

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	13.00 元
目標價	
3 個月	14.30 元
12 個月	14.30 元

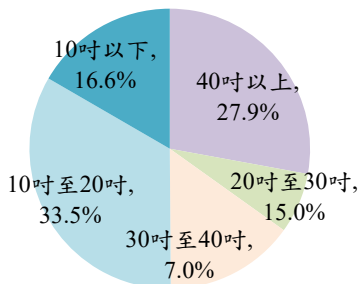
近期報告日期、評等及前日股價

03/05/2024	Buy	15.20
01/23/2024	Buy	16.55
12/25/2023	Buy	13.45
09/06/2023	Neutral	14.30
07/31/2023	Buy	20.20

公司基本資訊

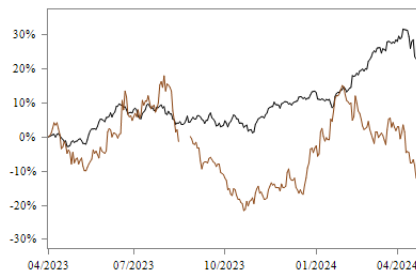
目前股本(百萬元)	90,786
市值(億元)	1,180
目前每股淨值(元)	25.13
外資持股比(%)	25.71
投信持股比(%)	0.34
董監持股比(%)	0.05
融資餘額(張)	187,118
現金股息配發率(%)	0.00

產品組合



股價相對大盤走勢

— 3481 — TWSE



群創(3481 TT)

Trading Buy

2Q~3Q24 業績成長性低於預估，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：雖然歐洲盃等 3 大運動賽事、中國 618 促銷相關需求陸續挹注，推升 TV 面板報價自 02/2024 下旬開始上漲，預估 2Q~3Q24 整體面板產業稼動率將走揚，並有助於推升 TV 面板報價，不過，近期部份品牌、通路業者備料需求出現雜音，面板供應鏈 2Q~3Q24 業績成長性低於群益先前預估，故群益將群創的投資建議調整為 Trading Buy。

2Q24 營運展望優於 1Q24：1Q24 群創營收減少至 504.92 億元，QoQ-5.45%，主要係淡季、農曆春節工作天數較少所致，其中，出貨面積為 602 萬平方公尺，QoQ+1.01%，ASP 由 4Q23 的 269 美元/平方公尺減少至 1Q24 的 263 美元/平方公尺。此外，由於部份客戶 1Q24 考量 2024 年 3 大運動賽事衍生商機而提前拉貨，TV 面板報價隨之上漲，並帶動群創毛利率提高，本業表現優於群益預估，惟業外表現不及 4Q23，1Q24 稅後虧損擴大至 41.04 億元。展望 2Q24，受惠於 3 大運動賽事衍生商機、新品備貨潮、中國 618 促銷相關訂單，群創預估出貨面積、ASP 表現均優於 1Q24。

須留意未偏低的面板採購成本是否影響品牌、通路業者後續備料需求：根據研調機構 Omdia 指出，2024 年多數中國面板廠的 LCD 產能策略聚焦於新技術開發，亦即並無大規模擴產動能，整體面板市場供給約與 2023 年相當。至於在需求的部份，Omdia 預估 2024 年全球面板出貨量 YoY+2~3%，出貨面積 YoY+9~15%，再就各季表現而言，估計 1Q24 全球面板產業稼動率僅 68%，但 2Q24、3Q24 將提高至 83%、88%，Omdia 並指出報價有機會走高至 3Q24，並將帶動各家面板廠 2024 年營收、獲利表現轉佳，且預估部份面板廠 2Q24 本業將轉虧為盈。

