

1736.TT 喬山

短線漲幅已滿足，靜待併購綜效發揮

公司簡介

喬山健康科技公司創立於 1975 年，初期以生產啞鈴起家，後續成立研發團隊，設計製造有氧健身器材，近年以建立國際化之製造、研發、品牌、通路及管理之國際競爭優勢為集團目標。

投資評等/目標價

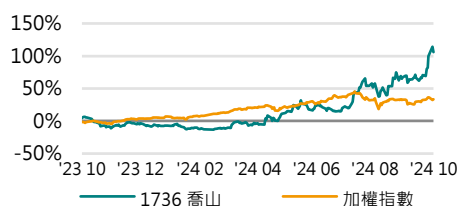
重點摘要

區間操作 153

【前次投資建議】買進，155

【大盤指數/股價】22390 / 151.5

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	303
市值(百萬元)	45,964
3M 平均日成交值(百萬元)	151
外資持股率(%)	10.48
投信持股率(%)	0.22
董監持股率(%)	67.82

重點財報解析

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	38,070	47,038	54,383
營業利益	1,380	2,794	3,423
母公司本期淨利	710	2,059	2,319
EPS(元)	2.35	6.80	7.66
每股現金股利(元)	0.94	2.72	3.14
每股淨值(元)	33.05	38.91	43.84
本益比(x)	67.16	23.15	20.56
本淨比(x)	4.77	4.05	3.59
殖利率(%)	0.60	1.73	1.99

環境、社會與治理(ESG)



➤ 出刊理由：到價更新

➤ 09/2024 受惠日本孝親節營收將呈年月雙增，4Q24 迎拉貨高峰

喬山 2Q24 營收 103.08 億元·QoQ+28.4%·YoY+19.4%·稅後 EPS 0.97 元，上半年虧轉盈，優於投研部預期，展望 2H24，Bowflex 併表貢獻未如預期提前於 3Q24 顯著提升，而是穩步的逐季成長，09/2024 則受惠日本孝親節帶動富士醫療器買氣而呈現年月雙增，因此投研部下修 3Q23 預估營收至 116.88 億元，QoQ+13.4%·YoY+20.8%，4Q24 則將受惠 Bowflex 營收貢獻成長以及傳統旺季客戶拉貨動能佳，上修至 170.16 億元，QoQ+45.6%·YoY+33.8%，2024 全年預估營收 470.38 億元，YoY+23.6%，稅後 EPS 6.80 元，YoY+190.1%。

➤ 併購家用品牌 Bowflex，3Q24 單季虧轉盈，2025 年綜效顯現

喬山於 05/2024 完成 BowFlex 品牌及部分資產併購，BowFlex 旗下品牌有 BowFlex、Schwinn 及 JRNY，產品包含跑步機、踏步機、飛輪車、啞鈴、壺鈴、槓鈴、家庭健身器材等，是全球家用市場第三大品牌，可與喬山家用 Horizon 產品互補，達成全年齡層全通路覆蓋，喬山將透過重整產品線以及在後勤物流、倉儲人力等方面進行優化整併，並受惠規模經濟效益，採購談判優勢增加，整頓優化後將展現併購綜效，目前喬山已完成家用產品價位帶整理並開始承接新品牌客戶訂單，投研部預估 08/2024 即能達成虧轉盈，展望 2025 年，家用器材營收成長前景樂觀，預估 Bowflex 2025 年將重回成長軌道，貢獻超過 70 億元的年營收貢獻。

➤ 短線漲幅已滿足，靜待併購綜效發揮，調降評等至區間操作

投研部正向看待喬山營運成長動能，並微幅上修 2025 年預估營收至 543.83 億元(YoY+15.6%)·毛利率則維持高檔的 50.43%·稅後 EPS 7.66 元(YoY+12.6%)，評價上，考量國際運動產業重回成長趨勢，奧運等大型賽事帶動運動風氣，Bowflex 併購效益將逐漸顯現，且 2H24 將進入傳統旺季，過去 PE 區間多落在 15X~20X，目前股價落在 2025 年的 20X，短期股價漲幅以滿足，故調降評等至區間操作，目標價至 153 元(2025F PE 20X)。

