



2024/12/26

產業類別	其他
投資建議	買進 
收盤價	目標價
NT\$ 95.80	NT\$ 110.00

本次報告：法說會

交易資料

潛在報酬率 (%)	14.82
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	71.80-110.35
市值 (NT\$百萬元)	10780
市值 (US\$百萬元)	330
流通在外股數 (百萬股)	113.00
董監持股 (%)	0.00
外資持股 (%)	84.09
投信持股 (%)	0.00
融資使用率 (%)	1.23

財務資料

	2023
股東權益 (NT\$百萬元)	2,330
ROA (%)	2.03
ROE (%)	14.21
淨負債比率 (%)	86.19

公司簡介

World Gym 健身俱樂部創始於 1976 年，現任董事長 John Edward Caraccio 取得亞洲代理權後於 2001 年將 World Gym 品牌引進台灣，並在 2024 年 10 月正式收購 World Gym International 100% 股權，使其成為控制 12 個國家超過 270 家會所跨國大型連鎖健身房。旗下三大品牌 World Gym(Regular & Sport)、World Gym Express 及 Fit Zone，預計截至 2024 年 12 月 World Gym 全台共有 130 間會所，近 45 萬會員，為台灣健身房龍頭。

主要客戶：

主要競爭對手：柏文

蘇俊嘉 andy.su@sinopac.com

世界健身-KY (2762 TT)

產業穩健成長

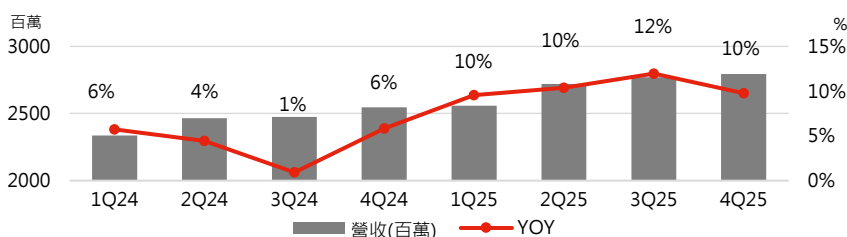
永豐觀點

預期台灣中長期健身房人口滲透率可持續提升，先前收購 WGI 可向全球加盟店收取權利金，及伴隨自身自營會所增加，樂觀看待中長期獲利穩健向上，明年現金殖利率可期，惟短期因拓點過於集中毛利率表現較不如預期，建議可長線逢低布局。

投資評價與建議

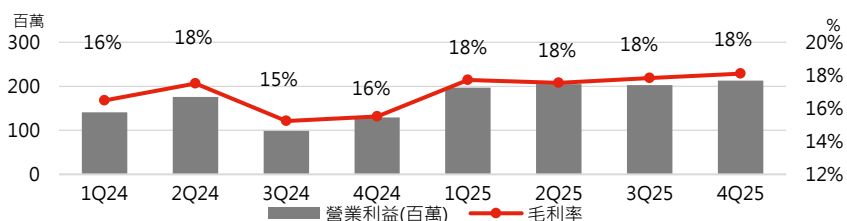
維持買進投資建議：研究處認為世界健身 (1) 仍積極拓展國內據點，台灣預計明年新增 20 間會所(包含接手台南深呼吸 5 間)、2026 年預計新增 18 間，樂觀看待新會所開幕後營運上軌道，會員人數跳升營運規模持續擴大；(2) 多元化佈局，全球加盟店權利金收入，可使獲利結構持續改善，營收未來潛在成長動能優於同業，並可加速海外佈局；(3) 目前股價評價仍在歷史區間下緣，樂觀看待明年現金殖利率可逾 6% 以上。研究處調整世界健身 2024/2025 年營收分別為 98.21 及 108.44 億元(+6% YoY, +9% YoY)，評估毛利率因拓點過於集中而下降僅為短期影響，對於營運及獲利長期來看仍是正向，略為調整今明兩年稅後 EPS 分別為 3.48 及 5.52 元，維持買進投資建議，目標價 110 元(20 X 2025F EPS)。

