

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

# 亞德客-KY

(1590.TW/1590 TT)



## 增加持股 · 維持

收盤價 June 12 (NT\$)	1,020
12 個月目標價 (NT\$)	1,280
前次目標價 (NT\$)	1,320
調降 (%)	3.0
上漲空間 (%)	25.5

## 焦點內容

亞德客-KY 表示 3-5 月份線性滑軌營收達人民幣 3,000 萬元/月，對比 1Q23 為人民幣 6,000 萬元。展望 2H23，公司預期線軌營收貢獻將持續擴大，再加上氣動產品的市佔提升，管理層預期 2H23 營收成長動能將加速。我們根據 30 倍本益比調整目標價至 1,280 元，維持「增加持股」評等。

## 交易資料表

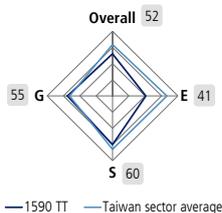
市值：(NT\$/US\$mn)	204.0 / 6,643
流通在外股數(百萬股)：	200.0
外資持有股數(百萬股)：	153.1
3M 平均成交量(百萬股)：	0.53
52 週股價(低\高)(NT\$)：	653 -1,240

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-4.2	8.7	0.5
相對表現 (%)	-13.4	-7.3	-2.5

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	8.39A	8.01A	6.96A	6.71A
2023	8.11A	9.18F	8.96F	8.98F
2024	9.06F	11.95F	10.96F	10.69F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

## 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

莊政翰  
886.2.2181.8719  
angus.chuang@kgi.com

高政修  
886.2.2181.8735  
allen.gao@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 2H23 營收成長動能將升溫

### 重要訊息

我們舉辦與亞德客-KY 的電話會議。儘管電子產業的需求不如預期，但管理層認為氣動產品市佔持續擴大以及線性滑軌貢獻增加將帶動 2H23 營收增長加速，且公司看好 2023 年營收雙位數成長目標可達成。

### 評論及分析

**2Q23 營收符合預期。**亞德客-KY 表示目前接單仍高於出貨，並預期中國解封後氣動市場將穩步復甦，而非強力反彈。以終端應用產業來看，能源與照明的需求依舊暢旺，今年前五個月營收年增逾 100%；電池則因市場產能過剩，需求成長預料將放緩，惟公司受惠於市佔擴大，營收仍有機會維持雙位數成長。然而，電子產業不如原先預期會有規格升級或新產品上市來帶動 2Q 旺季需求，目前未見顯著復甦。我們預期 2Q23 營收可望達成我們預估的季增 15%，但獲利率恐怕略低於預期，主要是因為 1H23 銷售的線性滑軌是用到較高成本的原物料。

**線性滑軌貢獻增加。**今年 4 月底亞德客-KY 的線性滑軌產能達人民幣 20 億元，而管理層表示已有超過 1,000 名潛在客戶到廠參觀。3-5 月線性滑軌的單月營收達人民幣 3,000 萬元，對比 1Q23 為人民幣 6,000 萬元。展望 2H23，公司預期線軌營收貢獻將持續擴大，產能利用率可望自 1H23 的 50% 以下提高至 60-70%，帶動毛利率來到 40%。憑藉著比同業低 20-30% 的產品價格與更短的交期（一個月內），公司有信心今年可達成線性滑軌營收人民幣 6 億元的目標，並於明年翻倍，屆時產能利用率達到 80-90% 後，毛利率也將提升至 50%。

**2H23 營收將加速成長。**亞德客-KY 認為中國氣動市場今年將持平或低個位數成長，而在市佔率提升下，公司營收成長佔將較市場平均高出 10 個百分點。再加上線性滑軌貢獻增加，管理層預期 2H23 營收將加速成長，並看好 2023 年營收雙位數成長的目標應可順利達成。凱基將 2023 年預估獲利下修至 35.23 元，年增 17%，係反映 2Q23 獲利率可能下滑以及潛在匯損。

