

寶雅 (5904 TT) Poya

2024 年積極拓展新店型，市佔率持續提升

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$605.0

收盤價 (2024/03/01) : NT\$491.0
隱含漲幅 : 23.2%

營收組成 (2023)

美妝保養 38%、家庭用品 16%、洗髮沐浴用品 12%、配件及紡織品 13%、食品 8%、五金 5%、其他 8%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	605.0	630.0
2024年營收 (NT\$/十億)	24.1	24.9
2024年EPS	26.9	28.1

交易資料表

市值	NT\$50,820百萬元
外資持股比率	27.9%
董監持股比率	22.7%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$66.00
負債比	75.4%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	19,476	22,079	24,076	26,481
營業利益	2,646	3,193	3,514	3,911
稅後純益	2,068	2,525	2,787	3,105
EPS (元)	20.26	24.41	26.94	30.02
EPS YoY (%)	11.0	20.5	10.4	11.4
本益比 (倍)	24.2	20.1	18.2	16.4
股價淨值比 (倍)	8.3	8.0	7.4	6.8
ROE (%)	37.4	40.0	40.8	41.5
現金殖利率 (%)	4.9%	4.5%	4.8%	5.4%
現金股利 (元)	23.90	21.97	23.71	26.42

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 冬衣銷售較少，毛利率低於預期 1.2ppt，EPS 低於預期 8%。

◆ 2024 年寶雅積極拓展新店型，預計年底 Poya Beauty/寶雅+寶家店中店將分別佔總店數的 10%/9%。長期寶雅店數還有一倍成長空間。

◆ 整體零售市場成長放緩，下調 2024 年 EPS 4%至 26.94 元，同步下調目標價至 605 元(基於 P/E 與 DCF 評價平均推得)。

4Q23 獲利季減 5%/年增 4%，低於元大/市場預期 8%/3%

寶雅 4Q23 營收 56.4 億元，QoQ-4%/YoY+9.6%，2023 年 12 月為暖冬，保暖衣物銷售較前一年同期少，4Q23 寶雅同店營收成長 4.2%；毛利率 45.6%，QoQ+1.2 ppt/YoY-0.2ppt，低於預期 1.2ppt，主因高毛利率冬衣銷售較少；展店使費用維持高檔，營業利益 8.54 億元，QoQ-6%/YoY+2%，低於元大/市場預期 8.8%/4.1%；稅後淨利 6.8 億元，QoQ-4.7%/YoY+3.6%；EPS 6.57 元，QoQ-4.7%/YoY+2.2%，低於元大/市場預期 8.0%/3.2%。

整體零售市場成長放緩，預估 2024 年同店營收成長 3%

2023 年為台灣擺脫疫情的第一年，且連假天數長，整體零售業年增 6.9%，寶雅同店營收成長 8.6%，優於產業，主因後疫情彩妝和保養品需求增加。展望 2024 年，基期墊高、連假天數減少下，預估整體零售市場成長放緩，寶雅在發展新店型之餘，也改裝寶雅標準店，以觸及不同消費族群及商圈，預估 2024 年寶雅同店營收成長 3%(自身成長 6%、自店負面影響 3%)。

積極拓展新店型，展店空間更大

2024 年寶雅預計淨展 55 家店(較 2023 年展店加速)，會專注於將 15 家以上的寶家獨立店轉成寶雅+寶家店中店，該策略可讓單點在轉型後 2-3 個月轉虧為盈。寶雅+寶家店中店五金百貨營收佔比達 10-15%，高於寶雅標準店的 5%，以寶雅品牌力帶來人流，未來寶雅+寶家店中店拓展可提升公司在台灣五金百貨市場市佔率。管理層預估 2024 年底，寶雅+寶家店中店/Poya Beauty 分別佔總店數的 9%/10%。長期來看，管理層預期寶雅店數可達 800 家，包括 400 家標準店、208 家 Poya Beauty、192 家寶雅+寶家店中店，相比目前店數還有倍數成長空間，管理層目標讓新店型個別達到經濟規模，有助於公司搶攻不同商品零售市場及商圈。整體零售市場成長放緩，將 2024 年寶雅同店營收成長預估從 6%下調至 3%，下調 2024 年 EPS 4%至 26.94 元，同步下調目標價至 605 元，基於 P/E 與 DCF 評價之平均推得。

