

亞德客-KY (1590 TT) AirTac

線軌產品與整體產業降價壓力持續，毛利率承壓

持有-超越同業 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$1055.0

收盤價 (2025/02/07)：NT\$934.0
隱含漲幅：13.0%

營收組成 (4Q24)

電子 27%、電池 11%、通用機械 7%、包裝機械 9%、
汽車 9%、能源與照明設備 3%、紡織及服裝機械 5%、
其他 29%。

本次報告更新重點

| 項目 | 本次 | 前次 |
|-------------------|---------|----|
| 評等 | 持有-超越同業 | -- |
| 目標價 (NT\$) | 1055 | -- |
| 2025年營收 (NT\$/十億) | 33.5 | -- |
| 2025年EPS | 39.9 | -- |

交易資料表

| | |
|------------------------|----------------|
| 市值 | NT\$186,800百萬元 |
| 外資持股比率 | 74.8% |
| 董監持股比率 | 3.8% |
| 調整後每股淨值 (2025F) | NT\$258.32 |
| 負債比 | 19.7% |
| ESG評級 (Sustainalytics) | 高 (曝險程度共5級) |

簡明損益表 (NT\$百萬元)

| 年初至12月 | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入 | 29,827 | 30,660 | 33,482 | 37,157 |
| 營業利益 | 8,849 | 9,026 | 9,835 | 11,003 |
| 稅後純益 | 6,966 | 7,624 | 7,971 | 8,880 |
| EPS (元) | 34.83 | 38.12 | 39.85 | 44.40 |
| EPS YoY (%) | 15.8 | 9.4 | 4.6 | 11.4 |
| 本益比 (倍) | 26.8 | 24.5 | 23.4 | 21.0 |
| 股價淨值比 (倍) | 4.4 | 4.0 | 3.6 | 3.3 |
| ROE (%) | 17.1 | 16.2 | 15.4 | 15.6 |
| 現金殖利率 (%) | 1.9% | 1.8% | 1.9% | 1.9% |
| 現金股利 (元) | 17.97 | 17.04 | 17.81 | 17.81 |

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuantan.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 亞德客持續取得中國汽車市場市佔率，交叉銷售線軌使營收成長穩。

◆ 短期中國市場靜待政府刺激政策，線軌銷售降價壓力大使毛利率承壓，使 2025/26 年 EPS 估僅年增 5%/11%至 39.9/44.4 元。

◆ 短期獲利率提升難，中國市場復甦疑慮仍持續籠罩，以 2025 年 EPS 及 27 倍平均本益比，得目標價 1055 元，給予持有評等。

亞德客中國持續取得市佔率，營收成長穩定

亞德客於中國營收占比高達 95%，市佔率自 2018 年 19%提升至 2024 年 28%。尤以汽車行業具備進入門檻與品質要求高，供應商更換不易，亞德客在耕耘汽車行業多年下，自 2018 年開始快速發酵，持續獲得日本及其他國際同業訂單。本中心預期汽車行業仍將為亞德客 2025/2026 年成長主要動能，主因中國本土電動車廠透過降價刺激出貨，降本壓力與供應鏈在地化均帶動亞德客於汽車應用出貨提升。加以切入線軌產品並利用交叉銷售推廣市佔率。亞德客整體營收 2025/26 年將年增 9.2%/11.0%至 334.8/371.6 億元。

線軌市場短期中國競爭壓力大，降價風險使毛利率承壓

儘管亞德客持續透過交叉銷售與價格競爭搶佔市佔率，然其 2023/24 年線軌營收約 4/5 億人民幣，遠低於年初目標的 6/8 億人民幣，主因整體自動化產業需求下滑且中國中低階線軌市場價格競爭壓力大，儘管 2H24 起給予部分採購/需求量的客戶折扣仍未見需求有明顯起色。本中心認為亞德客在打開中國線軌市場過程中，為提升整體產能利用率，後續降價壓力將持續至 2025 年，影響整體公司毛利率。在線軌產品毛利率低於公司平均且產業競爭壓力持續下，本中心預期 2025/26 年毛利率將年減 0.4 個 ppts/年持平至 46.3%，EPS 年增 5%/11%至 39.9 元/44.4 元。

低價競爭與產品差異化低，需待中國更具體刺激政策推出

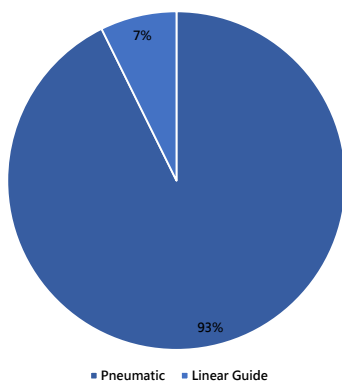
本中心認為亞德客短期存在三大風險，包含 1) 中國營收占比高達 90%以上，中國市場受供應鏈移轉、美中關稅貿易、人口紅利消退與薪資水平持續上漲影響，需待更實質財政政策推出；2) 公司產品以低價競爭策略且線性滑軌毛利率較低，在線軌產品營收佔比持續提升且價格下滑下，整體毛利率承壓；3) 公司產品僅提供零組件，產品差異化低，缺少提供客戶整體自動化解決方案能力。綜合上述，本中心以 2025 年 EPS 39.9 元及 27 倍平均本益比，得目標價 1055 元，給予中立評等。

營運分析

中國氣動行業市佔率第二，持續取得汽車、光電、電池應用市佔率

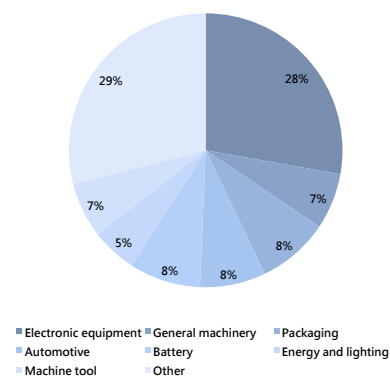
亞德客於中國營收占比高達 90% 以上，市佔率自 2018 年 19% 提升至 2024 年的 28%。尤以汽車行業具備進入門檻與品質要求高，供應商更換不易，亞德客在耕耘汽車行業多年下，自 2018 年開始快速發酵，持續獲得日本及其他國際同業訂單。其營收自 2020 年以 CAGR 27% 成長至 2024 年。本中心預期汽車行業仍將為亞德客 2025/2026 年成長主要動能，主因近兩年中國本土電動車廠透過降價刺激出貨，降本壓力與供應鏈在地化均帶動亞德客於汽車應用出貨提升。電池/能源與照明，主要受惠中國政府推動太陽能與綠能等再生能源發展下，以 CAGR 35%/40% 自 2017 年成長到 2023 年。然 2024 年分別下滑 38%/60%，主因行業殺價競爭與產能過剩下，供應鏈需時間整頓與汰弱留強。本中心認為在 1) 中國廠商在地化採購趨勢明確下，亞德客受惠其工廠均在中國且價格較外國品牌便宜下，有望持續取得日系與德系廠商汽車、電池與能源與照明市佔率；2) 切入線軌產品並利用交叉銷售推廣。估亞德客 2025/26 年營收年增 9.2%/11.0% 至 334.8/371.6 億元。

圖 1：2024 年營收組成



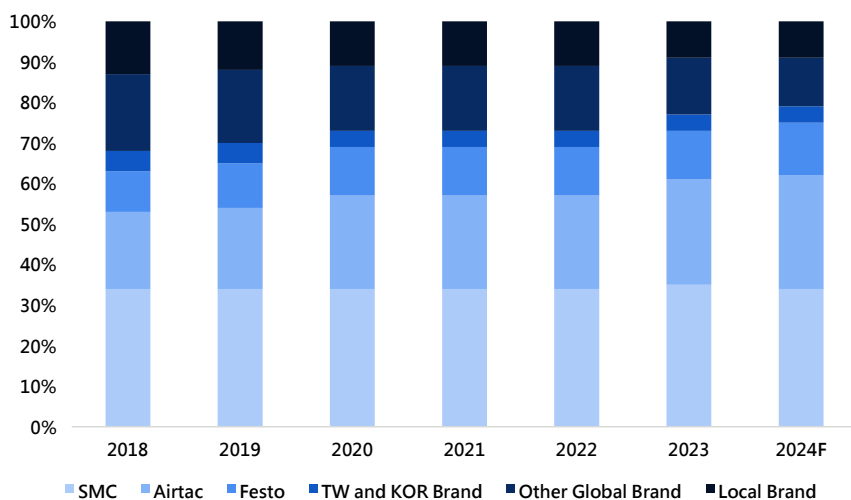
資料來源：公司資料

圖 2：2024 年營收以終端應用拆分



資料來源：公司資料

圖 3：亞德客市佔率持續提升



資料來源：公司資料、元大投顧

自有品牌與通路+生產垂直整合=成本控管佳，公司長期成長計劃明確

有別其他同業跟隨歐、日規格、在地經銷商銷售模式及製程委外代工，亞德客建立自有品牌及制定產品規格、採用直營銷售及自建全產線生產模式。一條龍製程服務建立自有電鍍、沖壓、鍛造產線有助控制成本，同時因直接對應終端客戶，可了解客戶需求提供最佳解決方案，使亞德客氣動原件產品單價較同業低及貼近終端市場，市佔率持續提升。

