

喬山

(1736.TW/1736 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 July 11 (NT\$)	76.20
12 個月目標價 (NT\$)	104.0
前次目標價 (NT\$)	90.00
調升 (%)	15.6
上漲空間 (%)	36.5

焦點內容

受惠於主要客戶訂單動能強勁，管理層預期 3Q23 起產能可望超載；據此我們相信 3Q-4Q23 營收將呈連續季增態勢。我們認為營收及獲利上檔將為接下來旺季之股價催化劑。我們維持「增加持股」評等，並上調目標價至 104 元，基於 20 倍 2024 年每股盈餘預估。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	23.14 / 736
流通在外股數 (百萬股)：	303.6
外資持有股數 (百萬股)：	22.07
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.62
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	51.00 –85.10

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	10.3	9	44.3
相對表現 (%)	4.1	-5.6	26.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.27A	(1.36)A	0.74A	1.76A
2023	(2.14)A	0.07F	1.00F	3.16F
2024	(0.22)F	0.51F	1.63F	3.32F

股價圖



資料來源：TEJ

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

凱基投顧

劉晨恩

886 2 2181 8035

tseen.liu@kgi.com

高政修

886 2 2181 8735

allen.gao@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

3Q-4Q23 營收將呈連續季增態勢

重要訊息

我們與喬山更新公司營運近況。受惠於主要客戶訂單動能強勁，管理層預期 3Q23 起產能可望超載；據此我們相信 3Q-4Q23 營收將呈連續季增態勢。

評論及分析

2Q23 營運有望由虧轉盈。受惠主要客戶 Planet Fitness (PLNT US, US\$69.2, 增加持股) 淡季拉貨需求較預期強勁，喬山 2Q23 營收強勁強勁，年增 32%、季增 23%至 86 億元，超前我們預估 13%。產品別方面，商用健身器材為亮點所在，為年增 40%，部分抵銷自家用產品與日系按摩椅事業之 5%成長、31%衰退。加上管理層對毛利率改善與營業費用節制之預期，我們將 2Q23 營益率預估從先前的-0.2%上修至 0.3%，季增 8.7、年增 11.7 個百分點，這將推動營運由 1Q23 每股損失 2.14 元扭轉為 2Q23 每股盈餘 0.07 元。

3Q-4Q23 營收將連續季增。喬山看見歐美平價健身房訂單動能強勁，並預期在 3Q23 產能利用率可能達滿載之狀況下，台灣及上海廠應將展開加班，對比當前稼動率約 90%。我們預期 3Q23 營收將年增 15%、季增 7%，而 4Q23 營收將進一步年增 9%、35%季增至 125 億元。由於喬山在商用客戶滲透率持續提升（如其自估 2023 年將供應 SmartFit (巴西) 健身器材需求近 75%，較 2022 年 65%上揚），我們相信公司長期市佔率擴張題材無虞。我們估計 2023-25 年營收將延續年複合成長率 9%，超前產業平均的中高個位數成長。

獲利上升循環至 2024 年。鑒於平價健身房領導廠商 Planet 與 Basic-Fit (荷) 之會員數量穩健成長將支撐新展店及設備更換需求（圖 5 至 8），我們相信產業上升週期將延伸至 2024 年。我們現估 2023 年獲利將年增 48%至每股盈餘 2.09 元，其中，3Q23 與 4Q23 將分別貢獻每股盈餘 1.00、3.16 元。展望 2024 年，我們預期每股盈餘將達 5.28 元，年增 149%。

投資建議

喬山過去一個月股價已上漲 12%，超前大盤 12%。我們認為營收及獲利上檔將為接下來旺季之股價催化劑。我們維持「增加持股」評等，並上調目標價至 104 元，基於 20 倍 2024 年每股盈餘預估。

