

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	108.50 元
目標價	
3 個月	137.00 元
12 個月	137.00 元

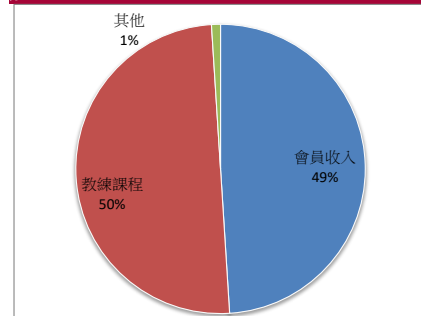
近期報告日期、評等及前日股價

09/03/2024	Buy	88.00 元
07/22/2024	Trading Buy	85.00 元
06/25/2024	Buy	93.00 元

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,125
市值(億元)	122
目前每股淨值(元)	30.08
外資持股比(%)	83.90
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	0.00
融資餘額(張)	355
現金股息配發率(%)	167.31

產品組合



股價相對大盤走勢



世界健身-KY(2762TT)

Buy

成功併購美國 WGI，成長不再受限台灣市場。

投資建議：世界健身-ky 成功併購美國品牌母公司 World Gym International(WGI)，將再度推升 2025 年獲利，上修 2025 年的稅後 EPS 至 6.23 元。併購讓世界健身的成長不再受限於台灣，認為有利於本益比評價的逐漸提升。

考量，(1)預期 2025 年世界健身將受惠自身總店數成長帶來的規模經濟效益推升獲利，加上成功併購美國 WGI 帶來的權利金收入，使獲利年成長 45~50%。(2)世界健身從 2H24 開始加快展店速度，2025 年也將在國內展店 15 家，未來一年營運成長速度加快。且在併購 WGI 後，營運區域將不再受惠於台灣市場，未來將開始佈局海外直營店，每年的展店數及中長期的店數目標都增加一倍。除直營外，也將受惠於海外加盟業者增加後，帶來的權利金成長效益。(3)世界健身的配息是以 EBIDA 做為衡量基準，隨營運成長預計明年的配息金額可望較今年的 5.86 元更高。4)觀察美國健身中心的歷史評價約 28~35 倍左右，世界健身-KY 併購 WGI 後，評價有機會逐漸接近美國市場水準。認為世界健身獲利成長趨勢明顯，目前評價仍偏低，故維持世界健身的投資建議為 Buy，目標價上調為 137 元(2025 年 PER 22X)。

世界健身成功以 900 萬美元收購美國 WGI 100% 的股權：世界健身-KY 成功以 900 萬美元的金額，併購美國商標授權公司 WGI 100% 的股權。因世界健身-KY 原本取得的授權地區為大中華地區，若要擴展台灣海外市場的話就要重新談授權增加難度。因此在收購 WGI 成功後，為世界健身擴展海外市場解除限制，未來的成長將不再受於台灣本土。除了海外直營店外，WGI 給予海外加盟業者的權利金收益，也可望隨著海外加盟店數成長而增加，併購為世界健身-KY 帶來雙重的收益。

台灣健身中心的滲透率遠低於歐美水準，世界健身長線成長空間仍大，評價有提升空間：歐美市場健身房的滲透率約 13~21%，而台灣目前健身房的滲透率到 2022 年約 4.99% 仍有成長的空間。美國主要連鎖健身中心的本益比為 28 倍到 35 倍的水準，台灣市場潛在成長空間仍大，未來評價有往美國同業靠近的機會。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	9,428	9,872	11,112	2,336	2,464	2,479	2,593	2,630	2,749	2,818
營業毛利淨額	1,551	1,701	2,041	385	431	428	457	467	499	518
營業利益	511	684	982	141	176	172	195	206	234	253
稅後純益	350	484	701	94	134	117	139	142	167	180
稅後 EPS(元)	3.11	4.30	6.23	0.84	1.19	1.04	1.23	1.26	1.48	1.60
毛利率(%)	16.45%	17.23%	18.37%	16.48%	17.51%	17.27%	17.61%	17.75%	18.14%	18.39%
營業利益率(%)	5.42%	6.93%	8.84%	6.05%	7.15%	6.93%	7.51%	7.83%	8.51%	8.98%
稅後純益率(%)	3.71%	4.90%	6.31%	4.04%	5.43%	4.71%	5.36%	5.38%	6.08%	6.39%
營業收入 YoY/QoQ(%)	6.38%	4.71%	12.56%	N.A	5.50%	0.61%	4.60%	1.42%	4.52%	2.51%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	15.05%	38.42%	44.87%	N.A	41.96%	-12.84%	19.03%	1.94%	17.96%	7.77%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 11.25 億元計算。

