



個股報告

桂盟(5306)

自行車產業在疫情緩解後需求 V 轉，桂盟獲利將創新高

投資評等

目標價

逢低買進

\$211

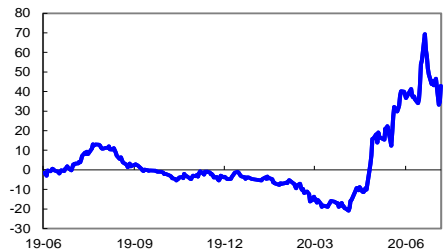
前次投資建議：無

報告日期：2020.7.31

研究員：曾正文

調整原因

- 20Q2 桂盟受到歐美市場在疫情後，隨著通勤與運動需求激增，營運呈現高速回復，預估全年稅後淨利 QoQ+45.2%，YoY+34.8%，EPS 2.5 元，獲利不受疫情影響，反而呈現大幅跳升。
- 桂盟獲利非但未受疫情影響，反而創下歷史新高，故給予「逢低買進」投資評等。

基本資料			結論與建議	
2020/7/30 收盤價：	167.0		<p>➢ 20Q2 桂盟受到歐美市場在疫情後，隨著通勤與運動需求激增，營運呈現高速回復，營收 14 億元，YoY+11.8%，優於預期，且因稼動率大幅提升，毛利率預估達 45.4%，預估稅後淨利 3.16 億元，YoY+34.8%，EPS 2.5 元，獲利不受疫情影響，反而呈現大幅跳升，優於市場預期。</p> <p>➢ 20Q3 隨著歐美自行車需求仍舊強勁，公司表示，目前訂單能見度已達年底，7 月營收有機會創下單月新高，預估 20Q3 合併營收 15.66 億元，YoY+18.3%，稅後淨利 3.28 億元，YoY+19.6%，EPS 2.6 元，獲利表現持續強勁。</p> <p>➢ 20Q1 在新冠肺炎疫情影響下，自行車產業受到衝擊，但隨各地經濟活動重啟，且歐洲國家均順勢推出補貼計畫，20Q2 需求反而呈現 V 轉的攀升，目前訂單均已達年底，訂單均呈現滿載，預估 2020 年營收將達 56.02 億元，YoY+6.9%，稅後淨利 YoY+19.8%，EPS 9.6 元，大幅優於預估 8.5 元，在疫情影響下，獲利反而創下歷史新高。而隨著大眾在與疫情共存的生活習慣改變下，通勤方式的改變，推估將持續推升自行車產業營運維持高檔，預估桂盟 2021 年 60.94 億元，YoY+8.8%，稅後淨利 13.48 億元，YoY+11.5%，EPS10.7 元，獲利將可望持續創下新高。</p> <p>➢ 目前股價 17.4X 20(F)PER，位於歷史 PER 13~44 倍區間中下緣，新冠疫情逐步緩解後，歐美自行車需求大幅攀升，20Q2 自行車產業出現需求 V 轉，桂盟獲利非但不受影響，反而創下歷史新高，故給予「逢低買進」投資評等，6 個月目標價 211 元(22X 20(F)PER)，潛在上漲空間約 26%。</p>	
股本(百萬股)	126			
市值(NT\$ 百萬)	20,350			
董監持股比例	38.65%			
不受大股東控制股數(千張)	126			
近期股價表現				
	個股表現	相對大盤		
一週	0.31%	-0.23%		
一月	11.80%	4.33%		
一季	115.88%	78.12%		
法人持股				
		持股比例		
外資		19.52%		
投信		1.21%		
自營商		0.05%		
融資券餘額				
(張數)		餘 額		
融資餘額		655		
融券餘額		15		
相對大盤股價表現(%)				
				

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

簡要財務預估資訊

	營收		營業利益		稅後純益		每股盈餘		每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2018	50.6	0.1	12.4	-6.7	9.5	-9.9	7.52	-14.2	4.5	17.1	4.7	1.0
2019	52.4	3.6	12.6	1.3	10.1	6.5	8.01	6.5	4.5	16.7	5.9	0.9
2020(F)	56.0	6.9	15.8	25.6	12.1	19.8	9.60	19.8	N.A.	17.9	4.9	0.8