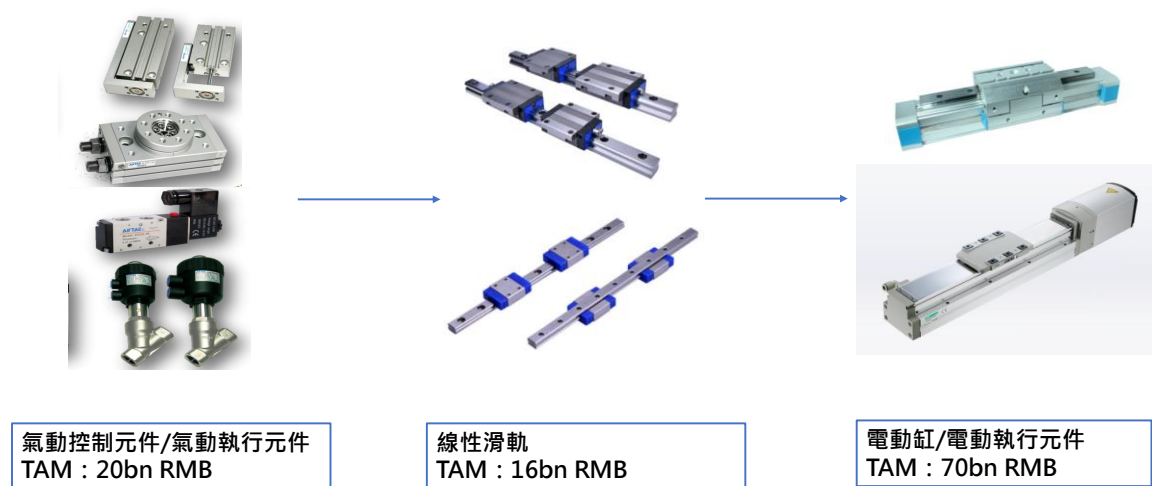
同時，公司持續研發新產品以創造新成長動能，包含 2020 年推出的線軌產品，透過既有銷售管道快速鋪貨至中國市場。電動缸產品亦已完成，待線軌產品成熟後估計於 2026 年有望銜接為下一成長動能。公司管理層長期成長策略明確。

圖 4：亞德客競爭優勢

| 自有品牌 | 自有通路 | 生產垂直整合 | 生產技術創新 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none">以 AirTAC 品牌行銷全球為大中華地區品牌及規格制定者 | <ul style="list-style-type: none">於中國市場擁有直營銷售通路於中國市場提供 24 小時到廠維修及聯合服務 | <ul style="list-style-type: none">產品組成零部件自製率達八成以上精準掌控生產成本提升產品毛利 | <ul style="list-style-type: none">密封件技術維持產品高品質持續工藝改良使毛利不斷攀升 |

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：亞德客公司管理層成長計劃明確



資料來源：公司資料、元大投顧

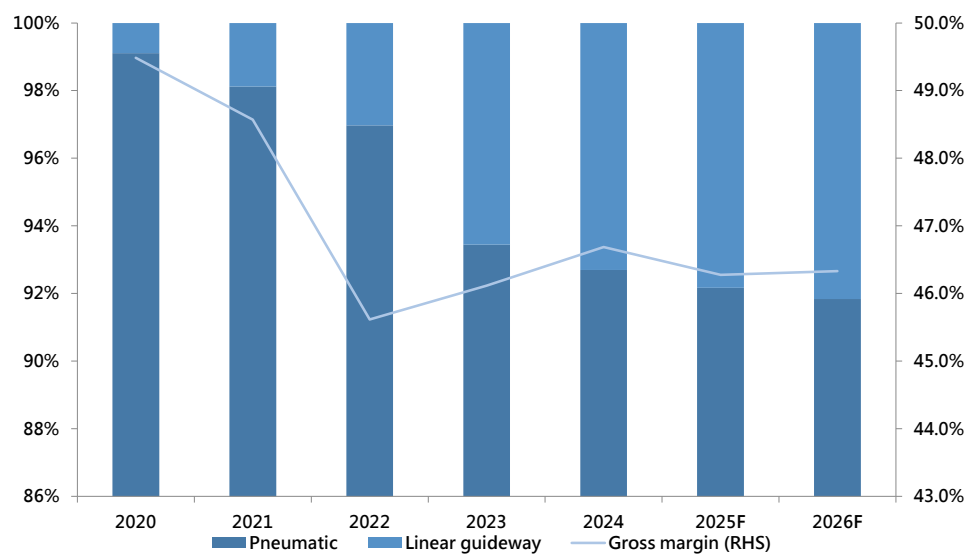
低價控本與交叉銷售跨足線軌市場，短期中國競爭壓力大，降價風險使毛利率承壓

儘管亞德客持續透過交叉銷售與價格競爭搶佔市佔率，然其 2023/24 年線軌營收約 4/5 億人民幣，遠低於年初目標的 6/8 億人民幣，主因整體自動化產業需求下滑且中國中低階線軌市場價格競爭壓力大，初期亞德客不願主動降價，主因價格下滑便難以回升。然自 2H24 起，由於客戶採購意願低於預期，給予部分採購/需求量的客戶折扣，至今仍未見需求有明顯起色，本中心認為主要有兩點，包含 1) 亞德客目標市場為中低階市場，中國國產化廠商數量崛起且價格競爭壓力大，整體市

場價格壓力大；2) 亞德客初次進入線軌市場，對於產品規格標準熟悉度不足，需時間了解終端客戶需求與產業規範。本中心認為，儘管亞德客有別於其他同業以在地經銷商銷售模式，採用直營銷售模式，且生產模式採一條龍製程服務以控制成本。然在打開中國線軌市場過程中，為提升整體產能利用率，後續降價壓力將持續至 2025 年，影響整體公司毛利率。

在線軌產品毛利率低於公司平均(UTR 60%下/GPM 30%，低於氣動原件 45%-55%)，且產業競爭壓力持續下，本中心預期 2025/26 年毛利率將年減 0.4 個 ppts/年持平至 46.3%。營益率年持平/年增 0.2 個 ppts 至 29.4%/29.6%。帶動 EPS 年增 5%/11%至 39.9 元/44.4 元。整體營收動能將恢復雙位數增長，然毛利率受主要瞄準市場價格壓力大下將持續下滑。需待 2026 年線軌產品市佔率提升與出貨狀況改善。

