



雲品

(2748.TW/2748 TT)

增加持股 · 首次評等

收盤價 June 14 (NT\$)	94.10
12 個月目標價 (NT\$)	111.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	18.0

焦點內容

我們預期來台旅客回升將推升雲品今年營利率創九年新高，加上公司持續拓展委託經營管理業務，將推動未來利潤率結構轉佳，並帶來潛在評價上修。我們首次評等雲品，給予「增加持股」評等，目標價 111 元，係根據 20 倍本益比，與歷史平均相當。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	9.65 / 313.1
流通在外股數 (百萬股)：	107.0
外資持有股數 (百萬股)：	1.65
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.78
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	41.50 – 105.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	15.3	60.9	121.9
相對表現 (%)	3.1	43.9	114.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.75A	(0.35)A	0.49A	1.31A
2023	0.86A	0.60F	0.95F	1.51F
2024	1.35F	1.14F	1.19F	1.87F

股價圖



資料來源：TEJ

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

[請即投票](#)

凱基投顧

高政修

886.2.2181.8735

allen.gao@kgi.com

莊政翰

886.2.2181.8719

angus.chuang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

撥雲見日

重要訊息

受惠來台旅客人數回升，雲品今年住房及餐飲營收將分別年增 21%、19%，均超越 2019 年水準，並推升營利率至近九年新高。我們認為公司持續擴展委託經營管理業務，將優化利潤率結構，帶來潛在評價上修契機。

評論及分析

住房率及房價進一步走揚。雲品旗下君品酒店住房率自 2Q22 的不到 35% 復甦至 1Q23 的 58%，我們預估住房率可逐季攀升至年底的 73%，加上房價走高，君品每房平均收益預估將於 4Q23 超越疫情前水準，今、明年每房平均收益將分別年增 151%、36%。至於日月潭雲品酒店，我們認為今年來台旅客回升，房價可維持高檔，但 2Q23 公司因裝修減少接客，我們預估雲品今年每房平均收益將年減 9%，但明年將成長 13%，超越 2022 年高點。

擴展經營管理業務將優化毛利率結構。雲品之館外餐飲轉向發展平台君品 Collection 及委託經營管理，其毛利率高於原有婚宴業務的 25-30%，2022 年已佔總營收之 8%。另外，公司與台泥 (1101 TT, NT\$38.35, 持有) 合作於中國開發杭州雲品，未來酒店經營管理也將委託雲品。公司今年會新增 2 個據點將委託案數提升到 8 個，預估君品 Collection 營收佔比將年增 2 個百分點至 10%，我們認為此將優化毛利率結構，並穩定高於 30% 水準。

營利率創九年高點。雲品今年住房及餐飲營收預估將分別年增 21%、19%，帶動營利率強勁復甦 7.1 個百分點至近九年高點的 19.6%，且隨軍品、雲品每房平均收益明年再成長 36%、13%，及君品 Collection 佔比進一步上揚，營利率明年預估將年增 3.6 個百分點，並推升雲品 2023-24 年每股盈餘分別達 3.92、5.56 元。

投資建議

我們看好雲品今年營收及營利率復甦，加上君品 Collection 佔比上揚將助攻利潤率結構改善，可望帶來評價上修。我們首次評等雲品，給予「增加持股」評等，目標價 111 元，係根據 2024 年每股盈餘預估的 20 倍本益比，與歷史平均相當。

投資風險

疫情捲土重來；來台旅客復甦速度緩慢。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	1,451	2,074	2,550	3,066	3,307
營業毛利 (NT\$百萬)	258	643	943	1,220	1,354
營業利益 (NT\$百萬)	(55)	259	500	711	821
稅後淨利 (NT\$百萬)	(29)	200	397	570	664
每股盈餘 (NT\$)	(0.38)	2.20	3.92	5.56	6.48
每股現金股利 (NT\$)	0.50	1.27	3.09	4.45	5.18
每股盈餘成長率 (%)	(126.6)	0.0	78.2	41.7	16.5
本益比 (x)	N.A.	42.8	24.0	16.9	14.5
股價淨值比 (x)	4.9	4.3	4.6	4.4	4.1
EV/EBITDA (x)	26.6	14.6	9.3	7.1	6.0
淨負債比率 (%)	2.3	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.5	1.3	3.3	4.7	5.5
股東權益報酬率 (%)	(1.9)	10.7	19.3	26.5	29.2

