

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
1515 TT 力山	買進 目標價 112	力山的投資評等維持買進，目標價由91元上修至112元，潛在漲幅22.3%，主要理由如下： (1) 新木工機正式出貨，跑步機產量達原訂產出目標，01/2019營收創歷史新高； (2) 2019年訂單能見度提升，上修年度獲利預估。

研究員 徐培勳

jtr1117barry@jsun.com

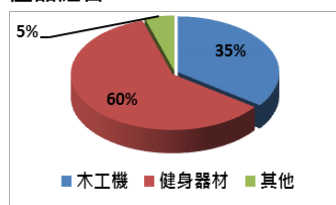
近期投資評等

02/13/2019	買進
12/11/2018	買進
11/15/2018	買進

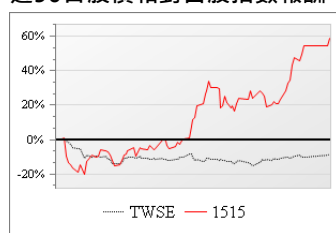
公司基本資料

收盤價(元)(02/12/2019)	91.60
股本(百萬元)	1,815
總市值(億元)	166.3
每股淨值(元)	13.27
外資持股比(%)	13.64
投信持股比(%)	2.70
近20日均量(張)	6,977
融資餘額(02/12/2019)	10,714

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	6,185	13,050	1,035	1,480	2,655	2,720	3,172	3,219
營業毛利	1,218	3,049	160	307	592	613	740	767
營業利益	464	2,004	4	94	352	373	485	502
稅後純益	408	1,459	54	85	255	272	338	375
稅後 EPS(元)	2.25	8.04	0.30	0.47	1.41	1.50	1.86	2.07
毛利率(%)	19.69	23.36	15.48	20.72	22.29	22.55	23.32	23.83
營業利益率(%)	7.5	15.35	0.37	6.37	13.25	13.72	15.28	15.59
稅後純益率(%)	6.6	11.18	5.24	5.74	9.61	10.01	10.65	11.65
營業收入 YoY/QoQ(%)	16.36	110.97	1.96	43.07	79.35	2.45	16.63	1.46
營業利益 YoY/QoQ(%)	16.32	331.82	-72.78	2,353.7	273.15	6.11	29.86	3.56
稅後純益 YoY/QoQ(%)	51.11	257.1	290.26	56.81	200.25	6.63	24.08	11.02

