



中立(維持評等)

出刊緣由：財報公告

與前次比較：	上次	本次
評等	中立	中立
目標價	730.0	1200.0
EPS	29.30 (2023F)	38.8 (2024F)
收盤價	664.00	1095.0
大盤指數	12729.05	15618.18

前次評等日期: 2022/10/27

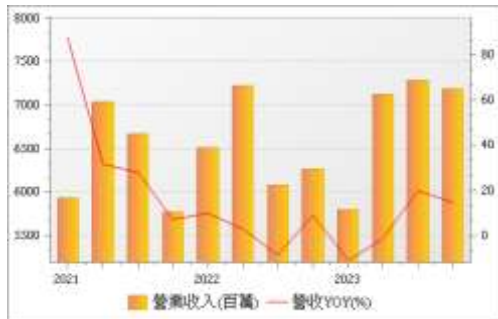
市值(億)	2190.0
股本(億)	20.000000
三個月平均成交金額(億)	6.55
淨負債/股東權益	37.78
董監持股比例	4.03
外資持股比例	79.48
投信持股比例	1.37

個股與大盤走勢



	近一個月	近三個月	近半年	近一年
加權指數報酬率	8.7	17.0	4.0	-13.1
個股股價報酬率	19.4	33.5	39.9	20.0

營收走勢圖



研究員/張榮森 JIN710130@uni-psg.com

電機機械

亞德客-KY (1590.TT)

營運逐漸回溫，惟股價提前反應中國解封利多

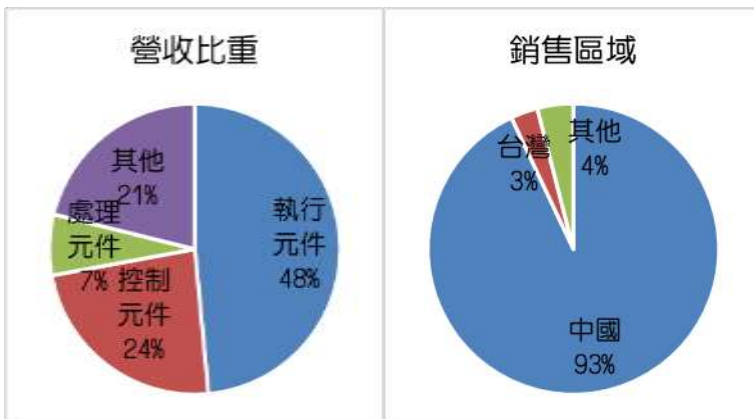
亞德客-KY 公告 4Q22 財報，由於固定成本和費用率提高、業外認列匯損，稅後 EPS 為 6.71 元，衰退 16%YOY，低於市場平均預估的 7.11 元。亞德客表示 1Q23 在中國解封的需求恢復後，2Q23 客戶將逐漸回補庫存，2023 年中國氣動元件市場將恢復正常。在亞德客持續擴大市占率下，公司成長性會高於產業 10%，加上新業務線性滑軌的貢獻，2023 年營運目標：營收成長雙位數、營益率 30%以上、線軌營收倍增至 6 億元人民幣。整體來看，雖然中國解封後的經濟復甦將帶動亞德客的營運回溫，但全球經濟衰退的風險仍在，因此保守預估亞德客 2023-2024 年稅後 EPS 分別為 31.3 元(原預估 29.3 元)、38.8 元，由於上次法說會時，已透露 3Q22 是營運谷底，而股價也提前反應其營運回溫，目前評價高達 28 倍 PER(以 2024 年 EPS 計算)，已經回到過往營運上升週期的評價區間上緣(30 倍 PER)，評價合理，看法中性。

重點摘要：

1. 亞德客為中國第二大氣動元件廠商

亞德客國際集團成立於1989年，為中國第二大、全球第七大的氣動元件廠商，主要生產氣動控制元件、氣動執行元件、氣源處理元件及氣動輔助元件。並以「AirTAC」自有品牌銷售於大中華地區，中國氣動市場市占率約25%(僅次於日本SMC的34%)。產品主要應用於電子設備業、電池產業、通用機械、包裝機械、汽車製造等產業。2021年營收比重：執行元件48%、控制元件24%、氣源處理元件7%、其他21%；銷售區域：中國93%、台灣3%、其他4%。

