

研究員：陳長榮 [cj.chen@capital.com.tw](mailto:cj.chen@capital.com.tw)

前日收盤價 971.00 元  
目標價  
3 個月 1,266.00 元  
12 個月 1,266.00 元

## 近期報告日期、評等及前日股價

07/07/2024 到達目標價 1,290.00  
07/07/2024 Trading Buy 1,015.00

## 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 2,000  
市值(億元) 1,942  
目前每股淨值(元) 220.87  
外資持股比(%) 73.04  
投信持股比(%) 1.54  
董監持股比(%) 3.84  
融資餘額(張) 307  
現金股息配發率(%) 50.77

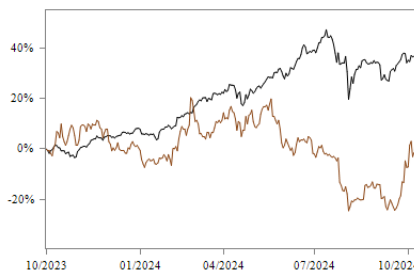
## 產品組合



▲執行元件:47.63%  
▲控制元件:21.05%  
▲氣源處理元件:5.77%  
▲其他:25.55%

## 股價相對大盤走勢

— 1590 — TWSE



## 亞德客-KY(1590 TT)

Buy

考量 4Q24 營收優於 3Q24、2025 年展望佳，評等調整為 Buy。

**投資建議：**由於 3Q24 亞德客-KY 營收受中國客戶買氣因期待三中全會釋出重大利多而轉為觀望影響而基期偏低，但接單金額均高於出貨金額，預估 4Q24 營收表現優於 3Q24，此外，近日中國政府已再推出多項重大貨幣寬鬆政策，若後續對激勵終端需求的政策補貼態度亦轉為積極，有助於亞德客-KY 訂單能見度提高，2025 年營收展望優於 2024 年，故群益對亞德客-KY 的投資建議調整為 Buy。

**3Q24 業績表現轉差，原因在於中國客戶買氣觀望：**2Q24 電子設備相關營收 24.32 億元，QoQ+25.00%，帶動亞德客-KY 營收增加至 84.28 億元，QoQ+16.96%，加上毛利率提高至 47.33%，營業利益增加至 26.48 億元，QoQ+22.45%，加上業外認列政府補貼收入 1.43 億元，2Q24 稅後淨利 22.61 億元，QoQ+23.60%。

不過，中國客戶買氣因期待當地政三中全會將推出重大補貼政策而自 05/2024 開始轉為觀望，2Q24 營收逐月減少，07~09/2024 則均低於 25 億元/月，09/2024 營收 24.73 億元，MoM+1.24%，3Q24 營收 73.81 億元，QoQ-12.42%，估計獲利表現亦不及 2Q24。

**中國市場訂單能見度有機會持續提高：**中國三中全會於 07/28/2024 結束，但地方政府通常於其後 1~2 個月推出實行細則，3Q24 亞德客-KY 營收低於預期即肇因於此，基期相對偏低，然而，07~09/2024 接單金額均高於出貨金額，預估 4Q24 營收高於 3Q24，若就終端應用領域而言，則以電子設備、工具機、包裝機械的營收動能較佳。

雖然先前中國三中全會並未釋出激勵終端需求的重大利多政策，不過，近日中國政府已再推出多項重大貨幣寬鬆政策，若後續對激勵終端需求的政策補貼態度亦轉為積極，有助於亞德客-KY 訂單能見度持續提高，2025 年營收展望優於 2024 年。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	29,827	30,920	33,237	7,564	7,356	7,206	8,428	7,381	7,906	7,647	8,810	8,684
營業毛利淨額	13,755	14,501	15,505	3,508	3,462	3,395	3,989	3,415	3,701	3,545	4,138	4,073
營業利益	8,849	9,434	10,226	2,219	2,156	2,162	2,648	2,186	2,438	2,296	2,759	2,716
稅後純益	6,966	7,656	8,028	1,940	1,699	1,829	2,261	1,663	1,903	1,822	2,133	2,158
稅後 EPS(元)	34.83	38.28	40.14	9.70	8.50	9.15	11.31	8.32	9.51	9.11	10.67	10.79
毛利率(%)	46.12%	46.90%	46.65%	46.37%	47.06%	47.12%	47.33%	46.27%	46.81%	46.36%	46.97%	46.90%
營業利益率(%)	29.67%	30.51%	30.77%	29.33%	29.32%	30.01%	31.42%	29.61%	30.84%	30.03%	31.32%	31.28%
稅後純益率(%)	23.35%	24.76%	24.15%	25.64%	23.10%	25.39%	26.83%	22.54%	24.07%	23.83%	24.21%	24.85%
營業收入 YoY/QoQ(%)	14.40%	3.66%	7.49%	-5.48%	-2.75%	-2.04%	16.96%	-12.42%	7.11%	-3.27%	15.20%	-1.43%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	15.84%	9.91%	4.86%	13.82%	-12.39%	7.64%	23.60%	-26.43%	14.38%	-4.23%	17.07%	1.14%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 20.00 億元計算。

