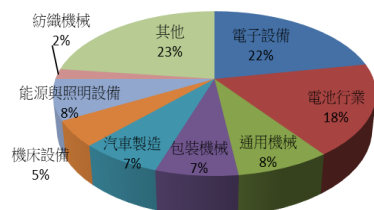


潛在漲幅	10.5%
前日收盤價	1,095.00 元
目標價	1,210.00 元
前次目標價	1,015.00 元
前次評等	增加持股

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,000
市值(億元)	2,190
目前每股淨值(元)	190.09
外資持股比(%)	79.49
董監持股比(%)	4.03

營業比重



個股與大盤走勢(%)



陳曉琪
Angela.chen@ctbcis.com

電機

維持評等

亞德客-KY (1590 TT)

增加持股(Overweight)

公司預期 2Q23 營運開始回溫，全年營收雙位數成長

- 4Q22 獲利小幅低於市場預期，公司預計 2Q23 營運動能回升
- 訂單需求維持健康，產業不確定性持續下降
- 稼動率上升將有利於營利率持穩，公司預期線性滑軌翻倍成長

4Q22 營收小幅季增但獲利不如預期，能源照明和電池應用成長強勁：4Q22 亞德客營收 62.64 億元 (YoY+8.6%, QoQ+3.1%)，毛利率 46.36%(YoY-0.9ppts, QoQ+0.1ppts)，營益率 29.31%(YoY-1.9ppts, QoQ+1.3ppts)，稅後利益 13.42 億元 (YoY-16.4%, QoQ-3.5%)，EPS 6.71 元。低於市場預期的 7.06 元 4.82%。成長幅度最高的應用別為能源照明設備，年增率 150%。其次為電池產業，年增率 32%

公司預期 2Q23 營運動能開始回升，全年營收成長有望達雙位數：受春節使工作天數減少影響，亞德客 1 月份營收 14.6 億 (YoY-25.27%、MoM-29.9%)，但接單持續大於出貨，顯示市場需求仍然健康。春節後亞德客大陸工廠的稼動率約在 100%，公司預估 3 月份後稼動率將回升至大約 110%，並使全年營利率有望持穩在 30% 以上。公司預估 1Q23 營運仍較顯清淡，但在 2Q23 進入傳統旺季後，營運將逐步回溫。展望 2023 全年，公司維持樂觀看法，預計全年營收將呈現 10~20% 的成長。氣動元件產品的部分，公司預期將持續增加市佔率，使營收成長約 10%。線性滑軌產品的部分，公司 2023 年營收目標為 6 億人民幣(約 26.6 億新台幣)，相較於 2022 年的 1.8 億人民幣營收有倍數增長。

產業不確定性進一步下降，公司預期線性滑軌將開始放量：隨著防疫政策解封，中國地區的製造業需求也逐漸復甦，產業的不確定性逐步下降。即便 1Q23 亞德客的營運仍受淡季影響，預期 2023 全年仍將具有雙位數的營收增長，且線性滑軌產線將開始放量。中長期來看，人口結構的改變帶來自動化產業的剛性需求。投顧調整 2023 年和 2024 年預估 EPS 至 35.57 元和 43.18 元。調升目標價為 1210 元，為 2023 年預估 EPS 的 34 倍，為 5 年本益比區間(13~39)的中上緣，維持增加持股評等。

(百萬元)	2019	2020	2021	2022E	2023F	2024F
營業收入淨額	15,896	19,103	25,400	26,073	29,905	35,768
營業毛利淨額	7,426	9,453	12,337	11,892	14,012	16,964
營業利益	4,028	5,964	8,216	7,542	9,264	11,244
稅後純益	2,726	4,845	6,442	6,013	7,113	8,636
稅後 EPS(元)	14.42	25.64	32.21	30.07	35.57	43.18
營業收入 YoY(%)	1.89%	20.17%	32.96%	2.65%	14.70%	19.61%
稅後純益 YoY(%)	-3.98%	77.72%	32.95%	-6.66%	18.29%	21.41%
本益比	31.29	34.20	29.78	30.97	30.79	25.36
本淨比	4.69	7.37	5.71	4.73	4.71	3.97
股息(元)	4.83	9.06	13.38	12.03	16.00	21.59
殖利率(%)	1.07%	1.03%	1.33%	1.29%	1.46%	1.97%
ROE(%)	15.46%	23.83%	22.36%	16.14%	16.57%	17.00%

