

## 雲品 (2748 TT) FDC International Hotels

## 日月潭雲品有望受惠國旅轉單

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$85.0

收盤價 (2024/04/12) : NT\$71.5  
隱含漲幅 : 18.9%

## 營收組成 (1Q24)

雲品 32%、君品 35%、館外餐飲 33%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	85.0	100.0
2024年營收 (NT\$/十億)	3.0	3.1
2024年EPS	4.7	5.0

## 交易資料表

市值	NT\$7,560百萬元
外資持股比率	0.7%
董監持股比率	58.6%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$33.73
負債比	43.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	2,074	2,360	3,007	3,414
營業利益	259	322	587	655
稅後純益	200	283	497	532
EPS (元)	2.20	2.76	4.70	5.03
EPS YoY (%)	--	25.5	70.3	6.9
本益比 (倍)	32.5	25.9	15.2	14.2
股價淨值比 (倍)	3.3	2.7	2.1	1.7
ROE (%)	10.7	11.7	13.9	12.0
現金殖利率 (%)	1.8%	2.6%	4.6%	4.9%
現金股利 (元)	1.27	1.89	3.29	3.52

## 陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

## 余羚華

liz.yu@yuanta.com

## 元大觀點

- ◆ 1Q24 營收低於研究中心預期 16%，主要是君品國際旅客回流低於預期且春節需求低，房價仍低於疫情前，下修 1Q24 EPS 7%至 1.46 元。
- ◆ 食安議題干擾淡化，新莊頤品宴會廳檢查正常，已恢復營運；花蓮地震使東部地區飯店暫停營運，雲品有望受惠國旅轉單。
- ◆ 2024 年三大事業營收維持雙位數成長，惟君品國際客回流較慢，下修 2024 年 EPS 6%至 4.7 元，下修本益比至 18 倍。

## 營收低於研究中心預期 16%，主要是君品營運不如預期

1Q24 營收年增 19.3%至 7.4 億元，年增主要是 1) 3M23 日月潭雲品裝修停業使基期較低；2) 1Q23 國境甫開放，君品住宿率自 60%回升至 79%，然 1Q24 營收仍低於研究中心預期 16%，主要是春節台北君品需求較低，房價僅回升至 5,100 元(低於原預期之 5,333 元)，且春酒訂單量低於尾牙訂單量(本中心原預期持平)。因雲品、館外餐飲毛利率皆高於君品，而君品營收不如預期，佔比僅有 35% (原預期 40%)，上修預期 1Q24 毛利率 1.52ppt 至 40.72%，同步上修營業率 1.44ppt 至 23.7%，然而因營收低於研究中心預期 16%，故研究中心下修獲利 7.4%至 1.55 億元，EPS 1.46 元。

## 食安影響有限，地震使東部旅館暫停營運，有望受惠國旅轉單

展望 2Q24，兩大議題：1) 食安：3 月底新莊頤品宴會廳傳出用餐後不適，目前衛生局檢查皆正常，無罰款問題，暫停營業 3-5 天，原有訂桌轉單到公司旗下其他據點，對營收影響有限；2) 地震：因國旅主要集中在東部、中部、南部，東部強震過後，部分飯店暫停營運，且有退訂潮，部分轉單到日月潭地區，雲品有望受惠，且雲品 2Q23 裝修中，住宿率低，預期 2Q24 營收有望年增 45.5%至 7.02 億元，預期毛利率可較 2Q23 回升 5.7ppt 至 32.7%，營業率則回升 9.7ppt 至 15.7%，預估 EPS 0.92 元(季減 37%、年增 169%)。

## 雖營運仍持續向上，動能已見趨緩，下修本益比至 18 倍

國內同為飯店同業為晶華(2707 TT)、寒舍(2739 TT)，整體產業營運成長最強已過，同業本益比修正至區間落於 14-18 倍。三大事業體 2024 年營收皆可維持雙位數成長，惟 1Q24 國際客回流不如預期，君品住宿率停滯，故研究中心下修預期 2024 年 EPS 6%至 4.7 元，然相較於同業獲利成長力道仍在，評價有望達同業平均本益比上緣，研究中心下修本益比評價自 20 倍至 18 倍、目標價自 100 元至 85 元，投資建議維持買進評等。

