

## 群光 (2385 TT) Chicony

AI PC 帶動產品組合改善使毛利率持續成長

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$222.0

收盤價 (2024/06/26) : NT\$172.5  
隱含漲幅 : 28.7%

## 營收組成 (2023)

鍵盤 33%、影像產品 27%、電源產品 34%、其他 6%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	222.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	104.6	--
2024年EPS	13.2	--

## 交易資料表

市值	NT\$130,740百萬元
外資持股比率	34.0%
董監持股比率	10.4%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$58.84
負債比	54.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	115,748	98,323	104,629	117,191
營業利益	10,418	9,409	11,590	13,987
稅後純益	7,320	7,464	9,651	10,107
EPS (元)	10.26	10.35	13.24	13.87
EPS YoY (%)	17.8	0.9	27.9	4.7
本益比 (倍)	16.8	16.6	13.0	12.4
股價淨值比 (倍)	3.6	3.4	2.9	2.8
ROE (%)	23.0	20.3	22.6	22.3
現金殖利率 (%)	4.4%	4.5%	4.5%	5.9%
現金股利 (元)	7.50	7.80	7.80	10.09

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

## 元大觀點

◆ AI PC 滲透率提升，帶動高 ASP 鍵盤營收占比、鏡頭與電源規格升級，AI 營收占比估 2024/25 年達 0.9%/4.6%。

◆ 鏡頭與電源從消費性轉向高毛利率產品如會議與監控鏡頭、伺服器與衛星電源及智慧建築等，加上泰國廠產能提升，帶動毛利率上揚。

◆ 估 2024/25 年營收將年增 6.4%/12.0%，毛利率年增 1.5/0.5ppt 至 20.9%/21.4%。有鑑於群光 EPS 估自 2023-2025 年以 15.9% CAGR 成長到 13.9 元，殖利率超過 5%，下檔有限且公司成長體質穩健，以 16 倍 2025 年 EPS 13.9 元，推得目標價 222 元，買進評等。

## AI PC 帶動鏡頭與電源規格升級，高 ASP 鍵盤帶動營收獲利增

本中心預期 AI PC 滲透率將自 2024 年的 2% 提升到 2027 年的 39%，以 198.8% CAGR 成長。由於 AI PC 多為高階商用需求將推升背光鍵盤出貨，帶動高 ASP 鍵盤營收占比提升。鏡頭模組受惠解析度提升及內建 AI 運算需求，規格亦將升級。電源則受惠 AI PC 主流電源瓦數為 90-120W，較一般 PC 主流瓦數 60-90W 高，預期整體電源將朝向高 W 發展。預期 2024/25 年 AI 營收占比將達 0.9%/4.6%。

## 泰國廠成本低且有助取得會議與監控鏡頭、伺服器與衛星電源

群光 2023 年泰國廠營收占比達 18%，預期 2024 年將提升至 25%。泰國廠較中國廠有三大優勢，包含 1) 享 8 年免稅優惠；2) 提升 AI 影像、監控鏡頭、網通、伺服器及衛星電源等較敏感產品取得訂單機會；3) 製造進入成熟階段的生產成本較中國廠低 1-2 個百分點。預期泰國廠將改善生產成本、降低地緣政治風險與協助取得非消費性產品業務，對營運有正面挹注。

## 評價低、成長穩、殖利率超過 5%，股價下檔有限具上漲空間

群光近年加大 Non-PC 應用布局，並且往高 ASP、高附加價值產品發展。展望 2024/25 年，在 1) AI PC 帶動高 ASP 鍵盤出貨比例提升、鏡頭模組規格升級及電源瓦數提高；2) 減少消費性影像與增加監控、視訊會議、車用與醫療等產品；3) 具備低成本與關稅優惠的泰國廠產能拉升下，帶動群光 EPS 自 2023-2025 年以 15.9% CAGR 成長到 13.9 元。群光近五年股利發放率為 70%-75%，我們預估 2025 年現金股利達 10 元，殖利率超過 5%，下檔風險有限，且公司配息政策、成長趨勢與管理層穩健，以 2025 年 EPS 13.9 元、16 倍本益比推得目標價 222 元，給予買進評等。

## 公司產品組合與成長動能

### 成長關鍵動能：

公司 2018 年至 2023 年 EPS 以 CAGR 18.7% 穩定成長，配息率落在 70-75% 且平均殖利率落在 5% 以上。本中心預期未來 3-5 年，群光將以改善產品組合為主軸，包含 1) 增加高 ASP 鍵盤營收占比；2) 減少消費性影像產品並增加商用產品；3) 拓展伺服器電源、衛星電源與智慧建築應用。泰國廠產能持續提升，在營收持續成長下，整體毛利率將有望站穩 20% 以上，加以營業費用控管得宜，預期 2023-2025 年 EPS 將以 15.9% CAGR 成長。

**鍵盤** - 成長動能來自高 ASP 鍵盤，包含 LED 背光鍵盤、二合一平板鍵盤與電競用鍵盤。

**影像** - 成長動能來自 NB 鏡頭升級，會議系統鏡頭、監控鏡頭、車用鏡頭等非消費性產品及運動鏡頭。

**電源** - 成長動能來自伺服器電源、衛星電源與智慧建築。

**網通** - 成長動能來自電信 CAPEX 恢復。

圖 1：公司產品與四大部門成長預估

事業	2023 年營收占比	YoY 2023	YoY 2024F	YoY 2025F	毛利率區間	主要產品
鍵盤	34%	-17%	11%	11%	15-25%	提供 NB、DT、Tablet 外掛式等鍵盤之設計及製造。其中高單價鍵盤，如電競用鍵盤、LED 背光鍵盤、二合一平板鍵盤等，約占總體鍵盤營收之 60%。
影像	26%	-11%	4%	10%	15-20%	提供筆電相機模組、智慧家具影像產品、運動型數位攝影機、網路監控攝影機等影像產品之設計及製造。其中整機產品約占 65% (70% 為智慧家庭產品，其他為 Action Cam 近 15%，車用產品/監控)，相機模組約占 35% (80-85% 為 NB Camera Module，其他 15% 以 Video Conference 為主)。
電源	33%	-11%	7%	15%	15-25%	為子公司群光電能負責之業務。主要提供 NB/DT/遊戲機/伺服器/低軌道衛星等電源供應器，及 LED 模組。2023 年群電營收占比為：電腦電源產品 39%、雲端智能應用 53% 及消費性電子電源產品 8%。
網通	5%	-47%	-32%	4%	5-10%	為子公司展達負責之業務。主要提供光纖寬頻接取、物聯網裝置、智慧家居產品、路由器和 IP/OTT 機上盒等網通產品。

資料來源：元大投顧

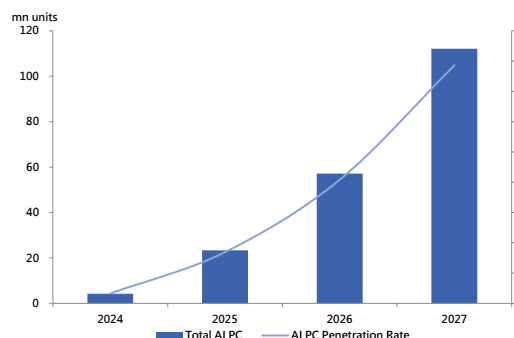
### AI PC 帶動鍵盤產品組合改善，鏡頭模組及電源規格升級

隨微軟定義 AI PC 包含 1) 具備 NPU 的處理器且 NPU TOPS>40；2) 具備 Copilot 鍵；3) 支援 Copilot AI 功能。並於 3M24 推出首款 AI PC-Surface Laptop/Surface Pro，搭載高通 X Elite/Plus 晶片，6M24 開始出貨。後續各家廠商亦積極推出 AI PC，包含 Dell/Lenovo/HP/Apple/ASUS/Acer 等，預期 AI PC 滲透率將自 2024 年的 2% 提升到 2027 年的 39%，以 198.8% CAGR 成長，刺激整體 PC TAM 以 3.8% CAGR 自 2024 年成長到 2027 年。新 AI PC 預期將帶動群光高 ASP 鍵盤營收占比提升以及鏡頭與電源規格升級。

#### 鍵盤 - 高 ASP 鍵盤占比持續提升

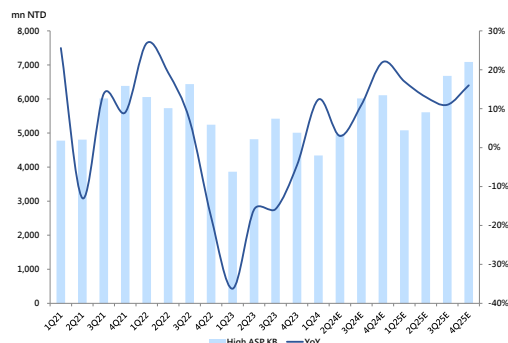
儘管 AI PC 對鍵盤本身不存在規格升級，然本中心預期群光在鍵盤產品組合將持續改善，主因 1) AI PC 初期將以商用客群為主，以 2024 年 AI PC ASP 為 1,268 美元，遠高於一般 PC 716 美元，而高單價商用 AI PC 於 LED 背光鍵盤採用率與意願較高，預期帶動 LED 背光鍵盤滲透率提升；2) 二合一平板鍵盤亦將受惠 2024/25 年 Surface/iPad 推出 AI 平板，據 IDC 預估，Windows/iOS 於平板銷售佔比將自 2023 年 41.6% 提升到 2026 年 44%，主要受惠 AI 平板持續刺激商用銷量，而教育用低單價 Chrome OS 與 ASP 較低的 Android 平板占比下滑，估將帶動高單價 Surface/iPad 二合一鍵盤銷售持續提升；3) 電競鍵盤則預期 2H24/1H25 在 Nvidia 兩年一次 GPU 大改款挹注下，需求有望於 2H24 回溫。總括，本中心預期群光高 ASP 鍵盤(包含電競鍵盤、LED 背光鍵盤、二合一平板鍵盤)營收於 2024/25 年將年增 12.1%/14.1% 至 214.3 億元/244.5 億元，佔總營收自 2023 年的 19.4% 成長到 2024/25 年的 20.5%/20.9%。由於高 ASP 鍵盤毛利率為 20-25%，高於一般鍵盤 15-20% 與公司平均 20%，有助整體產品組合轉佳。

