

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	13.80 元
目標價	
3 個月	14.30 元
12 個月	14.30 元

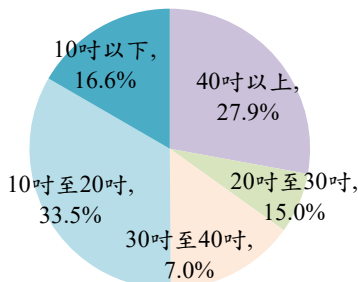
近期報告日期、評等及前日股價

04/23/2024	Trading Buy	13.00
03/05/2024	Buy	15.20
01/23/2024	Buy	16.55
12/25/2023	Buy	13.45
09/06/2023	Neutral	14.30

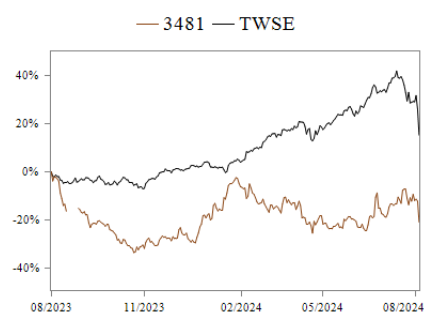
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	90,786
市值(億元)	1,253
目前每股淨值(元)	25.14
外資持股比(%)	24.59
投信持股比(%)	0.15
董監持股比(%)	0.05
融資餘額(張)	213,080
現金股息配發率(%)	0.00

產品組合



股價相對大盤走勢



群創(3481 TT)

Neutral

3Q24~1Q25 較缺乏成長動能，維持 Neutral 投資建議。

投資建議：受地緣政治、總經景氣降溫等因素影響，預估面板市場需求最快 2Q25 方得以回溫，3Q24~1Q25 群創較缺乏營收成長動能，故群益維持群創 Neutral 投資建議。

2Q24 稅後轉虧為盈：受惠於 TV 面板、NB 面板需求增溫，2Q24 群創的出貨面積擴大至 671 萬平方公尺，QoQ+11.46%，營收隨之增加至 568.61 億元，QoQ+12.61%。在產能利用率提高下，2Q24 群創毛利率提高至 10.04%，本業隨之轉虧為盈，加上業外表現較 1Q24 改善，2Q24 稅後淨利 11.31 億元，表現為 2Q22 迄今最佳。

預估面板需求最快 2Q25 方得以轉佳：就整體面板市場供需而言，目前雖供過於求，但因中國面板廠改以獲利為營運目標，故積極調整產能利用率，此舉有助於面板市場秩序不至過度失控。再分別就 TV 面板、IT 面板市況而言，首先，受到地緣政治、總經景氣降溫等因素影響，近期市場需求轉趨疲弱，且 3Q24~1Q25 不易明顯改善，預估此一期間面板出貨量將緩步減少，須待 2Q25 景氣方得以轉佳；其次，在 IT 面板中，雖然 Chromebook、教育相關低階 NB 面板 3Q24 需求優於預期，但其餘產品訂單能見度偏低，預估整體 IT 面板出貨最快 2Q24 重拾成長動能，重要觀察指標包括換機潮、AI PC 新產品效應、Windows 10 EOL(預估為 2025 年)升級效應等。

預估扇外型面板級封裝 2024 年營收貢獻有限：扇外型面板級封裝為群創近期重要股價題材，現階段相關產品主要分為 chip-first、RDL-first、TGV 等 3 大類，目前產能主要集中於 chip-first 產品，預計 2024 年量產，1H25 貢獻營收，至於技術難度更高的 RDL-first、TGV 則分別計畫於 2025~2026 年、2026 年至 2027 年量產。群創先前曾指出，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)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	211,741	211,835	201,952	55,087	57,654	53,404	50,492	56,861	53,096	51,386	47,351	50,859
營業毛利淨額	3,109	16,601	15,314	353	4,144	1,820	2,141	5,711	4,750	3,999	2,146	3,966
營業利益	-18,709	-4,516	-5,687	-5,339	-1,585	-3,174	-3,171	364	-491	-1,218	-2,936	-1,288
稅後純益	-18,643	-3,612	-3,076	-5,739	-1,898	-3,237	-4,104	1,131	-59	-580	-1,971	-693
稅後 EPS(元)	-2.05	-0.40	-0.34	-0.63	-0.21	-0.36	-0.45	0.12	-0.01	-0.06	-0.22	-0.08
毛利率(%)	1.47%	7.84%	7.58%	0.64%	7.19%	3.41%	4.24%	10.04%	8.95%	7.78%	4.53%	7.80%
營業利益率(%)	-8.84%	-2.13%	-2.82%	-9.69%	-2.75%	-5.94%	-6.28%	0.64%	-0.93%	-2.37%	-6.20%	-2.53%
稅後純益率(%)	-8.80%	-1.71%	-1.52%	-10.42%	-3.29%	-6.06%	-8.13%	1.99%	-0.11%	-1.13%	-4.16%	-1.36%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-5.35%	0.04%	-4.67%	20.82%	4.66%	-7.37%	-5.45%	12.61%	-6.62%	-3.22%	-7.85%	7.41%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