不過，Omdia 亦指出，面板產業自 2023 年開始出現人為操控的液晶循環，4Q23 旺季效應不再，預估 4Q24 亦然，此外，現階段並未偏低的面板採購成本對品牌、通路業者後續備料需求的影響程度更為 TV 面板報價是否提前在 2Q24 出現轉折的重要觀察指標。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	211,741	242,833	251,995	45,595	55,087	57,654	53,404	50,492	61,417	66,921	64,003	58,977
營業毛利淨額	3,109	31,018	37,260	-3,208	353	4,144	1,820	2,141	8,124	11,158	9,595	7,117
營業利益	-18,709	8,141	14,087	-8,610	-5,339	-1,585	-3,174	-3,171	2,337	5,191	3,784	1,699
稅後純益	-18,643	7,863	14,501	-7,769	-5,739	-1,898	-3,237	-4,104	2,688	5,235	4,043	2,177
稅後 EPS(元)	-2.05	0.87	1.60	-0.86	-0.63	-0.21	-0.36	-0.45	0.30	0.58	0.45	0.24
毛利率(%)	1.47%	12.77%	14.79%	-7.03%	0.64%	7.19%	3.41%	4.24%	13.23%	16.67%	14.99%	12.07%
營業利益率(%)	-8.84%	3.35%	5.59%	-18.88%	-9.69%	-2.75%	-5.94%	-6.28%	3.81%	7.76%	5.91%	2.88%
稅後純益率(%)	-8.80%	3.24%	5.75%	-17.04%	-10.42%	-3.29%	-6.06%	-8.13%	4.38%	7.82%	6.32%	3.69%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-5.35%	14.68%	3.77%	-4.84%	20.82%	4.66%	-7.37%	-5.45%	21.64%	8.96%	-4.36%	-7.85%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	84.42%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	94.75%	-22.76%	-46.15%

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 4 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。

預估 2Q24 TV 面板報價仍有上漲空間，營運展望優於 1Q24：

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。

受到淡季、農曆春節工作天數較少影響，1Q24 群創營收減少至 504.92 億元，QoQ-5.45%，其中，出貨面積為 602 萬平方公尺，QoQ+1.01%，ASP 由 4Q23 的 269 美元/平方公尺減少至 1Q24 的 263 美元/平方公尺。此外，由於部份客戶 1Q24 考量 2024 年 3 大運動賽事衍生商機而提前拉貨，TV 面板報價隨之上漲，並帶動群創毛利率提高，本業表現優於群益預估，惟業外表現不及 4Q23，1Q24 稅後虧損擴大至 41.04 億元(4Q23 稅後虧損 32.37 億元)。

展望 2Q24，受惠於 3 大運動賽事衍生商機、新品備貨潮、中國 618 促銷相關訂單，群創預估出貨面積、ASP 表現均優於 1Q24。

2024 年 4 月 23 日

預估 2Q~3Q24 面板產業稼動率走揚，但須留意未偏低的面板採購成本是否影響品牌、通路業者後續備料需求：

根據研調機構 Omdia 指出，2024 年多數中國面板廠的 LCD 產能策略聚焦於新技術開發，亦即並無大規模擴產動能，整體面板市場供給約與 2023 年相當。至於在需求的部份，Omdia 預估 2024 年全球面板出貨量 YoY+2~3%，出貨面積 YoY+9~15%，再就各季表現而言，估計 1Q24 全球面板產業稼動率僅 68%，但 2Q24、3Q24 將提高至 83%、88%，Omdia 並指出報價有機會走高至 3Q24，並將帶動各家面板廠 2024 年營收、獲利表現轉佳，且預估部份面板廠 2Q24 本業將轉虧為盈。

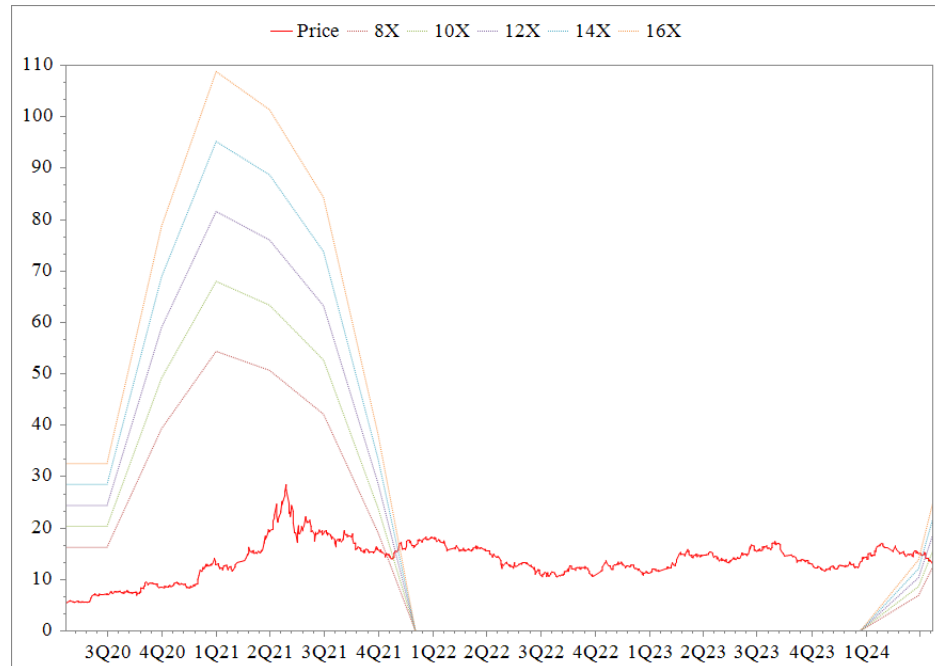
不過，Omdia 亦指出，面板產業自 2023 年開始出現人為操控的液晶循環，4Q23 旺季效應不再，預估 4Q24 亦然，此外，現階段並未偏低的面板採購成本對品牌、通路業者後續備料需求的影響程度更為 TV 面板報價是否提前在 2Q24 出現轉折的重要觀察指標。