09/2024 將受惠日本孝親節營收呈現年月雙增，4Q24 迎來拉貨高峰

喬山 2Q24 營收 103.08 億元，QoQ+28.4%，YoY+19.4%，稅後 EPS 0.97 元，上半年虧轉盈，優於投研部預期，展望 2H24，Bowflex 併表貢獻未如預期提前於 3Q24 顯著提升，而是穩步的逐季成長，09/2024 則受惠日本孝親節帶動富士醫療器買氣而呈現年月雙增，因此投研部下修 3Q23 預估營收至 116.88 億元，QoQ+13.4%，YoY+20.8%，4Q24 則將受惠 Bowflex 營收貢獻成長以及傳統旺季客戶拉貨動能佳，上修至 170.16 億元，QoQ+45.6%，YoY+33.8%，2024 全年預估營收 470.38 億元，YoY+23.6%，稅後 EPS 6.80 元，YoY+190.1%。

表 1：喬山財務差異分析表(季)

	最新預估		前次預估		差異	
	3Q24F	4Q24F	3Q24F	4Q24F	3Q24F	4Q24F
	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)		
營業收入	11,688	17,016	13,056	15,888	-10.48%	7.10%
營業毛利	5,795	8,517	6,473	7,946	-10.47%	7.19%
營業利益	942	1,765	887	1,641	6.20%	7.56%
稅後淨利	670	1,235	631	1,149	6.18%	7.48%
稅後 EPS (元)	2.21	4.08	2.09	3.80		
Margin (%)						
營業毛利率	49.58%	50.05%	49.58%	50.01%		
營業利益率	8.06%	10.37%	6.79%	10.33%		
稅後淨利率	5.73%	7.26%	4.83%	7.23%		

資料來源：國票投顧

併購家用品牌 Bowflex，3Q24 單季虧轉盈，2025 年綜效顯現

喬山於 05/2024 完成 BowFlex 品牌及部分資產併購，BowFlex 旗下品牌有 BowFlex、Schwinn 及 JRNY，產品包含跑步機、踏步機、飛輪車、啞鈴、壺鈴、槓鈴、家庭健身器材等，是全球家用市場第三大品牌，可與喬山家用 Horizon 產品互補，達成全年齡層全通路覆蓋，喬山將透過重整產品線以及在後勤物流、倉儲人力等方面進行優化整併，並受惠規模經濟效益，採購談判優勢增加，整頓優化後將展現併購綜效，目前喬山已完成家用產品價位帶整理並開始承接新品牌客戶訂單，投研部預估 08/2024 即能達成虧轉盈，展望 2025 年，家用器材營收成長前景樂觀，預估 Bowflex 2025 年將重回成長軌道，貢獻超過 70 億元的年營收貢獻。

短線漲幅已滿足，靜待併購綜效發揮，調降評等至區間操作

展望 2024 年/2025 年，投研部觀察，隨著疫情解封後，奧運、世足賽、亞運、世大運、棒球經典賽等各項大型國際賽事舉辦已帶起運動風氣，2024 年有奧運等多項大型國際賽事舉辦帶動運動產業進一步復甦，喬山在歐洲的健身房客戶為因應奧運賽事即將展開，提前進行健身房設備更新，對於喬山亦有額外挹注。

表 2：2024 年各項國際賽事

賽事名稱	舉辦時間
超級 1000 系列馬來西亞羽球公開賽	(1 月 19 日至 1 月 14 日)
澳洲網球公開賽	(1 月 16 日至 1 月 29 日)
第 4 屆江原道冬季青年奧運會	(1 月 19 日至 2 月 1 日)
台維斯盃國際男子網球團體錦標賽	(2 月 3 日)
亞洲室內田徑錦標賽	(2 月 17 日至 2 月 19 日)
美式足球 NFL 超級盃	(2 月 11 日)
超級 1000 系列全英羽球公開賽	(3 月 12 日至 3 月 17 日)
法國網球公開賽	(5 月 20 日至 6 月 9 日)
NBA 賽季季後賽	(時間待定)
超級 1000 系列印尼羽球公開賽	(6 月 4 日至 6 月 9 日)
環法自行車賽	(6 月 29 日至 7 月 21 日)
溫布頓網球錦標賽	(7 月 1 日至 7 月 14 日)
巴黎奧運	(7 月 26 日至 8 月 11 日)
美國網球公開賽	(8 月 26 日至 9 月 8 日)
超級 1000 系列中國羽球公開賽	(9 月 17 日至 9 月 22 日)
世界羽聯年終總決賽	(12 月 11 日至 12 月 15 日)

