

記憶體產業

當冬夜漸暖

焦點內容

1. 我們預期 NAND Flash 將於 2H25 轉為供不應求，供給緊俏情勢有望維持至 2026 年。NAND Flash 合約價將於 2Q25 季底開始上漲，漲價趨勢至少持續至年底。
2. NAND Flash 產業中，我們偏好 PCIe 5.0 控制晶片與企業級 SSD 相關廠商。
3. 我們預估 DRAM 合約價預估將於 2Q25 止跌，但我們尚未在 2025 年看到帶動 DRAM 報價上漲之明顯動能。

重要訊息

NAND Flash 與 DRAM 供需將於 2H25 逐漸改善。預期 NAND Flash 合約價將於 2Q25 季底開始上漲，DRAM 合約價亦將於 2Q25 止跌。

評論及分析

原廠減產，2H25-2026 年 NAND Flash 皆有望轉為供需吃緊。我們預期 NAND Flash 將於 2H25 轉為供不應求，3Q25、4Q25 供需比分別為 89.1%/87.9%，係因：(1)根據過往經驗，記憶體產業自谷底翻揚多為原廠減產所帶動。自 4Q24 起 NAND Flash 廠商積極減產以維持供給秩序，其中 Samsung(韓)及 Kioxia(日)/WDC(美) 4Q24-4Q25 分別下修投片 23%/13%。預期 2025 年 NAND 位元出貨量僅年增 13%至 7.44 兆 Gb；(2)NAND Flash 下游將於 2Q25 進入補庫存週期，2025 年 NAND 位元需求將年增 15%至 8.03 兆 Gb。我們認為供給緊俏情勢有望維持至 2026 年，主因為高層數 NAND 堆疊架構的改變限制原廠 2025 年資本支出擴張。預期 NAND Flash 合約價將於 2Q25 季底開始上漲，漲價趨勢至少可持續至年底。

PCIe 5.0 控制晶片與企業級 SSD 廠商將為 NAND Flash 產業主要受惠者。在 NAND Flash 類股中我們偏好：(1)PCIe 5.0 控制晶片與(2)企業級 SSD 相關廠商，前者係因：PCIe 5.0 在企業級 SSD 滲透率將自 2024 年的 9%大幅提升至 2026 年的 61%，且 PC OEM 將在 2025 年大規模導入 PCIe 5.0 SSD。後者主因為我們預期 2025-26 年企業級 SSD 將加速取代 HDD。

DRAM 產業焦點將逐漸自 HBM 轉向高階 DDR5。我們認為未來高階 HBM 的重要性將下降，因 DeepSeek 採用 Multi-head Latent Attention 及 8Bit 浮點運算技術，降低對 LLM 記憶體頻寬與容量需求。高階 DDR5/LPDDR5X 需求則將提升，係因其將受惠 Edge AI 技術成熟驅動 AI PC 換機潮之趨勢。在原廠對於 DRAM 擴產相對 NAND Flash 更為積極下，即使需求穩健復甦，仍難以使供過於求的局勢反轉。我們預估 DRAM 供需比 1Q25、2Q25 分別為 102.5%/100.4%，2H25 後將逐漸趨於平衡。DRAM 合約價預估將於 2Q25 止跌，不過我們尚未在 2025 年看到帶動 DRAM 報價上漲之明顯動能。

投資建議

我們認為記憶體產業將進入上行週期，建議投資人可加碼相關類股。類股族群中，我們看好 NAND Flash 優於 DRAM，子產業則看好 PC、工控優於雲端。我們在產業中首選個股為群聯(8299 TT, NT\$539, 增加持股)，我們認為群聯在 PCIe 5.0 的領先地位與企業級 SSD 業務的機會將使其成長性優於同業。我們也看好宜鼎(5289 TT, NT\$259.5, 增加持股)工控客戶佔比高的特性。我們相對保守看待美光(MU US)，係因其當前評價已高。

投資風險

NAND 原廠加速擴產。

凱基投顧

沈漢軒
886.2.2181.8005
hanhsuan.shen@kgi.com

曾繁仁
886.2.2181.8734
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

自 2024 年 6 月起，DRAM 與 NAND Flash 類股已連續 3 個季度遭到投資人拋售，主要係基於以下原因：

- (1) 出於對 HBM 排擠傳統 DRAM 產能的擔憂，手機品牌廠、PC OEM 與模組廠在 4Q23-2Q24 持續回補記憶體庫存，然而事後來看，HBM 排擠效應不如當初預期般顯著；
- (2) 消費性電子並未在 2024 年迎來換機潮，自 3Q24 起手機品牌商與 PC OEM 陸續下修出貨量展望，並轉為去化記憶體庫存；
- (3) DRAM 與 NAND Flash 現貨/合約價普遍於 3Q24 鬆動，進而轉趨下跌。

展望未來，我們認為 HBM 世代 migration、良率高低，排擠效應有多大，已不再是驅動類股評價的關鍵。我們建議投資人可轉為關注以下議題：(1)300 層以上 NAND Flash 堆疊技術改變將限制原廠產能擴張，NAND Flash 自 2H25 至 2026 年有望維持供不應求；(2)2025 年多數新推出 PC 將首次導入 PCIe 5.0 SSD，控制 IC 廠商將因此受惠；(3)AI PC 展望正向可望帶動 DDR5/LPDDR5X 滲透率提升。我們相信這些議題尚未被市場廣泛討論，進而給予投資人在其中找尋超額報酬的機會。

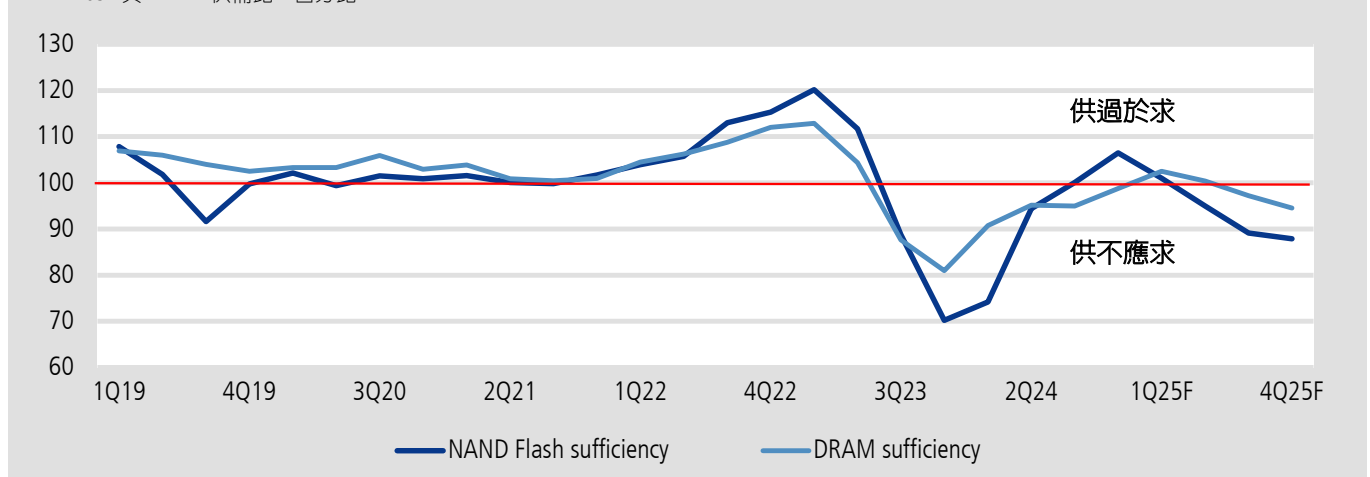
圖 1：個股評價

股票代碼	公司	相關產品 營收比重(%)	市值 (US\$mn)	股價 (NT\$)	評等	目標價 (NT\$)	漲幅/ (跌幅)(%)	EPS (NT\$)			
								2022	2023	2024F	2025F
8299 TT	群聯	NAND模組(76),控制IC(24)	3,392	539.0	增加持股	700	30	27.71	18.48	51.66	35.01
5289 TT	宜鼎	DRAM模組(37), Nand模組(54),AloT(7)	726	259.5	增加持股	331	28	21.46	12.98	11.52	15.74

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：記憶體產業供需比

NAND Flash 與 DRAM 供需比，百分比



資料來源：TrendForce；凱基預估

圖 3：NAND Flash 供需及價格展望概覽

Percent	2024				2025F				2024	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
NAND flash										
位元供給成長率									14	13
晶圓產出年增率									2	(3)
晶圓產出年增量/季增量 (千片/月)	58	165	147	40	(190)	(10)	0	20	35	(48)
位元需求成長率									16	15
供需比	74	94	100	106	101	95	89	88	94	93
512Gb TLC合約價季增率	38	14	(1)	(23)	(21)	3	13	11		

資料來源：TrendForce：凱基預估

圖 4：DRAM 供需及價格展望概覽

Percent	2024				2025F				2024	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
DRAM										
位元供給成長率									17	27
晶圓產出年增率									21	17
晶圓產出年增量/季增量 (千片/月)	135	88	141	88	25	58	77	30	282	287
位元需求成長率									18	23
供需比	91	95	95	99	102	100	97	95	95	98
DDR5 16Gb合約價季增率	5	13	(5)	(10)	(5)	(7)	0	0		

資料來源：Trendforce：凱基預估

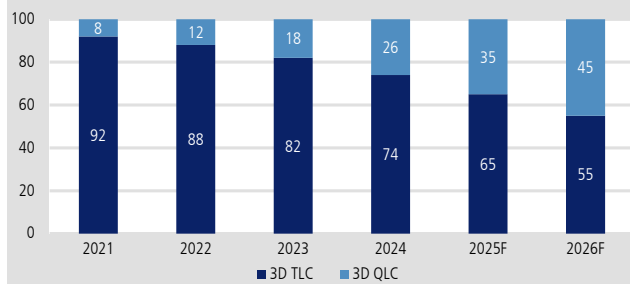
NAND Flash – 2H25 轉為供不應求，供給緊俏可望延續至 2026 年

高層數 QLC 為未來 SSD 主流架構

隨著 NAND Flash 堆疊技術進步，QLC 與 TLC 在相同晶圓面積下能提供的容量差距將擴大，降低 QLC 的每單位成本，進而提升原廠擴產 QLC 的意願。TrendForce 預估 QLC 在消費級 SSD 的滲透率將自 2024 年的 26% 大幅提升至 2026 年的 45%，成為市場主流。在企業級 SSD 部分，隨著 AI 由訓練逐漸擴展至推論端，我們看到大容量企業級 SSD 的需求顯著提升(這部分將於群聯個股報告中詳細說明)，驅使原廠加速量產高層數 QLC 企業級 SSD。TrendForce 預估 QLC 在企業級 SSD 的滲透率將自 2024 年的 11.5% 提升至 2026 年的 22%。

圖 5：2024-26 年 QLC 架構在消費級 SSD 滲透率將顯著提升

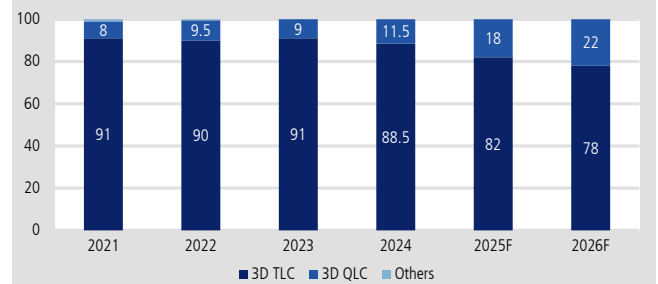
NAND Flash 架構滲透率，百分比



資料來源：TrendForce：凱基

圖 6：2026 年 QLC 架構在企業級 SSD 滲透率將提升至 22%

NAND Flash 架構滲透率，百分比



資料來源：TrendForce：凱基

高層數 NAND 堆疊架構改變限制原廠資本支出擴張

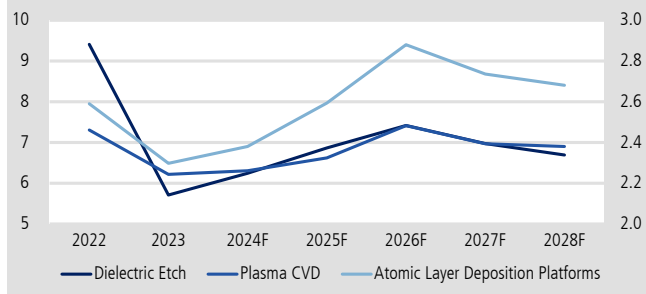
隨著 NAND Flash 堆疊層數提高，原廠對蝕刻與沉積設備的需求相應增長，例如：(1)介電層蝕刻設備(Dielectric Etch)用於更高深寬比的蝕刻，確保 Charge Trap 層與閘極的絕緣完整性；(2)Atomic Layer Deposition (ALD) 沉積設備用於均勻填充氧化層；(3)等離子化學氣相沉積(Plasma CVD)用於確保多層堆疊結構的穩定性。

我們注意到柯林研發(Lam Research)於 FY2Q25 Earnings call 表示 NAND Flash 客戶對蝕刻設備的需求正在快速增長，東京威力科創(Tokyo Electron)也於 FY3Q25 Earnings call 提及其乾式蝕刻(Dry Etch)業務將快速增長。我們預估全球介電層蝕刻設備(Dielectric Etch)/ Atomic Layer Deposition (ALD) 沉積設備/等離子化學氣相沉積(Plasma CVD)市場將自 2024 年的 62.4/23.8/63.0 億美金，大幅成長至 2026 年的 74.1/28.8/74.1 億美金。

根據凱基產業調研，我們了解到 NAND Flash 原廠對於 2025 年資本支出十分保守(年減 1%)，主要原因來自沉積與蝕刻設備需求增長排擠其他支出，我們認為這將限制 2026 年 NAND Flash 供給提升。

圖 7：2025-26 年全球蝕刻與沉積設備市場將強勁增長

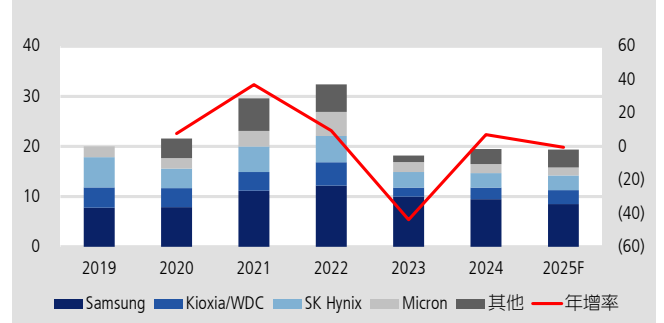
介電層蝕刻設備與等離子化學氣相沉積市場，十億美金(左軸)；ALD 沉積設備市場，十億美金(右軸)



資料來源：Gartner；凱基預估

圖 8：受限於堆疊技術改變，NAND 廠商 2025 年資本支出保守

NAND Flash 廠商 NAND 資本支出，US\$bn(左軸)；年增率(右軸)



資料來源：TrendForce；凱基

PCIe 5.0 在 PC 端滲透率提高，群聯、慧榮可望受惠

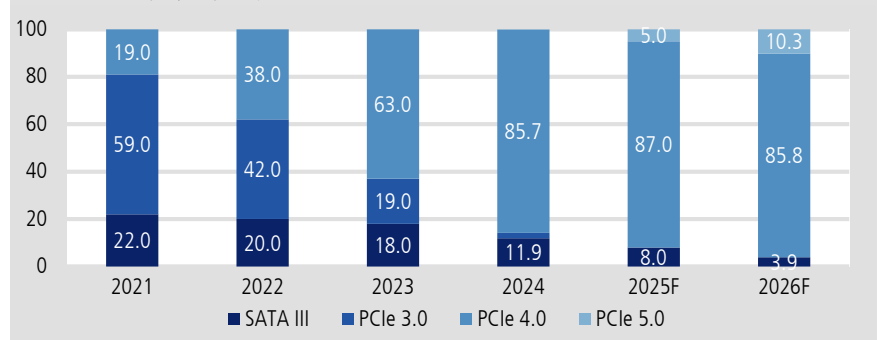
在 PC 市場，PCIe 5.0 SSD 相較 PCIe 4.0 具備以下優勢：(1)降低 I/O 瓶頸，提升 AI 訓練/推論效率；(2)提升影像處理/3D 渲染載入速度；(3)加快壓縮/解壓縮大型檔案速度，不過 PCIe 5.0 較高的價格及散熱性能要求使其在 PC 端滲透率至今仍有限。

我們預估 PCIe 4.0 在 Client SSD 滲透率可望自 2024 年的 0.6% 大幅成長至 2026 年的 10.3%，係因：(1)Edge AI 推論需求增長促使 Controller 供應商推出更具價格競爭力的 PCIe 5.0 SSD；(2)散熱技術持續進步；(3)根據供應鏈訪查，我們了解到 PC OEM 有意在 2025 年大規模導入 PCIe 5.0 SSD，故今年多數新推出 PC 都將採用 Gen5。

