

8299.TT 群聯

營運體質轉佳

公司簡介

群聯成立於 2000 年，主要產品為 SSD、USB、eMMC、SD Card 等模組及控制 IC，重要合作夥伴鎧俠(Kioxia)，同時為群聯最大股東。

投資評等/目標價

買進

640

【前次投資建議】區間操作，575

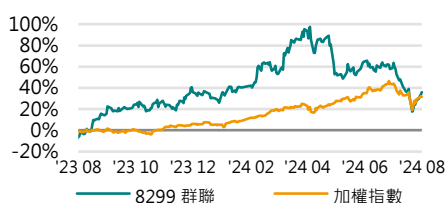
【大盤指數/股價】21895 / 513

重點摘要

➤ 出刊理由：法說會更新

➤ 2Q24 營益率優於預期 5ppt，內部樽節成本獲得初步成效

近一年個股及大盤報酬率



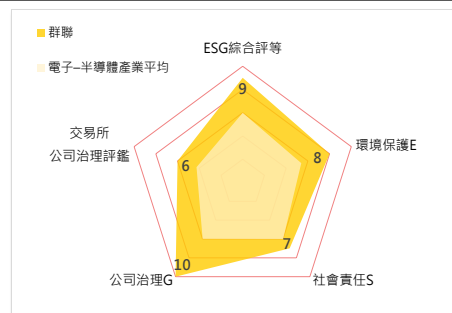
公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	205
市值(百萬元)	105,053
3M 平均日成交值(百萬元)	1,771
外資持股率(%)	42.08
投信持股率(%)	2.22
董監持股率(%)	14.89

重點財報解析

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	48,222	64,602	66,269
營業利益	3,622	7,254	8,579
母公司本期淨利	3,624	8,805	8,832
EPS(元)	18.48	43.00	43.13
每股現金股利(元)	13.08	26.84	28.63
每股淨值(元)	218.11	225.44	239.95
本益比(x)	27.27	11.63	11.68
本淨比(x)	2.31	2.24	2.10
殖利率(%)	2.60	5.33	5.68

環境、社會與治理(ESG)



➤ 2H24 營收展望僅與 1H24 持平

本次法說指引 2H24 營收規模約與 1H24 持平，係因一般消費性需求疲弱，零售市場仍有受到競價影響，然企業級維持需求強勁，3Q24 季底消費性需求仍有回升可能性，國票預估 3Q24 營收 164.27 億元，QoQ+3.35%，YoY+32.6%，而營益率延續 aiDAPTIV 樽節費用下，將使得營業費用約與 2Q24 相仿，上調營益率預估至 12.4%(原估 8.6%)，業外保守看待轉投資收益 4 億元，稅後純益 20.22 億元，QoQ-17.5%，YoY+135%，EPS 9.87 元。

➤ 企業級 SSD 為未來成長重心，調升評等為買進，目標價 640 元

群聯非零售營收比重已達 70%以上，其中 Enterprise 營收規模由過去四季的低於 5%，2Q24 已達到 14%，為未來主要成長重心，aiDAPTIV+ 帶動軟硬整合的機會，目前 POC 廠商已有 150 家，上游 GPU 廠也開始重視平價市場；PASCARI 高容 SSD 也受到美係五家存儲廠商關注，1Q25 有望開始出貨新產品，整體而言，2025 年主要成長動能以企業級產品為主，與消費型/零售營收將呈現此消彼漲，其他產品項目在目前終端需求平緩的情況下展望持平，國票預估 2024 年/2025 年營收 646.02 億元/662.69 億元，YoY+34%/+2.6%，在毛利率以及營益率穩定的情況下，預估稅後獲利 88.05 億元/88.32 億元，YoY+143%/0%，EPS 43 元/43.13 元。過去五年 PER 約落在 7X~25X，目前處於過往評價低緣，評等由區間操作調升為買進，目標價 640 元(2025F PE15X)。

