

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	127.50 元
目標價	
3 個月	150.00 元
12 個月	150.00 元

## 桂盟 (5306 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

08/28/2023	Neutral	142.00
04/18/2023	Neutral	148.00
04/26/2022	Neutral	165.00

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,260
市值(億元)	161
目前每股淨值(元)	60.55
外資持股比(%)	14.90
投信持股比(%)	0.22
董監持股比(%)	37.91
融資餘額(張)	337
現金股息配發率(F)(%)	72.02

### 產品組合



- 自行車傳動產品:76.60%
- 機車傳動產品:8.20%
- 車庫門開門機系統:7.80%
- 其他:7.40%

### 股價相對大盤走勢



營運展露曙光，未來兩年獲利趨勢向上。

**投資建議：**(1)自行車零件廠開始庫存調整時間早於整車廠，目前觀察庫存水位已經回到疫情前的正常水準，顯示自行車產業庫存調整已接近完成。(2)桂盟自行車零件的出貨可望自 2Q24 開始回溫，並在 2H24 有顯著的成長。(3)機車零件經過一年的調整，未來兩年可望重拾成長，車庫門也可望在美國開始降息後，帶動需求回升。桂盟的獲利預期在 2023 年落底，2024~2025 年逐年成長，故將桂盟的投資建議調整為 Buy，目標價 150 元(2024 年 PER 21X)。

**庫存調整完成，2024 年營運獲利可望向上，擺脫 2023 年低潮：**2023 年桂盟的自行車、機車、車庫門等產品線的營收都因庫存調整或是總體經濟面的因素而下滑，營收 47.25 億元，YoY-33.61%，預估稅後 EPS 5.83 元。進入 2024 年，預期自行車產品出貨將谷底回升，其它三大產品線營收也可成長，可推升營收至 51.60 億元，YoY+9.21%，且產品組合的優化可推升毛利率，預估稅後 EPS 7.03 元。

**桂盟庫存已回到疫情前的正常水準，預期高階車款零件會領先出現拉貨動能：**桂盟的庫存在 3Q23 已經下降到 9.94 億元，已是 2019 年的水準，正式宣告自行車產業在上游的零組件端，庫存調整已經完成，接下來只待成車銷售端的庫存下降，整個自行車業在疫情期間建立的高庫存水準就完全消化完畢了。高階自行車與電動自行車因庫存去化較順利，進度可望早於中低階車款。

**2024 年預期汽車及車庫門系統的出貨都有一成以上的成長水準，機車類產品也有成長：**自行車以外的各個產品別來看，汽車正時系統在汽車產業穩定成之下，預期 2024 年有一成以上的成長水準，且訂單大多提早開發並簽約，因此訂單能見度較佳。機車類產品主要市場是在東南亞，尤其越南是最主要的市場，在經歷 2023 年的修正後，目前預期 2024 年有 5%左右的成長力道。車庫門系統 2023 年因美國升息，影響房屋市場供需而表現較弱，預期 2024 年在進入降息循環之後，車庫門系統也有一成以上的成長水準。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	4,725	5,160	5,890	1,397	1,314	1,234	1,162	1,015	1,059	1,288	1,456	1,357
營業毛利淨額	1,821	2,112	2,418	658	552	486	418	366	395	523	623	571
營業利益	939	1,178	1,549	382	312	285	192	151	171	292	380	335
稅後純益	735	886	1,215	296	245	220	159	111	132	214	286	254
稅後 EPS(元)	5.83	7.03	9.64	2.35	1.94	1.74	1.27	0.88	1.05	1.70	2.27	2.02
毛利率(%)	38.55%	40.93%	41.05%	47.12%	42.02%	39.35%	35.96%	36.03%	37.27%	40.63%	42.81%	42.06%
營業利益率(%)	19.88%	22.83%	26.30%	27.35%	23.78%	23.05%	16.51%	14.83%	16.13%	22.67%	26.08%	24.71%
稅後純益率(%)	15.55%	17.17%	20.63%	21.21%	18.62%	17.80%	13.72%	10.94%	12.45%	16.65%	19.61%	18.73%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-33.61%	9.21%	14.16%	-27.12%	-5.96%	-6.07%	-5.86%	-12.66%	4.33%	21.62%	13.10%	-6.81%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-61.77%	20.57%	37.12%	-51.13%	-17.44%	-10.21%	-27.44%	-30.36%	18.76%	62.64%	33.19%	-11.02%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 12.60 億元計算。