DeepSeek 問世後，我們看到 Edge AI 在技術端逐漸成熟，可望帶動 PC 換機需求，係基於以下原因：(1)Deepseek R1 晶片提升小型 AI 模型運算效率，使 Edge 端 AI 推論性能優化，強化 AI PC 應用價值；(2)第三方軟體商（如 Adobe、CapCut、WhatsApp）開始針對 Edge AI 開發更多 AI 應用；(3)Windows 11 要求內建 TSA（Trust Security Architecture）此類硬體加密功能，導致許多舊設備無法升級。此外 Copilot+ PC 需搭載 NPU，這雖非 Windows 11 強制標準，但在與換機需求綁定推進下，仍有望推升 AI PC 需求，加速 PC 世代交替。我們認為 PCIe 5.0 控制晶片供應廠商群聯、慧榮(美)將為此趨勢下主要受惠者。

圖 9：PCIe 5.0 於消費級 SSD 滲透率將於 2026 年提升至 10.3%

NAND Flash 控制介面滲透率，百分比



資料來源：TrendForce；凱基

NAND Flash 廠商積極維持供給秩序

自 2024 年 10 月起，NAND Flash 原廠陸續下修 2025 年投片，我們整理主要變動如下：

- (1) Samsung 西安廠產能預估將自 4Q24 的 20 萬片/月下修至 4Q25 的 14 萬片/月，主因該廠製程將逐漸自 128 層升級至 236 層，在廠房空間有限下，部分 128 層產能因此降低。預估 2026 年 128 層產能將完全歸零，因屆時 Samsung 產品將不再採用 128 層 NAND。我們觀察到 Samsung NAND Flash 在中國市占率自 2023 年的約 40% 下滑至 2024 年的約 31%，而長江存儲在中國市占率則有提高趨勢。我們認為在長江存儲(中)持續擴大產能下，Samsung 可能難以在中國擴大手機、PC 市佔，則未來西安廠產能存在進一步下修可能性；
- (2) Kioxia/WDC 產能預估將自 4Q24 的 46 萬片/月下修至 4Q25 的 40 萬片/月。主要來自 Kioxia 下修 112 層投片，以及近期 SanDisk 亦要求減產；
- (3) SK Hynix(韓)產能預估將自 4Q24 的 23.5 萬片/月微幅提升至 4Q25 的 24 萬片/月，主要來自 Solidigm(原 Intel)192 層製程產能將提高以因應大容量 SSD 企業級需求；
- (4) Micron 產能預估將自 4Q24 的 15.5 萬片/月下修至 4Q25 的 13 萬片/月，主因公司在 FY1Q25 法說會提及：消費性電子需求較原先預期疲軟，將降低 NAND Flash 投片作為因應；

在原廠積極維持供給秩序下，我們預估 2025 年整體 NAND Flash 位元出貨量僅年增 13% 至 7.44 兆 Gb。

圖 10：2019-25 年 NAND Flash 廠商年度產能展望

(千片/月)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
產能	1,364	1,484	1,616	1,698	1,403	1,437	1,390
Samsung	465	490	574	636	489	473	425
Kioxia	404	494	496	475	401	443	400
SK Hynix	221	198	195	293	234	215	238
Micron	154	165	170	169	134	143	130
Intel	85	85	89	0	0	0	0
長江存儲	13	26	66	98	120	125	155
力積電	3	4	3	5	4	4	5
華邦電	5	7	6	7	8	13	13
旺宏	10	10	11	13	12	20	20
中芯	5	5	5	4	3	3	4
年增量		120	132	82	(295)	35	(48)
Samsung		25	84	62	(147)	(17)	(48)
Kioxia		91	2	(21)	(75)	42	(43)
SK Hynix		(24)	(3)	98	(59)	(19)	23
Micron		11	5	(2)	(35)	9	(13)
Intel		0	4	(89)	0	0	0
長江存儲		14	40	31	23	5	30
力積電		1	(1)	2	(1)	1	1
華邦電		2	(1)	1	1	5	0
旺宏		1	1	2	(1)	9	0
中芯		0	0	(1)	(1)	0	1

資料來源：TrendForce：凱基預估

圖 11：1Q23-4Q25 NAND Flash 廠商季度產能展望

(千片/月)	2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
投片量	1,637	1,537	1,281	1,172	1,230	1,395	1,542	1,582	1,392	1,382	1,382	1,402
Samsung	656	555	415	330	360	440	530	560	450	410	410	430
Kioxia/WDC	439	440	366	357	390	460	460	460	400	400	400	400
SK Hynix	263	263	210	200	195	200	230	235	230	240	240	240
Micron	135	135	135	130	130	130	155	155	130	130	130	130
Intel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
長江存儲	120	120	120	120	120	125	125	130	140	160	160	160
力積電	3	3	4	4	4	4	4	4	5	5	5	5
華邦電	7	7	8	8	8	13	15	15	13	13	13	13
旺宏	11	11	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
中芯	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4
季增量	(65)	(100)	(256)	(109)	58	165	147	40	(190)	(10)	0	20
Samsung	1	(101)	(140)	(85)	30	80	90	30	(110)	(40)	0	20
Kioxia/WDC	(24)	1	(74)	(9)	33	70	0	0	(60)	0	0	0
SK Hynix	(30)	0	(53)	(10)	(5)	5	30	5	(5)	10	0	0
Micron	(20)	0	0	(5)	0	0	25	0	(25)	0	0	0
Intel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
長江存儲	15	0	0	0	0	5	0	5	10	20	0	0
力積電	(2)	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0
華邦電	0	0	1	0	0	5	2	0	(2)	0	0	0
旺宏	(4)	0	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0
中芯	(1)	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0

資料來源：TrendForce：凱基預估

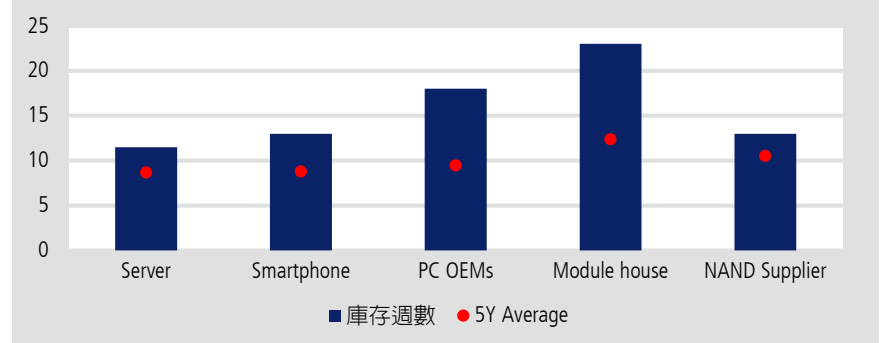
NAND Flash 下游將於 2Q25 進入補庫存週期

NAND Flash 下游業者自 3Q24 開始去化 NAND 庫存。截至 2024 年 10 月，Server 廠商、手機品牌商、PC OEM、模組廠以及 NAND 原廠的 NAND 庫存約為 11.5/13/18/23/13 週，普遍高於 5 年平均庫存水位。不過參考過去補/去庫存持續約 3 季度的規律，結合消費性電子有望在 3Q24 迎來傳統旺季，我們認為本次 NAND 去庫存循環可望於 1Q25 結束，並於 2Q25 轉為回補庫存。

我們預估 2025 年整體 NAND Flash 位元需求將年增 15% 至 8.03 兆 Gb。

圖 12：預估 NAND 下游業者將於 2Q25 轉為回補庫存

2024 年 10 月 NAND Flash 廠商及下游業者 NAND Flash 庫存水準，週



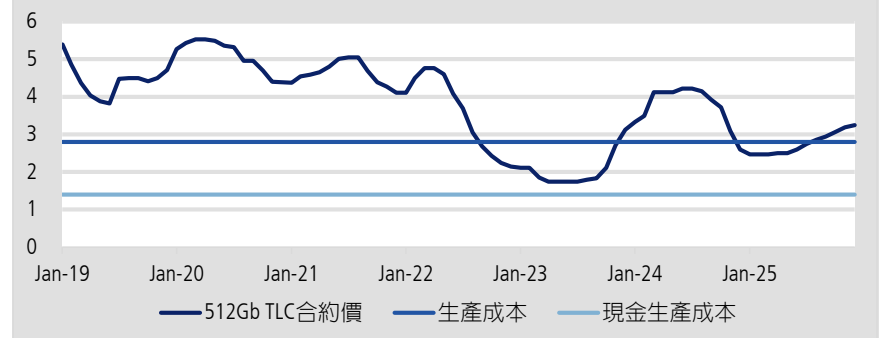
資料來源：凱基

報價跌破原廠生產成本為供需反轉訊號

目前 NAND Flash 主流架構/Die 容量/製程節點分別為：TLC/512、256Gb/1XX、1YY 製程。我們注意到 512Gb TLC 合約價自 2024 年 12 月已跌破 NAND 原廠 176 層製程的生產成本，這將有助於：(1)提升原廠進一步減產動機；(2)推動下游補庫存意願；(3)帶動需求回溫，我們認為可將此視為供需反轉的先行指標做為參考。

圖 13：NAND 合約價跌破生產成本可能暗示供需將反轉

512Gb TLC 合約價，176 層製程生產成本及現金生產成本，US\$

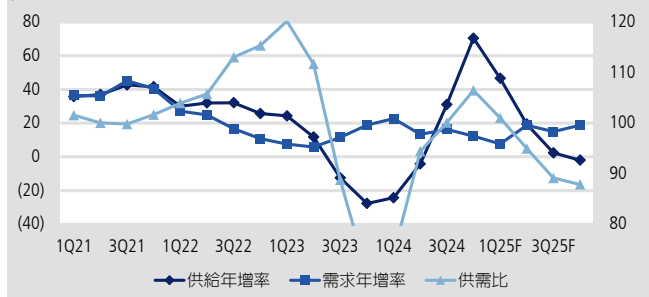


資料來源：TrendForce；凱基

基於上述供需展望，我們預估 1Q25 NAND Flash 供需比為 101%，並且將於 2Q25 趨於平衡的 95%。2H25 NAND Flash 供需則將轉為供不應求，3Q25、4Q25 供需比分別為 89.1%/87.9%。展望 2026 年，由於 NAND Flash 廠商 2025 年的資本支出在堆疊技術改變下趨於保守，我們認為供給成長幅度仍有限。我們預期 NAND Flash 合約價將於 2Q25 季底開始上漲，且漲價趨勢至少可持續至年底。

圖 14：NAND 市場供過於求情況將於 2Q25 緩解，並於 2H25 轉為供不應求

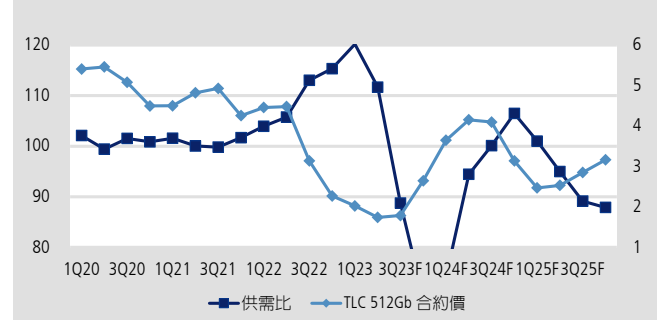
NAND Flash 供需年增率，百分比(左軸)；NAND Flash 供需比，百分比(右軸)



資料來源：TrendForce；凱基預估

圖 15：NAND Flash 合約價將於 2Q25 季底開始上漲

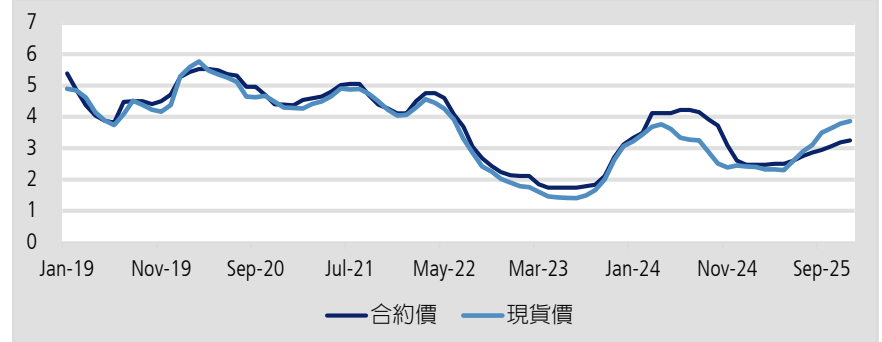
NAND Flash 供需比，百分比(左軸)；TLC 512Gb 合約價，US\$ (右軸)



資料來源：TrendForce；凱基預估

圖 16：NAND Flash 合約及現貨價將於 2Q25 開始上漲，漲幅至少可持續至年底

TLC 512Gb 合約及現貨價，US\$



資料來源：TrendForce：凱基預估

DRAM – 焦點自 HBM 轉向高階 DDR5

高階 DDR5/LPDDR5X 需求提升，Samsung 為主要受惠者

我們在前段提及 Edge AI 在技術端逐漸成熟，有望推升 AI PC 需求。此趨勢除將帶動 SSD 朝 PCIe 5.0 migrate 外，DRAM 規格/容量也會相應提升。我們整理各 PC OEM 近期發布/即將發布之 AI PC 規格，可知其搭載的 DRAM 以高容量 DDR5/LPDDR5X 為主。我們預估 DDR5/LPDDR5 滲透率可自 2024 年的 26/22% 上升至 2025 年的 38/29%。

目前 DDR5 以 16Gb 為主流，24Gb 及 32Gb 的高規格 DDR5 則為 Samsung、SK Hynix 與 Micron 三大廠角力之主戰場。目前 Samsung 及 Micron 在 32Gb 微幅領先 SK Hynix，兩者皆於 1Q24 送樣給客戶，並自 2Q24 開始小規模量產，SK Hynix 則將於 1Q25 送樣與量產。LPDDR 目前以 16Gb 為最高容量，而當前 Samsung 為 16Gb LPDDR 絕對的領導者，其市占率高達 50% 以上。

我們認為 Samsung 在高階 DDR5/LPDDR5 的領先地位將使其成為 Edge AI 趨勢之主要受惠者，可一定程度彌補其在 HBM 相對落後於競爭對手之局面。

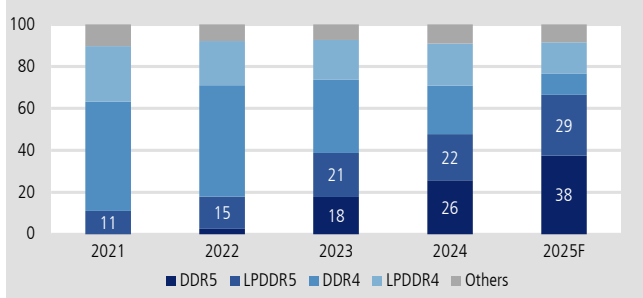
圖 17：AI PC 所搭載 RAM 以高階 DDR5/LPDDR5X 為主

品牌	HP	MSI	Asus	Samsung	Dell	Lenovo
機種	EliteBook X G1i	Prestige 14 AI Evo C1M	Zenbook A14	Galaxy Book5 Pro	Pro 14/16 Plus	ThinkBook Plus Gen 6 Rollable
處理器	Intel Core Ultra 2	Intel Core Ultra 5	QCOM	Intel Core Ultra 2	Intel Core Ultra 2	Intel Core Ultra 2
RAM	32GB LPDDR5X	16GB DDR5	16GB/ 32GB LPDDR5X	16GB/32GB LPDDR5X	16GB/32GB LPDDR5X	32GB LPDDR5X
Storage	512GB/1TB/2TB	1TB/2TB	512GB/ 1TB	512GB/1TB	256GB/512GB/1TB	1TB
價格	\$1,999	\$1,623	\$899	\$1,449-1,749	\$1,656-1,872	\$3,499
上市日期	2025/02	2024-12	2025/02	2024/12	2025/01	2025/06

資料來源：公司網站：凱基

圖 18：DDR5/LPDDR5 滲透率可望於 2025 年顯著提升

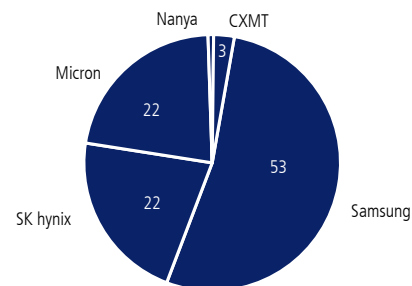
DRAM 規格市占率，百分比



資料來源：凱基預估

圖 19：Samsung 在高階 LPDDR 市佔超過 50%

16Gb LPDDR 市佔率，百分比



資料來源：凱基預估

HBM 排擠效應已不再是驅動類股評價的重點

在 DeepSeek 問世後，我們認為未來高階 HBM(如 HBM3e12Hi、HBM4)的重要性可能降低，係因：(1)Deepseek 採用 Multi-Head Latent Attention 的方式來降低 KV Cache，使模型計算時不用儲存每個 tokens，也不用頻繁讀取 KV Cache(進行大量記憶體 I/O 操作)，意味 LLM 對記憶體頻寬與容量的需求降低；(2)Deepseek 採用 8Bit 浮點運算，相較於 32Bit 或 16Bit 所需的 DRAM 容量能降低至 1/2-1/4。未來 HBM 可能不再是 AI 訓練與推論時的必要標配。

