

# GARMIN UNDER THE HOOD

不是單純穿戴裝置故事，而是五個場景共用一套工程底盤。

Fitness、Outdoor、Aviation、Marine 與 Auto OEM 共享定位、感測、製造、可靠度與品牌信任。這份報告拆開最新季度漂亮數字背後的組合品質。

**\$1.75B**

Q1 營收

**+14%**

Q1 年增

**24.6%**

營業利率

**\$469M**

自由現金流

**\$4.31B**

現金與有價證券

**\$0**

長期債務

CH 00

## GARMIN 不是手錶公司，而是把可靠性賣進不同場景的公司

2026 Q1 的數字很亮，但真正值得研究的不是單季成長，而是 Garmin 如何把同一套工程、製造、感測與品牌信任，放進 Fitness、Outdoor、Aviation、Marine 與 Auto OEM 五個不同戰場。

### 漂亮的季度只是入口，不是答案


Garmin 2026 Q1 先交出一組很容易讓市場點頭的數字：營收、毛利率、營業利益、營業利率與自由現金流同時往上。這種組合不常見，因為硬體公司最容易出現的問題，是收入看起來成長，利潤卻被成本、促銷或庫存吃掉。

 營收 **17.53 億美元**，比去年同期成長 **14%**

 營收年增 **+14%**，需求仍在成長，不是只靠守成

 毛利率 **59.4%**，提高 **1.8 個百分點**

 營業利益 **4.32 億美元**，年增 **30%**，快於收入

 營業利益率 **24.6%**，提高 **2.9 個百分點**

 自由現金流 **4.69 億美元**，高於去年同期 **3.81 億美元**

如果只看這一季，Garmin 很像一家具備定價力、產品週期順、費用控制也到位的公司。營收成長 14%，營業利益卻成長 30%，表示每多賣一美元，留下來的比例變高。這才是這季真正有價值的訊號。

但 Garmin 不能用全公司平均值讀完。它有五個分部：Fitness、Outdoor、Aviation、Marine 與 Auto OEM。這五個市場的客戶、購買理由、競爭者、產品週期與毛利率都不同。平均數會給人安慰，分部結構才會告訴投資人風險在哪裡。



Garmin 的核心不是單一手錶，而是把訓練資料、長續航與可靠硬體放進跑者、騎士與健康管理者的日常流程。

指標	2026 Q1	一年前	方向判斷
營收	17.53 億美元	15.35 億美元	成長 14%，最新季度需求仍強
毛利率	59.4%	57.6%	提高 1.8 個百分點，產品組合或成本結構改善
營業利益	4.32 億美元	3.33 億美元	成長 30%，利潤增速快於收入
營業利益率	24.6%	21.7%	提高 2.9 個百分點，費用槓桿顯現
自由現金流	4.69 億美元	3.81 億美元	現金創造力同步改善

## 一套能力，五個市場

Garmin 最容易被誤認為穿戴裝置公司，因為 Fitness 已經是最大分部，2026 Q1 又年增 42%。但這只說對了一半。真正的 Garmin 不是一支手錶，而是一套可以反覆部署的場景工程能力：定位、感測、通訊、軟體、地圖、製造與可靠度。

<p><b>FITNESS</b></p> <p>Fitness 把 Garmin 帶到高頻運動與健康管理。這裡先記住一件事：它是最新成長引擎，詳細的利潤品質留到分部章節判斷。</p>	<p><b>OUTDOOR</b></p> <p>Outdoor 代表手機較難取代的場景：登山、探險、高爾夫、潛水與偏遠地區安全。它的價值來自環境不友善時仍能工作。</p>
<p><b>AVIATION</b></p> <p>Aviation 是 Garmin 最不像消費電子公司的地方。飛行員與飛機製造商買的是認證、長期支援和高可靠度系統。</p>	<p><b>MARINE</b></p> <p>Marine 的邏輯不是單品競爭，而是船上系統競爭。越多設備連成一套，船主越不容易只因價格更換品牌。</p>
<p><b>AUTO OEM</b></p> <p>Auto OEM 是最需要保留耐心的那一端。它面對車廠，專案長、客製化重，是否能把規模變成回報，仍要看毛利率與營業利益的實際改善。</p>	

## 利潤率擴張比營收成長更關鍵

這一季真正值得重視的，不是營收成長 14% 本身，而是毛利率、營業利益率與自由現金流一起改善。這表示 Garmin 目前不是靠降價換收入，也不是靠費用壓縮硬撐利潤，而是產品組合與營運槓桿

同時發揮。

硬體公司最怕的是「賣得更多，留下更少」。Garmin 這季比較像相反情況：收入變大，漏水的地方沒有變多。毛利率從 57.6% 提高到 59.4%，營業利益率從 21.7% 提高到 24.6%，這種改善比單純營收創高更有含金量。

不過，利潤率改善不能自動推論每個分部都變好。全公司平均值看起來更漂亮，可能是強分部放大，也可能暫時掩蓋某些分部的壓力。這就是為什麼後面必須拆分部看。

## 五個分部正在說不同的話

2026 Q1 的分部訊號其實不一致：Fitness 加速，Outdoor 受產品週期干擾，Aviation 與 Marine 提供穩定利潤，Auto OEM 仍在等待回報。這種差異使 Garmin 不能只用全公司平均值概括。

Garmin 的價值來自多場景能力，投資判斷則落在組合品質。這些場景最後能不能形成更好的利潤結構，比公司總營收是否再創高更重要。

## GARMIN 不能被單一分類讀完

Garmin 同時帶有穿戴成長股、成熟現金流公司與專業硬體平台的特徵，但任何單一標籤都會把公司讀窄。它真正的結構，是以工程、製造與可靠度支撐多個高要求場景。

這套能力的價值，最後要落在可持續的利潤、現金流與資本配置紀律。這是閱讀 Garmin 時最該守住的主線。

### CH 01

## GARMIN 的護城河，來自把 GPS 能力變成場景能力

Garmin 的歷史不是從導航設備走向穿戴裝置那麼簡單。真正重要的是，它把定位、感測、可靠硬體、製造回饋與售後支援，從汽車導航搬到跑步、登山、飛行、船用與車廠系統。

## 歷史留下的是能力，而不是舊產品

如果把 Garmin 的歷史寫成「1989 年創立，做 GPS，後來做穿戴」，會把最有價值的線索刪掉。GPS 只是起點；真正留下來的是公司在長時間裡學會了如何把定位、感測、硬體可靠度與清楚介面，放進客戶會反覆使用的場景。

汽車個人導航設備曾經是 Garmin 的核心市場。智慧型手機普及後，單純導航盒子的價值被快速壓縮。很多硬體公司會在這裡失去方向；Garmin 沒有守著舊市場，而是把「知道位置、理解環境、關鍵時刻穩定運作」這套能力移到手機不容易完全取代的地方。

跑者、登山者、飛行員、船主與車廠的需求表面不同，但 Garmin 從歷史裡留下的不是某一種產品，而是把定位、感測、可靠硬體與支援服務組成場景解法的能力。

## 產品很多，但邏輯很集中

因此 Garmin 的產品線雖然很長，邏輯卻不散。不同分部各自面對不同客戶，但都把硬體、資料、地圖、通訊、售後或認證組合起來，讓裝置不只是一次性銷售，而是使用者工作或生活流程的一部分。

這裡的重點不是再替五個分部排序，而是理解一件事：Garmin 從個人導航轉型後，沒有把自己變成流量平台，而是把舊能力搬到更需要可靠度、長週期支援與專業通路的市場。

