



**玉山投顧**

E.SUN Investment Consulting

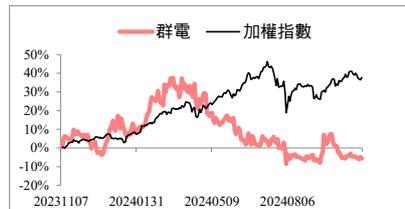
## 核心觀點

受惠於 NB 換機潮與電競需求提升，電源瓦數提升為必然趨勢，且網通、遊戲機電源均有新品推出，加上高階伺服器電源緩步貢獻營收，我們樂觀看待群電後市營運，並維持「買進」投資評等。

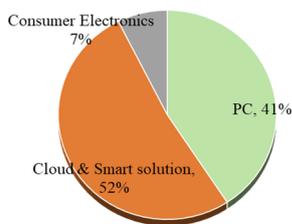
## 交易資料

收盤價	126.50
市值(億元)	507.00
流通在外股數(百萬股)	400.80
本益比(2025F)	11.85
股價淨值比	3.76
240 日股價(低/均/高)	116.5/146/196
60 日均成交額(百萬元)	112.33

## 相對報酬率



## 2025年產品比重預估



## CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均 總分	公司 治理	企業 承諾	社會 參與	環境 永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

## 2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	6%至 20%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	21%至 40%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

## 研究報告

# 群電(6412.TT)

買進(維持)

TP：160

NB 電源瓦數提升為必然趨勢，群電營運動能漸增

## 重要訊息

群電召開法說會，說明24Q3營運狀況及未來展望。

## 玉山觀點

**高瓦數電源出貨帶動本業優於預期，惟認列業外損失拖累獲利下滑。**群電24Q3營收103.6億元，QoQ+16.5%、YoY+6.4%，優於預期，主要受惠於230W高瓦數電源需求成長，毛利率則因產品組合轉佳而季增0.53ppt至20.99%，雖本業優於預期，然受到台幣走強及認列股權評價損失導致業外損失為1.36億元，拖累稅後EPS下滑至2.21元。

**電源瓦數成長為必然趨勢，群電營運動能漸增。**展望未來，我們持續看好群電營運成長，主要原因如下：(1)雖然受限於電競NB換機潮緩慢，以及消費者期待顯示卡新品推出或將導致24Q4旺季不旺，但是受惠於明年3A大作密集出台以及RTX 50系列顯卡下放至NB後有望帶動換機潮，將推升25Q1淡季不淡，另外，我們看好GPU算力高達600TOPs，將為NB提供巨額算力，未來AI PC搭載GPU比重有望增加，綜合以上，電源瓦數提升為必然趨勢，故預估群電NB相關營收將成長雙位數。(2)群電美系網通客戶於明年導入新品，公司出貨產品將由兩項激增至六項，且低軌衛星客戶需求強勁，目前高瓦數產品電源為群電獨家供應，預估網通與低軌衛星營收將成長約2成。(3)遊戲機方面，受惠於美系客戶將於2025年3月推出新款遊戲機，日系客戶則將於25Q3開始導入，預估營收亦有望成長近2成。(4)群電AI伺服器3.3kW已小量出貨，5.5kW也已開發完成，靜待認證即可出貨。(5)群電越南廠於23Q4開始量產，主要生產低軌衛星、網通產品、高階電源，目前稼動率仍低，預期25Q3隨著產線移入將推升毛利率走揚。綜合以上，預估2024/2025年營收將分別成長3%/15%，稅後EPS則為8.65/10.67元。

## 投資建議

受惠於NB換機潮將至且顯示卡新品推出，以及AI PC搭載GPU比重增加，電源瓦數提升為必然趨勢，又有網通、遊戲機電源等新品推出，再者，高階伺服器電源將緩步貢獻營收，預估2024/2025年EPS為8.65/10.67元，我們樂觀看待後市營運，並維持「買進」評等，目標價160元(15倍PER\*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	8,046	8,898	10,363	10,060	37,367	42,959
YoY	-2.96%	-4.02%	6.39%	11.67%	2.91%	14.97%
毛利率	20.81%	20.46%	20.99%	21.34%	20.92%	21.26%
營益率	9.74%	10.27%	11.97%	11.75%	11.02%	11.96%
稅後淨利	681	912	887	985	3,465	4,277
EPS(元)	1.71	2.28	2.21	2.46	8.65	10.67

