



亞德客-KY

(1590.TW/1590 TT)



增加持股 · 維持

收盤價 January 31 (NT\$)	940
12 個月目標價 (NT\$)	1,230
前次目標價 (NT\$)	1,230
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	30.9

焦點內容

- 4Q23 財報大致符合預期，電子應用營收維持年增走勢。
- 1 月訂單出貨較預期亮眼；線性滑軌今年營收貢獻可望增加至人民幣 8 億元。
- 公司預估 2024 年營收將成長雙位數，營業利率上看 30% 以上。

交易資料表

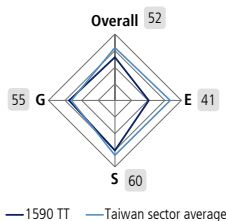
市值：(NT\$bn/US\$m)	188.0 / 6,036
流通在外股數 (百萬股)：	200.0
外資持有股數 (百萬股)：	147.9
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.41
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	860 -1,240

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-11.3	0.9	-7.9
相對表現 (%)	-23.1	-3.4	-25.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	8.39A	8.01A	6.96A	6.71A
2023	8.11A	8.52A	9.70A	8.50F
2024	8.74F	11.62F	10.59F	10.06F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv



凱基投顧

莊政翰
886.2.2181.8719
angus.chuang@kgi.com

張育程
886 2 2181 8735
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

2024 年前景看俏

重要訊息

亞德客-KY 4Q23 財報大致符合預期，管理層表示 2024 年營運起步穩健，1 月訂單及出貨高於預期。公司預期氣動元件營收將持續成長，再加上線性滑軌出貨可望翻倍，將帶動今年營收以雙位數百分比成長，營業利率上看 30% 以上，大致合乎市場預估。

評論及分析

4Q23 獲利符合預期。4Q23 每股盈餘 8.50 元，年增 27%，但季減 12%，符合市場以及凱基預估的 8.38 元、8.47 元。儘管受惠於產品組合有利以及生產效率提升，4Q23 毛利率較前一季、去年同期成長 0.7 個百分點至 47.1%，表現優於凱基預估，但研發費用增加導致營業利率率 (29.3%) 僅符合預期。各項主要應用中，最大宗的電子營收持續年增，成長 30% 營收佔比達 24%；包裝與汽車營收則分別年增 31%、23%，抵消電池營收衰退 30% 的影響。線性滑軌營收未盡理想，僅貢獻人民幣 1.64 億元。

起步順利。儘管目前訂單能見度有限，但亞德客-KY 1 月訂單及出貨高於預期，且公司對 2024 年展望持更正面看法，預期中國氣動元件市場將年增 0-5%，而推出更多新產品將帶動市佔率提升，2024 年公司氣動產品營收可望年增逾 10%。公司預期今年電子應用營收將加速成長，動能來自新產品規格升級，汽車應用受惠於市佔率擴張，營收亦可望表現亮眼，抵消能源與照明應用的衰退。管理層預估線性滑軌業務 2024 年營收貢獻有機會自去年的人人民幣 4.41 億元增加將近一倍至人民幣 8 億元。公司估計 2024 年線性滑軌的產能利用率將由去年的 40-50% 回升至平均 60% 的水準，有利於今年獲利率展望。

營收展望合乎預期。亞德客-KY 表示其氣動元件與線性滑軌的價格皆維持穩定，反觀同業因線軌需求不佳則降價搶單。公司預期線性滑軌出貨改善以及氣動元件市佔率提升將帶動 2024 年營收以雙位數百分比成長，營業利率上看 30% 以上，大致符合市場預估。管理層今年規劃的資本支出預算為 20-30 億元，並預計將現金股利發放率提高至 50%，未來還將上調。我們維持獲利預估大致不變，預期 2024-25 年公司獲利將年複合成長 19%，主要考量科技業資本支出成長將帶領工業自動化產業於 2024 年進入上升週期。

