

## 群聯 (8299 TT) Phison

產業景氣不如預期，靜待營運轉機

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月) : NT\$450.0

收盤價 (2024/11/08) : NT\$466.0

隱含漲幅 : -3.4%

## 營收組成 (3Q24)

Consumer 18%/Industrial 15%/Gaming 4%/Embedded ODM 46%/Controller 24%/Others 8%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	450.0	680.0
2024年營收 (NT\$/十億)	57.3	64.5
2024年EPS	33.7	43.5

## 交易資料表

市值	NT\$95,440百萬元
外資持股比率	38.5%
董監持股比率	14.9%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$233.12
負債比	34.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (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	60,256	48,222	57,311	66,549
營業利益	6,844	3,622	5,413	5,445
稅後純益	5,401	3,624	6,780	5,819
EPS (元)	26.82	17.99	33.66	28.89
EPS YoY (%)	-33.7	-32.9	87.1	-14.2
本益比 (倍)	17.4	25.9	13.8	16.1
股價淨值比 (倍)	2.4	2.2	2.0	1.9
ROE (%)	14.4	9.0	15.1	12.1
現金殖利率 (%)	3.2%	2.8%	3.8%	3.2%
現金股利 (元)	14.73	13.08	17.50	15.02

## 劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

## 徐銘駿

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

## 元大觀點

- 3Q24 EPS 大幅低於預期 67%，主因消費性需求疲弱且 NAND 跌價使毛利率低於預期，短期此趨勢將延續，同時下修 4Q24 EPS 77%。
- 預期 NAND 跌價循環將延續至 1H25，高附加價值業務策略正確，然難以帶動營運於 1H25 回歸年成長，因此下修今年 EPS 23%/45%。
- 難以抵禦整體記憶體需求不振影響，產業下行循環仍需 2-3 季觀察，降評至「持有」，目標價降至 450 元 (16x 2025F EPS NT\$28.9)。

## 3Q24 EPS 低於預期 67%，跌價使毛利率不如預期

3Q24 EPS 季減 72%/年減 22%至 3.4 元，低於本中心預期 67%，主因 1) 消費性與遊戲模組(Consumer & Gaming module) 季減 20%/年減 38%，整體消費性電子需求回溫遠低預期(圖 3)；2) NAND 跌價影響與存貨評價損失(影響毛利率 3.4 個百分點)，使毛利率僅達 29.2%，低於本中心/市場預期之 34.7%/34.4%；3) 金融資產評價減損與匯損使業外損失達~5 億元。

## 需求不振使跌價壓力持續，下修 4Q24 EPS 77%

展望後市，管理層指出 1) 消費性需求狀況疲弱持續；2) 原廠已開始減產；3) 公司策略以維持獲利而非與同業進行價格競爭，因此本中心下修 4Q24 營收 34%，估季減 22%/年減 31%，而考量到公司仍於多項新產品線(Repeater、eSSD、aiDaptiv) 進行開發，而 NAND 產業下行將使子公司獲利進一步惡化，因此下修 EPS 77%至 2.6 元(季減 23%/年減 76%)。

## 景氣逆風較預期長，價格下行恐延續至 1H25

因消費性電子景氣逆風延續至 2H24，加上觀察 1Tb TLC NAND 價格自年中下跌 21% (圖 5)，我們認為此趨勢將延續至 1H25，因此儘管估計 2024 年公司消費性與遊戲業務比重自 2019-2023 年之 30%-50%降至 25% (圖 6)，然評估工控、車用、企業級等產品仍難以帶動整體營運於 1H25 回歸年成長軌跡，因此大幅下修今年 EPS 23%/45%至 33.7 元/28.9 元。

## 高附加價值業務難以抵禦景氣寒冬，降評至「持有」

儘管仍看好其高附加價值業務(eSSD、PCIe 5 Repeater)貢獻於明年放量，然營運受記憶體下行循環影響仍難以避免，降評至「持有」，下修目標價自前次 680 元(16x 2H24-1H25F EPS NT\$42.4)至 450 元(16x 2025F EPS NT\$28.9)，隱含目標本淨比 1.84 倍，位於近十年本淨比 1.4-3 倍之下緣水準，考量到 NAND 下行循環結束仍待 2-3 季觀察下，評估短期評價難以改善。

## 營運分析

### 3Q24 EPS 低於預期 67% · 跌價使毛利率不如預期

3Q24 營收季減 12%/年增 13% · 低於本中心/市場預期 9%/10% · 其中：

- **記憶體模組(Flash module)**：季減 2%/年增 18% · 其中
  - **嵌入式模組(Embedded ODM module)**：營收比重 31% · 季增 1%/年增 149% · 主因企業級模組(Enterprise module)營收維持穩健(圖 2) · 且推測仍有部分手機訂單。
  - **工控模組(Industrial module)**：營收比重 15% · 季增 32%/年增 54% · 已自 1Q24 起逐季回溫。
  - **消費性與遊戲模組(Consumer & Gaming module)**：營收比重 22% · 合計季減 20%/年減 38% · 整體消費性電子需求回溫遠低預期(圖 3)。
- **控制 IC (Flash controller IC)**：營收比重 24% · 季減 4%/年減 7% · 需求仍呈疲弱。