投資風險

商用產品需求復甦放緩、市場競爭加劇。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	30,779	33,613	37,409	40,401	43,149
營業毛利 (NT\$百萬)	13,906	14,606	17,955	19,799	21,233
營業利益 (NT\$百萬)	154	(215)	1,080	2,079	2,487
稅後淨利 (NT\$百萬)	38	429	633	1,586	1,994
每股盈餘 (NT\$)	0.13	1.42	2.09	5.22	6.57
每股現金股利 (NT\$)	0.50	0.60	1.00	2.50	3.00
每股盈餘成長率 (%)	(94.4)	1024.5	47.1	150.4	25.7
本益比 (x)	604.4	53.8	36.5	14.6	11.6
股價淨值比 (x)	2.7	2.4	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA (x)	31.4	36.3	11.7	7.9	6.7
淨負債比率 (%)	129.8	137.8	118.8	81.3	59.3
殖利率 (%)	0.7	0.8	1.3	3.3	3.9
股東權益報酬率 (%)	0.4	4.8	6.6	15.5	17.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q-3Q23 財測修正暨市場預估

百萬元	2Q23F					3Q23F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	8,643	7,667	12.7	22.9	31.6	9,268	9,175	1.0	7.2	15.4
毛利	4,079	3,619	12.7	24.7	54.8	4,486	4,441	1.0	10.0	28.3
營業利益	26	(15)	-	-	-	436	528	(17.4)	1,580.0	-
稅前淨利	32	(13)	-	-	-	403	503	(20.0)	1,151.8	3,813.9
稅後淨利	20	(17)	-	-	-	304	368	(17.2)	1,440.8	36.3
每股盈餘 (元)	0.07	(0.06)	-	-	-	1.00	1.21	(17.2)	1,440.8	36.3
毛利率 (%)	47.2	47.2	0.0 ppts	0.7 ppts	7.1 ppts	48.4	48.4	0.0 ppts	1.2 ppts	4.8 ppts
營業利益率 (%)	0.3	(0.2)	0.5 ppts	8.7 ppts	11.7 ppts	4.7	5.8	(1.1)ppts	4.4 ppts	6.1 ppts
淨利率 (%)	0.2	(0.2)	0.4 ppts	9.4 ppts	6.5 ppts	3.3	4.0	(0.7)ppts	3.1 ppts	0.5 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：4Q-1Q24 財測修正暨市場預估

百萬元	4Q23F					1Q24F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	12,462	12,177	2.3	34.5	8.5	8,026	7,285	10.2	(35.6)	14.1
毛利	6,119	5,979	2.3	36.4	14.7	3,917	3,555	10.2	(36.0)	19.8
營業利益	1,209	950	27.3	177.5	46.3	(72)	153	-	-	-
稅前淨利	1,209	1,025	18.0	200.1	65.5	(62)	190	-	-	-
稅後淨利	956	818	16.9	214.3	79.0	(67)	138	-	-	-
每股盈餘 (元)	3.16	2.70	16.9	214.3	79.0	(0.22)	0.45	-	-	-
毛利率 (%)	49.1	49.1	0.0 ppts	0.7 ppts	2.7 ppts	48.8	48.8	0.0 ppts	(0.3)ppts	2.3 ppts
營業利益率 (%)	9.7	7.8	1.9 ppts	5.0 ppts	2.5 ppts	(0.9)	2.1	(3.0)ppts	(10.6)ppts	7.5 ppts
淨利率 (%)	7.7	6.7	1.0 ppts	4.4 ppts	3.0 ppts	(0.8)	1.9	(2.7)ppts	(8.5)ppts	8.4 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