### 投資建議

我們認為過去二個月亞德客-KY 股價拉回 15%（對比大盤上漲 7%）已反應中國製造業動能低於預期，2H23 預估在營收加速成長帶動下，股價將重拾動能。凱基維持「增加持股」評等，但調整目標價至 1,280 元，係根據 30 倍本益比（歷史區間為 13-35 倍）。

### 投資風險

下檔風險包括中國需求復甦不如預期及價格競爭。

### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	25,400	26,073	29,919	34,141	39,840
營業毛利 (NT\$百萬)	12,337	11,893	13,736	15,938	18,726
營業利益 (NT\$百萬)	8,216	7,543	9,164	10,928	12,900
稅後淨利 (NT\$百萬)	6,442	6,013	7,047	8,531	10,087
每股盈餘 (NT\$)	33.67	30.07	35.23	42.66	50.43
每股現金股利 (NT\$)	13.31	13.45	15.86	19.20	22.70
每股盈餘成長率 (%)	31.3	(10.7)	17.2	21.1	18.2
本益比 (x)	30.3	33.9	28.9	23.9	20.2
股價淨值比 (x)	5.8	5.2	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA (x)	20.0	21.5	17.2	14.5	12.4
淨負債比率 (%)	10.5	12.7	4.9	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.3	1.3	1.6	1.9	2.2
股東權益報酬率 (%)	22.4	16.2	17.2	18.9	20.1

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q23 及 3Q23 財務預估修正與市場共識比較

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	7,909	8,043	(1.7)	14.5	9.5	8,070	(2.0)	7,600	7,713	(1.5)	(3.9)	25.1	7,804	(2.6)
毛利	3,639	3,748	(2.9)	16.0	8.1	3,779	(3.7)	3,512	3,564	(1.5)	(3.5)	24.8	3,650	(3.8)
營業利益	2,436	2,526	(3.5)	19.1	11.1	2,557	(4.7)	2,372	2,454	(3.3)	(2.6)	39.3	2,451	(3.2)
稅前淨利	2,422	2,549	(5.0)	16.0	16.9	2,567	(5.6)	2,362	2,471	(4.4)	(2.5)	31.1	2,440	(3.2)
稅後淨利	1,836	1,963	(6.5)	13.1	14.6	1,960	(6.3)	1,792	1,901	(5.7)	(2.4)	28.8	1,873	(4.3)
每股盈餘(元)	9.18	9.82	(6.5)	13.1	14.6	9.80	(6.3)	8.96	9.50	(5.7)	(2.4)	28.8	9.36	(4.3)
毛利率(%)	46.0	46.6	(0.6)ppts	0.6 ppts	(0.6) ppts	46.8	(0.8)ppts	46.2	46.2	0.0 ppts	0.2 ppts	(0.1) ppts	46.8	(0.6)ppts
營業利益率(%)	30.8	31.4	(0.6) ppts	1.2 ppts	0.5 ppts	31.7	(0.9) ppts	31.2	31.8	(0.6)ppts	0.4 ppts	3.2 ppts	31.4	(0.2) ppts
淨利率(%)	23.2	24.4	(1.2) ppts	(0.3) ppts	1.0 ppts	24.3	(1.1) ppts	23.6	24.6	(1.1) ppts	0.4 ppts	0.7 ppts	24.0	(0.4) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-25 年財務預估修正與市場共識比較

