

2025 年 3 月 10 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	563.00 元
目標價	
3 個月	647.50 元
12 個月	647.50 元

群聯(8299 TT)

Buy

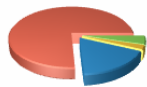
近期報告日期、評等及前日股價

11/08/2024	Neutral	466.0
08/15/2024	Trading Buy	504.0
03/11/2024	Trading Buy	598.0
11/08/2023	Trading Buy	497.0
05/08/2023	Neutral	382.5

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,048
市值(億元)	1,153
目前每股淨值(元)	239.53
外資持股比(%)	31.77
投信持股比(%)	19.67
董監持股比(%)	14.89
融資餘額(張)	3,283
現金股息配發率(%)	64.50

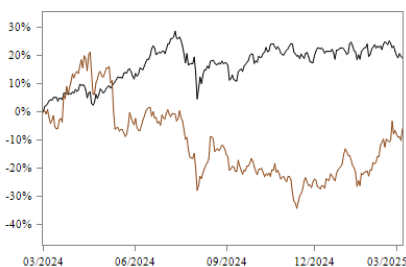
產品組合



- 快閃記憶體模組產品:75.94%
- 控制晶片:17.34%
- 儲存電路:2.26%
- 其他:4.46%

股價相對大盤走勢

— 8299 — TWSE



價量開始回升，因此調升至 Buy，目標價 647.5 元。

投資建議：群聯歷經過去 20 年的產業變化，對於市場的波動已視為常態，因此積極推動轉型與擴大研發投資，致力維持技術領先地位及降低市場變化對公司營運與獲利的影響。不過宏芯宇的營運和群聯相近，對群聯獲利的助漲或助跌將會很明顯。群聯 2025 年的成長動能來自企業市場 Enterprises SSD、嵌入式 ODM 和 Controller IC 領域，還有提升毛利率的 aiDAPTIV+ 產品。預估群聯 2025 年稅後 EPS 為 29.15 元。NAND Flash 原廠為因應供需狀況，實施減產策略，整體價格受供應端調控影響，隨著通路端庫存水位偏低，客戶陸續回補庫存，將帶動群聯營運動能向上，因此調升至 Buy，目標價 647.5 元。

4Q24 年稅後 EPS 11.68 元：群聯 4Q24 營收 158.95 億元，QoQ-3.82%，毛利率增加至 30.83%，上揚 1.60 個百分點，來自回轉備抵存貨跌價損失，影響毛利率約+4.75%。4Q24 營業費用為 48.13 億元，佔營業收入 38.3%，主因出售深圳宏芯宇股權使稅前淨利提高，提列相應員工獎酬及投入光罩費用，營業利益轉為負數。業外認列處分投資利益約新台幣 44 億元。群聯 4Q24 稅後 EPS 11.68 元。(回轉存貨評價 LCM，影響 EPS 約+2.48 元。透過損益按公允價值衡量之金融資產及負債之淨損失，影響 EPS 約-0.35 元，外幣匯兌淨利益，影響 EPS 約+1.77 元。處份深圳宏芯宇股權利益暨認列相關成本及計提員工獎酬淨影響數，影響 EPS 約+9.06 元。認列權益法投資損失影響 EPS 約-2.61。)

預估 1Q25 稅後 EPS 3.69 元：NAND Flash 從 12/2024 開始減產，預期 03/2025~06/2025 產出開始減少，自農曆新年後，NAND Flash 市場價格開始明顯上揚。NAND Flash 供應商已將晶圓價格調漲約 9%~11%，主要廠商在 03/2025 更進一步調漲 5~7%。現貨市場反應更為劇烈，低密度產品價格上漲 30%，中等容量產品 (64GB、128GB) 約上漲 10%，而最高容量產品尚未漲價，預計將在 04/2025 開始反映價格上漲。展望未來，2Q25 高密度產品價格預期將有 2 位數成長，價格上升趨勢有機會持續至 3Q25，有利群聯營運向上。預估群聯 1Q25 稅後 EPS 3.69 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	58,936	64,984	67,049	15,748	16,526	15,895	13,943	12,572	13,342	16,485	19,896	19,929
營業毛利淨額	19,099	20,412	21,065	5,689	5,608	5,604	4,082	3,814	4,171	5,442	6,668	6,440
營業利益	3,533	6,325	6,113	1,541	1,252	1,997	1,222	-937	969	1,667	2,112	2,007
稅後純益	7,953	5,969	6,565	2,084	2,420	2,451	691	2,391	756	1,454	2,666	1,724
稅後 EPS(元)	38.83	29.15	32.06	10.17	11.81	11.97	3.38	11.68	3.69	7.10	13.02	8.42
毛利率(%)	32.41%	31.41%	31.42%	36.02%	33.93%	34.86%	29.23%	30.83%	31.26%	33.01%	33.51%	32.31%
營業利益率(%)	5.99%	9.73%	9.12%	9.79%	7.57%	12.56%	8.76%	-7.46%	7.26%	10.11%	10.61%	10.07%
稅後純益率(%)	13.49%	9.19%	9.79%	13.23%	14.64%	15.42%	4.96%	19.02%	5.67%	8.82%	13.40%	8.65%
營業收入 YoY/QoQ(%)	22.22%	10.26%	3.18%	27.12%	4.94%	-3.82%	-12.28%	-9.83%	6.12%	23.56%	20.69%	0.17%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	119.43%	-24.94%	9.98%	142.84%	16.13%	1.30%	-71.79%	245.84%	-68.38%	92.37%	83.31%	-35.34%