場景	主要產品	目標客群	對護城河的意義
Fitness	跑步錶、騎乘電腦、健康監測、室內訓練	運動與健康管理使用者	高使用頻率與資料累積，讓裝置變成日常習慣
Outdoor	戶外錶、inReach、高爾夫、潛水、手持導航	戶外、探險、專業休閒客群	可靠度、續航、衛星通訊與場景功能提高轉換成本
Aviation	航電、飛控、導航通訊、資料庫與服務	飛行員、飛機 OEM、航空營運者	認證、售後與安全要求形成長期信任
Marine	顯示器、聲納、雷達、地圖、船用音響	船主、釣魚、休閒與專業船用市場	設備整合與專業通路使單品競爭變成系統競爭
Auto OEM	車用控制器、infotainment、軟體方案	車廠	長週期專案有規模機會，但低毛利與客製化壓力高

## 這家公司靠三件事互相鎖住

### 設計與製造

Garmin 在台灣、美國、荷蘭、英國、波蘭與中國有垂直整合製造能力。這不是懷舊式自製，而是讓工程設計、量產回饋、品質控制與上市速度在同一個系統裡運作。

### 多入口通路

Garmin 同時透過零售商、經銷商、分銷商、安裝維修店、OEM、官網、訂閱服務與自有零售店銷售。消費者可以在零售端買手錶，飛機與船用客戶則需要安裝、訓練和售後。

## 場景定價

跑者為訓練資料付錢，登山者為安全備援付錢，飛行員為認證與可靠性付錢，船主為整套水上系統付錢。當產品解決的是高要求場景，價格就不只和螢幕大小或電池容量比較。

這三件事互相扣住，才構成 Garmin 的利潤結構。只有品牌，會被大型平台與低價硬體夾擊；只有製造，會像代工；只有場景功能，卻沒有通路和售後，專業市場也不會給信任。

## 垂直整合既是優勢，也是約束

垂直整合是 Garmin 的優勢，但不是免費優勢。它讓設計、製造與供應鏈回饋可以更快閉環，這對高可靠度產品非常重要。問題不只在功能，也在耐用度、一致性、供應穩定與維修能力。

代價也很清楚。公司要承擔製造人員、設備、廠房、庫存與資本支出。2025 年 Garmin 約有 10,200 名製造人員、6,500 名工程與開發人員，資本支出 2.70 億美元。需求判斷正確時，這是槓桿；需求判斷錯誤時，這就是壓力。

2025 年庫存增加 2.18 億美元，應收帳款增加 2.23 億美元。這不表示公司出問題，因為收入也在成長；但它提醒投資人，Garmin 不是輕資產平台。硬體公司的現金流會被庫存、產能與收款節奏牽動。

所以要檢驗垂直整合，不是問自製好不好，而是問它是否持續帶來三件結果：毛利率穩定、品質口碑維持、產品準時上市。只要這三件事成立，自製就是護城河；若其中一件失效，自製就會變成成本。

## 文化的作用，是讓可靠性可以被複製

Garmin 在 Investor Overview 裡談 honesty、integrity、respect，以及「說到做到」。這些字如果單獨看，很像企業價值觀海報；放回 Garmin 的商業模式，才有投資意義。公司服務的是飛行、戶外、船用與車用這類不容許太多失誤的場景。

人力結構也支持這個判斷。Garmin 不是輕資產軟體公司，而是靠工程、製造、品質與支援人才把產品一代代推進。這種組織短期會增加費用，長期卻是多場景複製能力的來源。

這套文化與組織設計，使 Garmin 能把場景知識留在公司內部。它不是每年追逐一個熱門產品，而是在不同市場反覆使用相似能力。跑者、飛行員、船主與車廠看似分散，其實都在檢驗同一件事：Garmin 能否持續交付可靠性。

長期看，Garmin 的歷史不是產品史，而是能力遷移史。GPS 起家給了定位與可靠硬體底座；導航市場成熟迫使公司轉向更難替代的場景；垂直整合把產品力留在內部；文化與人才讓這套模式可以複

製。這也是投資人要守住的核心判斷。

## CH 02

# GARMIN 的競爭力，不在規格表，而在客戶不想換掉它的時刻

Garmin 的競爭不是一場單一戰爭。它同時面對 Apple、Samsung、Honeywell、Furuno、車用供應商與車廠自研團隊。真正要看的，是每個場景裡客戶為什麼留下來，以及 Garmin 能否把這種留下來的理由變成利潤。

## 不要用一張同業表讀 GARMIN

Garmin 的競爭格局很容易被看錯。只看 Fitness，會把它拿去和 Apple Watch、Samsung、Google、Whoop、Oura 或中國穿戴品牌比較，然後把 Garmin 定義成穿戴公司。這個分類方便，卻會錯過一半以上的公司。

年報列出的競爭者橫跨消費穿戴、專業戶外、航空航電、船用電子與車用系統。這不是公司什麼都做，而是同一套可靠硬體與場景工程能力，被放進完全不同的競爭規則裡。

穿戴市場比的是手機生態、健康資料、電池與運動體驗；航空市場比的是認證、售後與安全；船用市場比的是整套設備整合；Auto OEM 比的是長週期專案交付與車廠議價。把這些放進同一個「硬體同業」籃子裡，反而會讓判斷變粗。

## 競爭矩陣只是地圖，不是答案

競爭領域	主要競爭者公司	標的公司的真正優勢	主要觀點
穿戴、健康與運動資料	Apple、Samsung、Google、Whoop、Oura、Suunto、Coros、Polar	長續航、運動場景深度、跑步與騎乘資料、專業訓練族群黏著	Fitness 是成長引擎，但大型科技平台的生態與健康功能會持續壓迫 Garmin，必須靠專業運動場景守住差異
戶外、衛星通訊與高爾夫	Suunto、Casio、Globalstar、Zoleo、Trackman、Uneeor、TAG Heuer	耐用戶外錶、inReach 衛星通訊、Garmin Response、高爾夫地圖與設備廣度	Outdoor 毛利高，但更受新品週期與高階休閒需求影響，可靠與安全功能是防線
航空航電與飛控	Honeywell Aerospace & Defense、Collins Aerospace、Thales、Safran、Avidyne、Dynon Avionics	認證產品、整合式飛行甲板、自動降落與安全功能、長期產品支援	Aviation 成長速度不一定最快，但認證與售後形成轉換成本，是 Garmin 高毛利底盤
船用電子與水上系統	Furuno、Johnson Outdoors、Navico、Brunswick	chartplotter、Navionics、LiveScope 聲納、雷達、船用音響與多設備整合	Marine 的競爭關鍵是整套船上系統，不是單一螢幕；若產品更新維持，毛利與現金流可穩定

競爭領域	主要競爭者公司	標的公司的真正優勢	主要觀點
車用 OEM 系統	Bosch、Continental、Aptiv、Panasonic Automotive、車廠自研團隊	既有導航與軟硬體整合經驗、車廠專案關係、domain controller 與 infotainment 能力	Auto OEM 有規模想像，但車廠議價與客製化成本高，目前仍是待證明選擇權

## FITNESS 的優勢是專業，而不是平台最大

在競爭矩陣裡，最重要的不是誰和誰同場競爭，而是每個市場的轉換成本在哪裡。Garmin 不一定是最大平台，也不一定是最低成本供應商；它的強處，是在高要求場景裡讓客戶願意為可靠性、資料延續與系統整合留下來。

