

晶華

(2707.TW/2707 TT)

增加持股 · 首次評等

收盤價 June 14 (NT\$)	298.5
12 個月目標價 (NT\$)	394.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	32.0

焦點內容

我們預期來台旅客回升將推升晶華住房營收年增 51%，並帶動營利率創歷史新高，進一步推升評價。我們首次評等給予「增加持股」，根據 2024 年每股盈餘預估的 23 倍（六年平均本益比）設定目標價 394 元。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	38.03 / 1,234
流通在外股數 (百萬股)：	125.9
外資持有股數 (百萬股)：	23.16
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.33
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	158.0 - 324.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	10.6	18.2	70.6
相對表現 (%)	-1.6	1.2	63.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.97A	0.69A	2.07A	2.35A
2023	2.84A	2.93F	3.54F	4.18F
2024	4.37F	3.86F	4.18F	4.72F

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

晶亮風華

重要訊息

晶華為台灣最大旅館業者，我們看好公司多品牌與不同定位的旅館將是來台旅客回升主要受惠者。我們預估今年平均每房收益將年增 114%，並較 2019 年高出 11%，將帶動營利率創歷史新高，並推升評價。

評論及分析

住房營收超越疫情前水準。台北晶華酒店住房率自 2Q22 的不到 50%復甦至目前的 75%。隨著入境航班恢復，管理層預期日本旅客於 7-8 月增加，將推升 3Q23 住房率逾 85%。而晶華日本客佔比提升（目前 23%，對比疫情前為 40%）也有利於房價再提升，我們預估今年每房平均收益將年增 114%，較疫情前高 11%。另外，公司的晶英旅館在台南及高雄均為當地領導品牌，加上遍佈全台的平價旅館捷絲旅，集團客房營收占台灣旅館市場之 2.3%，將為國際旅客復甦的最大受惠者。

受惠國內疫後消費熱潮。除來台旅客回升帶動房價住房率提升，我們看好疫情期間累積的超額儲蓄，加上可支配所得提高將支撐國內旅遊餐飲消費動能。公司 1-4 月餐飲營收較 2019 年同期成長逾 20%。儘管疫後民眾出國旅遊增加，惟公司旗下休閒飯店業績並未見衰退，晶泉丰旅 1Q23 營收增加 17.9%，台南晶英成長 5.9%。我們認為晶華飯店品牌認同度及回訪率高，將持續推升客房及餐飲營收成長。

營利率創歷史新高。我們預估晶華今年客房、餐飲營收分別成長 51%、23%，將推動兩業務營利率顯著年增，加上高利潤的住房比重年增 5.5 個百分點至 39.5%，產品組合轉佳將推升 2023 年營利率強勁復甦 10.1 個百分點至 31.9%，創歷史新高，隨住房動能延續至明年再年增至 36.3%，推升 2023-24 年每股盈餘分別達 13.49、17.13 元。

投資建議

我們預期晶華營利率今年創歷史新高將推升評價與股價動能，首次評等給予「增加持股」，根據 2024 年每股盈餘預估的 23 倍（2014-2019 年平均本益比）設定目標價為 394 元。

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)	4,931	5,597	7,245	7,949	8,426
營業毛利 (NT\$百萬)	1,332	1,865	2,984	3,590	3,863
營業利益 (NT\$百萬)	538	1,221	2,311	2,889	3,139
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,177	903	1,718	2,182	2,370
每股盈餘 (NT\$)	17.09	7.09	13.49	17.13	18.60
每股現金股利 (NT\$)	12.39	9.01	12.14	15.41	16.74
每股盈餘成長率 (%)	229.9	(58.5)	90.3	27.0	8.6
本益比 (x)	17.5	42.1	22.1	17.4	16.0
股價淨值比 (x)	7.8	8.8	8.4	8.0	7.7
EV/EBITDA (x)	27.5	17.0	11.6	10.5	10.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.2	3.0	4.1	5.2	5.6
股東權益報酬率 (%)	53.2	19.6	38.8	47.2	48.9

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q-3Q23 獲利預估

百萬元	2Q23F			3Q23F		
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)
營收	1,697	(2.4)	62.9	1,833	8.0	24.4
毛利	664	1.9	150.2	784	18.0	48.5
營業利益	499	1.5	355.9	611	22.4	72.7
稅前淨利	504	3.8	210.9	616	22.2	69.0
稅後淨利	373	3.2	323.5	450	20.7	70.9
每股盈餘 (元)	2.93	3.2	323.5	3.54	20.7	70.9
毛利率 (%)	39.1	1.7 pts	13.7 pts	42.8	3.6 pts	6.9 pts
營業利益率 (%)	29.4	1.1 pts	18.9 pts	33.4	3.9 pts	9.3 pts
淨利率 (%)	22.0	1.2 pts	13.5 pts	24.6	2.6 pts	6.7 pts