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 20.48 億元計算。

2025 年 3 月 10 日

群聯 ESG：

群聯近幾年在 ESG 各項評比上，有顯著的成長，如道瓊永續指數(DJSI)從 2020 年的 41 分，上升至 2021 年的 63 分，MSCI 也由 2019 年的 CCC 上升至 2020 及 2021 年的 BB。在台灣上櫃公司公司治理評鑑中，2021 年群聯在 109 家上櫃公司評比中繼續列為前 6~20%，但分數從 2020 年的 80.56 分上升至 2021 年的 88.21 分。

另外，群聯在 2022 年順利取得 RBA VAP 銀級證書，是國內第一家 IC 設計公司獲得；RBA 成立於 2004 年，旨在全球供應鏈中，建立標準化的社會責任行為準則，該準則由一系列的基本規範組成，涉及勞工和招聘、健康安全、環境責任、管理系統和道德規範等，在現今各國重視企業社會責任的趨勢中，取得 RBA VAP，早就被認為是企業重視社會責任的指標。

群聯實踐 ESG 綠色供應鏈，已與富威電力簽署為期 10 年的綠電採購協議書，採購綠電合計約 1400 萬餘度電，可減少約 7159 噸碳排放；經過這次綠電採購合作，群聯再生能源占比將達 10% 以上，未來更朝著 RE100 目標邁進。

此外，群聯雖非用電大戶，但也與 UPS 開啟為期一年合作計劃，合作期間統計群聯委託 UPS 運送的出貨箱數及重量，這些貨物運送過程所產生的碳排放量，會再藉由 UPS 投資的全球環境保育活動進行碳減免，兩者以抵銷方式達到碳中和條件，進而間接減少來自運輸的間接溫室氣體排放量。

處份深圳宏芯宇股權利益暨認列相關成本及計提員工獎酬淨影響數，貢獻 EPS 約 9.06 元，群聯 4Q24 稅後 EPS 11.68 元：

零售市場(Retailer)非常疲弱，大陸市場競爭激烈，公司對於過於殺價競爭的市場無意涉入，因為可能賣多損失更多，只有營收而沒有獲利，使群聯營收下滑。群聯 4Q24 營收 158.95 億元，QoQ-3.82%，從各產品營收比重來看，Controller 佔營收比重從 22% 增至 24%，因為主要客戶拉貨趨緩，從 4Q23~1Q24 大量拉貨，2Q24~3Q24 需求放緩。群聯 controller 主要是銷售給 Kingston 和 NAND Flash 原廠，沒有賣給模組廠。群聯約有 1/3 controller IC 是自用，用模組型態出貨。

Consumer 佔營收比重從 18% 增加到 20%，雖然大陸市場在消費性的殺價競爭，公司並不想參與，僅維持一定的出貨量。嵌入式模組佔 18%(Gaming 手機 BGA SSD)、遊戲機模組從 4% 增至 7%(PS5 外接式 SSD)、工控模組(含車用)佔 11%，企業模組佔 11%，因市場庫存而下滑，但庫存問題似有緩解，也是公司重點發展項目、others 佔比則從 8% 增加至 9%。

4Q24 毛利率從 29.23% 增加至 30.83%，上揚 1.60 個百分點，雖然市場需求放緩，中國模組廠大量拋售庫存，導致價格競爭激烈，但 4Q24 回轉備抵存貨跌價損失影響毛利率約 +4.75%，和產品組合的改變。