資料來源：國票投顧整理

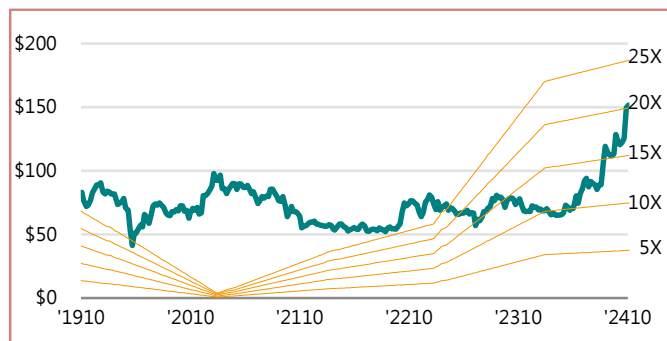
投研部正向看待喬山營運成長動能，並微幅上修 2025 年預估營收至 543.83 億元 (YoY+15.6%)，毛利率則維持高檔的 50.43%，稅後 EPS 7.66 元(YoY+12.6%)，評價上，考量國際運動產業重回成長趨勢，奧運等大型賽事帶動運動風氣，Bowflex 併購效益將逐漸顯現，且 2H24 將進入傳統旺季，過去 PE 區間多落在 15X~20X，目前股價落在 2025 年的 20X，短期股價漲幅以滿足，故調降評等至區間操作，目標價至 153 元(2025F PE 20X)。

表 3：喬山財務差異分析表(年)

	最新預估		前次預估		差異	
	FY24F	FY25F	FY24F	FY25F	FY24F	FY25F
	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(YoY%)	(YoY%)
營業收入	47,038	54,383	47,272	54,267		
營業毛利	23,570	27,426	23,469	27,360		
營業利益	2,794	3,423	2,312	3,278		
稅後淨利	2,059	2,319	1,815	2,350		
稅後 EPS (元)	6.80	7.66	6.00	7.77		
Margin (%)						
營業毛利率	50.11%	50.43%	49.65%	50.42%		
營業利益率	5.94%	6.29%	4.89%	6.04%		
稅後淨利率	4.38%	4.26%	3.84%	4.33%		

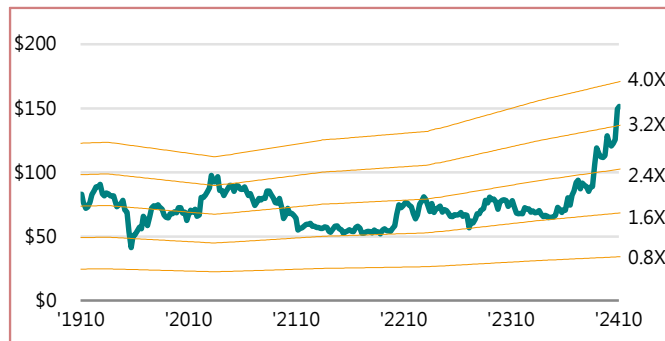
資料來源：國票投顧

喬山未來 12 個月 P/E 區間



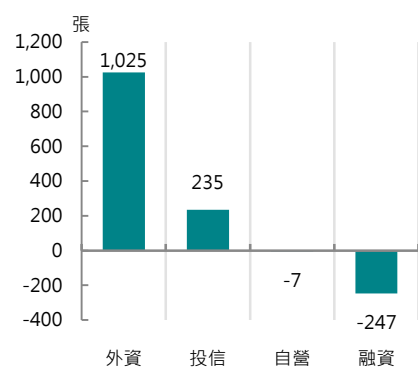
資料來源：國票投顧

喬山未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
羅光廷	28.35
羅崑泉	20.17
羅雅芳	5.67
羅碧芳	4.92
林采瑤	4.43
何月欣	4.21
羅亞涵	3.00
喬達投資(股)	1.50
喬聯投資(股)	1.02
匯豐北卡羅萊	0.55