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q-3Q23 獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2Q23F					3Q23F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	541	(13.1)	60.7	520	4.1	589	8.7	15.6	639	(7.9)
毛利	180	(16.8)	286.6	179	0.8	232	28.6	44.2	227	2.0
營業利益	77	(26.4)	-	78	(0.7)	123	58.8	116.9	121	1.7
稅前淨利	77	(26.2)	-	74	4.2	123	59.1	122.2	116	5.8
稅後淨利	61	(26.4)	-	59	3.9	98	59.1	121.3	93	4.9
每股盈餘(元)	0.60	(30.6)	-	0.58	3.1	0.95	59.1	95.2	0.91	4.5
毛利率(%)	33.3	(1.5) pts	19.5 pts	34.4	(1.1) pts	39.4	6.1 pts	7.8 pts	35.6	3.8 pts
營業利益率(%)	14.3	(2.6) pts	23.6 pts	15.0	(0.7) pts	20.9	6.6 pts	9.8 pts	18.9	2.0 pts
淨利率(%)	11.3	(2.0) pts	20.6 pts	11.3	(0.0) pts	16.6	5.2 pts	7.9 pts	14.6	2.0 pts

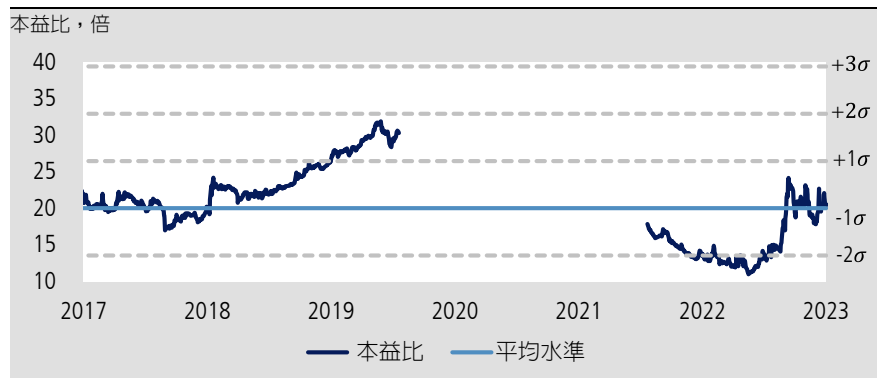
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-25 年獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F		2025F	
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	2,550	22.9	2,638	(3.3)	3,066	20.2	3,307	7.9
毛利	943	46.6	952	(1.0)	1,220	29.4	1,354	11.0
營業利益	500	92.7	515	(2.9)	711	42.1	821	15.6
稅前獲利	499	99.2	505	(1.3)	717	43.9	836	16.5
稅後淨利	397	98.7	403	(1.6)	570	43.8	664	16.5
每股盈餘(元)	3.92	78.2	3.97	(1.2)	5.56	41.7	6.48	16.5
毛利率(%)	37.0	6.0 pts	36.1	0.9 pts	39.8	2.8 pts	40.9	1.2 pts
營利率(%)	19.6	7.1 pts	19.5	0.1 pts	23.2	3.6 pts	24.8	1.7 pts
淨利率(%)	15.5	5.9 pts	15.3	0.3 pts	18.6	3.0 pts	20.1	1.5 pts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：雲品目前評價與歷史平均相當



資料來源：TEJ；凱基

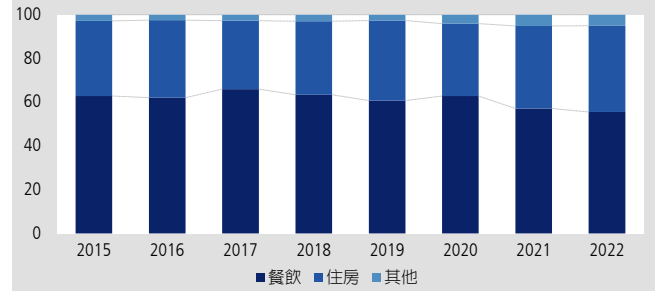
圖 4: 公司概況

雲品擁有兩家酒店，包含是台北的君品酒店，和位於熱門旅遊景點日月潭的日月潭雲品酒店，分別擁有 286 間和 221 間客房。此外，該公司還經營戶外餐飲業務，包括婚禮和宴會。而君品 Collection 平台不僅提供一站式婚宴，還經營委託管理服務。2022 年，公司營收結構構成為餐飲 56%、客房 39%、其他 5%。