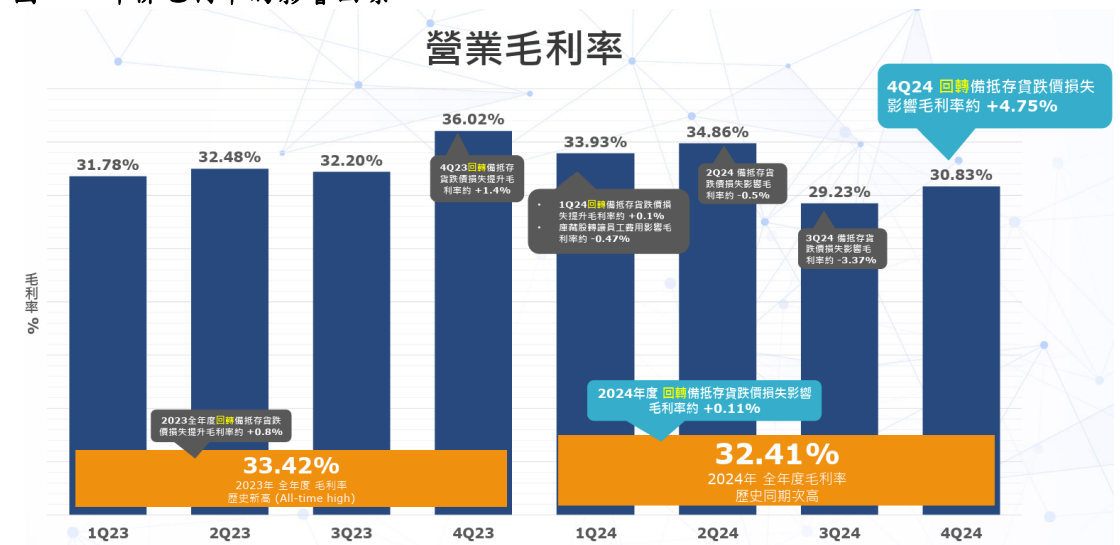
營業費用方面，4Q24 營業費用為 48.13 億元，佔營業收入 38.3%，3Q24 營業費用為 28.54 億元，佔營業收入 20.5%，4Q23 營業費用為 41.32 億元，佔營業收入 26.2%。主要因出售深圳宏芯宇股權使稅前淨利提高，而提列相應的員工獎酬及投入光罩費用(2 顆 N7)，4Q24 營業外收入約 42.71 億元，來自認列採權益法子公司宏芯宇，外幣匯兌利益及金融資產評價損益。Core Storage 公司以每股人民幣 23 元價格，分別轉讓合計 53,323,026 股股份給六名交易對象，交易總金額預計達人民幣 12.26 億元(折合約新台幣 55 億元)。

2025 年 3 月 10 日

交易完成後，群聯集團仍持有宏芯宇 105,271,874 股股份，約占其目前已發行股份總數的 23.69%。此次交易認列處分投資利益約新台幣 44 億元。群聯 4Q24 稅後淨利 23.92 億元，QoQ+246.05%，稅後 EPS 11.68 元。(回轉存貨評價 LCM，影響 EPS 約+2.48 元。透過損益按公允價值衡量之金融資產及負債之淨損失，影響 EPS 約-0.35 元，外幣匯兌淨利益，影響 EPS 約+1.77 元。處份深圳宏芯宇股權利益暨認列相關成本及計提員工獎酬淨影響數，影響 EPS 約+9.06 元。認列權益法投資損失影響 EPS 約-2.61。)

群聯 2024 年營收為 589.36 億元，YoY+22.22%，稅後獲利 79.355 億元，YoY+119.47%，稅後 EPS 33.83 元。公司配發現金股利 25 元。

圖一、群聯毛利率的影響因素



資料來源：群聯，群益預估彙整

1Q25 景氣谷底，NAND Flash 報價 01/2025 為低點，預估群聯 1Q25 稅後 EPS 3.69 元：

智慧手機和筆電等核心消費性電子產品出貨量持續不振，而企業 IT 投資放緩，也影響 enterprise SSD 需求成長，使 NAND Flash 價格自 3Q24 起下滑，供應商對 1H25 需求看法悲觀，恐因進一步削弱利潤率，加上中國供應商受惠於國產替代政策，持續積極擴張，增加全球市場競爭壓力。面臨需求疲弱、供給過剩的雙重壓力，Micron(MU US)率先宣布減產，Kioxia/ SanDisk、Samsung 和 SK hynix/ Solidigm 也啟動相關計劃，降低 2025 年稼動率、延後製程升級等方式達成減產目的。

