

## 亞德客-KY (1590 TT) AirTac

產銷合一+中國在地化採購加速，關稅戰下的倖存者

買進 (調升評等)

目標價 (12 個月)：NT\$960.0

收盤價 (2025/04/08)：NT\$750.0

隱含漲幅：28.0%

## 營收組成 (1Q25)

電子業 28%、一般機械 5%、電池 13%、包裝 8%、汽車 10%、工具機 7%、能源與照明 4%、其他 26%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	960	1055
2025年營收 (NT\$/十億)	33.4	33.5
2025年EPS	39.9	39.9

## 交易資料表

市值	NT\$150,000百萬元
外資持股比率	77.1%
董監持股比率	3.8%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$258.34
負債比	16.8%
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	2024A	2025F	2026F
營業收入	29,827	30,660	33,402	36,827
營業利益	8,849	9,026	9,821	10,898
稅後純益	6,966	7,624	7,975	8,816
EPS (元)	34.83	38.12	39.87	44.08
EPS YoY (%)	15.8	9.4	4.6	10.6
本益比 (倍)	21.5	19.7	18.8	17.0
股價淨值比 (倍)	3.5	3.2	2.9	2.6
ROE (%)	17.1	16.2	15.4	15.5
現金殖利率 (%)	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%
現金股利 (元)	17.97	17.04	17.82	17.82

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 2Q25 進入氣動元件旺季，汽車與電池需求佳，營收獲利持續成長。

◆ 關稅影響小，主因亞德客具備產銷合一、供應鏈自地化採購趨勢加速且中國刺激政策持續推升消費信心與企業資本支出溫和回升。

◆ 亞德客受關稅影響低，以 2025 年 EPS 39.9 元及 24 倍平均本益比，得目標價 960 元，上調至買進評等。

## 2Q25 逐漸進入氣動原件旺季，營收獲利重返成長軌道

1Q25 營收 81.0 億元，季增 5.9%，優於預期 3.9%，主因汽車持續取得市佔率且電池需求復甦優於預期。然線軌 1Q25 營收僅 113mn RMB，略低於本中心預期 10%，主因價格競爭與客戶推廣需時間發酵。微幅上修 1Q25 EPS 4.2%至 9.5 元，主因營收優於預期。下修 2Q25 營收 2.7%至 87.9 億元，季增 8.5%。儘管亞德客終端市場以中國內需為主，然主要考慮美中關稅影響全球經濟衰退疑慮，短期仍微幅下修其電子應用營收(2024 年營收占比 28%)，毛利率/營益率與淨利率上調 0.1 個 ppts 主因下修低毛利率線軌營收占比。2Q25 EPS 估 10.8 元，季增 13%，下修 2.2%。

## 關稅戰加劇，產銷合一與中國在地化採購將加速

隨川普發起全球關稅戰與對中關稅，本中心認為亞德客具備多項優勢，使其在全球經濟衰退下，營收獲利影響幅度小。主因 1)、亞德客營收占比 94%來自中國市場。若以客戶別來看，其中資/台商/外資比例為 70%/20%/10%，且間接出貨到海外市場比例低，產相合一支持國內需求使其不受關稅影響。2)、亞德客在中國供應鏈降本壓力、關稅戰開打後政府加速鼓勵企業在地化採購下，有助其持續取得日廠及其他歐洲同業市佔率。3)、中國自 2H24 以來推出多項補助措施與投資補助，目的為提振民間消費與企業資本支出。本中心已見中國自動化需求回溫且企業導入速度加快，需求溫和回升。

## 亞德客為關稅戰下的倖存者，調升至買進評等

有鑑於美中與全球關稅戰興起，在全球景氣衰退陰霾籠罩下，亞德客具備 1) 產銷合一能力使其不受關稅影響；2) 中國在地化採購趨勢將於關稅戰開打後加速，持續於汽車、電池與太陽能取得日廠及其他同業市佔率；3) 受惠中國財政政策刺激內需市場與投資。綜合上述，本中心以 2025 年 EPS 39.9 元、公司近五年平均本益比 24 倍(較前次 27 倍下調，主因全球總經市場不確定性加劇)，得目標價 960 元，將亞德客上調至買進評等。

## 營運分析

### 1Q25 營收獲利估優於預期，2Q25 微幅下調主因預期關稅影響電子需求

1Q25 營收 81.0 億元，季增 5.9%/年增 12.4%，優於預期 3.9%，主因汽車持續取得市佔率且電池需求復甦優於預期。產品組合電子 28%/通用機械 5%/包裝 8%/車用 10%/電池 13%/能源與照明 4%/工具機 7%/其他 26%。線軌 1Q25 營收僅 113mn RMB，略低於本中心預期 10%，主因價格競爭與客戶推廣需時間發酵。上調 1Q25 毛利率與營業率 0.1 個 ppts，以反映營收規模高。EPS 上修 4.2% 至 9.5 元，季增 5.9%/年增 4.3%。本中心微幅下修 2Q25 營收 2.7% 至 87.9 億元，季增 8.5%/年增 4.2%，儘管亞德客終端市場多以中國內需為主，然主要考慮美中關稅影響全球經濟衰退疑慮，短期仍微幅下修其電子應用營收(2024 年營收占比 28%)，毛利率/營業率與淨利率各上調 0.1 個 ppts 主因下修低毛利率線軌營收占比。2Q25 EPS 估 10.8 元，季增 13%/年減 4%，下修 2.2%。

圖 1：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	7,206	7,646	8,096	5.9%	12.4%	7,791	7,772	3.9%	4.2%
營業毛利	3,395	3,510	3,748	6.8%	10.4%	3,602	3,616	4.0%	3.6%
營業利益	2,162	2,146	2,352	9.6%	8.8%	2,259	2,274	4.1%	3.4%
稅前利益	2,327	2,256	2,414	7.0%	3.7%	2,317	2,327	4.2%	3.7%
稅後淨利	1,829	1,801	1,907	5.9%	4.3%	1,830	1,824	4.2%	4.6%
調整後 EPS (元)	9.15	9.01	9.54	5.9%	4.3%	9.15	9.15	4.2%	4.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	47.1%	45.9%	46.3%	0.4	-0.8	46.2%	46.5%	0.1	-0.2
營業利益率	30.0%	28.1%	29.1%	1.0	-1.0	29.0%	29.3%	0.1	-0.2
稅後純益率	25.4%	23.6%	23.6%	0.0	-1.8	23.5%	23.5%	0.1	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2025 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q24A	1Q25F	2Q25F	季增率	年增率	2Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	8,428	8,096	8,785	8.5%	4.2%	9,031	9,640	-2.7%	-8.9%
營業毛利	3,989	3,748	4,083	8.9%	2.3%	4,189	4,551	-2.5%	-10.3%
營業利益	2,648	2,352	2,663	13.2%	0.6%	2,730	2,804	-2.4%	-5.0%
稅前利益	2,871	2,414	2,735	13.3%	-4.8%	2,797	2,821	-2.2%	-3.1%
稅後淨利	2,261	1,907	2,161	13.3%	-4.4%	2,210	2,217	-2.2%	-2.5%
調整後 EPS (元)	11.31	9.54	10.80	13.3%	-4.4%	11.05	11.24	-2.2%	-3.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	47.3%	46.3%	46.5%	0.2	-0.9	46.4%	47.2%	0.1	-0.7
營業利益率	31.4%	29.1%	30.3%	1.3	-1.1	30.2%	29.1%	0.1	1.2
稅後純益率	26.8%	23.6%	24.6%	1.0	-2.2	24.5%	23.0%	0.1	1.6

