



喬山

(1736.TW/1736 TT)

增加持股・維持

收盤價 March 4 (NT\$)	205.5
12 個月目標價 (NT\$)	268.0
前次目標價 (NT\$)	178.0
調升 (%)	50.6
上漲空間 (%)	30.4

焦點內容

1. 喬山預期美國課徵進口關稅將有助公司擴大在當地的市佔率。
2. 商用客戶強勁需求將延伸至 2025 年。
3. 4Q24 財報可望優於預期：我們預估 2025 年每股盈餘 8.95 元，年增 27%。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	62.35 / 1,893
流通在外股數 (百萬股)：	303.4
外資持有股數 (百萬股)：	29.20
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.69
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	68.80 - 205.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	11.4	75.6	210.4
相對表現 (%)	14.2	68.5	193.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	(2.14)A	1.10A	1.22A	2.16A
2024	(0.46)A	0.96A	1.57A	5.01F
2025	0.10F	1.18F	2.25F	5.43F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

劉晨恩
886 2 2181 8035
tseen.liu@kgi.com

張育程
886 2 2181 8735
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

美國關稅政策的贏家

重要訊息

喬山看好美國祭出進口關稅將有助其從歐美競爭同業手中獲取市佔率；同時提供 2025 年強勁的營收及獲利指引。

評論及分析

美國課徵關稅有助推升市佔率。喬山看好其美國市佔率將擴大，主因關稅將嚴重衝擊競爭對手。川普簽署行政命令將進口至美國的鋼鋁產品稅率由先前 10% 提高至 25%，且 3 月 4 日起中國輸美所有商品將再追加 10% 關稅 (先前已加徵 10%)。此外，歐洲出口美國商品也考慮課徵 25% 關稅。上述政策將顯著推升喬山競爭對手 (即 Life Fitness (美) 與 Technogym (義)) 的成本。即便對越南 (喬山生產基地) 也被加徵 25% 關稅，其適用稅率 29.6% (4.6% + 25%) 仍低於中國的 32.5% (4.6% + 7.5% + 10% + 10%)。再加上喬山原本就比全球同業具備 10-20% 以上的成本/價格優勢，我們預期公司將可望擴大北美 (全球最大的健身器材市場) 市佔率。我們估計，2024 年 Life Fitness 與 Technogym 美國銷售分別約 3 億、1.1 億美元。

2025 年拉貨需求強勁。喬山最大客戶 Planet Fitness (美) 4Q24 財報亮眼，並預估 2025 年將新增 160-170 個據點 (去年增加 150 間)，主因在生活成本上漲之際平價健身房獲得更多消費者青睞。另外，Planet Fitness 新採購三種重訓器材將作為場館掛招牌、鋪地貼之宣傳重點；60% 加盟店已於去年完成採購，其餘 40% 將於今年下單，可望挹注喬山出貨動能。由於歐洲與拉美平價健身房龍頭業者 Basic-Fit (荷) 與 Smart-Fit (巴) 亦打算積極展店，喬山預估今年商用營收將延續 2024 年成長動能，為年增 15%。加上家用銷售成長上看雙位數且 BowFlex (美) 營收貢獻將翻倍，我們預估公司 2025 年營收將創新高，年增 13% 至 540 億元。

投資建議

我們上調目標價至 268 元，基於 2025 年每股盈餘預估 30 倍；維持「增加持股」評等。

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-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	33,613	38,070	47,766	53,973	57,329
營業毛利 (NT\$百萬)	14,606	18,427	24,439	27,597	29,132
營業利益 (NT\$百萬)	(215)	1,242	3,145	3,943	4,331
稅後淨利 (NT\$百萬)	429	710	2,147	2,717	3,036
每股盈餘 (NT\$)	1.42	2.34	7.07	8.95	10.00
每股現金股利 (NT\$)	0.60	1.00	2.50	3.00	3.00
每股盈餘成長率 (%)	1024.5	65.3	201.8	26.5	11.8
本益比 (x)	145.0	87.7	29.1	23.0	20.6
股價淨值比 (x)	6.6	6.5	5.8	5.1	4.5
EV/EBITDA (x)	75.6	27.7	13.6	11.4	10.1
淨負債比率 (%)	137.8	116.2	95.3	77.1	47.1
殖利率 (%)	0.3	0.5	1.2	1.5	1.5
股東權益報酬率 (%)	4.8	7.4	21.0	23.6	23.3