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4
營收	10,363	10,060	10,084	10,717	2.76	(6.13)
毛利	2,176	2,147	2,100	2,295	3.58	(6.45)
營業利益	1,240	1,182	1,143	1,267	8.53	(6.70)
稅前淨利	1,104	1,231	1,154	1,317	(4.30)	(6.51)
稅後淨利	887	985	919	1,034	(3.53)	(4.74)
每股盈餘(元)	2.21	2.46	2.29	2.58	(3.53)	(4.74)
財務比率(%)						
毛利率	20.99	21.34	20.83	21.42	0.80	(0.36)
營益率	11.97	11.75	11.33	11.83	5.62	(0.68)
淨利率	10.65	12.24	11.44	12.28	(6.87)	(0.34)

資料來源：玉山投顧(2024/10)

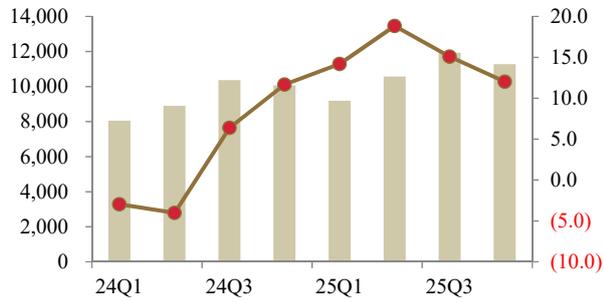
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	8,046	8,898	10,363	10,060	37,367	9,188	10,574	11,926	11,271	42,959
營業毛利	1,675	1,820	2,176	2,147	7,818	1,877	2,195	2,595	2,465	9,133
營業費用	891	907	935	965	3,698	926	972	1,017	1,081	3,995
營業利益	784	913	1,240	1,182	4,119	951	1,223	1,578	1,384	5,138
淨業外收支	58	228	(136)	49	198	27	123	14	44	208
稅前淨利	841	1,142	1,104	1,231	4,318	978	1,347	1,593	1,429	5,346
稅後淨利	681	912	887	985	3,465	782	1,077	1,274	1,143	4,277
EPS(元)	1.71	2.28	2.21	2.46	8.65	1.95	2.69	3.18	2.85	10.67
財務比率										
毛利率	20.81	20.46	20.99	21.34	20.92	20.43	20.76	21.76	21.87	21.26
營業利率率	9.74	10.27	11.97	11.75	11.02	10.35	11.57	13.24	12.28	11.96
稅前淨利率	10.45	12.83	10.65	12.24	11.56	10.64	12.74	13.35	12.67	12.44
YoY(%)										
營業收入	(2.96)	(4.02)	6.39	11.67	2.91	14.20	18.84	15.09	12.04	14.97
營業毛利	8.16	(3.26)	(0.49)	3.04	1.53	12.08	20.60	19.29	14.83	16.83
營業利益	7.88	2.34	2.27	4.66	4.00	21.40	33.93	27.27	17.10	24.71
稅前淨利	14.09	14.20	(6.55)	(1.48)	3.60	16.25	17.97	44.26	16.03	23.80
稅後淨利	17.1	15.43	(5.80)	0.32	5.16	14.91	18.13	43.63	16.03	23.43
QoQ(%)										
營業收入	(10.69)	10.59	16.46	(2.92)		(8.67)	15.08	12.79	(5.49)	
營業毛利	(19.63)	8.69	19.52	(1.31)		(12.58)	16.96	18.22	(5.01)	
營業利益	(30.62)	16.57	35.77	(4.69)		(19.52)	28.60	29.02	(12.30)	
稅前淨利	(32.69)	35.71	(3.30)	11.53		(20.57)	37.70	18.26	(10.29)	
稅後淨利	(30.66)	33.95	(2.74)	11.05		(20.57)	37.70	18.26	(10.29)	