NAND Flash 從 12/2024 開始減產，預期 03/2025~06/2025 產出開始減少，自農曆新年後，NAND Flash 市場價格開始明顯上揚。NAND Flash 供應商已將晶圓價格調漲約 9%~11%，主要廠商在 03/2025 更進一步調漲 5~7%。現貨市場反應更為劇烈，低密度產品價格上漲 30%，中等容量產品(64GB、128GB)約上漲 10%，而最高容量產品尚未漲價，預計將在 04/2025 開始反映價格上漲。展望未來，2Q25 高密度產品價格預期將有 2 位數成長，價格上升趨勢有機會持續至 3Q25。

群聯對 03/2025、04/2025 的價格表示樂觀，但希望 2Q25、3Q25 漲幅能控制在個位數，並期望 NAND Flash 供應商能將價格調回至合理利潤水平。公司表示若價格上漲過快，可能會重演 2023 年的情況。不過 2025 年市場有

2025 年 3 月 10 日

所不同，主要是 edge AI 需求增加，尤其是中國正積極推動 DeepSeek 邊緣伺服器，當 AI 應用擴展至邊緣領域時，將顯著提升 SSD 需求。

另一方面，預計隨著 NAND 價格回升和需求復甦，NAND 製造商將在 2Q25 提高產能利用率，3Q25 後供應量有可能因此增加。價格是兩面刃，NAND Flash 市場價格如果趨於穩定，對整體 NAND Flash 產業供需將是比較健康的；若 NAND Flash 市場價格在短期內急速上升，將可能抑制終端系統用戶 NAND Flash 儲存容量，嚴重會造成泡沫化。

這波價格上漲將提高群聯的毛利率，但實際幅度難以精確預測。雖然企業級 SSD 營收增加可能會壓低部分利潤，但 aiDAPTIV+ 產品線的較高利潤將有所彌補。群聯預期 2Q25 能對毛利率走勢提供更清晰的展望。群聯公告 02/2025 營收為 45.27 億，MoM+25.00%，YoY-2.95%。成長動能主要來自出貨量增加，ASP 相對平穩，預期 01/2025 營收應該是全年谷底，PC、NB 和伺服器市場需求都再增加，預估每月需求會持續增長，預估群聯 1Q25 稅後 EPS 3.69 元。

庫存將在 1H25 會逐步增加：

庫存方面，群聯逐季針對庫存做調整，群聯 2023 年最高庫存接近 320 億元新台幣，目前已降至 4Q24 庫存金額 246.14 億元，較 3Q24 的 285.04 億元，QoQ-13.65%，平均存貨週轉天數從 3Q24 的 232 天降至 225 天，儘管 4Q24 群聯庫存金額下降，但實際上群聯 01/2025~03/2025 持續購買更多 NAND Flash 晶片，主要原因是供應商願意提供更低的價格，單位成本降低。晶片會在 02/2025~04/2025 陸續進來，1Q25~2Q25 庫存金額將會增加。即使 1H25 增加大量 NAND Flash 庫存，公司還是擔心 2H25 庫存會不夠。另地震和客戶需求突然增加，及 BIS 管制的因素，PCIe Gen 4 Controller 供應有些短缺。

群聯自主研發的 AI(人工智慧)運算服務 aiDAPTIV+，缺乏軟體生態系統的開發，當前營收貢獻仍然有限：

群聯的 aiDAPTIV+ 是一套擁有自有專利與自有軟體的 AI 解決方案，主要由 AI100 (插卡式 Cache) 硬體與相應 Middleware 軟體組成，單價約 50,000 美元。旨在滿足企業在邊緣環境進行 AI 模型微調(fine-tuning)的需求，符合 NVIDIA 創辦人黃仁勳所強調的「正確 AI 導入範例」(Correct Paradigm)，即從預訓練(Pre-training)開始，再針對不同應用場景進行後訓練(Post-training)微調，最終解決實際問題。