資料來源：公司資料，凱基

4Q24 財報有望超前。公司將於 3 月 13 日公佈 4Q24 財報。受惠原料價格走緩及生產效率提升，我們預期利潤率擴張將帶動 4Q24 每股盈餘達 5.01 元，年增 132%、季增 220%，分別高出我們先前預估與市場共識 17%、13%。展望 2025-26 年，我們估計每股盈餘將年增 27%、12%至 8.95、10.00 元，尚不含美國關稅可能創造的潛在上檔。

圖 1：4Q24-1Q25 財測修正暨市場預估

百萬元	4Q24							1Q25F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	17,357	16,741	3.7	43.7	36.4	15,833	9.6	10,086	9,916	1.7	(41.9)	25.7	10,133	(0.5)
毛利	8,956	8,387	6.8	43.9	41.2	8,170	9.6	5,083	4,988	1.9	(43.2)	26.5	5,036	0.9
營業利益	2,102	1,875	12.1	117.4	66.4	1,941	8.3	61	59	1.7	(97.1)	-	(136)	-
稅前淨利	1,897	1,731	9.6	153.9	88.6	1,747	8.6	43	(2)	-	(97.7)	-	51	(14.8)
稅後淨利	1,518	1,298	17.0	219.8	132.2	1,346	12.8	31	(1)	-	(98.0)	-	40	(23.6)
每股盈餘 (元)	5.01	4.28	17.0	219.8	132.2	4.44	12.8	0.10	(0.00)	-	(98.0)	-	0.13	(23.6)
毛利率 (%)	51.6	50.1	1.5 ppts	0.1 ppts	1.7 ppts	51.6	0.0 ppts	50.4	50.3	0.1 ppts	(1.2)ppts	0.3 ppts	49.7	0.7 ppts
營業利益率 (%)	12.1	11.2	0.9 ppts	4.1 ppts	2.2 ppts	12.3	(0.1)ppts	0.6	0.6	0.0 ppts	(11.5)ppts	4.7 ppts	(1.3)	1.9 ppts
淨利率 (%)	8.7	7.8	1.0 ppts	4.8 ppts	3.6 ppts	8.5	0.2 ppts	0.3	(0.0)	0.3 ppts	(8.4)ppts	2.0 ppts	0.4	(0.1)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2Q-3Q25 財測修正暨市場預估

百萬元	2Q25F							3Q25F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	12,271	12,270	0.0	21.7	19.0	11,755	4.4	13,272	13,040	1.8	8.2	9.9	13,165	0.8
毛利	6,258	6,258	0.0	23.1	19.4	5,948	5.2	6,809	6,625	2.8	8.8	9.4	6,688	1.8
營業利益	528	687	(23.2)	771.9	29.4	299	76.5	989	998	(0.9)	87.4	2.3	763	29.6
稅前淨利	513	628	(18.3)	1,080.2	8.6	553	(7.3)	973	937	3.8	89.8	30.2	1,041	(6.6)
稅後淨利	359	440	(18.3)	1,074.9	22.9	426	(15.7)	681	703	(3.1)	89.7	43.5	812	(16.1)
每股盈餘 (元)	1.18	1.45	(18.3)	1,074.9	22.9	1.41	(15.7)	2.25	2.32	(3.1)	89.7	43.5	2.68	(16.1)
毛利率 (%)	51.0	51.0	0.0 ppts	0.6 ppts	0.2 ppts	50.6	0.4 ppts	51.3	50.8	0.5 ppts	0.3 ppts	(0.2)ppts	50.8	0.5 ppts
營業利益率 (%)	4.3	5.6	(1.3)ppts	3.7 ppts	0.3 ppts	2.5	1.8 ppts	7.5	7.7	(0.2)ppts	3.2 ppts	(0.6)ppts	5.8	1.7 ppts
淨利率 (%)	2.9	3.6	(0.7)ppts	2.6 ppts	0.1 ppts	3.6	(0.7)ppts	5.1	5.4	(0.3)ppts	2.2 ppts	1.2 ppts	6.2	(1.0)ppts