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

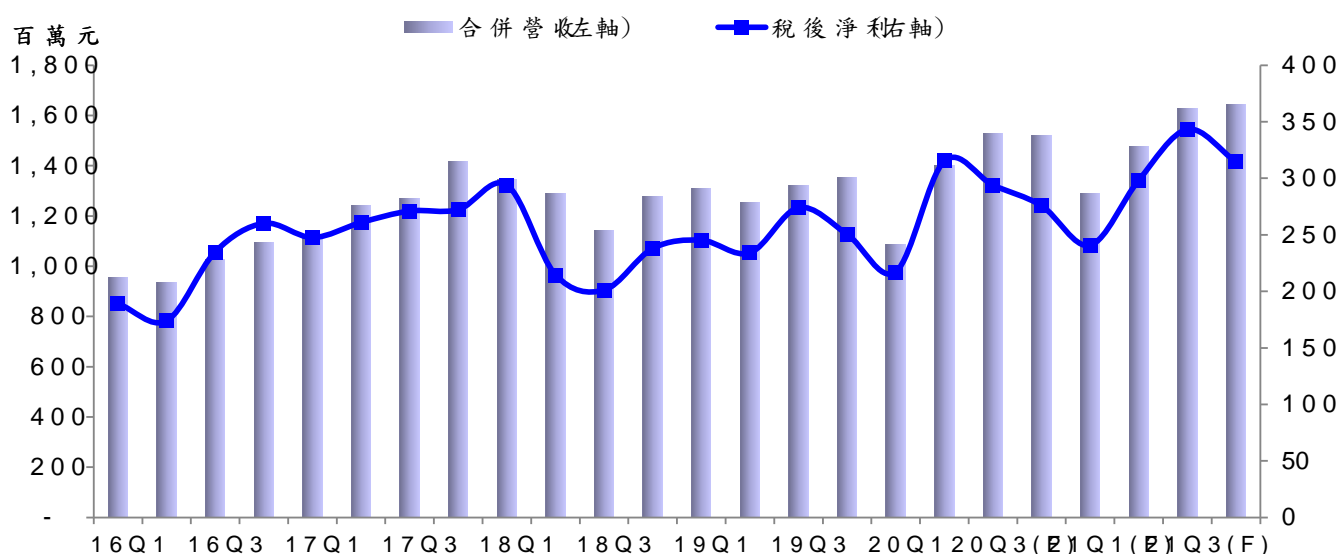
營運分析

20Q2 隨著歐美疫情復甦，因應通勤與運動需求激增，獲利表現優於預期

20Q2 以產品比重來看，自行車鍊條 80%(其中 OEM 62%，AM 18%)，機車鍊條 10%，正時系統 5%，車庫門營收 5%，20Q2 鍊條出貨量達 2,700 萬條，相較 20Q1 的 1,300 萬條，成長超過一倍以上。在新冠肺炎疫情緩解後，中國低階版本自行車鍊條快速回升，訂單滿到年底沒問題，而 5~6 月開始中階版本的運動休閒車種鍊條，也隨著北美跟歐洲需求復甦，目前皆呈現滿載狀態，高階版本則因歐美疫情緩解，由 6 月開始出現回升，合併營收 14.0 億元，YoY+11.8%，受到歐美市場在疫情後，隨著通勤與運動需求激增，營運呈現高速回復，表現大幅優於先前預期，且因稼動率大幅提升，毛利率預估將達 45.4%，大幅優於去年同期 43%，預估稅後淨利 3.16 億元，YoY+34.8%，EPS 2.5 元，獲利不受疫情影響，反而呈現大幅跳升，優於市場預期。

圖一、雖 20Q1 受疫情影響，但隨著疫情緩解，歐美需求大幅跳升，獲利優於預期

桂盟 2014~2021 預估季營收與獲利走勢圖



資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變而造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

20Q3 由於訂單能見度已達年底，預估營收與獲利持續提升，表現強勁

20Q3 隨著歐美自行車需求仍舊強勁，原在 5 月開始的擴產計畫，預期 8 月可望正式量產，約增加 5% 產能，而在天津與蘇州廠也有擴產計畫，而越南廠的部分隨著疫情緩解，過去以機車產線為主，目前也協助生產自行車鍊條，顯示訂單需求目前仍舊強勁，公司表示，目前訂單能見度已達年底，7 月營收有機會創下單月新高，預估 20Q3 合併營收 15.66 億元，YoY+18.3%，稅後淨利 3.28 億元，YoY+19.6%，EPS 2.6 元，獲利表現持續強勁。

