

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	15.60 元
目標價	
3 個月	17.50 元
12 個月	17.50 元

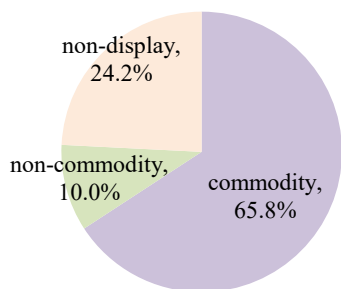
近期報告日期、評等及前日股價

08/06/2024	Neutral	13.80
04/23/2024	Trading Buy	13.00
03/05/2024	Buy	15.20
01/23/2024	Buy	16.55
12/25/2023	Buy	13.45

公司基本資訊

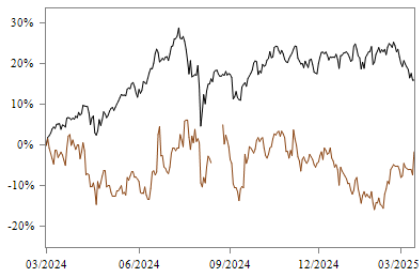
目前股本(百萬元)	79,892
市值(億元)	1,246
目前每股淨值(元)	29.01
外資持股比(%)	25.29
投信持股比(%)	0.09
董監持股比(%)	0.06
融資餘額(張)	178,936
現金股息配發率(%)	131.58

產品組合



股價相對大盤走勢

— 3481 — TWSE



群創(3481 TT)

Trading Buy

考量 1Q25 展望轉佳、CarUX 掛牌，評等調整為 Trading Buy。

投資建議：雖然 2024 年稅後淨利多數來自出售廠房的處分利益，且基期偏高，預估 2025 年獲利表現不及，不過，1Q25 營收展望優於 4Q24，加上子公司 CarUX 規劃赴美掛牌亦增添股價題材，故群益將群創的投資建議調整為 Trading Buy。

4Q24 稅後淨利 90.25 億元，QoQ+2042.32%：4Q24 群創大尺寸面板出貨量減少至 2,577 萬片，QoQ-12.32%，主要係 TV 面板出貨高峰已過所致，群創整體出貨面積縮小至 601 萬平方公尺，QoQ-1.15%，加上 ASP 亦降低至 273 美元/平方公尺，QoQ-1.09%，群創營收減少至 536.84 億元，QoQ-3.22%。由於整體產能利用率不及 3Q24，加上進行產能調整(為出售廠房而進行機台移機、裝機)而衍生一次性成本(影響毛利率約 2%)，4Q24 毛利率降低至 2.46%，本業虧損擴大至 43.21 億元，不過，由於出售台南廠、南京廠、分別認列 171.4 億元、14 億元處分利益，稅後淨利增加至 90.25 億元，QoQ+2042.32%。

近期接單狀況受惠於中國補貼、美國加徵關稅衍生商機：由於中國家電「舊換新」補貼政策商機發揮，且以 85 吋以上超大尺寸 TV 面板受惠程度較大，有助於去化 8.5 代、8.6 代、10.5 代面板產能，並對大、中尺寸 TV 面板相關產能造成排擠作用，加上美國對中國持續加徵關稅疑慮導致部份品牌廠積極提前建立庫存，故預估 1Q25 群創 ASP 隨之提高，1Q25 營收展望優於 4Q24。此外，針對美國對中國加徵關稅，群創指出，甚至可以在台南廠組裝電視整機後出貨給客戶，亦有機會成為 2025 年營收動能。

CarUX 規劃赴美掛牌：群創 03/2025 公告子公司 CarUX 規劃至美國納斯達克證券交易所(NASDAQ)或紐約證券交易所(NYSE)掛牌，CarUX 產品以智慧座艙解決方案為主，2024 年營收、稅後淨利分別為 15.8 億美元、0.69 億美元，透過此一掛牌規劃除得以藉此募集資金外，群益認為，亦為後續重要股價題材。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	216,510	228,832	233,403	53,404	50,492	56,861	55,473	53,684	55,859	58,144	60,364	54,465
營業毛利淨額	14,173	23,033	24,010	1,820	2,141	5,711	5,002	1,318	5,591	5,991	6,370	5,081
營業利益	-7,919	196	835	-3,174	-3,171	364	-790	-4,321	194	500	475	-972
稅後純益	6,473	2,113	2,391	-3,237	-4,104	1,131	421	9,025	565	1,168	749	-368
稅後 EPS(元)	0.81	0.26	0.30	-0.41	-0.51	0.14	0.05	1.13	0.07	0.15	0.09	-0.05
毛利率(%)	6.55%	10.07%	10.29%	3.41%	4.24%	10.04%	9.02%	2.46%	10.01%	10.30%	10.55%	9.33%
營業利益率(%)	-3.66%	0.09%	0.36%	-5.94%	-6.28%	0.64%	-1.42%	-8.05%	0.35%	0.86%	0.79%	-1.79%
稅後純益率(%)	2.99%	0.92%	1.02%	-6.06%	-8.13%	1.99%	0.76%	16.81%	1.01%	2.01%	1.24%	-0.68%
營業收入 YoY/QoQ(%)	2.25%	5.69%	2.00%	-7.37%	-5.45%	12.61%	-2.44%	-3.22%	4.05%	4.09%	3.82%	-9.77%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	-67.35%	13.14%	N.A	N.A	N.A	-62.74%	2,042.32%	-93.74%	106.72%	-35.85%	N.A

