

# 致茂

(2360.TW/2360 TT)



## 增加持股 · 維持

收盤價 July 3 (NT\$)	256.5
12 個月目標價 (NT\$)	322.0
前次目標價 (NT\$)	230.0
調升 (%)	40.0
上漲空間 (%)	25.5

## 焦點內容

受惠一全球 GPU 領導性廠商需求強勁，以及出貨其他 AI 伺服器廠商貢獻，我們預估 SLT 分類機 2024 營收可年增 28%。作為強勁 AI 伺服器需求之主要受惠者，維持增加持股評等。

## 交易資料表

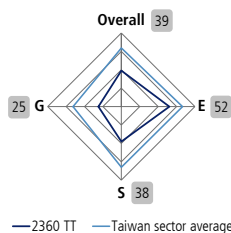
市值：(NT\$bn/US\$m)	109.1 / 3,486
流通在外股數 (百萬股)：	425.4
外資持有股數 (百萬股)：	291.1
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.61
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	136.0 -258.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	44.5	40.9	80.6
相對表現 (%)	36.8	20.8	61.5

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.03A	3.95A	4.12A	2.05A
2023	2.23A	2.41F	3.40F	2.84F
2024	2.82F	2.82F	3.78F	3.47F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

## 凱基投顧

黃新迪  
886.2.2181.8745  
roger.huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 站穩 AI 伺服器趨勢浪頭

### 重要訊息

我們預期致茂將成為強勁 AI 伺服器需求之主要受惠者。

### 評論及分析

**強勁 AI 伺服器需求之主要受惠者。**凱基預估 2024-25 年 AI 伺服器出貨將分別年增 80%、50%，預計全球 GPU 領導業者 Nvidia (美) 的 H100、AMD (美) 的 MI300 將分別於 2Q-3Q23、3Q23 進入量產。除 GPU 領導性業者外，我們亦看好來自於 Google (美) 與 Microsoft (美) 等自主研發 AI 加速器解決方案之其他 AI 伺服器業者之需求將於 2H23-2024 年攀升。系統級測試 (SLT) 為多數先進封裝晶片所採用，係因其適用較複雜的設計以確保高可靠度及高功率密度。致茂為一全球 GPU 領導性廠商之 SLT 分類機獨家供應商，考量公司實績以及與 IC 設計客戶和晶圓代工廠之緊密關係，認為致茂將成為重大受惠者。

**客戶基礎隨 SLT 搭載率上揚。**我們預期致茂將於 3Q23 取得另一 GPU 客戶之 SLT 分類機認證，並於 2H23 開始出貨。據我們瞭解，該新客戶過去 5-10 年主要向其他供應商採購 SLT 分類機，包括台灣某未上市 SLT 業者 (主要用於 CPU、GPU) 及新加坡某 SLT 業者 (主要用於 CPU)。基於致茂在電力電子知識之專業以及與某主要全球 GPU 領導性業者之 10 餘年合作經驗，看好公司可望獲得新客戶認證。雖預估該新客戶 2H23 初始出貨量有限，我們視此機會為致茂之重大突破，亦看好 2024-25 年需求攀升。

**2024 年 SLT 營收將年增 28%。**我們預估 2023 年 SLT 分類機出貨將年持平，於 2024 年成長 28%，分別貢獻 2023-24 年總營收之 13%、16%。

### 投資建議

我們上修 2024 年獲利預估 7% 以反映調升 SLT 營收貢獻預估。正面看待致茂 SLT 營收占比提升，故將目標價上修至 322 元，相當於 2024 年預估每股盈餘 12.89 元的 25 倍 (前次為 2H23-1H24 預估每股盈餘的 20 倍)，重申「增加持股」評等。