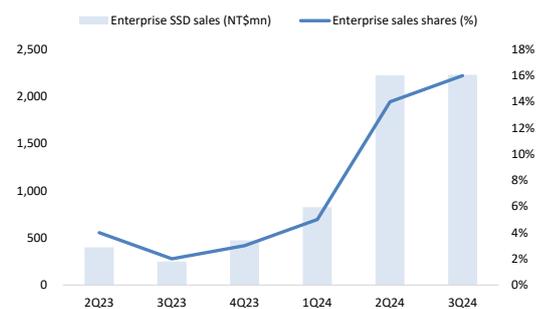
此外 · 因存貨評價損失影響毛利率 3.4 個百分點與推測受 NAND 跌價影響 · 使毛利率季減 6 個百分點/年減 3 個百分點至 29.2% · 低於本中心/市場預期之 34.7%/34.4% · 營業利益率 8.8% · 亦低於低於本中心/市場預期之 12.8%/11.8% · 本業低於本中心預期 38% · 業外方面 · 因金融資產評價損失與匯兌損失使業外損失達~5 億元 · 使 EPS 季減 72%/年減 21%至 3.4 元 · 低於本中心/市場預期 67%/65%。

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	12,389	15,895	13,943	-12.3%	12.5%	15,371	15,528	-9.3%	-10.2%	
營業毛利	3,989	5,604	4,076	-27.3%	2.2%	5,336	5,339	-23.6%	-23.7%	
營業利益	525	1,997	1,222	-38.8%	132.8%	1,970	1,829	-38.0%	-33.2%	
稅前利益	952	2,890	745	-74.2%	-21.7%	2,437	2,301	-69.4%	-67.6%	
稅後淨利	858	2,451	691	-71.8%	-19.4%	2,071	1,955	-66.6%	-64.6%	
調整後 EPS (元)	4.26	11.97	3.37	-71.8%	-20.8%	10.10	9.62	-66.6%	-64.9%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	32.2%	35.3%	29.2%	-6.0	-3.0	34.7%	34.4%	-5.5	-5.2	
營業利益率	4.2%	12.6%	8.8%	-3.8	4.5	12.8%	11.8%	-4.1	-3.0	
稅後純益率	6.9%	15.4%	5.0%	-10.5	-2.0	13.5%	12.6%	-8.5	-7.6	

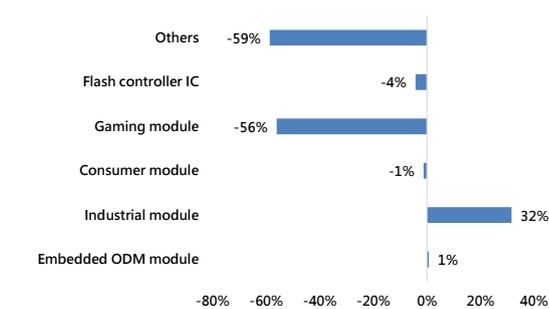
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：3Q24 企業級業務維持穩健



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：3Q24 消費性與遊戲業務合計季減 20%



資料來源：公司資料、元大投顧

### 儘管龍頭減產，需求不振使跌價壓力持續，下修 4Q24 EPS 77%

展望後市，管理層指出 1) 消費性(包含遊戲)狀況疲弱，僅企業級客戶需求穩健；2) 原廠已開始減產；3) 公司策略以維持獲利而非與同業進行價格競爭，因此本中心下修 4Q24 營收 34%，估季減 22%/年減 31%，而考量到公司仍於多項新產品線(Repeater、eSSD、aiDaptiv)進行開發，而 NAND 產業下行將使子公司獲利進一步惡化，因此下修 EPS 77%至 2.6 元(季減 23%/年減 75%)。

圖 4：2024 年第 4 季財測與預估比較

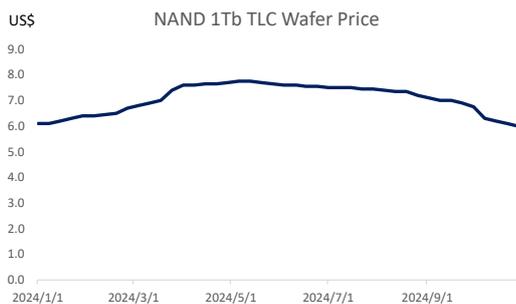
(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	15,748	13,943	10,948	-21.5%	-30.5%	16,673	16,449	-34.3%	-33.4%
營業毛利	5,673	4,076	3,238	-20.6%	-42.9%	5,758	5,593	-43.8%	-42.1%
營業利益	1,541	1,222	758	-38.0%	-50.8%	2,173	1,809	-65.1%	-58.1%
稅前利益	2,183	745	627	-15.8%	-71.3%	2,693	2,286	-76.7%	-72.6%
稅後淨利	2,084	691	533	-22.9%	-74.4%	2,289	1,936	-76.7%	-72.5%
調整後 EPS (元)	10.34	3.37	2.60	-22.9%	-75.5%	11.17	9.66	-76.7%	-73.1%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>			<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	36.0%	29.2%	29.6%	0.3	-6.4	34.5%	34.0%	-5.0	-4.4
營業利益率	9.8%	8.8%	6.9%	-1.8	-2.9	13.0%	11.0%	-6.1	-4.1
稅後純益率	13.2%	5.0%	4.9%	-0.1	-8.4	13.7%	11.8%	-8.9	-6.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 景氣逆風較預期長，價格下行恐延續至 1H25，大幅下修今年 EPS 23%/45%