Fitness 面對的是大型平台公司，而不是小型運動品牌。Apple、Samsung、Google 可以把手錶變成手機生態延伸，並用作業系統、付款、通知、健康資料和應用程式綁住使用者。若比賽變成誰更像手機，Garmin 會吃虧。

Garmin 的位置在另一邊：它服務的是把運動當流程的人。跑者買 Forerunner，是為了訓練負荷、配速、心率、恢復和比賽安排；騎士買 Edge，是為了騎乘資料、路線、感測器與訓練系統。這些不是炫技功能，而是日常紀律。

2026 Q1 Fitness 收入年增 42%，營業利益年增 103%，營業利益率 29%。這說明專業運動定位仍有需求，而且 Garmin 沒有用犧牲利潤換成長。這比單純出貨成長更重要。

## OUTDOOR 的護城河在安全感，也在新品週期裡被測試

限制也很清楚。大型科技平台會持續把健康功能做進手機生態，並用軟體更新快速追趕。Garmin 必須一邊維持專業深度，一邊避免讓智慧功能落後到使用者必須二選一。

Outdoor 是 Garmin 品牌信任最容易被理解的市場。登山、探險、潛水、狩獵、高爾夫和偏遠地區通訊，都不是手機可以完全替代的場景。當環境變差，可靠性才會變成價格的一部分。



Outdoor 的價值來自手機難以完全取代的場景：偏遠地區、長續航、衛星通訊與安全備援。

inReach 是最清楚的例子。雙向衛星通訊、天氣、求救與 Garmin Response 支援，對偏遠地區使用者不是附加功能，而是風險管理。高爾夫也類似，超過 43,000 座球場地圖加上設備組合，形成的是資料與工具網絡。

但 Outdoor 的高毛利不能被誤讀成沒有週期。2026 Q1 Outdoor 收入年減 5%，管理層說明是去年同期 Instinct 3 基期較高。這提醒投資人：品牌仍強，不代表每個季度都會往上。

## AVIATION 靠認證與售後，把競爭速度放慢

因此 Outdoor 要看兩件事一起發生。若收入短期下滑，但毛利率與營業利益率守住，可能只是產品週期；若收入下滑同時毛利率鬆動，才代表競爭、需求或定價力正在變差。

Aviation 的競爭者是 Honeywell、Collins Aerospace、Thales、Safran、Avidyne、Dynon 等航電公司。這裡不是快速推出漂亮介面的市場，而是認證、可靠性、售後與長期支援的市場。競爭速度慢，正是護城河的一部分。

Garmin 在 Aviation 賣的是整合式飛行甲板、顯示儀表、導航通訊、自動飛控、安全輔助、Autoland、Smart Glide、資料連線與資料庫。這些系統一旦進入飛機，客戶不會輕易更換，後續資料與支援也延長收入生命週期。

2026 Q1 Aviation 收入年增 18%，營業利益年增 47%，營業利益率 27%。Daher TBM 980 的 G3000 PRIME 認證、HondaJet Elite II 的 Garmin Emergency Autoland，都是技術與認證一起推進的例子。



Aviation 與 Marine 的利潤品質來自專業場景：認證、售後、整合式操作環境與高可靠度，而不是單一硬體規格。

## MARINE 賣的是整艘船的系統感

Aviation 的限制是速度。OEM 採用、認證、飛機交付與售後市場都需要時間。它不適合被當成短期爆發故事，但很適合被視為高毛利、長信任週期的利潤底盤。

Marine 的競爭也不是單品規格戰。Furuno、Johnson Outdoors、Navico 等公司都有深厚根基，Garmin 要贏的不是一台顯示器，而是整艘船上的電子系統。

chartplotter、多功能顯示器、Navionics 地圖、LiveScope 聲納、雷達、自動舵、音響、拖釣馬達與穿戴裝置，若能在同一個操作環境裡互相配合，船主的轉換成本就會提高。這是 Marine 的真正價值。

2026 Q1 Marine 收入 3.55 億美元，年增 11%，營業利益率 26%。新品包括 360 度掃描聲納與搭載 inReach 的 quatic 8 Pro，說明 Garmin 仍在把不同分部的能力互相移植。

## AUTO OEM 是 GARMIN 最難打的一場

Marine 的風險來自休閒消費與船用設備更新週期。景氣弱時，高價設備更新會放慢。但只要產品整合與毛利率守住，Marine 仍是 Garmin 組合裡穩定而有含金量的一端。

Auto OEM 的競爭最硬，因為客戶是車廠。車廠議價能力強、規格客製化高、專案時間長，供應商要先投入工程與研發，再等待量產放量。這和 Garmin 面對跑者、飛行員或船主的模式完全不同。

Garmin 的優勢是導航、軟硬體整合和車廠專案經驗。下一個 Mercedes-Benz 大型專案若順利放量，的確可能提升 Garmin 在車用系統的地位。

但這裡先定義這場仗的規則：Auto OEM 不像 Garmin 熟悉的專業消費與航空船用市場，客戶力量更大，轉換成本形成得更慢。它的價值不能只靠客戶名單判斷，最後仍要回到毛利率、虧損收窄與量產後回報。

## CH 03

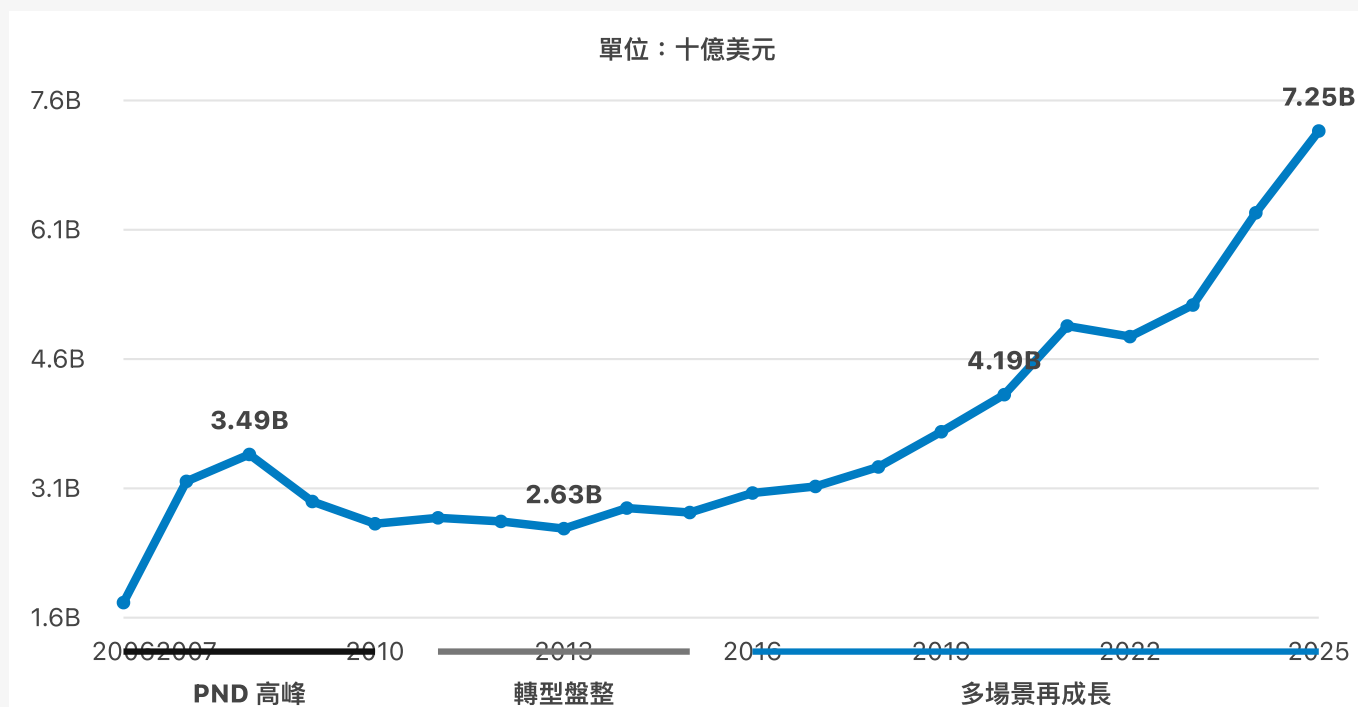
# 二十年曲線顯示，GARMIN 真正完成的是一次商業模式遷移

五年曲線說 Garmin 走出 2022 低谷；二十年曲線則說明更大的事：Garmin 曾經站在車用導航高峰，也曾被智慧型手機逼入盤整，最後靠多場景專業硬體把收入推到新台階。