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

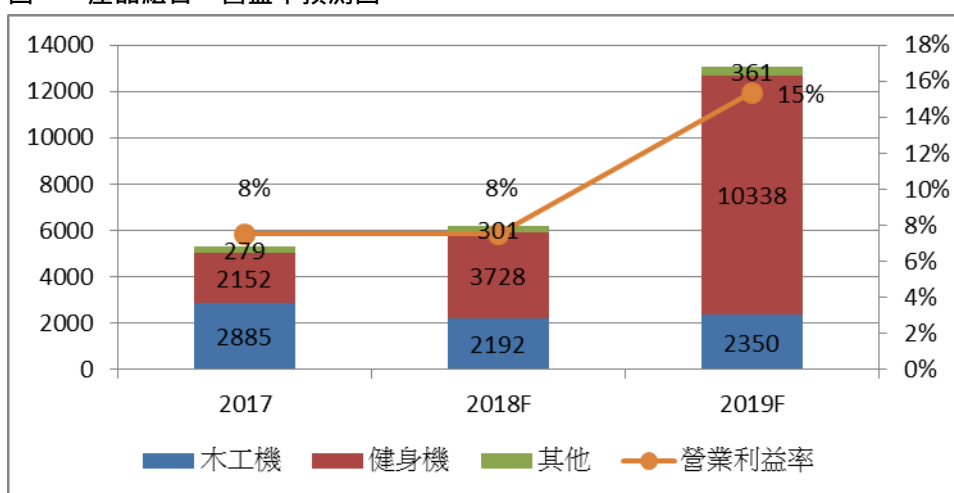
重點摘要

- ◆ **01/2019營收創歷史新高**：受惠新木工機正式出貨，跑步機產量達每月8,000台產出目標，01/2019營收10.22億元(MoM+11.9%、YoY+157.3%)創歷史新高，雖02/2019受農曆年節影響，營收為全年最淡月份，然03/2019木工機產能將全面開出，營收MoM將恢復成長，預估1Q19年營收27.2億元(YoY+168%)，稅後淨利2.7億元(YoY+1,860%)，稅後EPS 1.5元。
- ◆ **2019年本業、業外利多不斷**：在家踩飛輪已在北美蔚為風潮，北美P健身器材客戶挾著品牌知名度和大量累積的客戶群，於3Q18將營運觸角延伸至英國、加拿大，根據信用卡研調機構Second Measure分析數億筆信用卡購買紀錄發現，3Q18 P飛輪用戶數已超越其最大競爭對手SoulCycle，市場對P牌飛輪需求大增，目前力山已有增加產能的計畫，預期飛輪產量將逐月提升；跑步機方面，在解決缺料問題後，月產能已達8,000台產出目標，並持續加強員工安裝熟練度和自動化比重，預期產能將穩定成長；受中美貿易戰影響，中國銷往美國的木工機依品項須被課10~25%關稅，力山因兩岸皆有工廠，已接獲國際大廠轉單通知，目前正將木工機產線逐步移回台中大里廠，產線將由原先的一條擴增至四條，預期2019年木工機將進入爆發階段。11/08/2018公司公告將出售「力武國際(香港)有限公司」及其間接轉投資「杭州力武機電有限公司」股權，力武廠占地62畝，以目前每畝市價300萬人民幣計算，預估貢獻EPS 3.7元，預期將在6個月內處分完畢，因無確切認列時間表，將於公告後再列入模型計算。
- ◆ **2019萬箭齊發，各產品線進入爆發階段**：受惠木工機轉單效應、跑步機穩定成長，飛輪逐月放量、2H19健身器材新品推出等，2019年力山產品線多線齊發，獲利進入爆發階段，考量P客戶需求提升，力山訂單能見度更為清晰，上修2019年營收至130億元(YoY+111%)，毛利率23.4%(YoY+3.7ppts)，稅後淨利14.6億元(YoY+257%)，稅後EPS 8.04元(原估EPS 6.5元)，目前PER 11.4倍，位於國內健身器材同業PER區間9倍~23倍下緣，且P客戶預計將於2019年掛牌上市，未來將更容易募集資金向全球發展，力山將是最大受惠者，本益比還有調升之機會，持續給予買進評等，目標價112元(2019年EPS\*PER 14倍)。

◆ **全球專業級木工機、健身器材製造商**

力山成立於 1973 年，以木工機和鑽床起家，1998 年成立健身器材事業部，歷經 20 年的努力，現為國內專業級木工機和健身器材 ODM 廠。力山目前有台中大里廠和浙江桐鄉廠 2 個生產基地，2019 年大里廠將擴增至 20 條生產線，木工機將 1 條提升至 5 條，和 15 條健身機，桐鄉廠 14 條產線 100% 做木工機，木工機主要客戶 Lowes、Sears、Walmart、Canadian Tire 及歐洲 Kingfisher，健身機主要客戶 LifeFitness、Precor、TRUE。預估 2018 年產品比重：木工機 35%、健身機 61%、其他 5%。

