

## 群光 (2385 TT) Chicony

2025 年商用電腦需求強，高 ASP 鍵盤與影像產品組成持續改善

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$200.0

收盤價 (2024/11/06) : NT\$153.5  
隱含漲幅 : 30.3%

## 營收組成 (2Q24)

鍵盤 34%/電源 34%/影像產品 26%/網通 3%/其他 3%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	200.0	214.0
2024年營收 (NT\$/十億)	102.2	103.4
2024年EPS	12.1	14.0

## 交易資料表

市值	NT\$116,680百萬元
外資持股比率	30.4%
董監持股比率	10.4%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$57.61
負債比	48.6%
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	102,163	111,240
營業利益	10,418	9,409	10,759	13,084
稅後純益	7,320	7,464	8,827	9,803
EPS (元)	10.26	10.35	12.12	13.45
EPS YoY (%)	17.8	0.9	17.1	11.0
本益比 (倍)	15.0	14.8	12.7	11.4
股價淨值比 (倍)	3.2	3.0	2.7	2.5
ROE (%)	23.0	20.3	21.0	21.8
現金殖利率 (%)	4.9%	5.1%	5.1%	5.8%
現金股利 (元)	7.50	7.80	7.80	8.96

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 3Q24 產品組合差且業外低於預期，EPS 季減 3.2 %至 3.3 元，低於元大/市場預期 31%/5%。

◆ 4Q24 高 ASP 鍵盤強且影像產品占比下滑，估 EPS 季減 8%至 3 元。

◆ 估群光 EPS 2023-2026 年以 14.8% CAGR 成長到 15.7 元，殖利率達 6%且成長穩健，以 2025 年 EPS 及 15 倍本益比推得目標價 200 元。

## 3Q24 產品組合與業外損失影響，EPS 3.3 元，季減 3.2%

3Q24 營收 277.2 億元，季增 12.4%。產品組合鍵盤 34%/電源 34%/影像產品 26%/網通 3%/其他 3%。影像產品占比提升到 26%，主因客戶 Action Cam 新品放量帶動。電源產品營收估季增 16%，主因大瓦數電源、智慧建築及遊戲機客戶 5M24 改版完成後開始出貨。3Q24 毛利率 20.4%，季減 0.3 個 ppts，低於預期 1 個 ppts，主因低毛利率影像使產品組合持續轉差。營益率 10.8%，季增 0.4 個 ppts。業外部分儘管有蘇州廠徵收一次性收益 7.6 億元，然負面因素包含匯兌損失 3.7 億元、投資損失 2.9 億元，使整體 3Q24 EPS 3.3 元，季減 3.2%，低於預於元大/市場預期 31.3%/5%。

## 4Q24 高 ASP 鍵盤續強及影像產品汰弱留強，估 EPS 季減 8%

4Q24 在 LED 背光鍵盤滲透率提升帶動高 ASP KB 營收估季增 2%；一般 KB 受季節性因素影響，估營收季減 9%。影像產品受 3Q24 Action Cam 新品推出墊高基期，估營收季減 7%。4Q24 電源產品客戶拉貨保守，估營收季減 3%。整體 4Q24 營收季減 2.9%，下修 5.2%反映 AI PC 需求延至 2025 年較有明顯出貨。毛利率在 1) 高 ASP KB 占比提升 2) 降低低毛利智慧家庭產品，估季增 0.3ppts，下修 0.7ppt 反映營收規模下修、匯率因素和影像產品營收占比較預期高。營益率 10.9%，季增 0.2 個 ppts。EPS 3.0 元，季減 8.3%。

## 評價低、成長穩、殖利率達 6%，股價下檔有限具上漲空間

展望 2024/25 年，在 1) 商務筆電與 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 2023-2026 年以 14.8% CAGR 成長到 15.7 元。預估 2025 年現金股利達 9 元，殖利率達 6%，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 13.5 元、15 倍本益比推得目標價 200 元，給予買進評等。

### 3Q24 EPS 3.3 元，季減 3.2%，低於預期 31%主因產品組合與業外收益低於預期

3Q24 營收 277.2 億元，季增 12.4%/年增 7.4%，產品組合為鍵盤 34%/電源 34%/影像產品 26%/網通 3%/其他 3%。其中高 ASP KB 占比自 1Q24 19%提升至 3Q24 21%，鍵盤營收季增 2%，主要受惠 AI PC 鍵盤與商用機種銷售暢旺，帶動 LED 背光鍵盤滲透率提升。影像產品部分營收季增 20%，主因客戶 Action Cam 新品推出以及視訊會議及監控鏡頭需求強勁。電源產品營收季增 16%，主因大 W 數電源、智慧建築及遊戲機客戶 5M24 改版完成後開始出貨。3Q24 毛利率 20.4%，季減 0.3 個 ppts/年減 1.1 個 ppts，低於預期 1.0 個 ppts，主因產品組合轉差，低毛利率影像產品占比提升 (2Q24 24%提升到 3Q24 26%)。營益率 10.8%，季增 0.4 個 ppts/年減 0.9 個 ppts，低於預期 0.8 個 ppts，主因毛利率較低。營業利益 29.8 億元，季增 16.5%/年減 0.7%，低於本中心預期 5.7%。業外部分儘管有蘇州廠徵收一次性收益 7.6 億元，然負面因素包含 1、匯兌損失 3.7 億元。2、投資損失 2.9 億元，使整體 3Q24 EPS 3.3 元，季減 3.2%/年增 12.3%，低於本中心/市場預期 31.3%/4.7%。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	25,809	24,674	27,721	12.4%	7.4%	27,469	27,588	0.9%	0.5%
營業毛利	5,547	5,100	5,642	10.6%	1.7%	5,852	5,765	-3.6%	-2.1%
營業利益	3,001	2,558	2,981	16.6%	-0.7%	3,160	3,093	-5.7%	-3.6%
稅前利益	3,110	3,532	3,460	-2.0%	11.3%	5,112	3,840	-32.3%	-9.9%
稅後淨利	2,121	2,471	2,397	-3.0%	13.0%	3,485	2,571	-31.2%	-4.7%
調整後 EPS (元)	2.93	3.40	3.29	-3.2%	12.3%	4.79	3.45	-31.3%	-4.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	21.5%	20.7%	20.4%	-0.3	-1.1	21.3%	20.9%	-1.0	-0.5
營業利益率	11.6%	10.4%	10.8%	0.4	-0.9	11.5%	11.2%	-0.8	-0.5
稅後純益率	8.2%	10.0%	8.7%	-1.4	0.4	12.7%	9.3%	-4.0	3.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 4Q24 LED 背光鍵盤滲透率提升及影像產品汰弱留強，估 EPS 季減 8%至 3 元

