

桂盟

(5306.TW/5306 TT)

獲利進入上升週期

未評等

收盤價 September 24 (NT\$)	157.0
12 個月目標價 (NT\$)	N/A
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲 / 下跌空間 (%)	N/A

焦點內容

1. 庫存回補需求將延續至 2H24-2025 年係因中、高階新款自行車與電動自行車製造恢復動能
2. 中國出貨量在兩年大成長後 2025 年將年持平或衰退
3. 獲利 2024 年展望將年增 10-15%，而 2025 年將進一步成長 10-15%

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	19.78 / 616
流通在外股數 (百萬股)：	126.0
外資持有股數 (百萬股)：	23.52
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.19
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	117.5 – 161.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	11.7	9.8	16.7
相對表現 (%)	13.4	-1.1	-20.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.96	4.13	4.81	2.35
2023	1.94	1.74	1.27	0.94
2024	1.21	2.08	N.A.	N.A.

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

莊政翰
886.2.2181.8719
angus.chuang@kgi.com

張育程
886.2.2181.8735
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

重要訊息

我們為全球最大自行車鏈條廠商桂盟舉行法人座談會。隨著自行車庫存逐漸回到正常水準，美國/歐洲庫存回補需求將足以抵銷中國市場下滑，桂盟預估明年營收將年增 5-10%，且因產品組合有利，獲利將加速成長。

評論及分析

美國/歐洲持續回補庫存。由於自行車品牌原物料進一步降至疫情前水準 (圖 4-5)，公司預期美國/歐洲庫存回補需求將延續至 2H24-2025 年，係因中、高階新款自行車與電動自行車生產恢復動能。庫存調整兩年後，巨大 (9921 TT, NT\$231, 增加持股) 與美利達 (9914 TT, NT\$246, 增加持股) 自行車存貨已降低，且原物料庫存週轉天數分別連續年減五季與兩季。除自行車組裝 (OE) 客戶訂單復甦外，公司預期修補市場 2025 年將回升，有利於毛利率展望。

中國市場兩年大成長後將放緩。公司表示中國本地自行車品牌訂單自 8 月開始走緩，預期中國出貨量在兩年榮景後，2025 年將年持平或衰退。雖然中國自行車整體潛在市場擴大，但因 2022 年以來已強勁成長，公司預期新車購買將減緩，惟美國/歐洲庫存回補將足以抵消中國可能走低的影響，預估 2024 年營收將年增 5-10%，受惠較高階自行車鏈條需求復甦，展望 2025 年營收將進一步成長 5-10%。

獲利將重拾成長動能。庫存去化使 1H24 營收年減 3%，而毛利率下滑導致獲利年減 11%。鑒於庫存回補需求、產品組合有利與原物料價格回落，公司展望 2024 年獲利年增 10-15%，意即獲利將於 2H24 重拾成長動能。公司預期 2025 年獲利將進一步成長 10-15%，係受惠營收復甦、高階自行車鏈條需求與修補市場回升將帶動利潤率擴張。2024-25 年市場共識預估 EPS 分別為 8.33 元 (年增 43%) 與 9.34 元 (年增 13%)。

投資建議

股價目前交易在市場共識每股盈餘預估的 16.8 倍，對比歷史交易區間為 10-22x。我們預期毛利率與獲利復甦在即將帶動股價向上。

投資風險

中國市場需求放緩加劇、新台幣升值。

主要財務數據及估值

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營業收入 (NT\$百萬)	5,240	6,130	7,751	7,116	4,730
營業毛利 (NT\$百萬)	2,143	2,819	3,589	3,401	1,841
營業利益 (NT\$百萬)	1,265	1,985	2,579	2,332	932
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,007	1,515	2,008	1,922	742
每股盈餘 (NT\$)	8.00	12.02	15.94	15.26	5.89
每股現金股利 (NT\$)	4.50	7.20	9.00	9.00	3.53
每股盈餘成長率 (%)	6.3	50.3	32.6	(4.3)	(61.4)
本益比 (x)	19.6	13.1	9.9	10.3	26.7
股價淨值比 (x)	3.7	3.1	3.0	2.6	2.6
EV/EBITDA (x)	12.9	8.5	6.7	6.9	14.7
淨負債比率 (%)	30.1	8.9	2.0	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.9	4.6	5.7	5.7	2.2
股東權益報酬率 (%)	19.5	25.9	31.0	27.3	9.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 3Q24 及 4Q24 市場共識