圖二、在疫情之後，自行車相關人口約增加 600 萬人，顯示戶外運動需求攀升

2005-2018 的北美運動人口比率及疫情後影響變化圖

SPORT	Type	2005	2018	changed	After CONVID-19
Exercise Walking	Outdoor	26.9%	36.0%	9.1%	+
Exercising with Equipment	Indoor	16.9%	19.5%	2.6%	-
Swimming	Indoor	18.1%	15.5%	-2.6%	-
Aerobic Exercising	Indoor	10.5%	15.5%	5.0%	-
Running/Jogging	Outdoor	9.1%	15.3%	6.2%	+
Hiking	Outdoor	9.3%	14.6%	5.3%	+
Bicycle Riding+Mountain Biking	Outdoor	16.3%	14.3%	-2.0%	+
Camping	Outdoor	14.4%	13.8%	-0.6%	+
Work Out At Club/Gym/Fitness	Indoor	10.8%	12.9%	2.1%	-
Weightlifting	Indoor	11.1%	12.1%	1.0%	-
Bowling	Indoor	14.2%	11.8%	-2.4%	-
Yoga	Indoor	7.5%	10.3%	2.8%	-

資料來源：NSGA(2018)；桂盟國際；兆豐國際彙整

2020 年雖因疫情短期營運，但下半年營運可望快速回復，獲利表現優於預期

20Q1 在新冠肺炎疫情影響下，自行車產業大幅受到衝擊，但隨著各地經濟活動重啟，且歐洲部分國家及地區均順勢推出補貼計畫，如法國巴黎提出電動自行車提供 1,200 歐元的返款，其他各城市也有幾百元至上千元的歐元購買補貼，而義大利則推出 5 萬以上人口城市購買電動自行車，可享受最高售價 70% 的補貼，補貼限額 500 歐元，德國也推出「電動自行貨車」最高補貼 1,000 歐元，電動自行車補貼 500 歐元，其他如荷蘭、奧地利、比利時等國家均推出補貼政策，且在通勤習慣的改變，歐美市場需求大幅攀升，20Q2 開始，需求大幅度攀升，甚至目前訂單均已達到年底，預估桂盟在 20Q3 開始，訂單均呈現滿載，預估下半年營運仍可望維持高檔，預估全年營收將達 56.02 億元，YoY+6.9%，稅後淨利 12.09 億元，YoY+19.8%，EPS 9.6 元，大幅優於市場預估 8.5 元水準，在疫情影響下，獲利反而創下歷史新高。而隨著大眾在與疫情共存的生活習慣改變下，通勤方式的改變，推估將持續推升自行車產業營運維持高檔，預估桂盟 2021 年 60.94 億元，YoY+8.8%，稅後淨利 13.48 億元，YoY+11.5%，EPS 10.7 元，獲利將可望持續創下新高。

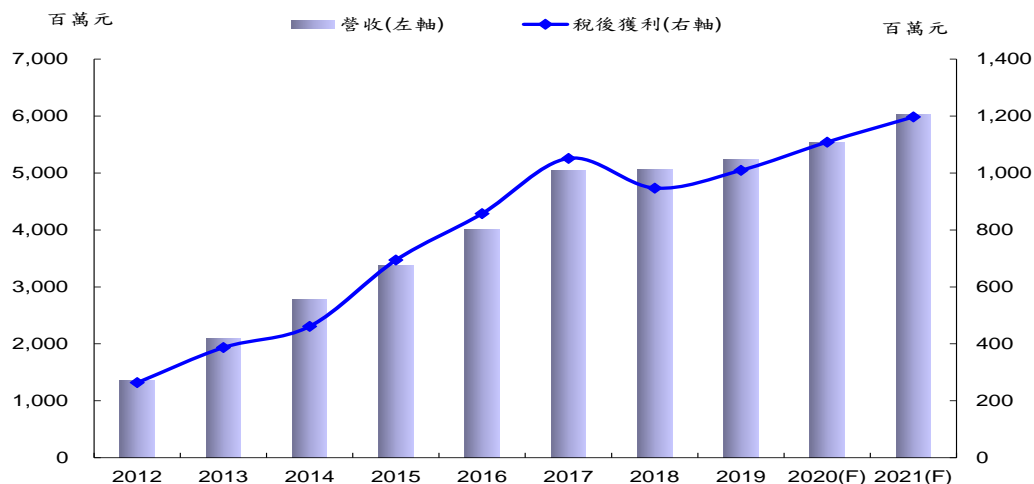
評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