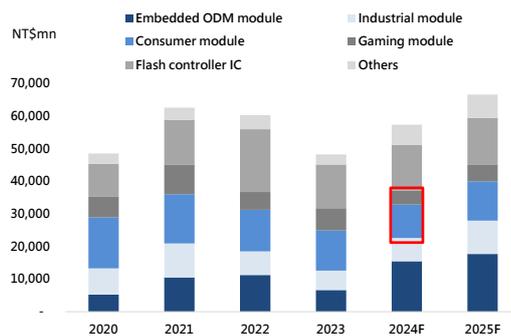
觀察 1Tb TLC NAND 價格自年中下跌 21% (圖 5)，然因本中心先前低估下半年消費性電子景氣逆風，我們認為此趨勢將延續至 1H25，報價回升短期難以出現，因此儘管估計 2024 年公司消費性與遊戲業務比重自 2019-2023 年之 30%-50%降至 25% (圖 6)，然我們評估工控、車用、企業級等產品仍難以帶動整體營運於 1H25 回歸年成長軌跡，因此大幅下修今年 EPS 23%/45%至 33.7 元/28.9 元。

圖 5：1Tb TLC NAND 價格自年中下跌 21%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：消費性與遊戲業務比重估今年降至 25%



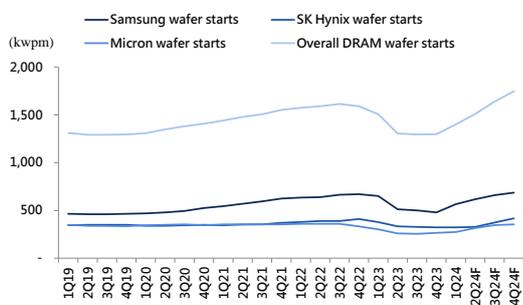
資料來源：公司資料、元大投顧

## 產業概況

### 2025 年原廠投片量 DRAM 將緩步回溫，NAND 則預估成長相對趨緩

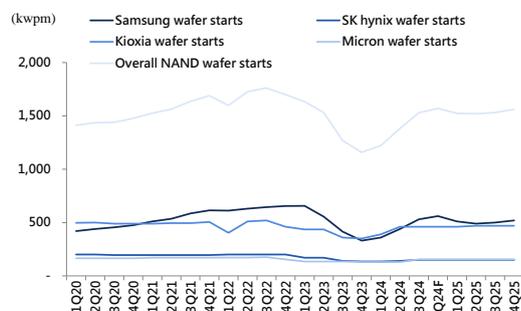
由於原廠目前仍持續降低 DRAM/NAND 庫存，因此舊產能晶圓投片將受限制，預期晶圓投片主要恢復時間點將落在 2H25，2025 年 DRAM/NAND 位元供給成長率 22%/17%。

圖 7：2025 年 DRAM 晶圓投片量將緩步成長



資料來源：元大投顧預估

圖 8：2025 年 NAND 晶圓投片量將趨緩

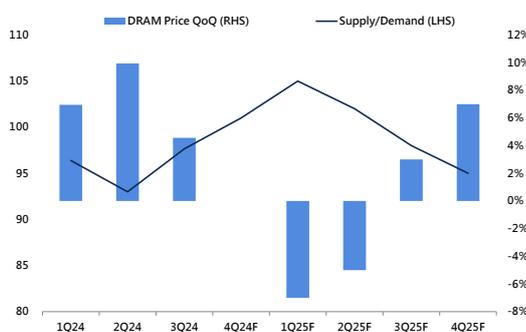


資料來源：元大投顧預估

### 2H24 市況轉差，預估跌勢將至少延續至 1H25

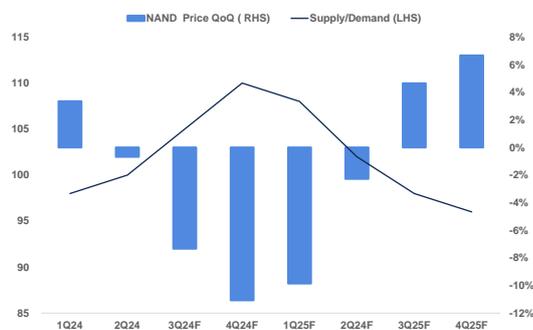
512 Gb TLC NAND wafer 現貨價自年中以來下跌 25%，而 1Tb NAND Flash wafer 現貨價下跌 21%，512GB PCIe 4 SSD 模組跌幅更高達 16%，並於 9 月跌勢擴大，反映消費性復甦不如預期以及原廠與模組廠開始積極去化庫存。展望 1H25，本中心預期前述情況延續下，預估 NAND 跌價趨勢將延續至 1H25。