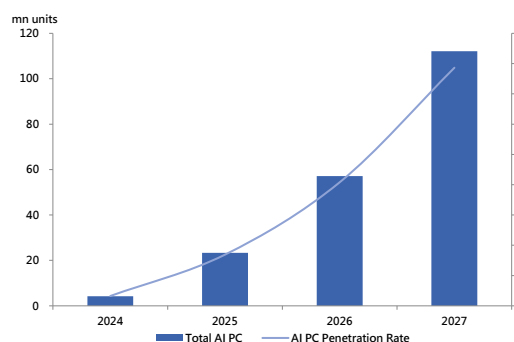
4Q24 在商務 PC 需求帶動下，群光 LED 背光鍵盤滲透率將加速提升，並於 2025-2026 年逐步向 50%靠攏(3Q24 已達 46%)，帶動高 ASP KB 營收估季增 2%；一般 KB 受季節性因素影響，估營收季減 9%。影像產品部分，4Q24 受 3Q24 Action Cam 新品推出墊高基期，估影像產品營收季減 7%。4Q24 電源產品受 PC 季節性因素及大選因素，客戶拉貨相對保守，估營收季減少 3%。整體 4Q24 營收季減 2.9%/年增 10.2%，下修 5.2%主要反映 AI PC 需求預期延至 2025 年較有明顯出貨。毛利率在 1)、高 ASP KB 占比提升。2)、持續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 3Q24 的 30-35%，增加較高毛利產品如 Action Cam/Surveillance Cam/DMS (Driver Monitoring System)用於車隊管理/Body Cam 等等。估 4Q24 毛利率季增 0.3ppts/年減 0.2ppts，下修 0.7ppt 反映營收規模下修、匯率因素以及影像產品營收占比較預期高。營益率 10.9%，季增 0.2 個 ppts/年增 0.3ppts。營業利益 29.4 億元，季減 1.3%/年增 13.6%。EPS 3.0 元，季減 8.3%/年增 5.1%。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	24,429	27,721	26,922	-2.9%	10.2%	28,408	27,881	-5.2%	-3.4%
營業毛利	5,099	5,642	5,553	-1.6%	8.9%	6,060	5,817	-8.4%	-4.5%
營業利益	2,588	2,981	2,941	-1.3%	13.6%	3,276	3,096	-10.2%	-5.0%
稅前利益	3,069	3,460	3,289	-4.9%	7.2%	3,642	3,562	-9.7%	-7.7%
稅後淨利	2,070	2,397	2,197	-8.3%	6.2%	2,433	2,398	-9.7%	-8.4%
調整後 EPS (元)	2.87	3.29	3.02	-8.3%	5.1%	3.34	3.27	-9.7%	-7.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	20.9%	20.4%	20.6%	0.3	-0.2	21.3%	20.9%	-0.7	-0.2
營業利益率	10.6%	10.8%	10.9%	0.2	0.3	11.5%	11.1%	-0.6	-0.2
稅後純益率	8.5%	8.7%	8.2%	-0.5	-0.3	8.6%	8.6%	-0.4	-0.4

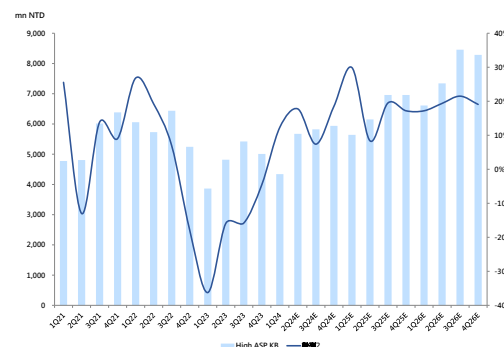
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：AI PC 滲透率與出貨量急速成長



