

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

東哥

(8478.TW/8478 TT)

未評等

收盤價 May 18 (NT\$)	527
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

東哥 1Q23 毛利率及獲利率均優於市場預估。展望未來，高單價自製大型遊艇比重提高，及逐年調整產品售價，在產品組合轉佳及調高產品 ASP 下，將帶動 2023 年營收及獲利大幅成長。

交易資料表

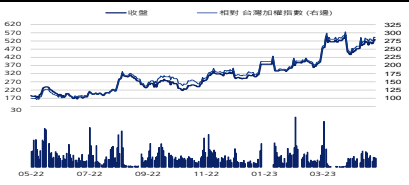
市值：(NT\$bn/US\$mn)	46.84 / 1,524
流通在外股數 (百萬股)：	88.89
外資持有股數 (百萬股)：	40.87
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.85
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	165.0 - 558

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	49.1	88.9	184.1
相對表現 (%)	45.1	77.9	185.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	0.10	4.48	2.02	2.94
2022	4.40	6.15	4.72	4.66
2023	7.00	N.A.	N.A.	N.A.

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

曾繁仁
886.2.2181.8734
victort@kgi.com

許芝瑄
886.2.2181.8016
serena.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

訂單能見度至 2025 年

重要訊息

東哥已擺脫美國廠虧損帶動營運體質轉佳，且訂單能見度已達 2025 年。在產品組合轉佳及漲價效應下，市場預估 2023 年公司獲利將大幅成長。

評論及分析

訂單能見度至 2025 年：市場預期東哥 2023-2024 年營收成長可維持 20% 以上，主因 1、高端奢侈消費不易受短期景氣波動，目前訂單能見度已至 2025 年，且都有收取訂金。2、東哥業務主要分為大型(自製)及小型(代理)遊艇，2022 營收占比分別為 91% 及近 5%。東哥在台灣有 2 個大型組裝廠，分別是生產 35-37 公尺船型的金福廠，年產約 8 艘；及生產 27-32 公尺船型的同利新廠，還在產能爬升中，預計 2024 年年產可達 10-12 艘。在大型尺寸出貨比重提高下，可帶動大型遊艇營收成長。3、2021 年開始針對自製遊艇調整售價，未來幾年維持逐年調漲 8-10%，帶動營收成長。

2023 年毛利率維持 45% 以上：市場預估東哥毛利率可由 2022 年的 45.4%，提升至 2023 年的 47.9%，主因 1、產品組合轉佳，毛利達 45% 以上的自製遊艇，2023 年比重可維持 91% 以上(2022 年為 91%)。3、每年均有調整產品售價。

營運體質轉佳，2023 獲利大幅成長：東哥 1Q23 合併營收及稅後盈餘分別年增 21.5% 及 59%，EPS 達 6.93 元。獲利大幅成長除營收成長外，毛利率提升至 51.4%，因自製大型遊艇營收占比達 95%。市場預估 2023 年東哥合併營收及稅後盈餘分別年增 22.7% 及 34.5%，EPS 達 26.6 元。

投資建議

東哥在產品組合轉佳及調高售價下，帶動獲利大幅成長，以市場預估 2023 年 EPS 可達 26.6 元，目前本益比為 XX 倍(歷史本益比區間為 15-20 倍)。