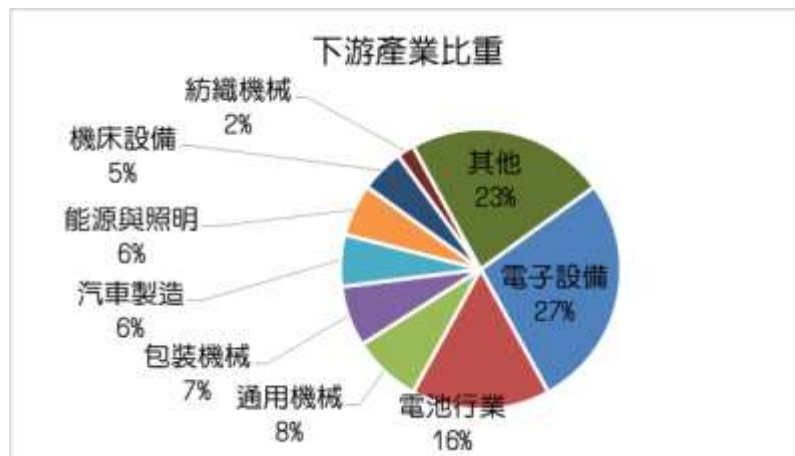
圖 1：亞德客 2021 年營收、銷售區域比重



資料來源：亞德客，統一投顧整理



圖 2：亞德客 2022 年前三季下游應用比重



資料來源：亞德客，統一投顧整理

生產基地位於：台灣台南、中國廣東佛山、浙江寧波。台灣台南廠：主要生產電磁閥、小尺寸線性滑軌、特殊規格氣缸和氣源處理產品等，內銷台灣。中國廣東佛山廠：主要生產電磁閥、氣動閥、手動閥、手拉閥、機械閥、節流閥等。中國浙江寧波廠：主要生產氣缸及氣源處理產品、大尺寸線性滑軌等。

2. 固定成本和費用提高下，4Q22獲利低於市場預期

亞德客-KY公告4Q22財報，由於去年同期有中國拉匣限電壓低基期，因此4Q22營收62.65億元，成長9%YOY。不過由於固定成本和費用率提高，4Q22營益率年減1.9個百分點至29.3%，同時業外認列人民幣（兌美元）匯率升值的匯損（0.6億元），稅後EPS為6.71元，衰退16%YOY，低於市場平均預估的7.11元，表現較不理想。累計2022年營收260.74億元，成長3%YOY，稅後EPS為30.07元，衰退7%YOY。

4Q22下游應用產業的營收占比（YOY）：電子設備22%(+3%YOY)、電池行業18%(+32%YOY)、通用機械8%(+23%YOY)、包裝機械7%(-2%YOY)、汽車製造7%(+28%YOY)、機床設備5%(+17%YOY)、能源與照明8%(+150%YOY)、紡織機械2%(-13%YOY)。

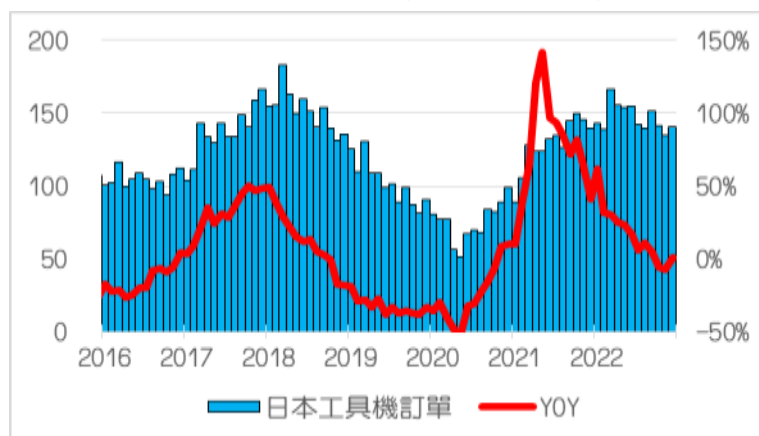
3. 日本工具機訂單YOY仍在下降趨勢，但中國因封控解除而開始復甦

觀察日本工具機訂單狀況，日本工具機工業會(JMTBA)公佈2022年12月份的日本工具機訂單總額（終值）為1405.4億日圓，成長0.9%YOY，YOY仍在下降趨勢中。