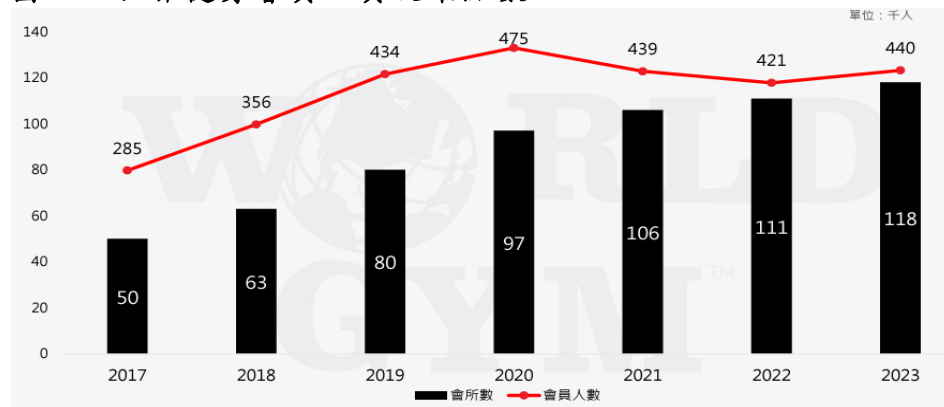
世界健身的 ESG：

World Gym 以「企業永續」理念作為長遠發展方針，目標在保持正常經營發展以及實現股東利益最大化之同時，促進社會永續發展。World Gym 將 2023 年設立為基準年，進行溫室氣體排放量及能源消耗量之統計，並將於 2024 年 1 至 2 月間提供 2024 年目標及於 2025 年 1 至 2 月間提供 2024 年之達成值。將持續努力，減少溫室氣體排放及能源消耗，為環境永續作出貢獻。

公司簡介：

世界健身為台灣第一大的連鎖健身中心，營業內容主要為經營會員制連鎖健身中心，並提供會員專業健身運動器材、場地及各項有氧運動課程，以及專業教練課程服務等。目前擁有 World Gym、World Gym Express 及 Fit Zone 等三個不同的營運型態，預計至 2023 年底，在台灣的開幕營業會所共計 118 間。

圖一、世界健身會員人員及聚點數



資料來源：世界健身

世界健身成功以 900 萬美元收購美國 WGI 100%的股權：

世界健身-KY 成功以 900 萬美元的金額，併購美國商標授權公司 WGI 100% 的股權。因世界健身-KY 原本取得的授權地區為大中華地區，若要擴展台灣海外市場的話就要重新談授權增加難度。因此在收購 WGI 成功後，為世界健身擴展海外市場解除限制，未來的成長將不再受於台灣本土。除了海外直營店外，WGI 給予海外加盟業者的權利金收益，也可望隨著海外加盟店數成長而增加，併購為世界健身-KY 帶來雙重的收益。

全球健身俱樂部銷售規模可望長期成長，台灣的滲透率遠低於歐美水準，長線仍有成長空間：

全球健身俱樂部的銷售規模長期穩定成長，市場預估未來 7 年仍可維持每年 5~10% 的速度成長。長期來看，主要受惠經濟成長、所得提高，民眾有更多時間及金錢參與運動活動，因而加速運動產業的蓬勃發展。在工商業社會中，健身中心可以提供各項運動設備及活動，讓會員運動的效率與體驗提升，因此長期可望穩定成長。

以歐美市場來看，健身房的滲透率約 13~21%，其中美國市場的滲透率最高，已達到 21.2%，紐西蘭及澳洲相對仍在 13~15% 的較低水準。而台灣目前健

2024 年 10 月 30 日

身房的滲透率到 2022 年約 4.99%，相對仍有成長的空間。健身產業的最大市場在歐美，台灣的健身中心產業仍處在發展期。觀察美國主要連鎖健身中心之一的 Planet Fitness(PLNT:NYSE) 及 Life Time fitness Group(LTH:NYSE)的本益比為 28 倍到 35 倍的水準，而台灣市場潛在成長空間仍大，未來評價有往美國同業靠近的機會。