投資風險

散裝航運延遲。

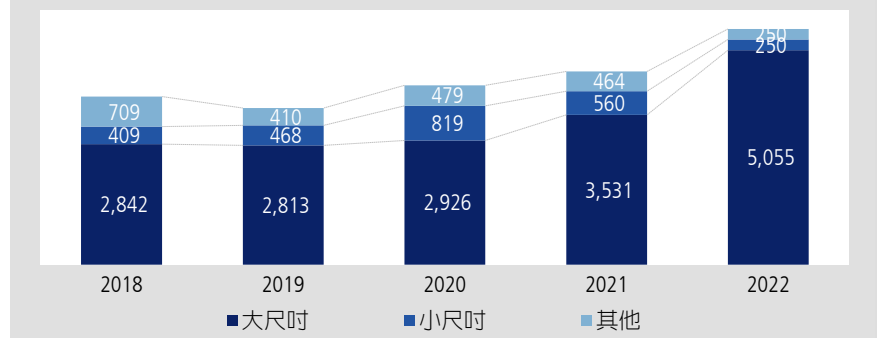
主要財務數據及估值

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入 (NT\$百萬)	3,959	3,690	4,225	4,554	5,555
營業毛利 (NT\$百萬)	1,104	975	1,001	1,599	2,524
營業利益 (NT\$百萬)	267	128	227	950	1,862
稅後淨利 (NT\$百萬)	359	46	94	855	1,753
每股盈餘 (NT\$)	3.85	0.50	1.04	9.55	19.93
每股現金股利 (NT\$)	2.00	0.51	1.02	5.00	10.00
每股盈餘成長率 (%)	18.7	(87.0)	109.3	815.3	108.7
本益比 (x)	137.0	1,057.0	505.1	55.2	26.4
股價淨值比 (x)	17.5	18.4	19.2	15.5	10.0
EV/EBITDA (x)	155.7	177.7	124.4	44.9	23.1
淨負債比率 (%)	59.4	86.3	125.5	71.7	6.8
殖利率 (%)	0.4	0.1	0.2	0.9	1.9
股東權益報酬率 (%)	12.9	1.7	3.7	31.0	45.5