百萬元	2023F						2024F						2025F			
	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(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	29,919	30,166	(0.8)	14.8	30,318	(1.3)	34,141	34,268	(0.4)	14.1	34,736	(1.7)	39,840	16.7	37,470	6.3
毛利	13,736	13,891	(1.1)	15.5	14,092	(2.5)	15,938	16,051	(0.7)	16.0	16,430	(3.0)	18,726	17.5	17,873	4.8
營業利益	9,164	9,357	(2.1)	21.5	9,418	(2.7)	10,928	11,198	(2.4)	19.3	11,363	(3.8)	12,900	18.0	12,547	2.8
稅前獲利	9,164	9,478	(3.3)	17.1	9,529	(3.8)	11,037	11,384	(3.0)	20.4	11,541	(4.4)	13,049	18.2	12,842	1.6
稅後淨利	7,047	7,289	(3.3)	17.2	7,321	(3.7)	8,531	8,800	(3.0)	21.1	8,839	(3.5)	10,087	18.2	9,812	2.8
每股盈餘(元)	35.23	36.44	(3.3)	17.2	36.60	(3.7)	42.66	44.00	(3.0)	21.1	44.20	(3.5)	50.43	18.2	49.06	2.8
毛利率(%)	45.9	46.0	(0.1) ppts	0.3 ppts	46.5	(0.6) ppts	46.7	46.8	(0.2) ppts	0.8 ppts	47.3	(0.6) ppts	47.0	0.3 ppts	47.7	(0.7) ppts
營業率(%)	30.6	31.0	(0.4) ppts	1.7 ppts	31.1	(0.4) ppts	32.0	32.7	(0.7) ppts	1.4 ppts	32.7	(0.7) ppts	32.4	0.4 ppts	33.5	(1.1) ppts
淨利率(%)	23.6	24.2	(0.6) ppts	0.5 ppts	24.1	(0.6) ppts	25.0	25.7	(0.7) ppts	1.4 ppts	25.4	(0.5) ppts	25.3	0.3 ppts	26.2	(0.9) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3: 公司概況

成立於 1989 年，亞德客-KY 為中國第二大的氣動元件廠商，市占率預估為 26%，僅次於日商 SMC 的 35%。公司主要生產氣動執行元件（氣缸）、氣動控制元件（閥類）及氣源處理元件，並以自有品牌亞德客銷售。亞德客-KY 在 1995 年進入中國市場，2022 年中國營收貢獻約 93%，台灣營收占比為 3%，海外市場 4%。

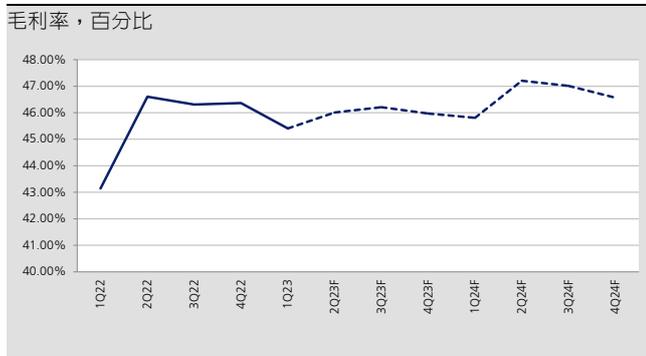
資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率



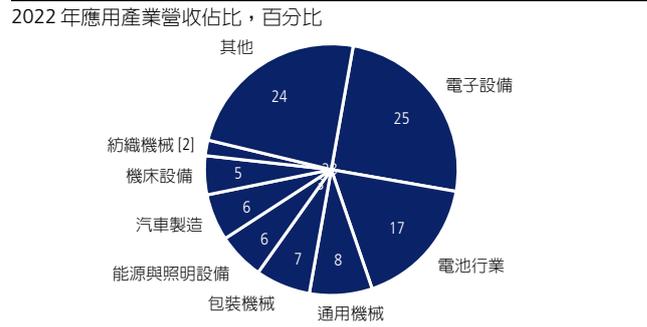
資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率



