

2018年11月23日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1736 TT 喬山	持有 目標價 38	喬山的投資評等由中立調升至持有，目標價38元，潛在漲幅14%，主要理由如下： 3Q18打入全美第七大健身俱樂部，商用市場營運轉佳；家用方面則受消費型態改變，美國家用零售店來客數下滑。4Q18為傳統旺季，惟中美貿易戰為不確定因素。

研究員 李振南

donaldlee@jsun.com

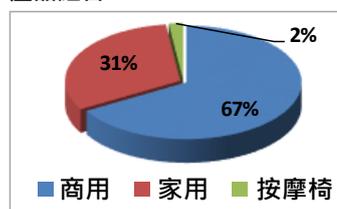
近期投資評等

11/23/2018	持有/中立
04/13/2017	持有/中立
08/30/2016	買進

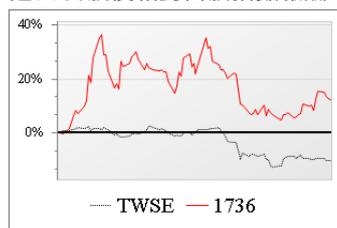
公司基本資料

收盤價(元)(11/22/2018)	33.40
股本(百萬元)	3,040
總市值(億元)	101.5
每股淨值(元)	25.87
外資持股比(%)	3.25
投信持股比(%)	0.03
近 20 日均量(張)	124
融資餘額(11/22/2018)	1,665

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2018F	2019F	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	21,914	24,433	4,516	5,408	7,505	4,992	4,936	5,852
營業毛利	10,537	11,685	2,069	2,593	3,673	2,400	2,262	2,806
營業利益	281	403	-322	110	664	-129	-300	179
稅後純益	458	619	-146	191	609	-111	-112	220
稅後 EPS (元)	1.51	2.04	-0.48	0.63	2.00	-0.37	-0.37	0.73
毛利率(%)	48.08	47.83	45.82	47.95	48.94	48.07	45.82	47.95
營業利益率(%)	1.28	1.65	-7.12	2.04	8.84	-2.58	-6.08	3.05
稅後純益率(%)	2.09	2.53	-3.23	3.53	8.12	-2.23	-2.26	3.77
營業收入 YoY/QoQ (%)	12.41	11.49	0.68	19.77	38.77	-33.49	-1.13	18.56
營業利益 YoY/QoQ (%)	105.64	43.26	--	--	502.93	--	--	--
稅後純益 YoY/QoQ (%)	252.05	35.08	--	--	219.29	--	--	--

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **3Q18打入全美第七大健身俱樂部，商用市場營運轉佳**：3Q18稅後淨利1.91億元 (YoY+179%)，稅後EPS 0.63元，其中，受惠於7/2018打入全美第七大商用健身器俱樂部《星球健身》帶動3Q18營收54.1億元(YoY+16%)，營業利益1.1億元，較去年同期大幅成長。此外，受惠台幣貶值匯兌收益貢獻約1億元。由於IFRS 15將財報進行重分類，累積3Q18帳列5.6億元的「運費收入」原先2017年帳列營業費用減項，2018年改列為營業收入，若以同樣基礎比較，喬山累積3Q18營收138.5億元(YoY+5.4%)，毛利率45.5%(YoY-1.1ppts)，當中：(1)因原材料價格上漲影響約0.2~0.3ppts；(2)銷售子公司給予較多降價誘因；(3)產品及客戶組合變化，因出貨星球健身毛利率偏低，約35~45%。累積3Q18稅後淨損1.5億元，減少0.6億元，稅後EPS -0.49元。
- ◆ **消費型態改變，美國家用零售店來客數下滑**：喬山9、10/2018營收年增21%、17%，係因9/2018出貨星球營收貢獻約40~50萬美金。星球健身每年採購量約1.5億美金，其中半數下單集中每年4Q，目前喬山Matrix與Life fitness、Precor為合格供應商，喬山預計爭取20%訂單約1,500萬美元，訂單出貨排程已看到2Q19，但訂單量尚未超過4Q18。累積10/2018喬山商用器材出貨金額YoY+21%；家用市場方面，累積10/2018營收YoY-6.3%，其中2nd Wind、Leisure Fitness、Busy Body三家美國併購通路2017年營收1億美金，截至目前營收衰退約15%，係因消費型態改變，影響喬山零售銷售。此外，併購通路在更換為喬山《JOHNSON》招牌後，因消費者對喬山品牌仍陌生，導致來客數下滑，1~9/2018三家併購公司虧損約新台幣2億元。2018年關閉了7家零售店，美國零售據點減少至92個，未來不排除持續關閉營運不佳店面。
- ◆ **4Q18為傳統旺季，惟中美貿易戰為不確定因素**：目前貿易戰健身器材雖尚未納入2,500億關稅清單內，但中國已反向對美國進口的健身器材提高關稅，使得喬山競爭對手life在中國的成本提升。喬山越南新廠預計4Q19量產，部份設備由中國移轉，年產能規劃10萬台，主要供應低階家用及零售通路銷售。預估喬山2018年稅後淨利4.6億元(YoY+252%)，稅後EPS 1.51元，目前PER約22倍。由於4Q18為傳統旺季，且根據IHRSA統計，2017年健身產業收入872億美金(YoY+4.9%)，會員人數1.74億人，產業維持成長趨勢，喬山並新增商用新客戶推升成長率，惟新客戶毛利率偏低，且家用零售市場仍面臨結構性調整，建議持有。(以2019年EPS 2.04元 * PER 18.5倍評價)