圖 2：AI PC 滲透率與出貨量急速成長



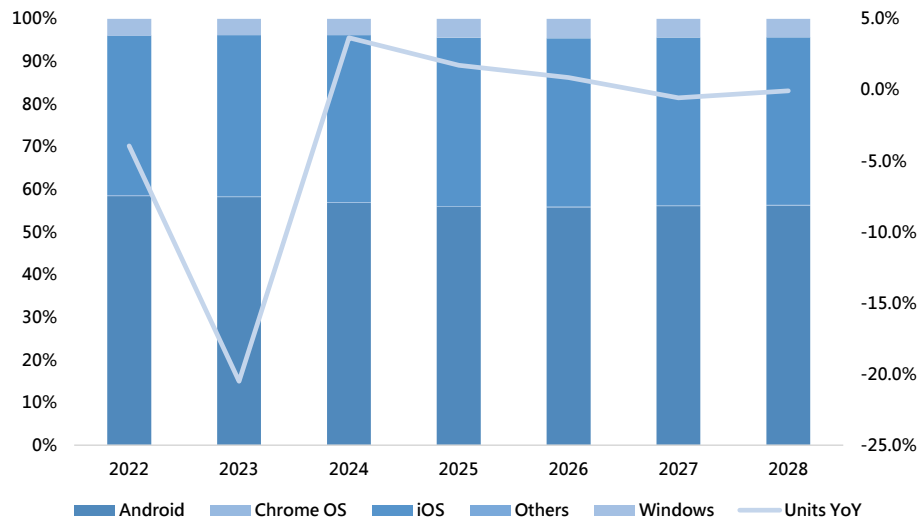
資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 3：高 ASP 鍵盤營收持續提升



資料來源：TEJ、元大投顧預估

圖 4：高單價 iOS/Windows 平板受惠 AI 驅動占比持續提升



資料來源：IDC

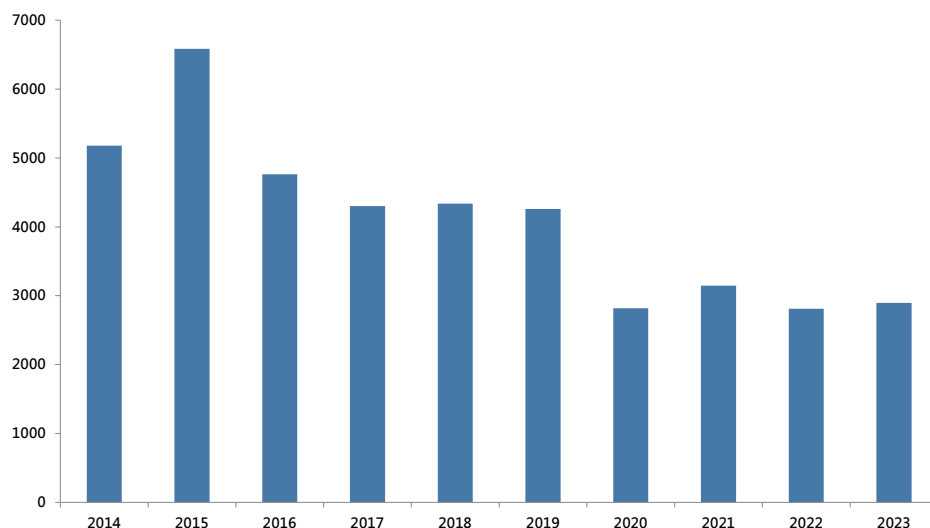
#### 影像 - AI PC 使鏡頭模組規格升級，整機產品持續由消費性轉向商用

**整機產品(占影像產品 65%，其中 70%左右為智慧家庭產品)：**群光持續透過降低低毛利智慧家庭產品如智能攝像頭、智慧門鈴等以改善產品組合，使其佔影像產品總營收自 2020 年 50%以上下滑至 2023 年的 40%-50%，更於 1Q24 下滑至約 40%，取而代之的是較高毛利產品如 Action Cam/Surveillance Cam/DMS (Driver Monitoring System)用於車隊管理/Body Cam 等等。未來主要三大成長主軸：1) Smart Home 產品發展高階客戶，減少過往龍頭廠商的價格競爭市場；2) Action Cam 主要美系客戶持續改善營運策略，外包利用 ODM 廠研發量能、著重訂閱制度且致力改善獲利率目標。群光受惠泰國廠生產成本較低、與客戶合作超過 10 年且自身 R&D 產品研發經驗豐富下，供貨比重持續提升並自二供提升成一供；3) Surveillance Cam 部分，受惠 NDAA 法案影響，歐美市場監控產品將避免中國製造，群光將於泰國生產相關產品，避免關稅與產地疑慮。監控產品 1Q24 銷售年增 30%，佔影像產品營收自 2022 年 1-2%提升到 1Q24 約中位數，成長顯著。預期 2024/25 年整機產品將以毛利率改善為主要目標。

**鏡頭模組(占影像產品 35%，其中 80-85%為 NB 鏡頭模組)：**AI PC 對於鏡頭規格提升顯著，主因 AI 提供的使用者體驗包含 1) 偵測使用者接近，透過人臉辨識自動喚醒電腦；2) 偵測用戶遠離，自動降低螢幕亮度、運作或休眠；3) 偵測除使用者以外第三者接近，發出警示以維護資料安全；4) 結合影像辨識，於會議時執行人物自動偵測與去背等過去透過軟體處理的應用，如今透過鏡頭可減少 PC 電力消耗。以上均帶動 PC 鏡頭解析度、硬體規格與感測器數量提升，AI PC 鏡頭 ASP 較一般 PC 鏡頭高倍數成長。此外，受惠 WFH 趨勢持續、資安疑慮提升與排除中國供應鏈，會議鏡頭模組需求持續成長。汽車鏡頭模組為新進者，潛在市場仍大。預期會議鏡頭、汽車鏡頭與 NB 鏡頭規格升級將帶動營收與毛利率同步改善。

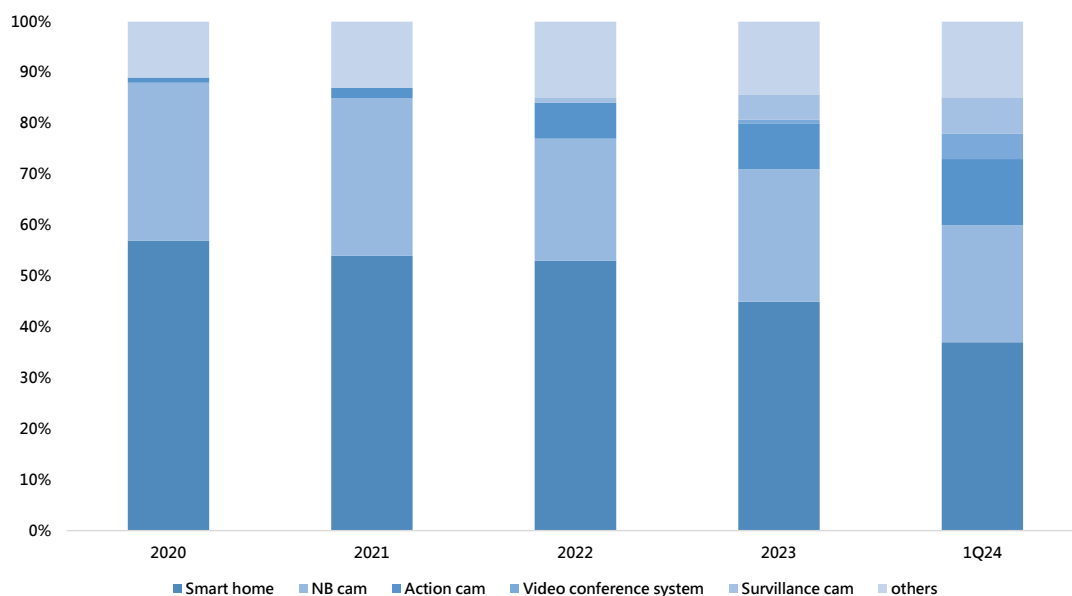
預估整體影像部門 2024/25 年營收將年增 4.0%/10.2%，2024 年成長幅度較小主因智慧家庭產品市場需求復甦弱，2025 年整體則將受惠 AI PC 鏡頭模組滲透率持續提升、整機消費性需求復甦與監控、會議系統、戶外鏡頭成長下，營收佔年增 10.2%。毛利率部分 2024/25 年佔年增 0.7/0.6 個百分點至 17.3%/17.9%。

圖 5：美系客戶 Action Cam 銷售弱，利用 ODM 研發量能提高獲利率使群光供應佔比持續提高



資料來源：Statista

圖 6：影像部門內 Smart Home 產品占比持續下滑，會議系統與監控快速攀升



資料來源：公司資料

### 電源 - NB 電源規格升級，持續拓展伺服器電源與智慧建築應用

群光電源產品主要透過子公司群電生產，以 1Q24 產品組合：電腦電源 41%/雲端智能應用 56%/消費性電子電源 3%，其中電腦電源營收占比自 1Q19 的 54%持續下滑，雲端智能應用產品營收占比自 34%上升至 56%。本中心認為群電不僅藉由伺服器電源及智慧建築帶動雲端智能應用使產品組合好轉，同時受惠 AI PC 滲透率提升，亦將帶動電腦電源規格提升。

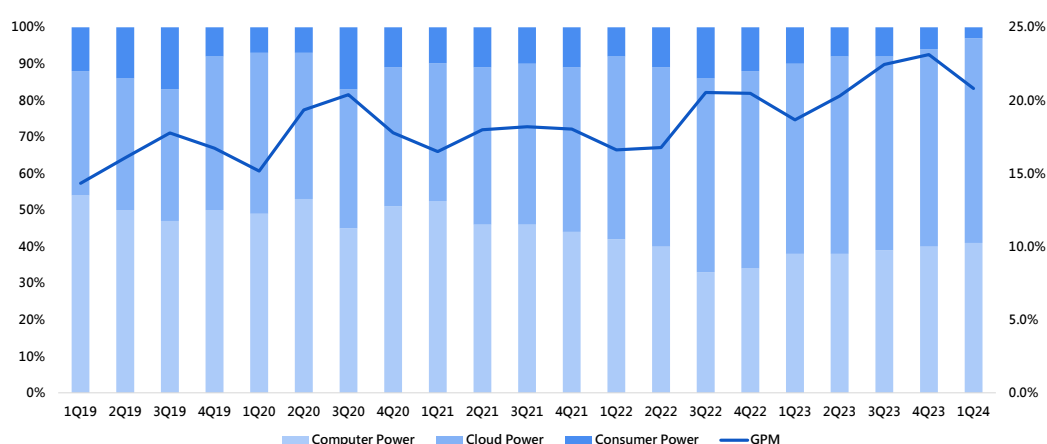
群電雲端智能應用中以伺服器電源、智慧建築、高瓦數 NB 電源及衛星電源為主。伺服器電源部分過去多以中系 CSP、企業及美系新創為主要客戶。隨出貨實績佳且品質穩定下，群電於 4M24 打入美系伺服器企業客戶。同時亦送樣 3KW-4KW 電源產品，預期 3-4Q24 有望透過 ODM 取得 AI 相關營收貢獻，又 AI 伺服器電源內容價值較傳統伺服器提升近 10 倍，有望推升其伺服器電源營收。智