營運分析

4Q23 獲利季減 5%/年增 4%，低於元大/市場預期 8%/3%

寶雅 4Q23 營收 56.4 億元，QoQ-4%/YoY+9.6%，2023 年 12 月為暖冬，保暖衣物銷售較前一年同期少，4Q23 寶雅同店營收成長 4.2%；毛利率 45.6%，QoQ+1.2 ppt/YoY-0.2ppt，低於元大預期 1.2ppt/優於市場預期 0.5ppt，主因高毛利率冬衣銷售較少；展店使費用維持高檔，營業利益 8.54 億元，QoQ-6%/YoY+2%，低於元大/市場預期 8.8%/4.1%；歸屬母公司稅後淨利 6.8 億元，QoQ-4.7%/YoY+2.2%；EPS 6.57 元，QoQ-4.7%/YoY+2.2%，低於元大/市場預期 8.0%/3.2%。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	5,140	5,870	5,635	-4.0%	9.6%	5,746	5,764	-1.9%	-2.2%
營業毛利	2,354	2,611	2,572	-1.5%	9.3%	2,689	2,603	-4.4%	-1.2%
營業利益	834	910	854	-6.1%	2.4%	936	890	-8.8%	-4.1%
稅前利益	825	891	850	-4.6%	3.0%	924	885	-8.0%	-4.0%
稅後淨利	656	713	680	-4.7%	3.6%	739	702	-8.0%	-3.2%
調整後 EPS (元)	6.43	6.89	6.57	-4.7%	2.2%	7.14	6.79	-8.0%	-3.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	45.8%	44.5%	45.6%	1.2	-0.2	46.8%	45.2%	-1.2	0.5
營業利益率	16.2%	15.5%	15.2%	-0.3	-1.1	16.3%	15.4%	-1.1	-0.3
稅後純益率	12.8%	12.1%	12.1%	-0.1	-0.7	12.9%	12.2%	-0.8	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q 春節出遊帶動實體店人流，預估營收季增 2%/年增 9%

展望 1Q24，春節連假出遊，帶動實體店銷售增加，預估營收 57.5 億元，QoQ+2.1%/YoY+8.7%，較前次下調 1.9%，主因基期墊高，使 2024 年實體零售成長較 2023 年放緩，預估 1Q24 寶雅同店營收成長 3%(前次預估 1Q24 寶雅同店營收成長 5%)；預估毛利率 44.9%，QoQ-0.7ppt/YoY+0.2ppt，季減主因 4Q 為展店旺季，毛利率基期較高；預估 EPS 6.52 元，QoQ-0.8%/YoY+2.5%，下調 1%。

圖 2：2024 年第 1 季獲利預估調整

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	5,293	5,635	5,753	2.1%	8.7%	5,862	5,918	-1.9%	-2.8%
營業毛利	2,368	2,572	2,586	0.5%	9.2%	2,634	2,603	-1.9%	-0.7%
營業利益	834	854	851	-0.4%	2.0%	864	894	-1.6%	-4.9%
稅前利益	822	850	843	-0.8%	2.5%	851	873	-1.0%	-3.5%
稅後淨利	658	680	674	-0.8%	2.5%	681	691	-1.0%	-2.4%
調整後 EPS (元)	6.36	6.57	6.52	-0.8%	2.5%	6.58	6.68	-1.0%	-2.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	44.7%	45.6%	44.9%	-0.7	0.2	44.9%	44.0%	0.0	1.0
營業利益率	15.7%	15.2%	14.8%	-0.4	-1.0	14.7%	15.1%	0.0	-0.3
稅後純益率	12.4%	12.1%	11.7%	-0.3	-0.7	11.6%	11.7%	0.1	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

以寶雅品牌力為根基，拓展新店型以觸及不同消費族群

寶雅標準店以時尚美妝美材保養品、精緻個人用品為利基產品，其現代舒適的消費空間，得以讓寶雅與量販店、超市、便利商店、藥妝店區隔開來，成為零售業內獨立的通路型態，截至 4Q23，寶雅標準店數量達 365 家，目前寶雅平均店坪數約 300 坪，在台灣大型美妝生活雜貨店中，市佔率達 95%以上。不過就台灣藥妝零售市場來看，寶雅市佔率僅 9%，還有很大的成長空間，主要競爭對手為屈臣氏及康是美，目前台灣有 556 家屈臣氏、440 家康是美，坪數多落在 50-100 坪，以銷售化妝品、保健食品、生活日用品為主。寶雅自 4Q22 開始拓展 POYA Beauty 店型，以擴大彩妝、保養品、醫美等美妝產品，美妝產品佔比 50%以上，有別於傳統寶雅的桃紅色系，POYA Beauty 採用柔和色系的甜美粉色，可吸引年輕消費族群，拓展街邊店及商場 Mall 店，根據商圈需求，店坪數落在 100-300 坪，中小坪數使 POYA Beauty 在展店上更具彈性，有利寶雅在台灣藥妝零售市佔率提升，截至 4Q23，全台共有 33 家 Poya Beauty。

另一方面，公司也自 2019 年開始發展寶家五金百貨，以中價位家庭式生活五金為主，店面坪數為 200-300 坪，截至 4Q23，全台共有 30 家寶家，由於台灣五金市場價格競爭激烈，公司將專注於拓展寶雅+寶家店中店，2024 年會將現有至少 15 家寶家陸續轉型為寶雅+寶家店中店，寶家 SKU 約 3.5 萬，其中一半為五金產品，寶雅+寶家店中店 SKU 可達 6-8 萬，會減少專業五金產品，但增加居家、收納產品，以寶雅品牌力帶來客流量，增加五金產品銷售，寶雅+寶家店中店五金百貨產品營收佔比達 10-15%(相比寶雅標準店五金百貨產品營收佔比為 5%)，截至 4Q23，全台共有 11 寶雅+寶家店中店。

