

亞德客-KY

(1590.TW/1590 TT)



持有 · 維持

| | |
|-----------------------|-------|
| 收盤價 October 30 (NT\$) | 894 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 1,010 |
| 前次目標價 (NT\$) | 1,010 |
| 維持 (%) | 0.0 |
| 上漲空間 (%) | 13.0 |

焦點內容

- 3Q24 獲利落後因營收與利潤率不如預期，主因客戶等待美國大選結果與更多中國刺激方案而延後拉貨。
- 10 月日均出貨量月增，訂單出貨比 (BB ratio) 高於 3Q24；管理層預期 4Q24 營收與營利率將季增。
- 中國經濟復甦仍存在不確定性，我們認為將限縮股價上漲動能。

交易資料表

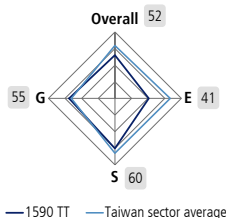
| | |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$/US\$mn) | 178.8 / 5,575 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 200.0 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 146.1 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 0.54 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 759 - 1,210 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|-------|-------|
| 絕對表現 (%) | 6.4 | -22.9 | -18 |
| 相對表現 (%) | 3.7 | -34.8 | -59.3 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|-------|--------|--------|--------|
| 2023 | 8.11A | 8.52A | 9.70A | 8.50A |
| 2024 | 9.15A | 11.31A | 8.66F | 9.05F |
| 2025 | 9.44F | 11.88F | 10.66F | 10.12F |

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

中國需求復甦仍在未定之數

重要訊息

3Q24 獲利低於我們預期 8%，係因客戶等待中國釋出更多獎勵政策與美國總統選舉結果而延後拉貨。儘管亞德客-KY 預期 4Q24 營收與營利率將季增，且明年將持續回升，但我們認為需求復甦時間點和速度仍具不確定性。

評論及分析

利潤率下滑導致 3Q24 財報落後。3Q24 獲利 17.3 億元，年減 11%、季減 23%，換算每股盈餘 8.66 元，分別低於市場共識的 9.36 元和我們預期的 9.45 元，主因利潤率衰退。毛利率季減 1 個百分點至 46.3%，低於我們預估的 47.0%，主要受到產能利用率下滑及 ECFA 優惠關稅取消。加上員工薪資調漲和缺乏營運槓桿，營利率下降至 28%，年減 1.3、季減 3.4 個百分點，遠低於市場共識的 30%和我們預估的 31%。從終端應用來看，電子行業 (佔直接銷售的 28%) 和汽車 (8%) 穩健成長，分別年增 23%和 20%；而電池、能源和照明因產能過剩，分別衰退 40%和 78%。

4Q24 營收/營利率將季增。亞德客-KY 表示 10 月日均出貨量月增，訂單出貨比 (BB ratio) 高於 3Q24 水準，並預期美國總統大選及中國宣布更多獎勵政策後，出貨量可望自 11 月或 12 月改善。公司指出線軌價格調整後，8、9 月訂單優於 1H24，並預期與同業更大的價差將有助爭取更多訂單 (1-9 月線軌營收貢獻年增 36%至 3.77 億元人民幣，明年將維持同等增長動能)。管理層預期 4Q24 營收將季增，超越季節性，隨著稼動率提升及部分生產移至中國廠，將進一步帶動營利率季增。

中國復甦仍存不確定性。儘管亞德客-KY 預期隨著中國釋出更多政策支持，營收與利潤率可望於 4Q24/ 2025 年復甦，但並未提供明確的數字展望。由於訂單能見度有限，我們認為中國更大規模刺激方案的時機、力道以及政策成效仍存在不確定性。反映 3Q24 獲利不如預期及中國自動化需求復甦緩慢，我們略為下調 2024 年獲利預估。由於中國消費者信心和經濟尚未見明顯復甦跡象，我們認為股價短期內將呈現橫盤整理。