◆ **喬山為全球前三大健身器材品牌商**

喬山為全球前三大健身器材研發及製造商，近年來隨美國平價健身房興起，喬山持續退出美國低價大賣場之家用市場，轉往商用市場布局(品牌策略詳見表一)。截至 2017 年，健身器材佔比 98%、按摩椅約 2%。其中，健身器材商用、家用分別為 68%、32%。目前全球擁有 27 家行銷子公司，313 家自有零售通路，60 個國家擁有經銷商。美國子公司負責產品及規格設計；台灣、中國負責結構、軟硬體設計。目前生產廠房位於台灣 1 個(商用)、大陸 2 個(家用)，美國 1 個製造工廠，主要做特殊健身器材。

商用市場方面，近期打入全美第七大健身俱樂部，使得商用市場營收年增約 21%。併購案方面，喬山帳上現金充裕，公司已先後併入加拿大最大商用健身器材經銷商 Stak(09/2015)、北美最大健身器材連鎖專賣店 2nd Wind(11/2015)、純健身器材專賣 Leisure Fitness(7/2016)及 The Gym Store(Busy Body)等，2017 年前三項併購案合計貢獻約 1 億美元的營收。然受到消費者消費型態改變，併入之家用市場於零售通路銷售不佳，累積 10/2018 家用市場年衰退約 6.3%。

表一、喬山品牌定位及銷售通路

Field	Commercial				Home		
	Health Clubs	Hospitality	Athletic Performance	Corporate	Specialty Store	Ecommerce	Mass Market
MATRIX	✓	✓	✓	✓	✓		
VISION FITNESS				✓	✓		
HORIZON FITNESS					✓	✓	✓

5

表二、喬山與國際同業累積前三季營收表現

單位：百萬美元

	喬山	Life	TG	Precor	Nautilus
累積3Q18	480	751	518	294	281
累積3Q17	430	729	485	307	278
YoY	11.6%	3.0%	6.7%	-4.1%	1.1%

資料來源：喬山、日盛投顧彙整

◆ **累積 3Q18 稅後 EPS -0.49 元，惟虧損縮小**

由於 IFRS 15 將財報進行重分類，累積 3Q18 帳列 5.6 億元的「運費收入」(係因：部分客戶需支付健身設備的運費)，原先 2017 年帳列營業費用減項，2018 年改列為營業

2018年11月23日

收入加項，故對 2018 年營收有膨脹效果，若以同樣基礎比較，喬山累積 3Q18 營收 138.5 億元(YoY+5.4%)，毛利率 45.5%(YoY-1.1ppts)，當中：(1)因原材料價格上漲影響約 0.2~0.3ppts；(2)銷售子公司給予較多降價誘因；(3)產品及客戶組合變化，因出貨星球健身毛利率偏低，約 35~45%。累積 3Q18 營業虧損減少 0.38 億元，在匯兌利益貢獻 1.2 億元下，稅後淨損 1.5 億元，減少 0.6 億元，稅後 EPS -0.49 元。