## 營運分析

### 因君品客房單價回升不如預期，使 1Q24 營收大幅低於預期

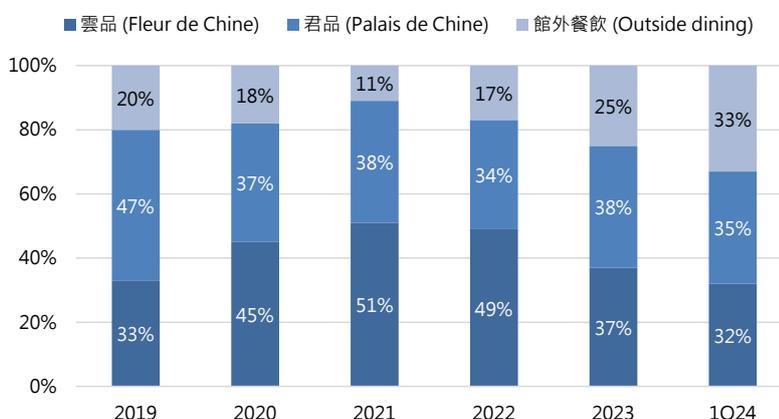
雲品 1Q24 營收年增 19.3%至 7.4 億元，年增主要有兩點：1) 3M23 日月潭雲品裝修停業半個月，故基期較低；2) 2023 年同期國境甫開放，君品住宿率自 1Q23 60%回升至 79%，1Q24 營收低於研究中心預期 16%，主要是春節都會型飯店台北君品需求較低，房價僅回升至 5,100 元、低於研究中心預期之 5,333 元，且春酒訂單量低於尾牙訂單量(研究中心原先預期持平)，館外餐飲營收低於研究中心預期 3%。1Q24 雲品、君品、館外餐飲營收佔比分別是 32%/35%/33%，因雲品、館外餐飲毛利率皆高於君品，而君品營收不如預期，佔比僅有 35% (原預期 40%)，上修預期 1Q24 毛利率 1.52ppt 至 40.72%，維持預期 1Q24 旺季營業費用將年增 13.4%至 1.27 億元，同步上修營業利率 1.44ppt 至 23.7%，然而因營收低於研究中心預期 16%，故研究中心下修獲利 7.4%至 1.55 億元，EPS 1.46 元。

圖 1：2024 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	623	720	743	3.2%	19.3%	880	809	-15.6%	-8.1%	
營業毛利	217	273	303	11.0%	39.7%	345	312	-12.3%	-2.9%	
營業利益	105	135	176	30.4%	67.2%	196	171	-10.1%	3.3%	
稅前利益	104	121	193	60.1%	84.7%	209	183	-7.4%	5.7%	
稅後淨利	83	100	155	55.3%	86.2%	167	146	-7.4%	6.4%	
調整後 EPS (元)	0.86	0.95	1.46	54.0%	70.1%	1.58	1.38	-7.4%	6.4%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	34.8%	37.9%	40.7%	2.8	5.9	39.2%	38.6%	1.5	2.2	
營業利益率	16.9%	18.8%	23.7%	5.0	6.8	22.3%	21.1%	1.4	2.6	
稅後純益率	13.4%	13.9%	20.8%	7.0	7.5	19.0%	18.0%	1.8	2.8	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：日月潭雲品整修至 7M23，2023 年營收占比下滑



資料來源：公司資料、元大投顧

展望 2Q24，兩大議題：1) 食安：3/26-27 新莊頤品宴會廳春酒，傳出用餐後不適，目前衛生局檢查皆正常，無罰款問題，暫停營業 3-5 天，原有訂桌轉單到公司旗下其他據點，對營收影響有限；2) 地震：因國旅主要集中在東部、中部、南部，東部強震過後，部分飯店暫停營運，且有退訂潮，部分轉單到日月潭地區，雲品有望受惠，且雲品 2Q23 裝修中，住宿率低，預期 2Q24 營收有望年增 45.5%至 7.02 億元，預期毛利率可較 2Q23 回升 5.7ppt 至 32.7%，營利率則回升 5.7ppt 至 15.7%，預估 EPS 0.92 元(季減 37%、年增 169%)。

