

統一超 (2912 TT) PCSC

快速展店使費用維持高檔，但市佔率持續提升

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$325.0

收盤價 (2024/03/08) : NT\$268.5
隱含漲幅 : 21.0%

營收組成 (4Q23)

台灣 7-11 60%、菲律賓 7-11 15%、物流事業 4%、餐飲事業 5%、日用百貨 5%、其他 11%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	325.0	365.0
2024年營收 (NT\$/十億)	331.6	327.6
2024年EPS	10.9	12.1

交易資料表

市值	NT\$279,130百萬元
外資持股比率	26.2%
董監持股比率	45.9%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$38.34
負債比	81.4%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (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	290,434	317,042	331,568	342,057
營業利益	12,340	13,750	14,305	15,082
稅後純益	9,282	10,614	11,369	11,776
EPS (元)	8.93	10.21	10.94	11.33
EPS YoY (%)	4.7	14.4	7.1	3.6
本益比 (倍)	30.1	26.3	24.6	23.7
股價淨值比 (倍)	7.7	7.4	7.0	6.6
ROE (%)	25.0	28.1	28.5	27.9
現金殖利率 (%)	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
現金股利 (元)	9.00	9.00	9.00	9.06

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

快速展店使營業費用較高，4Q23 營業利益年減 2%，低於預期 21%。

鮮食、咖啡新產品推出，預估 2024 年台灣 7-11 淨展 200 家店以上、PSD 年增 1%，菲律賓 7-11 淨展 300 家店以上、PSD 年增中個位數。

展店使費用較高，下調 2024 年 EPS 9%至 10.94 元，但市佔率提升，目標價 325 元(30 倍 2024 年本益比及 DCF 評價平均)，建議買進。

4Q23 營業利益年減 2%，低於預期 21%，主因營業費用較高

統一超 4Q23 營收 814.5 億元，QoQ-1.3%/YoY+7.5%，受惠於 1) 台灣 7-11 單店單日營業額(PSD)年增 2-3%，2023 年淨展 228 家店(YoY+3.4%)，帶動台灣 7-11 營收 YoY+6-7%；及 2) 菲律賓 7-11 PSD 年增 8-9%，2023 年淨展 375 家店(YoY+11%)，帶動菲律賓 7-11 營收 YoY+20-21%。惟認列較多展店、數位投資費用，以及併購相關顧問費 2.4 億元，營業利益 29.0 億元，QoQ-25.6%/YoY-2.1%，低於元大/市場預期 20.7%/14.2%。4Q23 EPS 2.12 元，QoQ-27.4%/YoY+11.9%，低於元大/市場預期 26%/16.4%。

鮮食、咖啡等差異化商品為便利商店成長動能

展望 1Q24，台灣 7-11 PSD 預估年增低個位數，店數亦較去年同期成長 3-4%，預估營收 QoQ-1.7%/YoY+6.0%。4Q23 台灣 7-11 鮮食營收成長 13-14%，飲料營收成長 6-7%，優於平均，跟飯店餐廳聯名合作使口味升級、商品差異化，台灣 7-11 持續開發 City Cafe 新產品，包括年輕人喜歡的重乳拿鐵、健康的燕麥奶、水果風味飲品等，預計 2024 年台灣 7-11 淨展 200-300 家店、PSD 年增 1%。受惠於後疫情人流復甦，烤雞、包子等鮮食銷售佳，預計 2024 年菲律賓 7-11 淨展 300-400 家店、PSD 年增中個位數。

電商物流佈局完整，數位投資提升會員貢獻度

統一超的 B2C 電商"i 預購"、C2C 電商"賣貨便"、B2B2C/C2C 電商"iOpen Mall"發展，皆受惠於長期電商成長趨勢，7-11 在台灣擁有接近 7,000 家店，其便利性亦為民眾網購到店取貨很好的選擇。2024 年連假天數減少，使台灣整體電商市場成長加速，預估 2024 年台灣 7-11 EC 傭金收入、統一速達營收年增低個位數。OPEN POINT 會員人數達 1,700 萬人，活躍會員佔比 45-50%，2023 年會員貢獻 51~52%營收，中長期目標會員營收貢獻比例提升到 6 成。快速展店、數位投資使費用維持高檔，下調 2024/2025 年 EPS 9%/9%至 10.94 元/11.33 元，但持續投資讓公司市佔率提升，建議買進。

營運分析

4Q23 營業利益年減 2%，低於預期 21%，主因營業費用較高

統一超 4Q23 營收 814.5 億元，QoQ-1.3%/YoY+7.5%，優於預期 4.0%，受惠於 1) 台灣 7-11 單店單日營業額(PSD)年增 2-3%，2023 年淨展 228 家店(YoY+3.4%)，帶動台灣 7-11 營收 YoY+6-7%；2) 菲律賓 7-11 PSD 年增 8-9%，2023 年淨展 375 家店(YoY+11%)，帶動菲律賓 7-11 營收 YoY+20-21%；及 3) 在展店及同店營收成長帶動下，康是美/星巴克營收分別年增 10-11%/7-8%。4Q23 毛利率 34.2%，QoQ-0.2ppt/YoY+0.1ppt，優於元大/市場預期 0.3ppt/flat，主因鮮食、飲料營收成長強勁，但低毛利率香菸營收表現平淡，使產品組合較佳。惟 4Q 認列較多展店、數位投資費用，以及併購相關顧問費 2.4 億元，營業利益 29.0 億元，QoQ-25.6%/YoY-2.1%，低於元大/市場預期 20.7%/14.2%。統一超持有家樂福 30%股權，4Q23 家樂福獲利僅 1,400 萬元，低於統一集團併購家樂福前一季 5.2 億元的獲利，主因為了增加正職員工比例，使得家樂福員工薪資費用增加，且年終獎金認列在 4Q，使得 4Q23 採用權益法認列之關聯企業及合資損益僅 3,563 萬元，遠低於 1Q23 的 1.49 億元，低於預期，不過利息收入較高，業外收入 7.71 億元，符合預期。4Q23 EPS 2.12 元，QoQ-27.4%/YoY+11.9%，低於元大/市場預期 26%/16.4%。展望後市，統一集團仍會持續擴大家樂福超市業務，目前台灣家樂福超市有 250 多家，相較全聯的 1,169 家還有很大成長空間，預估未來統一超一季權益法認列利益 3,500-5,000 萬元。

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	75,789	82,531	81,450	-1.3%	7.5%	78,297	81,039	4.0%	0.5%
營業毛利	25,854	28,374	27,829	-1.9%	7.6%	26,534	27,672	4.9%	0.6%
營業利益	2,966	3,903	2,903	-25.6%	-2.1%	3,662	3,382	-20.7%	-14.2%
稅前利益	3,249	4,549	3,674	-19.2%	13.1%	4,396	3,922	-16.4%	-6.3%
稅後淨利	1,968	3,036	2,203	-27.4%	11.9%	2,979	2,634	-26.0%	-16.4%
調整後 EPS (元)	1.89	2.92	2.12	-27.4%	11.9%	2.87	2.53	-26.0%	-16.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	34.1%	34.4%	34.2%	-0.2	0.1	33.9%	34.1%	0.3	0.0
營業利益率	3.9%	4.7%	3.6%	-1.2	-0.4	4.7%	4.2%	-1.1	-0.6
稅後純益率	2.6%	3.7%	2.7%	-1.0	0.1	3.8%	3.3%	-1.1	-0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：4Q23 統一超旗下事業及轉投資營收 YoY 及展店狀況

事業群		4Q23 營收 YoY	4Q23 PSD YoY	2023 店數變化	4Q23 店數	主要業務
超商業	台灣 7-11	+6~7%	+2~3%	+228 (YoY+3.4%)	6,859	台灣連鎖便利商店
	菲律賓 7-11	+20~21%	+8~9%	+375 (YoY+11.1%)	3,768	菲律賓連鎖便利商店
物流事業	統一速達	+3~4%	-	-	-	宅配貨運業
日用百貨零售業	康是美	+10~11%	+2~3%	+32 (YTD+7.8%)	443	藥妝日用品百貨零售
餐飲業	星巴克	+7~8%	+6~7%	+17 (YTD+3.1%)	564	連鎖咖啡

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 3：統一超旗下事業及轉投資營收組成及稅前獲利組成

事業群		2019 年 營收佔比	2019 年 稅前獲利佔比	4Q23 營收佔比	4Q23 稅前獲利佔比	主要業務
超商事業	台灣 7-11	62%	67%	60%	39%	台灣連鎖便利商店
	菲律賓 7-11	12%	4%	15%	24%	菲律賓連鎖便利商店
物流事業	統一速達	5%	4%	4%	9%	宅配貨運業
日用百貨 零售業	康是美	5%	3%	5%	8%	藥妝日用品百貨零售
餐飲業	星巴克	4%	3%	5%	9%	連鎖咖啡
其他	其他	12%	19%	11%	11%	其他

資料來源：公司資料、元大投顧整理

營收持續受惠於展店及 PSD 成長，惟費用較高，下調 1Q24 EPS 預估 4.9%

展望 1Q24，台灣 7-11 單店單日營業額(PSD)預估年增低個位數，店數亦較去年同期成長 3-4%，預估 1Q24 統一超營收 QoQ-1.7%/YoY+6.0%至 800.3 億元，季減主因電商相關營收減少，較前次上調 1%。台灣 7-11 營業利益率低於預期，下調合併營業利益 3.4%，業外權益法認列利益較少，下調 1Q24 EPS 預估 4.9%至 2.74 元，QoQ+29.1%/YoY+0.9%。

