

# AES-KY

(6781.TW/6781 TT)

## 增加持股 · 維持

收盤價 November 15 (NT\$)	772
12 個月目標價 (NT\$)	925
前次目標價 (NT\$)	650
調升 (%)	42.3
上漲空間 (%)	19.8

## 焦點內容

1. BBU 營收成長為 2025-26 年營收與 EPS 成長主要動力。
2. 隨伺服器 BBU 功率密度提高、新電信客戶掘注，加上新工業應用，將帶動 2025-26 年 BBU 營收成長 30-35%。
3. BBU 營收占比提高至 60%以上將推升 2025-26 年毛利率。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	65.94 / 2,022
流通在外股數 (百萬股)：	85.42
外資持有股數 (百萬股)：	62.79
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.32
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	456.5 - 772

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	55.8	16.3	10.6
相對表現 (%)	51.9	8.8	-22.2

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	7.19A	5.15A	5.23A	5.48A
2024	5.41A	5.22A	6.27A	7.30F
2025	6.99F	6.85F	8.17F	9.70F

## 股價圖



資料來源：TEJ



請將您珍貴的一票投給凱基！

## 凱基投顧

向子慧  
886.2.2181.8726  
angelah@kgi.com

陳韻如  
886.2.2181.8037  
yvonne.chen@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## BBU 營收成長強勁將推升 EPS

### 重要訊息

AES-KY 舉行法說，提供了正向展望。

### 評論及分析

**BBU 業務受惠更多應用與新客戶而顯著成長。**2023 年 AES-KY 備援電池模組(BBU)營收年增 25%，1-3Q24 年增 40-45%。營收成長性優於伺服器出貨量 2023 年年減 18%、1-3Q24 年增個位數表現。管理層將此歸因於 AI 伺服器電源升級需求。隨美系 CSP 資本支出強勁成長，AI 伺服器成長快速，連帶使備援電力需求躍升，此為 BBU 營收成長性強勁成長的原因。公司預期 2024-25 年 BBU 營收成長幅度將介於 CSP 資本支出、伺服器主板出貨量成長率之間。預期公司資料中心 BBU 業務將新增新 CSP 客戶，而 2H25 後將有電信與儲能 (ESS) 新業務開始貢獻營收，目標新業務未來 3 年營收貢獻約 30%，我們正向看待其 2025-26 年 BBU 營收成長。除 Nvidia (美)GB200 設計外，AI 伺服器設計多樣，預期伺服器機櫃的電源要求提升將驅動 CSP 裝設獨立的電源機櫃。此與我們的產業調查相符，即 GB200 NVL72 因空間限制，難於同一個機櫃裝置電源與 BBU，主因含備援設計的 6 個 power shelf (每個 1U) 搭配 6 個 BBU (每個 2U)，在 NVL72 機櫃需要 18U 空間。因此，GB200 或 GB300 的 BBU 裝設將為選配，但 AES-KY 為合格的 BBU 供應商。基於 BBU 營收正向展望、潛在新 CSP 客戶以及新應用市場 (5G 通訊、堆高機)，我們上修 2025-26 年 BBU CAGR 至 30-35%，LEV CAGR 10-20%。

**毛利率維持升勢。**BBU 營收擴張較 LEV 快速，我們預估 BBU 營收比重將自 2024 年 56-57%提高至 2025-26 年 60%以上，將有助於毛利率上揚。反映 BBU 營收與獲利率展望提高，我們上修 2024 年 EPS 預估至 24.2 元 (年增 5%)、2025 年 31.7 元 (年增 31%)，而新業務將帶動 2026 年 EPS 年增 33%至 42.25 元。

### 投資建議

隨 4Q24-26 年 EPS 恢復成長，維持「增加持股」評等。目標價由 650 元調升至 925 元 (25x 2025-26 年平均 EPS 預估；同期 EPS CAGR 32%)。