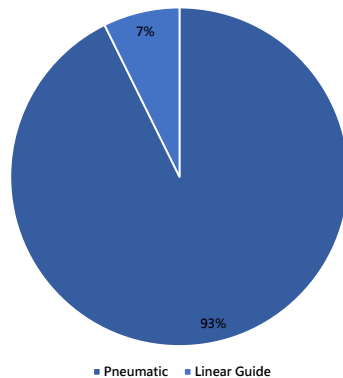
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 美中關稅戰與全球關稅障礙加劇，亞德客具備多項優勢使其受影響小

隨川普發起全球關稅戰與對中關稅，且中國進行關稅反制下，本中心認為未來全球貿易將受關稅壁壘影響。中國政策將以內需支撐經濟以及轉往歐洲、東南亞與第三世界國家。本中心認為亞德客具備多項優勢，估使其在關稅壁壘與全球經濟衰退陰霾下，營收獲利影響幅度小。主要來自 **1)、亞德客營收占比 94%來自中國市場**。若以客戶別來看，其中資/台商/外資比例為 70%/20%/10%，且間接出貨到海外市場比例低，多支持國內需求。此外，直接出貨至美國營收占比僅 0.66%，且自 4M25 已將價格轉嫁至客戶。本中心認為亞德客主攻中國國內市場且產銷合一，將有望使其免受全球貿易關稅影響。**2)、中國在地化採購趨勢將持續加速**。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，需求大幅成長。亞德客在中國供應鏈降本壓力、關稅戰開打後政府加速鼓勵建立自有供應鏈與在地化採購下，有助其持續取得日廠及其他歐洲同業市占率。**3)、中國財政政策刺激內需消費市場與投資**。中國自 2H24 以來即推出多項補助措施與投資補助，目的為提振民間消費與企業資本支出。本中心已見中國自動化需求溫和回升且企業導入速度加快。尤以汽車、電池、成熟半導體等市場。

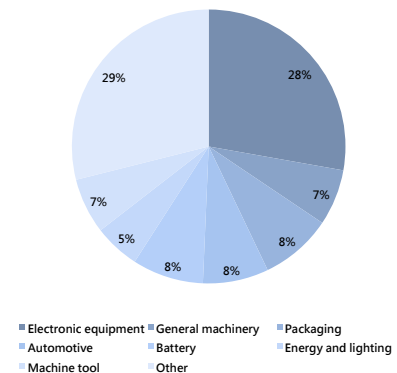
估亞德客 2025/26 年營收年增 8.9%/10.3%至 334.0/368.3 億元，持平/下修 1%。下修電子相關營收主因消費性產品恐受全球經濟衰退影響，然亞德客在關稅影響小，在地化採購趨勢明確下，上修汽車/電池/能源與照明營收。本中心認為亞德客為此波關稅戰與全球貿易大亂局勢下，少數聚焦中國市場(產銷合一)且產品具競爭優勢廠商。毛利率 46.3%/46.3%，營益率 29.4%/29.6%，均持平上次預期。EPS 39.9 元/44.1 元，年增 4.6%/10.6%，持平/下修 1%。

圖 3：2024 年營收組成



資料來源：公司資料

圖 4：2024 年營收以終端應用拆分



資料來源：公司資料

圖 5：亞德客市佔率持續提升

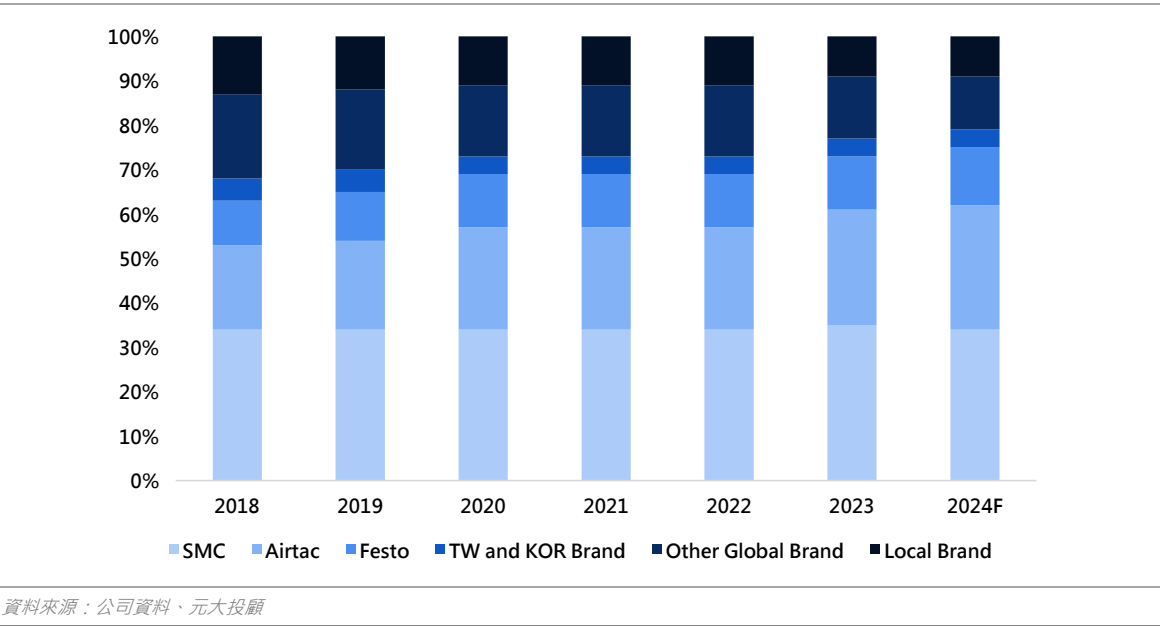
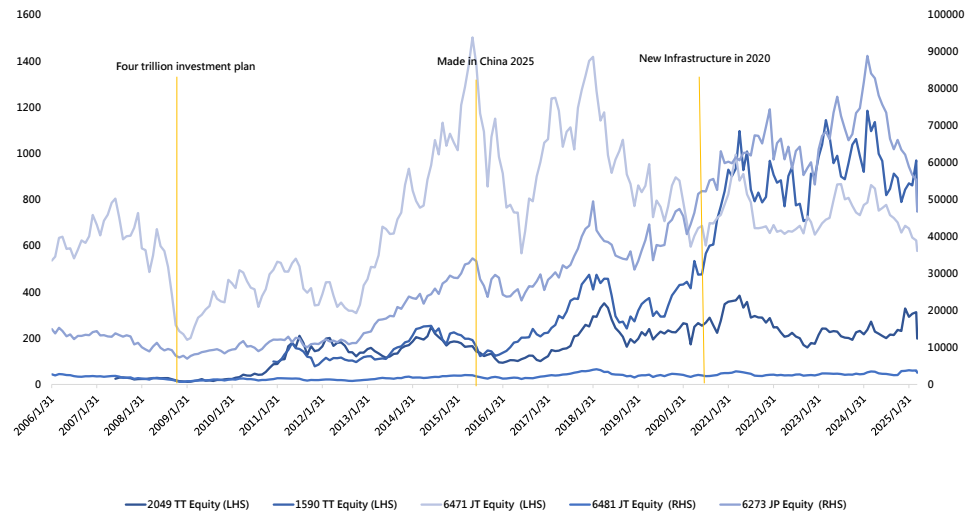