### 投資風險

產能擴張較預期慢、價格競爭。

### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	15,533	17,584	22,067	21,597	24,122
營業毛利 (NT\$百萬)	7,544	8,450	11,357	12,201	13,696
營業利益 (NT\$百萬)	2,797	3,075	5,039	5,416	6,346
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,324	4,179	5,106	4,575	5,420
每股盈餘 (NT\$)	5.56	9.96	12.14	10.88	12.89
每股現金股利 (NT\$)	4.50	7.00	8.00	7.17	8.49
每股盈餘成長率 (%)	24.2	79.0	22.0	(10.4)	18.5
本益比 (x)	46.1	25.8	21.1	23.6	19.9
股價淨值比 (x)	6.7	5.8	5.1	4.8	4.4
EV/EBITDA (x)	19.9	18.4	12.0	10.8	9.4
淨負債比率 (%)	16.4	2.5	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.8	2.7	3.1	2.8	3.3
股東權益報酬率 (%)	15.2	24.2	25.6	20.7	22.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q23 及 3Q23 財測修正 vs.市場共識

百萬元	2Q23F							3Q23F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	4,573	4,726	(3.2)	4.2	(7.3)	4,841	(5.5)	6,391	5,901	8.3	39.7	(4.1)	6,286	1.7
毛利	2,617	2,662	(1.7)	(1.8)	(9.8)	2,681	(2.4)	3,561	3,273	8.8	36.1	1.8	3,374	5.5
營業利益	1,190	1,187	0.2	0.3	(12.9)	1,106	7.6	1,637	1,497	9.4	37.5	(8.1)	1,504	8.9
稅後淨利	1,014	1,012	0.2	8.3	(38.9)	1,061	(4.4)	1,432	1,319	8.5	41.1	(17.3)	1,325	8.1
每股盈餘 (元)	2.41	2.41	0.2	8.4	(38.9)	2.46	(1.8)	3.40	3.14	8.5	41.1	(17.3)	3.40	0.1
毛利率 (%)	57.2	56.3	0.9 ppts	(3.5) ppts	(1.6) ppts	55.4	1.8 ppts	55.7	55.5	0.3 ppts	(1.5) ppts	3.2 ppts	53.7	2.0 ppts
營利率 (%)	26.0	25.1	0.9 ppts	(1.0) ppts	(1.6) ppts	22.9	3.2 ppts	25.6	25.4	0.3 ppts	(0.4) ppts	(1.1) ppts	23.9	1.7 ppts
淨利率 (%)	22.2	21.4	0.8 ppts	0.8 ppts	(11.5) ppts	21.9	0.3 ppts	22.4	22.4	0.0 ppts	0.2 ppts	(3.6) ppts	21.1	1.3 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：2023-24 財測修正 vs.市場共識

百萬元	2023F						2024F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	21,597	20,757	4.0	(2.1)	22,276	(3.0)	24,122	22,741	6.1	11.7	24,712	(2.4)
毛利	12,201	11,835	3.1	7.4	12,307	(0.9)	13,696	12,875	6.4	12.3	13,590	0.8
營業利益	5,416	5,308	2.0	7.5	5,629	(3.8)	6,346	5,912	7.4	17.2	6,513	(2.6)
稅後淨利	4,575	4,489	1.9	(10.4)	4,736	(3.4)	5,420	5,074	6.8	18.5	5,347	1.4
每股盈餘 (元)	10.88	10.68	1.9	(10.4)	11.56	(5.9)	12.89	12.07	6.8	18.5	13.24	(2.7)
毛利率 (%)	56.5	57.0	(0.5) ppts	5.0 ppts	55.2	1.2 ppts	56.8	56.62	0.2 ppts	0.3 ppts	55.0	1.8 ppts
營利率 (%)	25.1	25.6	(0.5) ppts	2.2 ppts	25.3	(0.2) ppts	26.3	26.00	0.3 ppts	1.2 ppts	26.4	(0.0) ppts
淨利率 (%)	21.2	21.6	(0.4) ppts	(2.0) ppts	21.3	(0.1) ppts	22.5	22.31	0.2 ppts	1.3 ppts	21.6	0.8 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