圖 4：2024 年第 1 季財測與預估比較

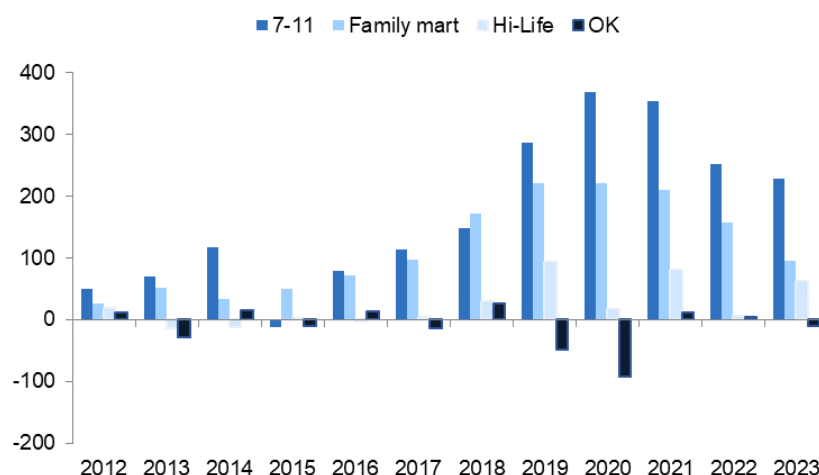
(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	75,474	81,450	80,030	-1.7%	6.0%	79,045	79,211	1.2%	1.0%
營業毛利	25,840	27,829	27,343	-1.7%	5.8%	26,825	26,734	1.9%	2.3%
營業利益	3,442	2,903	3,519	21.2%	2.2%	3,643	3,500	-3.4%	0.5%
稅前利益	4,087	3,674	4,197	14.2%	2.7%	4,410	4,150	-4.8%	1.1%
稅後淨利	2,821	2,203	2,845	29.1%	0.9%	2,993	2,857	-4.9%	-0.4%
調整後 EPS (元)	2.71	2.12	2.74	29.1%	0.9%	2.88	2.75	-4.9%	-0.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	34.2%	34.2%	34.2%	0	-0.1	33.9%	33.8%	0.2	0.4
營業利益率	4.6%	3.6%	4.4%	0.8	-0.2	4.6%	4.4%	-0.2	0.0
稅後純益率	3.7%	2.7%	3.6%	0.9	-0.2	3.8%	3.6%	-0.2	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

鮮食、咖啡等差異化商品為台灣 7-11 成長動能

4Q23 台灣 7-11 營收成長 6-7%，受惠於 PSD 成長 2-3%、2023 年淨展 228 家店至 6,859 家店，優於同業(圖 5)。4Q23 台灣 7-11 鮮食營收成長 13-14%，飲料(包括咖啡)營收成長 6-7% (圖 6)。7-11 跟飯店餐廳合作，聯名合作使口味升級、商品差異化，聯名商品、麵類、配菜區即食品銷售表現佳，鮮食口味的升級，將有利於台灣 7-11 搶攻外食市場，鮮食營收佔商品銷售比例已從五年前的 19%提升至目前的 24%。台灣約 4 成民眾每天至少喝一杯咖啡，平均每人每年約喝 122 杯咖啡，相比日本、美國平均每人每年喝 400 杯咖啡，還有成長空間，在現代人講求快速、喝咖啡提振精神的趨勢下，預期便利商店咖啡事業將蓬勃發展，台灣 7-11 持續開發新產品，包括年輕人喜歡的重乳拿鐵、健康的燕麥奶、水果風味飲品等，2024 年更擴大導入單杯萃茶機，使現萃茶銷售時間更彈性，減少報廢率，管理層預期 2024 年將有 3,000 家門市販售現萃茶，全部都會採用單杯萃茶機。展望 2024 年，預估台灣 7-11 展店 200-300 家(YoY+2.9-4.4%)、PSD 成長 1%，便利商店持續推出鮮食、咖啡新產品，搶攻外食市場為成長動能。

圖 5：台灣便利商店淨店數年變化



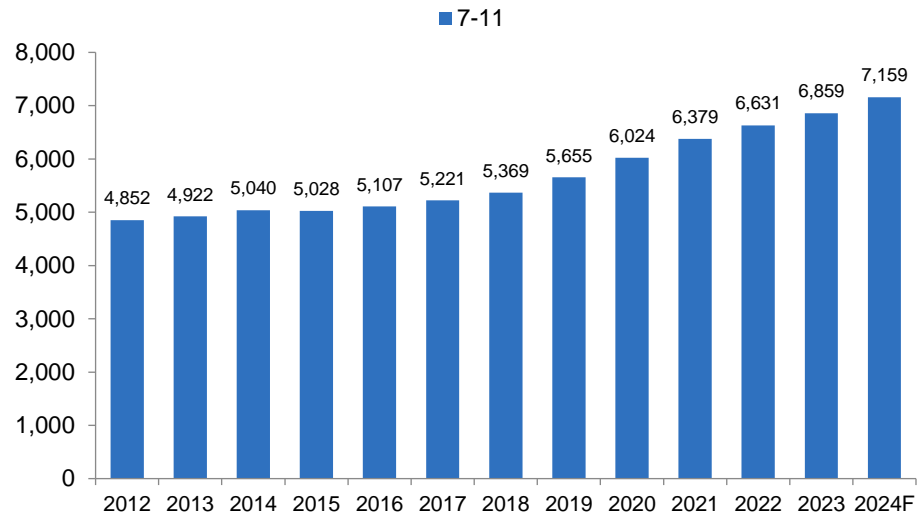
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 6：台灣 7-11 產品別營收佔比及營收年增率

產品類別	2022 年		2023 年	
	營收佔比	YoY	營收佔比	YoY
鮮食	21%	+20%	23%	+15~16%
出版品	4%	+9~10%	3%	+19~20%
飲料 (包括咖啡)	31%	+7~8%	34%	+10~11%
手續費	6%	+5%	6%	-0~1%
一般食品	9%	+7~8%	9%	+9~10%
非食品	29%	+2~3%	27%	-0~1%

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 7：台灣 7-11 店家數及預估

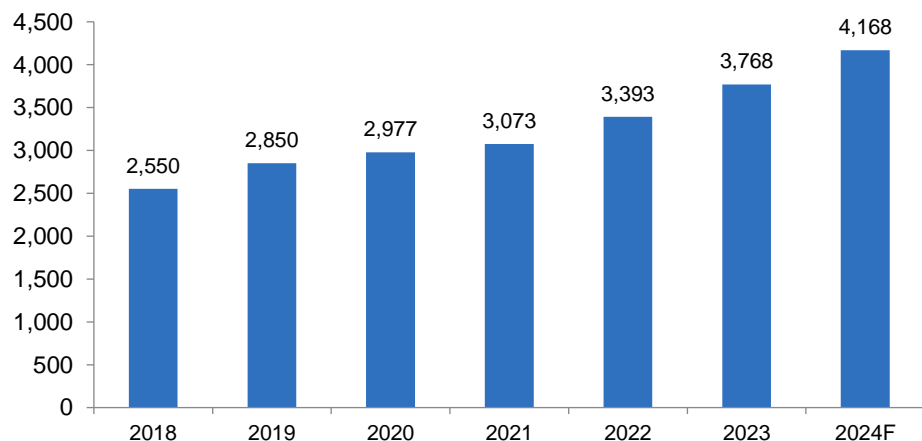


資料來源：公司資料、元大投顧預估

菲律賓 7-11 仍在快速成長期，店數及 PSD 還有倍數成長空間

4Q23 菲律賓 7-11 營收年增 20-21%，主因店數年增 11.1%、PSD 年增 8-9%，受惠於後疫情人流復甦，PSD 已超越 1Q19 疫情前低雙位數，菲律賓人喜歡重口味飲食，烤雞、包子在菲律賓 7-11 都賣得很好。2023 年淨展 375 家至 3,768 家店，預估 2024 年全年將淨展 300-400 家店（圖 8），比照泰國 7-11 展店速度，管理層預期菲律賓 7-11 店數將在 4-5 年內達 5,000 家。根據通路訪查，2022 年 7-11 在菲律賓便利商店市場店數市佔率持穩在 6 成以上，其次為 Alfamart（佔 25%）及 Ministop（佔 8%）。目前菲律賓 7-11 的 PSD 約 6 萬初披索（3 萬多台幣），相比台灣 7-11 還有一倍成長空間，預估 2024 年菲律賓 7-11 的 PSD 年增中個位數，將強化鮮食、City Café（2022 年拓展至全門市）、生活雜貨及 EC 平台經營，菲律賓 7-11 傭金營收佔比僅 3-4%、咖啡營收佔比僅 2-3%，相比台灣 7-11 傭金營收佔比 6-7%、咖啡營收佔比 10-11%，還有很大提升空間。2023 年菲律賓 7-11 稅前淨利率 5-6%，優於台灣 7-11，主因人力費用較低，未來隨菲律賓經濟成長，菲律賓 7-11 店數及 PSD 持續成長，將提升獲利貢獻。

