

致茂 (2360 TT) Chroma

半導體迎強勁復甦，營運茂盛在即

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$330.0

收盤價 (2024/04/09)：NT\$251.5
隱含漲幅：31.2%

營收組成 (4Q23)

Power Testing 44%、Semi/Photo 7%、Overseas 40%、MAS & others 1%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	330.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	20.7	--
2024年EPS	10.5	--

交易資料表

市值	NT\$106,990百萬元
外資持股比率	66.8%
董監持股比率	5.7%
調整後每股淨值(2023A)	NT\$56.07
負債比	32.8%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	22,067	18,676	20,722	24,799
營業利益	5,039	4,673	5,278	6,427
稅後純益	5,106	3,979	4,432	5,379
EPS (元)	9.93	9.45	10.53	12.78
EPS YoY (%)	79.9	-4.8	11.4	21.4
本益比 (倍)	25.3	26.6	23.9	19.7
股價淨值比 (倍)	5.0	4.8	4.5	4.1
ROE (%)	25.6	18.8	19.0	21.3
現金殖利率 (%)	3.2%	2.6%	2.9%	3.6%
現金股利 (元)	8.00	6.60	7.37	8.94

劉誠新

Anthony.Lau@yuantia.com

徐銘峻

Michael.MC.Hsu@Yuantia.com

元大觀點

看好歐美自建電池供應鏈與非 EV 應用(5G Power、Clean Tech)帶動
◆ 今年電力測試業務持續成長 8%/21%。

◆ ATE 產品線已進入復甦期，且評估公司將持續為美系客戶 SLT 系統獨家供應商，估 2024/2025 年半導體業務成長 94%/26%。

◆ 基於半導體業務進入強勁復甦期，且獲利將自 1Q24 起改善，初次評等給予買進，目標價 330 元(28x 2H24-1H25 EPS NT\$11.8)。

中國以外地區自建電池趨勢與其他應用帶動電力測試業務成長

儘管部分投資人仍擔憂中國電池市場供過於求，然本中心預估今年電力測試(Power Testing)業務持續成長 8%/21% (圖 11)，主因 1) 中國以外地區電池需求：東南亞訂單貢獻外，歐美電池訂單預計於 4Q24-1Q25 開始發酵，並受惠於歐美政府激勵措施(圖 8、9)；2) 其他應用：5G Power/Clean Tech 應用(合計佔 Power Testing 營收~30%)將隨智慧工廠與 ESG 趨勢持續成長。

半導體為今年成長主軸，SLT 產品將大幅受惠 AI GPU 趨勢

半導體(Semi/Photo)業務則將為 2024 年主要成長動能，估 2024/2025 年成長 94%/26% (圖 13)，其中：1) ATE 設備：預期營收於今年恢復至疫情前 15-16 億元水準，受惠於中國成熟製程產能開出，致茂過往於主要封測廠已具有導入實績(圖 17)，且因與中系業者聚焦記憶體/功率市場有異，評估競爭影響可控；2) SLT 業務：我們於[半導體測試介面產業](#)指出未來 SLT 為 AI GPU 標配需求，且致茂提供軟硬體整體解決方案，亦提供溫控系統以滿足 AI GPU 日益增加之功率密度(Power Density) (圖 19、20)，評估致茂將持續為美系客戶獨家供應 SLT 系統，並預期美系客戶拉貨於 2-3Q24 持續轉強以因應 B 系列晶片後續需求，預估 SLT 業務於 2024/2025 年成長 120%/30%。

下一波上升循環將近，初次評等給予買進

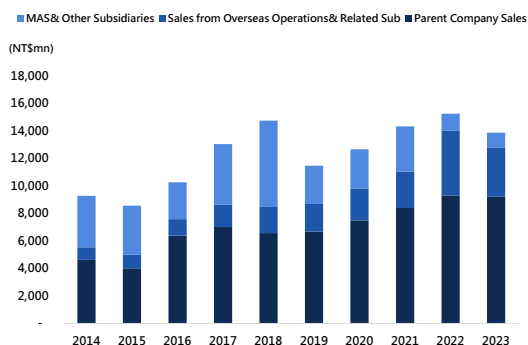
此外，4Q23 中國 EV 相關標案使毛利率降至 51%為一次性因素，我們預期 1Q24 將回升至 54%，後續亦將維持於 55-60%，受惠於 1) 東南亞/歐美電池建置需求將帶動電力測試業務回溫；2) 半導體業務進入強勁復甦期，尤其 SLT 貢獻將逐步放大，帶動今年 EPS 成長 11%/21%至 10.5/12.8 元，因此根據 2H24-1H25F EPS NT\$11.8、目標本益比 28 倍，推得目標價 330 元，初次報告給予買進評等。

營運分析

致茂逐漸降低低毛利業務，長期成長性具多元化應用

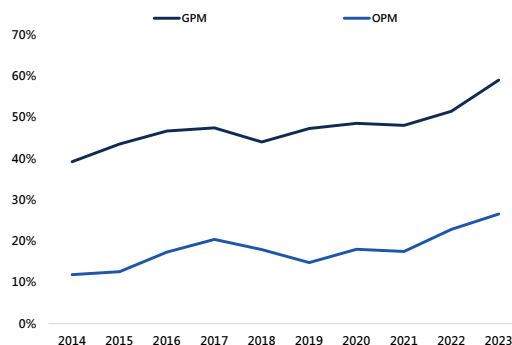
致茂成立於 1984 年，進行多次併購與轉投資(圖 42)以掌握電子測試之多元應用，因此使**母公司與海外量測事業子公司業務合計比重**自 2014 年之 60% 提升至 2023 年之 95% (圖 1)，2014 年至今獲利率持續提升(圖 2)，反映公司切入之新應用具有良好之定價環境，以維持整體業務獲利能力。

圖 1：2014-2023 年致茂業務別營收趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：2014-2023 年毛利率與營益率持續成長

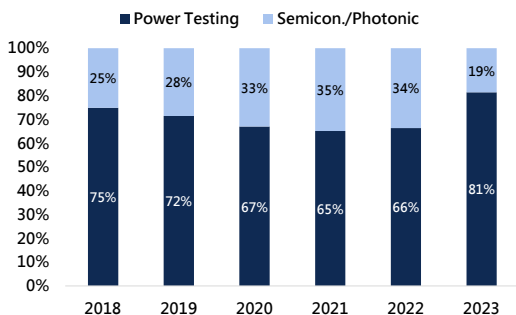


資料來源：公司資料、元大投顧

本中心將致茂集團業務分為三大類別：

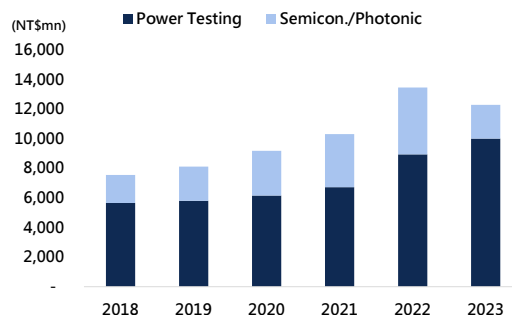
- **母公司業務(Parent Company Sales；2023 年總營收占比 67%)：**
 - **Power Testing (2023 年總營收占比 51%)：**涵蓋量測及自動化檢測設備(ATS)、Turnkey Solutions、其他三大產品線，過去十年逐漸降低消費性應用比重以降低受景氣影響度，消費性應用(包含被動元件與面板)於母公司業務比重已降至 30%，轉往其他成長應用如**電動車/儲能系統(EV/ESS) 30%、5G 電力設備(Power Devices)**；涵蓋伺服器/基地台等)**20-25%、潔淨科技(Clean Tech)**；智慧電網、太陽能變壓器等)**10%**。
 - **Semiconductor/Photonics (以下簡稱 Semi/Photo；2023 年總營收占比 16%)：**70% 為半導體相關，25-30% 為 Photonics 相關，整體 Semi/Photo 佔總營收比重自過往 20% 降低至 2023 年之 16%，主因中國客戶半導體自動測試設備(ATE)機台於 2022 年大幅拉貨後有所趨緩，然 SLT 產品已耕耘多年並開始出貨給美系 HPC 大廠，評估 SLT 將引領此業務持續成長，亦為今年本中心最看好之產品線。

圖 3：致茂母公司業務兩大應用比重



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：2018-2023 年母公司應用別營運狀況



資料來源：公司資料、元大投顧

- 海外量測事業子公司(Sales from Overseas Operations & Related Sub ; 2023 年總營收占比 28%)：產品組合與 ATS 相似，2022-2023 年亦包含 EV 專案。
- 威光自動化(MAS)及其他子公司(總營收占比 5%)：自 2Q22 起原有之日茂新材料代理銅線業務終止後，總營收比重自 2021 年之 20%以上降至目前 10%以下。