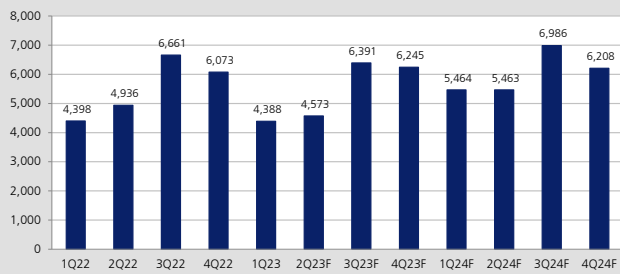
**圖 3: 公司背景**

致茂成立於 1984 年，為各行業提供電子測試和測量儀器/系統，包括電動汽車、LED、太陽能、電池、半導體、光子學、電力電子、智慧工廠等。作為一個擁有實績的成熟品牌，公司表現了強勁的獲利能力，近四年毛利率已擴張到逾 40%。

資料來源：凱基整理

**圖 5: 季營業收入**

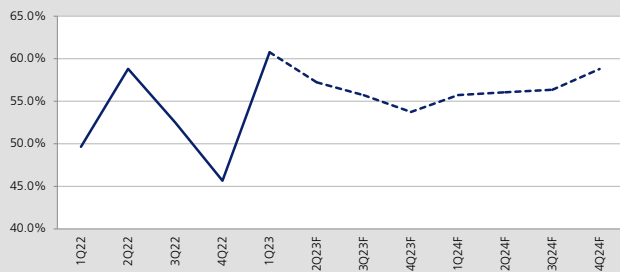
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 7: 毛利率**

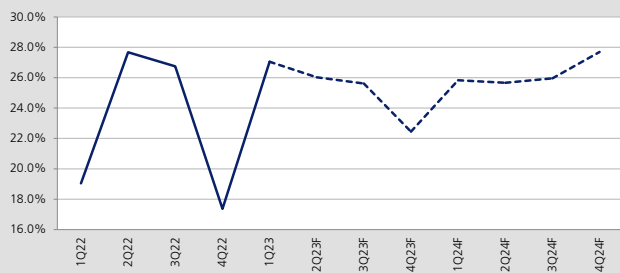
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 9: 營業利潤率**

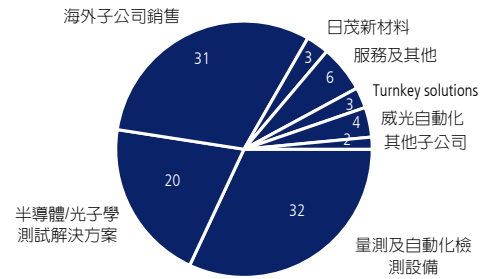
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 4: 營收組成**

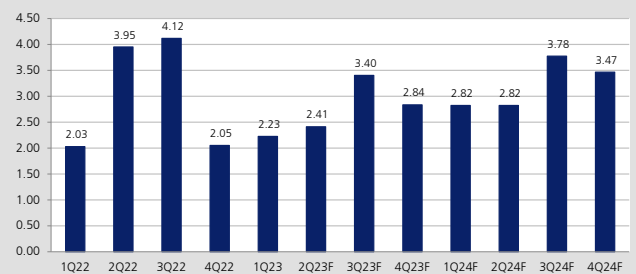
2022 營收比重，百分比



資料來源：凱基整理

**圖 6: 每股盈利**

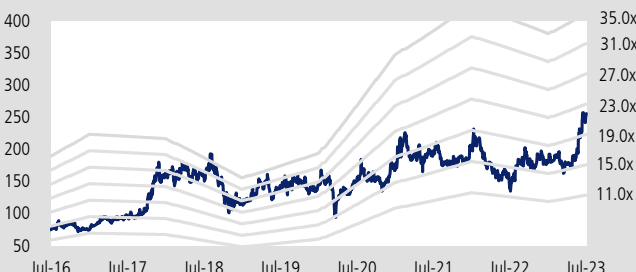
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 8: 未來一年預估本益比區間**

