

## 致茂 (2360 TT) Chroma

## 半導體復甦超越預期

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$350.0

收盤價 (2024/04/30) : NT\$266.5  
隱含漲幅 : 31.3%

## 營收組成 (1Q24)

Power Testing 51%、Semi/Photo 27%、Overseas 20%、MAS &amp; others 2%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	350.0	330.0
2024年營收 (NT\$/十億)	20.9	20.7
2024年EPS	10.5	10.5

## 交易資料表

市值	NT\$113,370百萬元
外資持股比率	66.8%
董監持股比率	5.7%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$56.62
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	20,894	25,215
營業利益	5,039	4,673	5,346	6,795
稅後純益	5,106	3,979	4,433	5,668
EPS (元)	12.13	9.45	10.53	13.46
EPS YoY (%)	22.2	-22.1	11.4	27.9
本益比 (倍)	22.0	28.2	25.3	19.8
股價淨值比 (倍)	5.3	5.1	4.7	4.3
ROE (%)	25.6	18.8	18.9	22.1
現金殖利率 (%)	3.0%	2.5%	2.8%	3.5%
現金股利 (元)	8.00	6.60	7.37	9.43

## 劉誠新

Anthony.Lau@yuanta.com

## 羅育辰

Jonathan.Lo@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 1Q24 研發費用季增 8%使本業低於預期 7%，然中國 ATE 拉貨復甦使半導體業務年增 208%，優於本中心預期之 40%。

◆ 2Q24 中國 ATE 強勁需求延續，且針對美系客戶 B 系列晶片之 SLT 機台將進入量產期，預估營收季增 17%。

◆ 基於半導體業務復甦優於預期，上修 2025 年 EPS 5%，並維持 28 倍目標本益比，上調目標價至 350 元，重申買進。

## 1Q24 本業低於預期 7%因研發費用，半導體業務復甦優於預期

1Q24 致茂營收季減 12%/年增 0.7%，主要受惠於半導體業務季增 37%/年增 208%，年增率遠高於本中心預期之 40%，主要受惠於中國 ATE 客戶需求增加，並使毛利率季增 6.8 個百分點/年減 2.7 個百分點至 58.1%，優於本中心/市場預期之 54.4%/57.6%。營業費用率達 38%，高於預期之 32-33%，主因研發費用季增 8%，觀察公司針對薪酬支出有所提高。業外受惠於匯兌利益，使 EPS 達 2.27 元，優於本中心預期 15%、低於市場預期 9%。

## SLT 新世代機台進入量產期，2Q24 營收估季增 17%

展望後市，管理層指出：1) 2Q24 營收將優於 1Q24，且維持 2-3Q24 公司營運將進入旺季，主要受惠於半導體業務；2) 1Q24 中國 ATE 客戶強勁需求延續至 2Q24，B 系列 (包含用於 B100/B200/GB200) 之 SLT 產品將自 2Q24 開始出貨。同時，管理層亦上修今年半導體業務預估，預期將優於 2022 年 (原先預期僅達到 2022 年水準)；3) 表現較疲弱之 Power Testing 業務今年預期將呈現持平~年減，與前次法說會展望相同。考量到半導體業務復甦優於本中心預期，我們上修 2Q24 營收 3%，預估毛利率/營益率季增 1.3/6.3 個百分點至 59.4%/26.7%，預估 EPS 達 2.75 元，上修 5%。

## 半導體業務復甦優於預期，重申買進

本中心重申對公司今年營運正向看法，估 2024/2025 年整體營收成長 12%/21% (圖 5)，半導體業務將為主要成長因子，除中國 ATE 設備拉貨回溫，AI SLT 獨供地位將有助於其持續滿足美系客戶強勁 GPU 需求，預估今年半導體業務成長 109%/29% (圖 6)。基於半導體業務復甦優於預期，且針對 B 系列 SLT 機台進入主要出貨期，整體獲利有望持續改善，上修 2025 年 EPS 5%，因此維持目標本益比 28 倍，上修目標價自 330 元至 350 元 (28x 2H24-1H25F EPS NT\$12.4)，重申買進。

## 營運分析

### 1Q24 本業低於預期 7%因研發費用，半導體業務年增率 208%優於預期

1Q24 致茂營收季減 12%/年增 0.7%，其中：

- 母公司業務季增 17%/年增 13%，營收比重自 4Q23 之 58%提升至 77%，觀察主要子業務：
  - ✓ 量測及自動化檢測設備 (ATS；營收比重 38%)：季增 12%/年減 28%，年減主因 EV/ESS 客戶需求放緩，我們認為指中國地區。
  - ✓ 半導體 (Semi/Photo；營收比重 27%)：季增 37%/年增 208%，年增率遠高於本中心預期之 40%，主要受惠於中國 ATE 客戶需求增加，且公司有看到強勁訂單延續至 2Q24。
  - ✓ Turnkey (營收比重 6%)：季增 60%/年增 279%，推測受惠於海外電池客戶需求。

