

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
8462 TT 柏文	持有 目標價 85.5	柏文的投資評等由買進調降至持有，目標價由105元下修至85.5元，主要理由如下： (1) 柏文1Q16營收符合預期，然快速拓點短期恐侵蝕獲利； (2) 考量近期獲利狀況因快速展店遭壓縮，給予2016年PER15X評價。

研究員 曾士豪
 shtseng@jsun.com

重點摘要

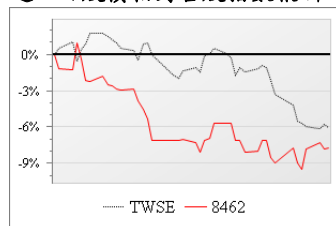
近期投資評等

05/12/2016	持有/中立
03/10/2016	買進

公司基本資料

收盤價(元)(05/11/2016)	77.50
股本(百萬元)	331
總市值(億元)	25.7
每股淨值(元)	19.47
外資持股比(%)	0.00
投信持股比(%)	0.00
近20日均量(張)	23
融資餘額(05/11/2016)	N.A

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **柏文1Q16營收符合預期，然快速拓點短期恐侵蝕獲利**：柏文1Q16營收3.39億(YoY+30.88%、QoQ+0.43%)，符合先前預期的3.41億；1Q16會員人數由2015年底的73,000人增加至82,000人，淨增加約9,000人；然在獲利狀況因分別於3Q15、4Q15開幕的中華廠、淡水廠，皆尚未達損平點，且在1H16開幕的4家場館均投入前期人力、行銷費用，在營收效益尚未顯現下，導致毛利率下滑，預估1Q16毛利率由29.82%下修至26.67%，營業利益由0.47億下修至0.3億元(YoY-20.8%、QoQ-15.9%)，稅後EPS由1.24元下修至0.77元。
- ◆ **草衙道05/2016開幕，2Q16營收將再創新高**：2Q16受惠於1Q16開幕的豐原廠與草衙道綜合休閒廠(健身工廠+肖跳+滾吧)開幕，營運將再創新高，預估2Q16營收4.01億(YoY+38%、QoQ+18.3%)，毛利率因預計開幕但未有營收貢獻的店數下降，預估2Q16毛利率將回升至28.92%，稅後EPS 1.16元。
- ◆ **展店快速，短期獲利受影響，長期仍看好柏文營運**：健身工廠預計在2016年共新增7個據點+1座兒童體適能館，期末據點將達28廠，會員人數可望超越10萬人大關，且今年新增據點附近皆無競爭者，損平時間平均將落於1~3個月，較過去3~6個月短，此外「肖跳」、「滾吧」今年預估合計貢獻營收約0.8億元，預期營收與毛利率將可逐季遞增。2017年則預計將再新增6~7個廠館，並在台北市有設立社區型健身房的計畫，長期成長動能無虞。預估柏文2016年營收16.8億元(YoY+39.08%)，稅後EPS 5.69元。考量近期獲利狀況因快速展店遭壓縮，給予2016年PER 15X評價，評等由買進調降至持有，目標價85.5元。

單位:百萬元	2015	2016F	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F
營業收入淨額	1,208	1,680	320	338	339	401	449	492
營業毛利	362	498	86	97	90	116	137	155
營業利益	148	217	31	36	30	44	63	80
稅後純益	130	188	27	31	26	38	55	69
稅後EPS(元)	3.93	5.69	0.83	0.94	0.77	1.16	1.67	2.09
毛利率(%)	30.00	29.66	26.88	28.86	26.67	28.92	30.45	31.61
營業利益率(%)	12.27	12.91	9.63	10.52	8.81	10.99	14.08	16.25
稅後純益率(%)	10.78	11.20	8.57	9.18	7.53	9.57	12.32	14.04
營業收入 YoY/QoQ (%)	46.88	39.08	N.A.	5.47	0.43	18.34	11.83	9.58
營業利益 YoY/QoQ (%)	54.82	46.40	N.A.	15.21	-15.90	47.70	43.24	26.43
稅後純益 YoY/QoQ (%)	47.90	44.56	N.A.	12.97	-17.58	50.28	44.08	24.86

