2019 年 2 月 12 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2385 TT 群光	中立 目標價 68	群光的投資評等維持中立，由於1Q19動能平緩，目前股價本益比12倍，落於歷史中上緣，故日前群光到價轉中立後，目前日盛對群光評等維持中立。

研究員 王文雯
WenWenWang@jsun.com

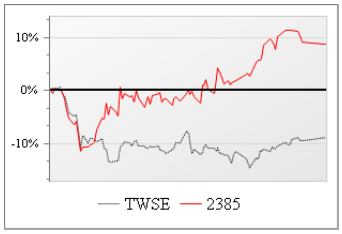
近期投資評等

02/12/2019	中立
01/23/2019	到價轉中立
10/23/2018	買進

公司基本資料

收盤價(元)(02/11/2019)	66.90
股本(百萬元)	7,304
總市值(億元)	488.6
每股淨值(元)	32.12
外資持股比(%)	47.20
投信持股比(%)	1.06
近 20 日均量(張)	1,264
融資餘額(02/11/2019)	797

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- **2018年智慧家居為主要驅動力：**群光2018年營收872.58億元，YoY+11.65%，符合雙位數成長的目標值，其中影像模組YoY+20%~25%最佳、電源供應器YoY+10%~15%，鍵盤輸入YoY+5%~10%，影像模組因G與R客戶智慧家居產品帶動，電源供應器受惠於電競與G客戶智慧音箱拉抬。群光1H18毛利率僅12%~14%，主要是匯率、人力與材料成本上升所致，惟2H18匯率影響性轉正、人力已預作調配，加以07/2018已向客戶進行分階段調漲價格的措施，故2H18毛利率與營益率均優於1H18，日盛預估群光2018年毛利率14.37%，稅後獲利37.53億元，稅後EPS 5.09元。
- **2019年以電源供應器動能較佳：**群光預期2019年營收YoY+5%~10%，其中電源供應器YoY+5%~10%、鍵盤收入與影像模組則均為個位數成長。電源供應器營收項目裡，電腦電源產品約50%、消費性電子約20%、雲端智能+電競+LED約25%~30%，其中電腦電源產品隨PD搭載率提升，其單價優於一般電源2~3美元，毛利率較佳，加以智慧音箱、電競需求仍持續，故仍有助於推升營收獲利。群光影像模組分為camera module與digital video recorder兩業務，佔比分別為30~35：65~70。Digital video recorder，包括供應予G客戶與R客戶、Logitech、Sport DV等，目前隨中美貿易戰等變數存在，須待2Q19能見度方較清楚，主要客戶仍為G與R客戶的智慧家居產品，新客戶則有3~4家美國居家監控客戶，預計2Q19方逐步貢獻。
- **群光在泰國越南租賃廠房以因應中美貿易戰：**群光以整機銷售至美國的產品，包括部分滑鼠與鍵盤、影像模組產品與部分電源供應器，故上述產品為美國若課徵關稅，較可能受波及的項目。公司短期因應措施為，前端大部分製作仍於中國廠房完成，但終端組件則於泰國越南租建的廠房完成，包括電源供應器、影像模組、智慧家庭產品。
- **獲利向下微調4%：**群光1Q19營收動能略低於預期，故日盛略為下修群光2019年獲利4%，預估群光2019年稅後EPS5.52元(原預估5.72元)。

單位:百萬元	2018F	2019F	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	87,259	91,943	21,261	24,975	23,448	18,484	22,316	25,789
營業毛利	12,535	14,537	2,838	3,917	3,655	2,827	3,545	4,158
營業利益	4,433	5,342	744	1,719	1,427	979	1,313	1,579
稅後純益	3,753	4,035	807	1,309	1,050	767	980	1,183
稅後 EPS(元)	5.14	5.52	1.11	1.79	1.44	1.05	1.34	1.62
毛利率(%)	14.37	15.81	13.35	15.68	15.59	15.3	15.89	16.12
營業利益率(%)	5.08	5.81	3.5	6.88	6.09	5.3	5.89	6.12
稅後純益率(%)	4.3	4.39	3.8	5.24	4.48	4.15	4.39	4.59
營業收入 YoY/QoQ(%)	11.65	5.37	20.98	17.47	-6.12	-21.17	20.73	15.57
營業利益 YoY/QoQ(%)	-2.98	20.51	37.02	131.22	-16.99	-31.41	34.16	20.24
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-6.67	7.52	37.53	62.19	-19.82	-26.95	27.8	20.7

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **群光為電腦周邊產品大廠，近年往物聯網、電競著墨：**