投資建議

受到中國復甦時程不確定性影響，我們預期亞德客-KY 短期股價動能將維持低迷。我們維持「持有」評等，沿用本益比 24 倍，目標價維持 1,010 元。

投資風險

上檔風險包括中國需求復甦加快和價格競爭平緩。

主要財務數據及估值

| | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F | Dec-26F |
|---------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 26,073 | 29,827 | 30,638 | 34,498 | 38,054 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 11,893 | 13,755 | 14,399 | 16,416 | 18,166 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 7,543 | 8,849 | 9,194 | 10,837 | 12,197 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 6,013 | 6,966 | 7,632 | 8,420 | 9,552 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 30.07 | 34.83 | 38.16 | 42.10 | 47.76 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 13.45 | 17.37 | 19.08 | 23.15 | 26.27 |
| 每股盈餘成長率 (%) | (10.7) | 15.8 | 9.6 | 10.3 | 13.4 |
| 本益比 (x) | 29.7 | 25.7 | 23.4 | 21.2 | 18.7 |
| 股價淨值比 (x) | 4.6 | 4.2 | 3.9 | 3.6 | 3.3 |
| EV/EBITDA (x) | 18.9 | 15.9 | 14.0 | 11.9 | 10.5 |
| 淨負債比率 (%) | 12.7 | 5.1 | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%) | 1.5 | 1.9 | 2.1 | 2.6 | 2.9 |
| 股東權益報酬率 (%) | 16.2 | 17.1 | 17.2 | 17.4 | 18.2 |

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q24 財報及 4Q24 財務預估修正與市場共識比較

| 百萬元 | 3Q24 | | | | | | 4Q24F | | | | | | | |
|----------|-------|-------|------------|------------|------------|-------|------------|-------|-------|------------|----------|----------|-------|------------|
| | 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 | 7,381 | 7,805 | (5.4) | (12.4) | (2.4) | 7,837 | (5.8) | 7,624 | 7,636 | (0.2) | 3.3 | 3.6 | 7,965 | (4.3) |
| 毛利 | 3,419 | 3,666 | (6.7) | (14.3) | (2.5) | 3,668 | (6.8) | 3,595 | 3,548 | 1.3 | 5.2 | 3.9 | 3,722 | (3.4) |
| 營業利益 | 2,069 | 2,418 | (14.4) | (21.8) | (6.7) | 2,349 | (11.9) | 2,315 | 2,341 | (1.1) | 11.9 | 7.3 | 2,399 | (3.5) |
| 稅前淨利 | 2,179 | 2,450 | (11.0) | (24.1) | (11.9) | 2,402 | (9.3) | 2,344 | 2,364 | (0.8) | 7.6 | 7.6 | 2,453 | (4.5) |
| 稅後淨利 | 1,732 | 1,890 | (8.3) | (23.4) | (10.7) | 1,872 | (7.4) | 1,809 | 1,830 | (1.1) | 4.4 | 6.5 | 1,909 | (5.2) |
| 每股盈餘(元) | 8.66 | 9.45 | (8.3) | (23.4) | (10.7) | 9.36 | (7.4) | 9.05 | 9.15 | (1.1) | 4.4 | 6.5 | 9.54 | (5.2) |
| 毛利率(%) | 46.3 | 47.0 | (0.6)ppts | (1.0)ppts | (0.0) ppts | 46.8 | (0.5)ppts | 47.2 | 46.5 | 0.7 ppts | 0.8 ppts | 0.1 ppts | 46.7 | 0.4 ppts |
| 營業利益率(%) | 28.0 | 31.0 | (2.9) ppts | (3.4) ppts | (1.3) ppts | 30.0 | (1.9) ppts | 30.4 | 30.7 | (0.3)ppts | 2.3 ppts | 1.0 ppts | 30.1 | 0.2 ppts |
| 淨利率(%) | 23.5 | 24.2 | (0.7) ppts | (3.4) ppts | (2.2) ppts | 23.9 | (0.4) ppts | 23.7 | 24.0 | (0.2) ppts | 0.3 ppts | 0.6 ppts | 24.0 | (0.2) ppts |