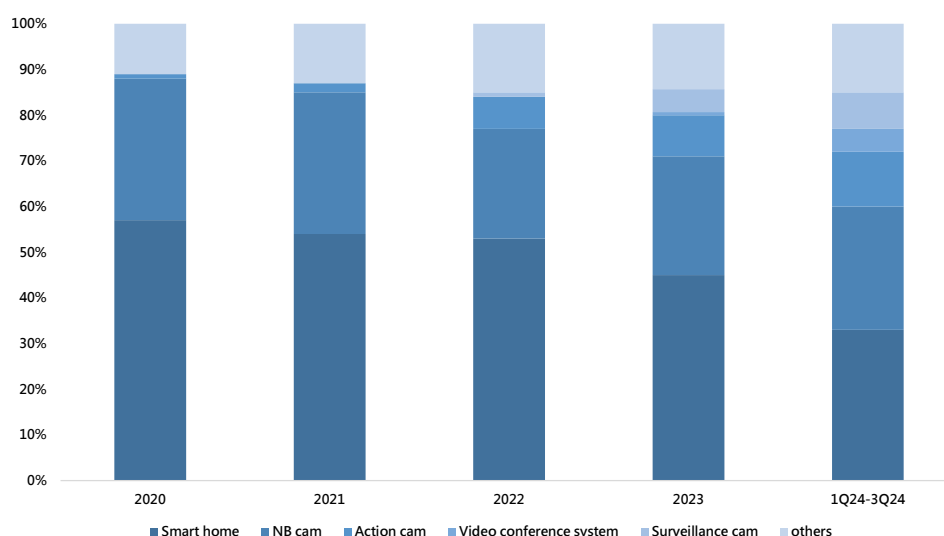
資料來源：IDC、元大投顧預估

圖 4：高 ASP 鍵盤營收持續提升



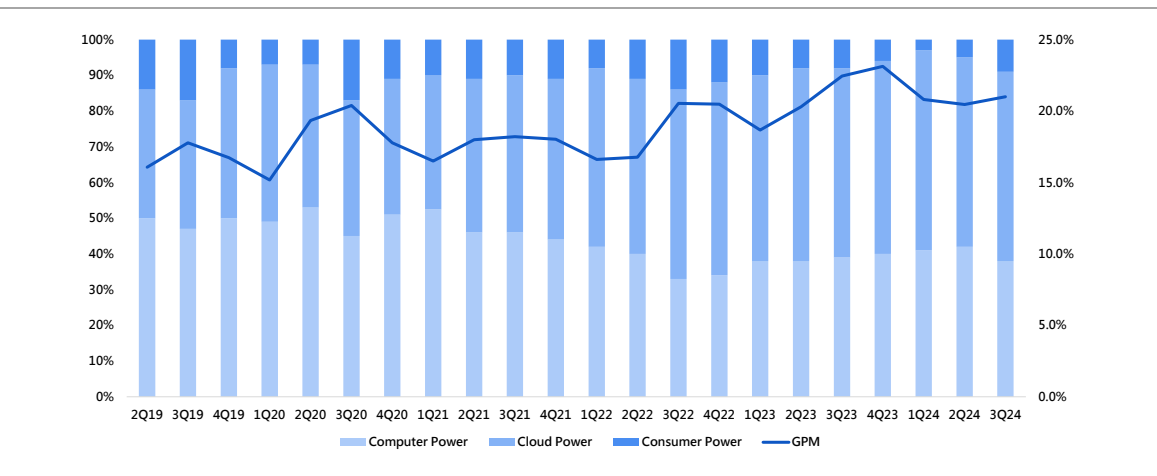
資料來源：元大投顧預估

圖 5：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



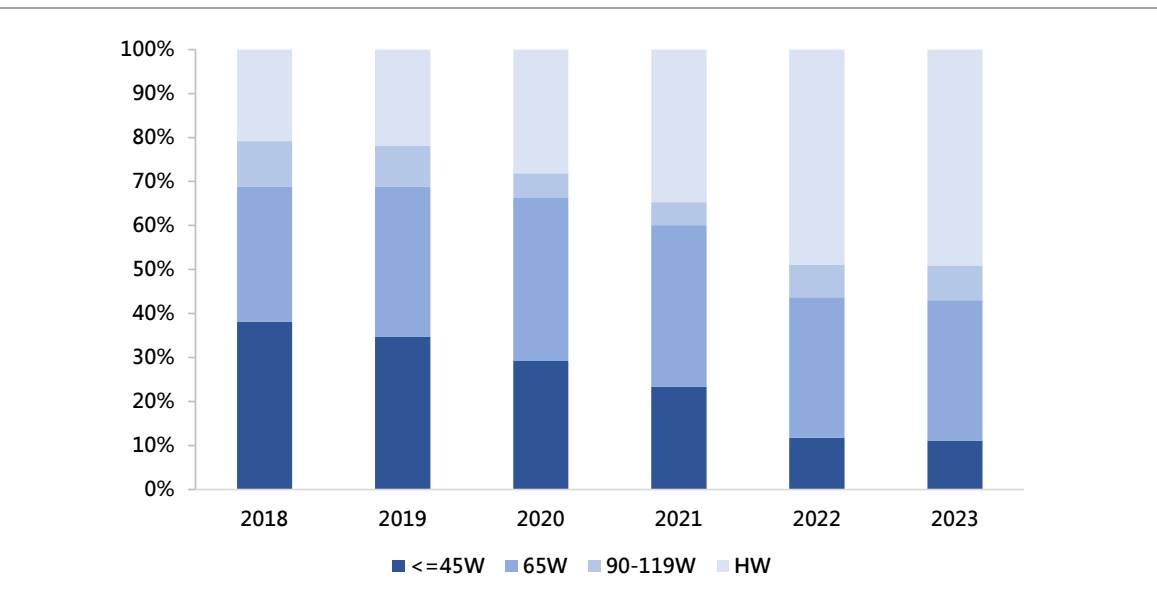
資料來源：公司資料

圖 6：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 7：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 8：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

## 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 2024/25 年營收占比將達 25%/30-35%，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 9：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

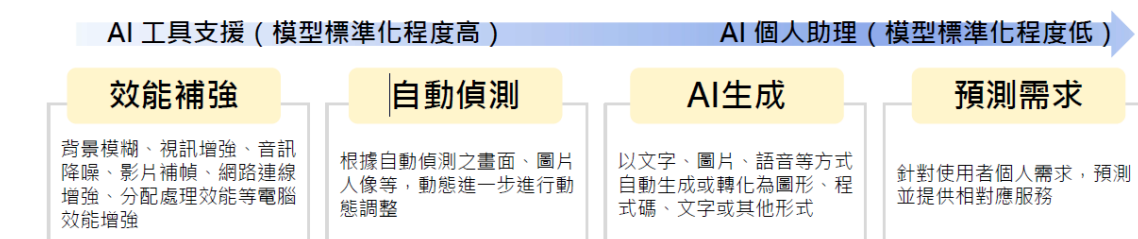
## 2024/25 年三大產品線重返成長，估 EPS 年增 17.1%/11.0%至 12.1/13.5 元

展望 2024/25 年，群光主要受惠 1)、2025 年商用筆電及 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，帶動三大產品線 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 3.9%/8.9%至 1,022 億/1,112 億元，毛利率部分受惠上述三大優勢下，估將年增 1.1/0.9 個百分點至 20.5%/21.4%，創近 20 年新高。營業利益年增 14.3%/21.6%至 107.6 億/130.8 億元，營業收益率 10.5%/11.8%。EPS 估年增 17.1%/11.0%至 12.1/13.5 元。

### 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

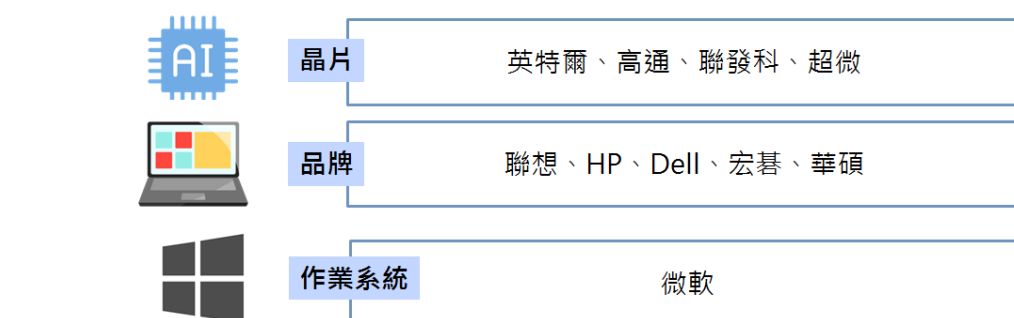
AI PC 指在 PC 端能使用特定 AI 推論功能，從協助筆電進行畫面刷新率的動態調節與分擔，簡單的視訊會議虛擬背景噪音消除、照片影像編輯中臉孔人體辨識、遊戲流暢銜接等，到文本摘要、執行特定 AI 推論如 2D 圖像 3D 化，甚至個人化應用如分析使用者過去信件自動完成草稿撰寫、根據使用者備忘錄規劃定期，安排參與人員、可行時間與會議室等等。AI PC 預期將使過去多於資料中心執行推論與運算的資料帶至邊緣端，此趨勢需晶片廠商、軟體開發商、系統廠商與品牌廠共同合作滿足 AI PC 邊緣運算硬體與軟體提升。