表三、IFRS 15 將財報進行重分類運費收入

(台幣:佰萬元)	2018/1/1-2018/9/30			重分類	2018/1/1-2018/9/30		2017/1/1-2017/9/30	
	金額	%	\$		金額	%	金額	%
營業收入	14,409	100%	-560		13,849	100%	13,134	100%
營業成本	7,546				7,546		7,017	
營業毛利	6,863	47.6%	-560		6,303	45.5%	6,117	46.6%
營業費用	7,246	50.3%			6,686	48.3%	6,538	49.8%
營業利益 (損失)	(383)	-2.7%			(383)	-2.8%	(421)	-3.2%
營業外收入及支出	275				275		186	
稅前淨利 (淨損)	(108)	-0.7%			(108)	-0.8%	(235)	-1.8%
所得稅費用 (利益)	43				43		(25)	
本期淨利 (淨損)	(150)	-1.0%			(150)	-1.1%	(210)	-1.6%
基本每股盈餘 (元)	(0.49)				(0.49)		(0.69)	

資料來源：喬山、日盛投顧彙整

◆ **喬山順利打入全美第七大商用健身俱樂部**

喬山 9、10/2018 營收年增率恢復雙位數增長 21%、17%，係因 9/2018 展開星球出貨，營收貢獻約 40~50 萬美金。星球健身需求來自舊設備 5~7 年汰換期及新展店，每年採購量約 1.5 億美金，其中半數下單集中每年 4Q，目前喬山 Matrix 與 Life fitness、Precor 為合格供應商，喬山預計爭取 20% 訂單約 1,500 萬美元，目前訂單出貨排程已看到 2Q19，但訂單量尚未超過 4Q18。由於星球具有自己的維修團隊，故喬山無維修勞務收入。累積 10/2018 喬山商用器材出貨金額 YoY+21%；

表四、THE TOP 10 HEALTH CLUBS OF 2017

Rank	公司名稱	2016 Revenue (Millions)	Revenue change from 2015	#Sites in 2016	#of States operate in 2016	#Memberships in 2016	Single Memberships Dues Price	Family Memberships Dues Price
1	LA Fitness Irvine	1,987	N.A.	689	27	N.A.	N.A.	N.A.
2	Life Time Fitness	1,475	N.A.	122	26	N.A.	N.A.	N.A.
3	24 Hour Fitness	1,420	N.A.	425	13	N.A.	N.A.	N.A.
4	Equinox Holdings (Equinox, Blink, SoulCycle, Pure Yoga)	1,090	N.A.	200	7	N.A.	N.A.	N.A.
5	ClubCorp	1,088	3.40%	194(O) 12(M)	26	174,348	N.A.	N.A.
6	Town Sports International Holdings Inc.	396.92	-7%	150	8	544,000	N.A.	N.A.
7	Planet Fitness	378.2	14%	58(O) 1,255(F)	48	8,900,000	\$10	\$19.99
8	The Bay Club Co.	228.75	4.10%	24	1	59,797	\$200	\$500
9	Capital Fitness Inc.	193	0%	38	3	345,000	\$9.95	\$9.95
10	Crunch	170	6%	56(O) 115(F) 4(L)	21	800,000	\$80	\$50

說明：NA = Not available. (O) = Owned/Leased. (M) = Managed. (F) = Franchised. (L) = Licensed. 1 = Increases may reflect revenue growth through acquisition or new club openings. 資料來源：Club Industry

◆ 家用零售通路，未來不排除持續關閉營運不佳店面

家用市場方面，累積 10/2018 營收 YoY-6.3%，其中 2nd Wind、Leisure Fitness、Busy Body 三家美國併購通路 2017 年營收 1 億美金，截至目前營收衰退約 15%，係因消費型態改變，消費者至網路上購買健身器材，且如美國線上健身新創公司 Peloton 風潮(2017 年營收超過 3 億美元)，確實影響喬山零售店銷售。