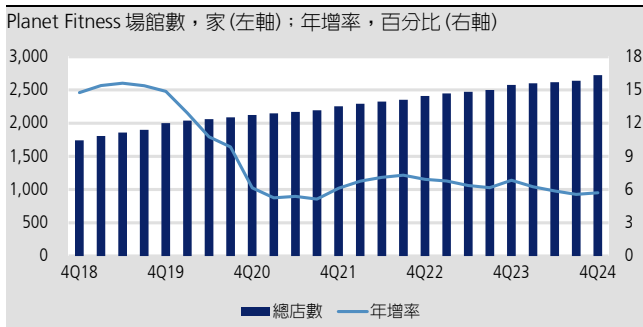
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：2024-26 年財測修正暨市場預估

百萬元	2024						2025F						2026F			
	修正後	修正前	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	47,766	47,272	1.0	25.5	46,242	3.3	53,973	53,281	1.3	13.0	52,826	2.2	57,329	57,994	(1.1)	6.2
毛利	24,439	23,805	2.7	32.6	23,615	3.5	27,597	26,969	2.3	12.9	27,001	2.2	29,132	29,471	(1.2)	5.6
營業利益	3,145	2,817	11.7	153.2	3,023	4.0	3,943	3,947	(0.1)	25.4	3,469	13.7	4,331	4,328	0.1	9.8
稅前淨利	3,067	2,951	3.9	129.8	3,047	0.6	3,880	3,706	4.7	26.5	3,707	4.7	4,336	4,161	4.2	11.8
稅後淨利	2,147	2,051	4.7	202.5	1,975	8.7	2,717	2,856	(4.9)	26.5	2,717	0.0	3,036	3,206	(5.3)	11.8
每股盈餘 (元)	7.07	6.75	4.7	202.5	6.50	8.7	8.95	9.41	(4.9)	26.5	8.95	0.0	10.00	10.56	(5.3)	11.8
毛利率 (%)	51.2	50.4	0.8 ppts	2.8 ppts	51.1	0.1 ppts	51.1	50.6	0.5 ppts	(0.0)ppts	51.1	0.0 ppts	50.8	50.8	(0.0)ppts	(0.3)ppts
營業率 (%)	6.6	6.0	0.6 ppts	3.3 ppts	6.5	0.0 ppts	7.3	7.4	(0.1)ppts	0.7 ppts	6.6	0.7 ppts	7.6	7.5	0.1 ppts	0.2 ppts
淨利率 (%)	4.5	4.3	0.2 ppts	2.6 ppts	4.3	0.2 ppts	5.0	5.4	(0.3)ppts	0.5 ppts	5.1	(0.1)ppts	5.3	5.5	(0.2)ppts	0.3 ppts

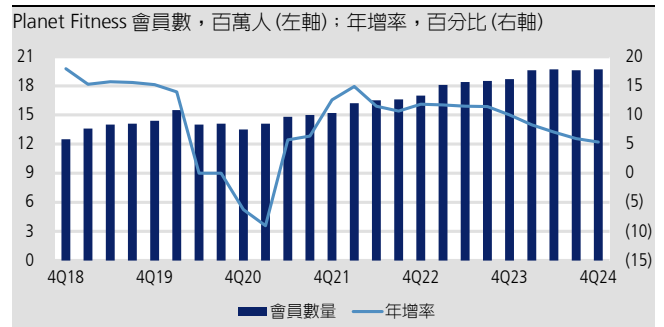
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4：Planet Fitness 持續展店



資料來源：公司資料、凱基投顧

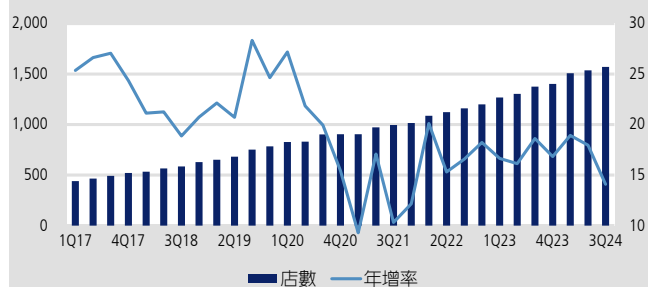
圖 5：Planet Fitness 會員數量位處歷史高檔



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 6：Basic-Fit 據點增加

Basic-Fit 場館數，家 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 7：Basic-Fit 會員數量创新高

