

# 亞德客-KY

(1590.TW/1590 TT)



## 增加持股 · 維持

收盤價 July 27 (NT\$)	952
12 個月目標價 (NT\$)	1,230
前次目標價 (NT\$)	1,280
調降 (%)	3.9
上漲空間 (%)	29.2

## 焦點內容

2Q23 獲利不如預期，主因匯損拖累。管理層維持 2023 年營收成長雙位數及營利率逾 30% 之目標，預計 2H23 營收加速成長將有助個股重拾動能。凱基調整目標價至 1,230 元並維持「增加持股」評等。

## 交易資料表

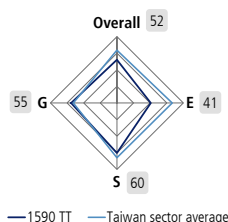
市值：(NT\$bn/US\$mn)	190.4 / 6,087
流通在外股數 (百萬股)：	200.0
外資持有股數 (百萬股)：	152.6
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.50
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	653 - 1,240

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-13.5	-4.7	14.4
相對表現 (%)	-25.4	-20.2	-1.1

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	8.39A	8.01A	6.96A	6.71A
2023	8.11A	8.52F	8.70F	9.12F
2024	8.99F	11.36F	10.65F	10.01F

## 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 優於過往季節性

### 重要訊息

亞德客-KY 2Q23 營業利益大致符合預期，惟獲利受到匯損拖累而表現落後。管理層維持 2023 年營收成長雙位數及營利率逾 30% 之目標，預期中國政府潛在刺激措施以及線性滑軌貢獻增加將帶動 2H23 營運優於以往季節性水準。

### 評論及分析

**匯損致 2Q23 獲利落後。**2Q23 營收年增 11%、季增 16% 至 80 億元，符合預期。雖然線性滑軌產能利用率偏低 (50%) 導致毛利率年減 1 個百分點至 45.6%，低於市場預估 46.8% 及凱基預估 46.0%，但營業利益年增 11%、季增 19% 至 24.3 億元，大致符合我們預期，惟較市場預估低 4%。每股獲利 8.52 元，落後市場預估 9.73 元及凱基預估 9.18 元，主因匯損高達 2.78 億元。各項終端應用中，能源和照明以年增 250% 表現強勁，包裝及一般機械則分別成長 24%、22%，抵銷電子下滑 10% 及電池萎縮 5% 之影響。

**2H23 營運可望優於季節性水準。**亞德客-KY 3Q/4Q 營收向來季減個位數；不過，管理層認為中國政府潛在刺激方案及線性滑軌貢獻增加，可望縮小今年營運季減幅度。由於中國復甦放緩，1H23 線性滑軌營收為人民幣 1.5 億元，略低於人民幣 1.8-2.0 億元之預期。不過，公司憑藉著較短的交期與價格競爭力將打進更多客戶，預計 2H23 線性滑軌營收貢獻將可提升，目標全年營收人民幣 5-6 億元。因此，公司展望 2H23 營收將加速年增，並在更高毛利氣動產品上市及線性滑軌產能利用率提升下，營利率將持續復甦。

**2023 年展望無虞。**中國解封後需求未若預期般迅速回升，然亞德客-KY 仍認為前景樂觀，預估中國氣動市場今年將持平或低個位數成長，且公司將較市場增長高出 10 個百分點。隨著線性滑軌貢獻攀升，公司維持營收成長雙位數及營利率逾 30% 之目標。儘管中國製造業活動依然不振，PMI 指數在 50 榮枯線載浮載沉，但我們認為新訂單改善跡象初現，預計在美國去化庫存與升息循環告一段落後，資本支出週期復甦將帶動轉折點於年底浮現。

### 投資建議

我們認為近期中國需求放緩已反映於股價中，預計 2H23 營收加速成長將有助個股重拾動能。凱基維持「增加持股」評等但微幅下調目標價至 1,230 元，係根據 30 倍本益比 (不變)，對比歷史區間為 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	29,834	33,695	39,350
營業毛利 (NT\$百萬)	12,337	11,893	13,620	15,606	18,350
營業利益 (NT\$百萬)	8,216	7,543	9,055	10,627	12,595
稅後淨利 (NT\$百萬)	6,442	6,013	6,892	8,201	9,792
每股盈餘 (NT\$)	33.67	30.07	34.46	41.01	48.96
每股現金股利 (NT\$)	13.31	13.45	15.51	18.45	22.03
每股盈餘成長率 (%)	31.3	(10.7)	14.6	19.0	19.4
本益比 (x)	28.3	31.7	27.6	23.2	19.4
股價淨值比 (x)	5.4	4.9	4.5	4.0	3.6
EV/EBITDA (x)	18.7	20.1	16.2	13.9	11.8
淨負債比率 (%)	10.5	12.7	5.9	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.4	1.4	1.6	1.9	2.3
股東權益報酬率 (%)	22.4	16.2	16.9	18.2	19.6