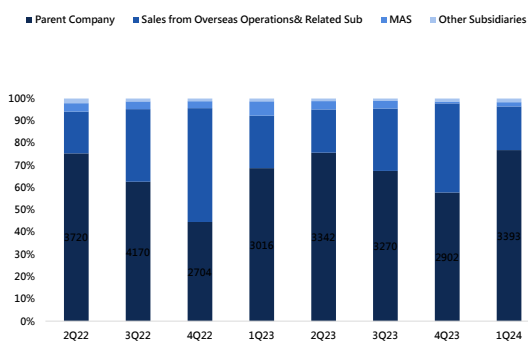
在半導體業務帶動下，毛利率季增 6.8 個百分點/年減 2.7 個百分點至 58.1%，優於本中心/市場預期之 54.4%/57.6%。費用方面，營業費用率 38%，高於本中心/市場預期之 33%/32%，主因研發費用季增 8%，觀察公司針對薪酬支出有所提高。營業利益 9 億元，季減 13%/年減 24%，低於本中心/市場預期 7%/20%。受惠於業外的匯兌利益貢獻，EPS 達 2.27 元，優於本中心預期 15%、低於市場預期 9%。

圖 1：2024 年第 1 季財報回顧

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24A	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	4,388	5,025	4,418	-12.1%	0.7%	4,418	4,442	0.0%	-0.5%
營業毛利	2,666	2,578	2,566	-0.5%	-3.8%	2,404	2,561	6.7%	0.2%
營業利益	1,187	1,034	900	-13.0%	-24.2%	969	1,118	-7.1%	-19.5%
稅前利益	1,246	1,018	1,219	19.7%	-2.1%	1,055	1,234	15.5%	-1.2%
稅後淨利	937	799	955	19.5%	1.9%	829	1,044	15.2%	-8.5%
調整後 EPS (元)	2.23	1.90	2.27	19.5%	1.9%	1.97	2.48	15.2%	-8.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	60.8%	51.3%	58.1%	6.8	-2.7	54.4%	57.6%	3.7	0.5
營業利益率	27.1%	20.6%	20.4%	-0.2	-6.7	21.9%	25.2%	-1.5	-4.8
稅後純益率	21.4%	15.9%	21.6%	5.7	0.2	18.8%	23.5%	2.8	-1.9

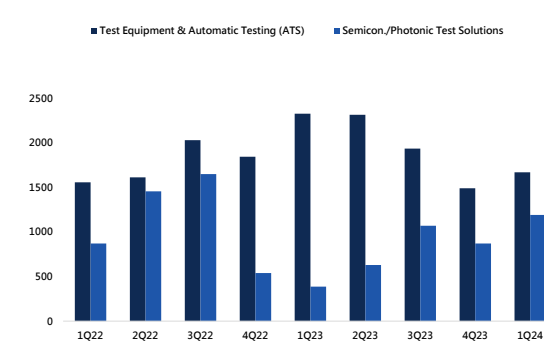
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：母公司業務佔總營收比重提升至 77%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：母公司中 ATS 與 Semi 季增 12%/37%



資料來源：公司資料、元大投顧

## 中國 ATE 拉貨延續，B 系列 SLT 機台進入量產期，2Q24 營收估季增 17%

展望後市，管理層於法說會指出：

- 2Q24 營收將優於 1Q24，且維持 2-3Q24 公司營運將進入旺季，主要受惠於半導體業務。
- 1Q24 中國 ATE 客戶強勁需求延續至 2Q24，B 系列 (包含用於 B100/B200/GB200)之 SLT 產品將自 2Q24 開始出貨。同時，管理層亦上修今年半導體業務預估，預期將優於 2022 年 (原先預期僅達到 2022 年水準)。
- 表現較疲弱之 Power Testing 業務今年預期將呈現持平~年減，與前次法說會展望相同。

考量到半導體業務復甦優於本中心預期，上修 2Q24 營收 3%，預估毛利率/營益率季增 1.3/6.3 個百分點至 59.4%/26.7%，預估 EPS 達 2.75 元，上修 5%。

圖 4：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	4,416	4,418	5,177	17.2%	17.2%	5,051	4,936	2.5%	4.9%
營業毛利	2,750	2,566	3,077	19.9%	11.9%	2,885	2,887	6.7%	6.6%
營業利益	1,214	900	1,385	53.8%	14.1%	1,314	1,331	5.4%	4.0%
稅前利益	1,358	1,219	1,474	20.9%	8.6%	1,404	1,519	5.0%	-2.9%
稅後淨利	1,018	955	1,158	21.3%	13.7%	1,103	1,221	5.0%	-5.1%
調整後 EPS (元)	2.42	2.27	2.75	21.3%	13.7%	2.62	2.90	5.0%	-5.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	62.3%	58.1%	59.4%	1.3	-2.9	57.1%	58.5%	2.3	0.9
營業利益率	27.5%	20.4%	26.7%	6.3	-0.8	26.0%	27.0%	0.7	-0.3
稅後純益率	23.1%	21.6%	22.4%	0.8	-0.7	21.8%	24.7%	0.6	-2.3