投資建議

我們認為亞德客-KY 對產品價格穩定的評論應有助緩解市場對於競爭加劇的擔憂，且 1 月訂單暢旺的初步跡象呼應我們看好今年進入上升週期的看法。我們維持目標價 1,230 元，相當於 30 倍本益比 (歷史區間為 13-35 倍)，投資評等維持「增加持股」。

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	29,827	33,695	39,350
營業毛利 (NT\$百萬)	12,337	11,893	13,755	15,722	18,487
營業利益 (NT\$百萬)	8,216	7,543	8,849	10,557	12,731
稅後淨利 (NT\$百萬)	6,442	6,013	6,966	8,200	9,929
每股盈餘 (NT\$)	33.67	30.07	34.83	41.00	49.65
每股現金股利 (NT\$)	13.31	13.45	15.67	18.45	22.34
每股盈餘成長率 (%)	31.3	(10.7)	15.8	17.7	21.1
本益比 (x)	27.9	31.3	27.0	22.9	18.9
股價淨值比 (x)	5.3	4.8	4.4	4.0	3.6
EV/EBITDA (x)	18.4	19.9	16.3	13.8	11.5
淨負債比率 (%)	10.5	12.7	5.5	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.4	1.4	1.7	2.0	2.4
股東權益報酬率 (%)	22.4	16.2	17.1	18.2	19.9

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q23 財報及 1Q24 財務預估修正與市場共識比較

百萬元	4Q23							1Q24F						
	實際數	凱基預估	差異(%)	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	7,356	7,326	0.4	(2.8)	17.4	7,357	(0.0)	7,642	7,642	0.0	3.9	10.7	7,635	0.1
毛利	3,462	3,368	2.8	(1.3)	19.2	3,389	2.1	3,531	3,501	0.9	2.0	12.6	3,544	(0.4)
營業利益	2,156	2,122	1.6	(2.8)	17.4	2,177	(0.9)	2,255	2,240	0.7	4.6	10.2	2,302	(2.0)
稅前淨利	2,179	2,205	(1.2)	(12.0)	23.9	2,210	(1.4)	2,263	2,248	0.7	3.9	8.4	2,327	(2.8)
稅後淨利	1,699	1,693	0.4	(12.4)	26.6	1,677	1.3	1,747	1,732	0.9	2.8	7.7	1,806	(3.3)
每股盈餘(元)	8.50	8.47	0.4	(12.4)	26.6	8.38	1.3	8.74	8.66	0.9	2.8	7.7	9.03	(3.3)
毛利率(%)	47.1	46.0	1.1 ppts	0.7 ppts	0.7 ppts	46.1	1.0 ppts	46.2	45.8	0.4 ppts	(0.9) ppts	0.8 ppts	46.4	(0.2) ppts
營業利益率(%)	29.3	29.0	0.3 ppts	(0.0) ppts	0.0 ppts	29.6	(0.3) ppts	29.5	29.3	0.2 ppts	0.2 ppts	(0.1) ppts	30.1	(0.6) ppts
淨利率(%)	23.1	23.1	(0.0) ppts	(2.5) ppts	1.7 ppts	22.8	0.3 ppts	22.9	22.7	0.2 ppts	(0.2) ppts	(0.6) ppts	23.7	(0.8) ppts

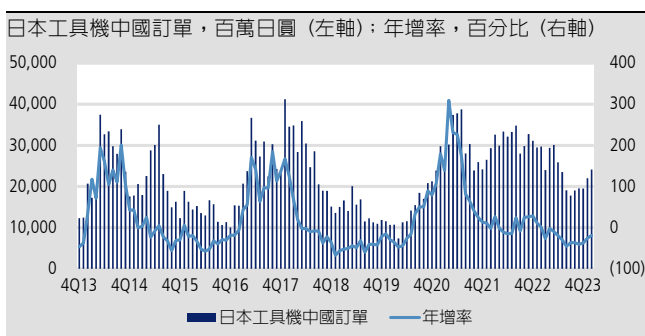
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023 年財報與 2024-25 年財務預估修正與市場共識比較