我們對 2024-25 年 HBM 產能、良率與供給的主要假設如下：

- (1) Samsung、SK Hynix 與 Micron 2025 年全年 TSV 產能將分別年增 67%/67%/140%至 12 萬/12 萬/3.6 萬片/月；
- (2) Samsung、SK Hynix 與 Micron 分別於 3Q24/4Q24/4Q24 開始量產 HBM3e12HI，2025 年 HBM3e12HI 佔三大廠 HBM 總產能將分別來到 50%/55%/60%；
- (3) Samsung、SK Hynix 之 HBM2e、HBM3 由於量產時間已超過一年，生產良率均可達 70%以上，而當前 Samsung、SK Hynix 與 Micron 在 HBM3e8HI 上的良率分別為約 52%/67%/65%，HBM3e12HI 良率則更低，分別僅 45%/59%/47%；
- (4) 在 HBM2e 製程上，Samsung 與 SK Hynix 係採 1Y 製程；在 HBM3 上，Samsung 與 SK Hynix 均採 1Z 製程；在 HBM3e 上，Samsung 採 1a 製程，SK Hynix 與 Micron 則採 1b/1Beta 製程。由於 HBM 晶粒尺寸較 DDR 大約一倍，我們以不同製程生產 DDR 之 Gross die(每片晶圓粒數)乘上 40%-50%來推估 HBM2e、HBM3 與 HBM3e 之 Gross die。

根據上述假設，我們推估 2025 年三大廠 HBM 投片量佔整體 DRAM 投片量將來到 14%，2024-25 年 HBM 供給將為 145.52/258.7 億 Gb，佔整體 DRAM 供給 6.2%/8.6%。

根據凱基對 2024-25 年 CoWoS 產能/Allocation、以及對搭載 AI 晶片之 GPU、AI ASIC 出貨量預估之 Houseview，再將不同 GPU 及 ASIC 出貨量乘上其位元搭載量即可推估 HBM 需求。我們推估 2024 年/2025 年 HBM 總位元需求分別為 81.89 億 Gb/182.35 億 Gb。

我們認為 2025 年 HBM 尚無明顯供過於求風險，係因：(1)儘管台積電(2330TT, NT\$1075, 增加持股)將在 2025 年底將 CoWoS 產能提升至 75 仟片/月，CoWoS 產能仍供不應求；(2)HBM3e8HI 轉移至 HBM3e12HI 將重新面臨良率瓶頸；(3)根據供應鏈訪查，我們認為 Samsung HBM3e12HI 最快需 4Q25 方能通過 Nvidia 認證。除以上原因外，由於 HBM 商業模式為高度客製化，並非如傳統 DRAM 一般，由廠商自行預測需求來決定生產量，事實上，龍頭廠商 2025 年之 HBM 產能均已被客戶所預訂。

不過展望 2026 年後，受到前述高端 HBM 需求可能降低，已及 Samsung 可能開始供貨 Nvidia 的影響，HBM 的 ASP 具有潛在下修風險。基於以上原因，我們認為 2025 年驅動記憶體類股評價將不再是 HBM 排擠傳統 DRAM 產能相關議題。

圖 20：2024-25 年記憶體廠商 HBM 投片量、良率與供給推算

	TSV產能		生產良率		每片晶圓粒數		平均位元搭載量		位元出貨量		位元出貨量	
	kwpm		%		Die		GB		mn GB		mn Gb	
	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
Samsung	72	120	57	55	586	504	21	25	637	952	5,100	7,614
HBM2e	11	12	75	77	925	925	12	12	180	205	1,439	1,641
HBM3	25	18	75	76	550	550	20	20	249	181	1,996	1,445
HBM3e 8Hi	14	30	52	56	336	336	24	24	91	203	725	1,626
HBM3e 12Hi	22	60	45	50	336	336	36	36	118	363	941	2,903
SK Hynix	72	120	69	76	662	657	25	30	978	1,777	7,826	14,219
HBM2e	7	6	75	78	925	925	12	12	120	104	959	831
HBM3	22	18	75	77	550	550	20	20	214	183	1,711	1,464
HBM3e 8Hi	25	30	67	69	651	651	24	24	396	485	3,166	3,881
HBM3e 12Hi	18	66	59	65	651	651	36	36	249	1,005	1,991	8,043
Micron	15	36	63	68	651	651	28	31	203	505	1,626	4,036
HBM3e 8Hi	9	14	65	67	651	651	24	24	137	226	1,097	1,809
HBM3e 12Hi	6	22	47	55	651	651	36	36	66	278	529	2,227
整體	159	276	65	68	634	611	24	29	1,819	3,234	14,552	25,870
HBM2e	18	18	73	76	925	925	12	12	300	309	2,398	2,472
HBM3	47	36	71	76	550	550	20	20	463	364	3,707	2,908
HBM3e 8Hi	49	74	63	66	546	546	24	24	623	914	4,987	7,316
HBM3e 12Hi	46	148	51	59	546	546	36	36	433	1,647	3,460	13,174

資料來源：凱基預估

圖 21：2024-25 年 HBM 需求推算

GPU規格	HBM規格	總位元搭載量 (GB)	GPU出貨量(千顆)		HBM位元需求(百萬GB)		HBM位元需求(百萬Gb)	
			2,024	2025F	2,024	2025F	2,024	2025F
H100	HBM3 8Hi	80	1,653	1,362	132	109	1,058	872
A100	HBM2e 8Hi	80	1,653	1,362	132	109	1,058	872
B200	HBM3e 8Hi	192	266	1,863	51	358	409	2,862
GB200	HBM3e 8Hi	192	266	2,495	51	479	409	3,832
B300A	HBM3e 12Hi	144	-	207	-	30	-	238
B300	HBM3e 12Hi	288	-	277	-	80	-	639
MI300X	HBM3 12Hi	192	210	450	40	86	323	691
MI350	HBM3e 12Hi	288	210	450	60	130	484	1,037
Google TPU v5p/v5e	HBM2e	96	2,532	-	243	-	1,944	-
Google TPU v6p/v6e	HBM3	96	-	2,003	-	192	-	1,538
AWS/Marvell Trainium2	HBM3	96	224	952	22	91	172	731
AWS Inferentia 2.5	HBM3	48	194	823	9	39	74	316
AWS Inferentia 2+Trainium3	HBM2e	32	825	190	26	6	211	49
Others							2,047	4,559
整體			8,032	12,434	1,024	2,279	8,189	18,235

資料來源：凱基預估

圖 22：HBM 與傳統 DRAM 投片量與供需比較

	2024	2025F
DRAM投片量(kwpm)	1,645	1,932
年增率		17%
HBM投片量(kwpm)	159	276
年增率		74%
傳統DRAM投片量(kwpm)	1,486	1,656
年增率		11%
HBM投片量佔比	10%	14%
傳統DRAM 投片量佔比	90%	86%
DRAM供給(mn Gb)	234,950	299,559
年增率		27%
HBM供給(mn Gb)	14,552	25,870
年增率		78%
傳統DRAM供給(mn Gb)	220,399	273,689
年增率		24%
HBM供給佔比	6.2%	8.6%
傳統DRAM供給佔比	94%	91%
DRAM需求(mn Gb)	247,087	304,512
年增率		23%
HBM需求(mn Gb)	8,189	18,235
年增率		123%
傳統DRAM需求(mn Gb)	238,899	286,277
年增率		20%
HBM需求佔比	3%	6%
傳統DRAM 需求佔比	97%	94%

資料來源：TrendForce：凱基預估

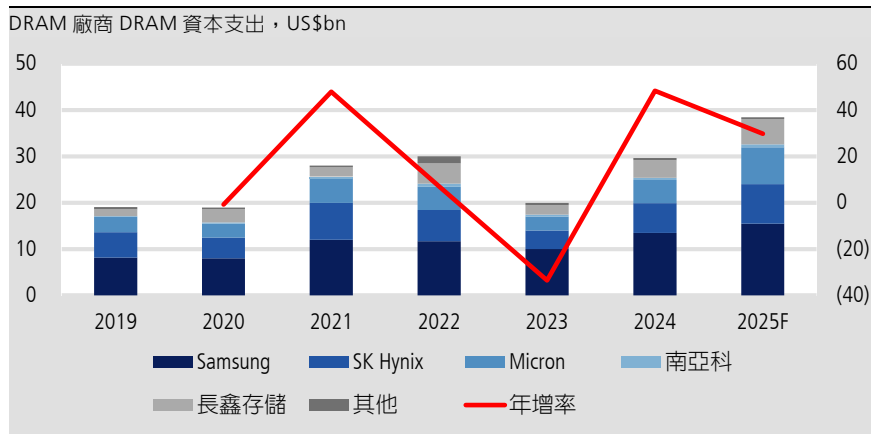
DRAM 廠商短期並無迫切減產必要

三大原廠對於 DRAM 擴產的態度明顯較 NAND Flash 積極。我們整理主要 DRAM 廠商投片量變化如下：

- (1) Samsung 4Q24 整體投片為 67 萬片/月，預估 4Q25 將持平在 66.5 萬片/月，其中 12 萬片將用於生產 HBM；
- (2) SK Hynix M16 廠產能將自 4Q24 的 13 萬片/月提升至 4Q25 的 18.5 萬片/月，主要用於 1b 製程，推測主要原因為 SK Hynix 希望在 32Gb DDR5 追趕上競爭對手；
- (3) Micron OMT 廠產能將自 4Q24 的 19.5 萬片/月提升至 4Q25 的 22 萬片/月，主要用於 1beta 與 1gamma 製程。預估 2Q25 Micron 1gamma 製程所生產之 DDR5 16Gb 將可送樣至客戶端；
- (4) CXMT(中)並未受到美國商務部對於設備採購的限制，其整體產能將自 4Q24 的 21 萬片/月提升至 4Q25 的 30 萬片/月。

我們預估 2025 年整體 DRAM 位元出貨量將年增 27%至 2995.5 億 Gb。

圖 23：DRAM 廠商 2025 年資本支出仍將年增 30%



資料來源：TrendForce：凱基

圖 24：2016-25 年 DRAM 廠商年度產能展望

(千片/月)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
投片量	962	1,066	1,191	1,298	1,364	1,495	1,593	1,363	1,645	1,932
Samsung	336	305	415	463	495	584	653	527	614	664
SK Hynix	255	310	325	349	344	356	393	352	416	529
Micron	245	320	310	341	349	355	353	278	314	333
南亞科	60	60	65	71	71	71	68	54	56	58
華邦電	17	21	26	27	27	26	21	24	24	24
力積電	49	50	50	49	44	47	43	27	39	43
長鑫存儲	0	0	0	0	31	50	54	90	173	270
晉華集成	0	0	0	0	3	6	9	10	10	12
年增量		104	125	107	66	131	98	(230)	282	287
Samsung		(31)	110	48	33	89	69	(125)	87	50
SK Hynix		56	15	24	(5)	12	37	(41)	64	113
Micron		75	(10)	31	8	6	(2)	(75)	36	19
南亞科		0	5	6	(0)	0	(3)	(14)	1	2
華邦電		4	5	1	1	(1)	(5)	3	0	0
力積電		1	0	(2)	(4)	3	(4)	(16)	12	4
長鑫存儲		0	0	0	31	19	4	37	82	98
晉華集成		0	0	0	3	3	3	1	0	2

資料來源：TrendForce：凱基

圖 25：1Q23-4Q25 DRAM 廠商季度產能展望

	2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
投片量 (千片/月)	1,507	1,306	1,288	1,351	1,486	1,574	1,715	1,803	1,828	1,886	1,963	1,993
Samsung	651	513	490	455	535	600	650	670	650	650	665	665
SK Hynix	378	333	338	358	368	380	435	480	500	515	530	550
Micron	303	260	250	300	320	310	310	315	320	330	340	340
南亞科	53	58	54	52	53	57	58	54	53	54	56	56
華邦電	21	25	27	24	24	24	25	24	23	24	25	25
力積電	26	26	26	30	36	38	42	40	40	41	45	45
長鑫存儲	65	81	93	122	140	155	185	210	230	260	290	300
晉華集成	10	10	10	10	10	10	10	10	12	12	12	12
季增量	(84)	(201)	(18)	63	135	88	141	88	25	58	77	30
Samsung	(19)	(138)	(23)	(35)	80	65	50	20	(20)	0	15	0
SK Hynix	(32)	(45)	5	20	10	12	55	45	20	15	15	20
Micron	(30)	(43)	(10)	50	20	(10)	0	5	5	10	10	0
南亞科	(7)	5	(4)	(2)	1	4	1	(4)	(1)	1	2	0
華邦電	4	4	2	(3)	0	0	1	(1)	(1)	1	1	0
力積電	(8)	0	0	4	6	2	4	(2)	0	1	4	0
長鑫存儲	8	16	12	29	18	15	30	25	20	30	30	10
晉華集成	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0

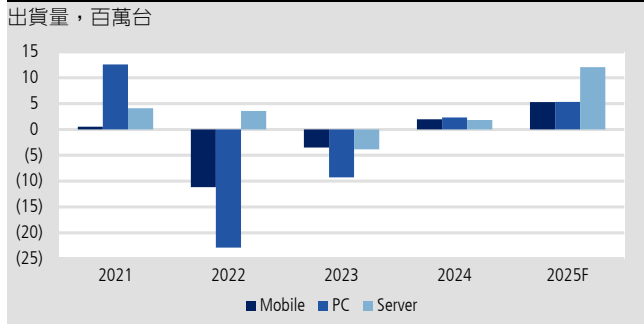
資料來源：TrendForce：凱基

預期 2025 年 DRAM 需求穩健復甦

我們預估 2025 年 PC、Mobile、Server 出貨量將分別年增 5%/5%/12%。DRAM 下游業者同樣自 3Q24 開始去化庫存，截至 4Q24，除手機品牌商外，其餘業者庫存週數普遍高於五年平均水位。與 NAND Flash 情況相同，我們預期 DRAM 下游業者可望在 2Q25 進入回補庫存階段。

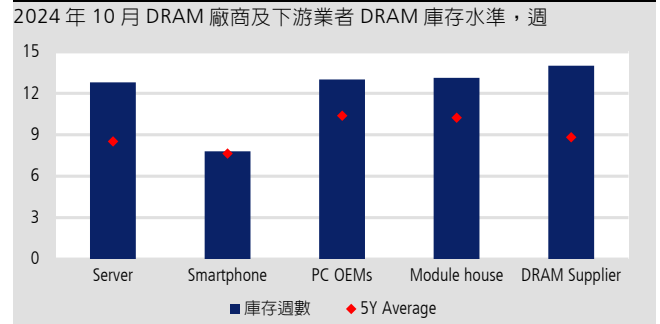
我們預估 2025 年整體 DRAM 位元需求將年增 23% 至 3045.1 億 Gb。

圖 26：2025 年 PC、Mobile、Server 出貨量將年增 5%/5%/12%



資料來源：TrendForce：凱基預估

圖 27：DRAM 下游業者將於 2Q25 回補庫存

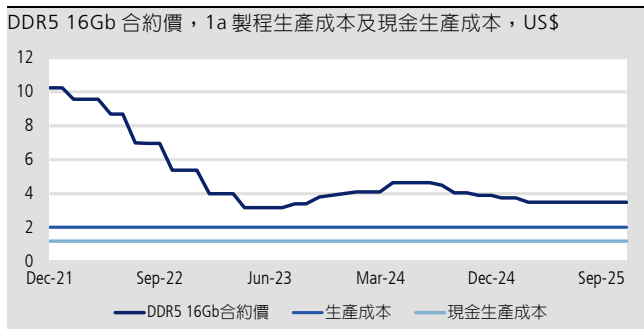


資料來源：凱基

三大廠仍有提高 DDR5 產能之餘裕

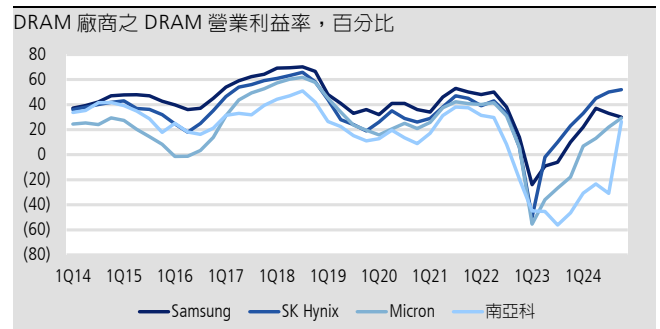
目前 DRAM 三大原廠主力產品/製程節點分別為：16Gb DDR5/1a(1alpha)製程。當前 DDR5 16Gb 合約價仍高於原廠生產成本甚多，即便 DDR4 獲利率較差，我們認為原廠仍有降低 DDR4 產能並轉向 DDR5 的餘裕，而無迫切減產的壓力。不過當前 DRAM 廠商 DRAM 營業利益率尚未達循環峰值，可使原廠在價格談判上具備一定籌碼。