2H24 進入展店加速期，新店效益將推動營收獲利躍升：

世界健身持續擴充展店數，2024 年將新增 12 家店，其中 10 家店將集中在 2H24 開出。2025 年規劃將再增加 15 家店，2026 年也將再持續展店，且每年的展店數量將再增加。世界健身也在人流量較大的店面經營零售業務，零售業務有利於世界健身的店面空間利用並提升獲利能力，新店面的開出將推升營收獲利及毛利率水準。

投資建議：

世界健身成功併購美國品牌母公司 World Gym International(WGI)，將再度推升 2025 年獲利，上修 2025 年的稅後 EPS 至 6.23 元。併購讓世界健身的成長不再受限於台灣，認為有利於本益比評價的逐漸提升。

考量，(1)預期 2025 年世界健身將受惠自身總店數成長帶來的規模經濟效益推升獲利，加上成功併購美國 WGI 帶來的權利金收入，使獲利年成長 45~50%。(2)世界健身從 2H24 開始加快展店速度，2025 年也將在國內展店 15 家，未來一年營運成長速度加快。且在併購 WGI 後，營運區域將不再受惠於台灣市場，未來將開始佈局海外直營店，每年的展店數及中長期的店數目標都增加一倍。除直營外，也將受惠於海外加盟業者增加後，帶來的權利金成長效益。(3)世界健身的配息是以 EBIDA 做為衡量基準，隨營運成長預計明年的配息金額可望較今年的 5.86 元更高。4)觀察美國健身中心的歷史評價約 28~35 倍左右，世界健身-KY 併購 WGI 後，評價有機會逐漸接近美國市場水準。認為世界健身獲利成長趨勢明顯，目前評價仍偏低，故維持世界健身的投資建議為 Buy，目標價上調為 137 元(2025 年 PER 22X)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 10 月 30 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	17,919	17,622	16,877	15,883	16,882
流動資產	2,170	1,899	1,367	2,097	1,735
現金及約當現金	1,517	785	424	776	601
應收帳款與票據	139	133	160	143	198
存貨	--	0	2	-2	2
採權益法之投資	23	20	14	11	13
不動產、廠房設備	5,836	5,749	5,539	5,539	5,539
負債總計	15,023	15,031	14,547	13,649	14,537
流動負債	5,720	5,650	5,296	7,767	6,425
應付帳款及票據	25	6	4	5	0
非流動負債	9,303	9,381	9,251	5,882	8,116
權益總計	2,897	2,590	2,330	2,234	2,345
普通股股本	500	500	1,000	1,000	1,000
保留盈餘	-1,250	268	350	253	364
母公司業主權益	2,897	2,590	2,330	2,233	2,344
負債及權益總計	17,919	17,622	16,877	15,883	16,882

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	7,834	8,863	9,428	9,872	11,112
營業成本	6,803	7,437	7,877	8,171	9,071
營業毛利淨額	1,031	1,426	1,551	1,701	2,041
營業費用	895	941	1,040	1,017	1,059
營業利益	136	486	511	684	982
EBITDA	2,458	2,799	2,942	3,016	3,163
業外收入及支出	-140	-147	-92	-69	-83
稅前純益	72	363	444	615	899
所得稅	40	60	94	131	198
稅後純益	32	304	350	484	701
稅後 EPS(元)	0.28	2.70	3.11	4.30	6.23
完全稀釋 EPS**	0.28	2.70	3.11	4.30	6.23

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 11.25【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 11.25 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	N.A	13.13%	6.38%	4.71%	12.56%
營業毛利淨額	-53.50%	38.31%	8.77%	9.67%	19.96%
營業利益	N.A	256.89%	5.28%	33.79%	43.58%
稅後純益	N.A	852.13%	15.05%	38.42%	44.87%

獲利能力分析(%)

毛利率	13.16%	16.09%	16.45%	17.23%	18.37%
EBITDA(%)	31.38%	31.59%	31.20%	30.55%	28.46%
營益率	1.74%	5.48%	5.42%	6.93%	8.84%
稅後純益率	0.41%	3.43%	3.71%	4.90%	6.31%
總資產報酬率	0.18%	1.72%	2.07%	3.05%	4.15%
股東權益報酬率	1.10%	11.73%	15.00%	21.66%	29.89%