## 先看二十年：這不是直線成長，而是轉型後再加速

把時間拉長到 2006-2025，Garmin 的收入線圖比五年圖更有意思。2007-2008 年，公司站在車用個人導航設備高峰；2009-2015 年，智慧型手機與車內導航普及讓舊核心市場退潮；2016 年後，Fitness、Outdoor、Aviation 與 Marine 才逐步把收入拉回成長軌道。

Garmin 近 20 年營收趨勢

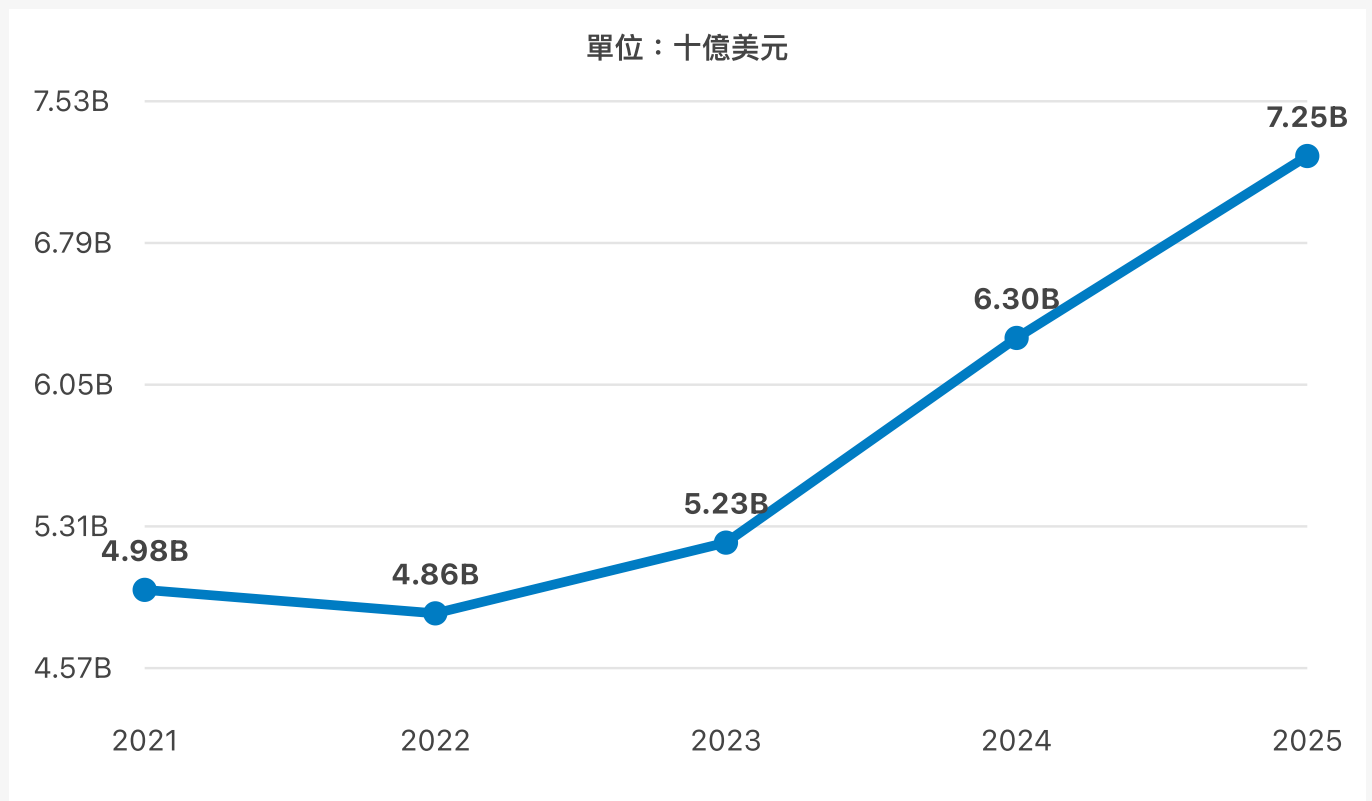


2007-2008 是車用個人導航設備高峰；2009-2015 進入智慧手機衝擊後的盤整；2016 之後，Fitness、Outdoor、Aviation 與 Marine 接力，營收重新站上更高台階。

這條長曲線提醒投資人：Garmin 不是一間沒有被顛覆過的公司。它曾經被最核心的市場逼著轉身，也因此證明管理層至少做過一次重要的能力遷移。今天分析 Garmin，不能只看這季手錶賣得好不好，而要看這套遷移能力是否仍在。

近五年則是這段長故事的最新一幕。2021 年營收 49.83 億美元，2022 年降到 48.60 億美元，之後升到 2023 年 52.28 億美元、2024 年 62.97 億美元、2025 年 72.46 億美元。這不是平滑成長，而是修正後重新加速。

Garmin 最近五年營收



收入從 2022 低谷重新加速，2024-2025 是明顯轉折，但後續需拆分部確認品質。

### 收入修復不是孤立現象

2022 年是檢驗點。若 2021 只是疫情與消費電子需求推高的高基期，Garmin 可能在 2022 後就停住。但 2023-2025 的曲線顯示，公司不只修復，還創出更高收入水準。

第一個重點是，2022 年的下滑沒有破壞資產負債表。Garmin 沒有用負債硬撐成長，也沒有犧牲研發與製造能力換短期數字。

第二個重點是，2024-2025 的加速不是單一產品線爆發。Fitness 很強，但 Outdoor、Aviation、Marine 與 Auto OEM 也在不同程度上推動收入。

