

群聯(8299)

Downgrade to HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇鵬翎 Chelsey Su
chelsey@masterlink.com.tw

評等

日期:	2024/11/12
目前收盤價 (NT\$):	438.5
目標價 (NT\$):	500
52 週最高最低(NT\$):	438.5-756
加權指數:	23529.64

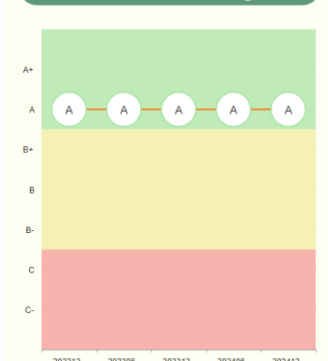
公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	2,048
市值 (NT\$/mn):	89,800
市值 (US\$/mn):	2,993
20 日平均成交量(仟股):	1,353
PER (2024):	13.37
PBR (2024):	1.88
外資持股比率:	38.37
TCRI	3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-9.0	-9.0	-36.7
加權指數報酬率	2.7	9.6	13.6

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	BUY
目標價 (NT\$)	500	600
營業收入 (NT\$/mn)	59,913	65,521
毛利率 (%)	32.99	34.79
營益率 (%)	9.91	11.23
EPS (NT\$)	32.80	44.99
BVPS(NT\$)	233.6	245.5

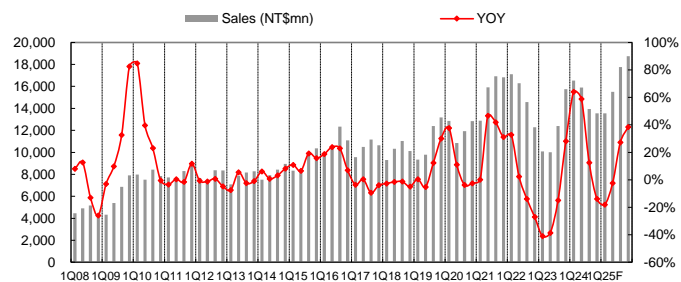
近五期TESG Rating



短期市場需求疲弱

- 投資評等調降為中立，目標價 500 元：3Q24 財報與十月營收表現不佳，短期營運仍辛苦。
- 市場需求不振，3Q24 本業業外皆大幅不如預期：3Q24 營收 139 億元，QOQ-12%、YOY+13%。控制晶片 QOQ-4%。遊戲模組季減幅度最大，達 56%；工業模組則季增 32%。備抵存貨跌價損失影響 3.37 個百分點，IP/Design Service 減少，毛利率季減 6 個百分點為 29.3%。營業利益 12 億元，QOQ-39%、YOY+133%；營業利益率季減 3.6 個百分點為 8.8%。業外認列投資損失、外幣兌換損失及庫存跌價損失，稅後淨利 6.91 億元，QOQ-72%、YOY-19%。EPS 3.37 元。存貨評價 LCM 損失 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約 1.09 元、外幣匯兌淨損失 0.94 元。
- 購入低價 FLASH 應對 ODM 客戶及企業級客戶 2025 年需求：終端需求兩極化，AI SSD 強、消費性弱，中國模組廠倒貨。雙十一、聖誕節刺激效果不強，對於消費性模組的策略維持賠錢不賣，下半年營收低於上半年。群聯持續購入 NAND FLASH，因價格更低存貨金額降。應用於 Non-Retail 市場之占比大於 75%，其中包含控制晶片 17%、工業應用相關 16%、企業及伺服器應用相關 25%、Embedded ODM 22%。將可充分供應 Tier-1 PC OEM 及 Mobile 客戶的需求，將有效分配於 aiDAPTIV+、企業級 SSD、車用等高利潤市場，維持高毛利率表現。