圖 10：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 11：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。

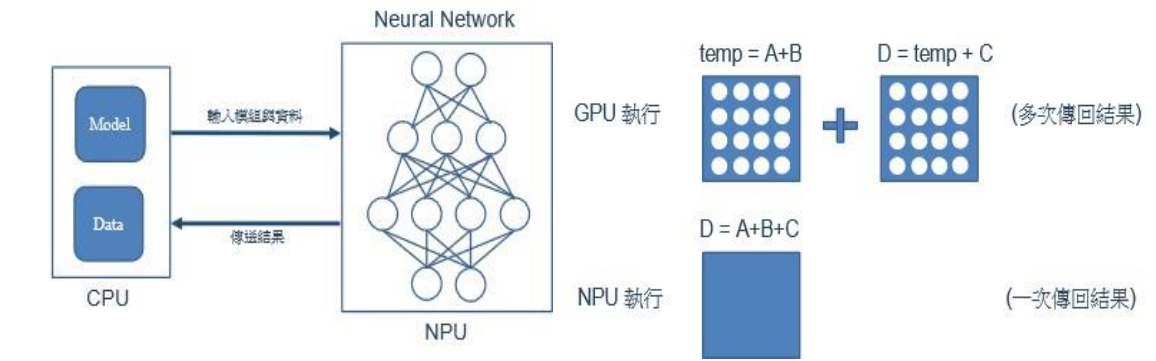
#### NPU (神經處理單元)架構簡化資料處理：

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 12：NPU 運算架構



資料來源：網路

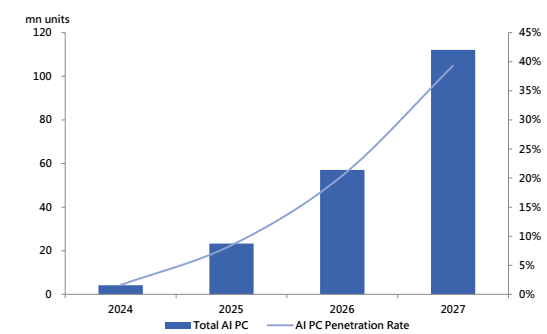
若以微軟定義的 AI PC 來看，包含 1) 具備 NPU 的處理器且 NPU TOPS>40；2) 具備 Copilot 鍵；3) 支援 Copilot AI 功能。AI PC 預期於 2H24 推出並首先搭載高通 Snapdragon X Elite 晶片，後續為 Intel Lunar Lake/AMD Strix Point/Apple M4 晶片。若以微軟定義預估，2024 年 AI PC 出貨量將達 420 萬台，滲透率 2%，並以 199% CAGR 成長至 2027 年的 1,112 萬台，滲透率達 39%，主要成長時間點將落在 2H24-2025 年，先期將主要以商務需求使用為主，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 13：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

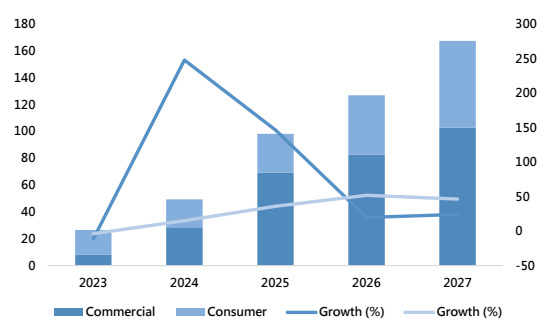
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 14：AI PC 出貨量於 2024-2027 年以 199% CAGR 成長



資料來源：IDC、元大投顧

圖 15：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 16：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 17：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 18：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 19：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。

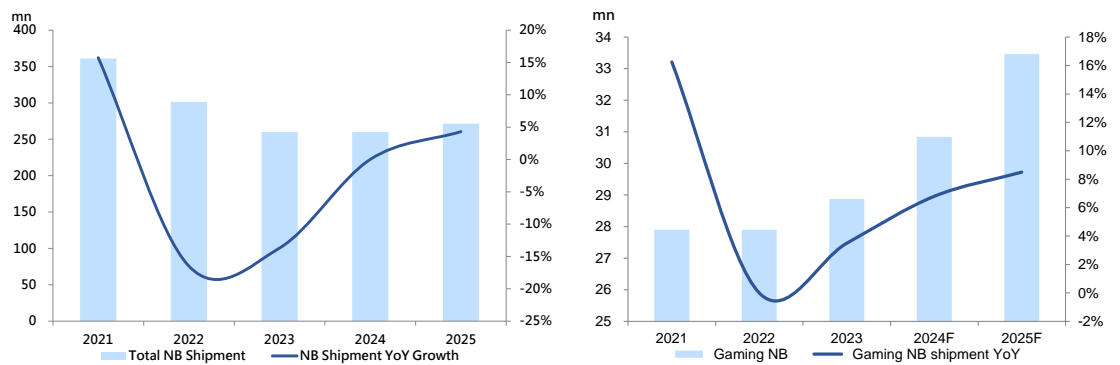
2024 年為 Nvidia 二年一次大改款時間，估計推出時點 4Q24 (暫稱 50 系列)，在新架構、新工藝、加大顯存容量下，效能可望比 40 系列高出 50~100%，價格比舊 40 系列提升 0~10%，帶動電競 NB 需求成長。電競 NB 走向休閒風，過去 PC 衰退時，銷售相對具支撐，目前電競 NB 滲透率約 15% 偏低，未來出貨仍看好，估 2023/24 年年增 3.5%/6.8%，將有利於群光 ASP 鍵盤出貨成長。

圖 20：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 21：全球 NB / 電競 NB 出貨量預估