圖 3：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	483	743	702	-5.6%	45.5%	682	623	3.0%	12.7%
營業毛利	130	303	230	-24.1%	76.1%	233	211	-1.4%	9.0%
營業利益	29	176	110	-37.4%	281.2%	117	97	-5.7%	14.3%
稅前利益	49	193	121	-37.4%	148.7%	132	110	-8.5%	10.1%
稅後淨利	36	155	97	-37.4%	165.9%	106	87	-8.5%	12.0%
調整後 EPS (元)	0.34	1.46	0.92	-37.4%	169.3%	1.00	0.82	-8.5%	12.0%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>			<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	27.0%	40.7%	32.7%	-8.0	5.7	34.2%	33.8%	-1.4	-1.1
營業利益率	6.0%	23.7%	15.7%	-8.0	9.7	17.2%	15.5%	-1.4	0.2
稅後純益率	7.5%	20.8%	13.8%	-7.0	6.3	15.5%	13.9%	-1.7	-0.1

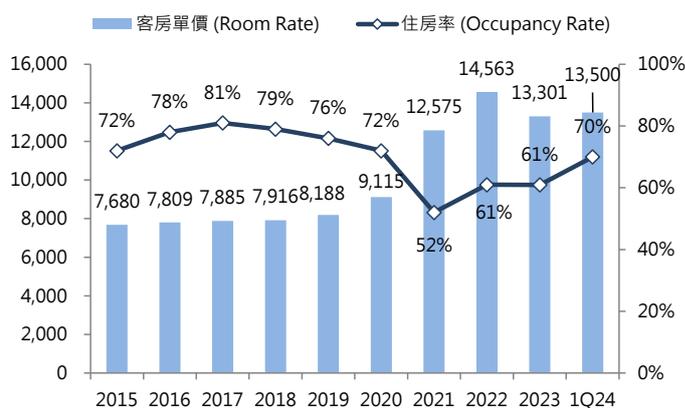
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

展望 2024 年，1) 君品受惠國際觀光客回流，1Q24 住房率已回升至 79%，惟房價微幅低於疫情前水準(5,100 元 vs 5,222 元)，因客房單價回升低於研究中心預期，故下修君品 2024 年營收 5.7%，日本境內旅遊補助落幕，日本客有望持續回流，帶動 2024 年房價有望優於疫情前，住宿率亦有望逾 80%；2) 日月潭雲品裝修後，持續調整團散客比(30%：70%)，未來住宿率將維持 70%，因 2024 年連假天數少，有望支撐國旅需求，且受惠東部地震後轉單，預期 2024 年房價將較 2023 年持平(12,000-13,000 元)，惟團客佔比自 25%上升至 30%，將微幅拖累毛利率；3) 君品 Collection 各場地熱門日期接單滿，且亦積極與各場地合作，因 2024 年好日子多，婚宴特色場地熱門，2024 年-2025 年訂單已湧入，新據點將有烏來(5M24)、台南案子(2H24)等完工，館外餐飲營收 2024 年有望呈 24.5%年成長，且營運逐漸發揮效益，毛利率將優於 30%。

## 雲品房價預期較 2023 年持平，住宿率將維持 70%以上

雲品位居南投日月潭，為風景區之休閒飯店，且為親子飯店型態，親子飯店在台灣疫情前後需求皆在，雲品於 2023/3/5 起休館半個月裝修，持續提升住房品質、改善軟硬體，影響 1H23 住宿率下降至 52%，主要是公司因應需求策略改變，目前是將團客比提升至 30%，疫情前價格較低的團客佔比大於 50%，推升 1Q24 住宿率 70%，預期 2024 年住房率因團散客比變化，仍可維持 70%。在房價方面，雲品疫情間客房均價上升，疫情前價格 8,188 元，2022 年房價較疫情前成長 78%至 14,563 元，主因調整客層結構，目前團客佔比 30%，使 1Q24 房價相較疫情前仍有 65%之成長，3M-7M23 進行整修，整修後新增全齡遊玩設施、行政酒廊、高檔芳療 SPA 等，因 2024 年連假天數較 2023 年減少，支撐國旅需求使 2024 年房價將較 2023 年持平(12,000-13,000 元)。