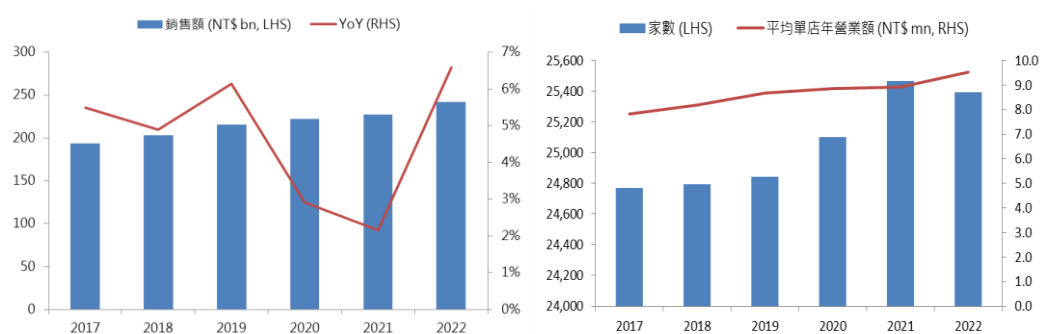
寶雅新店型展店策略已見成效，包括 1) 商場 Mall 店從寶雅標準店改成 Poya Beauty 可提升 20%效益；2) 寶雅標準店改裝成寶雅+寶家店中店，可提升 5%營收；及 3) 寶家獨立店改裝成寶雅+寶家店中店後，第 2~3 個月就可帶動單點轉虧為盈。長期來看，管理層預期寶雅店數可達 800 家，包括 400 家標準店、208 家 Poya Beauty、192 家寶雅+寶家店中店，相比目前店數還有倍數成長空間，且店型更多元，有助於公司搶攻不同商品零售市場及商圈。

產業概況

台灣藥品、醫療及化妝品零售業穩健成長

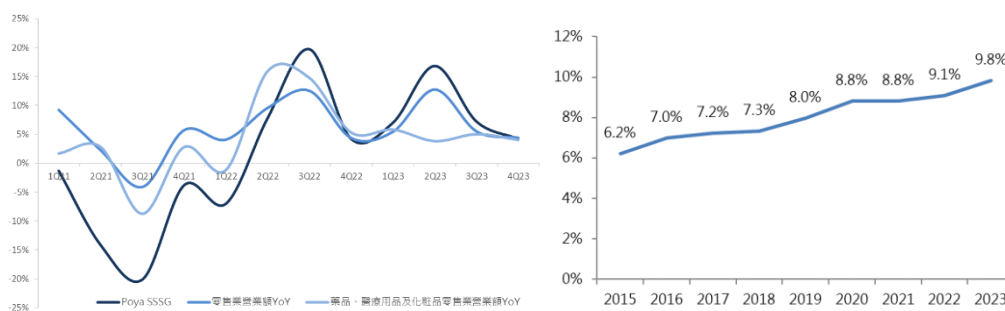
根據財政部資料，2022 年台灣藥品、醫療及化妝品零售業銷售額達 2,419 億元，年增 6.6%，2017-2022 年 CAGR 為 4.7%，近年藥妝零售業店家數略有波動後上升，而平均單店年營業額呈上升格局(圖 3)，顯示藥妝零售業有整併趨勢、朝大者恆大的方向進行。2021 年疫情期間，整體美妝銷售額下滑 8 成，約 5% 消費者轉往 momo 線上消費，不過寶雅、屈臣氏仍有 60-70% 忠誠客戶群在疫情期間沒有移轉，後疫情實體店人流復甦，開架彩妝仍為消費者選購重心，線下美妝零售營運回溫。而寶雅、屈臣氏因應疫情衝擊減少的人流，近年積極往商場展店，希望吸引商場的用餐人潮，刺激不同族群消費。另一方面，寶雅美妝(皮膚護理、彩妝、醫美)營收佔比約 36%，疫情期間在口罩銷量提升下，整體營收受疫情影响可控。產品組合穩健分散，加上持續展店，寶雅營收無論在疫情前或疫情後表現皆優於台灣綜合零售/藥妝零售產業，市佔率逐年提升(圖 4)。

圖 3：歷年台灣藥妝零售業銷售額(左)及平均單店營收(右)



資料來源：財政部、元大投顧

圖 4：寶雅營收年增率優於台灣零售產業(左)，在藥妝零售產業市佔率逐年提升(右)