慧建築部分則以完工比例法認列營收，群電過去多年利用集團資源累積實績，智慧建築部門已於 2023 年實現獲利。目前在手專案近 50 億元，預期 2024 年將可貢獻營收 22 億元，較 2023 年 15 億元大幅成長。

群電 NB 電源中，高瓦數電源占比自 2019 年的 22% 提升到 2023 年估的 49%，2024 年預期整體電源產品組合將持續朝向高瓦數邁進，主因 1) 45W 電源新產品設計減少，僅剩下 Chromebook 產品使用；2) 一般 PC 電源瓦數落在 60-90W，AI PC 電源瓦數多落在 90W-120W，預期在 AI PC 滲透率提升下將帶動 PC Mainstream 電源瓦數提升；3) 電競市場 2H24 受惠 Nvidia GPU 大改款將溫和復甦。

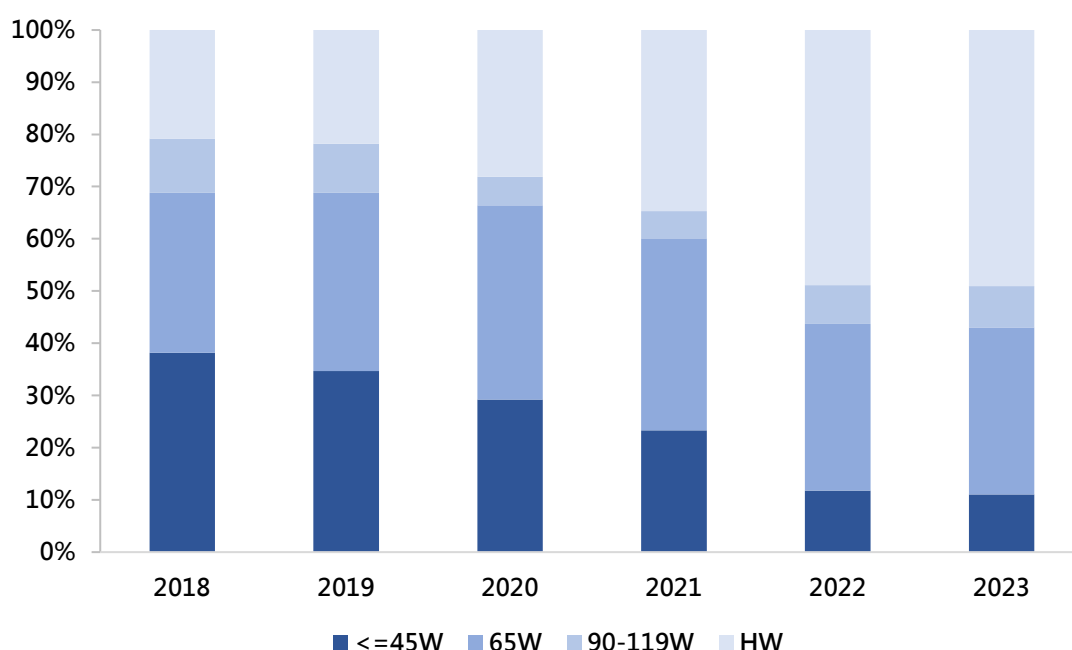
預期群光整體電源部門營收自 2023 年 334.4 億元成長至 2024/25 年的 358.4 億元/413.1 億元，年增 7.2%/15.2%。NB 電源規格升級、伺服器電源與智慧建築將改善產品組合以推升毛利率。

圖 7：雲端產品占比增加且 NB 電源瓦數提高下，整體電源 GPM 持續改善



資料來源：公司資料

圖 8：NB 電源瓦數持續提升，AI PC 將帶動高瓦數占比續增



資料來源：公司資料、元大投顧

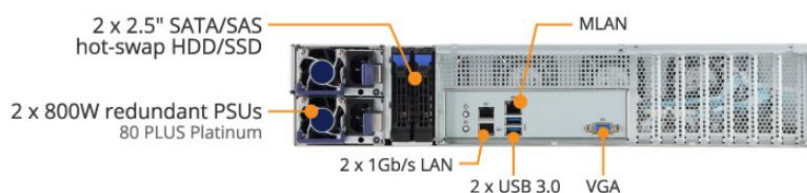


圖 9：Intel、AMD 伺服器朝代更替時間及主流 Power

	2Q14	3Q14	3Q17	2Q19	3Q19	4Q20	1Q21	2Q21	3Q22	4Q22	1Q23	2Q24	3Q24~
Intel	Romley	Grantley		Purley				Whitley			Eagle stream		Birch Stream
	500W	500W		800W				1200-1600W			1600-2000W		2000-3200W
AMD					Rome		Milan/Milan-X				Genoa		Turin
					800W		1200-1600W				1600-2000W		2000-3200W

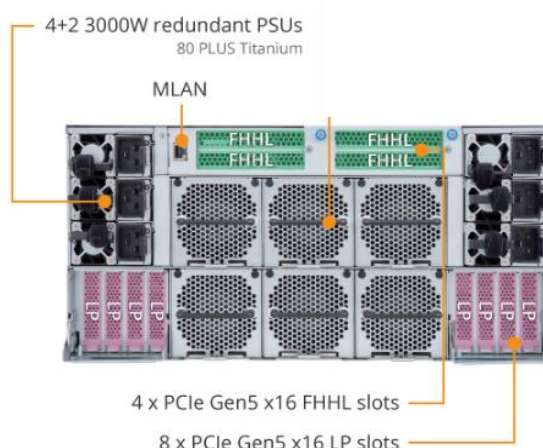
資料來源：群電法說會資料、元大投顧

圖 10：技嘉 R271-Z00 一般伺服器僅有 2 個 800W PSU



資料來源：技嘉

圖 11：技嘉 G593-SD1 AI 伺服器有 6 個 3000W PSU



資料來源：技嘉

## 非中產能帶動毛利率提升，有助鏡頭模組成本控制與電源產品往伺服器與衛星發展

群光集團於泰國廠房包含群光母公司泰國 1/2 廠以及群電泰國 1 廠。2023 年群光泰國廠營收佔比約 18%，主要生產 AI 影像、監控、網通以及高階鍵盤等，群光泰國二廠將於 2H24 投產。群電泰國廠於 2H23 投產，主要生產伺服器、網通、衛星電源等，但預期 2H24 產能利用率才會大幅提升，因初期有許多客戶進行廠房認證等程序。泰國廠房較中國廠房有三大優勢，包含 1) 享 8 年免稅優惠；2) 提升 AI 影像、監控鏡頭、高階鍵盤、網通、伺服器電源及衛星電源等較敏感產品獲取業務能力；3) 製造進入成熟階段的生產成本較中國廠房低 1-2 個百分點。預期隨泰國廠產能持續開出，佔 2024 年營收占比將達 25%，有望改善公司生產成本、降低地緣政治風險與持續取得多項非消費性產品業務，為公司營運帶來正面幫助。

圖 12：泰國廠產能持續擴充，改善毛利率且有助減少關稅影響與取得監控、伺服器與衛星訂單



資料來源：公司資料、元大投顧

### 2024/25 年三大產品線重返成長，估 EPS 年增 27.9%/4.7%至 13.2/13.9 元

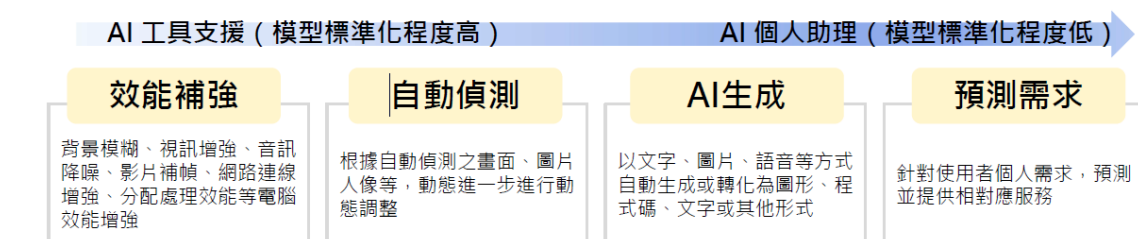
展望 2024/25 年，群光主要受惠 1) AI PC 滲透率成長將帶動高 ASP 鍵盤需求上升、NB 影像產品規格與電源 W 數提升。三大產品線 ASP 與毛利率將同步向上；2) 各產品組合持續改善，包含減少影像整機消費性產品，增加安全監控、會議系統、車用鏡頭等毛利較高且需求較穩健的商用產品。電源部分積極拓展伺服器、衛星、網通、智慧建築等，自消費性 PC 電源轉向高成長與高獲利應用；3) 泰國廠產能持續拉升，具免稅優惠、生產成本較中國低且有助獲取高 ASP 與產地較為敏感產品。預估 2024/25 年營收將年增 6.4%/12.0%至 1,046.3 億/1,171.9 億元，毛利率部分受惠上述三大優勢下，估將年增 1.5/0.5 個百分點至 20.9%/21.4%，創近 20 年新高。營業利益年增 23.2%/20.7%至 115.9 億/139.9 億元，營業利益率 11.1%/11.9%。EPS 估年增 27.9%/4.7%至 13.2/13.9 元(2024 年 EPS 大增原因為處分蘇州工廠的一次性獲利估達 8 億台幣)，若排除 2024 年一次性獲利，則 2024/25 年 EPS 估年增 18.0%/13.8%，重回成長軌道。



### AI PC 將提升運算效能、提升個人化、隱私與安全性，將於 2H24-2025 年放量

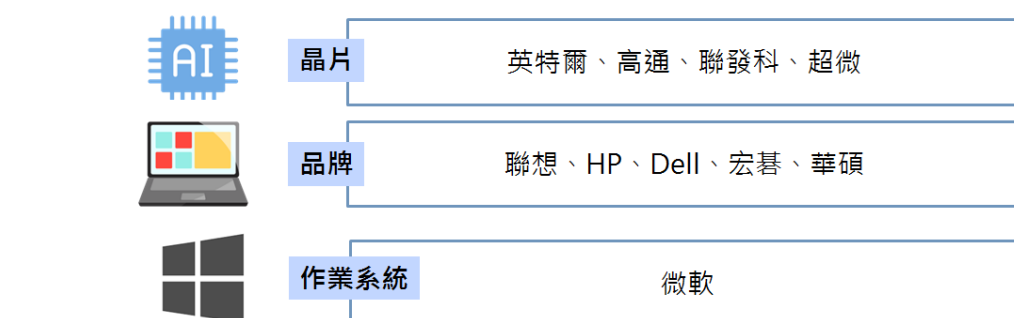
AI PC 指在 PC 端能使用特定 AI 推論功能，從協助筆電進行畫面刷新率的動態調節與分擔，簡單的視訊會議虛擬背景噪音消除、照片影像編輯中臉孔人體辨識、遊戲流暢銜接等，到文本摘要、執行特定 AI 推論如 2D 圖像 3D 化，甚至個人化應用如分析使用者過去信件自動完成草稿撰寫、根據使用者備忘錄規劃定期，安排參與人員、可行時間與會議室等等。AI PC 預期將使過去多於資料中心執行推論與運算的資料帶至邊緣端，此趨勢需晶片廠商、軟體開發商、系統廠商與品牌廠共同合作滿足 AI PC 邊緣運算硬體與軟體提升。