股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：凱基

**圖 10: 未來一年預估股價淨值比區間**

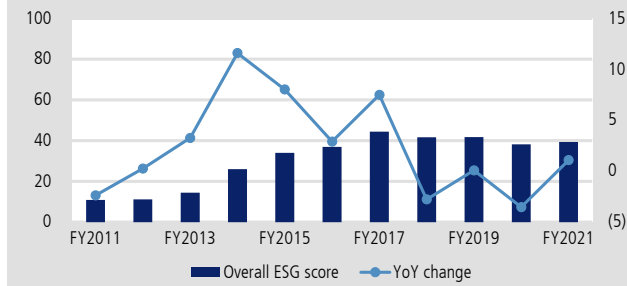
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：凱基

**圖 11：ESG 整體分數**

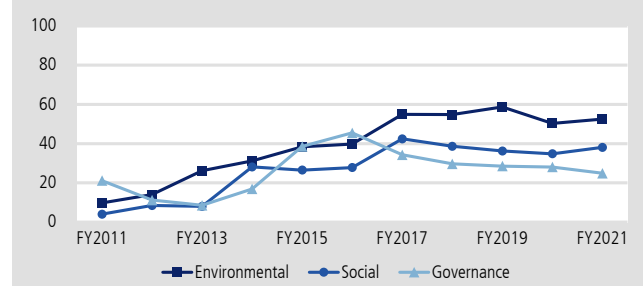
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 12：ESG 各項分數**

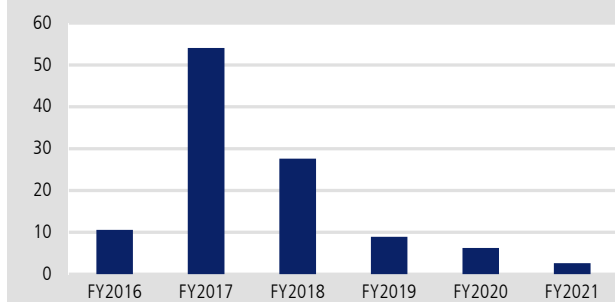
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 13：捐款總額**

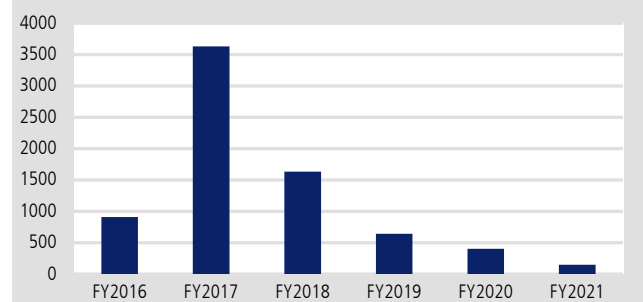
百萬台幣



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 14：捐款對百萬營收比例**

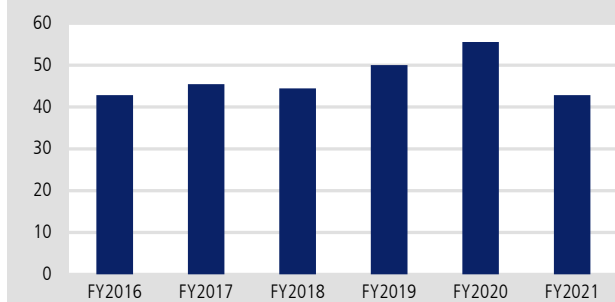
捐款/每百萬營收



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 15：獨立董事成員**

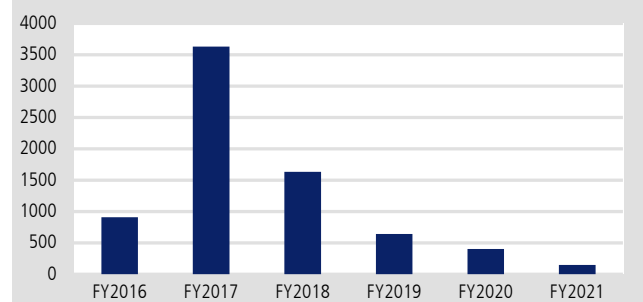
獨立董事成員，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 16：員工訓練**