圖 5：致茂母公司業務以 Power Testing 及 Semi/Photo 為主

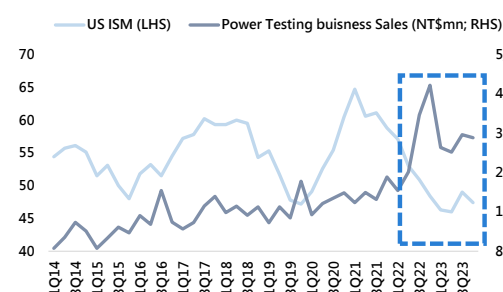
Business Unit	Sub	Sales shares (%)	Elaboration
Parent Company	Power Testing	51	<ul style="list-style-type: none"> ● Includes sales from ATS, Turnkey, Others. ● Application includes EV/ESS, 5G Power, Clean Tech, Consumer
	Semi/Photo	16	<ul style="list-style-type: none"> ● Semiconductor testing contains ATE Tester, FT/SLT handler and system ● Photonics contribute from 3D sensing, optical communication
Overseas Operations& Related Sub		28	Application similar to ATS, include EV projects in 2022-2023
MAS& Others		5	

資料來源：公司資料、元大投顧

Power Testing - 大陸市場落底，新動能來自海外電動車電池與其他應用

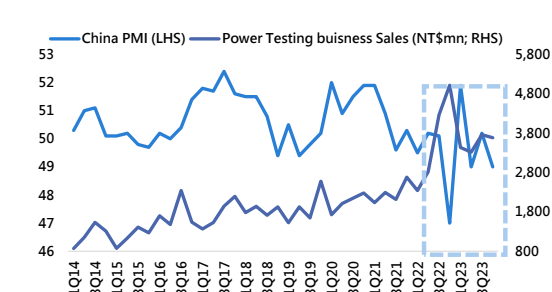
2015-2023 年 Power Testing 業務之營收 CAGR 達 11%，受製造業產業景氣波動度大，此反映於 Power Testing 事業營收與美國 ISM/中國 PMI 指數連動性高(圖 6、7)，然 2H23 儘管中美製造業指數仍呈現疲弱，Power Testing 事業維持穩健，反映出 1) 客戶組合分散 (>1,000 家)；且 2) 近年持續朝多元應用轉型。

圖 6：致茂 Power Testing 業務與美國 ISM



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：致茂 Power Testing 業務與中國 PMI



資料來源：Bloomberg、公司資料、元大投顧

我們觀察到部分投資人擔憂中國電池產量供過於求將影響致茂 Power Testing 後續動能，然本中心觀察到公司具有中國 EV 以外更多成長機會，受惠於：

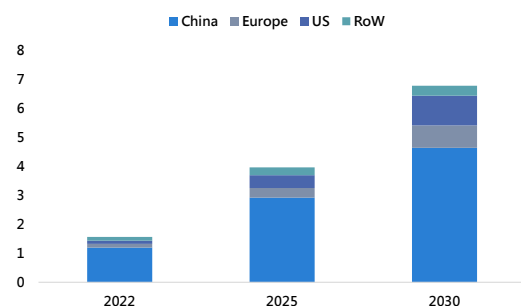
- 中國以外地區電池建置需求：2024 年公司 Turnkey 業務將開始出貨東南亞 EV 電池訂單，此外，我們觀察到 2022-2030 年歐洲/美國電動車電池產線 CAGR 達 22%/28%，受惠於：
 - ✓ 美國降低通膨法案(Inflation Reduction Act · IRA)：提供稅收抵免及資金補助計畫，2022 年至今已有>260 億美元之電池產線投資計畫(圖 8)。
 - ✓ 歐洲淨零產業法(Net-Zero Industry Act)：其中要求 2030 年前歐洲本土電池產能達 550GWh，隱含~90%之本土需求，將帶動歐美日車廠(BMW、Ford 等)電池產線需求。
- 致茂日系客戶於美國之建廠訂單預期於 4Q24-1Q25 逐步發酵，2025 年貢獻放大。

圖 8：歐洲與美國分別出台政策，有助電池產線建置提升

region	policy	key takeaway
USA	IRA	● Concentrating on accelerating EV adoption and enhancing domestic supply chain, funding \$369 billion for climate investments.
		● Investing at least \$52 billion in North American EV supply chains, 50% for battery manufacturing, 20% each for battery components and EV manufacturing.
		● Providing clean vehicle tax credits for qualified EV makers.
		● Crediting discounts to more than 30% manufacturers, leading to new partnerships between OEMs and battery manufacturers outside of China, such as LG Energy Solution, Panasonic, SK Innovation.
		● The U.S. battery manufacturing capacity through 2030 has increased from 700 GWh (prior to the IRA) to 1.2 TWh.
		● For OEMs producing EVs within the US and purchasing EV battery from NAFTA will have a 7,500 subsidies / each EV.
EU	Net-Zero Industry Act	● Aims to meet 40% of EU's needs for strategic net-zero technologies with its manufacturing capacity by 2030.
	CRMA	● Aiming for combined capacity of at least 550 GWh for EV battery by 2030 (fulfill nearly 90% EU battery demand).
India	PLI on ACC Battery Storage	● Achieving an extraction capacity of 10% of EU's annual consumption of strategic raw materials, processing capacity of 40%, and recycling capacity of 15%, by 2030.
		● Boosting domestic battery manufacturing with \$2.2 billion budget. The government aimed to reach a cumulative 50 GWh in domestic manufacturing capacity in 5 years.

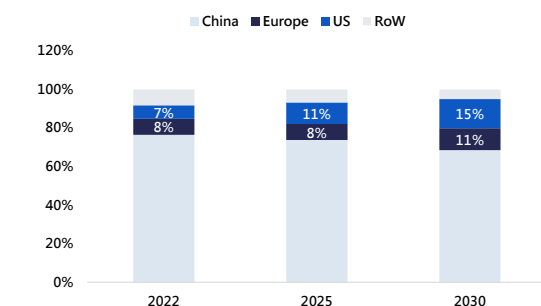
資料來源：IDC、元大投顧

圖 9：全球電動車電池產能預估



資料來源：IEA、元大投顧預估

圖 10：歐美電動車電池產能比重將逐年提升

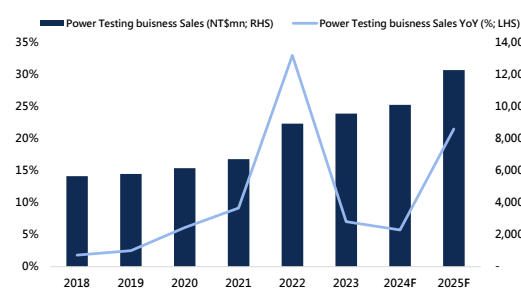


資料來源：IEA、元大投顧預估

- 其他應用：受惠於智慧工廠、ESG 趨勢，預期 5G Power 及 Clean Tech (2023 年合計佔 Power Testing 營收比重約 30-35%)兩者合計營收將於今年成長 18%/31%。

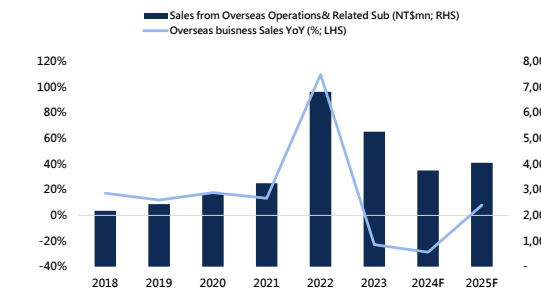
鑒於以上兩大因子，本中心預估今年 Power Testing 業務成長 8%，並於 2025 年恢復 21%之成長率 (圖 11)。海外量測事業子公司(Sales from Overseas Operations & Related Sub)方面，2024 年預估年減 29% (圖 12)，主因中國電池產線建置需求下滑，然因 Turnkey 及海外業務毛利率普遍較低 (<40%)，有助於獲利改善。

圖 11：致茂電力檢測事業將持續成長



資料來源：元大投顧預估

圖 12：致茂海外量測事業復甦待 2025 年

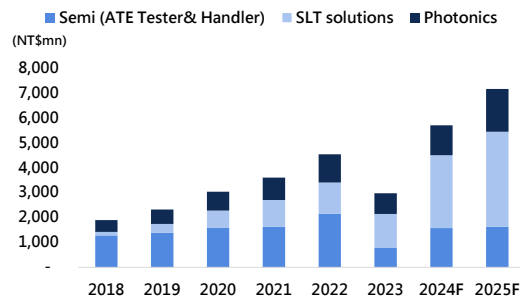


資料來源：元大投顧預估

Semiconductor - ATE 需求增溫，SLT 系統為長期成長動能

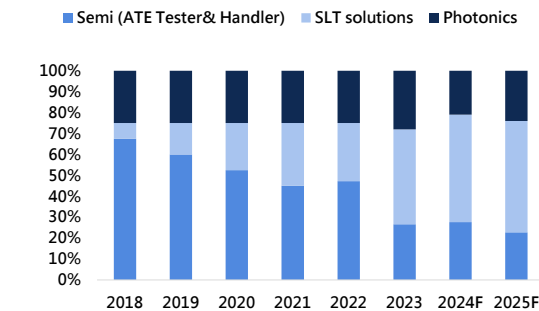
2023 年 Semi/Photo 業務年減 34%，主因中國 ATE 測試機(ATE Tester)設備高基期，然而本中心預估此業務將於今明年成長 94%/26% (圖 13)，受惠於 1) 中國 28 奈米及以上新產能持續開出將帶動 ATE Tester 需求，且我們認為中系業者競爭影響可控；2) HPC 等先進製程晶片趨勢，對 SLT 分選機(SLT Handler)需求將有所上升，且致茂提供**整體軟硬體系統**予美系客戶，其他業者切入可能性有限。