圖 4：雲品 8M23 結束裝修，1Q24 住房率回升至 70%



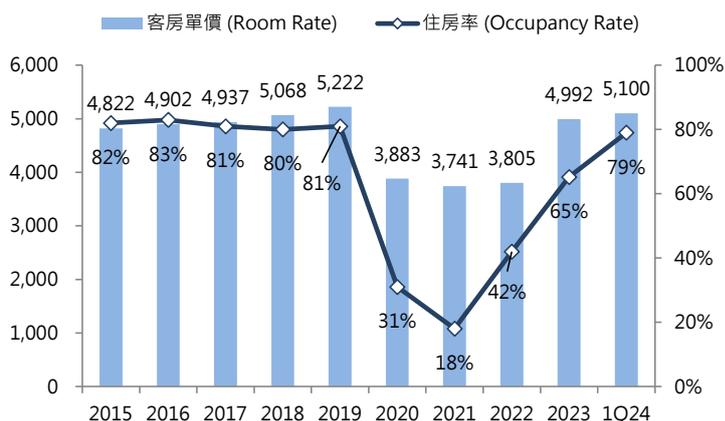
資料來源：公司資料、觀光局、元大投顧

## 2024 年觀光客有望恢復至疫情前水準，君品住宿率將達八成

隨著 4Q22 國境逐漸開放，君品 1Q24 住宿率回升至 79%，房價部分，君品疫情前房價 5,222 元，2022 年房價衰退 27.1%至 3,805 元，主要是疫情期間公司皆無裁員，以降價盡量維持住房率，4Q22 國境開放後，觀光客回流，北市地區飯店房價已慢慢回升，1Q24 君品房價年增 14.5%至 5,100 元。君品住客國別疫情前為日本客為主(佔比 29%)，2023 年日本客恢復至 19%，因日本境內國旅補助落幕，2024 年佔比有望優於 20%，台灣客則是疫情間崛起佔比達 83% (2022 年)，目前已逐漸下降至 31%，因台灣客單價較低，故未來有望恢復至疫情前水準低於 10%，將有助於支撐房價成長。

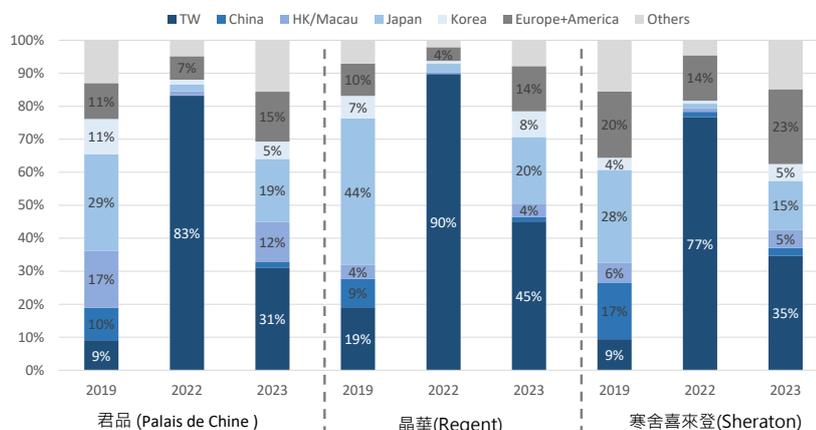
展望 2024 年，因境外觀光客持續回流，研究中心預期 2024 年君品住宿率可恢復至 80%，在房價方面，由於疫情期間部分飯店閉館，如進行危老重建的國賓飯店、神旺飯店、西華飯店等，台北市觀光飯店客房數較疫情前減少 14.2%，雖 2024 年有 2 間新五星飯店開幕，但皆坐落於信義區，客群不同，對台北君品影響較小，日本客境內補助落幕且 2024 年觀光客回流至疫情前水準後，君品房價有望優於疫情前水準，價量齊揚之下，2024 年君品營收有望年增 39.1%。