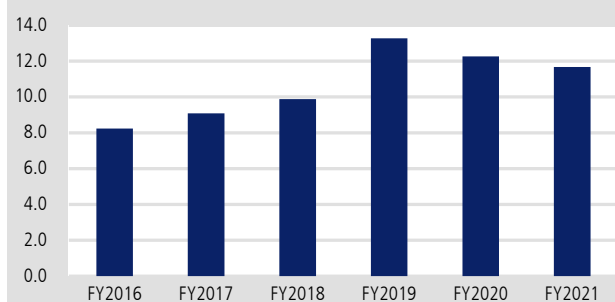
員工人均訓練成本，美元 (左軸)；人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 17：員工流動率**

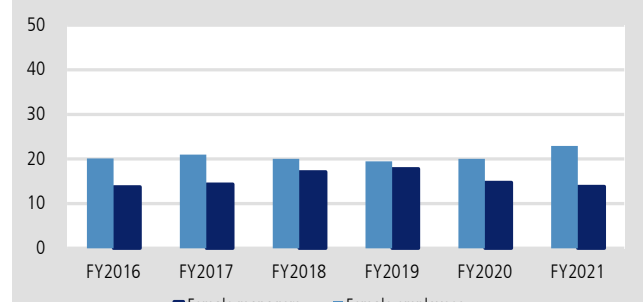
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

**圖 18：性別多樣性**

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	4,388	4,573	6,391	6,245	5,464	5,463	6,986	6,208	22,067	21,597	24,122
營業成本	(1,722)	(1,956)	(2,830)	(2,888)	(2,419)	(2,400)	(3,049)	(2,558)	(10,710)	(9,396)	(10,427)
營業毛利	2,666	2,617	3,561	3,357	3,046	3,063	3,937	3,650	11,357	12,201	13,696
營業費用	(1,479)	(1,427)	(1,924)	(1,955)	(1,634)	(1,661)	(2,124)	(1,931)	(6,318)	(6,784)	(7,349)
營業利益	1,187	1,190	1,637	1,402	1,412	1,402	1,813	1,719	5,039	5,416	6,346
折舊	(168)	(232)	(232)	(296)	(251)	(251)	(251)	(251)	(654)	(928)	(1,002)
攤提	(6)	(7)	(7)	(9)	(7)	(7)	(7)	(7)	(29)	(29)	(29)
EBITDA	1,361	1,430	1,876	1,706	1,670	1,660	2,071	1,977	5,723	6,374	7,378
利息收入	16	16	16	16	16	16	16	16	36	64	64
投資利益淨額	81	154	197	156	107	169	217	171	549	587	664
其他營業外收入	22	10	10	10	10	10	10	10	128	52	40
總營業外收入	119	180	223	182	133	195	243	197	713	703	768
利息費用	(13)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(55)	(67)	(72)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(47)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	744	(77)	(40)
總營業外費用	(60)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	689	(144)	(112)
稅前純益	1,246	1,342	1,832	1,556	1,517	1,569	2,028	1,888	6,441	5,975	7,003
所得稅費用[利益]	(283)	(322)	(366)	(311)	(303)	(377)	(406)	(378)	(1,220)	(1,282)	(1,463)
少數股東損益	(26)	(5)	(34)	(52)	(26)	(5)	(35)	(53)	(116)	(117)	(119)
非常項目稅後純益	937	1,014	1,432	1,192	1,187	1,188	1,588	1,458	5,106	4,575	5,420
非常項目	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	(0)	-
稅後淨利	937	1,014	1,432	1,192	1,187	1,188	1,588	1,458	5,106	4,575	5,420
每股盈餘 (NT\$)	2.23	2.41	3.40	2.84	2.82	2.82	3.78	3.47	12.14	10.88	12.89
獲利率 (%)											
營業毛利率	60.8	57.2	55.7	53.7	55.7	56.1	56.4	58.8	51.5	56.5	56.8
營業利益率	27.1	26.0	25.6	22.4	25.8	25.7	26.0	27.7	22.8	25.1	26.3
EBITDA Margin	31.0	31.3	29.4	27.3	30.6	30.4	29.6	31.8	25.9	29.5	30.6
稅前純益率	28.4	29.3	28.7	24.9	27.8	28.7	29.0	30.4	29.2	27.7	29.0
稅後純益率	21.4	22.2	22.4	19.1	21.7	21.7	22.7	23.5	23.1	21.2	22.5
季成長率 (%)											
營業收入	(27.7)	4.2	39.7	(2.3)	(12.5)	(0.0)	27.9	(11.1)			
營業毛利	(3.9)	(1.8)	36.1	(5.7)	(9.3)	0.6	28.5	(7.3)			
營業收益增長	12.6	0.3	37.5	(14.4)	0.7	(0.7)	29.3	(5.2)			
EBITDA	10.8	5.0	31.3	(9.1)	(2.1)	(0.6)	24.8	(4.6)			
稅前純益	11.3	7.7	36.6	(15.1)	(2.5)	3.4	29.3	(6.9)			
稅後純益	8.7	8.3	41.1	(16.7)	(0.4)	0.0	33.7	(8.2)			
年成長率 (%)											
營業收入	(0.2)	(7.3)	(4.1)	2.8	24.5	19.5	9.3	(0.6)	25.5	(2.1)	11.7
營業毛利	22.1	(9.8)	1.8	21.0	14.2	17.0	10.6	8.7	34.4	7.4	12.3
營業收益	41.7	(12.9)	(8.1)	33.0	18.9	17.8	10.8	22.6	63.9	7.5	17.2
EBITDA	35.8	(7.0)	(4.0)	38.9	22.6	16.1	10.4	15.9	56.0	11.4	15.8
稅前純益	24.0	(34.9)	(18.8)	39.0	21.8	16.9	10.7	21.4	21.9	(7.2)	17.2
稅後純益	10.0	(38.9)	(17.3)	38.3	26.7	17.1	10.9	22.2	22.2	(10.4)	18.5