2024年1月29日

## 桂盟的 ESG(Environmental Social Governance)：

桂盟致力於在合理範圍內提高資源效率，如著手規劃電子簽核以節省紙張使用、使用各項節能產品以降低對環境之衝擊。另於產品上之包裝，亦考慮環保材質產品，並具有以下環保的特性：採用 ECO-Friendly 材質環保材質包裝。(易回收、省資源、低汙染)、推動簡化與合併包裝規格、採用環保標章認證紙箱。

## 公司介紹：

桂盟為全球最大的自行車鏈條生產商，在全球的自行車鏈條市場市占率約7成，並以自身的產品優勢切入機車鏈條、汽車正時系統用鏈條及車庫門開關裝置鏈條生產。依產品別比重來看，自行車占77%，機車占8%，汽車正時系統占7%，車庫門系統占8%。

## 2024年預期汽車及車庫門系統的出貨都有一成以上的成長水準，機車類產品也有成長：

自行車以外的各個產品別來看，汽車正時系統在汽車產業穩定成之下，預期2024年有一成以上的成長水準，且訂單大多提早開發並簽約，因此訂單能見度較佳。機車類產品主要市場是在東南亞，尤其越南是最主要的市場，在經歷2023年的修正後，目前預期2024年有5%左右的成長力道。車庫門系統2023年因美國升息，影響房屋市場供需而表現較弱，預期2024年在進入降息循環之後，車庫門系統也有一成以上的成長水準。

## 桂盟庫存已回到疫情前的正常水準，預期高階車款零件會領先出現拉貨動能：

桂盟的庫存在3Q23已經下降到9.94億元，已是2019年的水準，正式宣告自行車產業在上游的零組件端，庫存調整已經完成，接下來只待成車銷售端的庫存下降，整個自行車業在疫情期間建立的高庫存水準就完全消化完畢了。其中，高階自行車與電動自行車因庫存去化較順利，進度可望早於中低階車款。

## 電動自行車帶來新需求，預期未來幾年仍可維持成長：

電動自行車近年快速成長，在歐洲及北美地區是目前主要的電動自行車銷售區域，其中尤以歐洲區是最主要的區域。電動自行車成長主要動能來自於1)新產品帶來的新需求、新客群：電動自行車會吸引原本不騎乘自行車的人群，進入自行車市場。此外，也會令原本騎乘傳統自行車的人，有換車的動機。2)電動自行車的功能較強：電動自行車的續航里程可較傳統自行車高，且在爬坡及較惡劣的地形中可以電動輔助帶來省力輕便的效果。目前電動自行車的滲透率仍低，預期仍有幾年的高成長機會。