圖 8：菲律賓 7-11 店數持續成長



資料來源：公司資料、元大投顧整理

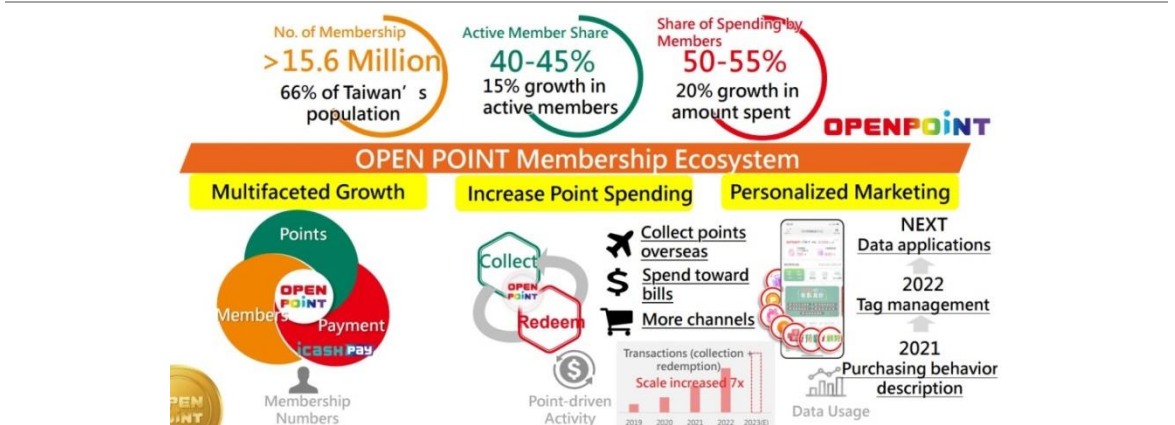
台灣電商成長趨勢明確，統一超物流佈局完整，並深耕數位會員經營

長期台灣電商滲透率還有一倍成長空間，統一超的 B2C 電商"i 預購"、C2C 電商"賣貨便"，皆受惠於此趨勢，7-11 在台灣擁有接近 7,000 家店，其便利性亦為民眾網購到店取貨很好的選擇，根據資策會 MIC 調查，高達 85.6%受訪者認為，到店取貨是消費者首選的取貨方式。台灣 7-11 EC 取貨件數而言，接近 50%來自蝦皮購物、20-30%來自"賣貨便"及"交貨便"、20%來自其他電商平台。4Q23 EC 佣金營收年減 2-3%，相比 1H23 衰退個位數收斂，隨 2024 年整體電商產業好轉，加上"賣貨便"及"交貨便"營收成長，預期 2024 年 EC 佣金營收年持平到低個位數成長，公司將持續耕耘"交貨便"、C2C 電商"賣貨便"，以及 B2B2C/C2C 電商 iOpen Mall，以期降低對蝦皮的依賴性。

另一方面，B2C 電商發展下，大型家電、日用品的配送則可交由統一速達(黑貓宅急便)配送，統一速達約 9 成營收來自企業客戶(主要為電商平台)，2019-2022 年統一速達營收 CAGR 達 4.4%，4Q23 統一速達營收年增 3-4%，較 1H23 營收衰退低個位數好轉，展望 2024 年，連假天數減少，2024 年台灣電商營收在基期降低下有望成長高個位數，預期 2024 年統一速達營收成長低個位數，主要反映電商包裹數的成長。

統一超商積極擴展 OPEN POINT APP 功能及數位會員機制，在 APP 上導入訂閱制、行動隨時取、i 預購(B2C 電商)、i 划算(團購功能)及 OPEN NOW (外送服務)等數位工具及服務。會員經營方面，持續拓展 OPEN POINT 會員點數生態圈(圖 9)，擴大串聯集團內外合作夥伴共 3 萬店通路，目前會員人數達 1,700 萬人，活躍會員(一個月內有消費)佔比 45-50%，2023 年會員貢獻 51~52%營收(相比 2022 年 45-50%營收貢獻提升)，中長期目標會員營收貢獻比例提升到 6 成，公司也利用會員消費大數據，推出客製化促銷方案，會員貢獻度及 APP 下載數持續提升，會員單筆交易金額較非會員高出超過三成。

圖 9：OPEN POINT 會員生態圈



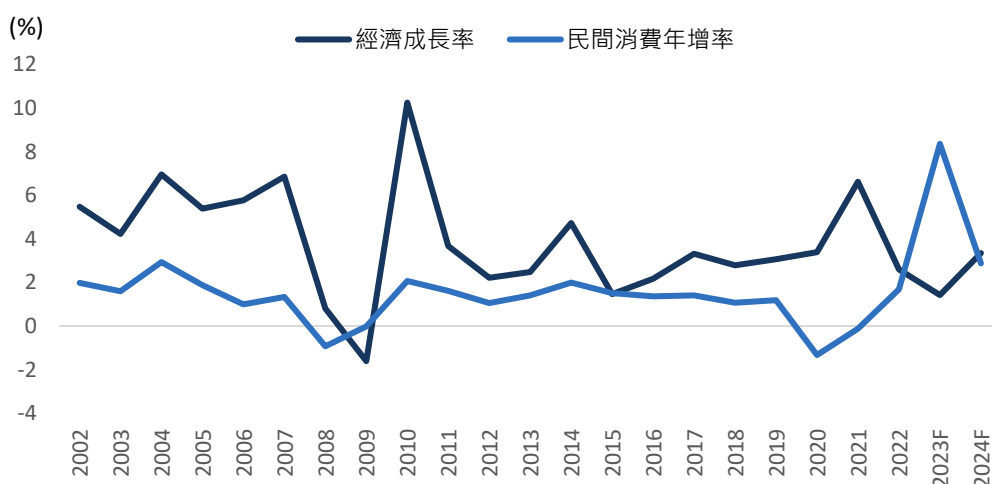
資料來源：公司資料

產業概況

主計處預估 2024 年台灣民間消費成長放緩，不過超額儲蓄可支撐消費動能

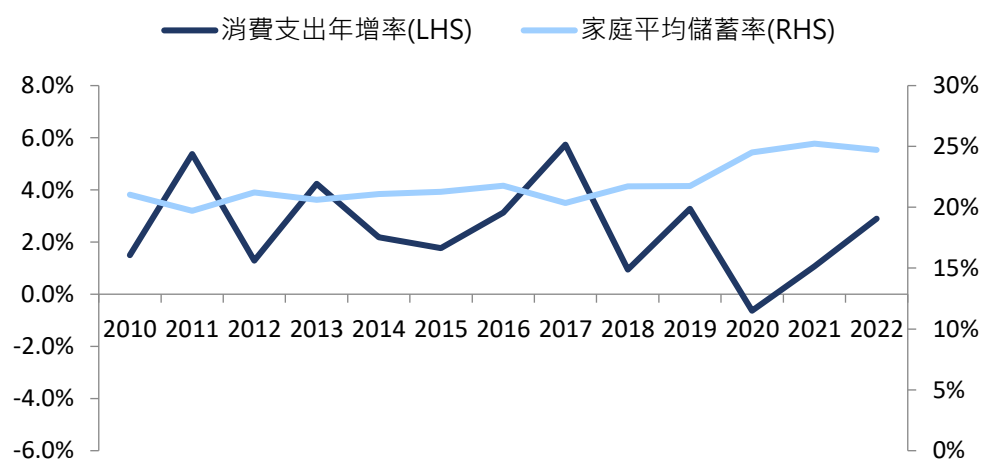
過去民間消費成長性與經濟成長率正相關，惟疫情期間呈逆相關(圖 10)。2020-2021 年外銷訂單大幅成長，經濟成長率達 3.39~6.62%，但防疫管制增加，使民間消費 YoY 降至-1.33%~-0.12%，期間家庭消費支出 YoY 落於-0.6%~+1.1%，使得家庭平均儲蓄率提升至 25%，高於過往平均 21% (圖 11)，隨 3Q22 防疫管制陸續鬆綁，觀光、旅行、商務交流快速成長，2022 年民間消費年增 3.75%、家庭消費支出年增 2.9%。隨著防疫管制鬆綁，生活回歸常軌，購物、餐飲與出遊明顯回升，台灣國內消費自 4Q21 以來穩定成長(圖 12)，又有政府普發現金推升消費動能，主計處預測 2023 年民間消費實質年增 8.36%，將創 18 年來新高，並較 2022 年成長加速。季度來看，1Q23/2Q23/3Q23 民間消費年增率分別為 6.41%/12.94%/9.23%，主計處預估 4Q23 民間消費年增率達 5.27%，旅遊需求維持強勁，使得近期實體零售營收優於預期。