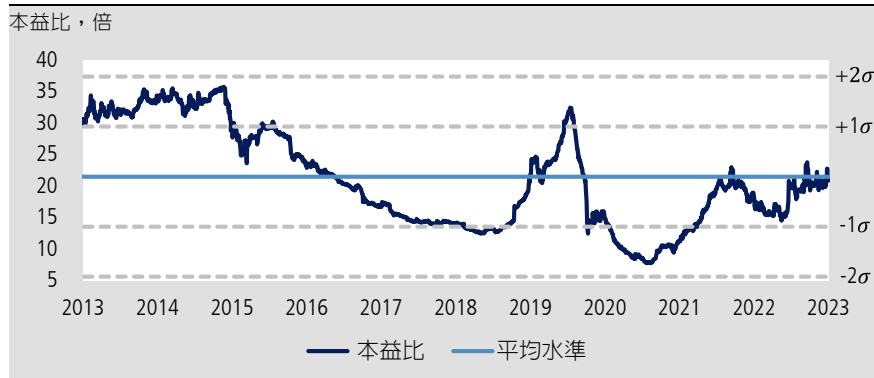
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-25 年獲利預估

百萬元	2023F		2024F		2025F	
	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	7,245	29.4	7,949	9.7	8,426	6.0
毛利	2,984	60.0	3,590	20.3	3,863	7.6
營業利益	2,311	89.3	2,889	25.0	3,139	8.7
稅前獲利	2,331	78.7	2,936	26.0	3,203	9.1
稅後淨利	1,718	90.3	2,182	27.0	2,370	8.6
每股盈餘 (元)	13.49	90.3	17.13	27.0	18.60	8.6
毛利率 (%)	41.2	7.9 pts	45.2	4.0 pts	45.8	0.7 pts
營利率 (%)	31.9	10.1 pts	36.3	4.4 pts	37.3	0.9 pts
淨利率 (%)	23.7	7.6 pts	27.5	3.7 pts	28.1	0.7 pts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

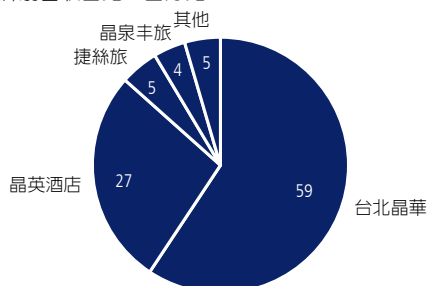
圖 3：晶華本益比與歷史平均相當



資料來源：TEJ；凱基

圖 4：台北晶華貢獻主要營收

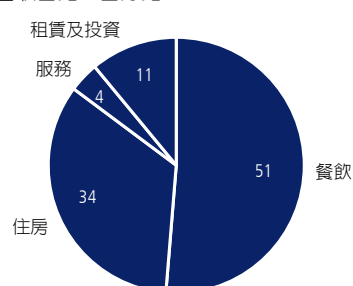
2022 年品牌別營收占比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