### 投資風險

電動自行車需求疲弱、伺服器 BBU 滲透率緩慢、EV 事業利潤率不佳。

### 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)	15,052	10,032	9,756	12,310	15,082
營業毛利 (NT\$百萬)	5,566	3,767	3,839	4,880	6,067
營業利益 (NT\$百萬)	3,949	2,191	2,304	3,170	4,318
稅後淨利 (NT\$百萬)	3,218	1,968	2,067	2,708	3,609
每股盈餘 (NT\$)	37.67	23.04	24.20	31.70	42.25
每股現金股利 (NT\$)	19.00	11.60	12.10	15.85	21.13
每股盈餘成長率 (%)	24.8	(38.8)	5.0	31.0	33.3
本益比 (x)	20.5	33.5	31.9	24.4	18.3
股價淨值比 (x)	5.2	5.1	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA (x)	15.0	26.1	23.0	17.2	12.6
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.5	1.5	1.6	2.1	2.7
股東權益報酬率 (%)	27.9	15.4	15.4	18.5	22.3

資料來源：公司資料、凱基預估

圖 1：4Q24 與 1Q25 財測修正 vs. 市場共識

百萬元	4Q24F							1Q25F						
	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	2,909	2,838	2.5	23.0	17.0	2,635	10.4	2,764	2,696	2.5	(5.0)	19.8	2,472	11.8
毛利	1,149	1,121	2.5	22.5	23.3	1,045	9.9	1,078	1,052	2.5	(6.2)	21.1	973	10.7
營業利益	742	695	6.7	32.9	39.1	666	11.3	685	634	8.2	(7.6)	32.2	584	17.4
稅前淨利	806	749	7.6	17.8	37.9	735	9.7	757	697	8.7	(6.1)	29.4	664	14.1
稅後淨利	624	579	7.8	16.5	33.4	574	8.6	597	549	8.7	(4.3)	29.1	521	14.5
每股盈餘 (元)	7.30	6.78	7.8	16.5	33.4	6.72	8.6	6.99	6.43	8.7	(4.3)	29.1	6.10	14.5
毛利率 (%)	39.5	39.5	0.0 ppts	(0.2)ppts	2.0 ppts	39.7	(0.2)ppts	39.0	39.0	0.0 ppts	(0.5)ppts	0.4 ppts	39.4	(0.4)ppts
營業利益率 (%)	25.5	24.5	1.0 ppts	1.9 ppts	4.0 ppts	25.3	0.2 ppts	24.8	23.5	1.3 ppts	(0.7)ppts	2.3 ppts	23.6	1.2 ppts
淨利率 (%)	21.4	20.4	1.0 ppts	(1.2)ppts	2.6 ppts	21.8	(0.3)ppts	21.6	20.4	1.2 ppts	0.1 ppts	1.6 ppts	21.1	0.5 ppts

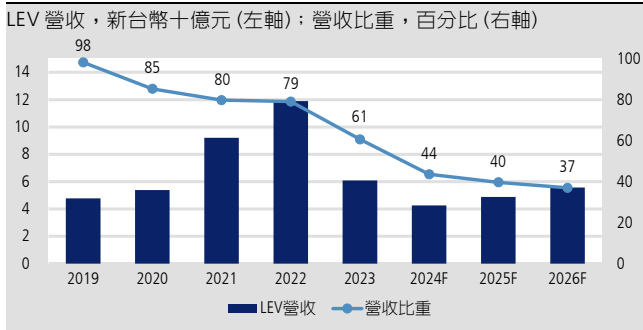
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2024-26 年財測修正 vs. 市場共識

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 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	9,756	9,685	0.7	(2.8)	9,459	3.1	12,310	11,644	5.7	26.2	11,810	4.2	15,082	22.5	13,346	13.0
毛利	3,839	3,811	0.7	1.9	3,722	3.1	4,880	4,501	8.4	27.1	4,709	3.6	6,067	24.3	5,368	13.0
營業利益	2,304	2,258	2.1	5.2	2,207	4.4	3,170	2,832	12.0	37.6	3,120	1.6	4,318	36.2	3,918	10.2
稅前獲利	2,641	2,584	2.2	6.3	2,530	4.4	3,458	3,084	12.1	30.9	3,444	0.4	4,605	33.2	4,321	6.6
稅後淨利	2,067	2,022	2.2	5.0	1,988	4.0	2,708	2,415	12.2	31.0	2,711	(0.1)	3,609	33.3	3,389	6.5
每股盈餘 (元)	24.20	23.67	2.2	5.0	23.26	4.0	31.70	28.27	12.2	31.0	31.73	(0.1)	42.25	33.3	39.66	6.5
毛利率 (%)	39.3	39.3	0.0 ppts	1.8 ppts	39.3	(0.0)ppts	39.6	38.7	1.0 ppts	0.3 ppts	39.9	(0.2)ppts	40.2	0.6 ppts	40.2	0.0 ppts
營業利率 (%)	23.6	23.3	0.3 ppts	1.8 ppts	23.3	0.3 ppts	25.8	24.3	1.4 ppts	2.1 ppts	26.4	(0.7)ppts	28.6	2.9 ppts	29.4	(0.7)ppts
淨利率 (%)	21.2	20.9	0.3 ppts	1.6 ppts	21.0	0.2 ppts	22.0	20.7	1.3 ppts	0.8 ppts	23.0	(1.0)ppts	23.9	1.9 ppts	25.4	(1.5)ppts