圖 9：預期 DRAM 供需於今年維持健康



資料來源：元大投顧預估

圖 10：預期 NAND 供需於今年維持健康



資料來源：元大投顧預估

## 獲利調整與股票評價

### 高附加價值業務難以抵禦景氣寒冬，降評至「持有」

此次大幅下修今年 EPS 23%/45%至 33.7 元/28.9 元，主因 1) 消費性電子疲弱狀況遠低於預期；2) NAND 價格下型態勢恐延續至 1H25。

目前公司股價交易於 16 倍 2025 預估每股盈餘，儘管仍看好其高附加價值業務(eSSD、PCIe 5 Repeater) 貢獻於明年放量，然營運仍難以避免受記憶體下行循環影響，因此降評至「持有」，下修目標價自前次 680 元(16x 2H24-1H25F EPS NT\$42.4)至 450 元(16x 2025F EPS NT\$28.9)，隱含目標本淨比 1.84 倍，位於近十年本淨比 1.4-3 倍之下緣水準，考量到 NAND 下行循環結束仍待 2-3 季觀察下，評估短期評價難以改善。

圖 11：2024 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	57,311	64,464	66,549	76,157	-11.1%	-12.6%
營業毛利	18,526	22,242	19,751	26,817	-16.7%	-26.3%
營業利益	5,413	7,393	5,445	10,494	-26.8%	-48.1%
稅前利益	7,781	10,393	6,846	12,497	-25.1%	-45.2%
稅後淨利	6,780	8,769	5,819	10,622	-22.7%	-45.2%
調整後 EPS (元)	33.66	43.54	28.89	52.74	-22.7%	-45.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	32.3%	34.5%	29.7%	35.2%	-2.2	-5.5
營業利益率	9.5%	11.5%	8.2%	13.8%	-2.0	-5.6
稅後純益率	11.8%	13.6%	8.7%	14.0%	-1.8	-5.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：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
群聯	8299 TT	持有-超越同業	466.0	2,982	17.99	33.66	28.89	25.9	13.8	16.1	(32.9)	87.1	(14.2)
國外同業													
SIMO	SIMO US	未評等	56.1	1,889	2.3	3.3	4.0	24.7	17.0	14.0	(56.2)	45.5	21.8
國外同業平均					2.3	3.3	4.0	24.7	17.0	14.0	(56.2)	45.5	21.8
國內同業													
威剛	3260 TT	未評等	90.0	830	5.2	10.7	8.4	17.3	8.4	10.7	68.5	105.6	(21.7)
宇瞻	8271 TT	未評等	48.2	193	4.5	--	--	10.7	--	--	(13.8)	--	--
創見	2451 TT	未評等	97.4	1,305	4.6	--	--	21.0	--	--	(19.1)	--	--
宜鼎	5289 TT	未評等	252.5	710	12.5	14.7	17.2	20.2	17.2	14.7	(39.5)	17.5	17.0
國內同業平均					6.7	12.7	12.8	17.3	12.8	12.7	(1.0)	61.5	(2.3)

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 15：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
群聯	8299 TT	持有-超越同業	466.0	2,982	9.0	15.1	12.1	209.23	233.12	244.88	2.2	2.0	1.9
國外同業													
SIMO	SIMO US	未評等	56.1	1,889	9.0	13.2	15.7	22.8	24.0	26.2	2.5	2.3	2.1
國外同業平均					9.0	13.2	15.7	22.8	24.0	26.2	2.5	2.3	2.1
國內同業													
威剛	3260 TT	未評等	90.0	830	8.6	--	--	46.0	55.3	57.5	2.0	1.6	1.6
宇瞻	8271 TT	未評等	48.2	193	13.1	--	--	35.1	--	--	1.4	--	--
創見	2451 TT	未評等	97.4	1,305	10.1	--	--	44.9	--	--	2.2	--	--
宜鼎	5289 TT	未評等	252.5	710	17.2	19.3	21.6	79.3	85.0	93.1	3.2	3.0	2.7
國內同業平均					12.3	19.3	21.6	51.3	70.1	75.3	2.2	2.3	2.1