圖 6：毛利率估計將受線軌產品持續影響至 2026 年

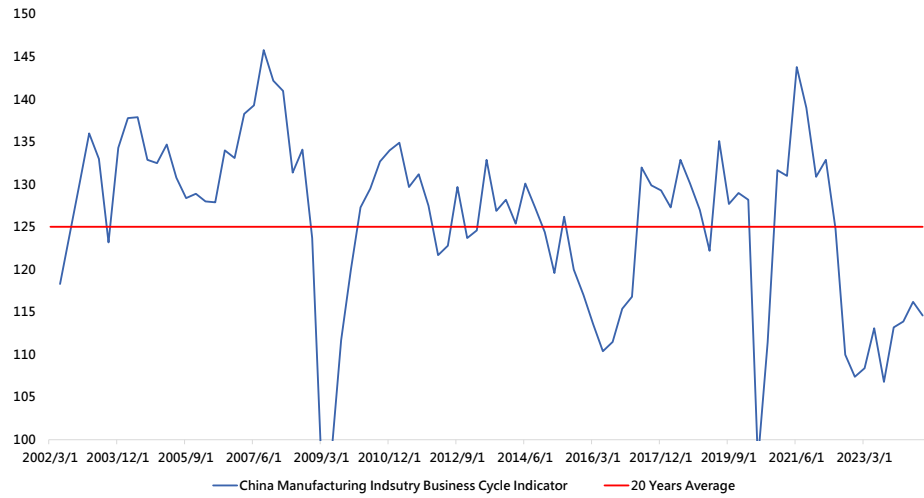


資料來源：公司資料、元大投顧

中國自動化市場尚待財政政策實際推出

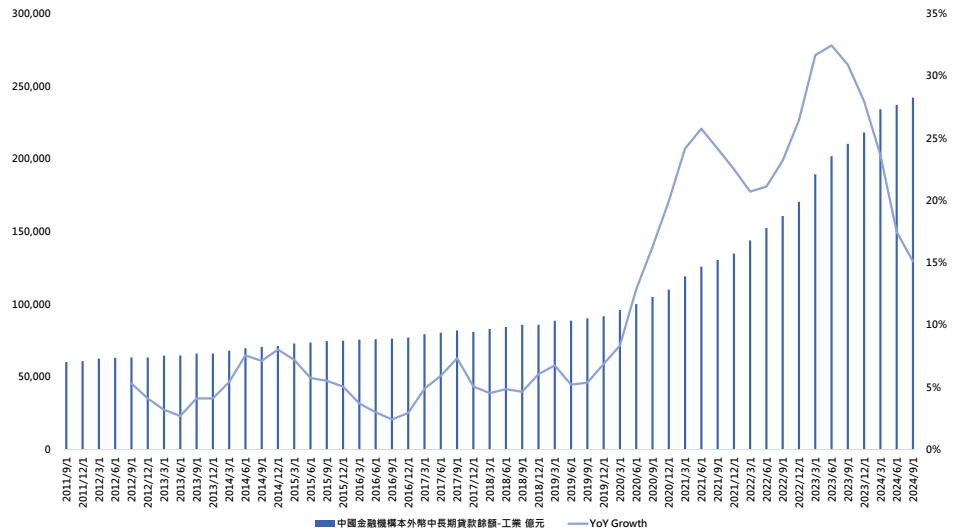
觀察過去中國自動化產業成長，主要均由政府大力推動，包含 1) 2008 年主要的政策是透過四兆人民幣經濟刺激計畫來大量推動基礎建設；2) 2015 年除了基礎設施投資外，還推出一系列減稅降費的措施以及公私合營(PPP)方案；3) 2020 年著重在減稅降費。三次政策分別刺激外國企業布局中國自動化市場、推動本土企業導入工業機器人、利用 AI 將生產流程智能化。近期，9M24 中國央行首先推出一系列貨幣刺激政策，包含調降存款準備率 0.5 個百分點；調降 7 天期逆回購操作利率 0.2 個百分點至 1.5%；調降存量房貸利率至新發放房貸利率附近；將二套房貸款最低首付比例從 25%下調至 15%，統一首套房和二套房的房貸最低首付比例...。中共中央政治局進一步表態支持經濟成長，許諾加大財政支持力度。近期中國財政政策自 12M24 開始已逐步刺激企業資本支出投入自動化意願，產業逐步回溫，然目前各項經濟數據仍維持低谷，包含製造業企業景氣指數、工業中長期貸款年增幅、進出口年增幅等，且供應鏈外移與關稅疑慮仍持續。本中心認為後續需待中國政府進一步推出更加具體貨幣與財政方案帶動整體產業復甦。

圖 7：中國製造業企業景氣指數谷底徘徊



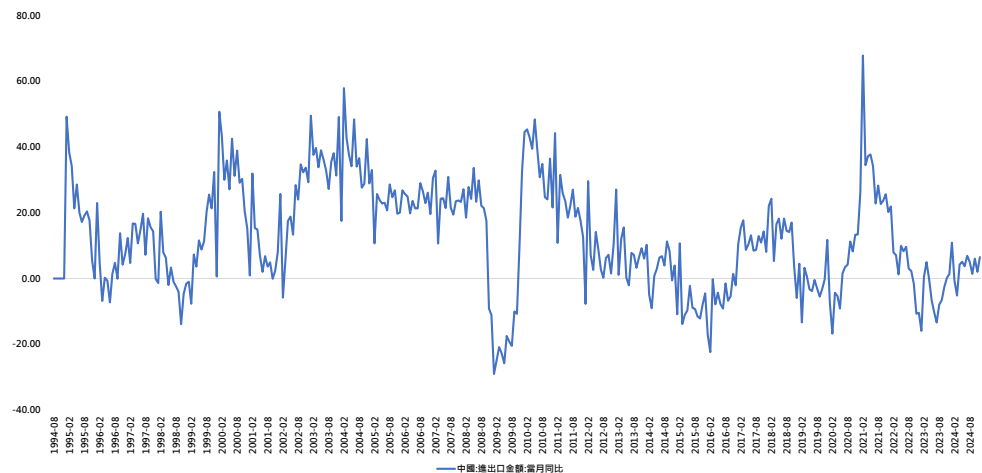
資料來源：Wind、元大投顧

圖 8：中國工業中長期貸款年增幅持續縮小



資料來源：Wind、元大投顧

圖 9：中國進出口年增幅趨緩



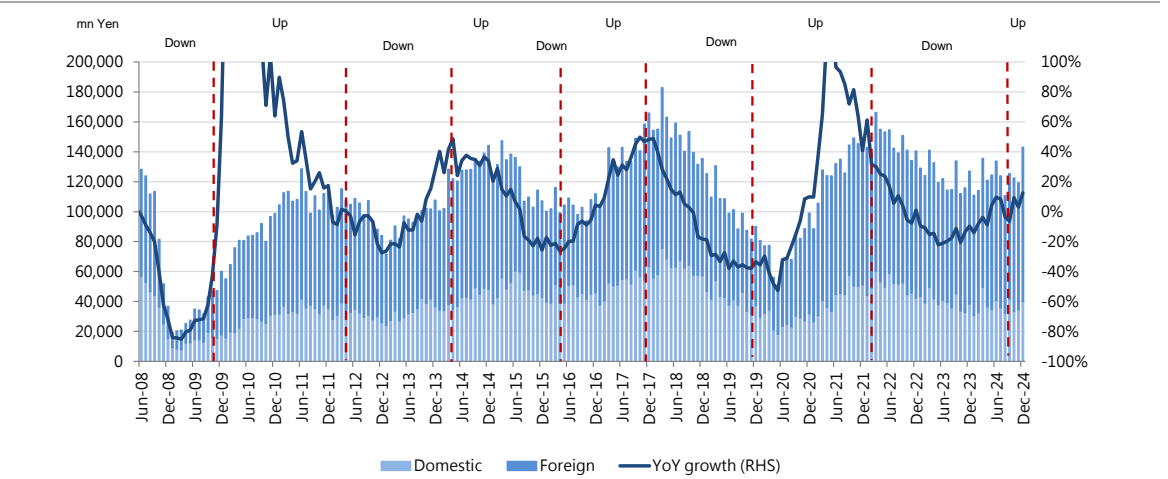
資料來源：Wind、元大投顧

圖 10：中國財政政策對自動化產業影響

| 時間 | 政策背景 | 政策內容 | 對自動化產業的影響 |
|--------|---------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2008 年 | 金融危機爆發，外需驟減，中國出口型製造業受到重創。 | 1、擴大財政赤字： 發行國債，提升政府支出以刺激內需。 2、大規模基礎建設投資： 投資交通、能源、通信、環境保護等領域。 3、企業支持： 提供貸款優惠，支持受影響企業復工復產。 | <ul style="list-style-type: none">● 基礎設施建設帶動自動化設備需求：高速鐵路、機場建設等帶動工程機械和自動化設備需求，如數控機床、自動化裝配線等。● 製造業開始升級：部分企業開始引進自動化生產設備，以提升生產效率、降低勞動力成本。● 外資自動化企業加速佈局中國市場：ABB、Fanuc、KUKA 等國際機器人公司開始加強中國市場佈局，為中國工業自動化奠定基礎。 |
| 2015 年 | 低附加值製造業面臨勞動力成本上升、產能過剩等問題。 | 1、政策補貼與減稅： 對工業機器人、智能製造設備及工業 4.0 相關企業提供財政補貼與優惠貸款。 2、加大研發投入： 政府設立專項基金，支持國內企業研發機器人、自動化設備及 AI 技術。 3、地方政府投資自動化產業園區： 各地方政府（如廣東、上海）建立自動化產業園，吸引國內外企業投資。 | <ul style="list-style-type: none">● 工業機器人市場快速增長：在政府補貼下，中國本土機器人企業（如新松、埃斯頓）崛起，市場開始與國際品牌競爭。● 自動化需求大幅提升：汽車、電子、食品加工等行業開始大規模導入工業機器人、自動化生產線。● 數位化與智能製造發展加速：製造企業開始使用物聯網、人工智慧來提升生產效率，開啟智能製造時代。 |
| 2020 年 | 2020 年新冠疫情爆發，全球供應鏈中斷，中國經濟面臨壓力。政府加強財政刺激，並提出「新基建」戰略，推動 5G、人工智慧、數據中心及自動化等領域。 | 1、發行特別國債： 增加財政支出，提高政府投資規模。 2、減稅降費： 針對製造業、科技企業提供減稅、研發補貼。 3、「新基建」投資： 加速 5G、雲計算、智能製造的發展，提高數位化基礎設施建設。 | <ul style="list-style-type: none">● 疫情加速企業導入自動化：許多工廠因疫情影響勞動力供應，開始使用機器人代替人工，提升生產自動化水平。● 5G+工業物聯網帶動智能製造：5G 技術與工業機器人結合，使自動化設備具備聯網與數據處理能力。● 數據中心與 AI 發展促進智能製造：人工智慧+自動化技術進一步應用於生產線，提高機器學習與智能控制能力。 |

