

2024 年 2 月 14 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

前日收盤價	245.00 元
目標價	
3 個月	260.00 元
12 個月	260.00 元

## 近期報告日期、評等及前日股價

11/10/2024	Neutral	263.0
05/11/2023	Trading Buy	177.0
03/24/2023	已到目標價	
02/14/2023	Trading Buy	171.0
11/11/2023	Neutral	145.0

## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	862
市值(億元)	211
目前每股淨值(元)	79.40
外資持股比(%)	29.01
投信持股比(%)	6.64
董監持股比(%)	9.67
融資餘額(張)	1,167
現金股息配發率(F)(%)	63.79

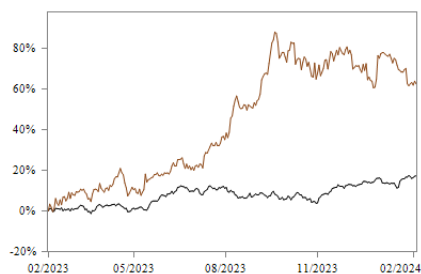
## 產品組合



■ 類比 IC: 100.00%

## 股價相對大盤走勢

— 8081 — TWSE



## 致新(8081 TT)

Trading Buy

業績將逐步回升，建議 Trading Buy，目標價 260 元。

**投資建議：**終端需求轉弱，訂單能見度低，客戶和致新仍在調整庫存中，不過致新將持續增加研發經費，開發新產品、拓展新客戶，而現在晶圓代工產能較鬆，也可以較積極和客戶推銷新產品，有助公司未來的成長，預估致新 2024 年稅後 EPS 17.41 元。現在消費市場弱，致新的客戶和致新本身仍在調整庫存中，且產品價格持續有壓力，但至少目前來看，庫存的量應該不會再增加，2024 年會回到正常性季節性求，1Q24 可望為 2024 年谷底，業績逐步回升，因此建議 Trading Buy，目標價 260 元。

**4Q23 稅後 EPS 3.36 元：**致新 4Q23 營收 18.08 億元，QoQ-19.36%，致新面板 PMIC solution 佔營收比重降至 34%，營收 6.15 億元，QoQ-23.84%；PC/NB 相關應用佔公司營收比重增加至 33%，營收為 5.97 億元，QoQ-14.16%；TV 佔 14%，營收為 2.53 億元，QoQ-29.44%，Distributor 佔營收比重 2%，營收 QoQ-19.36%。Motor 佔營收比重維持 5%，營收為 0.90 億元，QoQ-19.36%，Others 佔營收比重增加至 12%，營收 QoQ-3.24%。毛利率方面，因產品組合佳而上揚，增加 1.13 個百分點至 42.16%，4Q23 稅後 EPS 3.36 元。2023 年稅後 EPS 17.24 元。

**傳統淡季，預估 1Q24 稅後 EPS 3.98 元：**受到傳統淡季、終端需求仍疲弱以及汽車與工業應用庫存調整，以及歲修與工作天數短少的影響，客戶下單保守。面板方面，面板廠維持減產，稼動率並沒有提升，不過客戶會積極開發車用 LCD 和 OLED 面板，伺服器及 Motor 等相關產品，長期趨勢是成長。毛利率方面，致新恢復原來每季和客戶議價的方式，ASP 呈現逐季下滑，但庫存損失提列減少，1Q24 毛利率將為 38~41%。預期 1Q24 本業將和 4Q23 相近，並非淡季不淡，而是客戶在 4Q23 已大幅下調訂單量，1Q24 客戶態度還是保守，拉貨謹慎。預估致新 1Q24 稅後 EPS 3.98 元。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	7,911	8,203	9,113	1,713	1,778	2,083	2,242	1,808	1,884	2,010	2,234	2,075
營業毛利淨額	3,198	3,358	3,684	602	683	832	920	762	768	815	917	859
營業利益	1,585	1,689	1,830	279	300	432	473	380	381	407	463	438
稅後純益	1,486	1,501	1,575	152	255	420	522	290	343	355	413	390
稅後 EPS(元)	17.24	17.41	18.28	1.77	2.95	4.87	6.05	3.36	3.98	4.12	4.79	4.53
毛利率(%)	40.42%	40.94%	40.43%	35.17%	38.45%	39.95%	41.03%	42.16%	40.74%	40.54%	41.04%	41.39%
營業利益率(%)	20.04%	20.59%	20.09%	16.32%	16.87%	20.76%	21.08%	21.03%	20.24%	20.24%	20.74%	21.09%
稅後純益率(%)	18.79%	18.29%	17.29%	8.88%	14.32%	20.17%	23.27%	16.02%	18.19%	17.65%	18.48%	18.80%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-6.05%	3.70%	11.08%	-4.16%	3.79%	17.17%	7.66%	-19.36%	4.22%	6.66%	11.15%	-7.13%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-22.82%	0.98%	4.98%	-65.84%	67.30%	65.02%	24.21%	-44.49%	18.35%	3.52%	16.37%	-5.51%