資料來源：Bloomberg：凱基預估

圖 2：2024-26 年財務預估修正與市場共識比較

| 百萬元 | 2024F | | | | | | 2025F | | | | | | 2026F | | | | | |
|---------|--------|--------|------------|----------|--------|------------|--------|--------|----------|------------|--------|------------|--------|--------|----------|----------|--------|----------|
| | 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 | 30,638 | 31,074 | (1.4) | 2.7 | 31,443 | (2.6) | 34,498 | 34,678 | (0.5) | 12.6 | 35,283 | (2.2) | 38,054 | 38,252 | (0.5) | 10.3 | 39,795 | (4.4) |
| 毛利 | 14,399 | 14,598 | (1.4) | 4.7 | 14,784 | (2.6) | 16,416 | 16,402 | 0.1 | 14.0 | 16,688 | (1.6) | 18,166 | 18,152 | 0.1 | 10.7 | 18,783 | (3.3) |
| 營業利益 | 9,194 | 9,569 | (3.9) | 3.9 | 9,576 | (4.0) | 10,837 | 10,862 | (0.2) | 17.9 | 11,000 | (1.5) | 12,197 | 12,151 | 0.4 | 12.6 | 12,660 | (3.7) |
| 稅前淨利 | 9,722 | 10,012 | (2.9) | 9.3 | 9,968 | (2.5) | 10,864 | 10,862 | 0.0 | 11.8 | 11,122 | (2.3) | 12,277 | 12,266 | 0.1 | 13.0 | 12,824 | (4.3) |
| 稅後淨利 | 7,632 | 7,810 | (2.3) | 9.6 | 7,804 | (2.2) | 8,420 | 8,418 | 0.0 | 10.3 | 8,655 | (2.7) | 9,552 | 9,543 | 0.1 | 13.4 | 9,965 | (4.1) |
| 每股盈餘(元) | 38.16 | 39.05 | (2.3) | 9.6 | 39.02 | (2.2) | 42.10 | 42.09 | 0.0 | 10.3 | 43.28 | (2.7) | 47.76 | 47.71 | 0.1 | 13.4 | 49.82 | (4.1) |
| 毛利率(%) | 47.0 | 47.0 | 0.0 ppts | 0.9 ppts | 47.0 | (0.0) ppts | 47.6 | 47.3 | 0.3 ppts | 0.6 ppts | 47.3 | 0.3 ppts | 47.7 | 47.5 | 0.3 ppts | 0.2 ppts | 47.2 | 0.5 ppts |
| 營業率(%) | 30.0 | 30.8 | (0.8) ppts | 0.3 ppts | 30.5 | (0.4) ppts | 31.4 | 31.3 | 0.1 ppts | 1.4 ppts | 31.2 | 0.2 ppts | 32.1 | 31.8 | 0.3 ppts | 0.6 ppts | 31.8 | 0.2 ppts |
| 淨利率(%) | 24.9 | 25.1 | (0.2) ppts | 1.6 ppts | 24.8 | 0.1 ppts | 24.4 | 24.3 | 0.1 ppts | (0.5) ppts | 24.5 | (0.1) ppts | 25.1 | 24.9 | 0.2 ppts | 0.7 ppts | 25.0 | 0.1 ppts |

資料來源：Bloomberg：凱基預估

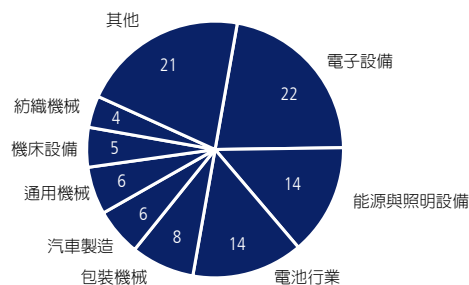
圖 3: 公司概况

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 27%，僅次於日商 SMC 的 34%。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，2023 年中國營收貢獻約 94%，台灣營收占比為 2%，海外市場 4%。

資料來源：凱基

圖 4 電子設備為主要營收來源

2023 年應用產業營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

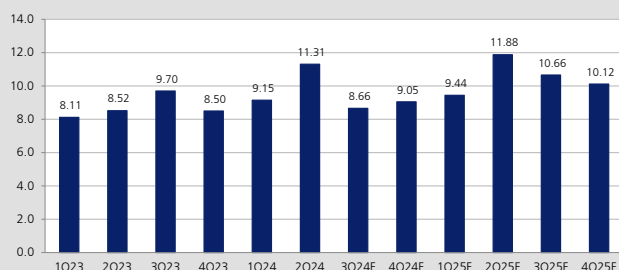
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

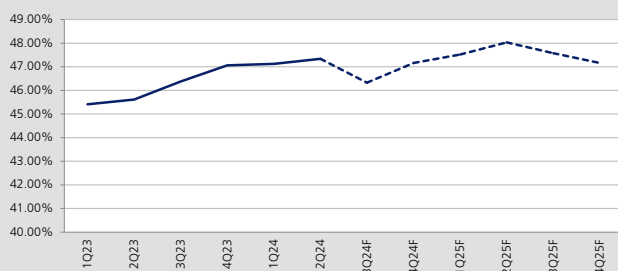
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