圖 28：DDR5 合約價仍高於生產成本，原廠並無迫切減產壓力



資料來源：TrendForce：凱基

圖 29：DRAM 廠商 OPM 尚未達循環峰值

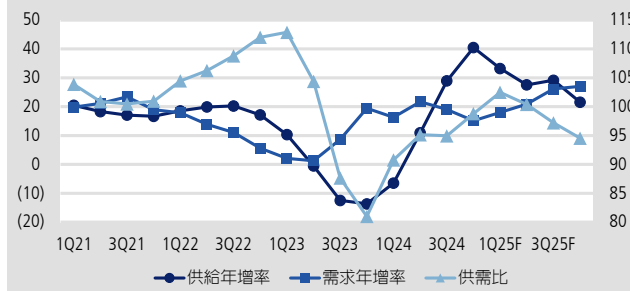


資料來源：TrendForce：凱基

基於上述供需展望，我們預估 DRAM 供需比 1Q25、2Q25 分別為 102.5%/100.4%，2H25 後將逐漸趨於平衡，2025 全年供需比預估為 98.4%。DRAM 合約價預估將於 2Q25 止跌，不過我們尚未在 2025 年看到帶動報價上漲之明顯動能。

圖 30：DRAM 供需將於 2H25 趨於平衡

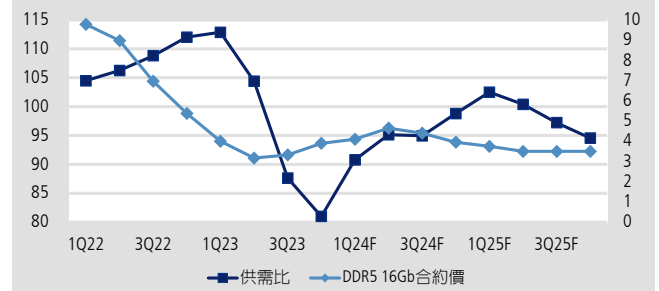
DRAM 供需年增率，百分比(左軸)；DRAM 供需比，百分比(右軸)



資料來源：TrendForce；凱基預估

圖 31：DRAM 合約價可望於 2Q25 止跌

DRAM 供需比，百分比(左軸)；DDR5 16Gb 合約價，US\$ (右軸)



資料來源：TrendForce；凱基預估

圖 32:預期 2Q25 後 DRAM 合約及現貨價走勢平緩

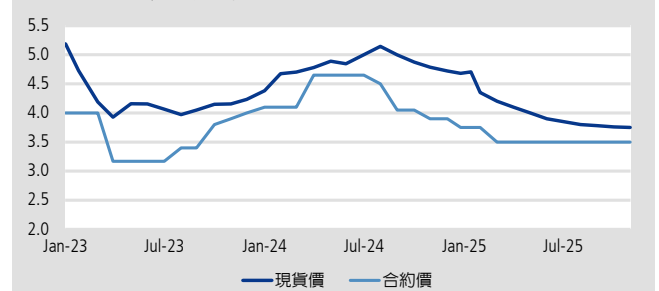
DDR4 8Gb 合約及現貨價，US\$



資料來源：TrendForce；凱基預估

圖 33: 預期 2Q25 後 DRAM 合約及現貨價走勢平緩

DDR5 16Gb 合約及現貨價，US\$



資料來源：TrendForce；凱基預估

群聯

(8299.TWO/8299 TT)

增加持股 · 首次評等

收盤價 February 24 (NT\$)	539
12 個月目標價 (NT\$)	700
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	29.9

焦點內容

- 群聯控制晶片業務將受惠 2025 年 PCIe 5.0 在 PC 與 Server 滲透率提升之趨勢。
- 2025 年企業級 SSD 營收將大幅年增 110.8% 至 141.9 億元。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	111.0 / 3,387
流通在外股數 (百萬股)：	205.9
外資持有股數 (百萬股)：	64.66
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.63
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	404.0 - 756

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	14.4	0.9	-12.4
相對表現 (%)	11.5	-5.5	-37.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	1.26A	2.28A	4.32A	10.62A
2024	12.02A	11.97A	3.37A	24.55F
2025	4.77F	6.70F	11.96F	11.57F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

沈漢軒
886.2.2181.8005
hanhsuan.shen@kgi.com

曾繁仁
886.2.2181.8734
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

NAND Flash 上行週期首選

重要訊息

我們看好群聯持續擴大在高端控制晶片之領先地位。我們認同群聯以模組銷售為主，控制晶片為輔的商業模式，有助於其長期成長性優於同業。

評論及分析

群聯為 NAND Flash 上行週期主要受惠者。我們預期 NAND Flash 合約價將於 2Q25 季底開始上漲，漲勢趨勢至少可持續至年底。群聯在控制晶片的領先地位及在企業級 SSD 的潛在機會，將使其成為 NAND 上行週期主要受惠廠商。

控制晶片業務將受惠 PCIe 5.0 在 PC 與 Server 滲透率提升趨勢。我們預估群聯 2025 年控制晶片營收將年增 34.3% 至 190.6 億元，主因：(1)PCIe 5.0 在消費級/企業級 SSD 滲透率將自 2024 年的 0%/9% 大幅提升至 2026 年的 10%/61%；(2)根據供應鏈訪查，我們了解到 PC OEM 將在 2025 年大規模導入 PCIe 5.0 SSD。群聯作為 PCIe 5.0 領導廠商將受惠於上述趨勢。

企業級 SSD 將於 3Q25 爆發，該業務營收 2025 年可望大幅年增 110.8%。我們認為群聯為極少數有望切入 NAND 原廠所主導的企業級 SSD 市場之第三方供應商，原因為：(1)伺服器 SSD 存在客製化需求，原廠企業級 SSD 產品以標準化大規模為主，且大型客戶有找尋第二供應商的需求，給予具 PCIe 5.0 控制晶片設計能力的第三方廠商切入機會；(2)群聯將在 4Q24-1Q25 大規模購入低價庫存，並把握 NAND 於 2H25 供不應求的機會提高市占率，目前已有多位潛在客戶處驗證階段。我們預估 2025 全年企業級 SSD 營收可望大幅年增 110.8% 至 141.9 億元。

投資建議

我們預估群聯 2025 年營收將年增 22% 達 718 億元，毛利率預估 33.1%，每股盈餘預估 35.01 元。我們首評群聯並給予「增加持股」投資評等，目標價 700 元，係基於 SOTP 法，分別給予 2025 年控制 IC 22 倍與 2025 年模組業務 19 倍本益比換算得出。

投資風險

NAND Flash 報價未如預期上漲、企業級 SSD 業務不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	62,557	60,256	48,222	58,935	71,787
營業毛利 (NT\$百萬)	19,154	17,333	16,164	18,971	23,786
營業利益 (NT\$百萬)	9,084	6,844	3,622	5,523	8,199
稅後淨利 (NT\$百萬)	8,147	5,401	3,624	10,600	7,182
每股盈餘 (NT\$)	41.34	27.71	18.48	51.66	35.01
每股現金股利 (NT\$)	23.00	14.73	13.26	27.90	17.50
每股盈餘成長率 (%)	(6.3)	(33.0)	(33.3)	179.6	(32.2)
本益比 (x)	13.0	19.5	29.2	10.4	15.4
股價淨值比 (x)	2.8	2.8	2.6	5.0	4.1
EV/EBITDA (x)	7.8	10.1	17.8	15.6	12.0
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.3	2.7	2.5	5.2	3.2
股東權益報酬率 (%)	22.5	14.4	9.0	32.6	29.4

資料來源：公司資料，凱基

目標價 700 元，隱含漲幅 30%– 首評給予「增加持股」評等

2025 年營收大幅年增 21.8%

群聯 2H24 營收 265.1 億元，年減 6%，主要受 NAND Flash 進入庫存去化週期所影響。然而我們預估 4Q24 營收即為本次下行循環谷底，1Q25-2Q25 營收將逐季提升。3Q25 營收將大幅季增 25%，2025 全年營收仍將年增 21.8%。係因：(1)4Q24-1Q25 所耕耘企業級 SSD 客戶將於 3Q25 大規模放量，2025 年企業級 SSD 營收可望大幅年增 110%至 142 億元；(2)控制 IC 業務將受惠 Edge AI 趨勢所帶動之 PC 換機潮，3Q25-4Q25 控制 IC 營收將分別年增 71%/69%；(3)2H25 NAND Flash 供需將轉為供不應求，3Q25、4Q25 供需比分別為 89.1%/87.9%，NAND Flash 報價重回上漲週期。

2025 年毛利率受惠於報價上漲，將進一步提高至 33.1%

毛利率部分，預期 3Q24-4Q24 為提列最多存貨跌價損失季度，預估 4Q24 毛利率季減 0.1ppts 至 29.2%。進入 2025 年，在隨報價止跌且群聯已於 1Q25 啟動漲價下，1Q25、2Q25 毛利率有望逐季提升至 31.2%/32.9%，3Q25 毛利率將來到全年高檔的 34.5%。展望 2025 年，我們預期全年毛利率將進一步提高至 33.1%，係因：NAND Flash 合約價將於 2Q25 季底開始上漲，且漲價趨勢至少可持續至年底。

2025 年營業利益率在規模經濟帶動下將提升至 11.4%

2025 年營業費用成長主要來自：(1)控制 IC 新產品 Tape-out；(2)RD 人數仍將持續提升。然而預估 2025 年營業利益率在營收年增 21.8%之規模經濟帶動下，仍將提升至 11.4%。

2025 年每股盈餘 35.01 元

每股盈餘部分，預估 2024 年 EPS 為 51.66 元，其中 21.4 元來自處分轉投資公司宏碁宇投資利益，排除轉投資收益後 2024 年 EPS 為 30.26 元。展望 2025 年，我們預估 EPS 為 35.01 元。

圖 1：我們預估群聯 2023-25 年營收年複合成長 22%

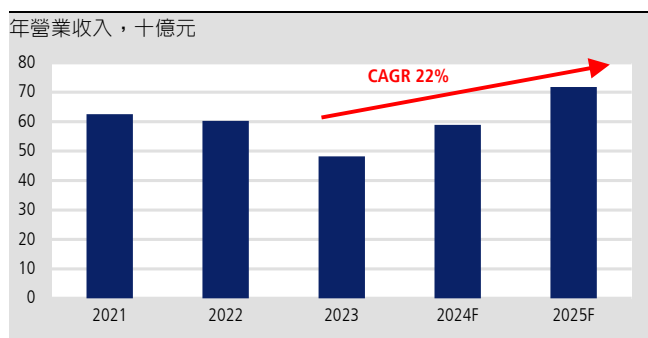
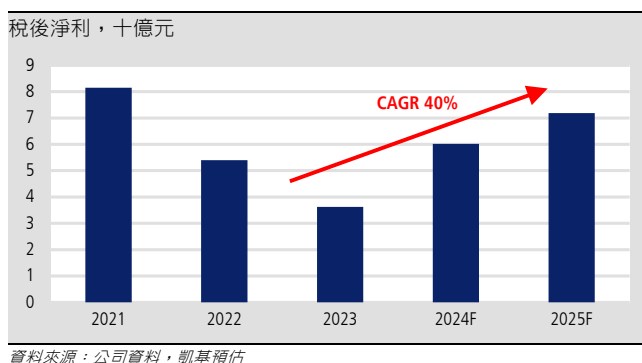


圖 2：我們預估排除轉投資收益後群聯 2023-25 年稅後淨利年複合成長 40%



我們與市場共識預期有何不同

我們對 2025 年營收與毛利率預估高於市場共識。2025 年營收我們預估將年增 21.8%，相比下市場共識預估僅 10.3% 成長。我們相對市場更為樂觀的理由在於：(1) 在群聯 4Q24-1Q25 建立大量低價企業級 SSD 庫存，並且持續耕耘新客戶專案下，企業級 SSD 業務將於 2H25 顯著貢獻營收，2025 年企業級 SSD 營收可望大幅年增 110% 至 142 億元；(2) 我們認為 2H25 NAND Flash 供需將轉為供不應求，3Q25-4Q25 供需比分別為 89.1%/87.9%。NAND Flash 合約價將於 2Q25 季底開始上漲，且漲價趨勢至少可持續至年底。因此 2H25 年營運有望強勁反彈。2025 年毛利率部分，相比市場共識預估的 31.5%，我們認為毛利率仍可望進一步提升至 33.1%。主要差異來自對 NAND Flash 報價上漲更為樂觀。我們預期 2025 年每股盈餘可達 35.01 元，相比之下市場共識預估僅 32.16 元。

圖 3：4Q24-1Q25 財測暨市場共識比較

百萬元	4Q24F					1Q25F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	12,572	(9.8)	(20.2)	12,877	(2.4)	13,885	10.4	(16.0)	12,803	8.4
毛利	3,677	(9.9)	(35.4)	3,792	(3.0)	4,334	17.9	(22.7)	3,863	12.2
營業利益	1,052	(13.9)	(31.7)	877	19.9	1,034	(1.7)	(17.4)	1,167	(11.4)
稅前淨利	5,417	627.2	148.1	1,101	392.0	1,112	(79.5)	(60.8)	1,659	(33.0)
稅後淨利	5,038	628.6	141.8	942	434.9	979	(80.6)	(59.5)	1,668	(41.3)
每股盈餘(元)	24.55	628.6	131.2	6.27	291.4	4.77	(80.6)	(60.3)	6.27	(24.0)
毛利率(%)	29.2	(0.0) ppts	(6.9) ppts	29.4	(0.2) ppts	31.2	2.0 ppts	0.0 ppts	30.2	1.0 ppts
營業利益率(%)	8.4	(0.4) ppts	(1.4) ppts	6.8	1.6 ppts	7.4	(0.9) ppts	0.0 ppts	9.1	(1.7) ppts
稅後淨利率(%)	40.1	35.1 ppts	26.8 ppts	7.3	32.8 ppts	7.0	(33.0) ppts	0.0 ppts	13.0	(6.0) ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 4：2024-25 年財測暨市場共識比較

百萬元	2024F				2025F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	58,935	22.2	60,082	(1.9)	71,787	21.8	64,988	10.5
毛利	18,971	17.4	19,341	(1.9)	23,786	25.4	20,461	16.2
營業利益	5,523	52.5	5,515	0.1	8,199	48.5	6,617	23.9
稅前淨利	11,886	189.9	7,672	54.9	8,410	(29.2)	7,904	6.4
稅後淨利	10,600	192.5	6,647	59.5	7,182	(32.2)	6,712	7.0
每股盈餘(元)	51.66	179.6	32.30	59.9	35.01	(32.2)	32.16	8.9
毛利率(%)	32.2	(1.3) ppts	32.2	(0.0) ppts	33.1	0.9 ppts	31.5	1.6 ppts
營業利益率(%)	9.4	1.9 ppts	9.2	0.2 ppts	11.4	2.1 ppts	10.2	1.2 ppts
稅後淨利率(%)	18.0	10.5 ppts	11.1	6.9 ppts	10.0	(8.0) ppts	10.3	(0.3) ppts

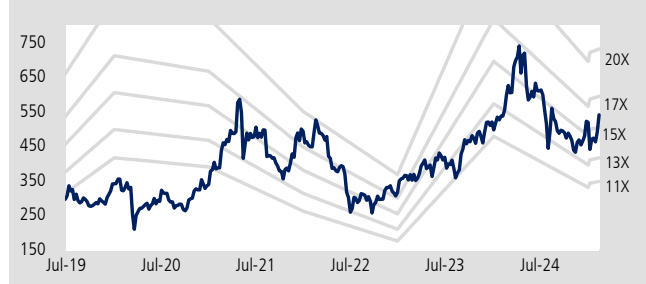
資料來源：Bloomberg，凱基預估

NAND Flash 報價上漲將驅動群聯評價提升，給予 2025 年控制 IC 22 倍與 2025 年模組業務 19 倍本益比

群聯 2022-25 年之未來一年預估本益比位於 11-20 倍區間，目前股價交易於 2025 年每股盈餘預估之 15 倍。觀察群聯在過往 NAND Flash 報價上漲週期 (4Q21-1Q22 以及 4Q23-2Q24)，未來一年本益比可達 17-20 倍歷史高緣，顯見由於群聯以模組為主要業務，評價仍主要受到 NAND Flash 報價所驅動。我們首評群聯，給予「增加持股」評等，目標價 700 元，係基於 SOTP 法，分別給予 2025 年控制 IC 22 倍與 2025 年模組業務 19 倍本益比換算得出。我們預估 NAND Flash 供需比將於 2Q25 趨於平衡的 95%。2H25 NAND Flash 供需則將轉為供不應求，3Q25、4Q25 供需比分別為 89.1%/87.9%。展望 2026 年，由於 NAND Flash 廠商 2025 年的資本支出在堆疊技術改變下趨於保守，我們認為供給成長幅度仍有限。因此我們認為本次 NAND Flash 報價上漲有望持續數個季度，帶動群聯評價持續提升，因此給予控制 IC 22 倍及模組 19 倍之歷史高緣評價係屬合理。