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 16：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	16,526	15,895	13,943	10,948	11,263	14,313	19,875	21,097	57,311	66,549
銷貨成本	(10,918)	(10,291)	(9,867)	(7,710)	(8,132)	(10,042)	(13,979)	(14,645)	(38,785)	(46,798)
營業毛利	5,608	5,604	4,076	3,238	3,131	4,271	5,896	6,452	18,526	19,751
營業費用	(4,355)	(3,544)	(2,854)	(2,480)	(2,611)	(3,144)	(4,132)	(4,420)	(13,233)	(14,306)
營業利益	1,252	1,997	1,222	758	521	1,127	1,765	2,032	5,413	5,445
業外利益	1,583	893	(477)	(131)	114	263	407	616	2,368	1,401
稅前純益	2,834	2,890	745	627	635	1,390	2,172	2,648	7,781	6,846
所得稅費用	(414)	(439)	(54)	(94)	(95)	(209)	(326)	(397)	(1,001)	(1,027)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	2,420	2,451	691	533	540	1,182	1,846	2,251	6,780	5,819
調整後每股盈餘(NT\$)	12.02	11.97	3.37	2.60	2.63	5.77	9.01	10.98	33.66	28.89
調整後加權平均股數(百萬股)	205	201	201	201	201	201	201	201	201	201
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	33.9%	35.3%	29.2%	29.6%	27.8%	29.8%	29.7%	30.6%	32.3%	29.7%
營業利益率	7.6%	12.6%	8.8%	6.9%	4.6%	7.9%	8.9%	9.6%	9.5%	8.2%
稅前純益率	17.2%	18.2%	5.3%	5.7%	5.6%	9.7%	10.9%	12.6%	13.6%	10.3%
稅後純益率	14.6%	15.4%	5.0%	4.9%	4.8%	8.3%	9.3%	10.7%	11.8%	8.7%
有效所得稅率	14.6%	15.2%	7.2%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	12.9%	15.0%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	4.9%	-3.8%	-12.3%	-21.5%	2.9%	27.1%	38.9%	6.1%		
營業利益	-18.8%	59.6%	-38.8%	-38.0%	-31.3%	116.3%	56.6%	15.1%		
稅後純益	16.1%	1.3%	-71.8%	-22.9%	1.3%	118.9%	56.2%	21.9%		
調整後每股盈餘	13.2%	-0.4%	-71.8%	-22.9%	1.2%	118.9%	56.2%	21.9%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	64.0%	58.8%	12.5%	-30.5%	-31.8%	-10.0%	42.5%	92.7%	18.8%	16.1%
營業利益	49.3%	178.3%	132.8%	-50.8%	-58.4%	-43.6%	44.4%	168.1%	49.5%	0.6%
稅後純益	899.4%	456.2%	-19.5%	-74.4%	-77.7%	-51.8%	167.1%	322.3%	87.1%	-14.2%
調整後每股盈餘	854.0%	425.0%	-21.9%	-75.5%	-78.1%	-51.8%	167.1%	322.0%	87.1%	-14.2%

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

群聯成立於 2000 年，為國際 NAND Flash 控制 IC 大廠，主要產品包含 USB、SD Card、eMMC、UFS、SSD 等控制 IC 與模組。合作夥伴包含 Kioxia、Micron、Kingston 與 Seagate 等國際記憶體大廠，以及宇瞻、研華等國內業者，其控制 IC 則主要投片於台積電以及聯電。群聯僅對 Kingston、Seagate 等合作夥伴單一出售控制 IC，對多數廠商則採模組出貨。

雖未來資料儲存需求的提升將連帶增加 USB PenDrives、SD Cards、eMMC 與 SSD 等 NAND Flash 儲存裝置的容量，不過單一儲存裝置的出貨量並未明顯提升，無論容量多大，單一裝置只需使用一顆控制 IC。此外成本面，隨 IC 往更先進的製程推進，單顆 IC 的開發成本呈指數型上升，以 22nm 為例，單顆晶片的開發成本約為 4000 萬美金，16nm 的開發成本約為 6000 萬美金。為因應前述銷量成長趨緩與 IC 成本提升之挑戰，群聯轉向提供客戶控制 IC 以及 NAND Flash 模組的完整解決方案，此舉不但能因應企業、消費與工業等不同應用別客戶之需求，也能透過 NAND Flash 模組擴大營收與獲利規模，以支撐更先進控制 IC 與 NAND Flash 模組的研發費用。此外，群聯更持續透過 1) 由外接式產品(如隨身碟、SD 卡)轉往嵌入式產品(如 eMMC、UFS、SSD 等)；2) 積極擴展多元組合；與 3) 透過私募與入股增加合作夥伴以維持本身競爭力。

圖 17：前十大股東

Name	Holding %
Kioxia Holdings Corp	9.68
BlackRock Inc	3.30
Norges Bank	3.29
Pua Khein-Seng	2.94
New Labor Pension Fund	2.53
Yang Jiunn-Yeong	2.22
Yang Chun-Yung	2.22
Vanguard Group Inc	2.20
Aw Yong Chee-Kong	2.15
GIC Pte Ktd	1.90