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 798.92 億元計算。

2025 年 3 月 17 日

企業 ESG 資訊揭露：

就企業溫室氣體排放量減量目標而言，群創溫室氣體減量目標主要有三，(1) 預計 2026 年溫室氣體範疇一及範疇二排放減量 15%(以 2021 年為計算基準年)；(2)2025 年 TFT 製程含氟化物(FCs)單位面積排放強度削減 49%(以 2016 年為計算基礎年)；(3)2022 年至 2026 年平均年節電率達 1.6%以上。

再就廢棄物管理政策或減量目標而言，群創訂定有環安衛政策，並遵守政府環保、安全衛生法令，致力符合國際環保公約及安全衛生規範，已持續改善環保安全衛生績效及減輕相關衝擊影響。此外，群創亦順應國際環保趨勢及滿足客戶要求，致力推動「綠色願景」，強化綠色產品設計、製造及運送，協同價值鏈夥伴落實節能、減排、減廢、循環經濟與綠化，以降低產品及製程對環境的衝擊。

雖然本業虧損擴大，但受惠於出售廠房的處分利益，4Q24 稅後淨利 90.25 億元，QoQ+2042.32%：

群創為面板廠，營運主軸包括 commodity、non-commodity、non-display，近幾年營收比重分別為，60~75%、5~15%、20~30%，其中，commodity 產品涵蓋 TV 面板、IT 面板等，毛利率通常低於 10%；non-commodity 產品則主要供商用機種之用，毛利率居各營運主軸之冠；至於 non-display 產品終端應用領域則涵蓋 X 光、汽車等，群創對其營收成長性最寄予厚望。

群創大尺寸面板(10 吋以上)近幾年的出貨量均超過 1 億片/年，營收比重為 60~80%；中小尺寸面板(10 吋以下)出貨量則均超過 2 億片/年，營收比重為 20~40%。若就群創各主要出貨尺寸、終端應用領域而言，近幾年主力出貨尺寸為 40 吋以上、10 吋至 20 吋，營收比重均為 20~30%，至於主力終端應用則為電視、可攜式電腦、手機及商用，其中，電視的營收比重通常居冠，達 25~40%，可攜式電腦、手機及商用則通常均為 15~30%。

若就群創長線營運前景而言，近幾年營收主力 TFT-LCD 面板的整體發展空間持續遭受 OLED 面板侵蝕，群創的因應之道為藉由開發 mini LED backlight 等新技術以提升 TFT-LCD 面板之產品競爭力，群創認為此一產品線在車用市場的發展最具利基性，並最看好一體化車用顯示面板衍生商機。

群創現階段轉型方向主要有二，(1)扇外型面板級封裝(Fan-Out Panel Level Package, FOPLP)，該技術係由群創與工研院、強茂等業者共同研發，因具備電阻小之特性，適合應用於電動車、高速運算等領域，群創現正向 IDM 廠爭取訂單，由於群創以已折舊完畢之 3.5 代舊廠生產(約 7 成製程可沿用舊機台)，成本競爭力為重要利基，(2)X 光平板偵檢器、液晶超平面平板天線等新產品，其中，X 光平板偵檢器則係供醫療診斷之用，此部分業務主要由群創持股 57.29%之睿生光電負責，終端產品為醫療用 X 光機，目前群創係用舊有之 4 代線為睿生光電代工。

由於 TV 面板出貨高峰已過，4Q24 群創大尺寸面板出貨量減少至 2,577 萬片，QoQ-12.32%，群創整體出貨面積縮小至 601 萬平方公尺，QoQ-1.15%，加上 ASP 亦降低至 273 美元/平方公尺，QoQ-1.09%，群創營收減少至 536.84 億元，QoQ-3.22%。由於整體產能利用率不及 3Q24，加上進行產能調整(為出售廠房而進行機台移機、裝機)而衍生一次性成本(影響毛利率約 2%)，4Q24 毛利率降低至 2.46%(3Q24 為 9.02%)，本業虧損擴大至 43.21 億元(3Q24