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 8.62 億元計算。

2024 年 2 月 14 日

## 致新 ESG：

致新為 IC 設計公司，無工廠，辦公環境為一般辦公室，營業活動對環境負荷衝擊甚低，不過公司推動外包生產工廠各項能源減量措施，選用高能源效率及節能設計之設備，降低企業及產品能源消耗，並訂定相關環境考量面管理程序，使用原物料均符合歐盟之 ROHS、REACH 法規。

**致新 4Q23 營收 18.08 億元，QoQ-19.36%，稅前獲利 3.13 億元，QoQ-50.31%，稅後 EPS 3.36 元：**

4Q23 客戶大都會在 3Q23 先拉貨，且接近年底，客戶下單趨保守，致新 4Q23 營收 18.08 億元，QoQ-19.36%，致新面板 PMIC solution 出貨量下滑，佔營收比重從 36%降至 34%，營收 6.15 億元，QoQ-23.84%；PC/NB 市場較 3Q23 下滑，因為終端還有部份庫存調整，4Q23 PC 相關應用佔公司營收比重從 31%增加至 33%，營收為 5.97 億元，QoQ-14.16%；TV 佔致新營收比重從 16%降至 14%，營收為 2.53 億元，QoQ-29.44%，致新出貨給面板和 TV 終端廠的產品不同，只出具備基本的驅動 IC 與 PCB 板 open cell。Distributor 方面，致新可直接供貨給較大的客戶，因此佔致新營收比重一直不高，佔致新營收比重 2%，營收 QoQ-19.36%。Motor 佔營收比重維持 5%，營收為 0.90 億元，QoQ-19.36%，Motor 是受景氣影響大且庫存調整較晚，客戶仍在調整庫存；Others(包括 OIS、行動電源、DSC、平板、手機、玩具、HD、網通等)，佔營收比重增加至 12%，營收 QoQ-3.24%，網通相關表現較佳，前三大項目佔公司 81%。

毛利率方面，因產品組合佳而上揚，庫存損失提列已降很低，因為公司是照庫齡提列庫存損失，超過 6 個月提列 25%，超過 1 年提列 50%，至目前庫存消耗很多，所以越提越少。4Q23 毛利率從 3Q23 的 40.39%增加 1.13 個百分點至 42.16%，營業費用下滑，因分紅減少，業外損失大都來自台幣升值，約 6,700 萬，4Q23 稅前獲利 3.13 億元，QoQ-50.31%，稅後 EPS 3.36 元。

2023 年營收為 79.46 億元，YoY-6.06%，稅前獲利 17.85 億元，YoY-25.01%，稅後 EPS 17.24 元。

表一、致新產品組合

Application	1Q23	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Panel	39%	39%	42%	36%	34%
PC	32%	32%	29%	31%	33%
TV	14%	14%	14%	16%	14%
Motor	4%	4%	5%	5%	5%
Distributor	2%	2%	2%	2%	2%
Others	9%	9%	8%	10%	12%