百萬元	2023							2024F							2025F						
	實際數	凱基預估	差異(%)	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(%)	修正後	修正前	調幅 (%)
營收	29,827	29,798	0.1	14.4	29,795	0.1	33,695	33,695	0.0	13.0	34,013	(0.9)	39,350	39,350	0.0	16.8	38,464	2.3	39,350	39,350	0.0
毛利	13,755	13,661	0.7	15.7	13,666	0.7	15,722	15,639	0.5	14.3	15,985	(1.6)	18,487	18,388	0.5	17.6	18,339	0.8	18,487	18,388	0.5
營業利益	8,849	8,815	0.4	17.3	8,878	(0.3)	10,557	10,558	(0.0)	19.3	10,726	(1.6)	12,731	12,633	0.8	20.6	12,479	2.0	12,731	12,633	0.8
稅前淨利	8,897	8,923	(0.3)	13.7	8,940	(0.5)	10,567	10,565	0.0	18.8	10,790	(2.1)	12,795	12,690	0.8	21.1	12,598	1.6	12,795	12,690	0.8
稅後淨利	6,966	6,960	0.1	15.8	6,951	0.2	8,200	8,199	0.0	17.7	8,311	(1.3)	9,929	9,847	0.8	21.1	9,739	1.9	9,929	9,847	0.8
每股盈餘(元)	34.83	34.80	0.1	15.8	34.75	0.2	41.00	40.99	0.0	17.7	41.55	(1.3)	49.65	49.24	0.8	21.1	48.70	1.9	49.65	49.24	0.8
毛利率(%)	46.1	45.8	0.3 ppts	0.5 ppts	45.9	0.2 ppts	46.7	46.4	0.2 ppts	0.5 ppts	47.0	(0.3) ppts	47.0	46.7	0.2 ppts	0.3 ppts	47.7	(0.7) ppts	47.0	46.7	0.2 ppts
營業利益率(%)	29.7	29.6	0.1 ppts	0.7 ppts	29.8	(0.1) ppts	31.3	31.3	(0.0) ppts	1.7 ppts	31.5	(0.2) ppts	32.4	32.1	0.2 ppts	1.0 ppts	32.4	(0.1) ppts	32.4	32.1	0.2 ppts
淨利率(%)	23.4	23.4	(0.0) ppts	0.3 ppts	23.3	0.0 ppts	24.3	24.3	0.0 ppts	1.0 ppts	24.4	(0.1) ppts	25.2	25.0	0.2 ppts	0.9 ppts	25.3	(0.1) ppts	25.2	25.0	0.2 ppts

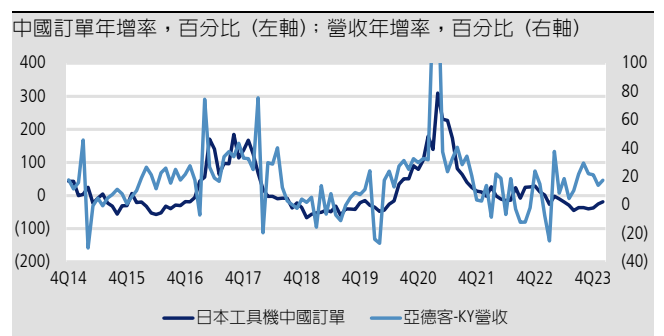
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：中國工具機訂單改善