圖 13：半導體業務將進入兩年復甦循環



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：預期致茂 SLT 佔 Semi/Photo 比重上升



資料來源：元大投顧預估

致茂 ATE Tester 應用 MCU、CIS、RF 等利基型產品，涵蓋歐美 IDM 及中國 IC 設計等多元客戶，致茂產品包含 SoC/Analog 測試系統(36 系列；圖 15)、VLSI 測試系統(3380 系列；圖 16)等，我們觀察到以上機台已受到台灣及中國之主要封測廠採用(圖 17)。

儘管中國同業如長川科技與華測峰控持續開發 ATE Tester/Handler，然觀察其主要聚焦於記憶體與功率半導體客戶，與致茂之 RF、MCU 等有所區隔，因此本中心預期致茂持續受惠中國 28nm 以上成熟製程擴產，且相關客戶拉貨處於恢復階段，預期 ATE 設備營收規模於 2024-2025 年恢復至疫情前約 15-16 億元水準(2023 年估僅 7-8 億元)。

圖 15：致茂 SoC ATE Tester 產品系列

Spec	3680	3650	3650-S2	3650-EX
Dimension (WxDxH)	Test Head Dimension: 744 mm x 900 mm x 736 mm Mainframe Dimension: 596 mm x 802 mm x 1018 mm	Test Head Dimension: 744 mm x 800 mm x 756 mm Mainframe Dimension: 352 mm x 680 mm x 730 mm	Test Head Dimension: 744mm x 755mm x 795mm Mainframe Dimension: 360mm x 718mm x 923mm	Test Head Dimension: 744 mm x 800 mm x 806 mm Mainframe Dimension: 352 mm x 680 mm x 730 mm
Digital IO Channels	2048 Channels	640	768	1,024
Data rate	Maximum 1Gbps	Data rate: 100 / 200 Mbps (MUX mode) Clock rate: 50 / 100MHz	Data rate: 100 / 200 Mbps (MUX mode) Clock rate: 50 / 100MHz	Data rate: 100 / 200 Mbps (MUX mode) Clock rate: 50 / 100MHz
Multi-site Testing Capability	2048 sites	Parallel Testing Capacity: 32 Sites	Parallel Testing Capacity: 32 Sites	Parallel Testing Capacity: 512 Sites
IO Channels	128 CH per board	64-pin / board x 10 boards / system	64-pin / board x 12 boards / system	64 / 128 CH per board

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：致茂 VLSI ATE Tester 產品系列

Spec	3380P	3380D	3380
Dimension (WxDxH)	640 mm x 470 mm x 639 mm (Only Test Head)	Test Head: 640 mm x 470 mm x 639 mm Power Box: 220 mm x 372 mm x 187 mm	Test Head: 365mm x 586mm x 412 mm Power Box: 220mm x 372mm x 187 mm
Data rate	50/100 Mbps	50/100 Mbps	50/100 Mbps
Pin Channel	512 pins (Max. 576 pins)	256 Pins	1024 Pins (Max. 1280 pins)
Parallel Testing Capability	512 DUTs	256 DUTs	1024 DUTs

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：台灣及中國封測廠 ATE Tester 採用情形

	超豐	京元電	矽品	矽格	Amkor	華天	沛頓	金譽	華潤	頤中
Chroma	3650/3380P/3360P			3360/3600/3360P	3650	3380P/3360P	3380D		3360/3360P/3380P/3360D/3380D	
長川	CTA8280F/CTA8290D					CTA8280/CTA8280F				
華峰測控	STS8200/STS8300					STS8200/STS8107		STS8202	STS8200	STS8200/STS8300

資料來源：公司資料、元大投顧

我們認為市場低估致茂之 SLT 業務成長性，本中心於[半導體測試介面產業](#)指出未來 AI GPU 皆有 SLT 需求，致茂早期即開始提供 SLT 服務給 IC 設計甚至 CSP 客戶，目前美系客戶在 AI GPU 測試全部採用致茂 SLT 產品(圖 18)，主因：

- 致茂可提供軟硬體整體解決方案(包含 Host 主機等)，而非僅提供 Handler，且新品持續升級，目前最新產品 3200 系列亦可測試最多 24 顆晶片，相較前一代 3260 有所提升。
- 自 A100 至 B100 之功率密度(Power Density)持續上升(圖 19)，致茂亦有提供 31000R 溫度控制系統(Temperature Forcing System；圖 20)，滿足日益增加之晶片功耗且封裝尺寸有所提升，我們認為相關測試需求將為長期趨勢。

圖 18：致茂 SLT 機台一覽

Spec	3110	3111	3210	3260	3200
Dimension (WxDxH)	Dual-temp: 900 x 1,600 x 1,850 mm (signal tower excluded) Tri-temp: 1,600 x 1,600 x 1,850 mm (signal tower excluded)	600 mm x 570 mm x 810 mm	Ambient or HPPTC: 700 x 700 x 1,000 mm Tri-temp: 700 x 700 x 1,000 mm(signal tower excluded) Tri-temp: 350 x 800 x 380 mm((hose/piping exclude)	2570 mm x 1360 mm x 1780 mm	NA
Lead / Ball pitch	0.4 mm / >0.5 mm	0.4 mm / >0.5 mm	0.4 mm / >0.5 mm	0.4 mm / >0.5 mm	NA
Multiple Testing Layout	NA	Single site	NA	6 sites (Pitch 400 mm)	4~24 sites
Tri Temp Control (Option)	NA	NA	Tri-temp: -40℃~150℃±2℃	Temperature Range : -40℃ ~ 125℃ ± 2℃ (150℃ Option)	Temperature Range : -40℃ ~ 150℃

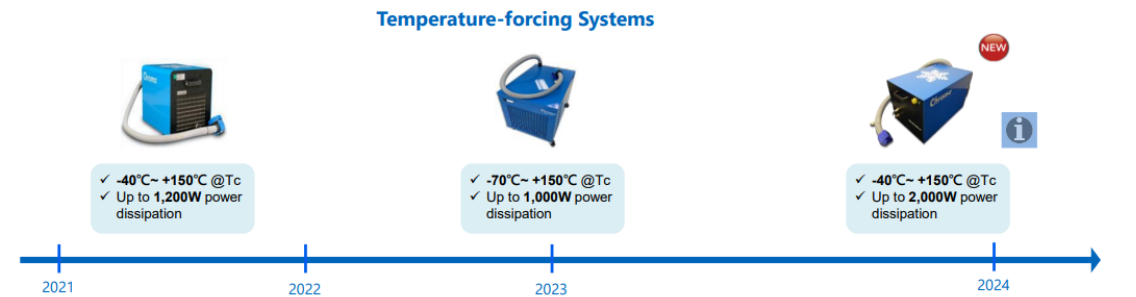
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：NVIDIA 晶片 Power Density 增加

	A100	H100	H200	B100
Architecture	Ampere	Hopper	Hopper	Blackwell
Launch time	2020	2022	2023	2024F
Foundry	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC
Process Node	N7	N4	N4	N4
Die size	826 mm ²	814 mm ²	814 mm ²	~1465 mm ²
Transistor count	54 bn	80 bn	80 bn	178 bn
FP64	9.7 TFLOPS	34 TFLOPS	34 TFLOPS	TBA
Memory	80 GB HBM2e	80 GB HBM2e/3	141 GB HBM3e	192 GB HBM3e
GPU bandwidth	2,039 Gbps	3.35 Tbps	4.8 Tbps	4.8 Tbps
TDP	400W	700W	700W	1,000W

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：溫度控制系統機台一覽



資料來源：公司資料、元大投顧

我們也注意到部分投資人擔憂 Advantest、鴻勁等同業切入 SLT 機台，恐影響致茂市占率，然因致茂為提供一體化解決方案，且目前並未看到美系客戶驗證致茂以外機台，因此短期不須擔憂。

總體而言，基於致茂於美系客戶供應地位穩固，且 B 系列晶片出貨將於 4Q24 逐步放量，預期美系客戶拉貨於 2-3Q24 持續轉強，預估 SLT 業務於 2024/2025 年成長 120%/30%。獲利方面，因致茂與美系客戶有在下世代 SLT 機台進行議價，加上預期 SLT 佔 Semi/Photo 業務比重逐年提升，有利 Semi/Photo 業務毛利率提升。投資人可留意其他 AI 相關產品線(圖 21)，涵蓋：

