

2025 年 4 月 7 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	556.00 元
目標價	
3 個月	500.00 元
12 個月	500.00 元

群聯(8299 TT)

Neutral

近期報告日期、評等及前日股價

03/10/2025	Buy	563.0
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

公司基本資訊

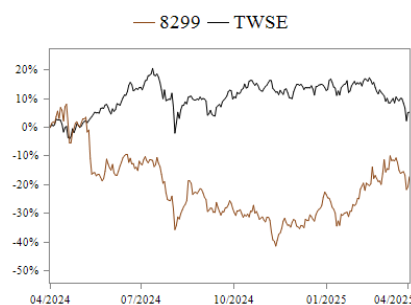
目前股本(百萬元)	2,048
市值(億元)	1,139
目前每股淨值(元)	239.53
外資持股比(%)	35.33
投信持股比(%)	21.29
董監持股比(%)	14.89
融資餘額(張)	3,139
現金股息配發率(%)	64.50

產品組合



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

股價相對大盤走勢



關稅將會影響終端電子產品的拉貨力道，下調至 Neutral。

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 26.51 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，惟新關稅將會影響終端電子產品的拉貨力道，因此下調至 Neutral。

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，QoQ+17.84%，回轉存貨評價 LCM，影響 EPS 約+2.48 元。透過權益法公允價值衡量之金融資產及負債之淨損失，影響 EPS 約-0.25 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 元。

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 3.71 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	58,936	58,067	62,444	16,526	15,895	13,943	12,572	13,401	14,289	15,176	15,201	14,883
營業毛利淨額	19,099	18,905	19,206	5,608	5,604	4,082	3,814	4,189	4,717	5,086	4,912	4,892
營業利益	3,533	5,383	5,235	1,252	1,997	1,222	-937	973	1,445	1,611	1,354	1,558
稅後純益	7,953	5,430	5,784	2,420	2,451	691	2,391	760	1,272	2,235	1,162	1,669
稅後 EPS(元)	38.83	26.51	28.24	11.81	11.97	3.38	11.68	3.71	6.21	10.91	5.68	8.15
毛利率(%)	32.41%	32.56%	30.76%	33.93%	34.86%	29.23%	30.83%	31.26%	33.01%	33.51%	32.31%	32.87%
營業利率(%)	5.99%	9.27%	8.38%	7.57%	12.56%	8.76%	-7.46%	7.26%	10.11%	10.61%	8.91%	10.47%
稅後純益率(%)	13.49%	9.35%	9.26%	14.64%	15.42%	4.96%	19.02%	5.67%	8.90%	14.73%	7.65%	11.21%
營業收入 YoY/QoQ(%)	22.22%	-1.47%	7.54%	4.94%	-3.82%	-12.28%	-9.83%	6.59%	6.63%	6.21%	0.17%	-2.10%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	119.43%	-31.73%	6.53%	16.13%	1.30%	-71.79%	245.84%	-68.23%	67.47%	75.68%	-48.00%	43.57%

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 4 月 7 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。