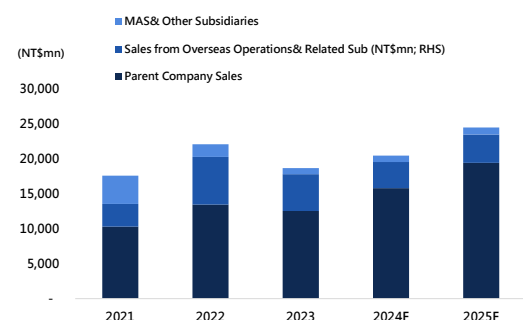
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 2024-2025 年邁向成長周期，半導體業務將為火車頭

本中心重申對公司今年營運正向看法，我們看好母公司業務驅動 2024/2025 年整體營收成長 12%/21% (圖 5)，主因：

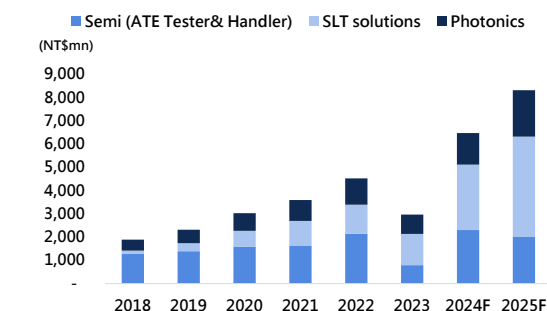
- 中國以外地區電池需求及 5G Power/Clean Tech 將彌補中國電動車電池供過於求之負面因素，尤其評估 2025 年起歐美自建電池廠需求將逐步發酵。
- 半導體業務仍評估為主要成長因子，除中國 ATE 設備拉貨回溫，AI SLT 獨供地位將有助於其持續滿足美系客戶強勁 GPU 需求，預估 2024/2025 年半導體業務成長 109%/29% (圖 6)。

圖 5：母公司業務將驅動整體營收成長



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：半導體業務將進入兩年復甦循環

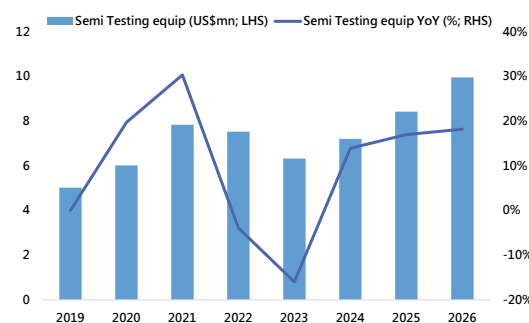


資料來源：元大投顧預估

## 預估 2024-2025 年半導體測試設備成長 14%/17%

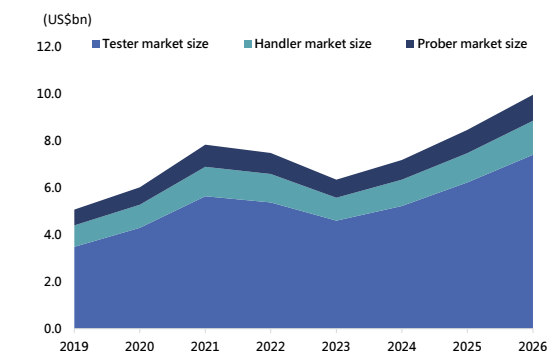
根據 SEMI，全球半導體設備銷售額將於 2024 年起回溫，尤其進入 2025 年數家新晶圓廠產能開出將帶動前後段製程設備需求增加，本中心預估全球半導體測試設備市場規模於 2024-2025 年成長 14%/17%至 48/55 億美元(圖 7)，而 2023-2026 年半導體測試設備(Semiconductor Testing)之銷售額 CAGR 將達 12% (圖 8)。

圖 7：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 8：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

ATE Tester 三大類型(圖 9)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 9：ATE Tester 三大類型及介紹

Classification	Application	Pin count per IC	Parameter	Difficulty
Linear and Discrete Tester	Diode /Triode/MOSFET/IGBT/PA/Power IC/Low end AD/DA chip	<10~100	Speed: 5-10MHz Vector memory: 8-16MV Testing toolkit: 1-3 Protocol:1-2 I/O pins: 10~1,000	Low, except IGBT Low Low
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 10：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  T5383/T5385	T5334/T5335/T5365/T5371/T5377 T5581/85  V1000/V2100/V3300/V4400		T5371/T53775/T5377  T5383  T5581/T5503HS/T5585/T5335P/T5593	T5XXX		H5620/HSM80	T5832/T5585/T5593/T5581
Teradyne	UltraFLEX-SC/UltraFLEX-HD		UltraFLEX/UltraFLEXPlus	UltraFLEX	FLEX/UFLEX/UFLX+ 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 11：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	碩中
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/UFLXPlus  iFLEX	I/J750/J750-EX/J750-HD  UFLEX  iFLEX  ETS364	J750 Series  FLEX/UFLEX/UFLX+ 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/XV1	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

