

群聯 (8299 TT) Phison

NAND 漲價循環將至，挹注 2H25 獲利持續成長

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月)：NT\$700.0

收盤價 (2025/03/07)：NT\$563.0

隱含漲幅：24.3%

營收組成 (4Q24)

Consumer 20%/Industrial 11%/Gaming 7%/Embedded ODM 18%/Controller 24%/Others 9%

本次報告更新重點

| 項目 | 本次 | 前次 |
|-------------------|------|---------|
| 評等 | 買進 | 持有-超越同業 |
| 目標價 (NT\$) | 700 | 450 |
| 2025年營收 (NT\$/十億) | 71.4 | 66.5 |
| 2025年EPS | 37.7 | 28.9 |

交易資料表

| | |
|------------------------|----------------|
| 市值 | NT\$115,300百萬元 |
| 外資持股比率 | 31.8% |
| 董監持股比率 | 14.9% |
| 調整後每股淨值 (2025F) | NT\$245.15 |
| 負債比 | 29.2% |
| ESG評級 (Sustainalytics) | 高 (曝險程度共5級) |

簡明損益表 (NT\$百萬元)

| 年初至12月 | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入 | 48,222 | 58,935 | 71,415 | 85,632 |
| 營業利益 | 3,622 | 3,533 | 8,945 | 10,600 |
| 稅後純益 | 3,624 | 7,954 | 7,750 | 9,146 |
| EPS (元) | 17.88 | 38.95 | 37.68 | 44.47 |
| EPS YoY (%) | -34.8 | 117.8 | -3.3 | 18.0 |
| 本益比 (倍) | 31.5 | 14.5 | 14.9 | 12.7 |
| 股價淨值比 (倍) | 2.7 | 2.4 | 2.3 | 2.1 |
| ROE (%) | 9.0 | 16.8 | 15.5 | 16.9 |
| 現金殖利率 (%) | 2.3% | 4.4% | 4.3% | 5.1% |
| 現金股利 (元) | 13.08 | 25.00 | 24.18 | 28.54 |

劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

徐銘峻

Michael.MC.Hsu@Yuanta.com

元大觀點

還原宏芯宇處分利益後，4Q24 EPS 符合本中心預期，但低於市場預期 55%，其中原廠持續去化庫存且面臨中國同業價格競爭。

預期 NAND 報價將於 2Q25 改善，且邊緣 AI 需求成長有望加速高附加價值業務成長，上調 2025 年群聯 EPS 33%至 38 元。

基於 1)NAND 報價改善優於預期、2)邊緣 AI 需求提升，調升評等至買進，目標價 700 元，係基於 18x 本益比與 2025 年 EPS NT\$ 38 元。

4Q24 還原後 EPS 低於市場預期 55%

4Q24 NT\$11.6 元，還原處分宏芯宇之收益 42.9 億元與獎金 17 億元後，EPS NT\$ 2.55 元，符合本中心預期，其中持續面臨中國同業價格競爭且原廠持續去化庫存，此外 1) 消費性與遊戲模組季增 10.7%/年減 49.9%，反映消費性電子需求尚未明顯復甦；2) NAND 存貨回沖利益(影響毛利率 4.7 個百分點)，還原後毛利率僅達 26.1%，低於本中心/市場預期之 29.6%/29.4%。

展望 1Q25，部分產品跌勢收斂或甚至轉漲，優於本中心預期

展望 1Q25，管理層指出 1) 已開始看到 Mobile、PC、Industrial 與企業端拉貨動能回溫；2) 現貨市場 NAND 模組漲價幅度從 10(中小容量)-30%(小容量)不等，並預期 1 月將是 2025 年營收谷底。展望優於本中心先前之預期，因此本中心上修 1Q25 營收 15.1%至 129 億元，毛利率 29%，相較前次上修 1.2 個百分點，EPS 4.07 元，相較前次上修 54%。

NAND 價格改善之時間點早於預期，調升評等至買進

展望 2025 年，管理層對於 2025 年 NAND 市場相對正向，除看到拉貨需求回溫外，也在 Deepseek 出現之後，看到邊緣 AI 之佈建需求轉趨積極，尤其中國。本中心先前預估 1H25 NAND 以及其模組報價將維持跌勢，不過觀察近期 512Gb TLC NAND 跌勢趨緩與小容量 eMMC 價格反轉，反映 NAND 報價反轉之時間點可望提前至 2Q25。因此本中心上修 2025 年 NAND 合約價之預估(圖 12)，並上修群聯 2025 年營收 7.3%至 714 億元，年增 21%，毛利率 33.6%，相較前次上修 3.9%個百分點，EPS NT\$ 38 元，相較前次上修 33%。基於 1) NAND 報價改善優於預期、2) 邊緣 AI 端需求提升加速高附加價值業務(PCIe 5 Repeater/Controller/aiADAPTIV) 成長。調升評等至買進，目標價 700 元，係基於 18x 本益比(位於近十年本益比 10-20 倍之上緣)與 2025 年 EPS NT\$38 元。

營運分析

還原宏芯宇處份利益後，4Q24 EPS 低於市場預期 55%，主因原廠持續去化庫存且面臨中國同業價格競爭

4Q24 本業虧損 9.4 億元，低於本中心/市場預期之獲利 7.6 億元/8.9 億元，其中：

- 記憶體模組(Flash module)：季減 11.2%/年減 24.7%，其中：
 - 嵌入式模組(Embedded ODM module)：營收比重 18%，季增 8%/年減 4%，年減幅最低反映庫存調整步調較其他應用快。
 - 工控模組(Industrial module)：營收比 11%，季減 33.9%/年減 12.2%，訂單回溫幅度有限。
 - 企業級模組(Enterprise module)：營收比重 11%，季減 38%/年增 192.7%，面臨短期庫存調整。
 - 消費性與遊戲模組(Consumer& Gaming module)：營收比重 27%，合計季增 10.7%/年減 49.9%，反映消費性電子需求尚未有明顯復甦。
- 控制 IC (Flash controller IC)：營收比重 24%，季減 9.8%/年減 26.3%。

還原庫存利益回沖 5.9 億元後，毛利率 26.1%，低於本中心/市場預期 3.5/3.3 個百分點，主因原廠持續去化庫存且面臨中系同業價格競爭；營業利益轉虧損 9.4 億元，主因出售宏芯宇股份後發放一次性員工獎勵 17 億元，低於本中心/市場預期之獲利 7.6 億元/8.9 億元。業外方面，認列宏芯宇股份處分利益 42.9 億元。