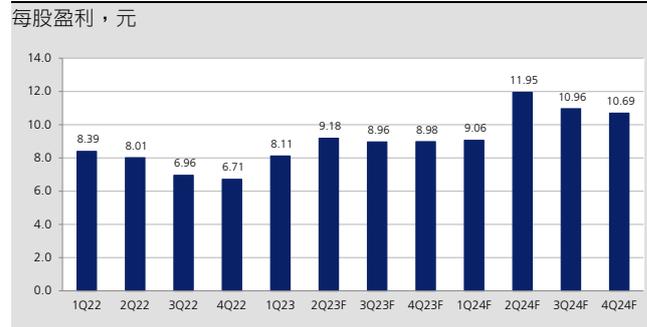
資料來源：凱基

圖 4: 電子設備為主要營收來源



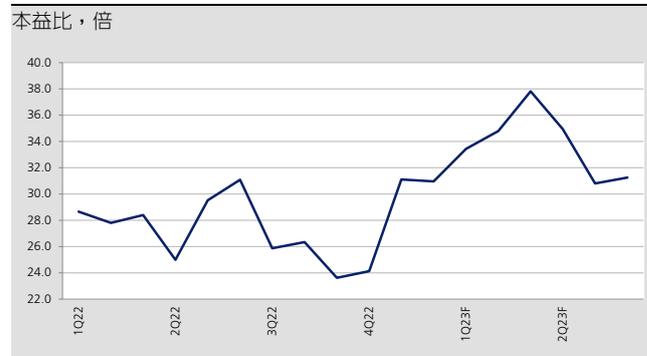
資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利



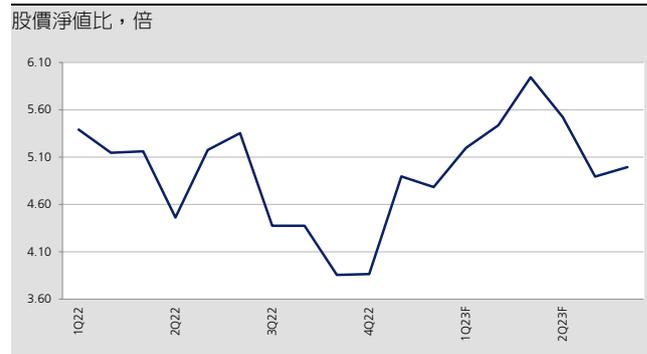
資料來源：凱基

圖 8: 本益比



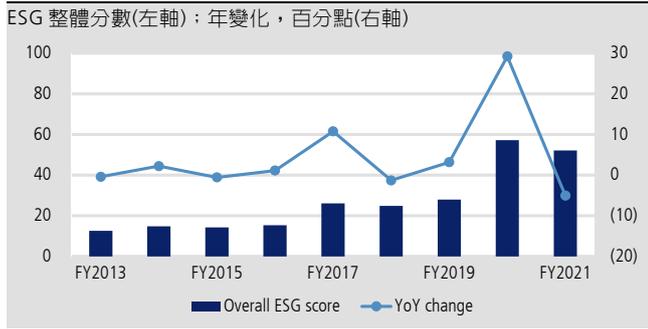
資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比



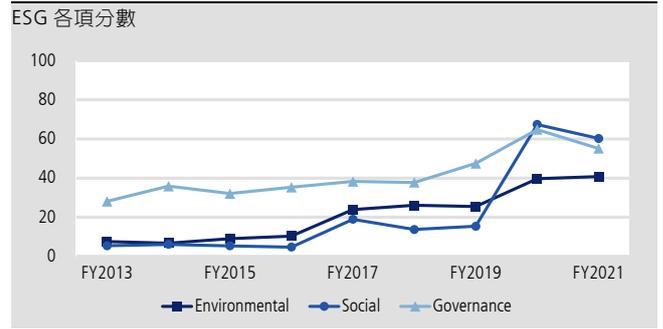
資料來源：凱基

圖 11：ESG 整體分數



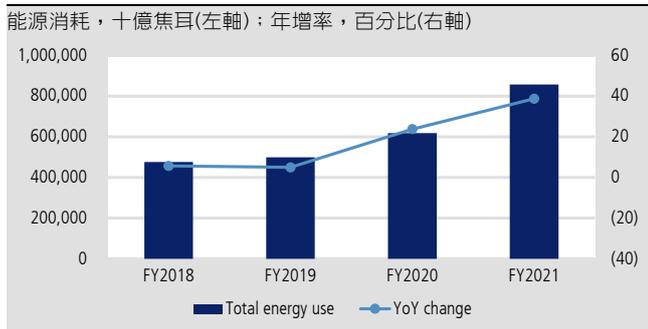
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：ESG 各項分數



