

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6195 TT	買進	詩肯的投資評等為買進，目標價維持70元，潛在空間21%，主要理由如下：
詩肯	目標價 70	(1) 新品牌詩肯居家店數達規模經濟由虧轉盈；預估2017年獲利恢復成長YoY+30%； (2) 詩肯居家於2018年將進入快速成長期。

研究員 侯相印

jameshou@jsun.com

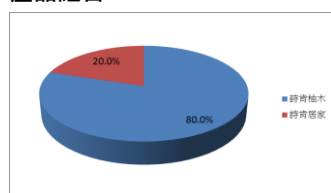
近期投資評等

日期	評等
01/26/2018	買進
11/17/2017	買進

公司基本資料

收盤價(元)(01/25/2018)	58.10
股本(百萬元)	444
總市值(億元)	25.8
每股淨值(元)	20.99
外資持股比(%)	50.60
投信持股比(%)	0.20
近20日均量(張)	61
融資餘額(01/25/2018)	520

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	2017F	2018F	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F
營業收入淨額	1,805	1,985	422	472	481	478	491	501
營業毛利	1,000	1,104	234	263	269	266	273	279
營業利益	253	293	51	73	73	68	73	74
稅後純益	213	249	43	61	62	58	63	62
稅後 EPS(元)	4.90	5.74	0.98	1.39	1.42	1.33	1.45	1.44
毛利率(%)	55.41	55.63	55.55	55.72	55.84	55.66	55.64	55.62
營業利益率(%)	14	14.78	12.19	15.47	15.09	14.22	14.95	14.72
稅後純益率(%)	11.79	12.54	10.08	12.81	12.8	12.06	12.77	12.44
營業收入 YoY/QoQ(%)	10.19	9.99	-1.81	11.91	1.87	-0.66	2.86	1.99
營業利益 YoY/QoQ(%)	30.63	16.07	-7.6	42.04	-0.6	-6.42	8.13	0.47
稅後純益 YoY/QoQ(%)	29.68	17.06	-11.62	42.31	1.78	-6.41	8.88	-0.62

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **4Q17營收符合預期：**詩肯4Q17營收4.8億元(YoY+2.6%)，符合日盛預估4.7億元，4Q17營收成長幅度較前三季低，係因4Q16適逢農曆年節提前影響致使基期較高；合計2017年營收18億元(YoY+10.2%)，因詩肯居家已達規模經濟，使得固定費用分攤比率下降，造成營業率提升，預估營業利益2.5億元(YoY+31.1%)，預估稅後淨利2.1億元(YoY+29.9%)，稅後EPS 4.9元，獲利恢復成長。
- ◆ **同店銷售額持續成長：**目前詩肯柚木共83間(YoY-1間)、詩肯居家共31間(YoY+8間)、另有詩肯睡眠共4間(YoY+2間)，合計2017年共新增11間門市，其中詩肯柚木同店銷售成長率(SSSG)為3%、詩肯居家為7%，其中，詩肯居家損平點約90萬元/月，目前已達100萬~110萬元/月，且詩肯居家店數達20間以上即可產生規模經濟效益，詩肯居家2016年虧損約為700萬元，然2017年已由虧轉盈；詩肯將於2018年持續展店，預計詩肯柚木將新增3間、詩肯居家將新增9間、詩肯睡眠將新增2間，由於平均一間展店成本約350萬元，其中250萬元為裝潢店面費用，另100萬為存貨成本，且平均分三年攤提，因此展店對於成本提升影響並不大。
- ◆ **新品牌效益將於2018年發酵：**詩肯柚木於2011~2012年時曾大幅展店，由2011年65間提升至2013年83間，然展店效益向後遞延一年才逐漸發酵，營收由2012年13.5億元提升至2014年17億元，然2014至2016年獲利下滑係因發展新品牌「詩肯居家」由於新品牌尚未達規模經濟且相關行銷及管理費用大幅提升導致獲利下降，然因2017年詩肯居家已達規模經濟且由虧轉盈，並在2017年大幅展店，預計展店效益將於2018年發酵，且詩肯居家主打皮沙發市場，與柚木等小眾市場不同，日盛認為，詩肯居家以簡約風格、且具備完整通路與售後服務將能於皮沙發市場佔有一席之地，預估2018年營收19.9億元(YoY+10%)，稅後淨利2.5億元(YoY+16.9%)，稅後EPS 5.74元，目前位於PER 11.5倍，處於歷史PER10倍~16倍下緣，考量詩肯獲利將進入成長期，給予目標價70元。(以2018年完全稀釋後EPS 5.04元\*PER 13.8倍)