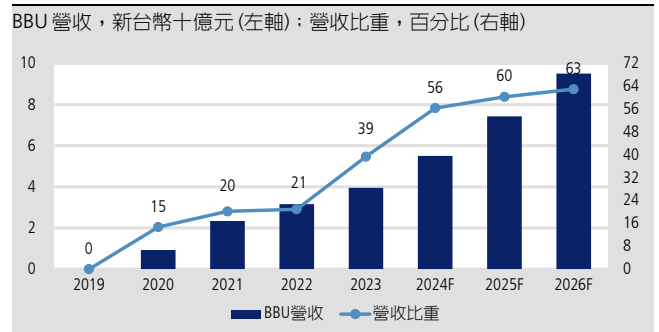
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：因 1H24 庫存去化與通膨不確定性，2024 年 LEV 營收大幅衰退



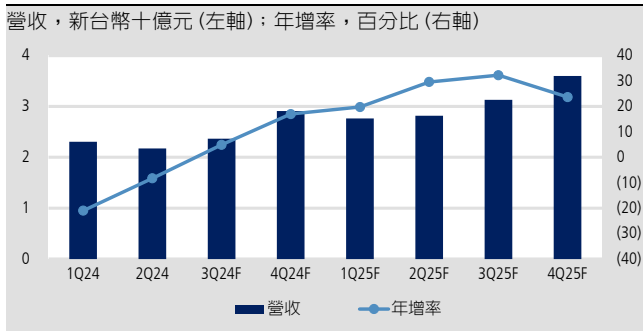
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：2024 年 BBU 營收比重持續成長



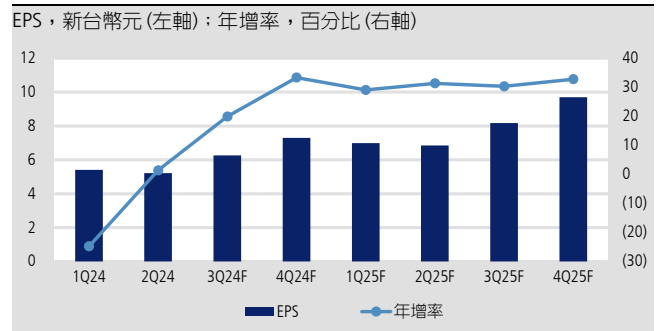
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5：營收於 2Q24 後恢復成長