Exhibit 1: 營收及 YoY



Source : Masterlink

Exhibit 2: TESG Rating



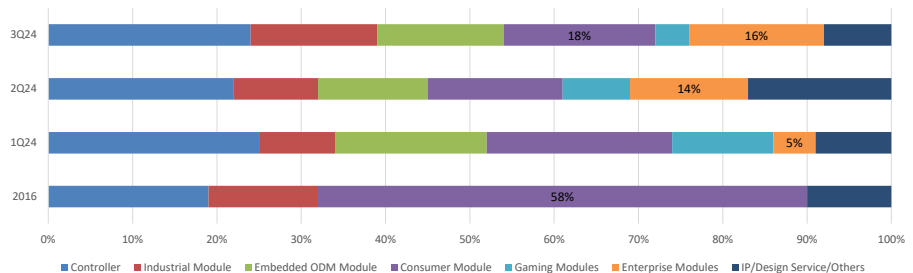
Source : TEJ

群聯強大策略聯盟為 NAND FLASH 產業典範

群聯主要產品為快閃記憶體控制晶片(NAND Flash Controller)，以及隨身碟、快閃記憶卡、SSD、eMMC、UFS 等各式快閃記憶體模組。群聯透過提供控制晶片，接獲更多利基型模組訂單。透過持續壯大的模組業務，為 FLASH 策略夥伴擴大出海口。策略合作夥伴包括 KIOXIA、Micron、Seagate、研華等，有 FLASH 來源，亦有出海口。

成功轉型為應用與技術導向之全方位存儲解決方案供應商

Exhibit 3: 成功轉型為應用與技術導向之存儲方案供應商



Sources: Company, MasterLink

PCIe Gen4 成功擴大 ODM 與 Gaming Module 業務；且搭配供應 Retimer 與 Redriver

2019 年與 AMD 合作 PCIe4 SSD 成功切入 Gaming PC 與 Game Console 市場，並將擴大 ODM 業務。目前於主流 PCIe4.0 市佔率達 50%、新規格之 PCIe5.0 市佔率超過 80%；並搭配推出 Redriver 與 Retimer。2025 年將再堆出 PCIe Gen6 規格。處分 KSI 之後，eMMC/UFS 模組生意快速擴張。主要供應 PC OEM 與 Mobile 模組。

Exhibit 4: 潛力市場 2025TAM 與群聯目前市佔率

Products	Application	2025 TAM (US\$mn)	2023 Market Share
Modules	Enterprise	25,000	<1%
Modules	Mobile Storage	20,000	2%
Modules	Client SSD Modules	20,000	3%
Modules	Gaming	3,000	7%
Modules	Automotive Modules	3,000	<1%
Modules	Industrial	2,000	15%
Controllers	Client SSD	1,400	>20%
Controllers	Mobile Storage	1,000	15%
Controllers	Automotive	300	>40%
Signal Conditioning IC	Retimer	300	Start Shipping (PCIe 5.0)
Signal Conditioning IC	Redriver	10	>50%

Sources: Company, Masterlink

Enterprise Module 營收貢獻度快速放大至 14%，未來幾年仍將倍數成長

Enterprise Module 市場規模預估 2025 年將達 250 億美元，群聯已於 2023 年開始貢獻營收。1Q24~2Q24 營收 QOQ 連續成長 75%及 169%，營收貢獻度由 5%快速放大至 14%，3Q24 再放大至 16%。推出專為企業級 SSD 儲存市場打造的 PASCARI 品牌，滿足日漸成長的生成式 AI、資料中心、雲端應用等伺服器需求。長期市佔率以 3%~5%為目標，換算金額約 10 億美元，相較於目前營收規模將有 2~4 倍成長空間。