圖一、產品組合、營益率預測圖



資料來源：力山、日盛投顧彙整

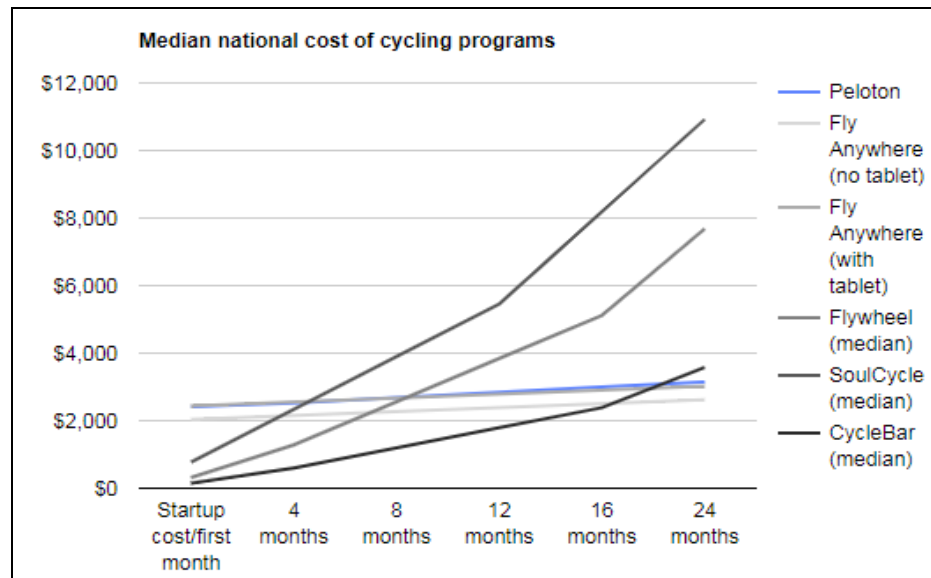
◆ **P 的成長已影響 Flywheel、SoulCycle 的生存空間**

12/2018 北美受歡迎的飛輪教室之一 Flywheel 總經理(也是 SoulCycle 共同創辦人)Ruth Zukerman 在給客戶的一封信寫到，她將辭去公司的職務，理由是在公司待 10 年之後發現公司發展出現瓶頸。

分析北美各飛輪品牌後發現 P 的初期使用成本約 3,000 美金，包括一台飛輪車和一套個人配備(鞋子、啞鈴、耳機、飛輪防滑墊、心跳監測儀)共 2,494 美元，並支付每月 39 美元線上課程訂閱權(39\*12=468 USD/Y)，第一年使用費用為 2,962 美元，然相較競爭對手 Flywheel、SoulCycle 使用成本都低，最慢 2 年後即可回本，P 挾著在家踩飛輪搭配面前 22 吋觸控螢幕，你的心跳、阻力係數、踩踏速度都一覽無疑，加上教練的努力吶喊，在使用便利、品牌時尚感和網路評價上都獲客戶極高的回饋，為目前北美成長最快的飛輪品牌。

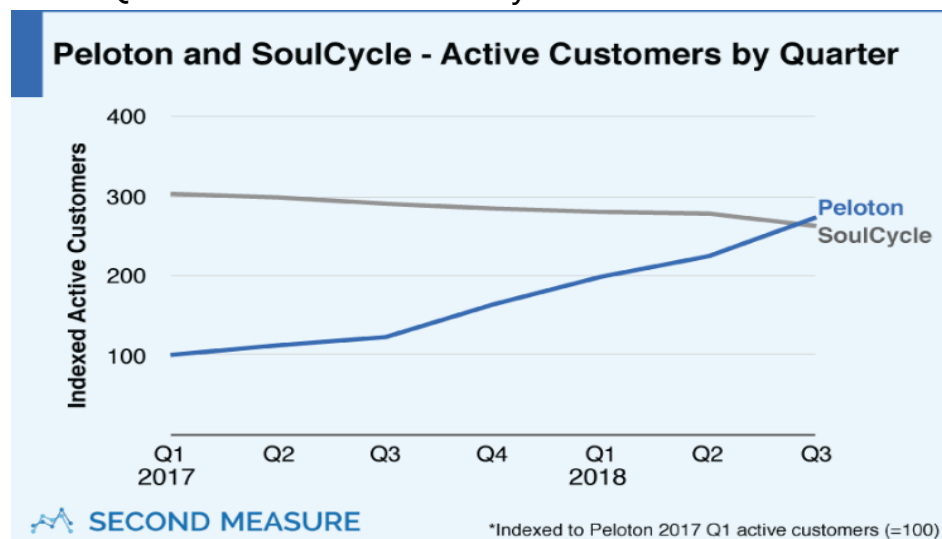
根據 Second Measure、M Science 兩家研調機構分析數億筆信用卡購買紀錄發現數據顯示，截至 3Q18 P 公司之美國用戶數較 2017 年增加了一倍，SoulCycle 的人數較同期下降 8%，目前 P 使用者比 SoulCycle 多 4% 正式超越其最大競爭對手成為美國飛輪運動產業的霸主之一，雖 SoulCycle 否認了這項數據的真實性，然這也顯示 P 公司的成長不可忽視。目前 SoulCycle 和 Flywheel 將會以降價促銷並持續拓點來增加其他城市的用戶數。

