

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	466.00 元
目標價	
3 個月	466.00 元
12 個月	466.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

08/15/2024	Trading Buy	504.0
03/11/2024	Trading Buy	598.0
11/08/2023	Trading Buy	497.0
05/08/2023	Neutral	382.5
03/16/2023	Neutral	343.0

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,048
市值(億元)	954
目前每股淨值(元)	231.03
外資持股比(%)	38.37
投信持股比(%)	1.72
董監持股比(%)	14.89
融資餘額(張)	4,927
現金股息配發率(%)	70.80

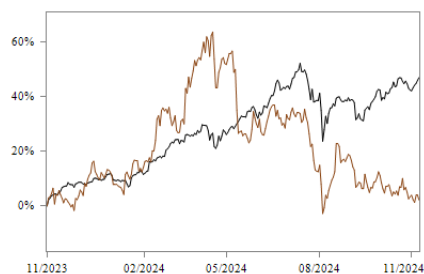
產品組合



- 快閃記憶體模組產品:75.94%
- 控制晶片:17.34%
- 積體電路:2.26%
- 其他:4.46%

股價相對大盤走勢

— 8299 — TWSE



群聯(8299 TT)

Neutral

尚待企業級產品發酵，建議 Neutral。

投資建議：群聯表示歷經過去 20 年的產業變化，對於市場的波動已視為常態，因此積極推動轉型與擴大研發投資，致力維持技術領先地位及降低市場變化對公司營運與獲利的影響。不過宏芯宇的營運和群聯相近，對群聯獲利的助漲或助跌將會很明顯。群聯 2025 年的成長動能來自企業市場 Enterprises SSD、嵌入式 ODM 和 Controller IC 領域，還有提升毛利率的 aiDAPTIV+產品。預估群聯 2025 年稅後 EPS 為 29.15 元。由於供應商開始增加稼動率，2H24 各家廠商開始擴大投產，但零售市場買氣未復甦，NAND Flash 報價疲弱，影響群聯營運動能，企業級產品將帶動公司營運，仍待時間發酵，因此投資建議為 Neutral。

3Q24 稅後 EPS 3.37 元：零售市場(Retailer)非常疲弱，價格下滑，群聯 3Q24 營收 158.95 億元，QoQ-3.82%，從各產品營收比重來看，Controller 佔營收比重從 22%增至 24%，Consumer 佔營收比重增至 18%，嵌入式模組佔 15%(Gaming 手機 BGA SSD)、遊戲機模組 4%(PS5 外接式 SSD)、工控模組(含車用)佔 15%，企業模組佔 16%，這是成長最快的部份，others 佔比則至 8%。毛利率減少至 29.23%，下滑 5.62 個百分點，主要是 3Q24 備抵存貨跌價損失影響毛利率約-3.37%，和產品組合的改變。群聯 3Q24 稅後 EPS 3.37 元。

預估 4Q24 稅後 EPS 2.05 元：AI 市場增長，所以企業級 SSD 表現良好，aiDAPTIV+技術在提升，但 PC OEM 和零售市場非常疲弱。群聯公告 10/2024 營收為 37.17 億，MoM-16.11%，YoY-27.94%。不過 10/2024 庫存有回沖，毛利率較好。4Q24 營運持續有挑戰，因應當前的趨勢，群聯將會轉投入工控、車用以及企業端等毛利率較好的應用。群聯 4Q24 目標營收持平，其中 eSSD 仍會持續獲得更多市佔，不過預估 1Q25 eSSD 新產品效益才會比較顯著，預估群聯 4Q24 稅後 EPS 2.05 元。2024 年稅後為 EPS 29.21 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	58,454	64,984	67,049	12,389	15,748	16,526	15,895	13,943	12,091	15,137	16,504	16,826
營業毛利淨額	18,777	20,412	21,065	4,014	5,689	5,608	5,604	4,082	3,554	4,603	5,174	5,408
營業利益	5,147	6,325	6,113	525	1,541	1,252	1,997	1,222	677	1,500	1,626	1,656
稅後純益	5,983	5,969	6,565	858	2,084	2,420	2,451	691	421	1,127	1,386	1,776
稅後 EPS(元)	29.21	29.15	32.06	4.19	10.17	11.81	11.97	3.38	2.05	5.50	6.77	8.67
毛利率(%)	32.12%	31.41%	31.42%	32.20%	36.02%	33.93%	34.86%	29.23%	29.40%	30.41%	31.35%	32.14%
營業利益率(%)	8.81%	9.73%	9.12%	4.24%	9.79%	7.57%	12.56%	8.76%	5.60%	9.91%	9.85%	9.84%
稅後純益率(%)	10.23%	9.19%	9.79%	6.93%	13.23%	14.64%	15.42%	4.96%	3.48%	7.45%	8.40%	10.56%
營業收入 YoY/QoQ(%)	21.22%	11.17%	3.18%	23.80%	27.12%	4.94%	-3.82%	-12.28%	-13.28%	25.19%	9.03%	1.95%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	65.07%	-0.22%	9.98%	94.70%	142.84%	16.13%	1.30%	-71.79%	-39.15%	167.89%	22.97%	28.15%