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6：EPS 於 2Q24 後恢復成長



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7：同業評價比較

領域	公司	代碼	市價	股價	評等	目標價 (元)	每股盈餘 (當地貨幣)			每股盈餘 年增率 (%)			PE (x)			PB (x)			ROE (%)			現金殖利率 (%)	
			(美金 百萬元)	(當地貨幣)			2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F
電池模組	AES-KY	6781 TT	2,031	772.0	增加持股	925.0	23.04	24.20	31.70	(38.8)	5.0	31.0	33.5	31.9	24.4	5.1	4.7	4.3	15.4	15.4	18.5	1.5	1.6
	新普	6121 TT	1,945	341.5	增加持股	460.0	30.67	28.38	30.70	(21.6)	(7.5)	8.2	11.1	12.0	11.1	1.9	1.8	1.7	16.9	15.0	15.6	6.4	5.9
	順達科*	3211 TT	702	150.0	未評等	N.A.	5.23	N.M.	N.M.	(1.9)	N.A.	N.A.	28.7	N.A.	N.A.	2.7	N.A.	N.A.	9.3	N.M.	N.M.	3.7	N.A.
	新盛力*	4931 TT	95	47.1	未評等	N.A.	1.65	N.M.	N.M.	(44.3)	N.A.	N.A.	28.5	N.A.	N.A.	2.9	N.A.	N.A.	9.8	N.M.	N.M.	1.7	N.A.
儲能同業	旭華*	6409 TT	5,092	1,885	未評等	N.A.	41.52	48.29	56.69	(18.4)	16.3	17.4	45.4	39.0	33.2	19.8	18.1	15.7	43.4	46.9	48.0	1.9	1.9
	台達電	2308 TT	30,876	386.0	增加持股	512.0	12.86	15.56	18.97	2.2	21.0	22.0	30.0	24.8	20.3	5.0	4.3	3.9	17.3	18.8	20.1	1.7	2.0
資料中心	廣達	2382 TT	35,328	297.0	增加持股	400.0	10.29	14.58	19.03	37.0	41.7	30.5	28.9	20.4	15.6	6.2	5.8	5.4	22.3	29.3	35.8	3.0	3.9
	緯穎	6669 TT	12,362	2,160.0	增加持股	2,720	68.88	123.55	139.79	(15.0)	79.4	13.1	31.4	17.5	15.5	8.9	5.1	4.4	29.7	36.5	30.4	1.9	3.0
	嘉澤	3533 TT	5,647	1,645.0	增加持股	2,150.0	50.65	78.36	103.00	(13.7)	54.7	31.4	32.5	21.0	16.0	6.6	5.7	4.8	22.1	29.2	32.9	1.6	2.4
	川湖	2059 TT	3,976	1,355.0	增加持股	1,800.0	28.38	57.95	69.25	(33.3)	104.2	19.5	47.7	23.4	19.6	7.9	6.6	5.5	16.9	30.7	30.8	1.0	2.2
	智邦	2345 TT	10,358	600.0	增加持股	700.0	15.99	19.17	N.A.	9.2	19.9	N.A.	37.5	31.3	25.7	13.3	11.7	10.1	39.1	39.8	N.A.	1.7	2.2
	億聯科技*	5274 TT	4,676	4,015	未評等	N.A.	26.66	62.23	88.83	(52.2)	133.4	42.8	150.6	64.5	45.2	39.6	29.3	23.1	24.2	51.2	58.2	0.5	1.0
	金像電*	2368 TT	2,757	182.0	增加持股	255.0	7.25	12.03	15.79	(18.2)	65.9	31.2	25.1	15.1	11.5	5.3	5.2	4.4	22.7	34.7	41.1	1.9	3.3
	台耀*	6274 TT	1,298	155.0	未評等	N.A.	3.05	9.99	13.10	(35.0)	227.6	31.1	50.8	15.5	11.8	3.6	3.2	2.7	7.0	22.1	25.1	2.6	4.1
	聯茂*	6213 TT	865	77.4	未評等	N.A.	1.86	2.89	5.17	(62.3)	55.2	79.2	41.6	26.8	15.0	1.4	1.4	1.3	3.4	5.1	8.4	1.9	2.5
	勤誠*	8210 TT	1,107	297.0	增加持股	345.0	9.03	16.33	19.18	8.5	80.8	17.5	32.9	18.2	15.5	6.5	5.5	4.7	20.8	32.8	32.9	1.7	2.9

標\*表示為Bloomberg共識預估

資料來源：Bloomberg；凱基預估

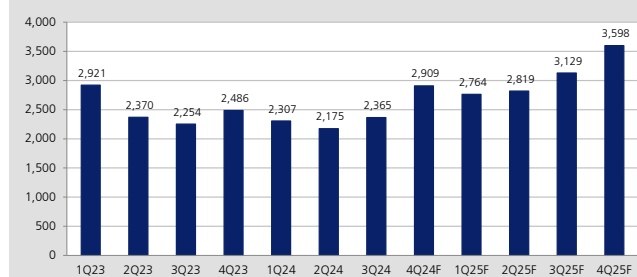
圖 8：公司概况

AES-KY 為 2020/1 設立之控股公司，主要業務為研發與製造高功率鋰電池模組，產品應用包含電動自行車 (LEV) 電池模組與資料中心伺服器備援電池 (BBU, backup battery unit) 電池模組，2023 年預估：LEV 營收比重約 61%，伺服器 BBU 營收比重約 39%。目前 AES-KY 擁有兩座生產基地，包括中國常熟太普與台灣新竹嘉普，生產比重配置約為 8:2，另外亦有營銷子公司美國太普與新加坡兆普。