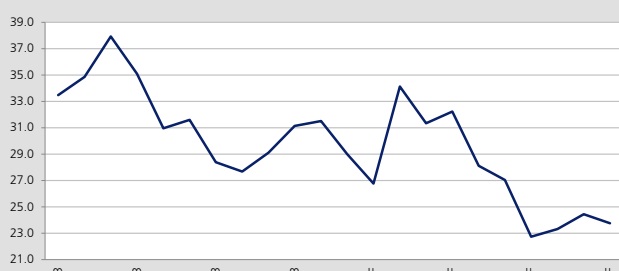
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

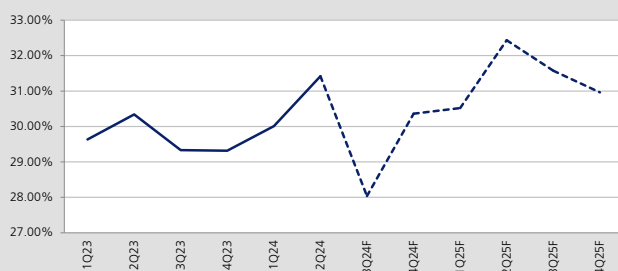
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

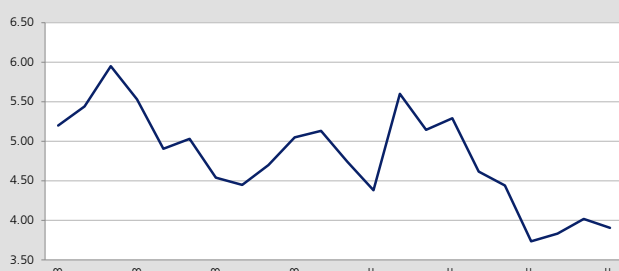
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

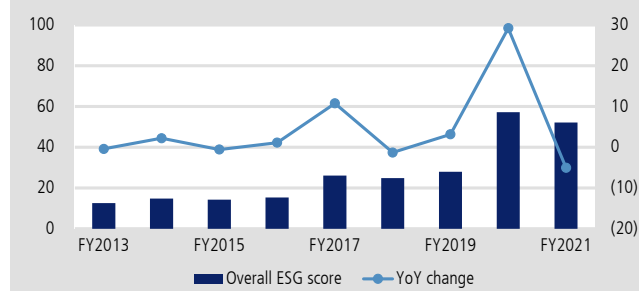
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 11：ESG 整體分數

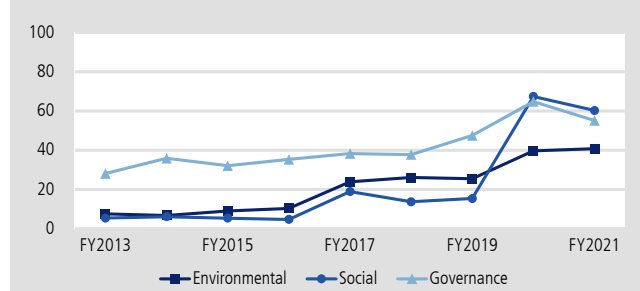
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：ESG 各項分數

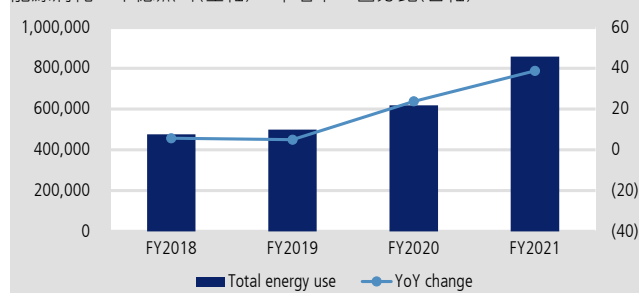
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：能源消耗