2Q24 營益率優於預期 5ppt，aiDAPTIV 內部樽節成本獲得初步成效

群聯 aiDAPTIV+ 是整合硬體和軟體的 AI 模型微調訓練解決方案，利用軟體 Middleware，結合 SSD 協同運行，降低 AI server 配置成本，群聯在上市前已先在公司內部運行，經由 AI 模型運算逐漸提高研發效率以及降低研發成本，2Q24 初步顯現出效用，2Q24 營收 158.95 億元，QoQ-3.8%，YoY+58.3%，毛利率 34.86%，合乎預期，然費用率 22.3%，QoQ-4ppt，YoY-3ppt，係因相較於 1Q24 因庫藏股造成的費用影響，2Q24 無此影響，且因 AI 模型的效用，在研發新案不須大幅增加研發人員，甚至減少研發時程，帶動營益率達 12.56%，優於預期的 7.61%，業外轉投資及匯兌利益貢獻 8.9 億元，稅後淨利 24.51 億元，QoQ+1.3%，YoY+456%，優於預期 76%，EPS 11.97 元。

表 1：季營收預估調整

單位：百萬

	調整後		調整前		差異	
	2Q24 (百萬元)	3Q24F (百萬元)	2Q24 (百萬元)	3Q24F (百萬元)	2Q24 (%)	3Q24F (%)
營業收入	15,895	16,427	16,708	17,443	-4.9	-5.8
營業毛利	5,541	5,659	5,697	5,913	-2.7	-4.3
營業利益	1,997	2,036	1,272	1,504	57.0	35.4
稅後淨利	2,451	2,022	1,388	1,581	76.6	27.9
EPS(元)	11.97	9.87	6.89	7.85	73.7	25.8
重要比率(%)						
營業毛利率	34.86	34.45	34.10	33.90		
營業利益率	12.56	12.39	7.61	8.62		
稅後淨利率	15.42	12.31	8.31	9.06		

資料來源：國票投顧

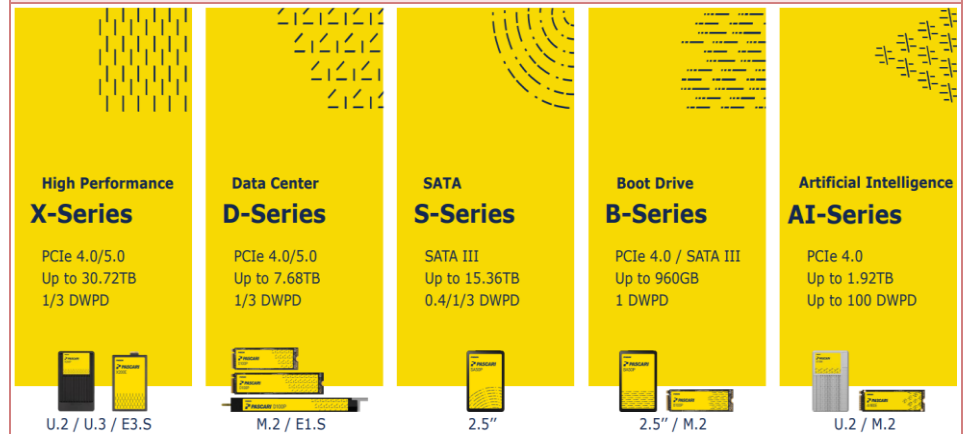
2H24 營收展望僅與 1H24 持平

本次法說指引 2H24 營收規模約與 1H24 持平，係因一般消費性需求疲弱，零售市場仍有受到競價影響，然企業級維持需求強勁，3Q24 季底消費性需求仍有回升可能性，國票預估 3Q24 營收 164.27 億元，QoQ+3.35%，YoY+32.6%，而營益率延續 aiDAPTIV 樽節費用下，將使得營業費用約與 2Q24 相仿，上調營益率預估至 12.4% (原估 8.6%)，業外保守看待轉投資收益 4 億元，稅後純益 20.22 億元，QoQ-17.5%，YoY+135%，EPS 9.87 元。

企業級 SSD 為未來成長重心

群聯於零售市場營收以及庫存金額皆小於 30%，目前 PC/NB 已陸續推出高容、高速或特殊規格的产品項目，將使得 DIY 市場規模快速收斂，純零售模組廠的成長性將同步受限，群聯非零售營收比重已達 70% 以上，其中 Enterprise 營收規模由過去四季的低於 5%，2Q24 已達到 14%，部門營收 QoQ+169%，YoY+456%，為未來主要成長重心，08/2024 公開的 PCIe Gen 5 eSSD 61.44T，市場目前僅 SK Hynix 旗下 Solidigm 子公司能提供，群聯 11/2024~01/2025 可提供給客戶測試並小量出貨；而 1Q25 有望出貨全球最高容量 SSD128T，主要搭配 NV 系統使用，整體而言，公司產業地位將由先前的跟隨者轉為並行者，2025 年將享有市場先進入者優勢，在預期 2025 年 eSSD 市場規模約達 250 億美金，公司市佔率有望達 1% 以上，營收比重達 15% 以上，長期目標市佔率達 3%~5%。