資料來源：經濟部統計處、TEJ、元大投顧

獲利調整與股票評價

整體零售市場成長放緩，下調 2024 年獲利 4%

展望 2024 年，寶雅將新展 55 家店，包括 30-40 家寶雅及至少 15 家寶家轉型為寶雅+寶家店中店，預估 EPS 26.94 元，YoY+10%，較前次下調 4%，反映基期墊高下，整體零售市場成長放緩，將 2024 年寶雅同店營收成長預估從 6%下調至 3%，維持目標本益比 22 倍，維持買進評等，目標價 605 元，基於本益比評價及 DCF 評價平均推得。

圖 5：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	24,076	24,883	26,481	27,251	-3.2%	-2.8%
營業毛利	10,666	11,098	11,760	12,180	-3.9%	-3.4%
營業利益	3,514	3,691	3,911	4,006	-4.8%	-2.4%
稅前利益	3,484	3,640	3,882	3,955	-4.3%	-1.9%
稅後淨利	2,787	2,912	3,105	3,164	-4.3%	-1.9%
調整後 EPS (元)	26.94	28.15	30.02	30.58	-4.3%	-1.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	44.3%	44.6%	44.4%	44.7%	-0.3	-0.3
營業利益率	14.6%	14.8%	14.8%	14.7%	-0.2	0.1
稅後純益率	11.6%	11.7%	11.7%	11.6%	-0.1	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估

本益比評價法- 推估目標價 590 元

預估寶雅 2024/2025 年 EPS 26.94 元/30.02 元，年增 10.4%/11.4%，我們給予寶雅 22 倍目標本益比，主因 1) 國際藥妝同業 2023-2024 年平均本益比為 21-23 倍；且 2) 寶雅過去三年本益比區間為 12-29 倍，平均值為 21 倍。維持目標本益比 22 倍，基於 2024 年 EPS 26.94 元，推得目標價 590 元。

現金流量折現評價法- 推估目標價 623 元

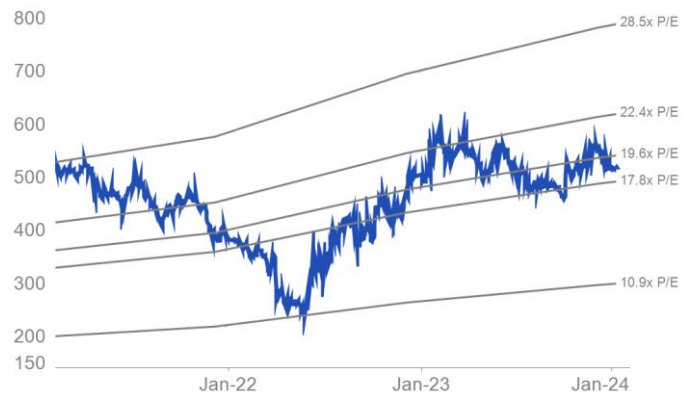
本中心採用現金流量折現評價法，根據加權平均資金成本(WACC) 10.24%及終期成長率 1%推得每股價值 623 元。我們認為現金流量折現評價法適用於推估寶雅股票價值，主因該方式反映 1) 公司營運成長來自於扎實的展店計畫；2) 資本投資效益提升下帶來之強勁現金流。加權平均資金成本 10.24%係根據以下假設值計算：

- ▶ 取寶雅過去 8 年 WACC 區間 4%-14%的中上緣，將寶雅權益成本設定為 10.4%，以反映展店使獲利波動度增加。寶雅 4Q23 帳上長期負債 9.16 億元，利率設為 1.5%。
- ▶ 稅率 20%假設係根據公司歷史稅率走勢推估。
- ▶ 假設公司自由現金流量永續成長率為 1%，反映台灣零售市場成長性。

最終目標價 605 元，維持「買進」評等

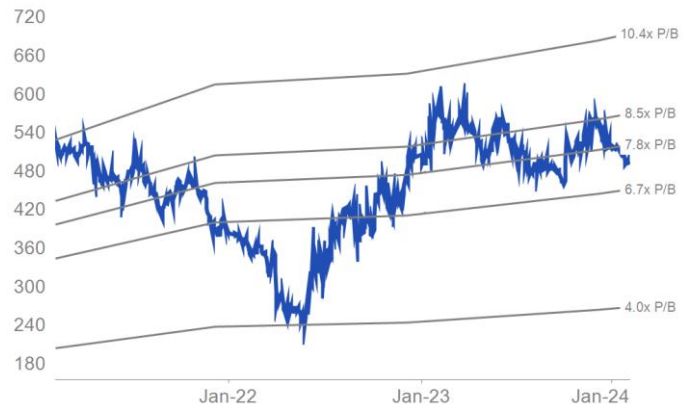
寶雅 2022-25 年預估獲利 CAGR 為 15%，考量國際藥妝同業 2023-2024 年本益比區間為 21-22 倍，給予 22 倍目標本益比，尚屬合理；DCF 模型則適度反映寶雅中長期營運受惠於寶雅不同店型的展店動能。基於 P/E 與 DCF 評價之平均推估目標價 605 元，拓展新店型有利同店營收成長，長期店數可望倍增，維持「買進」評等。