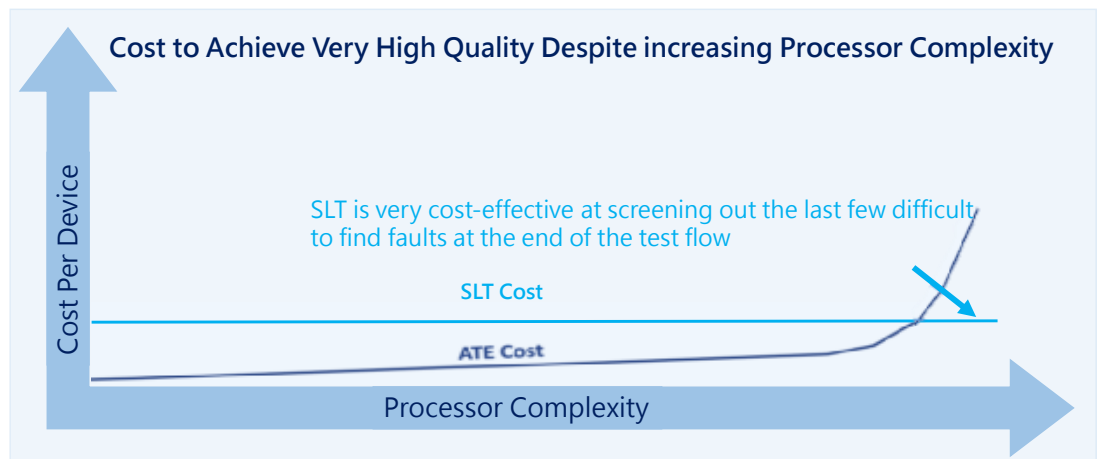
## 先進製程趨勢帶動 SLT 分選機需求上升

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 12)。

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 12：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

### 半導體業務復甦優於預期，重申買進

此次針對 2024 年 EPS 預估大致不變，其中上修半導體業務預估，因此預估毛利率自 56.5%調高至 58.3%，然考量到薪酬費用增加，因此上修費用率自 31.1%至 32.8%。2025 年 EPS 則上調 5.4%，亦考量整體半導體業務復甦優於預期。

目前股價交易於 25/20 倍 2024/2025 年預估每股盈餘，位於近十年 8-34 倍中緣，基於半導體業務復甦態勢優於預期，且針對 B 系列 SLT 機台進入主要出貨期，整體獲利有望持續改善，因此維持目標本益比 28 倍，上修目標價自 330 元 (28x 2H24-1H25F EPS NT\$11.8) 至 350 元 (28x 2H24-1H25F EPS NT\$12.4)，重申買進。

圖 13：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	20,894	20,722	25,215	24,799	0.8%	1.7%
營業毛利	12,191	11,714	14,686	14,178	4.1%	3.6%
營業利益	5,346	5,278	6,795	6,427	1.3%	5.7%
稅前利益	5,710	5,642	7,216	6,848	1.2%	5.4%
稅後淨利	4,433	4,432	5,668	5,379	0.0%	5.4%
調整後 EPS (元)	10.53	10.53	13.46	12.78	0.0%	5.4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	58.3%	56.5%	58.2%	57.2%	1.8	1.1
營業利益率	25.6%	25.5%	27.0%	25.9%	0.1	1.0
稅後純益率	21.2%	21.4%	22.5%	21.7%	-0.2	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：12 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 15：12 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 16：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	266.5	3,435	9.45	10.53	13.46	28.2	25.3	19.8	(22.1)	11.4	27.9
國外同業													
Teradyne	TER US	未評等	118.3	15,746	2.9	2.9	4.7	40.4	40.4	25.4	(35.1)	(0.1)	59.0
Advantest	6857 JP	未評等	150.2	26,950	8.3	6.1	7.4	18.0	24.5	20.4	33.4	(26.3)	20.1
Keysight Tech	KEYS US	未評等	5005.0	26,106	174.4	93.7	143.7	28.7	53.4	34.8	55.1	(46.3)	53.4
Tokyo Electron	8035 JP	未評等	34930.0	98,975	1007.8	683.1	865.1	34.7	51.1	40.4	7.7	(32.2)	26.6
長川科技	300604 CH	未評等	29.4	2,854	0.1	1.0	1.5	405.2	28.4	19.2	(90.6)	1325.6	48.1
華峰測控	688200 CH	未評等	105.6	1,945	1.9	2.8	3.9	57.1	37.3	27.4	(52.7)	53.2	35.8
國外同業平均								97.3	39.2	27.9	(13.7)	212.3	40.5
國內同業													
京鼎	3413 TT	買進	302.0	653	20.5	22.4	25.2	14.8	13.5	12.0	(14.2)	9.6	12.1
家登	3680 TT	未評等	423.5	1,268	10.1	17.6	21.4	42.0	24.0	19.8	(8.1)	74.8	21.3
國內同業平均								28.4	18.8	15.9	(11.1)	42.2	16.7