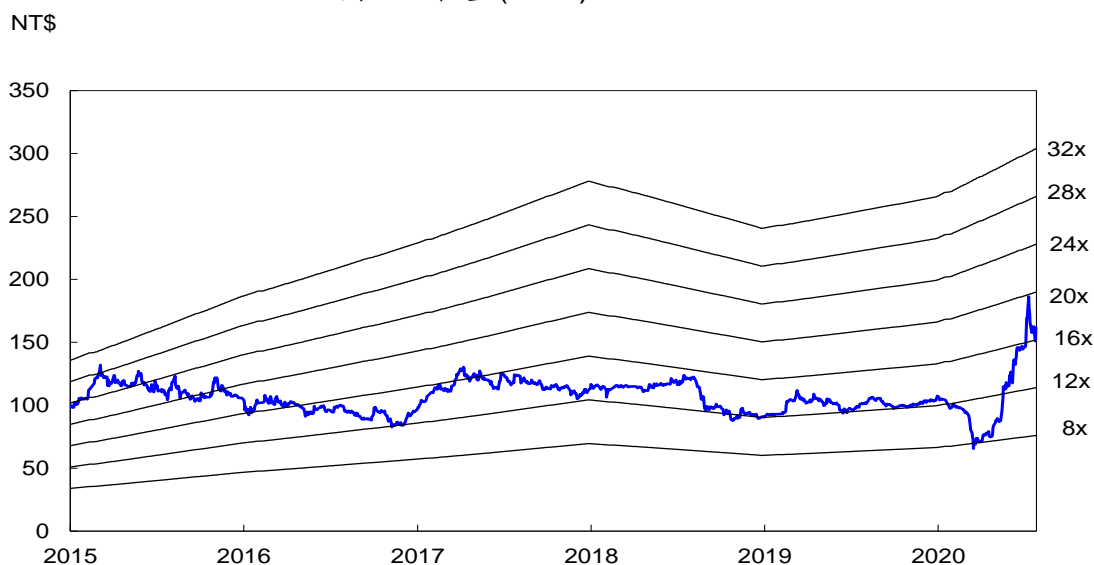
圖三、歐美自行車需求報復性回升，桂盟獲利不受疫情影響，仍舊呈現穩定增長
桂盟 2012~2021 逐年營收與獲利走勢圖



資料來源：CMoney；兆豐國際整理

疫情緩解後，歐美自行車需求大幅攀升，20Q2 自行車產業開始出現需求 V 轉，桂盟獲利非但不受影響，反而創下新高，故給予「逢低買進」投資評等。目前股價 17.4X 20(F)PER，位於歷史 PER 13~44 倍區間中下緣，新冠疫情逐步緩解後，歐美自行車需求大幅攀升，20Q2 自行車產業出現需求 V 轉，桂盟獲利非但不受影響，反而創下歷史新高，故給予「逢低買進」投資評等，6 個月目標價 211 元(22X 20(F)PER)，潛在上漲空間約 26%。

圖四、桂盟(5306) P/E Band



資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

財務報表

季度損益表

單位：新台幣百萬元

5306桂盟	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2(F)	20Q3(F)	20Q4(F)	2020(F)
營業收入淨額	5,057	1,311	1,252	1,324	1,353	5,240	1,086	1,400	1,566	1,550	5,602
營業成本	2,918	765	714	774	843	3,096	632	764	865	863	3,124
營業毛利	2,139	545	538	549	511	2,143	454	635	702	687	2,478
營業費用											
推銷費用	407	100	101	86	102	390	76	97	99	115	387
管總費用	426	108	100	118	128	455	92	96	136	144	467
研究發展費用	43	5	11	9	9	34	16	10	11	10	48
營業費用合計	899	218	225	213	232	888	184	203	246	268	901
營業淨利(損)	1,240	328	313	336	279	1,256	270	432	456	418	1,577
營業外收支											
利息收入	30	5	7	6	6	25	5	7	6	6	25
利息支出	39	7	10	9	9	35	8	8	9	9	34
投資損益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他收支淨額	42	1	17	42	(10)	50	11	30	22	(18)	45
營業外收支淨額合計	33	(0)	13	39	(13)	39	25	29	19	(21)	52
稅前淨利	1,273	327	326	375	267	1,295	295	461	476	398	1,629
所得稅費用(利益)	311	81	90	101	14	285	71	115	128	40	354
非常項目淨額	0	(0)	(0)	0	0	0	0	30	20	16	66
稅後淨利	948	245	234	274	250	1,010	217	316	328	342	1,209
普通股股本	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260
每股盈餘(元)	7.52	1.95	1.86	2.17	1.99	8.01	1.72	2.50	2.60	2.71	9.60
季成長分析(QoQ,%)											
營收成長率		2.8	-4.5	5.7	2.2		-19.7	28.8	11.9	-1.0	
營業毛利成長率		-3.0	-1.4	2.1	-7.0		-11.0	39.8	10.4	-2.1	
營業利益成長率		0.8	-4.6	7.6	-17.0		-3.1	59.8	5.6	-8.3	
稅前淨利成長率		5.9	-0.4	15.1	-29.0		10.7	56.2	3.2	-16.4	
稅後淨利成長率		3.0	-4.5	17.1	-8.6		-13.2	45.2	3.9	4.3	
年成長分析(YoY,%)											
營收成長率	0.1	-2.7	-3.0	15.7	6.1	3.6	-17.1	11.8	18.3	14.5	6.9
營業毛利成長率	0.8	-6.2	5.5	13.1	-9.2	0.2	-16.7	18.1	27.7	34.4	15.6
營業利益成長率	-6.7	-12.4	15.0	25.2	-14.1	1.3	-17.5	38.2	35.6	49.9	25.6
稅前淨利成長率	-1.8	-8.1	0.7	32.2	-13.8	1.8	-9.8	41.3	26.7	49.2	25.8
稅後淨利成長率	-9.9	-16.6	9.1	36.3	5.2	6.5	-11.4	34.8	19.6	36.5	19.8
獲利分析(%)											
營業毛利率	42.3	41.6	43.0	41.5	37.7	40.9	41.8	45.4	44.8	44.3	44.2
營業利益率	24.5	25.0	25.0	25.4	20.6	24.0	24.9	30.9	29.1	27.0	28.1
稅前淨利率	25.2	25.0	26.0	28.4	19.7	24.7	27.2	32.9	30.4	25.7	29.1
稅後淨利率	18.7	18.7	18.7	20.7	18.5	19.3	20.0	22.5	20.9	22.1	21.6
實質所得稅率	24.4	24.8	27.5	26.9	5.1	22.0	24.1	25.0	26.9	10.0	21.7