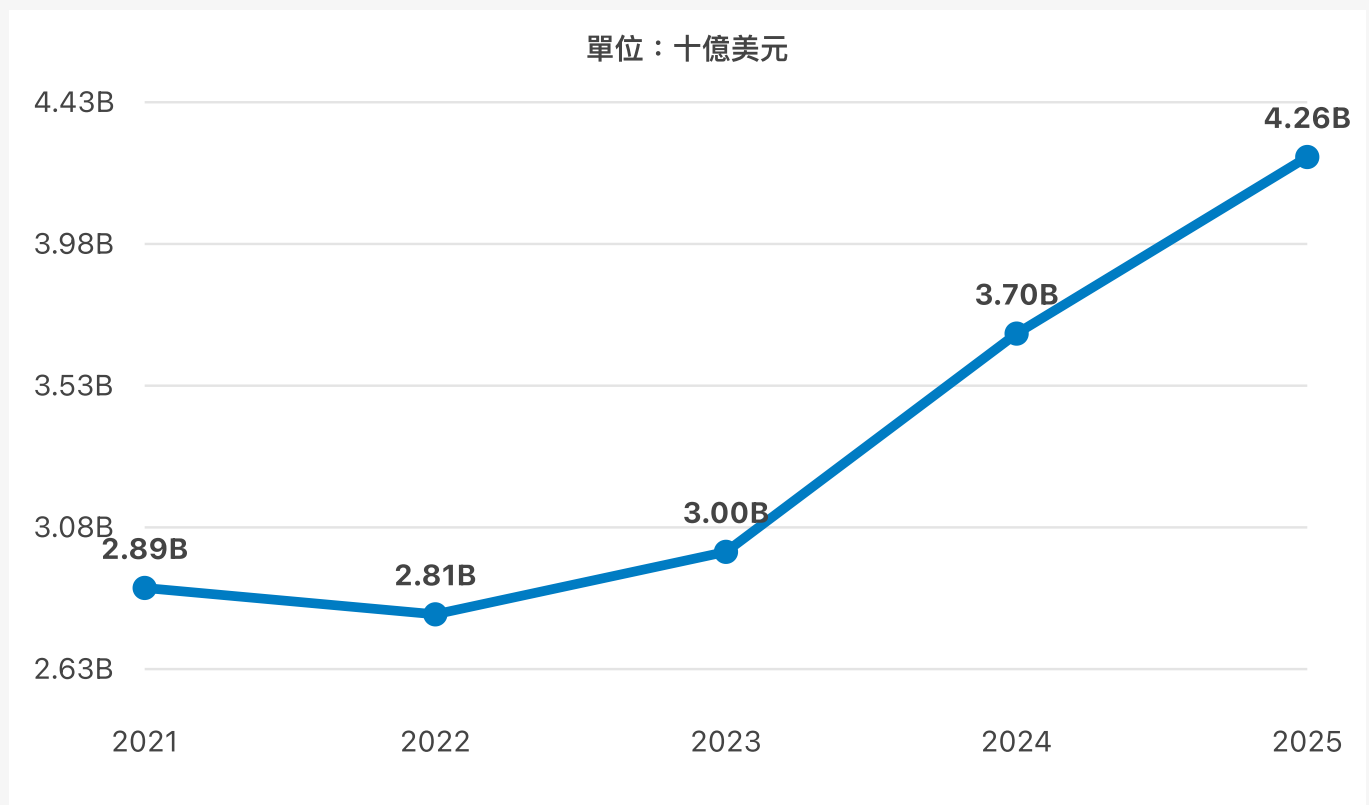
第三個重點是，2026 Q1 的 14% 年增讓這條修復線延續到下一年開局。它不能保證全年，但至少說明 2025 的強勢不是立刻消失。

## 毛利沒有掉隊，成長才有品質

不過，收入曲線只能回答「有沒有賣更多」。真正要問的是：賣更多之後，Garmin 是否留下更多？這就要看毛利。

毛利從 2021 年 28.90 億美元降到 2022 年 28.07 億美元，之後回到 2023 年 30.05 億美元、2024 年 36.97 億美元、2025 年 42.56 億美元。毛利修復大致跟上收入，這使成長更有品質。

Garmin 最近五年毛利



毛利恢復速度跟上收入，代表成長不是靠犧牲直接成本換來。

### 毛利改善背後是產品組合，不是單純成本控制

毛利率同樣重要。2023 年約 57%，2024 和 2025 年約 59%，2026 Q1 進一步到 59.4%。如果 Garmin 是靠降價或低毛利專案換收入，毛利率通常會先露出破綻；目前看不到這種破綻。

毛利曲線在這章只回答一件事：Garmin 的收入修復不是靠犧牲直接成本換來。至於哪些分部支撐毛利、哪些分部可能稀釋毛利，留到分部章節拆解。

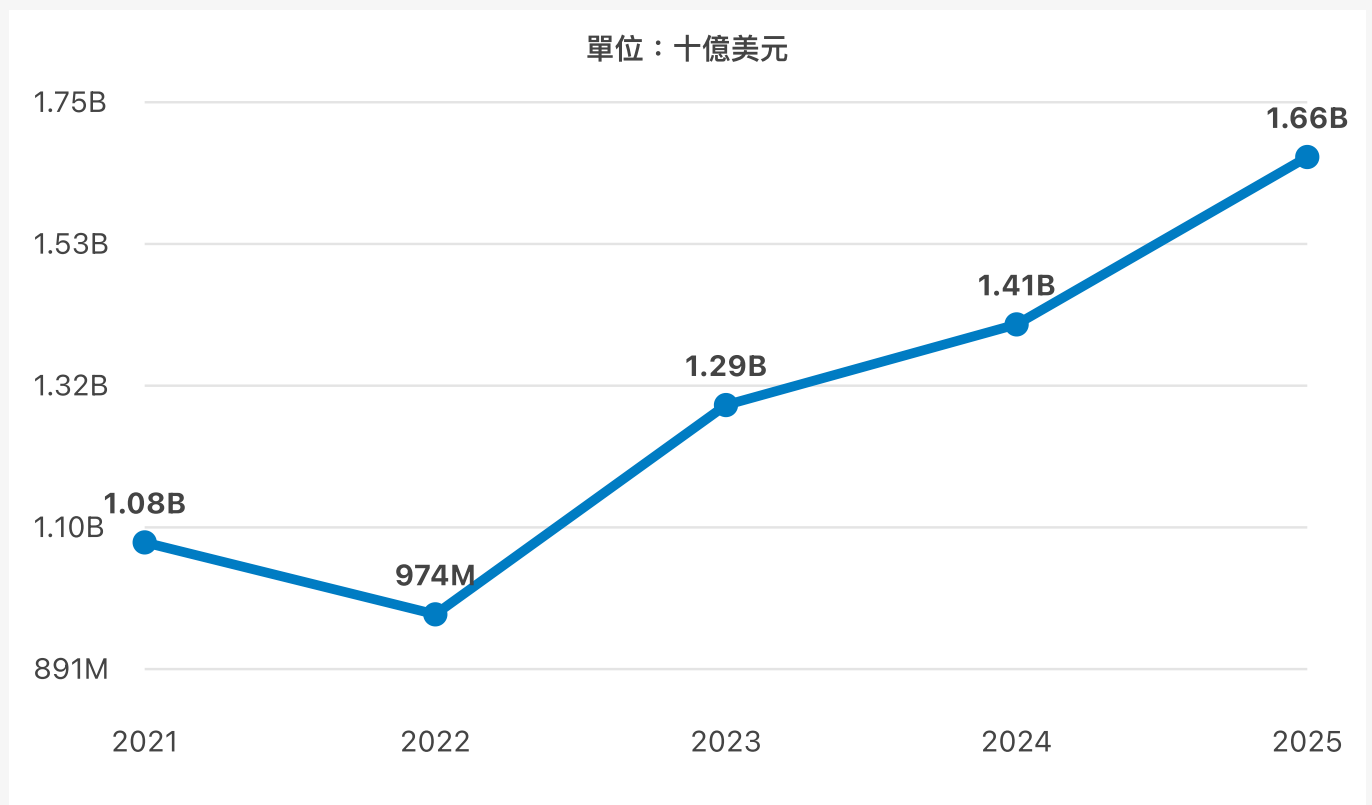
所以這條曲線的投資含義很集中：公司目前仍有高品質產品組合，但這個組合不是自然存在的。新品、分部權重、製造效率與競爭壓力，都會決定它能否維持。