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 8 月 6 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。

受惠於 TV、NB 面板需求增溫，2Q24 稅後轉虧為盈：

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。

群創現階段轉型方向主要有二，(1)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，(2)X 光平板偵檢器、液晶超平面平板天線等新產品，其中，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。

2Q24 TV 面板、NB 面板需求增溫，雖然群創的 ASP 因 TV 面板出貨比重提高而降低至 259 美元/平方公尺，QoQ-1.52%，但出貨面積擴大至 671 萬平方公尺，QoQ+11.46%，營收隨之增加至 568.61 億元，QoQ+12.61%。

在產能利用率提高下，2Q24 群創毛利率提高至 10.04%(1Q24 為 4.24%)，本業隨之轉虧為盈，加上業外表現較 1Q24 改善(1Q24 認列 20.11 億元的評價損失)，2Q24 稅後淨利 11.31 億元(1Q24 稅後虧損 41.04 億元)，表現為 2Q22 迄今最佳。

面板需求降溫，預估最快 2Q25 方得以轉佳：

就整體面板市場供需而言，目前雖供過於求，但因中國面板廠改(預估 2024 年產能比重合計達 68%，2025 年則將再擴大至 72%)以獲利為營運目標，故

2024 年 8 月 6 日

積極調整產能利用率，此舉有助於面板市場秩序不至過度失控。

再分別就 TV 面板、IT 面板市況而言，首先，受到地緣政治、總經景氣降溫等因素影響，近期市場需求轉趨疲弱，且 3Q24~1Q25 不易明顯改善，預估此一期間面板出貨量將緩步減少，須待 2Q25 景氣方得以轉佳；其次，在 IT 面板中，雖然 Chromebook、教育相關低階 NB 面板 3Q24 需求優於預期，但其餘產品訂單能見度偏低，預估整體 IT 面板出貨最快 2Q24 重拾成長動能，重要觀察指標包括換機潮、AI PC 新產品效應、Windows 10 EOL(預估為 2025 年)升級效應等。

扇外型封裝為近期重要股價題材，惟對 2024 年營收貢獻有限：

扇外型面板級封裝為群創近期重要股價題材，現階段相關產品依技術難度主要分為 chip-first、RDL-first、TGV 等 3 大類，目前產能主要集中於 chip-first 產品，且以 AI PC 為重要目標市場之一，預計 2024 年量產，1H25 貢獻營收，至於技術難度更高的 RDL-first、TGV 則分別計畫於 2025~2026 年、2026 年至 2027 年量產。

群創先前曾指出，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%。

考量 3Q24~1Q25 業績均較缺乏成長動能，故群益維持對群創 Neutral 的投資建議：

受地緣政治、總經景氣降溫等因素影響，預估面板市場需求最快 2Q25 方得以回溫，3Q24~1Q25 群創較缺乏營收成長動能，故群益維持群創 Neutral 投資建議。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 8 月 6 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	467,520	383,741	357,530	358,327	358,051
流動資產	175,821	165,302	133,650	136,204	138,561
現金及約當現金	28,668	68,491	50,513	54,218	53,776
應收帳款與票據	61,880	33,592	30,015	30,924	31,599
存貨	38,278	35,917	37,151	37,734	38,967
採權益法之投資	1,443	1,537	704	668	624
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	132,964	135,659
流動負債	116,554	92,723	87,559	89,232	90,776
應付帳款及票據	54,512	36,774	40,384	41,454	42,405
非流動負債	46,169	38,024	41,086	42,662	42,862
權益總計	304,797	252,995	228,885	225,363	222,392
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	37,609	34,638
母公司業主權益	304,347	252,475	228,125	224,512	221,436
負債及權益總計	467,520	383,741	357,530	358,327	358,051