2025 年 3 月 17 日

為 7.90 億元)，不過，由於出售台南廠、南京廠、分別認列 171.4 億元、14 億元處分利益，稅後淨利增加至 90.25 億元，QoQ+2042.32%。

受惠於中國補貼、美國加徵關稅衍生商機，預估 1Q25 營收高於 4Q24：

由於中國家電「舊換新」補貼政策商機發揮，且以 85 吋以上超大尺寸 TV 面板受惠程度較大，有助於去化 8.5 代、8.6 代、10.5 代面板產能，並對大、中尺寸 TV 面板相關產能造成排擠作用，加上美國對中國持續加徵關稅疑慮導致部份品牌廠積極提前建立庫存，故預估 1Q25 群創 ASP 隨之提高，1Q25 營收展望優於 4Q24。此外，針對美國對中國加徵關稅，群創指出，甚至可以在台南廠組裝電視整機後出貨給客戶，亦有機會成為 2025 年營收動能。

CarUX 規劃赴美掛牌，有助於募集資金，並為後續重要股價題材：

群創 03/2025 公告子公司 CarUX 規劃至美國納斯達克證券交易所(NASDAQ)或紐約證券交易所(NYSE)掛牌，CarUX 產品以智慧座艙解決方案為主(例如 01/2025 即甫推出 9.6 吋 Mirco-LED AR 反射顯示、48 吋全景式反射顯示，以及採用高亮度、高解析度、低能耗的 Micro LED 顯示模組的「反射式成像技術」解決方案)，2024 年營收、稅後淨利分別為 15.8 億美元、0.69 億美元，透過此一掛牌規劃除得以藉此募集資金外，群益認為，亦為後續重要股價題材。

考量 1Q25 營收展望優於 4Q24、CarUX 掛牌題材，群益將群創投資建議調整為 Trading Buy：

雖然 2024 年稅後淨利多數來自出售廠房的處分利益，且基期偏高，預估 2025 年獲利表現不及，不過，1Q25 營收展望優於 4Q24，加上子公司 CarUX 規劃赴美掛牌亦增添股價題材，故群益將群創的投資建議調整為 Trading Buy。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 3 月 17 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	383,741	357,530	358,088	355,328	355,261
流動資產	165,302	133,650	153,420	155,812	159,596
現金及約當現金	68,491	50,513	55,289	57,426	58,172
應收帳款與票據	33,592	30,015	36,606	37,373	38,084
存貨	35,917	37,151	42,447	43,256	43,944
採權益法之投資	1,537	704	943	861	796
不動產、廠房設備	157,534	149,253	127,395	128,895	130,395
負債總計	130,747	128,645	124,547	127,554	128,980
流動負債	92,723	87,559	97,283	98,800	101,199
應付帳款及票據	36,774	40,384	44,149	44,937	45,705
非流動負債	38,024	41,086	27,265	27,966	26,225
權益總計	252,995	228,885	233,541	227,774	226,281
普通股股本	95,565	90,786	79,892	79,892	79,892
保留盈餘	59,766	41,131	49,425	43,659	42,165
母公司業主權益	252,475	228,125	231,771	225,895	224,292
負債及權益總計	383,741	357,530	358,088	355,328	355,261

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	-1,983	9,556	17,533	22,806	24,912
稅前純益	-26,222	-16,363	8,228	3,027	3,666
折舊及攤銷	32,458	30,773	31,150	31,517	31,883
營運資金變動	12,911	5,953	-8,122	-788	-630
其他營運現金	-21,129	-10,808	-13,723	-10,950	-10,007
投資活動現金	73,302	-24,377	3,251	-9,229	-10,514
資本支出淨額	-20,951	-21,216	-14,934	-15,000	-15,000
長期投資變動	83,456	-1,004	-775	-800	-800
其他投資現金	10,798	-2,157	18,960	6,571	5,286
籌資活動現金	-31,863	-2,960	-17,476	-12,440	-10,651
長借/公司債變動	-8,787	4,008	-10,802	701	-1,741
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-11,088	0	0	-7,989	-3,995
其他籌資現金	-11,989	-6,968	-6,674	-5,153	-4,915
淨現金流量	39,823	-17,978	4,776	1,137	3,747
期初現金	28,668	68,491	50,513	55,289	56,426
期末現金	68,491	50,513	55,289	56,426	60,172