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 20.48 億元計算。

2024 年 11 月 11 日

群聯 ESG：

群聯近幾年在 ESG 各項評比上，有顯著的成長，如道瓊永續指數(DJSI)從 2020 年的 41 分，上升至 2021 年的 63 分，MSCI 也由 2019 年的 CCC 上升至 2020 及 2021 年的 BB。在台灣上櫃公司公司治理評鑑中，2021 年群聯在 109 家上櫃公司評比中繼續列為前 6~20%，但分數從 2020 年的 80.56 分上升至 2021 年的 88.21 分。

另外，群聯在 2022 年順利取得 RBA VAP 銀級證書，是國內第一家 IC 設計公司獲得；RBA 成立於 2004 年，旨在全球供應鏈中，建立標準化的社會責任行為準則，該準則由一系列的基本規範組成，涉及勞工和招聘、健康安全、環境責任、管理系統和道德規範等，在現今各國重視企業社會責任的趨勢中，取得 RBA VAP，早就被認為是企業重視社會責任的指標。

群聯實踐 ESG 綠色供應鏈，已與富威電力簽署為期 10 年的綠電採購協議書，採購綠電合計約 1400 萬餘度電，可減少約 7159 噸碳排放；經過這次綠電採購合作，群聯再生能源占比將達 10%以上，未來更朝著 RE100 目標邁進。

此外，群聯雖非用電大戶，但也與 UPS 開啟為期一年合作計劃，合作期間統計群聯委託 UPS 運送的出貨箱數及重量，這些貨物運送過程所產生的碳排放量，會再藉由 UPS 投資的全球環境保育活動進行碳減免，兩者以抵銷方式達到碳中和條件，進而間接減少來自運輸的間接溫室氣體排放量。

NAND Flash 需求大幅下滑，群聯 3Q24 稅後 EPS 3.37 元：

零售市場(Retailer)非常疲弱，大陸市場競爭激烈，公司對於過於殺價競爭的市場無意涉入，因為可能賣多損失更多，只有營收而沒有獲利，使群聯營收下滑。群聯 3Q24 營收 158.95 億元，QoQ-3.82%，從各產品營收比重來看，Controller 佔營收比重從 22%增至 24%，因為主要客戶拉貨趨緩，從 4Q23~1Q24 大量拉貨，2Q24~3Q24 需求放緩。群聯 controller 主要是銷售給 Kingston 和 NAND Flash 原廠，沒有賣給模組廠。群聯約有 1/3 controller IC 是自用，用模組型態出貨。

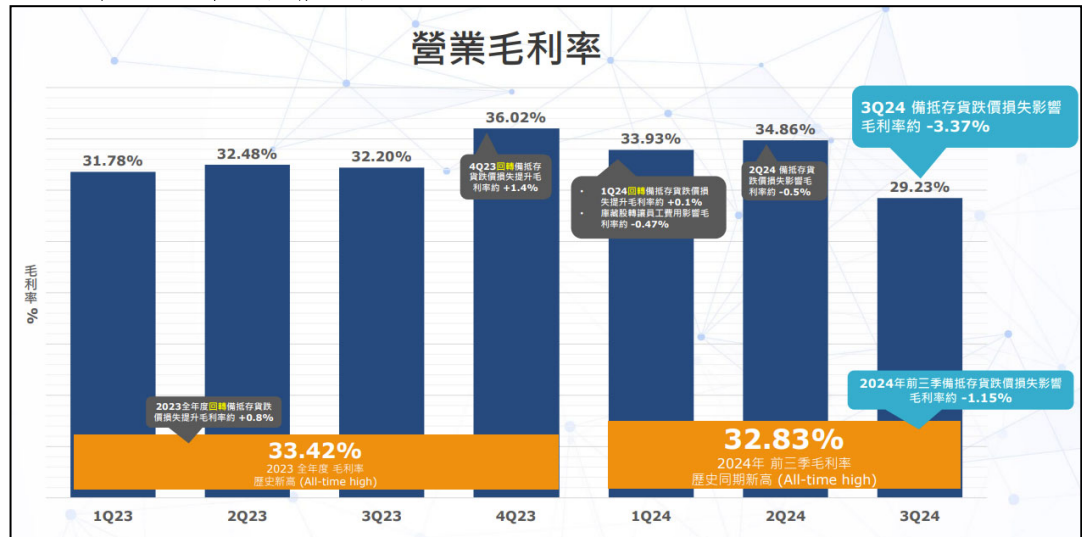
Consumer 佔營收比重從 16%增加到 18%，雖然大陸市場在消費性的殺價競爭，公司並不想參與，僅維持一定的出貨量。嵌入式模組佔 15%(Gaming 手機 BGA SSD)、遊戲機模組從 8%下滑至 4%(PS5 外接式 SSD)、工控模組(含車用)佔 10%，企業模組佔 15%，這是成長最快的部份，公司投資 4 年多，開始有較明顯的營收成長，也是公司未來重點發展項目、others 佔比則從 17%減少至 8%。地緣政治影響。中國和印度增加在地化的生產，所以群聯以 CKD(Completely Knock Down,全散裝料)方式出貨，即出貨 NAND Flash、Controller、PCB 及製造軟體到當地進行生產，使群聯在中國和印度市場份額成長。