百萬元	3Q24F			4Q24F		
	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)
營收	1,428	5.2	22.9	1,322	(7.5)	29.5
毛利	581	5.0	39.0	534	(8.1)	38.5
營業利益	347	10.5	80.1	296	(14.7)	110.0
稅前淨利	375	9.5	75.8	321	(14.5)	110.5
稅後淨利	311	18.5	94.8	270	(13.2)	128.3
每股盈餘 (元)	2.41	18.5	94.8	2.10	(13.2)	128.3
毛利率 (%)	40.7	(0.1) ppts	4.7 ppts	40.4	(0.3) ppts	2.6 ppts
營業利益率 (%)	24.3	1.2 ppts	7.7 ppts	22.4	(1.9) ppts	8.6 ppts
淨利率 (%)	21.7	2.4 ppts	8.0 ppts	20.4	(1.3) ppts	8.8 ppts

資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 2: 2023 年財報及 2024-25 年市場共識

百萬元	2023		2024F		2025F	
	實際數	YoY (%)	市場共識	YoY (%)	市場共識	YoY (%)
營收	4,730	(33.5)	5,246	10.9	5,939	13.2
毛利	1,841	(45.9)	2,117	15.0	2,468	16.6
營業利益	932	(60.0)	1,180	26.6	1,443	22.3
稅前獲利	1,021	(58.6)	1,291	26.4	1,553	20.3
稅後淨利	742	(61.4)	1,062	43.1	1,194	12.5
每股盈餘 (元)	5.89	(61.4)	8.33	43.1	9.34	12.5
毛利率 (%)	38.9	(8.9)ppts	40.4	1.4 ppts	41.5	1.2 ppts
營利率 (%)	19.7	(13.1)ppts	22.5	2.8 ppts	24.3	1.8 ppts
淨利率 (%)	15.7	(11.3)ppts	20.2	4.6 ppts	20.1	(0.1)ppts

資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 3: 桂盟營收重回成長軌道



圖 4: 巨大原物料庫存進一步下降



圖 5: 美利達原物料庫存持續減少



圖 6: 公司概況

桂盟成立於 1977 年，總部位於台南，為全球最大自行車鏈條生產商之一，主要產品為高階及中低階自行車鏈條，合計占營收比重約七成。客戶包括禧瑪諾公司 (Shimano；7309 JP, 未評等)、美利達 (9914 TT, NT\$246, 增加持股) 及巨大 (9921 TT, NT\$231, 增加持股)。桂盟生產基地位於台灣、中國及越南；子公司 KMC US 及 KMC EU 則負責自行車鏈條修補市場的行銷通路業務。

資料來源：凱基

圖 7: 自行車鏈條為主要營收來源

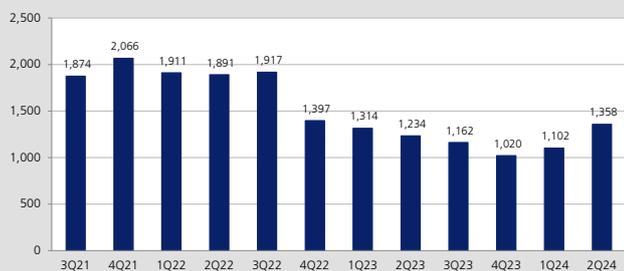
2023 年產品營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 季營業收入

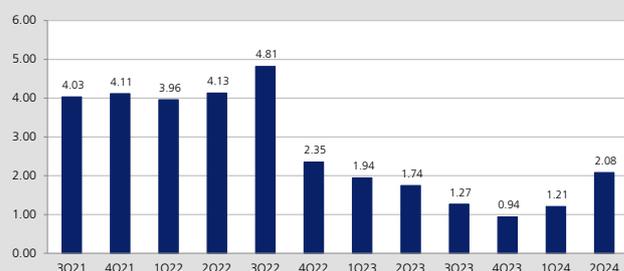
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 每股盈利