註：稅後 EPS 以股本 20.00 億元計算

表一、年度財報與預估差異

損益表 (單位：百萬)	2023		2024		預估差異	
	調整前	調整後	調整前	調整後	2023	2024
營業收入	28,823	29,905	34,819	35,768	3.8%	2.7%
營業毛利	13,443	14,012	16,229	16,964	4.2%	4.5%
營業利益	8,744	9,264	10,522	11,244	5.9%	6.9%
稅前純益	8,745	9,250	10,523	11,230	5.8%	6.7%
稅後淨利	6,755	7,113	8,126	8,636	5.3%	6.3%
EPS(元)	33.77	35.57	40.63	43.18	5.3%	6.3%
財務比率(%/百分比)						
毛利率	46.64%	46.86%	46.61%	47.43%	0.2ppts	0.8ppts
營益率	30.34%	30.98%	30.22%	31.44%	0.6ppts	1.2ppts
稅後淨利率	23.43%	23.79%	23.34%	24.14%	0.4ppts	0.8ppts

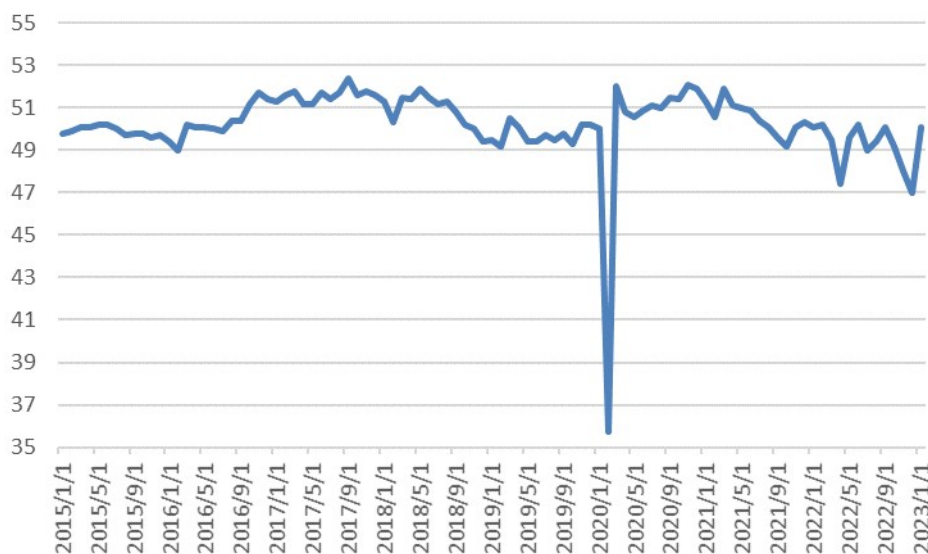
資料來源：中信投顧預估

電池和能源照明應用成長動能高，稼動率上升將有利於營利率持穩：成長動能方面，分應用類別來看，公司預期 2023 年電池產業和能源照明產業的出貨仍將有較高的成長率，這兩個類別與環保節能趨勢有關，具政府政策支持。另外，亞德客近年於汽車產業持續提高市佔率，公司預期待通膨回穩後車用市場進一步復甦，將有利於汽車產業需求成長。電子產業的部分，亞德客的銷量主要來自於廠商在終端產品規格升級時產生的設備更新需求。2021 年和 2022 年消費電子規格升級較少，公司預計 2023 年規格升級將會較前兩年增加，也將有利於氣動元件市場需求回升。獲利能力方面，亞德客 4Q22 營利率為 29.3%，公司預計隨著 3 月份以後稼動率上升，重回到大約 110%，全年的營利率將能持穩在 30% 以上。

線性滑軌產品持續推廣，預計 2023 年銷售金額將倍數成長：在線性滑軌產品上，今年 3 月底產量將達到 20 億人民幣，公司持續進行相關的業務開發。預期在疫情封控政策解封後，業務的推展會更為順利，且中國地區的線性滑軌市場和亞德客的傳統業務氣動元件市場的客戶重疊性高，提供良好的銷售利基。亞德客 2022 年線性滑軌的營收為 1.8 億人民幣，2023 年的銷售目標為 6 億人民幣。公司預期 2023 年線性滑軌產線會維持 60~70% 稼動率，毛利率將會在 40% 左右。但由於營業費用率較低，線性滑軌產線將有利於營業利益率的提升。預計若稼動率提高到 80~90%，毛利率會提升至近 50%。