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

資產負債表

單位：NT\$百萬元	2018	2019(F)	2020(F)
流動資產			
現金及約當現金	4,419	5,251	6,566
存貨	582	594	606
應收帳款及票據	614	626	639
其他流動資產	413	421	429
流動資產合計	6,028	6,892	8,240
其他資產			
長期投資合計	15	12	13
固定資產	1,335	930	504
什項資產	1,070	1,111	1,090
其他資產合計	2,419	2,053	1,607
資產總計	8,447	8,946	9,847
流動負債			
應付帳款及票據	222	227	231
短期借款	388	406	397
什項負債	907	925	943
流動負債合計	1,517	1,557	1,571
長期負債			
長期借款	1,100	1,151	1,125
其他負債及準備	-6	-5	-5
長期負債合計	1,094	1,145	1,120
負債總計	2,611	2,703	2,691
股東權益			
普通股股本	1,185	1,185	1,185
特別股股本	0	0	0
資本公積	1,541	1,541	1,541
保留盈餘	3,149	3,592	4,536
其他項目	-39	-75	-106
股東權益總計	5,836	6,243	7,156
負債與股東權益總計	8,447	8,946	9,847

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

現金流量表

單位：NT\$百萬元	2018	2019(F)	2020(F)
本期淨利	948	1,010	1,209
折舊及攤提	549	559	579
本期營運資金變動	-9	-10	-10
其他營業資產及負債變動	3	4	5
營業活動之淨現金流入(出)	1,490	1,563	1,784
資本支出淨額	-85	-87	-86
本期長期投資變動	-8	-2	-6
其他資產變動	17	-109	-46
投資活動之淨現金流入(出)	-76	-198	-138
自由現金流量	1,414	1,366	1,645
現金增資	-534	-603	-283
本期負債變動	-137	68	-34
其他長期負債變動	14	0	-13
融資活動之淨現金流入(出)	-657	-534	-330
本期現金與約當現金增加數	756	832	1,315
期初現金與約當現金餘額	3,663	4,419	5,251
期末現金與約當現金餘額	4,419	5,251	6,566

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

重要財務比率分析

	2018	2019(F)	2020(F)
年成長率(%)			
營業收入	0.1	3.6	6.9
營業利益	-6.7	1.3	25.6
稅後純益	-9.9	6.5	19.8
獲利能力分析(%)			
營業毛利率	42.3	40.9	44.2
營業利益率	24.5	24.0	28.1
稅後純益率	18.7	19.3	21.6
資產報酬率	11.4	11.6	12.9
股東權益報酬率	17.1	16.7	17.9
償債能力分析			
負債/股東權益(%)	25.5	24.9	21.3
流動比率(X)	4.0	4.4	5.2
每股資料分析			
每股盈餘(NT\$元)	7.5	8.0	9.6
本益比(X)	4.7	5.9	4.9
每股淨值(NT\$元)	46.3	49.5	56.8
股價淨值比(X)	1.0	0.9	0.8
每股現金股利(NT\$元)	4.5	4.5	N.A.
現金股利殖利率(%)	12.7	9.6	N.A.

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。