每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 毛利率

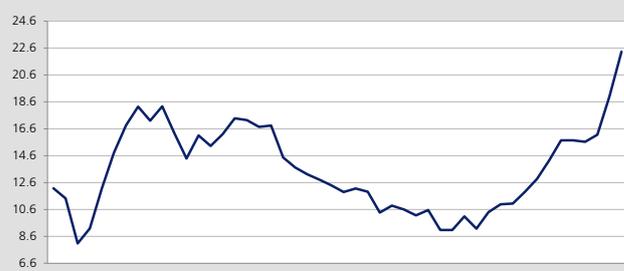
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 本益比

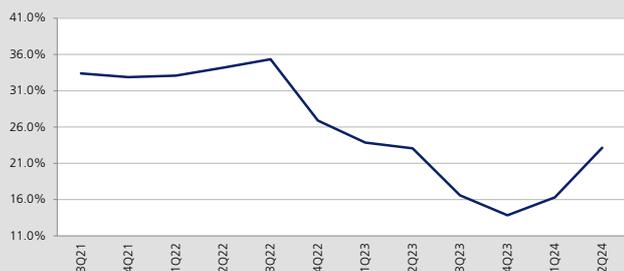
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 營業利潤率

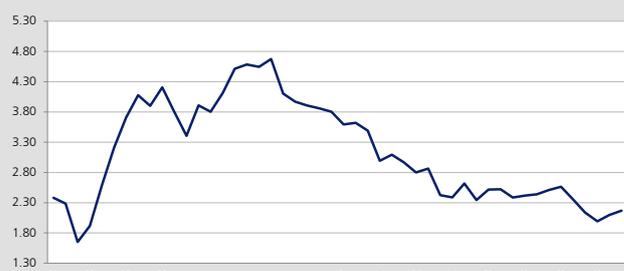
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,917	1,397	1,314	1,234	1,162	1,020	1,102	1,358	7,751	7,116	4,730
營業成本	(987)	(739)	(762)	(749)	(744)	(635)	(692)	(805)	(4,162)	(3,715)	(2,889)
營業毛利	930	658	552	486	418	385	409	553	3,589	3,401	1,841
營業費用	(252)	(283)	(239)	(201)	(225)	(244)	(230)	(239)	(1,010)	(1,069)	(909)
營業利益	678	376	313	285	193	141	180	314	2,579	2,332	932
折舊	(83)	(83)	(81)	(85)	(84)	(87)	(86)	(90)	(302)	(329)	(338)
攤提	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(7)	(45)	(33)	(23)
EBITDA	767	465	400	375	283	234	272	412	2,926	2,693	1,293
利息收入	12	17	15	21	17	22	23	20	33	45	76
投資利益淨額	1	0	0	0	0	(0)	1	0	1	1	1
其他營業外收入	21	19	31	14	5	42	14	15	57	65	91
總營業外收入	33	36	47	35	22	64	37	36	91	112	168
利息費用	(7)	(9)	(10)	(10)	(11)	(12)	(12)	(13)	(19)	(25)	(42)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	53	(25)	(20)	16	9	(41)	4	6	(48)	46	(36)
總營業外費用	46	(34)	(30)	6	(2)	(53)	(8)	(7)	(66)	21	(79)
稅前純益	756	377	330	325	214	153	209	343	2,603	2,465	1,021
所得稅費用[利益]	(150)	(87)	(85)	(105)	(53)	(34)	(56)	(78)	(593)	(550)	(277)
少數股東損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非常項目前稅後純益	606	290	246	220	160	118	153	264	2,010	1,914	744
非常項目	0	6	(1)	(0)	(1)	(0)	(1)	(2)	(2)	8	(2)
稅後淨利	607	296	245	220	159	118	152	262	2,008	1,922	742
每股盈餘 (NT\$)	4.81	2.35	1.94	1.74	1.27	0.94	1.21	2.08	15.94	15.26	5.89
獲利率 (%)											
營業毛利率	48.5	47.1	42.0	39.3	36.0	37.8	37.1	40.7	46.3	47.8	38.9
營業利益率	35.3	26.9	23.9	23.1	16.6	13.8	16.3	23.2	33.3	32.8	19.7
EBITDA Margin	40.0	33.3	30.5	30.4	24.4	22.9	24.7	30.3	37.7	37.8	27.3
稅前純益率	39.5	27.0	25.1	26.3	18.4	14.9	19.0	25.2	33.6	34.6	21.6
稅後純益率	31.6	21.2	18.6	17.8	13.7	11.6	13.8	19.3	25.9	27.0	15.7
季成長率 (%)											
營業收入	1.4	(27.1)	(6.0)	(6.1)	(5.9)	(12.2)	8.0	23.3			
營業毛利	0.9	(29.2)	(16.1)	(12.0)	(14.0)	(7.7)	6.2	35.1			
營業收益增長	4.8	(44.5)	(16.6)	(9.2)	(32.3)	(26.8)	27.2	75.1			
EBITDA	3.7	(39.4)	(13.9)	(6.2)	(24.6)	(17.3)	16.2	51.3			
稅前純益	10.2	(50.1)	(12.4)	(1.7)	(34.3)	(28.6)	37.1	63.9			
稅後純益	16.5	(51.1)	(17.4)	(10.2)	(27.4)	(26.0)	28.6	72.5			
年成長率 (%)											
營業收入	2.3	(32.4)	(31.2)	(34.7)	(39.4)	(27.0)	(16.2)	10.0	26.4	(8.2)	(33.5)
營業毛利	5.1	(29.7)	(38.1)	(47.3)	(55.1)	(41.4)	(25.9)	13.9	27.3	(5.2)	(45.9)
營業收益	8.3	(44.7)	(50.4)	(56.0)	(71.5)	(62.4)	(42.7)	10.5	29.9	(9.6)	(60.0)
EBITDA	7.6	(39.3)	(44.5)	(49.2)	(63.1)	(49.7)	(32.1)	9.6	25.0	(7.9)	(52.0)
稅前純益	16.5	(42.5)	(48.7)	(52.7)	(71.8)	(59.6)	(36.7)	5.5	30.8	(5.3)	(58.6)
稅後純益	19.5	(42.8)	(50.9)	(57.8)	(73.7)	(60.2)	(37.9)	19.2	32.6	(4.3)	(61.4)