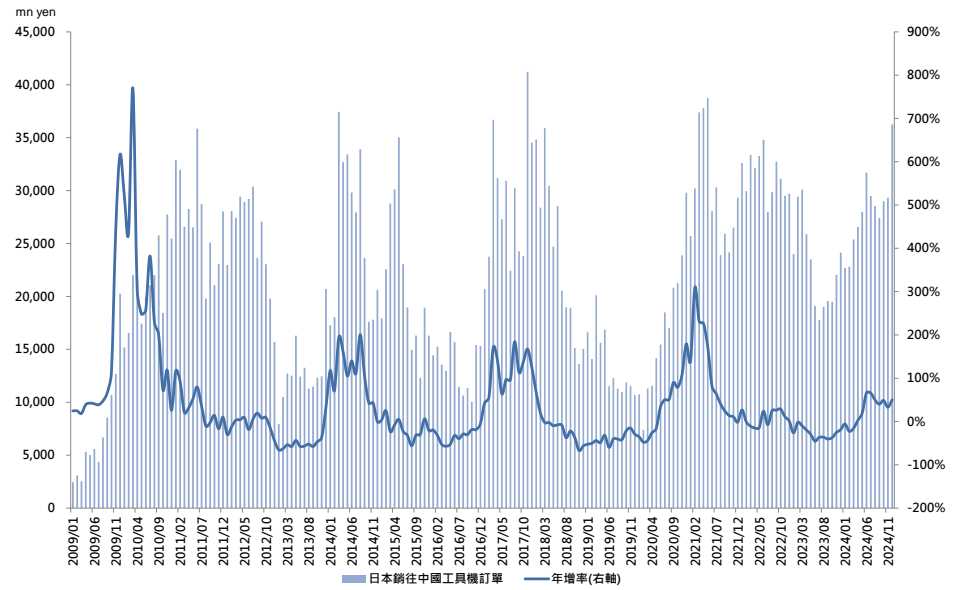
資料來源：元大投顧

圖 11：日本工具機協會出口回溫



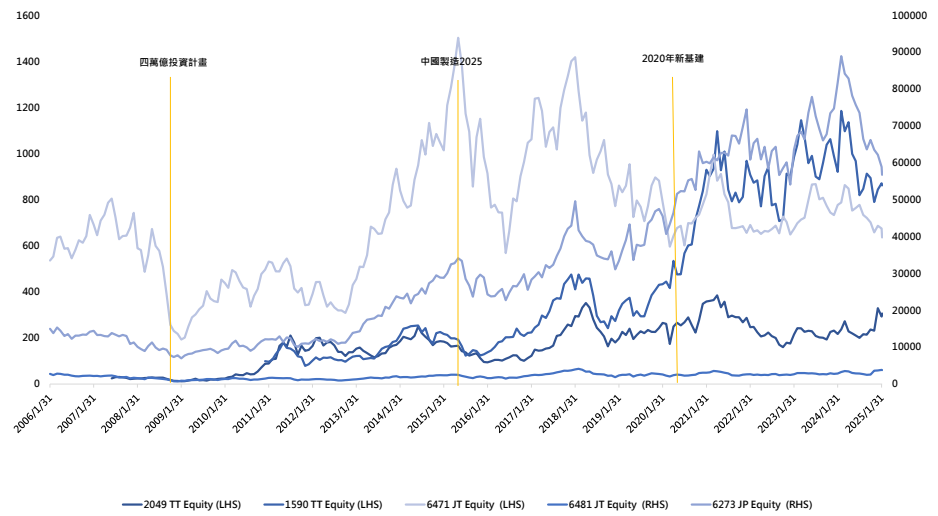
資料來源：JMTBA、元大投顧

圖 12：日本銷往中國工具機訂單於 2H24 恢復年增



資料來源：JMTBA、元大投顧

圖 13：中國政策驅動自動化與氣動元件產業股價影響大



資料來源：Wind、元大投顧

產業概況

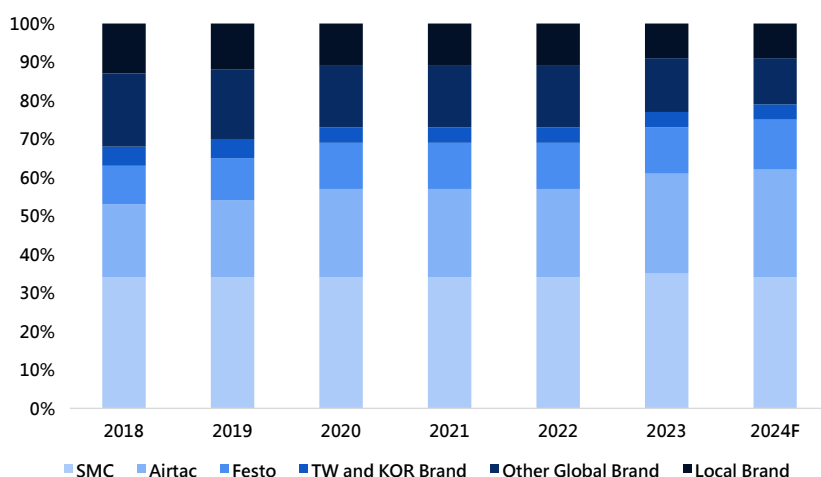
氣動元件終端應用分散，景氣影響波動小

氣動(Pneumatic)為「氣壓傳動與控制」的簡稱，氣動技術用以實現各種生產控制、自動控制，並具有節能、無污染、低成本、安全、結構簡單等優點。廣泛應用於各種機械和生產線上，主要作為自動化機械設備配套之關鍵零組件。氣動元件需求並非全屬工具機，也可應用於自動化設備、醫療儀器、維修設備等，因此氣動元件產業在工具機產業下行時期仍有可能有一定需求。

中國氣動元件為寡占市場，亞德客持續取得汽車、電池與環保相關應用

氣動元件以全球市占而言，最大廠商為日商 SMC，市佔率達 4 成。若以亞德客主要市場中國而言，日商 SMC、德商 Festo、亞德客共佔 74%，其中亞德客市佔率自 2018 年 19% 提升至 2024 年佔 27%。亞德客表示近幾年市佔率擴張主要是取得 SMC 於中國之客戶，主因公司近五年主要開發應用於電池、汽車、電子、環保相關高端產品，高端產品以日系為大宗。目前亞德客氣動元件屬於價格低於日系廠商，但品質較中系同業佳，使公司逐漸從日系同業取得市場份額。本中心認為此現象將持續發酵，有望持續朝高端市場發展，ASP 有望提升貢獻公司毛利。

圖 14：中國氣動元件市佔率(2024)



資料來源：亞德客

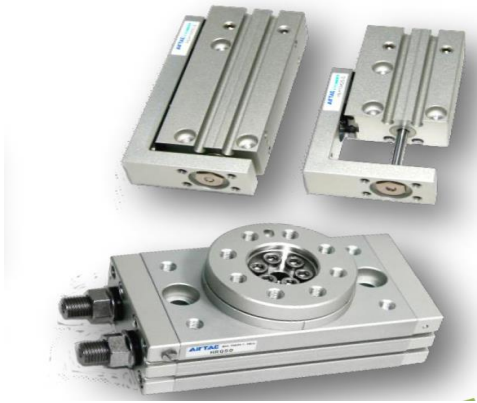
台灣線性元件在世界供應鏈擔任重要角色

一個完整的線性傳動元件廠有四項必要元件：線性滑軌、滾珠螺桿、滾珠花鍵、單軸機器人。滑軌主要功用是移動物件，物件會固定在滑座上，然滑座無法自行移動，因此需要馬達結合滾珠螺桿，透過圓周轉換成直線運動。若想將物件在半空中移動，則必須將線性滑軌替換為滾珠花鍵，係因滾珠花鍵是圓柱狀，只要靠前後支撐即可讓物件在半空移動，且除了搬運待加工的物件，也可移動加工設備進行加工。單軸機器人則是將線性滑軌與滾珠螺桿模組化，使客戶安裝使用更為便利，單軸機器人在半導體相關製造非常常見。

過去的線性傳動元件絕大部分是由日系廠商主導，係因日本製造業對滑軌的需求非常強勁，光是國內就常供不應求。台灣廠商過去受惠國際自動化需求漸增趨勢，日廠無法供應足量產品而漸漸嶄露頭角，廠商近年透過在穩定度、精密性、耐久性的提升，不但已可提供與日廠幾乎相同水準的產品，價格上也更具優勢，為有意導入自動化設備的廠商提供更優質且經濟的選擇。