資料來源：公司資料，凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>28,129</b>	<b>29,546</b>	<b>33,829</b>	<b>33,916</b>	<b>36,481</b>
<b>流動資產</b>	<b>13,528</b>	<b>14,725</b>	<b>17,768</b>	<b>17,589</b>	<b>20,147</b>
現金及短期投資	4,442	4,947	6,685	7,189	8,772
存貨	3,028	3,916	4,753	4,170	4,614
應收帳款及票據	4,394	4,526	4,763	4,662	5,193
其他流動資產	1,663	1,336	1,568	1,568	1,568
<b>非流動資產</b>	<b>14,601</b>	<b>14,822</b>	<b>16,060</b>	<b>16,327</b>	<b>16,334</b>
長期投資	7,144	7,436	7,754	8,062	8,283
固定資產	3,157	6,096	7,018	6,977	6,762
什項資產	4,300	1,289	1,289	1,289	1,289
<b>負債總額</b>	<b>11,740</b>	<b>10,599</b>	<b>11,956</b>	<b>10,400</b>	<b>11,038</b>
<b>流動負債</b>	<b>8,425</b>	<b>7,879</b>	<b>9,284</b>	<b>8,753</b>	<b>9,249</b>
應付帳款及票據	2,689	3,055	2,938	2,577	2,852
短期借款	3,188	2,114	2,024	2,207	1,866
什項負債	2,548	2,710	4,322	3,968	4,532
<b>長期負債</b>	<b>3,315</b>	<b>2,719</b>	<b>2,672</b>	<b>1,647</b>	<b>1,789</b>
長期借款	2,405	1,447	1,165	140	281
其他負債及準備	818	995	1,249	1,249	1,249
<b>股東權益總額</b>	<b>16,389</b>	<b>18,947</b>	<b>21,873</b>	<b>23,516</b>	<b>25,443</b>
普通股本	4,213	4,219	4,254	4,254	4,254
保留盈餘	5,161	7,256	8,971	10,497	12,304
少數股東權益	325	434	512	629	749
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	11.7%	13.2%	25.5%	(2.1%)	11.7%
營業收益增長	35.8%	9.9%	63.9%	7.5%	17.2%
EBITDA	29.2%	13.4%	56.0%	11.4%	15.8%
稅後純益	25.3%	79.8%	22.2%	(10.4%)	18.5%
每股盈餘成長率	24.2%	79.0%	22.0%	(10.4%)	18.5%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	48.6%	48.1%	51.5%	56.5%	56.8%
營業利益率	18.0%	17.5%	22.8%	25.1%	26.3%
EBITDA Margin	20.8%	20.9%	25.9%	29.5%	30.6%
稅後純益率	15.0%	23.8%	23.1%	21.2%	22.5%
平均資產報酬率	8.7%	14.5%	16.1%	13.5%	15.4%
股東權益報酬率	15.2%	24.2%	25.6%	20.7%	22.8%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	34.1%	18.8%	14.6%	10.0%	8.4%
淨負債比率	16.4%	2.5%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	52.5	119.1	118.0	90.1	98.3
利息及短期償保障倍數 (x)	0.5	0.7	0.8	0.7	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	46.1	57.9	96.2	78.6	70.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.8	1.2	2.5	2.3	2.6
流動比率 (x)	1.6	1.9	1.9	2.0	2.2
速動比率 (x)	1.2	1.4	1.4	1.5	1.7
淨負債 (NT\$百萬)	2,696	473	(2,753)	(4,099)	(5,882)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	5.56	9.96	12.14	10.88	12.89
每股現金盈餘 (NT\$)	6.49	6.17	12.60	12.53	12.10
每股淨值 (NT\$)	38.13	43.88	50.21	53.80	58.05
調整後每股淨值 (NT\$)	38.45	44.10	50.80	54.41	58.72
每股營收 (NT\$)	37.18	41.89	52.48	51.35	57.36
EBITDA/Share (NT\$)	7.75	8.74	13.61	15.15	17.54
每股現金股利 (NT\$)	4.50	7.00	8.00	7.17	8.49
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.58	0.61	0.70	0.64	0.69
應收帳款周轉天數	103.5	93.9	78.8	78.8	78.8
存貨周轉天數	138.8	156.5	162.0	162.0	162.0
應付帳款周轉天數	123.2	122.1	100.1	100.1	100.1
現金轉換周轉天數	119.1	128.3	140.6	140.6	140.6