2024 年 10 月 11 日

## 企業 ESG 資訊揭露：

就溫室氣體排放而言，亞德客-KY 主要排放範疇來自電力使用，故溫室氣體減量策略以廠內節能減耗為主，並持續增加再生電力使用比重。此外，亞德客-KY 亦重視產品帶給客戶減碳效果，相關綠色研發績效有三，(1)節能降耗強度下盡可能輕量化，生產階段同步斟酌次料比例，以達環保減量，(2)減小體積、節省空間、降低能耗，(3)設計優化以減輕產品重量、降低損耗。

再就提升能源使用效率而言，為有效使用資源並達到節能減碳之目的，亞德客-KY 除設有「燈光節能規範」，並將節能評鑑列入各部門、員工績效考核外，亞德客-KY 依照對廠區水、電、氣配置相應的計量表進行統計分析，便於及時發現異常並進行處理，以降低環境負荷衝擊。

## 3Q24 中國客戶買氣觀望，業績表現不及 2Q24：

亞德客-KY 為氣動元件廠，產品係搭載於自動化設備，終端應用領域營收比重以電子設備居冠，達 20~30%，其次則為能源與照明、電池、包裝機械、汽車製造、機床設備、通用機械等，近幾年營收比重均為 5~10%。其中，電子設備終端客戶多為 EMS 廠、ODM 廠，一般而言，品牌廠推出新產品或對舊款產品進行大改版將有助於刺激電子設備相關氣動元件需求，至於產品熱銷與否對氣動元件出貨量的影響程度則相對有限。

若就亞德客-KY 整體氣動元件訂單來源而言，首先，與終端客戶資本支出相關者的營收比重約 60%，此部份訂單乃來自設備供應商；至於其後由設備使用者陸續釋出之氣動元件(供維修之用)訂單的營收比重則約 40%；其次，亞德客-KY 直接出貨給設備供應商、設備使用者的營收比重約 70%，透過經銷商出貨的營收比重則約 30%。

由於氣動元件產業交期短，亞德客-KY 的訂單能見度通常僅約 1 個月。不過，氣動元件廠擁有的產品規格總數為競爭力的重要指標，以產業龍頭 SMC 為例，現達近 70 萬種，至於亞德客-KY 則已擁有 20~25 萬種，加上成本競爭力優於日、德同業，近幾年市佔率持續走揚，隨著亞德客-KY 產品規格總數持續增加，預估市佔率仍有提高空間，亞德客-KY 氣動元件的長期營收目標為在 2027 年至 2029 年間擴大至 90 億元人民幣。

此外，由於高階氣動元件通常須使用微型線性滑軌，加上 60~70% 現有氣動元件客戶亦須採購線性滑軌，亞德客-KY 有機會利用現有氣動元件的客戶關係打入線性滑軌供應鏈，故亞德客-KY 跨足線性滑軌領域。亞德客-KY 乃以低價搶單拓展市場，產品報價較同業低 20~30%，群益認為，亞德客-KY 有機會複製線性滑軌的成功經驗，亞德客-KY 本身則以在 2035 年之前將線性滑軌營收擴大至 50~60 億元人民幣為目標。

2Q24 亞德客-KY 營收 84.28 億元，QoQ+16.96%，在各終端應用領域中，以電子設備成長動能最佳，2Q24 相關營收增加至 24.32 億元，QoQ+25.00%，加上毛利率提高至 47.33%(2Q24 為 47.12%)，營業利益增加至 26.48 億元，QoQ+22.45%，加上業外認列政府補貼收入 1.43 億元，2Q24 稅後淨利 22.61 億元，QoQ+23.60%。