資料來源：公司資料，凱基

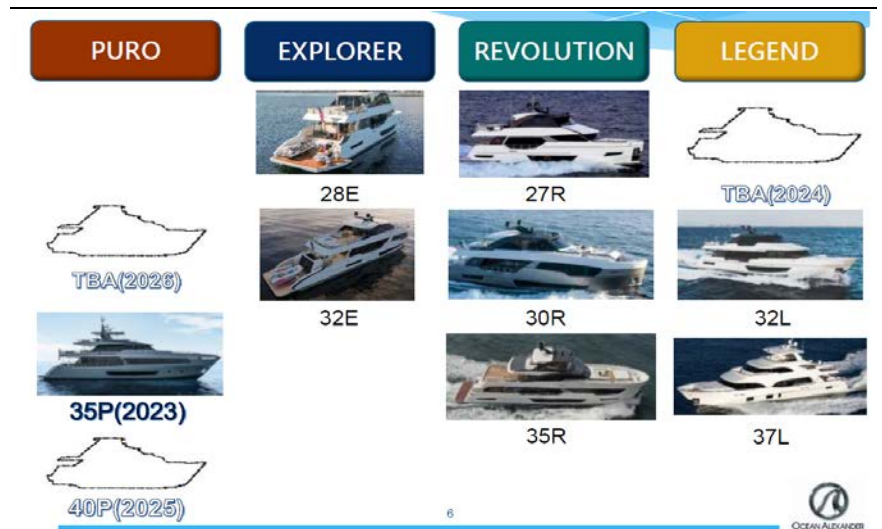
圖 1: 自製產品比重提高，有助營收成長

大、小尺寸遊艇營收，百萬元



資料來源: 公司資料, 凱基整理

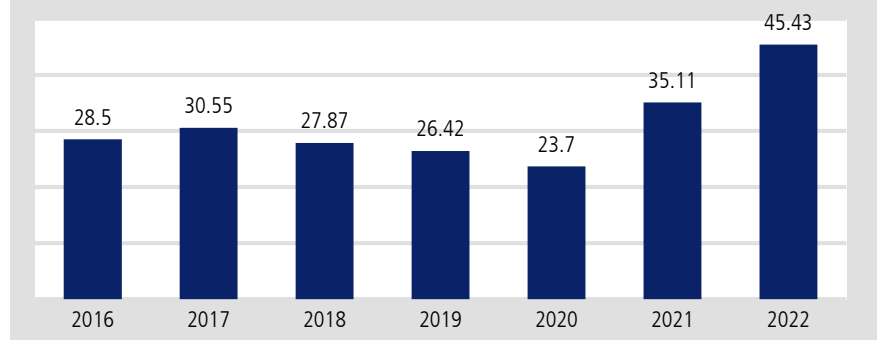
圖 2: 2H23 將有自製大尺寸遊艇 P 系列推出



資料來源: 公司資料

圖 3: 產品組合轉佳及調高售價，有助毛利率持續提昇

毛利率，百分比



資料來源: 公司資料, 凱基整理

圖 4: 2023-2024 市場共識

百萬元	2022		2023F		2024F	
	實際數	YoY (%)	市場共識	YoY (%)	市場共識	YoY (%)
營收	5,555	22.0	6,815	22.7	8,007	17.5
毛利	2,524	57.9	3,266	29.4	3,699	13.3
營業利益	1,862	96.0	2,526	35.7	2,837	12.3
稅後淨利	1,753	105.1	2,357	34.5	2,620	11.1
每股盈餘 (元)	19.93	108.7	26.59	33.4	29.75	11.9
毛利率 (%)	45.4	10.3 ppts	47.9	2.5 ppts	46.2	(1.7)ppts
營利率 (%)	33.5	12.7 ppts	37.1	3.6 ppts	35.4	(1.6)ppts
淨利率 (%)	31.6	12.8 ppts	34.6	3.0 ppts	32.7	(1.9)ppts

資料來源: Bloomberg, 凱基整理

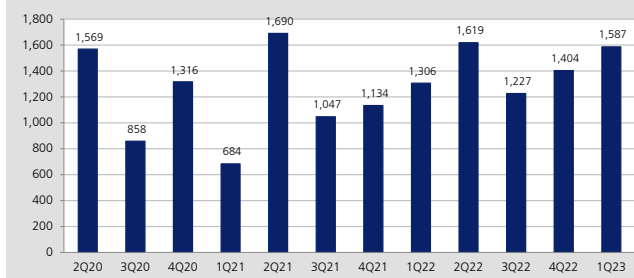
圖 5: 公司概況

公司業務為遊艇的售後維修、銷售及製造的一條龍服務。除了銷售自有品牌 Ocean Alexander 遊艇，同時仲介及銷售二手船、代理其他品牌小尺寸遊艇。公司自有品牌 Ocean Alexander 市占率全美排名第一、全球排名第三。主要生產 27~37 公尺的船型，製造地為高雄，有 4 個前段廠及 2 個組裝廠。產品主要分為三個系列：L(Legend)系列、R(Revolution)系列，及 E(Explorer)系列，2H23 將推出新系列 P(Puro)。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

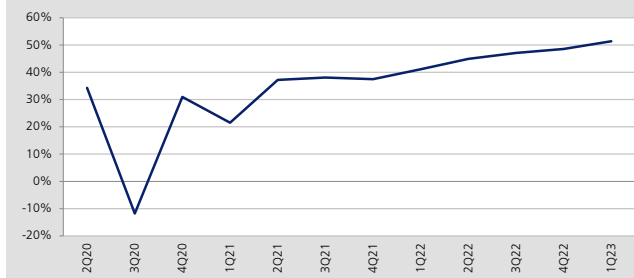
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

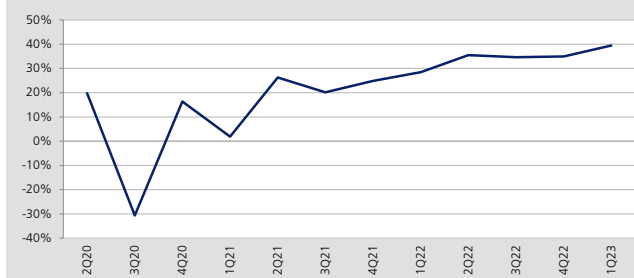
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

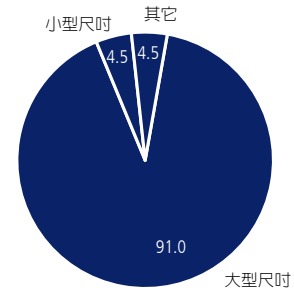
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 東哥營收以自製大型遊艇為主