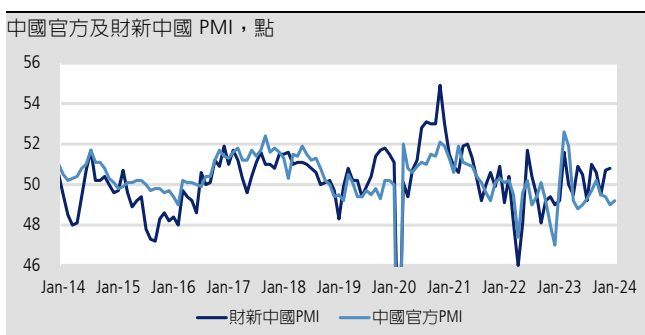
資料來源：日本工具機協會；凱基

圖 4：中國工具機訂單為亞德客-KY 營收良好參考指標



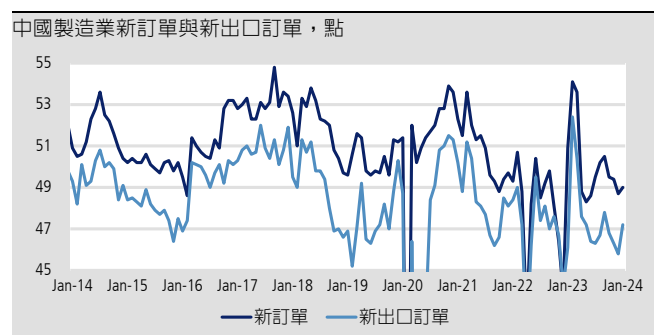
資料來源：日本工具機協會；凱基

圖 5：中國官方製造業指數 1 月反彈



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：中國製造業新訂單好轉



資料來源：Bloomberg；凱基

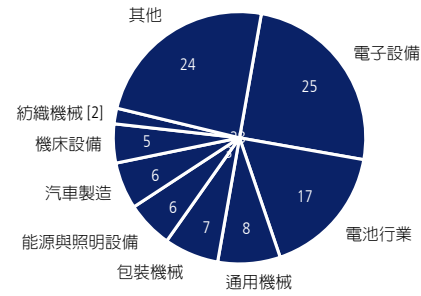
圖 7: 公司概況

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

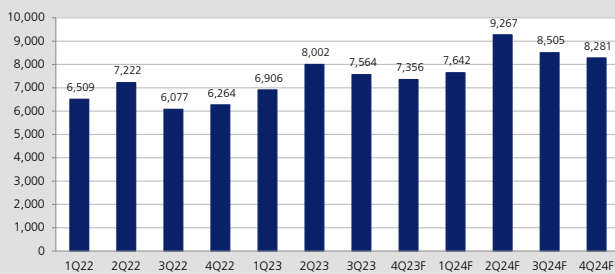
2022 年應用產業營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

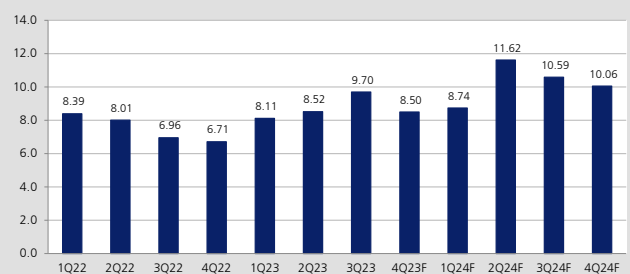
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

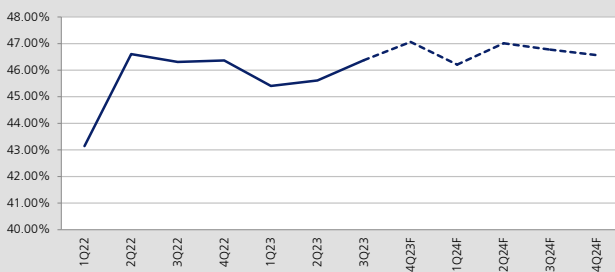
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

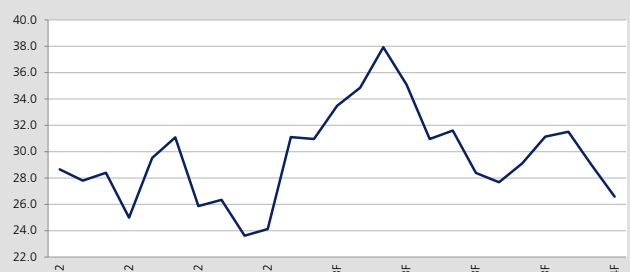
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