圖 13：PC 端 AI 應用朝向個人化助理邁進



資料來源：MIC、元大投顧整理

圖 14：PC 相關供應鏈積極導入 AI PC



資料來源：元大投顧整理

### 晶片廠商 - 積極提高 NPU 算力，帶動 AI PC 滲透率增加

若要使 PC 能在不連接網路下，於本地端執行生成式 AI 應用，則提升運算能力為一大重點。目前各家 CPU 廠商已推出具備神經處理單元(NPU)的處理器，以加速 AI 運算執行。全新架構處理器同時將 CPU、GPU、NPU 整合到單一的 SOC 系統單晶片中，分別處理不同類型的 AI 任務。

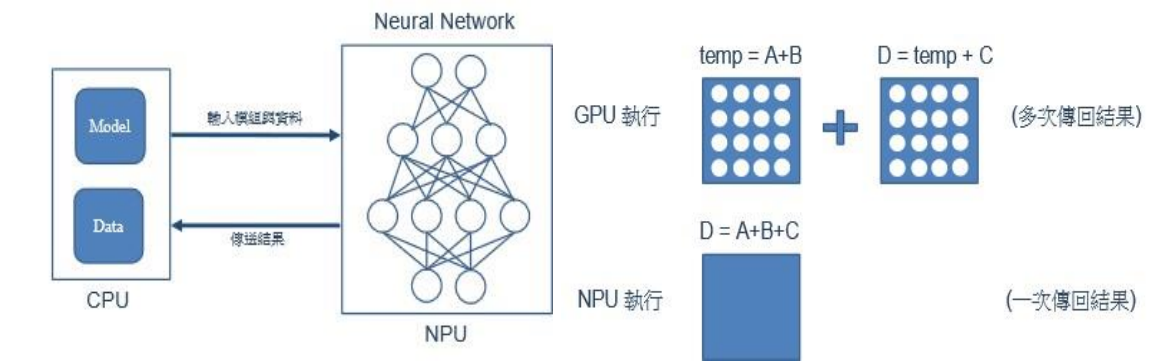
- CPU：執行低延遲的 AI 應用，處理輕量且單一模型推論，不需要複雜運算和大記憶體容量。
- GPU：需要大量平行運算和高吞吐量處理的 AI 任務。
- NPU：至於需要持續處理的 AI 任務，例如圖片生成等，就能使用低功耗的 NPU。

#### NPU (神經處理單元)架構簡化資料處理：

NPU 是一種模擬人類神經元與突觸的新穎架構，能透過一條指令完成一整組的神經元處理，無須將每層神經元的結果傳送至內存，大幅度降低耗電等相關問題。CPU 替 NPU 做讀取模組與傳送輸入端的資料，後續就交給 NPU 進行運算與推理。

NPU 簡化資料處理方式，欲計算  $D = A + B + C$  的這個算式，GPU 僅能  $tmp = A + B$  後，再進行  $D = tmp + C$  的動作，需讀取兩次記憶體資訊才能完成。對於 NPU 而言，僅須一次執行就能完成  $D = A + B + C$  的算式。

圖 15：NPU 運算架構



資料來源：網路

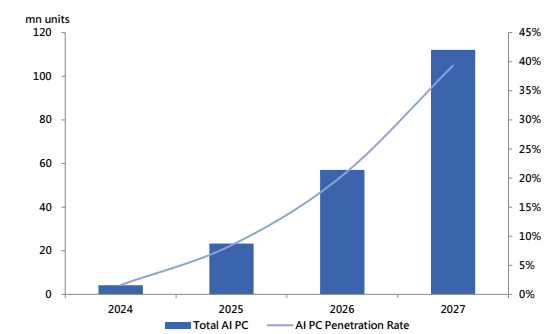
若以微軟定義的 AI PC 來看，包含 1) 具備 NPU 的處理器且 NPU TOPS>40；2) 具備 Copilot 鍵；3) 支援 Copilot AI 功能。AI PC 預期於 2H24 推出並首先搭載高通 Snapdragon X Elite 晶片，後續為 Intel Lunar Lake/AMD Strix Point/Apple M4 晶片。若以微軟定義預估，2024 年 AI PC 出貨量將達 420 萬台，滲透率 2%，並以 199% CAGR 成長至 2027 年的 1,112 萬台，滲透率達 39%，主要成長時間點將落在 2H24-2025 年，先期將主要以商務需求使用為主，後期待 AI 個人助理完整、殺手級應用程式出現後，消費性需求將顯著提升。

圖 16：CPU 陣營 AI PC 算力比較

廠商	Intel	AMD	Qualcomm	Apple
AI 處理器	Core Ultra 200V	Ryzen AI300	Snapdragon X Elite	M4
NPU 神經網路處理晶片	AI Boost	XDNA2	Hexagon	Neural Engine
算力	34 TOPS	50 TOPS	45 TOPS	38 TOPS
推出時間	2H24	3Q24	2024/6	2H24

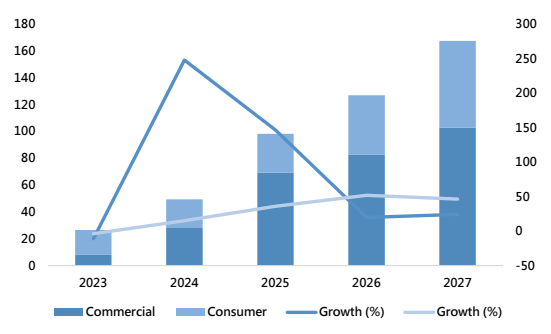
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 17：AI PC 出貨量於 2024-2027 年以 199% CAGR 成長



資料來源：IDC、元大投顧

圖 18：以有 NPU PC 計算，初期將以商用為主，消費性待軟體與應用程式完善後顯著提升



資料來源：IDC、元大投顧

系統廠商 - 微軟推出多項 Copilot 服務，加速商用中小型企業市場滲透率

Microsoft 365 Copilot 是基於大型語言模型(LLM)和微軟圖形的數據和智能的人工智慧輔助工具。LLM 為大量的文本數據學習語言的規律和模式，根據給定的輸入生成相應的輸出。微軟圖形是一種雲服務平台，連接微軟 365 應用程式中的數據和智能，並提供一系列的 API 和 SDK 來訪問和操作這些數據和智能。此外，微軟也推出多項訂閱服務，將 Copilot 推向消費者和小型企業，並因應不同部門持續擴充服務，加速中小企業市場滲透率。

圖 19：微軟 Copilot 多項訂閱服務將加速中小企業滲透率

方案	Copilot	Copilot pro	Copilot for Microsoft 365
訂閱費用	免費	20 美元/月	30 美元/月
推出日期	2023/11	2024/1/15	2023/11
對象	個人	個人	大型企業→各規模企業
基礎功能	●	●	●
網頁生成	●	●	●
資料保護	●	●	●
優先使用模型		●	●
生產力工具支援		●	●
Teams 支援			●
圖像生成			●
企業級資料保護			●
客製化			●

資料來源：MIC、元大投顧整理

圖 20：因應不同企業部門，持續擴充 Copilot 服務

服務	上市時間	適用對象	功能特點	費用
Copilot for Sales	2024/2/1	銷售團隊	<ul style="list-style-type: none"><li>串聯 CRM 與 Microsoft 365 應用程式</li><li>在 Word 中生成業務會議資料</li><li>摘擬 Outlook 信件分析客戶購物目的、預算、需求、時間</li><li>AI 草擬電子郵件，使用 CRM 和 Microsoft Graph 資料</li><li>根據客戶往來信件更新 CRM 紀錄</li><li>在 Teams 會議叫出會議註記、銷售分析；產生會議摘要，包含關鍵字和交談分析、競爭者提及、KPI 和建議工作</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>每月 50 美元</li><li>Copilot for Microsoft 365 用戶得以每月額外 20 美元加購</li></ul>
Copilot for Service	2024/2/1	客服專員	<ul style="list-style-type: none"><li>串聯 CRM 與 Microsoft 365 應用程式</li><li>在 Outlook 和 Teams 中查看 CRM 的聯絡人、案例和活動詳細資訊</li><li>AI 草擬電子郵件，使用 CRM 和 Microsoft Graph 資料</li><li>根據先前提示完善新產生的內容</li><li>取得電子郵件交談摘要</li></ul>	
Copilot for Finance	2024/3/4 (預覽版)	財務團隊	<ul style="list-style-type: none"><li>自動化的數據結構比較和引導式故障排除</li><li>使用自然語言提示在 Excel 中快速進行變異分析</li><li>於 Outlook 中提供有關客戶帳號詳細資訊的完整摘要</li><li>將 Excel 中的原始數據轉換，於 Outlook 及 Teams 中共享的視覺化報告</li></ul>	尚未公布
Copilot for Security	2024/4/1	資安與 IT 專業人士	<ul style="list-style-type: none"><li>安全事件總結、潛在影響分析、回應指南</li><li>腳本逆向工程</li><li>建立和儲存個人化自然語言指令的自定義提示簿</li><li>整合 Copilot 與業務發展邏輯和流程整合的知識庫</li></ul>	每「安全運算單位」4 美元

資料來源：MIC、元大投顧整理

品牌廠商 - 積極推出 AI PC Model 以求刺激消費力道

AI PC 以導入 AI 推論功能為重點，重視算力，短期產品偏向遊戲、圖像/文字/程式生成、音訊、情境轉換等，下半年軟體合作夥伴相繼推出 AI 配套軟體，應用面將增加。由於 AI PC 軟、硬體成本比一般 PC 昂貴，目前大部分 NB 品牌廠商推出 AI PC 單價在 4 萬元台幣以上，比一般 PC 價格高 0.5~1 倍，估算初期以”商務”及”創作者”使用機率較高，因為可用 AI 處理功能增加生產效率，符合自身利益。除了微軟推出的 Copilot 軟體之外，5M24 多數 PC 品牌接連推出新的 Copilot+ PC 機型，搭載 Qualcomm 的 Snapdragon X Elite & Snapdragon X Plus 晶片，TOPs 45，並支援 130 億以上的參數模型。

