

致茂

(2360.TW/2360 TT)



增加持股·維持

收盤價 July 31 (NT\$)	276.0
12 個月目標價 (NT\$)	322.0
前次目標價 (NT\$)	322.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	16.7

焦點內容

2Q23 獲利符合凱基和市場預估。我們正面看待致茂 SLT 與電動車營收占比提升，並維持 2024 年獲利預估。

交易資料表

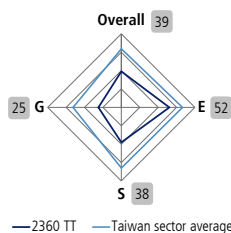
市值：(NT\$bn/US\$m)	117.4 / 3,739
流通在外股數 (百萬股)：	425.4
外資持有股數 (百萬股)：	287.0
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.19
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	163.5 - 289.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	45.3	49.2	60.5
相對表現 (%)	35.2	36.9	46.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.03A	3.95A	4.12A	2.05A
2023	2.23A	2.42F	3.27F	2.97F
2024	2.73F	2.88F	3.74F	3.38F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

黃新迪
886.2.2181.8745
roger.huang@kgi.com

施諺樺
886.2.2181.8005
jimmyshih.shih@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

2Q23 獲利合乎預期

重要訊息

2Q23 獲利符合凱基預估。

評論及分析

2Q23 獲利合乎預期。2Q23 EPS 2.42 元，季增 9% (但年減 39%)，符合凱基和市場預估，係因：(1) 營收 44.2 億元 (季持平、年減 11%) 符合凱基預估，但低於市場共識，其中系統級測試 (SLT) 需求強勁帶動半導體和光子學部門季增 63%，而 turnkey 解決方案營收則延至 2H23 認列；(2) 毛利率進一步季增 1.5 個百分點至 62.3%，優於凱基和市場預估，主因 TI & ATS 占比提升及電動車電池芯營收下滑；及 (3) 營利率 27.5% 高於凱基和市場預估。

3Q23 營收將進一步季增。致茂自估 3Q23 營收將伴隨旺季到來而季增。凱基預估 3Q23 EPS 將季增 35% 至 3.27 元 (年減 21%)，符合市場預估 3.37 元，係因：(1) 營收預估季增 34% 至 59.1 億元，主因 (a) 我們預估半導體需求將搭上美系大客戶 (含一 GPU 領導性業者與其他新客戶) SLT 需求而季增；(b) 旺季效應將帶動 TI & ATS 需求小幅季增；及 (c) turnkey 解決方案營收大幅季增；及 (2) 基於 turnkey 解決方案比重上揚，我們預估 3Q23 毛利率將季減。

SLT 升級趨勢不變。致茂看好客戶需求將帶動 2H23 SLT 出貨量較上半年成長；假設先進封裝產能瓶頸緩解，主要客戶需求料將於 2024 年進一步攀升。我們看好客戶 2H23-2024 年對 AI 等 HPC 應用之需求漸增，將帶動致茂 SLT 規格升級。

投資建議

我們正面看待致茂 SLT 與電動車營收占比提升，並維持 2024 年獲利預估。目標價仍為 322 元，相當於 2024 年預估每股盈餘 12.72 元的 25 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	20,776	23,895
營業毛利 (NT\$百萬)	7,544	8,450	11,357	12,131	14,007
營業利益 (NT\$百萬)	2,797	3,075	5,039	5,440	6,247
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,324	4,179	5,106	4,579	5,349
每股盈餘 (NT\$)	5.56	9.96	12.14	10.89	12.72
每股現金股利 (NT\$)	4.50	7.00	8.00	7.17	8.38
每股盈餘成長率 (%)	24.2	79.0	22.0	(10.3)	16.8
本益比 (x)	49.6	27.7	22.7	25.4	21.7
股價淨值比 (x)	7.2	6.3	5.5	5.1	4.8
EV/EBITDA (x)	21.3	19.8	12.9	11.6	10.3
淨負債比率 (%)	16.4	2.5	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.6	2.5	2.9	2.6	3.0
股東權益報酬率 (%)	15.2	24.2	25.6	20.7	22.5