群聯的 aiDAPTIV+ 目前面臨挑戰，市場對邊緣生成式 AI 的應用需求強勁，然業界普遍缺乏 AI 軟體人才，許多軟體公司尚未積極投入 aiDAPTIV+ 生態系統的開發，迫使群聯必須自行研發相關軟體，這對群聯在推廣 aiDAPTIV+ 時構成不小的挑戰。即便如此，群聯已成功推出多款 aiDAPTIV+ 產品及解決方案，並積極尋求客戶合作。例如，群聯已與台灣三家醫院合作，運用 aiDAPTIV+ 打造醫療 AI 解決方案。此外，群聯還與 GPU 製造商聯手開發配備 aiDAPTIV+ 伺服器。同時，群聯正在積極探索其他應用場景，例如協助警局進行文件處理，擴大 aiDAPTIV+ 的市場影響力。

營收毛利率方面，aiDAPTIV+ 業務目前的營收佔比仍相對有限，3Q24 僅售出 30 多台搭載 aiDAPTIV+ 伺服器。然群聯預期隨著軟體業務的增長和 aiDAPTIV+ 功能的完善，該軟體業務將實現 100% 毛利率。隨著市場對 aiDAPTIV+ 的需求增強，其營收將逐步提升，為公司帶來高毛利率。群聯的

2025 年 3 月 10 日

AI 訓練 PC 預計將成為 aiDAPTIV+業務成長的重要突破口，由於其價格相對親民且擁有 GPU 製造商的支持，該產品預期將更容易被市場接受，從而推動 aiDAPTIV+業務的快速增長。已有超過 200 家企業與 25 所大學導入群聯的 AI 技術，顯示市場需求穩定成長。

未來展望，群聯計劃持續投入 aiDAPTIV+軟體的開發，並積極擴展應用場景。同時，群聯會尋求與更多合作夥伴攜手，共同推動 aiDAPTIV+生態系統的成長。隨著 aiDAPTIV+應用的逐步普及，將為公司帶來更高的營收和毛利貢獻。儘管當前的營收貢獻仍然有限，但隨著軟體功能的日益完善及應用場景的拓展，aiDAPTIV+有望成為營收及利潤的主要成長動力。

圖二、群聯 aiDAPTIV Edge



資料來源：群聯，群益預估彙整

推出企業級 SSD PASCARI 品牌，目標 Enterprise Storage 市佔率達 3~5%：

05/2024 群聯推出 PASCARI 品牌，專為企業和資料中心應用量身定制全面 SSD 系列。PASCARI 分為 5 個系列：X-Series：U.2 和 E3.S PCIe 雙埠 SSD，容量高達 30.72TB，兼具頂級效能和能源效率。資料中心 D-Series：緊湊型 M.2 2280/22110 和 E1.S SSD，適合在資料密集型環境中實現一致的效能和高可靠性，容量達 7.68TB。SATA S-Series：高容量 2.5 吋 SATA 驅動器，容量達 15.36TB，附主機斷電保護電容器。啟動驅動器 B-Series：平衡的 U.2 和 E1.S SSD 可實現資料中心的最佳容量、效能、能源效率和價值，容量達 960GB。AI-Series：全球首個基於快閃記憶體 AI 培訓解決方案 aiDAPTIV+ 所採用的 AI SSD 提供單級單元來擴展 GPU 內存，從而能夠在單個工作站上進行 LLM 培訓。

企業級 SSD 品牌 PASCARI 已取得美系儲存客戶的採用，05/2024 佔營收比重達 16%，期望 2026 年營收佔比達 40%。群聯採用 Kioxia 第 8 代 QLC NAND Flash 技術，新款 Pascari D 系列 D200V 資料中心 SSD，已於 FMS 展覽亮相，將於 11/2024 測試，年底量產，供貨給 GPU 伺服器廠商。

USB 記憶卡的單價為個位數美元，零售和 OEM 的 SSD 為雙位數美元，而企業 AI SSD 的單價則達到 4 位數美元，即每台數千美元。這將大幅提升群聯市場份額和營收。Enterprise Storage 佔公司營收比重從 1Q24 的 5% 增加至 14%，2023 年群聯市佔率 <1%，公司預期 2025 年 Enterprise SSD 模組市場預估達億 250 美元以上，群聯目標市佔率達 3~5%。

2025 年 3 月 10 日

台灣是群聯的研發主力，實行「台灣+1」策略，群聯在海外增設辦公室，可更貼近客戶需求、拓展市場：

因應客戶要求，實行「台灣+1」策略，群聯在海外增設辦公室，可更貼近客戶需求、拓展市場、以及投入新技術研發。台灣是群聯的研發主力，擁有 3,000 多名工程師，而馬來西亞和中國各有約 60 名工程師負責特定業務。儘管群聯試圖管理員工人數，但由於公司積極進軍企業級 SSD 並招聘更多從事 aiDAPTIV 的人員，因此全球研發人員仍在增加。2025 年預計台灣不會增加。馬來西亞和中國的員工可能會增加一倍到各 120 人。