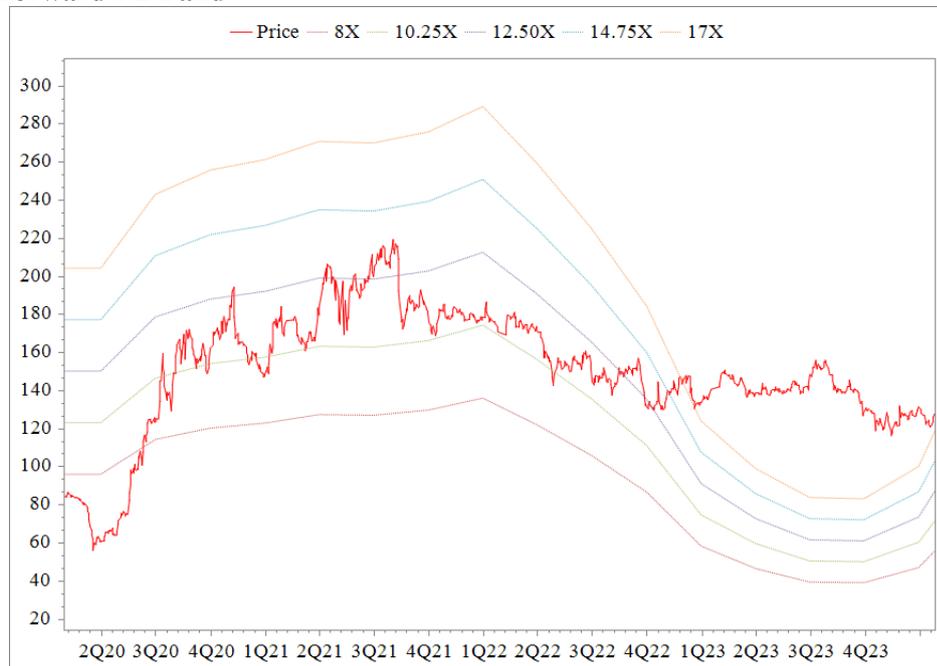
## 庫存調整完成，2024年營運獲利可望向上，擺脫2023年低潮：

2023年桂盟的自行車、機車、車庫門等產品線的營收都因庫存調整或是總體經濟面的因素而下滑，營收47.25億元，YoY-33.61%，預估稅後EPS 5.83元。進入2024年，預期自行車產品出貨將谷底回升，其它三大產品線營收也可成長，可推升營收至51.60億元，YoY+9.21%，且產品組合的優化可推升毛利率，預估稅後EPS 7.03元。

## 投資建議：

(1)自行車零件廠開始庫存調整時間早於整車廠，目前觀察庫存水位已經回到疫情前的正常水準，顯示自行車產業庫存調整已接近完成。(2)桂盟自行車零件的出貨可望自 2Q24 開始回溫，並在 2H24 有顯著的成長。(3)機車零件經過一年的調整，未來兩年可望重拾成長，車庫門也可望在美國開始降息後，帶動需求回升。桂盟的獲利預期在 2023 年底，2024~2025 年逐年成長，故將桂盟的投資建議調整為 Buy，目標價 150 元(2024 年 PER 21X)。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024年1月29日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	11,436	12,444	12,898	13,650	14,397
流動資產	5,353	6,194	4,078	4,178	5,639
現金及約當現金	2,031	3,392	1,915	2,159	2,783
應收帳款與票據	1,385	1,000	890	835	908
存貨	1,301	1,310	918	886	998
採權益法之投資	13	14	26	30	26
不動產、廠房設備	3,374	3,577	3,577	3,577	3,513
<b>負債總計</b>	<b>4,894</b>	<b>4,921</b>	<b>5,081</b>	<b>5,476</b>	<b>5,827</b>
流動負債	3,005	3,226	2,146	2,089	2,685
應付帳款及票據	462	279	373	328	471
非流動負債	1,889	1,695	2,841	3,338	2,950
<b>權益總計</b>	6,542	7,523	7,817	8,174	8,569
普通股股本	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260
保留盈餘	4,477	5,269	5,563	5,920	6,316
母公司業主權益	6,542	7,523	7,816	8,173	8,569
<b>負債及權益總計</b>	<b>11,436</b>	<b>12,444</b>	<b>12,898</b>	<b>13,650</b>	<b>14,397</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	1,917	2,623	999	1,625	1,719
稅前純益	2,601	2,472	1,011	1,181	1,609
折舊及攤銷	347	361	429	358	351
營運資金變動	-576	193	597	41	-42
其他營運現金	-455	-404	-1,038	45	-199
<b>投資活動現金</b>	-477	-411	-3,512	-1,068	227
資本支出淨額	-574	-387	-800	-320	-320
長期投資變動	64	-57	-155	-100	-100
其他投資現金	33	33	-2,557	-648	647
<b>籌資活動現金</b>	-1,328	-976	1,035	-313	-1,322
長借/公司債變動	-466	797	1,146	497	-387
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-907	-1,418	-441	-529	-819
其他籌資現金	45	-356	330	-281	-115
<b>淨現金流量</b>	39	1,362	-1,477	244	624
<b>期初現金</b>	1,991	2,031	3,392	1,915	2,159
<b>期末現金</b>	2,031	3,392	1,915	2,159	2,783

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	7,751	7,116	4,725	5,160	5,890
營業成本	4,162	3,715	2,904	3,048	3,472
<b>營業毛利淨額</b>	3,589	3,401	1,821	2,112	2,418
營業費用	1,012	1,065	881	934	869
<b>營業利益</b>	2,576	2,340	939	1,178	1,549
<b>EBITDA</b>	2,934	2,813	1,420	1,660	2,014
業外收入及支出	25	132	72	3	60
稅前純益	2,601	2,472	1,011	1,181	1,609
所得稅	593	550	276	295	394
稅後純益	2,008	1,922	735	886	1,215
稅後 EPS(元)	15.94	15.26	5.83	7.03	9.64
完全稀釋 EPS**	15.94	15.26	5.83	7.03	9.64