圖 10：台灣經濟成長率與民間消費年增率趨勢



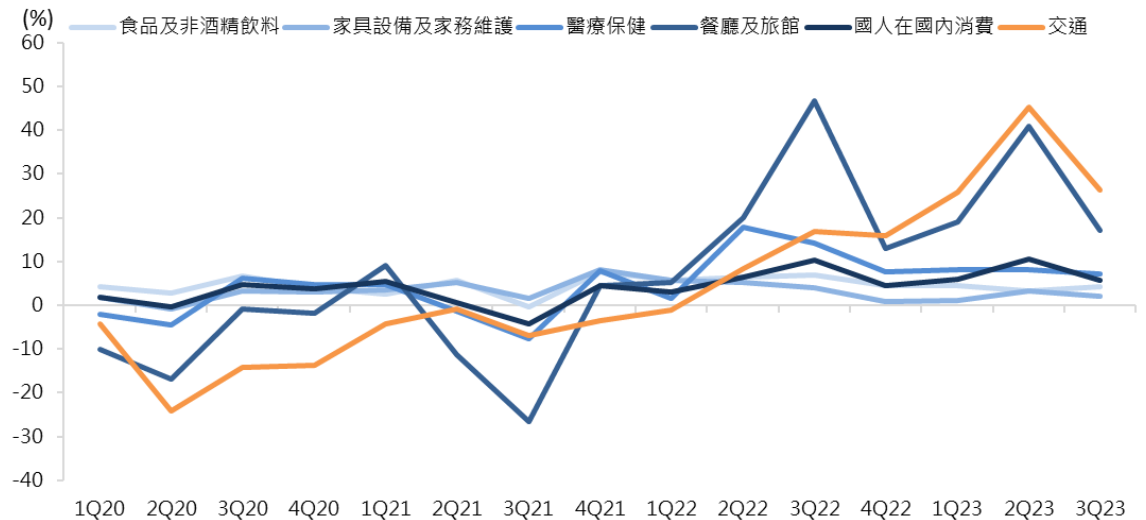
資料來源：行政院主計處、元大投顧整理

圖 11：歷年台灣消費支出與家庭平均儲蓄率變化



資料來源：行政院主計處、元大投顧整理

圖 12：台灣民間消費年增率趨勢 - 國內消費自 4Q21 以來穩定成長



資料來源：行政院主計總處、元大投顧整理

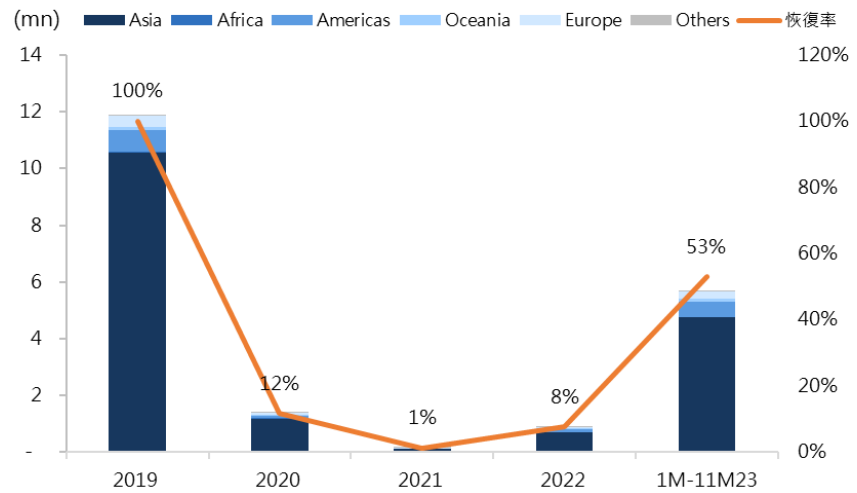
展望 2024 年，連假天數減少(圖 13)，可能使出遊意願降低，但後疫情實體店人流復甦延續，加上觀光客人數增加(圖 14)，使觀光商圈擴大，主計處預估 2024 年民間消費實質年增 2.88%，較 2023 年的年增 8.36%放緩，與過往民間消費 CAGR 2-3%相當。季度來看，主計處預測 1Q24/2Q24/3Q24/4Q24 民間消費年增率分別為 4.18%/2.85%/2.41%/2.13% (圖 15)，消費逐季降溫，反映薪資及總薪資(薪資乘上就業人口)成長的動能，已於 2Q23 出現大幅放緩的跡象(圖 16)，且基期逐漸墊高。不過根據主計處對於民間消費年增率預估數，本中心估計 2024 年家計累計額外儲蓄佔可支配所得仍維持在 18%高檔(圖 17)，與 2023 年相當，反映在目前民間消費年增假設基礎下，疫情前累積下來的超額儲蓄在 2024 年幾乎沒有被消耗，顯示後續 2024 年民間消費年增率還有上修空間。

圖 13：2024 年國定假日天數僅 23 天，較 2023 年少 16 天

國定假日	2023 年國定假期	連假天數	2024 年國定假期	連假天數
元旦	12/31 (六) - 01/02 (一)	3	12/30 (六) - 01/01 (一)	3
農曆春節	01/20 (五) - 01/29 (日)	10	02/08 (五) - 02/14 (三)	7
228 和平紀念日	02/25 (六) - 02/28 (二)	4	02/28 (三)	1
清明節	04/01 (六) - 04/05 (三)	5	04/04 (四) - 04/07 (日)	4
勞動節(*勞工適用)	04/29 (六) - 05/01 (一)	3	05/01 (三)	1
端午節	06/22 (四) - 06/25 (日)	4	06/08 (六) - 06/10 (一)	3
中秋節	09/29 (五) - 10/01 (日)	3	09/17 (二)	1
雙十國慶	10/07 (六) - 10/10 (二)	4	10/10 (四)	1
2025 元旦	12/30 (六) - 01/01 (一)	3	2024/12/31 (二) - 01/01 (三)	2
國定假日總天數		39		23