不過，中國客戶買氣因期待當地政三中全會將推出重大補貼政策而自 05/2024 開始轉為觀望，2Q24 營收逐月減少，07~09/2024 則均低於 25 億元

2024 年 10 月 11 日

/月，09/2024 營收 24.73 億元，MoM+1.24%，3Q24 營收 73.81 億元，QoQ-12.42%，估計獲利表現亦不及 2Q24。

**預估 4Q24 營收高於 3Q24，且中國市場訂單能見度有機會持續提高：**

中國三中全會於 07/28/2024 結束，但地方政府通常於其後 1~2 個月推出實行細則，3Q24 亞德客-KY 營收低於預期即肇因於此，基期相對偏低，然而，07~09/2024 接單金額均高於出貨金額，預估 4Q24 營收高於 3Q24，若就終端應用領域而言，則以電子設備、工具機、包裝機械的營收動能較佳。

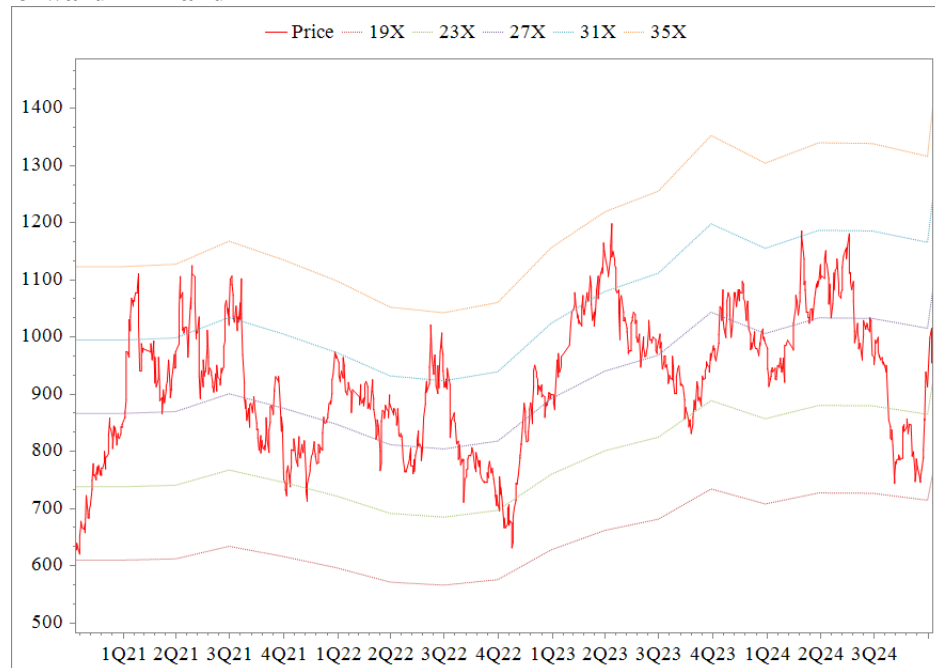
雖然先前中國三中全會並未釋出激勵終端需求的重大利多政策，不過，近日中國政府已再推出多項重大貨幣寬鬆政策，若後續對激勵終端需求的政策補貼態度亦轉為積極，有助於亞德客-KY 訂單能見度持續提高，2025 年營收展望優於 2024 年。

**考量 4Q24 營收表現轉佳、2025 年營收展望優於 2024 年，群益對亞德客-KY 投資建議調整為 Buy：**

由於 3Q24 亞德客-KY 營收受中國客戶買氣因期待三中全會釋出重大利多而轉為觀望影響而基期偏低，但接單金額均高於出貨金額，預估 4Q24 營收表現優於 3Q24，此外，近日中國政府已再推出多項重大貨幣寬鬆政策，若後續對激勵終端需求的政策補貼態度亦轉為積極，有助於亞德客-KY 訂單能見度提高，2025 年營收展望優於 2024 年，故群益對亞德客-KY 的投資建議調整為 Buy。