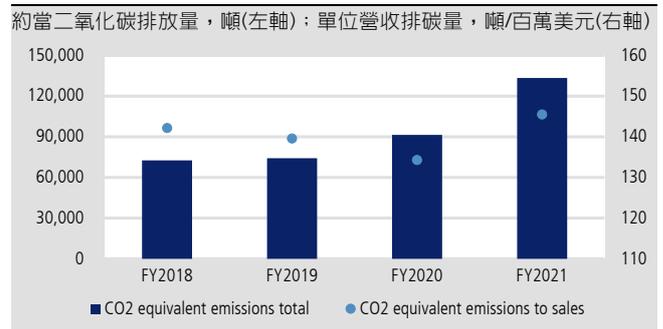
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：能源消耗



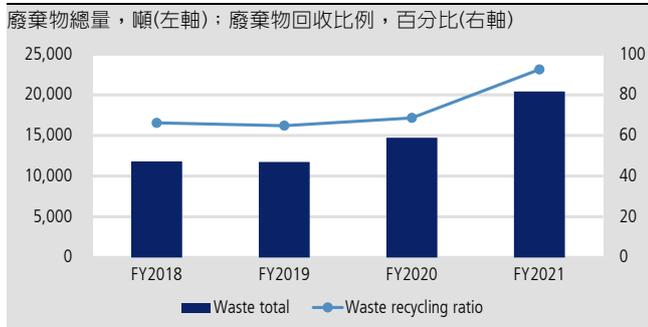
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：碳排放量



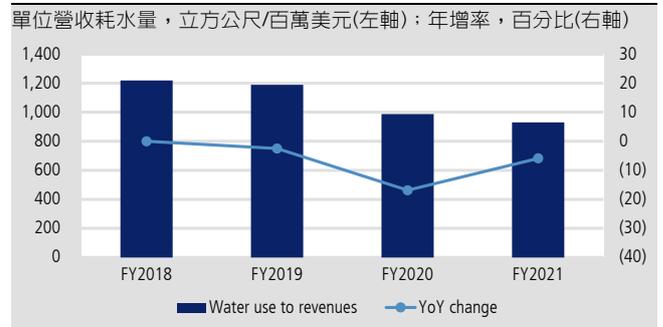
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：廢棄物總量