資料來源：IDC、元大投顧

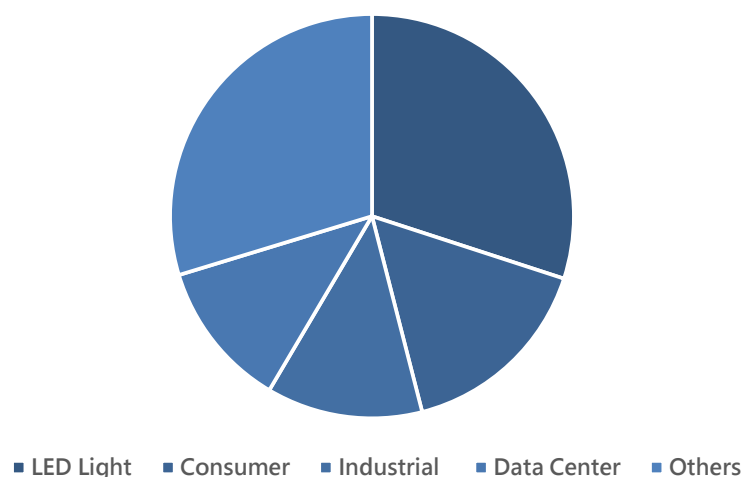
### 電源供應器產業將穩健向上，由數據中心與其他利基型應用帶動需求成長

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%。

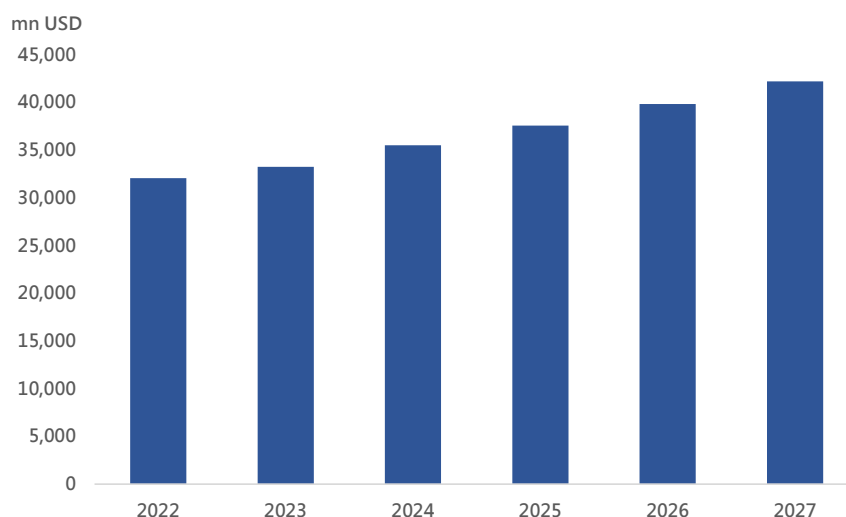
展望後市，預期電源市場成長動能將來自 AI 及算力需求持續提升所帶動的資料中心電源成長，不論是數量或是 ASP 都將進一步提升。同時，其餘醫療、工業、通訊、航空航天等產業都將抵銷消費性、可攜式等成熟產品對於電源使用下滑影響。預期全球電源供應器產值將自 2023-2027 年以 5% CAGR 成長。

圖 22：全球電源供應器市場依終端應用分類



資料來源：IEK

圖 23：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 24：北美四大 CSP 資本支出預估

CAPEX(US\$mn)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	22,281	24,640	31,485	32,251	50,748	56,356
Microsoft	17,592	23,216	24,768	35,202	53,022	58,702
Amazon	40,141	61,053	63,645	52,729	74,965	76,767
Meta	15,115	18,628	31,431	27,266	38,098	48,580
<b>Total</b>	<b>95,129</b>	<b>127,537</b>	<b>151,329</b>	<b>147,448</b>	<b>216,833</b>	<b>240,405</b>
YoY Growth (%)	CY 2020	CY 2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024	CY 2025
Google	-5.4%	10.6%	27.8%	2.4%	57.4%	11.1%
Microsoft	29.9%	32.0%	6.7%	42.1%	50.6%	10.7%
Amazon	138.1%	52.1%	4.2%	-17.2%	42.2%	2.4%
Meta	0.1%	23.2%	68.7%	-13.3%	39.7%	27.5%
<b>Total</b>	<b>37.8%</b>	<b>34.1%</b>	<b>18.7%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>47.1%</b>	<b>10.9%</b>

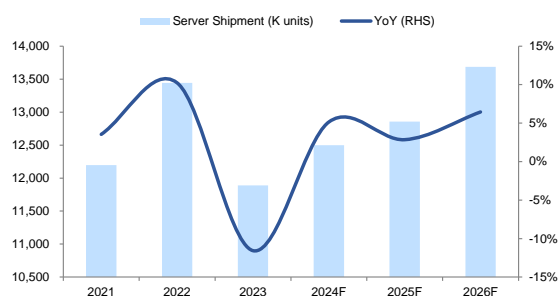
資料來源：各公司、元大投顧預估

圖 25：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	2Q24 AWS營收263億美元，季增5%，年增19%。公司持續看到成長動能來自成本優化、基礎建設更新及AI業務成長。Nvidia晶片效能提升，且最新一代的 Trainium 2 將於2H24推出，客戶對於AI晶片需求強勁。
	2Q24 PP&E支出176億美元，季增18%，年增54%。管理層表示2H24資本支出將高於1H24，主要用於基礎建設（包含生成式AI及非生成式AI）以支持AWS成長。
Meta	2Q24資本支出（包括融資租賃、本金還款）為 84.72億美元，季增26%，年增33%，主要用於伺服器、資料中心及網通等基礎建設。
	管理層指引2024全年資本支出370-400億美元，落於前次財測上緣（350-400億美元），公司將持續投入基礎建設以支持生成式AI及進階功能開發。 管理層表示2025年資本支出將顯著年增，用以支持AI相關的研發及發展，市場則預期2025年資本支出將年增15%至434億。
Microsoft	FY4Q24資本支出為130.9億美元，季增27%，年增55%，主要為AI相關投資，其中約50%用於基礎建設需求，50%用於伺服器的CPU及GPU需求。由於基礎建設投資屬於一次性投資，因此資本支出的增長與營收的成長出現落差。
	FY4Q24雲端收入為368億美元，年增21%，符合預期。以部門別來看，智慧雲端營收285億美元，年增19%，符合上季管理層指引，主因Azure及其他雲端服務強勁增長29%，其中Azure OpenAI服務等AI相關功能貢獻8%增長。 管理層表示受惠雲端及AI需求，FY2025資本支出將持續增長並呈季增態勢。
Google	2Q24雲端業務營收103.5億美元，季增8%，年增23%，其中GCP增長強勁，增長幅度高於雲端業務整體增長。AI貢獻度提升，前100大客戶大部分已使用生成式AI解決方案。
	2Q24資本支出132億美元，季增10%，年增64%，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。Google在2Q24宣布將於馬來西亞建立第一個資料中心，此外也在愛荷華州、維吉尼亞州和俄亥俄州進行擴展。 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52%。