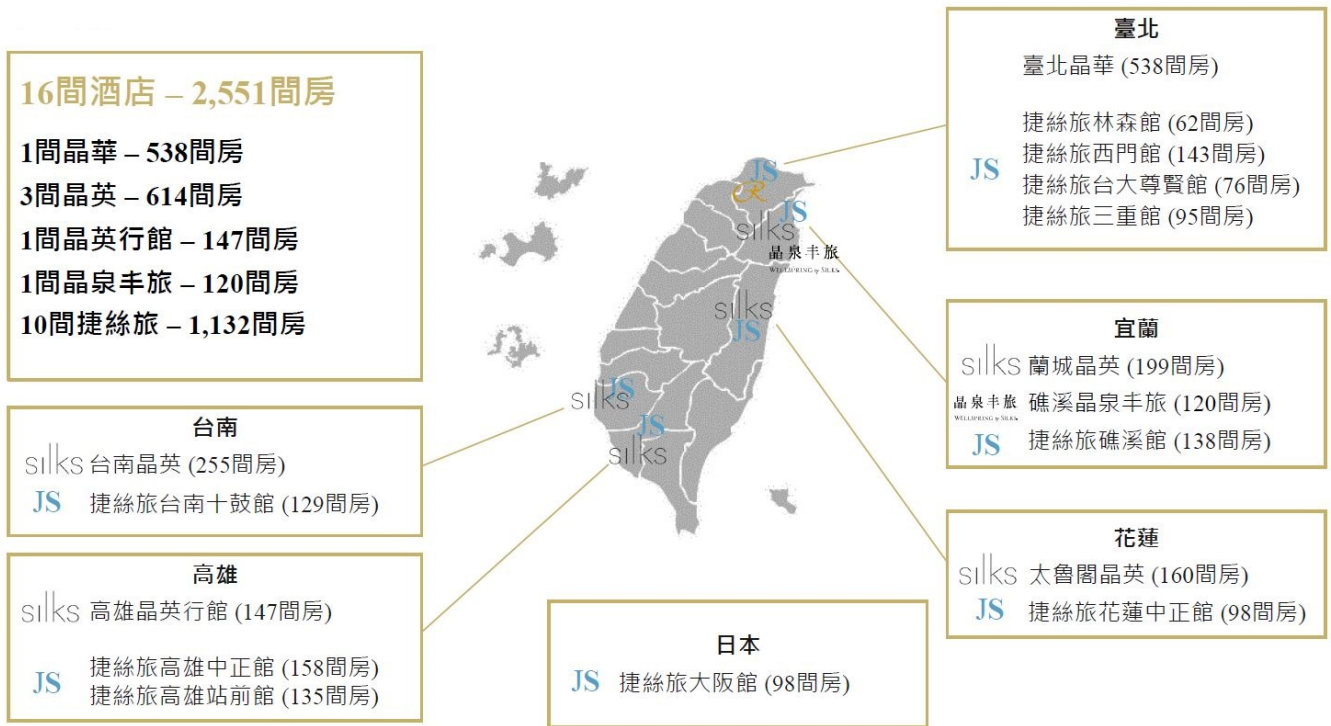
圖 5：餐飲為主要營收來源

2022 年部門別營收占比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：晶華據點



資料來源：公司資料；凱基

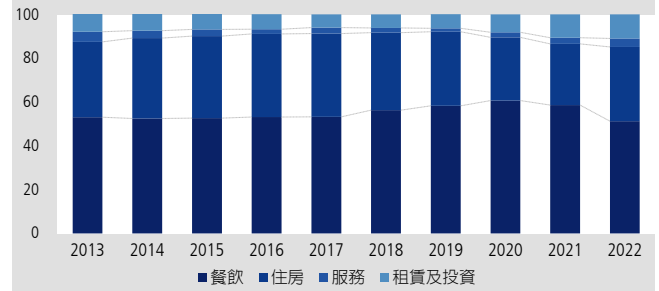
圖 7: 公司概況

晶華經營飯店業務，旗下飯店包括旗艦品牌台北晶華、晶英酒店、晶泉丰旅，以及平價的連鎖酒店捷絲旅。目前晶華在台灣主要城市、熱門觀光景點（宜蘭礁溪、花蓮太魯閣）及日本大阪等地擁有 16 家酒店及 2,551 間客房。2022 年，公司營收組合為餐飲 51%、客房 34%、服務 4%、租賃和投資 11%。按品牌劃分，台北晶華貢獻了 59% 的收入，其次是晶英酒店的 27%。

資料來源：凱基

圖 8: 餐飲貢獻主要營收

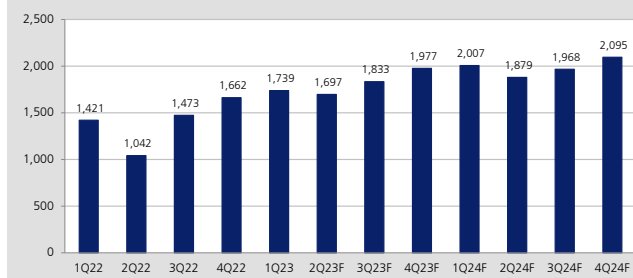
部門別營收占比，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

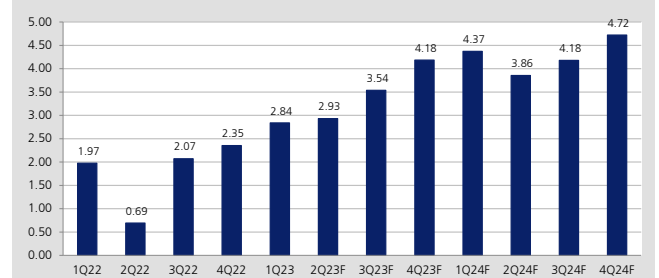
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