資料來源：凱基

圖 10：季營業收入

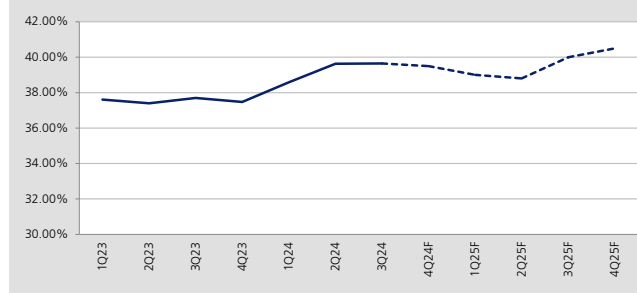
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12：毛利率

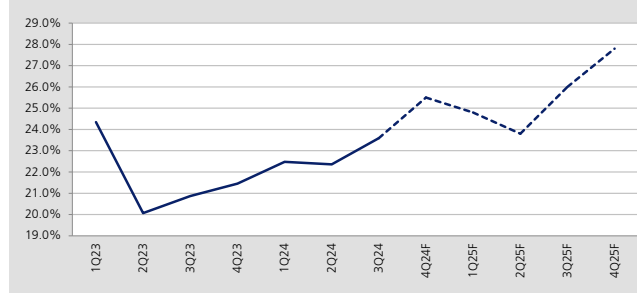
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：營業利潤率

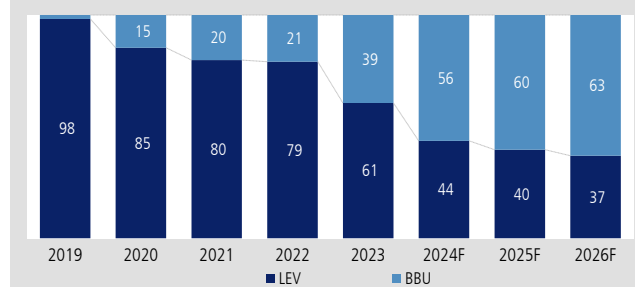
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 9：2021-25 年 BBU 營收持續擴張

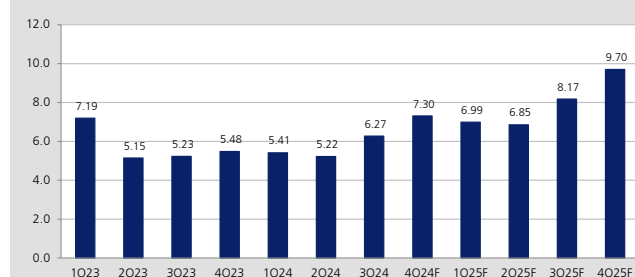
產品別營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 11：每股盈利

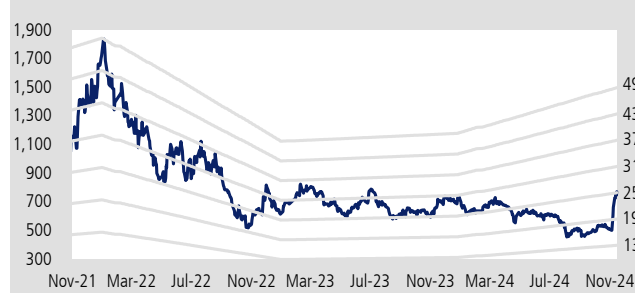
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13：未來一年預估本益比區間