資料來源:CMoney, JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

◆ **柏文為台灣首家上櫃之運動健身中心品牌**

柏文健康事業成立於 2005 年，主要經營會員制連鎖運動健身中心、瑜珈會館及各式休閒運動娛樂場館，為目前台灣第二大連鎖健身中心，僅次於世界健身 (World Gym)。柏文旗下共有五項品牌包含健身工廠 (Fitness Factory)、人體工房 (Body Workshop)、戀瑜珈會館 (ilove Yoga)、肖跳 (Crazy Jump)、以及滾吧 (Let's Roll)。1Q16 柏文營業收入佔比為：休閒運動及娛樂服務 (會籍使用月費) 佔 65%、運動保健服務 (私人教練課程) 佔 27.9%、入會及手續費佔 6.3%、其他 (芳療、商品銷售等) 佔 0.8%。

「健身工廠」截至 05/2016 共有 22 家據點，市佔率以銷售額推估約 23.42%，目前據點較密集於台南、高雄，未來拓點重點會往中北部前進，2016 年預計新開 7+1 家據點，年底達 28 家；而「人體工房」和「戀瑜珈會館」皆於高雄各有一處據點，目前暫無拓點計畫；此外，2015 年成立的「肖跳」目前已有苗栗頭份、草衙道 2 據點，「滾吧」亦以草衙道做為首家開幕場館。

◆ **柏文 1Q16 營收符合預期，然快速拓點短期恐侵蝕獲利**

柏文 1Q16 營收 3.39 億元 (YoY+30.88%、QoQ+0.43%)，符合先前預期的 3.41 億元；1Q16 會員人數由 2015 年底的 73,000 人增加至 82,000 人，淨增加約 9,000 人；然在獲利狀況因分別於 3Q15、4Q15 開幕的中華廠、淡水廠，皆尚未達損平點，且在 1H16 開幕的 4 家場館均投入前期人力、行銷費用，在營收效益尚未顯現下，導致毛利率下滑，預估 1Q16 毛利率由 29.82% 下修至 26.67%，營業利益由 0.47 億元下修至 0.3 億元 (YoY-20.8%、QoQ-15.9%)，稅後 EPS 由 1.24 元下修至 0.77 元。

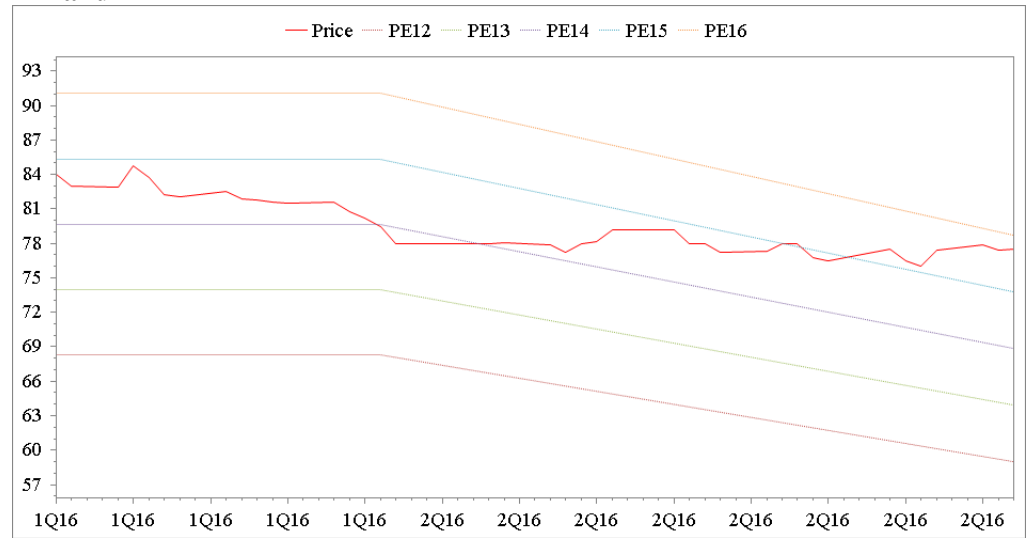
◆ **草衙道 05/2016 開幕，2Q16 營收將再創新高**

2Q16 受惠於 1Q16 開幕的豐原廠與草衙道綜合休閒廠 (健身工廠+肖跳+滾吧) 開幕，營運將再創新高，預估 2Q16 營收 4.01 億 (YoY+38%、QoQ+18.3%)，毛利率因預計開幕但未有營收貢獻的店數下降，預估 2Q16 毛利率將回升至 28.92%，稅後 EPS 1.16 元。