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q23 財報及 3Q23 財務預估修正與市場共識比較

百萬元	2Q23						3Q23F					
	實際數	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識
營收	8,002	7,909	1.2	15.9	10.8	8,021	7,511	7,600	(1.2)	(6.1)	23.6	7,722
毛利	3,650	3,639	0.3	16.4	8.4	3,756	3,456	3,512	(1.6)	(5.3)	22.8	3,612
營業利益	2,428	2,436	(0.4)	18.6	10.7	2,539	2,329	2,372	(1.8)	(4.1)	36.8	2,413
稅前淨利	2,156	2,422	(11.0)	3.3	4.1	2,548	2,310	2,362	(2.2)	7.1	28.2	2,423
稅後淨利	1,704	1,836	(7.2)	5.0	6.4	1,945	1,740	1,792	(2.9)	2.1	25.1	1,859
每股盈餘(元)	8.52	9.18	(7.2)	5.0	6.4	9.73	8.70	8.96	(2.9)	2.1	25.1	9.30
毛利率(%)	45.6	46.0	(0.4)ppts	0.2 ppts	(1.0) ppts	46.8	46.0	46.2	(0.2)ppts	0.4 ppts	(0.3) ppts	46.8
營業利益率(%)	30.3	30.8	(0.5) ppts	0.7 ppts	(0.0) ppts	31.7	31.0	31.2	(0.2)ppts	0.7 ppts	3.0 ppts	31.2
淨利率(%)	21.3	23.2	(1.9) ppts	(2.2) ppts	(0.9) ppts	24.2	23.2	23.6	(0.4) ppts	1.9 ppts	0.3 ppts	24.1

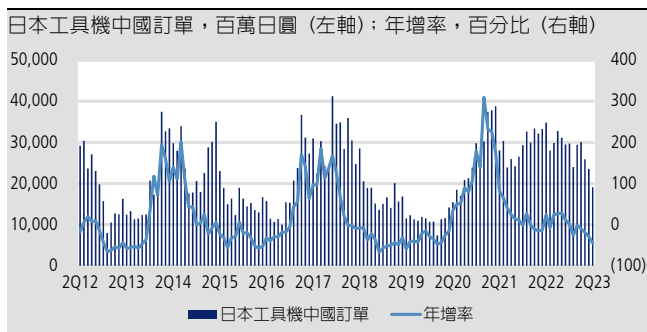
資料來源：Bloomberg；凱基預估

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(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	29,834	29,919	(0.3)	14.4	30,152	(1.1)	33,695	34,141	(1.3)	12.9	34,493	(2.3)	39,350	39,840	(1.2)	16.8	37,604	4.6
毛利	13,620	13,736	(0.8)	14.5	14,016	(2.8)	15,606	15,938	(2.1)	14.6	16,318	(4.4)	18,350	18,726	(2.0)	17.6	17,843	2.8
營業利益	9,055	9,164	(1.2)	20.0	9,331	(3.0)	10,627	10,928	(2.8)	17.4	11,231	(5.4)	12,595	12,900	(2.4)	18.5	12,526	0.5
稅前淨利	8,962	9,164	(2.2)	14.5	9,443	(5.1)	10,610	11,037	(3.9)	18.4	11,406	(7.0)	12,668	13,049	(2.9)	19.4	12,799	(1.0)
稅後淨利	6,892	7,047	(2.2)	14.6	7,258	(5.0)	8,201	8,531	(3.9)	19.0	8,745	(6.2)	9,792	10,087	(2.9)	19.4	9,797	(0.1)
每股盈餘(元)	34.46	35.23	(2.2)	14.6	36.29	(5.0)	41.01	42.66	(3.9)	19.0	43.73	(6.2)	48.96	50.43	(2.9)	19.4	48.99	(0.1)
毛利率(%)	45.7	45.9	(0.3) ppts	0.0 ppts	46.5	(0.8) ppts	46.3	46.7	(0.4) ppts	0.7 ppts	47.3	(1.0) ppts	46.6	47.0	(0.4) ppts	0.3 ppts	47.5	(0.8) ppts
營業利益率(%)	30.4	30.6	(0.3) ppts	1.4 ppts	30.9	(0.6) ppts	31.5	32.0	(0.5) ppts	1.2 ppts	32.6	(1.0) ppts	32.0	32.4	(0.4) ppts	0.5 ppts	33.3	(1.3) ppts
淨利率(%)	23.1	23.6	(0.5) ppts	0.0 ppts	24.1	(1.0) ppts	24.3	25.0	(0.6) ppts	1.2 ppts	25.4	(1.0) ppts	24.9	25.3	(0.4) ppts	0.5 ppts	26.1	(1.2) ppts