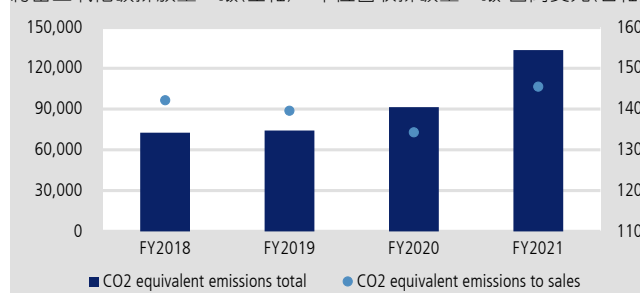
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：碳排放量

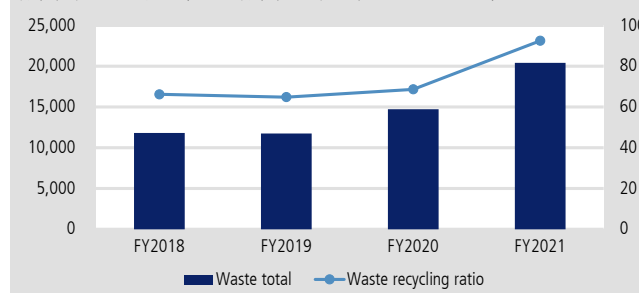
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：廢棄物總量