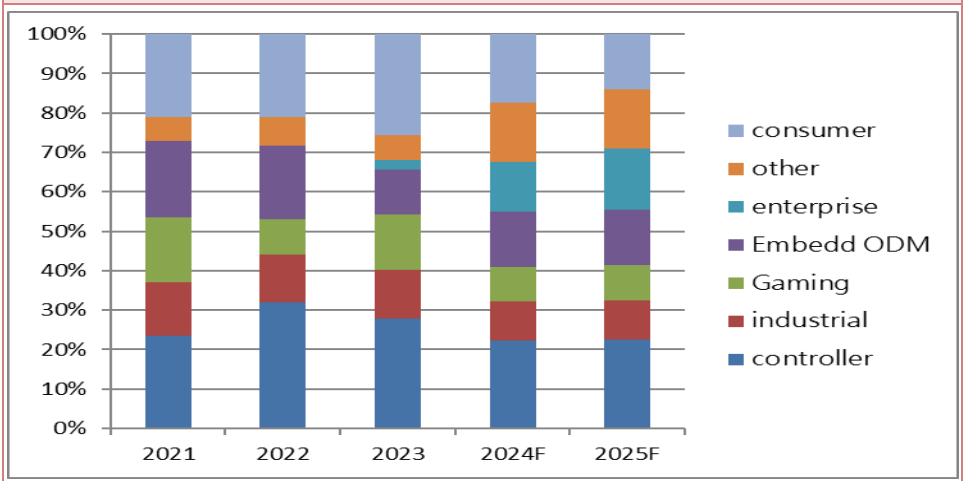
圖 1：群聯 eSSD 產品線



資料來源：群聯

圖 2：群聯營收比重與預估

單位：%



資料來源：群聯、國票投顧

目前評價位於過往低緣，營運體質轉佳，調升評等為買進

2Q24 季底庫存達 304 億元，達歷史高點，與 1Q24 的 301 億元持平，主要係因相較於 1H23 flash 價格上漲 3 倍，所以以顆粒數/容量而言，庫存水準持平，而其中約 75%以上是為了非零售市場，Controller17%庫存水準健康，Enterprise 佔比 23%、Industrial15%，皆是交期較長產品，不會隨零售市場價格變化，Embedded ODM 23%係根據 PC/NB/手機客戶需求備料，整體庫存水位健康，沒有如市場預期有拋售的風險。展望未來，公司營運結構已擺脫傳統模組廠營運模式，aiDAPTIV+帶動軟硬整合的機會，目前 POC 廠商已有 150 家，上游 GPU 廠也開始重視平價市場；PASCARI 高容 SSD 也受到美系五家存儲廠商關注，1Q25 有望開始出貨新規產品，整體而言，2025 年主要成長動能以企業級產品為主，與消費型/零售營收將呈現此消彼漲，其他產品項目在目前終端需求平緩的情況下展望持平，國票預估 2024 年/2025 年營收 646.02 億元/662.69 億元，YoY+34%/+2.6%，在毛利率以及營益率穩定的情況下，預估稅後獲利 88.05 億元/88.32 億元，YoY+143%/0%，EPS 43 元/43.13 元。過去五年 PER 約落在 7X~25X，目前處於過往評價低緣，考量其營運體質轉佳，評等由區間操作調升為買進，目標價 640 元(2025F PE15X)