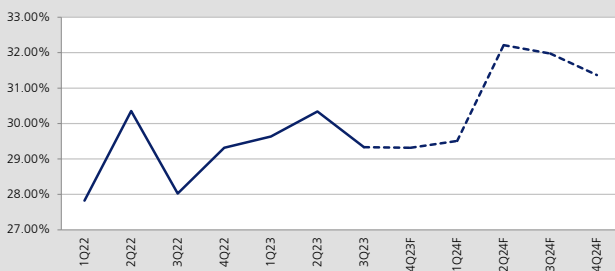
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

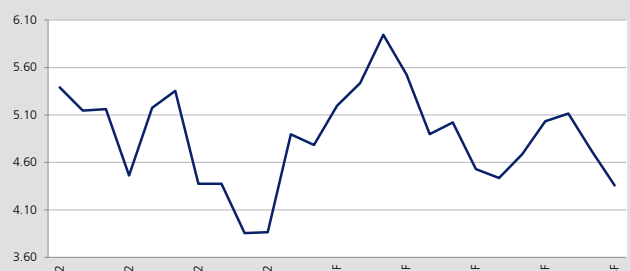
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 股價淨值比

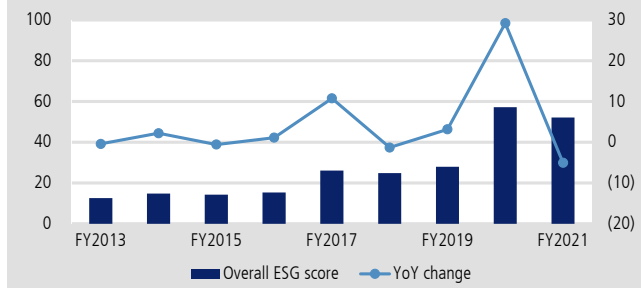
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 15：ESG 整體分數

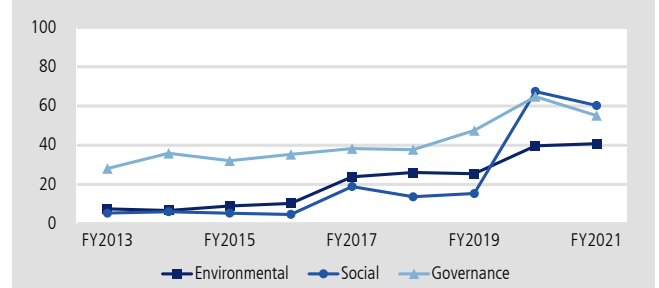
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：ESG 各項分數

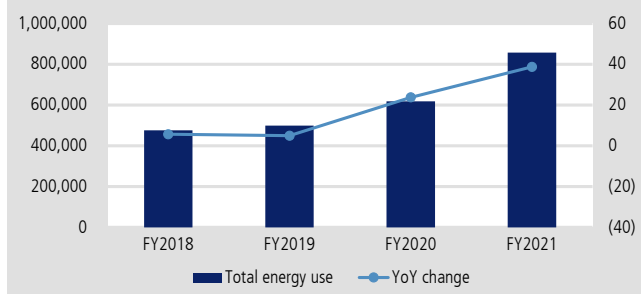
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：能源消耗

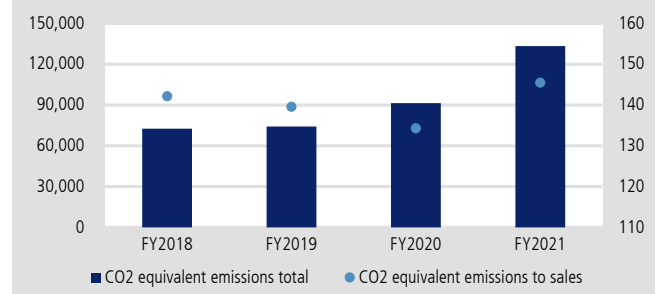
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：碳排放量