圖 6：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 8：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
寶雅	5904 TT	買進	491.0	1,588	24.41	26.94	30.02	20.1	18.2	16.4	20.5	10.4	11.4
國外同業													
Welcia	3141 JT	未評等	2826.0	3,932	137.5	131.4	138.9	20.6	21.5	20.3	8.3	(4.4)	5.7
松本清	3088 JT	未評等	2481.0	7,062	99.6	123.7	132.0	24.9	20.1	18.8	6.2	24.2	6.7
Ulta Beauty	ULTA US	未評等	548.6	27,154	23.0	25.5	27.0	23.9	21.5	20.3	26.8	11.0	5.8
國外同業平均					86.7	93.6	99.3	23.1	21.0	19.8	13.8	10.3	6.1
國內同業													
統一超	2912 TT	買進	269.5	8,848	11.0	12.1	12.5	24.6	22.4	21.6	22.8	10.0	3.5
全家	5903 TT	未評等	187.0	1,343	7.4	8.7	--	25.4	21.5	--	(10.7)	18.3	--
大樹	6469 TT	未評等	306.0	1,199	6.0	7.8	9.6	51.5	39.3	32.0	(7.0)	31.0	22.6
國內同業平均					8.1	9.5	11.0	33.8	27.7	26.8	1.7	19.7	13.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 9：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
寶雅	5904 TT	買進	491.0	1,588	40.0	40.8	41.5	61.04	66.00	72.31	8.0	7.4	6.8
國外同業													
Welcia	3141 JT	未評等	2826.0	3,932	13.7	11.8	11.5	1073.1	1186.1	1294.3	2.6	2.4	2.2
松本清	3088 JT	未評等	2481.0	7,062	8.9	10.4	10.3	1164.4	1237.5	1332.8	2.1	2.0	1.9
Ulta Beauty	ULTA US	未評等	548.6	27,154	68.6	59.8	50.7	37.4	47.3	57.6	14.7	11.6	9.5
國外同業平均					30.4	27.3	24.2	758.3	823.6	894.9	6.5	5.3	4.5
國內同業													
統一超	2912 TT	買進	269.5	8,848	28.6	29.1	28.2	38.3	41.3	44.2	7.0	6.5	6.1
全家	5903 TT	未評等	187.0	1,343	26.3	30.1	30.9	34.1	37.7	42.5	5.5	5.0	4.4
大樹	6469 TT	未評等	306.0	1,199	22.5	24.8	26.2	29.6	35.0	40.8	10.3	8.7	7.5
國內同業平均					25.8	28.0	28.5	34.0	38.0	42.5	7.6	6.7	6.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 10：季度及年度簡明損益表 (合併)

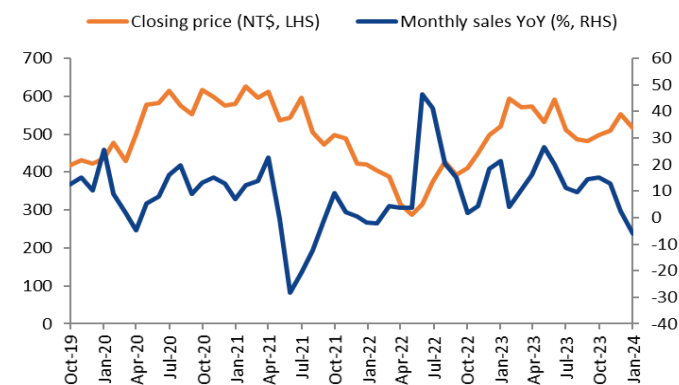
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	5,293	5,281	5,870	5,635	5,753	5,791	6,366	6,166	22,079	24,076
銷貨成本	2,925	3,095	3,258	3,063	3,178	3,198	3,512	3,360	12,341	13,249
營業毛利	2,368	2,186	2,611	2,572	2,586	2,408	2,845	2,827	9,738	10,666
營業費用	1,535	1,590	1,702	1,718	1,735	1,756	1,803	1,858	6,544	7,152
營業利益	834	596	910	854	851	652	1,041	969	3,193	3,514
業外利益	(12)	(7)	(18)	(4)	(8)	(8)	(6)	(8)	(41)	(29)
稅前純益	822	589	891	850	843	645	1,036	961	3,153	3,484
所得稅費用	(164)	(114)	(178)	(170)	(169)	(129)	(207)	(192)	(627)	(697)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	658	475	713	680	674	516	829	769	2,525	2,787
調整後每股盈餘(NT\$)	6.36	4.59	6.89	6.57	6.52	4.98	8.01	7.43	24.41	26.94
調整後加權平均股數(百萬股)	103	103	103	103	103	103	103	103	103	103
重要比率										
營業毛利率	44.7%	41.4%	44.5%	45.6%	44.9%	41.6%	44.7%	45.8%	44.1%	44.3%
營業利益率	15.7%	11.3%	15.5%	15.2%	14.8%	11.3%	16.4%	15.7%	14.5%	14.6%
稅前純益率	15.5%	11.2%	15.2%	15.1%	14.6%	11.1%	16.3%	15.6%	14.3%	14.5%
稅後純益率	12.4%	9.0%	12.1%	12.1%	11.7%	8.9%	13.0%	12.5%	11.4%	11.6%
有效所得稅率	20.0%	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	19.9%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	3.0%	-0.2%	11.2%	-4.0%	2.1%	0.6%	9.9%	-3.1%		
營業利益	-0.1%	-28.5%	52.6%	-6.1%	-0.4%	-23.3%	59.6%	-6.9%		
稅後純益	0.2%	-27.7%	50.0%	-4.7%	-0.8%	-23.5%	60.7%	-7.2%		
調整後每股盈餘	-1.1%	-27.7%	50.0%	-4.7%	-0.8%	-23.5%	60.7%	-7.2%		
年增率(%)										
營業收入	12.3%	20.8%	11.8%	9.6%	8.7%	9.7%	8.4%	9.4%	13.4%	9.0%
營業利益	28.4%	61.6%	14.6%	2.4%	2.0%	9.5%	14.5%	13.5%	20.7%	10.0%
稅後純益	30.2%	65.6%	15.0%	3.6%	2.5%	8.5%	16.2%	13.1%	22.1%	10.4%
調整後每股盈餘	28.5%	63.4%	13.5%	2.2%	2.5%	8.5%	16.2%	13.1%	20.5%	10.4%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標"A"為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