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>15,533</b>	<b>17,584</b>	<b>22,067</b>	<b>21,597</b>	<b>24,122</b>
營業成本	(7,988)	(9,134)	(10,710)	(9,396)	(10,427)
<b>營業毛利</b>	<b>7,544</b>	<b>8,450</b>	<b>11,357</b>	<b>12,201</b>	<b>13,696</b>
營業費用	(4,747)	(5,375)	(6,318)	(6,784)	(7,349)
<b>營業利益</b>	<b>2,797</b>	<b>3,075</b>	<b>5,039</b>	<b>5,416</b>	<b>6,346</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>369</b>	<b>575</b>	<b>713</b>	<b>703</b>	<b>768</b>
利息收入	17	24	36	64	64
投資利益淨額	157	376	549	587	664
其他營業外收入	195	175	128	52	40
<b>總營業外費用</b>	<b>(137)</b>	<b>1,633</b>	<b>689</b>	<b>(144)</b>	<b>(112)</b>
利息費用	(59)	(45)	(55)	(67)	(72)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(78)	1,678	744	(77)	(40)
<b>稅前純益</b>	<b>3,029</b>	<b>5,284</b>	<b>6,441</b>	<b>5,975</b>	<b>7,003</b>
所得稅費用[利益]	(648)	(979)	(1,220)	(1,282)	(1,463)
少數股東損益	(57)	(126)	(116)	(117)	(119)
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	-
<b>稅後淨利</b>	<b>2,324</b>	<b>4,179</b>	<b>5,106</b>	<b>4,575</b>	<b>5,420</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,237</b>	<b>3,669</b>	<b>5,723</b>	<b>6,374</b>	<b>7,378</b>
每股盈餘 (NT\$)	5.56	9.96	12.14	10.88	12.89