圖 21：搭載 Qualcomm 的 Snapdragon X Elite & Snapdragon X Plus 晶片機型

品牌	Dell	HP	Lenovo	ASUS	Acer	Samsung	Microsoft
機型	Inspiron 14 Inspiron 14 Plus Lotitude 7455 Lotitude 5455 XPS 13	EilteBook Ultra	ThinkPod T145 Yogo Slim 7x	Vivobook S15	Swift 14 AI	Galaxy Book4 Edge	Surface Laptop 13 Surface Laptop 15 Surface pro
晶片	Snapdragon X Elite Snapdragon X Plus	Snapdragon X Elite	Snapdragon X Elite	Snapdragon X Elite Snapdragon X Plus	Snapdragon X Elite Snapdragon X Plus	Snapdragon X Elite	Snapdragon X Elite Snapdragon X Plus
處理器	Window 11	Window 11	Window 11	Window 11	Window 11	Window 11	Window 11
GPU	Qualcomm Adreno	Qualcomm Adreno	Qualcomm Adreno	Qualcomm Adreno	Qualcomm Adreno	Qualcomm Adreno	Qualcomm Adreno
記憶體	16GB	16GB	Up to 64GB	Up to 32GB	Up to 32GB	16GB	Up to 32GB
存儲空間	512TB	512GB	Up to 2TB	Up to 1TB	Up to 1TB	Up to 1TB	Up to 1TB
連接	Wi-Fi 7	Wi-Fi 6E	WiFi7	WiFi 7	WiFi 7	WiFi 7	WiFi 7
螢幕	1.34" FHD+	14" 2.2K	14.5" 3K OLED	15.6" 3K OLED	14.5" 2.8K OLED	16" 3K Dynamic AMOLED	13" OLED/LCD ; 13.8" HDR
麥克風	雙數位麥克風陣列	雙麥克風	雙麥克風陣列	內置陣列麥克風	三麥克風配置	雙麥克風	具備語音焦點的 雙重錄音室麥克風
鏡頭	1080p FHD	5MP IR camera	5MP GGB	FHD+IR camera	QHD+IR camera	1080p FHD	1440p QHD
電池	55Wh	59Wh	52.55Wh	70Wh (18hrs)	75Wh (16hrs)	55.9/61.8Wh	(14hrs)
價格	\$1299	\$1699	\$1211	\$1299	\$1099	\$1349-\$1749	From\$999.99

資料來源：MIC、元大投顧整理

AI NB 零組件規格需提升

AI NB 規格：1) 處理器：主要搭配 Intel Core Ultra，部分搭載 AMD AI300 或 Snapdragon X Elite；2) 面板：OLED 面板、120HZ 更新率(部分搭載 mini OLED，更新率最高可達 165Hz/240Hz)；3) 記憶體：32 GB DDR5 + 1TB SSD (vs 目前 4 成 NB 仍為 8-16GB，記憶體規格提升)；4) 電池：70Whr-80Whr，最高搭載 99Whr；5) 散熱：AI PC 算力提升，散熱 TDP (設計耗電功率)亦需提高，3DVC 及水冷的使用量增加。主流 AI NB 價格區間：NTD 4-6 萬元，比一般 NB 至少高 0.5~1 倍。

圖 22：主流 AI NB 規格



資料來源：MIC、元大投顧整理

硬體以鏡頭與電源升級顯著

AI PC 講求人機交互與虛實邊界的模糊，使人與 PC 之間的相互關係更加多元，又因疫後線上會議需求提升，使鏡頭模組在畫素提升、背景模糊與防偷窺警示、人物自動辨識與對焦等需求大幅提升，使新 AI PC 鏡頭規格較舊產品增加包含 1) 畫素自 720p 成長到 1080p/4K；2) 於鏡頭端導入 AI 功能，將過去需透過電腦軟體解決的問題移轉至鏡頭模組上，有效減少 PC 耗能。兩項要素共同推升鏡頭 ASP。電源部分，AI PC 算力提升將能耗提升將電源瓦數，預期將從過去 45-90KW 提升至 90-180KW，帶動 ASP 提升至少一倍以上。

2024 年 NB 出貨復甦，其中電競 NB 需求可望較強，有利高 ASP 鍵盤出貨

2022 年二月受俄烏戰爭影響，歐洲需求下滑；四月中國封城，第二季起 WFH 明顯降溫，均使業績承壓，直至 2023 年下半年消費性電子復甦才略好轉，使全球 PC 2023 年出貨衰退 13.7%，儘管 2024 年受惠 1) 全球景氣復甦，NB 庫存消化結束；2) 2020 年疫情期間使用的 PC 已超過四年，需要更新；3) 微軟預計在 2025 年 10 月之前停止支援旗下 Windows 10 作業系統，業者必須進行新 Windows 系統轉換，舊電腦亦需更新；4) 2024 年為 Nvidia 二年一次大改款時間，有助電競 NB 出貨成長。然近期中國市場受總體經濟影響及庫存仍高下，預估 2024 年 PC 出貨量僅持平。

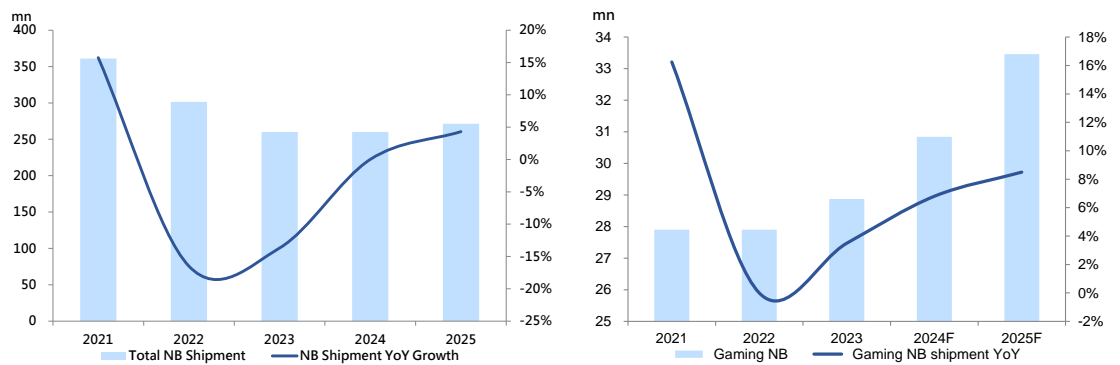
2024 年為 Nvidia 二年一次大改款時間，估計推出時點 4Q24 (暫稱 50 系列)，在新架構、新工藝、加大顯存容量下，效能可望比 40 系列高出 50~100%，價格比舊 40 系列提升 0~10%，帶動電競 NB 需求成長。電競 NB 走向休閒風，過去 PC 衰退時，銷售相對具支撐，目前電競 NB 滲透率約 15% 偏低，未來出貨仍看好，估 2023/24 年年增 3.5%/6.8%，將有利於群光 ASP 鍵盤出貨成長。

圖 23：Nvidia GPU 規格

	RTX 4090	RTX 4080(16G)	RTX 4080(12G)	RTX 3090	RTX 3080	RTX 2080	RTX 2070
Release Date	Sep-22	Sep-22	Sep-22	Sep-20	Sep-20	Aug-18	Aug-18
Process	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	Samsung 8nm	Samsung 8nm	TSMC 12nm	TSMC 12nm
Architecture	Ada Lovelace	Ada Lovelace	Ada Lovelace	Ampere	Ampere	Turing	Turing
CUDA cores	16384	9728	7680	10496	8704	2944	2304
Performance	82.58 TFLOPS	48.74 TFLOPS	40.09 TFLOPS	35.6 TFLOPS	29.8 TFLOPS	10.1 TFLOPS	7.5 TFLOPS
Memory	24 GB GDDR6X	16 GB GDDR6X	12 GB GDDR6X	24 GB GDDR6X	10 GB GDDR6X	8 GB GDDR6	8 GB GDDR6
TDP	450W	320W	285W	350W	320W	215W	175W
Launch Price (Not FE)	US\$1,599	US\$1,199	US\$899	US\$1,499	US\$699	US\$699	US\$499

資料來源：Nvidia、元大投顧

圖 24：全球 NB / 電競 NB 出貨量預估



資料來源：IDC、元大投顧

### 電源供應器產業將穩健向上，由數據中心與其他利基型應用帶動需求成長

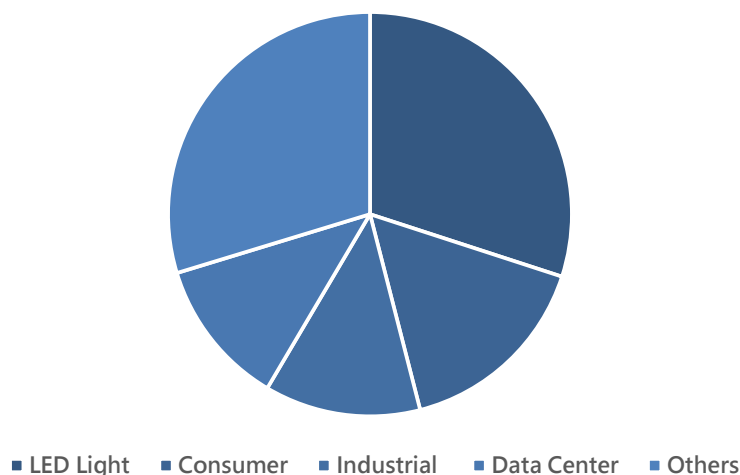
電源供應器產品的定義是供應直流電壓或電流給相對應之電器設備，依照輸入電壓別可區分為 AC-DC (交流電轉直流電)、DC-DC (直流電轉直流電)兩大類。AC-DC 電源供應器最為常見，主要目的在於將市電轉換成符合產品運作電壓的直流電，而 AC/DC 電源供應器又可分為 AC-DC commodity 與 AC-DC non-commodity。DC-DC 電源供應器主要使用是把 AC/DC 電源裝置輸出的直流電，再轉換為設備端需求的電壓，通常使用在需要極穩定電源，或是需要特殊運作電壓的儀器設備上。

LED 照明、消費性產品、工業以及數據中心為電源供應器前四大應用市場，LED 照明比重最大，主要是因為 LED 照明已取代傳統照明成為市場主流，且為民生必需品，2023 年佔比約 3 成左右。消費性產品為第二大應用市場(包含家電、遊戲機、家庭影音設備等)，2023 年佔比約 16% 左右，然而此應用市場已相當成熟與飽和，因此產品單價較低且競爭激烈，未來市場比重將可能持續萎縮。工業為第三大應用市場，工業電源進入門檻相對較高，且產品具有少量多樣特色，需依照不同設備提供客戶不同電源，因此產品單價相對較佳，2023 年比重約在 12-13% 之間。數據中心(Data Center)為第四大應用市場，在疫情期間，因遠距、線上辦公及會議需求提升，帶動伺服器市場需求，不過隨著全球景氣低迷影響，部分資料中心減緩擴張，因此數據中心電源需求也會減緩，2023 年比重微幅下滑至 11.8%。

展望後市，預期電源市場成長動能將來自 AI 及算力需求持續提升所帶動的資料中心電源成長，不論是數量或是 ASP 都將進一步提升。同時，其餘醫療、工業、通訊、航空航天等產業都將抵銷消費性、可攜式等成熟產品對於電源使用下滑影響。預期全球電源供應器產值將自 2023-2027 年以 5% CAGR 成長。