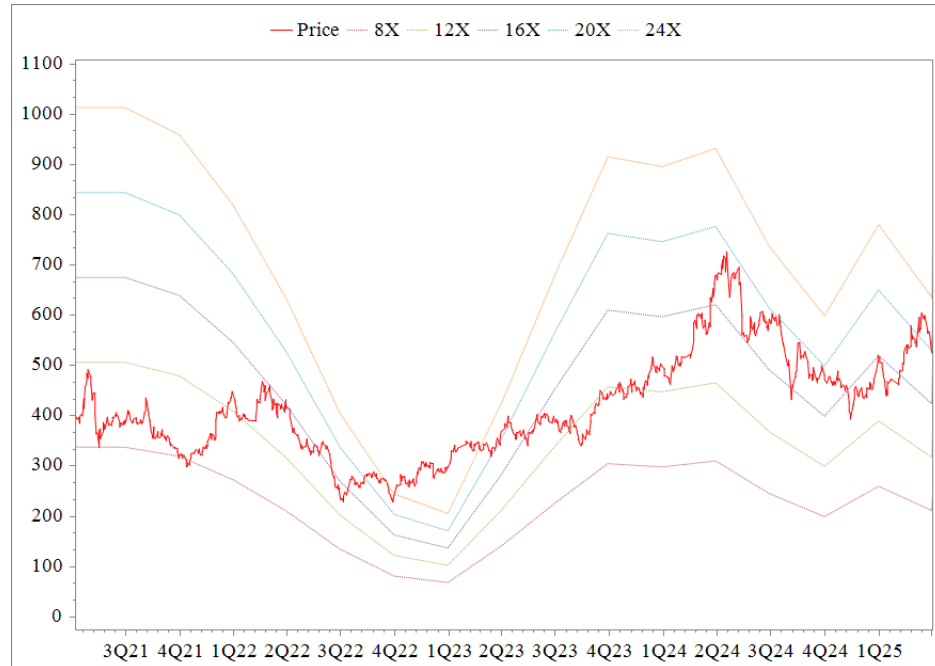
群聯實踐 ESG 綠色供應鏈，已與富威電力簽署為期 10 年的綠電採購協議書，採購綠電合計約 1400 萬餘度電，可減少約 7159 噸碳排放；經過這次綠電採購合作，群聯再生能源占比將達 10%以上，未來更朝著 RE100 目標邁進。

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。

TIV+產品。預估群聯 2025 年稅後 EPS 為 29.15 元。

2025 年 4 月 7 日

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 4 月 7 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	59,990	64,963	69,339	71,009	71,795
流動資產	45,895	49,820	54,041	40,040	61,544
現金及約當現金	17,034	14,220	19,982	13,186	21,697
應收帳款與票據	7,237	9,622	8,011	6,494	9,473
存貨	20,390	24,410	24,614	15,391	25,368
採權益法之投資	3,694	4,063	3,718	11,397	1,113
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	21,646	20,755
流動負債	17,599	21,801	14,220	10,828	18,310
應付帳款及票據	6,179	6,508	1,309	4,609	2,785
非流動負債	4,759	373	6,054	7,518	969
權益總計	37,632	42,788	49,066	49,363	51,040
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	34,580	36,257
母公司業主權益	37,632	42,788	49,057	49,353	51,030
負債及權益總計	59,990	64,963	69,339	71,009	71,795

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	60,256	48,222	58,936	58,067	62,444
營業成本	42,924	32,057	39,828	39,162	43,238
營業毛利淨額	17,350	16,114	19,099	18,905	19,206
營業費用	10,506	12,492	15,566	13,522	13,971
營業利益	6,844	3,622	3,533	5,383	5,235
EBITDA	7,282	5,150	11,000	7,786	8,199
業外收入及支出	-644	270	1,218	1,003	1,564
稅前純益	6,297	4,099	9,749	6,386	6,799
所得稅	896	475	1,795	956	1,015
稅後純益	5,401	3,624	7,953	5,430	5,784
稅後 EPS(元)	26.37	17.70	38.83	26.51	28.24
完全稀釋 EPS**	26.20	17.58	38.58	26.34	28.06

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 20.61 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%	-1.47%	7.54%
營業毛利淨額	-9.16%	-7.12%	18.52%	-1.02%	1.59%
營業利益	-24.66%	-47.08%	-2.45%	52.36%	-2.75%
稅後純益	-33.71%	-32.90%	119.43%	-31.73%	6.53%

獲利能力分析(%)

毛利率	28.79%	33.42%	32.41%	32.56%	30.76%
EBITDA(%)	12.09%	10.68%	18.66%	13.41%	13.13%
營益率	11.36%	7.51%	5.99%	9.27%	8.38%
稅後純益率	8.96%	7.52%	13.49%	9.35%	9.26%
總資產報酬率	9.00%	5.58%	11.47%	7.65%	8.06%
股東權益報酬率	14.35%	8.47%	16.21%	11.00%	11.33%