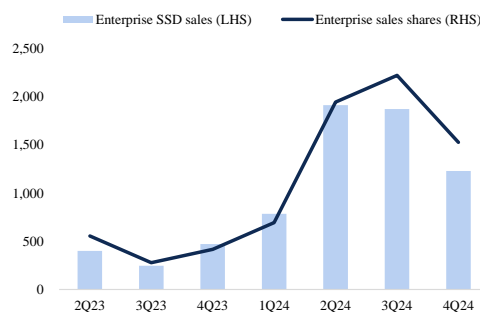
EPS NT\$11.6 元，季增 245%，年增 14%，還原宏芯宇一次性業外收益 42.9 億元與獎金 17 億元後，EPS NT\$ 2.55 元，符合本中心預期，低於市場預期之 5.75 元，相較 4Q23 NT\$ 10.6 元年減。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

| (百萬元) | 4Q23A | 3Q24A | 4Q24A | 季增率 | 年增率 | 4Q24F | | 預估差異 | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 15,748 | 13,943 | 12,572 | -9.8% | -20.2% | 10,948 | 12,833 | 14.8% | -2.0% |
| 營業毛利 | 5,689 | 4,082 | 3,876 | -5.0% | -31.9% | 3,238 | 3,773 | 19.7% | 2.7% |
| 營業利益 | 1,541 | 1,222 | -937 | -- | -- | 758 | 895 | -- | -- |
| 稅前利益 | 2,183 | 745 | 3,280 | 340.3% | 50.2% | 627 | 1,373 | 423.0% | 138.9% |
| 稅後淨利 | 2,084 | 691 | 2,392 | 246.0% | 14.8% | 533 | 1,179 | 348.7% | 102.9% |
| 調整後 EPS (元) | 10.19 | 3.37 | 11.63 | 244.7% | 14.1% | 2.59 | 5.73 | 348.7% | 102.9% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | | |
| 營業毛利率 | 36.1% | 29.3% | 30.8% | 1.6 | -5.3 | 29.6% | 29.4% | 1.3 | 1.4 |
| 營業利益率 | 9.8% | 8.8% | -7.5% | -16.2 | -17.2 | 6.9% | 7.0% | -14.4 | -14.4 |
| 稅後純益率 | 13.2% | 5.0% | 19.0% | 14.1 | 5.8 | 4.9% | 9.2% | 14.2 | 9.8 |

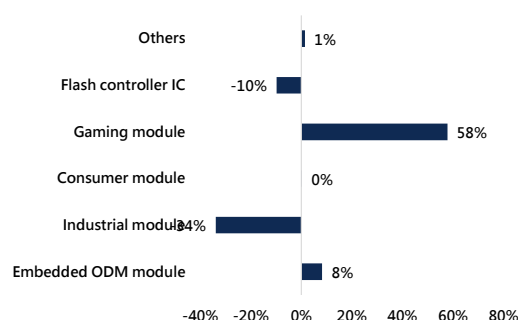
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：4Q24 eSSD 業務面臨短期庫存調整



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：4Q24 僅 Gaming 與 ODM Module 季增



資料來源：公司資料、元大投顧

展望 1Q25，部分產品跌勢收斂或甚至轉漲，優於本中心預期

展望 1Q25，管理層指出 1) 已開始看到通路端之補庫存需求，以及 Mobile、PC、Industrial 與企業端拉貨動能回溫；2) 現貨市場 NAND 模組漲價幅度從 10(中小容量)-30%(小容量)不等，且過年後 NAND 原廠也有調漲 Wafer 報價 9~11%，因此群聯也於 3 月向客戶調整報價，並預期 1 月將會是 2025 年營收谷底，後續營收將會月增。據此本中心預估 1Q25 營收季增 3.1%至 129 億元，相較前次上修 15.1%，毛利率 29%，相較 4Q24 還原毛利率季增 2.9 個百分點，EPS 4.07 元，相較前次上修 54%。

圖 4：2025 年第 1 季財測與預估比較

| (百萬元) | 1Q24A | 4Q24F | 1Q25F | 季增率 | 年增率 | 1Q25F | | 預估差異 | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 16,526 | 12,572 | 12,965 | 3.1% | -21.5% | 11,263 | 12,821 | 15.1% | 1.1% |
| 營業毛利 | 5,608 | 3,876 | 3,756 | -3.1% | -33.0% | 3,131 | 3,885 | 19.9% | -3.3% |
| 營業利益 | 1,252 | -937 | 929 | -- | -25.8% | 521 | 1,007 | 78.4% | -7.7% |
| 稅前利益 | 2,834 | 3,280 | 998 | -69.6% | -64.8% | 640 | 1,479 | 55.8% | -32.5% |
| 稅後淨利 | 2,420 | 2,392 | 838 | -65.0% | -65.4% | 544 | 959 | 54.0% | -12.6% |
| 調整後 EPS (元) | 11.82 | 11.63 | 4.07 | -65.0% | -65.5% | 2.65 | 4.66 | 54.0% | -12.6% |
| 重要比率 (%) | | | | | | 百分點 | | 百分點 | |
| 營業毛利率 | 33.9% | 30.8% | 29.0% | -1.9 | -5.0 | 27.8% | 30.3% | 1.2 | -1.3 |
| 營業利益率 | 7.6% | -7.5% | 7.2% | 14.6 | -0.4 | 4.6% | 7.9% | 2.5 | -0.7 |
| 稅後純益率 | 14.6% | 19.0% | 6.5% | -12.6 | -8.2 | 4.8% | 7.5% | 1.6 | -1.0 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

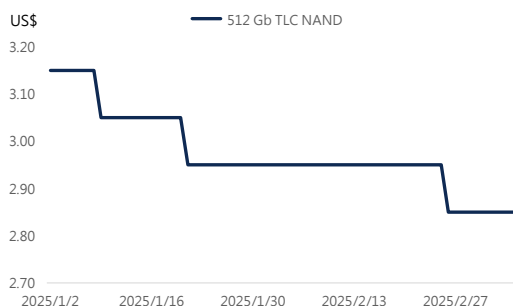
NAND 價格報價改善進度優於本中心預期，上修 2025 年 EPS 33%

展望 2025 年，管理層對於 2025 年 NAND 市場相對正向，有看到手機、PC 以及 Server 模組之拉貨需求回溫，並看到邊緣 AI 之需求增加，尤其在 Deepseek 出現之後，中國邊緣 AI 之佈建需求十分積極，預期 2-3Q25 將持續看到 NAND 模組價格持續調漲，而 2H25 預期邊緣 AI 之佈建需求將加速，並預期手機、PC 以及 Server 之拉貨需求將持續出現。

本中心先前預估 1H25 NAND 以及其模組報價將維持跌勢，不過近期市況反映 NAND/NAND 模組報價反轉之時間點可望提前，主因 1) 觀察 512Gb TLC NAND 價格，雖自年初下跌 9.5% (圖 5)，但近期跌勢已趨緩，且觀察年初至今小容量(32 GB 以下)之 eMMC 現貨價上升 10%，加上中小容量(256 Gb 以下)SSD 近兩周轉漲 4.5%; 2) 管理層預期 2Q25 模組報價將持續上漲並將延續至 3Q25 ;3)本周 Sandisk 亦公布將於 2Q25 調漲全產品線報價。