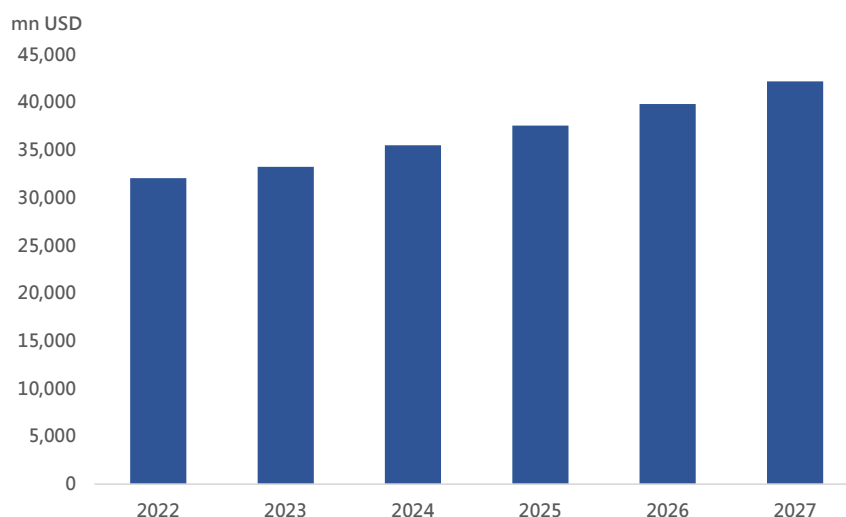


圖 25：全球電源供應器市場依終端應用分類



資料來源：IEK

圖 26：全球電源供應器市場 2023-2027 年將以 5% CAGR 成長



資料來源：IEK

### 四大 CSP 業者上調資本支出展望，對 AI 伺服器需求維持強勁，2024-2025 年資本支出維持雙位數成長

美國四大 CSP 業者近期法說會均表示，因伺服器、AI 伺服器及資料中心建設持續增加，2024-2025 年資本支出將持續提高。根據各業者 CY1Q24 財報，Microsoft 資本支出季增 13%，主因雲端基礎設施的投資，AI 貢獻也逐漸轉佳；Google 資本支出季增 9%，主要用於基礎設施的投資，最大應用為伺服器，其次為資料中心；Amazon 資本支出季增 2%，今年資本支出將明顯增加以投資生成式 AI 的基礎建設；Meta 資本支出季減 15%，並宣布調升今年資本支出 8-16%。CSP 業者均看好 AI 將成為未來趨勢，且帶動相關業務的營收成長，將持續提高資本支出用於 AI 研發及發展。

圖 27：北美四大 CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2018	CY 2019	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	43,924	50,136
Microsoft	14,223	13,546	17,592	23,216	24,768	35,202	45,894	53,245
Amazon	13,426	16,861	40,141	61,053	63,645	52,729	60,365	69,454
Meta	13,980	15,102	15,115	19,244	32,036	28,103	34,500	38,817
Total	66,768	69,057	95,129	128,153	151,934	148,285	184,683	211,652
YoY Growth (%)								
Google	90.7%	-6.3%	-5.4%	10.6%	27.8%	2.4%	36.2%	14.1%
Microsoft	63.6%	-4.8%	29.9%	32.0%	6.7%	42.1%	30.4%	16.0%
Amazon	12.3%	25.6%	138.1%	52.1%	4.2%	-17.2%	14.5%	15.1%
Meta	107.7%	8.0%	0.1%	27.3%	66.5%	-12.3%	22.8%	12.5%
Total	64.6%	3.4%	37.8%	34.7%	18.6%	-2.4%	24.5%	14.6%

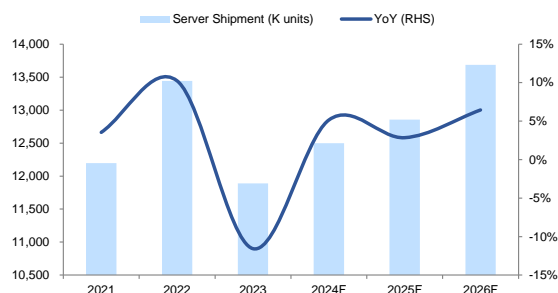
資料來源：各公司、元大投顧預估

圖 28：北美四大 CSP 對資本支出及雲端業務展望

公司	Data Center & Cloud 資本支出與相關業務展望
Amazon	<p>1Q24 AWS營收250億美元，季增3%，年增17%。除了Nvidia GPU，Amazon自研晶片Trainium、Inferentia需求也相當大，而最新一代的 Trainium 2 將於2H24-2025年量產。</p> <p>1Q24 PP&amp;E支出149億美元，季增2%，年增5%。AWS於AI及非AI領域需求均十分強勁，且客戶簽訂更長期的合約，管理層表示2024年資本支出將顯著年增，主要用於基礎建設以支持AWS成長。</p>
Meta	<p>1Q24資本支出（包括融資租賃、本金還款）為 67.2 億美元，季減15%，年減5%。</p> <p>2024全年資本支出350-400億美元，較前次的財測300-370億美元提升，資本支出增長主因持續加速投資基礎建設以支持AI roadmap。</p> <p>管理層認為2025年來資本支出會持續提升，用以支持AI相關的研發及發展。</p>
Microsoft	<p>FY3Q24 PP&amp;E支出為109.5億美元，季增13%、年增66%，資本支出主要用於滿足雲端服務需求(包含AI基礎設施投資)。</p> <p>FY3Q24雲端收入為351億美元，年增23%，優於預期。以部門別來看，智慧雲端營收267億美元，年增21%，亦優於預期，主因Azure及其他雲端服務強勁增長31%，其中Azure OpenAI服務等AI相關功能貢獻7%增長(FY2Q24貢獻6%；FY1Q24貢獻3%)。</p> <p>管理層指引FY4Q24資本支出將持續季增，並表示近期的AI需求略為高於公司可用產能，然雲端基礎建設的布建可能有正常性的季節波動。展望FY2025，管理層指引資本支出將高於2024年。</p>
Google	<p>1Q24雲端業務營收95.7億美元，季增4%，年增28%，反映GCP的成長。過去8個月公司推出1,000多個新產品及功能，超過60% Gen AI新創及90%的獨角獸公司為Google雲端客戶，公司提供最領先的產品組合，包含Nvidia最新Blackwell GPU。</p> <p>1Q24資本支出120億美元，季增9%，年增91%，主要用於基礎設施的投資，最大的應用是伺服器，其次為資料中心，強勁的資本支出增長顯示Google對於AI需求應用成長的展望。</p> <p>管理層展望後續季度資本支出會和1Q24維持相同水平至略增，imply全年資本支出將至少為480億美元，年增50%</p>

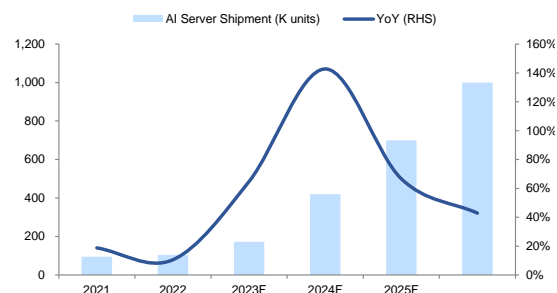
資料來源：各公司、元大投顧整理

圖 29：伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

圖 30：AI 伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

## 獲利調整與股票評價

### 給予群光 16 倍本益比，以 2025 年 EPS 13.9 元，推得目標價 222 元

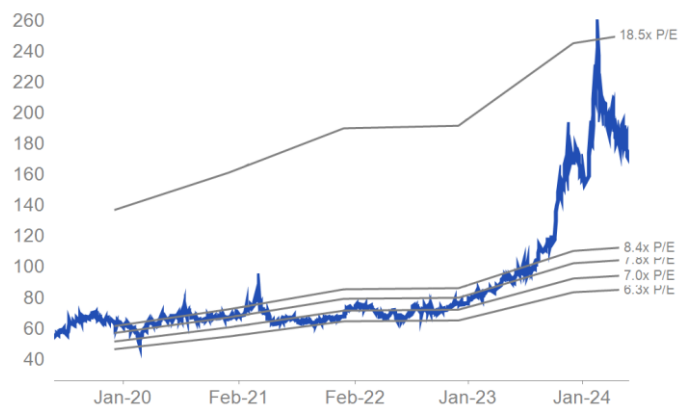
群光近年加大 Non-PC 應用布局，並且往高 ASP、高附加價值產品發展，反映在營收和獲利表現持續成長。展望 2024/25 年，在 1) AI PC 帶動高 ASP 鍵盤出貨比例提升、鏡頭模組規格升級及電源瓦數提高；2) 減少消費性影像與增加監控、視訊會議、車用與醫療等產品；3) 具備低成本與關稅優惠的泰國廠產能拉升下，預估帶動群光 EPS 自 2023-2025 年以 15.9% CAGR 成長到 13.9 元。群光歷史本益比區間介於 8-13 倍，同業本益比區間介於 13-16 倍，近五年股利發放率為 70%-75%，我們預估 2025 年現金股利達 10 元、殖利率超過 5%，下檔風險有限且公司獲利和配息政策、成長趨勢與公司管理層穩健，以 2025 年 EPS 13.9 元、16 倍本益比推得目標價 222 元，給予買進評等。

圖 31：2024 和 2025 年財務預估

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	2024	2025
營業收入	104,629	106,971	117,191	118,555	-2.2%	-1.2%
營業毛利	21,852	22,092	25,062	24,605	-1.1%	1.9%
營業利益	11,590	11,635	13,987	13,671	-0.4%	2.3%
稅前利益	14,552	13,186	15,372	14,831	10.4%	3.6%
稅後淨利	9,651	8,908	10,107	10,245	8.3%	-1.3%
調整後 EPS (元)	13.24	12.09	13.87	13.80	9.8%	0.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	20.9%	20.7%	21.4%	20.8%	0.2	0.6
營業利益率	11.1%	10.9%	11.9%	11.5%	0.2	0.4
稅後純益率	9.2%	8.3%	8.6%	8.6%	0.9	0.0