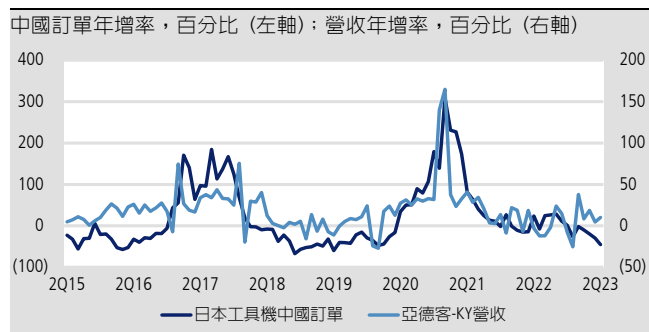
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：中國工具機訂單底部盤旋



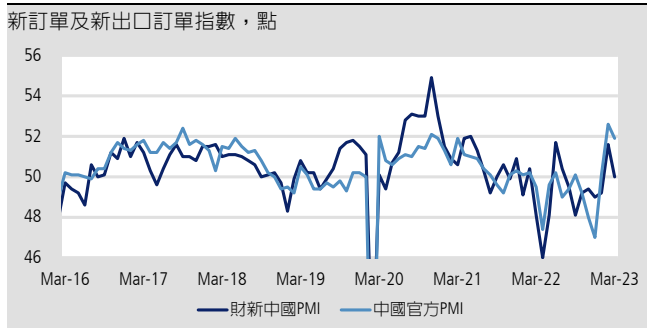
資料來源：日本工具機協會；凱基

圖 4：中國工具機訂單為亞德客-KY 營收良好參考指標



資料來源：日本工具機協會；凱基

圖 5：中國新訂單自谷底反彈



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：中國製造業訂單改善



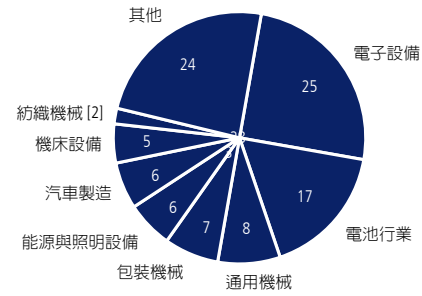
資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 7: 公司概況**

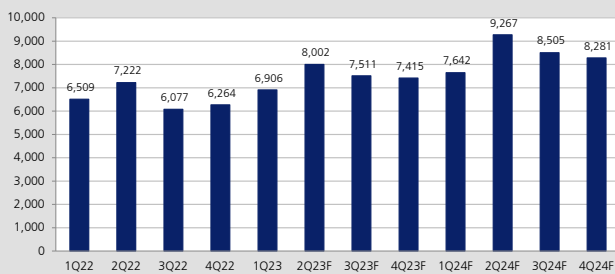
成立於 1989 年，亞德客-KY 為中國第二大的氣動元件廠商，市占率預估為 26%，僅次於日商 SMC 的 35%。公司主要生產氣動執行元件（氣缸）、氣動控制元件（閥類）及氣源處理元件，並以自有品牌亞德客銷售。亞德客-KY 在 1995 年進入中國市場，2022 年中國營收貢獻約 93%，台灣營收占比為 3%，海外市場 4%。