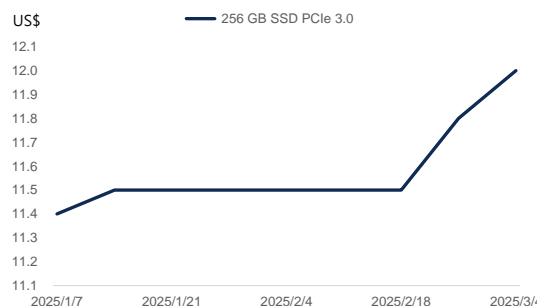
因此本中心上修 2025 年 NAND 合約價之預估(圖 12)，預估 2025 年，逐季報價變化為，-15%/5%/10%/13%，相對前次-15%/-10%/1%/5%上修。並上修群聯 2025 年營收 7.3%至 714 億元，年增 21%，毛利率 33.6%，年增 1.2 個百分點，相較前次上修 1.9 個百分點，EPS NT\$ 38 元，年增 6.4%(2024 年 EPS 還原宏碁宇之業外貢獻 42.9 億元與員工獎金後為 35.4 元)，相較前次上修 33%。其中預期 2H25 在 1) eSSD 業務成長以及各產品線拉貨動能回升、2)邊緣 AI 端需求提升加速 PCIe 5.0 模組與 Controller 導入之下，將相較 1H25 成長，預期 eSSD 業務營收比重將於 2025 年達 16%，相較 2024 年 11%增加。

圖 5：512 Tb TLC NAND 價格自年初下跌 9.5%



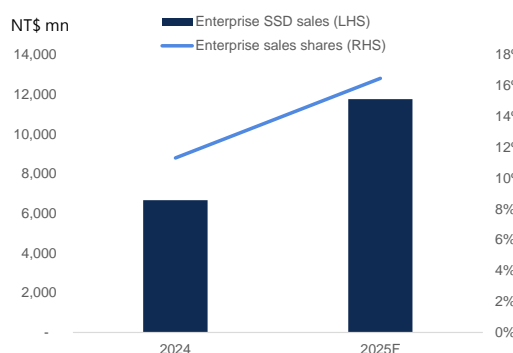
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：中低容量 SSD 模組現貨價近兩週轉漲 4.5%



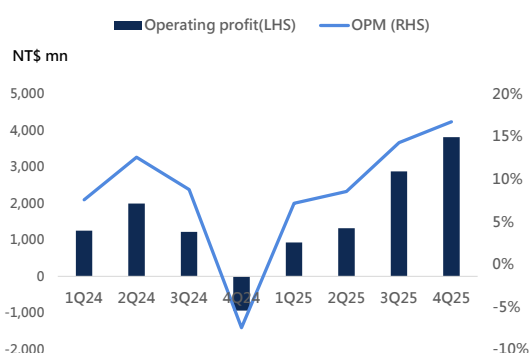
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：預期 2025 年 eSSD 業務營收比重將提升至 16%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：預期 2H25 獲利將有所改善

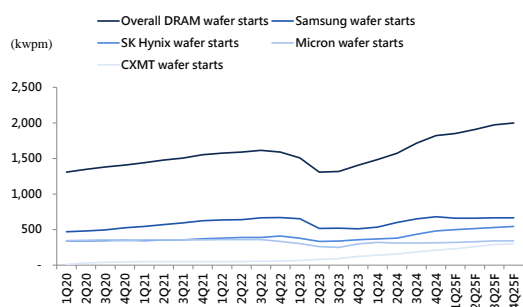


資料來源：公司資料、元大投顧預估

2025 年原廠投片量 DRAM 減產以 DDR4 與 LPDDR4 為主，NAND 則全面減產

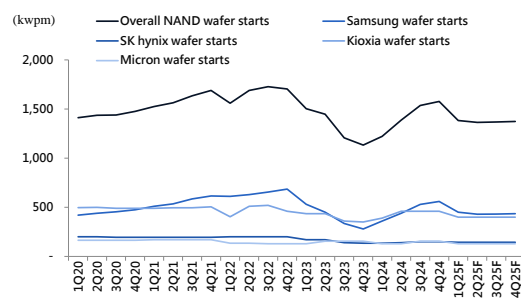
而觀察原廠端之 2025 年投片規劃，DRAM 部分仍為自然減產(將產能由 DDR4 轉往 DDR5)，主要集中在 DDR4/LPDDR4 之轉換，而 Samsung、SK Hynix、Micron 與 Kioxia/WD 各家的 2025 年 NAND 投片量則皆相對 2H24 有所減少，減產幅度落於 5~30%之間，其中以三星減產最多，不過長江存儲(YMTC)在中國國產化政策下仍持續擴產，綜合考量下，本中心預估 2025 年 NAND Wafer 總投片量將年減 5%。

圖 9：2025 年 DRAM 晶圓投片量將緩步成長



資料來源：元大投顧預估

圖 10：2025 年 NAND 晶圓投片量將趨緩



資料來源：元大投顧預估

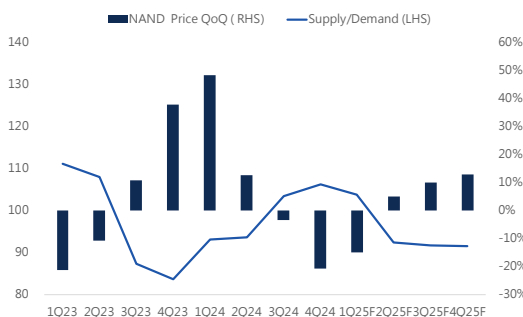
近期觀察到 UFS 與 eSSD 報價見底之下，預期 NAND 跌勢將於 2Q25 反轉

自年初以來 512 Gb TLC NAND wafer 現貨價下跌 9.5%，512GB PCIe 4 SSD 模組跌幅 2.2%。不過近期已觀察到 NAND 報價有望止跌之跡象，主因：

- 1)兩周觀察到 SSD 模組價格有上漲之情況(兩周以來上漲 5.26%)，以及 2 月初小容量 UFS 價格止跌。
- 2)除群聯率先宣布漲價之外，Sandisk 也於宣布將於 4 月全面調升合約價 10%。
- 3)目前在下游 ODM、OEM 以及通路端記憶體庫存已接近正常水位 1-1.5 個月，NAND 庫存多累積在模組廠以及上游原廠。