資料來源:致新、群益預估

**客戶拉貨保守，預估致新 1Q24 營收 18.84 億元，QoQ+4.22%，稅前獲利 4.13 億元，QoQ+32.03%，稅後 EPS 3.98 元：**

受到傳統淡季、終端需求仍疲弱以及汽車與工業應用庫存調整，以及歲修與工作天數短少的影響，客戶下單保守。面板方面，面板廠維持減產，稼

2024 年 2 月 14 日

動率並沒有提升，不過客戶會積極開發車用 LCD 和 OLED 面板，伺服器及 Motor 等相關產品，長期趨勢是成長。

致新庫存天數持續向下，1Q23 191 天、2Q23 167 天、3Q23 154 天、4Q23 158 天，雖然 4Q23 庫存天數增加，是因為營收下滑幅度大，但庫存絕對金額是下滑，亦顯示客戶端的庫存消化已差不多，致新的產品 life cycle 至少要 3~5 個月 (Foundry 2~3 個月，封測 1 個月)，公司正常庫存天數應該在 120~130 天，預期 2024 年庫存回到正常水準，但未來減少的速度會越來越慢，長料會繼續消化，但短料開始恢復投片。

1Q24 毛利率方面，晶圓廠價格有鬆動，庫存金額逐季下降，未來庫存提列金額因此下滑。當晶圓產能開始鬆動，客戶調整庫存，致新恢復原來每季和客戶議價的方式，原有產品 ASP 呈現逐季下滑，毛利率有壓力，維持毛利率的基本方法就是不斷開發新產品或提高良率，目前預期 1Q24 毛利率 38~41%。預期 1Q24 本業將和 4Q23 相近，並非淡季不淡，而是客戶在 4Q23 已大幅下調訂單量，1Q24 客戶態度還是保守，拉貨謹慎保守。

預估致新 1Q24 營收 18.84 億元，QoQ+4.22%，稅前獲利 4.13 億元，QoQ+32.03%，稅後 EPS 3.98 元。

**持續開發新產品，預估致新 2024 年營收為 82.03 億元，YoY+3.70%，稅前獲利 18.24 億元，YoY+2.16%，稅後 EPS 17.41 元：**

受惠於 PC 換機潮、DDR5 新品發酵，加上車用產品的持續拓展，可望逐步增加營運動能，致新 2024 年營運表現有望回到成長軌道。

公司尚未涉入 HPC 相關產品，主要還是以正規 PC/NB 相關產品為主，PC 相關 DDR5 滲透率速度較原本預期慢，目前即使在伺服器和電競領域，也不是所有用戶都使用 DDR5。DDR5 世代將會有 5600MT/s、6400MT/s 和 7200MT/s。DDR4 應該不會再有新的世代。當 DDR5 的速度提高到 6400MT/s 時，其性能已大幅優於 DDR4，優先考慮性能的用戶應該會開始採用 DDR5。當 DDR5 的速度提高到 7200MT/s 時，DDR5 的價格差距也應該會縮小，考慮性價比 (CP 值) 的用戶也會開始採用 DDR5。現在 Samsung 開始擴大減產明顯限縮整體 DDR4 投片規模，供應端的伺服器 DDR4 庫存也降低，但為提升獲利，DRAM 原廠也開始擴大投入生產 DDR5。雖然現在伺服器 DDR4 與 DDR5 之間仍有價差，不過原廠不再生產 DDR4，DDR4 價格不再下跌，DDR5 價格將會下滑。之後 DDR4 的採用率與性價比關係就降低。未來幾年 DDR5 PMIC 的需求量會上升，但平均售價 ASP 會下降。JEDEC 會不斷更新 PMIC 規格，因此電源管理 IC 廠需要重開 IC，並將其送回客戶進行重新認證。目前伺服器 DDR5 PMIC 供應商包括瑞薩、TI、MPS、Samsung LSI 和瀾起。Client PMIC 供應商包括瑞薩、TI、MPS、三星 LSI、立錡、致新和茂達。且 Client 根據性能分為電競、商用和消費者級別，電競用戶會最先採用 DDR5，而消費者級別則會是最晚使用 DDR5。目前市佔率最高為 MPS，JEDEC 將會統一規格，未來將為 commodity 產品。致新認為最早受惠為國際 PMIC 廠，預估 2024 年 DDR5 滲透率達到 50% 以上，