資料來源：凱基
**圖 8: 電子設備為主要營收來源**

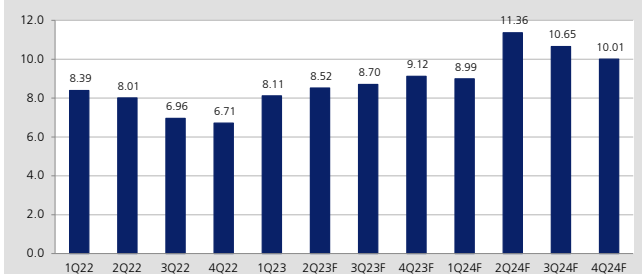
2022 年應用產業營收佔比，百分比


資料來源：凱基
**圖 9: 季營業收入**

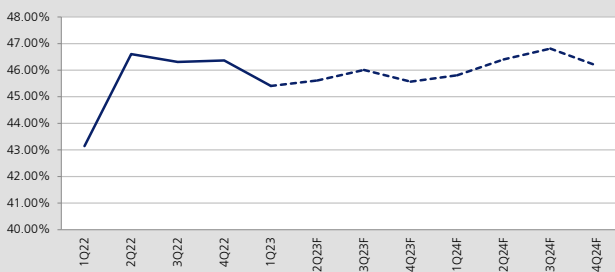
季營業收入，百萬元


資料來源：凱基
**圖 10: 每股盈利**

每股盈利，元


資料來源：凱基
**圖 11: 毛利率**

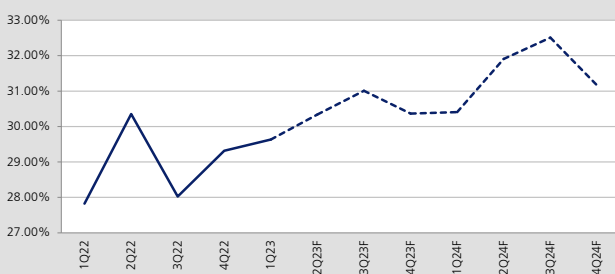
毛利率，百分比


資料來源：凱基
**圖 12: 本益比**

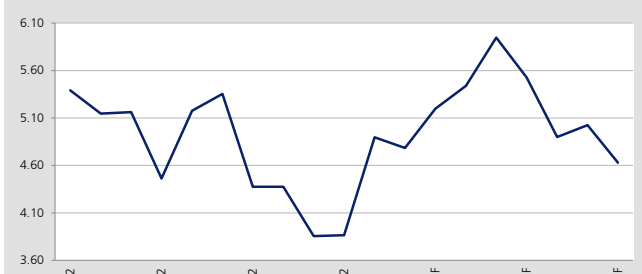
本益比，倍


資料來源：凱基
**圖 13: 營業利潤率**

營業利潤率，百分比

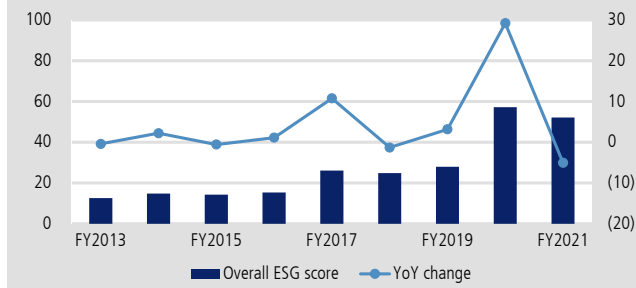

資料來源：凱基
**圖 14: 股價淨值比**

股價淨值比，倍


資料來源：凱基

**圖 15：ESG 整體分數**

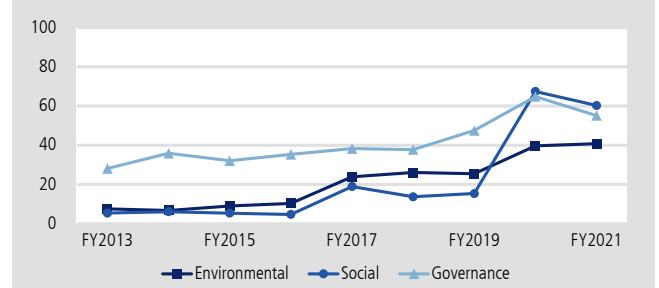
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 16：ESG 各項分數**

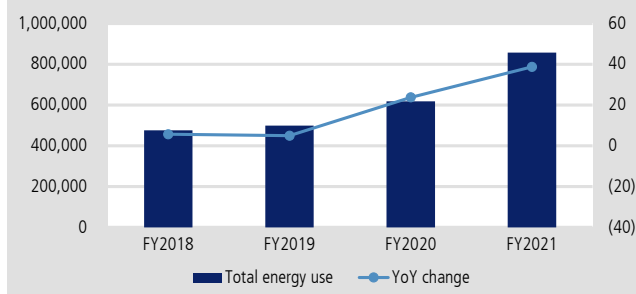
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 17：能源消耗**