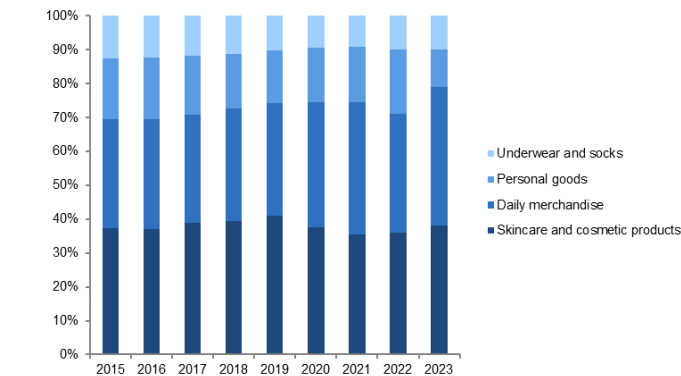
寶雅國際成立於 1985 年，旗下有「寶雅」、「寶家」兩大通路。「POYA 寶雅」為台灣個人美妝生活用品專賣店龍頭，截至 4Q23，全國寶雅總店數達 365 家，會員人數已超過 680 萬人，提供從國內外美妝保養品、開架及醫美保健品牌、各式帽襪、內著服飾、百搭配件、生活良品、居家美學、各國休閒食品飲料、繽紛飾品、品牌專櫃等多元品類，提供多達 6 萬多項的優良嚴選商品，其賣場坪數平均為 300 多坪，以營造明亮寬敞、豐富精彩的購物環境，滿足顧客一次購足所需用品的期待。2019 年正式推出居家生活用品通路「POYA HOME 寶家」，截至 4Q23 全台共 30 家店，未來公司將專注於拓展寶雅+寶雅店中店。

圖 11：寶雅月營收年增率與股價走勢正相關



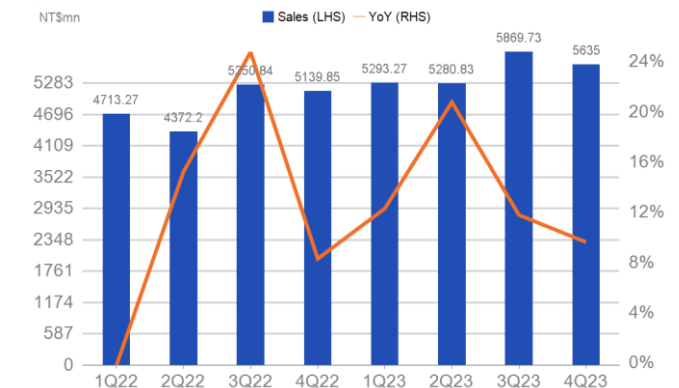
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：營收組成