3Q24 毛利率從 34.86%減少至 29.23%，下滑 5.62 個百分點，主要是 3Q24 備抵存貨跌價損失影響毛利率約-3.37%，和產品組合的改變。營業費用方面，業營費用從 2Q24 的 35.44 億元下滑至 3Q24 的 28.54 億元，主要係光罩費用支出較低所致。研發費用佔 3Q24 整體營業費用達 80%，研發工程師更已達 4,000 多位，佔全球總員工人數達 75%以上，群聯持續研發投資次世代 NAND 控制晶片 IC 以維持技術領先，使公司接單案快速成長。3Q24 營業外損失約 4.77 億元，來自認列採權益法子公司宏芯宇，外幣匯兌利益及

2024 年 11 月 11 日

金融資產評價損益。群聯 3Q24 稅後淨利 6.91 億元，QoQ-71.81%，稅後 EPS 3.37 元。(存貨評價 LCM 損失，影響 EPS 約-1.97 元。透過損益按公允價值衡量之金融資產及負債之淨損失，影響 EPS 約-1.09 元，外幣匯兌淨損失，影響 EPS 約-0.94 元。)

圖一、群聯毛利率的影響因素



資料來源：群聯，群益預估彙整

4Q24 需求尚未回溫，NAND Flash 報價動能差，預估群聯 4Q24 稅後 EPS 2.05 元：

價格是兩面刃，NAND Flash 市場價格如果趨於穩定，對整體 NAND Flash 產業供需將是比較健康的；若 NAND Flash 市場價格在短期內急速上升，將可能抑制終端系統用戶 NAND Flash 儲存容量，嚴重會造成泡沫化。3Q24 企業端持續投資伺服器，Enterprise SSD 受惠 AI 擴大採用，延續訂單動能外，消費性電子需求持續不振。

NAND Flash 價格加速反彈使原廠重回獲利狀態，2H24 各家廠商開始擴大投產，除大容量 QLC Enterprise SSD 供應由二家廠商主導外，其他供應商積極爭搶 Enterprise SSD 訂單，以擴大產能去化，但零售市場買氣未復甦，wafer 現貨價走跌，跌幅擴大導致部份 wafer 價格已低於合約價，因此原廠開始面臨虧損，不排除年底原廠會減產。

群聯逐季針對庫存做調整，3Q24 庫存金額 285.04 億元，較 2Q24 的 304.11 億元，QoQ-6.27%，平均存貨週轉天數從 2Q24 的 235 天降至 232 天，儘管 3Q24 群聯庫存金額略微下降，但實際上群聯持續購買更多 NAND Flash 晶片，主要原因是供應商願意提供更低的價格，單位成本降低。庫存的組成，Controller 17%(2Q24 17%)、Consumer/Retail 18%(2Q24 20%)、Industrial 16%(2Q24 15%)、Enterprise 25%(2Q24 23%)、Embedded ODM 22%(2Q24 23%)、Other 2%。Enterprise 後續佔比將會拉高，單顆容量高，Controller 需求穩定，群聯持續累積庫存，因客戶持續 Pull in。Industrial 含大量車用相關，因 design-in 後，交貨需求長達 3-5 年，不過部份在 2022-2023 年較低 ASP 時購入，成本較低，且部分元件面臨停產風險，群聯需要累積 7 年的庫存。Embedded ODM 需要為 PC 一線 OEM 客戶提前備貨。Consumer 需求疲軟，但群聯仍需維持一定庫存以保持市佔率。Gaming 需求不明朗，群聯對聖誕節銷售旺季持保守態度。群聯的庫存策略是積極累積企業級和嵌

2024 年 11 月 11 日

入式產品庫存，以應對 2025 年的需求。此外，群聯也需要為一些特定客戶累積庫存。未來 NAND Flash 價格如果持續下跌，群聯可能需要進一步提列庫存減損。

AI 市場增長，所以企業級 SSD 表現良好，aiDAPTIV+技術在提升，但 PC OEM 和零售市場非常疲弱。群聯公告 10/2024 營收為 37.17 億，MoM-16.11%，YoY-27.94%。不過 10/2024 庫存有回沖，毛利率較好。4Q24 營運持續有挑戰，因應當前的趨勢，群聯將會轉投入工控、車用以及企業端等毛利率較好的應用。群聯 4Q24 目標營收持平，其中 eSSD 仍會持續獲得更多市佔，不過預估 1Q25 eSSD 新產品效益才會比較顯著，預估群聯 4Q24 稅後 EPS 2.05 元。2024 年稅後為 EPS 29.21 元。