創新的 aiDAPTIV+，降低客戶建構成本、提升群聯價值，達成雙贏

豐厚的獲利支援更先進的控制晶片研發，自有 IP，長期可為大型資料中心客戶提供 ASIC 服務。推出整合硬體與軟體的 AI 解決方案 aiDAPTIV+，內含經過特殊專利設計的 AI100 M.2 SSD 解決方案 aiDAPTIVCache，具備群聯獨家技術以延長 SSD 壽命的特性，及群聯電子自行開發的中介軟體 aiDAPTIVLink，可在 AI 伺服器或工作站中扮演高頻寬記憶體 HBM 的角色，有效降低硬體成本。第一代產品 ai100E，ASP US\$30-50K，客戶僅花 2%~5%建構成本，可大幅提升運算效能。2Q24 出貨達千套，營收貢獻度約 2%~3%。目前已有超過 150 個案子在進行概念驗證，其中已有兩大伺服器業者完成 POC，最快 4Q24 開始貢獻，2H24 出貨將倍增至萬套。將再推出更高階第二代產品，2025 年後將有更顯著的貢獻。

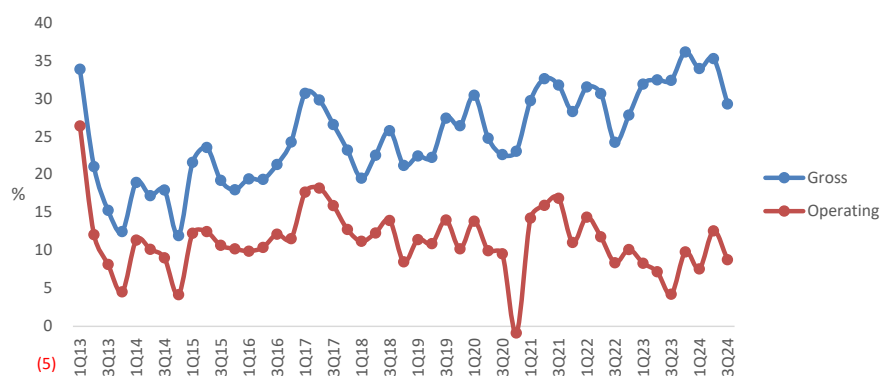
車用將由 eMMC 延伸至更大的模組領域

車用 eMMC Controller 市場產值預估 2025 年將達 3 億美元，群聯全球市占率已超過 40%。車用模組市場產值則將為控制 IC 的 10 倍，達 30 億美元，目前群聯著墨尚少。在地緣政治下，有機會以存儲產品切入中國電動車市場，再延伸至模組領域。

市場需求不振，3Q24 本業業外皆大幅不如預期

3Q24 營收 139 億元，QOQ-12%、YOY+13%。控制晶片 QOQ-4%。遊戲模組季減幅度最大，達 56%；工業模組則季增 32%。備抵存貨跌價損失影響 3.37 個百分點，IP/Design Service 減少，毛利率季減 6 個百分點為 29.3%。營業利益 12 億元，QOQ-39%、YOY+133%；營業利益率季減 3.6 個百分點為 8.8%。業外認列投資損失、外幣兌換損失及庫存跌價損失，稅後淨利 6.91 億元，QOQ-72%、YOY-19%，EPS 3.37 元。存貨評價 LCM 損失 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約 1.09 元、外幣匯兌淨損失 0.94 元。

Exhibit 5: 毛利率與營業淨利率表現



Source: Masterlink

TESG 企業永續指標



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement

NT\$m

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	60,256	48,222	59,913	65,550
COGS	42,924	32,057	40,148	43,919
Gross profit	17,333	16,164	19,766	21,632
Operating expense	10,443	12,543	13,827	13,838
Operating profit	6,890	3,621	5,938	7,794
Total non-operate. Inc.	618	478	2,484	0
Pre-tax profit	6,297	4,099	7,781	7,794
Total Net profit	5,401	3,624	6,677	6,625
Minority	0	0	0	0
Net Profit	5,401	3,624	6,677	6,625
EPS (NT\$)	27.50	18.48	32.80	32.32
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F
Sales	(3.7)	(20.0)	24.2	9.4
Gross profit	(9.5)	(6.7)	22.3	9.4
Operating profit	(24.7)	(47.4)	64.0	31.2
Pre-tax profit	(35.3)	(34.9)	89.8	0.2
Net profit	(33.7)	(32.9)	84.2	(0.8)
EPS	(33.5)	(32.8)	77.5	(1.5)
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F
Gross	28.8	33.5	33.0	33.0
Operating	11.4	7.5	9.9	11.9
EBITDA	12.3	10.6	14.9	13.6
Pre-tax	10.5	8.5	13.0	11.9
Net	9.0	7.5	11.1	10.1