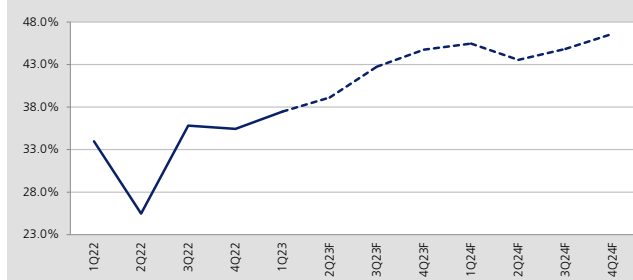
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

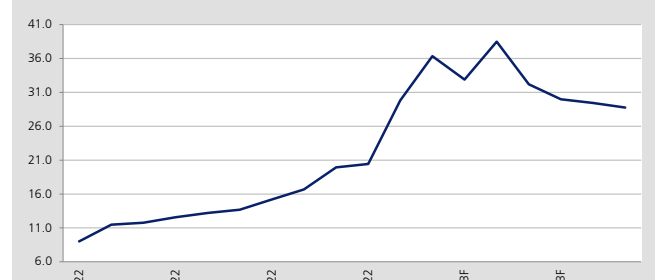
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

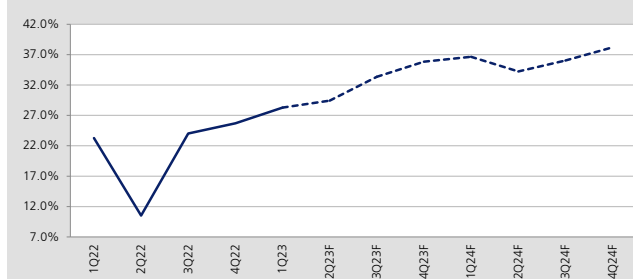
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