資料來源：凱基

圖 5: 餐飲貢獻雲品主要營收

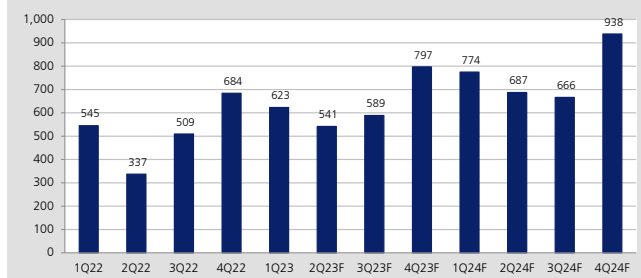
營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 季營業收入

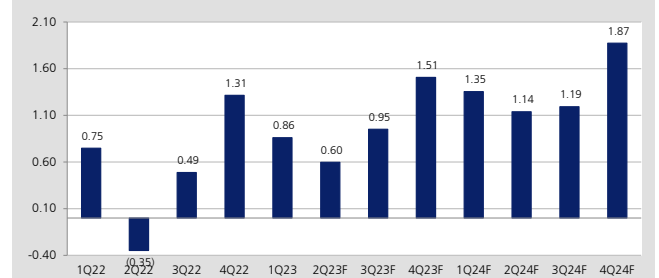
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 每股盈利

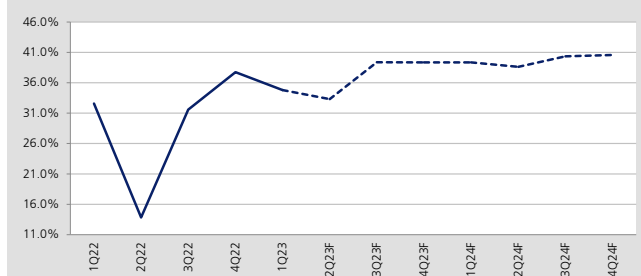
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 毛利率

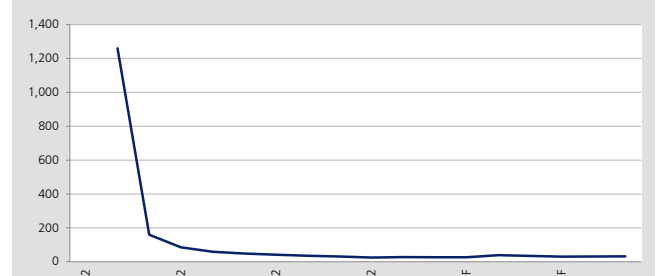
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 本益比

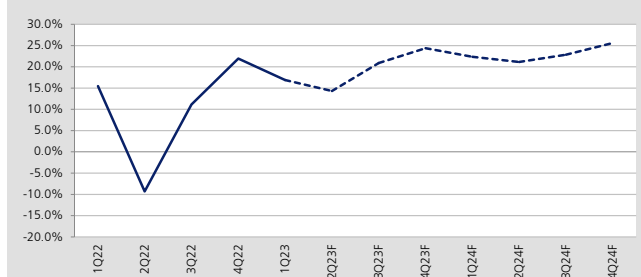
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10: 營業利潤率