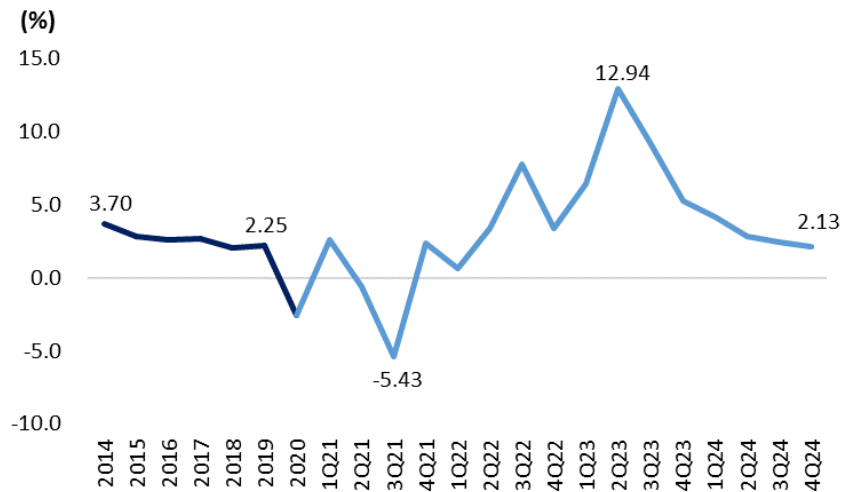
資料來源：行政院主計總處、元大投顧整理

圖 14：台灣入境旅客數持續回升



資料來源：交通部觀光署、元大投顧整理

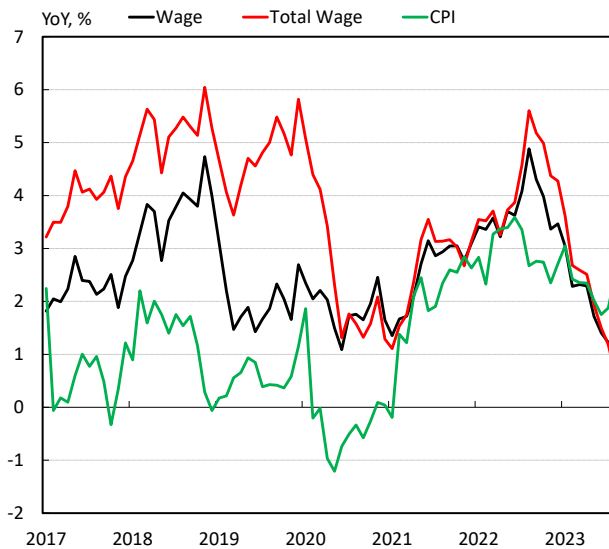
圖 15：台灣民間消費年增率趨勢



*深藍色段為年度數據，淺藍色段為季度數據。

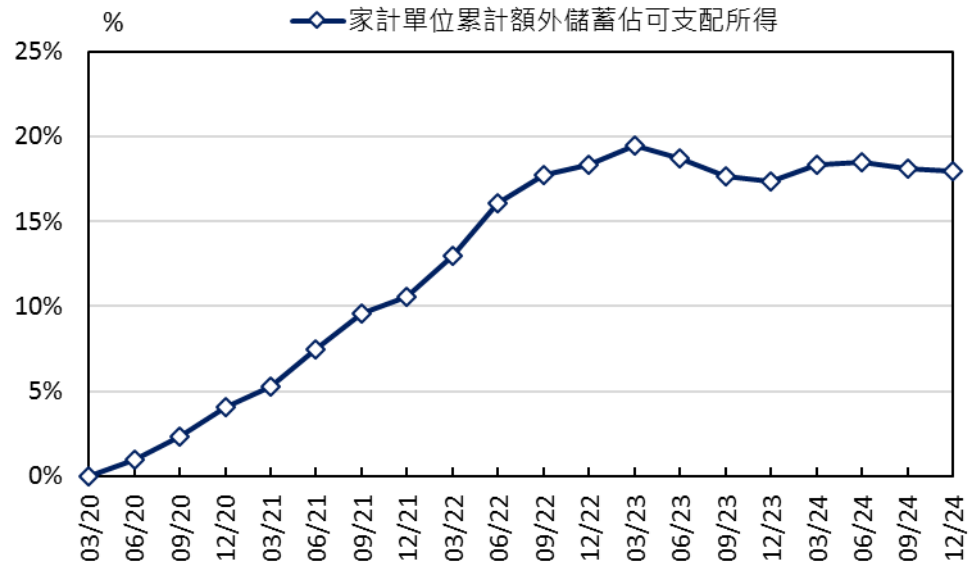
資料來源：行政院主計處、元大投顧整理

圖 16：薪資、總薪資、消費者物價年增率趨勢



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 17：家計單位累計額外儲蓄佔可支配所得趨勢

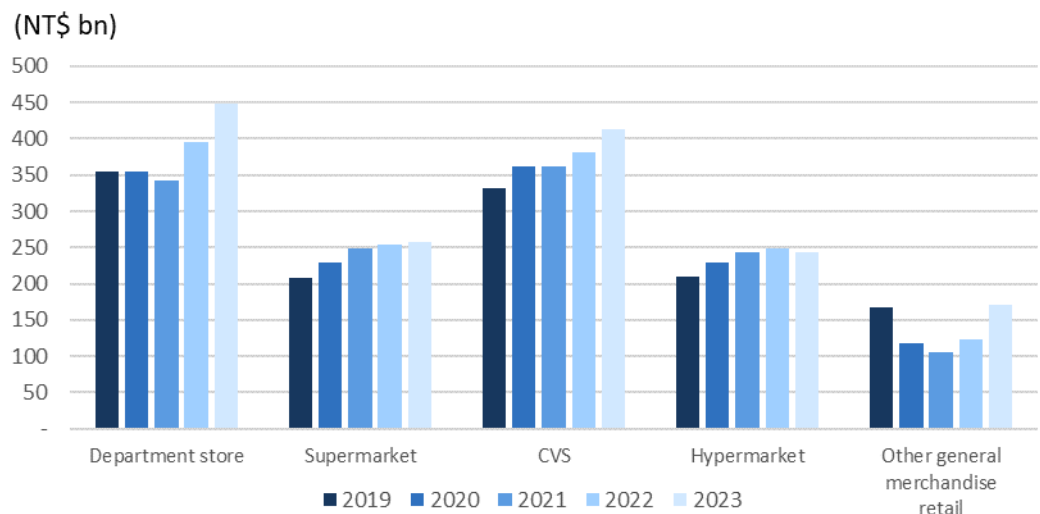


資料來源：經濟部主計處、元大投顧預估

受惠於解封後強勁的消費力道反彈，2023 年台灣零售業營業額年增 6.9%

台灣零售產業發展成熟，2010～2023 年間零售業規模年均複合成長率(CAGR)僅 2.2%，不過受惠於疫情管制解封後強勁的消費反彈力道，2023 年零售業營業額為 4 兆 5,759 億元，年增 6.9%，寫下 2004 年後近 18 年的新高紀錄。便利商店屬於綜合商品零售業的一類，2023 年綜合商品零售業營業額 1 兆 5,343 億元，年增 9.3%。2023 年百貨公司營業額 4,492 億元，年增 13.8%，成長居冠，主因百貨業於疫情期間受衝擊最大；其次為便利商店營業額 4,126 億元，年增 8.0%，受惠於通勤上班人潮回流，2023 年統一超/全家營收分別年增 9.2%/9.8%，成長優於產業；超級市場營業額 2,582 億元，年增 1.4%；量販店營業額 2,437 億元，年減 2.2%。2023 年實體零售線上銷售額年增 4.0%至 1,283 億元，年增率優於其他非店面零售業線上銷售的 0.23%，反映零售業朝向 OMO 線上線下整合經營的重要性日益攀升，2023 年布疋及服飾品零售業/綜合商品零售業/傢俱家庭用品專賣零售業之網路銷售額分別年增 17.1%/8.6%/4.6%，成長最強。

圖 18：台灣綜合商品零售業營業額變化



資料來源：經濟部統計處、元大投顧整理

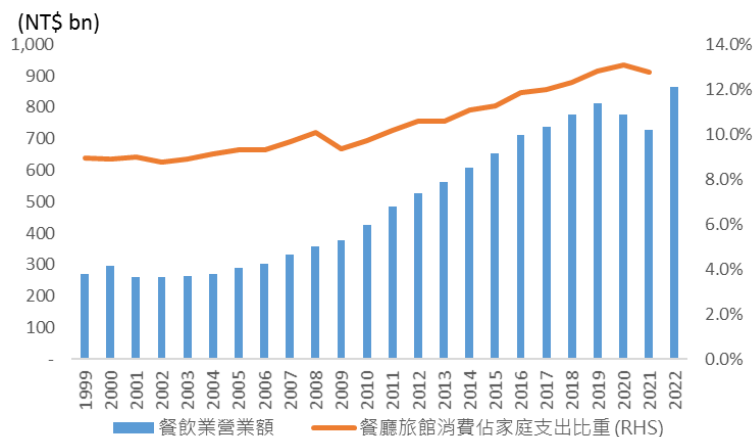
便利商店為長期零售趨勢，滿足外食文化、多元服務需求

根據通路訪查，2022 年台灣四大超商(7-11、全家、萊爾富、OK)合計店數達 13,045 萬家，年增 422 家。根據未來流通研究所 2021 年調查，在台灣，每 1,582 人就擁有一家超商門市，僅次於全球冠軍南韓的 1,200 人。便利商店除了販售支援顧客生活需求的商品，也是生活解決方案的提供者，台灣便利商店在多元服務上發揮到極致，四大超商透過多媒體事務機與店員的訓練，服務與時俱進，提供從停車費、水電費，到學費、信用卡、包裹等至少 2,000 種代收、代售服務，加入影印機、提款機等機器，部分門市配有用餐區、廁所，形成即使消費者不買東西，也會去便利商店的獨特模式，全年 24 小時營業、多樣化食品、各式服務皆為便利商店導客要素。

1980 年代起台灣女性紛紛投入就業市場，雙薪家庭成為現代家庭主要型態，每戶可支配所得逐年增加，加上都市化、小家庭趨勢，皆推動外食人口逐漸增加，目前台灣外食比例接近 7 成，尤其早餐、午餐比例最高，達 5-7 成，台灣晚餐外食比例約 3 成，佔比仍持續增加中。餐廳旅館消費佔家庭支出比重從 1999 年的 8.9% 提升至 2022 年的 13.8%，帶動餐飲業營業從 1999 年的 2,697 億元提升至 2022 年的 8,653 億元(YoY+18.9%)。2023 年為台灣擺脫疫情後第一年，報復性出遊帶動 2023 年餐飲業營業額年增 19% 至 1.03 兆元，創新高。

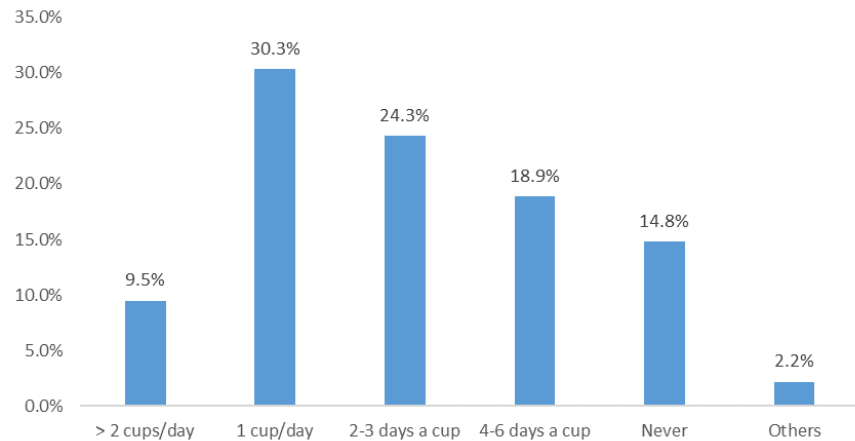
便利商店具經營彈性，逐步瓜分餐飲業、超市的市場份額：1) 以便利多元的鮮食搶攻外食市場，與快餐店、便當店競爭，疫情期間 7-11 跟五星級飯店合作，聯名合作使口味升級、商品差異化，近期五星級飯店聯名商品、麵類(如義大利麵、炒麵、湯麵、涼麵等)、配菜區即食品(如健身後食用雞胸肉)銷售表現佳，後疫情很多餐廳仍主動找 7-11 合作，在全台 6 千多家 7-11 門市上架聯名商品，以提升知名度。鮮食、飲料合計佔便利商店營收 5 成以上，在餐飲業市場成長下，預期未來鮮食、飲料仍是便利商店營收主要成長動能；2) 發展社區型超市，一開始便利商店僅設置 4°C 生鮮蔬果專區，滿足上班族、小家庭等主力客群就近購買優質生鮮食材需求，設有生鮮蔬果專區的 7-11/全家門市各達 1,000 家/300 家，2022 年起 OPEN!MART、Fami-Super 等首家超市店型陸續開幕，分食生鮮超市的份額；3) 此外，台灣飲食西化，喝咖啡人數成長，根據國際咖啡組織(ICO)統計，台灣人 2021 年消費 4.4 萬噸咖啡(佔全球總消費量的 0.45%)，咖啡消費總數約 28.5 億杯，約 4 成民眾每天至少喝一杯咖啡，平均每人每年約喝 122 杯咖啡，相比日本、美國平均每人每年喝 400 杯咖啡，還有成長空間。研調機構估計 2022 年台灣人消費 32 億杯咖啡，以平均每次消費 30 元來估計，2022 年台灣咖啡市場規模達 960 億元。在台灣購買便利商店咖啡的情形十分普遍，90.1% 咖啡族曾喝過統一超商咖啡，74.7% 咖啡族曾喝過全家便利商店咖啡。以營業額計算，7-11 City Café 市佔率約 17%、FamilyMart Lets Café 市佔率約 8%。在現代人講求快速、喝咖啡提振精神的趨勢下，預期便利商店咖啡事業將蓬勃發展。

圖 19：餐飲業營業額、餐廳旅館消費佔家庭支出比重逐年提升



資料來源：行政院主計處、經濟部統計處、元大投顧整理

圖 20：台灣人喝咖啡頻率統計



資料來源：網路溫度計民調中心、元大投顧整理

7-11、FamilyMart 往複合店發展，市佔率持續提升

一般而言，便利商店服務的商圈大小約 3,000 人，換算台灣僅能容納 7,000-8,000 家便利商店，但現在台灣便利商店密度為全球第二，每 1,582 人就擁有一家超商門市，除了台灣便利商店提供更多元服務，提升客流量，也反映便利商店業者正朝複合式經營，以瓜分日用百貨、生鮮超市、餐飲業等市場份額。統一超因應商圈及消費者生活型態需求，持續推出各式複合店型，除了強化便利商店的餐飲服務，針對不同商圈的 7-11 增設 Mister Donut (甜甜圈)、COLD STONE (冰淇淋)、21 Century (烤雞)、Semeur 聖娜(烘焙)、果汁 BAR、天素地蔬(素食)等櫃位，也開設如統一集團優質生活館、天素地蔬複合店、OPEN!MART、聖娜複合店等，滿足消費者多元的需求，具有複合元素的 7-11 門市約有 2,000-2,500 家。全家在餐飲服務強化上，提供霜淇淋、輕食櫃、SOHOT 炎選烤物等商品，也在超過 300 家門市販售生鮮蔬果，更進一步拓展咖啡複合店、Fami-Super 超市、洗衣複合店等店型。萊爾富在全台逾 800 家門市販售車輪餅，在 173 家門市販售生鮮商品，並引進 15 種異業合作型態，包括新上線的電動車充電樁、自助租車、自助換油機、電動機車充換電站、共享行動電源、自助加水站、自助洗衣店服務、熱便當機、娃娃機、VR 電競遊戲、3C 智慧家電、快速剪髮店等多元業態。反觀 OK 便利商店，往小型店鋪發展，包括 1) 推出完全獨立的自動販賣機「OK mini」，根據地點特性精選 600 種最適合超商商品上架，目前全台約有 400 台 OK mini；及 2) 近年 OK 便利商店專注於改善包裹配送流程，2022 年 3 月與蝦皮結盟，推出雙向寄件服務，專注於提升門市網購寄取生意，疫情期間也關掉一些經營不善店面。便利商店營收 5 成以上來自鮮食、飲料，故在既有便利商店門市強化餐飲服務，是最直接增加業績並推動店數成長的動能，此外，在統一超及全家發展超市等複合店時，常伴隨店坪數及單店營收的增加，可吸引不同消費族群，統一超、全家在複合店積極發展，帶動店數市佔率逐年提升。