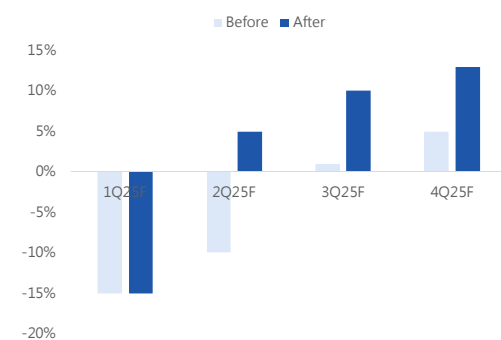
本中心預期 SSD 模組報價將有望於近期止跌，而整體 NAND 報價將於 2Q25 反轉向上。

圖 11：預期 NAND 供需將於 2Q25 反轉



資料來源：元大投顧預估

圖 12：上修未來三季 NAND 報價展望



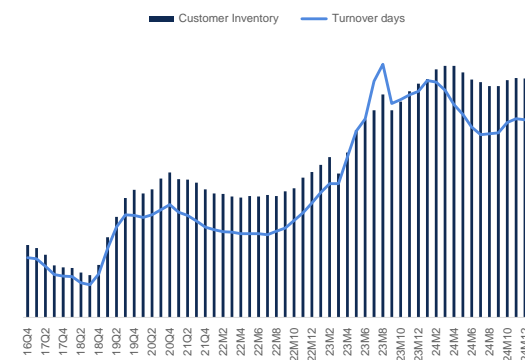
資料來源：元大投顧預估

4Q24 產業仍持續去化庫存，僅 AI 相關需求維持強勁

本中心觀察矽晶圓廠 **SUMCO** 記憶體客戶庫存下降趨勢延續，推測係由供給端 HBM、DDR5 晶圓耗用量提升以及庫存去化政策所帶動。觀察國內外原廠庫存：

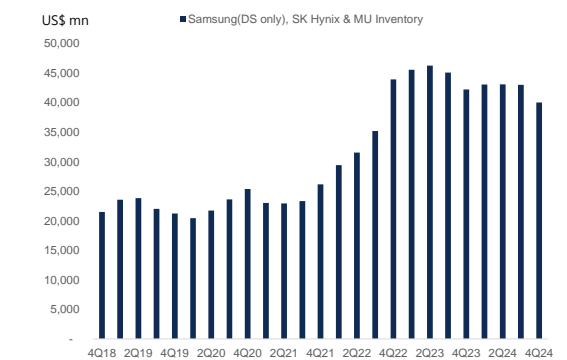
- **Samsung 半導體(DS)部門/SK Hynix/Micron 4Q24 庫存金額季減 8%**，主要去化動能來自 AI&HPC 晶片出貨。Samsung 管理層預期 1H25 手機與 PC 客戶將持續調整庫存，並持續提升高附加價值產品之比重；SK Hynix 則預期 2025 年成長仍主要來自 AI 需求帶動 HBM、DDR5 以及企業級 SSD 出貨，並於 4Q24 法說會下調 2025 年 DRAM/NAND 位元出貨量，美光則預期預計客戶庫存調整將對 FY2Q25 的位元出貨量產生較大影響，但預計庫存將在 1H25 恢復到較健康的水準，並於 FY4Q25 下降至 120 天。
- 台灣記憶體原廠 4Q24 庫存金額呈現季增 8%，庫存天數亦季增 34 天至 271 天，其中：
 - ✓ **南亞科 (2408 TT；持有)：4Q24 庫存金額季增 12%，庫存天數季增 69 天至 419 天**，持續創高，跟過去十年平均 130 天相比仍在相對高點。
 - ✓ **華邦電 (2344 TT；未評等)：4Q24 庫存金額季增 5%，庫存天數季增 20 天至 157 天**，跟過去十年平均 110 天相比仍在相對高點，整體 UTR 目前維持在 85%，不過預期在下游逐步恢復拉貨之下，2H25 營運將優於 1H25。
 - ✓ **旺宏 (2337 TT；持有)：4Q24 庫存金額季持平，庫存天數季增 16 天至 237 天**，跟過去十年平均 198 天相比仍在相對高點，管理層透露 2025 年營運重點將放在去化庫存，並實行減產，預期 2025 年將有 30 億左右之庫存可望回沖。

圖 13：SUMCO 記憶體客戶矽晶圓庫存微幅上升



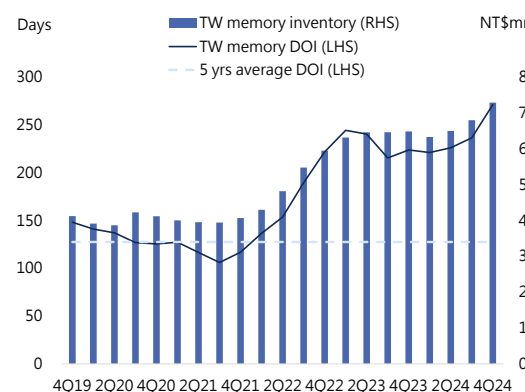
資料來源：BBG、元大投顧。

圖 14：記憶體原廠 4Q24 庫存金額季減 7%



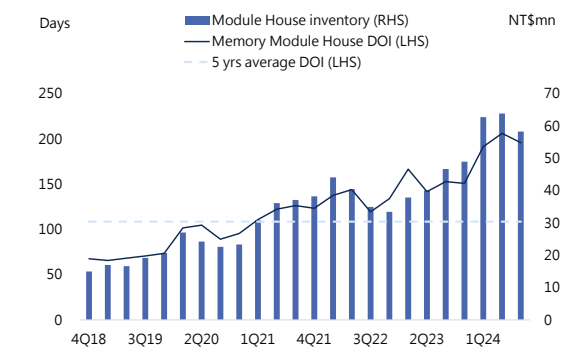
資料來源：TEJ、元大投顧。*包含 Micron、SK、Samsung DS

圖 15：4Q24 台灣原廠庫存季增 9%



資料來源：TEJ、元大投顧。*包含南亞科、華邦電、旺宏

圖 16：台灣模組廠庫存天數與金額初見下降

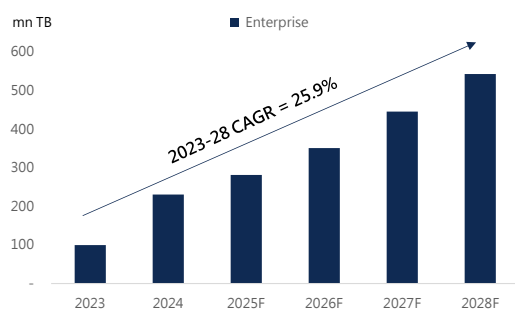


資料來源：TEJ、元大投顧。*包含威剛、十銓、創見、群聯

企業級 SSD 在 AI Server 需求帶動下，預估 2023-2028 年位元出貨量 CAGR 將為 35.9%

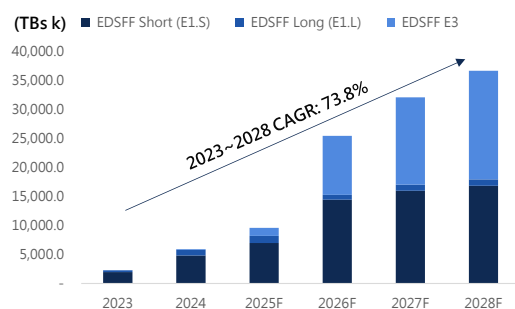
在 NAND 堆疊層數增加帶動 NAND 單位儲存成本持續下降之下，企業級 SSD 於資料中心儲存之應用將持續成長，預估 2023 至 2028 年，每年 CAGR 將成長 35.9%，其中用於大型資料中心之 E1/E3 規格之 SSD 模組成長將最為強勁。