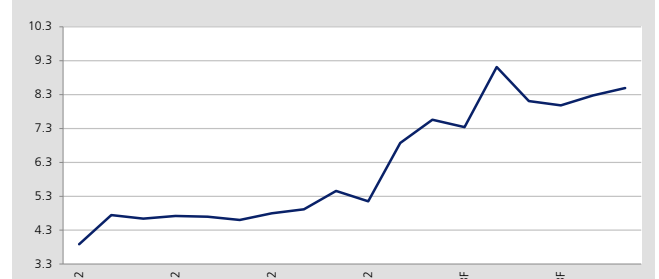
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 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	1,739	1,697	1,833	1,977	2,007	1,879	1,968	2,095	7,245	7,949	8,426
營業成本	(1,087)	(1,033)	(1,049)	(1,092)	(1,094)	(1,061)	(1,085)	(1,119)	(4,261)	(4,359)	(4,563)
營業毛利	652	664	784	885	912	818	882	977	2,984	3,590	3,863
營業費用	(160)	(165)	(172)	(176)	(177)	(175)	(173)	(176)	(672)	(700)	(724)
營業利益	492	499	611	709	736	644	709	801	2,311	2,889	3,139
折舊	(150)	(235)	(235)	(319)	(240)	(240)	(240)	(240)	(939)	(959)	(980)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	642	734	846	1,028	975	883	949	1,040	3,250	3,848	4,119
利息收入	9	14	14	20	21	21	21	21	58	85	102
投資利益淨額	3	3	3	4	3	3	3	3	14	14	14
其他營業外收入	3	8	8	10	8	8	8	8	28	30	30
總營業外收入	16	25	25	33	32	32	32	32	100	129	146
利息費用	(13)	(15)	(15)	(18)	(16)	(16)	(16)	(16)	(62)	(62)	(62)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(9)	(5)	(5)	0	(5)	(5)	(5)	(5)	(18)	(20)	(20)
總營業外費用	(22)	(20)	(20)	(18)	(21)	(21)	(21)	(21)	(80)	(82)	(82)
稅前純益	486	504	616	724	747	655	721	812	2,331	2,936	3,203
所得稅費用[利益]	(99)	(111)	(136)	(159)	(164)	(144)	(159)	(179)	(504)	(646)	(705)
少數股東損益	(26)	(20)	(30)	(32)	(26)	(20)	(30)	(32)	(108)	(108)	(128)
非常項目稅後純益	362	373	450	533	557	491	532	602	1,718	2,182	2,370
非常項目	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	362	373	450	533	557	491	532	602	1,718	2,182	2,370
每股盈餘 (NT\$)	2.84	2.93	3.54	4.18	4.37	3.86	4.18	4.72	13.49	17.13	18.60
獲利率 (%)											
營業毛利率	37.5	39.1	42.8	44.7	45.5	43.5	44.8	46.6	41.2	45.2	45.8
營業利益率	28.3	29.4	33.4	35.8	36.7	34.2	36.0	38.2	31.9	36.3	37.3
EBITDA Margin	36.9	43.3	46.2	52.0	48.6	47.0	48.2	49.7	44.9	48.4	48.9
稅前純益率	27.9	29.7	33.6	36.6	37.2	34.9	36.6	38.8	32.2	36.9	38.0
稅後純益率	20.8	22.0	24.6	27.0	27.8	26.1	27.1	28.7	23.7	27.5	28.1
季成長率 (%)											
營業收入	4.6	(2.4)	8.0	7.9	1.5	(6.3)	4.7	6.5			
營業毛利	10.6	1.9	18.0	12.9	3.1	(10.3)	7.8	10.7			
營業收益增長	15.3	1.5	22.4	15.9	3.8	(12.5)	10.2	12.9			
EBITDA	12.4	14.3	15.2	21.5	(5.1)	(9.4)	7.4	9.6			
稅前純益	12.3	3.8	22.2	17.6	3.2	(12.3)	10.0	12.7			
稅後純益	20.7	3.2	20.7	18.3	4.5	(11.8)	8.4	13.0			
年成長率 (%)											
營業收入	22.4	62.9	24.4	19.0	15.4	10.7	7.4	6.0	29.4	9.7	6.0
營業毛利	35.0	150.2	48.5	50.2	40.0	23.2	12.6	10.4	60.0	20.3	7.6
營業收益	48.8	355.9	72.7	66.0	49.5	28.9	16.0	13.0	89.3	25.0	8.7
EBITDA	32.4	180.2	71.7	79.9	51.9	20.3	12.2	1.2	79.4	18.4	7.0
稅前純益	41.0	210.9	69.0	67.4	53.8	30.0	17.0	12.2	78.7	26.0	9.1
稅後純益	43.8	323.5	70.9	77.8	54.0	31.6	18.2	12.9	90.3	27.0	8.6

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	11,011	10,489	10,535	10,942	10,982
流動資產	4,063	3,766	5,586	7,273	8,869
現金及短期投資	3,817	3,477	5,237	6,900	8,478
存貨	27	37	43	43	46
應收帳款及票據	167	186	241	264	280
其他流動資產	52	65	65	65	65
非流動資產	6,948	6,723	4,949	3,670	2,113
長期投資	1,044	1,166	1,180	1,193	1,207
固定資產	2,220	2,067	1,300	516	(290)
什項資產	3,685	3,490	2,470	1,960	1,195
負債總額	5,849	5,783	5,550	5,631	5,306
流動負債	2,474	2,654	3,112	3,309	3,463
應付帳款及票據	339	415	474	483	507
短期借款	84	87	87	(144)	(182)
什項負債	2,051	2,153	2,552	2,969	3,138
長期負債	3,375	3,129	2,437	2,322	1,842
長期借款	-	-	-	230	269
其他負債及準備	409	373	373	373	373
股東權益總額	5,162	4,706	4,985	5,311	5,676
普通股本	1,274	1,274	1,274	1,274	1,274
保留盈餘	2,189	1,418	1,590	1,808	2,045
少數股東權益	313	365	473	581	709
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	(9.1%)	13.5%	29.4%	9.7%	6.0%
營業收益增長	(26.7%)	126.9%	89.3%	25.0%	8.7%
EBITDA	(16.6%)	55.6%	79.4%	18.4%	7.0%
稅後純益	229.9%	(58.5%)	90.3%	27.0%	8.6%
每股盈餘成長率	229.9%	(58.5%)	90.3%	27.0%	8.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	27.0%	33.3%	41.2%	45.2%	45.8%
營業利益率	10.9%	21.8%	31.9%	36.3%	37.3%
EBITDA Margin	23.6%	32.4%	44.9%	48.4%	48.9%
稅後純益率	44.2%	16.1%	23.7%	27.5%	28.1%
平均資產報酬率	19.8%	8.4%	16.3%	20.3%	21.6%
股東權益報酬率	53.2%	19.6%	38.8%	47.2%	48.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	1.6%	1.8%	(12.1%)	(17.9%)	(25.9%)
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	32.2	22.4	38.6	48.2	52.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	2.3	35.1	42.6	50.1	53.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.1	14.5	17.8	(38.2)	(27.8)
流動比率 (x)	1.6	1.4	1.8	2.2	2.6
速動比率 (x)	1.6	1.4	1.8	2.2	2.5
淨負債 (NT\$百萬)	(309)	(366)	(2,817)	(4,826)	(6,923)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	17.09	7.09	13.49	17.13	18.60
每股現金盈餘 (NT\$)	1.37	16.79	20.74	24.44	26.23
每股淨值 (NT\$)	38.06	34.07	35.42	37.13	38.99
調整後每股淨值 (NT\$)	38.06	34.07	35.42	37.13	38.99
每股營收 (NT\$)	38.70	43.93	56.87	62.39	66.14
EBITDA/Share (NT\$)	9.14	14.22	25.51	30.20	32.33
每股現金股利 (NT\$)	12.39	9.01	12.14	15.41	16.74
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.45	0.52	0.69	0.74	0.77
應收帳款周轉天數	12.4	12.1	12.1	12.1	12.1
存貨周轉天數	2.7	3.7	3.7	3.7	3.7
應付帳款周轉天數	34.4	40.6	40.6	40.6	40.6
現金轉換周轉天數	(19.4)	(24.8)	(24.8)	(24.8)	(24.8)