近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

近八季營業利益及毛利率趨勢圖

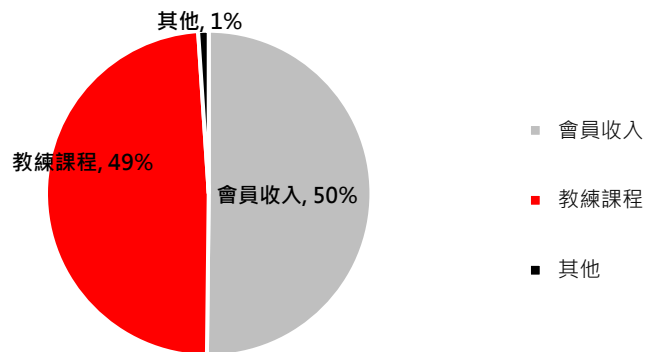


資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

營運現況與分析

公司簡介：World Gym 健身俱樂部創始於 1976 年，由 Joe Gold 與前加州州長 Arnold Schwarzenegger 在加州創立。現任董事長 John Edward Caraccio 取得亞洲代理權後於 2001 年將 World Gym 品牌引進台灣，於台中設立第一家 World Gym 健身房，並在 2024 年 10 月正式收購 World Gym International 100% 股權，使其成為控制 12 個國家超過 270 家會所跨國大型連鎖健身房。旗下三大品牌 World Gym(Regular & Sport)、World Gym Express 及 Fit Zone，預計截至 2024 年 12 月 World Gym 全台共有 130 間會所，近 45 萬會員，為台灣健身房龍頭；其中 Express、Fit Zone 分別有 30 及 3 家會所，其餘 97 家為 Regular 及 Sport 會所。截至 9M24 營收結構，會員收入佔比約 50%、教練課程佔比約 49%、其他約 1%。

圖一：World Gym 9M24 營收結構



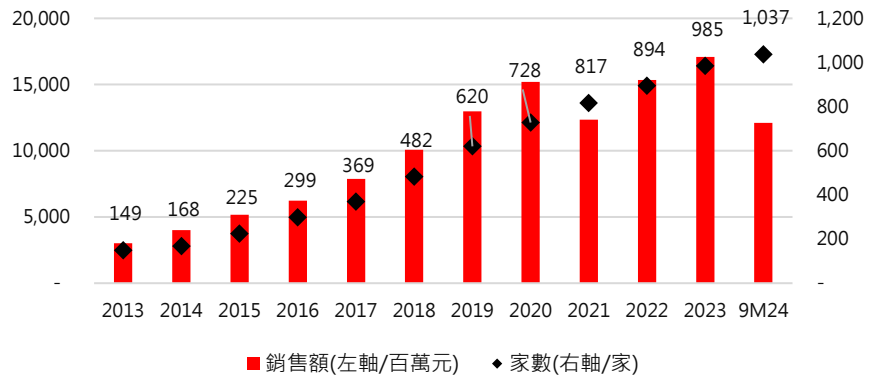
資料來源：World Gym，Dec. 2024

台灣潛在新增健身房會所達百間以上

檢視台灣健身中心銷售規模除 2021 年衰退外，皆保持逐年成長態勢，於 2023 年已達 170.86 億元(+11%YoY)，預期 2024 年銷售規模可超過 180 億元。國內健身房家數過去十年 CAGR+19.29%，評估在疫情期間健身房產業受到重創，小型健身房業者經營困難恐多已退場；而大型連鎖健身房業者疫情期間持續拓點及提供多樣化創新的服務，預期台灣健身房產業大者恆大趨勢更加明顯。

根據教育部體育署統計資料，2023 年上健身房人數 88.6 萬人，滲透率 4.30%，較前一年度下滑，根據資料顯示整體運動人口數增加趨勢不變，評估滲透率略為下降係因疫後戶外運動風氣亦較為復甦，考量台灣健身房滲透率相對亞洲相鄰國家仍偏低(南韓 7.25%，香港 5.85%，新加坡 5.76%)，評估長線台灣健身房滲透率仍有相當大成長空間；以台灣 2019-2023 年 15 歲以上運動人口年均量 2,055 萬人，假設滲透率達到 7%，上健身房人口數將達 143.85 萬，相對 2023 年，潛在上健身房的人口增加數為 55.25 萬人；再假設以健身房會所平均一間會員數量 3,500-4,000 人估算，台灣潛在健身房新增據點達 138-158 間。