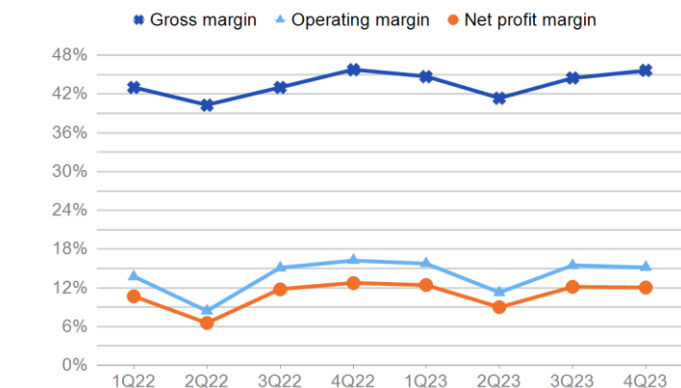
資料來源：公司資料

圖 13：營收趨勢



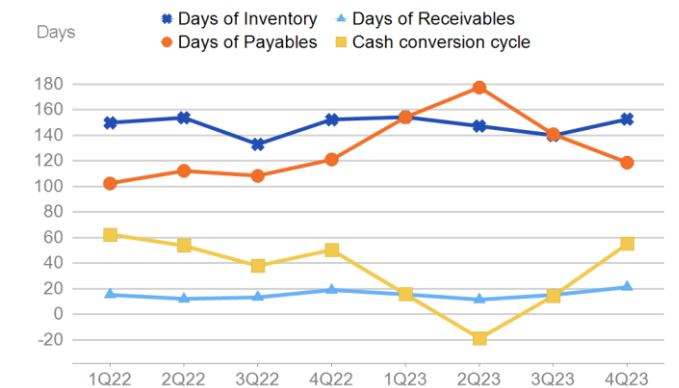
資料來源：CMoney、公司資料

圖 14：毛利率、營益率、淨利率



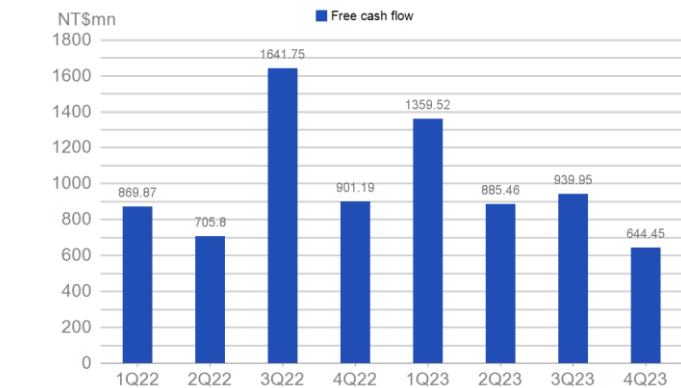
資料來源：CMoney、公司資料

圖 15：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- **ESG 總分：** 寶雅整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，在百貨行業中的公司中排名略微領先同業。
 - **在 ESG 議題上的曝險：** 寶雅的整体曝險屬於低等水準，略優於百貨行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、商業道德和低碳運營等。
 - **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 寶雅在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力很強大，表明對投資者和公眾高度負責。寶雅有一些舉措來管理與重大 ESG 問題相關的風險，但是在關鍵領域缺乏政策和計劃。儘管如此，寶雅並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 17：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	19.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	25.9
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	28.5
風險評級	低 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	25

資料來源：Sustainalytics (2024/3/1)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

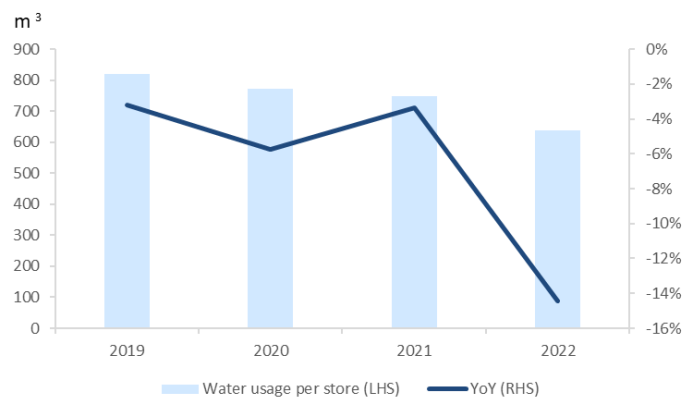
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

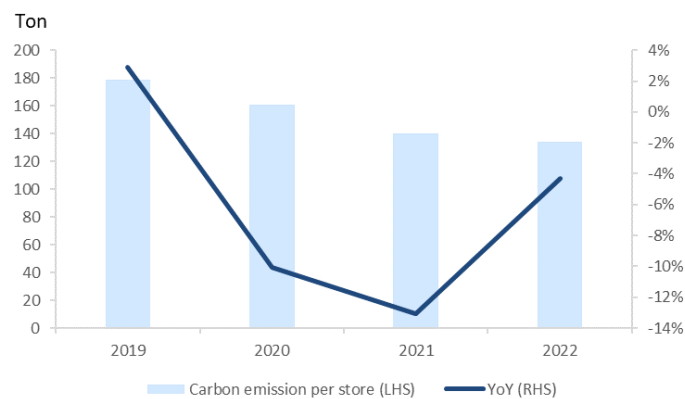
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 18：平均單店用水量