股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 15：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	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	2,307	2,175	2,365	2,909	2,764	2,819	3,129	3,598	9,756	12,310	15,082
營業成本	(1,417)	(1,313)	(1,427)	(1,760)	(1,686)	(1,725)	(1,877)	(2,141)	(5,917)	(7,429)	(9,014)
營業毛利	890	862	938	1,149	1,078	1,094	1,252	1,457	3,839	4,880	6,067
營業費用	(372)	(376)	(380)	(407)	(392)	(423)	(438)	(457)	(1,534)	(1,710)	(1,749)
營業利益	519	486	558	742	685	671	814	1,000	2,304	3,170	4,318
折舊	(78)	(75)	(73)	(69)	(75)	(75)	(75)	(75)	(295)	(298)	(337)
攤提	(6)	(6)	(7)	(15)	(9)	(9)	(9)	(9)	(34)	(34)	(34)
EBITDA	603	567	638	826	769	754	897	1,084	2,634	3,503	4,689
利息收入	74	85	75	87	79	79	79	79	322	316	318
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	20	14	54	66	28	28	28	28	155	110	110
總營業外收入	94	99	130	153	106	106	106	106	477	426	428
利息費用	(28)	(20)	(3)	(34)	(21)	(21)	(21)	(21)	(85)	(83)	(85)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	-	-	(55)	(14)	(14)	(14)	(14)	(55)	(55)	(55)
總營業外費用	(28)	(20)	(3)	(89)	(35)	(35)	(35)	(35)	(140)	(138)	(140)
稅前純益	585	565	684	806	757	743	885	1,072	2,641	3,458	4,605
所得稅費用[利益]	(123)	(119)	(149)	(177)	(159)	(156)	(186)	(242)	(568)	(743)	(990)
少數股東損益	-	(0)	(0)	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)	(6)	(6)	(6)
非常項目前稅後純益	462	446	535	624	597	585	698	828	2,067	2,708	3,609
非常項目	(0)	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	462	446	535	624	597	585	698	828	2,067	2,708	3,609
每股盈餘 (NT\$)	5.41	5.22	6.27	7.30	6.99	6.85	8.17	9.70	24.20	31.70	42.25
獲利率 (%)											
營業毛利率	38.6	39.6	39.7	39.5	39.0	38.8	40.0	40.5	39.3	39.6	40.2
營業利益率	22.5	22.4	23.6	25.5	24.8	23.8	26.0	27.8	23.6	25.8	28.6
EBITDA Margin	26.1	26.1	27.0	28.4	27.8	26.8	28.7	30.1	27.0	28.5	31.1
稅前純益率	25.4	26.0	28.9	27.7	27.4	26.3	28.3	29.8	27.1	28.1	30.5
稅後純益率	20.0	20.5	22.6	21.4	21.6	20.8	22.3	23.0	21.2	22.0	23.9
季成長率 (%)											
營業收入	(7.2)	(5.7)	8.8	23.0	(5.0)	2.0	11.0	15.0			
營業毛利	(4.5)	(3.2)	8.8	22.5	(6.2)	1.5	14.4	16.4			
營業收益增長	(2.8)	(6.2)	14.8	32.9	(7.6)	(2.1)	21.3	23.0			
EBITDA	(2.2)	(5.9)	12.5	29.4	(6.9)	(1.9)	18.9	20.8			
稅前純益	0.1	(3.5)	21.1	17.8	(6.1)	(1.9)	19.2	21.1			
稅後純益	(1.2)	(3.6)	20.2	16.5	(4.3)	(1.9)	19.3	18.7			
年成長率 (%)											
營業收入	(21.0)	(8.3)	4.9	17.0	19.8	29.6	32.3	23.7	(2.8)	26.2	22.5
營業毛利	(19.0)	(2.8)	10.3	23.3	21.1	26.9	33.5	26.8	1.9	27.1	24.3
營業收益	(27.1)	2.2	18.6	39.1	32.2	38.0	45.8	34.8	5.2	37.6	36.2
EBITDA	(23.6)	2.3	15.6	33.8	27.4	32.9	40.6	31.2	4.8	33.0	33.9
稅前純益	(24.8)	1.4	21.0	37.9	29.4	31.5	29.4	32.9	6.3	30.9	33.2
稅後純益	(24.8)	1.4	20.0	33.4	29.1	31.4	30.3	32.8	5.0	31.0	33.3