- 台灣 2024 年全年的員工人數增幅控制在 50 人以下，不過台灣辦公室研發部門開始使用 aiDAPTIV 來提高設計效率。
- 日本有一個子公司，負責為當地產業進行客製化。
- 馬來西亞分公司因美國客戶要求台灣+1 而設立，馬來西亞約有 60 名工程師從事企業級 SSD、汽車解決方案和人工智慧解決方案。預計馬來西亞團隊將在 2025 或 2026 年達到損益兩平。
- 中國分公司建立為部署企業級業務，因為中國要求使用本地公司，在中國有大約 60 名員工從事中國國內市場的企業級 SSD。
- 美國主要是辦事處，從事企業業務，並與雲端合作夥伴、系統合作夥伴、GPU 合作夥伴和 CPU 合作夥伴等共同合作開發。
- 在印度有一個合資企業，將僱用更多工程師，但這些工程師屬於合資企業，不屬於群聯的員工。群聯將支援他們在印度進行研發培訓，以開展印度業務。地緣政治影響。中國和印度增加在地化的生產，所以群聯以 CKD(Completely Knock Down,全散裝料)方式出貨，即出貨 NAND Flash、Controller、PCB 及製造軟體到當地進行生產，使群聯在中國和印度市場份額成長。

群聯研發腳步不停，預估群聯 2025 年稅後為 EPS 29.15 元：

2025 年 NAND Flash controller 將繼續成長，因為有許多 design win。公司將更專注在工控、gaming、embedded、enterprise 等相關產品。以往都把群聯定位成在消費電子的公司，但目前群聯有 70% 以上來自於非消費型電子相關，遊戲和工控等產品貢獻持續成長中，降低 NAND Flash 價格對公司的影響減少。群聯 enterprise SSD 包括 enterprise servers、enterprise storage、data center/hyperscale servers 以及 mission critical 等。公司積極提高企業用 SSD 營收比重。企業用的客戶需要高度客製化，不同的應用有不同的需求，不是 one solution for all，毛利率也是因不同產品而不同，大都是先收 NRE 後，成品完成後再收模組價格。

群聯之前車規相關是出 controller IC 為主，後段封測和認證是 Micron 負責。2 年前公司成立車規 team，公司希望出到模組端 eMMC 或 MCP，將於 2024~2025 年貢獻營收。公司會持續擴展 PCIe Gen4 和 PCIe Gen 5 的 IP 授權生意，並提供 ASIC 設計服務和客製化解決方案，以爭取和國際大廠合作。PCIe Gen4 SSD 群聯已量產 3 顆，PCIe Gen5 2022 年量產，採用 N7 製程，第一階段 PCIe Gen 5 產品將應用於高階遊戲和入門級企業存儲應用。因應 5G 無線技術衍生的高速傳輸及高速儲存需求，群聯與 AMD(AMD US)、Micron 共同打造 PCIe Gen5 生態系，AMD 的 AM5 平台、Micron DDR5 與

2025 年 3 月 10 日

Replacement-Gate 3D NAND Flash，以及群聯的 Gen5 SSD 控制晶片。DeepSeek 問市，市場對於旗艦 PCIe 5.0 SSD 需求開始發酵，PCIe Gen 5 桌上型電競 PC 也順利量產出貨。

群聯在 PCIe 5.0 Redriver 有 50+% 市佔，主要用於 PC、運算相關，未來將用於 EV 藉以增加市佔；Retimer 目前在手訂單有來自 Tier 1 server 公司，群聯第一顆 PCIe Gen5 的 Retimer IC 已達量產能力，支持高達 32 Gbps 的資料傳輸速率，並能延伸 PCIe 信號範圍及穩定性，2H24 單月量產數千顆，2Q25 將推出 PCIe Gen6 Retimer，製程從 N12 進階至 N6。