此外，併購通路去年底全數更換為喬山《JOHNSON》招牌後，雖自有產品比重由 10% 拉升至 40%，但因美國消費者對喬山《JOHNSON》品牌仍陌生，導致來客數下滑，1~9/2018 三家併購公司虧損約新台幣 2 億元，即便加入工廠端利潤後仍為虧損，管理層預計將透過增加產品種類，拉升來客數。

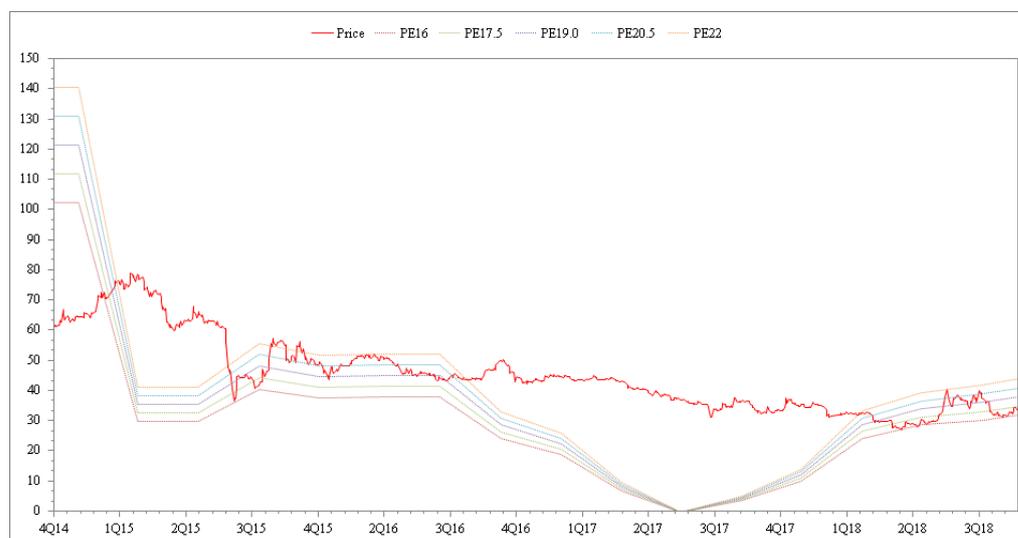
併購策略方面，短期無適合的併購對象(美國連鎖通路不多)，近期已簽約一家加盟店，另有一家再談，總計 2018 年關閉了 7 家零售店，美國零售據點減少至 92 個，未來不排除持續關閉營運不佳店面。

◆ 4Q18 為傳統旺季，惟中美貿易戰為不確定因素

在中美貿易戰方面，目前健身器材雖尚未納入 2,500 億關稅清單內，但中國已反向對美國進口的健身器材提高關稅，使得喬山競爭對手 life 在中國的成本提升，已向健身俱樂部調漲售價因應。喬山越南新廠預計 4Q19 量產，部份設備由中國移轉，總資本支出約 1,200 萬美金，年產能規劃 10 萬台，主要供應低階家用及零售通路銷售。台灣方面，目前已三班制生產，5/2018 宣布投入新台幣 2 億元，興建自動倉儲廠，預計 2019 年完工，屆時原先倉儲空間可騰出進駐生產設備，提升 20~30%產能，惟日盛認為，平衡淡旺季產能惟主要重點。

預估喬山 2018 年稅後淨利 4.6 億元(YoY+252%)，稅後 EPS 1.51 元，目前 PER 約 22 倍。由於 4Q18 為傳統旺季，且根據 IHRSA 統計，2017 年健身產業收入 872 億美金(YoY+4.9%)，會員人數 1.74 億人，產業維持成長趨勢，喬山並新增商用新客戶推升成長率，惟新客戶毛利率偏低，且家用零售市場仍面臨結構性調整，建議持有。(以 2019 年 EPS 2.04 元 * PER 18.5 倍評價)

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
20181123	持有	38.0
20170413	中立	46.0
20160830	買進	62.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年11月23日