資料來源：公司資料、凱基

圖 1：2Q23 財報及 3Q23 財測修正 vs.市場共識

百萬元	2Q23							3Q23F						
	實際數	凱基預估	差異 (%)	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	4,416	4,573	(3.4)	0.6	(10.5)	5,519	(20.0)	5,913	6,391	(7.5)	33.9	(11.2)	6,577	(10.1)
毛利	2,750	2,617	5.1	3.1	(5.3)	2,876	(4.4)	3,348	3,561	(6.0)	21.8	(4.3)	3,483	(3.9)
營業利益	1,214	1,190	2.0	2.3	(11.1)	1,250	(2.9)	1,569	1,637	(4.2)	29.2	(11.9)	1,709	(8.2)
稅前淨利	1,358	1,342	1.2	9.0	(34.1)	1,325	2.5	1,764	1,832	(3.7)	29.9	(21.8)	1,829	(3.6)
稅後淨利	1,018	1,014	0.4	8.7	(38.7)	1,187	(14.2)	1,377	1,432	(3.8)	35.2	(20.5)	1,473	(6.5)
每股盈餘 (元)	2.42	2.41	0.4	8.8	(38.7)	2.50	(3.1)	3.27	3.40	(3.8)	35.2	(20.5)	3.37	(2.9)
毛利率 (%)	62.3	57.2	5.0 ppts	1.5 ppts	3.5 ppts	52.1	10.2 ppts	56.6	55.7	0.9 ppts	(5.6) ppts	4.1 ppts	53.0	3.7 ppts
營利率 (%)	27.5	26.0	1.5 ppts	0.4 ppts	(0.2) ppts	22.7	4.8 ppts	26.5	25.6	0.9 ppts	(1.0) ppts	(0.2) ppts	26.0	0.5 ppts
淨利率 (%)	23.1	22.2	0.9 ppts	1.7 ppts	(10.6) ppts	21.5	1.6 ppts	23.3	22.4	0.9 ppts	0.2 ppts	(2.7) ppts	22.4	0.9 ppts

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-24 年 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	20,776	21,597	(3.8)	(5.9)	22,627	(8.2)	23,895	24,122	(0.9)	15.0	24,409	(2.1)
毛利	12,131	12,201	(0.6)	6.8	11,770	3.1	14,007	13,696	2.3	15.5	13,048	7.3
營業利益	5,440	5,416	0.4	8.0	5,153	5.6	6,247	6,346	(1.6)	14.8	6,063	3.0
稅前淨利	5,991	5,975	0.3	(7.0)	6,202	(3.4)	6,915	7,003	(1.3)	15.4	7,165	(3.5)
稅後淨利	4,579	4,575	0.1	(10.3)	4,656	(1.7)	5,349	5,420	(1.3)	16.8	5,145	4.0
每股盈餘 (元)	10.89	10.88	0.1	(10.3)	11.25	(3.2)	12.72	12.89	(1.3)	16.8	12.02	5.9
毛利率 (%)	58.4	56.5	1.9 ppts	6.9 ppts	52.0	6.4 ppts	58.6	56.8	1.8 ppts	0.2 ppts	53.5	5.2 ppts
營利率 (%)	26.2	25.1	1.1 ppts	3.3 ppts	22.8	3.4 ppts	26.1	26.3	(0.2) ppts	(0.0) ppts	24.8	1.3 ppts
淨利率 (%)	22.0	21.2	0.9 ppts	(1.1) ppts	20.6	1.5 ppts	22.4	22.5	(0.1) ppts	0.3 ppts	21.1	1.3 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

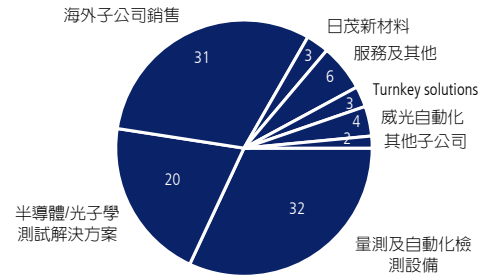
圖 3: 公司背景

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 4: 營收組成

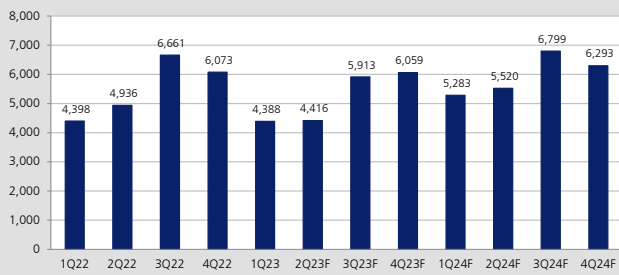
2022 營收比重，百分比



資料來源：凱基整理

圖 5: 季營業收入

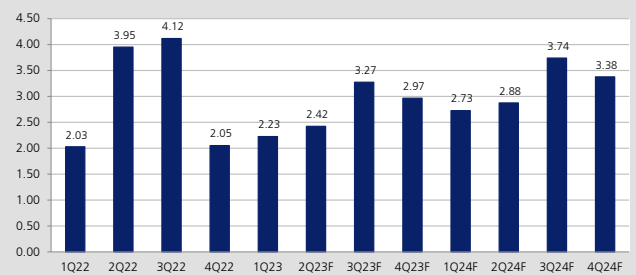
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