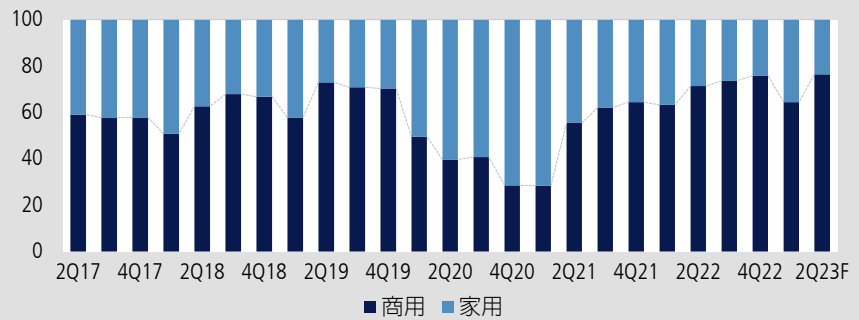
圖 3：2023-25 年財測修正暨市場預估

百萬元	2023F				2024F				2025F	
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	37,409	36,010	3.9	11.3	40,401	38,197	5.8	8.0	43,149	6.8
毛利	17,955	17,310	3.7	22.9	19,799	18,721	5.8	10.3	21,233	7.2
營業利益	1,080	1,420	(23.9)	-	2,079	2,172	(4.3)	92.4	2,487	19.6
稅前獲利	927	1,342	(30.9)	205.5	2,088	2,273	(8.2)	125.1	2,647	26.8
稅後淨利	633	1,018	(37.8)	47.6	1,586	1,737	(8.7)	150.4	1,994	25.7
每股盈餘 (元)	2.09	3.35	(37.8)	47.6	5.22	5.72	(8.7)	150.4	6.57	25.7
毛利率 (%)	48.0	48.1	(0.1)ppts	4.5 ppts	49.0	49.0	(0.0)ppts	1.0 ppts	49.2	0.2 ppts
營業率 (%)	2.9	3.9	(1.1)ppts	3.5 ppts	5.1	5.7	(0.5)ppts	2.3 ppts	5.8	0.6 ppts
淨利率 (%)	1.7	2.8	(1.1)ppts	0.4 ppts	3.9	4.5	(0.6)ppts	2.2 ppts	4.6	0.7 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4：喬山商用事業市占率提升

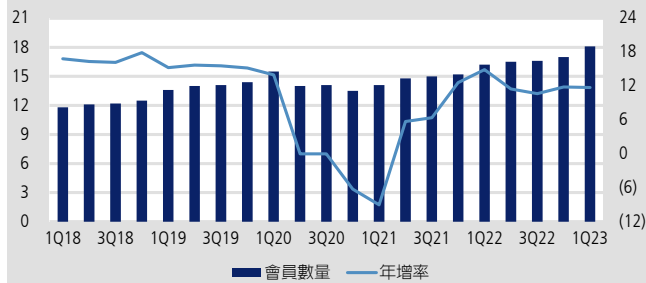
北美營收佔比－以終端使用者區分，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：Planet Fitness 會員成長

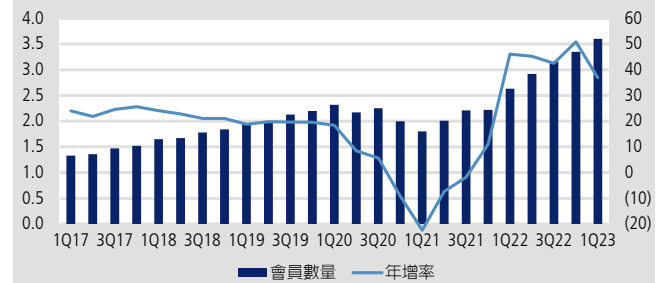
會員數，百萬（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Planet Fitness；凱基

圖 6：Basic-Fit 會員增長

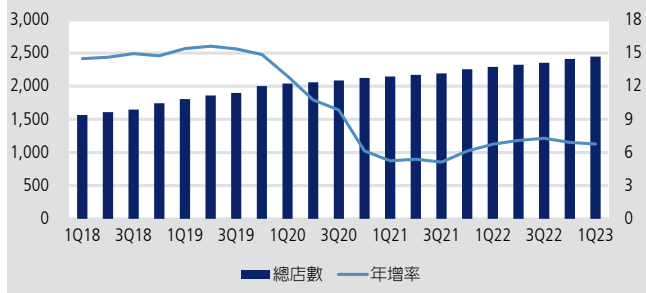
會員數，百萬（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Basic-Fit；凱基

圖 7：Planet Fitness 店數增加

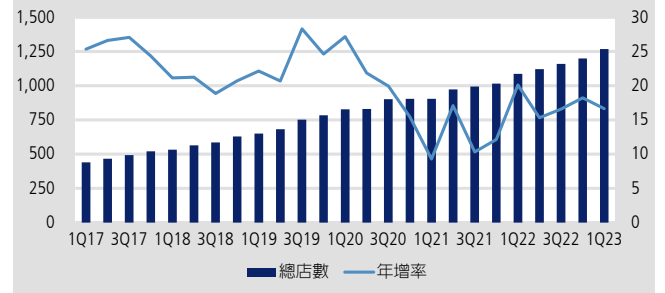
店數，店（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Planet Fitness；凱基