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	19,494	21,914	24,433	4,648	6,360	4,485	4,516	5,408	7,505	4,992	4,936	5,852
營業毛利	9,204	10,537	11,685	2,203	3,088	2,201	2,069	2,593	3,673	2,400	2,262	2,806
營業費用	9,068	10,256	11,283	2,187	2,530	2,372	2,391	2,483	3,010	2,528	2,562	2,627
營業利益	137	281	403	16	558	-171	-322	110	664	-129	-300	179
營業外收支	88	427	431	65	-97	-19	157	137	152	-15	151	108
稅前純益	225	708	834	82	460	-190	-165	247	816	-143	-149	286
稅後純益	130	458	619	68	340	-196	-146	191	609	-111	-112	220
最新股本	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040	3,040
稅後 EPS (元)	0.43	1.51	2.04	0.22	1.12	-0.64	-0.48	0.63	2.00	-0.37	-0.37	0.73
經營效率(%)												
毛利率	47.22	48.08	47.83	47.39	48.55	49.07	45.82	47.95	48.94	48.07	45.82	47.95
營業利益率	0.7	1.28	1.65	0.35	8.77	-3.82	-7.12	2.04	8.84	-2.58	-6.08	3.05
稅前純益率	1.15	3.23	3.41	1.75	7.24	-4.23	-3.65	4.57	10.87	-2.87	-3.02	4.89
稅後純益率	0.67	2.09	2.53	1.47	5.35	-4.37	-3.23	3.53	8.12	-2.23	-2.26	3.77
YoY(%)												
營收	-3.32	12.41	11.49	-9.38	0.28	1.03	11.59	16.36	18	11.3	9.3	8.2
營業利益	-77.83	105.64	43.26	-88.14	-13.46	--	--	571.7	19.02	--	--	62.19
稅前純益	-77.55	214.59	17.79	-57.04	-39.15	--	--	203.09	77.23	--	--	15.89
稅後純益	-81.82	252.05	35.08	-58.17	-40.11	--	--	179.38	79.16	--	--	15.55
QoQ(%)												
營收				14.86	36.84	-29.48	0.68	19.77	38.77	-33.49	-1.13	18.56
營業利益				--	3,302.67	--	--	--	502.93	--	--	--
稅前純益				--	464.55	--	--	--	230.12	--	--	--
稅後純益				--	397.9	--	--	--	219.29	--	--	--

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	2016	2017	3Q18
流動資產	17,386	16,507	16,377
現金及約當現金	3,667	3,388	3,147
公允價值衡量金融資產	25	0	14
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	5,547	4,871	5,381
非流動資產	5,266	5,760	6,228
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,364	2,883	3,099
無形資產	1,260	1,202	1,219
資產總計	22,653	22,267	22,605
流動負債	12,541	11,210	12,155
短期借款	5,304	5,052	5,459
非流動負債	1,506	2,890	2,580
負債總計	14,047	14,100	14,734
股本	3,040	3,040	3,040
普通股股本	3,040	3,040	3,040
資本公積	55	55	55
保留盈餘	6,327	6,104	5,863
庫藏股票	-49	-49	-49
股東權益	8,606	8,167	7,870
每股淨值(元)	28.37	26.93	25.95
流動比率(%)	138.64	147.26	134.74
速動比率(%)	90.23	97.71	84.26
應收帳款週轉率(%)	2.66	2.61	0.84
負債比率(%)	62.01	63.32	65.18
稅後股東權益報酬率(%)	8.18	1.55	2.43

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	1,002	225	-108
折舊及攤提費用	332	349	287
利息費用	115	137	96
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	7	13	14
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	79	-80	791
存貨增減	-579	676	-510
應付帳款增減	702	-646	141
營業活動現金流量	1,258	-74	223
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-1,002	-894	-526
處分不動產、廠房及設備	13	16	20
投資活動現金流量	-1,000	-929	-515
短期借款增減	-658	-239	398
長期借款增減	312	1,396	-151
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-304	-349	-91
庫藏股票增減	-49	0	--
籌資活動現金流量	-698	807	156
淨現金流量	-1,332	-279	-241

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 11 月 23 日

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