群聯自主研發的 AI(人工智慧)運算服務 aiDAPTIV+，缺乏軟體生態系統的開發，當前營收貢獻仍然有限：

群聯自主研發的 AI(人工智慧)運算服務 aiDAPTIV+，獲 TPU、GPU 等業者肯定，群聯在此方案擁有專利、自有軟體，群聯產品為 AI100 (插卡式 Cache)以及軟體(Middleware)，單價約 US\$ 50K。1Q24 已經出貨幾百個 aiDAPTIV+ Cache+。

群聯的 aiDAPTIV+目前面臨挑戰，市場對邊緣生成式 AI 的應用需求強勁，然業界普遍缺乏 AI 軟體人才，許多軟體公司尚未積極投入 aiDAPTIV+生態系統的開發，迫使群聯必須自行研發相關軟體，這對群聯在推廣 aiDAPTIV+時構成不小的挑戰。即便如此，群聯已成功推出多款 aiDAPTIV+產品及解決方案，並積極尋求客戶合作。例如，群聯已與台灣三家醫院合作，運用 aiDAPTIV+打造醫療 AI 解決方案。此外，群聯還與 GPU 製造商聯手開發配備 aiDAPTIV+伺服器，並計劃 4Q24 末上市。同時，群聯正在積極探索其他應用場景，例如協助警局進行文件處理，擴大 aiDAPTIV+的市場影響力。

發展進度，群聯已開發多項 aiDAPTIV+功能，包括 AI 助手，可以生成簡報、撰寫電子郵件、分析 YouTube 影片和文件內容等。此外，即時 AI 助理也已開發完成，可應用於即時通訊平台上。群聯同時著手研發 AI 訓練 PC，並預計在 CES 展會上亮相，目標售價 4,000 美元，旨在降低 AI 學習門檻，促進 AI 人才的培育。群聯計劃將這款 AI 訓練 PC 捐贈給台灣的大學，並已與多所大學洽談合作。

營收毛利率方面，aiDAPTIV+業務目前的營收佔比仍相對有限，3Q24 僅售出 30 多台搭載 aiDAPTIV+伺服器。然群聯預期隨著軟體業務的增長和 aiDAPTIV+功能的完善，該軟體業務將實現 100%毛利率。隨著市場對 aiDAPTIV+的需求增強，其營收將逐步提升，為公司帶來高毛利率。群聯的 AI 訓練 PC 預計將成為 aiDAPTIV+業務成長的重要突破口，由於其價格相對親民且擁有 GPU 製造商的支持，該產品預期將更容易被市場接受，從而推動 aiDAPTIV+業務的快速增長。

未來展望，群聯計劃持續投入 aiDAPTIV+軟體的開發，並積極擴展應用場景。同時，群聯會尋求與更多合作夥伴攜手，共同推動 aiDAPTIV+生態系統的成長。隨著 aiDAPTIV+應用的逐步普及，將為公司帶來更高的營收和毛利貢獻。儘管當前的營收貢獻仍然有限，但隨著軟體功能的日益完善及應用場景的拓展，aiDAPTIV+有望成為營收及利潤的主要成長動力。