圖 8：Basic-Fit 持續擴大版圖

店數，店（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Basic-Fit；凱基

圖 9：同業評價比較

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	EV/EBITDA		P/S			每股盈餘(當地貨幣)			本益比(倍)		營業利益率(%)			股價表現(%)			
				2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	3M	6M	12M	YTD
星球健身公司	PLNT US	6,176	69.24	19.6	17.4	6.6	5.9	5.3	1.18	1.66	1.98	41.7	34.9	24.6	27.2	28.3	(12.5)	(17.8)	(3.5)	(12.1)
Xponential Fitness Inc	XPOF US	941	18.98	15.2	11.6	3.8	3.1	2.7	0.08	0.51	1.19	37.2	16.0	6.2	14.4	27.2	(40.1)	(27.7)	45.9	(17.2)
基本健身公眾有限公司	BFIT NA	2,496	34.36	9.9	8.2	2.9	2.1	1.7	(0.06)	0.87	1.52	39.3	22.6	7.0	12.1	14.7	(6.7)	19.6	(8.1)	40.4
健身房集團公開有限公司	GYM LN	211	91.80	9.8	8.9	0.9	0.8	0.8	(0.11)	(0.05)	(0.03)	N.M.	N.M.	(1.3)	4.6	6.8	6.0	(27.6)	(51.2)	(15.8)
Smartfit Escola de Ginastica	SMFT3 BZ	416	21.95	10.2	7.8	4.4	3.1	2.6	(0.15)	0.52	0.95	42.5	23.1	8.8	14.4	18.4	55.9	47.9	114.6	61.5
Leejam Sports Co JSC	LEEJAM AB	1,997	143.00	11.1	10.1	7.0	6.2	5.6	4.91	5.74	6.47	24.9	22.1	29.7	30.2	30.1	37.5	66.1	57.5	70.2
Curves Holdings Co Ltd	7085 JP	500	749.00	12.1	10.6	2.6	2.3	2.1	24.20	28.45	37.50	26.3	20.0	10.0	13.1	15.4	(4.5)	(12.1)	9.3	(13.5)
Fast Fitness Japan Inc	7092 JP	181	1,356.00	N.A.	N.A.	1.9	1.8	1.7	91.05	95.80	95.70	14.2	14.2	22.5	22.9	18.4	(14.8)	18.3	(2.3)	16.5
Rizap集團公司	2928 JP	689	174.00	N.A.	N.A.	0.6	N.A.	N.A.	3.83	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.2	N.A.	N.A.	8.1	23.4	18.4	24.3
Central Sports Co Ltd	4801 JP	192	2,351.00	N.A.	N.A.	0.7	N.A.	N.A.	137.52	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.8	N.A.	N.A.	(4.9)	(1.6)	(6.0)	(2.9)
Renaissance Inc	2378 JP	138	905.00	N.A.	N.A.	0.5	N.A.	0.4	27.19	N.A.	9.50	N.A.	95.3	2.5	N.A.	2.3	(2.0)	3.3	(3.8)	3.0
柏文	8462 TT	403	159.00	N.A.	N.A.	3.5	N.A.	N.A.	0.95	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.0	N.A.	N.A.	8.7	29.9	23.4	34.3
派樂騰健康科技公司	PTON US	2,973	8.39	N.M.	N.M.	0.8	1.1	1.2	(8.77)	(3.56)	(0.89)	N.M.	N.M.	(76.3)	(37.4)	(7.9)	(27.0)	(22.5)	(5.9)	5.7
健身房同業平均				12.6	10.7	2.8	2.9	2.4				31.1	32.2				0.3	7.6	14.5	14.9
喬山健康	1736 TT	739	76.20	10.6	7.7	0.7	0.6	0.6	1.42	2.09	5.22	36.5	14.6	(0.6)	2.9	5.1	10.3	9.0	44.3	9.6
力山	1515 TT	227	39.25	N.A.	N.A.	1.6	N.A.	N.A.	(1.65)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	24.4	21.9	24.0	34.2	31.1	31.5	31.3
岱宇國際	1598 TT	198	38.85	N.A.	N.A.	0.9	N.A.	N.A.	(0.61)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	19.5	18.7	20.4	(10.3)	(3.1)	(2.0)	(2.2)
泰諾健有限公司	TGYM IM	1,830	8.26	8.9	7.7	2.3	2.1	1.9	0.32	0.39	0.46	21.1	17.9	10.7	11.9	12.7	2.7	3.6	26.5	15.5
諾德士公司	NLS US	36	1.13	N.M.	N.M.	N.A.	0.1	0.1	(0.72)	(3.33)	(0.96)	N.M.	N.M.	(4.3)	(34.4)	(9.1)	(18.7)	(35.4)	(38.9)	(26.1)
健身器材同業平均				9.7	7.7	1.4	0.9	0.9				28.8	16.2				3.6	1.0	12.3	5.6