資料來源：公司資料；凱基預估

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>資產總額</b>	<b>19,465</b>	<b>18,511</b>	<b>20,234</b>	<b>22,312</b>	<b>24,986</b>
<b>流動資產</b>	<b>14,700</b>	<b>13,434</b>	<b>14,752</b>	<b>16,429</b>	<b>18,739</b>
現金及短期投資	8,041	4,987	9,941	10,424	11,476
存貨	5,166	6,931	2,425	3,053	3,705
應收帳款及票據	1,240	1,262	2,132	2,698	3,306
其他流動資產	253	253	253	253	253
<b>非流動資產</b>	<b>4,765</b>	<b>5,077</b>	<b>5,482</b>	<b>5,883</b>	<b>6,246</b>
長期投資	22	21	21	21	21
固定資產	1,388	1,628	2,033	2,434	2,797
什項資產	3,355	3,428	3,428	3,428	3,428
<b>負債總額</b>	<b>6,756</b>	<b>5,584</b>	<b>6,267</b>	<b>6,986</b>	<b>7,849</b>
<b>流動負債</b>	<b>6,303</b>	<b>5,151</b>	<b>5,834</b>	<b>6,553</b>	<b>7,416</b>
應付帳款及票據	1,741	895	1,536	1,934	2,346
短期借款	2,579	1,891	1,891	1,891	1,891
什項負債	1,984	2,365	2,408	2,728	3,179
<b>長期負債</b>	<b>453</b>	<b>433</b>	<b>433</b>	<b>433</b>	<b>433</b>
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	453	433	433	433	433
<b>股東權益總額</b>	<b>12,709</b>	<b>12,927</b>	<b>13,966</b>	<b>15,326</b>	<b>17,137</b>
普通股股本	854	854	854	854	854
保留盈餘	5,001	5,229	6,262	7,616	9,421
少數股東權益	1	1	7	13	19
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>年成長率</b>					
營業收入	30.3%	(33.4%)	(2.8%)	26.2%	22.5%
營業收益增長	30.5%	(44.5%)	5.2%	37.6%	36.2%
EBITDA	31.7%	(40.1%)	4.8%	33.0%	33.9%
稅後純益	32.2%	(38.8%)	5.0%	31.0%	33.3%
每股盈餘成長率	24.8%	(38.8%)	5.0%	31.0%	33.3%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	37.0%	37.5%	39.3%	39.6%	40.2%
營業利益率	26.2%	21.8%	23.6%	25.8%	28.6%
EBITDA Margin	27.9%	25.1%	27.0%	28.5%	31.1%
稅後純益率	21.4%	19.6%	21.2%	22.0%	23.9%
平均資產報酬率	18.8%	10.4%	10.7%	12.7%	15.3%
股東權益報酬率	27.9%	15.4%	15.4%	18.5%	22.3%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	20.3%	14.6%	13.5%	12.3%	11.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	83.4	29.3	32.0	42.6	55.1
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	54.5	(3.0)	78.2	27.0	36.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.0	(0.1)	3.4	1.1	1.6
流動比率 (x)	2.3	2.6	2.5	2.5	2.5
速動比率 (x)	1.5	1.3	2.1	2.0	2.0
淨負債 (NT\$百萬)	(2,810)	(298)	(5,252)	(5,735)	(6,787)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	37.67	23.04	24.20	31.70	42.25
每股現金盈餘 (NT\$)	31.53	(3.11)	78.12	26.28	36.68
每股淨值 (NT\$)	148.78	151.33	163.43	179.28	200.40
調整後每股淨值 (NT\$)	148.78	151.33	163.41	179.26	200.38
每股營收 (NT\$)	176.22	117.44	114.20	144.09	176.54
EBITDA/Share (NT\$)	49.13	29.42	30.83	41.00	54.89
每股現金股利 (NT\$)	19.00	11.60	12.10	15.85	21.13
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.88	0.53	0.50	0.58	0.64
應收帳款周轉天數	30.1	45.9	80.0	80.0	80.0
存貨周轉天數	198.8	403.8	150.0	150.0	150.0
應付帳款周轉天數	67.0	52.2	95.0	95.0	95.0
現金轉換周轉天數	161.9	397.6	135.0	135.0	135.0