圖 17：2023-2028 年企業端位元儲存需求 CAGR 為 35.9%。



資料來源：IDC、元大投顧預估

圖 18：2023-2028 年用於大型資料中心的 E1/E3 之 SSD 位元需求 CAGR 將為 73.8%。



資料來源：IDC、元大投顧預估

獲利調整與股票評價

NAND 報價改善時點早於預期，調升至「買進」

基於 NAND 原廠限縮供給使 NAND 報價改善時間早於本中心預期，本次上修群聯 2025 年營收 7.3%至 714 億元，年增 21%，毛利率上修 3.9 個百分點至 33.6%，年增 1.2 個百分點，EPS 上修 33%至 NT\$38 元。其中預期 2025 年研發費用率為 16.8%，主因 1) Tape out PCIe 5.0 Controller 以及 2) 擴增非台灣地區之研發人員。

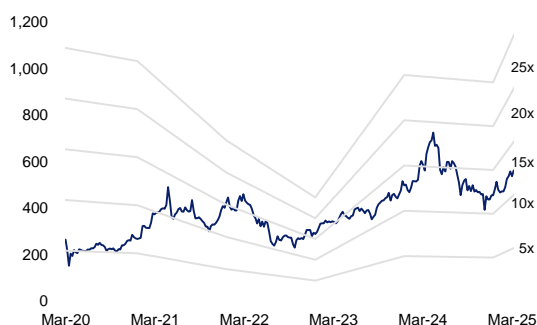
目前公司股價交易於 15 倍 2025 預估每股盈餘，看好 2025 年群聯將受惠於 1) NAND 報價改善優於預期、2) 邊緣 AI 端需求提升加速高附加價值業務(Pcie 5 Repeater/Controller/aiADAPTIV) 成長，改採本益比評價，上修目標價至 700 元(18x 2025 年 EPS NT\$38 元)，18 倍本益比位於近十年本益比 10-20 倍之上緣，給予買進評等。

圖 19：2024 和 2025 年財務預估調整

| (百萬元) | 2024 估 | | 2025 估 | | 預估差異 | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | 調整後 | 調整前 | 調整後 | 調整前 | 2024 | 2025 |
| 營業收入 | 58,935 | 57,311 | 71,415 | 66,549 | 2.8% | 7.3% |
| 營業毛利 | 19,099 | 18,526 | 24,005 | 19,751 | 3.1% | 21.5% |
| 營業利益 | 3,533 | 5,413 | 8,945 | 5,445 | -34.7% | 64.3% |
| 稅前利益 | 9,749 | 7,781 | 9,226 | 6,870 | 25.3% | 34.3% |
| 稅後淨利 | 7,954 | 6,780 | 7,750 | 5,839 | 17.3% | 32.7% |
| 調整後 EPS (元) | 38.79 | 33.07 | 37.68 | 28.39 | 17.3% | 32.7% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 32.4% | 32.3% | 33.6% | 29.7% | 0.1 | 3.9 |
| 營業利益率 | 6.0% | 9.4% | 12.5% | 8.2% | -3.4 | 4.3 |
| 稅後純益率 | 13.5% | 11.8% | 10.9% | 8.8% | 1.7 | 2.1 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：同業評價比較表

| 公司 | 代碼 | 評等 | 股價 | 市值 (百萬美元) | 調整後每股盈餘 | | | 本益比(倍) | | | 調整後每股盈餘成長率(%) | | |
|--------|---------|-----|-------|--------------|---------|-------|-------|--------|------|------|---------------|-------|------|
| | | | | | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| 群聯 | 8299 TT | 買進 | 563.0 | 3,493 | 38.95 | 37.68 | 44.47 | 14.5 | 14.9 | 12.7 | 117.8 | (3.3) | 18.0 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| SIMO | SIMO US | 未評等 | 52.7 | 1,774 | 3.3 | 3.6 | 4.8 | 16.0 | 14.6 | 10.9 | 44.9 | 9.7 | 34.0 |
| 國外同業平均 | | | | | 3.3 | 3.6 | 4.8 | 16.0 | 14.6 | 10.9 | 44.9 | 9.7 | 34.0 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 威剛 | 3260 TT | 未評等 | 87.1 | 846 | 10.2 | 10.3 | -- | 8.6 | 8.4 | -- | 98.9 | 1.7 | -- |
| 宇瞻 | 8271 TT | 未評等 | 50.7 | 200 | 4.5 | -- | -- | 11.2 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 創見 | 2451 TT | 未評等 | 96.6 | 1,151 | 4.6 | -- | -- | 20.9 | -- | -- | 0.2 | -- | -- |
| 宜鼎 | 5289 TT | 未評等 | 281.0 | 779 | 11.7 | 15.2 | 18.8 | 24.1 | 18.6 | 15.0 | (6.7) | 30.0 | 24.0 |
| 國內同業平均 | | | | | 7.7 | 12.7 | 18.8 | 16.2 | 13.5 | 15.0 | 30.8 | 15.9 | 24.0 |

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 23：同業評價比較表 (續)

| 公司 | 代碼 | 評等 | 股價 | 市值 (百萬美元) | 股東權益報酬率(%) | | | 每股淨值 | | | 股價淨值比(倍) | | |
|--------|---------|-----|-------|--------------|------------|------|------|--------|--------|--------|----------|------|------|
| | | | | | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| 群聯 | 8299 TT | 買進 | 563.0 | 3,493 | 16.8 | 15.5 | 16.9 | 232.31 | 245.15 | 265.66 | 2.4 | 2.3 | 2.1 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| SIMO | SIMO US | 未評等 | 52.7 | 1,774 | 13.1 | 13.8 | 18.6 | 24.0 | 24.8 | 27.3 | 2.2 | 2.1 | 1.9 |
| 國外同業平均 | | | | | 13.1 | 13.8 | 18.6 | 24.0 | 24.8 | 27.3 | 2.2 | 2.1 | 1.9 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 威剛 | 3260 TT | 未評等 | 87.1 | 846 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 宇瞻 | 8271 TT | 未評等 | 50.7 | 200 | 13.1 | -- | -- | 35.1 | -- | -- | 1.4 | -- | -- |
| 創見 | 2451 TT | 未評等 | 96.6 | 1,151 | 10.1 | -- | -- | 44.9 | -- | -- | 2.2 | -- | -- |
| 宜鼎 | 5289 TT | 未評等 | 281.0 | 779 | 14.8 | 18.3 | 21.7 | 80.7 | 87.6 | 94.2 | 3.5 | 3.2 | 3.0 |
| 國內同業平均 | | | | | 12.7 | 18.3 | 21.7 | 53.6 | 87.6 | 94.2 | 2.4 | 3.2 | 3.0 |