2Q~3Q24 業績成長性低於群益先前預估，群益將群創的投資建議調整為 Trading Buy：

雖然歐洲盃等 3 大運動賽事、中國 618 促銷相關需求陸續挹注，推升 TV 面板報價自 02/2024 下旬開始上漲，預估 2Q~3Q24 整體面板產業稼動率將走揚，並有助於推升 TV 面板報價，不過，近期部份品牌、通路業者備料需求出現雜音，面板供應鏈 2Q~3Q24 業績成長性低於群益先前預估，故群益將群創的投資建議調整為 Trading Buy。

2024 年 4 月 23 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 4 月 23 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	467,520	383,741	357,530	367,085	384,661
流動資產	175,821	165,302	133,650	136,164	140,754
現金及約當現金	28,668	68,491	50,513	54,203	54,627
應收帳款與票據	61,880	33,592	30,015	30,526	31,195
存貨	38,278	35,917	37,151	38,290	39,367
採權益法之投資	1,443	1,537	704	751	854
不動產、廠房設備	162,608	157,534	149,253	151,253	153,253
負債總計	162,723	130,747	128,645	130,256	133,248
流動負債	116,554	92,723	87,559	89,206	92,212
應付帳款及票據	54,512	36,774	40,384	41,440	42,100
非流動負債	46,169	38,024	41,086	39,994	39,319
權益總計	304,797	252,995	228,885	236,829	251,412
普通股股本	105,596	95,565	90,786	90,786	90,786
保留盈餘	98,668	59,766	41,131	49,075	63,658
母公司業主權益	304,347	252,475	228,125	235,987	250,488
負債及權益總計	467,520	383,741	357,530	367,085	384,661

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	101,752	-1,983	9,556	28,344	36,243
稅前純益	62,411	-26,222	-16,363	9,335	16,803
折舊及攤銷	36,301	32,458	30,773	31,186	31,598
營運資金變動	-10,219	12,911	5,953	-594	-1,086
其他營運現金	13,260	-21,129	-10,808	-11,583	-11,073
投資活動現金	-98,422	73,302	-24,377	-15,493	-14,383
資本支出淨額	-28,060	-20,951	-21,216	-20,000	-20,000
長期投資變動	-89,522	83,456	-1,004	-500	-500
其他投資現金	19,160	10,798	-2,157	5,007	6,117
籌資活動現金	-529	-31,863	-2,960	-7,161	-8,436
長借/公司債變動	4,436	-8,787	4,008	-1,092	-674
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	-6,968	-6,068	-7,762
淨現金流量	2,136	39,823	-17,978	5,690	13,424
期初現金	26,532	28,668	68,491	50,513	56,203
期末現金	28,668	68,491	50,513	56,203	69,627

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	350,077	223,716	211,741	242,833	251,995
營業成本	258,577	230,622	208,632	211,814	214,735
營業毛利淨額	91,500	-6,906	3,109	31,018	37,260
營業費用	28,787	24,759	21,818	22,877	23,172
營業利益	62,713	-31,665	-18,709	8,141	14,087
EBITDA	98,760	5,562	13,607	32,543	35,779
業外收入及支出	-1,230	3,853	-162	1,194	2,716
稅前純益	62,411	-26,222	-16,363	9,335	16,803
所得稅	4,866	1,692	2,236	1,391	2,220
稅後純益	57,534	-27,990	-18,643	7,863	14,501
稅後 EPS(元)	6.34	-3.08	-2.05	0.87	1.60
完全稀釋 EPS**	6.34	-3.08	-2.05	0.87	1.60