圖二、群聯 aiDAPTIV Edge



資料來源：群聯，群益預估彙整

推出企業級 SSD PASCARI 品牌，目標 Enterprise Storage 市佔率達 3~5%：

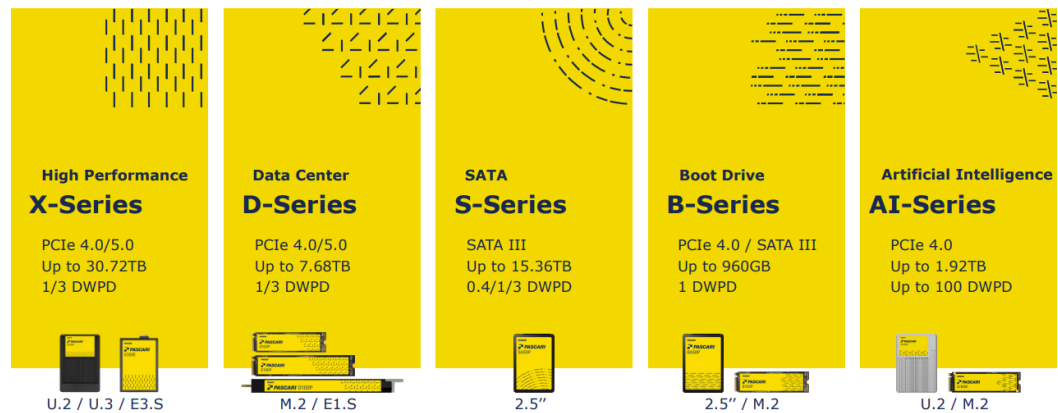
05/2024 群聯推出 PASCARI 品牌，專為企業和資料中心應用量身定制全面 SSD 系列。PASCARI 分為 5 個系列：X-Series：U.2 和 E3.S PCIe 雙埠 SSD，容量高達 30.72TB，兼具頂級效能和能源效率。資料中心 D-Series：緊湊型 M.2 2280/22110 和 E1.S SSD，適合在資料密集型環境中實現一致的效能和高可靠性，容量達 7.68TB。SATA S-Series：高容量 2.5 吋 SATA 驅動器，容量達 15.36TB，附主機斷電保護電容器。啟動驅動器 B-Series：平衡的 U.2 和 E1.S SSD 可實現資料中心的最佳容量、效能、能源效率和價值，容量達 960GB。AI-Series：全球首個基於快閃記憶體 AI 培訓解決方案 aiDAPTIV+ 所採用的 AI SSD 提供單級單元來擴展 GPU 內存，從而能夠在單個工作站上進行 LLM 培訓。

企業級 SSD 品牌 PASCARI 已取得美系儲存客戶的採用，05/2024 佔營收比重達 16%，期望 2026 年營收佔比達 40%。群聯採用 Kioxia 第 8 代 QLC NAND Flash 技術，新款 Pascari D 系列 D200V 資料中心 SSD，已於 FMS 展覽亮相，將於 11/2024 測試，年底量產，供貨給 GPU 伺服器廠商。

PASCARI 品牌的三大優點在於提供原廠無法提供的服務、庫存彈性高及價格競爭力。企業級存儲市場重技術、重資本，接著才看通路，因此群聯要足夠的資本，為穩定供貨，庫存金額需提升至約 400 億元。大品牌 NAND Flash 供應商傾向於與大型雲服務提供商 CSP 合作，進行幾億美元的交易，但群聯目前不會進行這種業務。群聯與許多系統製造商合作，大部份系統供應商針對 AI 領域，各自有需求，群聯在企業市場的業務主要是定制化，而非標準產品。

USB 記憶卡的單價為個位數美元，零售和 OEM 的 SSD 為雙位數美元，而企業 AI SSD 的單價則達到 4 位數美元，即每台數千美元。這將大幅提升群聯市場份額和營收。Enterprise Storage 佔公司營收比重從 1Q24 的 5% 增加至 14%，2023 年群聯市佔率 <1%，公司預期 2025 年 Enterprise SSD 模組市場預估達億 250 美元以上，群聯目標市佔率達 3~5%。

圖三、群聯 PASCARI 系列



資料來源：群聯，群益預估彙整

群聯研發腳步不停，預估群聯 2025 年稅後為 EPS 29.15 元：

2024 年 NAND Flash controller 將繼續成長，因為有許多 design win。公司將更專注在工控、gaming、embedded、enterprise 等相關產品。以往都把群聯定位成在消費電子的公司，但目前群聯有 70%以上來自於非消費型電子相關，遊戲和工控等產品貢獻持續成長中，降低 NAND Flash 價格對公司的影響減少。群聯 enterprise SSD 包括 enterprise servers、enterprise storage、data center/hyperscale servers 以及 mission critical 等。公司積極提高企業用 SSD 營收比重。企業用的客戶需要高度客製化，不同的應用有不同的需求，不是 one solution for all，毛利率也是因不同產品而不同，大都是先收 NRE 後，成品完成後再收模組價格。

群聯之前車規相關是出 controller IC 為主，後段封測和認證是 Micron 負責。2 年前公司成立車規 team，公司希望出到模組端 eMMC 或 MCP，將於 2024~2025 年貢獻營收。公司會持續擴展 PCIe Gen4 和 PCIe Gen 5 的 IP 授權生意，並提供 ASIC 設計服務和客製化解決方案，以爭取和國際大廠合作。PCIe Gen4 SSD 群聯已量產 3 顆，PCIe Gen5 2022 年量產，採用 N7 製程，第一階段 PCIe Gen 5 產品將應用於高階遊戲和入門級企業存儲應用。因應 5G 無線技術衍生的高速傳輸及高速儲存需求，群聯與 AMD(AMD US)、Micron 共同打造 PCIe Gen5 生態系，AMD 的 AM5 平台、Micron DDR5 與 Replacement-Gate 3D NAND Flash，以及群聯的 Gen5 固態硬碟 SSD 控制晶片。2023 年整體大環境不佳、系統廠因庫存壓力與高成本因素放緩研發 PCIe 5.0 高階新規格機種，市場對於旗艦 PCIe 5.0 SSD 的需求，可能延至 2H24 才會發酵。不過，高速儲存需求依舊存在，PCIe Gen 5 桌上型電競 PC 已經開始量產出貨。