- **7890/7981 先進封裝測試系統**：主要聚焦於先進製程之後段封裝，公司過去轉投資之 Camtech 可測量 Bumping/HBM 端，致茂本身即可做 RDL 等製程的係數，目前已通過台系晶圓代工廠認證，本中心認為此產品為 2025 年起新一波潛在成長因子。
- **Ultra-low voltage DC Load 63202A**：測試主機板電壓以及電流交換。
- **光纖解決方案 58604/58620/58635**：主要用於伺服器。

圖 21：其他可留意 AI 相關產品線

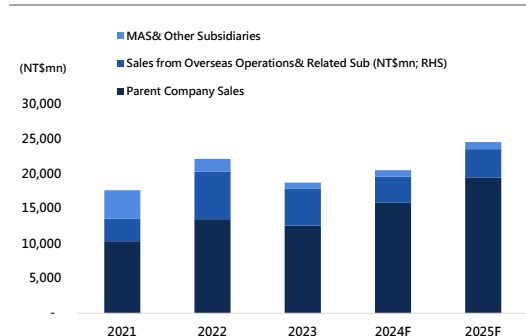
Type	Products
Advanced Packaging	3D Measurement system 7980/7981
Vcore Power Supply	Ultra Low Voltage DC Load 63202A
Optical Fiber Communication	Laser Diode Burn-in and Reliability Test system 58604
	Laser Diode Characterization system 58620
	VCSEL Wafer Test system 58635

資料來源：公司資料、元大投顧

總體而言，本中心預期 2023-2025 年營收 CAGR 達 9%，成長動能主要來自**母公司業務**，2024 年主要由半導體業務帶動，2H24 則預期非中國 EV 案件(歐美、東南亞等)貢獻將逐步發酵，並帶動營業利率/EPS/ROE 恢復成長(圖 23、25)。

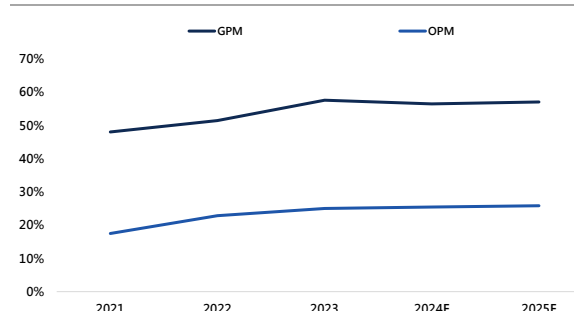
資本支出方面，管理層預估 2024-2025 年每年資本支出約 10 億元，主要用於二廠興建，部分用於既有廠房歲修，目前致茂在手現金>40 億元，且穩健之 Power Testing 業務可提供穩定現金流，預期 2024-2025 年自由現金流穩健向上(圖 24)。

圖 22：母公司業務將驅動整體營收成長



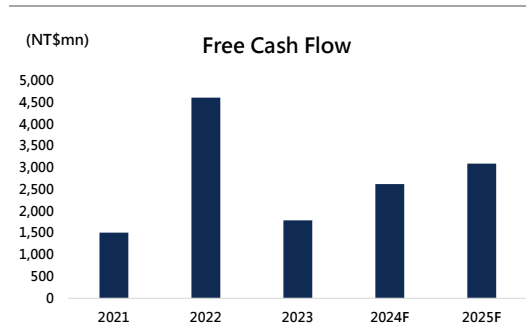
資料來源：元大投顧預估

圖 23：致茂毛利率與營益率預估



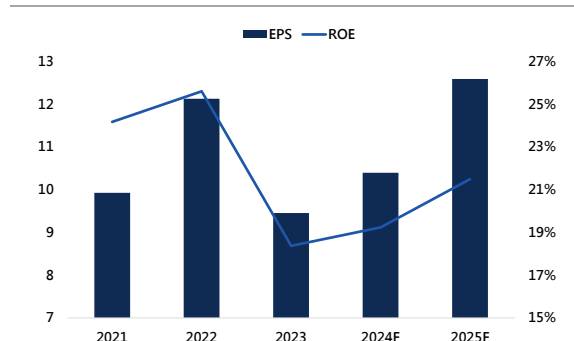
資料來源：元大投顧預估

圖 24：致茂自由現金流預估



資料來源：元大投顧預估

圖 25：EPS 與 ROE 預估



資料來源：元大投顧預估

1Q24 半導體已見回溫，獲利將有所改善

1-2月致茂營收表現較疲弱，我們認為係反映 Power Testing 業務疲弱之需求，3月營收則月增 52%，合計 1Q24 營收達成率 100%，符合市場預期，預估毛利率/營益率分別季增 3.1/1.3 個百分點至 54.4%/21.9%，EPS 1.97 元，YoY-11.6%。主因海外量測事業營收比重佔自 40%降至 16.4%，本中心預估後續毛利率亦可維持於 55-60%水準。

展望 2Q24，考量到 SLT 機台陸續交貨以因應下半年 AI GPU 新品，且電力測試旺季需求來臨，將帶動營收季增 14%，預估毛利率/營益率分別季增 2.7/4.1 個百分點至 57.1%/26%，預估 EPS 達 2.62 元，YoY+8.3%。

圖 26：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	4,388	5,025	4,418	-12.1%	0.7%	4,261	3.7%
營業毛利	2,666	2,578	2,404	-6.7%	-9.8%	2,436	-1.3%
營業利益	1,187	1,034	969	-6.3%	-18.4%	1,038	-6.7%
稅前利益	1,246	1,018	1,055	3.6%	-15.3%	1,126	-6.3%
稅後淨利	937	799	829	3.8%	-11.5%	933	-11.1%
調整後 EPS (元)	2.23	1.90	1.97	3.8%	-11.6%	2.22	-11.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	60.8%	51.3%	54.4%	3.1	-6.4	57.2%	-2.8
營業利益率	27.1%	20.6%	21.9%	1.3	-5.2	24.4%	-2.5
稅後純益率	21.4%	15.9%	18.8%	2.9	-2.6	21.9%	-3.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 27：2024 年第 2 季財測與預估比較

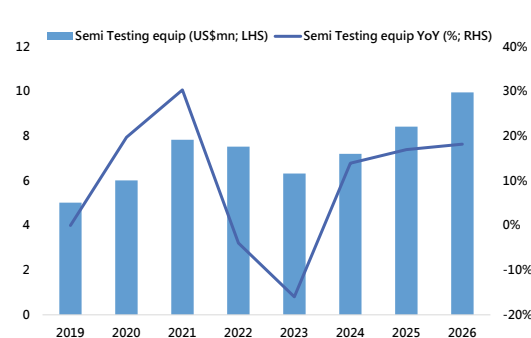
(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	4,416	4,418	5,051	14.3%	14.4%	4,714	7.1%
營業毛利	2,750	2,404	2,885	20.0%	4.9%	2,732	5.6%
營業利益	1,214	969	1,314	35.7%	8.3%	1,178	11.6%
稅前利益	1,358	1,055	1,404	33.1%	3.4%	1,292	8.7%
稅後淨利	1,018	829	1,103	33.1%	8.3%	1,078	2.3%
調整後 EPS (元)	2.42	1.97	2.62	33.1%	8.3%	2.56	2.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	62.3%	54.4%	57.1%	2.7	-5.2	58.0%	-0.9
營業利益率	27.5%	21.9%	26.0%	4.1	-1.5	25.0%	1.0
稅後純益率	23.1%	18.8%	21.8%	3.0	-1.3	22.9%	-1.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估

預估 2024-2025 年半導體測試設備成長 14%/17%

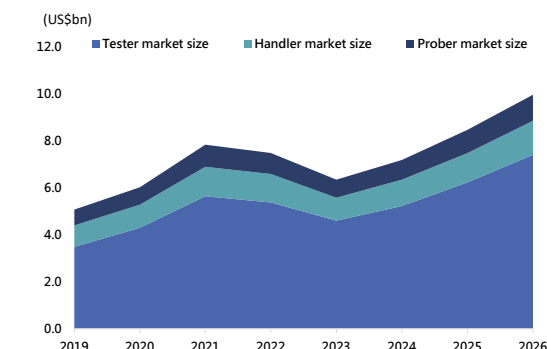
根據 SEMI，全球半導體設備銷售額將於 2024 年起回溫，尤其進入 2025 年數家新晶圓廠產能開出將帶動前後段製程設備需求增加，本中心預估全球半導體測試設備市場規模於 2024-2025 年成長 14%/17%至 48/55 億美元(圖 28)，而 2023-2026 年半導體測試設備(Semiconductor Testing)之銷售額 CAGR 將達 12% (圖 29)。

圖 28：測試設備銷售將於 2024 年起回升



資料來源：SEMI、元大投顧預估

圖 29：半導體測試設備銷售額(機台別)