資料來源：Bloomberg；凱基

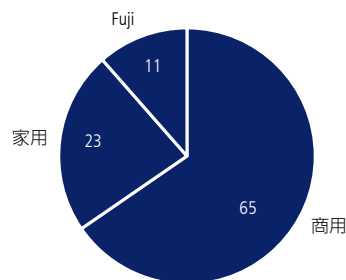
圖 10: 公司概况

喬山成立於 1975 年，最初是全球健身器材品牌的 OEM 合作夥伴，後來切入自有品牌業務，目前已成為全球第一大商用健身器材供應商，估計市佔率約 14%。公司共有三個自有品牌，其中 Vision Fitness 鎖定家用市場，Horizon 和 Matrix 則主攻健身房、飯店和企業等商用市場。目前商用業務佔公司營收大宗，約佔 2022 年營收的 65%，其餘為家用客戶及 Fujiiryoki (日)。

資料來源：凱基

圖 11: 市場應用別營收

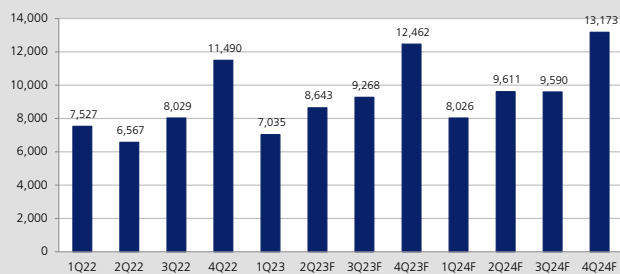
2022 年營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 季營業收入

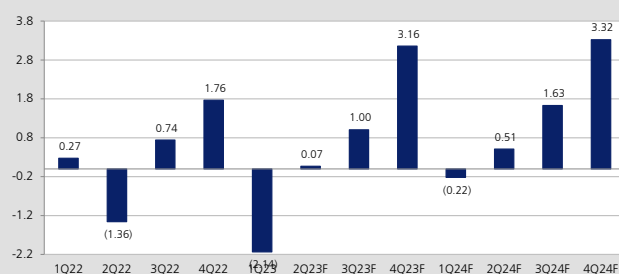
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 13: 每股盈利

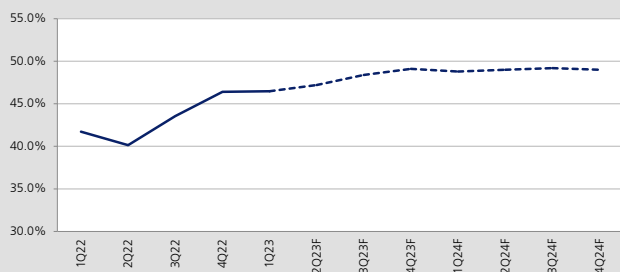
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 14: 毛利率

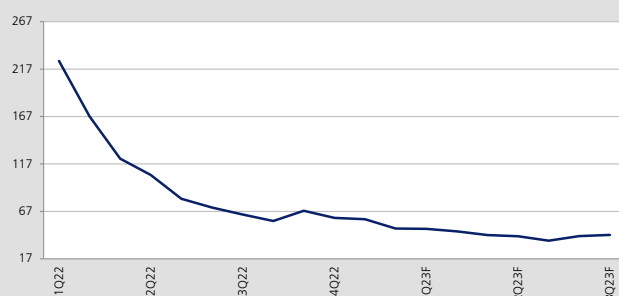
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 15: 本益比