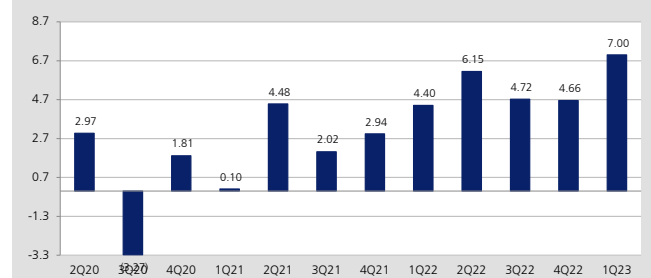
東哥營收結構，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

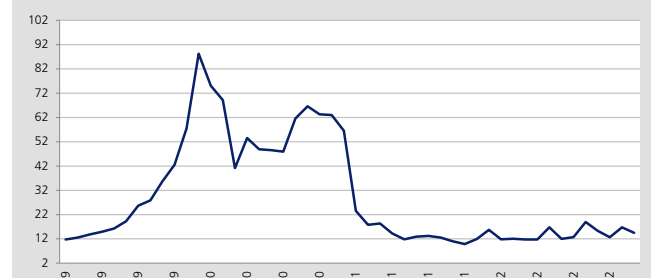
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

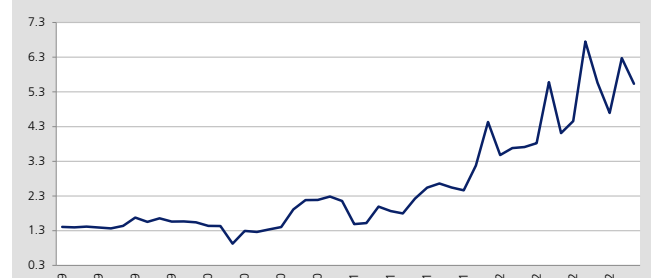
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入	1,690	1,047	1,134	1,306	1,619	1,227	1,404	1,587	4,225	4,554	5,555
營業成本	(1,062)	(648)	(709)	(769)	(891)	(649)	(722)	(771)	(3,223)	(2,955)	(3,031)
營業毛利	628	399	425	537	728	578	682	816	1,001	1,599	2,524
營業費用	(185)	(187)	(143)	(165)	(153)	(153)	(192)	(189)	(774)	(649)	(662)
營業利益	444	211	282	372	575	425	490	626	227	950	1,862
折舊	(34)	(36)	(37)	(39)	(39)	(39)	(39)	(38)	(173)	(145)	(155)
攤提	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(1)	(9)	(6)	(6)
EBITDA	479	249	321	412	615	465	531	665	408	1,100	2,023
利息收入	0	0	0	0	1	7	14	18	1	1	22
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	5	3	2	3	15	2	4	12	59	16	25
總營業外收入	6	3	3	3	16	9	18	31	60	16	47
利息費用	(16)	(14)	(14)	(12)	(12)	(17)	(17)	(20)	(66)	(59)	(58)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(25)	(9)	8	39	(2)	9	(54)	(6)	(102)	(16)	(8)
總營業外費用	(42)	(23)	(7)	27	(15)	(8)	(70)	(26)	(168)	(75)	(66)
稅前純益	408	192	278	401	577	426	438	631	119	891	1,842
所得稅費用[利益]	(5)	(12)	(15)	(14)	(36)	(10)	(29)	(15)	(25)	(36)	(89)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	403	179	263	387	541	415	410	616	94	855	1,753
非常項目	0	0	(0)	(0)	0	0	0	0	-	(0)	(0)
稅後淨利	403	179	263	387	541	415	410	616	94	855	1,753
每股盈餘 (NT\$)	4.48	2.02	2.94	4.40	6.15	4.72	4.66	7.00	1.04	9.55	19.93
獲利率 (%)											
營業毛利率	37.2	38.1	37.5	41.1	44.9	47.1	48.6	51.4	23.7	35.1	45.4
營業利益率	26.3	20.2	24.9	28.5	35.5	34.6	34.9	39.5	5.4	20.9	33.5
EBITDA Margin	28.3	23.8	28.3	31.5	38.0	37.9	37.8	41.9	9.7	24.2	36.4
稅前純益率	24.1	18.3	24.5	30.7	35.6	34.7	31.2	39.7	2.8	19.6	33.2
稅後純益率	23.8	17.1	23.2	29.7	33.4	33.9	29.2	38.8	2.2	18.8	31.6
季成長率 (%)											
營業收入	147.1	(38.1)	8.3	15.2	23.9	(24.2)	14.4	13.0			
營業毛利	327.6	(36.6)	6.7	26.3	35.5	(20.6)	18.1	19.6			
營業收益增長	3363.5	(52.4)	33.5	31.9	54.6	(26.1)	15.5	27.8			
EBITDA	831.1	(48.0)	28.8	28.5	49.3	(24.4)	14.2	25.2			
稅前純益	2847.1	(53.0)	45.1	44.5	43.7	(26.2)	3.0	43.9			
稅後純益	4242.2	(55.4)	46.7	47.1	39.6	(23.2)	(1.4)	50.3			
年成長率 (%)											
營業收入	7.7	22.0	(13.9)	91.0	(4.2)	17.2	23.8	21.5	14.5	7.8	22.0
營業毛利	16.8		4.4	265.3	15.8	45.0	60.4	51.9	2.7	59.7	57.9
營業收益	42.9		30.7	2801.6	29.6	101.1	73.9	68.5	77.8	317.7	96.0
EBITDA	34.8		25.9	701.2	28.4	86.7	65.6	61.3	42.2	169.3	83.9
稅前純益	44.4		67.6	2800.9	41.4	122.4	57.8	57.1	94.1	647.0	106.8
稅後純益	49.0		60.5	4076.2	34.3	131.5	55.6	59.0	104.8	804.9	105.1