群聯表示歷經過去 20 年的產業變化，對於市場的波動已視為常態，因此積極推動轉型與擴大研發投資，致力維持技術領先地位以及降低市場變化對公司營運與獲利的影響。群聯持續增加研發，長線目標在 2025 年要在 NAND Flash 全球市場中佔有 6% 的消耗量，現在 3% 多一點。毛利率方面，毛利率決定的因素很複雜，若 ASP 持續上升，庫存損失回沖，有利毛利率。新產品的推出，毛利率也較高，NRE 或 controller IC 佔營收比重增加亦有利毛利率，但之後模組出貨增加是不利毛利率，但公司會盡量維持毛利率區間為 27% 正負 3 個百分點。2H24 市場除 AI 和企業相關外，整體需求不佳。群聯積極的和合作夥伴一起推廣 aiDAPTIV+，希望 4Q24 進行大規模的市場部署，aiDAPTIV+ 推廣順利，將對 4Q24~1Q25 營運幫助很大。

群聯 2025 年的成長動能來自企業市場 Enterprises SSD、嵌入式 ODM 和 Controller IC 領域。早期群聯產品以消費為主，如 USB 市場，之前群聯 USB 營收達到 10 億美元，但最近 USB 僅佔營收低個位數，因為這些產品都是舊有的零售 SSDs，非公司的重點市場，2025 年這一領域的表現會持平。群聯為實現未來增長，公司現在目標是企業市場，其次是嵌入式 ODM，還有提升毛利率的 aiDAPTIV+ 產品。預估群聯 2025 年稅後 EPS 為 29.15 元。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 3 月 10 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	59,990	64,963	69,339	72,693	74,870
流動資產	45,895	49,820	54,041	58,809	60,700
現金及約當現金	17,034	14,220	19,982	19,367	21,165
應收帳款與票據	7,237	9,622	8,011	9,388	9,396
存貨	20,390	24,410	24,614	23,326	24,638
採權益法之投資	3,694	4,063	3,718	2,988	3,042
不動產、廠房設備	7,598	7,448	7,745	7,813	7,989
負債總計	22,358	22,174	20,273	22,160	21,644
流動負債	17,599	21,801	14,220	15,904	18,059
應付帳款及票據	6,179	6,508	1,309	5,783	2,918
非流動負債	4,759	373	6,054	1,782	1,976
權益總計	37,632	42,788	49,066	50,533	53,226
普通股股本	1,971	2,045	2,053	2,053	2,053
保留盈餘	28,953	30,808	34,283	35,751	38,443
母公司業主權益	37,632	42,788	49,057	50,524	53,216
負債及權益總計	59,990	64,963	69,339	72,693	74,870

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	60,256	48,222	58,936	69,651	73,463
營業成本	42,924	32,057	39,828	46,931	50,881
營業毛利淨額	17,350	16,114	19,099	22,721	22,582
營業費用	10,506	12,492	15,566	15,966	16,436
營業利益	6,844	3,622	3,533	6,755	6,147
EBITDA	7,282	5,150	11,000	9,158	9,386
業外收入及支出	-644	270	1,218	1,003	1,840
稅前純益	6,297	4,099	9,749	7,758	7,986
所得稅	896	475	1,795	1,157	1,187
稅後純益	5,401	3,624	7,953	6,601	6,800
稅後 EPS(元)	26.37	17.70	38.83	32.23	33.20
完全稀釋 EPS**	26.37	17.70	38.83	32.23	33.20

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 20.48【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 20.48 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	-3.68%	-19.97%	22.22%	18.18%	5.47%
營業毛利淨額	-9.16%	-7.12%	18.52%	18.96%	-0.61%
營業利益	-24.66%	-47.08%	-2.45%	91.18%	-9.00%
稅後純益	-33.71%	-32.90%	119.43%	-17.01%	3.01%

獲利能力分析(%)

毛利率	28.79%	33.42%	32.41%	32.62%	30.74%
EBITDA(%)	12.09%	10.68%	18.66%	13.15%	12.78%
營益率	11.36%	7.51%	5.99%	9.70%	8.37%
稅後純益率	8.96%	7.52%	13.49%	9.48%	9.26%
總資產報酬率	9.00%	5.58%	11.47%	9.08%	9.08%
股東權益報酬率	14.35%	8.47%	16.21%	13.06%	12.77%

償債能力檢視

負債比率(%)	37.27%	34.13%	29.24%	30.48%	28.91%
負債/淨值比(%)	59.41%	51.82%	41.32%	43.85%	40.66%
流動比率(%)	260.78%	228.52%	380.05%	369.78%	336.11%