JMTBA表示，受全球升息趨勢影響，讓借貸成本提高、終端消費下滑，因此企業對設備投資的意願將較為保守，預估2023年工具機訂單金額將衰退9%YOY至1.6兆日圓，結束連續三年的成長。不過，仍有部份產業的需求有較高的成長性，如碳中和趨勢下的電動車和再生能源產業、解決人力不足問題的自動化產業、先前因疫情和晶片短缺而遞延推出新車款的汽車產業等。

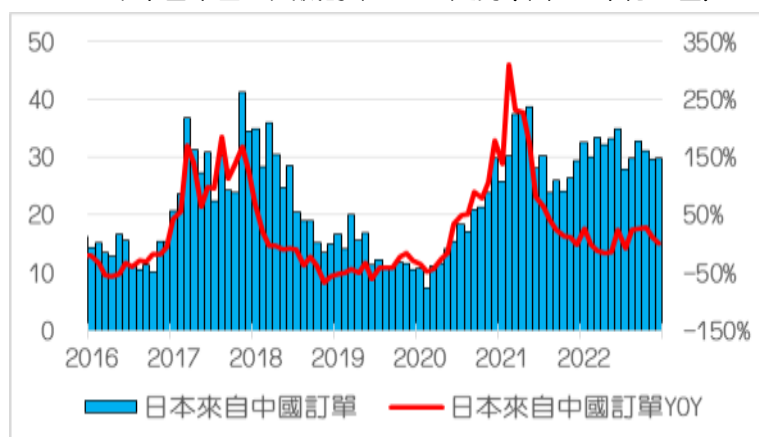
圖 3：日本工具機訂單、YOY 走勢(單位：十億日圓)



資料來源：BLOOMBERG，統一投顧整理

中國市場方面，2022年12月份日本來自中國的工具機訂單金額297.1億日圓，成長1.3%YOY，YOY在橫盤上下整理階段。此外，從中國製造業PMI指數來看，2023年1月份PMI綜合指數月增3.1至50.1、生產指數月增5.2至49.8、新訂單指數月增7.0至50.9。整體中國製造業景氣在2022年12月解除防疫封控政策後，市場預期經濟活動將快速復甦，但研究部認為，目前需求主要來自季節性的拉貨力道，仍需留意全球經濟衰退的風險。

圖 4：日本來自中國工具機訂單、YOY 走勢(單位：十億日圓)



資料來源：BLOOMBERG，統一投顧整理

圖 5：中國製造業 PMI 指數走勢



資料來源：BLOOMBERG，統一投顧整理

4. 1Q23營運仍淡，預期2Q23中國解封將帶動需求回溫

營運近況方面，亞德客1月份營收14.58億元，衰退30%MOM、衰退25%YOY，表現符合預期。營收衰退，主要是工作天數較少、下游客戶提早放年假導致出貨較低。下游應用中，成長較大的產業主要是電池產業、能源與照明設備。中國東莞和寧波廠在農曆年後回工率達98%，目前氣動元件的產能利用率約100%，在2Q23進入傳統旺季下，產能利用率將提高至110%。2022年底庫存周轉天數約150天，已經回到過去正常水準。

展望未來，亞德客表示1月份接單金額持續高於出貨，預期1Q23在中國解封的需求恢復後，2Q23客戶將逐漸回補庫存，2023年中國氣動元件市場將恢復正常、成長個位數。在亞德客持續擴大市占率下，公司成長性會高於產業10%，加上新業務線性滑軌的貢獻，公司對2023年看法樂觀，營運目標：營收成長雙位數、營益率30%以上。