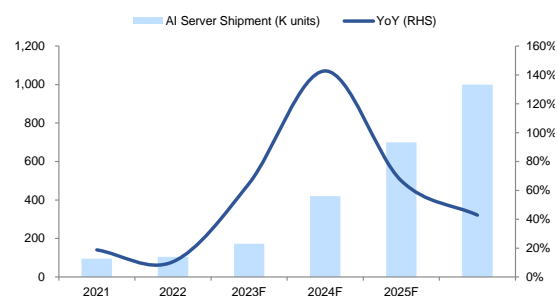
資料來源：各公司、元大投顧整理

圖 26：伺服器出貨量預估



資料來源：元大投顧預估

圖 27：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 15 倍本益比，以 2025 年 EPS 13.5 元，推得目標價 200 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 2023-2026 年以 14.8% CAGR 成長到 15.7 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 9 元、目前殖利率達 6%，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 13.5 元、15 倍本益比推得目標價 200 元，給予買進評等。

圖 28：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	102,163	103,396	111,240	115,854	-1.2%	-4.0%
營業毛利	20,902	21,620	23,819	25,090	-3.3%	-5.1%
營業利益	10,759	11,273	13,084	13,910	-4.6%	-5.9%
稅前利益	13,030	15,034	14,710	15,633	-13.3%	-5.9%
稅後淨利	8,827	10,151	9,803	10,391	-13.0%	-5.7%
調整後 EPS (元)	12.12	13.96	13.45	14.29	-13.2%	-5.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	20.5%	20.9%	21.4%	21.7%	-0.5	-0.3
營業利益率	10.5%	10.9%	11.8%	12.0%	-0.4	-0.3
稅後純益率	8.6%	9.8%	8.8%	9.0%	-1.2	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

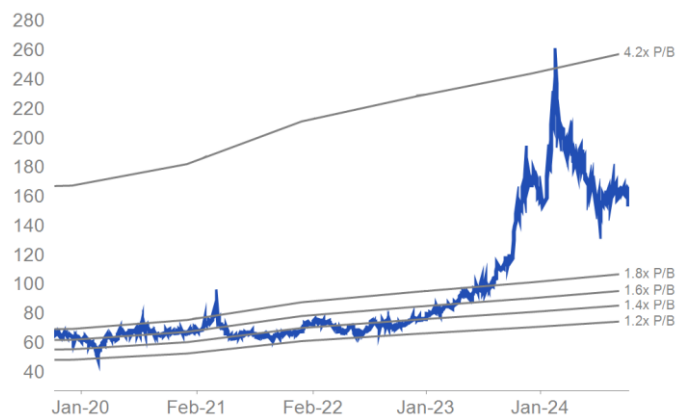


圖 29：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 30：12 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 31：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	153.5	3,658	10.35	12.12	13.45	14.8	12.7	11.4	0.9	17.1	11.0
Power													
光寶科	2301 TT	買進	106	7,764	6.4	5.5	6.6	16.6	19.3	16.1	2.8	(13.9)	19.9
台達電	2308 TT	買進	403	32,818	12.9	15.3	19.6	31.3	26.3	20.6	2.2	19.0	27.8
康舒	6282 TT	未評等	34	911	0.0	0.6	1.4	809.4	53.6	24.1	(95.8)	1,410.8	122.2
群電	6412 TT	未評等	122	1,533	8.3	8.6	10.7	14.8	14.2	11.5	0.6	3.7	24.3
Power 同業平均					6.4	7.1	9.2	285.8	33.1	20.3	(30.3)	471.9	56.7
鍵盤同業													
達方	8163 TT	未評等	45.95	403	5.9	-	-	7.8	-	-	42	-	-
精元	2387 TT	未評等	55.90	342	1.2	-	-	47.8	-	-	(84.4)	-	-
鍵盤同業平均					3.5	-	-	27.8	-	-	(21.0)	-	-
影像設備同業													
佳能	2374 TT	未評等	47.60	429	1.0	-	-	49.4	-	-	101.5	-	-
亞光	3019 TT	未評等	106.50	932	3	4	5	33.6	25.4	21.1	(15.5)	51	20.2
影像設備同業平均					1.9	4.2	5.1	41.5	25.4	21.1	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 32：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	153.5	3,658	20.3	21.0	21.8	51.41	57.61	61.72	3.0	2.7	2.5
Power													
光寶科	2301 TT	買進	106	7,764	17.6	14.6	16.8	36.9	38.3	41.0	2.9	2.8	2.6
台達電	2308 TT	買進	403	32,818	16.6	17.9	20.1	76.7	85.5	97.5	5.3	4.7	4.1
康舒	6282 TT	未評等	34	911	0.2	3.3	5.9	35.0	28.4	30.2	1.0	1.2	1.1
群電	6412 TT	未評等	122	1,533	20.7	25.1	31.1	34.6	34.6	40.2	3.5	3.5	3.0
Power 同業平均					11.5	11.9	14.2	49.5	50.7	56.2	3.0	2.9	2.6
鍵盤同業													
達方	8163 TT	未評等	45.95	403	1.1	-	-	43.7	-	-	1.1	-	-
精元	2387 TT	未評等	55.90	342	2.0	-	-	48.6	-	-	1.1	-	-
鍵盤同業平均					1.5	-	-	46.2	-	-	1.1	-	-
影像設備同業													
佳能	2374 TT	未評等	47.60	429	2.2	-	-	22.6	-	-	2.1	-	-
亞光	3019 TT	未評等	106.50	932	1.3	7.6	9.0	45	-	-	2.4	-	-
影像設備同業平均					1.7	7.6	9.0	33.8	-	-	2.2	-	-

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 33：季度及年度簡明損益表 (合併)