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	11,589	2,618
稅前純益	6,297	4,099	9,749	6,386	6,799
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	14,040	-14,780
其他營運現金	-1,493	-924	-5,097	-10,227	9,271
投資活動現金	-1,524	-1,364	3,903	-6,081	12,596
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	-7,922	10,609
籌資活動現金	-5,080	258	-673	-12,304	-6,703
長借/公司債變動	-31	-49	2,533	1,464	-6,549
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	-8,636	3,953
淨現金流量	-2,535	-2,813	5,762	-6,796	8,511
期初現金	19,569	17,034	14,220	19,982	13,186
期末現金	17,034	14,220	19,982	13,186	21,697

資料來源：CMoney、群益

2025 年 4 月 7 日

季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	15,748	16,526	15,895	13,943	12,572	13,401	14,289	15,176	15,201	14,883	15,857	15,466
營業成本	10,059	10,918	10,291	9,861	8,759	9,212	9,572	10,090	10,289	9,991	11,134	10,788
營業毛利淨額	5,689	5,608	5,604	4,082	3,814	4,189	4,717	5,086	4,912	4,892	4,723	4,678
營業費用	4,132	4,355	3,544	2,854	4,813	3,216	3,272	3,475	3,558	3,334	3,552	3,464
營業利益	1,541	1,252	1,997	1,222	-937	973	1,445	1,611	1,354	1,558	1,171	1,214
業外收入及支出	642	1,583	893	-477	4,217	-90	107	988	-2	383	403	375
稅前純益	2,183	2,834	2,890	745	3,280	883	1,552	2,599	1,352	1,940	1,574	1,589
所得稅	100	414	439	54	888	124	279	364	189	272	283	222
稅後純益	2,084	2,420	2,451	691	2,391	760	1,272	2,235	1,162	1,669	1,291	1,366
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)	10.17	11.81	11.97	3.38	11.68	3.71	6.21	10.91	5.68	8.15	6.30	6.67

獲利能力(%)

毛利率(%)	36.02%	33.93%	34.86%	29.23%	30.83%	31.26%	33.01%	33.51%	32.31%	32.87%	29.79%	30.25%
營業利益率(%)	9.79%	7.57%	12.56%	8.76%	-7.46%	7.26%	10.11%	10.61%	8.91%	10.47%	7.39%	7.85%
稅後純益率(%)	13.23%	14.64%	15.42%	4.96%	19.02%	5.67%	8.90%	14.73%	7.65%	11.21%	8.14%	8.83%

QoQ(%)

營業收入淨額	27.12%	4.94%	-3.82%	-12.28%	-9.83%	6.59%	6.63%	6.21%	0.17%	-2.10%	6.55%	-2.47%
營業利益	193.56%	-18.79%	59.57%	-38.81%	N.A	N.A	48.53%	11.47%	-15.95%	15.06%	-24.82%	3.62%
稅前純益	129.43%	29.81%	1.97%	-74.23%	340.33%	-73.06%	75.63%	67.51%	-48.00%	43.57%	-18.87%	0.92%
稅後純益	142.84%	16.13%	1.30%	-71.79%	245.84%	-68.23%	67.47%	75.68%	-48.00%	43.57%	-22.64%	5.84%

YoY(%)

營業收入淨額	28.13%	63.97%	58.84%	12.54%	-20.17%	-18.91%	-10.10%	8.85%	20.91%	11.06%	10.98%	1.91%
營業利益	23.95%	49.28%	178.33%	132.77%	N.A	-22.26%	-27.64%	31.83%	N.A	60.11%	-18.96%	-24.66%
稅前純益	1253.69%	802.29%	344.35%	-21.73%	50.23%	-68.83%	-46.31%	248.94%	-58.79%	119.63%	1.45%	-38.88%
稅後純益	859.24%	899.42%	456.17%	-19.42%	14.76%	-68.60%	-48.09%	223.29%	-51.39%	119.63%	1.45%	-38.88%

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。