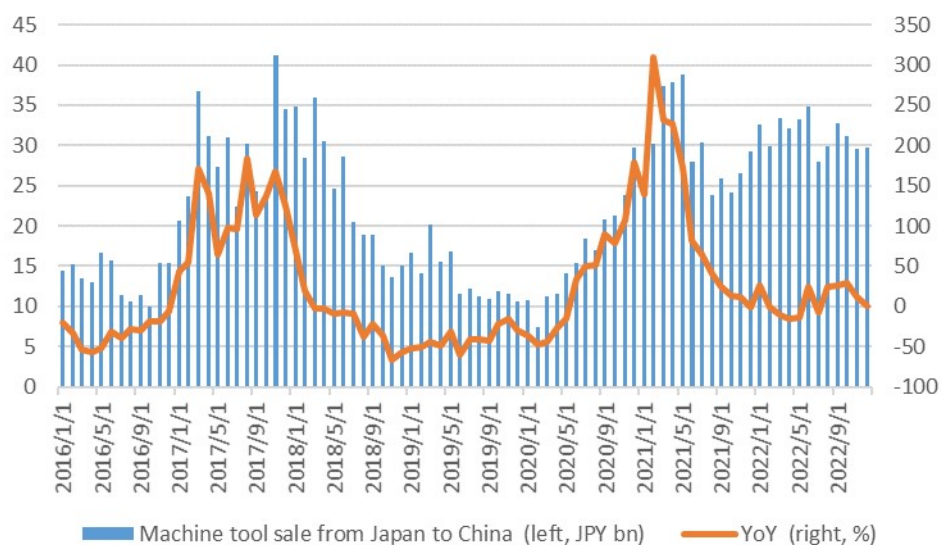
中國防疫解封後經濟數據回暖，市場不確定性進一步降低：中國防疫政策解封後，近期經濟數據也開始回暖，支撐中國市場需求回暖的論調。中國 1 月分製造業 PMI 指數回溫，從上個月的 47.0 提升到 50.1，重回榮枯線之上。(見圖一)中國製造業 PMI 的細項中，生產指數為 49.8(MoM+5.2)、新訂單指數為 50.9(MoM+7.0)，顯示供需狀況同步改善。日本銷陸工具機的數據，金額維持在約 300 億日圓的水準，年對年維持正成長，但 12 月份僅年增 1.3%，增速有所放緩。(見圖二)春節假期後，目前也並未發生疫情大幅反撲或者出現新變異病毒株的情況，中國市場回復的不確定性持續降低。

圖一、中國 PMI 走勢圖



資料來源：彭博、中信投顧彙整

圖二、日本銷往中國的工具機金額和年增率走勢圖



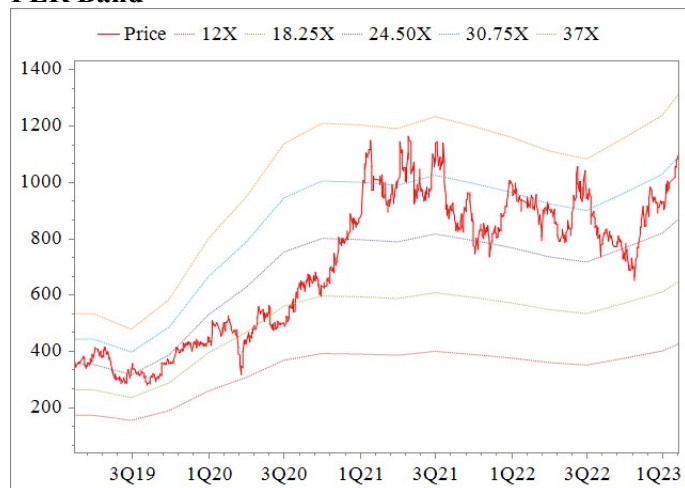
資料來源：Bloomberg, 中信投顧整理

2023/02/09

(百萬元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營業收入	6,509	7,222	6,077	6,264	6,582	8,115	7,653	7,555
營業成本	3,701	3,856	3,263	3,360	3,569	4,216	4,081	4,026
營業毛利	2,808	3,366	2,814	2,904	3,013	3,899	3,572	3,529
營業費用	997	1,174	1,111	1,068	1,033	1,269	1,225	1,222
營業利益	1,811	2,192	1,703	1,836	1,980	2,630	2,347	2,307
營業外收支淨額	380	-120	99	-79	8	-29	14	-6
稅前純益	2,191	2,072	1,802	1,757	1,988	2,601	2,361	2,301
所得稅	513	470	411	415	465	590	539	543
稅後純益	1,678	1,602	1,391	1,342	1,523	2,010	1,822	1,758
稅後 EPS(元)	8.39	8.01	6.96	6.71	7.61	10.05	9.11	8.79
毛利率(%)	43.14%	46.61%	46.31%	46.36%	45.77%	48.04%	46.67%	46.71%
營業利益率(%)	27.82%	30.35%	28.02%	29.31%	30.08%	32.41%	30.67%	30.54%
稅後純益率(%)	25.78%	22.18%	22.89%	21.42%	23.14%	24.77%	23.81%	23.26%
營業收入 QoQ(%)	12.86%	10.96%	-15.86%	3.07%	5.08%	23.29%	-5.69%	-1.29%
稅前純益 QoQ(%)	6.12%	-5.42%	-13.02%	-2.52%	13.15%	30.82%	-9.22%	-2.54%