致新 Power switch。Type-C 相關產品出貨，致新只做 Power 相關，沒有發展 controller，主要應用於 NB Host 端，目前一台 NB 大多只有一個 USB 採用 Type-C，Type-C 貢獻致新營收效應已顯現。LCD panel、computing、OIS 和 industrial 等產品亦是公司發展重點，雖著高速傳輸增加，Power 相關應

2024 年 2 月 14 日

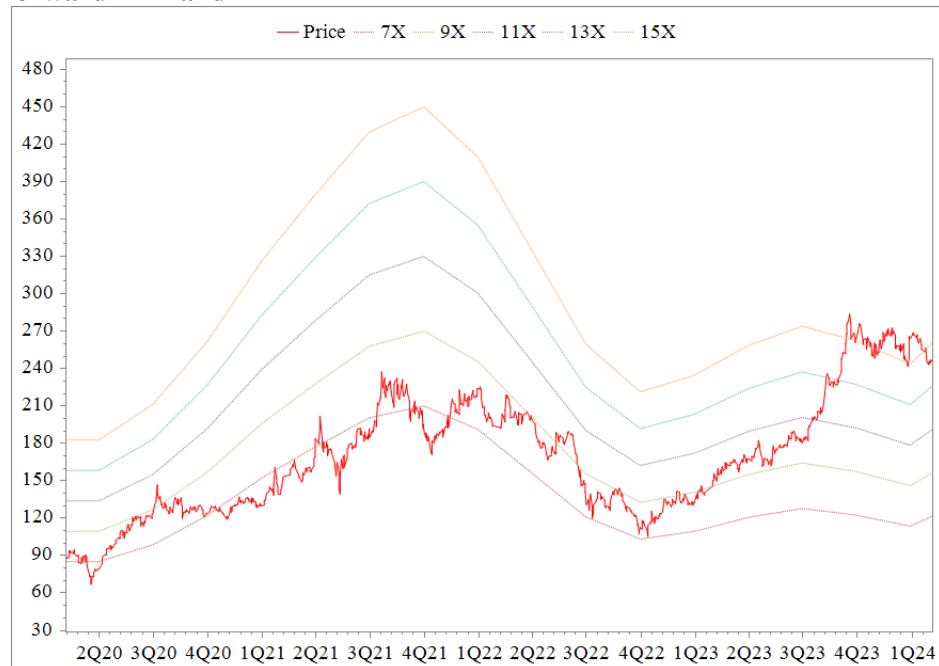
用也隨之成長。Panel 方面，致新積極提升台系面板廠客戶和中國京東方等供應鏈的市佔率，加上 TV 廠陸續推出大尺寸的面板，即使台數沒有增加，不過面板越大，耗電量將會更大，對電源管理 IC 需求就會增加，此外 8K4K 用 Driver IC 顆數增加，耗電量也增加，對電源管理 ASP 會有幫助。面板/TV 現在進入淡季，不過面板報價止穩，主要是因為面板廠減產所致。此外，公司也有發展 OLED 相關產品，

致新毛利率方面，致新目前晶圓合作夥伴為台積電、聯電以及 Magna Chip。台積電是每年談一次價格，聯電則是每季談，Magna Chip 是隨時談。晶圓代工廠產能鬆動，晶圓代工成本會逐步下滑，不過公司拿到的成本就是 rolling，成本是溫和變動。雖然現在景氣差使晶圓代工產能鬆動，不過公司可以取得較多的產能開發新產品，現在公司每年新產品 50~100 種，這將支持致新未來的營運動能。目前需求端拉貨較緩，要向客戶反應成本不易，致新和客戶是採每季議價，因為上游晶圓代工廠產能鬆動，恢復以產品性價比的競爭模式，意即致新的產品價格已面臨下滑的壓力，ASP 下滑是原本就存在，客戶往年就是會固定議價，和庫存沒有太大的關係，要看每家競爭策略而定。