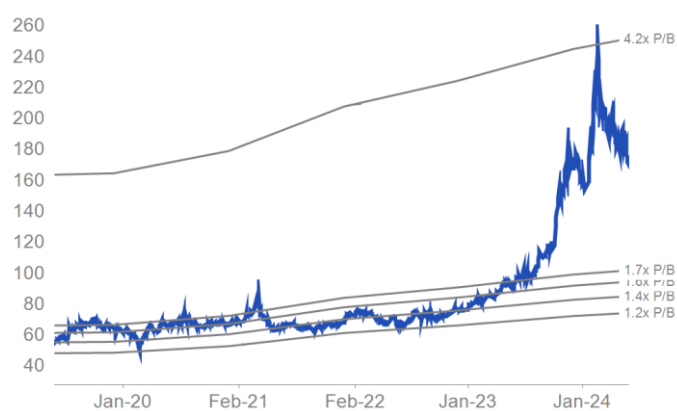
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 32：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 33：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 34：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
群光	2385 TT	買進	172.5	4,027	10.35	13.24	13.87	16.6	13.0	12.4	0.9	27.9	4.7
Power 同業			--	--									
光寶科	2301 TT	未評等	106.50	8,586	6.4	7.6	-	16.3	13.6	-	2.8	19.5	-
台達電	2308 TT	買進	385	24,778	12.9	13.5	17.8	29.3	27.9	21.1	2.2	5.1	32.0
康舒	6282 TT	未評等	39	1,040	0.0	0.7	1.5	923.3	53.5	25.6	(95.8)	1,626.6	109.3
群電	6412 TT	未評等	141	1,892	8.3	10.0	12.0	16.5	13.7	11.3	0.6	20.5	20.9
Power 同業平均					6.4	7.3	9.7	322.9	31.6	23.3	(30.3)	550.4	70.6
鍵盤同業													
達方	8163 TT	未評等	71.40	470	5.9	3.9	-	11.9	18.1	-	42	(34.0)	-
精元	2387 TT	未評等	60.20	388	1.2	-	-	51.5	-	-	(84.4)	-	-
鍵盤同業平均					3.5	3.9	-	31.7	-	-	(21.0)	-	-
影像設備同業													
佳能	2374 TT	未評等	51.30	444	1.0	-	-	50.9	-	-	101.5	-	-
亞光	3019 TT	未評等	69.50	594	3	3	-	24.9	22.8	-	(15.5)	10	-
影像設備同業平均					1.9	3.1	-	37.9	-	-	43	-	-

資料來源：公司資料、元大投顧、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 35：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
群光	2385 TT	買進	172.5	4,027	20.3	22.6	22.3	51.41	58.84	62.20	3.4	2.9	2.8
Power 同業			--	--									
光寶科	2301 TT	未評等	106.50	8,586	17.6	19.7	20.6	36.9	40.5	42.8	2.8	2.6	2.4
台達電	2308 TT	買進	385	24,778	16.6	16.1	18.8	76.7	83.8	94.8	4.9	4.5	4.0
康舒	6282 TT	未評等	39	1,040	(0.3)	3.3	5.9	35.0	28.4	30.2	1.1	1.4	1.3
群電	6412 TT	未評等	141	1,892	20.7	27.2	29.9	34.6	38.6	42.3	3.9	3.5	3.2
Power 同業平均					17.1	13.1	15.1	49.5	50.9	55.9	2.9	2.8	2.6
鍵盤同業													
達方	8163 TT	未評等	71.40	470	1.1	-	-	43.7	47.7	-	1.6	1.5	-
精元	2387 TT	未評等	60.20	388	2.0	-	-	48.6	-	-	1.2	-	-
鍵盤同業平均					1.5	-	-	46.2	47.7	-	1.4	1.5	-
影像設備同業													
佳能	2374 TT	未評等	51.30	444	2.2	-	-	22.6	-	-	2.2	-	-
亞光	3019 TT	未評等	69.50	594	1.3	-	-	45	-	-	1.5	-	-
影像設備同業平均					1.7	-	-	33.8	-	-	1.9	-	-

資料來源：公司資料、元大投顧、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 36：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	22,846	24,893	29,079	27,811	25,112	27,334	33,094	31,650	104,629	117,191
銷貨成本	(18,238)	(19,760)	(22,851)	(21,928)	(19,887)	(21,551)	(25,850)	(24,843)	(82,777)	(92,130)
營業毛利	4,608	5,133	6,227	5,883	5,225	5,784	7,245	6,808	21,852	25,062
營業費用	(2,329)	(2,415)	(2,821)	(2,698)	(2,373)	(2,583)	(3,127)	(2,991)	(10,262)	(11,075)
營業利益	2,279	2,719	3,407	3,185	2,852	3,201	4,117	3,817	11,590	13,987
業外利益	469	305	1,889	298	333	336	355	361	2,962	1,385
稅前純益	2,748	3,024	5,296	3,483	3,185	3,537	4,472	4,178	14,552	15,372
所得稅費用	(676)	(665)	(929)	(670)	(784)	(778)	(785)	(803)	(2,941)	(3,150)
少數股東權益	310	408	755	487	415	477	638	584	1,960	2,114
歸屬母公司稅後純益	1,762	1,951	3,611	2,327	1,986	2,281	3,050	2,791	9,651	10,107
調整後每股盈餘(NT\$)	2.42	2.68	4.97	3.20	2.73	3.14	4.19	3.84	13.24	13.87
調整後加權平均股數(百萬股)	727	727	727	727	727	727	727	727	727	727
重要比率										
營業毛利率	20.2%	20.6%	21.4%	21.2%	20.8%	21.2%	21.9%	21.5%	20.9%	21.4%
營業利益率	10.0%	10.9%	11.7%	11.5%	11.4%	11.7%	12.4%	12.1%	11.1%	11.9%
稅前純益率	12.0%	12.2%	18.2%	12.5%	12.7%	12.9%	13.5%	13.2%	13.9%	13.1%
稅後純益率	7.7%	7.8%	12.4%	8.4%	7.9%	8.4%	9.2%	8.8%	9.2%	8.6%
有效所得稅率	24.6%	22.0%	17.5%	19.2%	24.6%	22.0%	17.6%	19.2%	20.2%	20.5%
季增率(%)										
營業收入	-6.5%	9.0%	16.8%	-4.4%	-9.7%	8.8%	21.1%	-4.4%		
營業利益	-11.9%	19.3%	25.3%	-6.5%	-10.5%	12.2%	28.6%	-7.3%		
稅後純益	-14.9%	10.7%	85.1%	-35.6%	-14.7%	14.9%	33.7%	-8.5%		
調整後每股盈餘	-15.7%	10.8%	85.1%	-35.6%	-14.7%	14.9%	33.7%	-8.5%		
年增率(%)										
營業收入	0.6%	-1.9%	12.7%	13.8%	9.9%	9.8%	13.8%	13.8%	6.4%	12.0%
營業利益	27.6%	33.7%	13.5%	23.1%	25.1%	17.7%	20.8%	19.8%	23.2%	20.7%
稅後純益	19.9%	8.2%	70.3%	12.4%	12.7%	16.9%	-15.5%	19.9%	29.0%	5.3%
調整後每股盈餘	18.0%	7.3%	69.5%	11.5%	12.8%	17.0%	-15.6%	19.9%	27.9%	4.7%

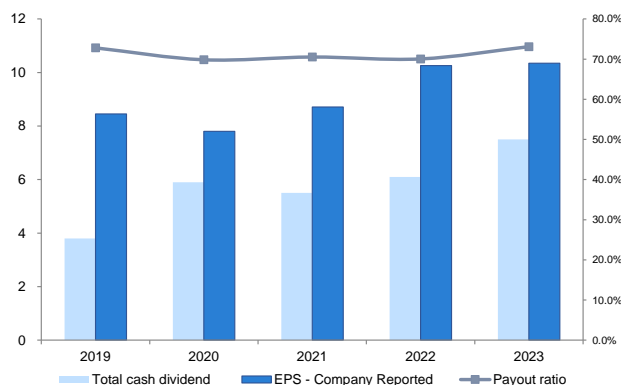
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。



## 公司簡介

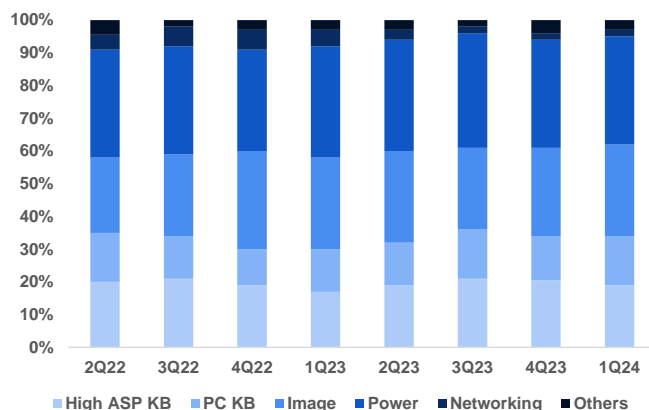
群光創立於 1983 年，主要產品線為鍵盤、影像產品、電源供應器、智慧家居產品等。其中鍵盤、筆電相機模組以及電源供應器已成為全球領導製造商。集團總部位於新北市三重區，於中國大陸蘇州、東莞、重慶、歐洲捷克、泰國等地設有生產基地，另於美國、日本設有分公司。2023 年銷貨地區佔比國內 77.3%、亞洲 20.4%、美洲 1.8%、歐洲 0.4%。此外，群光持有子公司群電 52.1% 股權。

圖 37：群光股利配發率穩定



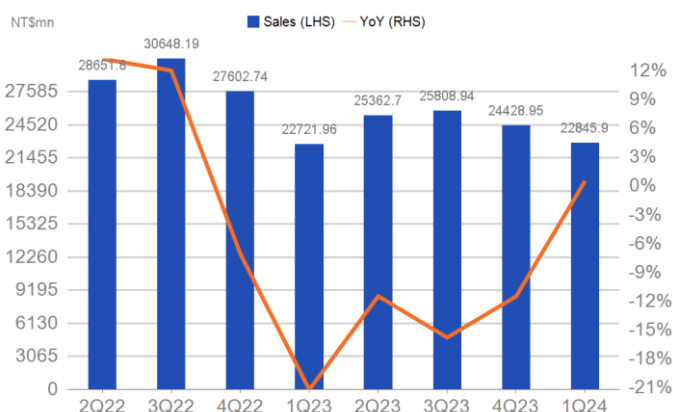
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 38：產品組合