圖 21：統一超複合型門市



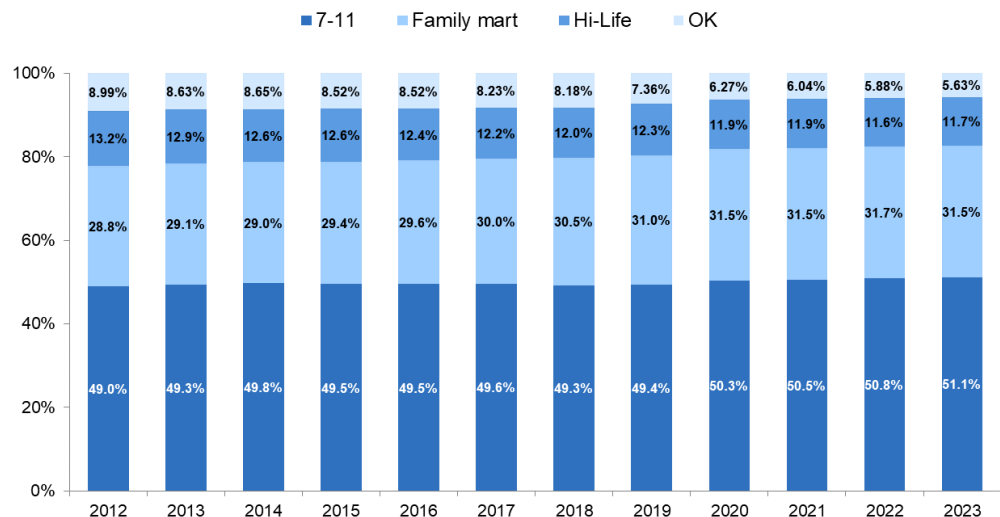
資料來源：統一超

圖 22：全家複合型門市



資料來源：全家

圖 23：台灣便利商店市佔率變化



資料來源：公司資料、元大投顧整理

獲利調整與股票評價

快速展店使費用維持高檔，下調 2024/2025 年獲利 9%/9%

疫情前台灣 7-11 營業利益率達 4% 以上，不過疫情期間快速展店，使單店營收下滑，即便後疫情實體店人流復甦，統一超積極推出鮮食、飲料新產品，帶動 2023 年台灣 7-11 單店營收創新高，不過人員薪資、租金、水電上漲，公司發展數位投資，且積極展店下，營業費用居高不下，2023 年台灣 7-11 營業利益率僅 3.4% (YoY+0.1ppt)，低於預期，管理層預期在快速展店下，台灣 7-11 營業利益率僅能逐年緩步成長，下調 2024/2025 年營業利益 7.0%/6.5%，業外認列家樂福權益法利益減少，下調 2024/2025 年 EPS 9.2%/9.2% 至 10.94 元/11.33 元，YoY+7.1%/+3.6%。

圖 24：2024 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	331,568	327,571	342,057	338,025	1.2%	1.2%
營業毛利	113,255	111,176	117,134	115,075	1.9%	1.8%
營業利益	14,305	15,386	15,082	16,133	-7.0%	-6.5%
稅前利益	17,200	18,456	17,976	19,204	-6.8%	-6.4%
稅後淨利	11,369	12,524	11,776	12,969	-9.2%	-9.2%
調整後 EPS (元)	10.94	12.05	11.33	12.47	-9.2%	-9.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	34.2%	33.9%	34.2%	34.0%	0.2	0.2
營業利益率	4.3%	4.7%	4.4%	4.8%	-0.4	-0.4
稅後純益率	3.4%	3.8%	3.4%	3.8%	-0.4	-0.4

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 325 元

設定目標本益比為 30 倍，我們認為尚屬合理，主因統一超為台灣便利商店龍頭，近年快速展店，以差異化的鮮食、咖啡持續搶攻台灣外食市場，並以到店取貨的便利性強化數位會員經營，轉投資菲律賓 7-11 也受惠於菲律賓經濟成長而有倍數成長空間，30 倍本益比相當於國際同業 2023 年本益比區間 12-35 倍中上緣，或相當於統一超過去三年本益比區間 22-31 倍上緣。基於 2024 年 EPS 10.94 元，及 30 倍目標本益比，推得目標價 325 元。

現金流量折現評價法 - 推估目標價 326 元

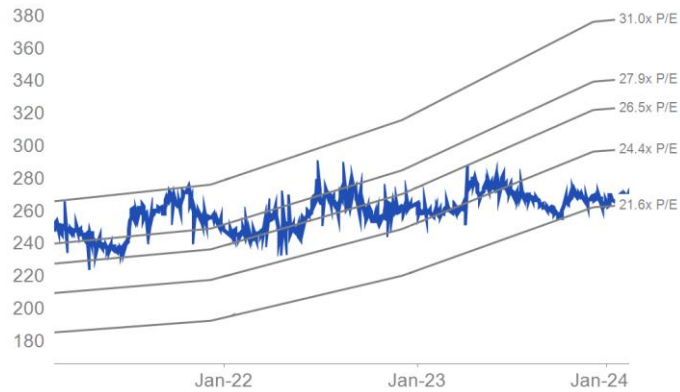
本中心採用現金流量折現評價法，根據加權平均資金成本(WACC) 6.88%及終期成長率 2%推得每股價值 326 元。我們認為現金流量折現評價法適合用於推估統一超股票價值，主因該方式反映 1) 公司營運成長來自於扎實的展店計畫；及 2) 投入資本回報率提升下帶來之強勁現金流。加權平均資金成本 6.88%係根據以下假設值計算：

- ▶ 假設無風險利率 4.03%、長期台股風險溢酬為 10%，及統一超 Beta 值 0.36，將統一超權益成本設定為 7.6%。4Q23 統一超帳上銀行借款合計 162 億元，將負債成本設定為 3.1%。
- ▶ 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 2%，反映台灣通貨膨脹率及台灣零售市場成長性。

最終目標價 325 元，給予「買進」評等

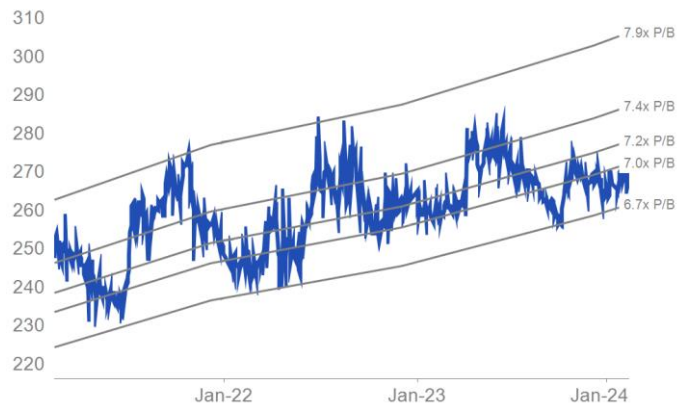
統一超為台灣便利商店龍頭，搶攻台灣外食市場，以到店取貨的便利性強化數位會員經營，轉投資菲律賓 7-11 店數及 PSD 還有倍數成長空間，給予統一超目標本益比 30 倍，相當於統一超過去三年本益比區間 22-31 倍上緣，尚屬合理；DCF 模型則適度反映統一超中長期營運受惠於台灣 7-11、菲律賓 7-11 展店動能。基於 P/E 與 DCF 評價之平均推估目標價 325 元，給予「買進」評等，近期台灣 7-11 快速展店，加上數位投資持續，使營業費用維持高檔，營業利益率僅能緩步擴張，但現在的投資是為將來的營運成長及市佔率提升做好準備，故維持正向看法。

圖 25：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 26：12 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 27：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
統一超	2912 TT	買進	268.5	9,004	10.21	10.94	11.33	26.3	24.6	23.7	14.4	7.1	3.6
國外同業													
Seven & I Holdings	3382 JT	未評等	2154.5	38,105	318.1	91.3	120.1	6.8	23.6	17.9	33.3	(71.3)	31.5
LAWSON	2651 JT	未評等	10285.0	6,847	296.9	480.2	499.6	34.7	21.4	20.6	31.3	61.8	4.1
CP ALL	CPALL BK	未評等	57.3	14,138	2.0	2.4	2.7	28.5	24.1	20.9	44.3	18.6	15.3
Dairy Farm-900	DFI SP	未評等	2.1	2,734	0.1	0.2	0.2	17.0	12.9	10.7	--	31.7	20.6
GS Retail	007070 KS	未評等	21750.0	1,719	1877.3	2496.7	2847.3	11.6	8.7	7.6	420.9	33.0	14.0
國外同業平均								19.7	18.1	15.5	132.4	14.7	17.1
國內同業													
全家	5903 TT	未評等	188.5	1,343	7.4	8.7	--	25.6	21.6	--	(10.7)	18.3	--
國內同業平均								25.6	21.6	--	(10.7)	18.3	--