近年中國自動化需求逐漸攀升，主因 1) 人口成本持續上升；2) 現代人較少加班，平均工作時數較以往短。中國亦有許多廠商進入線性傳動元件市場，但因中國廠商的技術能力與台、日廠商仍有差距，且中國廠商多專注於價格優勢而非品質優化，故儘管有中國廠商積極搶市，但受影響僅止於台灣較不具高階技術能力的供應商。亞德客雖為新進者，但商品品質為中高端且具價格優勢，透過既有氣動元件交叉銷售下，在中國線性滑軌市場有望持續提升市占。

圖 15：氣動元件示意圖 - 執行元件



資料來源：公司資料

圖 16：氣動元件示意圖 - 控制元件



資料來源：公司資料

圖 17：氣動元件示意圖 - 氣源處理元件



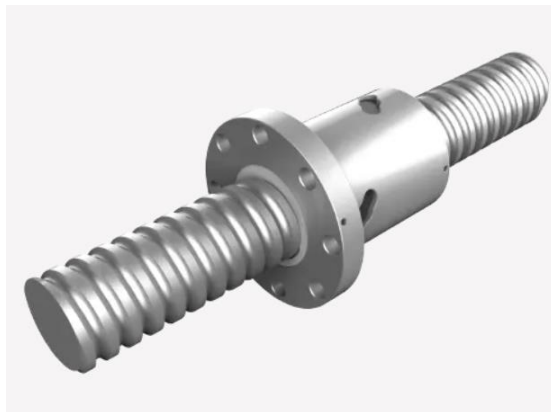
資料來源：公司資料

圖 18：線性滑軌示意圖



資料來源：公司資料

圖 19：滾珠螺桿示意圖



資料來源：公司資料

圖 20：滾珠花鍵示意圖



資料來源：公司資料

圖 21：工業用機器人示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧

中國進入價格競爭、供應鏈轉移與通縮的下行循環，美、歐、東南亞為發展重點

自動化產業最近兩次上升循環均與中國有關。第一次為 2016-2018 年，主因中國受惠電子、汽車、太陽能等需求大幅提升，大量導入自動化設備下，整體市場呈現價量齊揚。第二次上升週期為 2020-2022 年，主因 2020 年 Covid19 使中國封城、全球供應鏈斷鏈、缺工嚴重下，解封後工業生產加速帶動自動化需求提升。然在 4Q22 解封後，高通膨、高利率、電動車增速放緩、太陽能供過於求、房地產泡沫、美中貿易戰等多因素下，整體中國經濟成長放緩，連帶影響整體工業設備投入速度放緩。同時因中國需求不振導致內部價格競爭加劇，導致行業出現惡性循環。儘管中國政府持續推出刺激政策，然整體製造工業在 1) 中美貿易戰使供應鏈外移至東南亞趨勢明確；2) 過去 20 年擔任經濟領頭羊的房地產泡沫化；3) 人口紅利不再，供應鏈外移使消費動能差，景氣通縮。本中心認為整體自動化市場未來 3-5 年將以中國曝險較低廠商有望於產業中脫穎而出，成長動能將會以美國、歐洲製造以及東南亞生產為發展重心。

圖 22：中國於薪資、稅負、土地成本等面向遜於東南亞國家，供應鏈移轉持續

| | 中國 | 泰國 | 馬來西亞 | 越南 |
|----------|---------------------------------------------|------------|-------------|----------------------------------------------------------------|
| 最低薪資 | 月薪 (TWD) ~8,800 | ~10,540 | ~10,890 | ~6,000 |
| | 時薪 (TWD) ~86 | ~285 | ~295 | ~30 |
| 零組件供給 | 齊全 | 中國輸送 | 中國輸送 | 部分零組件有供給 |
| 人口數 | 14.3 億 | 7,200 萬 | 3,357 萬 | 9,800 萬 |
| 平均薪資 | 約 24,000 台幣 | 約 9,730 台幣 | 約 21,849 台幣 | 約 7,850 台幣 |
| 技術水平 | 高 | 中 | 中 | 低 |
| 教育水準 | 全球 No. 22 | 全球 No. 46 | 全球 No. 52 | 全球 No. 59 |
| 基礎設施 | 全球 No. 18 | 全球 No. 43 | 全球 No. 35 | 全球 No. 64 或以下 |
| 法規 | 全球 No. 32 | 全球 No. 21 | 全球 No. 62 | 全球 No. 70 |
| 金融 | 全球 No. 17 | 全球 No. 19 | 全球 No. 32 | 全球 No. 30 |
| 企業基本所得稅率 | 25% | 20% | 24% | 20% |
| 獎勵投資 | 在經濟特區設立，符合一定條件情況下可享有 15% 稅率。 | | | 大型製造業項目(資本額達 6 兆越南盾+員工達 3,000 人以上)可享有 4 年免營所稅，5~9 年減免 50% 營所稅。 |
| | 設計研發、基礎設施、高科技行業享有 5~8 年免營利事業所得稅，且機器、原料進口免稅。 | | | “新興工業地位”授予一般製造業可享前 5 年 70% 免稅優惠。(須通過 MIDA 核准) |
| 土地成本 | 高 | 低 | 低 | 中 |

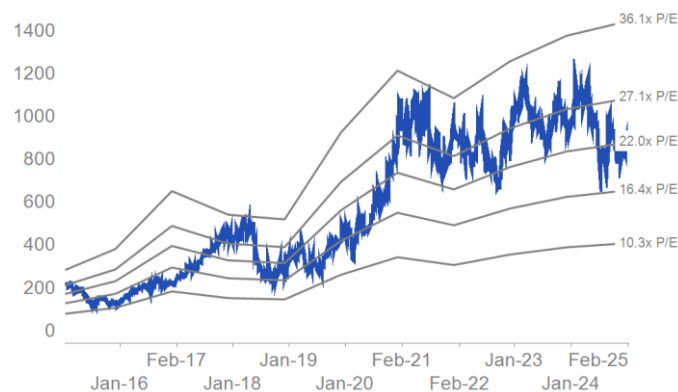
資料來源：世界銀行、KPMG、元大投顧

獲利調整與股票評價

短期線軌與中國市場競爭影響毛利率，需待中國實質財政政策推出帶動經濟回溫

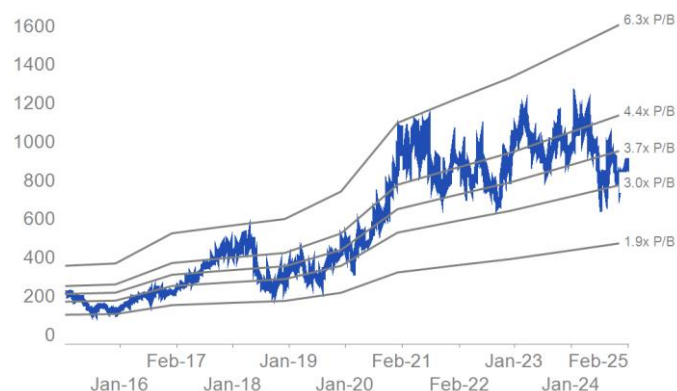
亞德客長期成長動能佳，包含其 1) 自產自銷，掌握成本與終端客戶需求；2) 產品生命週期掌握佳，線軌與電動缸產品持續推陳出新。然本中心認為亞德客短期存在三大風險，包含 1) 中國營收佔比高達 90%以上，在中國市場受供應鏈移轉、美中關稅貿易、人口紅利消退與薪資水平持續上漲下，預期整體中國製造業成長高峰期已過，使亞德客 2024-2026 年營收 CAGR 估僅 10%成長；2) 公司主要以低價競爭策略，競爭對手多為中國國內廠商，於景氣衰退時期價格壓力較大。同時，公司新產品線性滑軌毛利率較原氣動原件低(線性滑軌產品毛利率 30-40%，氣動原件產品 40-50%)，在線性滑軌產品營收佔比持續提升且價格下滑下，整體毛利率承壓；3) 公司產品僅提供零組件，產品差異化低，缺少提供客戶整體自動化解決方案能力。綜合上述，本中心以 2025 年 EPS 39.9 元、公司平均的 27 倍本益比，得目標價 1055 元，給予中立評等。