表 2：年度預估營收調整

單位：百萬

	最新預估		前次預估		差異	
	FY24F (百萬元)	FY25F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY25F (百萬元)	FY24F (%)	FY25F (%)
營業收入	64,602	66,269	69,009	80,334	-6.39	-17.51
營業毛利	22,314	22,894	23,453	27,317	-4.86	-16.19
營業利益	7,254	8,579	5,840	9,145	24.21	-6.19
稅後淨利	8,805	8,832	7,235	8,851	21.70	-0.21
EPS(元)	43.00	43.13	35.94	44.04	19.65	-2.06
重要比率(%)						
營業毛利率	34.54	34.55	33.99	34.00		
營業利益率	11.23	12.95	8.46	11.38		
稅後淨利率	13.63	13.33	10.48	11.02		

資料來源：國票投顧

群聯未來 12 個月 P/E 區間



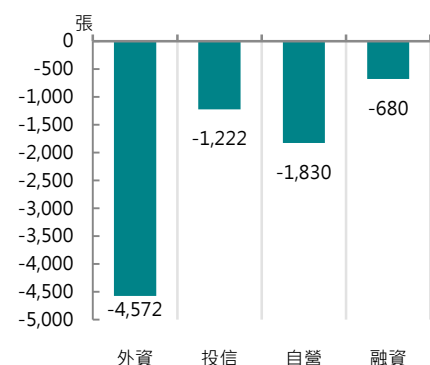
資料來源：國票投顧

群聯未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
一銀託錕俠株式會宮內弘	9.68
花旗託管挪威	3.29
潘健成	2.89
新制勞退基金	2.53
楊俊勇	2.22
歐陽志光	2.15
花旗台新加坡	1.90
富邦人壽保險(股)林福星	1.75
匯豐台摩根士	1.31
渣打託管瑞穗	1.25

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
一銀託錕俠株式會宮內弘	董事	9.68
楊俊勇	董事	2.22
理合投資(有) 顏曉駘	董事長/副總經理	1.17
鄭宗宏	董事	0.71
承鑠投資有限公司莊秋安	董事	0.6
許智仁	董事/副總經理	0.51
王惠民	獨立董事	0
王震緯	獨立董事	0
黃育綸	獨立董事	0
宮內弘	法人代表(董事)	0

資料來源：TEJ

8299 群聯 永續發展概況

CMoney ESG Rating

落後			平均					領先	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

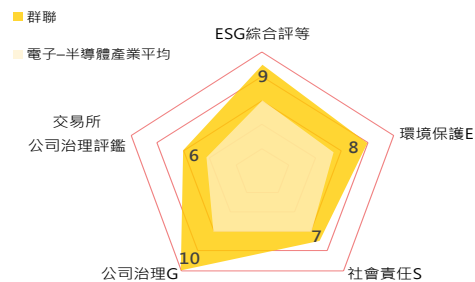
E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
8	7	10	https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&filePath=/home/html/nas/p

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
電子-半導體	180	1	否	

資料來源：CMoney

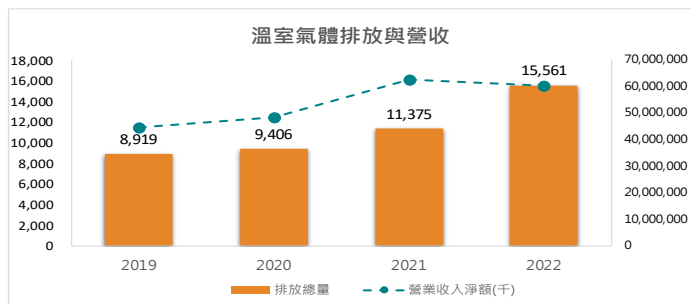
資料來源：CIMAoney
說明：評等1-10分，10分最高

更新評鑑年季：2024Q3



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2022年溫室氣體排放量增加36.79%，營收減少3.68%。

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2022	15,561	341	15,220
2021	11,375	151	11,225
2020	9,406	159	9,247
2019	8,919	140	8,779

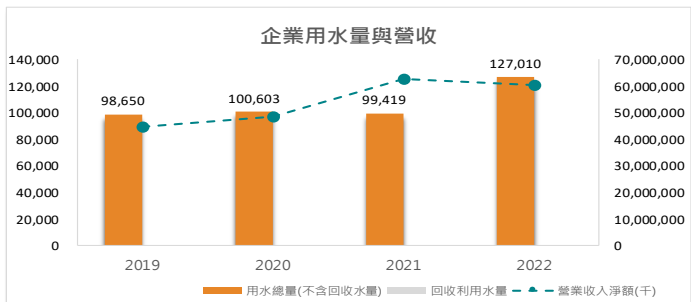
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2022年企業用水量增加27.75%，營收減少3.68%。