圖 5：未來 12 個月預估本益比區間

股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 6：未來 12 個月預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 7：同業評價比較

公司	代號	市值 (百萬元)	股價 (當地貨幣)	本益比 (倍)			每股盈餘 (當地貨幣)			2023-25F		股東權益報酬率 (%)			殖利率	市值 排名
				23A	24F	25F	23A	24F	25F	每股盈餘 CAGR	營收 CAGR	23A	24F	25F		
群聯	8299 TT	110,936	539.0	29.17	16.88	16.42	18.48	31.93	32.83	33%	16%	17.36	14.46	13.57	2.4%	105
威剛	3260 TT	26,165	86.5	16.84	8.47	8.33	5.14	10.21	10.39	42%	11%	20.70	NA	NA	3.5%	303
宇瞻	8271 TT	6,642	51.6	23.67	NA	NA	2.18	NA	NA	NA	NA	9.49	NA	NA	6.1%	857
創見	2451 TT	38,343	89.2	19.27	NA	NA	4.63	NA	NA	NA	NA	12.63	NA	NA	5.6%	228
十銓	4967 TT	7,494	88.2	26.09	NA	NA	3.38	NA	NA	NA	NA	25.33	NA	NA	1.9%	794
宜鼎	5289 TT	23,733	259.5	20.39	22.16	17.47	12.73	11.71	14.85	8%	13%	15.72	14.83	18.11	3.9%	346
SIMO	SIMO US	63,601	58.8	21.78	17.14	16.14	2.70	3.27	3.64	16%	0%	12.03	11.52	16.05	0.9%	NA
Avg.		39,559	167.5	22.5	16.2	14.6	7.0	14.3	15.4	25%	10%	16.2	13.6	15.9	3.5%	

資料來源：Bloomberg，凱基預估

動能 1 – 持續擴大於高階控制晶片領先地位，將受惠 PCIe 5.0 在 PC 端滲透率提升

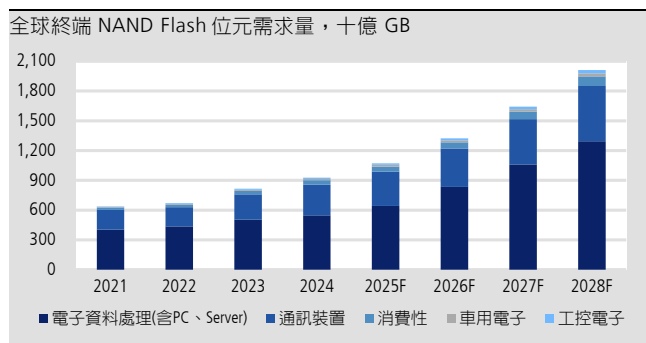
我們認為群聯以模組銷售為主，控制 IC 設計能力為輔的商業模式，是其長期成長性優於絕大多數同業的關鍵，且未來控制 IC 設計能力對於 NAND Flash 業者的重要性將與日俱增。

高階控制 IC 價值持續提升，然先進製程成本遽增使原廠具備外包控制 IC 業務動機

我們觀察到 NAND Flash Consumer 與 Retail 市場(如記憶卡、智慧手錶、USB) TAM 的成長性已十分有限，未來全球 NAND 位元需求主要將由伺服器、PC 與手機所帶動。伺服器與 PC 採用的主流傳輸介面為 PCIe，手機多採用 UFS，Consumer/Retail 則以 SATA 為主，PCIe 與 UFS 因：(1)協議複雜度高(分別採 NVMe 與 SCSI 協議)；(2)傳輸速率快；(3)並行處理能力高，因而十分仰賴控制 IC 進行協議解析、資源分配與任務排程。換言之，控制 IC 性能將是滿足伺服器/PC/手機客戶需求的關鍵。

隨著製程節點進入 7nm 以下，晶片設計成本急遽提升，從開發一顆 7nm 晶片的成本的 3 億美金，上升至 5nm 的 5.4 億美金，3nm 更進一步提高至 10 億美金，係因：(1)光罩層數增加、EUV 導入使光刻成本遽增；(2)先進製程專業人員稀缺導致薪資提高；(3)IP 授權費提高。由於台灣薪資成本較低，美/日/韓系 NAND 原廠傾向將控制 IC 設計業務外包予台系廠商如群聯、慧榮以降低成本。我們認為此趨勢將隨著控制 IC 在先進製程演進而持續，擴大原廠外包需求，進而提高第三方控制 IC 設計廠商的重要性。

圖 8：消費性 NAND Flash 市場成長性已十分有限



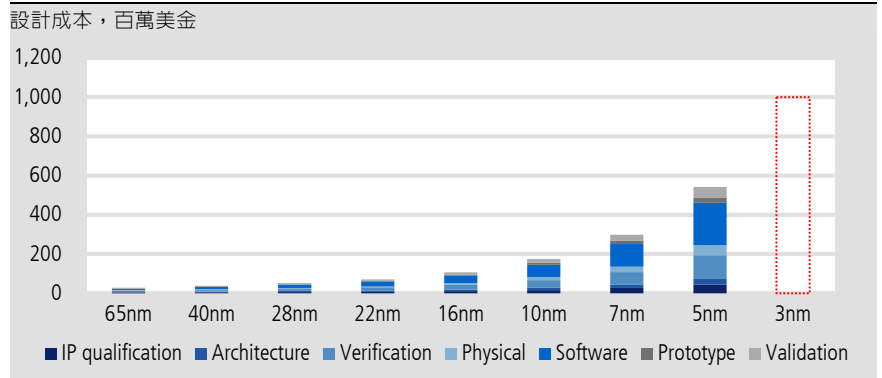
資料來源：Gartner，凱基

圖 9：PCIe 與 UFS 為未來主流介面，控制 IC 價值因此提高

	終端應用	協議複雜度	傳輸速率	並行處理能力	控制晶片技術
PCIe	伺服器 -PC -IPC	高 (NVMe協議)	極高 (可達32GT/s)	高	最高
UFS	手機 車用	高 (SCSI協議)	高 (可達23.2Gbps)	高	高
eMMC	平價手機 車用	低 (MMC協議)	低 (可達400MB/s)	低	低
SATA	遊戲主機 記憶卡 傳統硬碟	中 (AHCI協議)	中 (約6Gbps)	中	中

資料來源：凱基

圖 10：先進製程晶片設計成本呈指數型增長



群聯控制 IC 為輔，模組銷售為主的商業模式全球獨家，是其長期成長優於同業的關鍵

我們觀察到近年 NAND Flash 終端裝置除企業級 SSD(2019-24 年 CAGR 5.3%) 以外，其餘如手機、PC、記憶卡、遊戲機(2019-24 年 CAGR -5.6%)年出貨量均呈現持平甚至衰退，意味著 NAND 位元需求之所以仍持續增長(2019-24 年 CAGR 22.4%)，是仰賴單位裝置容量提升所帶動。由於單一裝置僅需一顆控制 IC，其出貨量將隨著終端裝置需求逐漸飽和而衰退，盡管控制 IC 本身的重要性持續提升，其 ASP 增速仍難以趕上先進製程設計成本的增速，這是因為原廠外包的主要動機為降低成本，故第三方控制 IC 設計商議價能力有限。

我們認為群聯(除中系業者外)全球獨家，具備控制 IC 設計能力，同時以 NAND 模組銷售為主的商業模式，是使其成為原廠以外少數能夠跟隨產業成長並維持長期獲利能力廠商的關鍵。

圖 11：NAND 終端裝置出貨量逐年衰退

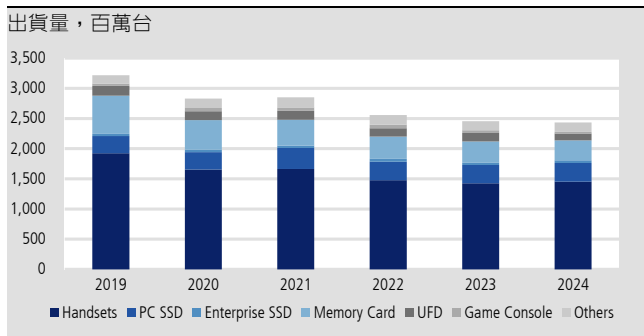
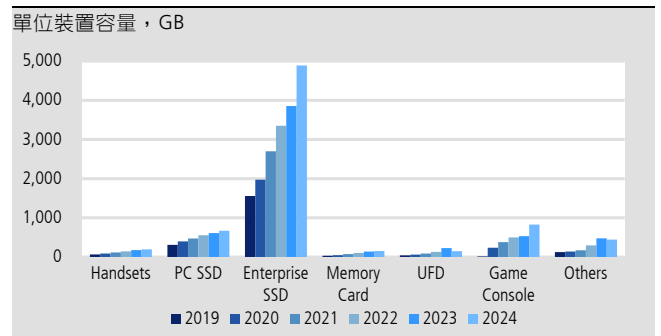


圖 12：NAND 位元需求為單位裝置容量提升所帶動



群聯在高附加價值之 PCIe 5.0 設計保持領先

群聯控制 IC 業務主要競爭對手為慧榮，雙方均有長期合作之原廠。我們認為群聯具備以下競爭優勢：(1)群聯 PCIe 5.0 的研發與上市時間領先於慧榮。PCIe 作為迭代升級的標準，需滿足向下相容性，並通過相關行業協會（PCI-SIG）認證。與協會維持良好關係也至關重要，有助於提前掌握下一代標準的技術方向，確保研發規劃與產業趨勢同步。因此群聯作為較早推出 Gen 5 的廠商，將有助於其持續擴大領先優勢；(2)PCIe 5.0 已進入 7nm 以下製程節點，群聯可仰賴模組銷售獲利來支應龐大的晶片設計成本；(3)群聯持續擴大研發支出，RD 人數已大幅超越慧榮。

TrendForce 預估 PCIe 5.0 在企業級 SSD 滲透率將自 2024 年的 9% 大幅成長至 2026 年的 61%，成為企業級 SSD 主流介面，未來高階 PCIe 控制器的重要性將與日俱增。我們認為群聯在 PCIe 5.0 的優勢將使其成為最有競爭力的第三方控制 IC 設計商之一。

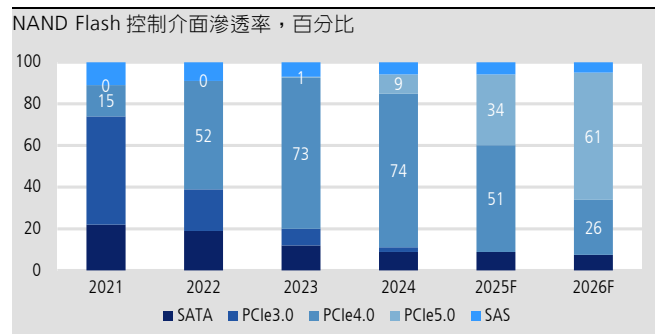
我們在產業報告中提及：(1)2025 年 PC OEM 將大規模導入 PCIe 5.0 SSD，故今年多數新推出 PC 都將採用 Gen5；(2)Edge AI 在技術端逐漸成熟，有望推升 AI PC 需求，加速 PC 世代交替。我們預估在此趨勢帶動下，2025 年群聯控制 IC 營收可望年增 34.5% 至 190.6 億元。

圖 13：群聯旗艦級 PCIe 5.0 控制晶片



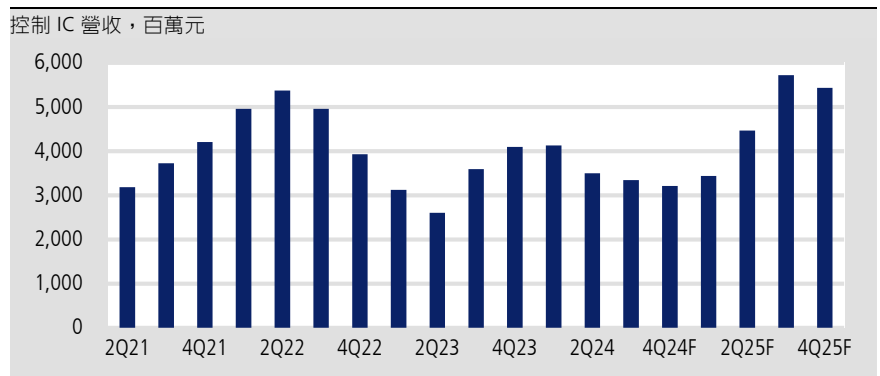
資料來源：公司資料

圖 14：PCIe 5.0 於企業級 SSD 滲透率將於 2026 年大幅提升至 61%



資料來源：TrendForce，凱基

圖 15：2025 年群聯控制 IC 營收可望年增 34.5% 至 190.6 億元



資料來源：公司資料，凱基預估

動能 2 – 2025 年企業級 SSD 營收可望翻倍成長

2025-26 年企業級 SSD 將加速取代 HDD

SSD 相較於 HDD 具備以下優勢：(1)QLC 企業級 SSD 具較佳電力效率及更高存儲密度，可顯著降低 TCO 成本；(2)SSD 讀取與寫入低延遲特性，使其符合 AI 訓練及推論需求；(3)SSD 壽命較 HDD 長。然而過去 SSD 較高的價格是導致客戶卻步的主因。

我們預估 2025 年全球企業級 SSD 市場將年增 15% 至 4897 萬台，每裝置容量將大幅年增 45% 至 6.9TB，係基於以下理由：(1)企業級 SSD ASP 自 2015 年的 0.56 美金/GB 大幅下滑至 2024 年的 0.11 美金/GB，ASP 降幅遠高於 HDD；(2)DeepSeek 出世使 AI 逐漸擴展至應用端，AI 推論對儲存效率與容量需求更高，30TB 以上大容量企業級 SSD 具備高效存取與 TCO 優勢，將成為中小型企業的首選方案。

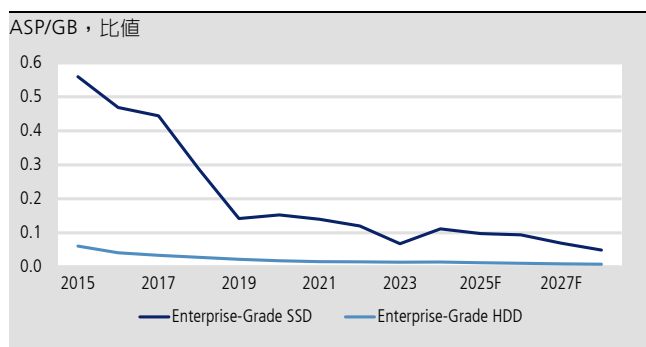
根據通路訪查我們了解到，2025 年大容量企業級 SSD 主要採購者仍以企業客戶為主，而非 CSP 業者，係因：(1)隨著 AI 朝推論端邁進，一般企業開始自建基礎設施以提供 AI 服務；(2)CSP 雲端建置之演算法設計過去以 HDD 為基礎，調整尚需時間。我們預期 2026 年後，隨著雲端演算法架構調整完成，CSP 也將提高 SSD 採購量，這將帶動企業級 SSD 更加速取代 HDD。

圖 16：SSD 與 HDD 優劣整理

	優勢	劣勢
SSD	<ul style="list-style-type: none"> - 節省存儲布建空間同時可大幅降低總成本 - 低延遲至數十毫秒，操作寫入讀取速度較快 - 單一產品較為節能減少電力費用 - 使用壽命較長 (可達 10 年) 	<ul style="list-style-type: none"> - 每位元平均單價較高
HDD	<ul style="list-style-type: none"> - 每位元平均單價較低 	<ul style="list-style-type: none"> - 數據存儲密度、功耗、運行效率問題較差 - 存儲布建空間需求較大 - 使用壽命較短 (3-5 年)

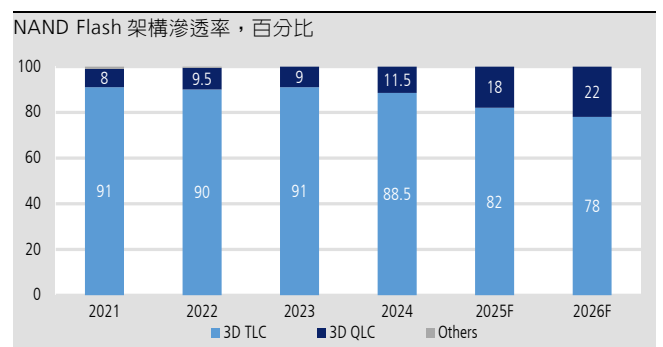
資料來源：凱基

圖 17：近年企業級 SSD 價格持續顯著下滑，有助提高其滲透率



資料來源：Gartner，凱基

圖 18：2026 年 QLC 架構在企業級 SSD 滲透率將提升至 22%，顯示大容量為 SSD 趨勢



資料來源：TrendForce，凱基

群聯為極少數的第三方企業級 SSD 供應商

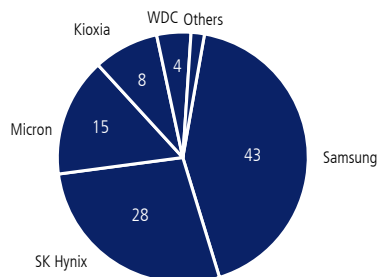
企業級 SSD 市場為 NAND Flash 原廠所主導，3Q24 全球五大 NAND 原廠以外廠商在企業級 SSD 市佔率僅約 1.7%。第三方廠商進入的門檻在於：企業級 SSD 為 NAND 產業兵家必爭之地，因此原廠不輕易外包控制 IC 設計與模組銷售。