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
羅光廷	董事/總經理	28.35
羅崑泉	董事長	20.17
羅雅芳	董事/副總經理	5.67
羅碧芳	董事	4.92
林采瑤	董事/協理	4.43
何月欣	董事	4.21
林義鈺	董事	0.06
謝平上	董事	0.01
林鴻光	獨立董事	0
陳伯昌	董事	0

資料來源：TEJ

1736 喬山 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2024Q3

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

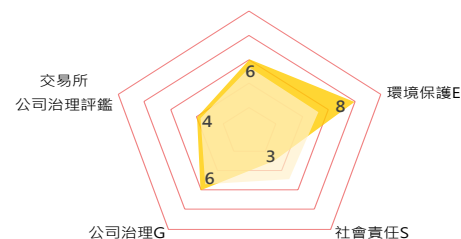
E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
8	3	6	https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&filePath=/home/html/nas/p

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
運動休閒	25	10	否	

資料來源：CMoney

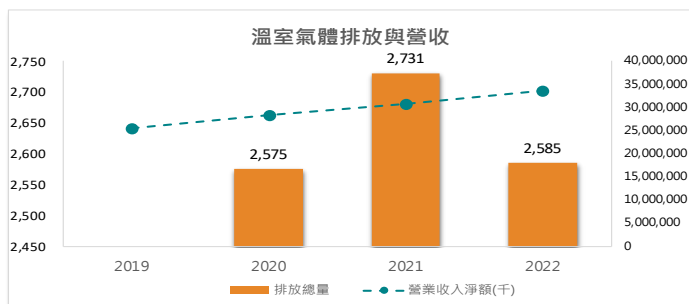
說明：評等1-10分，10分最高

■ 喬山 ■ 運動休閒產業平均 ■ ESG綜合評等



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2022年溫室氣體排放量減少5.34%，營收增加9.21%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2022	2,585	880	1,704
2021	2,731	872	1,859
2020	2,575	795	1,780
2019	未揭露	-	-

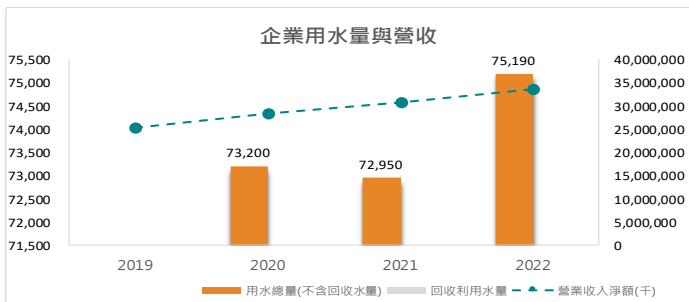
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2022年企業用水量增加3.07%，營收增加9.21%。

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)
2022	75,190	-	-
2021	72,950	-	-
2020	73,200	-	-
2019	未揭露	-	-

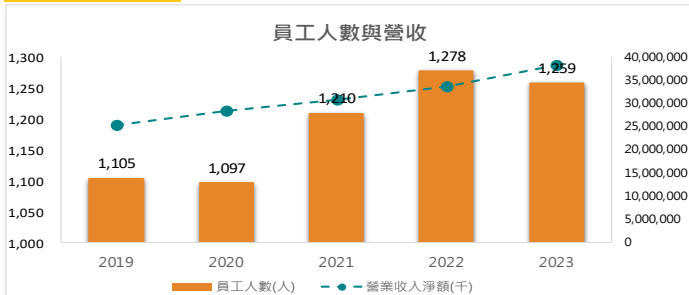
*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