資料來源：玉山投顧(2024/10)

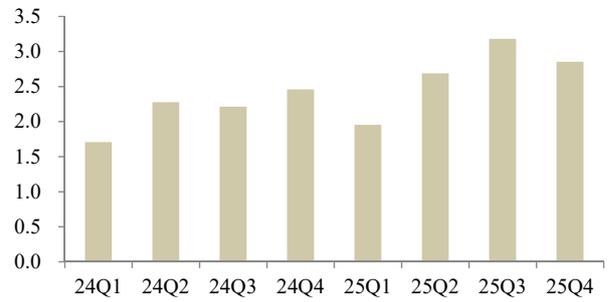
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



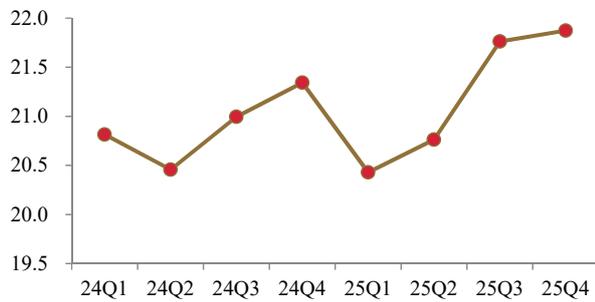
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



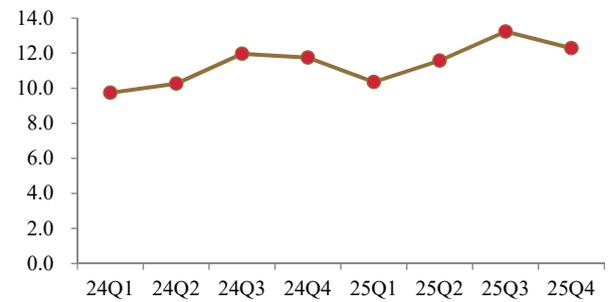
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



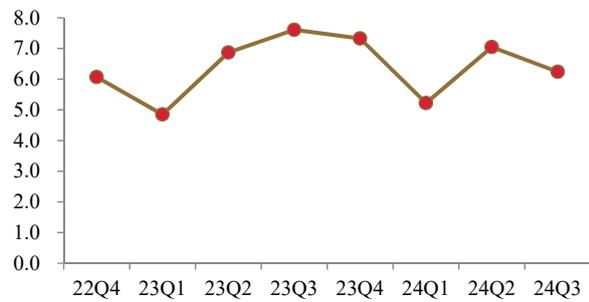
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



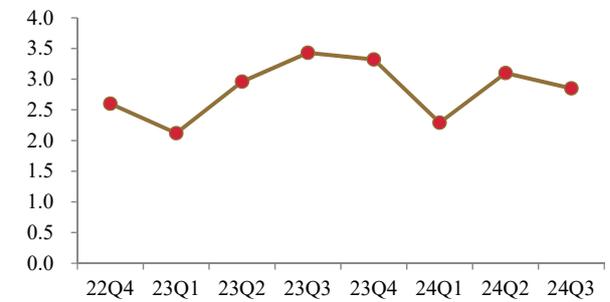
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