## 淨利向上，但 2023 不能讀得太快

淨利從 2021 年約 10.82 億美元，降到 2022 年約 9.74 億美元，再升到 2023 年 12.90 億美元、2024 年 14.11 億美元、2025 年 16.64 億美元。表面上看，曲線很漂亮。

但 2023 年要慢一點讀。當年 Garmin 有所得稅利益，讓淨利相對營業利益看起來特別強。這不等於本業突然跳升，而是稅務項目放大了股東層級收益。

Garmin 最近五年淨利



淨利曲線向上，但 2023 稅務利益使比較需要註記。

### 淨利要和營業利益一起讀

2025 年淨利 16.64 億美元，高於 2024 年，這是真實改善。只是投資人應該同時看營業利益，避免把稅務或非營業因素誤認成核心競爭力。

2023 年淨利受稅務利益拉高，因此不能單獨拿來推論本業爆發。這個口徑提醒很重要，因為長期估值應該建立在可重複的營業能力上。

2026 Q1 每股盈餘提高，表示最新季度不只收入與營業利益改善，也轉化到股東層級。這使短期數字更有連貫性。

如果把淨利和營業利益一起看，Garmin 的修復更穩。營業利益從 2022 年低點 10.28 億美元，升到 2025 年 18.76 億美元；營業利益率也從 2023 年約 21% 提高到 2025 年約 26%。

## 現金流讓修復更可信

會計利潤若不能轉成現金，投資人要打折。Garmin 這點表現不錯：營業現金流從 2022 年 7.88 億美元，升到 2025 年 16.33 億美元，自由現金流也從 5.44 億美元回到 13.63 億美元。

自由現金流代表公司營運收進現金、付完必要投資後留下來的餘裕。2025 年 Garmin 自由現金流 13.63 億美元，同年支付股利 6.64 億美元、回購 1.81 億美元，仍保留再投資空間。

這很重要，因為硬體公司成長時常被庫存與應收帳款吃掉現金。Garmin 2025 年庫存與應收帳款都有增加，但營業現金流仍提升，表示目前成長沒有被營運資金完全吞掉。

## 這條曲線真正留下的問題

若未來需求放慢，現金流仍可能波動。Garmin 的強項不是完全免疫週期，而是從低谷修復後，仍能保持投資、股利與回購的彈性。

這些曲線合在一起，給出的不是「Garmin 永遠安全」這種結論，而是公司目前處在一個品質較高的修復後階段。收入、毛利、營業利益與現金流都比 2022 更強。

真正要追問的是品質來源能否延續。這不是五年曲線能單獨回答的問題；曲線只證明 Garmin 已經從 2022 低谷修復，分部與資本配置才會決定下一段修復能否變成長期價值。

### CH 04

## GARMIN 的分部價值，不在多，而在角色分工是否變好

五個分部讓 Garmin 看起來分散，但真正有價值的不是分散本身，而是每個分部在組合裡扮演的角色。Fitness 拉速度，Outdoor、Aviation 與 Marine 撐利潤，Auto OEM 則是仍待證明的長週期選擇權。

## 分部要看角色，不要看排名

Garmin 的五個分部不能只按營收大小排序。排序會告訴你誰最大，卻不會告訴你誰在創造品質、誰在承擔週期、誰在消耗資源。分部分析的重點，是角色。

2025 年 Fitness 已經成為最大分部，收入 23.57 億美元；Outdoor 20.54 億美元；Marine 11.83 億美元；Aviation 9.87 億美元；Auto OEM 6.65 億美元。這張表面上的分布，背後是完全不同的商業邏輯。

Fitness 提供速度，Outdoor 提供高毛利與品牌深度，Aviation 提供認證與長信任週期，Marine 提供系統整合與專業通路，Auto OEM 提供未來選擇權但也拉低短期利潤。

分部	2025 營收	2025 營業利益率	組合角色	投資含義
Fitness	23.57 億美元	31%	成長主引擎	若高成長延續，Garmin 估值敘事會更偏向高品質穿戴平台
Outdoor	20.54 億美元	34%	高毛利底盤，但有產品週期	利潤含金量高，需追蹤新品節奏
Aviation	9.87 億美元	26%	認證型專業護城河	成長慢一些也能支撐高毛利與客戶黏著
Marine	11.83 億美元	21%	穩定專業場景	產品整合與船用更新週期是關鍵
Auto OEM	6.65 億美元	-7%	待證明選擇權	收入有規模，但尚未創造營業利益

## FITNESS 正在拿走主引擎的位置

如果這五個角色互補，Garmin 就不是一盤分散產品，而是一個可再投資的平台。如果角色失衡，例如低毛利 Auto OEM 放大、Fitness 毛利下滑、Outdoor 週期變長，總營收成長也可能變成低品質成長。

Fitness 的升級，是近年 Garmin 最重要的變化之一。它不再只是產品線，而是主引擎。2025 年 Fitness 收入年增 33%，2026 Q1 又年增 42%，營業利益年增 103%。這是規模和槓桿同時出現。

這個變化的含義很大。過去 Garmin 的專業形象更多來自 Outdoor、Aviation 和 Marine；現在 Fitness 讓公司同時擁有大眾化成長與高階運動專業。若 Garmin 能守住運動資料深度與毛利率，Fitness 會重新定義公司的成長屬性。

但 Fitness 也是競爭最激烈的戰場。Apple、Samsung、Google 和低價穿戴品牌都會推健康與運動功能。Garmin 必須證明自己不是靠單一新品週期，而是靠訓練資料、長續航、專業族群與設備生態留住使用者。

## OUTDOOR 仍是好生意，但有產品週期

Outdoor 是 Garmin 組合裡的高毛利底盤。2025 年毛利率約 66%，營業利益率約 34%，這種品質很少見。戶外、探險、高爾夫、潛水與衛星通訊場景，本來就更願意為可靠性付費。

2026 Q1 Outdoor 收入年減 5%，不是可以忽略的訊號，但也不必立刻解讀成護城河失效。管理層指出去年同期新品基期較高，這意味著 Outdoor 的問題可能是產品節奏，而不是需求結構崩壞。

投資人要看的不是單季下滑，而是下滑後毛利率與新品接受度能否維持。若 Outdoor 在新品週期後恢復，它仍是高品質分部；若收入和利潤率一起鬆動，才代表品牌或競爭位置正在變差。

## AVIATION 與 MARINE 提供專業場景的穩定性

2026 Q1 Aviation 收入年增 18%，Marine 年增 11%，兩者營業利益率分別約 27% 與 26%。這不是爆發式增長，但很適合支撐公司整體利潤品質。

Aviation 的價值在於慢。慢意味著認證週期、切換成本與長期支援；Marine 的價值在於系統。一艘船上越多設備連在一起，客戶越不容易只因為單一新品或價格就換品牌。