2023 年群聯推出同時相容 PCIe 5.0 和 CXL 2.0 的 Redriver PS7102/PS7103 和 Retimer PS7201/PS7202 信號調節 IC(signal conditioning IC)產品。群聯是目前全球市場上少數能同時提供 PCIe 5.0 Redriver、Retimer、以及企業級 SSD 的全方位高速傳輸與儲存方案供應商。群聯在 PCIe 5.0 Redriver 有 50+% 市佔，主要用於 PC、運算相關，未來將用於 EV 藉以增加市佔；Retimer 目前在手訂單有來自 Tier 1 server 公司，群聯第一顆 PCIe Gen5 的 Retimer IC 已達量產能力，支持高達 32 Gbps 的資料傳輸速率，並能延伸 PCIe 信號範圍及穩定性，2H24 單月量產數千顆，2Q25 將推出 PCIe Gen6 Retimer，製程從 N12 進階至 N 6。

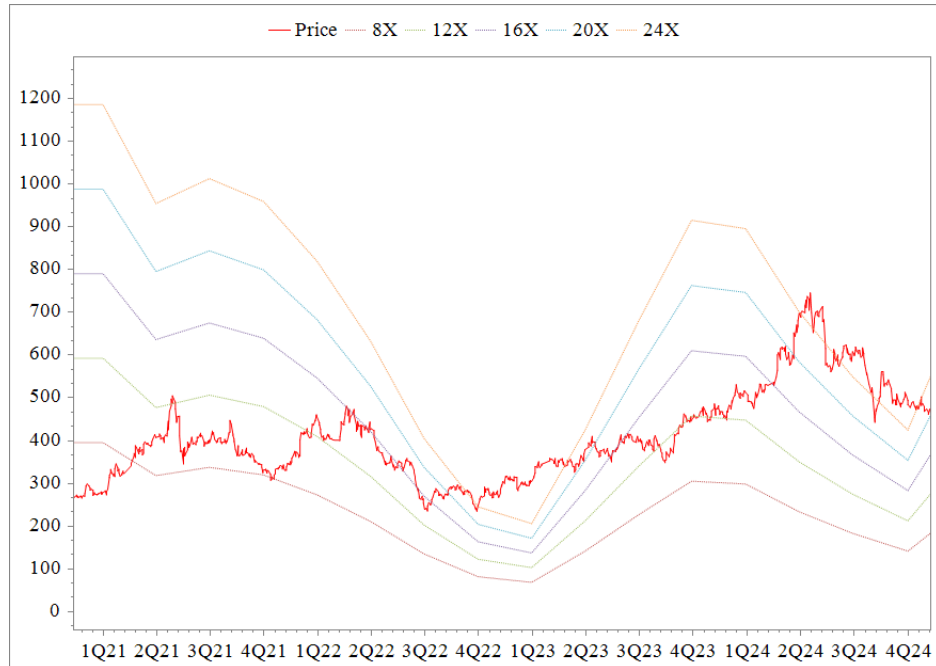
2024 年 11 月 11 日

群聯表示歷經過去 20 年的產業變化，對於市場的波動已視為常態，因此積極推動轉型與擴大研發投資，致力維持技術領先地位以及降低市場變化對公司營運與獲利的影響。群聯持續增加研發，長線目標在 2025 年要在 NAND Flash 全球市場中佔有 6% 的消耗量，現在 3% 多一點。毛利率方面，毛利率決定的因素很複雜，若 ASP 持續上升，庫存損失回沖，有利毛利率。新產品的推出，毛利率也較高，NRE 或 controller IC 佔營收比重增加亦有利毛利率，但之後模組出貨增加是不利毛利率，但公司會盡量維持毛利率區間為 27% 正負 3 個百分點。2H24 市場除 AI 和企業相關外，整體需求不佳。群聯積極的和合作夥伴一起推廣 aiDAPTIV+，希望 4Q24 進行大規模的市場部署，aiDAPTIV+ 推廣順利，將對 4Q24~1Q25 營運幫助很大。

群聯 2025 年的成長動能來自企業市場 Enterprises SSD、嵌入式 ODM 和 Controller IC 領域。早期群聯產品以消費為主，如 USB 市場，之前群聯 USB 營收達到 10 億美元，但最近 USB 僅佔營收低個位數，因為這些產品都是舊有的零售 SSDs，非公司的重點市場，2025 年這一領域的表現會持平。群聯為實現未來增長，公司現在目標是企業市場，其次是嵌入式 ODM，還有提升毛利率的 aiDAPTIV+ 產品。預估群聯 2025 年稅後 EPS 為 29.15 元。

