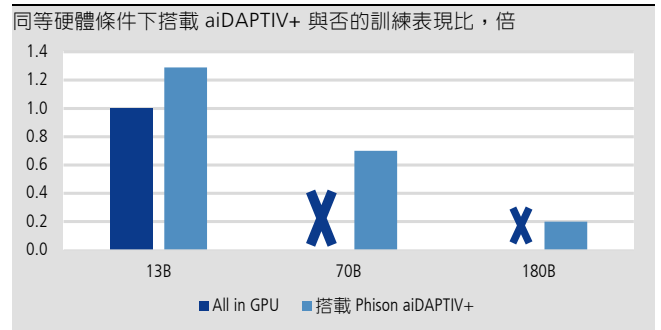
根據某場域訓練案例，aiDAPTIV+ 方案可以 4 顆 H100 及兩張 aiDAPTIVCache SSD，達到近似 18 顆 H100 晶片的效能，僅所需訓練時長可能由 2 天增加至 3-4 天。

圖 5: 模型參數成長速度快於記憶體效能，造成記憶體牆問題



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 搭載 aiDAPTIV+ 與否的訓練表現比較



資料來源：公司資料；凱基

群聯將企業的 AI 場域訓練功能開發需求分為程式碼歸檔、知識管理、技術文件撰寫、工作助理等四大需求，傳統需配置 330 名工程師、投資 6,600 萬美元/年的薪資成本；而現行 AI 伺服器的系統建置成本達 200 萬美元；而 aiDAPTIV+方案的系統建置成本僅 2-3 萬美元。

我們認為低成本的解決方案將擴大場域訓練的使用者群體規模，打開該類訓練型 AI 伺服器市場及配套的 AI SSD 市場。

群聯作為國內首位提出以 SSD 做為 AI 記憶體解決方案的業者，aiDAPTIV+主要立基於以下競爭優勢：

(1) 方案的先行者：aiDAPTIV+已在 2023 年配套於技鋼(台)、凌華(台)、宇瞻(台)等工業電腦業者的 AOI 光學檢測系統設備，應用於華泰(台)、Kingston(美)等業者的 SMT 產線；2024 年起，aiDAPTIV+將配套於滿拓科技(台)、技嘉(台)、華碩(台)、研華(台)等系統業者的訓練型 AI 伺服器，更與聯發科(台)的達哥 AI 平台 (MediaTek DaVinci) 策略合作；群聯為首家以 SSD 作為低成本 AI 運算解決方案的業者，將率先搶占市場；

(2) 克服擦除次數障礙：SSD 具擦除次數的限制，而 AI 訓練運算因將 SSD 作為 DRAM 使用，須大幅耗用 SSD 的擦除次數；群聯基於控制 IC 的設計與韌體研發能力，可最大化 SSD 擦除次數，如他廠 SSD 搭配 Middleware 進行試驗，使用壽命未能超過 2 周；

(3) 與軟硬體的相容性高：aiDAPTIV+所搭載的 Middleware 採用通用架構，可配合現有 CPU 架構和大部分大型語言模型；

(4) 龍頭業者尚專注 HBM 業務：由於群聯 aiDAPTIV+解決方案所專注的市場為生成式 AI 場域訓練(Fine-tuning)運算市場，與高算力需求的模型建置(Pre-training)運算市場不同，造成 Samsung、SK Hynix、Micron 等龍頭業者推廣 SSD 解決方案的誘因較低。

圖 7：滿拓科技推出的伺服器產品方案

	Mentor-100	Mentor-200	Mentor-300	Mentor-400
LLM 模型訓練上限	33B+	70B+	180B+	180B+
軟體要求	DeepMentor's Fine-Tune Expert			
硬體設備	Workstation	Workstation	2U Rackmount server	4U Rackmount server
能耗 (kwh)	600W	1200W	2400W	3000W
晶片組	Intel® W790	Intel® W790	Intel® C741	Intel® C741
CPU	Intel® Xeon® w5-3425/12c	Intel® Xeon® w5-3425/12c	2xIntel® Xeon®4410Y	2xIntel® Xeon®4410Y
RAM	256GB DDR5-RDIMM	512GB DDR5-RDIMM	1T DDR5-RDIMM	1T DDR5-RDIMM
SSD	Phison aiDAPTIV+ Solution			
顯示卡	2x Nvidia RTX A4000 Ada/20GB	4x Nvidia RTX A4000 Ada/20GB	4x Nvidia RTX A6000 Ada/48GB	4x Nvidia RTX A6000 Ada/48GB