Basic-Fit 會員數，百萬人 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 8：Smart-Fit 加速擴點

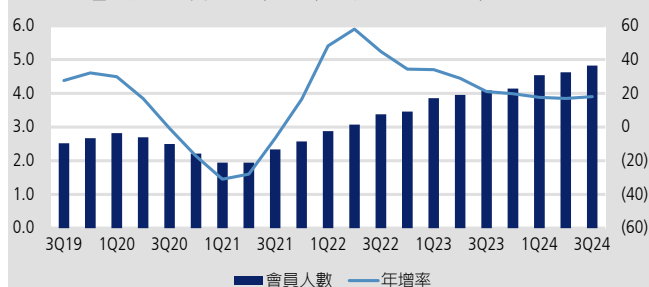
Smart-Fit 場館數，家 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 9：Smart-Fit 會員成長

Smart-Fit 會員數，百萬人 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料、凱基投顧

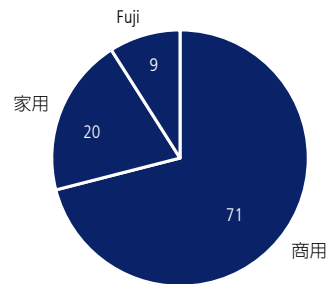
圖 10: 公司概況

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 2023 年營收的 71%，其餘為家用客戶及 Fujiiryoki (日)。

資料來源：凱基

圖 11: 2023 年市場應用別營收

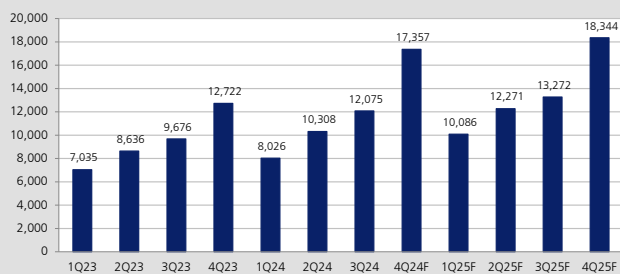
營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 季營業收入

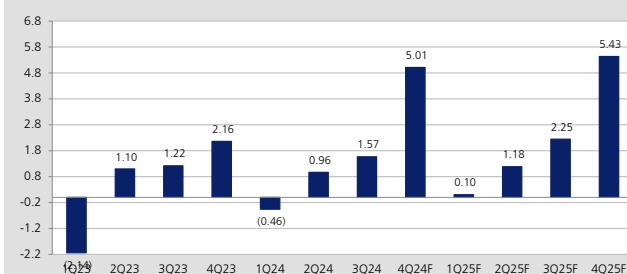
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 13: 每股盈利

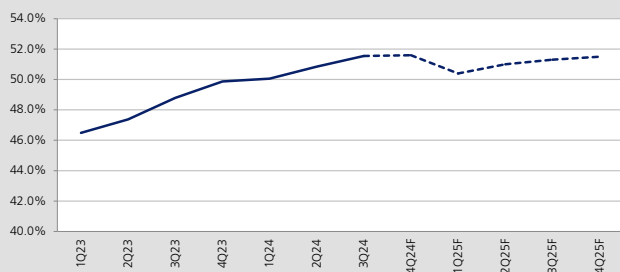
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 14: 毛利率

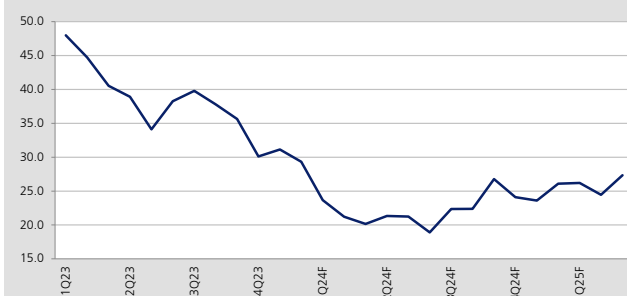
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 15: 本益比

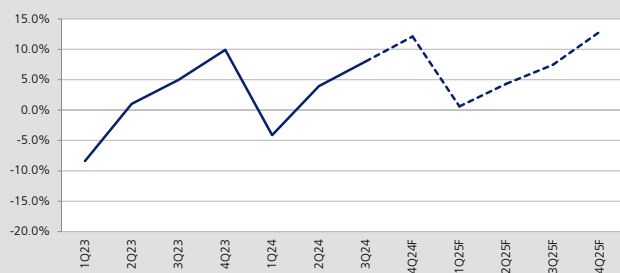
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 16: 營業利潤率