資料來源：SEMI、元大投顧預估

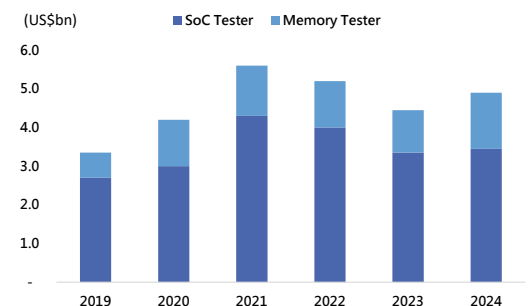
ATE Tester 設備領先廠商仍以海外為主

本中心估 2024 年 Tester 銷售額成長 14%，對比 Advantest 估計(圖 30)之 3-17% (中位數估計 10%)。而 2023-2026 年半導體測試各細分設備銷售 CAGR 來看，估 Tester 最高達 13%，係考量到 HPC/車用晶片需求，Handler 居次達 10%，係因 SLT 於先進製程需求上升，Prober 則為 9% (圖 31)。

在晶片進入半導體最終測試(Final Test)階段，主要測試元件及提供廠商包含：

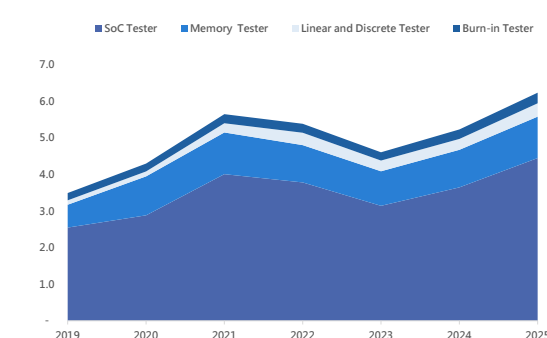
- ATE 測試機(ATE Tester)：進行電性、功能測試等，通常亦進行前段測試(Chip Probe)，為半導體測試設備中最大銷售市場(占比 70-75%)，由 Teradyne 與 Advantest 寡占。
- 測試載板與測試座(Load Board & Socket)：Socket 主要提供廠商包含 Smiths、穎崴(6515 TT；買進)，精測(6510 TT；持有)及雍智(6683 TT；未評等)則提供 Load Board。
- 分選機(Handler)：負責將封裝好晶片移動至不同位置，提供廠商較多元，包含 Cohu、Advantest、致茂、鴻勁。

圖 30：愛德萬估今年 Tester 市場成長 10%



資料來源：Advantest、元大投顧預估

圖 31：測試機銷售額(應用別)



資料來源：SEMI、元大投顧預估

ATE Tester 三大類型(圖 32)及佔比方面：

- **SoC (65-70%)**：測試數位晶片如 CPU、ASIC、GPU、DDIC、RF 晶片等，預估 2023-2026 年銷售 CAGR 達 **14%**，難度亦最高，Advantest、Teradyne、Cohu 為領導業者。
- **線性及分離元件(Linear and Discrete；5-10%)**：測試 PMIC、IGBT、MOSFET 等，預估 2023-2026 年銷售 CAGR 達 **9%**，難度較低，長川、華峰等多家中國業者已推出相關機台。
- **記憶體(Memory；15-20%)**：測試 DRAM、NAND 等主記憶體，預估 2023-2026 年銷售 CAGR 達 **10%**，市場仍由 Advantest、Teradyne 掌握。

圖 32：ATE Tester 三大類型及介紹

Classification	Application	Pin count per IC	Parameter	Difficulty
Linear and Discrete Tester	Diode	<10~100	Speed: 5-10MHz	Low, except IGBT
	/Triode/MOSFET/IGBT/PA/Power IC/Low end AD/DA chip		Vector memory: 8-16MV Testing toolkit: 1-3 Protocol:1-2 I/O pins: 10~1,000	
SoC Tester	CPU/GPU/ASIC/DSP/MCU/COS/DDI/ High end AD/DA chip/RF Chip	10~10,000	Speed: 100M~1.6GHz Vector memory: 256-512MV Testing toolkit: 5-10 Protocol:>100 I/O pins: 100~1,000	High
Memory Tester	DRAM、NAND Flash	100~1,000	Speed: 200M-6GHz Vector memory: 256-512MV Testing toolkit: 2-3 Protocol: 2-3 I/O pins: 100~10,000	High

資料來源：Teradyne、Advantest、Cohu、致茂、元大投顧

本中心觀察目前台灣及中國主要封測廠，大部分皆採用 Advantest、Teradyne、Cohu 之 ATE 設備，尤其在 Memory ATE Tester 中 Advantest 及 Teradyne 具有壟斷地位，亦反映出 Memory Tester 技術難度高使後進者難以切入。

圖 33：台灣及中國封測廠 Memory ATE Tester 採用情形

	晶兆成	京元電	矽品	矽格	Amkor	華天	沛頓	宏茂
Advantest	T5377	T5334/T5335/T5365/T5371/T5377		T5371/T53775/T5377	T5XXX		H5620/HSM80	
	T5383/T5385	T5581/85		T5383				
		V1000/V2100/V3300/V4400		T5581/T5503HS/T5585/T5335P/T5593		T5593/T5503HS2/T5581H/T5620/T5833	T5503HS2/T5503HS/T5503A/T5588/T5593	T5832/T5585/T5593/T5581
Teradyne	UltraFLEX-SC/ UltraFLEX-HD		UltraFLEX/ UltraFLEXPlus	UltraFLEX	FLEX/UFLEX/UFLEX+ Series Magnum	UFLEX		
Uni-Test						UNI5900		
IT&T						NEOS1		
DI							AF8652	

資料來源：Teradyne、Advantest、Cohu、致茂、元大投顧

SoC Tester 除 Advantest 之 V93K 與 Teradyne 之 UFLEX 機台具有領導地位，我們亦看到致茂、華峰測控、長川等台系與陸系業者切入多家封測廠，我們認為未來大陸國產化需求下，需留意 SoC ATE Tester 競爭是否加劇，尤其在中低階領域。

圖 34：台灣及中國封測廠 SoC ATE Tester 採用情形

	超豐	京元電	矽品	矽格	Amkor	華天	沛頓	金譽	華潤	順中
Advantest	V93K	V93K/T2000/T6672/T6673/T6575/T6577/T6682/T6372/T6371/T6373/T6391 HP83K	V93K	V93K	V93K/T2000/T65XX	V93K			V50	T6371/T6372/T6373/T6391
Teradyne	J750/J750-EX ETS-88/ETS-364	J750/J750-EX/J750-HD UFLEX iFLEX Catalyst IP750EMP/IP750EX	J750 UFLEX/UFL EXPlus iFLEX	I/J750/J750-EX/J750-HD UFLEX iFLEX ETS364	J750 Series FLEX/UFLEX/UFLEX+ Series Eagle Series Magnum	J750HD/J750/J750-EX UFLEX ETS88		J750-HD/J750-EX		
Chroma	3650/3380P/3360P			3360/3600/3360P	3650	3380P/3360P	3380D		3360/3360P/3380P/3360D/3380D	
Cohu	D10/DX ASLx/ASL1000	D10/DX SC212/SC312/Fusion CX/ Fusion MX/ITS3000 EXA DUO XP/ITX3000 EXA/Sapphire/ASL3000/Quartet	DX	DX/D10 Fusion CX/FusionEX/FusionMX / ASL1000/XVI	X-Series/Diamond PAx	DX/D10 PAx			ASL1000	DX
長川	CTA8280F/CTA8290D					CTA8280/CTA8280F				
華峰測控	STS8200/STS8300					STS8200/STS8107		STS8202	STS8200	STS8200/STS8300

資料來源：Teradyne、Advantest、Cohu、致茂、元大投顧

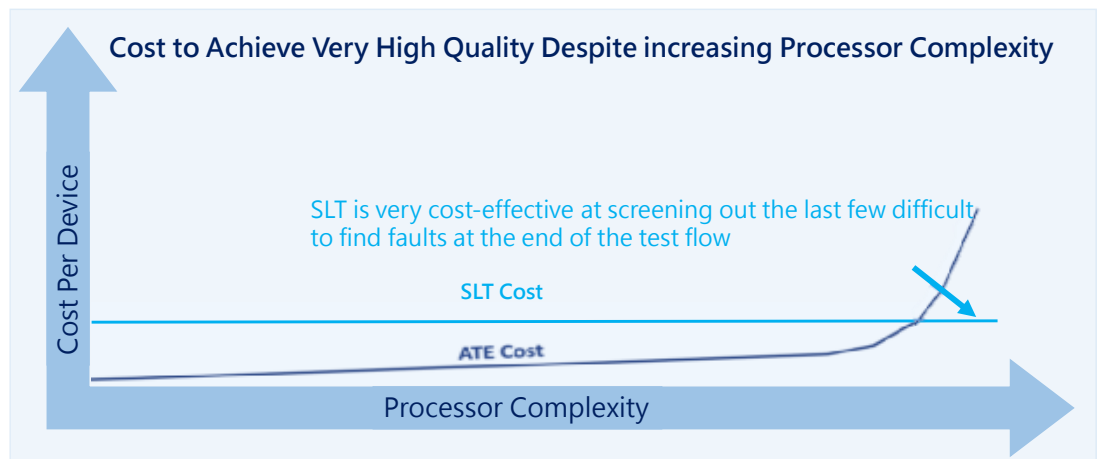
先進製程趨勢帶動 SLT 分選機需求上升

本中心於[半導體測試介面產業](#)指出未來先進製程晶片(AP、GPU 等)皆有 SLT 需求，SLT 測試優勢在於測試晶片在終端使用情境下的動態表現，且因為能夠進行並測(一次可測試多個晶片)，便能將單顆晶片的測試成本維持在一定水平(圖 35)。