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	223,716	211,741	216,510	228,832	233,403
營業成本	230,622	208,632	202,337	205,799	209,393
營業毛利淨額	-6,906	3,109	14,173	23,033	24,010
營業費用	24,759	21,818	22,092	22,837	23,175
營業利益	-31,665	-18,709	-7,919	196	835
EBITDA	5,562	13,607	38,166	34,527	35,766
業外收入及支出	3,853	-162	1,689	2,831	2,831
稅前純益	-26,222	-16,363	8,228	3,027	3,666
所得稅	1,692	2,236	1,501	804	1,165
稅後純益	-27,990	-18,643	6,473	2,113	2,391
稅後 EPS(元)	-3.50	-2.33	0.81	0.26	0.30
完全稀釋 EPS**	-3.50	-2.33	0.81	0.26	0.30

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 798.92【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 798.92 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-36.10%	-5.35%	2.25%	5.69%	2.00%
營業毛利淨額	N.A	N.A	355.86%	62.51%	4.24%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	325.34%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	-67.35%	13.14%
獲利能力分析(%)					
毛利率	-3.09%	1.47%	6.55%	10.07%	10.29%
EBITDA(%)	2.49%	6.43%	17.63%	15.09%	15.32%
營益率	-14.15%	-8.84%	-3.66%	0.09%	0.36%
稅後純益率	-12.51%	-8.80%	2.99%	0.92%	1.02%
總資產報酬率	-7.29%	-5.21%	1.81%	0.59%	0.67%
股東權益報酬率	-11.06%	-8.14%	2.77%	0.93%	1.06%

償債能力檢視

負債比率(%)	34.07%	35.98%	34.78%	35.90%	36.31%
負債/淨值比(%)	51.68%	56.21%	53.33%	56.00%	57.00%
流動比率(%)	178.27%	152.64%	157.71%	157.71%	157.71%

其他比率分析

存貨天數	58.71	63.92	71.79	76.00	76.00
應收帳款天數	77.88	54.82	56.16	59.00	59.00

2025 年 3 月 17 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	57,654	53,404	50,492	56,861	55,473	53,684	55,859	58,144	60,364	54,465	57,499	59,749
營業成本	53,510	51,584	48,351	51,150	50,471	52,366	50,269	52,154	53,993	49,383	51,550	53,407
營業毛利淨額	4,144	1,820	2,141	5,711	5,002	1,318	5,591	5,991	6,370	5,081	5,948	6,342
營業費用	5,729	4,994	5,312	5,347	5,793	5,640	5,397	5,491	5,895	6,054	5,443	5,561
營業利益	-1,585	-3,174	-3,171	364	-790	-4,321	194	500	475	-972	505	781
業外收入及支出	238	230	-543	1,118	1,521	14,052	538	993	672	628	538	993
稅前純益	-1,347	-2,944	-3,714	1,482	730	9,730	732	1,493	1,147	-344	1,043	1,774
所得稅	539	292	381	298	236	585	134	300	371	0	191	526
稅後純益	-1,886	-3,236	-4,104	1,131	421	9,025	565	1,168	749	-368	819	1,223
最新股本	79,892	79,892	79,892	79,892	79,892	79,892	79,892	79,892	79,892	79,892	79,892	79,892
稅後EPS(元)	-0.24	-0.41	-0.51	0.14	0.05	1.13	0.07	0.15	0.09	-0.05	0.10	0.15

獲利能力(%)

毛利率(%)	7.19%	3.41%	4.24%	10.04%	9.02%	2.46%	10.01%	10.30%	10.55%	9.33%	10.35%	10.61%
營業利益率(%)	-2.75%	-5.94%	-6.28%	0.64%	-1.42%	-8.05%	0.35%	0.86%	0.79%	-1.79%	0.88%	1.31%
稅後純益率(%)	-3.29%	-6.06%	-8.13%	1.99%	0.76%	16.81%	1.01%	2.01%	1.24%	-0.68%	1.42%	2.05%

QoQ(%)

營業收入淨額	4.66%	-7.37%	-5.45%	12.61%	-2.44%	-3.22%	4.05%	4.09%	3.82%	-9.77%	5.57%	3.91%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	157.57%	-4.97%	N.A	N.A	54.64%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	-50.71%	1232.11%	-92.48%	103.97%	-23.14%	N.A	N.A	70.11%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	-62.74%	2042.32%	-93.74%	106.72%	-35.85%	N.A	N.A	49.37%

YoY(%)

營業收入淨額	20.07%	11.46%	10.74%	3.22%	-3.78%	0.52%	10.63%	2.26%	8.82%	1.45%	2.93%	2.76%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	37.26%	N.A	N.A	160.34%	56.30%
稅前純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	0.72%	57.05%	N.A	42.51%	18.85%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	3.28%	77.82%	N.A	44.99%	4.77%

註1：稅後EPS以股本798.92億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。