圖 6：中國一系列刺激政策將推動民間需求

2H24中國一系列刺激民生投資與消費政策：
<b>1. 發行特別國債</b> 中國計劃發行總額約2萬億元人民幣（約2844.3億美元）的特別國債，主要用於以下兩個方面： <b>刺激消費：</b> 其中1萬億元人民幣將用於增加消費補貼，包括提高消費品以舊換新的補貼，以及為有兩個或以上子女的家庭（首個子女除外）提供每月約800元人民幣的津貼。 <b>化解地方政府債務：</b> 另外1萬億元人民幣將用於協助地方政府處理債務問題，旨在降低地方債務風險，為地方經濟發展提供支持。
<b>2. 增加財政赤字和地方政府專項債務限額</b> 為進一步擴大財政支出，2024年中國政府將財政赤字規模設定為4.06萬億元人民幣，比上年增加1800億元。同時，新增地方政府專項債務限額3.9萬億元人民幣，比上年增加1000億元，主要用於支持基礎設施建設和其他重大項目。
<b>3. 發行超長期特別國債</b> 政府計劃發行1萬億元人民幣的超長期特別國債，這些資金將用於支持重大戰略項目和關鍵領域，為經濟長期發展提供資金保障。
<b>4. 支持地方政府化解債務風險</b> 政府安排6萬億元人民幣的債務限額，用於置換存量隱性債務，並支持融資平台改革轉型，旨在降低地方政府的債務風險，促進財政健康。
<b>5. 延續和優化稅費優惠政策</b> 持續實施研發費用稅前加計扣除、先進製造業企業增值稅加計抵減等政策，並完善對製造業企業技術改造的稅收優惠政策，旨在支持科技創新和製造業發展
<b>6. 加強民生領域財政支持</b> 提高基礎教育、社會保障、醫療衛生等領域的財政投入，包括提高家庭經濟困難學生的生活補助標準，以及增加基本公共衛生服務經費和基本醫療保險財政補助標準，旨在改善民生福祉。
<b>7. 家電補貼</b> 自2024年下半年起，中國政府推動「消費品以舊換新行動方案」，作為擴大內需與刺激消費的重點財政政策之一。該政策聚焦於汽車與家用電器領域，透過提供現金補貼或購機折價的形式，鼓勵消費者報廢或回收老舊家電產品，並購買節能環保的新產品。補貼金額依產品類別與地區而異，一般補貼比例落在10%至20%之間。

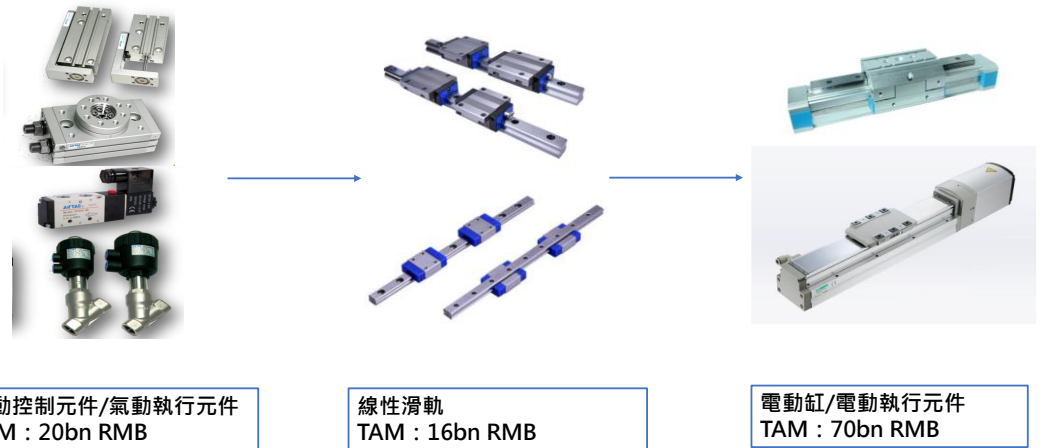
資料來源：中國工信部、元大投顧

圖 7：中國政策驅動自動化與氣動元件產業股價影響大



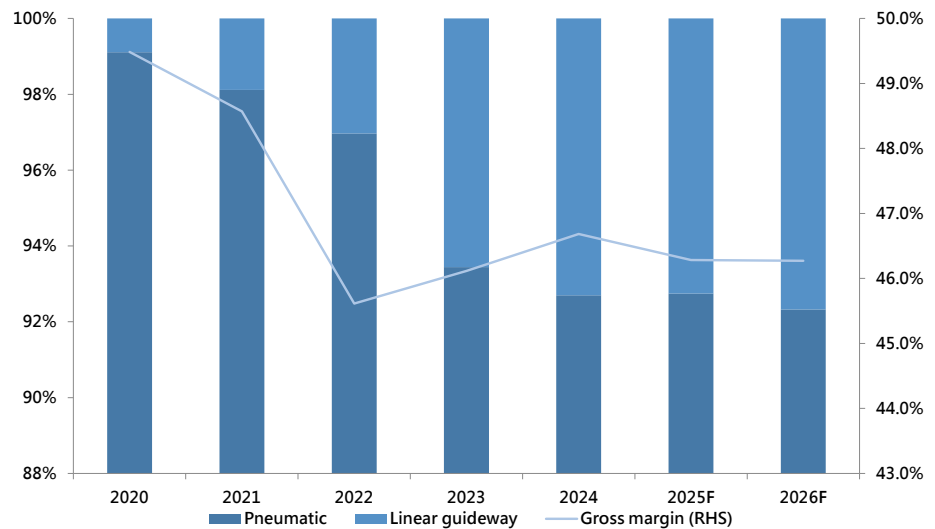
資料來源：Wind、元大投顧

圖 8：亞德客公司管理層成長計劃明確



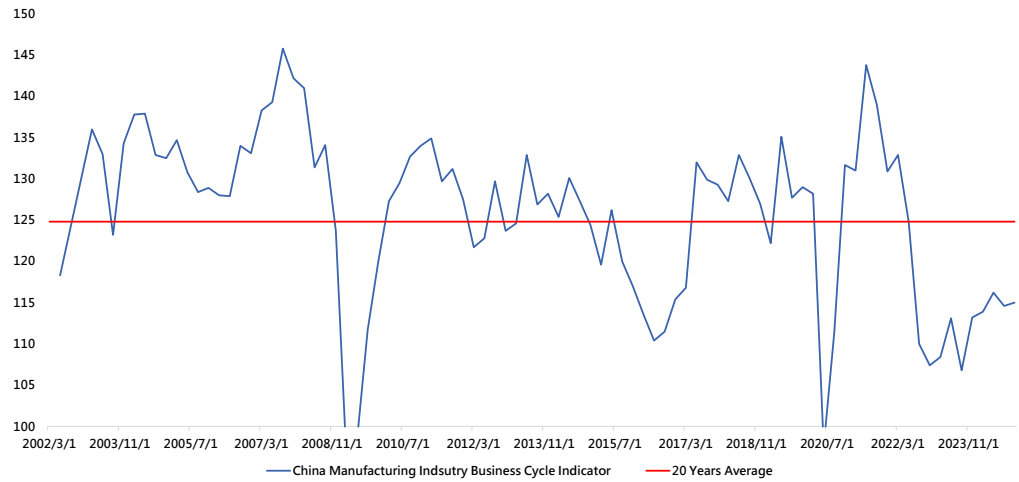
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：毛利率估計將受線軌產品持續影響至 2026 年