這兩個分部的風險不是消失，而是景氣、交付與新品週期。它們不會每季都加速，但只要毛利率和客戶信任維持，就能讓 Garmin 不完全依賴消費穿戴市場。

## AUTO OEM 還不能被提前寫成成功

它的困難來自商業模式。車廠專案導入久、客製化重、議價強，Garmin 先投入工程和研發，再等量產放量。即使收入成長，如果毛利率不改善，對股東價值的貢獻仍有限。

Mercedes-Benz 大型專案是關鍵里程碑，但不是結論。真正要等的是量產後收入是否放大，毛利率是否提升，營業虧損是否持續收窄並轉正。

所以 Auto OEM 不該被否定，也不能被提前慶祝。它最好的結果，是從虧損選擇權變成穩定平台；最差的結果，是收入越來越大，卻持續稀釋公司利潤率。

## 真正要看的，是組合品質

最理想的組合，是 Fitness 成長放慢且毛利被平台競爭壓低，Outdoor 週期拉長，Aviation 和 Marine 無法抵消，Auto OEM 收入變大卻仍虧損。那時總收入可能仍成長，但公司品質會下降。

因此，Garmin 的分部分析不是一張成長率表，而是一個組合管理問題。分部多不等於安全；只有當不同分部共享能力、平衡週期、支撐現金流，分散才會變成價值。

2026 Q1 的答案偏正面，但分部分析最後只留下兩個追蹤點：Outdoor 是否恢復，Auto OEM 是否轉正。前者關係到高毛利底盤，後者關係到低回報分部能否停止稀釋。

# AUTO OEM 的誘惑在規模，難題在回報

Auto OEM 讓 Garmin 站上更大的車用電子舞台，也把公司帶進更低毛利、更長週期、更難議價的市場。這個分部不能用收入成長慶祝，必須用毛利率、虧損收窄與量產後回報來判斷。

## 收入放大，只是故事的開頭

Auto OEM 是 Garmin 最容易讓人想像，也最容易讓人誤判的分部。2023 年收入 4.23 億美元，2024 年 6.11 億美元，2025 年 6.65 億美元。從收入看，它像是公司打進車用電子市場的成長故事。

但利潤表說得更冷靜。Auto OEM 2023 年虧損 6,112 萬美元，2024 年虧損 3,879 萬美元，2025 年虧損 4,863 萬美元；2026 Q1 仍虧損 600 萬美元。虧損收窄是進步，卻還不是商業模式被證明。

這個分部的核心張力就在這裡：收入看起來有規模，利潤還沒有跟上。對股東而言，收入成長只是入場券；真正有價值的是量產規模能不能分攤研發與客製化成本，讓毛利率與營業利益轉正。

## 車廠專案先吃資源，後等規模

Garmin 在 Fitness、Outdoor、Aviation 和 Marine 裡，多半能用產品差異化與場景信任取得較好毛利。Auto OEM 不同，客戶是車廠，規格由客戶深度介入，專案通常要多年開發、測試與供應承諾。

這種業務像先鋪路，再等車流量。前期要投入工程、軟體、測試、認證與專案管理；收入要等車型量產後才逐步出現。若量產規模夠大，投入會被攤薄；若規模不足或客製化增加，供應商會一直背著成本。

2025 年 Auto OEM 毛利率約 17%，遠低於 Fitness、Outdoor、Aviation 與 Marine。這不是小差距，而是商業模式差異。每一美元 Auto OEM 收入留下來的毛利，現在遠少於其他分部。

這不代表 Garmin 不該做 Auto OEM。車用電子市場很大，domain controller、infotainment 與軟硬體整合都可能帶來長期收入。問題是 Garmin 必須證明自己不是低毛利工程供應商，而是能取得合理回報的系統夥伴。

## MERCEDES-BENZ 是進度，不是勝利

2026 Q1 管理層提到，下一個 Mercedes-Benz 大型專案正在達成 launch 前的重要里程碑。這當然重要，因為大型車廠專案一旦量產，可能改變收入規模與成本分攤。

但大客戶名字不能替代財務證據。車廠專案最容易讓市場提前樂觀，因為未來收入看似可預期；真正要等的是量產後收入是否加速、毛利率是否改善、營業利益是否轉正。

2026 Q1 虧損收窄值得注意。管理層把原因歸於毛利改善與研發費用下降，這表示方向可能正確。但單季改善不足以宣告轉折，尤其在專案尚未全面放量前。

比較合理的定位，是把 Auto OEM 放在選擇權，而不是核心利潤。成功時，它能夠為 Garmin 打開車用平台收入；失敗時，它不應該傷害 Fitness、Outdoor、Aviation 和 Marine 建立的底盤。

## 這也是管理層的資本配置考題

Auto OEM 不只是分部問題，也是資本配置問題。Garmin 2025 年研發支出 11.26 億美元，資源要分配在穿戴、戶外、航空、船用、車用與軟體服務之間。若 Auto OEM 長期吸收工程資源卻沒有合理回報，機會成本會變大。

投資人要問的不是「它有沒有成長」，而是「這種成長消耗多少資源」。低毛利、高客製化、長週期的收入，若不能轉成營業利益，對公司總價值貢獻有限。

Garmin 有等待的本錢，但本錢不能替代紀律。投入 Auto OEM 的工程與管理注意力，是否比投入其他高回報分部更能創造長期價值，這才是管理層要證明的事。

## 接下來不要聽故事，要等數字

第一個數字是毛利率。17% 的毛利率和其他分部差距太大。未來若專案放量後毛利率能逐步上升，才表示規模與經驗曲線真的開始發揮。

第二個數字是營業虧損。2026 Q1 虧損 600 萬美元，比過去年度水準改善，但投資人需要看到連續改善，而不是偶爾少虧。只要仍虧損，它就仍在稀釋公司營業利益率。

第三個數字是大型專案的實際貢獻。Mercedes-Benz 等專案開始放量後，如果收入、毛利率和研發費用率同步改善，Auto OEM 的投資故事才會變得可信。

Auto OEM 的正確態度，是有條件地開放。它不應被當成 Garmin 的核心問題，因為公司主要利潤仍來自其他分部；但它也不小，不能被忽略。

即使 Auto OEM 轉正，也未必會成為 Garmin 最好的業務。它的價值可能是增加收入穩定性與車用場景選擇權，而不是提高全公司利潤率。沒有毛利、營業利益與現金回收三個證據，它就仍應留在觀察清單。

# GARMIN 的現金流很強，但真正的任務是保護再投資能力

Garmin 沒有長期債務，現金部位高，自由現金流足以支撐股利與回購。這是好公司特徵，但不是終點。真正重要的是，公司不能為了股東回饋削弱研發、製造與產品更新。

## 股東回饋有底氣，因為不是借來的

Garmin 2025 年底持有約 41 億美元現金與有價證券，沒有長期債務。這讓公司的股東回饋看起來很乾淨：不是靠借錢撐股利，也不是靠壓縮核心投資換短期每股數字。

2025 年營業現金流 16.33 億美元，資本支出 2.70 億美元，自由現金流 13.63 億美元；同年支付股利 6.64 億美元，回購 1.81 億美元。也就是說，公司回饋股東後，仍有足夠空間投入產品和組織。

2026 Q1 延續同樣狀態：自由現金流 4.69 億美元，支付股利 1.74 億美元，回購 4,000 萬美元。這種結構讓 Garmin 在產品週期波動時，不必立刻犧牲研發或品質系統。

指標	2025	2026 Q1	投資含義
營業現金流	16.33 億美元	5.36 億美元	本業現金創造力強
資本支出	2.70 億美元	0.67 億美元	垂直整合仍需要持續投資
自由現金流	13.63 億美元	4.69 億美元	股利與回購有現金基礎
股利支付	6.64 億美元	1.74 億美元	回饋穩定且可負擔
回購	1.81 億美元	0.40 億美元	新 5 億美元計畫提高彈性