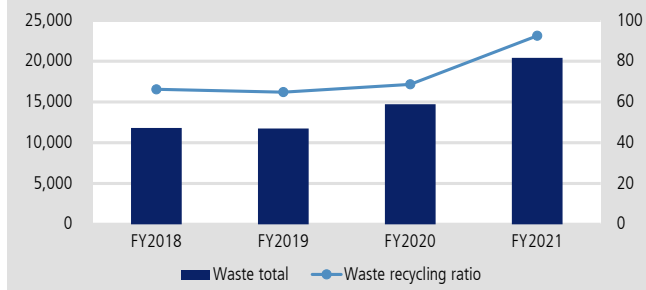
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：廢棄物總量

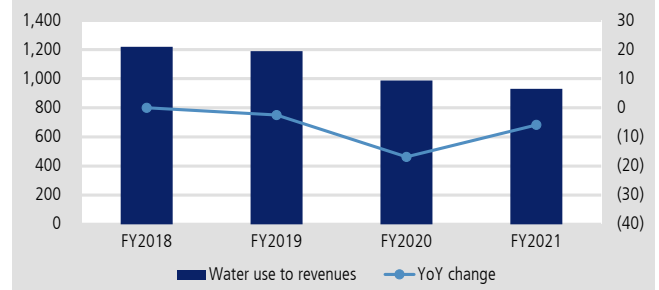
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



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 + 新員工人數 - 離開之員工人數	
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-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	6,906	8,002	7,564	7,356	7,642	9,267	8,505	8,281	29,827	33,695	39,350
營業成本	(3,770)	(4,352)	(4,056)	(3,894)	(4,111)	(4,911)	(4,527)	(4,425)	(16,072)	(17,973)	(20,863)
營業毛利	3,136	3,650	3,508	3,462	3,531	4,357	3,978	3,856	13,755	15,722	18,487
營業費用	(1,089)	(1,222)	(1,289)	(1,305)	(1,276)	(1,372)	(1,259)	(1,259)	(4,906)	(5,165)	(5,755)
營業利益	2,046	2,428	2,219	2,156	2,255	2,985	2,719	2,598	8,849	10,557	12,731
折舊	(583)	(594)	(603)	(1,037)	(752)	(755)	(752)	(749)	(2,817)	(3,006)	(3,204)
攤提	(5)	(4)	(4)	(1)	(4)	(4)	(4)	(4)	(14)	(14)	(14)
EBITDA	2,634	3,026	2,826	3,194	3,010	3,743	3,474	3,350	11,681	13,577	15,949
利息收入	21	25	32	51	36	38	40	37	129	151	197
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	115	24	4	171	42	38	38	33	316	150	158
總營業外收入	135	49	36	222	78	76	78	69	444	301	355
利息費用	(42)	(46)	(50)	(49)	(42)	(43)	(43)	(44)	(187)	(171)	(171)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(52)	(275)	270	(150)	(28)	(30)	(27)	(35)	(209)	(120)	(120)
總營業外費用	(95)	(321)	220	(200)	(70)	(73)	(70)	(79)	(396)	(291)	(291)
稅前純益	2,087	2,156	2,475	2,179	2,263	2,988	2,727	2,588	8,897	10,567	12,795
所得稅費用[利益]	(464)	(452)	(535)	(480)	(516)	(664)	(610)	(577)	(1,932)	(2,367)	(2,866)
少數股東損益	0	0	0	0	-	-	-	-	0	-	-
非常項目前稅後純益	1,623	1,704	1,940	1,699	1,747	2,324	2,117	2,011	6,966	8,200	9,929
非常項目	0	(0)	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,623	1,704	1,940	1,699	1,747	2,324	2,117	2,011	6,966	8,200	9,929
每股盈餘 (NT\$)	8.11	8.52	9.70	8.50	8.74	11.62	10.59	10.06	34.83	41.00	49.65
獲利率 (%)											
營業毛利率	45.4	45.6	46.4	47.1	46.2	47.0	46.8	46.6	46.1	46.7	47.0
營業利益率	29.6	30.3	29.3	29.3	29.5	32.2	32.0	31.4	29.7	31.3	32.4
EBITDA Margin	38.1	37.8	37.4	43.4	39.4	40.4	40.9	40.4	39.2	40.3	40.5
稅前純益率	30.2	26.9	32.7	29.6	29.6	32.2	32.1	31.3	29.8	31.4	32.5
稅後純益率	23.5	21.3	25.6	23.1	22.9	25.1	24.9	24.3	23.4	24.3	25.2
季成長率 (%)											
營業收入	10.2	15.9	(5.5)	(2.8)	3.9	21.3	(8.2)	(2.6)			
營業毛利	8.0	16.4	(3.9)	(1.3)	2.0	23.4	(8.7)	(3.1)			
營業收益增長	11.4	18.6	(8.6)	(2.8)	4.6	32.4	(8.9)	(4.5)			
EBITDA	9.4	14.9	(6.6)	13.0	(5.8)	24.3	(7.2)	(3.6)			
稅前純益	18.7	3.3	14.8	(12.0)	3.9	32.0	(8.7)	(5.1)			
稅後純益	20.9	5.0	13.8	(12.4)	2.8	33.0	(8.9)	(5.0)			
年成長率 (%)											
營業收入	6.1	10.8	24.5	17.4	10.7	15.8	12.4	12.6	14.4	13.0	16.8
營業毛利	11.7	8.4	24.6	19.2	12.6	19.4	13.4	11.4	15.7	14.3	17.6
營業收益	13.0	10.7	30.3	17.4	10.2	23.0	22.6	20.5	17.3	19.3	20.6
EBITDA	14.2	10.7	25.2	32.7	14.3	23.7	22.9	4.9	20.4	16.2	17.5
稅前純益	(4.7)	4.1	37.3	23.9	8.4	38.6	10.2	18.8	13.7	18.8	21.1
稅後純益	(3.3)	6.4	39.4	26.6	7.7	36.4	9.1	18.4	15.8	17.7	21.1