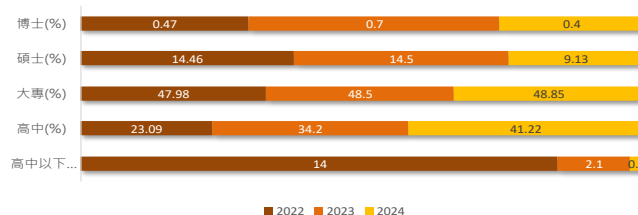
*排水量：排放的汗水總量

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

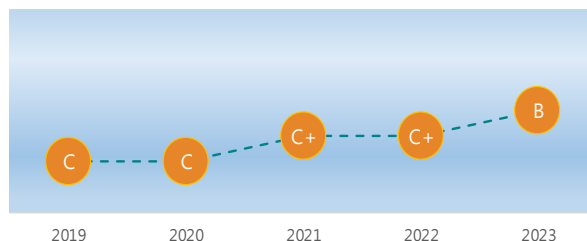
公司治理評鑑

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
2023	36%至50%	B	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	66%至80%	C	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	66%至80%	C	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



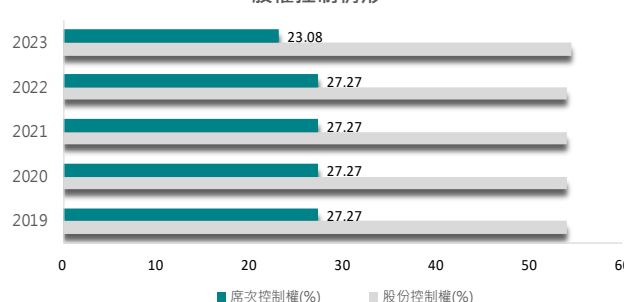
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2024/4/3

違反法條：
水污染防治法第7條第1項

違反內容：
該公司位於本市大雅區忠義里東大路二段999號從事金屬表面處理業，領有本局核發之廢(污)水排放地面水體許可證(證號：中市府環水許字第11069-10號)，經本局於113年2月22日派員前往查核放出口採樣檢驗結果，測得放流水之懸浮固體檢測值：534mg/L(限值：30mg/L)、化學需氧量檢測值：198mg/L(限值：100mg/L)、鎳檢測值：1.18mg/L(限值：0.7mg/L)、鋅檢測值：13.6mg/L(限值：3.5mg/L)，未符合放流水標準，已違反水污染防治法第7條第1項及第40條第1項規定。

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	8,026	10,308	11,688	17,016	9,938	12,234	13,765	18,446	38,070	47,038	54,383
營業毛利	4,018	5,241	5,795	8,517	4,974	6,160	6,949	9,343	18,427	23,570	27,426
營業費用	4,350	4,833	4,853	6,752	4,754	5,327	5,944	7,978	17,048	20,776	24,003
營業利益	(332)	408	942	1,765	220	833	1,005	1,365	1,380	2,794	3,423
稅前淨利	(50)	472	957	1,765	245	838	948	1,282	1,334	3,144	3,313
本期淨利(NI)	(138)	292	670	1,235	171	587	663	898	709	2,059	2,319
淨利歸屬於_母公司業主	(138)	292	670	1,235	171	587	663	898	710	2,059	2,319
淨利歸屬於_非控制利益	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0	(0)	(0)	0
每股盈餘_本期淨利	(0.46)	0.97	2.21	4.08	0.57	1.94	2.19	2.97	2.35	6.80	7.66
QoQ(%)											
營收淨額	(36.91)	28.43	13.39	45.58	(41.60)	23.10	12.51	34.01			
銷貨毛利	(36.67)	30.44	10.58	46.96	(41.60)	23.84	12.80	34.46			
營業利益	盈轉虧	虧轉盈	131.10	87.30	(87.54)	278.90	20.63	35.87			
稅後純益_母公司淨利	盈轉虧	虧轉盈	129.37	84.37	(86.12)	242.25	13.11	35.28			
YoY(%)											
營收淨額	14.08	19.35	20.80	33.75	23.82	18.69	17.77	8.40	13.26	23.56	15.61
銷貨毛利	22.85	28.08	22.75	34.24	23.80	17.54	19.90	9.71	26.16	27.91	16.36
營業利益	虧轉盈	357.93	96.30	39.68	虧轉盈	104.34	6.66	(22.63)	虧轉盈	102.49	22.53
稅後純益_母公司淨利	虧轉盈	(12.37)	81.30	88.95	虧轉盈	100.83	(0.97)	(27.33)	65.45	190.12	12.61
各項比率											
營業毛利率	50.06	50.84	49.58	50.05	50.05	50.35	50.48	50.65	48.40	50.11	50.43
營業利益率	(4.13)	3.95	8.06	10.37	2.21	6.81	7.30	7.40	3.62	5.94	6.29
稅前淨利率	(0.62)	4.58	8.19	10.37	2.46	6.85	6.89	6.95	3.51	6.68	6.09
稅後淨利率	(1.72)	2.83	5.73	7.26	1.72	4.79	4.82	4.87	1.86	4.38	4.26