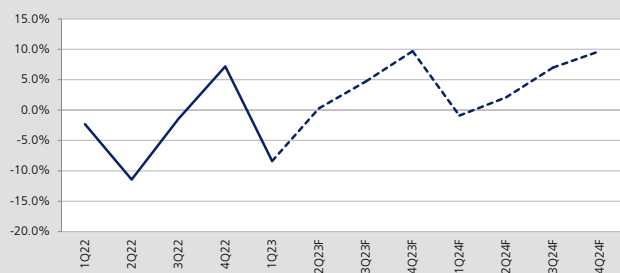
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 16: 營業利潤率

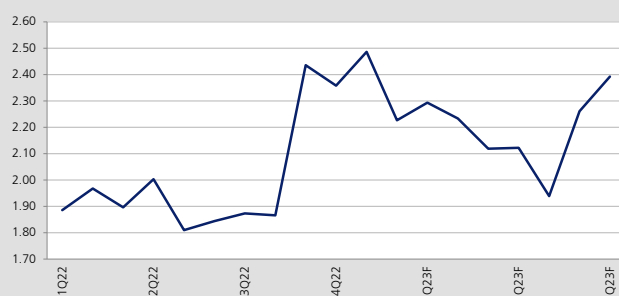
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 17: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	7,035	8,643	9,268	12,462	8,026	9,611	9,590	13,173	37,409	40,401	43,149
營業成本	(3,765)	(4,564)	(4,782)	(6,343)	(4,109)	(4,902)	(4,872)	(6,718)	(19,454)	(20,601)	(21,916)
營業毛利	3,270	4,079	4,486	6,119	3,917	4,710	4,718	6,455	17,955	19,799	21,233
營業費用	(3,860)	(4,054)	(4,050)	(4,910)	(3,989)	(4,508)	(4,047)	(5,177)	(16,874)	(17,721)	(18,746)
營業利益	(590)	26	436	1,209	(72)	202	671	1,278	1,080	2,079	2,487
折舊	(290)	(453)	(453)	(617)	(475)	(475)	(475)	(475)	(1,814)	(1,900)	(1,983)
攤提	(22)	(21)	(21)	(20)	(21)	(21)	(21)	(21)	(85)	(85)	(85)
EBITDA	(278)	501	910	1,846	424	698	1,167	1,774	2,979	4,063	4,555
利息收入	43	57	57	71	88	88	88	88	228	351	482
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	36	55	26	5	25	27	29	33	122	114	119
總營業外收入	79	112	83	76	113	115	117	121	350	465	601
利息費用	(109)	(69)	(69)	(28)	(69)	(69)	(69)	(69)	(275)	(277)	(279)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(97)	(37)	(47)	(47)	(33)	(41)	(46)	(58)	(228)	(178)	(162)
總營業外費用	(206)	(106)	(116)	(76)	(102)	(110)	(115)	(127)	(503)	(455)	(441)
稅前純益	(716)	32	403	1,209	(62)	206	673	1,271	927	2,088	2,647
所得稅費用[利益]	70	(6)	(89)	(218)	9	(45)	(168)	(229)	(243)	(433)	(571)
少數股東損益	0	(6)	(10)	(35)	(14)	(7)	(11)	(37)	(51)	(69)	(82)
非常項目稅後純益	(647)	20	304	956	(67)	154	493	1,005	633	1,586	1,994
非常項目	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(647)	20	304	956	(67)	154	493	1,005	633	1,586	1,994
每股盈餘 (NT\$)	(2.14)	0.07	1.00	3.16	(0.22)	0.51	1.63	3.32	2.09	5.22	6.57
獲利率 (%)											
營業毛利率	46.5	47.2	48.4	49.1	48.8	49.0	49.2	49.0	48.0	49.0	49.2
營業利益率	(8.4)	0.3	4.7	9.7	(0.9)	2.1	7.0	9.7	2.9	5.1	5.8
EBITDA Margin	(4.0)	5.8	9.8	14.8	5.3	7.3	12.2	13.5	8.0	10.1	10.6
稅前純益率	(10.2)	0.4	4.3	9.7	(0.8)	2.1	7.0	9.6	2.5	5.2	6.1
稅後純益率	(9.2)	0.2	3.3	7.7	(0.8)	1.6	5.1	7.6	1.7	3.9	4.6
季成長率 (%)											
營業收入	(38.8)	22.9	7.2	34.5	(35.6)	19.8	(0.2)	37.4			
營業毛利	(38.7)	24.7	10.0	36.4	(36.0)	20.2	0.2	36.8			
營業收益增長	(171.4)		1580.0	177.5	(106.0)		232.6	90.3			
EBITDA	(124.7)		81.9	102.8	(77.0)	64.7	67.3	51.9			
稅前純益	(198.1)		1151.8	200.1	(105.1)		226.3	89.0			
稅後純益	(221.1)		1440.8	214.3	(107.0)		220.8	103.7			
年成長率 (%)											
營業收入	(6.5)	31.6	15.4	8.5	14.1	11.2	3.5	5.7	11.3	8.0	6.8
營業毛利	4.1	54.8	28.3	14.7	19.8	15.4	5.2	5.5	22.9	10.3	7.2
營業收益	236.9			46.3	(87.8)	678.4	54.1	5.7		92.4	19.6
EBITDA	(374.9)		308.1	64.0		39.5	28.3	(3.9)	200.4	36.4	12.1
稅前純益	(808.3)		3813.9	65.5	(91.4)	540.6	67.0	5.1	205.5	125.1	26.8
稅後純益	(888.5)		36.3	79.0	(89.7)	679.0	62.2	5.1	47.6	150.4	25.7