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
資產總額	47,679	54,600	59,047	64,280	70,787
流動資產	19,314	23,254	28,089	33,508	40,539
現金及短期投資	6,222	6,608	9,172	12,334	15,867
存貨	5,302	7,250	8,218	9,165	10,668
應收帳款及票據	7,483	9,050	10,353	11,664	13,658
其他流動資產	307	346	346	346	346
非流動資產	28,364	31,345	30,958	30,772	30,248
長期投資	-	25	25	25	25
固定資產	24,467	28,829	28,442	28,256	27,732
什項資產	3,898	2,492	2,492	2,492	2,492
負債總額	12,527	15,666	16,283	17,007	18,052
流動負債	9,219	14,934	15,550	16,274	17,319
應付帳款及票據	1,303	1,291	1,463	1,632	1,900
短期借款	5,259	11,282	11,282	11,282	11,282
什項負債	2,657	2,361	2,804	3,360	4,138
長期負債	3,308	733	733	733	733
長期借款	2,806	-	-	-	-
其他負債及準備	353	610	610	610	610
股東權益總額	35,152	38,933	42,764	47,274	52,735
普通股股本	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
保留盈餘	19,530	22,867	26,698	31,208	36,669
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
年成長率					
營業收入	33.0%	2.6%	14.4%	13.0%	16.8%
營業收益增長	37.8%	(8.2%)	17.3%	19.3%	20.6%
EBITDA	32.4%	(2.4%)	20.4%	16.2%	17.5%
稅後純益	33.0%	(6.7%)	15.8%	17.7%	21.1%
每股盈餘成長率	31.3%	(10.7%)	15.8%	17.7%	21.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	48.6%	45.6%	46.1%	46.7%	47.0%
營業利益率	32.3%	28.9%	29.7%	31.3%	32.4%
EBITDA Margin	39.1%	37.2%	39.2%	40.3%	40.5%
稅後純益率	25.4%	23.1%	23.4%	24.3%	25.2%
平均資產報酬率	14.5%	11.8%	12.3%	13.3%	14.7%
股東權益報酬率	22.4%	16.2%	17.1%	18.2%	19.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	22.9%	29.0%	26.4%	23.9%	21.4%
淨負債比率	10.5%	12.7%	5.5%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	44.8	54.2	48.6	62.7	75.9
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	41.2	53.3	58.0
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	2.3
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	2,373	(790)	(4,323)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	33.67	30.07	34.83	41.00	49.65
每股現金盈餘 (NT\$)	33.03	26.13	38.49	45.66	49.59
每股淨值 (NT\$)	175.72	194.63	213.79	236.33	263.64
調整後每股淨值 (NT\$)	183.67	194.63	213.79	236.33	263.64
每股營收 (NT\$)	132.75	130.36	149.14	168.48	196.75
EBITDA/Share (NT\$)	51.97	48.52	58.40	67.89	79.75
每股現金股利 (NT\$)	13.31	13.45	15.67	18.45	22.34
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.57	0.51	0.52	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
營業收入	25,400	26,073	29,827	33,695	39,350
營業成本	(13,063)	(14,180)	(16,072)	(17,973)	(20,863)
營業毛利	12,337	11,893	13,755	15,722	18,487
營業費用	(4,121)	(4,350)	(4,906)	(5,165)	(5,755)
營業利益	8,216	7,543	8,849	10,557	12,731
總營業外收入	348	131	444	301	355
利息收入	104	97	129	151	197
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	244	35	316	150	158
總營業外費用	(180)	150	(396)	(291)	(291)
利息費用	(192)	(147)	(187)	(171)	(171)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	12	297	(209)	(120)	(120)
稅前純益	8,384	7,824	8,897	10,567	12,795
所得稅費用[利益]	(1,943)	(1,811)	(1,932)	(2,367)	(2,866)
少數股東損益	1	0	0	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	6,442	6,013	6,966	8,200	9,929
EBITDA	9,943	9,703	11,681	13,577	15,949
每股盈餘 (NT\$)	33.67	30.07	34.83	41.00	49.65