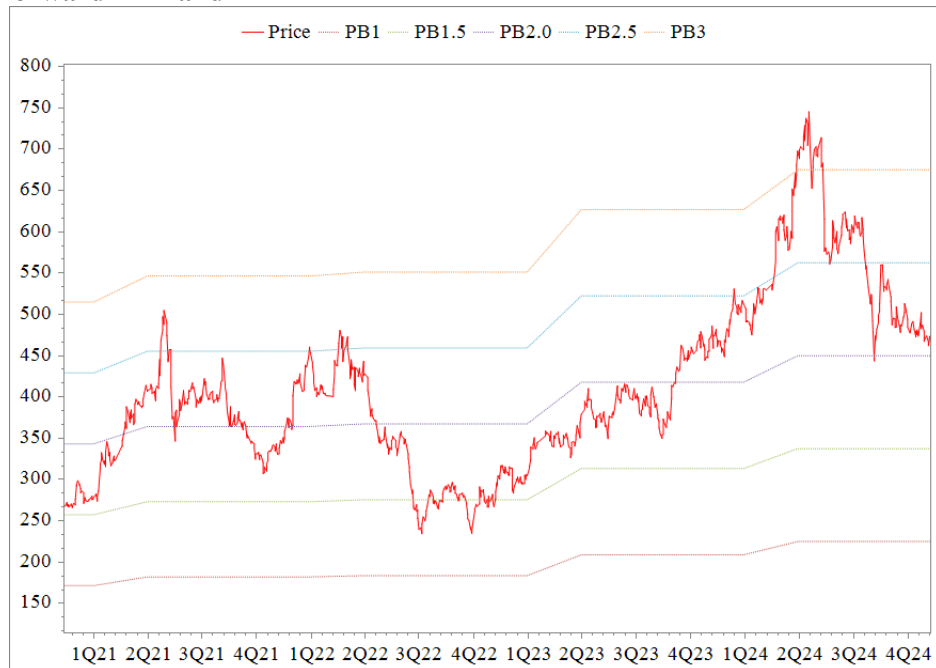
2024 年 11 月 11 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 11 月 11 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	59,990	64,963	71,439	70,907	73,148
流動資產	45,895	49,820	50,501	48,120	42,008
現金及約當現金	17,034	14,220	16,491	14,731	13,299
應收帳款與票據	7,237	9,622	7,907	9,052	7,667
存貨	20,390	24,410	25,089	21,943	11,146
採權益法之投資	3,694	4,063	7,086	7,991	12,401
不動產、廠房設備	7,598	7,448	7,515	7,650	7,652
負債總計	22,358	22,174	25,365	23,771	24,763
流動負債	17,599	21,801	21,131	19,038	14,227
應付帳款及票據	6,179	6,508	6,546	6,078	3,292
非流動負債	4,759	373	4,196	5,163	13,751
權益總計	37,632	42,788	46,074	47,136	48,385
普通股股本	1,971	2,045	2,045	2,045	2,045
保留盈餘	28,953	30,808	34,094	35,156	36,405
母公司業主權益	37,632	42,788	46,073	47,135	48,384
負債及權益總計	59,990	64,963	71,439	70,907	73,148

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	3,591	-1,696	9,094	6,767	8,774
稅前純益	6,297	4,099	6,958	7,062	7,792
折舊及攤銷	1,047	1,205	1,218	1,177	1,113
營運資金變動	-2,259	-6,076	1,075	1,532	9,397
其他營運現金	-1,493	-924	-157	-3,004	-9,527
投資活動現金	-1,524	-1,364	-1,696	-760	-3,032
資本支出淨額	-1,522	-390	-735	-882	-669
長期投資變動	825	227	1,741	931	1,579
其他投資現金	-827	-1,201	-2,704	-809	-3,942
籌資活動現金	-5,080	258	-5,128	-7,767	-7,175
長借/公司債變動	-31	-49	3,822	966	8,588
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-4,533	-2,837	-2,697	-4,907	-5,316
其他籌資現金	-517	3,144	-6,253	-3,827	-10,447
淨現金流量	-2,535	-2,813	2,270	-1,760	-1,432
期初現金	19,569	17,034	14,220	16,491	14,731
期末現金	17,034	14,220	16,491	14,731	13,299

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	60,256	48,222	58,454	64,984	67,049
營業成本	42,924	32,057	39,606	44,571	45,985
營業毛利淨額	17,350	16,114	18,777	20,412	21,065
營業費用	10,506	12,492	13,630	14,087	14,952
營業利益	6,844	3,622	5,147	6,325	6,113
EBITDA	7,282	5,150	8,158	8,262	8,992
業外收入及支出	-644	270	1,811	737	1,679
稅前純益	6,297	4,099	6,958	7,062	7,792
所得稅	896	475	975	1,093	1,227
稅後純益	5,401	3,624	5,983	5,969	6,565
稅後 EPS(元)	26.37	17.70	29.21	29.15	32.06
完全稀釋 EPS**	26.38	17.70	29.22	29.15	32.06