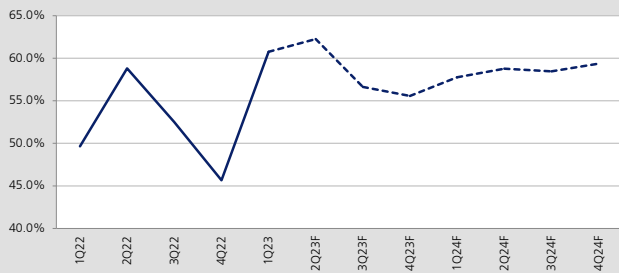
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

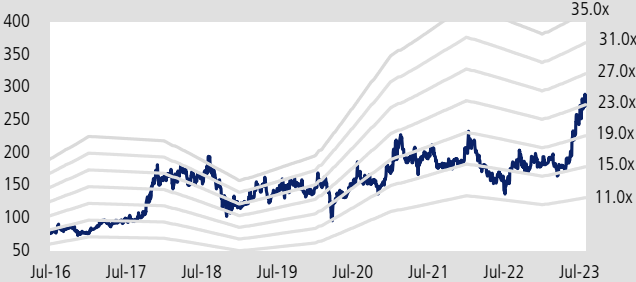
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 未來一年預估本益比區間

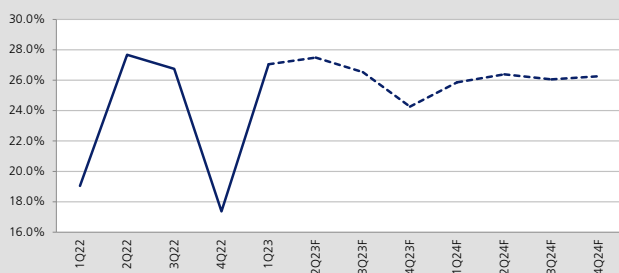
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 未來一年預估股價淨值比區間

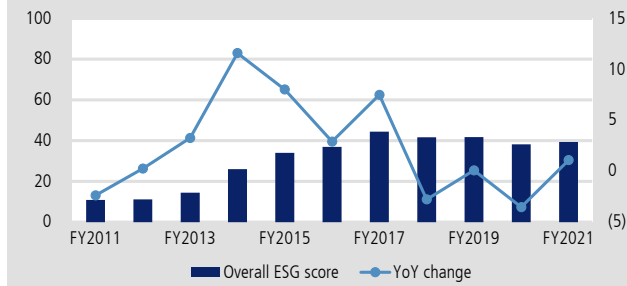
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：凱基

圖 11：ESG 整體分數

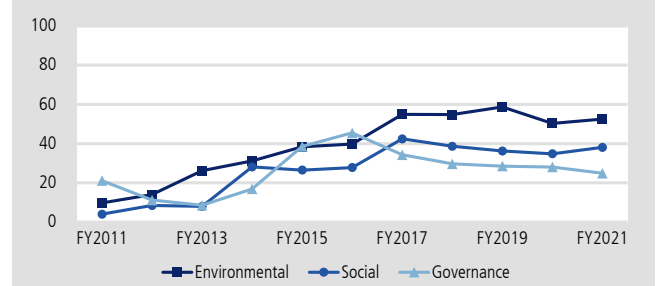
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 12：ESG 各項分數

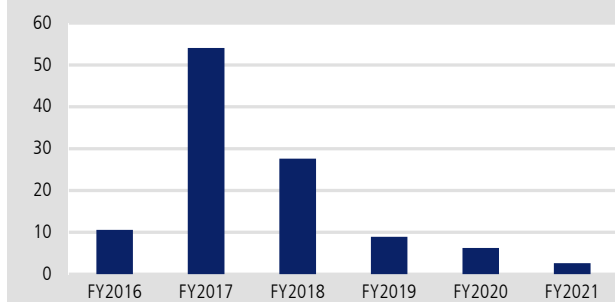
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13：捐款總額