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 24：季度及年度簡明損益表 (合併)

| (NT\$百萬元) | 1Q2024A | 2Q2024A | 3Q2024A | 4Q2024F | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024F | FY2025F |
|----------------|----------|----------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 | 16,526 | 15,895 | 13,943 | 12,572 | 12,965 | 15,487 | 20,159 | 22,804 | 58,935 | 71,415 |
| 銷貨成本 | (10,918) | (10,291) | (9,861) | (8,696) | (9,209) | (10,324) | (12,947) | (14,929) | (39,836) | (47,410) |
| 營業毛利 | 5,608 | 5,604 | 4,082 | 3,876 | 3,756 | 5,163 | 7,212 | 7,875 | 19,099 | 24,005 |
| 營業費用 | (4,355) | (3,544) | (2,854) | (4,813) | (2,826) | (3,841) | (4,334) | (4,059) | (15,566) | (15,060) |
| 營業利益 | 1,252 | 1,997 | 1,222 | (937) | 929 | 1,322 | 2,878 | 3,816 | 3,533 | 8,945 |
| 業外利益 | 1,583 | 893 | (477) | 4,217 | 69 | 71 | 70 | 71 | 6,216 | 281 |
| 稅前純益 | 2,834 | 2,890 | 745 | 3,280 | 998 | 1,393 | 2,948 | 3,887 | 9,749 | 9,226 |
| 所得稅費用 | (414) | (439) | (54) | (888) | (160) | (223) | (472) | (622) | (1,795) | (1,476) |
| 少數股東權益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 歸屬母公司稅後純益 | 2,420 | 2,451 | 691 | 2,392 | 838 | 1,170 | 2,476 | 3,265 | 7,954 | 7,750 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 11.82 | 11.97 | 3.37 | 11.63 | 4.07 | 5.69 | 12.04 | 15.87 | 38.95 | 37.68 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 204 | 204 | 204 | 204 | 204 | 204 | 204 | 204 | 204 | 204 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 33.9% | 35.3% | 29.3% | 30.8% | 29.0% | 33.3% | 35.8% | 34.5% | 32.4% | 33.6% |
| 營業利益率 | 7.6% | 12.6% | 8.8% | -7.5% | 7.2% | 8.5% | 14.3% | 16.7% | 6.0% | 12.5% |
| 稅前純益率 | 17.2% | 18.2% | 5.3% | 26.1% | 7.7% | 9.0% | 14.6% | 17.1% | 16.5% | 12.9% |
| 稅後純益率 | 14.6% | 15.4% | 5.0% | 19.0% | 6.5% | 7.6% | 12.3% | 14.3% | 13.5% | 10.9% |
| 有效所得稅率 | 14.6% | 15.2% | 7.2% | 27.1% | 16.0% | 16.0% | 16.0% | 16.0% | 18.4% | 16.0% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 4.9% | -3.8% | -12.3% | -9.8% | 3.1% | 19.5% | 30.2% | 13.1% | | |
| 營業利益 | -18.8% | 59.6% | -38.8% | -- | -- | 42.3% | 117.7% | 32.6% | | |
| 稅後純益 | 16.1% | 1.3% | -71.8% | 246.0% | -65.0% | 39.6% | 111.6% | 31.9% | | |
| 調整後每股盈餘 | 16.0% | 1.3% | -71.8% | 244.7% | -65.0% | 39.6% | 111.6% | 31.8% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 64.0% | 58.8% | 12.5% | -20.2% | -21.5% | -2.6% | 44.6% | 81.4% | 22.2% | 21.2% |
| 營業利益 | 49.3% | 178.3% | 132.8% | -- | -25.8% | -33.8% | 135.5% | -- | -2.5% | 153.2% |
| 稅後純益 | 899.4% | 456.2% | -19.4% | 14.8% | -65.4% | -52.3% | 258.1% | 36.5% | 119.5% | -2.6% |
| 調整後每股盈餘 | 870.2% | 441.8% | -20.8% | 14.1% | -65.5% | -52.5% | 256.8% | 36.5% | 117.8% | -3.3% |

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

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

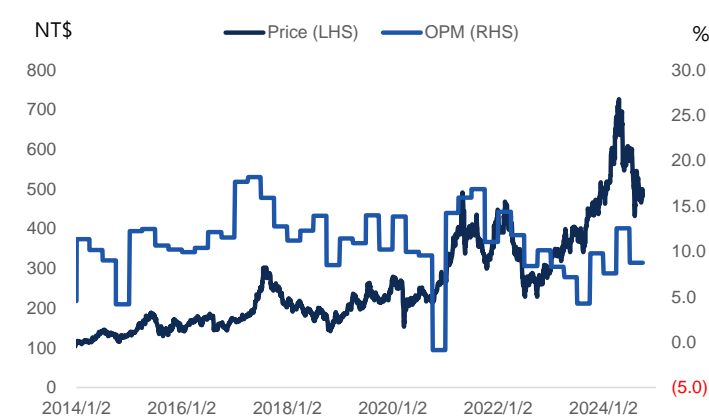
雖未來資料儲存需求的提升將連帶增加 USB PenDrives、SD Cards、eMMC 與 SSD 等 NAND Flash 儲存裝置的容量，不過單一儲存裝置的出貨量並未明顯提升，無論容量多大，單一裝置只需使用一顆控制 IC。此外成本面，隨 IC 往更先進的製程推進，單顆 IC 的開發成本呈指數型上升，以 22nm 為例，單顆晶片的開發成本約為 4000 萬美金，16nm 的開發成本約為 6000 萬美金。為因應前述銷量成長趨緩與 IC 成本提升之挑戰，群聯轉向提供客戶控制 IC 以及 NAND Flash 模組的完整解決方案，此舉不但能因應企業、消費與工業等不同應用別客戶之需求，也能透過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