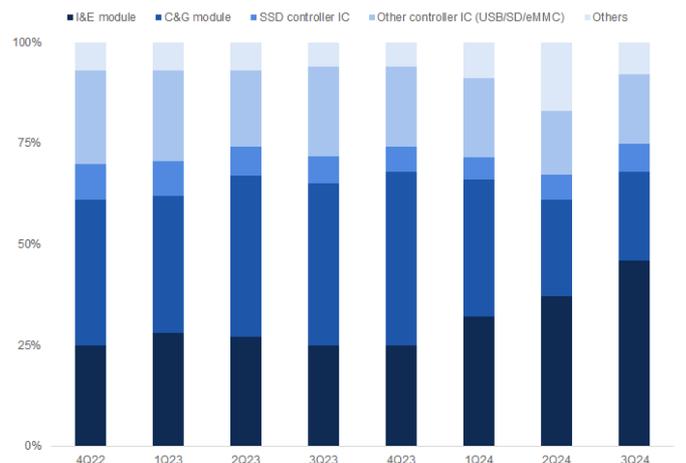
資料來源：TEJ、公司資料

圖 18：群聯股價與 OPM 相關性高



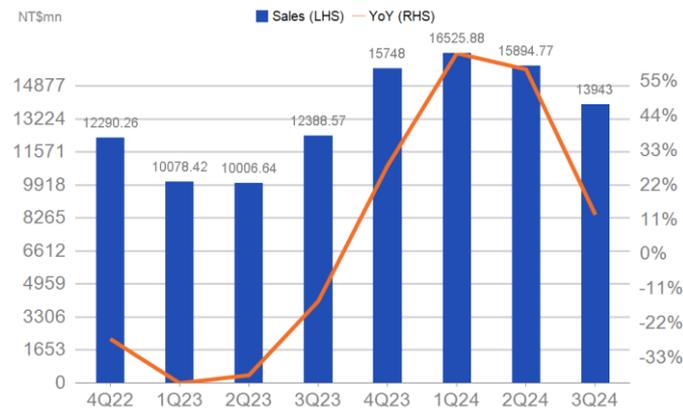
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：營收組成



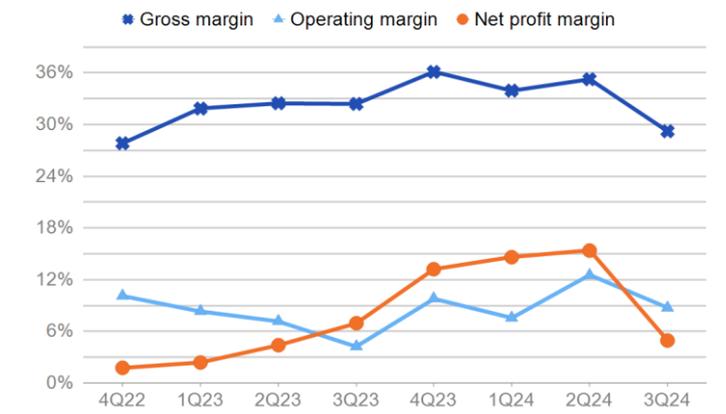
資料來源：公司資料

圖 20：營收趨勢



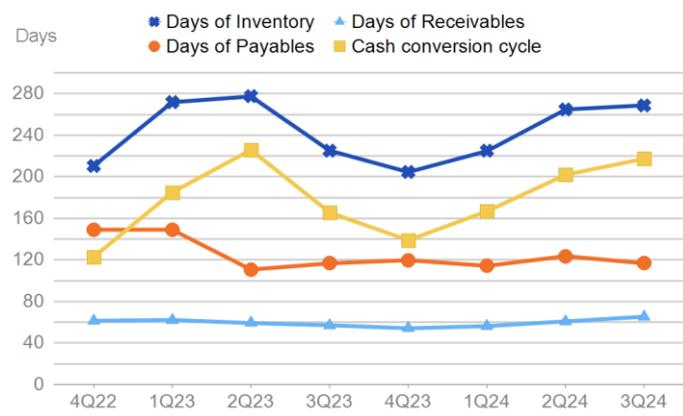
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：毛利率、營益率、淨利率



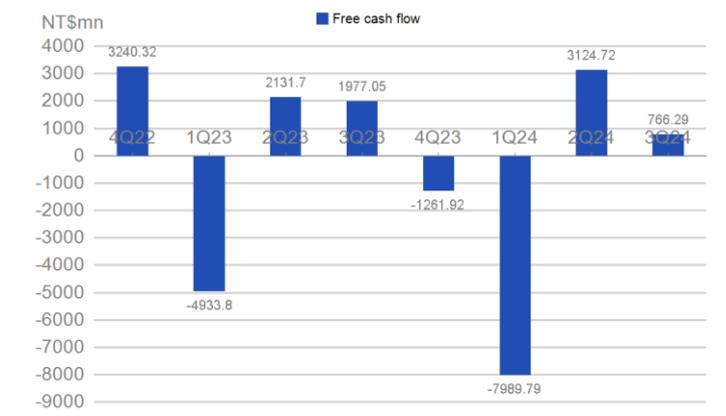
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：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**：群聯整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為落後的位置，但在半導體設計與製造行業中排名略為領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：群聯的整體曝險屬於中等水準，略低於半導體設計與製造行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含資源使用、人力資本及商業道德等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：群聯在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。群聯遵循適當的 ESG 揭露，其 ESG 相關問題由董事會層級之下的委員會負責，公司亦提供適當的人力資源培育訓練，如定期稽查員工表現並報告。然而，群聯仍需加強公司內部的吹哨者制度。