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：耗水量



資料來源：Refinitiv，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"> <li>- 公司運營範圍內消耗之能源總量</li> <li>- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量</li> <li>- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源</li> <li>- 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)</li> <li>- 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</li> </ul>	
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"> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul>	
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"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量)</li> <li>- 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)</li> </ul>	
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"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量)</li> <li>- 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)</li> </ul>	
廢棄物總量	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物</li> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul>	
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"> <li>- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100</li> <li>- 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</li> <li>- 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物</li> </ul>	
總取水量	<p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul>	
環保支出	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> </ul>	
員工流動率	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100</li> <li>- 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2</li> <li>- 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數</li> </ul>	
女性經理	<p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性經理占公司經理的百分比</li> <li>- 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</li> <li>- 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100</li> </ul>	
女性員工	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性員工占公司員工總數的百分比</li> <li>- 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100</li> </ul>	
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"> <li>- 僅考慮員工教育訓練時數</li> <li>- 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)</li> <li>- 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作</li> </ul>	
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-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	6,906	7,909	7,600	7,505	7,731	9,445	8,594	8,370	29,919	34,141	39,840
營業成本	(3,770)	(4,270)	(4,088)	(4,055)	(4,190)	(4,987)	(4,554)	(4,472)	(16,183)	(18,203)	(21,114)
營業毛利	3,136	3,639	3,512	3,450	3,542	4,459	4,040	3,898	13,736	15,938	18,726
營業費用	(1,089)	(1,202)	(1,140)	(1,141)	(1,191)	(1,360)	(1,220)	(1,239)	(4,572)	(5,010)	(5,826)
營業利益	2,046	2,436	2,372	2,309	2,351	3,099	2,820	2,659	9,164	10,928	12,900
折舊	(583)	(704)	(702)	(817)	(741)	(744)	(741)	(738)	(2,807)	(2,963)	(3,122)
攤提	(5)	(4)	(4)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)	(14)	(14)	(14)
EBITDA	2,634	3,144	3,077	3,129	3,095	3,846	3,564	3,400	11,985	13,905	16,036
利息收入	21	34	32	34	42	42	45	43	121	172	230
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	115	40	33	12	52	54	50	44	200	200	210
總營業外收入	135	74	65	47	94	96	95	87	321	372	440
利息費用	(42)	(43)	(43)	(43)	(42)	(43)	(43)	(44)	(171)	(171)	(171)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(52)	(46)	(32)	(20)	(32)	(20)	(20)	(20)	(150)	(92)	(120)
總營業外費用	(95)	(89)	(75)	(63)	(74)	(63)	(63)	(64)	(321)	(263)	(291)
稅前純益	2,087	2,422	2,362	2,293	2,371	3,132	2,852	2,682	9,164	11,037	13,049
所得稅費用[利益]	(464)	(586)	(570)	(496)	(560)	(742)	(660)	(543)	(2,117)	(2,505)	(2,962)
少數股東損益	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	1,623	1,836	1,792	1,796	1,811	2,390	2,192	2,139	7,047	8,531	10,087
非常項目	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,623	1,836	1,792	1,796	1,811	2,390	2,192	2,139	7,047	8,531	10,087
每股盈餘 (NT\$)	8.11	9.18	8.96	8.98	9.06	11.95	10.96	10.69	35.23	42.66	50.43
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	45.4	46.0	46.2	46.0	45.8	47.2	47.0	46.6	45.9	46.7	47.0
營業利益率	29.6	30.8	31.2	30.8	30.4	32.8	32.8	31.8	30.6	32.0	32.4
EBITDA Margin	38.1	39.8	40.5	41.7	40.0	40.7	41.5	40.6	40.1	40.7	40.3
稅前純益率	30.2	30.6	31.1	30.6	30.7	33.2	33.2	32.0	30.6	32.3	32.8
稅後純益率	23.5	23.2	23.6	23.9	23.4	25.3	25.5	25.6	23.6	25.0	25.3
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	10.2	14.5	(3.9)	(1.3)	3.0	22.2	(9.0)	(2.6)			
營業毛利	8.0	16.0	(3.5)	(1.8)	2.7	25.9	(9.4)	(3.5)			
營業收益增長	11.4	19.1	(2.6)	(2.7)	1.8	31.8	(9.0)	(5.7)			
EBITDA	9.4	19.4	(2.1)	1.7	(1.1)	24.2	(7.3)	(4.6)			
稅前純益	18.7	16.0	(2.5)	(2.9)	3.4	32.1	(8.9)	(5.9)			
稅後純益	20.9	13.1	(2.4)	0.2	0.8	32.0	(8.3)	(2.4)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	6.1	9.5	25.1	19.8	12.0	19.4	13.1	11.5	14.8	14.1	16.7
營業毛利	11.7	8.1	24.8	18.8	12.9	22.5	15.0	13.0	15.5	16.0	17.5
營業收益	13.0	11.1	39.3	25.7	14.9	27.2	18.9	15.2	21.5	19.3	18.0
EBITDA	14.2	15.1	36.4	30.0	17.5	22.3	15.8	8.7	23.5	16.0	15.3
稅前純益	(4.7)	16.9	31.1	30.4	13.6	29.3	20.7	17.0	17.1	20.4	18.2
稅後純益	(3.3)	14.6	28.8	33.9	11.6	30.2	22.3	19.1	17.2	21.1	18.2