圖 23：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 24：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 25：同業評價比較表

| 公司 | 代碼 | 評等 | 股價 | 市值 (百萬美元) | 調整後每股盈餘 | | | 本益比(倍) | | | 調整後每股盈餘成長率(%) | | |
|---------------------------|---------|-------------|--------|--------------|---------|---------|---------|--------|------|-------|---------------|--------|-------|
| | | | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| 亞德客-KY | 1590 TT | 持有-超越 同業 | 934.0 | 5,660 | 34.83 | 38.12 | 39.85 | 26.8 | 24.5 | 23.4 | 15.8 | 9.4 | 4.6 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| SMC Corp | 6273 JP | 未評等 | 56,650 | 25,201 | 3,444.6 | 2,736.7 | 2,637.5 | 16.4 | 20.7 | 21.5 | 17.8 | (20.5) | (3.6) |
| THK Co Ltd | 6481 JP | 未評等 | 3,788 | 3,248 | 150.1 | 111.2 | 175.8 | 25.2 | 34.1 | 21.5 | (13.1) | (25.9) | 58.1 |
| Yaskawa Electric Corp | 6506 JP | 未評等 | 4,179 | 7,359 | 198.1 | 184.9 | 206.6 | 21.1 | 22.6 | 20.2 | 35.0 | (6.6) | 11.7 |
| Fanuc Corp | 6954 JP | 未評等 | 4,465 | 29,349 | 178.6 | 132.0 | 150.3 | 25.0 | 33.8 | 29.7 | 10.3 | (26.1) | 13.9 |
| 國外同業平均 | | | | | | | | 21.9 | 27.8 | 23.2 | 12.5 | (19.8) | 20.0 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Chieftek Precision Co Ltd | 1597 TT | 未評等 | 104 | 282 | 1.1 | - | - | 92.1 | - | - | (71.3) | - | - |
| Taiwan Chelic Co Ltd | 4555 TT | 未評等 | 41 | 87 | (0.5) | (0.8) | 0.4 | - | - | 116.7 | - | - | - |
| Delta Electronics Inc | 2308 TT | 未評等 | 415 | 32,869 | 12.9 | 15.3 | 19.8 | 32.3 | 27.2 | 21.0 | 2.2 | 18.8 | 29.6 |
| Hiwin Technologies Corp | 2049 TT | 買進 | 325 | 3,506 | 5.8 | 5.7 | 9.3 | 56.5 | 56.7 | 35.1 | (55.5) | (0.4) | 61.6 |
| 國內同業平均 | | | | | | | | 60.3 | 41.9 | 57.6 | (41.5) | 9.2 | 45.6 |

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 26：同業評價比較表 (續)

| 公司 | 代碼 | 評等 | 股價 | 市值 (百萬美元) | 股東權益報酬率(%) | | | 每股淨值 | | | 股價淨值比(倍) | | |
|---------------------------|---------|-------------|--------|--------------|------------|-------|------|---------|---------|---------|----------|------|------|
| | | | | | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| 亞德客-KY | 1590 TT | 持有-超越 同業 | 934.0 | 5,660 | 17.1 | 16.2 | 15.4 | 212.95 | 235.50 | 258.32 | 4.4 | 4.0 | 3.6 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| SMC Corp | 6273 JP | 未評等 | 56,650 | 25,201 | 13.0 | 10.0 | 8.7 | 26,046 | 28,094 | 30,397 | 2.2 | 2.0 | 1.9 |
| THK Co Ltd | 6481 JP | 未評等 | 3,788 | 3,248 | 4.7 | 3.8 | 5.9 | 2,914.3 | 2,907.0 | 2,951.5 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| Yaskawa Electric Corp | 6506 JP | 未評等 | 4,179 | 7,359 | 16.1 | 14.0 | 13.0 | 1,329.2 | 1,410.7 | 1,650.5 | 3.1 | 3.0 | 2.5 |
| Fanuc Corp | 6954 JP | 未評等 | 4,465 | 29,349 | 10.9 | 7.9 | 8.3 | 1,690.8 | 1,730.0 | 1,834.0 | 2.6 | 2.6 | 2.4 |
| 國外同業平均 | | | | | | | | 7,995.2 | 8,535.5 | 9,208.3 | 2.3 | 2.2 | 2.0 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Chieftek Precision Co Ltd | 1597 TT | 未評等 | 104 | 282 | 4.1 | - | 6.5 | 26.9 | - | - | 3.9 | NA | NA |
| Taiwan Chelic Co Ltd | 4555 TT | 未評等 | 41 | 87 | (1.1) | (1.9) | 0.9 | 40.6 | - | - | 1.0 | NA | NA |
| Delta Electronics Inc | 2308 TT | 買進 | 415 | 32,869 | 16.6 | 17.9 | 20.3 | 76.7 | 85.5 | 97.7 | 5.4 | 4.9 | 4.2 |
| Hiwin Technologies Corp | 2049 TT | 買進 | 325 | 3,506 | 5.2 | 5.6 | 8.5 | 98.9 | 102.2 | 108.9 | 3.3 | 3.2 | 3.0 |
| 國內同業平均 | | | | | | | | 60.8 | 93.8 | 103.3 | 3.4 | 4.0 | 3.6 |

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 27：季度及年度簡明損益表 (合併)

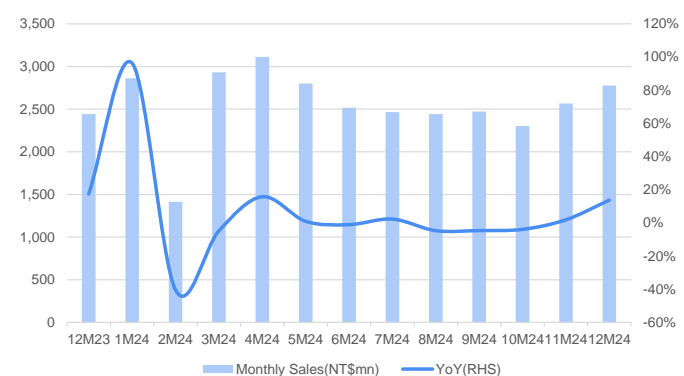
| (NT\$百萬元) | 1Q2024A | 2Q2024A | 3Q2024A | 4Q2024F | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024F | FY2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 營業收入 | 7,206 | 8,428 | 7,381 | 7,645 | 7,791 | 9,031 | 8,553 | 8,107 | 30,660 | 33,482 |
| 銷貨成本 | (3,810) | (4,439) | (3,962) | (4,135) | (4,189) | (4,842) | (4,597) | (4,363) | (16,346) | (17,990) |
| 營業毛利 | 3,395 | 3,989 | 3,419 | 3,510 | 3,602 | 4,189 | 3,956 | 3,745 | 14,314 | 15,492 |
| 營業費用 | (1,233) | (1,341) | (1,350) | (1,364) | (1,343) | (1,459) | (1,476) | (1,378) | (5,288) | (5,657) |
| 營業利益 | 2,162 | 2,648 | 2,069 | 2,146 | 2,259 | 2,730 | 2,480 | 2,366 | 9,026 | 9,835 |
| 業外利益 | 165 | 224 | 110 | 110 | 58 | 67 | 69 | 61 | 608 | 255 |
| 稅前純益 | 2,327 | 2,871 | 2,179 | 2,256 | 2,317 | 2,797 | 2,549 | 2,427 | 9,634 | 10,090 |
| 所得稅費用 | (498) | (611) | (447) | (455) | (487) | (587) | (535) | (510) | (2,010) | (2,119) |
| 少數股東權益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 歸屬母公司稅後純益 | 1,829 | 2,261 | 1,732 | 1,801 | 1,830 | 2,210 | 2,014 | 1,917 | 7,624 | 7,971 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 9.15 | 11.31 | 8.66 | 9.01 | 9.15 | 11.05 | 10.07 | 9.58 | 38.12 | 39.85 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 47.1% | 47.3% | 46.3% | 45.9% | 46.2% | 46.4% | 46.3% | 46.2% | 46.7% | 46.3% |
| 營業利益率 | 30.0% | 31.4% | 28.0% | 28.1% | 29.0% | 30.2% | 29.0% | 29.2% | 29.4% | 29.4% |
| 稅前純益率 | 32.3% | 34.1% | 29.5% | 29.5% | 29.7% | 31.0% | 29.8% | 29.9% | 31.4% | 30.1% |
| 稅後純益率 | 25.4% | 26.8% | 23.5% | 23.6% | 23.5% | 24.5% | 23.5% | 23.7% | 24.9% | 23.8% |
| 有效所得稅率 | 21.4% | 21.3% | 20.5% | 20.2% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 21.0% | 20.9% | 21.0% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | -2.0% | 17.0% | -12.4% | 3.6% | 1.9% | 15.9% | -5.3% | -5.2% | | |
| 營業利益 | 0.3% | 22.5% | -21.9% | 3.7% | 5.3% | 20.8% | -9.2% | -4.6% | | |
| 稅後純益 | 7.6% | 23.6% | -23.4% | 4.0% | 1.6% | 20.8% | -8.9% | -4.8% | | |
| 調整後每股盈餘 | 7.7% | 23.6% | -23.4% | 4.0% | 1.6% | 20.7% | -8.9% | -4.8% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 4.3% | 5.3% | -2.4% | 3.9% | 8.1% | 7.2% | 15.9% | 6.0% | 2.8% | 9.2% |
| 營業利益 | 5.7% | 9.1% | -6.7% | -0.5% | 4.5% | 3.1% | 19.8% | 10.3% | 2.0% | 9.0% |
| 稅後純益 | 12.7% | 32.7% | -10.7% | 6.0% | 0.0% | -2.3% | 16.3% | 6.4% | 9.4% | 4.6% |
| 調整後每股盈餘 | 12.7% | 32.7% | -10.7% | 6.0% | 0.1% | -2.3% | 16.3% | 6.4% | 9.4% | 4.6% |