圖 24：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	32.5
在 ESG 議題上的曝險 (A)	47.3
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	33.9
風險評級	高 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	48

資料來源：Sustainalytics (2024/11/8)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

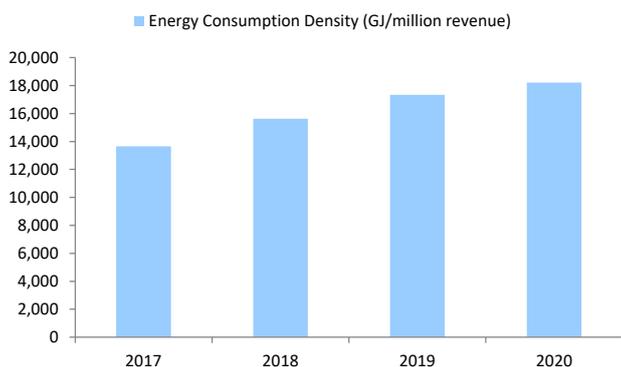
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

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+)

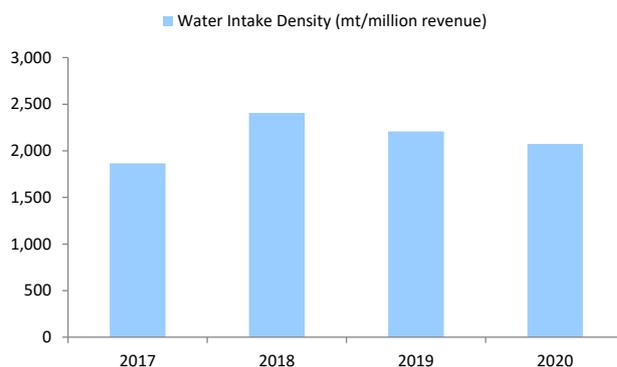
註 4：執行力分數評級： 弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 25：能源使用密集度(GJ/百萬營收)



資料來源：公司資料、Reuters

圖 26：取水密集度 (公噸/百萬營收)



資料來源：公司資料、Reuters

## 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	19,041	17,034	14,220	32,989	19,417
存貨	19,497	20,390	24,410	11,718	26,746
應收帳款及票據	8,729	7,237	9,622	5,452	10,958
其他流動資產	2,430	1,234	1,567	546	546
<b>流動資產</b>	<b>49,697</b>	<b>45,895</b>	<b>49,820</b>	<b>51,726</b>	<b>58,687</b>
採用權益法之投資	4,155	3,694	4,063	4,858	4,858
固定資產	6,651	7,598	7,448	7,838	8,350
無形資產	315	375	234	375	375
其他非流動資產	2,205	2,428	3,398	2,318	1,799
<b>非流動資產</b>	<b>13,325</b>	<b>14,095</b>	<b>15,143</b>	<b>15,014</b>	<b>15,007</b>
<b>資產總額</b>	<b>63,021</b>	<b>59,990</b>	<b>64,963</b>	<b>66,740</b>	<b>73,694</b>
應付帳款及票據	9,037	6,179	6,508	4,118	8,703
短期借款	439	0	2,106	5,605	5,605
什項負債	12,351	11,420	13,187	9,689	9,689
<b>流動負債</b>	<b>21,827</b>	<b>17,599</b>	<b>21,801</b>	<b>19,412</b>	<b>23,997</b>
長期借款	165	134	89	89	89
其他負債及準備	3,721	4,625	284	284	284
<b>長期負債</b>	<b>3,886</b>	<b>4,759</b>	<b>373</b>	<b>373</b>	<b>373</b>
<b>負債總額</b>	<b>25,713</b>	<b>22,358</b>	<b>22,174</b>	<b>19,785</b>	<b>24,370</b>
股本	1,971	1,987	2,048	2,048	2,048
資本公積	7,238	8,970	11,552	11,552	11,552
保留盈餘	27,996	28,953	30,808	34,974	37,344
什項權益	103	(2,278)	(1,620)	(1,620)	(1,620)
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>37,308</b>	<b>37,632</b>	<b>42,788</b>	<b>46,955</b>	<b>49,324</b>
非控制權益	0	0	0	0	0
<b>股東權益總額</b>	<b>37,308</b>	<b>37,632</b>	<b>42,788</b>	<b>46,955</b>	<b>49,324</b>

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	8,147	5,401	3,624	6,780	5,819
折舊及攤提	742	1,047	1,205	1,128	1,208
本期營運資金變動	(6,634)	(3,909)	(5,836)	14,473	(15,949)
其他營業資產及負債變動	2,841	1,053	(690)	0	0
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>5,097</b>	<b>3,591</b>	<b>(1,696)</b>	<b>22,381</b>	<b>(8,923)</b>
資本支出	(2,341)	(1,528)	(391)	(1,000)	(1,200)
本期長期投資變動	147	(461)	369	0	0
其他資產變動	3,393	465	(1,342)	0	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>1,199</b>	<b>(1,524)</b>	<b>(1,364)</b>	<b>(1,000)</b>	<b>(1,200)</b>
股本變動	0	16	61	0	0
本期負債變動	2,436	(474)	2,128	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(4,533)	(4,533)	(2,837)	(2,613)	(3,449)
其他調整數	(22)	(90)	906	0	0
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(2,119)</b>	<b>(5,080)</b>	<b>258</b>	<b>(2,613)</b>	<b>(3,449)</b>
匯率影響數	(98)	478	(11)	0	0
<b>本期產生現金流量</b>	<b>4,080</b>	<b>(2,535)</b>	<b>(2,813)</b>	<b>18,768</b>	<b>(13,572)</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>2,756</b>	<b>2,063</b>	<b>(2,087)</b>	<b>21,381</b>	<b>(10,123)</b>