預估亞德客1Q23營收57.97億元，衰退11%YOY，在營收規模縮小、去年同期業外匯兌利益拉高基期下，稅後EPS僅6.23元，衰退26%YOY，獲利將連續四季衰退。



5. 2023年線軌營收目標要倍增至6億元人民幣

線性滑軌方面，現階段產品品項已達全產業品項的50%，在台灣生產小尺寸線性滑軌、在中國寧波生產大尺寸線性滑軌。亞德客認為價格競爭力（比同業便宜20-30%）和更短交期將有助接單。目前線軌產能在2022年底為10億元人民幣，預計2023年3月份將增加至20億元人民幣。先前受疫情拖累，線軌業務拓展進度不如預期，2022年線軌營收僅1.8億元人民幣，在中國解封恢復經濟活動下，2023年目標要倍增至6億元人民幣。如果線軌的產能利用率到80-90%，毛利率將達45-50%，預估2023年利用率約50-70%，毛利率約40%。

6. 全球經濟衰退風險仍在，評價已提前反應營運回溫

整體來看，雖然中國解封後的經濟復甦將帶動亞德客的營運回溫，但全球經濟衰退的風險仍在，因此保守預估亞德客2023-2024年營收分別為273.8億元、314.8億元，分別成長5%、15%YOY，稅後EPS分別為31.3元（原預估29.3元）、38.8元，分別成長4%、24%YOY。由於亞德客在上次（10月底）法說會時，已經透露3Q22就是營運谷底，而股價也提前反應其營運回溫，目前評價高達28倍PER（以2024年EPS計算），已經回到過往營運上升週期的評價區間上緣（30倍PER），評價合理，看法中性。



12 month Forward PE bands



12 month Forward PB bands



簡明損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2023F
營業收入	6,509	7,222	6,077	6,265	5,797	7,121	7,280	7,180	26,074	27,378	31,481
營業毛利	2,808	3,366	2,814	2,905	2,605	3,325	3,419	3,350	11,893	12,699	14,984
營業費用	997	1,174	1,111	1,069	970	1,159	1,186	1,170	4,351	4,485	4,840
營業利益	1,811	2,192	1,703	1,836	1,635	2,166	2,233	2,181	7,542	8,215	10,144
業外收支	380	-120	99	-77	-38	-16	-15	-18	282	-86	-86
稅前純益	2,191	2,072	1,802	1,759	1,598	2,150	2,218	2,163	7,824	8,129	10,077
稅後純益	1,678	1,602	1,391	1,342	1,230	1,656	1,708	1,665	6,013	6,259	7,760
EPS	8.39	8.01	6.96	6.71	6.15	8.28	8.54	8.33	30.07	31.30	38.80
重要比率											
毛利率	43.1	46.6	46.3	46.4	44.9	46.7	47.0	46.7	45.6	46.4	47.6
費用率	15.3	16.3	18.3	17.1	16.7	16.3	16.3	16.3	16.7	16.4	15.4
營益率	27.8	30.4	28.0	29.3	28.2	30.4	30.7	30.4	28.9	30.0	32.2
淨利率	25.8	22.2	22.9	21.4	21.2	23.3	23.5	23.2	23.1	22.9	24.7
QoQ											
營業收入	12.9	11.0	-15.9	3.1	-7.5	22.8	2.2	-1.4			
營業毛利	3.0	19.9	-16.4	3.2	-10.3	27.6	2.8	-2.0			
營業利益	0.6	21.0	-22.3	7.8	-10.9	32.5	3.1	-2.3			
稅前純益	6.1	-5.4	-13.0	-2.4	-9.2	34.5	3.2	-2.5			
稅後淨利	4.5	-4.6	-13.2	-3.5	-8.3	34.6	3.1	-2.5			
YoY											
營業收入	9.7	2.7	-8.8	8.6	-10.9	-1.4	19.8	14.6	2.7	5.0	15.0
營業毛利	-2.4	-2.6	-14.2	6.6	-7.2	-1.2	21.5	15.3	-3.6	6.8	18.0
營業利益	-8.3	-9.1	-16.1	2.0	-9.7	-1.2	31.1	18.8	-8.2	8.9	23.5
稅前純益	14.5	-10.9	-13.4	-14.8	-27.0	3.8	23.1	23.0	-6.7	3.9	24.0
稅後淨利	16.0	-10.4	-13.1	-16.4	-26.7	3.4	22.8	24.1	-6.7	4.1	24.0