致新的客戶和致新本身庫存調整告一段落，致新將持續增加研發經費，開發新產品、拓展新客戶。而現在晶圓代工產能較鬆，也可以較積極和客戶推銷新產品，增加公司未來的成長動能。2024 年會回到正常性季節性求，預估致新 2024 年營收為 82.03 億元，YoY+3.70%，稅前獲利 18.24 億元，YoY+2.16%，稅後 EPS 17.41 元。

2024 年 2 月 14 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



2024 年 2 月 14 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	10,192	9,132	10,654	11,620	12,631
流動資產	7,768	6,816	6,342	6,501	8,618
現金及約當現金	3,458	2,909	2,769	2,805	3,740
應收帳款與票據	2,142	1,369	1,788	1,558	2,185
存貨	2,097	2,482	1,542	1,822	2,058
採權益法之投資	56	57	154	194	138
不動產、廠房設備	1,183	1,177	1,190	1,200	1,218
<b>負債總計</b>	<b>3,353</b>	<b>1,893</b>	<b>3,135</b>	<b>3,548</b>	<b>3,933</b>
流動負債	3,157	1,718	1,568	1,416	2,416
應付帳款及票據	1,075	439	788	701	722
非流動負債	196	176	1,218	1,870	1,233
<b>權益總計</b>	6,839	7,239	7,518	8,071	8,699
普通股股本	862	862	862	862	862
保留盈餘	3,968	4,515	4,795	5,347	5,975
母公司業主權益	6,070	6,527	6,806	7,359	7,987
<b>負債及權益總計</b>	<b>10,192</b>	<b>9,132</b>	<b>10,654</b>	<b>11,620</b>	<b>12,631</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	9,415	8,420	7,911	8,203	9,113
營業成本	4,865	4,630	4,713	4,845	5,428
<b>營業毛利淨額</b>	4,550	3,790	3,198	3,358	3,684
營業費用	1,754	1,677	1,613	1,669	1,854
<b>營業利益</b>	2,796	2,114	1,585	1,689	1,830
<b>EBITDA</b>	2,930	2,501	1,896	1,935	2,038
業外收入及支出	1	267	200	135	97
稅前純益	2,805	2,381	1,785	1,824	1,927
所得稅	515	408	299	323	352
稅後純益	2,182	1,926	1,486	1,501	1,575
稅後 EPS(元)	25.31	22.34	17.24	17.41	18.28
完全稀釋 EPS**	25.32	22.35	17.25	17.41	18.28

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 8.62【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 8.62 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	27.10%	-10.57%	-6.05%	3.70%	11.08%
營業毛利淨額	62.61%	-16.69%	-15.63%	5.02%	9.71%
營業利益	105.78%	-24.41%	-25.00%	6.56%	8.36%
稅後純益	107.85%	-11.73%	-22.82%	0.98%	4.98%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	48.33%	45.02%	40.42%	40.94%	40.43%
EBITDA(%)	31.12%	29.70%	23.97%	23.59%	22.37%
營益率	29.70%	25.10%	20.04%	20.59%	20.09%
稅後純益率	23.17%	22.87%	18.79%	18.29%	17.29%
總資產報酬率	21.40%	21.09%	13.95%	12.91%	12.47%
股東權益報酬率	31.90%	26.60%	19.77%	18.59%	18.11%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	32.90%	20.73%	29.43%	30.54%	31.14%
負債/淨值比(%)	49.03%	26.16%	41.70%	43.96%	45.21%
流動比率(%)	246.04%	396.79%	404.61%	459.15%	356.65%