資料來源：公司資料：凱基預估

## 損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>營業收入</b>	<b>15,052</b>	<b>10,032</b>	<b>9,756</b>	<b>12,310</b>	<b>15,082</b>
營業成本	(9,486)	(6,265)	(5,917)	(7,429)	(9,014)
<b>營業毛利</b>	<b>5,566</b>	<b>3,767</b>	<b>3,839</b>	<b>4,880</b>	<b>6,067</b>
營業費用	(1,617)	(1,576)	(1,534)	(1,710)	(1,749)
<b>營業利益</b>	<b>3,949</b>	<b>2,191</b>	<b>2,304</b>	<b>3,170</b>	<b>4,318</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>174</b>	<b>383</b>	<b>477</b>	<b>426</b>	<b>428</b>
利息收入	115	305	322	316	318
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	59	77	155	110	110
<b>總營業外費用</b>	<b>(50)</b>	<b>(88)</b>	<b>(140)</b>	<b>(138)</b>	<b>(140)</b>
利息費用	(49)	(88)	(85)	(83)	(85)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(0)	(0)	(55)	(55)	(55)
<b>稅前純益</b>	<b>4,073</b>	<b>2,485</b>	<b>2,641</b>	<b>3,458</b>	<b>4,605</b>
所得稅費用[利益]	(855)	(517)	(568)	(743)	(990)
少數股東損益	(0)	(0)	(6)	(6)	(6)
非常項目	-	(0)	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>3,218</b>	<b>1,968</b>	<b>2,067</b>	<b>2,708</b>	<b>3,609</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,196</b>	<b>2,513</b>	<b>2,634</b>	<b>3,503</b>	<b>4,689</b>
每股盈餘 (NT\$)	37.67	23.04	24.20	31.70	42.25

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>2,693</b>	<b>(266)</b>	<b>6,674</b>	<b>2,245</b>	<b>3,134</b>
本期純益	3,218	1,968	2,067	2,708	3,609
折舊及攤提	247	323	330	333	371
本期運用資金變動	(870)	(2,737)	4,277	(796)	(846)
其他營業資產及負債變動	98	181	-	(0)	(0)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(3,027)</b>	<b>(388)</b>	<b>(734)</b>	<b>(734)</b>	<b>(734)</b>
投資用短期投資出售[新購]	159	(158)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(1,006)	(500)	(700)	(700)	(700)
其他資產變動	(2,180)	270	(34)	(34)	(34)
<b>自由現金流</b>	<b>1,467</b>	<b>(1,208)</b>	<b>5,681</b>	<b>1,291</b>	<b>2,180</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>1,205</b>	<b>(2,347)</b>	<b>(985)</b>	<b>(1,028)</b>	<b>(1,348)</b>
長期借款變動	2,504	(685)	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,281)	(1,623)	(991)	(1,034)	(1,354)
其他融資現金流	(18)	(39)	6	6	6
<b>匯率影響數</b>	<b>442</b>	<b>(199)</b>			
<b>本期產生現金流量</b>	<b>1,313</b>	<b>(3,200)</b>	<b>4,954</b>	<b>483</b>	<b>1,051</b>

## 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	10.7%	15.7%	15.7%	13.9%	11.6%
<b>= 營業利益率</b>	<b>26.2%</b>	<b>21.8%</b>	<b>23.6%</b>	<b>25.8%</b>	<b>28.6%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入					
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.5	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
<b>= 資本周轉率</b>	<b>2.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>
營業利益率	26.2%	21.8%	23.6%	25.8%	28.6%
x 資本周轉率	2.0	1.1	1.8	2.0	2.1
x (1 - 有效現金稅率)	79.0%	79.2%	78.5%	78.5%	78.5%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>42.2%</b>	<b>18.6%</b>	<b>33.5%</b>	<b>39.7%</b>	<b>48.2%</b>

資料來源：公司資料：凱基預估

## AES-KY – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-11-06	增加持股	650	552
2024-08-12	增加持股	570	483
2024-04-30	增加持股	760	630
2024-03-11	增加持股	858	731
2023-10-26	持有	700	621
2023-08-11	持有	705	620
2023-07-14	持有	800	719
2023-07-13	持有	870	719
2023-05-10	持有	700	642
2023-03-16	增加持股	900	781

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）為凱基金控集團之成員。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，週後若有變更時，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。