圖二、P 擁有低使用成本優勢。



資料來源：wirecutter、日盛投顧彙整

圖三、3Q18 P 美國用戶數正式超越 SoulCycle

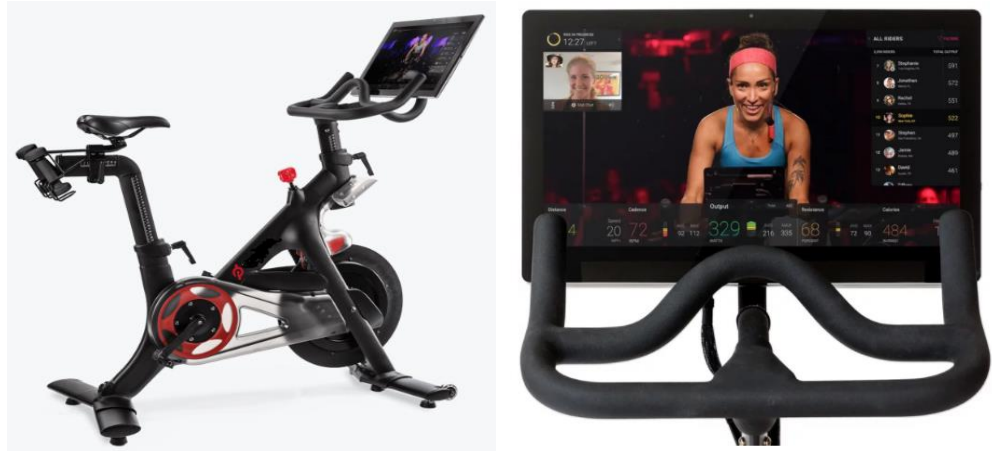


資料來源：Second Measure、日盛投顧彙整

◆ 力山為 P 客戶全球布局的最大受惠者

3Q18 P 公司將營運觸角延伸至英國、加拿大，並預計 2019 年於美國 IPO。08/2018 完成 IPO 之前最後一次 5.5 億美元的 F 輪融資，使 P 籌集的總股本約 10 億美元，公司估值達 41.5 億美元，並向競爭對手挖角明星級教練，未來也將在歐洲設立一個直播中心，將事業版圖延伸至歐洲，P 公司期許自己將成為運動界的 Netflix，直播和影片將提供未來穩定現金流。目前力山是 P 客戶飛輪唯一供應商，跑步機唯一供應商，受 P 全球布局策略下，P 將成為力山最大穩定獲利來源。

圖四、P 客戶暢銷產品-飛輪車



資料來源：P 客戶、日盛投顧彙整

圖五、跑步機將為 2019 年獲利成長火車頭



資料來源：P 客戶、日盛投顧彙整

◆ 木工機轉單效應、新款跑步機蓄勢待發、業外處分利益，未來利多題材不斷

2019 年飛輪需求持續成長；跑步機在解決缺料問題並增加鎖螺絲等自動化設備後每月已達 8,000 台產出，因跑步機屬於高 APS、高毛利率產品 01/2019 營收 10.22 億元 (MoM+11.9%、YoY+157.3%) 創歷史新高，預期對未來各季度獲利有顯著貢獻，目前持續加強員工安裝熟練度和自動化比重，預期產能將穩定成長；受中美貿易戰影響，中國銷往美國的木工機依品項須被課 10~25% 關稅，力山因兩岸皆有工廠，已接獲國際大廠轉單通知，目前正將木工機產線逐步移回台中大里廠，產線將由原先的一條擴增至四條，且已和其他品牌正在洽談木工機新訂單，預期 2H19 需求旺季可看到成效。11/08/2018 公司公告將出售「力武國際 ( 香港 ) 有限公司」及其間接轉投資「杭州力武機電有限公司」股權，力武廠占地 62 畝，以目前每畝市價 300 萬人民幣計算，預