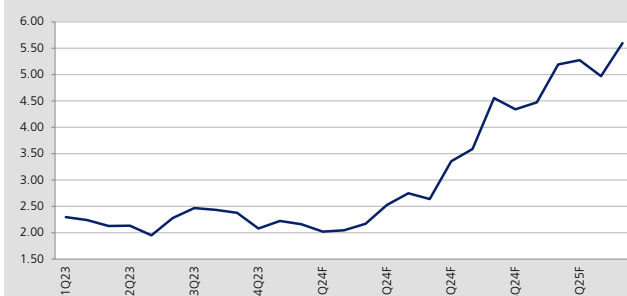
營業利潤率，百分比



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-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	8,026	10,308	12,075	17,357	10,086	12,271	13,272	18,344	47,766	53,973	57,329
營業成本	(4,008)	(5,067)	(5,851)	(8,401)	(5,003)	(6,013)	(6,464)	(8,897)	(23,327)	(26,376)	(28,198)
營業毛利	4,018	5,241	6,224	8,956	5,083	6,258	6,809	9,447	24,439	27,597	29,132
營業費用	(4,350)	(4,833)	(5,257)	(6,854)	(5,023)	(5,731)	(5,820)	(7,081)	(21,294)	(23,654)	(24,800)
營業利益	(332)	408	967	2,102	61	528	989	2,366	3,145	3,943	4,331
折舊	(380)	(382)	(315)	(1,011)	(560)	(560)	(560)	(560)	(2,088)	(2,242)	(2,413)
攤提	(30)	(16)	(33)	(8)	(22)	(22)	(22)	(22)	(87)	(87)	(87)
EBITDA	78	806	1,315	3,122	643	1,110	1,571	2,949	5,320	6,272	6,831
利息收入	79	86	69	(80)	37	37	37	37	154	146	188
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	24	2	2	31	20	22	21	22	60	85	90
總營業外收入	103	88	71	(48)	57	59	58	59	214	231	278
利息費用	(80)	(112)	(105)	(46)	(80)	(80)	(80)	(80)	(342)	(320)	(292)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	258	89	(186)	(111)	6	6	6	6	50	25	20
總營業外費用	178	(23)	(291)	(157)	(74)	(74)	(74)	(74)	(292)	(295)	(272)
稅前純益	(50)	472	747	1,897	43	513	973	2,351	3,067	3,880	4,336
所得稅費用[利益]	(88)	(180)	(272)	(379)	(13)	(154)	(292)	(705)	(920)	(1,164)	(1,301)
少數股東損益	0	0	(0)	0	0	0	0	0	1	1	1
非常項目前稅後純益	(138)	292	475	1,518	31	359	681	1,646	2,147	2,717	3,036
非常項目	(0)	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(138)	292	475	1,518	31	359	681	1,646	2,147	2,717	3,036
每股盈餘 (NT\$)	(0.46)	0.96	1.57	5.01	0.10	1.18	2.25	5.43	7.07	8.95	10.00
獲利率 (%)											
營業毛利率	50.1	50.8	51.5	51.6	50.4	51.0	51.3	51.5	51.2	51.1	50.8
營業利益率	(4.1)	4.0	8.0	12.1	0.6	4.3	7.5	12.9	6.6	7.3	7.6
EBITDA Margin	1.0	7.8	10.9	18.0	6.4	9.0	11.8	16.1	11.1	11.6	11.9
稅前純益率	(0.6)	4.6	6.2	10.9	0.4	4.2	7.3	12.8	6.4	7.2	7.6
稅後純益率	(1.7)	2.8	3.9	8.7	0.3	2.9	5.1	9.0	4.5	5.0	5.3
季成長率 (%)											
營業收入	(36.9)	28.4	17.1	43.7	(41.9)	21.7	8.2	38.2			
營業毛利	(36.7)	30.4	18.8	43.9	(43.2)	23.1	8.8	38.7			
營業收益增長	(126.3)		137.2	117.4	(97.1)	771.9	87.4	139.3			
EBITDA	(95.2)	935.2	63.2	137.5	(79.4)	72.7	41.5	87.7			
稅前純益	(105.0)		58.2	153.9	(97.7)	1080.2	89.8	141.7			
稅後純益	(121.1)		62.5	219.8	(98.0)	1074.9	89.7	141.7			
年成長率 (%)											
營業收入	14.1	19.4	24.8	36.4	25.7	19.0	9.9	5.7	25.5	13.0	6.2
營業毛利	22.9	28.1	31.8	41.2	26.5	19.4	9.4	5.5	32.6	12.9	5.6
營業收益	(43.8)	357.9	101.5	66.4		29.4	2.3	12.6	153.2	25.4	9.8
EBITDA		86.8	52.0	92.5	725.8	37.7	19.5	(5.6)	101.5	17.9	8.9
稅前純益	(93.0)	(2.4)	33.1	88.6		8.6	30.2	23.9	129.8	26.5	11.8
稅後純益	(78.7)	(12.4)	28.5	132.2		22.9	43.5	8.4	202.5	26.5	11.8