資料來源：公司資料及統一投顧預估



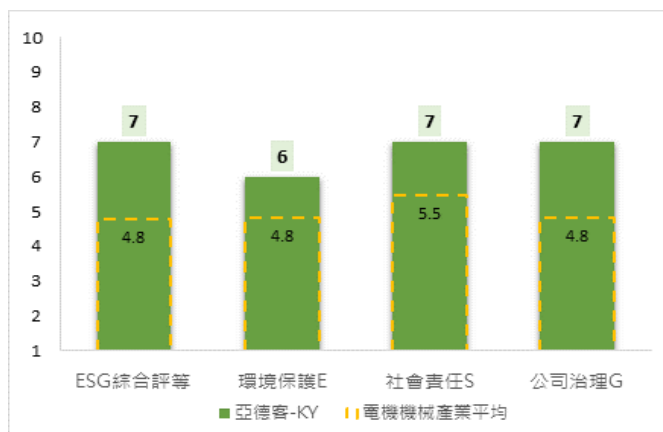
ESG 永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating



CMoney ESG Rating	E 環境保護 Rating	S 社會責任 Rating	G 公司治理 Rating
6 / 10	6 / 10	4 / 10	7 / 10

交易所產業分類排名	交易所公司治理評鑑	永續報告書連結
16 / 96		https://as-tw.airtac.com/download.aspx?c_kind=11&c_kind2=551



資料來源：交易所、CMoney 及統一投顧整理

溫室氣體盤查數據

年度	排放總量(公噸)	範疇一(公噸)	範疇二(公噸)
2021	133,356	8,227	125,129
2019	732,111	153,110	579,001
2018	642,790	89,618	553,172

企業用水量盤查數據

年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	852,140	--	--
2019	未揭露	--	--
2018	未揭露	--	--

員工人數與福利

年度	員工人數(人)	員工人數增減(人)	福利費用(千)
2022	--	--	--
2021	9,158	1,174	6,070,302
2020	7,984	1,318	4,444,467

股權控制情形

年度	席次控制權(%)	股份控制權(%)	股權集中度
2022	0	10	0
2021	0	11	0
2020	0	11	0

交易所公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊透明度	落實 企業社會責任
2022	21%至 35%	B+	0.20	0.33	0.26	0.21
2021	36%至 50%	B	0.19	0.34	0.26	0.21
2020	36%至 50%	B	0.20	0.35	0.24	0.21

資料來源：交易所、CMoney 及統一投顧整理



附錄一：評等之標準

評等	定義
強力買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬超過 25%以上
買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬 10%以上
中立	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10%~-10%
降低持股	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 (-10%) 以下
未評等	沒有足夠的基本資料判斷該公司評等

附錄二：免責宣言

© 2010 統一投資顧問股份有限公司版權所有。本公司提供之報告內容係根據本公司認可之資料來源，並基於特定日期所做之判斷，但不保證其完整性或正確性，報告中所有的意見及預估，如有變更恕不另行通知。

本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶做為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見，不構成任何買賣有價證券或其他投資標的之要約、宣傳或引誘等事項。對於本投資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財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。本投資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。本投資報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。本投資報告並非（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。本投資報告內容屬統一投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。



服務據點

台北

統一綜合證券股份有限公司

電話：886-2-2747-8266

地址：台北市松山東興路 8 號 1 樓

台北

統一證券投資顧問股份有限公司

電話：886-2-2748-8399

地址：台北市松山東興路 8 號 3 樓

香港

統一證券(香港)有限公司

電話：852-2956-3330

地址：香港中環德輔道中 199 號無限極廣場 26 樓 2603-6 室