相對於 FT 測試，SLT 測試所需元件不須 ATE Tester，而僅需 Handler 與 Load Board & Socket、電腦主機(Host)，而 Host 放入 Handler 下的腔體，並通過 Load Board 上的接口即可運行 1) 相容性檢測；2) 溫度檢測；3) 預燒測試。目前主要提供廠商包含 Advantest、致茂、鴻勁等。

圖 35：隨晶片複雜度提升，SLT 能有效減少封裝後的測試成本

Why STL? → Cost to Achieve Very High Quality is the Primary Driver



資料來源：公司資料、TechInsights、元大投顧

獲利調整與股票評價

下一波上升循環將近，初次評等給予買進

儘管 1H24 中國電池產業之逆風狀況將阻礙整體營運回溫，我們評估 2Q24 起營運將恢復成長循環，且公司將持續提供 SLT 系統予美系客戶，加上 ATE 客戶拉貨逐步回溫，預估半導體業務於今年年成長 94%/26%。展望 2025 年，除原有之東南亞電池專案，預計歐美地區電池建置需求逐步發酵，將帶動電力測試業務顯著回溫。本中心預估 2024/2025 年 EPS 成長 11%/21%至 10.5/12.8 元，分別低於市場預期 11%/10%，主因我們對於 EV 客戶拉貨動能回溫持較保守看法。

目前股價交易於 24/20 倍 2024/2025 年預估每股盈餘，位於近十年 8-34 倍中緣，基於 1) 公司營運已接近底部，除原有之東南亞電池專案，歐美地區電池建置需求將逐步發酵，將帶動明年電力測試業務顯著回溫；2) 半導體業務進入強勁復甦期，尤其 SLT 系統貢獻將於今年逐步放大，因此根據 2H24-1H25F EPS NT\$11.8、目標本益比 28 倍，推得目標價 330 元，初次給予買進評等。

投資風險：1) SLT/ATE 客戶拉貨狀況；2) 全球電動車電池產線建置狀況；3) 全球半導體復甦狀況。

圖 36：2024 和 2025 年財務預估與市場預估比較

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	2024	2025
營業收入	20,722	21,209	24,799	24,686	-2.3%	0.5%
營業毛利	11,714	12,223	14,178	14,308	-4.2%	-0.9%
營業利益	5,278	5,786	6,427	7,084	-8.8%	-9.3%
稅前利益	5,642	6,292	6,848	7,657	-10.3%	-10.6%
稅後淨利	4,432	4,983	5,379	5,990	-11.1%	-10.2%
調整後 EPS (元)	10.53	11.84	12.78	14.23	-11.1%	-10.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	56.5%	57.6%	57.2%	58.0%	-1.1	-0.8
營業利益率	25.5%	27.3%	25.9%	28.7%	-1.8	-2.8
稅後純益率	21.4%	23.5%	21.7%	24.3%	-2.1	-2.6

資料來源：Reuters、元大投顧預估

圖 37：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 38：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 39：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
致茂	2360 TT	買進	251.5	3,343	9.45	10.53	12.78	26.6	23.9	19.7	(4.8)	11.4	21.4
國外同業													
Teradyne	TER US	未評等	107.8	15,746	2.9	2.9	4.7	37.6	36.8	23.2	(36.4)	2.0	59.0
Advantest	6857 JP	未評等	158.8	26,950	8.2	6.1	7.4	19.3	25.9	21.5	31.5	(25.2)	20.1
Keysight Tech	KEYS US	未評等	6031.0	34,374	175.2	93.7	143.7	34.4	64.4	42.0	55.9	(46.5)	53.4
Tokyo Electron	8035 JP	未評等	38360.0	91,372	916.3	683.1	865.1	41.9	56.2	44.3	(2.1)	(25.5)	26.6
長川科技	300604 CH	未評等	32.2	2,854	0.2	1.0	1.5	197.0	31.1	21.0	(78.8)	533.4	48.1
華峰測控	688200 CH	未評等	103.9	1,945	2.3	2.8	3.9	45.8	36.7	27.0	(42.0)	24.9	35.8
國外同業平均								62.7	41.8	29.8	(12.0)	77.2	40.5
國內同業													
京鼎	3413 TT	買進	248.0	653	20.5	22.4	25.2	12.1	11.1	9.9	(14.2)	9.6	12.1
家登	3680 TT	未評等	468.0	1,268	10.2	17.6	21.4	45.7	26.6	21.9	(6.6)	72.0	21.3
國內同業平均					15.4	20.0	23.3	28.9	18.8	15.9	(10.4)	40.8	16.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 40：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
致茂	2360 TT	買進	251.5	3,343	18.8	19.0	21.3	52.15	56.07	61.46	4.8	4.5	4.1
國外同業													
Teradyne	TER US	未評等	107.8	15,746	18.6	18.7	28.5	15.5	14.8	17.2	7.0	7.3	6.3
Advantest	6857 JP	未評等	158.8	26,950	30.4	21.1	22.4	28.4	28.8	31.9	5.6	5.5	5.0
Keysight Tech	KEYS US	未評等	6031.0	34,374	40.1	17.6	24.9	487.4	552.5	623.7	12.4	10.9	9.7
Tokyo Electron	8035 JP	未評等	38360.0	91,372	30.3	19.6	22.5	3844.7	3568.9	3992.6	10.0	10.8	9.6
長川科技	300604 CH	未評等	32.2	2,854	4.1	20.7	24.1	4.2	5.2	6.6	7.7	6.2	4.9
華峰測控	688200 CH	未評等	103.9	1,945	10.0	10.7	12.7	26.2	26.9	30.1	4.0	3.9	3.5
國外同業平均					22.2	18.0	22.5				7.8	7.4	6.5
國內同業													
京鼎	3413 TT	買進	248.0	653	17.3	17.4	17.7	122.0	133.5	146.8	2.0	1.9	1.7
家登	3680 TT	未評等	468.0	1,268	17.4	25.8	24.2	65.5	73.3	95.9	7.1	6.4	4.9
國內同業平均					17.4	21.6	21.0	93.8	103.4	121.3	4.6	4.1	3.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 41：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	4,388	4,416	4,847	5,025	4,418	5,051	5,788	5,464	18,676	20,722
銷貨成本	(1,722)	(1,666)	(2,085)	(2,446)	(2,014)	(2,166)	(2,404)	(2,423)	(7,919)	(9,007)
營業毛利	2,666	2,750	2,763	2,579	2,404	2,885	3,385	3,041	10,757	11,714
營業費用	(1,479)	(1,536)	(1,524)	(1,544)	(1,436)	(1,571)	(1,725)	(1,705)	(6,084)	(6,436)
營業利益	1,187	1,214	1,238	1,034	969	1,314	1,660	1,336	4,673	5,278
業外利益	58	144	307	(16)	86	90	92	95	493	364
稅前純益	1,246	1,358	1,545	1,018	1,055	1,404	1,752	1,431	5,166	5,642
所得稅費用	(283)	(304)	(291)	(193)	(200)	(266)	(332)	(271)	(1,070)	(1,069)
少數股東權益	26	35	29	26	26	35	44	36	116	141
歸屬母公司稅後純益	937	1,018	1,225	799	829	1,103	1,377	1,124	3,979	4,432
調整後每股盈餘(NT\$)	2.23	2.42	2.91	1.90	1.97	2.62	3.27	2.67	9.45	10.53
調整後加權平均股數(百萬股)	421	421	421	421	421	421	421	421	421	421
重要比率										
營業毛利率	60.8%	62.3%	57.0%	51.3%	54.4%	57.1%	58.5%	55.7%	57.6%	56.5%
營業利益率	27.1%	27.5%	25.5%	20.6%	21.9%	26.0%	28.7%	24.5%	25.0%	25.5%
稅前純益率	28.4%	30.8%	31.9%	20.3%	23.9%	27.8%	30.3%	26.2%	27.7%	27.2%
稅後純益率	21.4%	23.1%	25.3%	15.9%	18.8%	21.8%	23.8%	20.6%	21.3%	21.4%
有效所得稅率	22.7%	22.4%	18.8%	18.9%	19.0%	18.9%	18.9%	18.9%	20.7%	18.9%
季增率(%)										
營業收入	-27.7%	0.6%	9.8%	3.7%	-12.1%	14.3%	14.6%	-5.6%		
營業利益	12.5%	2.2%	2.0%	-16.5%	-6.3%	35.6%	26.3%	-19.5%		
稅後純益	8.6%	8.7%	20.3%	-34.8%	3.8%	33.1%	24.8%	-18.4%		
調整後每股盈餘	8.6%	8.7%	20.3%	-34.8%	3.8%	33.1%	24.8%	-18.3%		
年增率(%)										
營業收入	-0.2%	-10.5%	-27.2%	-17.3%	0.7%	14.4%	19.4%	8.7%	-15.4%	11.0%
營業利益	41.8%	-11.1%	-30.5%	-2.0%	-18.4%	8.3%	34.1%	29.2%	-7.3%	12.9%
稅後純益	10.0%	-38.7%	-29.2%	-7.4%	-11.5%	8.3%	12.4%	40.7%	-21.6%	11.6%
調整後每股盈餘	10.0%	-38.7%	-29.2%	-7.5%	-11.6%	8.3%	12.3%	40.7%	-4.8%	11.4%