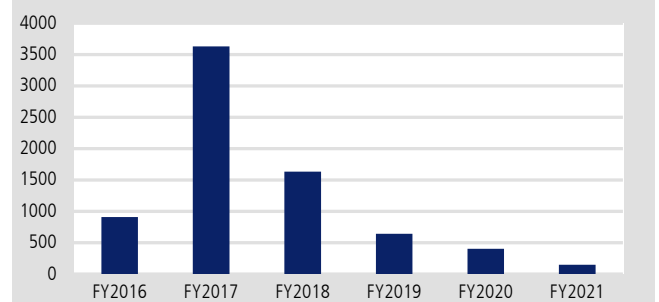
百萬台幣



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：捐款對百萬營收比例

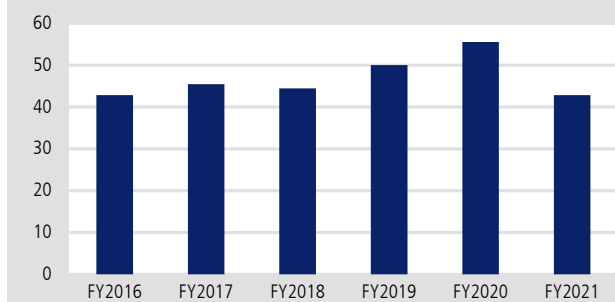
捐款/每百萬營收



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：獨立董事成員

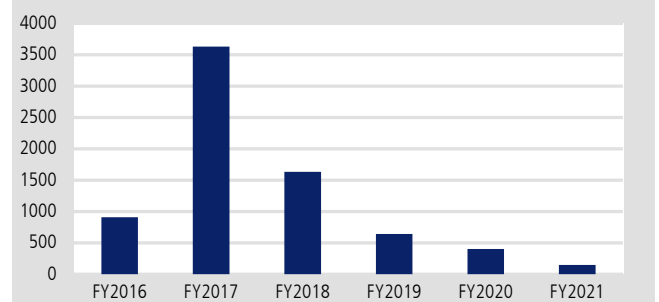
獨立董事成員，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：員工訓練

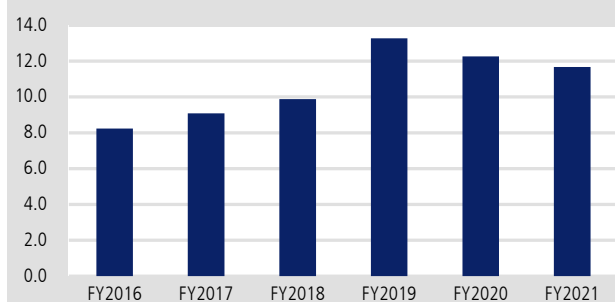
員工人均訓練成本，美元 (左軸)；人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：員工流動率

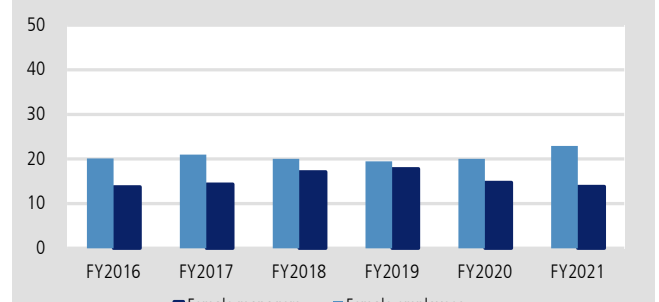
員工流動率，百分比



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	<p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>	
CO2 約當排放量	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>	