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

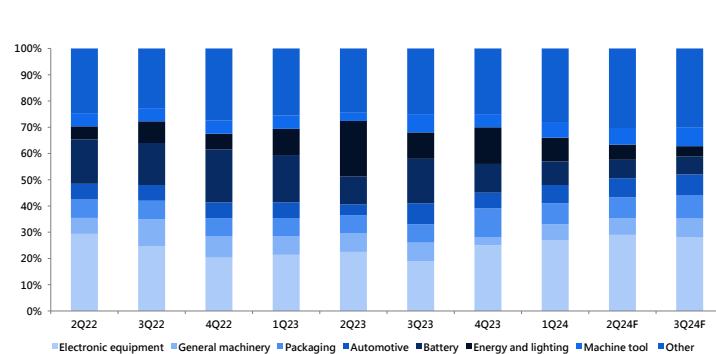
亞德客為專業的氣動處理元件領導廠商，主要從事生產氣動控制元件、氣動執行原件、氣源處理元件及氣動輔助元件之製造及銷售等業務，目前位居中國大陸市場氣動元件前二大品牌。公司透過垂直整合的生產製程提供客戶全方位的氣動應用解決方案。產品應用範圍相當廣泛，包含工具機、自動化生產設備、車輛製造設備及專用機械設備等。4Q24 產品應用別：電子設備 27%、電池 11%、通用機械 7%、包裝機械 9%、汽車製造 9%、能源與照明設備 3%、紡織及服裝機械 5%、其他 29%。

圖 28：月營收



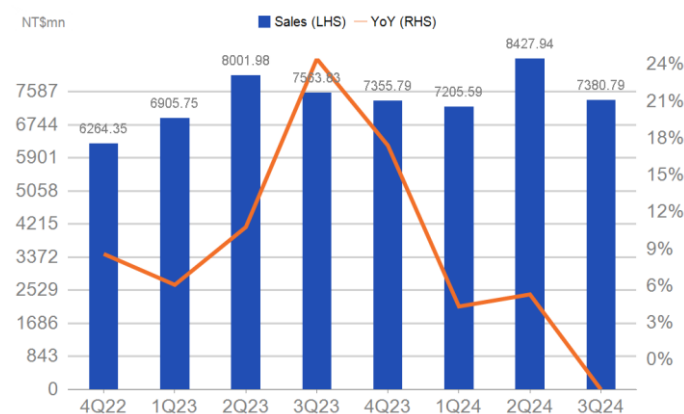
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 29：營收組成



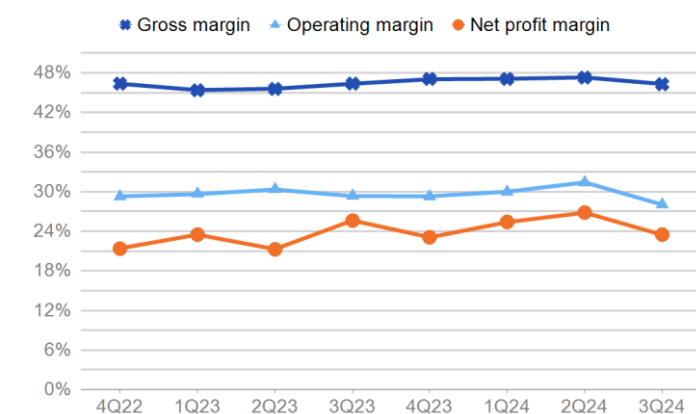
資料來源：公司資料

圖 30：營收趨勢



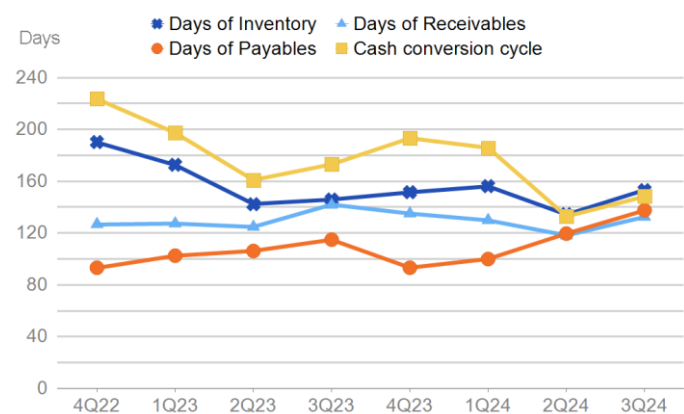
資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：毛利率、營益率、淨利率



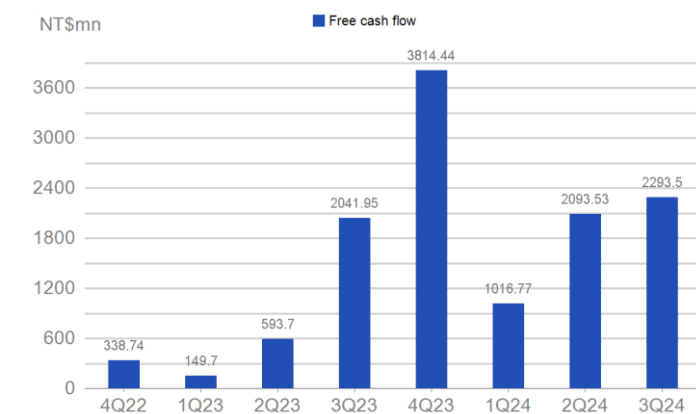
資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**亞德客整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於落後的位置，在工業設備行業的公司中排名落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**亞德客的整體曝險屬於中等水準，處於工業設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含客戶組合管理、安全問題、勞工問題等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**亞德客在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。該公司還制定了適當的環境政策，並制定了舉報計劃以解決潛在問題。

圖 34：ESG 分析

| 分項 | 評分/評級 |
|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| ESG 總分 | 30.0 |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A) | 45.1 |
| 個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B) | 34.8 |
| 風險評級 | 高  |
| 同業排行(1~100，1 為最佳) | 48 |

資料來源：Sustainalytics (2025/2/8)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

| | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 極低 (0-10) | 低 (10-20) | 中 (20-30) | 高 (30-40) | 極高 (40+) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|

註 3：曝險分數評級：

| | | |
|----------|-----------|---------|
| 低 (0-35) | 中 (35-55) | 高 (55+) |
|----------|-----------|---------|

註 4：執行力分數評級：

| | | |
|----------|-----------|------------|
| 弱 (0-25) | 中 (25-50) | 強 (50-100) |
|----------|-----------|------------|

資產負債表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 現金與短期投資 | 6,345 | 9,192 | 12,791 | 14,569 | 18,576 |
| 存貨 | 7,250 | 6,528 | 7,485 | 7,938 | 9,164 |
| 應收帳款及票據 | 9,050 | 9,886 | 9,578 | 11,678 | 11,911 |
| 其他流動資產 | 609 | 1,208 | 1,208 | 1,208 | 1,208 |
| 流動資產 | 23,254 | 26,814 | 31,061 | 35,392 | 40,859 |
| 採用權益法之投資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定資產 | 28,829 | 28,560 | 29,054 | 29,340 | 29,474 |
| 無形資產 | 41 | 35 | 17 | (4) | (25) |
| 其他非流動資產 | 2,475 | 2,640 | 2,640 | 2,640 | 2,640 |
| 非流動資產 | 31,345 | 31,235 | 31,712 | 31,977 | 32,089 |
| 資產總額 | 54,600 | 58,049 | 62,773 | 67,369 | 72,948 |
| 應付帳款及票據 | 1,291 | 1,118 | 1,332 | 1,364 | 1,626 |
| 短期借款 | 10,782 | 11,371 | 11,371 | 11,371 | 11,371 |
| 什項負債 | 2,861 | 2,324 | 2,324 | 2,324 | 2,324 |
| 流動負債 | 14,934 | 14,812 | 15,027 | 15,059 | 15,320 |
| 長期借款 | 0 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 其他負債及準備 | 733 | 630 | 630 | 630 | 630 |
| 長期負債 | 733 | 640 | 640 | 640 | 640 |
| 負債總額 | 15,666 | 15,452 | 15,667 | 15,699 | 15,960 |
| 股本 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 資本公積 | 14,846 | 14,846 | 14,846 | 14,846 | 14,846 |
| 保留盈餘 | 22,867 | 27,145 | 31,655 | 36,219 | 41,537 |
| 什項權益 | (787) | (1,402) | (1,402) | (1,402) | (1,402) |
| 歸屬母公司之權益 | 38,926 | 42,589 | 47,100 | 51,663 | 56,981 |
| 非控制權益 | 7 | 7 | 6 | 6 | 6 |
| 股東權益總額 | 38,933 | 42,596 | 47,106 | 51,670 | 56,988 |