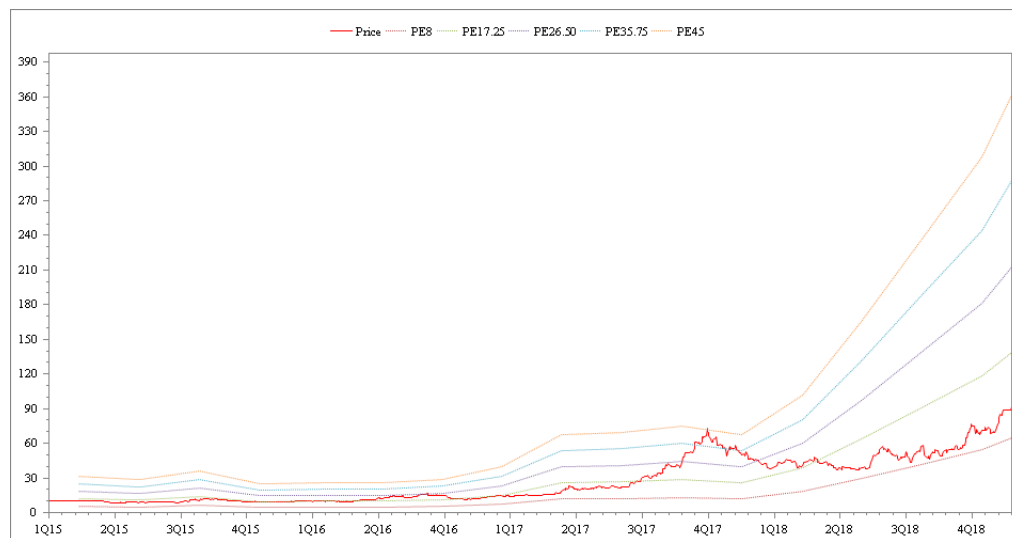
2019年2月13日

估貢獻 EPS 3.7 元，預期將在 6 個月內處分完畢，因無確切認列時間表，將於公告後再列入模型計算。

◆ 2019 萬箭齊發，各產品線進入爆發階段

受惠木工機轉單效應、跑步機穩定成長、飛輪逐月放量、2H19 健身器材新品推出等，2019 年力山產品線多線齊發，獲利進入爆發階段，考量 P 客戶需求提升，力山訂單能見度更為清晰，上修 2019 年營收至 130 億元 (YoY+111%)，毛利率 23.4% (YoY+3.7ppts)，稅後淨利 14.6 億元 (YoY+257%)，稅後 EPS 8.04 元 (原估 EPS 6.5 元)，目前 PER 11.4 倍，位於國內健身器材同業 PER 區間 9 倍~23 倍下緣，且 P 客戶預計將於 2019 年掛牌上市，未來將更容易募集資金向全球發展，力山將是最大受惠者，本益比還有調升之機會，持續給予買進評等，目標價 112 元 (2019 年 EPS\*PER 14 倍)。

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
20190213	買進	112.0
20181211	買進	91.0
20181115	買進	68.8