◆ **公司簡介：**

詩肯成立於 1995 年，原為旭展電子，原為電子零組件銷售通路，自 2010 年更名為詩肯，自新加坡引進「詩肯柚木」，為新加坡設計、東南亞生產、台灣銷售，除詩肯柚木外，2012 年成立副品牌「詩肯居家」，主要以皮製沙發、床墊等非柚木家具為主，2016 年成立「詩肯睡眠」，增添寢具產品線完整度；目前詩肯柚木店數 83 間，詩肯居家 31 間、詩肯睡眠 4 間。

圖一、公司品牌簡介

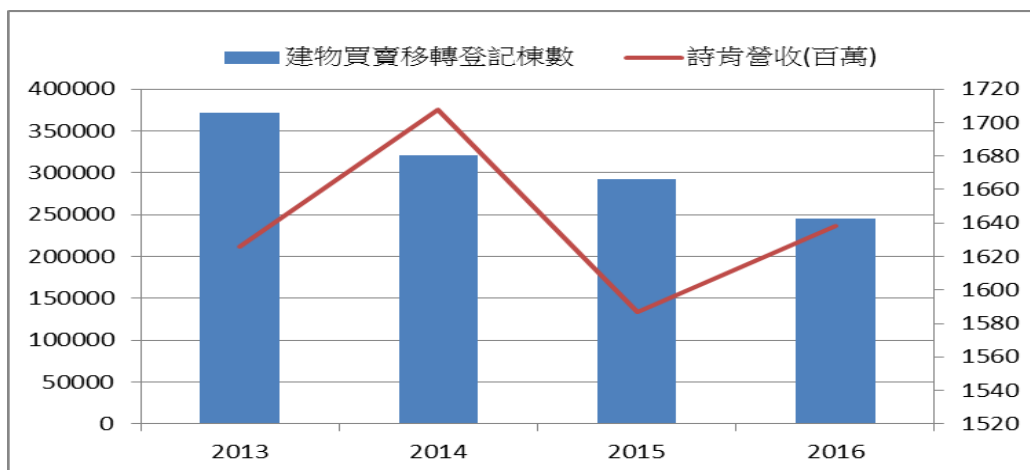
創立時間	84年10月09日		
董事長	林福勤		
總經理	林福勤		
員工人數	358人		
實收資本額	新台幣4.3億元		
主要品牌			
	柚木精品家具，為家注入溫暖	家具，是生活品味與情感的延伸	讓睡眠由外而內延伸，達到真正身心靈的放鬆

資料來源：詩肯、日盛彙整

◆ **台灣房地產衰退並非詩肯過去三年衰退主因，而是拓展新品牌所產生相關費用：**

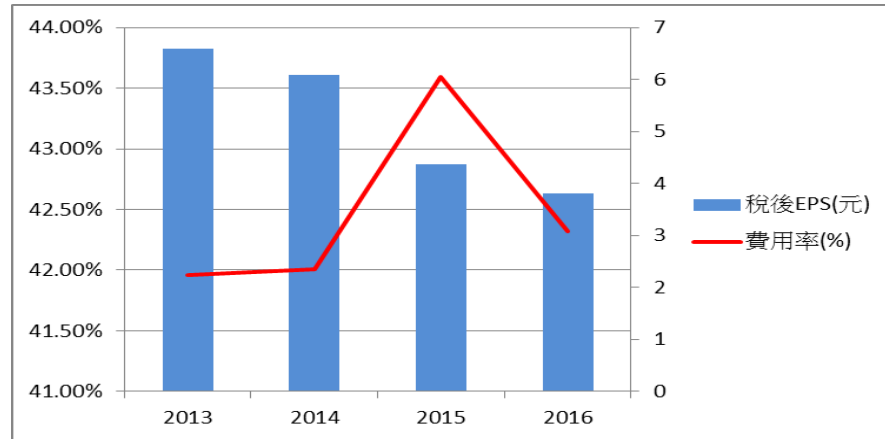
台灣建物買賣移轉登記棟數自 2013 年 37 萬棟逐年下滑至 2016 年 24 萬棟，顯示國內房地產景氣相對弱勢，然詩肯年營收並未明顯衰退，而是於 16 億元上下波動，國內房產景氣衰退並不是造成詩肯過去三年衰退主因，由下圖二可知，詩肯過去三年衰退主因來自於費用大幅成長，詩肯稅後 EPS 自 2013 年 6.6 元下滑至 2016 年 3.8 元主要來自於費用率大幅提升，費用率自 2013 年 42% 提升至 2016 年的 42.3%，然增加幅度不明顯主因是 2016 年啟用桃園物流中心後，將倉儲租金費用轉列至成本項，導致費用率下降，若還原 2016 年費用率約在 47%~48% 間，較 2013 年 42% 大幅增加。