圖 5：觀光客持續回流，1Q24 君品住房率回升至 79%



資料來源：公司資料、觀光局、元大投顧

圖 6：疫情前君品日本客佔比高達 29%，2023 已回復到 19% (9M23 僅回復至 17%)



資料來源：公司資料、交通部、元大投顧

## 館外餐飲為營收成長第三大引擎，君品 Collection 已接單至 1Q25

館外餐飲事業在疫情期間積極推廣君品 Collection，主要承做餐飲的委託經營，優點是運用各縣市合作場地，結合場地特色舉辦各種風格宴會，無須自己投資場地，亦屬輕資產營運方式，2022 年防疫政策逐漸鬆綁，館外餐飲事業在疫情後逐漸復甦，館外餐飲事業營收佔比自 2022 年 17% 上升至 1Q24 33%，成為雲品營收成長第三支柱，主要是疫後宴會復甦，以及配合場地增加，在館外餐飲業務擺脫疫情陰霾後，且收取管理費用(屬高毛利)，毛利率有望優於 30% (疫情期間 20-28%)。

桃園皇家薇庭 2023 年營收創新高，目前已接單到 1H25，4Q24-1Q25 接單狀況佳，預期會持續創新高；台北茹曦酒店過年宴會餐廳皆客滿，2024 年會貢獻全年(2023 年貢獻約半年)；台中蘭克斯特經營高端宴會；台中圓觀 2024 年可貢獻全年(2023 年貢獻約半年)。

君品 Collection 未來發展方向為結合不同休閒領域，提供客戶新體驗，發展場地特色、產品特殊性，目前發展方向以單一地區多據點為主，以強化營運效率，節省人力成本(人力可互相支援)，台中總太水滴圓觀已於 5M23 開幕，桌均價有望>\$25,000，且多家據點宴會詢問度高，已預約到 1Q25，在持續拓點之下，將帶動館外餐飲 2024 年營收年增 27.6%。品牌排定開幕包括烏來(5M24)、台南安平園區概念設計規劃(2H24)、埔里福興溫泉(2026 年)。目前雲品手上仍有多件君品 Collection 合作案子，2024 年有望再揭露規劃完成之案子(2H24-2026 年)。