## 其他比率分析

存貨天數	118.82	180.50	155.83	126.72	130.47
應收帳款天數	74.36	76.10	72.83	74.43	74.95

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	1,596	1,730	2,114	1,702	1,885
稅前純益	2,805	2,381	1,785	1,824	1,927
折舊及攤銷	128	140	145	152	139
營運資金變動	-1,353	-249	871	-137	-842
其他營運現金	15	-541	-688	-137	661
<b>投資活動現金</b>	-270	-148	-2,344	-940	658
資本支出淨額	-56	-59	-77	-64	-67
長期投資變動	-68	-56	-383	-119	-341
其他投資現金	-146	-33	-1,884	-757	1,067
<b>籌資活動現金</b>	-753	-2,134	90	-725	-1,608
長借/公司債變動	0	0	1,042	651	-636
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-814	-1,372	-1,206	-948	-948
其他籌資現金	61	-763	254	-428	-24
<b>淨現金流量</b>	572	-549	-140	36	935
<b>期初現金</b>	2,886	3,458	2,909	2,769	2,805
<b>期末現金</b>	3,458	2,909	2,769	2,805	3,740

資料來源：CMoney、群益

2024 年 2 月 14 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	1,787	1,713	1,778	2,083	2,242	1,808	1,884	2,010	2,234	2,075	2,049	2,171
營業成本	997	1,110	1,094	1,251	1,322	1,046	1,117	1,195	1,317	1,216	1,222	1,288
營業毛利淨額	790	602	683	832	920	762	768	815	917	859	828	882
營業費用	417	323	384	400	447	382	386	408	454	421	420	441
營業利益	373	279	300	432	473	380	381	407	463	438	408	442
業外收入及支出	183	-125	-10	121	157	-67	32	37	34	32	26	30
稅前純益	556	154	290	553	630	313	413	444	497	470	433	471
所得稅	103	16	48	125	104	22	70	89	85	80	74	94
稅後純益	445	152	255	420	522	290	343	355	413	390	360	377
最新股本	862	862	862	862	862	862	862	862	862	862	862	862
稅後EPS(元)	5.17	1.77	2.95	4.87	6.05	3.36	3.98	4.12	4.79	4.53	4.17	4.37

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	44.20%	35.17%	38.45%	39.95%	41.03%	42.16%	40.74%	40.54%	41.04%	41.39%	40.39%	40.64%
營業利益率(%)	20.88%	16.32%	16.87%	20.76%	21.08%	21.03%	20.24%	20.24%	20.74%	21.09%	19.89%	20.34%
稅後純益率(%)	24.93%	8.88%	14.32%	20.17%	23.27%	16.02%	18.19%	17.65%	18.48%	18.80%	17.55%	17.37%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-24.91%	-4.16%	3.79%	17.17%	7.66%	-19.36%	4.22%	6.66%	11.15%	-7.13%	-1.23%	5.92%
營業利益	-46.50%	-25.08%	7.32%	44.17%	9.31%	-19.56%	0.33%	6.65%	13.89%	-5.55%	-6.84%	8.30%
稅前純益	-31.72%	-72.26%	87.73%	90.95%	13.77%	-50.31%	32.03%	7.40%	12.16%	-5.51%	-7.84%	8.78%
稅後純益	-30.42%	-65.84%	67.30%	65.02%	24.21%	-44.49%	18.35%	3.52%	16.37%	-5.51%	-7.84%	4.84%

## YoY(%)

營業收入淨額	-28.99%	-26.62%	-30.02%	-12.49%	25.47%	5.56%	6.01%	-3.50%	-0.37%	14.76%	8.75%	7.99%
營業利益	-55.25%	-62.17%	-60.72%	-37.99%	26.70%	36.03%	27.17%	-5.92%	-1.97%	15.10%	6.88%	8.53%
稅前純益	-37.25%	-78.99%	-66.13%	-32.09%	13.15%	102.65%	42.52%	-19.84%	-20.98%	50.28%	4.90%	6.25%
稅後純益	-34.16%	-73.85%	-62.98%	-34.38%	17.13%	90.34%	34.65%	-15.54%	-20.87%	34.71%	4.90%	6.25%

註1：稅後EPS以股本8.62億元計算

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。