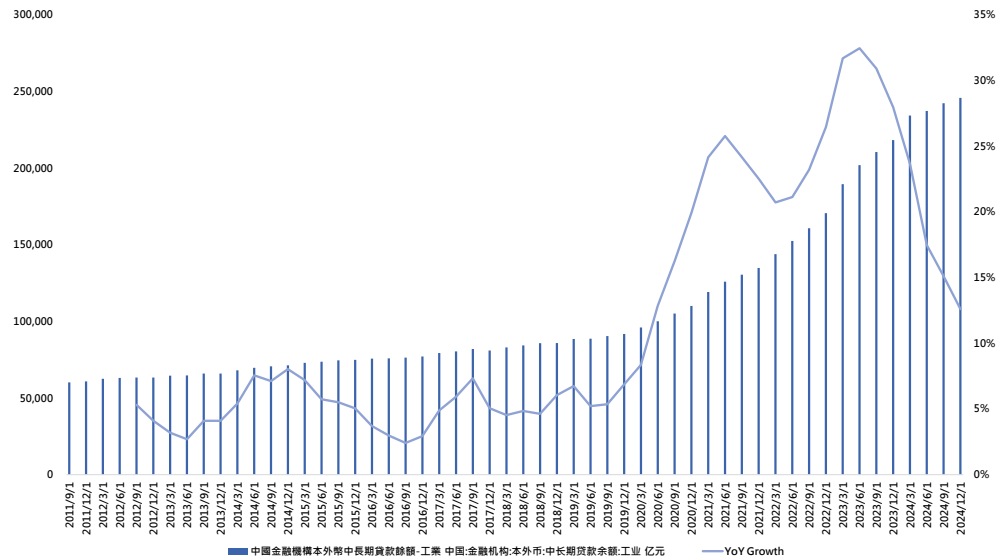
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：中國製造業企業景氣指數谷底徘徊，溫和回升