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
資產總額	5,906	6,262	6,809	6,857	9,049
流動資產	4,486	4,287	4,855	4,939	7,255
現金及短期投資	770	331	242	759	2,336
存貨	2,807	3,181	2,793	2,830	3,386
應收帳款及票據	616	434	1,119	607	684
其他流動資產	294	342	702	743	849
非流動資產	1,420	1,975	1,953	1,918	1,795
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	1,112	1,236	1,348	1,424	1,348
什項資產	307	739	606	494	447
負債總額	3,104	3,664	4,317	3,830	4,369
流動負債	1,691	1,971	2,829	2,753	2,127
應付帳款及票據	251	197	203	223	256
短期借款	1,104	1,283	2,246	2,156	659
什項負債	336	490	381	373	1,212
長期負債	1,413	1,693	1,488	1,077	2,242
長期借款	1,330	1,290	1,118	769	1,990
其他負債及準備	83	74	75	76	67
股東權益總額	2,802	2,598	2,492	3,027	4,681
普通股股本	931	909	909	889	889
保留盈餘	734	549	560	1,081	2,263
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
年成長率					
營業收入	9.3%	(6.8%)	14.5%	7.8%	22.0%
營業收益增長	(28.9%)	(52.0%)	77.8%	317.7%	96.0%
EBITDA	(22.5%)	(12.0%)	42.2%	169.3%	83.9%
稅後純益	30.9%	(87.1%)	104.8%	804.9%	105.1%
每股盈餘成長率	18.7%	(87.0%)	109.3%	815.3%	108.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	27.9%	26.4%	23.7%	35.1%	45.4%
營業利益率	6.7%	3.5%	5.4%	20.9%	33.5%
EBITDA Margin	8.2%	7.8%	9.7%	24.2%	36.4%
稅後純益率	9.1%	1.2%	2.2%	18.8%	31.6%
平均資產報酬率	6.9%	0.8%	1.4%	12.5%	22.0%
股東權益報酬率	12.9%	1.7%	3.7%	31.0%	45.5%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	86.9%	99.1%	135.0%	96.6%	56.6%
淨負債比率	59.4%	86.3%	125.5%	71.7%	6.8%
利息保障倍數 (x)	12.2	2.0	2.8	16.0	32.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.0	0.0	0.3	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	2.2	1.0	(3.6)	25.8	36.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.1	0.0	(0.1)	0.7	2.9
流動比率 (x)	2.7	2.2	1.7	1.8	3.4
速動比率 (x)	1.0	0.6	0.7	0.8	1.8
淨負債 (NT\$百萬)	1,664	2,243	3,128	2,172	319
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.85	0.50	1.04	9.55	19.93
每股現金盈餘 (NT\$)	0.84	0.66	(2.64)	17.12	23.98
每股淨值 (NT\$)	30.11	28.58	27.41	34.06	52.66
調整後每股淨值 (NT\$)	30.06	28.09	27.52	33.83	53.21
每股營收 (NT\$)	42.47	39.89	46.67	50.89	63.15
EBITDA/Share (NT\$)	3.50	3.10	4.51	12.29	23.00
每股現金股利 (NT\$)	2.00	0.51	1.02	5.00	10.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.76	0.61	0.65	0.67	0.70
應收帳款周轉天數	56.8	42.9	96.9	48.7	44.9
存貨周轉天數	358.7	427.6	317.1	349.5	407.7
應付帳款周轉天數	32.1	26.5	23.1	27.5	30.8
現金轉換周轉天數	383.4	443.9	391.0	370.6	421.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營業收入	3,959	3,690	4,225	4,554	5,555
營業成本	(2,856)	(2,715)	(3,223)	(2,955)	(3,031)
營業毛利	1,104	975	1,001	1,599	2,524
營業費用	(837)	(847)	(774)	(649)	(662)
總營業外收入	92	74	60	16	47
利息收入	2	7	1	1	22
投資利益淨額	1	-	-	-	-
其他營業外收入	90	66	59	16	25
總營業外費用	33	(140)	(168)	(75)	(66)
利息費用	(35)	(59)	(66)	(59)	(58)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	68	(81)	(102)	(16)	(8)
稅前純益	391	61	119	891	1,842
所得稅費用 [利益]	(33)	(15)	(25)	(36)	(89)
少數股東損益	(0)	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	(0)	(0)
稅後淨利	359	46	94	855	1,753
EBITDA	326	287	408	1,100	2,023
每股盈餘 (NT\$)	3.85	0.50	1.04	9.55	19.93