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	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	29.70%	-36.10%	-5.35%	14.68%	3.77%
營業毛利淨額	283.92%	N.A	N.A	897.69%	20.12%
營業利益	3361.37%	N.A	N.A	N.A	73.04%
稅後純益	3416.47%	N.A	N.A	N.A	84.42%
獲利能力分析(%)					
毛利率	26.14%	-3.09%	1.47%	12.77%	14.79%
EBITDA(%)	28.21%	2.49%	6.43%	13.40%	14.20%
營益率	17.91%	-14.15%	-8.84%	3.35%	5.59%
稅後純益率	16.43%	-12.51%	-8.80%	3.24%	5.75%
總資產報酬率	12.31%	-7.29%	-5.21%	2.14%	3.77%
股東權益報酬率	18.88%	-11.06%	-8.14%	3.32%	5.77%
償債能力檢視					
負債比率(%)	34.81%	34.07%	35.98%	35.48%	34.64%
負債/淨值比(%)	53.39%	51.68%	56.21%	55.00%	53.00%
流動比率(%)	150.85%	178.27%	152.64%	152.64%	152.64%
其他比率分析					
存貨天數	48.80	58.71	63.92	65.00	66.00
應收帳款天數	59.43	77.88	54.82	45.50	44.70

2024 年 4 月 23 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	47,913	45,595	55,087	57,654	53,404	50,492	61,417	66,921	64,003	58,977	63,347	66,093
營業成本	55,078	48,803	54,735	53,510	51,584	48,351	53,293	55,763	54,407	51,860	53,886	55,080
營業毛利淨額	-7,165	-3,208	353	4,144	1,820	2,141	8,124	11,158	9,595	7,117	9,461	11,013
營業費用	5,622	5,403	5,692	5,729	4,994	5,312	5,787	5,967	5,811	5,419	5,846	6,017
營業利益	-12,788	-8,610	-5,339	-1,585	-3,174	-3,171	2,337	5,191	3,784	1,699	3,614	4,996
業外收入及支出	838	1,671	206	238	230	-543	638	434	664	979	638	434
稅前純益	-11,950	-6,939	-5,133	-1,347	-2,944	-3,714	2,975	5,625	4,449	2,678	4,253	5,429
所得稅	436	819	586	539	292	381	244	388	378	490	978	375
稅後純益	-12,393	-7,769	-5,739	-1,898	-3,237	-4,104	2,688	5,235	4,043	2,177	3,232	5,053
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)	-1.37	-0.86	-0.63	-0.21	-0.36	-0.45	0.30	0.58	0.45	0.24	0.36	0.56

獲利能力(%)

毛利率(%)	-14.95%	-7.03%	0.64%	7.19%	3.41%	4.24%	13.23%	16.67%	14.99%	12.07%	14.93%	16.66%
營業利益率(%)	-26.69%	-18.88%	-9.69%	-2.75%	-5.94%	-6.28%	3.81%	7.76%	5.91%	2.88%	5.71%	7.56%
稅後純益率(%)	-25.87%	-17.04%	-10.42%	-3.29%	-6.06%	-8.13%	4.38%	7.82%	6.32%	3.69%	5.10%	7.65%

QoQ(%)

營業收入淨額	-0.21%	-4.84%	20.82%	4.66%	-7.37%	-5.45%	21.64%	8.96%	-4.36%	-7.85%	7.41%	4.34%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	122.13%	-27.10%	-55.10%	112.73%	38.22%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	89.05%	-20.91%	-39.79%	58.78%	27.68%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	94.75%	-22.76%	-46.15%	48.42%	56.37%

YoY(%)

營業收入淨額	-40.05%	-34.76%	-4.86%	20.07%	11.46%	10.74%	11.49%	16.07%	19.85%	16.80%	3.14%	-1.24%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	54.65%	-3.77%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	42.93%	-3.47%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	20.22%	-3.48%

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。