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>47,679</b>	<b>54,600</b>	<b>59,138</b>	<b>64,678</b>	<b>71,195</b>
<b>流動資產</b>	<b>19,314</b>	<b>23,254</b>	<b>28,469</b>	<b>34,762</b>	<b>42,191</b>
現金及短期投資	6,222	6,608	9,464	13,316	17,220
存貨	5,302	7,250	8,275	9,282	10,796
應收帳款及票據	7,483	9,050	10,385	11,818	13,828
其他流動資產	307	346	346	346	346
<b>非流動資產</b>	<b>28,364</b>	<b>31,345</b>	<b>30,669</b>	<b>29,916</b>	<b>29,005</b>
長期投資	-	25	25	25	25
固定資產	24,467	28,829	28,153	27,400	26,488
什項資產	3,898	2,492	2,492	2,492	2,492
<b>負債總額</b>	<b>12,527</b>	<b>15,666</b>	<b>16,329</b>	<b>17,177</b>	<b>18,146</b>
<b>流動負債</b>	<b>9,219</b>	<b>14,934</b>	<b>15,596</b>	<b>16,444</b>	<b>17,413</b>
應付帳款及票據	1,303	1,291	1,473	1,653	1,922
短期借款	5,259	11,282	11,282	11,282	11,282
什項負債	2,657	2,361	2,841	3,509	4,209
<b>長期負債</b>	<b>3,308</b>	<b>733</b>	<b>733</b>	<b>733</b>	<b>733</b>
長期借款	2,806	-	-	-	-
其他負債及準備	353	610	610	610	610
<b>股東權益總額</b>	<b>35,152</b>	<b>38,933</b>	<b>42,809</b>	<b>47,501</b>	<b>53,049</b>
普通股	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
保留盈餘	19,530	22,867	26,743	31,435	36,983
少數股東權益	8	7	7	7	7
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	33.0%	2.6%	14.8%	14.1%	16.7%
營業收益增長	37.8%	(8.2%)	21.5%	19.3%	18.0%
EBITDA	32.4%	(2.4%)	23.5%	16.0%	15.3%
稅後純益	33.0%	(6.7%)	17.2%	21.1%	18.2%
每股盈餘成長率	31.3%	(10.7%)	17.2%	21.1%	18.2%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	48.6%	45.6%	45.9%	46.7%	47.0%
營業利益率	32.3%	28.9%	30.6%	32.0%	32.4%
EBITDA Margin	39.1%	37.2%	40.1%	40.7%	40.3%
稅後純益率	25.4%	23.1%	23.6%	25.0%	25.3%
平均資產報酬率	14.5%	11.8%	12.4%	13.8%	14.8%
股東權益報酬率	22.4%	16.2%	17.2%	18.9%	20.1%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	22.9%	29.0%	26.4%	23.8%	21.3%
淨負債比率	10.5%	12.7%	4.9%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	44.8	54.2	54.6	65.4	77.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
Cash Flow Int. Coverage (x)	33.0	35.5	45.0	54.0	58.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.2	0.5	0.7	0.8	0.9
流動比率 (x)	2.1	1.6	1.8	2.1	2.4
速動比率 (x)	1.5	1.1	1.3	1.5	1.8
淨負債 (NT\$百萬)	3,691	4,936	2,081	(1,772)	(5,676)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	33.67	30.07	35.23	42.66	50.43
每股現金盈餘 (NT\$)	33.03	26.13	38.45	46.24	49.84
每股淨值 (NT\$)	175.72	194.63	214.01	237.47	265.21
調整後每股淨值 (NT\$)	183.67	194.63	214.01	237.47	265.21
每股營收 (NT\$)	132.75	130.36	149.60	170.70	199.20
EBITDA/Share (NT\$)	51.97	48.52	59.92	69.53	80.18
每股現金股利 (NT\$)	13.31	13.45	15.86	19.20	22.70
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.57	0.51	0.53	0.55	0.59
應收帳款周轉天數	107.5	126.7	126.7	126.7	126.7
存貨周轉天數	148.1	186.6	186.6	186.6	186.6
應付帳款周轉天數	36.4	33.2	33.2	33.2	33.2
現金轉換周轉天數	219.3	280.1	280.1	280.1	280.1