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	38,866	36,422	39,624	41,452	42,800
流動資產	26,419	23,610	28,146	31,214	34,023
現金及短期投資	3,540	2,372	2,306	2,151	3,560
存貨	11,808	9,039	11,154	12,935	13,906
應收帳款及票據	8,778	10,563	13,051	14,491	14,921
其他流動資產	2,293	1,636	1,636	1,636	1,636
非流動資產	12,447	12,812	11,478	10,238	8,778
長期投資	46	44	44	44	44
固定資產	4,494	4,581	3,246	2,006	546
什項資產	7,907	8,187	8,187	8,187	8,187
負債總額	29,384	26,772	28,829	29,207	28,936
流動負債	24,800	18,124	21,048	22,137	23,128
應付帳款及票據	4,758	4,333	6,692	7,804	8,884
短期借款	14,151	7,599	7,465	7,177	6,939
什項負債	5,891	6,192	6,890	7,156	7,304
長期負債	4,584	8,648	7,782	7,070	5,807
長期借款	2,447	5,959	5,093	4,382	3,119
其他負債及準備	892	780	780	780	780
股東權益總額	9,482	9,649	10,795	12,245	13,865
普通股本	3,036	3,036	3,036	3,036	3,036
保留盈餘	4,227	5,032	6,178	7,628	9,249
少數股東權益	7	7	6	6	5
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	9.2%	13.3%	25.5%	13.0%	6.2%
營業收益增長	(239.4%)		153.2%	25.4%	9.8%
EBITDA	(17.0%)	166.3%	101.5%	17.9%	8.9%
稅後純益	1024.6%	65.5%	202.5%	26.5%	11.8%
每股盈餘成長率	1024.5%	65.3%	201.8%	26.5%	11.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	43.5%	48.4%	51.2%	51.1%	50.8%
營業利益率	(0.6%)	3.3%	6.6%	7.3%	7.6%
EBITDA Margin	3.0%	6.9%	11.1%	11.6%	11.9%
稅後純益率	1.3%	1.9%	4.5%	5.0%	5.3%
平均資產報酬率	1.2%	1.9%	5.6%	6.7%	7.2%
股東權益報酬率	4.8%	7.4%	21.0%	23.6%	23.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	175.0%	140.5%	116.3%	94.4%	72.5%
淨負債比率	137.8%	116.2%	95.3%	77.1%	47.1%
利息保障倍數 (x)	2.2	4.5	10.0	13.1	15.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.0	0.1	0.3	0.3	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	1.5	10.2	6.1	9.2	17.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.0	0.5	0.3	0.4	0.7
流動比率 (x)	1.1	1.3	1.3	1.4	1.5
速動比率 (x)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	13,067	11,217	10,283	9,438	6,529
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	1.42	2.34	7.07	8.95	10.00
每股現金盈餘 (NT\$)	1.30	12.68	6.85	9.67	17.18
每股淨值 (NT\$)	31.21	31.76	35.53	40.31	45.65
調整後每股淨值 (NT\$)	31.31	31.83	35.53	40.31	45.65
每股營收 (NT\$)	111.07	125.67	157.32	177.77	188.82
EBITDA/Share (NT\$)	3.28	8.72	17.52	20.66	22.50
每股現金股利 (NT\$)	0.60	1.00	2.50	3.00	3.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.91	1.01	1.26	1.33	1.36
應收帳款周轉天數	95.3	101.3	100.0	98.0	95.0
存貨周轉天數	226.8	168.0	175.0	179.0	180.0
應付帳款周轉天數	91.4	80.5	105.0	108.0	115.0
現金轉換周轉天數	230.7	188.7	170.0	169.0	160.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	33,613	38,070	47,766	53,973	57,329
營業成本	(19,007)	(19,642)	(23,327)	(26,376)	(28,198)
營業毛利	14,606	18,427	24,439	27,597	29,132
營業費用	(14,821)	(17,185)	(21,294)	(23,654)	(24,800)
營業利益	(215)	1,242	3,145	3,943	4,331
總營業外收入	199	234	214	231	278
利息收入	165	194	154	146	188
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	34	40	60	85	90
總營業外費用	319	(142)	(292)	(295)	(272)
利息費用	(256)	(377)	(342)	(320)	(292)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	576	235	50	25	20
稅前純益	304	1,334	3,067	3,880	4,336
所得稅費用[利益]	(79)	(625)	(920)	(1,164)	(1,301)
少數股東損益	204	0	1	1	1
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	429	710	2,147	2,717	3,036
EBITDA	992	2,640	5,320	6,272	6,831
每股盈餘 (NT\$)	1.42	2.34	7.07	8.95	10.00