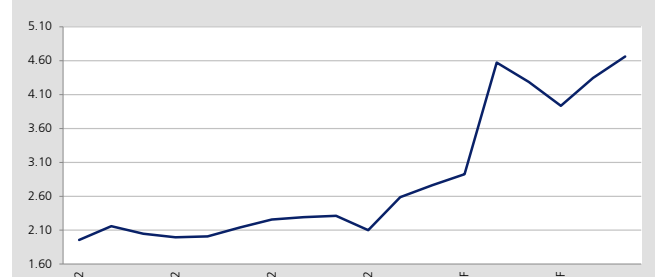
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	623	541	589	797	774	687	666	938	2,550	3,066	3,307
營業成本	(406)	(361)	(357)	(483)	(470)	(422)	(397)	(557)	(1,607)	(1,846)	(1,953)
營業毛利	217	180	232	314	305	265	269	381	943	1,220	1,354
營業費用	(112)	(103)	(109)	(120)	(132)	(120)	(117)	(141)	(443)	(509)	(533)
營業利益	105	77	123	194	173	145	152	240	500	711	821
折舊	(78)	(107)	(107)	(136)	(108)	(108)	(108)	(108)	(426)	(430)	(434)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	183	184	230	330	281	253	260	348	926	1,141	1,255
利息收入	8	7	7	6	10	10	10	10	27	38	48
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	3	3	2	3	3	3	3	10	10	10
總營業外收入	11	9	9	8	12	12	12	12	37	48	58
利息費用	(8)	(9)	(9)	(11)	(10)	(10)	(10)	(10)	(37)	(40)	(42)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(4)	(1)	(1)	3	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
總營業外費用	(11)	(10)	(10)	(8)	(10)	(10)	(10)	(10)	(39)	(42)	(44)
稅前純益	104	77	123	194	175	147	154	242	499	717	836
所得稅費用[利益]	(21)	(16)	(25)	(40)	(36)	(30)	(32)	(50)	(102)	(147)	(171)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	83	61	98	154	139	117	122	192	397	570	664
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	83	61	98	154	139	117	122	192	397	570	664
每股盈餘 (NT\$)	0.86	0.60	0.95	1.51	1.35	1.14	1.19	1.87	3.92	5.56	6.48
獲利率 (%)											
營業毛利率	34.8	33.3	39.4	39.4	39.4	38.6	40.3	40.6	37.0	39.8	40.9
營業利益率	16.9	14.3	20.9	24.4	22.4	21.1	22.8	25.6	19.6	23.2	24.8
EBITDA Margin	29.3	34.0	39.0	41.4	36.2	36.8	39.0	37.1	36.3	37.2	37.9
稅前純益率	16.8	14.2	20.8	24.4	22.6	21.4	23.1	25.8	19.5	23.4	25.3
稅後純益率	13.4	11.3	16.6	19.4	17.9	17.0	18.4	20.5	15.5	18.6	20.1
季成長率 (%)											
營業收入	(8.9)	(13.1)	8.7	35.4	(2.8)	(11.3)	(3.0)	40.8			
營業毛利	(15.9)	(16.8)	28.6	35.3	(2.8)	(12.9)	1.3	41.6			
營業收益增長	(29.8)	(26.4)	58.8	57.8	(10.8)	(16.1)	4.9	57.7			
EBITDA	(19.5)	0.7	24.8	43.7	(14.9)	(10.0)	2.8	33.8			
稅前純益	(30.3)	(26.2)	59.1	58.4	(10.0)	(16.0)	4.8	57.1			
稅後純益	(30.2)	(26.4)	59.1	58.4	(10.0)	(16.0)	4.8	57.1			
年成長率 (%)											
營業收入	14.4	60.7	15.6	16.6	24.3	26.9	13.2	17.7	22.9	20.2	7.9
營業毛利	22.2	286.6	44.2	21.6	40.6	47.2	15.9	21.4	46.6	29.4	11.0
營業收益	25.0		116.9	29.5	64.5	87.4	23.7	23.6	92.7	42.1	15.6
EBITDA	12.8	300.4	71.3	45.2	53.6	37.3	13.1	5.4	62.7	23.1	10.0
稅前純益	24.9		122.2	29.7	67.3	90.4	25.4	24.4	99.2	43.9	16.5
稅後純益	23.1		121.3	29.5	66.9	90.4	25.4	24.4	98.7	43.8	16.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	4,747	4,861	5,368	5,755	6,143
流動資產	1,368	1,786	2,680	3,463	4,248
現金及短期投資	1,232	1,669	2,548	3,315	4,091
存貨	27	30	33	38	40
應收帳款及票據	68	47	58	70	76
其他流動資產	41	41	41	41	41
非流動資產	3,379	3,075	2,688	2,292	1,895
長期投資	-	-	-	-	-
固定資產	2,191	2,034	1,646	1,250	853
什項資產	1,188	1,042	1,042	1,042	1,042
負債總額	3,019	2,843	3,271	3,544	3,798
流動負債	698	1,419	1,136	1,533	1,577
應付帳款及票據	103	131	147	168	179
短期借款	-	652	166	403	362
什項負債	595	637	822	961	1,037
長期負債	2,321	1,424	2,135	2,011	2,221
長期借款	1,272	498	1,209	1,085	1,295
其他負債及準備	3	3	3	3	3
股東權益總額	1,728	2,018	2,097	2,211	2,344
普通股股本	905	931	1,026	1,026	1,026
保留盈餘	57	256	336	450	582
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	(20.9%)	43.0%	22.9%	20.2%	7.9%
營業收益增長	(160.3%)		92.7%	42.1%	15.6%
EBITDA	(37.4%)	110.1%	62.7%	23.1%	10.0%
稅後純益	(126.9%)		98.7%	43.8%	16.5%
每股盈餘成長率	(126.6%)		78.2%	41.7%	16.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	17.8%	31.0%	37.0%	39.8%	40.9%
營業利益率	(3.8%)	12.5%	19.6%	23.2%	24.8%
EBITDA Margin	18.7%	27.4%	36.3%	37.2%	37.9%
稅後純益率	(2.0%)	9.6%	15.5%	18.6%	20.1%
平均資產報酬率	(0.7%)	4.2%	7.8%	10.3%	11.2%
股東權益報酬率	(1.9%)	10.7%	19.3%	26.5%	29.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	73.6%	57.0%	65.6%	67.3%	70.7%
淨負債比率	2.3%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	(0.1)	7.8	14.6	19.1	21.1
利息及短期償保障倍數 (x)	1.9	0.2	0.7	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	7.7	17.0	22.4	25.4	26.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.7	0.9	4.1	2.3	2.7
流動比率 (x)	2.0	1.3	2.4	2.3	2.7
速動比率 (x)	1.9	1.2	2.3	2.2	2.7
淨負債 (NT\$百萬)	40	(218)	(873)	(1,526)	(2,134)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	(0.38)	2.20	3.92	5.56	6.48
每股現金盈餘 (NT\$)	3.72	6.92	8.16	9.80	10.73
每股淨值 (NT\$)	19.10	21.67	20.45	21.56	22.86
調整後每股淨值 (NT\$)	22.66	22.25	20.75	21.56	22.86
每股營收 (NT\$)	19.03	22.87	25.22	29.89	32.24
EBITDA/Share (NT\$)	3.55	6.28	9.16	11.12	12.24
每股現金股利 (NT\$)	0.50	1.27	3.09	4.45	5.18
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.32	0.43	0.50	0.55	0.56
應收帳款周轉天數	17.1	8.3	8.3	8.3	8.3
存貨周轉天數	8.3	7.5	7.5	7.5	7.5
應付帳款周轉天數	31.5	33.4	33.4	33.4	33.4
現金轉換周轉天數	(6.0)	(17.5)	(17.5)	(17.5)	(17.5)