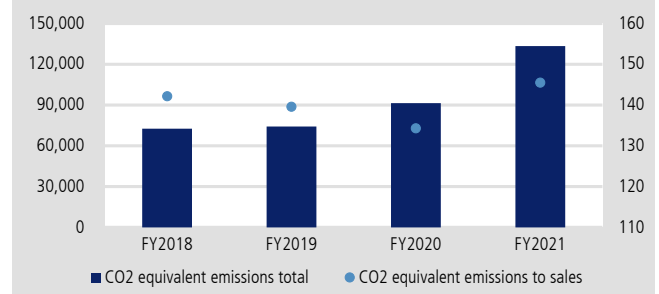
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 18：碳排放量**

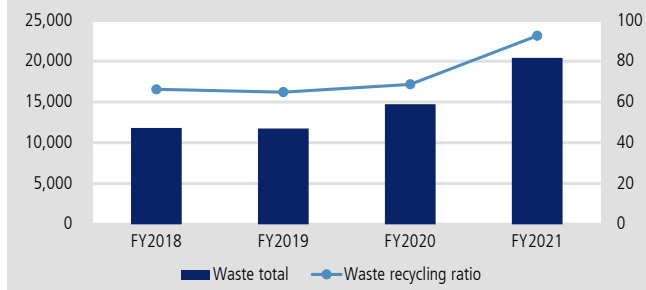
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 19：廢棄物總量**

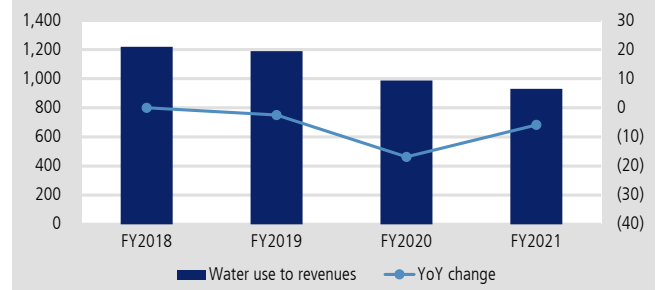
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 20：耗水量**

單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

## ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 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	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 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	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 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	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 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	廢棄物總量(公噸) - 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	公司呈報的廢棄物回收率 - 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	總取水量(立方公尺) - 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	環保支出總金額 - 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	員工流動率 - 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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 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	女性員工百分比 - 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	所有員工教育訓練總時數 - 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	平均每年每位員工總教育訓練時數	