償債能力檢視

負債比率(%)	83.84%	85.30%	86.19%	85.94%	86.11%
負債/淨值比(%)	518.62%	580.25%	624.32%	611.00%	620.00%
流動比率(%)	37.93%	33.62%	25.81%	27.00%	27.00%

其他比率分析

存貨天數	0.00	0.00	0.06	0.02	0.01
應收帳款天數	3.97	5.61	5.67	5.60	5.61

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,114	2,312	2,383	4,979	2,071
稅前純益	72	363	444	615	899
折舊及攤銷	2,111	2,229	2,302	2,271	2,326
營運資金變動	-96	-13	-31	21	-63
其他營運現金	28	-267	-331	2,072	-1,091
投資活動現金	-1,148	-1,532	-640	746	-2,416
資本支出淨額	-1,111	-1,023	-877	-911	-923
長期投資變動	60	-484	243	-65	-133
其他投資現金	-97	-25	-5	1,722	-1,360
籌資活動現金	-639	-1,512	-2,105	-5,373	170
長借/公司債變動	478	137	-255	-3,369	2,234
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-401	-537	-667	-580	-590
其他籌資現金	-717	-1,112	-1,183	-1,424	-1,474
淨現金流量	327	-732	-361	352	-175
期初現金	1,190	1,517	785	424	776
期末現金	1,517	785	424	776	601

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 30 日

季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	N.A	2,336	2,464	2,479	2,593	2,630	2,749	2,818	2,915	2,909	2,996	3,111
營業成本	N.A	1,951	2,033	2,051	2,137	2,163	2,250	2,300	2,358	2,361	2,410	2,481
營業毛利淨額	N.A	385	431	428	457	467	499	518	557	548	586	630
營業費用	N.A	244	255	256	262	261	265	265	268	262	266	272
營業利益	N.A	141	176	172	195	206	234	253	289	286	321	358
業外收入及支出	N.A	-21	-7	-24	-17	-24	-20	-22	-17	-24	-20	-22
稅前純益	N.A	120	169	148	178	182	214	231	272	262	301	336
所得稅	N.A	26	35	31	39	40	47	51	60	58	66	74
稅後純益	N.A	94	134	117	139	142	167	180	212	204	235	262
最新股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
稅後EPS(元)	N.A	0.84	1.19	1.04	1.23	1.26	1.48	1.60	1.89	1.81	2.09	2.33

獲利能力(%)

毛利率(%)	N.A	16.48%	17.51%	17.27%	17.61%	17.75%	18.14%	18.39%	19.11%	18.85%	19.57%	20.26%
營業利益率(%)	N.A	6.05%	7.15%	6.93%	7.51%	7.83%	8.51%	8.98%	9.92%	9.83%	10.71%	11.52%
稅後純益率(%)	N.A	4.04%	5.43%	4.71%	5.36%	5.38%	6.08%	6.39%	7.28%	7.01%	7.84%	8.42%

QoQ(%)

營業收入淨額	N.A	N.A	5.50%	0.61%	4.60%	1.42%	4.52%	2.51%	3.44%	-0.21%	3.00%	3.84%
營業利益	N.A	N.A	24.63%	-2.53%	13.35%	5.78%	13.62%	8.20%	14.19%	-1.06%	12.19%	11.69%
稅前純益	N.A	N.A	40.47%	-12.52%	20.55%	1.94%	17.96%	7.77%	17.92%	-3.87%	15.07%	11.62%
稅後純益	N.A	N.A	41.96%	-12.84%	19.03%	1.94%	17.96%	7.77%	17.92%	-3.87%	15.07%	11.62%

YoY(%)

營業收入淨額	N.A	5.71%	4.44%	N.A	N.A	12.62%	11.56%	13.66%	12.40%	10.59%	8.99%	10.40%
營業利益	N.A	-1.01%	68.84%	N.A	N.A	45.66%	32.79%	47.40%	48.48%	38.89%	37.14%	41.56%
稅前純益	N.A	-1.28%	106.64%	N.A	N.A	51.01%	26.81%	56.22%	52.81%	44.10%	40.57%	45.59%
稅後純益	N.A	-2.59%	108.43%	N.A	N.A	50.13%	24.75%	54.24%	52.81%	44.10%	40.57%	45.59%

註1：稅後EPS以股本11.25億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。