圖 25：前十大股東

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

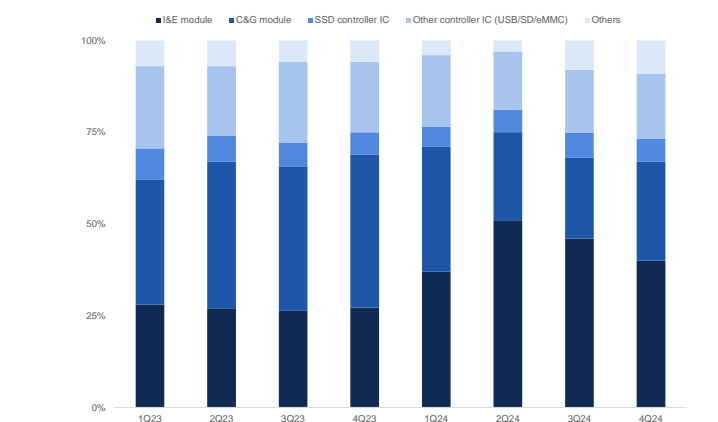
資料來源：TEJ、公司資料

圖 26：群聯股價與 OPM 相關性高



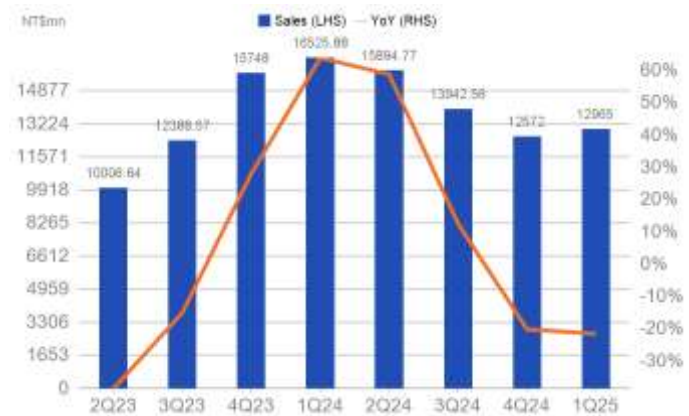
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 27：營收組成



資料來源：公司資料

圖 28：營收趨勢



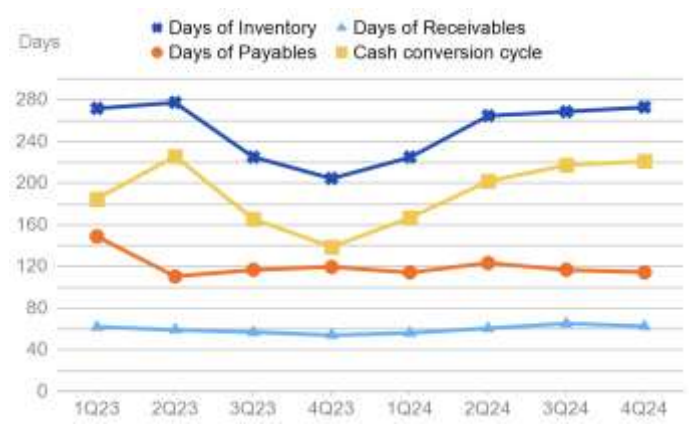
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

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

圖 32：ESG 分析

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

資料來源：Sustainalytics (2025/3/8)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

| | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 極低 (0-10) | 低 (10-20) | 中 (20-30) | 高 (30-40) | 極高 (40+) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|

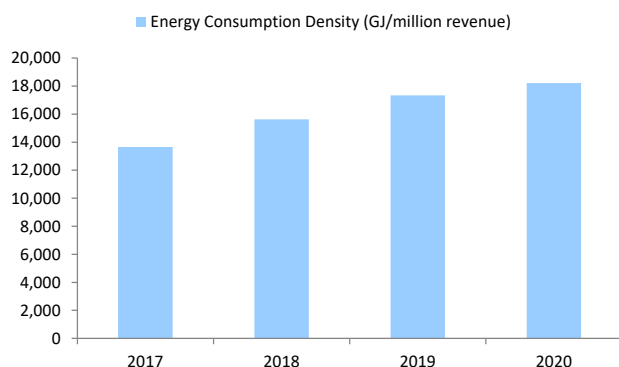
註 3：曝險分數評級：

| | | |
|----------|-----------|---------|
| 低 (0-35) | 中 (35-55) | 高 (55+) |
|----------|-----------|---------|

註 4：執行力分數評級：

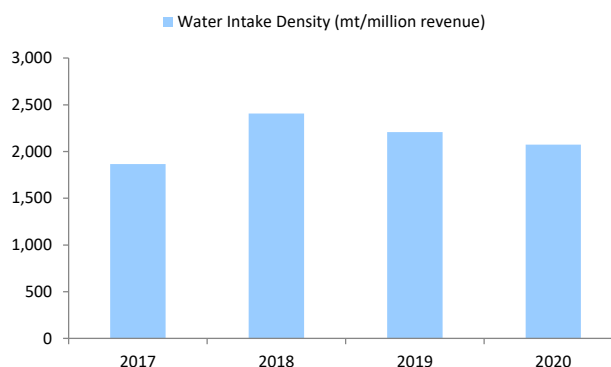
| | | |
|----------|-----------|------------|
| 弱 (0-25) | 中 (25-50) | 強 (50-100) |
|----------|-----------|------------|

圖 33：能源使用密集度(GJ/百萬營收)



資料來源：公司資料、Reuters

圖 34：取水密集度 (公噸/百萬營收)



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 現金與短期投資 | 17,034 | 14,220 | 14,919 | 24,755 | 17,180 |
| 存貨 | 20,390 | 24,410 | 28,504 | 23,452 | 37,116 |
| 應收帳款及票據 | 7,237 | 9,622 | 8,961 | 12,561 | 14,653 |
| 其他流動資產 | 1,234 | 1,567 | 2,960 | 2,960 | 2,960 |
| 流動資產 | 45,895 | 49,820 | 55,344 | 63,728 | 71,910 |
| 採用權益法之投資 | 3,694 | 4,063 | 5,863 | 5,863 | 5,863 |
| 固定資產 | 7,598 | 7,448 | 7,318 | 7,156 | 6,956 |
| 無形資產 | 375 | 234 | 261 | 261 | 261 |
| 其他非流動資產 | 2,428 | 3,398 | 3,451 | 3,451 | 3,451 |
| 非流動資產 | 14,095 | 15,143 | 16,894 | 16,732 | 16,532 |
| 資產總額 | 59,990 | 64,963 | 72,238 | 80,460 | 88,442 |
| 應付帳款及票據 | 6,179 | 6,508 | 3,093 | 6,779 | 9,160 |
| 短期借款 | 0 | 2,106 | 2,190 | 2,190 | 2,190 |
| 什項負債 | 11,420 | 13,187 | 13,583 | 13,583 | 13,583 |
| 流動負債 | 17,599 | 21,801 | 18,866 | 22,551 | 24,933 |
| 長期借款 | 134 | 89 | 68 | 68 | 68 |
| 其他負債及準備 | 4,625 | 284 | 5,985 | 7,908 | 9,331 |
| 長期負債 | 4,759 | 373 | 6,053 | 7,976 | 9,398 |
| 負債總額 | 22,358 | 22,174 | 24,919 | 30,527 | 34,331 |
| 股本 | 1,987 | 2,048 | 2,054 | 2,054 | 2,054 |
| 資本公積 | 8,970 | 11,552 | 13,649 | 13,649 | 13,649 |
| 保留盈餘 | 28,953 | 30,808 | 31,896 | 34,510 | 38,687 |
| 什項權益 | (2,278) | (1,620) | (284) | (284) | (284) |
| 歸屬母公司之權益 | 37,632 | 42,788 | 47,316 | 49,929 | 54,107 |
| 非控制權益 | 0 | 0 | 3 | 4 | 4 |
| 股東權益總額 | 37,632 | 42,788 | 47,319 | 49,933 | 54,110 |