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：平均單店碳排放



資料來源：公司資料、元大投顧

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	2,861	2,587	1,994	2,480	2,729
存貨	4,411	4,975	5,328	5,450	6,219
應收帳款及票據	1,041	1,248	1,452	1,434	1,502
其他流動資產	86	74	57	57	57
流動資產	8,399	8,884	8,832	9,422	10,507
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	3,517	3,339	3,688	3,688	3,688
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	13,095	12,162	13,191	12,385	11,037
非流動資產	16,611	15,501	16,879	16,073	14,725
資產總額	25,010	24,386	25,711	25,495	25,232
應付帳款及票據	2,635	3,221	3,129	3,174	3,409
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	4,125	4,112	4,369	4,369	4,369
流動負債	6,761	7,333	7,499	7,544	7,778
長期借款	2,191	913	916	916	916
其他負債及準備	11,075	10,069	10,981	10,206	9,056
長期負債	13,266	10,982	11,897	11,122	9,972
負債總額	20,026	18,315	19,396	18,666	17,750
股本	1,009	1,022	1,035	1,035	1,035
資本公積	777	897	1,058	1,058	1,058
保留盈餘	3,198	4,152	4,221	4,736	5,388
什項權益	0	0	0	0	0
歸屬母公司之權益	4,984	6,070	6,314	6,828	7,481
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	4,984	6,070	6,314	6,828	7,481

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	1,840	2,068	2,525	2,787	3,105
折舊及攤提	2,276	2,390	2,529	2,681	2,848
本期營運資金變動	(170)	(205)	(644)	(59)	(602)
其他營業資產 及負債變動	11	338	394	0	0
營運活動之現金流量	3,957	4,591	4,804	5,409	5,351
資本支出	(842)	(472)	(975)	(1,050)	(1,050)
本期長期投資變動	0	0	(23)	0	0
其他資產變動	(90)	(123)	394	0	0
投資活動之現金流量	(933)	(596)	(1,093)	(1,050)	(1,050)
股本變動	32	13	0	0	0
本期負債變動	1,417	(1,537)	(105)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(1,827)	(1,109)	(2,442)	(2,273)	(2,453)
其他調整數	(1,509)	(1,635)	(1,758)	(1,600)	(1,600)
融資活動之現金流量	(1,887)	(4,269)	(4,305)	(3,873)	(4,053)
匯率影響數	--	--	0	0	0
本期產生現金流量	1,137	(274)	(593)	487	248
自由現金流量	3,114	4,119	3,829	4,359	4,301

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	17,469	19,476	22,079	24,076	26,481
銷貨成本	(9,806)	(11,069)	(12,341)	(13,249)	(14,557)
營業毛利	7,663	8,407	9,738	10,666	11,760
營業費用	(5,340)	(5,761)	(6,544)	(7,152)	(7,849)
推銷費用	(4,731)	(5,116)	(5,847)	(6,414)	(7,042)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(609)	(645)	(698)	(738)	(807)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	2,323	2,646	3,193	3,514	3,911
利息收入	2	7	21	3	3
利息費用	(154)	(162)	(166)	(174)	(174)
利息收入淨額	(151)	(155)	(146)	(170)	(170)
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	0	0	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	128	97	105	141	141
稅前純益	2,300	2,588	3,153	3,484	3,882
所得稅費用	(460)	(520)	(627)	(697)	(776)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	1,840	2,068	2,525	2,787	3,105
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,729	5,138	5,722	6,195	6,759
調整後每股盈餘 (NT\$)	18.25	20.26	24.41	26.94	30.02

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	(0.4)	11.5	13.4	9.0	10.0
營業利益	(12.3)	13.9	20.7	10.1	11.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	(0.2)	8.7	11.4	8.3	9.1
稅後純益	(12.8)	12.4	22.1	10.4	11.4
調整後每股盈餘	(15.5)	11.0	20.5	10.4	11.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	43.9	43.2	44.1	44.3	44.4
營業利益率	13.3	13.6	14.5	14.6	14.8
稅前息前淨利率	12.3	12.5	14.5	14.6	14.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	27.1	26.4	25.9	25.7	25.5
稅前純益率	13.2	13.3	14.3	14.5	14.7
稅後純益率	10.5	10.6	11.4	11.6	11.7
資產報酬率	7.6	8.4	10.1	10.9	12.2
股東權益報酬率	37.5	37.4	40.0	40.8	41.5
穩定/償價能力分析					
負債權益比 (%)	401.8	301.7	307.2	273.4	237.3
淨負債權益比(%)	(13.5)	(27.6)	(17.1)	(22.9)	(24.2)
利息保障倍數 (倍)	16.0	17.0	20.0	21.1	23.4
流動比率 (%)	124.2	121.2	117.8	124.9	135.1
速動比率 (%)	57.9	52.5	46.7	52.7	55.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(670)	(1,674)	(1,078)	(1,564)	(1,812)
調整後每股淨值 (NT\$)	49.39	59.40	61.04	66.00	72.31
評價指標 (倍)					
本益比	26.9	24.2	20.1	18.2	16.4
股價自由現金流量比	16.2	12.3	13.2	11.6	11.8
股價淨值比	9.9	8.3	8.0	7.4	6.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	10.7	9.8	8.8	8.2	7.5
股價營收比	2.9	2.6	2.3	2.1	1.9

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

實雅 (5904 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.