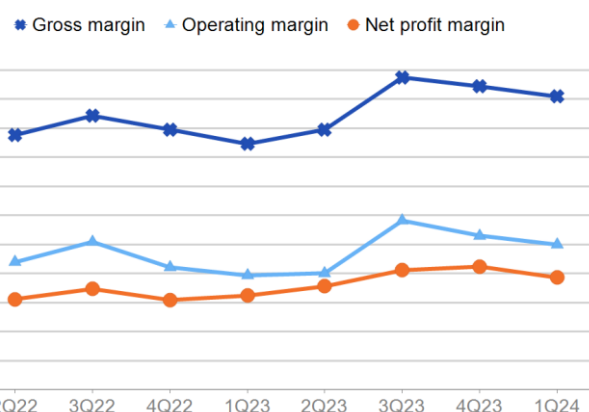
資料來源：公司資料

圖 39：營收趨勢



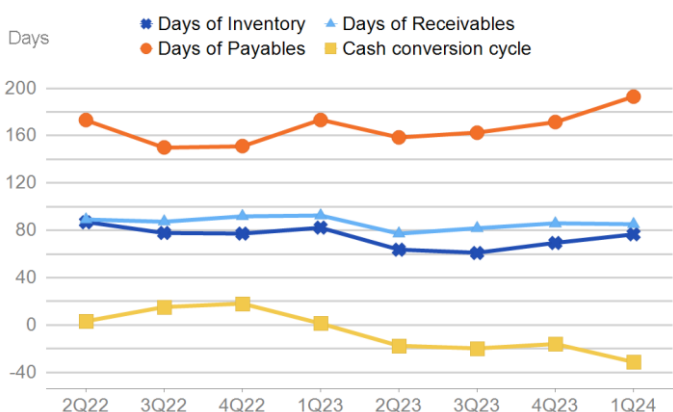
資料來源：CMoney、公司資料

圖 40：毛利率、營益率、淨利率



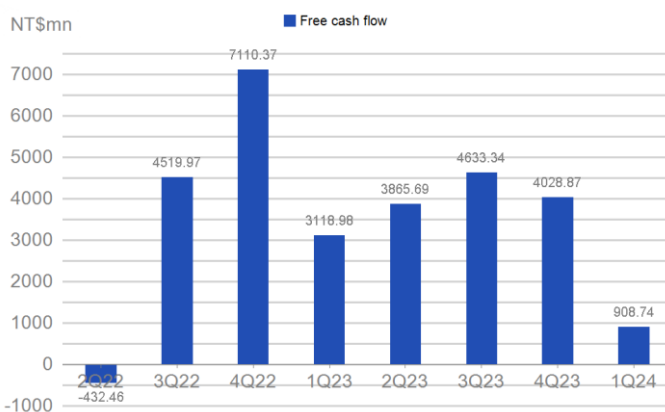
資料來源：CMoney、公司資料

圖 41：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 42：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

- 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：**群光整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名排行於略為領先的位置，在電子零組件行業的公司中排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**群光的整體曝險屬於低等水準，優於電子零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司治理、商業道德與資源使用等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**群光在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。

圖 43：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	13.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	30.9
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	61.2
風險評級	低★
同業排行(1~100，1 為最佳)	13

資料來源：Sustainalytics (2024/6/26)

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)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	1,726	12,156	19,154	26,248	29,243
存貨	21,796	18,458	15,788	16,869	17,964
應收帳款及票據	29,029	25,303	21,802	22,343	23,249
其他流動資產	7,179	6,783	8,833	2,657	406
流動資產	59,731	62,701	65,578	68,117	70,862
採用權益法之投資	218	229	234	603	703
固定資產	14,962	15,724	16,056	15,877	16,026
無形資產	116	93	128	84	70
其他非流動資產	8,700	8,318	8,836	9,599	10,629
非流動資產	23,996	24,364	25,255	26,163	27,428
資產總額	83,726	87,064	90,833	94,280	98,290
應付帳款及票據	27,577	20,929	23,233	23,939	26,543
短期借款	1,624	2,898	1,396	1,396	1,396
什項負債	17,554	20,233	19,332	19,332	19,332
流動負債	46,755	44,060	43,961	44,666	47,271
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	938	664	658	658	658
長期負債	938	664	658	658	658
負債總額	47,693	44,724	44,619	45,325	47,929
股本	7,453	7,518	7,601	7,601	7,601
資本公積	7,182	8,060	9,427	9,427	9,427
保留盈餘	20,330	23,042	24,775	28,498	30,939
什項權益	(4,512)	(2,966)	(2,729)	(2,729)	(2,729)
歸屬母公司之權益	30,454	35,655	39,074	42,797	45,238
非控制權益	5,580	6,685	7,140	9,099	11,214
股東權益總額	36,034	42,340	46,214	51,896	56,452

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	7,572	9,016	9,000	11,611	12,222
折舊及攤提	2,960	3,192	3,046	2,772	2,646
本期營運資金變動	(9,204)	333	8,221	(916)	604
其他營業資產及負債變動	3,061	3,827	(1,478)	226	(899)
營運活動之現金流量	4,389	16,368	18,789	13,693	14,572
資本支出	(3,213)	(1,732)	(3,142)	(2,549)	(2,781)
本期長期投資變動	26	10	6	(100)	(100)
其他資產變動	718	(1,780)	(396)	(1,031)	(1,031)
投資活動之現金流量	(2,469)	(3,502)	(3,532)	(3,680)	(3,912)
股本變動	58	66	82	0	0
本期負債變動	1,436	1,273	(1,502)	0	0
現金增減資	0	220	0	0	0
支付現金股利	(3,894)	(4,358)	(5,420)	(5,928)	(7,666)
其他調整數	(1,412)	(1,249)	(1,137)	0	0
融資活動之現金流量	(3,812)	(4,048)	(7,977)	(5,928)	(7,666)
匯率影響數	(133)	1,612	(282)	0	0
本期產生現金流量	(2,026)	10,431	6,998	4,084	2,995
自由現金流量	1,175	14,636	15,647	11,143	11,791

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	107,474	115,748	98,323	104,629	117,191
銷貨成本	(88,572)	(95,172)	(79,294)	(82,777)	(92,130)
營業毛利	18,902	20,576	19,028	21,852	25,062
營業費用	(10,289)	(10,158)	(9,619)	(10,262)	(11,075)
推銷費用	(3,732)	(3,150)	(2,624)	(2,872)	(3,047)
研究費用	(3,481)	(3,572)	(3,632)	(3,893)	(4,277)
管理費用	(3,035)	(3,414)	(3,326)	(3,472)	(3,750)
其他費用	(42)	(21)	(38)	(25)	0
營業利益	8,613	10,418	9,409	11,590	13,987
利息收入	98	148	630	413	408
利息費用	(60)	(145)	(126)	(88)	(111)
利息收入淨額	38	3	504	325	297
投資利益(損失)淨額	26	3	10	132	183
匯兌損益	(603)	(355)	247	(690)	(195)
其他業外收入(支出)淨額	1,377	1,128	1,103	2,395	1,100
稅前純益	9,452	11,197	11,273	14,552	15,372
所得稅費用	(1,879)	(2,181)	(2,273)	(2,941)	(3,150)
少數股權淨利	1,418	1,696	1,536	1,960	2,114
歸屬母公司之稅後純益	6,154	7,320	7,464	9,651	10,107
稅前息前折舊攤銷前淨利	12,471	14,534	14,445	14,363	16,633
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.71	10.26	10.35	13.24	13.87

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	13.0	7.7	(15.1)	6.4	12.0
營業利益	12.4	21.0	(9.7)	23.2	20.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	15.5	16.5	(0.6)	(0.6)	15.8
稅後純益	15.3	19.1	(0.2)	29.0	5.3
調整後每股盈餘	17.8	17.8	0.9	27.9	4.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	17.6	17.8	19.4	20.9	21.4
營業利益率	8.0	9.0	9.6	11.1	11.9
稅前息前淨利率	8.7	9.6	11.3	11.1	11.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	11.6	12.6	14.7	13.7	14.2
稅前純益率	8.8	9.7	11.5	13.9	13.1
稅後純益率	5.7	6.3	7.6	9.2	8.6
資產報酬率	9.5	10.6	10.1	12.3	12.4
股東權益報酬率	22.0	23.0	20.3	22.6	22.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	132.4	105.6	96.6	87.3	84.9
淨負債權益比(%)	(0.3)	(21.9)	(38.4)	(47.9)	(49.3)
利息保障倍數 (倍)	159.4	78.3	90.5	167.0	139.1
流動比率 (%)	127.8	142.3	149.2	152.5	149.9
速動比率 (%)	77.1	96.5	109.0	114.7	111.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(101)	(9,258)	(17,758)	(24,853)	(27,848)
調整後每股淨值 (NT\$)	40.86	47.43	51.41	58.84	62.20
評價指標 (倍)					
本益比	19.8	16.8	16.6	13.0	12.4
股價自由現金流量比	106.4	8.5	8.0	11.2	10.6
股價淨值比	4.2	3.6	3.4	2.9	2.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	10.0	8.6	8.7	8.7	7.5
股價營收比	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1

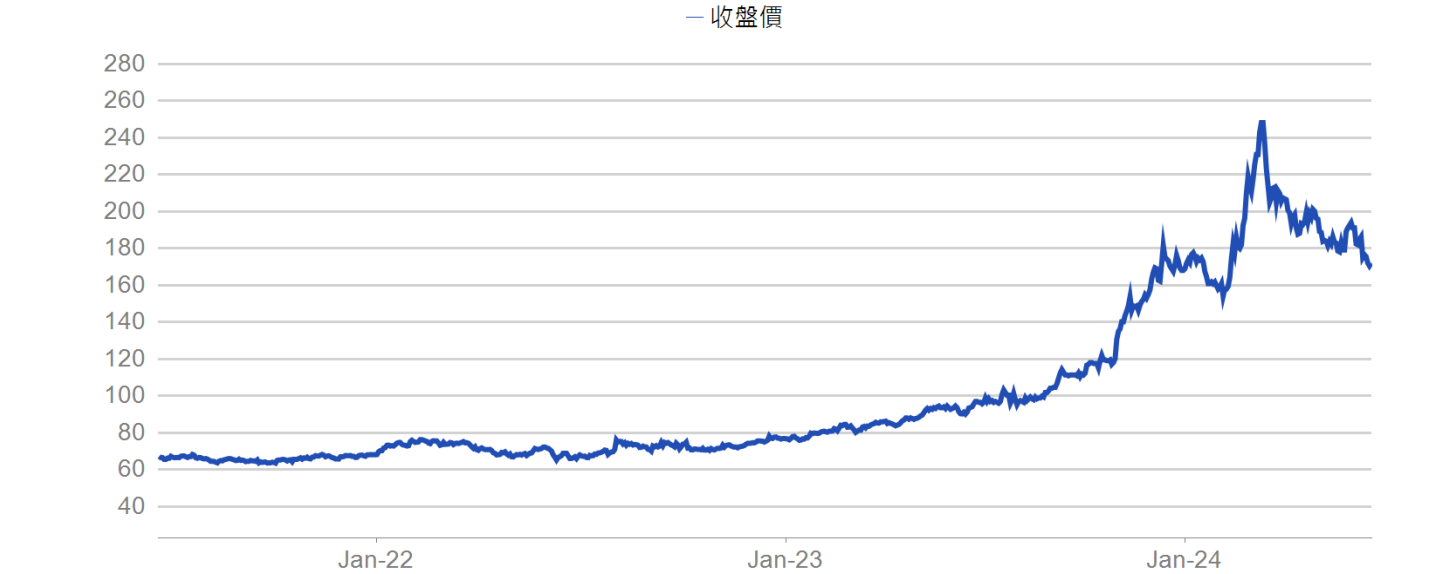
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

# 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。

群光 (2385 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

## 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>.