群光為電腦周邊產品大廠，4Q18 產品結構為電源供應器 32%(包括 NB、DT 與遊戲機、伺服器等)、鍵盤輸入 32%(其中一般 NB、DT 鍵盤比重<50%，高階鍵盤包括平板電腦外接鍵盤、LED 發光鍵盤與電競 PC 鍵盤等總計比重>50%)、影像模組 30%(其中 Camera Module 係以 NB 為主，占比 30%，而 Digital Video Recorder 包括運動相機、智慧音箱與門鈴監視等總計 70%)、其他 6%。

表一、群光產品結構

群光產品結構	細項	1Q18 營收比重	2Q18 營收比重	3Q18 營收比重	4Q18營收比重		2018年營收比重	
電源供應器	NB+DT	34%	33%	33%	32%		33%	
	消費性電子(比如Gaming、STB等)							
	LED照明							
	其他(高階電源如伺服器)							
鍵盤輸入	NB	34%	34%	33%~34%	32%	<50%	33%	<50%
	DT							
	高階鍵盤(平板外接、LED發光、Ultrabook薄型鍵盤)					>50%		>50%
影像模組	Camera Module	26%	28%	28%	30%	30%	28%	30%~35%
	Digital Video Recorder					70%		65%~70%
網通與其他	網通如寬頻/STB終端產品，其他如代理Casio、自拍神器、照相機、家電等	6%	5%	5%~6%	6%		6%	

資料來源：群光、日盛投顧彙整

◆ **群光 2018 年智慧家居為主要驅動力：**

群光 2018 年營收 872.58 億元，YoY+11.65%，符合公司原預期雙位數成長的目標值，三大產品線以影像模組成長性最佳 YoY+20%~25%、電源供應器次之 YoY+10%~15%，鍵盤輸入 YoY+5%~10%，影像模組係因 G 與 R 客戶在智慧家居產品拉貨帶動，電源供應器則受惠於電競相關與 G 客戶智慧音箱拉抬。群光 1H18 毛利率僅 12%~14%表現低迷，主要是匯率波動、人力與材料成本上升所致，其中公司原物料包括被動元件、影像模組(需要記憶體、MLCC)、鍵盤(需要鐵件、塑膠件)、紙盒與包材等。不過，隨 2H18 匯率(人民幣與台幣)影響性轉正、人工已預期 3Q18 為旺季，故人力已作調配支應，加以材料雖成本仍為高檔，但 07/2018 已開始向客戶進行分階段調漲價格的措施，或者群光彈性選擇毛利率較佳訂單，故公司 2H18 毛利率與營益率均優於 1H18，日盛預估群光 2018 年毛利率 14.37%，稅後獲利 37.53 億元，稅後 EPS 5.09 元。

◆ **2019 年目前以電源供應器動能較佳：**

群光預期 1Q19 營收 YoY 持平或小增，其中電源供應器動能>影像模組>鍵盤輸入，電源供應器以電競相關表現較佳。針對 2019 年則預期 2019 年營收 YoY+5%~10%，其中電源供應器 YoY+5%~10%、鍵盤收入與影像模組則均為個位數成長。

電源供應器：2018 年電源供應器收入 YoY+8%，以電競相關成長性最優，智慧音箱因供應 Google Home，而依據市場統計，Google Home 銷量已超逾 Amazon Echo，遂亦挹注電源供應器產線成長。電源供應器營收項目裡，電腦電源產品約 50%、消費

性電子約 20%、雲端智能+電競+LED 約 25%~30%(電競約占比 10%、智慧音箱約 5%~9%)，其中電腦電源產品隨 PD 搭載率提升，其單價優於一般電源 2~3 美元，毛利率較佳，加以智慧音箱、電競需求仍持續，故仍有助於推升營收獲利。

群光 LED 車燈，包括車內燈與頭燈，目前>90%屬於前車燈，為群光本身獨立的車用 BU 自行發展，主要與中國約 3~4 家車廠合作，2018 年雖成長 50%，預計 2019 年隨新舊客戶推升，仍能朝 YoY+40%~50%成長，不過占比尚僅<5%，仍相當有限。

影像模組：群光影像模組分為 camera module 與 digital video recorder 兩業務，佔比分別為 30~35 : 65~70。Camera module 以 NB 為主，少部分供應家電(如冷氣機、冰箱、烤箱、微波爐與掃地機器人等)、無人機等，成長性較為平緩，未來往車用轉移。群光整體車用包括影像模組與車燈(車燈劃歸於電源供應器業務中)，影像模組包括車用控制台的手勢控制、環景鏡頭。群光車用發展分兩路進行，一與中國敏實集團合作，共同投資淳安，由群光出影像模組或 LED 車燈予淳安，再經由敏實集團的通路予中國車用市場；二是群光本身也有獨立的車用 BU，自行開發客戶。目前車用占比低，僅占影像模組的 1%~2%比重，尚須 1~2 年時間方有進展。