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 20.48【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 20.48 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-3.68%	-19.97%	21.22%	11.17%	3.18%
營業毛利淨額	-9.16%	-7.12%	16.53%	8.71%	3.20%
營業利益	-24.66%	-47.08%	42.11%	22.89%	-3.36%
稅後純益	-33.71%	-32.90%	65.07%	-0.22%	9.98%
獲利能力分析(%)					
毛利率	28.79%	33.42%	32.12%	31.41%	31.42%
EBITDA(%)	12.09%	10.68%	13.96%	12.71%	13.41%
營益率	11.36%	7.51%	8.81%	9.73%	9.12%
稅後純益率	8.96%	7.52%	10.23%	9.19%	9.79%
總資產報酬率	9.00%	5.58%	8.37%	8.42%	8.97%
股東權益報酬率	14.35%	8.47%	12.99%	12.66%	13.57%
償債能力檢視					
負債比率(%)	37.27%	34.13%	35.51%	33.52%	33.85%
負債/淨值比(%)	59.41%	51.82%	55.05%	50.43%	51.18%
流動比率(%)	260.78%	228.52%	238.99%	252.76%	295.26%
其他比率分析					
存貨天數	169.59	255.05	228.09	192.57	131.32
應收帳款天數	48.36	63.80	54.73	47.63	45.51

2024 年 11 月 11 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	10,007	12,389	15,748	16,526	15,895	13,943	12,091	15,137	16,504	16,826	16,516	15,968
營業成本	6,759	8,374	10,059	10,918	10,291	9,861	8,537	10,534	11,330	11,418	11,290	11,135
營業毛利淨額	3,248	4,014	5,689	5,608	5,604	4,082	3,554	4,603	5,174	5,408	5,226	4,833
營業費用	2,533	3,464	4,132	4,355	3,544	2,854	2,878	3,103	3,548	3,752	3,683	3,561
營業利益	717	525	1,541	1,252	1,997	1,222	677	1,500	1,626	1,656	1,543	1,272
業外收入及支出	-67	427	642	1,583	893	-477	-187	-190	107	409	411	410
稅前純益	650	952	2,183	2,834	2,890	745	489	1,311	1,732	2,065	1,954	1,682
所得稅	210	94	100	414	439	54	68	183	346	289	274	235
稅後純益	441	858	2,084	2,420	2,451	691	421	1,127	1,386	1,776	1,680	1,446
最新股本	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048
稅後EPS(元)	2.15	4.19	10.17	11.81	11.97	3.38	2.05	5.50	6.77	8.67	8.20	7.06

獲利能力(%)

毛利率(%)	32.48%	32.20%	36.02%	33.93%	34.86%	29.23%	29.40%	30.41%	31.35%	32.14%	31.64%	30.27%
營業利益率(%)	7.17%	4.24%	9.79%	7.57%	12.56%	8.76%	5.60%	9.91%	9.85%	9.84%	9.34%	7.97%
稅後純益率(%)	4.40%	6.93%	13.23%	14.64%	15.42%	4.96%	3.48%	7.45%	8.40%	10.56%	10.17%	9.06%

QoQ(%)

營業收入淨額	-0.71%	23.80%	27.12%	4.94%	-3.82%	-12.28%	-13.28%	25.19%	9.03%	1.95%	-1.84%	-3.32%
營業利益	-14.42%	-26.84%	193.56%	-18.79%	59.57%	-38.81%	-44.63%	121.70%	8.39%	1.86%	-6.83%	-17.56%
稅前純益	107.07%	46.31%	129.43%	29.81%	1.97%	-74.23%	-34.32%	167.90%	32.19%	19.21%	-5.41%	-13.91%
稅後純益	82.03%	94.70%	142.84%	16.13%	1.30%	-71.79%	-39.15%	167.89%	22.97%	28.15%	-5.41%	-13.91%

YoY(%)

營業收入淨額	-38.55%	-15.00%	28.13%	63.97%	58.84%	12.54%	-23.22%	-8.40%	3.84%	20.68%	36.60%	5.49%
營業利益	-62.63%	-57.01%	23.95%	49.28%	178.33%	132.77%	-56.09%	19.86%	-18.58%	35.54%	128.06%	-15.19%
稅前純益	-70.13%	-28.75%	1253.69%	802.29%	344.35%	-21.73%	-77.59%	-53.76%	-40.06%	177.26%	299.32%	28.33%
稅後純益	-75.61%	-28.02%	859.24%	899.42%	456.17%	-19.42%	-79.81%	-53.42%	-43.45%	156.88%	299.32%	28.33%

註1：稅後EPS以股本20.48億元計算

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。