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 28：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
統一超	2912 TT	買進	268.5	9,004	28.1	28.5	27.9	36.40	38.34	40.66	7.4	7.0	6.6
國外同業													
Seven & I Holdings	3382 JT	未評等	2154.5	38,105	8.7	7.1	8.6	3934.2	1368.3	1435.6	0.6	1.6	1.5
LAWSON	2651 JT	未評等	10285.0	6,847	8.9	16.7	16.6	2497.5	2855.2	3198.4	4.1	3.6	3.2
CP ALL	CPALL BK	未評等	57.3	14,138	19.3	17.8	19.1	12.4	13.5	15.0	4.6	4.3	3.8
Dairy Farm-900	DFI SP	未評等	2.1	2,734	16.9	20.5	22.9	0.8	0.9	1.0	2.7	2.4	2.2
GS Retail	007070 KS	未評等	21750.0	1,719	4.7	6.2	6.7	40323.7	41247.1	43032.3	0.5	0.5	0.5
國外同業平均					11.7	13.7	14.8				2.5	2.5	2.3
國內同業													
全家	5903 TT	未評等	188.5	1,343	26.3	30.1	30.9	34.1	37.7	42.5	5.5	5.0	4.4
國內同業平均					26.3	30.1	30.9				5.5	5.0	4.4

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 29：季度及年度簡明損益表 (合併)

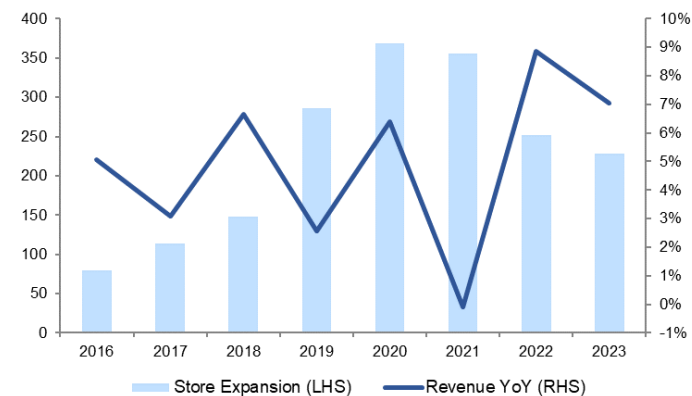
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	75,474	77,586	82,531	81,450	80,030	82,676	84,941	83,920	317,042	331,568
銷貨成本	(49,634)	(51,458)	(54,157)	(53,621)	(52,687)	(54,548)	(55,712)	(55,366)	(208,870)	(218,313)
營業毛利	25,840	26,129	28,374	27,829	27,343	28,128	29,229	28,554	108,172	113,255
營業費用	(22,398)	(22,626)	(24,471)	(24,926)	(23,825)	(24,594)	(25,192)	(25,339)	(94,422)	(98,950)
營業利益	3,442	3,503	3,903	2,903	3,519	3,534	4,037	3,215	13,750	14,305
業外利益	645	544	647	771	678	739	661	816	2,607	2,894
稅前純益	4,087	4,047	4,549	3,674	4,197	4,274	4,698	4,031	16,357	17,200
所得稅費用	(833)	(943)	(1,056)	(864)	(881)	(898)	(987)	(846)	(3,696)	(3,612)
少數股東權益	471	486	545	717	521	531	596	776	2,047	2,219
歸屬母公司稅後純益	2,821	2,554	3,036	2,203	2,845	2,890	3,167	2,467	10,614	11,369
調整後每股盈餘(NT\$)	2.71	2.46	2.92	2.12	2.74	2.78	3.05	2.37	10.21	10.94
調整後加權平均股數(百萬股)	1040	1040	1040	1040	1040	1040	1040	1040	1,040	1,040
重要比率										
營業毛利率	34.2%	33.7%	34.4%	34.2%	34.2%	34.0%	34.4%	34.0%	34.1%	34.2%
營業利益率	4.6%	4.5%	4.7%	3.6%	4.4%	4.3%	4.8%	3.8%	4.3%	4.3%
稅前純益率	8.2%	7.9%	8.4%	6.9%	8.0%	7.8%	8.4%	7.3%	5.2%	5.2%
稅後純益率	3.7%	3.3%	3.7%	2.7%	3.6%	3.5%	3.7%	2.9%	3.3%	3.4%
有效所得稅率	20.4%	23.3%	23.2%	23.5%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	22.6%	21.0%
季增率(%)										
營業收入	-0.4%	2.8%	6.4%	-1.3%	-1.7%	3.3%	2.7%	-1.2%		
營業利益	16.1%	1.8%	11.4%	-25.6%	21.2%	0.4%	14.2%	-20.4%		
稅後純益	43.3%	-9.5%	18.9%	-27.4%	29.1%	1.6%	9.6%	-22.1%		
調整後每股盈餘	43.3%	-9.5%	18.9%	-27.4%	29.1%	1.6%	9.6%	-22.1%		
年增率(%)										
營業收入	11.5%	9.1%	8.8%	7.5%	6.0%	6.6%	2.9%	3.0%	9.2%	4.6%
營業利益	10.8%	17.1%	19.1%	-2.1%	2.2%	0.9%	3.5%	10.8%	11.4%	4.0%
稅後純益	30.0%	4.2%	12.8%	11.9%	0.9%	13.2%	4.3%	12.0%	14.4%	7.1%
調整後每股盈餘	30.0%	4.2%	12.8%	11.9%	0.9%	13.2%	4.3%	12.0%	14.4%	7.1%

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

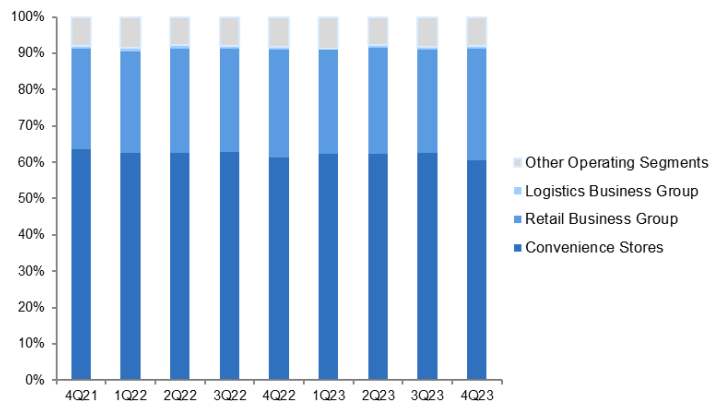
統一超(2912 TT)於 1987 年 6 月由統一企業超商業部獨立而成立，隔年取得美國 7-ELEVEN 授權，是在國內擁有最多便利商店店數及營收規模最大的超商連鎖店。截至 4Q23，全台共 6,859 家 7-11，該店數在台灣便利商店市場的市佔率達 51%，其中 9 成是加盟店。公司也轉投資經營海外 7-11 便利商店事業(包括菲律賓、上海等)、物流事業(統一速達、大智通等)、日用百貨零售業(康是美、博客來、阪急百貨)、餐飲業(星巴克、Mister Donut、21 世紀風味館等)。

圖 30：台灣 7-11 近年展店步調積極



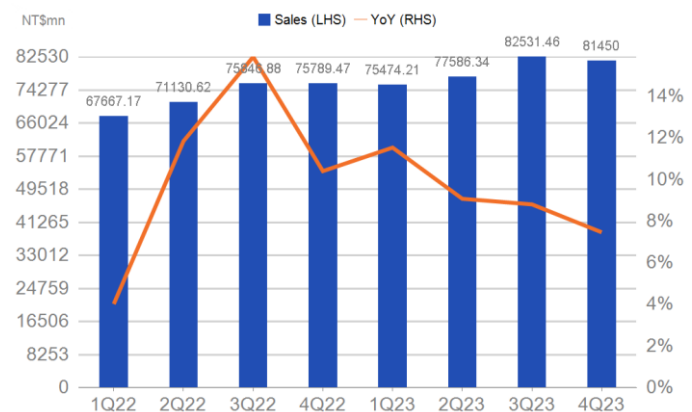
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 31：營收組成