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>25,400</b>	<b>26,073</b>	<b>29,919</b>	<b>34,141</b>	<b>39,840</b>
營業成本	(13,063)	(14,180)	(16,183)	(18,203)	(21,114)
<b>營業毛利</b>	<b>12,337</b>	<b>11,893</b>	<b>13,736</b>	<b>15,938</b>	<b>18,726</b>
營業費用	(4,121)	(4,350)	(4,572)	(5,010)	(5,826)
<b>營業利益</b>	<b>8,216</b>	<b>7,543</b>	<b>9,164</b>	<b>10,928</b>	<b>12,900</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>348</b>	<b>131</b>	<b>321</b>	<b>372</b>	<b>440</b>
利息收入	104	97	121	172	230
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	244	35	200	200	210
<b>總營業外費用</b>	<b>(180)</b>	<b>150</b>	<b>(321)</b>	<b>(263)</b>	<b>(291)</b>
利息費用	(192)	(147)	(171)	(171)	(171)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	12	297	(150)	(92)	(120)
<b>稅前純益</b>	<b>8,384</b>	<b>7,824</b>	<b>9,164</b>	<b>11,037</b>	<b>13,049</b>
所得稅費用[利益]	(1,943)	(1,811)	(2,117)	(2,505)	(2,962)
少數股東損益	1	0	-	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>6,442</b>	<b>6,013</b>	<b>7,047</b>	<b>8,531</b>	<b>10,087</b>
<b>EBITDA</b>	<b>9,943</b>	<b>9,703</b>	<b>11,985</b>	<b>13,905</b>	<b>16,036</b>
每股盈餘 (NT\$)	33.67	30.07	35.23	42.66	50.43

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>6,320</b>	<b>5,226</b>	<b>7,691</b>	<b>9,248</b>	<b>9,968</b>
本期純益	6,442	6,013	7,047	8,531	10,087
折舊及攤提	1,727	2,161	2,821	2,977	3,136
本期運用資金變動	(1,866)	(3,392)	(2,177)	(2,261)	(3,255)
其他營業資產及負債變動	17	445	(0)	(0)	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(5,492)</b>	<b>(3,692)</b>	<b>(2,144)</b>	<b>(2,224)</b>	<b>(2,224)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(320)	1,794	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(5,164)	(5,589)	(2,130)	(2,210)	(2,210)
其他資產變動	(8)	103	(14)	(14)	(14)
<b>自由現金流</b>	<b>992</b>	<b>(1,041)</b>	<b>5,546</b>	<b>6,939</b>	<b>7,628</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(794)</b>	<b>455</b>	<b>(2,691)</b>	<b>(3,171)</b>	<b>(3,839)</b>
短期借款變動	(5,792)	7,071	-	-	-
長期借款變動	(767)	(3,577)	-	-	-
現金增資	7,873	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,712)	(2,676)	(2,691)	(3,171)	(3,839)
其他融資現金流	(396)	(363)	0	(0)	(0)
<b>匯率影響數</b>	<b>(20)</b>	<b>(19)</b>			
<b>本期產生現金流量</b>	<b>14</b>	<b>1,971</b>	<b>2,856</b>	<b>3,852</b>	<b>3,904</b>

**投資回報率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	16.2%	16.7%	15.3%	14.7%	14.6%
<b>= 營業利益率</b>	<b>32.3%</b>	<b>28.9%</b>	<b>30.6%</b>	<b>32.0%</b>	<b>32.4%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
+ 淨固定資產/營業收入	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>
營業利益率	32.3%	28.9%	30.6%	32.0%	32.4%
x 資本周轉率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
x (1 - 有效現金稅率)	76.8%	76.9%	76.9%	77.3%	77.3%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>17.6%</b>	<b>13.5%</b>	<b>16.0%</b>	<b>18.9%</b>	<b>21.5%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 亞德客-KY – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-04-26	增加持股	1,320	1,030
2023-03-28	增加持股	1,320	1,150
2023-02-08	增加持股	1,280	1,095
2022-10-26	降低持股	554	664
2022-10-04	降低持股	554	782
2022-08-03	降低持股	679	827
2022-07-28	降低持股	679	854
2022-04-27	持有	888	805
2022-02-21	持有	934	961
2021-11-05	持有	934	862

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	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。
未評等 (R)	

\*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，過後若有變更時，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。