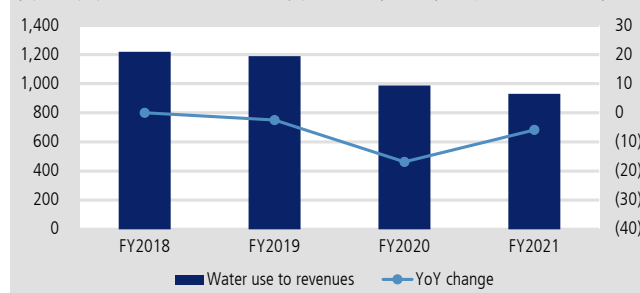
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：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-24A | Jun-24A | Sep-24F | Dec-24F | Mar-25F | Jun-25F | Sep-25F | Dec-25F | Dec-24F | Dec-25F | Dec-26F |
| 損益表 (NT\$百萬) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 7,206 | 8,428 | 7,381 | 7,624 | 7,980 | 9,366 | 8,699 | 8,453 | 30,638 | 34,498 | 38,054 |
| 營業成本 | (3,810) | (4,439) | (3,962) | (4,028) | (4,188) | (4,867) | (4,560) | (4,466) | (16,239) | (18,082) | (19,888) |
| 營業毛利 | 3,395 | 3,989 | 3,419 | 3,595 | 3,792 | 4,499 | 4,138 | 3,986 | 14,399 | 16,416 | 18,166 |
| 營業費用 | (1,233) | (1,341) | (1,350) | (1,281) | (1,357) | (1,461) | (1,392) | (1,369) | (5,205) | (5,579) | (5,969) |
| 營業利益 | 2,162 | 2,648 | 2,069 | 2,315 | 2,435 | 3,038 | 2,747 | 2,617 | 9,194 | 10,837 | 12,197 |
| 折舊 | (615) | (633) | (826) | (1,229) | (881) | (884) | (881) | (877) | (3,302) | (3,522) | (3,730) |
| 攤提 | (4) | (3) | (4) | (4) | (4) | (4) | (4) | (4) | (16) | (16) | (16) |
| EBITDA | 2,782 | 3,284 | 2,899 | 3,548 | 3,320 | 3,926 | 3,631 | 3,498 | 12,512 | 14,375 | 15,943 |
| 利息收入 | 54 | 39 | 41 | 38 | 48 | 50 | 49 | 48 | 172 | 195 | 242 |
| 投資利益淨額 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外收入 | 35 | 143 | 139 | 28 | 35 | 36 | 36 | 37 | 344 | 144 | 152 |
| 總營業外收入 | 89 | 182 | 179 | 66 | 83 | 86 | 85 | 85 | 516 | 339 | 394 |
| 利息費用 | (47) | (31) | (26) | (84) | (44) | (46) | (48) | (49) | (188) | (187) | (187) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 123 | 74 | (43) | 47 | (30) | (32) | (31) | (31) | 200 | (124) | (126) |
| 總營業外費用 | 76 | 42 | (70) | (37) | (74) | (78) | (79) | (80) | 12 | (311) | (314) |
| 稅前純益 | 2,327 | 2,871 | 2,179 | 2,344 | 2,444 | 3,046 | 2,752 | 2,622 | 9,722 | 10,864 | 12,277 |
| 所得稅費用[利益] | (498) | (611) | (447) | (535) | (556) | (670) | (620) | (599) | (2,090) | (2,445) | (2,726) |
| 少數股東損益 | 0 | 0 | 0 | (0) | - | - | - | - | - | - | - |
| 非常項目前稅後純益 | 1,829 | 2,261 | 1,732 | 1,809 | 1,888 | 2,376 | 2,132 | 2,023 | 7,632 | 8,420 | 9,552 |
| 非常項目 | (0) | 0 | - | (0) | - | - | - | - | - | - | - |
| 稅後淨利 | 1,829 | 2,261 | 1,732 | 1,809 | 1,888 | 2,376 | 2,132 | 2,023 | 7,632 | 8,420 | 9,552 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 9.15 | 11.31 | 8.66 | 9.05 | 9.44 | 11.88 | 10.66 | 10.12 | 38.16 | 42.10 | 47.76 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 47.1 | 47.3 | 46.3 | 47.2 | 47.5 | 48.0 | 47.6 | 47.2 | 47.0 | 47.6 | 47.7 |
| 營業利益率 | 30.0 | 31.4 | 28.0 | 30.4 | 30.5 | 32.4 | 31.6 | 31.0 | 30.0 | 31.4 | 32.1 |
| EBITDA Margin | 38.6 | 39.0 | 39.3 | 46.5 | 41.6 | 41.9 | 41.7 | 41.4 | 40.8 | 41.7 | 41.9 |
| 稅前純益率 | 32.3 | 34.1 | 29.5 | 30.7 | 30.6 | 32.5 | 31.6 | 31.0 | 31.7 | 31.5 | 32.3 |
| 稅後純益率 | 25.4 | 26.8 | 23.5 | 23.7 | 23.7 | 25.4 | 24.5 | 23.9 | 24.9 | 24.4 | 25.1 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (2.0) | 17.0 | (12.4) | 3.3 | 4.7 | 17.4 | (7.1) | (2.8) | | | |
| 營業毛利 | (1.9) | 17.5 | (14.3) | 5.2 | 5.5 | 18.6 | (8.0) | (3.7) | | | |
| 營業收益增長 | 0.3 | 22.5 | (21.8) | 11.9 | 5.2 | 24.7 | (9.6) | (4.7) | | | |
| EBITDA | 0.2 | 18.1 | (11.7) | 22.4 | (6.4) | 18.2 | (7.5) | (3.7) | | | |
| 稅前純益 | 6.8 | 23.4 | (24.1) | 7.6 | 4.3 | 24.6 | (9.6) | (4.7) | | | |
| 稅後純益 | 7.6 | 23.6 | (23.4) | 4.4 | 4.4 | 25.8 | (10.3) | (5.1) | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 4.3 | 5.3 | (2.4) | 3.6 | 10.7 | 11.1 | 17.9 | 10.9 | 2.7 | 12.6 | 10.3 |
| 營業毛利 | 8.3 | 9.3 | (2.5) | 3.9 | 11.7 | 12.8 | 21.0 | 10.9 | 4.7 | 14.0 | 10.7 |
| 營業收益 | 5.7 | 9.1 | (6.7) | 7.3 | 12.6 | 14.7 | 32.7 | 13.1 | 3.9 | 17.9 | 12.6 |
| EBITDA | 5.6 | 8.5 | 2.6 | 27.7 | 19.4 | 19.5 | 25.3 | (1.4) | 11.1 | 14.9 | 10.9 |
| 稅前純益 | 11.5 | 33.2 | (11.9) | 7.6 | 5.0 | 6.1 | 26.3 | 11.8 | 9.3 | 11.8 | 13.0 |
| 稅後純益 | 12.7 | 32.7 | (10.7) | 6.5 | 3.2 | 5.1 | 23.1 | 11.8 | 9.6 | 10.3 | 13.4 |