## 自由現金流要看來源，而不是只看金額

自由現金流的品質，要先看它從哪裡來。Garmin 2025 年淨利 16.64 億美元，營業現金流 16.33 億美元，兩者接近，表示帳面獲利大致能轉成現金。2026 Q1 的現金轉化也強。

這對硬體公司尤其重要。硬體公司成長時，常把現金卡在庫存、零組件與應收帳款裡。Garmin 2025 年應收帳款和庫存都增加，但營業現金流仍提高，說明目前成長沒有被營運資金吞掉。

但自由現金流不能被視為永遠穩定。2022 年 Garmin 自由現金流只有約 5.44 億美元，明顯低於 2021 年與 2023-2025 年。需求修正、庫存變化和產品週期，都會讓現金流波動。

因此，自由現金流的正確用法，不是拿來宣告公司沒有風險，而是看公司在不同週期裡能否同時承擔股利、回購、研發和必要資本支出。2025 與 2026 Q1 的答案是肯定的。

## 股利提高是信心，也是承諾

Garmin 提出每股年度股利 4.20 美元，較當前股利提高 17%。股利提高通常代表管理層對現金流有信心，尤其 Garmin 這種沒有長期債務、現金部位高的公司，訊號更有份量。

但股利不是免費信號。回購可以放慢，股利一旦提高，市場會把它視為承諾。2025 年股利支付約占自由現金流 49%，目前合理；若自由現金流回到 2022 低點，壓力就會升高。

瑞士法律與資本公積也影響股利可支付性。這不是投資命題核心，但提醒讀者，Garmin 的股利安排不只受營運現金流影響，也受公司註冊地與資本結構規則影響。

對股東而言，股利提高最好被理解成管理層信心，而不是成長替代品。最好的情境，是公司用強現金流同時提高股利、維持研發、投資製造與更新產品。

## 回購要和價格、機會成本一起看

Garmin 2026 年用 5 億美元新回購計畫取代原本 3 億美元計畫。回購本身沒有絕對好壞，它的價值取決於買回價格，以及這筆錢是否有更好的再投資用途。

如果股價低於長期內在價值，回購能提高每股價值；如果價格太高，回購只是把現金換成昂貴股票。2025 年第四季公司回購價格落在約 197 至 252 美元區間，應該和估值一起看。

替代用途同樣重要。Garmin 的競爭力來自研發、製造、品質與多場景產品更新。若有高回報產品、產能或技術投資，這些用途可能比回購更重要。

目前回購規模仍溫和。2025 年回購 1.81 億美元，2026 Q1 回購 4,000 萬美元，沒有壓過研發與資本支出。未來若回購加速，才需要檢查是否擠壓再投資。

## 現金流的源頭仍是研發與製造

Garmin 不能只被看成現金牛。它之所以有現金流，是因為多年持續投資產品。2025 年研發支出 11.26 億美元，約占營收 16%，支撐穿戴、航電、船用電子、衛星通訊、車用系統與軟體服務。

製造投資也一樣。垂直整合需要設備、廠房、工程人員與品質系統。2025 年資本支出 2.70 億美元，2026 Q1 資本支出 6,662 萬美元。這些不是多餘成本，而是商業模式的維護費。

資本配置的難題，在於股利、回購、研發、資本支出和收購都合理，但不能讓其中一項吃掉其他項。真正好的資本配置，是讓股東回饋和再投資共存。

# 現金流真正保護的是未來

Garmin 目前做到了這個平衡。它用自由現金流支持股利與回購，同時維持研發和製造投資。若未來增長放慢，這個平衡會變得更尖銳。

現金流最重要的功能，不是讓公司看起來保守，而是讓公司在波動時仍能做正確的長期事。產品週期不利時，它可以不急著砍研發；景氣轉弱時，它可以不靠負債維持股利。

但現金流不能替代商業判斷。現金是結果，也是工具；源頭仍是產品、毛利率、分部組合與研發效率。若這些惡化，自由現金流也會被重新定價。

## CH 07

# 投資 GARMIN，最後看的不是一季成長，而是組合是否繼續變好

Garmin 具備好公司特徵：高現金、零長債、多分部、強自由現金流與專業場景品牌。但好公司也可能被市場過度外推。真正要追蹤的，是成長是否仍來自高品質分部，資本配置是否仍服務長期產品力。

## 好公司特徵很明顯，但不能停止追問

Garmin 的投資判斷不缺正面證據：公司有長期累積的工程能力、專業場景客戶、修復後的財務曲線、乾淨的資產負債表，以及能支持再投資的現金流。

真正要小心的，不是公司突然變差，而是市場把強訊號外推太遠。接下來要追蹤的，不是單季是否漂亮，而是組合是否繼續變好。

## 未來一到三年，要看這些條件

觀察條件	需要看到的好訊號	需要警惕的壞訊號	對股東的含義
Fitness 是否延續高品質成長	收入維持雙位數成長，營業利益率接近或高於 2025 水準	成長放慢且毛利率下降，代表平台競爭或降價壓力	決定 Garmin 是否有新的主要成長引擎
Outdoor 是否只是產品週期波動	新品推出後收入恢復，毛利率與營業利益率維持高檔	收入和利潤率同步下滑	決定高毛利底盤是否仍穩
Aviation 與 Marine 是否守住專業護城河	認證、產品更新、售後口碑與毛利率維持	高毛利被價格競爭或需求放緩侵蝕	決定 Garmin 是否仍有消費週期之外的利潤底盤

觀察條件	需要看到的好訊號	需要警惕的壞訊號	對股東的含義
Auto OEM 是否轉正	Mercedes-Benz 等專案放量後 毛利率改善，虧損連續收窄並轉 正	收入增加但虧損延續	決定這個分部是選擇權還是拖累
自由現金流是否支撐三件事	股利、回購、研發與資本支出可 以並行	股東回饋擠壓研發或現金流覆蓋 率下降	決定資本配置是否仍健康

## 最好的情境，是多場景能力繼續放大

最好的未來，不是每個分部都高速成長，而是高品質分部維持權重，低回報分部逐步改善，現金流仍能支持研發、製造、股利與必要回購。

財務上，這會表現為營收接近或超過 2026 年約 79 億美元財測，毛利率接近 58.5% 或更好，營業利率接近 25.5%，且自由現金流沒有因營運資金或資本支出被明顯吃掉。

## 中性情境裡，好公司也需要好價格

中性情境也不差。Garmin 仍是一家好公司，但組合改善速度放慢，市場不能再用成長加速替估值找理由。

這種情境下，投資判斷會更依賴買入價格、自由現金流殖利率、股利與回購，而不是分部上行想像。好公司不等於任何價格都值得買。

## 壞情境通常先出現在品質，而不是收入

壞情境未必先表現在收入。公司可能仍有收入成長，但毛利率下降、庫存增加、應收帳款拉長、自由現金流轉弱。硬體公司最危險的不是賣不出去，而是賣得出去卻賺不到錢。

如果收入仍成長，毛利率卻下降，或者自由現金流被庫存、應收帳款與資本支出吃掉，Garmin 的全公司平均值就會開始失真。這時股利與回購也要重新被檢驗，不能只被視為利多。

## 最後，回到組合品質

目前 Garmin 距離壞情境還遠。正面證據清楚，限制也清楚；這正是值得追蹤而不是急著定論的公司。

長期股東最後要看的，是組合品質是否仍在改善。只要高回報分部守住、Auto OEM 不再稀釋、現金流仍支撐再投資，Garmin 的多場景能力就仍有價值。若這些條件鬆動，再漂亮的單季數字也只是延後問題。