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	35,263	38,866	39,556	41,361	43,166
流動資產	23,462	26,419	28,373	31,599	34,873
現金及短期投資	2,623	3,540	4,959	8,090	9,903
存貨	11,674	11,808	11,353	10,695	11,409
應收帳款及票據	7,609	8,778	9,769	10,522	11,268
其他流動資產	1,556	2,293	2,293	2,293	2,293
非流動資產	11,801	12,447	11,183	9,762	8,293
長期投資	49	46	46	46	46
固定資產	4,139	4,494	3,231	1,810	341
什項資產	7,613	7,907	7,907	7,907	7,907
負債總額	25,881	29,384	29,686	30,576	31,234
流動負債	21,072	24,800	24,819	25,628	26,188
應付帳款及票據	4,579	4,758	4,870	5,143	5,486
短期借款	11,622	14,151	13,943	14,038	14,064
什項負債	4,871	5,891	6,006	6,448	6,638
長期負債	4,809	4,584	4,868	4,947	5,046
長期借款	3,167	2,447	2,731	2,810	2,909
其他負債及準備	780	892	892	892	892
股東權益總額	9,381	9,482	9,869	10,785	11,931
普通股股本	3,036	3,036	3,036	3,036	3,036
保留盈餘	4,504	4,227	4,563	5,409	6,474
少數股東權益	901	7	58	127	209
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	8.5%	9.2%	11.3%	8.0%	6.8%
營業收益增長	(83.4%)	(239.4%)		92.4%	19.6%
EBITDA	(37.6%)	(17.0%)	200.4%	36.4%	12.1%
稅後純益	(94.4%)	1024.6%	47.6%	150.4%	25.7%
每股盈餘成長率	(94.4%)	1024.5%	47.1%	150.4%	25.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	45.2%	43.5%	48.0%	49.0%	49.2%
營業利益率	0.5%	(0.6%)	2.9%	5.1%	5.8%
EBITDA Margin	3.9%	3.0%	8.0%	10.1%	10.6%
稅後純益率	0.1%	1.3%	1.7%	3.9%	4.6%
平均資產報酬率	0.1%	1.2%	1.6%	3.9%	4.7%
股東權益報酬率	0.4%	4.8%	6.6%	15.5%	17.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	157.7%	175.0%	168.9%	156.2%	142.3%
淨負債比率	129.8%	137.8%	118.8%	81.3%	59.3%
利息保障倍數 (x)	2.0	2.2	4.4	8.5	10.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Cash Flow Int. Coverage (x)	(21.6)	1.5	7.7	13.5	10.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.3)	0.0	0.1	0.3	0.2
流動比率 (x)	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
速動比率 (x)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	12,174	13,067	11,724	8,767	7,078
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	0.13	1.42	2.09	5.22	6.57
每股現金盈餘 (NT\$)	(11.69)	1.30	6.94	12.35	9.70
每股淨值 (NT\$)	27.93	31.21	32.31	35.10	38.61
調整後每股淨值 (NT\$)	28.02	31.31	32.31	35.10	38.61
每股營收 (NT\$)	101.72	111.07	123.21	133.06	142.12
EBITDA/Share (NT\$)	3.95	3.28	9.81	13.38	15.00
每股現金股利 (NT\$)	0.50	0.60	1.00	2.50	3.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.93	0.91	0.95	1.00	1.02
應收帳款周轉天數	90.2	95.3	95.3	95.3	95.3
存貨周轉天數	252.5	226.8	213.0	190.0	190.0
應付帳款周轉天數	99.1	91.4	91.4	91.4	91.4
現金轉換周轉天數	243.7	230.7	217.0	194.0	194.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	30,779	33,613	37,409	40,401	43,149
營業成本	(16,873)	(19,007)	(19,454)	(20,601)	(21,916)
營業毛利	13,906	14,606	17,955	19,799	21,233
營業費用	(13,752)	(14,821)	(16,874)	(17,721)	(18,746)
營業利益	154	(215)	1,080	2,079	2,487
總營業外收入	274	199	350	465	601
利息收入	152	165	228	351	482
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	121	34	122	114	119
總營業外費用	(264)	319	(503)	(455)	(441)
利息費用	(163)	(256)	(275)	(277)	(279)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(101)	576	(228)	(178)	(162)
稅前純益	164	304	927	2,088	2,647
所得稅費用[利益]	(64)	(79)	(243)	(433)	(571)
少數股東損益	(61)	204	(51)	(69)	(82)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	38	429	633	1,586	1,994
EBITDA	1,194	992	2,979	4,063	4,555
每股盈餘 (NT\$)	0.13	1.42	2.09	5.22	6.57