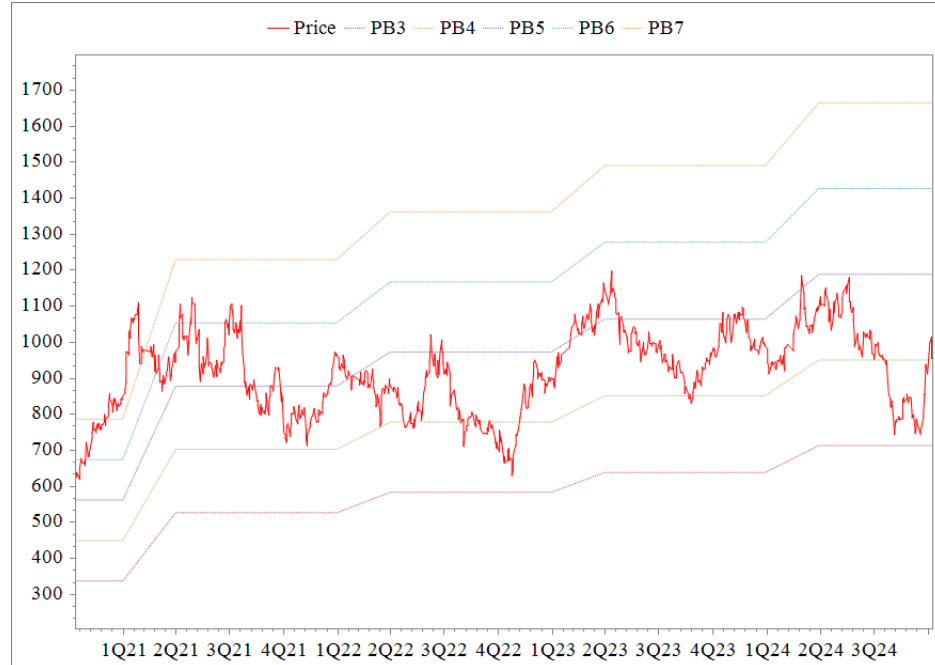
2024 年 10 月 11 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 10 月 11 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	47,679	54,600	58,049	63,509	68,776
流動資產	19,314	23,254	26,814	27,432	27,963
現金及約當現金	4,374	6,345	9,192	8,513	9,127
應收帳款與票據	7,483	9,050	9,886	10,106	10,291
存貨	5,302	7,250	6,528	6,697	6,906
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	24,467	28,829	28,560	29,060	29,560
<b>負債總計</b>	<b>12,527</b>	<b>15,666</b>	<b>15,452</b>	<b>15,937</b>	<b>16,275</b>
流動負債	9,219	14,934	14,812	15,154	15,448
應付帳款及票據	1,303	1,291	1,118	1,149	1,183
非流動負債	3,308	733	640	751	763
<b>權益總計</b>	<b>35,152</b>	<b>38,933</b>	<b>42,596</b>	<b>47,572</b>	<b>52,501</b>
普通股股本	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>
保留盈餘	19,530	22,867	27,145	32,121	37,049
母公司業主權益	35,144	38,926	42,589	47,565	52,493
<b>負債及權益總計</b>	<b>47,679</b>	<b>54,600</b>	<b>58,049</b>	<b>63,509</b>	<b>68,776</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	6,320	5,226	9,047	11,260	13,175
稅前純益	8,384	7,824	8,897	9,760	10,300
折舊及攤銷	1,727	2,161	2,414	2,457	2,499
營運資金變動	-1,783	-3,528	-287	-358	-360
其他營運現金	-2,009	-1,230	-1,977	-597	736
<b>投資活動現金</b>	-5,492	-3,692	-3,551	-5,542	-5,436
資本支出淨額	-5,128	-5,502	-2,401	-5,000	-5,000
長期投資變動	-320	1,794	-1,083	-200	-200
其他投資現金	-44	16	-67	-342	-236
<b>籌資活動現金</b>	-794	455	-2,639	-2,398	-3,125
長借/公司債變動	-767	-3,577	13	111	11
現金增資	7,873	0	0	0	0
發放現金股利	-1,712	-2,676	-2,688	-2,680	-3,100
其他籌資現金	-6,189	6,708	36	171	-37
<b>淨現金流量</b>	14	1,971	2,846	3,321	4,614
<b>期初現金</b>	4,360	4,374	6,345	9,192	12,513
<b>期末現金</b>	4,374	6,345	9,192	12,513	17,127

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	25,400	26,073	29,827	30,920	33,237
營業成本	13,063	14,180	16,072	16,420	17,732
<b>營業毛利淨額</b>	12,337	11,893	13,755	14,501	15,505
營業費用	4,121	4,350	4,906	5,067	5,279
<b>營業利益</b>	8,216	7,543	8,849	9,434	10,226
<b>EBITDA</b>	10,199	10,035	11,370	12,188	12,889
業外收入及支出	168	184	-81	326	74
稅前純益	8,384	7,824	8,897	9,760	10,300
所得稅	1,943	1,811	1,932	2,104	2,272
稅後純益	6,442	6,013	6,966	7,656	8,028
稅後 EPS(元)	32.21	30.07	34.83	38.28	40.14
完全稀釋 EPS**	32.21	30.07	34.83	38.28	40.14