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	8,002	7,511	7,415	7,642	9,267	8,505	8,281	29,834	33,695	39,350
營業成本	(3,770)	(4,352)	(4,055)	(4,036)	(4,141)	(4,967)	(4,524)	(4,458)	(16,214)	(18,090)	(21,000)
營業毛利	3,136	3,650	3,456	3,379	3,501	4,300	3,981	3,823	13,620	15,606	18,350
營業費用	(1,089)	(1,222)	(1,127)	(1,127)	(1,177)	(1,344)	(1,216)	(1,242)	(4,565)	(4,979)	(5,755)
營業利益	2,046	2,428	2,329	2,252	2,324	2,957	2,765	2,581	9,055	10,627	12,595
折舊	(583)	(707)	(704)	(822)	(755)	(758)	(755)	(752)	(2,817)	(3,020)	(3,258)
攤提	(5)	(4)	(4)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)	(14)	(14)	(14)
EBITDA	2,634	3,138	3,037	3,077	3,083	3,718	3,523	3,337	11,887	13,661	15,867
利息收入	21	25	32	40	36	38	40	33	118	147	185
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	115	24	32	30	42	40	43	46	200	170	179
總營業外收入	135	49	64	69	78	78	83	78	318	317	364
利息費用	(42)	(46)	(43)	(41)	(42)	(43)	(43)	(44)	(171)	(171)	(171)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(52)	(275)	(40)	127	(40)	(42)	(38)	(42)	(240)	(162)	(120)
總營業外費用	(95)	(321)	(83)	87	(82)	(85)	(81)	(86)	(411)	(333)	(291)
稅前純益	2,087	2,156	2,310	2,408	2,320	2,950	2,767	2,574	8,962	10,610	12,668
所得稅費用[利益]	(464)	(452)	(570)	(583)	(522)	(678)	(636)	(572)	(2,070)	(2,408)	(2,876)
少數股東損益	0	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	1,623	1,704	1,740	1,825	1,798	2,272	2,131	2,001	6,892	8,201	9,792
非常項目	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,623	1,704	1,740	1,825	1,798	2,272	2,131	2,001	6,892	8,201	9,792
每股盈餘 (NT\$)	8.11	8.52	8.70	9.12	8.99	11.36	10.65	10.01	34.46	41.01	48.96
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	45.4	45.6	46.0	45.6	45.8	46.4	46.8	46.2	45.7	46.3	46.6
營業利益率	29.6	30.3	31.0	30.4	30.4	31.9	32.5	31.2	30.4	31.5	32.0
EBITDA Margin	38.1	39.2	40.4	41.5	40.3	40.1	41.4	40.3	39.8	40.5	40.3
稅前純益率	30.2	26.9	30.8	32.5	30.4	31.8	32.5	31.1	30.0	31.5	32.2
稅後純益率	23.5	21.3	23.2	24.6	23.5	24.5	25.1	24.2	23.1	24.3	24.9
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	10.2	15.9	(6.1)	(1.3)	3.1	21.3	(8.2)	(2.6)			
營業毛利	8.0	16.4	(5.3)	(2.2)	3.6	22.8	(7.4)	(4.0)			
營業收益增長	11.4	18.6	(4.1)	(3.3)	3.2	27.2	(6.5)	(6.7)			
EBITDA	9.4	19.1	(3.2)	1.3	0.2	20.6	(5.2)	(5.3)			
稅前純益	18.7	3.3	7.1	4.2	(3.7)	27.2	(6.2)	(7.0)			
稅後純益	20.9	5.0	2.1	4.8	(1.5)	26.4	(6.2)	(6.1)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	6.1	10.8	23.6	18.4	10.7	15.8	13.2	11.7	14.4	12.9	16.8
營業毛利	11.7	8.4	22.8	16.3	11.6	17.8	15.2	13.1	14.5	14.6	17.6
營業收益	13.0	10.7	36.8	22.6	13.6	21.8	18.7	14.6	20.0	17.4	18.5
EBITDA	14.2	14.9	34.6	27.8	17.0	18.5	16.0	8.4	22.5	14.9	16.1
稅前純益	(4.7)	4.1	28.2	36.9	11.2	36.8	19.7	6.9	14.5	18.4	19.4
稅後純益	(3.3)	6.4	25.1	36.0	10.8	33.3	22.4	9.7	14.6	19.0	19.4