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
資產總額	9,961	10,660	11,436	12,444	12,062
流動資產	4,073	4,801	5,353	6,194	5,979
現金及短期投資	1,825	2,264	2,238	3,656	3,989
存貨	880	820	1,301	1,310	1,013
應收帳款及票據	1,030	1,305	1,385	1,000	805
其他流動資產	337	412	429	228	173
非流動資產	5,888	5,860	6,083	6,250	6,083
長期投資	146	139	135	128	209
固定資產	3,072	3,115	3,374	3,577	3,415
什項資產	2,670	2,606	2,574	2,544	2,458
負債總額	4,683	4,257	4,894	4,921	4,422
流動負債	3,081	1,897	3,005	3,226	2,395
應付帳款及票據	338	476	462	279	242
短期借款	2,268	724	782	1,451	1,486
什項負債	476	697	1,761	1,496	667
長期負債	1,601	2,360	1,889	1,695	2,027
長期借款	1,085	1,839	1,380	1,191	1,538
其他負債及準備	515	517	506	496	487
股東權益總額	5,278	6,403	6,542	7,523	7,640
普通股股本	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260
保留盈餘	2,268	2,864	2,763	3,651	3,605
少數股東權益	0	0	0	0	0
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
年成長率					
營業收入	3.6%	17.0%	26.4%	(8.2%)	(33.5%)
營業收益增長	0.9%	56.9%	29.9%	(9.6%)	(60.0%)
EBITDA	2.4%	45.4%	25.0%	(7.9%)	(52.0%)
稅後純益	6.3%	50.3%	32.6%	(4.3%)	(61.4%)
每股盈餘成長率	6.3%	50.3%	32.6%	(4.3%)	(61.4%)
獲利能力分析					
營業毛利率	40.9%	46.0%	46.3%	47.8%	38.9%
營業利益率	24.1%	32.4%	33.3%	32.8%	19.7%
EBITDA Margin	30.7%	38.2%	37.7%	37.8%	27.3%
稅後純益率	19.2%	24.7%	25.9%	27.0%	15.7%
平均資產報酬率	10.0%	14.7%	18.2%	16.1%	6.1%
股東權益報酬率	19.5%	25.9%	31.0%	27.3%	9.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	63.5%	40.0%	33.1%	35.1%	39.6%
淨負債比率	30.1%	8.9%	2.0%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	37.9	71.8	140.6	101.0	25.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.7	0.8	0.6	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	41.5	71.2	102.8	106.4	25.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.6	2.7	2.4	1.8	0.7
流動比率 (x)	1.3	2.5	1.8	1.9	2.5
速動比率 (x)	1.0	2.1	1.3	1.5	2.1
淨負債 (NT\$百萬)	1,587	572	132	(750)	(243)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.00	12.02	15.94	15.26	5.89
每股現金盈餘 (NT\$)	11.63	15.88	15.21	20.82	8.63
每股淨值 (NT\$)	41.89	50.82	51.92	59.70	60.63
調整後每股淨值 (NT\$)	41.89	50.82	51.92	59.70	60.63
每股營收 (NT\$)	41.58	48.65	61.52	56.48	37.54
EBITDA/Share (NT\$)	12.78	18.58	23.22	21.38	10.26
每股現金股利 (NT\$)	4.50	7.20	9.00	9.00	3.53
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.52	0.59	0.70	0.60	0.39
應收帳款周轉天數	71.8	77.9	65.2	51.3	62.1
存貨周轉天數	103.8	90.6	114.1	128.7	127.9
應付帳款周轉天數	39.8	52.6	40.5	27.4	30.6
現金轉換周轉天數	135.8	115.9	138.8	152.6	159.5