現金流量

NT\$百萬	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
營運活動之現金流量	78	61	(239)	1,532	2,110
本期純益	359	46	94	855	1,753
折舊及攤提	60	159	181	150	161
本期運用資金變動	(319)	(235)	(402)	439	(601)
其他營業資產及負債變動	(21)	90	(113)	88	796
投資活動之現金流量	(469)	(209)	(274)	(123)	6
投資用短期投資出售 [新購]	-	1	(5)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(96)	(249)	(247)	(127)	(19)
其他資產變動	(373)	38	(22)	4	25
自由現金流	(118)	(238)	(296)	1,367	1,307
融資活動之現金流量	814	(252)	528	(832)	(848)
短期借款變動	(269)	143	617	(234)	(650)
長期借款變動	1,341	116	(15)	(314)	874
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(192)	(182)	(45)	(90)	(440)
其他融資現金流	114	(296)	18	(25)	(631)
匯率影響數	24	(39)	(109)	(60)	309
本期產生現金流量	447	(439)	(94)	517	1,577

投資回報率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	21.1%	23.0%	18.3%	14.3%	11.9%
= 營業利益率	6.7%	3.5%	5.4%	20.9%	33.5%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.8	0.9	1.0	0.8	0.6
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	0.9	0.8	0.8	0.9	1.2
營業利益率	6.7%	3.5%	5.4%	20.9%	33.5%
x 資本周轉率	0.9	0.8	0.8	0.9	1.2
x (1 - 有效現金稅率)	91.7%	75.0%	79.2%	95.9%	95.2%
= 稅後 ROIC	5.7%	2.1%	3.3%	18.2%	36.8%

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）為開發金控集團之成員。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。