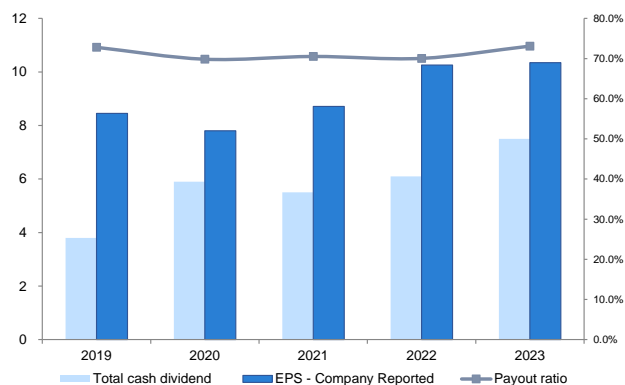
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	22,846	24,674	27,721	26,922	24,959	26,265	30,515	29,502	102,163	111,240
銷貨成本	(18,238)	(19,574)	(22,079)	(21,369)	(19,734)	(20,659)	(23,886)	(23,143)	(81,261)	(87,421)
營業毛利	4,608	5,100	5,642	5,553	5,225	5,606	6,630	6,359	20,902	23,819
營業費用	(2,329)	(2,542)	(2,661)	(2,611)	(2,408)	(2,535)	(2,945)	(2,847)	(10,143)	(10,735)
營業利益	2,279	2,558	2,981	2,941	2,816	3,071	3,685	3,512	10,759	13,084
業外利益	469	975	479	348	387	394	418	428	2,271	1,626
稅前純益	2,748	3,532	3,460	3,289	3,203	3,465	4,103	3,940	13,030	14,710
所得稅費用	(676)	(633)	(582)	(632)	(788)	(621)	(690)	(758)	(2,524)	(2,857)
少數股東權益	310	428	481	460	418	492	590	551	1,678	2,051
歸屬母公司稅後純益	1,762	2,471	2,397	2,197	1,997	2,352	2,822	2,632	8,827	9,803
調整後每股盈餘(NT\$)	2.42	3.40	3.29	3.02	2.74	3.23	3.87	3.61	12.12	13.45
調整後加權平均股數(百萬股)	729	729	729	729	729	729	729	729	729	729
重要比率										
營業毛利率	20.2%	20.7%	20.4%	20.6%	20.9%	21.3%	21.7%	21.6%	20.5%	21.4%
營業利益率	10.0%	10.4%	10.8%	10.9%	11.3%	11.7%	12.1%	11.9%	10.5%	11.8%
稅前純益率	12.0%	14.3%	12.5%	12.2%	12.8%	13.2%	13.4%	13.4%	12.8%	13.2%
稅後純益率	7.7%	10.0%	8.7%	8.2%	8.0%	9.0%	9.3%	8.9%	8.6%	8.8%
有效所得稅率	24.6%	17.9%	16.8%	19.2%	24.6%	17.9%	16.8%	19.2%	19.4%	19.4%
季增率(%)										
營業收入	-6.5%	8.0%	12.4%	-2.9%	-7.3%	5.2%	16.2%	-3.3%		
營業利益	-11.9%	12.2%	16.6%	-1.3%	-4.3%	9.1%	20.0%	-4.7%		
稅後純益	-14.9%	40.2%	-3.0%	-8.3%	-9.1%	17.8%	20.0%	-6.7%		
調整後每股盈餘	-15.7%	40.5%	-3.2%	-8.3%	-9.1%	17.8%	20.0%	-6.7%		
年增率(%)										
營業收入	0.6%	-2.7%	7.4%	10.2%	9.2%	6.4%	10.1%	9.6%	3.9%	8.9%
營業利益	27.6%	25.8%	-0.7%	13.6%	23.5%	20.1%	23.6%	19.4%	14.3%	21.6%
稅後純益	19.9%	37.0%	13.0%	6.2%	13.3%	-4.8%	17.7%	19.8%	16.7%	12.8%
調整後每股盈餘	18.0%	36.0%	12.3%	5.1%	13.3%	-5.1%	17.7%	19.8%	17.1%	11.0%

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

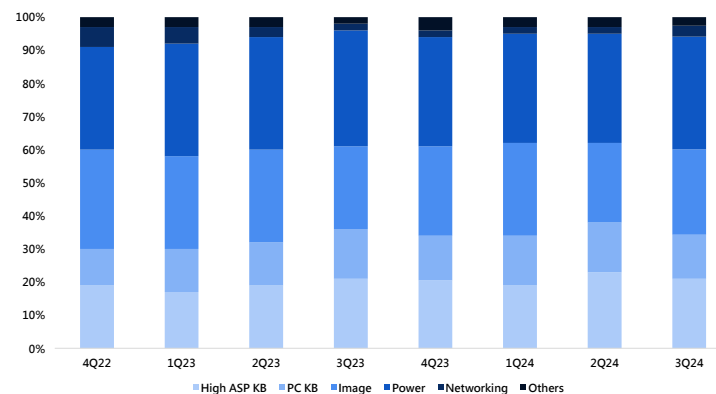
群光創立於 1983 年，主要產品線為鍵盤、影像產品、電源供應器、智慧家居產品等。其中鍵盤、筆電相機模組以及電源供應器已成為全球領導製造商。集團總部位於新北市三重區，於中國大陸蘇州、東莞、重慶、歐洲捷克、泰國等地設有生產基地，另於美國、日本設有分公司。2023 年銷貨地區佔比國內 77.3%、亞洲 20.4%、美洲 1.8%、歐洲 0.4%。此外，群光持有子公司群電 52.1% 股權。

圖 34：群光股利配發率穩定



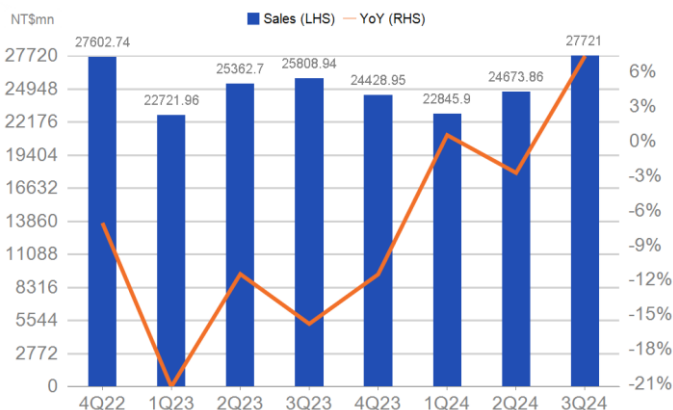
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 35：營收組成