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	(3,537)	392	2,108	3,749	2,945
本期純益	38	429	633	1,586	1,994
折舊及攤提	1,040	1,207	1,898	1,985	2,068
本期運用資金變動	(4,829)	(1,159)	(423)	178	(1,117)
其他營業資產及負債變動	214	(85)	(0)	-	-
投資活動之現金流量	(722)	(668)	(635)	(563)	(599)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(692)	(408)	(550)	(479)	(514)
其他資產變動	(30)	(260)	(85)	(85)	(85)
自由現金流	(4,468)	(601)	1,638	3,247	2,302
融資活動之現金流量	3,983	847	(55)	(54)	(533)
短期借款變動	1,343	4,677			
長期借款變動	(122)	273	75	174	125
現金增資	-	-			
已支付普通股股息	(339)	(151)	(182)	(297)	(739)
其他融資現金流	3,101	(3,952)	51	69	82
匯率影響數	(402)	345			
本期產生現金流量	(678)	916	1,418	3,132	1,813

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	44.7%	44.1%	45.1%	43.9%	43.4%
= 營業利益率	0.5%	(0.6%)	2.9%	5.1%	5.8%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.8	1.9	2.3	2.8	3.1
營業利益率	0.5%	(0.6%)	2.9%	5.1%	5.8%
x 資本周轉率	1.8	1.9	2.3	2.8	3.1
x (1 - 有效現金稅率)	60.7%	74.1%	73.8%	79.3%	78.4%
= 稅後 ROIC	0.6%	(0.9%)	4.8%	11.4%	14.0%

資料來源：公司資料，凱基

喬山 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-03-14	增加持股	90.0	64.3
2022-11-10	增加持股	95.0	64.3
2022-09-08	增加持股	95.0	67.1
2021-08-10	增加持股	105.0	76.4
2021-05-11	增加持股	105.0	73.9
2021-03-29	增加持股	98.0	85.8
2020-11-10	增加持股	98.0	74.4

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）為開發金控集團之成員。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。