圖一、台灣房地產景氣與詩肯營收無明顯關聯



資料來源：cmoney、日盛彙整

圖二、詩肯稅後 EPS 與費用率，2016 年費用率下降來自會計認列改變，若還原應在 47%~48%間



資料來源：詩肯、日盛彙整

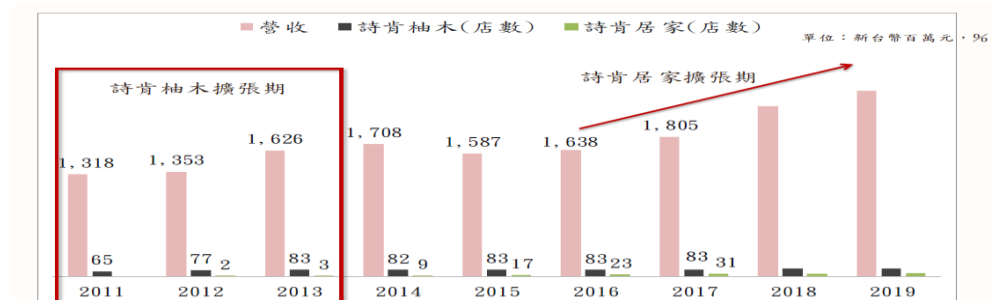
◆ **同店銷售額持續成長：**

目前詩肯柚木共 83 間(YoY-1 間)、詩肯居家共 31 間(YoY+8 間)、另有詩肯睡眠共 4 間(YoY+2 間)，合計 2017 年共新增 11 間門市，其中詩肯柚木同店銷售成長率(SSSG)為 3%、詩肯居家為 7%。其中，詩肯居家損平點約 90 萬元/月，目前已達 100 萬~110 萬元/月，且詩肯居家店數達 20 間以上即可產生規模經濟效益，詩肯居家 2016 年虧損約為 700 萬元，然 2017 年已由虧轉盈；詩肯將於 2018 年持續展店，預計詩肯柚木將新增 3 間、詩肯居家將新增 9 間、詩肯睡眠將新增 2 間，由於平均一間展店成本約 350 萬元，其中 250 萬元為裝潢店面費用，另 100 萬為存貨成本，且平均分三年攤提，因此展店對於成本提升影響並不大。

◆ **新品牌效益將於 2018 年發酵：**

詩肯柚木於 2011~2012 年時曾大幅展店，由 2011 年 65 間提升至 2013 年 83 間，然展店效益向後遞延一年才逐漸發酵，營收由 2012 年 13.5 億元提升至 2014 年 17 億元，然 2014 至 2016 年獲利下滑係因發展新品牌「詩肯居家」由於新品牌尚未達規模經濟且相關行銷及管理費用大幅提升導致獲利下降，然因 2017 年詩肯居家已達規模經濟且由虧轉盈，並在 2017 年大幅展店，預計展店效益將於 2018 年發酵。

圖三、展店效益將遞延一年發酵



資料來源：詩肯、日盛彙整

◆ **財務預估：**

預估 2018 年營收 19.9 億元(YoY+10%)，稅後淨利 2.5 億元(YoY+16.9%)，稅後 EPS 5.74 元，目前位於 PER 11.5 倍，處於歷史 PER10 倍~16 倍下緣，考量詩肯獲利將進入成長期，給予目標價 70 元。(以 2018 年完全稀釋後 EPS 5.04 元\*PER 13.8 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
20180126	買進	70.0
20171117	買進	70.0
20170220	持有	56.5