我們認為群聯具備以下條件，使其有望成為極少數第三方企業級 SSD 供應商：(1)部分產業伺服器 SSD 存在客製化需求。如串流平台供應商伺服器在讀取密集(Read-Intensive)上需加強性能，社群平台所用 SSD 則需強化寫入密集(Write-Intensive) 效能。原廠企業級 SSD 產品以標準化大規模為主，這給予第三方廠商切入的機會；(2)大型客戶有找尋企業級 SSD 第二、第三供應商的需求，此類小量的案子非原廠銷售重心；(3)群聯在 PCIe 5.0 設計保持領先地位。

群聯企業級 SSD 營收自 1Q24 的 8.26 億大幅提升至 2Q24 的 22.2 億元，我們預估 2024 全年群聯企業級 SSD 營收為 67.3 億元。我們認為群聯將在 4Q24-1Q25 NAND Flash 報價下跌期間大規模購入低價庫存，並且把握 NAND 於 2H25 供不應求的機會提高市占率，目前已有多位潛在客戶處於驗證階段。我們預期企業級 SSD 將於 2H25 開始顯著貢獻營收，2025 全年營收可望達 141.9 億元(年增 110.8%)。

圖 19：過去企業級 SSD 市場為 NAND 原廠所主導

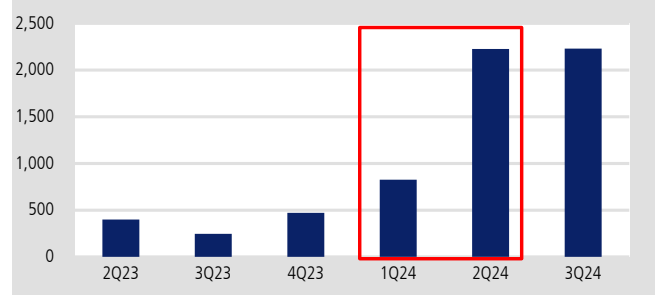
3Q24 市占率，百分比



資料來源：TrendForce，凱基預估

圖 20：2Q24 群聯企業級 SSD 營收大幅成長

營收，百萬新台幣



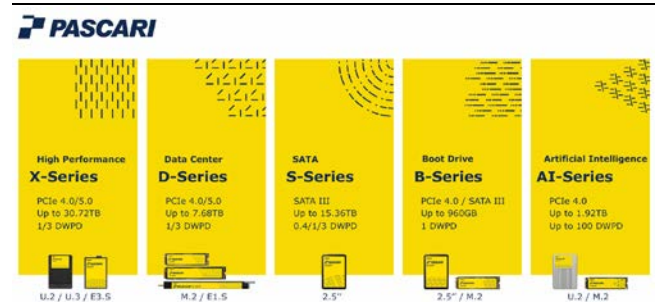
資料來源：公司資料，凱基

圖 21：群聯 PCIe 5.0 128TB 企業級 SSD 產品線



資料來源：公司資料，凱基

圖 22：群聯 PASCARI 企業級 SSD 產品線



資料來源：公司資料，凱基

圖 23：預期群聯 2025 年企業級 SSD 營收將年增 111%至 142 億元

	2023	2024	2025F
Equipment production (mn)	36	43	49
YoY(%)	(49)	19	15
Content by box (TB)	3.9	4.7	6.9
YoY(%)	37	23	45
Demand (mn GB)	137,805	201,705	336,344
YoY(%)	(30)	46	67
ASP/GB(USD)	0.07	0.11	0.10
YoY(%)	(43)	55	(9)
Total ESSD Market(mn USD)	9,368	21,253	32,250
YoY(%)	(61)	127	52
Third Party Market Share(%)	0.8	1.8	2.5
Third Party Market(mn USD)	75	383	806
YoY(%)		4	1
Phison Market Share(%)	50	55	55
Phison ESSD Revenue(mn USD)	37	210	443
YoY(%)		463	111

資料來源：Gartner，TrendForce，凱基預估

動能 3 – 於企業用 AI 市場極具潛力

2025 年美國與台灣企業用 AI TAM 高達 4842 億美金

企業用 AI(Corporate AI)的發展，是生成式 AI 能否順利從訓練端擴展到應用的關鍵之一。我們認為企業在思考是否投資 Corporate AI 時，主要係考量 AI 可為其節省多少薪資開銷(或額外貢獻多少勞動力)。基於此邏輯，我們嘗試測算美國與台灣企業用 AI 的市場規模，主要假設如下：(1)生成式 AI 主要協助白領階級工作，因此白領性質職業之勞動力被 AI 取代的比率較高；(2)隨著 AI 模型參數提高與精度提升，即使為同樣職業，AI 取代之勞動力也將逐年提高；(3)美國與台灣各職業 2024-27 年就業人數/薪資年增率均採過去 5 年 CAGR；(4)採 2%折現率(企業投資 AI 之機會成本)。根據上述假設，我們預估 2025 年美國與台灣企業用 AI 市場規模為 1.07 兆美金。

企業在投資 AI 上可選擇雲端與地端兩種方案，雲端的優勢在於無須自行部署機房，缺點為資料外洩風險，以及雲端成本長期可能持續提高。我們認為雲端與地端方案皆有其客群。我們假設 2025 年地端方案市占率為 45%，則美國與台灣企業用 AI 地端方案之市場規模為 4842 億美金。

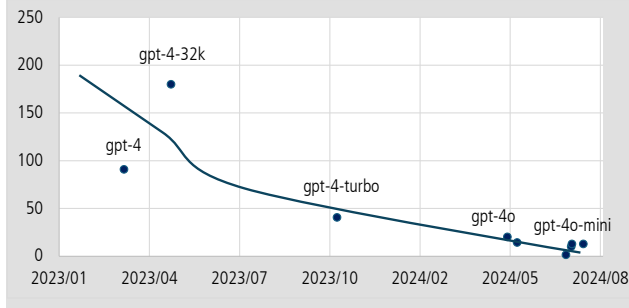
圖 24：2025 年美國與台灣企業用 AI 市場規模高達 4842 億美金

US	2024	2025F
Employment (k workers)	153,351	154,957
AI substitution rate (%)	3.40	5.07
Employment replaceable by AI (k workers)	5,212	7,861
Salary (US\$ '000)	69	72
Discount rate (%)	2	2
Profit from AI investment(US\$bn)	1,895	2,719
Adoption rate (%)	50	60
On promise market share (%)	30	45
On promise market (US\$bn)	284	478
Taiwan		
Employment (k workers)	10,721	10,744
AI substitution rate (%)	3.03	4.55
Employment replaceable by AI (k workers)	325	489
Salary (US\$ '000)	21	22
Discount rate (%)	2	2
Profit from AI investment(US\$bn)	32	43
Adoption rate(%)	30	40
On promise market share (%)	30	45
On promise market (US\$bn)	3	6
US and Taiwan on promise market (US\$bn)	287	484

資料來源：BLS，中華民國統計資訊網，凱基

圖 25：雲端業者為爭取市佔持續殺價競爭

大型語言模型推論成本，美金/百萬 Tokens



資料來源：，凱基

圖 26：當前標準地端 AI 方案硬體配置

	Fine Tuning		Inference
資料	1兆Tokens	推論速度	100/Sec
量化參數	BFloat16	即時人數	4-5人
GPU	H100 80GB *8	GPU	H100 80GB *4
CPU	112 Core	CPU	112 Core
RAM	512 GB	RAM	512 GB
SSD	12 TB	SSD	12 TB

資料來源：APMIC，凱基

aiDAPTIV+業務潛在貢獻尚不明朗，惟對於長期優化營運結構仍具正向意義

目前地端方案仍以 Nvidia GPU 為主流，當前標準模式為 8 張/4 張 H100 Fine Tune 約 700 億參數的模型，再用兩張 H100 進行推論，此成本對於多數中小規模企業而言仍為頗大負擔。

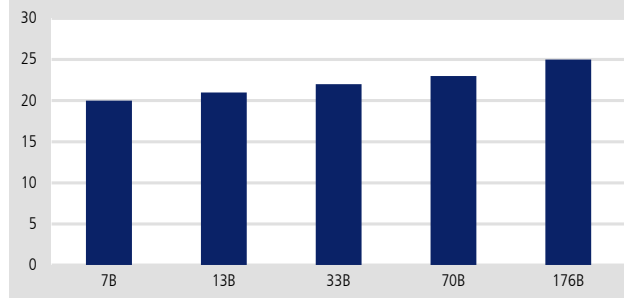
aiDAPTIV+為群聯所研發，結合硬體和軟體之 AI 模型微調訓練解決方案。其核心概念為把 SSD 當作 DRAM，犧牲運算時間以換取更大頻寬，進而解決為擴充頻寬而不得不購買更多 GPU 之困境。由於 aiDAPTIV+價格較低(整機 ASP 介於 12 萬-300 萬新台幣)，故成為重視成本企業在投資地端 Corporate AI 時的選項之一。

2024 年 aiDAPTIV+共銷售數千套，預估佔全年營收 1-2%。群聯在推廣 aiDAPTIV+時主要面臨以下瓶頸：(1)企業端 LLM 相關 IT 人才短缺，導致企業難以衡量 AI 投資的 ROI，也缺乏應用與維護硬體之能力；(2)目前生成式 AI 應用軟體仍不足，僅購買硬體無法發揮最大效益；(3)與群聯合作的 SI 廠商如零壹(3029TT, NT\$143.5, 未評等)、宏碁資訊(6811TT, NT\$289, 增加持股)內部亦缺乏熟悉生成式 AI 的銷售團隊。我們認為上述困境仍待時間解決，且 Nvidia 於 1 月推出之 GB10 超級晶片，主要目標客群與 aiDAPTIV+有一定重疊。我們認為 aiDAPTIV+與 GB10 潛在的競合關係還需時間觀察。

由於 aiDAPTIV+業務仍存在眾多變數，我們尚未將其貢獻量化至 2025 年財務預估。不過我們認為僅美國與台灣企業用 AI 市場規模便高達 4842 億美金，群聯只需取得其中小部分市佔，便可對營收有極大貢獻，且我們相信群聯投入在 aiDAPTIV+的研發、所獲取該領域的經驗至關重要。群聯未來亦可能在企業用 AI 領域推出除 aiDAPTIV+以外產品，我們相信這對於長期優化公司營運結構，以及驅動評價提升具有正向意義。

圖 27：aiDAPTIV+ Fine tune 不同參數 LLM 成本

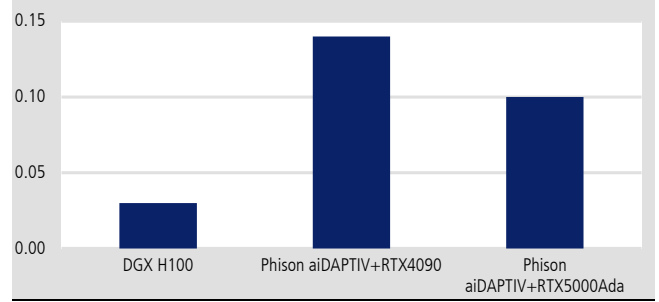
Fine tune 成本，千美金



資料來源：公司資料，凱基

圖 28：aiDAPTIV+與 Nvidia 方案價格性能比

價格性能比，Tokens/Second/USD



資料來源：公司資料，凱基

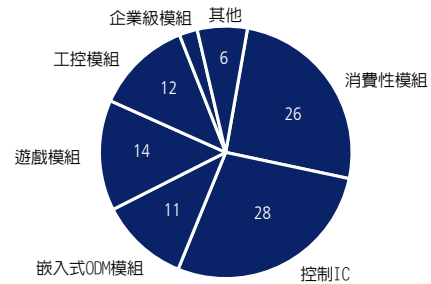
圖 29: 公司概況

群聯成立於 2000 年，為 NAND Flash 控制 IC 及模組業者。群聯 NAND Flash 控制 IC 的生產外包予晶圓代工廠，再供應自身模組所需，並外售予一貫化 NAND Flash 晶圓-模組業者、及消費性模組業者；群聯模組的組裝外包予模組代工廠，再外售予商用及消費性品牌模組業者。群聯透過控制 IC 技術滲透入多元化產品，再進一步擴大營業規模，以壓低 NAND Flash 晶圓採購成本，約佔全球 NAND Flash 位元需求量 5%。

資料來源：凱基

圖 30: 群聯營收以模組為主

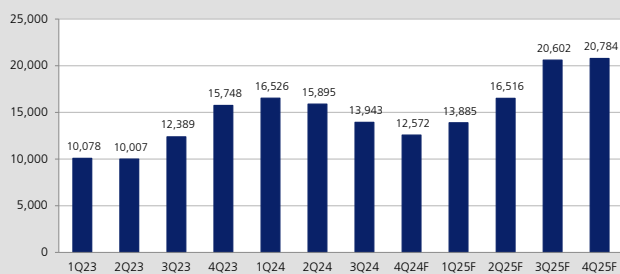
群聯 2023 年營收比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 31: 季營業收入

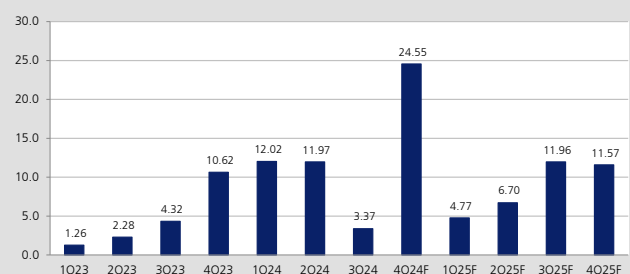
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 32: 每股盈利

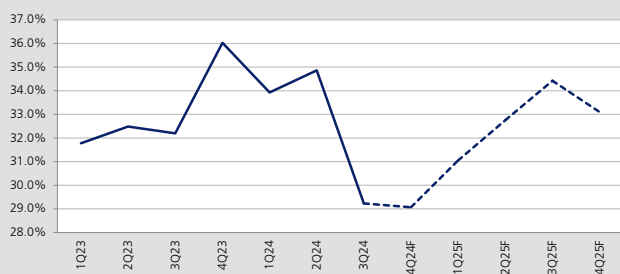
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 33: 毛利率

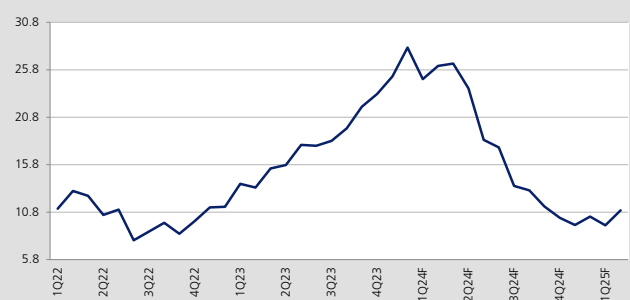
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 34: 本益比

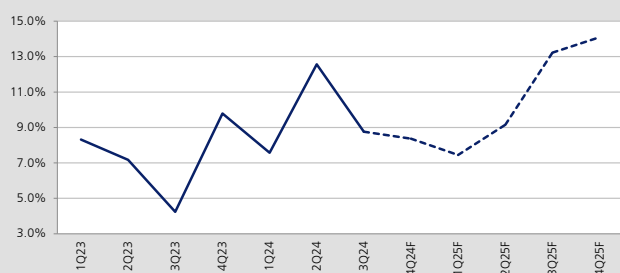
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 35: 營業利潤率