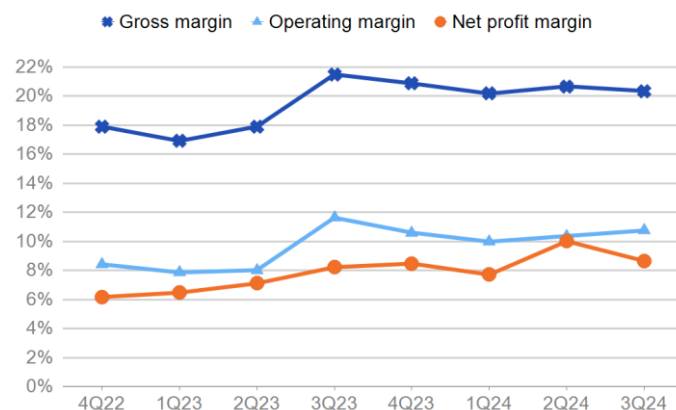
資料來源：公司資料

圖 36：營收趨勢



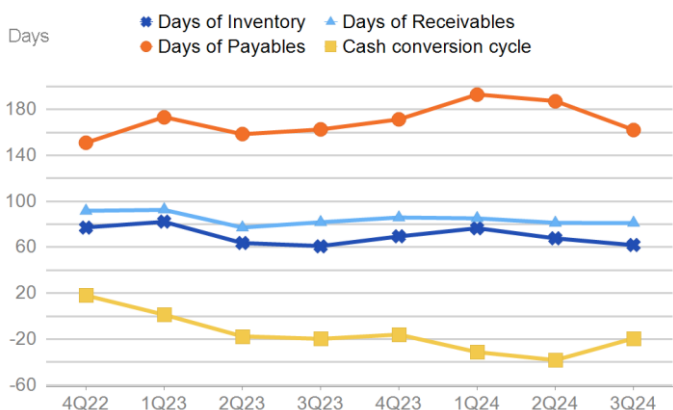
資料來源：CMoney、公司資料

圖 37：毛利率、營益率、淨利率



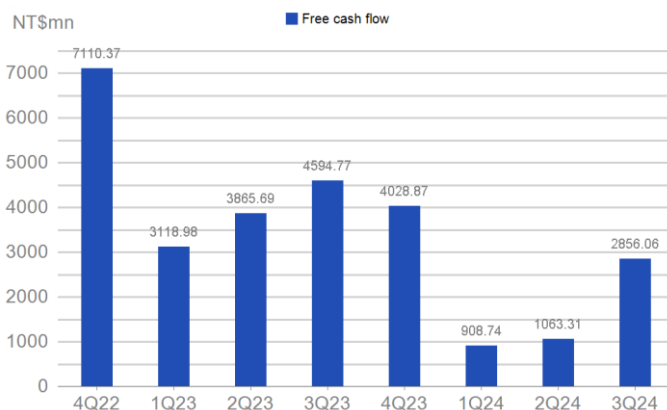
資料來源：CMoney、公司資料

圖 38：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 39：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

# ESG 分析

- 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，在電子零組件行業中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 的揭露，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 40：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 (2024/11/6)

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	24,655	26,529
存貨	21,796	18,458	15,788	16,271	16,782
應收帳款及票據	29,029	25,303	21,802	22,982	24,562
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	66,564	68,279
採用權益法之投資	218	229	234	603	703
固定資產	14,962	15,724	16,012	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	25,211	26,163	27,428
資產總額	83,726	87,064	90,789	92,727	95,707
應付帳款及票據	27,577	20,929	23,233	23,074	23,870
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	43,802	44,597
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	938	664	614	658	658
長期負債	938	664	614	658	658
負債總額	47,693	44,724	44,575	44,460	45,255
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	27,674	30,665
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	41,973	44,964
非控制權益	5,580	6,685	7,140	8,818	10,869
股東權益總額	36,034	42,340	46,214	50,791	55,833

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	10,505	11,853
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	(1,821)	(1,296)
其他營業資產及負債變動	3,061	3,827	(1,478)	642	(606)
營運活動之現金流量	4,389	16,368	18,789	12,099	12,597
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)	(6,811)
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)	(6,811)
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	2,491	1,874
自由現金流量	1,175	14,636	15,647	9,550	9,816

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	102,163	111,240
銷貨成本	(88,572)	(95,172)	(79,294)	(81,261)	(87,421)
營業毛利	18,902	20,576	19,028	20,902	23,819
營業費用	(10,289)	(10,158)	(9,619)	(10,143)	(10,735)
推銷費用	(3,732)	(3,150)	(2,624)	(2,962)	(3,003)
研究費用	(3,481)	(3,572)	(3,632)	(3,799)	(4,060)
管理費用	(3,035)	(3,414)	(3,326)	(3,435)	(3,671)
其他費用	(42)	(21)	(38)	53	0
營業利益	8,613	10,418	9,409	10,759	13,084
利息收入	98	148	630	888	572
利息費用	(60)	(145)	(126)	(72)	(106)
利息收入淨額	38	3	504	816	466
投資利益(損失)淨額	26	3	10	267	230
匯兌損益	(603)	(355)	247	(499)	(129)
其他業外收入(支出)淨額	1,377	1,128	1,103	1,686	1,060
稅前純益	9,452	11,197	11,273	13,030	14,710
所得稅費用	(1,879)	(2,181)	(2,273)	(2,524)	(2,857)
少數股權淨利	1,418	1,696	1,536	1,678	2,051
歸屬母公司之稅後純益	6,154	7,320	7,464	8,827	9,803
稅前息前折舊攤銷前淨利	12,471	14,534	14,445	13,531	15,730
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.71	10.26	10.35	12.12	13.45

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)	3.9	8.9
營業利益	12.4	21.0	(9.7)	14.3	21.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	15.5	16.5	(0.6)	(6.3)	16.3
稅後純益	15.3	19.1	(0.2)	16.7	12.8
調整後每股盈餘	17.8	17.8	0.9	17.1	11.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	17.6	17.8	19.4	20.5	21.4
營業利益率	8.0	9.0	9.6	10.5	11.8
稅前息前淨利率	8.7	9.6	11.3	10.5	11.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	11.6	12.6	14.7	13.2	14.1
稅前純益率	8.8	9.7	11.5	12.8	13.2
稅後純益率	5.7	6.3	7.6	8.6	8.8
資產報酬率	9.5	10.6	10.1	11.3	12.4
股東權益報酬率	22.0	23.0	20.3	21.0	21.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	132.4	105.6	96.5	87.5	81.1
淨負債權益比(%)	(0.3)	(21.9)	(38.4)	(45.8)	(45.0)
利息保障倍數 (倍)	159.4	78.3	90.5	181.7	139.9
流動比率 (%)	127.8	142.3	149.2	152.0	153.1
速動比率 (%)	77.1	96.5	109.0	114.8	115.5
淨負債 (NT\$百萬元)	(101)	(9,258)	(17,758)	(23,259)	(25,133)
調整後每股淨值 (NT\$)	40.86	47.43	51.41	57.61	61.72
評價指標 (倍)					
本益比	17.6	15.0	14.8	12.7	11.4
股價自由現金流量比	102.3	7.9	7.5	12.3	11.9
股價淨值比	3.8	3.2	3.0	2.7	2.5
股價稅前息前折舊攤銷前	10.3	8.9	8.9-	9.5	8.2
股價營收比	1.2	1.1	1.3	1.3	1.2

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  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

## 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 仁愛路三段 157 號 4 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>.