資料來源：公司資料、元大投顧、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 17：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	266.5	3,435	18.8	18.9	22.1	52.15	56.62	62.70	5.1	4.7	4.3
國外同業													
Teradyne	TER US	未評等	118.3	15,746	18.6	18.7	28.5	15.5	14.8	17.2	7.6	8.0	6.9
Advantest	6857 JP	未評等	150.2	26,950	30.4	21.1	22.4	28.4	28.8	31.9	5.3	5.2	4.7
Keysight Tech	KEYS US	未評等	5005.0	26,106	40.1	17.3	24.7	487.4	552.5	623.7	10.3	9.1	8.0
Tokyo Electron	8035 JP	未評等	34930.0	98,975	30.3	21.3	25.0	3844.7	3568.9	3992.6	9.1	9.8	8.8
長川科技	300604 CH	未評等	29.4	2,854	4.1	20.7	24.1	4.2	5.2	6.6	7.0	5.7	4.5
華峰測控	688200 CH	未評等	105.6	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	18.3	22.9				7.2	7.0	6.1
國內同業													
京鼎	3413 TT	買進	302.0	653	17.3	17.4	17.7	122.0	133.5	146.8	2.5	2.3	2.1
家登	3680 TT	未評等	423.5	1,268	17.4	25.8	24.2	65.5	73.3	95.9	6.5	5.8	4.4
國內同業平均					17.4	21.6	21.0				4.5	4.0	3.2

資料來源：公司資料、元大投顧、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 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	4,388	4,416	4,847	5,025	4,418	5,177	5,574	5,726	18,676	20,894
銷貨成本	(1,722)	(1,666)	(2,085)	(2,446)	(1,852)	(2,100)	(2,241)	(2,511)	(7,919)	(8,703)
營業毛利	2,666	2,750	2,763	2,579	2,566	3,077	3,333	3,214	10,757	12,191
營業費用	(1,479)	(1,536)	(1,524)	(1,544)	(1,666)	(1,693)	(1,711)	(1,775)	(6,084)	(6,845)
營業利益	1,187	1,214	1,238	1,034	900	1,385	1,622	1,439	4,673	5,346
業外利益	58	144	307	(16)	319	89	93	96	493	364
稅前純益	1,246	1,358	1,545	1,018	1,219	1,474	1,715	1,535	5,166	5,710
所得稅費用	(283)	(304)	(291)	(193)	(243)	(279)	(325)	(291)	(1,070)	(1,138)
少數股東權益	26	35	29	26	21	37	43	38	116	139
歸屬母公司稅後純益	937	1,018	1,225	799	955	1,158	1,347	1,206	3,979	4,433
調整後每股盈餘(NT\$)	2.23	2.42	2.91	1.90	2.27	2.75	3.20	2.86	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%	58.1%	59.4%	59.8%	56.1%	57.6%	58.3%
營業利益率	27.1%	27.5%	25.5%	20.6%	20.4%	26.7%	29.1%	25.1%	25.0%	25.6%
稅前純益率	28.4%	30.8%	31.9%	20.3%	27.6%	28.5%	30.8%	26.8%	27.7%	27.3%
稅後純益率	21.4%	23.1%	25.3%	15.9%	22.1%	23.1%	24.9%	21.7%	21.3%	21.2%
有效所得稅率	22.7%	22.4%	18.8%	18.9%	19.9%	18.9%	19.0%	19.0%	20.7%	19.9%
季增率(%)										
營業收入	-27.7%	0.6%	9.8%	3.7%	-12.1%	17.2%	7.7%	2.7%		
營業利益	12.6%	2.2%	2.0%	-16.5%	-13.0%	53.9%	17.1%	-11.3%		
稅後純益	8.7%	8.7%	20.3%	-34.8%	19.5%	21.3%	16.3%	-10.5%		
調整後每股盈餘	8.6%	8.7%	20.3%	-34.8%	19.5%	21.3%	16.3%	-10.5%		
年增率(%)										
營業收入	-0.2%	-10.5%	-27.2%	-17.3%	0.7%	17.2%	15.0%	14.0%	-15.4%	11.9%
營業利益	41.8%	-11.1%	-30.5%	-2.0%	-24.2%	14.1%	31.0%	39.2%	-7.3%	14.4%
稅後純益	10.0%	-38.7%	-29.2%	-7.4%	1.9%	13.7%	10.0%	51.0%	-21.6%	11.6%
調整後每股盈餘	10.0%	-38.7%	-29.2%	-7.5%	1.9%	13.7%	9.9%	50.9%	-22.1%	11.4%

資料來源：公司資料、元大投顧、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 19：致茂成立以來併購多家企業

Date	Highlights	Date	Highlights
1984	Founded		<b>Testar Electronics Corp. established</b>
1993	Chroma ATE Inc. (U.S.A.) established New Wugu plant came online	2007	Acquired Sajat 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.)