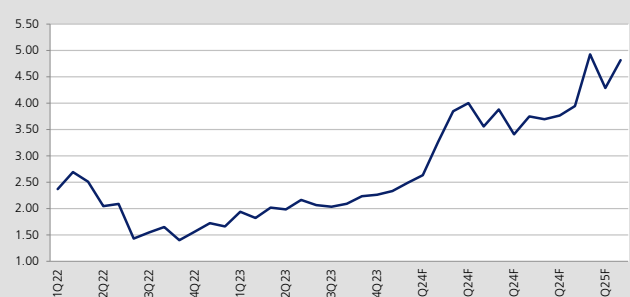
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 36: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	16,526	15,895	13,943	12,572	13,885	16,516	20,602	20,784	48,222	58,935	71,787
營業成本	(10,918)	(10,291)	(9,861)	(8,896)	(9,550)	(11,078)	(13,490)	(13,882)	(32,057)	(39,965)	(48,001)
營業毛利	5,608	5,604	4,082	3,677	4,334	5,438	7,112	6,902	16,164	18,971	23,786
營業費用	(4,355)	(3,544)	(2,854)	(2,602)	(3,277)	(3,898)	(4,368)	(3,949)	(12,492)	(13,355)	(15,491)
營業利益	1,252	1,997	1,222	1,052	1,034	1,512	2,724	2,930	3,622	5,523	8,199
折舊	(171)	(168)	(174)	(145)	(158)	(158)	(158)	(158)	(686)	(657)	(633)
攤提	(125)	(125)	(133)	(125)	(121)	(121)	(121)	(121)	(519)	(508)	(484)
EBITDA	1,547	2,289	1,529	1,322	1,313	1,791	3,003	3,209	4,827	6,687	9,316
利息收入	38	90	46	61	78	46	86	88	208	235	298
投資利益淨額	1,089	730	(38)	4,400	-	-	-	-	87	6,181	-
其他營業外收入	29	61	63	65	70	90	100	100	209	217	360
總營業外收入	1,156	881	71	4,526	148	136	186	188	504	6,634	658
利息費用	(79)	(76)	(65)	(80)	(80)	(80)	(74)	(74)	(54)	(300)	(307)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	(231)	-	-
其他營業外費用	506	88	(483)	(81)	10	50	50	(250)	259	30	(140)
總營業外費用	427	12	(548)	(161)	(70)	(30)	(24)	(324)	(26)	(270)	(447)
稅前純益	2,834	2,890	745	5,417	1,112	1,618	2,886	2,794	4,099	11,886	8,410
所得稅費用[利益]	(414)	(439)	(54)	(379)	(133)	(243)	(433)	(419)	(475)	(1,286)	(1,228)
少數股東損益	(0)	(0)	0	-	-	-	-	-	-	(0)	-
非常項目稅後純益	2,420	2,451	691	5,038	979	1,376	2,453	2,375	3,624	10,600	7,182
非常項目	(0)	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	2,420	2,451	691	5,038	979	1,376	2,453	2,375	3,624	10,600	7,182
每股盈餘 (NT\$)	12.02	11.97	3.37	24.55	4.77	6.70	11.96	11.57	18.48	51.66	35.01
獲利率 (%)											
營業毛利率	33.9	34.9	29.2	29.1	31.0	32.8	34.4	33.1	33.4	32.0	33.0
營業利益率	7.6	12.6	8.8	8.4	7.4	9.2	13.2	14.1	7.5	9.4	11.4
EBITDA Margin	9.4	14.4	11.0	10.5	9.5	10.8	14.6	15.4	10.0	11.3	13.0
稅前純益率	17.1	18.2	5.3	43.1	8.0	9.8	14.0	13.4	8.5	20.2	11.7
稅後純益率	14.6	15.4	5.0	40.1	7.0	8.3	11.9	11.4	7.5	18.0	10.0
季成長率 (%)											
營業收入	4.9	(3.8)	(12.3)	(9.8)	10.4	19.0	24.7	0.9			
營業毛利	(1.2)	(1.2)	(26.4)	(10.3)	18.0	25.5	31.1	(3.0)			
營業收益增長	(18.8)	59.6	(38.8)	(13.9)	(1.7)	46.2	80.2	7.5			
EBITDA	(15.7)	47.9	(33.2)	(13.5)	(0.7)	36.4	67.7	6.8			
稅前純益	29.8	2.0	(74.2)	627.2	(79.5)	45.5	78.3	(3.2)			
稅後純益	16.1	1.3	(71.8)	628.6	(80.6)	40.5	78.3	(3.2)			
年成長率 (%)											
營業收入	64.0	58.8	12.5	(20.2)	(16.0)	3.9	47.8	65.3	(20.0)	22.2	21.8
營業毛利	74.5	72.6	1.7	(35.4)	(22.7)	(3.0)	74.2	87.7	(7.1)	17.1	25.5
營業收益	49.3	178.3	132.8	(31.7)	(17.4)	(24.3)	122.9	178.4	(47.1)	52.5	48.5
EBITDA	35.5	124.2	84.8	(28.0)	(15.1)	(21.8)	96.5	142.7	(38.8)	38.6	39.3
稅前純益	802.3	344.3	(21.7)	148.1	(60.8)	(44.0)	287.5	(48.4)	(34.9)	189.9	(29.2)
稅後純益	899.4	456.2	(19.4)	141.8	(59.5)	(43.9)	254.8	(52.9)	(32.9)	192.5	(32.2)

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	63,021	59,990	64,963	79,240	83,144
流動資產	49,697	45,895	49,820	63,512	68,995
現金及短期投資	20,817	17,859	15,242	20,947	24,837
存貨	19,497	20,390	24,410	34,120	30,426
應收帳款及票據	8,729	7,237	9,622	7,899	13,186
其他流動資產	654	408	546	546	546
非流動資產	13,325	14,095	15,143	15,728	14,149
長期投資	5,241	4,443	4,763	5,375	3,772
固定資產	6,651	7,598	7,448	7,264	7,289
什項資產	1,433	2,054	2,933	3,088	3,088
負債總額	25,713	22,358	22,174	29,743	29,240
流動負債	21,827	17,599	21,801	23,690	23,187
應付帳款及票據	9,037	6,179	6,508	5,055	7,414
短期借款	470	31	5,605	5,705	5,705
什項負債	12,320	11,389	9,689	12,930	10,068
長期負債	3,886	4,759	373	6,053	6,053
長期借款	3,578	3,576	89	6,106	6,106
其他負債及準備	292	1,097	201	(5,708)	(5,708)
股東權益總額	37,308	37,632	42,788	49,497	53,904
普通股本	1,971	1,987	2,048	2,051	2,051
保留盈餘	22,310	22,605	24,022	2,178	6,585
少數股東權益	-	-	-	3	3
優先股股東資金	-	-	-	27,289	27,289

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	29.0%	(3.7%)	(20.0%)	22.2%	21.8%
營業收益增長	133.6%	(24.7%)	(47.1%)	52.5%	48.5%
EBITDA	119.9%	(19.7%)	(38.8%)	38.6%	39.3%
稅後純益	(6.3%)	(33.7%)	(32.9%)	192.5%	(32.2%)
每股盈餘成長率	(6.3%)	(33.0%)	(33.3%)	179.6%	(32.2%)
獲利能力分析					
營業毛利率	30.5%	28.8%	33.4%	32.0%	33.0%
營業利益率	14.5%	11.4%	7.5%	9.4%	11.4%
EBITDA Margin	15.7%	13.1%	10.0%	11.3%	13.0%
稅後純益率	13.0%	9.0%	7.5%	18.0%	10.0%
平均資產報酬率	14.7%	8.8%	5.8%	14.7%	8.8%
股東權益報酬率	22.5%	14.4%	9.0%	32.6%	29.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	10.8%	9.6%	13.3%	23.9%	21.9%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	513.3	177.0	77.0	40.6	28.4
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	0.4	0.7	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	268.2	99.8	(31.4)	(3.3)	29.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	10.4	53.4	(0.3)	(0.2)	1.5
流動比率 (x)	2.3	2.6	2.3	2.7	3.0
速動比率 (x)	1.4	1.4	1.2	1.2	1.7
淨負債 (NT\$百萬)	(14,993)	(13,427)	(8,527)	(6,845)	(10,882)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	41.34	27.71	18.48	51.66	35.01
每股現金盈餘 (NT\$)	25.86	18.32	(8.65)	(4.77)	44.19
每股淨值 (NT\$)	189.31	189.41	208.96	108.44	129.96
調整後每股淨值 (NT\$)	189.31	193.05	218.11	108.23	129.71
每股營收 (NT\$)	317.43	309.11	245.81	287.25	349.89
EBITDA/Share (NT\$)	49.86	40.48	24.60	32.59	45.41
每股現金股利 (NT\$)	23.00	14.73	13.26	27.90	17.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.13	0.98	0.77	0.82	0.88
應收帳款周轉天數	50.9	43.8	72.8	49.1	67.0
存貨周轉天數	164.0	173.4	277.9	312.5	231.4
應付帳款周轉天數	76.0	52.5	74.1	46.3	56.4
現金轉換周轉天數	138.9	164.7	276.7	315.2	242.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	62,557	60,256	48,222	58,935	71,787
營業成本	(43,403)	(42,924)	(32,057)	(39,965)	(48,001)
營業毛利	19,154	17,333	16,164	18,971	23,786
營業費用	(10,015)	(10,506)	(12,492)	(13,355)	(15,491)
營業利益	9,084	6,844	3,622	5,523	8,199
總營業外收入	484	299	504	6,634	658
利息收入	38	97	208	235	298
投資利益淨額	386	91	87	6,181	-
其他營業外收入	61	111	209	217	360
總營業外費用	169	(846)	(26)	(270)	(447)
利息費用	(19)	(36)	(54)	(300)	(307)
投資損失	-	(1,319)	(231)	-	-
其他營業外費用	188	509	259	30	(140)
稅前純益	9,738	6,297	4,099	11,886	8,410
所得稅費用[利益]	(1,590)	(896)	(475)	(1,286)	(1,228)
少數股東損益	-	-	-	(0)	-
非常項目	-	0	0	(0)	(0)
稅後淨利	8,147	5,401	3,624	10,600	7,182
EBITDA	9,827	7,890	4,827	6,687	9,316
每股盈餘 (NT\$)	41.34	27.71	18.48	51.66	35.01

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	5,097	3,572	(1,696)	(980)	9,066
本期純益	8,147	5,401	3,624	10,600	7,182
折舊及攤提	742	1,047	1,205	1,165	1,117
本期運用資金變動	(6,634)	(3,909)	(5,836)	(9,440)	767
其他營業資產及負債變動	2,841	1,033	(690)	(3,304)	0
投資活動之現金流量	1,199	(976)	(1,364)	422	608
投資用短期投資出售[新購]	4,119	849	227	90	147
本期長期投資變動	54	-	-	1,112	1,603
資本支出淨額	(2,391)	(1,528)	(391)	(495)	(657)
其他資產變動	(584)	(297)	(1,200)	(285)	(484)
自由現金流	(953)	1,083	(2,339)	(4,353)	7,745
融資活動之現金流量	(2,119)	(5,080)	258	4,756	(5,724)
短期借款變動	(1,044)	(443)	2,177	61	-
長期借款變動	3,481	(31)	(49)	6,034	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(4,533)	(4,533)	(2,837)	(2,661)	(5,724)
其他融資現金流	(22)	1,987	165	69	-
匯率影響數	(98)	478	(11)	237	87
本期產生現金流量	4,080	(2,007)	(2,813)	4,436	4,037

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	16.0%	17.4%	25.9%	22.7%	21.6%
= 營業利益率	14.5%	11.4%	7.5%	9.4%	11.4%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	4.2	3.2	1.7	1.8	2.0
營業利益率	14.5%	11.4%	7.5%	9.4%	11.4%
x 資本周轉率	4.2	3.2	1.7	1.8	2.0
x (1 - 有效現金稅率)	83.7%	85.8%	88.4%	89.2%	85.4%
= 稅後 ROIC	51.5%	31.4%	11.6%	14.7%	19.6%

資料來源：公司資料，凱基

宜鼎

(5289.TWO/5289 TT)

增加持股 · 重啟評等

收盤價 February 24 (NT\$)	259.5
12 個月目標價 (NT\$)	331.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	27.5

焦點內容

- 2025 年 DRAM 與 NAND Flash 出貨量可望年增 19% 及 15%。
- 2025 年 NAND Flash ASP 將年增 12%。
- 2025 年每股盈餘將年增 37% 至 15.74 元。

交易資料表

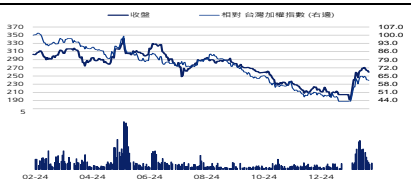
市值: (NT\$bn/US\$m)	23.74 / 724
流通在外股數 (百萬股):	91.48
外資持有股數 (百萬股):	19.15
3M 平均成交量 (百萬股):	0.39
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$):	192.5 - 342.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	10.4	-9.9	-15.5
相對表現 (%)	7.5	-16.3	-40.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	4.02A	2.66A	3.47A	2.97A
2024	3.98A	3.26A	2.08A	2.33F
2025	2.84F	3.28F	4.62F	5.00F

股價圖



資料來源: TEJ

凱基投顧

沈漢軒
886.2.2181.8005
hanhsuan.shen@kgi.com

曾繁仁
886.2.2181.8734
victort@kgi.com

重要免責聲明, 詳見最終頁

2025 年價量展望均正向

重要訊息

凱基研究員異動, 我們看好 2025 年宜鼎在價與量方面將分別受惠記憶體報價重新上漲, 以及工控產業復甦。

評論及分析

2025 年出貨量可望雙位數以上成長。我們預估 2025 年宜鼎 DRAM 及 NAND Flash 模組出貨量將年增 19% 及 15%, 主要得益於工控產業復甦, 以及 DRAM 在網通領域市占提升。我們預期 2025 年工控產業可望迎來雙位數以上成長, 年增幅度將優於手機、PC 及 Server 的 5%/5%/12%, 係因: (1)IPC 產業已於 1Q24 落底, 龍頭廠商研華 BB Ratio 在 4Q24 預計將回到 1.1 的長期平均以上, 並於 2025 年持續復甦; (2)美國總統大選結束, 對於提升醫療、能源與博奕等高度依賴政策導向之工控產業投資意願將有所助益; (3)2025 年為工控 Edge AI 爆發性成長元年, 而 DeepSeek 出世有助於提高市場對 Edge AI 領域關注度。

2025 年 NAND Flash ASP 將上漲 12%。我們預估 2025 年宜鼎 DRAM 與 NAND Flash 模組 ASP 將分別年減 4% 與年增 12%, 主因為我們在產業報告部分所提及: NAND Flash 合約價將於 2Q25 季底開始上漲, DRAM 部份我們則尚未在 2025 年看到帶動報價上漲之明顯動能。

2025 年獲利年增 36%。我們預估宜鼎 2025 年營收 109.6 億, 年增 23%, 毛利率微幅提升至 32.6%, 主要受惠 ASP 提升, 以及報價上漲帶來存貨回沖利益。我們預期 2025 年每股盈餘為 15.74 元。

投資建議

我們重啟宜鼎評等。我們預估宜鼎 2025 年營收 109.6 億元, 每股盈餘 15.74 元。給予「增加持股」評等, 目標價 331 元, 係基於 2025 年每股盈餘的 21 倍換算得出。

投資風險

工控復甦不如預期, 子公司安提虧損加劇。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	10,196	10,303	8,314	8,916	10,969
營業毛利 (NT\$百萬)	3,092	3,459	2,846	2,839	3,579
營業利益 (NT\$百萬)	1,949	2,039	1,380	1,212	1,707
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,561	1,850	1,148	1,046	1,430
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	12.98	11.52	15.74
每股現金股利 (NT\$)	11.52	13.80	10.20	5.76	7.87
每股盈餘成長率 (%)	65.3	13.3	(39.5)	(11.3)	36.6
本益比 (x)	13.7	12.1	20.0	22.5	16.5
股價淨值比 (x)	3.6	3.2	3.3	3.2	2.8
EV/EBITDA (x)	9.3	8.4	12.5	14.9	10.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.4	5.3	3.9	2.2	3.0
股東權益報酬率 (%)	29.0	28.5	16.3	14.7	18.7

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 1：4Q24-1Q25 財測暨市場共識比較

百萬元	4Q24F					1Q25F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	2,228	(4.0)	4.6	2,228	(0.0)	2,306	3.5	6.0	2,382	(6.5)
毛利	663	0.6	(6.3)	662	0.0	700	5.6	(7.8)	734	(9.8)
營業利益	255	3.9	(28.0)	265	(3.8)	294	15.3	(19.6)	317	(19.6)
稅前淨利	265	13.1	(9.5)	294	(9.9)	322	21.8	(27.4)	336	(21.1)
稅後淨利	212	12.2	(19.3)	247	(14.3)	258	21.8	(26.7)	276	(23.3)
每股盈餘 (元)	2.33	12.2	(21.4)	2.70	(13.7)	2.84	21.8	(28.7)	3.02	(22.8)
毛利率 (%)	29.7	1.4 pts	(3.5) pts	29.7	0.0 pts	30.3	0.6 pts	(4.5) pts	30.8	(0.5) pts
營業利益率 (%)	11.4	0.9 pts	(5.2) pts	11.9	(0.5) pts	12.7	1.3 pts	(4.1) pts	13.3	(0.6) pts
稅後淨利率 (%)	9.5	1.4 pts	(2.8) pts	11.1	(1.6) pts	11.2	1.7 pts	(5.0) pts	11.6	(0.4) pts