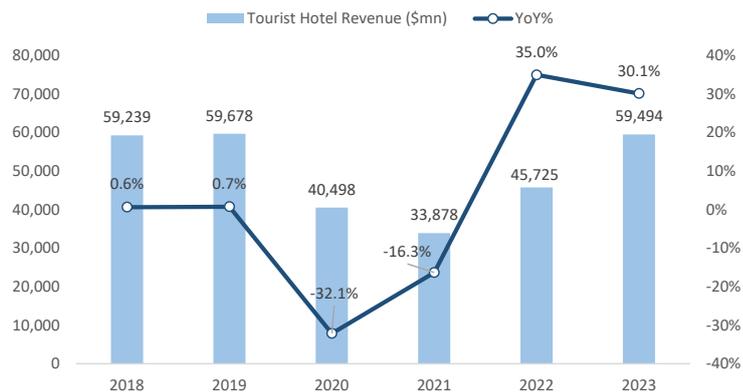
## 產業概況

### 疫情衝擊觀光旅館業，然隨國境解封有望谷底回升

過去受惠台灣與國際間航班增加，且政府持續推動觀光產業發展，國外來台旅客逐年增加，其中以來自中國、日本、韓國、東南亞的旅客較多，國內旅遊需求亦是穩健提升。然近兩年因疫情肆虐全球，各國紛紛實施邊境管制，外國旅客入境台灣人次銳減，2021年入境人次僅14萬人，僅剩疫情前水準的1%。來自國外的觀光客大幅萎縮，衝擊國內觀光旅館業經營，2020年及2021年產業規模分別衰退32.1%及16.3%，2021年營業額降至338.8億，創近年新低。然而邊境管制無法澆熄國人出遊的熱情，隨國內疫情趨緩，國旅需求轉趨暢旺，帶動部分風景區高價觀光旅館房價走高，散客增加再加上物價、人力成本上漲，推升整體房價，2023年平均房價達4,660元創歷史新高，住房率回升到60.76%，國際旅客回流仍有不小的恢復空間。

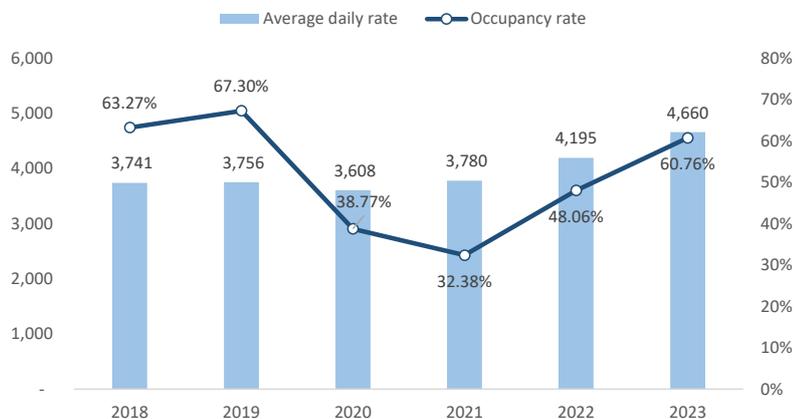
2022年起疫情轉趨常態化，各國逐漸放寬疫情管制措施，再加上國內旅遊需求仍高漲，觀光旅館產業出現復甦跡象，觀光旅館產業規模年增35%至新台幣457.3億元，已回復到疫情前近8成。其中，住房收入年增51.1%至197億、餐飲收入年增23.5%至208億，相較疫情前約回復74%/79%；觀光解封後的強勁復甦，再加上住房價格上漲，帶動2023年觀光旅館復甦力道維持強勁，2023年觀光旅館產業規模年增30%至新台幣595億元，已回復到疫情前水準。

圖 7：觀光旅館逐漸走出疫情衝擊，2023 年營收規模年增 30%



資料來源：交通部觀光局、元大投顧

圖 8：隨防疫管制鬆綁，觀光旅館平均房價與住宿率雙雙回升

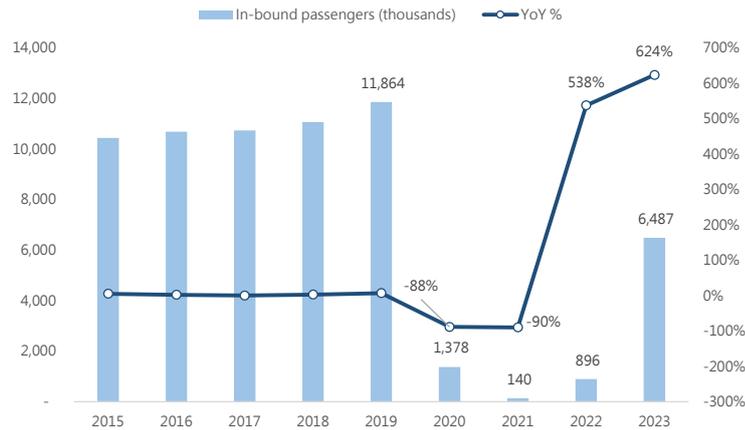


資料來源：交通部觀光局、元大投顧

## 國際旅客回流仍有恢復空間

10M22 起台灣邊境解封，機場航班數逐漸增加，2022 年外國旅客入境人次已回升至 90 萬人，2023 更達 649 萬人，目前機場航班載客率幾乎已恢復至疫情前水準，顯示國際旅客顯著回流。依觀光局統計，2023 年累計入境旅客 649 萬人，恢復到疫情前的 55%，其中歐美地區已恢復到疫情前近 8 成，港澳地區在 2M23 開放自由行後亦已迅速恢復到疫情前的 68%，惟因 1) 日本、韓國僅恢復 43%/60% (日本回流慢主因日圓貶值、日本國旅優惠等因素影響日本遊客出國意願)；2) 政府仍未開放陸客來台旅遊，使整體旅客回流情形仍有不小的恢復空間。