資料來源：滿拓科技；群聯

群聯將以 SSD 模組銷售作為 aiDAPTIV+方案的營業模式。展望 2025-26 年，我們認為在 AI 伺服器由雲端推廣至邊緣端的過程中，群聯的 aiDAPTIV+ 方案將扮演關鍵角色，該方案的推廣亦將帶動群聯 SSD 模組及控制 IC 在 NAND Flash 市場的市占率。

展望 2026 年後，我們認為 aiDAPTIV+方案將打入 AI PC 應用，使 PC 亦可進行場域訓練或推論。

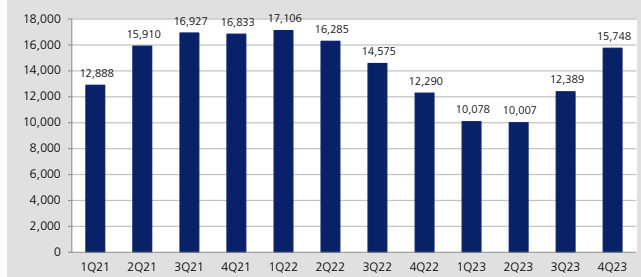
圖 8: 公司概况

群聯成立於 2000 年，為 NAND Flash 控制 IC 及模組業者。群聯 NAND Flash 控制 IC 的生產外包予晶圓代工廠，再供應自身模組所需，並外售予一貫化 NAND Flash 晶圓-模組業者、及消費性模組業者；群聯模組的組裝外包予模組代工廠，再外售予商用及消費性品牌模組業者。群聯透過控制 IC 技術滲透入多元化產品，再進一步擴大營業規模，以壓低 NAND Flash 晶圓採購成本，約佔全球 NAND Flash 位元需求量 3%。

資料來源：凱基

圖 10: 季營業收入

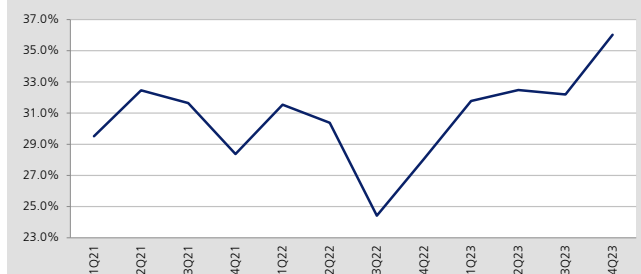
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12: 毛利率

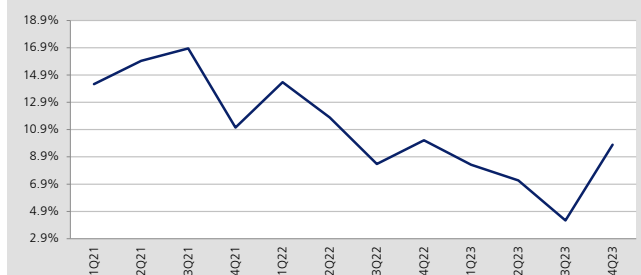
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 營業利潤率

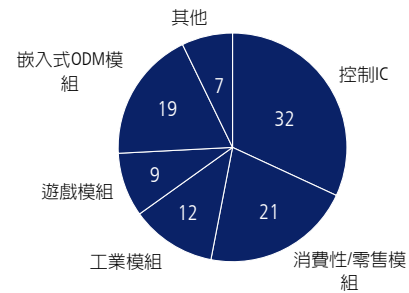
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 群聯營收以模組為主

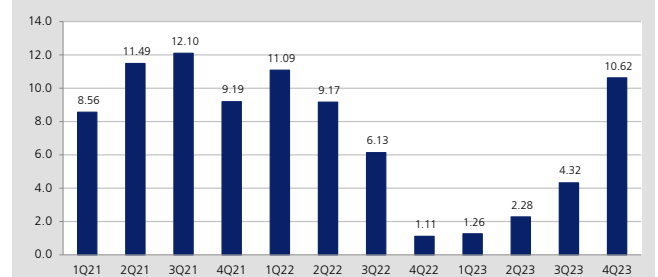
群聯 2022 年營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 每股盈利