資料來源：公司資料、元大投顧預估、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

致茂成立於 1984 年，為自動化測試設備之製造廠商，測試產品範圍包含 IC、被動元件、面板模組、汽車用電子設備，近年亦切入太陽能光電、LED、鋰電池、動力電池、電動汽車等新能源自動測試解決方案。致茂之廠區主要位於桃園、高雄與中國深圳。主要客戶包含 Nvidia、AMD、NXP、Panasonic、友達、台達電、光寶科、穩懋等。而在半導體測試設備領域，國內外同業包含 Advantest、Teradyne、LCM 檢測設備競爭廠商包括均豪、志聖。

圖 42：致茂成立以來併購多家企業

Date	Highlights	Date	Highlights
1984	Founded		Testar Electronics Corp. established
1993	Chroma ATE Inc. (U.S.A.) established New Wugu plant came online	2007	Acquired Sajet Technology and formed MES Business Unit Acquired MAS Automation
1994	Chroma Hong Kong established	2008	Chroma Japan Corp. established
1996	Initial Public Offering in Taiwan	2009	Acquired Raster Opto-Mechatronics
1997	Invested in DynaScan Technology	2010	Kaohsiung Branch established & Kaohsiung plant new site expansion
1998	Invested in Adlink Technology	2011	Acquired Wise Life Technology
1998	Chroma Electronics (Shenzhen) Co. Ltd. Established	2013	Invested in ADIVIC Technology Chroma Germany Branch established
1999	Chroma ATE Europe B.V. established in Netherlands New Linkou plant came online	2017	Innovative Nanotech Inc. established Invested in Touch Cloud Inc. as a subsidiary
2000	Acquired Zentech Technology Inc. Invested in EVT Technology	2018	Chroma ATE Korea Branch established Invested in Camtek
2002	Hsinchu Science Park Branch established Spun off Special Material Business Unit and formed Chroma New Material Corp.	2019	Formed Optical Inspection Solutions Business Unit
2006	China Suzhou plant came online	2022	Acquired ESS Inc. (Environmental Stress Systems, Inc.)

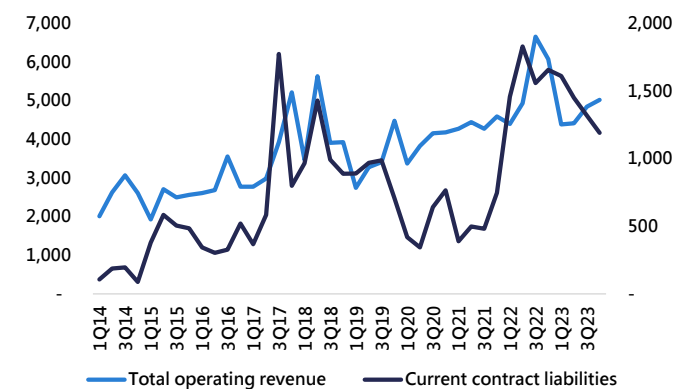
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 43：前十大股東

Name	Holding %
施羅德投資	5.18
黃欽明	4.90
領航集團	4.07
Chen Chun-Sheng	3.55
APG EMER MKT ST	3.07
薛玉美	2.60
安本公開有限公司	2.45
Chen Shu-Chuan	2.19
Global Climate Change Fund	2.09
挪威銀行	1.71

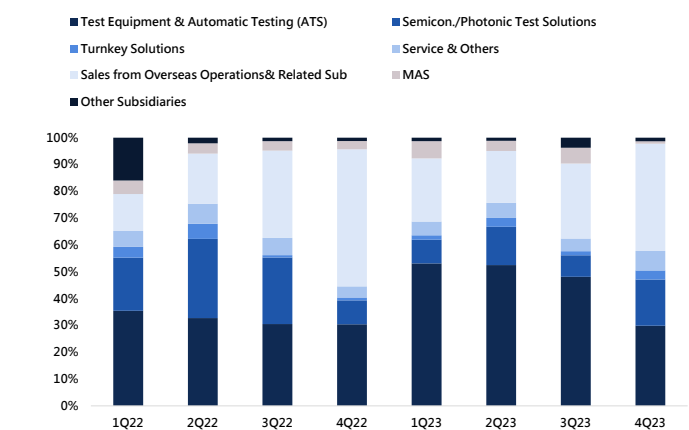
資料來源：TEJ、公司資料

圖 44：致茂營收與合約負債連動度高



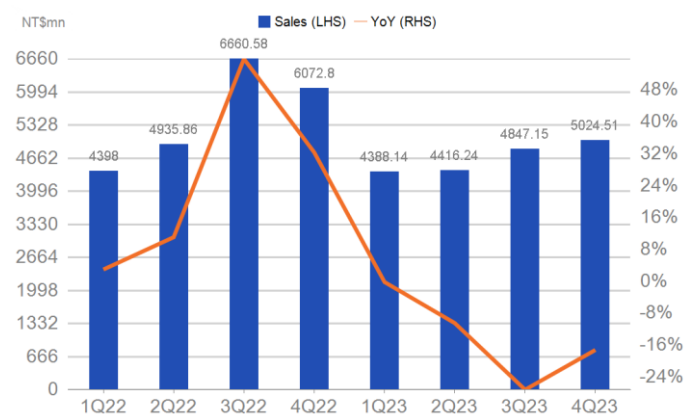
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 45：營收組成



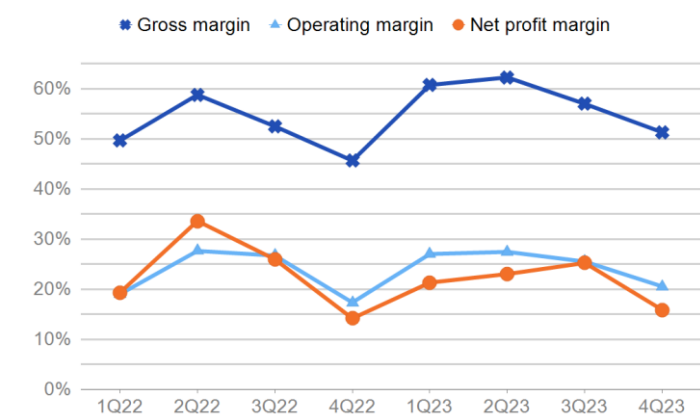
資料來源：公司資料

圖 46：營收趨勢



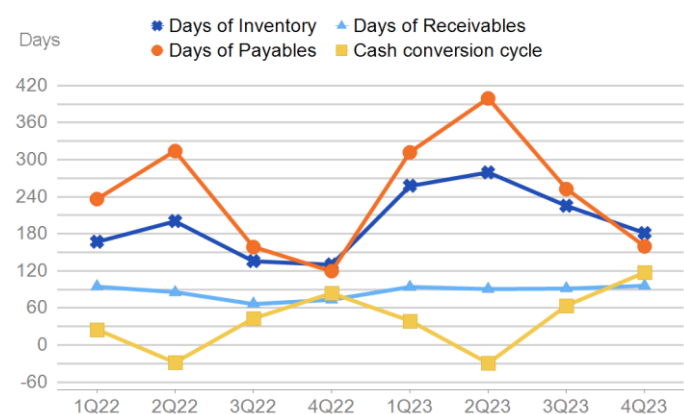
資料來源：CMoney、公司資料

圖 47：毛利率、營益率、淨利率



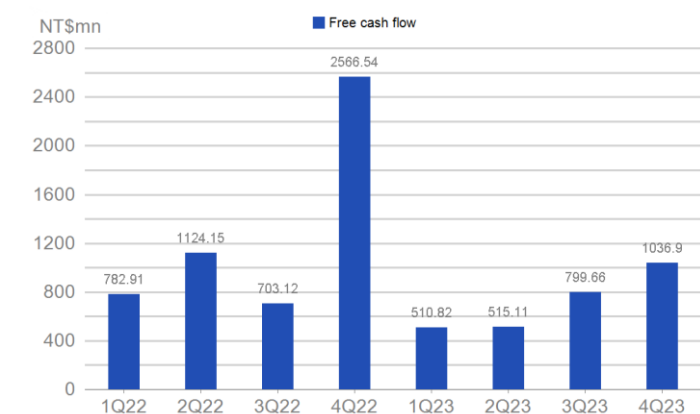
資料來源：CMoney、公司資料

圖 48：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 49：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**致茂整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，在電子設備業的公司中排名亦領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**致茂的整體曝險屬於低等水準，優於電子設備行業的平均水準。該子行業的公司通常面臨商業道德、碳排放和人力資本等重大 ESG 問題的風險。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**致茂在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力優異，顯示出更好的 ESG 風險管理績效。致茂之資訊揭露程度高，顯示對投資者和公眾高度負責。有提出方案管理與重大 ESG 問題相關的風險，但在關鍵領域缺乏政策和計劃，不過並未受到任何重大的 ESG 相關爭議牽連。