至於 Digital video recorder，包括供應予 G 客戶與 R 客戶、Logitech、Sport DV 等，目前隨中美貿易戰等變數存在，須待 2Q19 能見度方較清楚，主要客戶仍為 G 與 R 客戶的智慧家居產品，新客戶則有 3~4 家美國居家監控客戶，預計 2Q19 方逐步貢獻。

鍵盤輸入：分為一般鍵盤與高階鍵盤，而高階鍵盤包括平板外接、LED 發光與電競鍵盤等；以市占率而言，群光在電競鍵盤市佔率高達 60%~70%、NB 鍵盤市佔率則約 38%。群光整體鍵盤的產品結構，可分為電競鍵盤佔鍵盤比重約 10%~15%、NB 鍵盤約 35%~40%、平板外接約 20%~25%，背光鍵盤約 20%~25%。由於群光在 NB 鍵盤市占率已高，未來可能須觀察電競電盤、平板外接與背光鍵盤需求變化。

◆ **群光在泰國越南租賃廠房以因應中美貿易戰：**

群光目前以整機銷售至美國的產品，包括部分滑鼠與鍵盤、影像模組產品與部分電源供應器，故上述產品為未來美國若課徵關稅，較可能受波及的項目。公司短期因應措施為，主要前端大部分製作仍於中國廠房完成，但終端組件則於泰國越南租建的廠房完成，包括電源供應器、影像模組、智慧家庭產品。

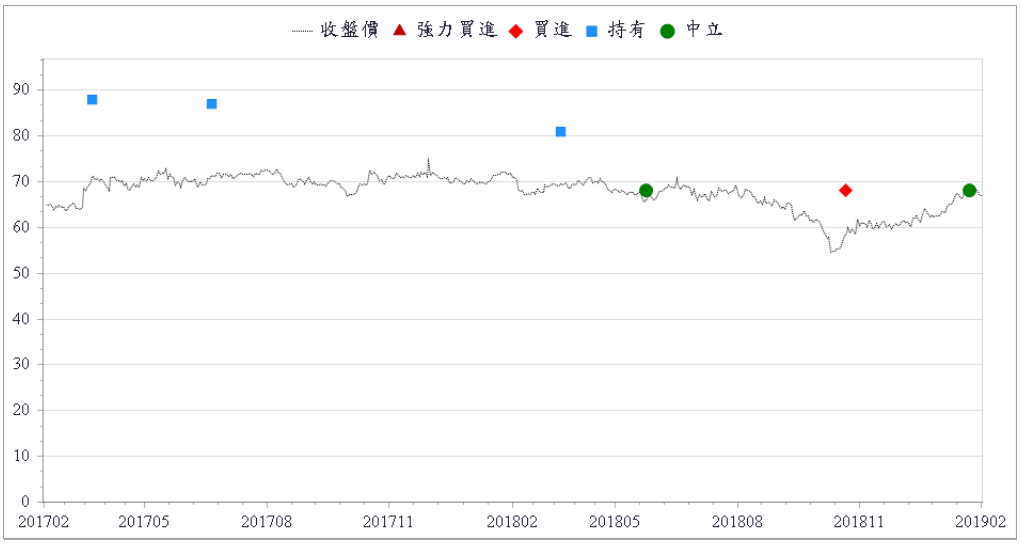
◆ **日盛對群光評等維持中立，目標價維持 68 元：**

群光 1Q19 營收動能略低於預期，故日盛略為下修群光 2019 年獲利 4%，日盛預估群光 2019 年營收 919.43 億元(原預估 972.37 億元)，毛利率 15.81%(原預估 15.75%)，稅後獲利 40.35 億元(原預估 42.14 億元)，稅後 EPS5.52 元(原預估 5.72 元)。由於 1Q19 動能平緩，目前股價本益比 12 倍，落於歷史中上緣，故日前群光到價轉中立後，目前日盛對群光評等維持中立，目標價維持 68 元。