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 本期純益 | 5,401 | 3,624 | 7,955 | 7,750 | 9,146 |
| 折舊及攤提 | 1,047 | 1,205 | 895 | 566 | 604 |
| 本期營運資金變動 | (3,909) | (5,836) | (6,848) | 5,138 | (13,375) |
| 其他營業資產 及負債變動 | 1,053 | (690) | (5,696) | 0 | 0 |
| 營運活動之現金流量 | 3,591 | (1,696) | (3,695) | 13,454 | (3,625) |
| 資本支出 | (1,528) | (391) | (404) | (404) | (404) |
| 本期長期投資變動 | (461) | 369 | (376) | 0 | 0 |
| 其他資產變動 | 465 | (1,342) | 182 | 0 | 0 |
| 投資活動之現金流量 | (1,524) | (1,364) | (598) | (404) | (404) |
| 股本變動 | 16 | 61 | 1,254 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | (474) | 2,128 | 6,094 | 1,923 | 1,423 |
| 現金增減資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | (4,533) | (2,837) | (2,661) | (5,136) | (4,968) |
| 其他調整數 | (90) | 906 | 69 | 0 | 0 |
| 融資活動之現金流量 | (5,080) | 258 | 4,756 | (3,213) | (3,546) |
| 匯率影響數 | 478 | (11) | 235 | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | (2,535) | (2,813) | 698 | 9,837 | (7,575) |
| 自由現金流量 | 2,063 | (2,087) | (4,099) | 13,050 | (4,029) |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 | 60,256 | 48,222 | 58,935 | 71,415 | 85,632 |
| 銷貨成本 | (42,924) | (32,057) | (39,836) | (47,410) | (58,177) |
| 營業毛利 | 17,333 | 16,164 | 19,099 | 24,005 | 27,455 |
| 營業費用 | (10,506) | (12,492) | (15,566) | (15,060) | (16,855) |
| 推銷費用 | (1,268) | (1,277) | (1,614) | (1,674) | (1,851) |
| 研究費用 | (8,131) | (10,306) | (12,586) | (12,022) | (13,375) |
| 管理費用 | (1,044) | (960) | (1,280) | (1,365) | (1,630) |
| 其他費用 | (63) | 51 | (86) | 0 | 0 |
| 營業利益 | 6,844 | 3,622 | 3,533 | 8,945 | 10,600 |
| 利息收入 | 97 | 208 | 280 | 238 | 259 |
| 利息費用 | (36) | (54) | (231) | (77) | (91) |
| 利息收入淨額 | 61 | 154 | 49 | 161 | 168 |
| 投資利益(損失)淨額 | (1,319) | (231) | 1,296 | 40 | 40 |
| 匯兌損益 | 756 | (94) | 656 | 0 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | (45) | 649 | 4,215 | 80 | 80 |
| 稅前純益 | 6,297 | 4,099 | 9,749 | 9,226 | 10,888 |
| 所得稅費用 | (896) | (475) | (1,795) | (1,476) | (1,742) |
| 少數股權淨利 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 5,401 | 3,624 | 7,954 | 7,750 | 9,146 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 7,379 | 5,358 | 2,638 | 8,378 | 9,996 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 27.41 | 17.88 | 38.95 | 37.68 | 44.47 |

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

| 年初至 12 月 | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 年成長率 (%) | | | | | |
| 營業收入 | (3.7) | (20.0) | 22.2 | 21.2 | 19.9 |
| 營業利益 | (24.7) | (47.1) | (2.5) | 153.2 | 18.5 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | (29.7) | (27.4) | (50.8) | 217.6 | 19.3 |
| 稅後純益 | (33.7) | (32.9) | 119.5 | (2.6) | 18.0 |
| 調整後每股盈餘 | (32.2) | (34.8) | 117.8 | (3.3) | 18.0 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 28.8 | 33.5 | 32.4 | 33.6 | 32.1 |
| 營業利益率 | 11.4 | 7.5 | 6.0 | 12.5 | 12.4 |
| 稅前息前淨利率 | 10.4 | 8.4 | 6.0 | 12.5 | 12.4 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 12.3 | 11.1 | 4.5 | 11.7 | 11.7 |
| 稅前純益率 | 10.5 | 8.5 | 16.5 | 12.9 | 12.7 |
| 稅後純益率 | 9.0 | 7.5 | 13.5 | 10.9 | 10.7 |
| 資產報酬率 | 8.8 | 5.8 | 11.0 | 9.6 | 10.3 |
| 股東權益報酬率 | 14.4 | 9.0 | 16.8 | 15.5 | 16.9 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 59.4 | 51.8 | 52.7 | 61.1 | 63.5 |
| 淨負債權益比(%) | (44.9) | (28.1) | (26.8) | (45.1) | (27.6) |
| 利息保障倍數 (倍) | 177.6 | 77.2 | 43.1 | 120.7 | 120.2 |
| 流動比率 (%) | 260.8 | 228.5 | 293.4 | 282.6 | 288.4 |
| 速動比率 (%) | 144.5 | 116.0 | 142.3 | 178.6 | 139.6 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | (16,900) | (12,025) | (12,661) | (22,497) | (14,923) |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 190.93 | 209.23 | 232.31 | 245.15 | 265.66 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 20.5 | 31.5 | 14.5 | 14.9 | 12.7 |
| 股價自由現金流量比 | 55.7 | -- | -- | 8.8 | -- |
| 股價淨值比 | 3.0 | 2.7 | 2.4 | 2.3 | 2.1 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 15.6 | 21.4 | 43.5 | 13.7 | 11.5 |
| 股價營收比 | 1.9 | 2.4 | 2.0 | 1.6 | 1.3 |

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

群聯 (8299 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股本變動調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.