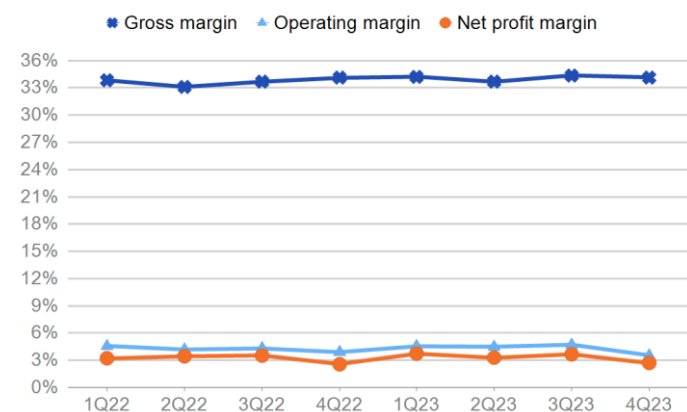
資料來源：公司資料

圖 32：營收趨勢



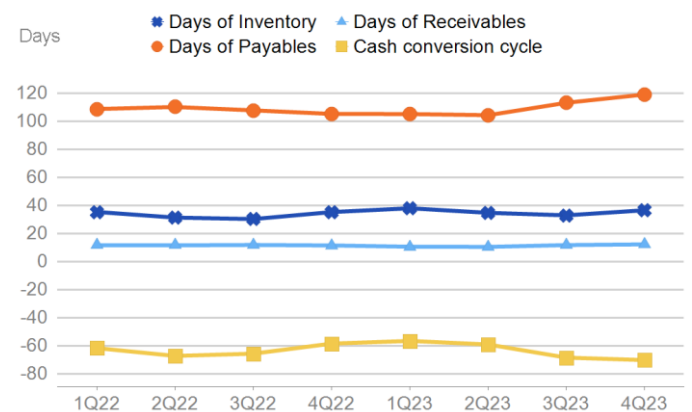
資料來源：CMoney、公司資料

圖 33：毛利率、營益率、淨利率



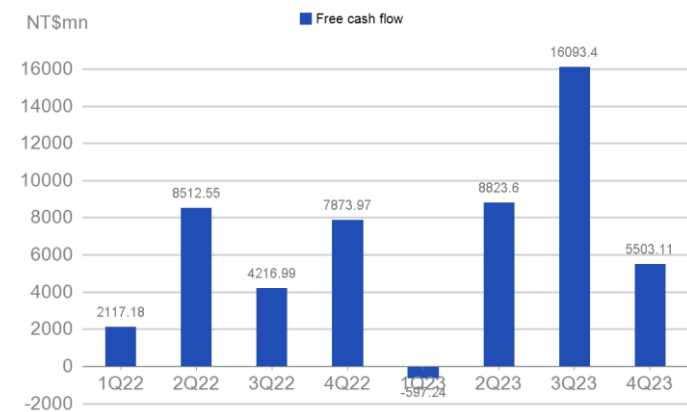
資料來源：CMoney、公司資料

圖 34：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 35：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**：統一超整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微領先的位置，但在食品零售行業的公司中排名略微領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：統一超的整體曝險屬於中等水準，但仍略優於食品零售行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資本、碳自有運營和數據隱私與安全等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：統一超在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等，並披露了嚴格的 ESG 報告標準，且任命了一個管理委員會來監督 ESG 問題。此外，統一超還披露了一項強有力的環境政策，然而，沒有證據表明在確定公司高管薪酬時考慮了 ESG 績效目標，但統一超披露了充分的舉報程序，而統一超對重大 ESG 議題的整體管理一般。

圖 36：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	23.7
在 ESG 議題上的曝險 (A)	39.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	43.2
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	43

資料來源：Sustainalytics (2024/3/8)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

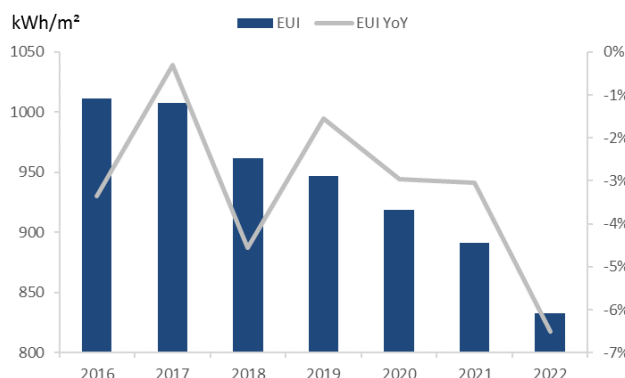
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

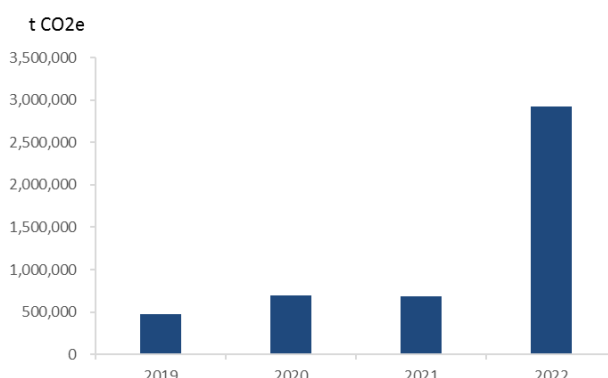
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 37：2022 年實際門市用電密集度年減 6.5%



資料來源：公司資料

圖 38：歷年氣體排放量



資料來源：公司資料

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	45,648	48,540	48,930	47,309	50,663
存貨	18,440	21,670	23,427	25,274	27,087
應收帳款及票據	6,485	6,701	7,341	8,068	8,788
其他流動資產	8,839	8,175	15,176	15,176	15,176
流動資產	79,412	85,087	94,873	95,827	101,713
採用權益法之投資	8,637	8,556	14,689	14,689	14,689
固定資產	29,141	34,408	37,505	34,142	29,260
無形資產	9,814	9,665	9,508	10,244	10,980
其他非流動資產	87,500	95,494	100,777	100,518	97,087
非流動資產	135,092	148,123	162,479	159,593	152,015
資產總額	214,504	233,210	257,352	255,420	253,728
應付帳款及票據	28,330	31,048	34,277	37,718	41,130
短期借款	5,096	9,251	9,798	9,798	9,798
什項負債	55,173	57,410	64,808	64,808	64,808
流動負債	88,598	97,709	108,884	112,325	115,737
長期借款	963	493	6,352	6,297	6,243
其他負債及準備	82,151	89,360	94,270	86,938	79,470
長期負債	83,115	89,853	100,622	93,235	85,712
負債總額	171,713	187,562	209,505	205,560	201,449
股本	10,396	10,396	10,396	10,396	10,396
資本公積	86	88	90	90	90
保留盈餘	25,602	26,030	27,297	29,309	31,728
什項權益	(1,922)	(55)	61	61	61
歸屬母公司之權益	34,163	36,459	37,845	39,857	42,276
非控制權益	8,628	9,189	10,003	10,003	10,003
股東權益總額	42,791	45,648	47,847	49,860	52,279

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	10,019	11,070	12,661	13,588	14,201
折舊及攤提	21,138	22,340	23,757	27,090	31,646
本期營運資金變動	(888)	(910)	796	868	879
其他營業資產及負債變動	5,715	1,738	5,175	(2,219)	(2,425)
營運活動之現金流量	35,984	34,238	42,389	39,327	44,301
資本支出	(8,635)	(11,517)	(12,866)	(17,000)	(17,000)
本期長期投資變動	(284)	(82)	(6,214)	(736)	(736)
其他資產變動	(468)	(985)	7,222	0	0
投資活動之現金流量	(9,388)	(12,584)	(27,009)	(17,736)	(17,736)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(6,161)	3,454	9,791	(55)	(55)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(10,654)	(10,706)	(10,590)	(9,357)	(9,357)
其他調整數	(9,729)	(13,729)	(14,139)	(13,800)	(13,800)
融資活動之現金流量	(26,543)	(20,981)	(14,938)	(23,211)	(23,211)
匯率影響數	(968)	2,219	(53)	0	0
本期產生現金流量	(914)	2,892	389	(1,620)	3,353
自由現金流量	27,349	22,721	29,523	22,327	27,301

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	262,735	290,434	317,042	331,568	342,057
銷貨成本	(174,612)	(192,580)	(208,870)	(218,313)	(224,923)
營業毛利	88,124	97,855	108,172	113,255	117,134
營業費用	(77,454)	(85,515)	(94,422)	(98,950)	(102,052)
推銷費用	(68,230)	(75,159)	(82,458)	(87,646)	(91,158)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(9,150)	(10,352)	(11,928)	(11,304)	(10,894)
其他費用	(73)	(4)	(37)	0	0
營業利益	10,670	12,340	13,750	14,305	15,082
利息收入	193	490	1,570	1,968	1,968
利息費用	(1,059)	(1,024)	(1,380)	(1,523)	(1,523)
利息收入淨額	(866)	(535)	190	444	444
投資利益(損失)淨額	404	197	203	186	186
匯兌損益	0	0	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	1,864	2,067	2,214	2,264	2,264
稅前純益	12,072	14,070	16,357	17,200	17,976
所得稅費用	(2,053)	(3,000)	(3,696)	(3,612)	(3,775)
少數股權淨利	1,157	1,788	2,047	2,219	2,425
歸屬母公司之稅後純益	8,862	9,282	10,614	11,369	11,776
稅前息前折舊攤銷前淨利	34,425	37,590	37,507	41,395	46,727
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.52	8.93	10.21	10.94	11.33

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	1.6	10.5	9.2	4.6	3.2
營業利益	(12.1)	15.6	11.4	4.0	5.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	(2.3)	9.2	(0.2)	10.4	12.9
稅後純益	(11.7)	10.5	14.4	7.3	4.5
調整後每股盈餘	(13.4)	4.7	14.4	7.1	3.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	33.5	33.7	34.1	34.2	34.2
營業利益率	4.1	4.3	4.3	4.3	4.4
稅前息前淨利率	4.2	4.5	4.3	4.3	4.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	13.1	12.9	11.8	12.5	13.7
稅前純益率	4.6	4.8	5.2	5.2	5.3
稅後純益率	3.4	3.2	3.4	3.4	3.4
資產報酬率	4.7	5.0	5.2	5.3	5.6
股東權益報酬率	22.8	25.0	28.1	28.5	27.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	401.3	410.9	437.9	412.3	385.3
淨負債權益比(%)	(92.5)	(85.0)	(68.5)	(62.6)	(66.2)
利息保障倍數 (倍)	12.4	14.7	12.9	12.3	12.8
流動比率 (%)	89.6	87.1	87.1	85.3	87.9
速動比率 (%)	66.6	62.8	65.6	62.8	64.5
淨負債 (NT\$百萬元)	(39,589)	(38,797)	(32,780)	(31,214)	(34,622)
調整後每股淨值 (NT\$)	32.86	35.07	36.40	38.34	40.66
評價指標 (倍)					
本益比	31.5	30.1	26.3	24.6	23.7
股價自由現金流量比	10.2	12.3	9.5	12.5	10.2
股價淨值比	8.2	7.7	7.4	7.0	6.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.1	7.4	7.5	6.8	6.0
股價營收比	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8

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。

統一超 (2912 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>.