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2022	127,010	-	103,413
2021	99,419	-	-
2020	100,603	-	-
2019	98,650	-	-

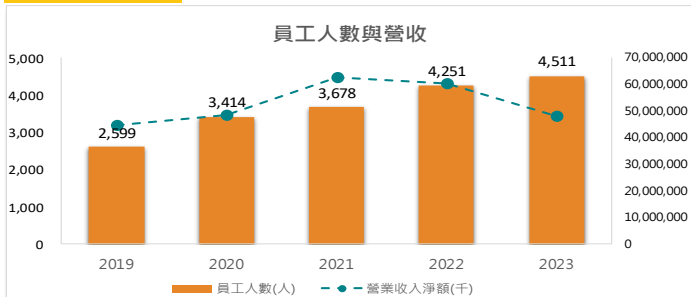
*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

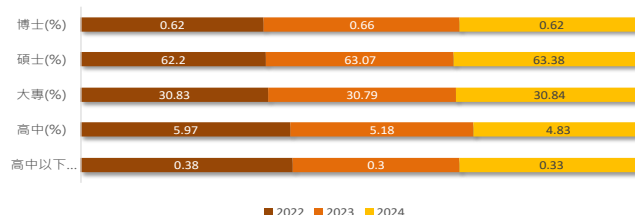
*排水量：排放的汗水總量

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

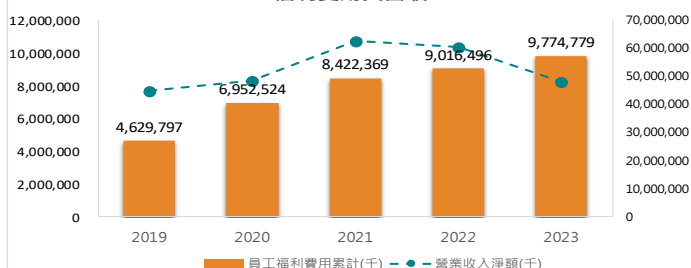
社會責任 Social Responsibility



員工學歷分佈



福利費用與營收



公司治理 Corporate Governance

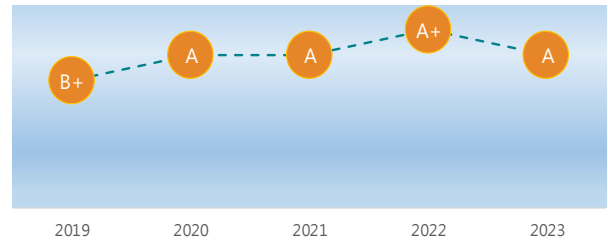
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2023	6%至20%	A	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	前5%	A+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	21%至35%	B+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



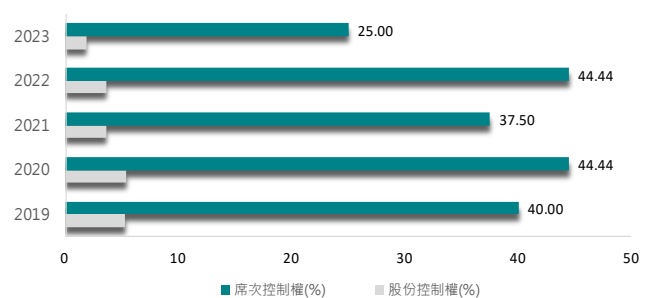
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	★
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2023/9/14