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	4,416	5,913	6,059	5,283	5,520	6,799	6,293	22,067	20,776	23,895
營業成本	(1,722)	(1,667)	(2,564)	(2,692)	(2,231)	(2,275)	(2,824)	(2,557)	(10,710)	(8,645)	(9,888)
營業毛利	2,666	2,750	3,348	3,367	3,052	3,245	3,974	3,736	11,357	12,131	14,007
營業費用	(1,479)	(1,536)	(1,780)	(1,896)	(1,685)	(1,788)	(2,203)	(2,083)	(6,318)	(6,691)	(7,760)
營業利益	1,187	1,214	1,569	1,470	1,367	1,456	1,772	1,653	5,039	5,440	6,247
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	1,453	1,808	1,774	1,624	1,714	2,030	1,911	5,723	6,397	7,279
利息收入	16	22	16	16	20	20	20	20	36	70	80
投資利益淨額	81	116	197	156	97	139	237	187	549	550	660
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	148	223	182	127	169	267	217	713	672	780
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)	14	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	744	(54)	(40)
總營業外費用	(60)	(4)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	689	(121)	(112)
稅前純益	1,246	1,358	1,764	1,624	1,466	1,597	2,010	1,842	6,441	5,991	6,915
所得稅費用[利益]	(283)	(304)	(353)	(325)	(293)	(383)	(402)	(368)	(1,220)	(1,264)	(1,447)
少數股東損益	(26)	(31)	(34)	(52)	(26)	(5)	(35)	(53)	(116)	(143)	(119)
非常項目前稅後純益	937	1,023	1,377	1,247	1,146	1,209	1,573	1,420	5,106	4,583	5,349
非常項目	(0)	(4)	-	-	-	-	-	-	-	(4)	-
稅後淨利	937	1,018	1,377	1,247	1,146	1,209	1,573	1,420	5,106	4,579	5,349
每股盈餘 (NT\$)	2.23	2.42	3.27	2.97	2.73	2.88	3.74	3.38	12.14	10.89	12.72
獲利率 (%)											
營業毛利率	60.8	62.3	56.6	55.6	57.8	58.8	58.5	59.4	51.5	58.4	58.6
營業利益率	27.1	27.5	26.5	24.3	25.9	26.4	26.1	26.3	22.8	26.2	26.1
EBITDA Margin	31.0	32.9	30.6	29.3	30.7	31.1	29.9	30.4	25.9	30.8	30.5
稅前純益率	28.4	30.7	29.8	26.8	27.7	28.9	29.6	29.3	29.2	28.8	28.9
稅後純益率	21.4	23.1	23.3	20.6	21.7	21.9	23.1	22.6	23.1	22.0	22.4
季成長率 (%)											
營業收入	(27.7)	0.6	33.9	2.5	(12.8)	4.5	23.2	(7.4)			
營業毛利	(3.9)	3.1	21.8	0.5	(9.4)	6.3	22.5	(6.0)			
營業收益增長	12.6	2.3	29.2	(6.3)	(7.1)	6.6	21.7	(6.7)			
EBITDA	10.8	6.7	24.4	(1.9)	(8.5)	5.5	18.4	(5.9)			
稅前純益	11.3	9.0	29.9	(7.9)	(9.8)	9.0	25.9	(8.4)			
稅後純益	8.7	8.7	35.2	(9.4)	(8.1)	5.5	30.1	(9.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	(0.2)	(10.5)	(11.2)	(0.2)	20.4	25.0	15.0	3.9	25.5	(5.9)	15.0
營業毛利	22.1	(5.3)	(4.3)	21.4	14.5	18.0	18.7	11.0	34.4	6.8	15.5
營業收益	41.7	(11.1)	(11.9)	39.4	15.1	20.0	12.9	12.4	63.9	8.0	14.8
EBITDA	35.8	(5.4)	(7.5)	44.4	19.3	17.9	12.3	7.7	56.0	11.8	13.8
稅前純益	24.0	(34.1)	(21.8)	45.1	17.7	17.6	14.0	13.4	21.9	(7.0)	15.4
稅後純益	10.0	(38.7)	(20.5)	44.6	22.3	18.7	14.3	13.9	22.2	(10.3)	16.8