◆ **展店快速，短期獲利受影響，長期仍看好柏文營運**

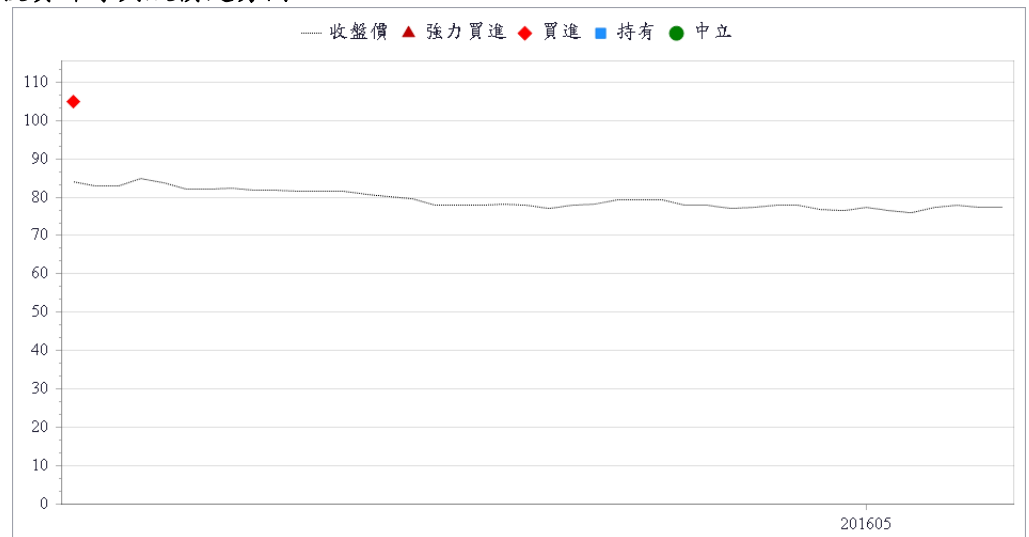
健身工廠預計在 2016 年共新增 7 個據點+1 座兒童體適能館，期末據點將達 28 廠，會員人數可望超越 10 萬人大關，且今年新增據點附近皆無競爭者，損平時間平均將落於 1~3 個月，較過去 3~6 個月短，此外「肖跳」、「滾吧」今年預估合計貢獻營收約 0.8 億元，預期營收與毛利率將可逐季遞增。2017 年則預計將再新增 6~7 個廠館，並在台北市有設立社區型健身房的計畫，長期成長動能無虞。預估柏文 2016 年營收 16.8 億元 (YoY+39.08%)，稅後 EPS 5.69 元。考量近期獲利狀況因快速展店遭壓縮，給予 2016 年 PER 15X 評價，評等由買進調降至持有，目標價 85.5 元。

PE Band



資料來源：CMoney，JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20160512	持有	85.5
20160310	買進	105.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