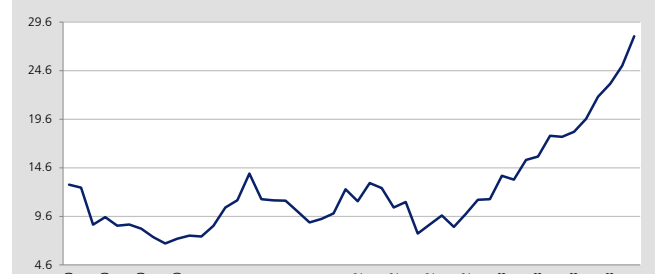
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13: 本益比

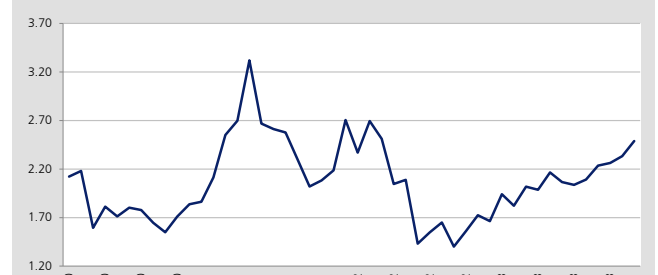
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 15: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	17,106	16,285	14,575	12,290	10,078	10,007	12,389	15,748	62,557	60,256	48,222
營業成本	(11,716)	(11,294)	(11,042)	(8,871)	(6,865)	(6,759)	(8,374)	(10,059)	(43,403)	(42,924)	(32,057)
營業毛利	5,389	4,991	3,533	3,419	3,213	3,248	4,014	5,689	19,154	17,333	16,164
營業費用	(2,936)	(3,027)	(2,338)	(2,205)	(2,364)	(2,533)	(3,464)	(4,132)	(10,015)	(10,506)	(12,492)
營業利益	2,460	1,920	1,221	1,243	838	717	525	1,541	9,084	6,844	3,622
折舊	(146)	(162)	(173)	(170)	(172)	(175)	(170)	(169)	(471)	(651)	(686)
攤提	(85)	(87)	(103)	(121)	(132)	(129)	(133)	(126)	(272)	(396)	(519)
EBITDA	2,690	2,169	1,497	1,535	1,142	1,021	827	1,836	9,827	7,890	4,827
利息收入	8	15	23	51	44	59	34	71	38	97	208
投資利益淨額	11	61	17	1	1	64	21	1	386	91	87
其他營業外收入	27	13	30	40	20	55	27	106	61	111	209
總營業外收入	46	90	70	93	65	178	82	179	484	299	504
利息費用	(10)	(9)	(9)	(9)	(8)	(9)	(10)	(27)	(19)	(36)	(54)
投資損失	(4)	-	-	(919)	(678)	(492)	12	927	-	(1,319)	(231)
其他營業外費用	130	177	53	(248)	97	256	343	(437)	188	509	259
總營業外費用	117	168	44	(1,175)	(589)	(245)	345	464	169	(846)	(26)
稅前純益	2,623	2,177	1,336	161	314	650	952	2,183	9,738	6,297	4,099
所得稅費用[利益]	(438)	(371)	(144)	56	(72)	(210)	(94)	(100)	(1,590)	(896)	(475)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	2,185	1,807	1,192	217	242	441	858	2,084	8,147	5,401	3,624
非常項目	0	(0)	0	(0)	(0)	(0)	0	0	-	0	0
稅後淨利	2,185	1,807	1,192	217	242	441	858	2,084	8,147	5,401	3,624
每股盈餘 (NT\$)	11.09	9.17	6.13	1.11	1.26	2.28	4.32	10.62	41.34	27.71	18.48
獲利率 (%)											
營業毛利率	31.5	30.4	24.4	28.1	31.8	32.5	32.2	36.0	30.5	28.8	33.4
營業利益率	14.4	11.8	8.4	10.1	8.3	7.2	4.2	9.8	14.5	11.4	7.5
EBITDA Margin	15.7	13.3	10.3	12.5	11.3	10.2	6.7	11.7	15.7	13.1	10.0
稅前純益率	15.3	13.4	9.2	1.3	3.1	6.5	7.7	13.9	15.6	10.5	8.5
稅後純益率	12.8	11.1	8.2	1.8	2.4	4.4	6.9	13.2	13.0	9.0	7.5
季成長率 (%)											
營業收入	1.6	(4.8)	(10.5)	(15.7)	(18.0)	(0.7)	23.8	27.1			
營業毛利	13.0	(8.3)	(28.0)	(3.1)	(7.1)	1.5	22.7	42.2			
營業收益增長	32.2	(21.9)	(36.4)	1.8	(32.6)	(14.4)	(26.8)	193.6			
EBITDA	29.9	(19.4)	(31.0)	2.5	(25.6)	(10.6)	(19.0)	122.0			
稅前純益	26.8	(17.0)	(38.7)	(87.9)	94.8	107.1	46.3	129.4			
稅後純益	20.6	(17.3)	(34.0)	(81.8)	11.5	82.0	94.7	142.8			
年成長率 (%)											
營業收入	32.7	2.4	(13.9)	(27.0)	(41.1)	(38.6)	(15.0)	28.1	29.0	(3.7)	(20.0)
營業毛利	40.8	(3.8)	(34.3)	(28.2)	(40.4)	(34.9)	13.6	66.4	55.9	(9.2)	(7.1)
營業收益	34.0	(24.3)	(57.2)	(33.1)	(65.9)	(62.6)	(57.0)	23.9	133.6	(24.7)	(47.1)
EBITDA	34.5	(20.1)	(50.8)	(25.9)	(57.5)	(52.9)	(44.8)	19.6	119.9	(19.7)	(38.8)
稅前純益	27.8	(21.0)	(53.3)	(92.2)	(88.0)	(70.1)	(28.7)	1253.7	0.5	(35.3)	(34.9)
稅後純益	29.5	(20.2)	(50.0)	(88.0)	(88.9)	(75.6)	(28.0)	859.2	(6.3)	(33.7)	(32.9)