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	4,931	5,597	7,245	7,949	8,426
營業成本	(3,598)	(3,733)	(4,261)	(4,359)	(4,563)
營業毛利	1,332	1,865	2,984	3,590	3,863
營業費用	(794)	(644)	(672)	(700)	(724)
營業利益	538	1,221	2,311	2,889	3,139
總營業外收入	222	95	100	129	146
利息收入	26	30	58	85	102
投資利益淨額	13	13	14	14	14
其他營業外收入	183	52	28	30	30
總營業外費用	1,641	(12)	(80)	(82)	(82)
利息費用	(77)	(61)	(62)	(62)	(62)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,718	49	(18)	(20)	(20)
稅前純益	2,402	1,304	2,331	2,936	3,203
所得稅費用[利益]	(162)	(288)	(504)	(646)	(705)
少數股東損益	(62)	(113)	(108)	(108)	(128)
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	2,177	903	1,718	2,182	2,370
EBITDA	1,164	1,811	3,250	3,848	4,119
每股盈餘 (NT\$)	17.09	7.09	13.49	17.13	18.60

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	175	2,139	2,642	3,113	3,341
本期純益	2,177	903	1,718	2,182	2,370
折舊及攤提	626	590	939	959	980
本期運用資金變動	25	4	(1)	(14)	5
其他營業資產及負債變動	(2,653)	642	(14)	(14)	(14)
投資活動之現金流量	2,029	(234)	848	334	591
投資用短期投資出售[新購]	154	(52)	-	-	-
本期長期投資變動	2,040	-	680	227	302
資本支出淨額	(163)	(180)	(172)	(176)	(174)
其他資產變動	(2)	(2)	-	-	-
自由現金流	988	1,366	2,577	3,023	3,260
融資活動之現金流量	(2,200)	(1,848)	(1,040)	(1,439)	(1,836)
短期借款變動	49	3	-	-	-
長期借款變動	(1,383)	-	(461)	(154)	(205)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(630)	(1,640)	(1,148)	(1,547)	(1,964)
其他融資現金流	(236)	(211)	108	108	128
匯率影響數	(95)	3	-	-	-
本期產生現金流量	(91)	61	1,759	1,663	1,578

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	16.1%	11.5%	9.3%	8.8%	8.6%
= 營業利益率	10.9%	21.8%	31.9%	36.3%	37.3%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.4	0.2	0.1	(0.0)
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	9.5	20.1	(8.2)	(3.8)	(2.8)
營業利益率	10.9%	21.8%	31.9%	36.3%	37.3%
x 資本周轉率	9.5	20.1	(8.2)	(3.8)	(2.8)
x (1 - 有效現金稅率)	93.3%	77.9%	78.4%	78.0%	78.0%
= 稅後 ROIC	97.2%	342.2%	(204.2%)	(108.7%)	(80.2%)

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。