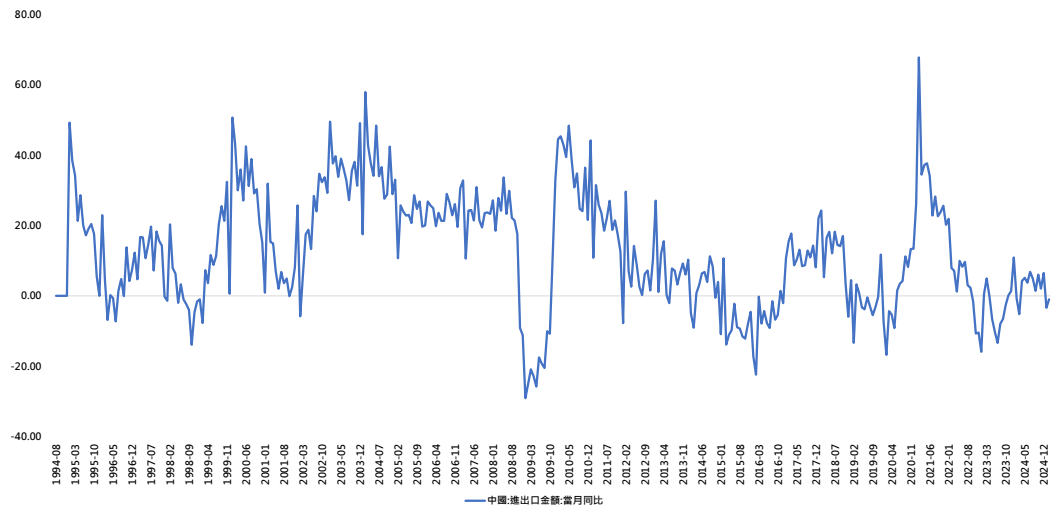
資料來源：Wind、元大投顧

圖 11：中國工業中長期貸款年增幅縮小



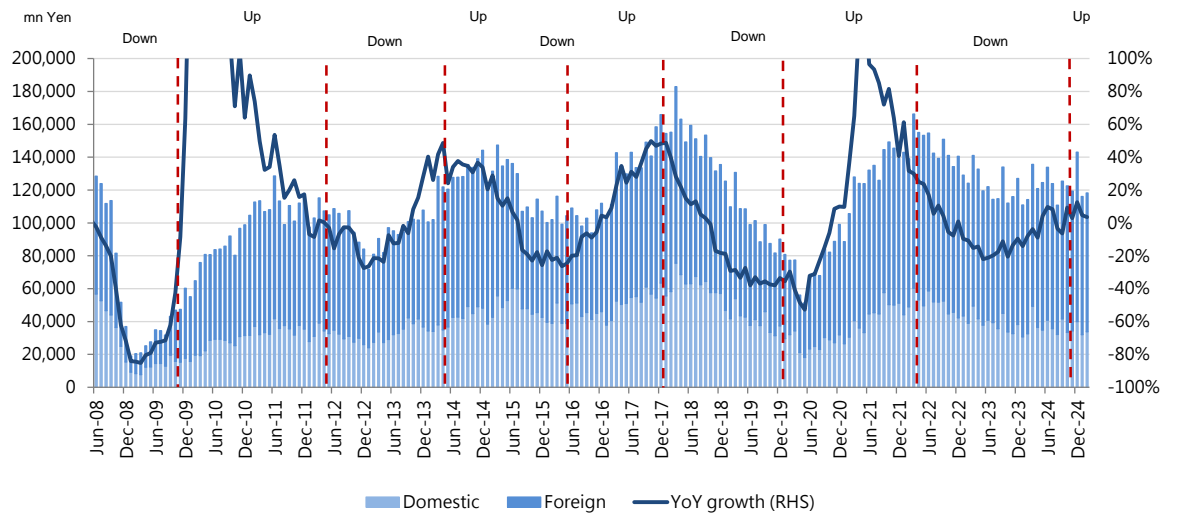
資料來源：Wind、元大投顧

圖 12：中國進出口年增幅溫和回升



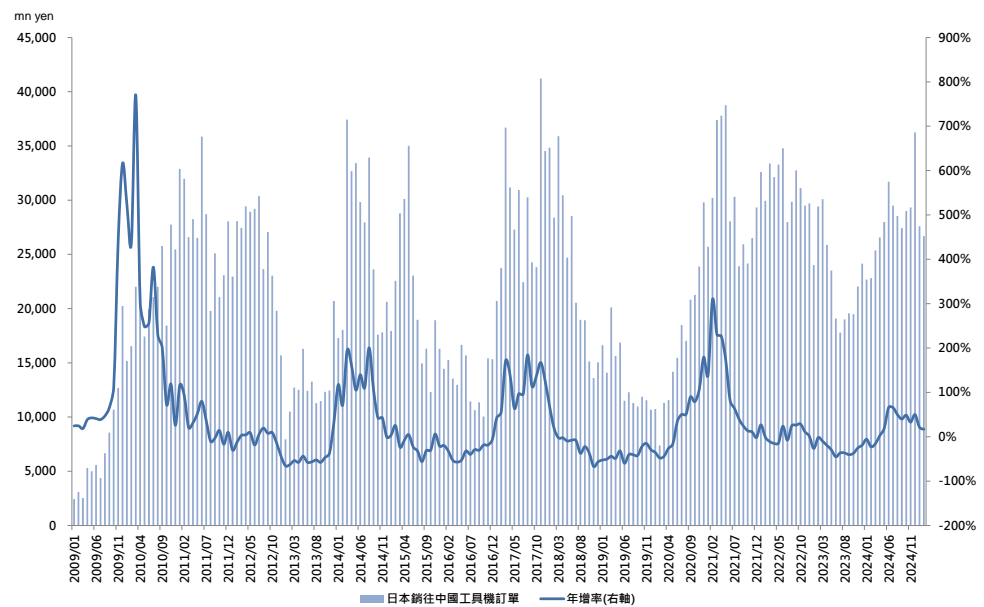
資料來源：Wind、元大投顧

圖 13：日本工具機協會出口回溫



資料來源：JMTBA、元大投顧

圖 14：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



## 產業概況

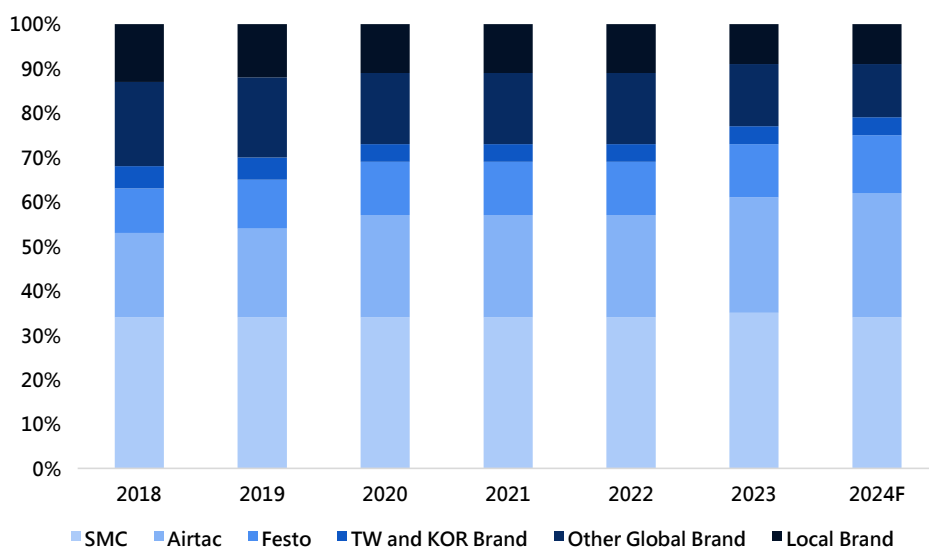
### 氣動元件終端應用分散，景氣影響波動小

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 15：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 16：氣動元件示意圖 - 執行元件



資料來源：公司資料

圖 17：氣動元件示意圖 - 控制元件



資料來源：公司資料

圖 18：氣動元件示意圖 - 氣源處理元件



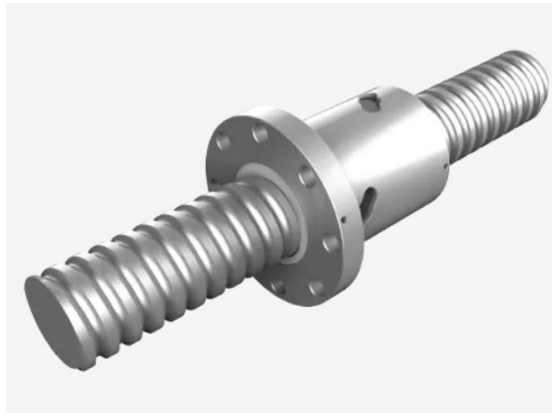
資料來源：公司資料

圖 19：線性滑軌示意圖



資料來源：公司資料

圖 20：滾珠螺桿示意圖



資料來源：公司資料

圖 21：滾珠花鍵示意圖



資料來源：公司資料

圖 22：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。

然近期全球貿易秩序受關稅戰打亂影響。當全球貿易不在時，儘管中國短期經濟成長受美國貿易制裁下僅溫和回升，然亞德客以產銷同地以滿足中國內需市場需求，有別於過去其他企業供應鏈移轉出中國產地，有望避開關稅問題脫穎而出。

圖 23：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。	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)	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。	
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

### 調升評等至買進，主因亞德客產銷合一免於關稅戰且持續取得市佔率

有鑑於美中與全球關稅戰興起，全球景氣衰退陰霾籠罩下。本中心認為亞德客所受影響小，主因其具備 **1) 產銷合一能力**。亞德客主要營收 94%來自中國市場，客戶以中資/台商為主且終端市場以滿足內需市場，受關稅影響小；**2) 中國在地化採購趨勢將於關稅戰開打後加速**。亞德客於中國氣動元件市場市佔率第二，僅次於日廠 SMC，其長期耕耘中國市場，員工與高層均為中國在地人，與政府關係密切且長期享政府補貼政策，加以產品性價比高，持續於汽車/電池/太陽能取得市佔率；**3) 中國財政政策刺激內需市場與投資**。中國於 2H24 推出一系列刺激終端消費與企業資本支出措施，本中心認為在關稅戰開打後，中國政府將持續加大政策力道，以內循環方式透過國內需支撐經濟。本中心已見中國自動化需求溫和回溫且企業導入自動化速度加快。綜合上述，本中心以 2025 年 EPS 39.9 元、公司近五年平均本益比 24 倍(較前次 27 倍下調，主因全球總經市場不確定性加劇)，得目標價 960 元，將亞德客上調至買進評等。

圖 24：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	33,402	33,482	36,827	37,157	-0.2%	-0.9%
營業毛利	15,460	15,492	17,040	17,208	-0.2%	-1.0%
營業利益	9,821	9,835	10,898	11,003	-0.1%	-1.0%
稅前利益	10,094	10,090	11,160	11,241	0	-0.7%
稅後淨利	7,975	7,971	8,816	8,880	0.1%	-0.7%
調整後 EPS (元)	39.87	39.85	44.08	44.40	0.1%	-0.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	46.3%	46.3%	46.3%	46.3%	0	0
營業利益率	29.4%	29.4%	29.6%	29.6%	0	0
稅後純益率	23.9%	23.8%	23.9%	23.9%	0.1	0