圖二：台灣健身中心統計



資料來源：財政部統計資料庫，Dec. 2024

世界健身 9M24 營收年增 3.6%·毛利率因新點集中開幕短期下滑：世界健身 9M24 營收 72.75 億元(+3.6% YoY)，毛利率 16.4%，營業利益 4.16 億元(+13% YoY)，稅後淨利 2.91 億元(+19% YoY)，EPS 2.64 元。3Q 單季毛利率 15.23%低於歷史水準，主要因 3Q、4Q 新會所集中開幕，導致人事、行銷費用已先行反應而營收尚未認列，評估此為短期現象，預計待新會所營運上軌道後始認列會費及教練課程收入即可恢復過往水準，預期影響約新點開幕後一到兩個季度即可獲得改善。

取得美國 World Gym International 100%股權，及台南深呼吸 5 間據點：世界健身-KY 以 900 萬美金對價取得美國 World Gym International 100%股權，目前 World Gym International 於全球 12 個國家有加盟店可收取權利金收入，研究處評估台灣 World Gym 先前以每月每間店支付約 700 元美金權利金予 World Gym International，而國外加盟店則每月每間店支付約 1500-1800 元美金權利金不等。研究處預估透過收取來自各地加盟店權利金收入，預期可貢獻世界健身-KY 2025 年營收約 350-400 萬美金，因透過既有台灣資源持續拓展國外加盟業務，此部分獲利能力可望顯著提升，預期可增加 2025 年 EPS 約 0.45-0.55 元。整體而言，原先台灣 World Gym 即佔 World Gym 品牌超過半數營業據點為最大代理商，先前即擁有亞太地區代理權，成功收購後可望將品牌效應發揮至最大，透過台灣既有資源加速拓展海外業務，將成為公司未來幾年強勁成長動能，樂觀看待其營運潛力。世界健身-KY 收購台南深呼吸(Deep Breathing)5 家會館，預計自 2025 年起正式接手其營運，而此次併購場館位址皆為原先尚未佈局之地區，可望持續擴大據點分佈並提升在台南地區市佔。研究處評估，原先深呼吸約有 7-8000 名會員，且因皆為大型獨棟場館，可將設施升級改造成大型會所提高使用體驗，預期可使 7 成會員轉換合約，加速明年會員人數及會所成長。

期待全球會所擴增及滲透率回升，中長期營運獲利成長趨勢不變：目前亞洲地區運動健身產業在疫後復甦相對其他國家較為緩慢，依公司評估當前國內同店會員人數尚未恢復到疫情前水準，仍有近兩成差距，目前同店平均會員人數約 3,500 人/會所，疫情前約 4,000 人/會所，將逐步回升至疫情前水準。公司因持續進行國內外收購，預計台灣 2025 年拓點 20 間(包含接手 5 間台南深呼吸會所)、2026 年 18 間，海外部分亦持續擴大全球加盟點，目前已有陸續在洽談其他國家加盟店中，預期 2025 年全球 World Gym 品牌可拓展 30-50 間據點(含台灣直營 20 家)，樂觀看待其營運潛力。

研究處預估 World Gym 會員人數隨營運據點持續擴增保持長期成長趨勢不變，預估 2024/2025 年會員收入分別為 49.06 及 53.68 億元(+6% YoY，+9% YoY)；教練課程收入部分，約 25-30%會員會購買教練課程，其中超過 50%會員完課後會

續購，預期亦可隨會員人數增加帶動教練課程收入成長，預估 2024/2025 年教練課程收入分別為 47.96 及 52.17 億元(+2% YoY，+9% YoY)。研究處預估 2024/2025 年營收分別為 98.21 及 108.44 億元(+3% YoY，+10%YoY)，預期同店會員人數回升趨勢不變、新開幕會所營運上軌道，規模經濟推升毛利率及營利率向上，而收取全球 World Gym 會所之權利金收入因可透過既有台灣資源可顯著降低營運成本，此部分毛利率顯著大於平均毛利率。雖短期因據點開幕過度集中，影響短期毛利率表現但預估將可逐季改善，略為下修 2024/2025 年毛利率分別為 16.17%及 17.80%，稅後獲利分別為 3.86 及 6.12 億元，稅後 EPS 分別為 3.48 及 5.52 元。

目前股價評價低於同業，明年具備殖利率：世界健身-KY 今年超額配發現金股利 5.86 元，研究處預估明年亦有機會超額配發股利，若配發現金股利 6 元，以昨日收盤價計算殖利率逾 6.2%，具備吸引力。