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	16,168	16,390
稅前純益	62,411	-26,222	-16,363	-2,843	-2,952
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	-421	-957
其他營運現金	13,260	-21,129	-10,808	-11,754	-11,298
投資活動現金	-98,422	73,302	-24,377	-6,779	-6,910
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	13,721	13,590
籌資活動現金	-529	-31,863	-2,960	-3,684	-4,923
長借/公司債變動	4,436	-8,787	4,008	1,575	199
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	-5,259	-5,122
淨現金流量	2,136	39,823	-17,978	5,706	4,558
期初現金	26,532	28,668	68,491	50,513	56,218
期末現金	28,668	68,491	50,513	56,218	60,776

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	211,835	201,952
營業成本	258,577	230,622	208,632	195,234	186,638
營業毛利淨額	91,500	-6,906	3,109	16,601	15,314
營業費用	28,787	24,759	21,818	21,117	21,001
營業利益	62,713	-31,665	-18,709	-4,516	-5,687
EBITDA	98,760	5,562	13,607	289	278
業外收入及支出	-1,230	3,853	-162	1,673	2,734
稅前純益	62,411	-26,222	-16,363	-2,843	-2,952
所得稅	4,866	1,692	2,236	679	19
稅後純益	57,534	-27,990	-18,643	-3,612	-3,076
稅後 EPS(元)	6.34	-3.08	-2.05	-0.40	-0.34
完全稀釋 EPS**	6.34	-3.08	-2.05	-0.40	-0.34

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%	0.04%	-4.67%
營業毛利淨額	283.92%	N.A	N.A	433.95%	-7.75%
營業利益	3361.37%	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	3416.47%	N.A	N.A	N.A	N.A
獲利能力分析(%)					
毛利率	26.14%	-3.09%	1.47%	7.84%	7.58%
EBITDA(%)	28.21%	2.49%	6.43%	0.14%	0.14%
營益率	17.91%	-14.15%	-8.84%	-2.13%	-2.82%
稅後純益率	16.43%	-12.51%	-8.80%	-1.71%	-1.52%
總資產報酬率	12.31%	-7.29%	-5.21%	-1.01%	-0.86%
股東權益報酬率	18.88%	-11.06%	-8.14%	-1.60%	-1.38%
償債能力檢視					
負債比率(%)	34.81%	34.07%	35.98%	37.11%	37.89%
負債/淨值比(%)	53.39%	51.68%	56.21%	59.00%	61.00%
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	70.00	75.00
應收帳款天數	59.43	77.88	54.82	52.50	56.50

2024 年 8 月 6 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	45,595	55,087	57,654	53,404	50,492	56,861	53,096	51,386	47,351	50,859	53,064	50,677
營業成本	48,803	54,735	53,510	51,584	48,351	51,150	48,347	47,387	45,205	46,893	47,876	46,663
營業毛利淨額	-3,208	353	4,144	1,820	2,141	5,711	4,750	3,999	2,146	3,966	5,188	4,014
營業費用	5,403	5,692	5,729	4,994	5,312	5,347	5,241	5,216	5,082	5,254	5,352	5,313
營業利益	-8,610	-5,339	-1,585	-3,174	-3,171	364	-491	-1,218	-2,936	-1,288	-164	-1,299
業外收入及支出	1,671	206	238	230	-543	1,118	434	664	998	638	434	664
稅前純益	-6,939	-5,133	-1,347	-2,944	-3,714	1,482	-57	-553	-1,938	-650	270	-635
所得稅	819	586	539	292	381	298	0	0	0	0	19	0
稅後純益	-7,769	-5,739	-1,898	-3,237	-4,104	1,131	-59	-580	-1,971	-693	250	-662
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)	-0.86	-0.63	-0.21	-0.36	-0.45	0.12	-0.01	-0.06	-0.22	-0.08	0.03	-0.07

獲利能力(%)

毛利率(%)	-7.03%	0.64%	7.19%	3.41%	4.24%	10.04%	8.95%	7.78%	4.53%	7.80%	9.78%	7.92%
營業利益率(%)	-18.88%	-9.69%	-2.75%	-5.94%	-6.28%	0.64%	-0.93%	-2.37%	-6.20%	-2.53%	-0.31%	-2.56%
稅後純益率(%)	-17.04%	-10.42%	-3.29%	-6.06%	-8.13%	1.99%	-0.11%	-1.13%	-4.16%	-1.36%	0.47%	-1.31%

QoQ(%)

營業收入淨額	-4.84%	20.82%	4.66%	-7.37%	-5.45%	12.61%	-6.62%	-3.22%	-7.85%	7.41%	4.34%	-4.50%
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	N.A
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	N.A
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	N.A

YoY(%)

營業收入淨額	-34.76%	-4.86%	20.07%	11.46%	10.74%	3.22%	-7.90%	-3.78%	-6.22%	-10.55%	-0.06%	-1.38%
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	N.A
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	N.A
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	N.A

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。