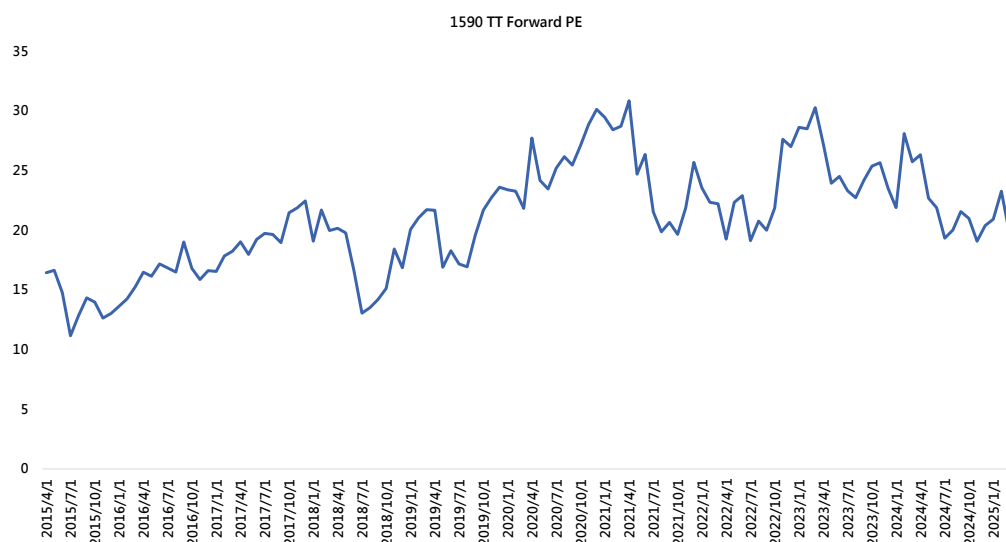
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 25：2025 和 2026 年財務預估與市場差異

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	2025	2026
營業收入	33,402	33,622	36,827	37,674	-0.7%	-2.2%
營業毛利	15,460	15,775	17,040	17,792	-2.0%	-4.2%
營業利益	9,821	10,178	10,898	11,787	-3.5%	-7.5%
稅前利益	10,094	10,388	11,160	11,968	-2.8%	-6.8%
稅後淨利	7,975	8,096	8,816	9,356	-1.5%	-5.8%
調整後 EPS (元)	39.87	40.75	44.08	46.76	-2.1%	-5.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	46.3%	46.9%	46.3%	47.2%	-0.6	-1.0
營業利益率	29.4%	30.3%	29.6%	31.3%	-0.9	-1.7
稅後純益率	23.9%	24.1%	23.9%	24.8%	-0.2	-0.9

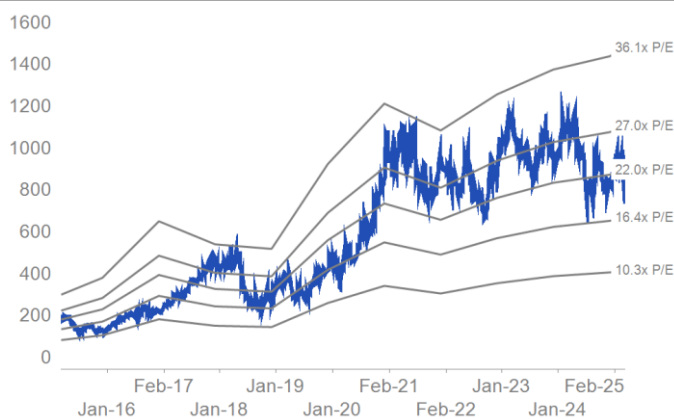
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：10 年預期本益比區間圖(10 年平均 21 倍、5 年平均 24 倍)



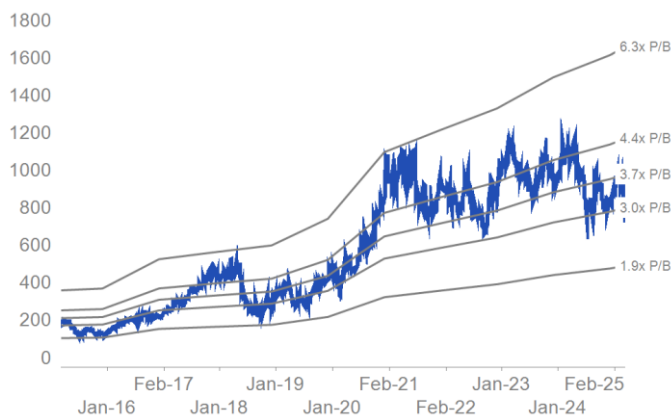
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 27：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 28：12 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 29：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	買進	750.0	4,545	34.83	38.12	39.87	21.5	19.7	18.8	15.8	9.4	4.6
國外同業													
SMC Corp	6273 JP	未評等	46,630	20,899	3,444.6	2,766.9	2,475.0	13.5	16.9	18.8	17.8	(19.7)	(10.6)
THK Co Ltd	6481 JP	未評等	3,193	2,635	150.1	85.2	162.9	21.3	37.5	19.6	(13.1)	(43.3)	91.3
Yaskawa Electric Corp	6506 JP	未評等	2,910	4,844	198.1	193.9	210.8	14.7	15.0	13.8	35.0	(2.1)	8.7
Fanuc Corp	6954 JP	未評等	3,307	21,358	178.6	140.2	150.6	18.5	23.6	22.0	10.3	(21.5)	7.4
國外同業平均								17.0	23.2	18.6	12.5	(21.6)	24.2
國內同業													
Chieftek Precision Co Ltd	1597	未評等	68	203	1.1	1.1	-	60.5	63.3	-	(71.3)	(4.3)	-
Taiwan Chelic Co Ltd	4555	未評等	33	78	(0.5)	(0.9)	0.1	-	-	254.6	-	-	-
Delta Electronics Inc	2308	買進	305	26,084	12.6	12.9	13.6	24.2	23.7	22.5	21.9	2.2	5.4
Hiwin Technologies Corp	2049	買進	199	2,352	12.9	5.8	5.6	15.3	34.5	35.6	23.2	(55.5)	(3.1)
國內同業平均								33.4	40.5	104.2	(8.7)	(19.2)	1.1