圖 50：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	13.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	21.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	38.7
風險評級	低 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	37

資料來源：Sustainalytics (2024/4/9)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

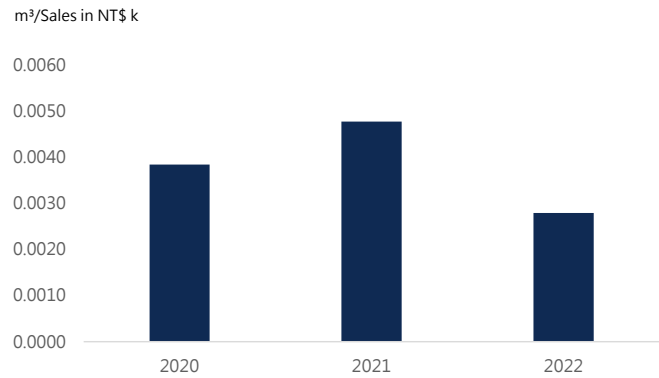
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

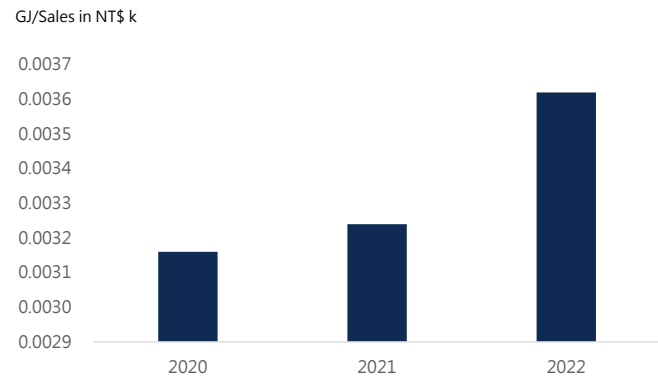
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 51：水資源使用密度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 52：能源使用密度



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	3,088	5,942	4,132	6,168	6,710
存貨	3,916	4,753	4,675	4,577	5,446
應收帳款及票據	4,526	4,763	5,345	5,221	6,294
其他流動資產	3,013	2,311	958	958	958
流動資產	14,543	17,768	15,772	17,586	20,069
採用權益法之投資	3,127	3,861	11,100	11,100	11,100
固定資產	6,096	7,018	4,542	4,731	4,983
無形資產	323	311	311	311	311
其他非流動資產	5,457	4,870	1,756	1,733	1,709
非流動資產	15,004	16,060	17,709	17,875	18,103
資產總額	29,546	33,829	33,482	35,461	38,172
應付帳款及票據	3,055	2,938	2,618	2,950	3,390
短期借款	1,901	1,819	2,136	2,136	2,136
什項負債	2,923	4,527	3,665	3,665	3,665
流動負債	7,879	9,284	8,419	8,750	9,191
長期借款	1,447	1,165	990	990	990
其他負債及準備	1,272	1,507	1,556	1,556	1,556
長期負債	2,719	2,672	2,546	2,546	2,546
負債總額	10,599	11,956	10,965	11,296	11,736
股本	4,219	4,254	4,254	4,254	4,254
資本公積	4,087	4,502	4,545	4,545	4,545
保留盈餘	10,167	12,296	12,839	14,487	16,758
什項權益	41	309	318	318	318
歸屬母公司之權益	18,514	21,361	22,517	24,165	26,435
非控制權益	434	512	561	561	561
股東權益總額	18,947	21,873	22,517	24,165	26,435

資料來源：公司資料、元大投顧預估

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	4,305	5,222	4,096	4,573	5,551
折舊及攤提	594	684	214	884	912
本期營運資金變動	(800)	(1,108)	428	553	(1,501)
其他營業資產及負債變動	(1,507)	500	29	0	0
營運活動之現金流量	2,592	5,297	1,497	5,870	4,791
資本支出	(111)	(120)	(773)	(1,050)	(1,140)
本期長期投資變動	(12)	733	(22)	0	0
其他資產變動	1,860	288	0	0	0
投資活動之現金流量	1,738	902	(675)	(1,050)	(1,140)
股本變動	6	35	0	0	0
本期負債變動	(2,021)	(406)	(945)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,928)	(2,970)	(47)	(2,784)	(3,109)
其他調整數	(129)	(130)	(136)	0	0
融資活動之現金流量	(4,071)	(3,471)	(1,128)	(2,784)	(3,109)
匯率影響數	(67)	126	(45)	0	0
本期產生現金流量	192	2,853	(351)	2,036	542
自由現金流量	2,481	5,177	724	4,820	3,651

資料來源：公司資料、元大投顧預估

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	17,584	22,067	18,676	20,722	24,799
銷貨成本	(9,134)	(10,710)	(7,919)	(9,007)	(10,622)
營業毛利	8,450	11,357	10,757	11,714	14,178
營業費用	(5,375)	(6,318)	(6,084)	(6,436)	(7,750)
推銷費用	(2,308)	(2,948)	(2,945)	(3,059)	(3,609)
研究費用	(1,511)	(1,917)	(1,757)	(1,934)	(2,324)
管理費用	(1,265)	(1,446)	(1,382)	(1,444)	(1,818)
其他費用	(291)	(7)	0	0	0
營業利益	3,075	5,039	4,673	5,278	6,427
利息收入	24	36	85	39	44
利息費用	(45)	(55)	(61)	(51)	(50)
利息收入淨額	(20)	(19)	25	(11)	(6)
投資利益(損失)淨額	304	493	497	376	426
匯兌損益	(55)	263	(58)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	1,980	665	28	0	0
稅前純益	5,284	6,441	5,166	5,642	6,848
所得稅費用	(979)	(1,220)	(1,070)	(1,069)	(1,297)
少數股權淨利	126	116	116	141	171
歸屬母公司之稅後純益	4,179	5,106	3,979	4,432	5,379
稅前息前折舊攤銷前淨利	5,923	7,180	5,420	6,162	7,339
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.52	9.93	9.45	10.53	12.78

資料來源：公司資料、元大投顧預估

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	13.2	25.5	(15.4)	11.0	19.7
營業利益	9.9	63.9	(7.3)	12.9	21.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	67.9	21.2	(24.5)	13.7	19.1
稅後純益	80.8	21.3	(21.6)	11.6	21.4
調整後每股盈餘	0	79.9	(4.8)	11.4	21.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	48.1	51.5	57.6	56.5	57.2
營業利益率	17.5	22.8	25.0	25.5	25.9
稅前息前淨利率	29.8	28.9	25.0	25.5	25.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	33.7	32.5	29.0	29.7	29.6
稅前純益率	30.1	29.2	27.7	27.2	27.6
稅後純益率	23.8	23.1	21.3	21.4	21.7
資產報酬率	14.9	16.5	2.4	12.9	14.6
股東權益報酬率	24.4	25.6	18.8	19.0	21.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	55.9	54.7	48.7	46.8	44.4
淨負債權益比(%)	1.4	(13.5)	(4.5)	(12.6)	(13.6)
利息保障倍數 (倍)	119.1	118.0	0	103.8	129.0
流動比率 (%)	184.6	191.4	1.9	2.0	2.2
速動比率 (%)	131.6	137.3	1.1	1.3	1.4
淨負債 (NT\$百萬元)	260	(2,958)	(1,007)	(3,042)	(3,584)
調整後每股淨值 (NT\$)	43.88	50.21	52.15	56.07	61.46
評價指標 (倍)					
本益比	45.6	25.3	26.6	23.9	19.7
股價自由現金流量比	42.7	20.5	146.3	22.0	29.0
股價淨值比	5.7	5.0	4.8	4.5	4.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	17.9	14.8	19.5	17.2	14.4
股價營收比	6.0	4.8	5.7	5.1	4.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

致茂 (2360 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲

許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.