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 12.60【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 12.60 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	26.43%	-8.19%	-33.61%	9.21%	14.16%
營業毛利淨額	27.30%	-5.25%	-46.45%	15.97%	14.49%
營業利益	30.50%	-9.17%	-59.86%	25.40%	31.50%
稅後純益	32.57%	-4.27%	-61.77%	20.57%	37.12%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	46.31%	47.79%	38.55%	40.93%	41.05%
EBITDA(%)	37.85%	39.53%	30.05%	32.17%	34.19%
營益率	33.24%	32.88%	19.88%	22.83%	26.30%
稅後純益率	25.91%	27.01%	15.55%	17.17%	20.63%
總資產報酬率	17.56%	15.45%	5.70%	6.49%	8.44%
股東權益報酬率	30.69%	25.55%	9.40%	10.84%	14.18%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	42.79%	39.54%	39.39%	40.12%	40.48%
負債/淨值比(%)	74.81%	65.41%	65.00%	67.00%	68.00%
流動比率(%)	178.14%	192.00%	190.00%	200.00%	210.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	93.00	128.24	140.00	108.00	99.00
應收帳款天數	63.33	61.17	73.00	61.00	54.00

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	1,917	1,397	1,314	1,234	1,162	1,015	1,059	1,288	1,456	1,357	1,176	1,569
營業成本	987	739	762	749	744	649	664	764	833	786	703	926
營業毛利淨額	930	658	552	486	418	366	395	523	623	571	473	643
營業費用	252	279	239	201	226	215	224	231	244	235	211	219
營業利益	678	382	312	285	192	151	171	292	380	335	262	423
業外收入及支出	79	2	17	40	21	-6	5	-2	1	-1	9	23
稅前純益	756	384	329	325	213	144	176	290	381	334	271	447
所得稅	150	87	85	105	53	33	44	75	95	80	68	121
稅後純益	607	296	245	220	159	111	132	214	286	254	203	326
最新股本	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260
稅後EPS(元)	4.81	2.35	1.94	1.74	1.27	0.88	1.05	1.70	2.27	2.02	1.61	2.59
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	48.50%	47.12%	42.02%	39.35%	35.96%	36.03%	37.27%	40.63%	42.81%	42.06%	40.19%	40.96%
營業利益率(%)	35.35%	27.35%	23.78%	23.05%	16.51%	14.83%	16.13%	22.67%	26.08%	24.71%	22.24%	26.99%
稅後純益率(%)	31.64%	21.21%	18.62%	17.80%	13.72%	10.94%	12.45%	16.65%	19.61%	18.73%	17.25%	20.78%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	1.38%	-27.12%	-5.96%	-6.07%	-5.86%	-12.66%	4.33%	21.62%	13.10%	-6.81%	-13.34%	33.42%
營業利益	4.85%	-43.61%	-18.24%	-8.94%	-32.57%	-21.55%	13.47%	70.95%	30.09%	-11.70%	-22.01%	61.92%
稅前純益	10.27%	-49.28%	-14.13%	-1.45%	-34.54%	-32.17%	21.93%	64.84%	31.42%	-12.19%	-19.09%	65.04%
稅後純益	16.51%	-51.13%	-17.44%	-10.21%	-27.44%	-30.36%	18.76%	62.64%	33.19%	-11.02%	-20.15%	60.64%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	2.29%	-32.37%	-31.25%	-34.73%	-39.39%	-27.37%	-19.42%	4.33%	25.34%	33.73%	11.08%	21.86%
營業利益	8.48%	-43.65%	-50.72%	-55.97%	-71.69%	-60.61%	-45.34%	2.61%	97.96%	122.81%	53.14%	45.05%
稅前純益	16.77%	-41.36%	-49.03%	-52.67%	-71.90%	-62.42%	-46.64%	-10.75%	79.16%	131.92%	53.91%	54.10%
稅後純益	19.45%	-42.83%	-50.93%	-57.80%	-73.72%	-62.54%	-46.12%	-2.40%	79.16%	128.90%	53.91%	52.02%

註1：稅後EPS以股本12.60億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。