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	1,451	2,074	2,550	3,066	3,307
營業成本	(1,193)	(1,431)	(1,607)	(1,846)	(1,953)
營業毛利	258	643	943	1,220	1,354
營業費用	(313)	(383)	(443)	(509)	(533)
營業利益	(55)	259	500	711	821
總營業外收入	46	32	37	48	58
利息收入	0	4	27	38	48
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	46	28	10	10	10
總營業外費用	(33)	(41)	(39)	(42)	(44)
利息費用	(37)	(37)	(37)	(40)	(42)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	4	(4)	(2)	(2)	(2)
稅前純益	(42)	250	499	717	836
所得稅費用[利益]	12	(51)	(102)	(147)	(171)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	(29)	200	397	570	664
EBITDA	271	569	926	1,141	1,255
每股盈餘 (NT\$)	(0.38)	2.20	3.92	5.56	6.48

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	284	627	825	1,005	1,100
本期純益	(29)	200	397	570	664
折舊及攤提	326	310	426	430	434
本期運用資金變動	(25)	46	2	5	2
其他營業資產及負債變動	12	71	0	(0)	0
投資活動之現金流量	(42)	(324)	(39)	(34)	(37)
投資用短期投資出售[新購]	-	(300)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(48)	(30)	(39)	(34)	(37)
其他資產變動	6	5	-	-	-
自由現金流	214	534	787	966	1,052
融資活動之現金流量	755	(166)	94	(205)	(287)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	451	-	225	113	169
現金增資	510	-	-	-	-
已支付普通股股息	(75)	(45)	(131)	(317)	(456)
其他融資現金流	(131)	(121)	-	-	-
匯率影響數	(0)	0			
本期產生現金流量	996	137	880	766	777

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	21.5%	18.5%	17.4%	16.6%	16.1%
= 營業利益率	(3.8%)	12.5%	19.6%	23.2%	24.8%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
+ 淨固定資產/營業收入	1.5	1.0	0.6	0.4	0.3
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	0.9	1.5	3.0	10.3	(18.7)
營業利益率	(3.8%)	12.5%	19.6%	23.2%	24.8%
x 資本周轉率	0.9	1.5	3.0	10.3	(18.7)
x (1 - 有效現金稅率)	70.3%	79.7%	79.5%	79.5%	79.5%
= 稅後 ROIC	(2.3%)	14.6%	47.4%	189.3%	(370.1%)

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。