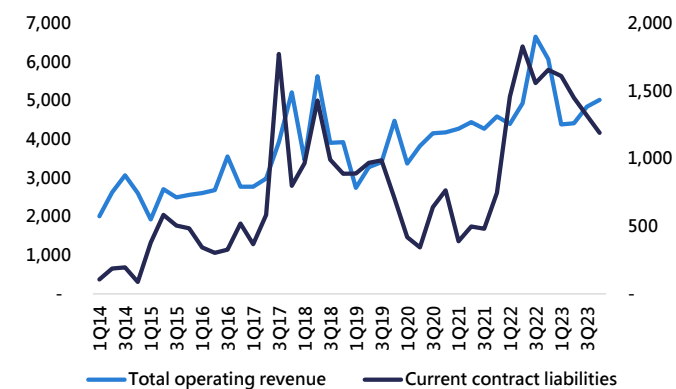
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：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

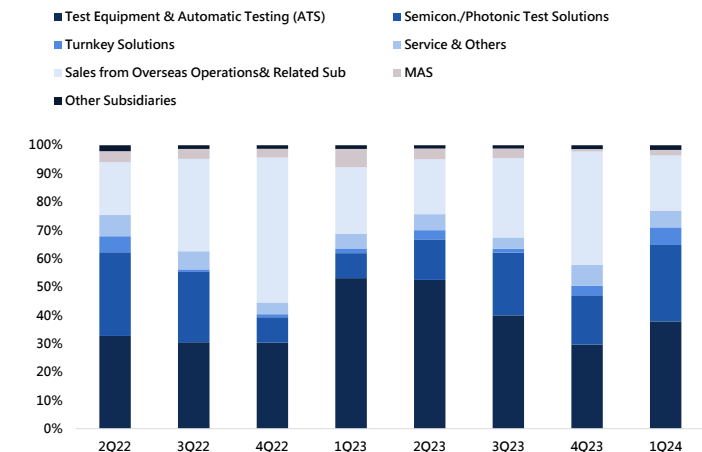
資料來源：TEJ、公司資料

圖 21：致茂營收與合約負債連動度高



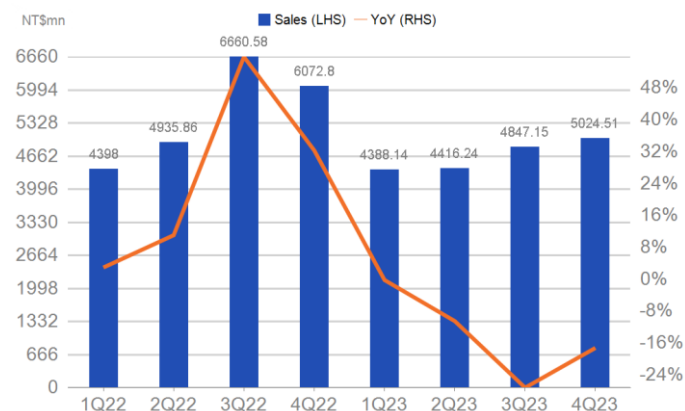
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：營收組成



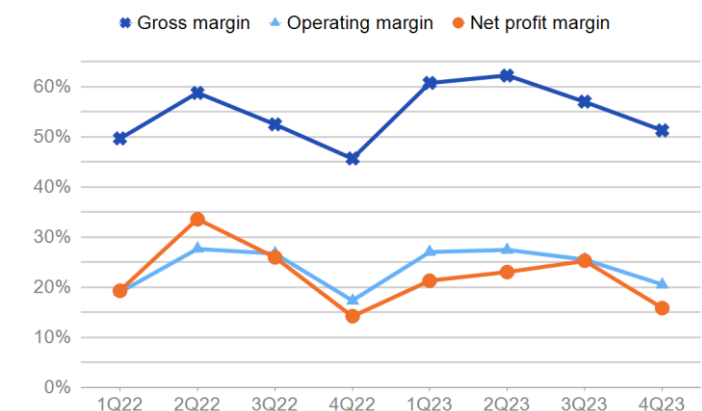
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



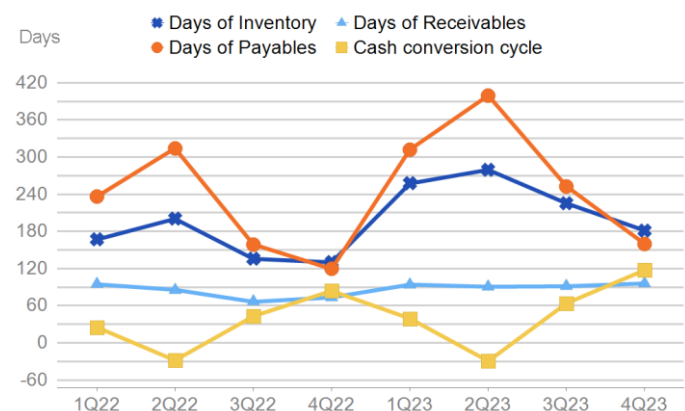
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