Consolidated Balance Sheet

NT\$m

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Cash	17,034	14,220	14,353	15,353
Marketable securities				
A/R & N/R	7,237	9,622	10,473	11,458
Inventory	20,390	24,410	28,054	30,689
Others	408	546	546	546
Total current asset	45,069	48,798	53,426	58,046
Long-term invest.	4,126	4,520	4,520	4,520
Total fixed assets	7,598	7,448	7,838	8,229
Total other assets	1,679	2,698	2,698	2,698
Total assets	59,990	64,963	68,482	73,493
Short-term Borrow	0	2,106	2,106	2,106
A/P & N/P	6,179	6,508	7,944	8,690
Other current liab.	11,228	12,990	14,369	19,015
Total current liab.	17,407	21,604	24,420	29,812
L-T borrow s	0	0	-3,499	-6,998
Other L-T liab.	4,673	289	0	0
Total liability.	22,358	22,174	20,921	22,814
Common stocks	1,971	2,045	2,036	2,050
Reserves	0	0	0	0
Retain earnings	28,736	30,445	45,526	48,630
Total Equity	37,632	42,788	47,561	50,680
Total Liab. & Equity	59,990	64,963	68,482	73,493

Comprehensive Quarterly Income Statement

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	16,526	15,895	13,943	13,550
Gross profit	5,608	5,604	4,082	4,472
Operating profit	1,252	1,997	1,222	1,312
Total non-ope inc.	1,583	893	-477	0
Pre-tax profit	2,834	2,890	745	1,312
Net profit	2,420	2,451	691	1,115
EPS	12.02	11.97	3.37	5.44
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	64.0	58.8	12.5	(14.0)
Gross profit	74.5	72.6	1.7	(21.4)
Operating profit	49.3	178.3	132.8	(14.9)
Net profit	899.4	456.2	(19.4)	(46.5)
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Net sales	4.9	(3.8)	(12.3)	(2.8)
Gross profit	(1.4)	(0.1)	(27.2)	9.5
Operating profit	(18.8)	59.6	(38.8)	7.3
Net profit	16.1	1.3	(71.8)	61.2
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
Gross	33.9	35.3	29.3	33.0
Operating	7.6	12.6	8.8	9.7
Net	14.6	15.4	5.0	8.2

Consolidated Statement of Cash flow

NT\$m

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	5,401	3,624	6,677	6,625
Dep & Amort	1,328	1,154	1,152	1,147
Investment income	1,216	231	-1,816	0
Changes in W/C	-1,212	-5,836	-3,058	-2,874
Other adjustment	2,946	-870	0	0
Cash flow – ope.	9,679	-1,696	2,955	4,897
Capex	-2,384	-390	-390	-390
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	129	-974	0	0
Cash flow –inve.	-2,255	-1,364	-390	-390
Free cash flow	7,295	-2,087	2,565	4,507
Inc. (Dec.) debt	-1,623	2,128	0	0
Cash dividend	-4,533	-2,837	-1,904	-3,507
Other adjustment	3,432	967	0	0
Cash flow –Fin.	-2,723	258	-1,904	-3,507
Exchange influence	438	-11	0	0
Change in Cash	5,139	-2,813	661	1,000

Ratio Analysis

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
ROA	8.78	5.80	10.01	9.33
ROE	14.41	9.01	14.78	13.49

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.