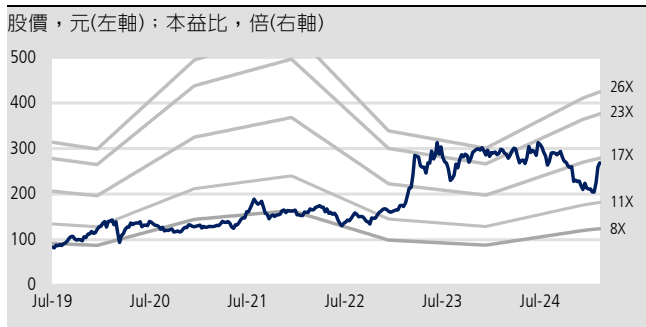
資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024-25 年財測暨市場共識比較

百萬元	2024F				2025F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	8,916	7.2	8,916	(0.0)	10,969	23.0	10,624	3.2
毛利	2,839	(0.2)	2,841	(0.1)	3,579	26.1	3,426	4.5
營業利益	1,212	(12.2)	1,223	(0.9)	1,707	40.8	1,681	1.5
稅前淨利	1,326	(7.3)	1,355	(2.1)	1,787	34.8	1,739	2.8
稅後淨利	1,046	(8.8)	1,071	(2.3)	1,430	36.6	1,365	4.7
每股盈餘 (元)	11.52	(11.3)	11.81	(2.4)	15.74	36.6	14.94	5.4
毛利率 (%)	31.8	(2.4) pts	31.9	(0.0) pts	32.6	0.8 pts	32.2	0.4 pts
營業利益率 (%)	13.6	(3.0) pts	13.7	(0.1) pts	15.6	2.0 pts	15.8	(0.3) pts
稅後淨利率 (%)	11.7	(2.1) pts	12.0	(0.3) pts	13.0	1.3 pts	12.8	0.2 pts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 3：未來 12 個月預估本益比區間



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 4：未來 12 個月預估股價淨值比區間



資料來源：TEJ，凱基預估

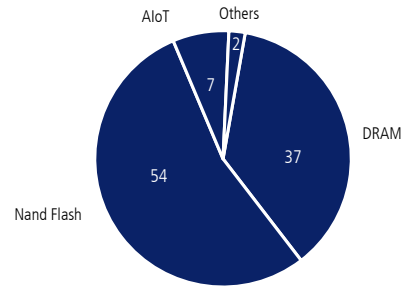
圖 5: 公司概況

宜鼎成立於 2005 年，並於 2013 年正式掛牌上櫃，為一家以服務為導向的工業用儲存裝置供應商，生產基地位於新北汐止及宜蘭。公司專注於企業級、工業、航太、醫療與國防等應用市場，提供工業用嵌入式儲存裝置與工業用動態隨機記憶體模組與相關技術服務，並以自有品牌「Innodisk」行銷全球。宜鼎結合集團旗下公司安提、維新、安捷科、巽晨，產品涵蓋記憶體模組到 AIoT 周邊產品，提供客戶從雲端到邊緣端，一站式完整 AI 解決方案。

資料來源：凱基

圖 6: 記憶體模組佔宜鼎營收大宗

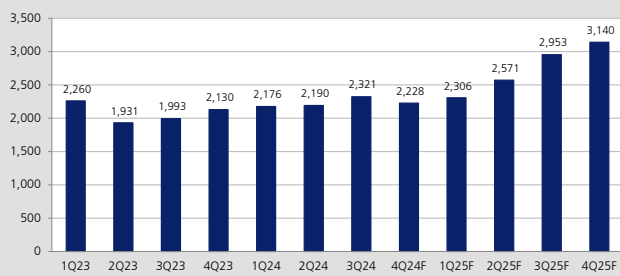
2023 年產品營收比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基

圖 7: 季營業收入

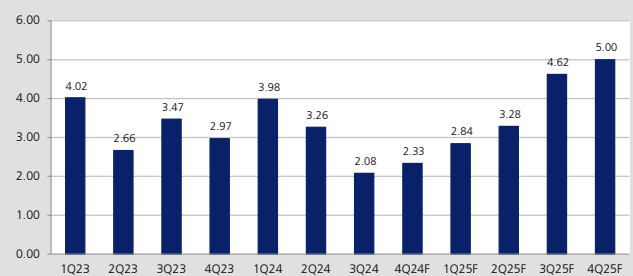
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

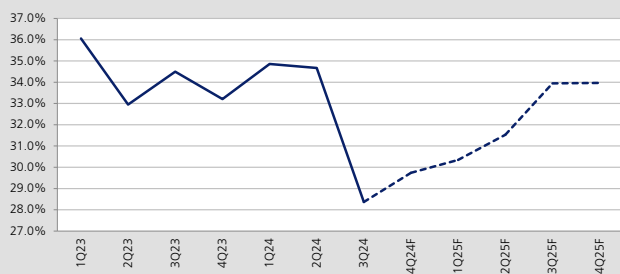
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

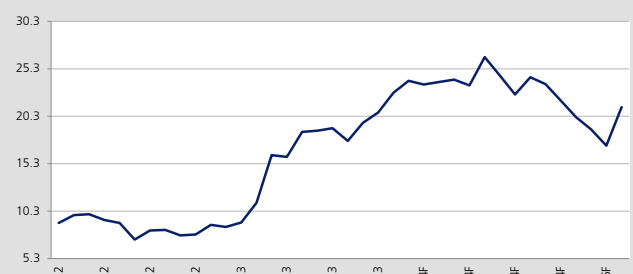
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

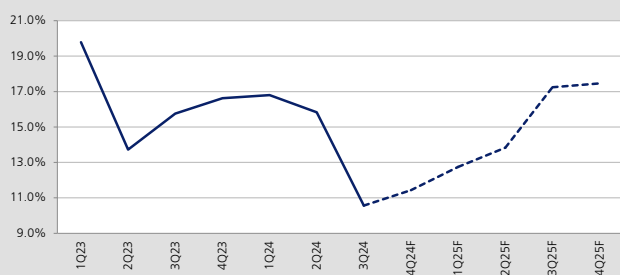
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

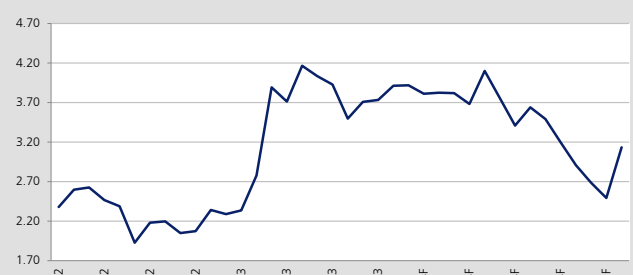
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,176	2,190	2,321	2,228	2,306	2,571	2,953	3,140	8,314	8,916	10,969
營業成本	(1,417)	(1,431)	(1,663)	(1,565)	(1,606)	(1,760)	(1,950)	(2,073)	(5,468)	(6,077)	(7,390)
營業毛利	759	759	658	663	700	811	1,002	1,066	2,846	2,839	3,579
營業費用	(393)	(413)	(413)	(408)	(406)	(455)	(493)	(518)	(1,466)	(1,627)	(1,872)
營業利益	366	347	245	255	294	356	509	548	1,380	1,212	1,707
折舊	(39)	(40)	(38)	(53)	(57)	(57)	(57)	(57)	(148)	(170)	(229)
攤提	(7)	(7)	(6)	(7)	(6)	(6)	(6)	(6)	(24)	(27)	(23)
EBITDA	412	393	290	315	357	419	572	611	1,552	1,409	1,959
利息收入	8	13	5	10	9	10	13	12	39	37	45
投資利益淨額	-	-	1	0	0	1	1	0	1	2	2
其他營業外收入	6	6	8	6	6	7	7	7	21	26	27
總營業外收入	14	19	15	17	16	18	21	19	61	64	74
利息費用	(2)	(2)	(2)	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	(7)	(10)	(11)
投資損失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(3)	(3)
其他營業外費用	68	21	(23)	(3)	16	3	(2)	4	1	63	20
總營業外費用	65	18	(26)	(7)	12	(1)	(5)	(0)	(10)	49	6
稅前純益	444	384	234	265	322	373	525	567	1,431	1,326	1,787
所得稅費用[利益]	(90)	(89)	(49)	(53)	(64)	(75)	(105)	(113)	(287)	(281)	(357)
少數股東損益	(2)	(0)	3	-	-	-	-	-	3	1	-
非常項目稅後純益	352	294	189	212	258	298	420	454	1,148	1,046	1,430
非常項目	0	(0)	0	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	352	294	189	212	258	298	420	454	1,148	1,046	1,430
每股盈餘 (NT\$)	3.98	3.26	2.08	2.33	2.84	3.28	4.62	5.00	12.98	11.52	15.74
獲利率 (%)											
營業毛利率	34.9	34.7	28.4	29.7	30.3	31.5	33.9	34.0	34.2	31.8	32.6
營業利率	16.8	15.8	10.6	11.4	12.7	13.8	17.2	17.5	16.6	13.6	15.6
EBITDA Margin	18.9	17.9	12.5	14.1	15.5	16.3	19.4	19.5	18.7	15.8	17.9
稅前純益率	20.4	17.5	10.1	11.9	14.0	14.5	17.8	18.1	17.2	14.9	16.3
稅後純益率	16.2	13.4	8.1	9.5	11.2	11.6	14.2	14.5	13.8	11.7	13.0
季成長率 (%)											
營業收入	2.2	0.7	6.0	(4.0)	3.5	11.5	14.8	6.3			
營業毛利	7.2	0.1	(13.3)	0.6	5.6	15.9	23.6	6.4			
營業收益增長	3.3	(5.2)	(29.3)	3.9	15.3	21.0	43.2	7.7			
EBITDA	3.2	(4.5)	(26.3)	8.8	13.2	17.3	36.7	6.8			
稅前純益	51.8	(13.5)	(39.1)	13.1	21.8	15.6	40.8	8.2			
稅後純益	34.2	(16.5)	(35.9)	12.2	21.8	15.6	40.8	8.2			
年成長率 (%)											
營業收入	(3.7)	13.5	16.5	4.6	6.0	17.4	27.2	40.9	(19.3)	7.2	23.0
營業毛利	(6.9)	19.4	(4.2)	(6.3)	(7.8)	6.8	52.2	61.0	(17.7)	(0.2)	26.1
營業收益	(18.2)	30.9	(21.9)	(28.0)	(19.6)	2.6	107.7	115.2	(32.3)	(12.2)	40.8
EBITDA	(15.9)	27.9	(18.7)	(20.9)	(13.3)	6.6	97.5	94.0	(29.3)	(9.2)	39.0
稅前純益	0.6	21.8	(38.9)	(9.5)	(27.4)	(2.9)	124.4	114.5	(36.9)	(7.3)	34.8
稅後純益	1.1	27.4	(38.5)	(19.3)	(26.7)	1.4	122.5	114.5	(38.0)	(8.8)	36.6

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	8,231	9,301	9,362	9,249	11,267
流動資產	6,068	6,649	6,140	5,557	7,367
現金及短期投資	2,738	4,000	3,557	2,333	3,469
存貨	1,664	1,158	1,159	1,716	1,840
應收帳款及票據	1,557	1,421	1,335	1,418	1,966
其他流動資產	109	69	89	90	91
非流動資產	2,163	2,652	3,221	3,692	3,899
長期投資	129	171	196	415	421
固定資產	1,617	2,139	2,678	2,903	3,114
什項資產	418	342	347	375	365
負債總額	2,198	2,182	2,218	1,866	2,937
流動負債	1,861	1,691	1,626	1,268	2,339
應付帳款及票據	957	707	731	872	1,119
短期借款	2	11	12	8	8
什項負債	901	974	883	388	1,212
長期負債	337	490	593	598	598
長期借款	140	310	358	357	357
其他負債及準備	10	6	44	(116)	(116)
股東權益總額	6,034	7,119	7,143	7,384	8,329
普通股股本	827	866	884	913	913
保留盈餘	3,317	4,012	3,775	3,788	4,690
少數股東權益	73	107	106	181	181
優先股股東資金	-	-	-	28	71

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	42.6%	1.1%	(19.3%)	7.2%	23.0%
營業收益增長	61.5%	4.6%	(32.3%)	(12.2%)	40.8%
EBITDA	56.5%	5.9%	(29.3%)	(9.2%)	39.0%
稅後純益	67.5%	18.5%	(38.0%)	(8.8%)	36.6%
每股盈餘成長率	65.3%	13.3%	(39.5%)	(11.3%)	36.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	30.3%	33.6%	34.2%	31.8%	32.6%
營業利率率	19.1%	19.8%	16.6%	13.6%	15.6%
EBITDA Margin	20.3%	21.3%	18.7%	15.8%	17.9%
稅後純益率	15.3%	18.0%	13.8%	11.7%	13.0%
平均資產報酬率	21.6%	21.1%	12.3%	11.2%	13.9%
股東權益報酬率	29.0%	28.5%	16.3%	14.7%	18.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	2.4%	4.5%	5.2%	4.9%	4.4%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	661.2	303.8	202.6	127.3	162.2
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	276.8	336.1	205.4	108.3	187.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	159.6	136.0	77.5	60.1	106.6
流動比率 (x)	3.3	3.9	3.8	4.4	3.1
速動比率 (x)	2.4	3.2	3.1	3.0	2.4
淨負債 (NT\$百萬)	(1,995)	(3,679)	(3,188)	(1,730)	(2,622)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	12.98	11.52	15.74
每股現金盈餘 (NT\$)	10.03	29.18	16.49	12.52	22.88
每股淨值 (NT\$)	72.11	81.02	79.61	81.16	91.37
調整後每股淨值 (NT\$)	72.32	81.35	79.61	79.00	88.94
每股營收 (NT\$)	123.69	119.52	94.05	98.18	120.80
EBITDA/Share (NT\$)	25.13	25.45	17.55	15.52	21.58
每股現金股利 (NT\$)	11.52	13.80	10.20	5.76	7.87
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.41	1.18	0.89	0.96	1.07
應收帳款周轉天數	55.7	50.4	58.6	58.2	65.4
存貨周轉天數	85.5	61.8	77.4	103.3	90.9
應付帳款周轉天數	49.2	37.7	48.8	52.5	55.3
現金轉換周轉天數	92.1	74.4	87.2	109.0	101.1

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	10,196	10,303	8,314	8,916	10,969
營業成本	(7,103)	(6,845)	(5,468)	(6,077)	(7,390)
營業毛利	3,092	3,459	2,846	2,839	3,579
營業費用	(1,143)	(1,419)	(1,466)	(1,627)	(1,872)
營業利益	1,949	2,039	1,380	1,212	1,707
總營業外收入	58	31	61	64	74
利息收入	6	14	39	37	45
投資利益淨額	-	-	1	2	2
其他營業外收入	52	17	21	26	27
總營業外費用	(35)	196	(10)	49	6
利息費用	(3)	(7)	(7)	(10)	(11)
投資損失	(8)	(6)	(4)	(3)	(3)
其他營業外費用	(24)	209	1	63	20
稅前純益	1,972	2,266	1,431	1,326	1,787
所得稅費用[利益]	(390)	(385)	(287)	(281)	(357)
少數股東損益	(21)	(31)	3	1	-
非常項目	-	0	(0)	0	0
稅後淨利	1,561	1,850	1,148	1,046	1,430
EBITDA	2,071	2,194	1,552	1,409	1,959
每股盈餘 (NT\$)	18.94	21.46	12.98	11.52	15.74

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	827	2,515	1,458	1,137	2,078
本期純益	1,561	1,850	1,148	1,046	1,430
折舊及攤提	122	155	172	197	252
本期運用資金變動	(1,290)	300	173	(499)	(426)
其他營業資產及負債變動	434	210	(35)	392	822
投資活動之現金流量	(615)	38	(735)	(815)	(704)
投資用短期投資出售[新購]	(203)	570	(1)	(197)	(245)
本期長期投資變動	-	4	(27)	(5)	(7)
資本支出淨額	(361)	(480)	(687)	(350)	(440)
其他資產變動	(51)	(56)	(20)	(262)	(12)
自由現金流	9	1,642	737	276	728
融資活動之現金流量	(335)	(701)	(1,174)	(632)	(480)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	124	178	48	(4)	-
現金增資	-	-	-	95	-
已支付普通股股息	(553)	(967)	(1,194)	(663)	(523)
其他融資現金流	94	88	(27)	(60)	43
匯率影響數	1	10	8	(7)	(4)
本期產生現金流量	(122)	1,862	(443)	(317)	890

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	11.2%	13.8%	17.6%	18.2%	17.1%
= 營業利率率	19.1%	19.8%	16.6%	13.6%	15.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	3.2	3.3	2.3	1.8	2.3
營業利率率	19.1%	19.8%	16.6%	13.6%	15.6%
x 資本周轉率	3.2	3.3	2.3	1.8	2.3
x (1 - 有效現金稅率)	80.2%	83.0%	80.0%	78.8%	80.0%
= 稅後 ROIC	49.2%	54.4%	30.2%	19.6%	29.1%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。