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
資產總額	38,637	47,564	63,021	59,990	64,963
流動資產	31,960	37,327	49,697	45,895	49,820
現金及短期投資	13,702	20,750	20,817	17,859	15,242
存貨	11,533	10,141	19,497	20,390	24,410
應收帳款及票據	5,934	6,018	8,729	7,237	9,622
其他流動資產	791	418	654	408	546
非流動資產	6,677	10,237	13,325	14,095	15,143
長期投資	2,740	4,805	5,241	4,443	4,763
固定資產	3,283	4,647	6,651	7,598	7,448
什項資產	654	785	1,433	2,054	2,933
負債總額	9,448	12,408	25,713	22,358	22,174
流動負債	9,306	11,763	21,827	17,599	21,801
應付帳款及票據	3,643	3,456	9,037	6,179	6,508
短期借款	-	1,511	470	31	5,605
什項負債	5,664	6,796	12,320	11,389	9,689
長期負債	142	646	3,886	4,759	373
長期借款	-	196	3,578	3,576	89
其他負債及準備	121	434	292	1,097	201
股東權益總額	29,189	35,155	37,308	37,632	42,788
普通股股本	1,971	1,971	1,971	1,987	2,048
保留盈餘	16,412	22,281	22,310	22,605	24,022
少數股東權益	26	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
年成長率					
營業收入	9.6%	8.5%	29.0%	(3.7%)	(20.0%)
營業收益增長	10.6%	(25.3%)	133.6%	(24.7%)	(47.1%)
EBITDA	10.3%	(21.1%)	119.9%	(19.7%)	(38.8%)
稅後純益	5.2%	91.5%	(6.3%)	(33.7%)	(32.9%)
每股盈餘成長率	5.2%	91.5%	(6.3%)	(33.0%)	(33.3%)
獲利能力分析					
營業毛利率	24.9%	25.3%	30.5%	28.8%	33.4%
營業利益率	11.7%	8.0%	14.5%	11.4%	7.5%
EBITDA Margin	12.7%	9.2%	15.7%	13.1%	10.0%
稅後純益率	10.2%	17.9%	13.0%	9.0%	7.5%
平均資產報酬率	12.1%	20.2%	14.7%	8.8%	5.8%
股東權益報酬率	16.2%	27.1%	22.5%	14.4%	9.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	4.9%	10.8%	9.6%	13.3%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	2,668.5	1,889.8	513.3	177.0	77.0
利息及短期償保障倍數 (x)	1.0	0.9	1.0	1.0	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	(99.8)	1,286.5	268.2	99.8	(31.4)
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(99.8)	4.4	10.4	53.4	(0.3)
流動比率 (x)	3.4	3.2	2.3	2.6	2.3
速動比率 (x)	2.2	2.3	1.4	1.4	1.2
淨負債 (NT\$百萬)	(10,205)	(13,255)	(14,993)	(13,427)	(8,527)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	23.05	44.14	41.34	27.71	18.48
每股現金盈餘 (NT\$)	(1.02)	33.50	25.86	18.32	(8.65)
每股淨值 (NT\$)	147.98	178.39	189.31	189.41	208.96
調整後每股淨值 (NT\$)	147.98	178.39	189.31	193.05	218.11
每股營收 (NT\$)	226.79	246.08	317.43	309.11	245.81
EBITDA/Share (NT\$)	28.74	22.67	49.86	40.48	24.60
每股現金股利 (NT\$)	13.00	23.00	23.00	14.73	13.26
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.19	1.13	1.13	0.98	0.77
應收帳款周轉天數	48.5	45.4	50.9	43.8	72.8
存貨周轉天數	125.5	102.4	164.0	173.4	277.9
應付帳款周轉天數	39.6	34.9	76.0	52.5	74.1
現金轉換周轉天數	134.3	112.9	138.9	164.7	276.7