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
資產總額	28,129	29,546	33,829	33,740	36,289
流動資產	13,528	14,725	17,768	17,450	19,998
現金及短期投資	4,442	4,947	6,685	7,562	8,911
存貨	3,028	3,916	4,753	3,836	4,376
應收帳款及票據	4,394	4,526	4,763	4,484	5,144
其他流動資產	1,663	1,336	1,568	1,568	1,568
非流動資產	14,601	14,822	16,060	16,290	16,291
長期投資	7,144	7,436	7,754	8,025	8,240
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
負債總額	11,740	10,599	11,956	10,197	10,843
流動負債	8,425	7,879	9,284	8,550	9,054
應付帳款及票據	2,689	3,055	2,938	2,371	2,705
短期借款	3,188	2,114	2,024	2,207	1,866
什項負債	2,548	2,710	4,322	3,971	4,484
長期負債	3,315	2,719	2,672	1,647	1,789
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
股東權益總額	16,389	18,947	21,873	23,543	25,446
普通股股本	4,213	4,219	4,254	4,254	4,254
保留盈餘	5,161	7,256	8,971	10,498	12,282
少數股東權益	325	434	512	655	775
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	11.7%	13.2%	25.5%	(5.9%)	15.0%
營業收益增長	35.8%	9.9%	63.9%	8.0%	14.8%
EBITDA	29.2%	13.4%	56.0%	11.8%	13.8%
稅後純益	25.3%	79.8%	22.2%	(10.3%)	16.8%
每股盈餘成長率	24.2%	79.0%	22.0%	(10.3%)	16.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	48.6%	48.1%	51.5%	58.4%	58.6%
營業利益率	18.0%	17.5%	22.8%	26.2%	26.1%
EBITDA Margin	20.8%	20.9%	25.9%	30.8%	30.5%
稅後純益率	15.0%	23.8%	23.1%	22.0%	22.4%
平均資產報酬率	8.7%	14.5%	16.1%	13.6%	15.3%
股東權益報酬率	15.2%	24.2%	25.6%	20.7%	22.5%
穩定 / 償債能力分析					
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	90.4	97.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.7	0.8	0.7	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	46.1	57.9	96.2	83.8	67.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.8	1.2	2.5	2.5	2.5
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	1.6	1.7
淨負債 (NT\$百萬)	2,696	473	(2,753)	(4,472)	(6,020)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	5.56	9.96	12.14	10.89	12.72
每股現金盈餘 (NT\$)	6.49	6.17	12.60	13.35	11.55
每股淨值 (NT\$)	38.13	43.88	50.21	53.80	58.00
調整後每股淨值 (NT\$)	38.45	44.10	50.80	54.42	58.67
每股營收 (NT\$)	37.18	41.89	52.48	49.40	56.82
EBITDA/Share (NT\$)	7.75	8.74	13.61	15.21	17.31
每股現金股利 (NT\$)	4.50	7.00	8.00	7.17	8.38
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.58	0.61	0.70	0.61	0.68
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
營業收入	15,533	17,584	22,067	20,776	23,895
營業成本	(7,988)	(9,134)	(10,710)	(8,645)	(9,888)
營業毛利	7,544	8,450	11,357	12,131	14,007
營業費用	(4,747)	(5,375)	(6,318)	(6,691)	(7,760)
營業利益	2,797	3,075	5,039	5,440	6,247
總營業外收入	369	575	713	672	780
利息收入	17	24	36	70	80
投資利益淨額	157	376	549	550	660
其他營業外收入	195	175	128	52	40
總營業外費用	(137)	1,633	689	(121)	(112)
利息費用	(59)	(45)	(55)	(67)	(72)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(78)	1,678	744	(54)	(40)
稅前純益	3,029	5,284	6,441	5,991	6,915
所得稅費用[利益]	(648)	(979)	(1,220)	(1,264)	(1,447)
少數股東損益	(57)	(126)	(116)	(143)	(119)
非常項目	-	(0)	(0)	(4)	-
稅後淨利	2,324	4,179	5,106	4,579	5,349
EBITDA	3,237	3,669	5,723	6,397	7,279
每股盈餘 (NT\$)	5.56	9.96	12.14	10.89	12.72

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	2,712	2,592	5,297	5,615	4,855
本期純益	2,324	4,179	5,106	4,579	5,349
折舊及攤提	439	594	684	957	1,031
本期運用資金變動	(292)	(878)	(1,218)	629	(865)
其他營業資產及負債變動	240	(1,303)	725	(550)	(660)
投資活動之現金流量	(1,546)	1,738	902	(637)	(373)
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)
自由現金流	701	1,116	2,832	4,962	4,289
融資活動之現金流量	(499)	(4,071)	(3,471)	(4,102)	(3,133)
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)	(3,052)
其他融資現金流	(34)	(123)	(26)	143	119
匯率影響數	(31)	(67)	126		
本期產生現金流量	635	192	2,853	877	1,349

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%	32.2%	32.5%
= 營業利益率	18.0%	17.5%	22.8%	26.2%	26.1%
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
= 資本周轉率	1.5	1.7	2.0	1.9	2.2
營業利益率	18.0%	17.5%	22.8%	26.2%	26.1%
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%	78.9%	79.1%
= 稅後 ROIC	20.8%	24.1%	36.8%	39.8%	45.2%

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
2023-07-03	增加持股	322.0	256.5
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，適後若有變更時，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。