2016年5月12日

損益表

單位：百萬元	2014	2015	2016F	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F
營業收入淨額	823	1,208	1,680	239	260	N.A.	320	338	339	401	449	492
營業毛利	249	362	498	63	86	N.A.	86	97	90	116	137	155
營業費用	153	214	281	45	44	N.A.	55	62	61	72	73	76
營業利益	96	148	217	18	43	N.A.	31	36	30	44	63	80
營業外收支	8	11	13	3	2	N.A.	3	3	2	3	4	4
稅前純益	104	159	230	20	45	N.A.	34	39	32	47	67	84
稅後純益	88	130	188	19	37	N.A.	27	31	26	38	55	69
最新股本	331	331	331	331	331	N.A.	331	331	331	331	331	331
稅後EPS (元)	2.66	3.93	5.69	0.57	1.12	N.A.	0.83	0.94	0.77	1.16	1.67	2.09
經營效率(%)												
毛利率	30.27	30.00	29.66	26.36	33.24	N.A.	26.88	28.86	26.67	28.92	30.45	31.61
營業利益率	11.64	12.27	12.91	7.34	16.36	N.A.	9.63	10.52	8.81	10.99	14.08	16.25
稅前純益率	12.66	13.20	13.69	8.45	17.20	N.A.	10.50	11.46	9.40	11.74	14.97	17.06
稅後純益率	10.70	10.78	11.20	7.86	14.21	N.A.	8.57	9.18	7.53	9.57	12.32	14.04
YoY(%)												
營收	57.45	46.88	39.08	N.A.	N.A.	N.A.	39.03	41.46	30.38	N.A.	40.16	45.63
營業利益	74.37	54.82	46.40	N.A.	N.A.	N.A.	-18.17	102.58	-29.81	N.A.	104.98	124.95
稅前純益	76.35	53.14	44.20	N.A.	N.A.	N.A.	-18.35	91.89	-28.75	N.A.	99.90	116.85
稅後純益	79.63	47.90	44.56	N.A.	N.A.	N.A.	-19.44	65.14	-30.88	N.A.	101.61	122.82
QoQ(%)												
營收				3.66	8.96	N.A.	N.A.	5.47	0.43	18.34	11.83	9.58
營業利益				-53.46	142.72	N.A.	N.A.	15.21	-15.90	47.70	43.24	26.43
稅前純益				-51.02	121.86	N.A.	N.A.	15.10	-17.63	47.84	42.61	24.86
稅後純益				-44.89	96.92	N.A.	N.A.	12.97	-17.58	50.28	44.08	24.86

資料來源：CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2014	2015	4Q15
流動資產	211	245	245
現金及約當現金	113	143	143
公允價值衡量金融資產	0	0	0
備供出售金融資產	0	0	0
以成本衡量之金融資產	0	0	0
存貨	0	0	0
非流動資產	650	992	992
公允價值衡量金融資產	0	0	0
不動產、廠房及設備	595	909	909
無形資產	0	0	0
資產總計	861	1,237	1,237
流動負債	301	529	529
短期借款	0	27	27
非流動負債	72	112	112
負債總計	372	641	641
股本	250	300	300
普通股股本	250	300	300
資本公積	124	126	126
保留盈餘	107	158	158
庫藏股票	0	0	0
股東權益	489	596	596
每股淨值(元)	19.21	19.47	19.47
流動比率(%)	70.11	46.26	46.26
速動比率(%)	68.20	45.39	45.39
應收帳款週轉率(%)	20.97	26.50	8.46
負債比率(%)	43.23	51.85	51.85
稅後股東權益報酬率(%)	23.99	24.46	5.45

資料來源：CMoney，JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2014	2015	4Q15
繼續營業單位稅前損益	104	159	159
折舊及攤提費用	89	135	135
利息費用	4	4	4
股利收入	0	0	0
權益法認列關聯企業損益	0	0	0
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
處分權益法之投資損益	0	0	0
未實現外幣兌換損益	0	0	0
應收帳款增減	-30	18	18
存貨增減	0	0	0
應付帳款增減	0	0	0
營業活動現金流量	227	412	412
公允價值衡量金融資產增減	0	0	0
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	0
權益法長期股權投資增減	0	0	0
取得不動產、廠房及設備	-323	-434	-434
處分不動產、廠房及設備	0	2	2
投資活動現金流量	-310	-456	-456
短期借款增減	0	27	27
長期借款增減	295	209	80
公司債發行	0	0	0
公司債償還	0	0	0
現金增資	142	0	0
發放現金股利	-6	-29	-29
庫藏股票增減	0	0	0
籌資活動現金流量	146	74	74
淨現金流量	64	29	29

資料來源：CMoney，JS 預估

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40% 以上
買進	六個月內潛在報酬率 15% 以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7% 以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股