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 20.00【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 20.00 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	32.96%	2.65%	14.40%	3.66%	7.49%
營業毛利淨額	30.50%	-3.60%	15.66%	5.42%	6.93%
營業利益	37.75%	-8.19%	17.32%	6.61%	8.39%
稅後純益	32.95%	-6.66%	15.84%	9.91%	4.86%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	48.57%	45.61%	46.12%	46.90%	46.65%
EBITDA(%)	40.15%	38.49%	38.12%	39.42%	38.78%
營益率	32.35%	28.93%	29.67%	30.51%	30.77%
稅後純益率	25.36%	23.06%	23.35%	24.76%	24.15%
總資產報酬率	13.51%	11.01%	12.00%	12.06%	11.67%
股東權益報酬率	18.33%	15.44%	16.35%	16.09%	15.29%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	26.27%	28.69%	26.62%	25.09%	23.66%
負債/淨值比(%)	35.64%	40.24%	36.28%	33.50%	31.00%
流動比率(%)	209.49%	155.72%	181.02%	181.02%	181.02%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	124.85	161.55	156.45	147.00	140.00
應收帳款天數	104.52	115.72	115.86	118.00	112.00



2024 年 10 月 11 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	8,002	7,564	7,356	7,206	8,428	7,381	7,906	7,647	8,810	8,684	8,096	8,122
營業成本	4,352	4,056	3,894	3,810	4,439	3,966	4,205	4,102	4,672	4,611	4,347	4,373
營業毛利淨額	3,650	3,508	3,462	3,395	3,989	3,415	3,701	3,545	4,138	4,073	3,749	3,749
營業費用	1,222	1,289	1,305	1,233	1,341	1,229	1,263	1,249	1,379	1,357	1,295	1,298
營業利益	2,428	2,219	2,156	2,162	2,648	2,186	2,438	2,296	2,759	2,716	2,454	2,451
業外收入及支出	-271	256	22	165	224	-64	1	22	15	36	1	22
稅前純益	2,156	2,475	2,179	2,327	2,871	2,122	2,439	2,318	2,774	2,752	2,455	2,473
所得稅	452	535	480	498	611	458	537	496	641	594	540	529
稅後純益	1,704	1,940	1,699	1,829	2,261	1,663	1,903	1,822	2,133	2,158	1,915	1,944
最新股本	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
稅後EPS(元)	8.52	9.70	8.50	9.15	11.31	8.32	9.51	9.11	10.67	10.79	9.58	9.72

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	45.61%	46.37%	47.06%	47.12%	47.33%	46.27%	46.81%	46.36%	46.97%	46.90%	46.31%	46.16%
營業利益率(%)	30.34%	29.33%	29.32%	30.01%	31.42%	29.61%	30.84%	30.03%	31.32%	31.28%	30.32%	30.18%
稅後純益率(%)	21.30%	25.64%	23.10%	25.39%	26.83%	22.54%	24.07%	23.83%	24.21%	24.85%	23.66%	23.94%

## QoQ(%)

營業收入淨額	15.87%	-5.48%	-2.75%	-2.04%	16.96%	-12.42%	7.11%	-3.27%	15.20%	-1.43%	-6.77%	0.32%
營業利益	18.63%	-8.61%	-2.81%	0.27%	22.45%	-17.46%	11.56%	-5.82%	20.15%	-1.56%	-9.64%	-0.12%
稅前純益	3.32%	14.77%	-11.95%	6.81%	23.38%	-26.12%	14.97%	-4.96%	19.66%	-0.79%	-10.78%	0.73%
稅後純益	5.02%	13.82%	-12.39%	7.64%	23.60%	-26.43%	14.38%	-4.23%	17.07%	1.14%	-11.24%	1.51%

## YoY(%)

營業收入淨額	10.79%	24.46%	17.42%	4.34%	5.32%	-2.42%	7.48%	6.13%	4.53%	17.66%	2.41%	6.21%
營業利益	10.73%	30.28%	17.43%	5.66%	9.07%	-1.49%	13.07%	6.19%	4.20%	24.27%	0.66%	6.76%
稅前純益	4.06%	37.32%	23.90%	11.51%	33.17%	-14.27%	11.95%	-0.39%	-3.39%	29.72%	0.66%	6.69%
稅後純益	6.39%	39.42%	26.63%	12.73%	32.68%	-14.24%	11.96%	-0.39%	-5.65%	29.72%	0.66%	6.69%

註1：稅後EPS以股本20.00億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。