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

**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	5,316	6,185	13,050	1,712	1,735	1,015	1,035	1,480	2,655	2,720	3,172	3,219
營業毛利	1,189	1,218	3,049	396	381	159	160	307	592	613	740	767
營業費用	790	754	1,045	221	201	145	156	212	240	240	255	265
營業利益	399	464	2,004	174	180	14	4	94	352	373	485	502
營業外收支	-38	83	-14	-1	-36	0	70	21	-8	-7	-4	3
稅前純益	361	547	1,990	173	144	14	74	115	344	367	481	505
稅後純益	270	408	1,459	118	114	14	54	85	255	272	338	375
最新股本	1,815	1,815	1,815	1,815	1,815	1,815	1,815	1,815	1,815	1,815	1,815	1,815
稅後 EPS (元)	1.49	2.25	8.04	0.65	0.63	0.08	0.30	0.47	1.41	1.50	1.86	2.07
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	22.37	19.69	23.36	23.12	21.94	15.7	15.48	20.72	22.29	22.55	23.32	23.83
營業利益率	7.5	7.5	15.35	10.19	10.38	1.39	0.37	6.37	13.25	13.72	15.28	15.59
稅前純益率	6.78	8.85	15.25	10.11	8.29	1.41	7.16	7.78	12.95	13.48	15.15	15.69
稅後純益率	5.08	6.6	11.18	6.92	6.58	1.37	5.24	5.74	9.61	10.01	10.65	11.65
<b>YoY(%)</b>												
營收	44.95	16.36	110.97	70.25	90.93	14.75	5.06	-13.5	53.07	168.03	206.59	117.42
營業利益	256.92	16.32	331.82	118.04	--	-41.06	-81.21	-45.96	95.37	2,544.27	12,516.01	432.48
稅前純益	164.72	51.83	263.57	91.66	736.42	259.46	86.79	-33.48	139.15	2,460.15	548.93	338.61
稅後純益	154.91	51.11	257.1	57.07	1,161.09	227.15	61.66	-28.19	123.74	1,859.33	522.94	341.01
<b>QoQ(%)</b>												
營收				73.78	1.35	-41.49	1.96	43.07	79.35	2.45	16.63	1.46
營業利益				753.11	3.2	-92.16	-72.78	2,353.7	273.15	6.11	29.86	3.56
稅前純益				336.65	-16.94	-90.04	417.09	55.49	198.61	6.63	31.07	5.1
稅後純益				253.01	-3.63	-87.82	290.26	56.81	200.25	6.63	24.08	11.02

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	2,855	3,831	3,224
現金及約當現金	509	936	869
公允價值衡量金融資產	644	608	394
備供出售金融資產	60	58	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	585	693	804
非流動資產	2,557	2,556	2,607
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,183	2,178	2,240
無形資產	86	80	79
<b>資產總計</b>	<b>5,412</b>	<b>6,387</b>	<b>5,831</b>
流動負債	2,618	3,369	3,099
短期借款	1,231	1,001	1,018
非流動負債	467	552	301
<b>負債總計</b>	<b>3,085</b>	<b>3,920</b>	<b>3,400</b>
股本	1,815	1,815	1,815
普通股股本	1,815	1,815	1,815
資本公積	0	0	0
保留盈餘	497	633	582
庫藏股票	--	--	--
<b>股東權益</b>	<b>2,327</b>	<b>2,467</b>	<b>2,431</b>
每股淨值(元)	12.71	13.48	13.28
流動比率(%)	109.05	113.73	104.03
速動比率(%)	86.71	93.17	78.07
應收帳款週轉率(%)	4.28	4.46	1.68
負債比率(%)	57.01	61.38	58.31
稅後股東權益報酬率(%)	4.49	11.37	3.56

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	136	361	204
折舊及攤提費用	111	123	98
利息費用	49	43	29
股利收入	-11	-6	-9
權益法認列關聯企業損益	-1	0	0
處分不動產、廠房及設備	-1	8	5
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	-235	-464	420
存貨增減	77	-116	-112
應付帳款增減	148	573	0
<b>營業活動現金流量</b>	<b>-22</b>	<b>674</b>	<b>574</b>
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	-65	-93	-151
處分不動產、廠房及設備	15	1	2
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-83</b>	<b>-143</b>	<b>-155</b>
短期借款增減	222	-217	13
長期借款增減	-235	248	-280
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-91	-91	-218
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-103</b>	<b>-60</b>	<b>-485</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>-237</b>	<b>427</b>	<b>-67</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年2月13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