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>2,712</b>	<b>2,592</b>	<b>5,297</b>	<b>5,269</b>	<b>5,087</b>
本期純益	2,324	4,179	5,106	4,575	5,420
折舊及攤提	439	594	684	957	1,031
本期運用資金變動	(292)	(878)	(1,218)	324	(701)
其他營業資產及負債變動	240	(1,303)	725	(587)	(664)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,546)</b>	<b>1,738</b>	<b>902</b>	<b>(637)</b>	<b>(373)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(351)	(328)	864	-	-
本期長期投資變動	1	(51)	609	279	444
資本支出淨額	(1,634)	(1,083)	(689)	(886)	(788)
其他資產變動	439	3,200	118	(29)	(29)
<b>自由現金流</b>	<b>701</b>	<b>1,116</b>	<b>2,832</b>	<b>4,620</b>	<b>4,534</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(499)</b>	<b>(4,071)</b>	<b>(3,471)</b>	<b>(4,128)</b>	<b>(3,130)</b>
短期借款變動	208	(649)	(94)	-	-
長期借款變動	597	(1,372)	(312)	(842)	(200)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,289)	(1,928)	(3,039)	(3,403)	(3,050)
其他融資現金流	(34)	(123)	(26)	117	119
<b>匯率影響數</b>	<b>(31)</b>	<b>(67)</b>	<b>126</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>635</b>	<b>192</b>	<b>2,853</b>	<b>505</b>	<b>1,583</b>

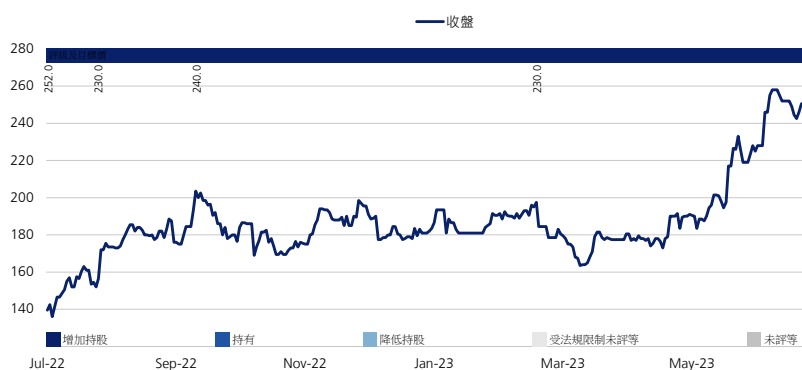
## 投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	30.6%	30.6%	28.6%	31.4%	30.5%
<b>= 營業利益率</b>	<b>18.0%</b>	<b>17.5%</b>	<b>22.8%</b>	<b>25.1%</b>	<b>26.3%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
+ 什項資產/營業收入	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>
營業利益率	18.0%	17.5%	22.8%	25.1%	26.3%
x 資本周轉率	1.5	1.7	2.0	1.9	2.2
x (1 - 有效現金稅率)	78.6%	81.5%	81.1%	78.5%	79.1%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>20.8%</b>	<b>24.1%</b>	<b>36.8%</b>	<b>38.3%</b>	<b>45.6%</b>

資料來源：公司資料，凱基



## 致茂 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-04-27	增加持股	230.0	179.0
2023-02-23	增加持股	230.0	197.5
2022-10-31	增加持股	240.0	176.5
2022-09-13	增加持股	240.0	203.5
2022-07-28	增加持股	230.0	156.5
2022-04-28	增加持股	252.0	163.0
2022-02-23	增加持股	252.0	195.5
2022-01-18	增加持股	252.0	218.0
2021-11-29	增加持股	230.0	183.0

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，週後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。