現金流量

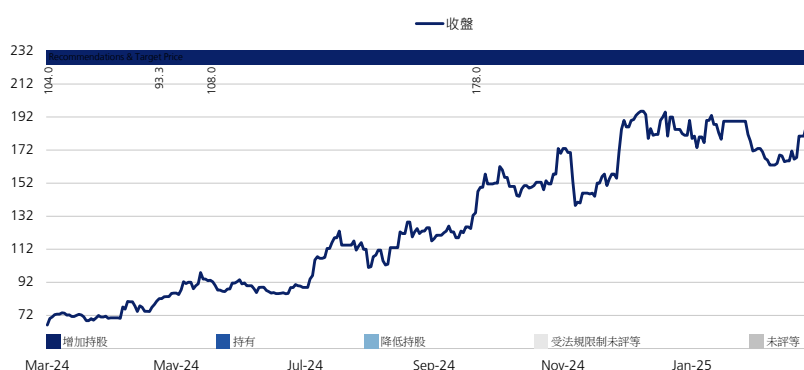
NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	392	3,843	2,078	2,936	5,216
本期純益	429	710	2,147	2,717	3,036
折舊及攤提	1,207	1,398	2,175	2,329	2,500
本期運用資金變動	(1,159)	458	(2,244)	(2,110)	(321)
其他營業資產及負債變動	(85)	1,277	-	-	0
投資活動之現金流量	(668)	(681)	(841)	(1,089)	(1,040)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(408)	(650)	(754)	(1,002)	(953)
其他資產變動	(260)	(31)	(87)	(87)	(87)
自由現金流	(601)	1,774	1,292	1,890	4,171
融資活動之現金流量	847	(3,871)	(1,303)	(2,001)	(2,767)
短期借款變動	4,677	(7,187)	-	-	-
長期借款變動	273	4,638	(1,000)	(1,000)	(1,500)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(151)	(182)	(303)	(1,001)	(1,266)
其他融資現金流	(3,952)	(1,141)	(1)	(1)	(1)
匯率影響數	345	(481)			
本期產生現金流量	916	(1,190)	(66)	(155)	1,409

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	44.1%	45.1%	44.6%	43.8%	43.3%
= 營業利益率	(0.6%)	3.3%	6.6%	7.3%	7.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
+ 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	1.9	2.4	2.9	3.2	3.7
營業利益率	(0.6%)	3.3%	6.6%	7.3%	7.6%
x 資本周轉率	1.9	2.4	2.9	3.2	3.7
x (1 - 有效現金稅率)	74.1%	53.2%	70.0%	70.0%	70.0%
= 稅後 ROIC	(0.9%)	4.1%	13.5%	16.3%	19.4%

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
2024-09-25	增加持股	178.0	134.0
2024-05-21	增加持股	108.0	93.3
2024-04-26	增加持股	93.3	82.2
2023-07-11	增加持股	104.0	76.2
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

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，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。