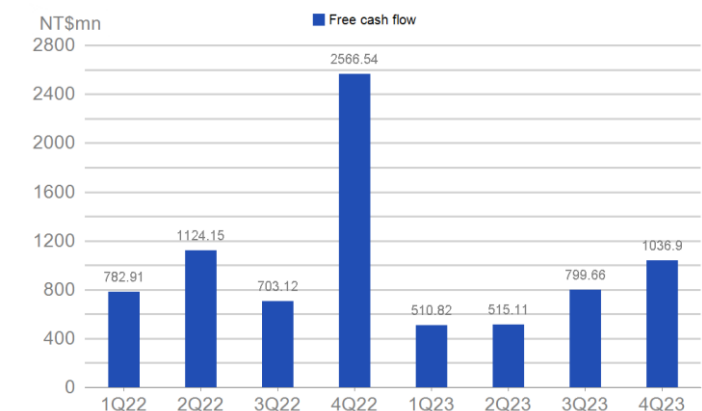
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：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，不過並未受到牽連任何重大的 ESG 相關爭議。

圖 27：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 <span>★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	37

資料來源：Sustainalytics (2024/4/30)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

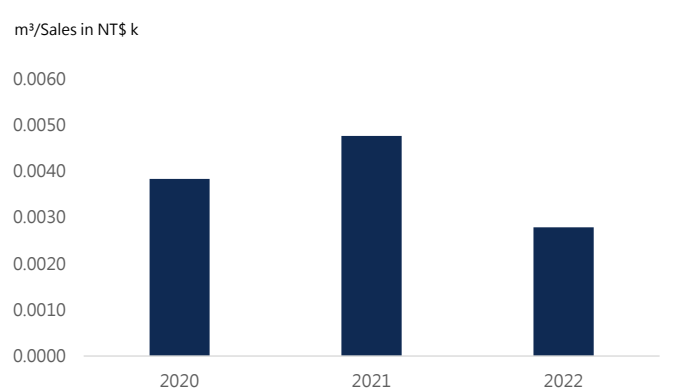
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

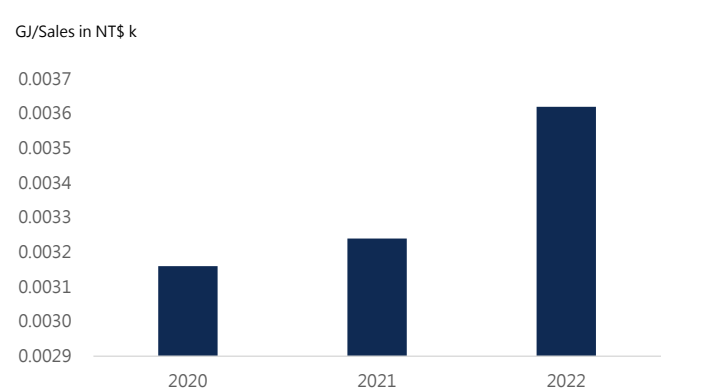
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 28：水資源使用密度



資料來源：公司資料、Reuters

圖 29：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	3,873	4,177
存貨	3,916	4,753	4,675	4,743	5,585
應收帳款及票據	4,526	4,763	5,345	5,471	6,608
其他流動資產	3,013	2,311	958	958	958
流動資產	14,543	17,768	15,772	15,707	17,989
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	33,582	36,093
應付帳款及票據	3,055	2,938	2,618	837	789
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	6,638	6,590
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	9,184	9,136
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	14,721	17,280
什項權益	41	309	318	318	318
歸屬母公司之權益	18,514	21,361	22,517	24,398	26,957
非控制權益	434	512	561	561	561
股東權益總額	18,947	21,873	22,517	24,398	26,957

資料來源：公司資料、元大投顧

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	4,572	5,849
折舊及攤提	594	684	214	884	912
本期營運資金變動	(800)	(1,108)	428	(1,975)	(2,026)
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	3,575	4,554
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)	(3,110)
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)	(3,110)
匯率影響數	(67)	126	(45)	0	0
本期產生現金流量	192	2,853	(351)	(259)	304
自由現金流量	2,481	5,177	724	2,525	3,414