PE Band

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20190211	中立	68.0
20190123	中立	68.0
20181023	買進	68.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	78,156	87,259	91,943	21,509	21,035	17,574	21,261	24,975	23,448	18,484	22,316	25,789
營業毛利	13,454	12,535	14,537	3,765	3,620	2,125	2,838	3,917	3,655	2,827	3,545	4,158
營業費用	8,885	8,102	9,194	2,091	2,610	1,582	2,095	2,197	2,228	1,848	2,232	2,579
營業利益	4,569	4,433	5,342	1,673	1,010	543	744	1,719	1,427	979	1,313	1,579
營業外收支	1,521	752	326	166	1,024	250	395	36	72	86	67	87
稅前純益	6,090	5,185	5,669	1,839	2,034	793	1,138	1,755	1,500	1,065	1,380	1,666
稅後純益	4,022	3,753	4,035	1,227	1,304	587	807	1,309	1,050	767	980	1,183
最新股本	7,304	7,304	7,304	7,304	7,304	7,304	7,304	7,304	7,304	7,304	7,304	7,304
稅後 EPS(元)	5.51	5.14	5.52	1.68	1.79	0.80	1.11	1.79	1.44	1.05	1.34	1.62
經營效率(%)												
毛利率	17.21	14.37	15.81	17.5	17.21	12.09	13.35	15.68	15.59	15.3	15.89	16.12
營業利益率	5.85	5.08	5.81	7.78	4.8	3.09	3.5	6.88	6.09	5.3	5.89	6.12
稅前純益率	7.79	5.94	6.17	8.55	9.67	4.51	5.35	7.03	6.4	5.76	6.19	6.46
稅後純益率	5.15	4.3	4.39	5.71	6.2	3.34	3.8	5.24	4.48	4.15	4.39	4.59
YoY(%)												
營收	1.48	11.65	5.37	2.56	-0.58	3.73	13.88	16.11	11.47	5.18	4.96	3.26
營業利益	-9.12	-2.98	20.51	-14.49	-30.63	-35.28	-28.99	2.75	41.33	80.39	76.62	-8.16
稅前純益	13.63	-14.85	9.32	124.99	-20.66	-9.76	-14.95	-4.59	-26.27	34.4	21.28	-5.07
稅後純益	13.89	-6.67	7.52	57.47	-6.11	-3.44	-8.54	6.69	-19.48	30.65	21.4	-9.65
QoQ(%)												
營收	--	--	--	15.21	-2.2	-16.45	20.98	17.47	-6.12	-21.17	20.73	15.57
營業利益	--	--	--	59.8	-39.65	-46.26	37.02	131.22	-16.99	-31.41	34.16	20.24
稅前純益	--	--	--	37.44	10.58	-61.04	43.62	54.19	-14.55	-28.98	29.6	20.7
稅後純益	--	--	--	39.04	6.24	-54.98	37.53	62.19	-19.82	-26.95	27.8	20.7

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
流動資產	39,822	43,471	54,495
現金及約當現金	3,077	2,680	6,933
公允價值衡量金融資產	237	412	4,921
備供出售金融資產	4,322	6,734	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	10,294	12,458	15,233
非流動資產	24,475	23,984	23,951
公允價值衡量金融資產	--	0	1,989
不動產、廠房及設備	13,495	13,555	13,874
無形資產	255	249	229
資產總計	64,298	67,454	78,446
流動負債	33,065	36,873	48,973
短期借款	2,101	4,246	13,510
非流動負債	2,708	2,306	1,860
負債總計	35,773	39,179	50,833
股本	7,121	7,206	7,304
普通股股本	7,121	7,206	7,304
資本公積	4,629	5,137	5,745
保留盈餘	12,863	13,793	14,080
庫藏股票	-517	-517	-534
股東權益	28,525	28,275	27,613
每股淨值(元)	35.93	34.96	34
流動比率(%)	120.44	117.89	111.27
速動比率(%)	85.53	80.3	76.88
應收帳款週轉率(%)	3.89	3.89	1.15
負債比率(%)	55.64	58.08	64.8
稅後股東權益報酬率(%)	15.21	16.77	5.61

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	5,359	6,090	3,686
折舊及攤提費用	2,088	2,049	1,609
利息費用	78	105	105
股利收入	-197	-186	-230
權益法認列關聯企業損益	133	125	15
處分不動產、廠房及設備	-20	-30	-6
處分權益法之投資損益	0	-776	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-827	838	-3,706
存貨增減	-881	-2,164	-2,775
應付帳款增減	1,594	555	4,269
營業活動現金流量	7,804	6,339	2,234
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	-159	0
取得不動產、廠房及設備	-2,434	-2,365	-1,770
處分不動產、廠房及設備	152	193	85
投資活動現金流量	-2,579	-4,472	-3,424
短期借款增減	-372	2,145	9,264
長期借款增減	-60	-473	-380
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-2,868	-2,878	-3,056
庫藏股票增減	-206	141	--
籌資活動現金流量	-3,917	-1,640	5,453
淨現金流量	727	-397	4,253

資料來源：CMoney · JS 預估

免責聲明	本研究報告僅供本公司特定客戶參考。 客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。 本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。 非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股