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

| NT\$百萬 | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F | Dec-26F |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 資產總額 | 54,600 | 58,049 | 62,214 | 66,950 | 71,996 |
| 流動資產 | 23,254 | 26,814 | 31,462 | 37,120 | 43,376 |
| 現金及短期投資 | 6,608 | 10,064 | 14,422 | 18,006 | 22,351 |
| 存貨 | 7,250 | 6,528 | 6,578 | 7,345 | 8,078 |
| 應收帳款及票據 | 9,050 | 9,886 | 10,127 | 11,434 | 12,612 |
| 其他流動資產 | 346 | 335 | 335 | 335 | 335 |
| 非流動資產 | 31,345 | 31,235 | 30,753 | 29,830 | 28,620 |
| 長期投資 | 25 | 509 | 509 | 509 | 509 |
| 固定資產 | 28,829 | 28,560 | 28,077 | 27,155 | 25,945 |
| 什項資產 | 2,492 | 2,166 | 2,166 | 2,166 | 2,166 |
| 負債總額 | 15,666 | 15,452 | 15,802 | 16,749 | 17,497 |
| 流動負債 | 14,934 | 14,812 | 15,163 | 16,109 | 16,857 |
| 應付帳款及票據 | 1,291 | 1,118 | 1,126 | 1,258 | 1,383 |
| 短期借款 | 11,282 | 11,373 | 11,374 | 11,374 | 11,374 |
| 什項負債 | 2,361 | 2,321 | 2,662 | 3,477 | 4,100 |
| 長期負債 | 733 | 640 | 639 | 640 | 639 |
| 長期借款 | - | 10 | 9 | 10 | 10 |
| 其他負債及準備 | 610 | 542 | 542 | 542 | 542 |
| 股東權益總額 | 38,933 | 42,596 | 46,412 | 50,201 | 54,500 |
| 普通股本 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 保留盈餘 | 22,867 | 27,112 | 30,928 | 34,717 | 39,016 |
| 少數股東權益 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F | Dec-26F |
|------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | 2.6% | 14.4% | 2.7% | 12.6% | 10.3% |
| 營業收益增長 | (8.2%) | 17.3% | 3.9% | 17.9% | 12.6% |
| EBITDA | (2.4%) | 16.1% | 11.1% | 14.9% | 10.9% |
| 稅後純益 | (6.7%) | 15.8% | 9.6% | 10.3% | 13.4% |
| 每股盈餘成長率 | (10.7%) | 15.8% | 9.6% | 10.3% | 13.4% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 45.6% | 46.1% | 47.0% | 47.6% | 47.7% |
| 營業利益率 | 28.9% | 29.7% | 30.0% | 31.4% | 32.1% |
| EBITDA Margin | 37.2% | 37.8% | 40.8% | 41.7% | 41.9% |
| 稅後純益率 | 23.1% | 23.4% | 24.9% | 24.4% | 25.1% |
| 平均資產報酬率 | 11.8% | 12.4% | 12.7% | 13.0% | 13.7% |
| 股東權益報酬率 | 16.2% | 17.1% | 17.2% | 17.4% | 18.2% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 29.0% | 26.7% | 24.5% | 22.7% | 20.9% |
| 淨負債比率 | 12.7% | 5.1% | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x) | 54.2 | 48.6 | 52.7 | 58.9 | 66.5 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 35.5 | 48.4 | 56.7 | 53.4 | 61.4 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 流動比率 (x) | 1.6 | 1.8 | 2.1 | 2.3 | 2.6 |
| 速動比率 (x) | 1.1 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 2.1 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | 4,936 | 2,192 | (2,166) | (5,750) | (10,095) |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 30.07 | 34.83 | 38.16 | 42.10 | 47.76 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 26.13 | 45.24 | 53.34 | 50.08 | 57.56 |
| 每股淨值 (NT\$) | 194.63 | 212.95 | 232.03 | 250.97 | 272.46 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 194.63 | 212.95 | 232.03 | 250.97 | 272.46 |
| 每股營收 (NT\$) | 130.36 | 149.14 | 153.19 | 172.49 | 190.27 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 48.52 | 56.32 | 62.56 | 71.88 | 79.72 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 13.45 | 17.37 | 19.08 | 23.15 | 26.27 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 0.51 | 0.53 | 0.51 | 0.53 | 0.55 |
| 應收帳款周轉天數 | 126.7 | 121.0 | 121.0 | 121.0 | 121.0 |
| 存貨周轉天數 | 186.6 | 148.3 | 148.3 | 148.3 | 148.3 |
| 應付帳款周轉天數 | 33.2 | 25.4 | 25.4 | 25.4 | 25.4 |
| 現金轉換周轉天數 | 280.1 | 243.8 | 243.8 | 243.8 | 243.8 |