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 30：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	買進	750.0	4,545	17.1	16.2	15.4	212.95	235.50	258.34	3.5	3.2	2.9
國外同業													
SMC Corp	6273 JP	未評等	46,630	20,899	14.2	10.0	8.3	26,046	29,195	30,471	1.8	1.6	1.5
THK Co Ltd	6481 JP	未評等	3,193	2,635	5.3	2.8	5.4	2,914.3	3,129.8	2,944.0	1.1	1.0	1.1
Yaskawa Electric Corp	6506 JP	未評等	2,910	4,844	16.2	13.6	13.3	1,329.2	1,527.4	1,654.7	2.2	1.9	1.8
Fanuc Corp	6954 JP	未評等	3,307	21,358	10.8	8.0	8.3	1,690.8	1,796.1	1,834.4	2.0	1.8	1.8
國外同業平均								7,995.2	8,912.3	9,226.2	1.8	1.6	1.5
國內同業													
Chieftek Precision Co Ltd	1597	未評等	68	203	4.1	3.9	6.5	26.9	27.4	-	2.5	2.5	NA
Taiwan Chelic Co Ltd	4555	未評等	33	78	(1.1)	(2.1)	0.3	40.6	40.5	-	0.8	0.8	NA
Delta Electronics Inc	2308	未評等	305	26,084	18.0	16.6	15.5	71.9	76.7	88.6	4.2	4.0	3.4
Hiwin Technologies Corp	2049	買進	199	2,352	13.2	5.2	5.2	98.2	98.9	104.4	2.0	2.0	1.9
國內同業平均								59.4	60.9	96.5	2.4	2.3	2.7

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 31：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024A	FY2025F
營業收入	7,206	8,428	7,381	7,646	8,096	8,785	8,534	7,987	30,660	33,402
銷貨成本	(3,810)	(4,439)	(3,962)	(4,136)	(4,349)	(4,703)	(4,589)	(4,302)	(16,346)	(17,942)
營業毛利	3,395	3,989	3,419	3,510	3,748	4,083	3,945	3,684	14,314	15,460
營業費用	(1,233)	(1,341)	(1,350)	(1,364)	(1,395)	(1,420)	(1,473)	(1,350)	(5,288)	(5,638)
營業利益	2,162	2,648	2,069	2,146	2,352	2,663	2,472	2,334	9,026	9,821
業外利益	165	224	110	110	62	72	74	65	608	273
稅前純益	2,327	2,871	2,179	2,256	2,414	2,735	2,546	2,399	9,634	10,094
所得稅費用	(498)	(611)	(447)	(455)	(507)	(574)	(535)	(504)	(2,010)	(2,120)
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	1,907	2,161	2,011	1,895	7,624	7,975
調整後每股盈餘(NT\$)	9.15	11.31	8.66	9.01	9.54	10.80	10.06	9.48	38.12	39.87
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%	46.3%	46.5%	46.2%	46.1%	46.7%	46.3%
營業利益率	30.0%	31.4%	28.0%	28.1%	29.1%	30.3%	29.0%	29.2%	29.4%	29.4%
稅前純益率	32.3%	34.1%	29.5%	29.5%	29.8%	31.1%	29.8%	30.0%	31.4%	30.2%
稅後純益率	25.4%	26.8%	23.5%	23.6%	23.6%	24.6%	23.6%	23.7%	24.9%	23.9%
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%	5.9%	8.5%	-2.9%	-6.4%		
營業利益	0.3%	22.5%	-21.9%	3.7%	9.6%	13.2%	-7.2%	-5.6%		
稅後純益	7.6%	23.6%	-23.4%	4.0%	5.9%	13.3%	-6.9%	-5.8%		
調整後每股盈餘	7.7%	23.6%	-23.4%	4.0%	5.9%	13.3%	-6.9%	-5.8%		
年增率(%)										
營業收入	4.3%	5.3%	-2.4%	3.9%	12.4%	4.2%	15.6%	4.5%	2.8%	8.9%
營業利益	5.7%	9.1%	-6.7%	-0.5%	8.8%	0.6%	19.5%	8.8%	2.0%	8.8%
稅後純益	12.7%	32.7%	-10.7%	6.0%	4.3%	-4.4%	16.1%	5.2%	9.4%	4.6%
調整後每股盈餘	12.7%	32.7%	-10.7%	6.0%	4.3%	-4.4%	16.1%	5.2%	9.4%	4.6%

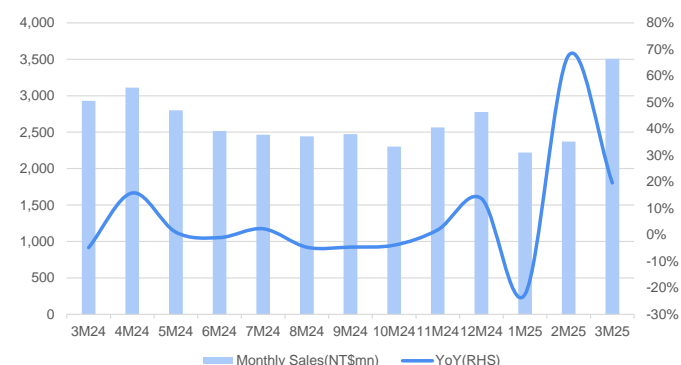
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。



## 公司簡介

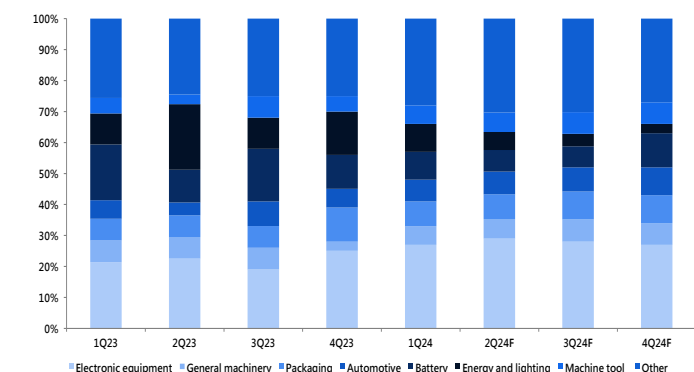
亞德客為專業的氣動處理元件領導廠商，主要從事生產氣動控制元件、氣動執行原件、氣源處理元件及氣動輔助元件之製造及銷售等業務，目前位居中國大陸市場氣動元件前二大品牌。公司透過垂直整合的生產製程提供客戶全方位的氣動應用解決方案。產品應用範圍相當廣泛，包含工具機、自動化生產設備、車輛製造設備及專用機械設備等。1Q25 產品應用別：電子設備 28%、電池 13%、通用機械 5%、包裝機械 8%、汽車製造 10%、能源與照明設備 4%、工具機 7%、其他 26%。

圖 32：月營收



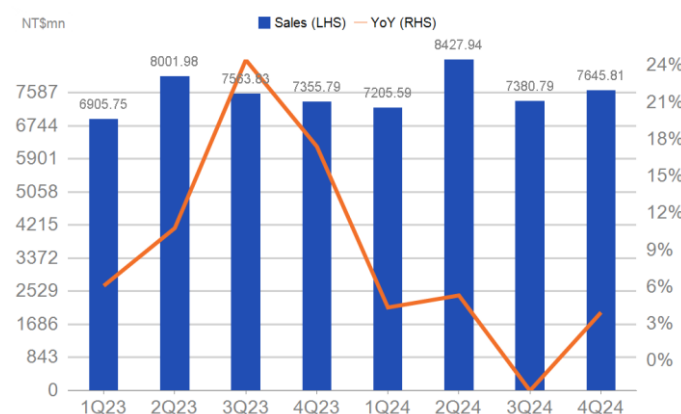
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 33：營收組成