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	4,133	6,244	5,428
流動金融資產	0	0	0
應收款項	10,871	13,376	14,657
存貨	13,055	13,463	16,998
其他流動資產	999	1,034	1,041
流動資產	29,734	34,895	38,998
非流動金融資產	7	7	7
採用權益法之投資	0	0	0
不動產、廠房與設備	3,885	3,100	2,140
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	8,961	8,906	8,820
資產總計	39,729	44,051	47,108
短期借款	12,939	13,183	13,539
流動金融負債	0	0	0
應付款項	9,592	10,440	11,451
其他流動負債	1,576	1,921	1,748
流動負債	24,107	25,544	26,738
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	2,000	2,000	2,000
長期借款	659	780	982
其他非流動負債	2,954	3,944	4,112
負債總計	29,720	32,268	33,832
股本	3,036	3,036	3,036
資本公積	431	431	431
保留盈餘	8,208	9,982	11,475
其他權益	(1,620)	(1,620)	(1,620)
庫藏股	54	54	54
非控制權益	7	7	7
股東權益	10,010	11,784	13,276

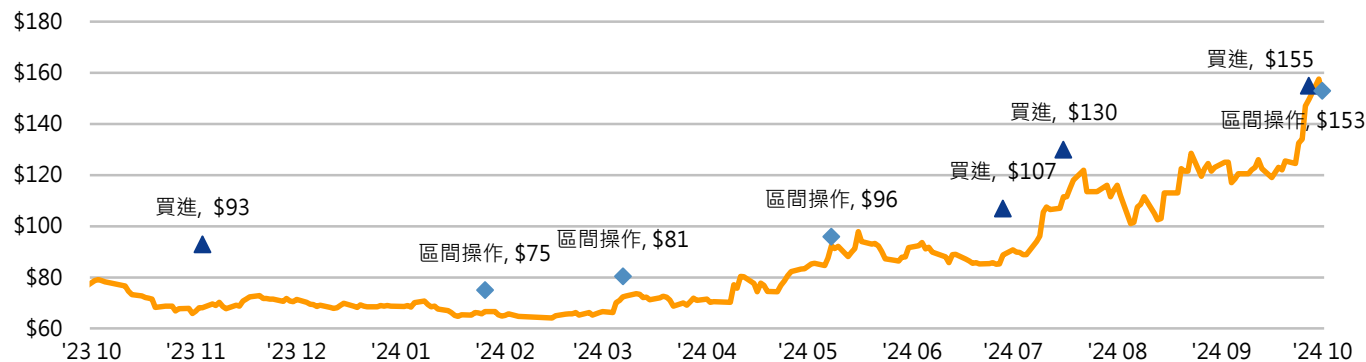
資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	1,334	3,144	3,313
折舊攤提	1,237	1,361	1,497
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(194)	(79)	(86)
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	(1,168)	(2,157)	(3,759)
支付之利息	(318)	(63)	(94)
支付之所得稅	(625)	(1,085)	(994)
其他	760	1,042	837
來自營運之現金流量	1,108	2,245	797
資本支出	(627)	(576)	(537)
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	(145)	(202)	(174)
來自投資之現金流量	(772)	(778)	(710)
自由現金流量	336	1,466	87
借款增(減)	873	365	557
股利發放	(182)	(285)	(826)
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	(425)	564	(633)
來自融資之現金流量	266	644	(902)
匯率調整	0	0	0
本期產生之現金流量	602	2,110	(815)
期末現金及約當現金	4,133	6,244	5,428

資料來源：TEJ、國票投顧

喬山歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	66

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> 該公司未於國票核心持股名單 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

- 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
- 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控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。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
- 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。