參考國內外健身房同業歷史評價，獲利穩定時期的 P/E 均值為 20-37 倍，而柏文以明年獲利來看 P/E 約 20X，世界健身-KY 為國內健身房產業龍頭，目前股價評價應具備拉升空間。研究處評估，考量目前國內健身房產業評價修正，未來應具備額外成長動能或獲利能力躍升才能擁有過去較高評價，而世界健身-KY 相較同業多元化佈局，長線營運獲利保持穩健成長，維持買進投資建議，目標價 110 元(20 X 2025F EPS)。

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4F	2024F
營業收入	2,336	2,464	2,475	2,546	9,821
營業毛利	385	431	377	395	1,588
營業利益	141	176	99	129	545
稅前淨利	120	169	82	120	491
稅後純益	94	134	63	95	386
稅後 EPS (元)	0.84	1.19	0.56	0.87	3.48
營收 QoQ 成長率	-2.94	5.50	0.45	2.87	--
營收 YoY 成長率	5.71	4.44	0.92	5.82	4.17
毛利率	16.48	17.51	15.23	15.51	16.17
營益率	6.05	7.15	3.99	5.07	5.55
稅後純益率	4.04	5.43	2.55	3.73	3.93

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

附表二：2025 年度損益表

單位：百萬元	25Q1F	25Q2F	25Q3F	25Q4F	2025F
營業收入	2,558	2,720	2,771	2,795	10,844
營業毛利	453	477	494	506	1,930
營業利益	197	205	203	213	818
稅前淨利	176	198	186	205	765
稅後純益	141	158	149	164	612
稅後 EPS (元)	1.27	1.43	1.34	1.49	5.52
營收 QoQ 成長率	0.47	6.33	1.88	0.87	--
營收 YoY 成長率	9.55	10.39	11.96	9.78	10.42
毛利率	17.71	17.54	17.83	18.10	17.80
營益率	7.70	7.54	7.33	7.62	7.54
稅後純益率	5.51	5.81	5.38	5.87	5.64

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

附表三：五個年度損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入	7,834	8,863	9,428	9,821	10,844
%變動率	--	13.13	6.38	4.17	10.42
營業毛利	1,031	1,426	1,551	1,588	1,930
毛利率 (%)	13.16	16.09	16.45	16.17	17.8
營業淨利	136	486	511	545	818
稅前淨利	72	363	444	491	765
%變動率	--	406.32	22.14	10.59	55.8
稅後純益	32	304	350	386	612
%變動率	--	852.13	15.05	10.29	58.55
稅後 EPS * (元)	0.67	3.04	3.50	3.48	5.52
市調 EPS * (元)	--	--	--	3.81	--
PER (x)	142.99	31.51	27.37	27.53	17.36
PBR (x)	1.65	1.85	4.11	3.01	2.57
每股淨值 * (元)	57.93	51.81	23.30	31.79	37.24
每股股利 (元)	--	--	5.86	--	--
殖利率 (%)	--	--	0	--	--

* 以目前股本計算

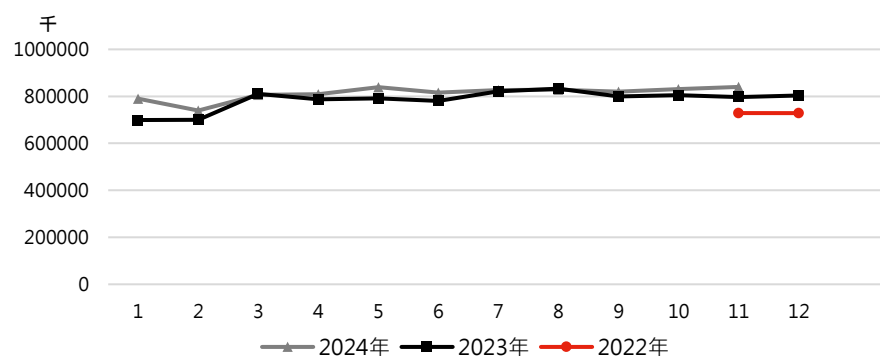
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Dec. 2024