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 本期純益 | 6,013 | 6,965 | 7,623 | 7,971 | 8,880 |
| 折舊及攤提 | 2,161 | 2,414 | 2,335 | 2,490 | 2,642 |
| 本期營運資金變動 | (2,552) | (461) | (435) | (2,521) | (1,197) |
| 其他營業資產 及負債變動 | (395) | 129 | 0 | 0 | 0 |
| 營運活動之現金流量 | 5,226 | 9,047 | 9,524 | 7,941 | 10,325 |
| 資本支出 | (5,589) | (2,447) | (2,812) | (2,756) | (2,754) |
| 本期長期投資變動 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他資產變動 | 1,898 | (1,104) | 0 | 0 | 0 |
| 投資活動之現金流量 | (3,692) | (3,551) | (2,812) | (2,756) | (2,754) |
| 股本變動 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | 3,214 | 135 | 0 | 0 | 0 |
| 現金增減資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | (2,676) | (2,688) | (3,114) | (3,407) | (3,563) |
| 其他調整數 | (83) | (87) | 0 | 0 | 0 |
| 融資活動之現金流量 | 455 | (2,639) | (3,114) | (3,407) | (3,563) |
| 匯率影響數 | (19) | (11) | 0 | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | 1,971 | 2,846 | 3,599 | 1,778 | 4,008 |
| 自由現金流量 | (363) | 6,600 | 6,712 | 5,185 | 7,571 |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 | 26,073 | 29,827 | 30,660 | 33,482 | 37,157 |
| 銷貨成本 | (14,180) | (16,072) | (16,346) | (17,990) | (19,949) |
| 營業毛利 | 11,893 | 13,755 | 14,314 | 15,492 | 17,208 |
| 營業費用 | (4,350) | (4,906) | (5,288) | (5,657) | (6,205) |
| 推銷費用 | (2,514) | (2,888) | (3,053) | (3,354) | (3,688) |
| 研究費用 | (736) | (896) | (1,015) | (1,056) | (1,153) |
| 管理費用 | (1,076) | (1,119) | (1,194) | (1,247) | (1,365) |
| 其他費用 | (25) | (3) | (25) | 0 | 0 |
| 營業利益 | 7,543 | 8,849 | 9,026 | 9,835 | 11,003 |
| 利息收入 | 97 | 129 | 164 | 128 | 135 |
| 利息費用 | (147) | (187) | (142) | (159) | (159) |
| 利息收入淨額 | (51) | (58) | 22 | (31) | (25) |
| 投資利益(損失)淨額 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 匯兌損益 | 184 | (113) | 351 | 134 | 105 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 148 | 220 | 177 | 152 | 158 |
| 稅前純益 | 7,824 | 8,897 | 9,634 | 10,090 | 11,241 |
| 所得稅費用 | (1,811) | (1,932) | (2,010) | (2,119) | (2,361) |
| 少數股權淨利 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 6,013 | 6,966 | 7,624 | 7,971 | 8,880 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 10,131 | 11,498 | 11,361 | 12,326 | 13,644 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 30.07 | 34.83 | 38.12 | 39.85 | 44.40 |

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

| 年初至 12 月 | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 年成長率 (%) | | | | | |
| 營業收入 | 2.7 | 14.4 | 2.8 | 9.2 | 11.0 |
| 營業利益 | (8.2) | 17.3 | 2.0 | 9.0 | 11.9 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | (1.7) | 13.5 | (1.2) | 8.5 | 10.7 |
| 稅後純益 | (6.7) | 15.9 | 9.4 | 4.6 | 11.4 |
| 調整後每股盈餘 | (10.6) | 15.8 | 9.4 | 4.6 | 11.4 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 45.6 | 46.1 | 46.7 | 46.3 | 46.3 |
| 營業利益率 | 28.9 | 29.7 | 29.4 | 29.4 | 29.6 |
| 稅前息前淨利率 | 29.4 | 29.2 | 29.4 | 29.4 | 29.6 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 38.9 | 38.6 | 37.1 | 36.8 | 36.7 |
| 稅前純益率 | 30.0 | 29.8 | 31.4 | 30.1 | 30.3 |
| 稅後純益率 | 23.1 | 23.4 | 24.9 | 23.8 | 23.9 |
| 資產報酬率 | 11.8 | 12.4 | 12.1 | 11.8 | 12.2 |
| 股東權益報酬率 | 16.2 | 17.1 | 16.2 | 15.4 | 15.6 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 40.2 | 36.3 | 33.3 | 30.4 | 28.0 |
| 淨負債權益比(%) | 11.4 | 5.1 | (3.0) | (6.2) | (12.6) |
| 利息保障倍數 (倍) | 54.2 | 48.6 | 68.8 | 64.6 | 71.5 |
| 流動比率 (%) | 155.7 | 181.0 | 206.7 | 235.0 | 266.7 |
| 速動比率 (%) | 107.2 | 137.0 | 156.9 | 182.3 | 206.9 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | 4,436 | 2,189 | (1,410) | (3,188) | (7,196) |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 194.63 | 212.95 | 235.50 | 258.32 | 284.91 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 31.1 | 26.8 | 24.5 | 23.4 | 21.0 |
| 股價自由現金流量比 | -- | 28.3 | 27.8 | 36.0 | 24.7 |
| 股價淨值比 | 4.8 | 4.4 | 4.0 | 3.6 | 3.3 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 18.4 | 16.3 | 16.4 | 15.2 | 13.7 |
| 股價營收比 | 7.2 | 6.3 | 6.1 | 5.6 | 5.0 |

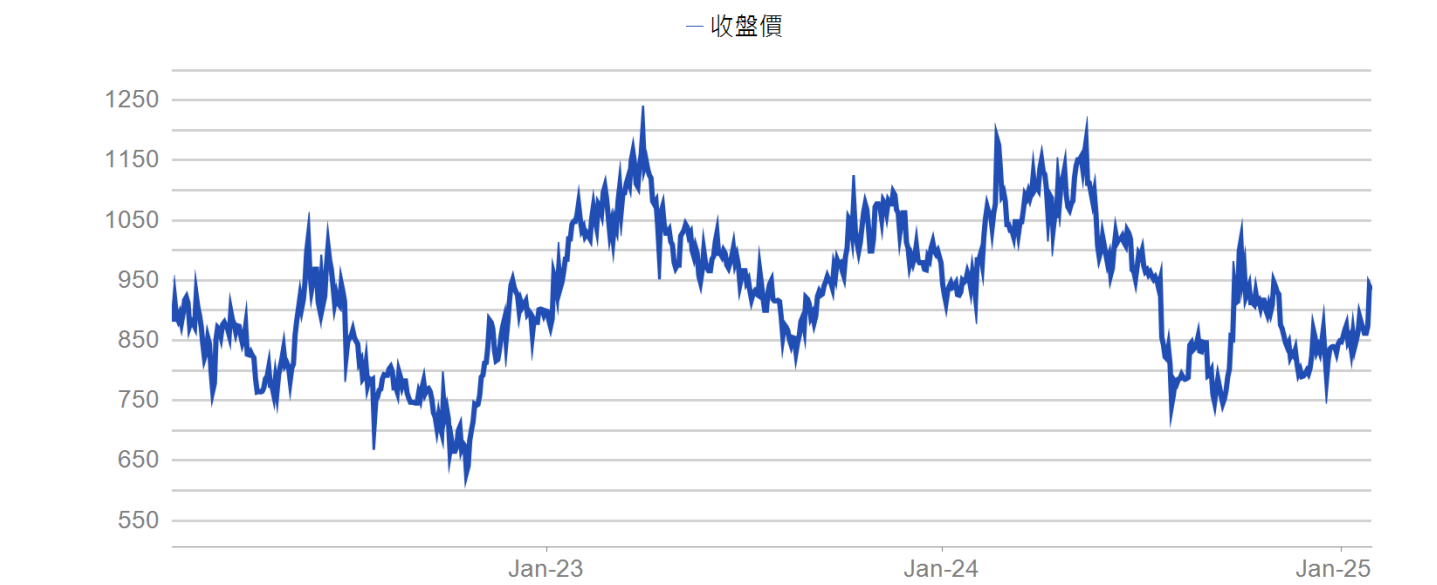
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

亞德客-KY (1590 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.