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	6,320	5,226	7,699	9,131	9,917
本期純益	6,442	6,013	6,966	8,200	9,929
折舊及攤提	1,727	2,161	2,832	3,020	3,218
本期運用資金變動	(1,866)	(3,392)	(2,099)	(2,089)	(3,230)
其他營業資產及負債變動	17	445	(0)	0	-
投資活動之現金流量	(5,492)	(3,692)	(2,444)	(2,834)	(2,694)
投資用短期投資出售[新購]	(320)	1,794	-	-	-
資本支出淨額	-	-	-	-	-
其他資產變動	(5,164)	(5,589)	(2,430)	(2,820)	(2,680)
自由現金流	(8)	103	(14)	(14)	(14)
融資活動之現金流量	(794)	455	5,217	6,290	7,173
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)	(3,135)	(3,690)
其他融資現金流	(396)	(363)	(0)	(0)	(0)
匯率影響數	(20)	(19)			
本期產生現金流量	14	1,971	2,564	3,163	3,533

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	16.2%	16.7%	16.4%	15.3%	14.6%
- 銷管費用/營業收入	32.3%	28.9%	29.7%	31.3%	32.4%
= 營業利益率					
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
= 資本周轉率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
營業利益率	32.3%	28.9%	29.7%	31.3%	32.4%
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%	78.3%	77.6%	77.6%
= 稅後 ROIC	17.6%	13.5%	15.7%	18.0%	20.8%

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
2023-10-25	增加持股	1,230	1,060
2023-07-27	增加持股	1,230	952
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

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，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。