營運基本資料

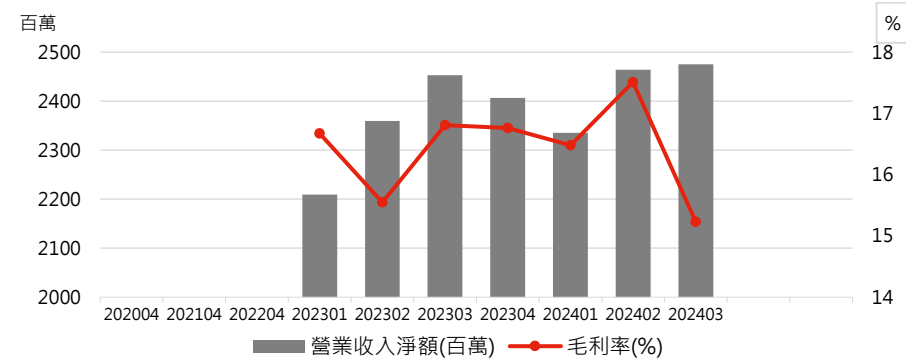
同業比較

代號	公司	投資建議	目前股價	市值(億)	稅後 EPS		PE		PB	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024
8462	柏文	B	113.00	89.6	1.50	4.97	82.00	22.74	5.52	4.77

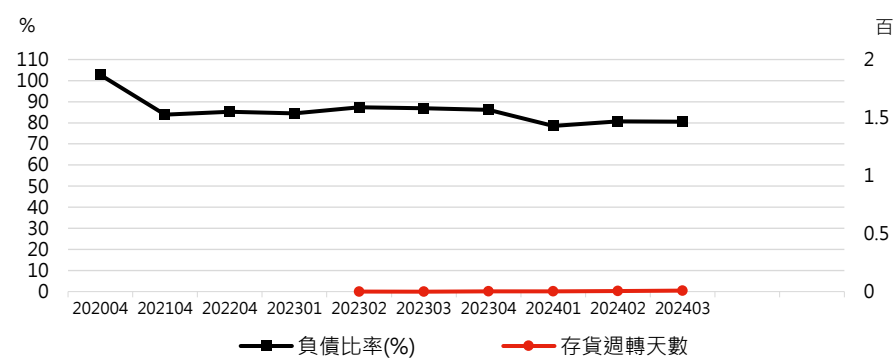
近三年單月營收狀況



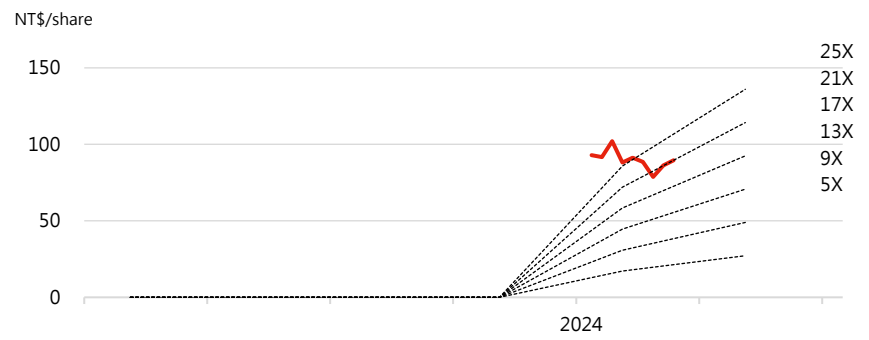
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



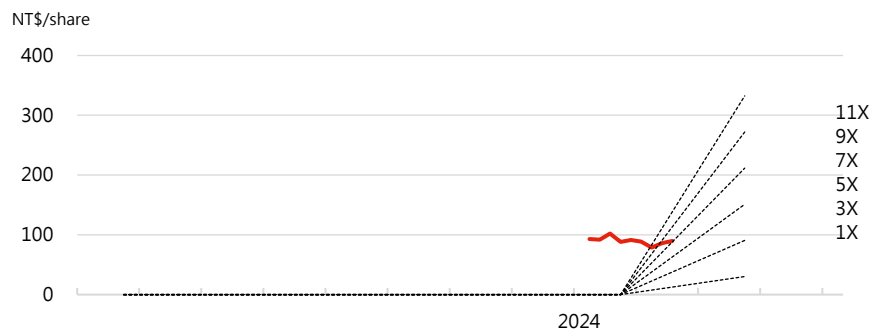
負債比率 VS 存貨周轉天數



歷史 PE 圖



歷史 PB 圖



臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
----	---	---

香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288
----	---

上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220
----	---

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Disclosures for U.S. Persons**

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.