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營業收入	5,240	6,130	7,751	7,116	4,730
營業成本	(3,096)	(3,311)	(4,162)	(3,715)	(2,889)
營業毛利	2,143	2,819	3,589	3,401	1,841
營業費用	(878)	(835)	(1,010)	(1,069)	(909)
營業利益	1,265	1,985	2,579	2,332	932
總營業外收入	93	98	91	112	168
利息收入	25	25	33	45	76
投資利益淨額	1	0	1	1	1
其他營業外收入	68	73	57	65	91
總營業外費用	(54)	(93)	(66)	21	(79)
利息費用	(35)	(28)	(19)	(25)	(42)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(19)	(65)	(48)	46	(36)
稅前純益	1,305	1,990	2,603	2,465	1,021
所得稅費用[利益]	(285)	(465)	(593)	(550)	(277)
少數股東損益	(0)	0	0	0	0
非常項目	(12)	(11)	(2)	8	(2)
稅後淨利	1,007	1,515	2,008	1,922	742
EBITDA	1,610	2,341	2,926	2,693	1,293
每股盈餘 (NT\$)	8.00	12.02	15.94	15.26	5.89

現金流量

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
營運活動之現金流量	1,466	2,001	1,917	2,623	1,088
本期純益	1,007	1,515	2,008	1,922	742
折舊及攤提	344	356	347	361	361
本期運用資金變動	257	(64)	(575)	144	437
其他營業資產及負債變動	(143)	195	137	196	(452)
投資活動之現金流量	(673)	(504)	(477)	(411)	(642)
投資用短期投資出售[新購]	(51)	(212)	64	(57)	(457)
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(305)	(318)	(590)	(447)	(274)
其他資產變動	(317)	26	49	93	89
自由現金流	1,232	1,439	1,128	1,837	1,180
融資活動之現金流量	(987)	(1,293)	(1,328)	(976)	(521)
短期借款變動	(837)	(294)	(71)	(84)	733
長期借款變動	355	(420)	(466)	797	(319)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(567)	(567)	(907)	(1,418)	(997)
其他融資現金流	61	(12)	116	(272)	62
匯率影響數	(113)	22	(72)	125	(50)
本期產生現金流量	(307)	225	39	1,362	(125)

投資回報率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	16.8%	13.6%	13.0%	15.0%	19.2%
= 營業利益率	24.1%	32.4%	33.3%	32.8%	19.7%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.6	0.5	0.4	0.5	0.7
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.1	1.3	1.8	1.6	1.0
營業利益率	24.1%	32.4%	33.3%	32.8%	19.7%
x 資本周轉率	1.1	1.3	1.8	1.6	1.0
x (1 - 有效現金稅率)	78.1%	76.6%	77.2%	77.7%	72.9%
= 稅後 ROIC	21.6%	33.3%	45.5%	40.9%	14.8%

資料來源：公司資料，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 未評等 (R)	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。
	*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）為凱基金控集團之成員。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，邇後若有變更時，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。