資料來源：公司資料、元大投顧

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	20,894	25,215
銷貨成本	(9,134)	(10,710)	(7,919)	(8,703)	(10,529)
營業毛利	8,450	11,357	10,757	12,191	14,686
營業費用	(5,375)	(6,318)	(6,084)	(6,845)	(7,890)
推銷費用	(2,308)	(2,948)	(2,945)	(3,172)	(3,669)
研究費用	(1,511)	(1,917)	(1,757)	(2,011)	(2,373)
管理費用	(1,265)	(1,446)	(1,382)	(1,511)	(1,848)
其他費用	(291)	(7)	0	0	0
營業利益	3,075	5,039	4,673	5,346	6,795
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	5,710	7,216
所得稅費用	(979)	(1,220)	(1,070)	(1,138)	(1,367)
少數股權淨利	126	116	116	139	180
歸屬母公司之稅後純益	4,179	5,106	3,979	4,433	5,668
稅前息前折舊攤銷前淨利	5,923	7,180	5,420	6,230	7,707
調整後每股盈餘 (NT\$)	9.93	12.13	9.45	10.53	13.46

資料來源：公司資料、元大投顧

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)	11.9	20.7
營業利益	9.9	63.9	(7.3)	14.4	27.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	67.9	21.2	(24.5)	14.9	23.7
稅後純益	80.8	21.3	(21.6)	11.6	27.9
調整後每股盈餘	79.9	22.2	(22.1)	11.4	27.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	48.1	51.5	57.6	58.3	58.2
營業利益率	17.5	22.8	25.0	25.6	27.0
稅前息前淨利率	29.8	28.9	25.0	25.6	27.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	33.7	32.5	29.0	29.8	30.6
稅前純益率	30.1	29.2	27.7	27.3	28.6
稅後純益率	23.8	23.1	21.3	21.2	22.5
資產報酬率	14.9	16.5	2.4	13.2	16.3
股東權益報酬率	24.4	25.6	18.8	18.9	22.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	55.9	54.7	48.7	37.6	33.9
淨負債權益比(%)	1.4	(13.5)	(4.5)	(3.1)	(3.9)
利息保障倍數 (倍)	119.1	118.0	0	105.2	136.3
流動比率 (%)	184.6	191.4	1.9	2.4	2.7
速動比率 (%)	131.6	137.3	1.1	1.4	1.6
淨負債 (NT\$百萬元)	260	(2,958)	(1,007)	(747)	(1,051)
調整後每股淨值 (NT\$)	43.88	50.21	52.15	56.62	62.70
評價指標 (倍)					
本益比	26.8	22.0	28.2	25.3	19.8
股價自由現金流量比	45.2	21.7	155.0	44.4	32.9
股價淨值比	6.1	5.3	5.1	4.7	4.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	18.9	15.6	20.7	18.0	14.6
股價營收比	6.4	5.1	6.0	5.4	4.5

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

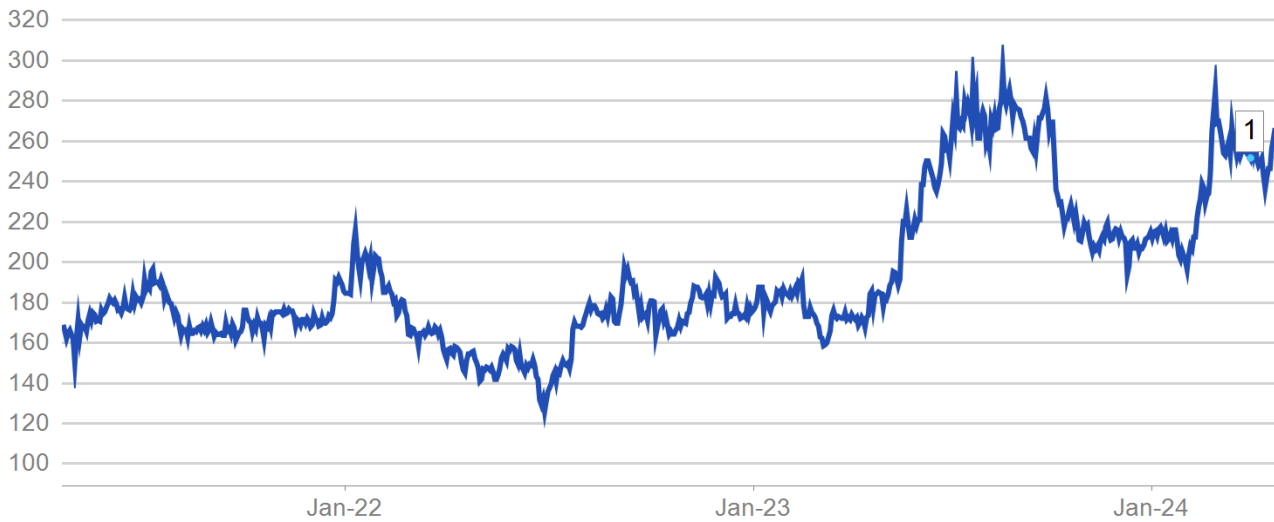
附錄：重要揭露事項

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

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20240409	251.50	330.00	330.00	買進	劉誠新

資料來源：CMoney、元大投顧  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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>.