其他比率分析

存貨天數	169.59	255.05	224.64	186.43	172.04
應收帳款天數	48.36	63.80	54.60	45.59	46.66

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	3,591	-1,696	2,094	5,448	11,378
稅前純益	6,297	4,099	9,749	7,758	7,986
折舊及攤銷	1,047	1,205	1,233	1,390	1,329
營運資金變動	-2,259	-6,076	-3,791	4,385	-4,185
其他營運現金	-1,493	-924	-5,097	-8,084	6,248
投資活動現金	-1,524	-1,364	3,903	2,594	1,931
資本支出淨額	-1,522	-390	-955	-256	-534
長期投資變動	825	227	5,240	2,097	2,521
其他投資現金	-827	-1,201	-382	753	-56
籌資活動現金	-5,080	258	-673	-8,658	-11,511
長借/公司債變動	-31	-49	2,533	-4,271	194
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-4,533	-2,837	-2,661	-5,133	-4,107
其他籌資現金	-517	3,144	-545	747	-7,598
淨現金流量	-2,535	-2,813	5,762	-616	1,798
期初現金	19,569	17,034	14,220	19,982	19,367
期末現金	17,034	14,220	19,982	19,367	21,165

資料來源：CMoney、群益

2025 年 3 月 10 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	12,389	15,748	16,526	15,895	13,943	12,572	13,342	16,485	19,896	19,929	16,780	17,324
營業成本	8,374	10,059	10,918	10,291	9,861	8,759	9,171	11,043	13,228	13,489	11,265	12,164
營業毛利淨額	4,014	5,689	5,608	5,604	4,082	3,814	4,171	5,442	6,668	6,440	5,515	5,160
營業費用	3,464	4,132	4,355	3,544	2,854	4,813	3,202	3,775	4,556	4,433	3,759	3,881
營業利益	525	1,541	1,252	1,997	1,222	-937	969	1,667	2,112	2,007	1,756	1,280
業外收入及支出	427	642	1,583	893	-477	4,217	-90	107	988	-2	430	440
稅前純益	952	2,183	2,834	2,890	745	3,280	879	1,774	3,100	2,005	2,186	1,719
所得稅	94	100	414	439	54	888	123	319	434	281	306	309
稅後純益	858	2,084	2,420	2,451	691	2,391	756	1,454	2,666	1,724	1,880	1,410
最新股本	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048	2,048
稅後EPS(元)	4.19	10.17	11.81	11.97	3.38	11.68	3.69	7.10	13.02	8.42	9.18	6.88
獲利能力(%)												
毛利率(%)	32.20%	36.02%	33.93%	34.86%	29.23%	30.83%	31.26%	33.01%	33.51%	32.31%	32.87%	29.79%
營業利益率(%)	4.24%	9.79%	7.57%	12.56%	8.76%	-7.46%	7.26%	10.11%	10.61%	10.07%	10.47%	7.39%
稅後純益率(%)	6.93%	13.23%	14.64%	15.42%	4.96%	19.02%	5.67%	8.82%	13.40%	8.65%	11.21%	8.14%
QoQ(%)												
營業收入淨額	23.80%	27.12%	4.94%	-3.82%	-12.28%	-9.83%	6.12%	23.56%	20.69%	0.17%	-15.80%	3.25%
營業利益	-26.84%	193.56%	-18.79%	59.57%	-38.81%	N.A	N.A	72.11%	26.67%	-4.96%	-12.49%	-27.15%
稅前純益	46.31%	129.43%	29.81%	1.97%	-74.23%	340.33%	-73.20%	101.76%	74.78%	-35.34%	9.06%	-21.37%
稅後純益	94.70%	142.84%	16.13%	1.30%	-71.79%	245.84%	-68.38%	92.37%	83.31%	-35.34%	9.06%	-25.02%
YoY(%)												
營業收入淨額	-15.00%	28.13%	63.97%	58.84%	12.54%	-20.17%	-19.27%	3.71%	42.70%	58.51%	25.77%	5.09%
營業利益	-57.01%	23.95%	49.28%	178.33%	132.77%	N.A	-22.60%	-16.51%	72.83%	N.A	81.31%	-23.25%
稅前純益	-28.75%	1253.69%	802.29%	344.35%	-21.73%	50.23%	-68.98%	-38.63%	316.20%	-38.88%	148.68%	-3.08%
稅後純益	-28.02%	859.24%	899.42%	456.17%	-19.42%	14.76%	-68.75%	-40.66%	285.61%	-27.90%	148.68%	-3.08%

註1：稅後EPS以股本20.48億元計算

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。