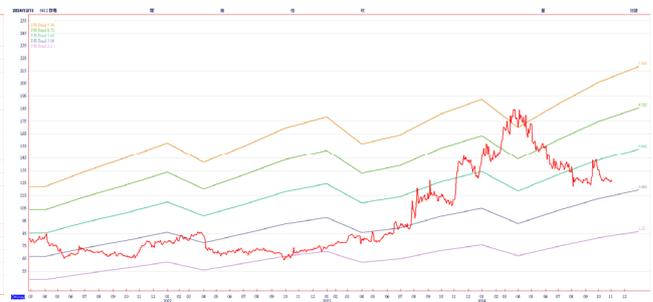
(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/10)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	41,066	36,311	37,367	42,959
營業成本	33,437	28,611	29,549	33,826
營業毛利	7,629	7,700	7,818	9,133
營業費用	3,711	3,739	3,698	3,995
營業利益	3,917	3,961	4,119	5,138
營業外收支淨額	146	207	198	208
稅前淨利	4,063	4,168	4,318	5,346
稅後淨利	3,247	3,295	3,465	4,277
普通股股本	3,954	3,990	4,008	4,008
EPS(元)	8.21	8.26	8.65	10.67
年成長率				
營收	1.7%	-11.6%	2.9%	15.0%
營業利益	13.5%	1.1%	4.0%	24.7%
稅前淨利	13.5%	2.6%	3.6%	23.8%
母公司稅後淨利	14.8%	1.5%	5.2%	23.4%
獲利能力比率				
毛利率	18.6%	21.2%	20.9%	21.3%
營業利益率	9.5%	10.9%	11.0%	12.0%
稅前淨利率	9.9%	11.5%	11.6%	12.4%
稅後淨利率	7.9%	9.1%	9.3%	10.0%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	20,044	22,162	22,744	25,823
現金及約當現金	1,268	4,188	4,310	4,955
存貨	6,544	5,932	6,104	7,018
應收帳款及票據	10,899	9,875	10,162	11,683
其他流動資產	1,332	2,167	2,167	2,167
長期投資	0	0	0	0
固定資產	5,724	5,920	6,515	7,065
其他長期資產	1,658	1,916	1,916	1,916
資產總額	27,416	29,989	31,165	34,795
流動負債	14,542	16,006	18,118	20,618
應付帳款及票據	8,799	10,440	10,743	12,351
短期借款	818	964	992	1,140
什項負債	4,925	4,602	4,602	4,602
非流動負債	180	178	160	122
負債總額	14,721	16,184	18,279	20,740
普通股股本	3,954	3,990	4,008	4,008
資本公積	2,714	2,966	2,966	2,966
保留盈餘	7,012	7,950	8,897	10,066
股東權益總額	12,695	13,805	12,887	14,056

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	4,063	4,168	4,318	5,346
折舊及攤提費用	920	982	951	966
本期營運資金變動	87	3,277	-156	-827
其他項目	21	19	19	22
營運活動之現金流量	5,091	8,446	5,132	5,507
資本支出	-1,604	-1,487	-1,546	-1,517
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-100	-1,756	-1,080	-938
投資活動之現金流量	-1,704	-3,243	-2,626	-2,455
短期借款及票券變動	-713	146	28	148
舉措/償還長期借款	-81	-1	-18	-38
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-2,039	-2,333	-2,394	-2,518
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-2,833	-2,188	-2,384	-2,407
匯率影響數	4	-94	0	0
本期現金流量	559	2,921	122	645
期末現金及約當現金	1,268	4,188	4,310	4,955

重要財務比率	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	53.7%	54.0%	58.7%	59.6%
槓桿比率	116.0%	117.2%	141.8%	147.6%
流動比率	137.8%	138.5%	125.5%	125.2%
速動比率	92.8%	101.4%	91.8%	91.2%
存貨週轉率(次)	4.28	4.59	4.91	5.16
存貨週轉天數	84.15	78.49	73.32	69.83
應收帳款週轉率(次)	2.40	2.23	3.73	3.93
應收帳款週轉天數	98.05	101.48	96.52	91.53
總資產週轉率(次)	1.50	1.21	1.20	1.23
淨值週轉率(次)	3.23	2.63	2.90	3.06
股東權益報酬率	27.3%	24.9%	26.0%	31.7%
總資產報酬率	11.3%	11.5%	11.3%	13.0%
OCF/流動負債	30.7%	55.3%	30.1%	28.4%
每股比率				
每股淨值(元)	32.11	34.60	32.16	35.07
每股營收(元)	103.86	91.00	93.24	107.19
每股盈餘(元)	8.21	8.26	8.65	10.67
每股現金股利(元)	5.90	6.00	6.28	7.75
現金股利配發率	71.9%	72.7%	72.7%	72.7%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

#### 【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法