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
<b>營業收入</b>	<b>62,557</b>	<b>60,256</b>	<b>48,222</b>	<b>57,311</b>	<b>66,549</b>
銷貨成本	(43,403)	(42,924)	(32,057)	(38,785)	(46,798)
<b>營業毛利</b>	<b>19,154</b>	<b>17,333</b>	<b>16,164</b>	<b>18,526</b>	<b>19,751</b>
營業費用	(10,015)	(10,506)	(12,492)	(13,233)	(14,306)
推銷費用	(1,035)	(1,268)	(1,277)	(1,491)	(1,389)
研究費用	(8,128)	(8,131)	(10,306)	(10,521)	(11,618)
管理費用	(846)	(1,044)	(960)	(1,101)	(1,196)
其他費用	(7)	(63)	51	0	0
<b>營業利益</b>	<b>9,084</b>	<b>6,844</b>	<b>3,622</b>	<b>5,413</b>	<b>5,445</b>
利息收入	38	97	208	242	244
利息費用	(19)	(36)	(54)	(224)	(193)
利息收入淨額	19	61	154	19	51
投資利益(損失)淨額	291	(1,319)	(231)	1,670	1,350
匯兌損益	(76)	756	(94)	516	0
其他業外收入(支出)淨額	420	(45)	649	163	0
稅前純益	9,738	6,297	4,099	7,781	6,846
所得稅費用	(1,590)	(896)	(475)	(1,001)	(1,027)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>8,147</b>	<b>5,401</b>	<b>3,624</b>	<b>6,780</b>	<b>5,819</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	10,499	7,379	5,358	6,542	6,653
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>40.45</b>	<b>26.82</b>	<b>17.99</b>	<b>33.66</b>	<b>28.89</b>

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
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	29.0	(3.7)	(20.0)	18.8	16.1
營業利益	133.6	(24.7)	(47.1)	49.5	0.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	2.2	(29.7)	(27.4)	22.1	1.7
稅後純益	(6.4)	(33.7)	(32.9)	87.1	(14.2)
調整後每股盈餘	(6.3)	(33.7)	(32.9)	87.1	(14.2)
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	30.6	28.8	33.5	32.3	29.7
營業利益率	14.5	11.4	7.5	9.5	8.2
稅前息前淨利率	15.5	10.4	8.4	9.5	8.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	16.8	12.3	11.1	11.4	10.0
稅前純益率	15.6	10.5	8.5	13.6	10.3
稅後純益率	13.0	9.0	7.5	11.8	8.7
資產報酬率	14.7	8.8	5.8	10.3	8.3
股東權益報酬率	22.5	14.4	9.0	15.1	12.1
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	68.9	59.4	51.8	42.1	49.4
淨負債權益比 (%)	(49.4)	(44.9)	(28.1)	(60.3)	(29.9)
利息保障倍數 (倍)	513.3	177.6	77.2	24.2	28.2
流動比率 (%)	227.7	260.8	228.5	2.7	2.5
速動比率 (%)	138.3	144.5	116.0	2.0	1.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(18,437)	(16,900)	(12,025)	(28,316)	(14,744)
調整後每股淨值 (NT\$)	189.29	190.93	209.23	233.12	244.88
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	11.5	17.4	25.9	13.8	16.1
股價自由現金流量比	34.0	45.4	--	4.4	--
股價淨值比	2.5	2.4	2.2	2.0	1.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.9	12.7	17.5	14.3	14.1
股價營收比	1.5	1.6	1.9	1.6	1.4

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。

### 群聯 (8299 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20220307	513.00	620.00	555.12	買進	陳娟娟
2	20220508	398.50	500.00	447.68	買進	陳娟娟
3	20220719	301.00	300.00	280.73	持有-超越同業	陳娟娟
4	20230331	362.50	480.00	464.12	買進	劉誠新
5	20230508	382.50	506.00	489.26	買進	劉誠新
6	20230807	401.00	530.00	517.99	買進	劉誠新
7	20231108	497.00	550.00	537.54	持有-超越同業	劉誠新
8	20240227	598.00	720.00	709.83	買進	劉誠新
9	20240311	598.00	780.00	768.98	買進	劉誠新
10	20240512	693.00	780.00	768.98	買進	劉誠新
11	20240815	504.00	680.00	680.00	買進	劉誠新
12	20240815	504.00	680.00	680.00	買進	劉誠新

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>.