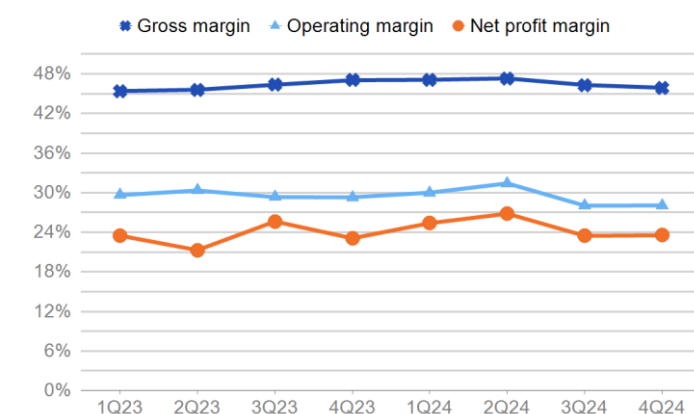
資料來源：公司資料

圖 34：營收趨勢



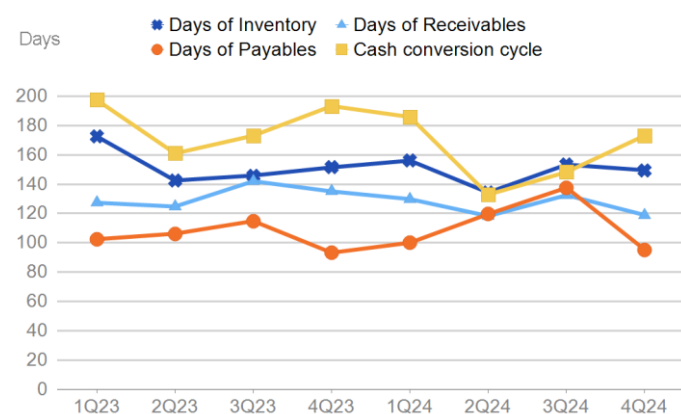
資料來源：CMoney、公司資料

圖 35：毛利率、營益率、淨利率



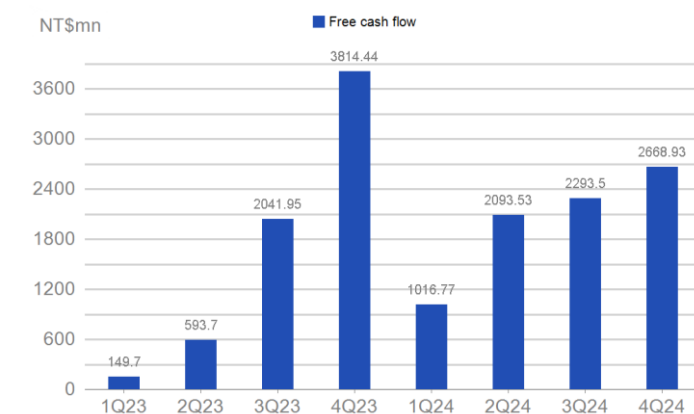
資料來源：CMoney、公司資料

圖 36：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 37：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，在工業設備行業中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，並製定了舉報計劃以解決潛在問題。

圖 38：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)	40	

資料來源：Sustainalytics (2025/4/8)

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	2024A	2025F	2026F
現金與短期投資	6,345	9,192	12,791	14,973	19,261
存貨	7,250	6,528	7,485	7,896	9,066
應收帳款及票據	9,050	9,886	9,578	11,626	11,753
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	35,704	41,287
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	28,829	28,560	29,054	29,025	28,966
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	31,661	31,581
資產總額	54,600	58,049	62,773	67,365	72,869
應付帳款及票據	1,291	1,118	1,332	1,357	1,609
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	15,052	15,303
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	15,692	15,943
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	36,223	41,475
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	51,667	56,919
非控制權益	7	7	6	6	6
股東權益總額	38,933	42,596	47,106	51,674	56,926

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	2024A	2025F	2026F
本期純益	6,013	6,965	7,623	7,975	8,816
折舊及攤提	2,161	2,414	2,335	2,478	2,617
本期營運資金變動	(2,552)	(461)	(435)	(2,434)	(1,045)
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	8,018	10,389
資本支出	(5,589)	(2,447)	(2,812)	(2,585)	(2,538)
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)	(2,585)	(2,538)
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)	(3,564)
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)	(3,564)
匯率影響數	(19)	(11)	0	0	0
本期產生現金流量	1,971	2,846	3,599	2,026	4,287
自由現金流量	(363)	6,600	6,712	5,433	7,851

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	2024A	2025F	2026F
營業收入	26,073	29,827	30,660	33,402	36,827
銷貨成本	(14,180)	(16,072)	(16,346)	(17,942)	(19,786)
營業毛利	11,893	13,755	14,314	15,460	17,040
營業費用	(4,350)	(4,906)	(5,288)	(5,638)	(6,142)
推銷費用	(2,514)	(2,888)	(3,053)	(3,340)	(3,647)
研究費用	(736)	(896)	(1,015)	(1,054)	(1,143)
管理費用	(1,076)	(1,119)	(1,194)	(1,244)	(1,352)
其他費用	(25)	(3)	(25)	0	0
營業利益	7,543	8,849	9,026	9,821	10,898
利息收入	97	129	164	127	134
利息費用	(147)	(187)	(142)	(153)	(152)
利息收入淨額	(51)	(58)	22	(26)	(18)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	184	(113)	351	121	88
其他業外收入(支出)淨額	148	220	177	178	192
稅前純益	7,824	8,897	9,634	10,094	11,160
所得稅費用	(1,811)	(1,932)	(2,010)	(2,120)	(2,344)
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	7,975	8,816
稅前息前折舊攤銷前淨利	10,131	11,498	11,361	12,299	13,515
調整後每股盈餘 (NT\$)	30.07	34.83	38.12	39.87	44.08

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	2024A	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	2.7	14.4	2.8	8.9	10.3
營業利益	(8.2)	17.3	2.0	8.8	11.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	(1.7)	13.5	(1.2)	8.3	9.9
稅後純益	(6.7)	15.9	9.4	4.6	10.5
調整後每股盈餘	(10.6)	15.8	9.4	4.6	10.6
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	30.2	30.3
稅後純益率	23.1	23.4	24.9	23.9	23.9
資產報酬率	11.8	12.4	12.1	11.8	12.1
股東權益報酬率	16.2	17.1	16.2	15.4	15.5
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)	(7.0)	(13.8)
利息保障倍數 (倍)	54.2	48.6	68.8	67.0	74.4
流動比率 (%)	155.7	181.0	206.7	237.2	269.8
速動比率 (%)	107.2	137.0	156.9	184.8	210.6
淨負債 (NT\$百萬元)	4,436	2,189	(1,410)	(3,593)	(7,880)
調整後每股淨值 (NT\$)	194.63	212.95	235.50	258.34	284.60
評價指標 (倍)					
本益比	25.0	21.5	19.7	18.8	17.0
股價自由現金流量比	--	22.7	22.4	27.6	19.1
股價淨值比	3.9	3.5	3.2	2.9	2.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	14.8	13.1	13.2	12.2	11.1
股價營收比	5.8	5.0	4.9	4.5	4.1

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

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股本變動調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

## 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>.