違反法條：
勞動基準法第24條、勞動基準法第32條第2項

違反內容：
未依規定給付延長工時工資;延長之工作時間連同正常工作時間，一日超過十二小時。延長之工作時間，一個月超過四十六小時。

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2Q24	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	16,526	15,895	16,427	15,754	15,423	16,226	17,672	16,948	48,222	64,602	66,269
營業毛利	5,607	5,541	5,659	5,443	5,322	5,624	6,111	5,837	16,164	22,314	22,894
營業費用	4,355	3,544	3,623	3,538	3,450	3,561	3,683	3,621	12,543	15,060	14,315
營業利益	1,252	1,997	2,036	1,905	1,872	2,063	2,428	2,216	3,622	7,254	8,579
稅前淨利	2,834	2,890	2,436	2,305	2,372	2,563	2,928	2,716	4,099	10,465	10,579
本期淨利(NI)	2,420	2,451	2,022	1,913	1,993	2,127	2,430	2,281	3,624	8,806	8,832
淨利歸屬於_母公司業主	2,420	2,451	2,022	1,913	1,993	2,127	2,430	2,281	3,624	8,805	8,832
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	11.82	11.97	9.87	9.34	9.73	10.39	11.87	11.14	18.48	43.00	43.13
QoQ(%)											
營收淨額	4.94	(3.82)	3.35	(4.10)	(2.10)	5.21	8.91	(4.10)			
銷貨毛利	(1.17)	(1.18)	2.14	(3.82)	(2.21)	5.67	8.66	(4.49)			
營業利益	(18.79)	59.57	1.95	(6.45)	(1.69)	10.19	17.69	(8.75)			
稅後純益_母公司淨利	16.13	1.30	(17.51)	(5.39)	4.19	6.75	14.24	(6.14)			
YoY(%)											
營收淨額	63.97	58.84	32.60	0.04	-6.67	2.09	7.58	7.58	(19.97)	33.97	2.58
銷貨毛利	75.07	70.46	41.89	-4.05	-5.07	1.51	7.98	7.24	(6.74)	38.04	2.60
營業利益	49.28	178.33	287.83	23.59	49.62	3.31	19.26	16.34	(47.44)	100.30	18.27
稅後純益_母公司淨利	899.42	456.17	135.64	-8.20	-17.64	-13.20	20.20	19.26	(32.90)	142.94	0.30
各項比率											
營業毛利率	33.93	34.86	34.45	34.55	34.51	34.66	34.58	34.44	33.52	34.54	34.55
營業利益率	7.57	12.56	12.39	12.09	12.14	12.71	13.74	13.07	7.51	11.23	12.95
稅前淨利率	17.15	18.18	14.83	14.63	15.38	15.80	16.57	16.02	8.50	16.20	15.96
稅後淨利率	14.64	15.42	12.31	12.14	12.92	13.11	13.75	13.46	7.52	13.63	13.33

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	14,220	9,664	995
流動金融資產	0	0	0
應收款項	10,041	13,910	11,053
存貨	24,410	31,973	19,223
其他流動資產	1,138	1,277	1,101
流動資產	49,820	56,823	32,372
非流動金融資產	4,520	4,520	4,520
採用權益法之投資	4,063	4,063	4,063
不動產、廠房與設備	7,448	7,124	6,750
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	3,071	2,121	2,341
資產總計	64,963	70,354	45,750
短期借款	2,106	2,643	2,950
流動金融負債	0	0	0
應付款項	14,249	18,792	14,363
其他流動負債	5,249	3,724	4,487
流動負債	21,801	25,159	21,800
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	89	40	-9
其他非流動負債	201	-2,512	-25,473
負債總計	22,174	22,687	-3,683
股本	2,048	2,048	2,048
資本公積	11,552	11,552	11,552
保留盈餘	30,808	35,687	37,453
其他權益	-363	-363	-363
庫藏股	1,257	1,257	1,257
非控制權益	0	0	0
股東權益	42,788	47,667	49,433

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	4,099	10,465	10,579
折舊攤提	686	684	734
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	-208	-38	-90
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	-1,969	-6,161	-7,073
支付之利息	-18	-77	0
支付之所得稅	-423	-1,659	-1,748
其他	-4,383	-4,383	-4,383
來自營運之現金流量	-1,696	-599	-1,410
資本支出	-391	-360	-360
長投增減	0	0	0
短投增減	-82	0	0
收取之利息	208	0	0
收取之股利	87	87	87
其他	-1,186	-90	-89
來自投資之現金流量	-1,364	-363	-362
自由現金流量	-3,061	-962	-1,772
借款增(減)	2,128	488	258
股利發放	-2,837	-3,992	-7,066
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	967	-80	-80
來自融資之現金流量	258	-3,584	-6,888
匯率調整	-11	-11	-11
本期產生之現金流量	-2,813	-4,557	-8,671
期末現金及約當現金	14,220	9,664	995

資料來源：TEJ、國票投顧

群聯歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	62

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。