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年1月26日

**損益表**

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F
營業收入淨額	1,638	1,805	1,985	388	469	430	422	472	481	478	491	501
營業毛利	887	1,000	1,104	209	258	234	234	263	269	266	273	279
營業費用	693	747	811	168	190	178	183	190	196	198	200	205
營業利益	193	253	293	41	68	56	51	73	73	68	73	74
營業外收支	6	7	8	1	1	2	2	0	3	2	3	2
稅前純益	199	259	301	42	70	58	53	73	75	69	76	75
稅後純益	164	213	249	35	58	48	43	61	62	58	63	62
最新股本	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434	434
稅後 EPS(元)	3.78	4.90	5.74	0.81	1.33	1.11	0.98	1.39	1.42	1.33	1.45	1.44
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	54.13	55.41	55.63	53.82	55	54.45	55.55	55.72	55.84	55.66	55.64	55.62
營業利益率	11.81	14	14.78	10.6	14.59	12.95	12.19	15.47	15.09	14.22	14.95	14.72
稅前純益率	12.15	14.37	15.19	10.92	14.82	13.49	12.66	15.44	15.61	14.53	15.48	15.04
稅後純益率	10.01	11.79	12.54	9.05	12.29	11.19	10.08	12.81	12.8	12.06	12.77	12.44
<b>YoY(%)</b>												
營收	3.23	10.19	9.99	4.29	11.5	9.2	8.95	21.69	2.52	11.19	16.48	6.16
營業利益	-16.16	30.63	16.07	-2.74	6.08	13.74	47.03	77.65	6.07	22.09	42.87	1.06
稅前純益	-14.54	30.35	16.23	5	7.72	18.43	40.15	71.99	7.98	19.8	42.35	3.44
稅後純益	-14.07	29.68	17.06	4.97	7.72	18.58	38.61	72.31	6.78	19.81	47.6	3.07
<b>QoQ(%)</b>												
營收				0.18	20.92	-8.4	-1.81	11.91	1.87	-0.66	2.86	1.99
營業利益				17.55	66.48	-18.69	-7.6	42.04	-0.6	-6.42	8.13	0.47
稅前純益				11.17	64.09	-16.66	-7.81	36.43	3.02	-7.54	9.54	-0.87
稅後純益				14.48	64.24	-16.58	-11.62	42.31	1.78	-6.41	8.88	-0.62

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	2015	2016	3Q17
流動資產	696	829	638
現金及約當現金	92	237	88
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	499	451	456
非流動資產	851	834	829
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	792	773	778
無形資產	1	1	1
<b>資產總計</b>	<b>1,547</b>	<b>1,663</b>	<b>1,467</b>
流動負債	340	365	276
短期借款	40	0	0
非流動負債	409	471	321
<b>負債總計</b>	<b>748</b>	<b>837</b>	<b>597</b>
股本	430	430	434
普通股股本	430	430	434
資本公積	59	73	90
保留盈餘	310	324	346
庫藏股票	0	0	0
<b>股東權益</b>	<b>799</b>	<b>827</b>	<b>870</b>
每股淨值(元)	18.58	19.24	20.03
流動比率(%)	205.12	227.13	231.32
速動比率(%)	43.05	90.61	53.6
應收帳款週轉率(%)	36.22	24.77	8.63
負債比率(%)	48.38	50.29	40.7
稅後股東權益報酬率(%)	22.56	20.18	7.2

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2015	2016	3Q17
繼續營業單位稅前損益	233	199	184
折舊及攤提費用	42	50	33
利息費用	8	8	4
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	0	0	3
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	-8	-39	34
存貨增減	-60	49	-6
應付帳款增減	4	23	-14
<b>營業活動現金流量</b>	<b>151</b>	<b>290</b>	<b>155</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	-153	-32	-39
處分不動產、廠房及設備	1	0	0
<b>投資活動現金流量</b>	<b>-38</b>	<b>-34</b>	<b>-30</b>
短期借款增減	40	-40	0
長期借款增減	0	-216	-144
公司債發行	0	295	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-220	-150	-129
庫藏股票增減	-67	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	<b>-246</b>	<b>-112</b>	<b>-273</b>
<b>淨現金流量</b>	<b>-133</b>	<b>145</b>	<b>-148</b>

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年1月26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