註：稅後 EPS 以股本 20.00 億元計算

PER Band



資料來源：中信、CMoney

PBR Band



資料來源：CMoney

2023/02/09

資產負債表

(百萬元)	2018	2019	2020	2021	3Q22
資產總計	35,044	39,955	41,431	47,679	52,394
流動資產	14,010	16,742	16,649	19,314	20,894
現金及約當現金	3,888	5,236	4,360	4,374	4,259
應收帳款與票據	4,995	5,000	7,064	7,483	8,536
存貨	4,083	3,153	3,635	5,302	6,942
採權益法之投資	--	--	--	--	--
不動產、廠房設備	18,508	20,260	22,203	24,467	28,409
負債總計	17,935	21,765	18,940	12,527	14,368
流動負債	13,939	16,436	14,739	9,219	13,658
應付帳款及票據	734	812	1,001	1,303	1,033
非流動負債	3,997	5,329	4,201	3,308	709
權益總計	17,109	18,190	22,491	35,152	38,026
普通股股本	1,890	1,890	1,890	2,000	2,000
保留盈餘	9,097	10,868	14,800	19,530	21,525
母公司業主權益	17,099	18,181	22,483	35,144	38,019
負債及權益總計	35,044	39,955	41,431	47,679	52,394

損益表

(百萬元)	2020	2021	2022E	2023F	2024F
營業收入淨額	19,103	25,400	26,073	29,905	35,768
營業成本	9,650	13,063	14,180	15,892	18,805
營業毛利淨額	9,453	12,337	11,892	14,012	16,964
營業費用	3,489	4,121	4,350	4,748	5,720
營業利益	5,964	8,216	7,542	9,264	11,244
EBITDA	7,997	10,199	10,019	11,519	13,499
業外收入及支出	378	168	280	-14	-14
稅前純益	6,343	8,384	7,822	9,250	11,230
所得稅	1,498	1,943	1,809	2,138	2,595
稅後純益	4,845	6,442	6,013	7,113	8,636
稅後 EPS(元)	25.64	32.21	30.07	35.57	43.18
完全稀釋 EPS**	--	--	--	--	--

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 20.00【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 20,000.00 億元計算

現金流量表

(百萬元)	2018	2019	2020	2021	3Q22
營業活動現金	3,964	5,148	4,445	6,320	1,902
稅前純益	3,808	3,702	6,343	8,384	1,802
折舊及攤銷	1,094	1,386	1,548	1,727	554
營運資金變動	-12	1,003	-2,358	-1,783	-405
其他營運現金	-926	-943	-1,088	-2,009	-49
投資活動現金	-5,877	-5,900	-1,154	-5,492	-932
資本支出淨額	-5,207	-3,146	-2,931	-5,128	-1,182
長期投資變動	-613	-2,584	1,954	-320	250
其他投資現金	-57	-170	-177	-44	0
籌資活動現金	3,685	2,042	-4,076	-794	-1,229
長借/公司債變動	1,459	1,890	-1,067	-767	0
現金增資	0	0	0	7,873	0
發放現金股利	-1,353	-955	-913	-1,712	-1,977
其他籌資現金	3,580	1,107	-2,096	-6,189	748
淨現金流量	1,871	1,348	-876	14	-279
期初現金	2,017	3,888	5,236	4,360	4,537
期末現金	3,888	5,236	4,360	4,374	4,259

資料來源：中信、CMoney

比率分析

(百萬元)	2020	2021	2022E	2023F	2024F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	20.17%	32.96%	2.65%	14.70%	19.61%
營業毛利淨額	27.30%	30.50%	-3.60%	17.82%	21.06%
營業利益	48.07%	37.75%	-8.20%	22.82%	21.37%
稅後純益	77.70%	32.97%	-6.66%	18.29%	21.41%
獲利能力分析(%)					
毛利率	49.49%	48.57%	45.61%	46.86%	47.43%
EBITDA(%)	41.86%	40.15%	38.43%	38.52%	37.74%
營益率	31.22%	32.35%	28.93%	30.98%	31.44%
稅後純益率	25.36%	25.36%	23.06%	23.79%	24.14%
ROE(%)	23.83%	22.36%	16.14%	16.57%	17.00%

投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy (B)	預期未來三~六個月潛在報酬率> +20%
增加持股	Overweight (OW)	預期未來三~六個月潛在報酬率+10%~ +20%
中立	Neutral (N)	預期未來三~六個月潛在報酬率-10%~ +10%
降低持股	Underweight (UW)	預期未來三~六個月潛在報酬率-10%~ -20%
賣出	Sell (S)	預期未來三~六個月潛在報酬率< -20%
未評等	Not Rated (NR)	

免責聲明

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱“中信金集團”）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。