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>58,986</b>	<b>64,252</b>	<b>70,623</b>
<b>流動資產</b>	<b>19,314</b>	<b>23,254</b>	<b>28,028</b>	<b>33,104</b>	<b>39,323</b>
現金及短期投資	6,222	6,608	9,036	11,870	14,582
存貨	5,302	7,250	8,290	9,224	10,737
應收帳款及票據	7,483	9,050	10,355	11,664	13,658
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>30,958</b>	<b>31,148</b>	<b>31,300</b>
長期投資	-	25	25	25	25
固定資產	24,467	28,829	28,442	28,632	28,783
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>16,262</b>	<b>17,018</b>	<b>18,003</b>
<b>流動負債</b>	<b>9,219</b>	<b>14,934</b>	<b>15,529</b>	<b>16,285</b>	<b>17,270</b>
應付帳款及票據	1,303	1,291	1,476	1,643	1,912
短期借款	5,259	11,282	11,282	11,282	11,282
什項負債	2,657	2,361	2,771	3,361	4,076
<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>42,724</b>	<b>47,234</b>	<b>52,620</b>
普通股股本	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
保留盈餘	19,530	22,867	26,658	31,168	36,554
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%	14.4%	12.9%	16.8%
營業收益增長	37.8%	(8.2%)	20.0%	17.4%	18.5%
EBITDA	32.4%	(2.4%)	22.5%	14.9%	16.1%
稅後純益	33.0%	(6.7%)	14.6%	19.0%	19.4%
每股盈餘成長率	31.3%	(10.7%)	14.6%	19.0%	19.4%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	48.6%	45.6%	45.7%	46.3%	46.6%
營業利益率	32.3%	28.9%	30.4%	31.5%	32.0%
EBITDA Margin	39.1%	37.2%	39.8%	40.5%	40.3%
稅後純益率	25.4%	23.1%	23.1%	24.3%	24.9%
平均資產報酬率	14.5%	11.8%	12.1%	13.3%	14.5%
股東權益報酬率	22.4%	16.2%	16.9%	18.2%	19.6%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	22.9%	29.0%	26.4%	23.9%	21.4%
淨負債比率	10.5%	12.7%	5.9%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	44.8	54.2	53.5	62.9	75.1
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	44.3	53.5	57.5
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	2.0	2.3
速動比率 (x)	1.5	1.1	1.3	1.5	1.7
淨負債 (NT\$百萬)	3,691	4,936	2,508	(326)	(3,037)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	33.67	30.07	34.46	41.01	48.96
每股現金盈餘 (NT\$)	33.03	26.13	37.82	45.80	49.13
每股淨值 (NT\$)	175.72	194.63	213.58	236.14	263.06
調整後每股淨值 (NT\$)	183.67	194.63	213.58	236.14	263.06
每股營收 (NT\$)	132.75	130.36	149.17	168.48	196.75
EBITDA/Share (NT\$)	51.97	48.52	59.43	68.30	79.34
每股現金股利 (NT\$)	13.31	13.45	15.51	18.45	22.03
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.57	0.51	0.53	0.55	0.58
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>29,834</b>	<b>33,695</b>	<b>39,350</b>
營業成本	(13,063)	(14,180)	(16,214)	(18,090)	(21,000)
<b>營業毛利</b>	<b>12,337</b>	<b>11,893</b>	<b>13,620</b>	<b>15,606</b>	<b>18,350</b>
營業費用	(4,121)	(4,350)	(4,565)	(4,979)	(5,755)
<b>營業利益</b>	<b>8,216</b>	<b>7,543</b>	<b>9,055</b>	<b>10,627</b>	<b>12,595</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>348</b>	<b>131</b>	<b>318</b>	<b>317</b>	<b>364</b>
利息收入	104	97	118	147	185
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	244	35	200	170	179
<b>總營業外費用</b>	<b>(180)</b>	<b>150</b>	<b>(411)</b>	<b>(333)</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	(240)	(162)	(120)
<b>稅前純益</b>	<b>8,384</b>	<b>7,824</b>	<b>8,962</b>	<b>10,610</b>	<b>12,668</b>
所得稅費用[利益]	(1,943)	(1,811)	(2,070)	(2,408)	(2,876)
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>6,892</b>	<b>8,201</b>	<b>9,792</b>
<b>EBITDA</b>	<b>9,943</b>	<b>9,703</b>	<b>11,887</b>	<b>13,661</b>	<b>15,867</b>
每股盈餘 (NT\$)	33.67	30.07	34.46	41.01	48.96

**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>7,563</b>	<b>9,160</b>	<b>9,826</b>
本期純益	6,442	6,013	6,892	8,201	9,792
折舊及攤提	1,727	2,161	2,832	3,034	3,272
本期運用資金變動	(1,866)	(3,392)	(2,160)	(2,076)	(3,238)
其他營業資產及負債變動	17	445	(0)	-	-
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(5,492)</b>	<b>(3,692)</b>	<b>(2,444)</b>	<b>(3,224)</b>	<b>(3,424)</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)	(2,430)	(3,210)	(3,410)
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>5,190</b>	<b>5,948</b>	<b>6,346</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(794)</b>	<b>455</b>	<b>(2,691)</b>	<b>(3,101)</b>	<b>(3,691)</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)	(3,101)	(3,691)
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>2,428</b>	<b>2,834</b>	<b>2,711</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%	14.8%	14.6%
<b>= 營業利益率</b>	<b>32.3%</b>	<b>28.9%</b>	<b>30.4%</b>	<b>31.5%</b>	<b>32.0%</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	1.0	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>0.7</b>	<b>0.8</b>
營業利益率	32.3%	28.9%	30.4%	31.5%	32.0%
x 資本周轉率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
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>15.7%</b>	<b>17.9%</b>	<b>20.0%</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
2023-06-12	增加持股	1,280	1,020
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

資料來源：TEJ，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	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
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		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
<b>泰國</b>	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
<b>新加坡</b>		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
<b>印尼</b>		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，邇後若有變更時，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。