資料來源：公司資料，凱基

損益表

| NT\$百萬 | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F | Dec-26F |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 營業收入 | 26,073 | 29,827 | 30,638 | 34,498 | 38,054 |
| 營業成本 | (14,180) | (16,072) | (16,239) | (18,082) | (19,888) |
| 營業毛利 | 11,893 | 13,755 | 14,399 | 16,416 | 18,166 |
| 營業費用 | (4,350) | (4,906) | (5,205) | (5,579) | (5,969) |
| 營業利益 | 7,543 | 8,849 | 9,194 | 10,837 | 12,197 |
| 總營業外收入 | 131 | 433 | 516 | 339 | 394 |
| 利息收入 | 97 | 129 | 172 | 195 | 242 |
| 投資利益淨額 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外收入 | 35 | 304 | 344 | 144 | 152 |
| 總營業外費用 | 150 | (385) | 12 | (311) | (314) |
| 利息費用 | (147) | (187) | (188) | (187) | (187) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 297 | (198) | 200 | (124) | (126) |
| 稅前純益 | 7,824 | 8,897 | 9,722 | 10,864 | 12,277 |
| 所得稅費用[利益] | (1,811) | (1,932) | (2,090) | (2,445) | (2,726) |
| 少數股東損益 | 0 | 0 | - | - | - |
| 非常項目 | - | 0 | - | - | - |
| 稅後淨利 | 6,013 | 6,966 | 7,632 | 8,420 | 9,552 |
| EBITDA | 9,703 | 11,263 | 12,512 | 14,375 | 15,943 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 30.07 | 34.83 | 38.16 | 42.10 | 47.76 |

現金流量

| NT\$百萬 | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F | Dec-26F |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 營運活動之現金流量 | 5,226 | 9,047 | 10,668 | 10,016 | 11,511 |
| 本期純益 | 6,013 | 6,966 | 7,632 | 8,420 | 9,552 |
| 折舊及攤提 | 2,161 | 2,414 | 3,318 | 3,538 | 3,746 |
| 本期運用資金變動 | (3,392) | (576) | (282) | (1,942) | (1,786) |
| 其他營業資產及負債變動 | 445 | 243 | 0 | (0) | 0 |
| 投資活動之現金流量 | (3,692) | (3,551) | (2,836) | (2,616) | (2,536) |
| 投資用短期投資出售[新購] | 1,794 | (1,083) | - | - | - |
| 本期長期投資變動 | - | - | - | - | - |
| 資本支出淨額 | (5,589) | (2,447) | (2,820) | (2,600) | (2,520) |
| 其他資產變動 | 103 | (21) | (16) | (16) | (16) |
| 自由現金流 | (1,041) | 6,302 | 7,418 | 7,379 | 8,914 |
| 融資活動之現金流量 | 455 | (2,639) | (3,475) | (3,816) | (4,631) |
| 短期借款變動 | 7,071 | 622 | - | - | - |
| 長期借款變動 | (3,577) | 13 | - | - | - |
| 現金增資 | - | - | - | - | - |
| 已支付普通股股息 | (2,676) | (2,688) | (3,475) | (3,816) | (4,631) |
| 其他融資現金流 | (363) | (587) | 0 | (0) | (0) |
| 匯率影響數 | (19) | (11) | | | |
| 本期產生現金流量 | 1,971 | 2,846 | 4,358 | 3,584 | 4,345 |

投資回報率

| | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F | Dec-26F |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | | | | | |
| - 銷管費用/營業收入 | 16.7% | 16.4% | 17.0% | 16.2% | 15.7% |
| = 營業利益率 | 28.9% | 29.7% | 30.0% | 31.4% | 32.1% |
| 1 / (營業運用資金/營業收入 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| + 淨固定資產/營業收入 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| + 什項資產/營業收入) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| = 資本周轉率 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 營業利益率 | 28.9% | 29.7% | 30.0% | 31.4% | 32.1% |
| x 資本周轉率 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 76.9% | 78.3% | 78.5% | 77.5% | 77.8% |
| = 稅後 ROIC | 13.5% | 16.2% | 17.1% | 19.8% | 22.4% |

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 |
|------------|------|-------|-------|
| 2024-07-25 | 持有 | 1,010 | 970 |
| 2024-04-30 | 增加持股 | 1,340 | 1,160 |
| 2024-01-31 | 增加持股 | 1,230 | 940 |
| 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 |

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。