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營業收入	44,693	48,497	62,557	60,256	48,222
營業成本	(33,544)	(36,237)	(43,403)	(42,924)	(32,057)
營業毛利	11,149	12,260	19,154	17,333	16,164
營業費用	(5,939)	(8,358)	(10,015)	(10,506)	(12,492)
營業利益	5,210	3,890	9,084	6,846	3,622
總營業外收入	359	953	484	299	504
利息收入	58	43	38	97	208
投資利益淨額	81	561	386	91	87
其他營業外收入	219	348	61	111	209
總營業外費用	(218)	4,851	169	(846)	(26)
利息費用	(2)	(5)	(19)	(36)	(54)
投資損失	(244)	-	-	(1,319)	(231)
其他營業外費用	28	4,856	188	509	259
稅前純益	5,351	9,693	9,738	6,297	4,099
所得稅費用[利益]	(805)	(987)	(1,590)	(896)	(475)
少數股東損益	(2)	(8)	-	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	0	0
稅後淨利	4,543	8,699	8,147	5,401	3,624
EBITDA	5,663	4,468	9,827	7,890	4,827
每股盈餘 (NT\$)	23.05	44.14	41.34	27.71	18.48

現金流量

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營運活動之現金流量	(200)	6,602	5,097	3,572	(1,696)
本期純益	4,543	8,699	8,147	5,401	3,624
折舊及攤提	453	579	742	1,047	1,205
本期運用資金變動	(5,740)	809	(6,634)	(3,909)	(5,836)
其他營業資產及負債變動	543	(3,484)	2,841	1,033	(690)
投資活動之現金流量	(1,164)	(435)	1,199	(976)	(1,364)
投資用短期投資出售[新購]	(150)	(2,189)	4,119	849	227
本期長期投資變動	(360)	3,272	54	-	-
資本支出淨額	(535)	(1,110)	(2,391)	(1,528)	(391)
其他資產變動	(119)	(407)	(584)	(297)	(1,200)
自由現金流	(1,555)	3,570	(953)	1,083	(2,339)
融資活動之現金流量	(2,545)	(1,262)	(2,119)	(5,080)	258
短期借款變動	-	1,457	(1,044)	(443)	2,177
長期借款變動	-	(107)	3,481	(31)	(49)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(2,562)	(2,562)	(4,533)	(4,533)	(2,837)
其他融資現金流	16	(50)	(22)	1,987	165
匯率影響數	(62)	(150)	(98)	478	(11)
本期產生現金流量	(3,971)	4,756	4,080	(2,007)	(2,813)

投資回報率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	13.3%	17.2%	16.0%	17.4%	25.9%
= 營業利益率	11.7%	8.0%	14.5%	11.4%	7.5%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.1	0.1	0.2	0.4
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	3.7	4.4	4.2	3.2	1.7
營業利益率	11.7%	8.0%	14.5%	11.4%	7.5%
x 資本周轉率	3.7	4.4	4.2	3.2	1.7
x (1 - 有效現金稅率)	85.0%	89.8%	83.7%	85.8%	88.4%
= 稅後 ROIC	36.2%	31.7%	51.5%	31.4%	11.6%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。