圖 9：外國旅客入境人次因疫情管制而銳減，10M22 解封後強勁回升



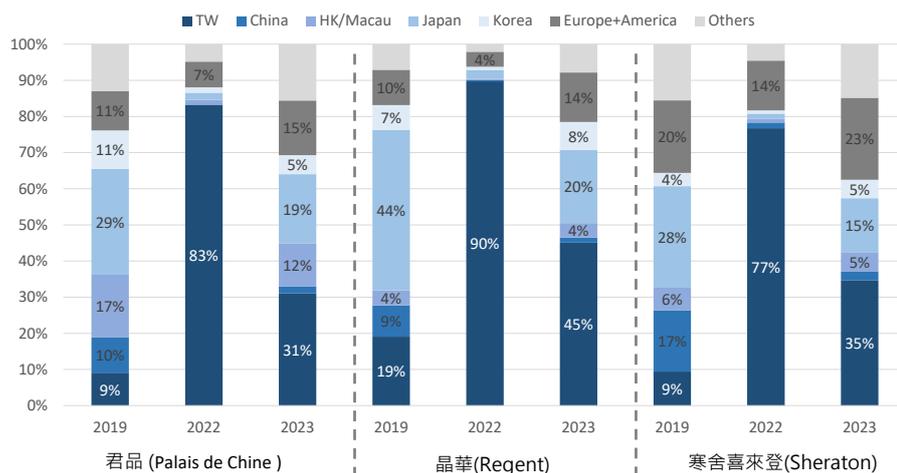
資料來源：交通部觀光局、元大投顧

## 都會型飯店將受惠國際觀光客回流

台北市五星級飯店 85%客源來自國際旅客，疫情間在國境封鎖下受到最大衝擊，國境開放前，台北市飯店仍屬供過於求，各家房價皆受到影響而衰退 15-40%不等，4Q22 國境開放後，在國際觀光客回流下，北市地區飯店房價已慢慢回升，君品、晶華房價已恢復到疫情前水準，相較同業屬於前段班水準。

以國籍別來看，1H23 都會型飯店的港澳客在 2M23 放自由行後已迅速回升到接近疫情前水準，然而日韓客及大陸客回流情形仍有恢復空間，其中 1) 日本客因國旅補助、日圓貶值使得海外旅費上升等因素，影響出國旅遊的意願，而隨著國旅補助落幕，3Q22 日本客來台已回溫，研究中心樂觀看待後續日本客回流；2) 大陸客目前仍未獲政府許可開放來台旅遊，而疫情前陸客來台占比近三成，為主要海外遊客來源。雖兩岸開放旅遊影響因素複雜，然研究中心預期一旦重啟兩岸觀光交流將成為台灣觀光產業復甦一大助力。

圖 10：都會型飯店住客國籍組成



資料來源：交通部觀光局、元大投顧

## 2024 連假少將支撐國旅，品牌差異化為國旅營運關鍵

疫情期間，因國境封鎖使得境內國旅需求暢旺，熱門景點旅館房價維持高檔，4Q22 邊境解封後，海外旅遊逐漸恢復，因國內房價居高不下，也使得旅遊人潮逐漸分流到出境旅遊。雖民眾瘋出國排擠了國旅住宿，但 2023 年國內熱門觀光風景區飯店中，日月潭雲品、太魯閣晶英等大型飯店仍有高達 9 成住客來自國內，顯示即使在房價維持高檔的情況下，特色景區大型旅宿業者的品牌力仍對國人具吸引力，各家業者品牌差異化將成為業績成長動能關鍵。

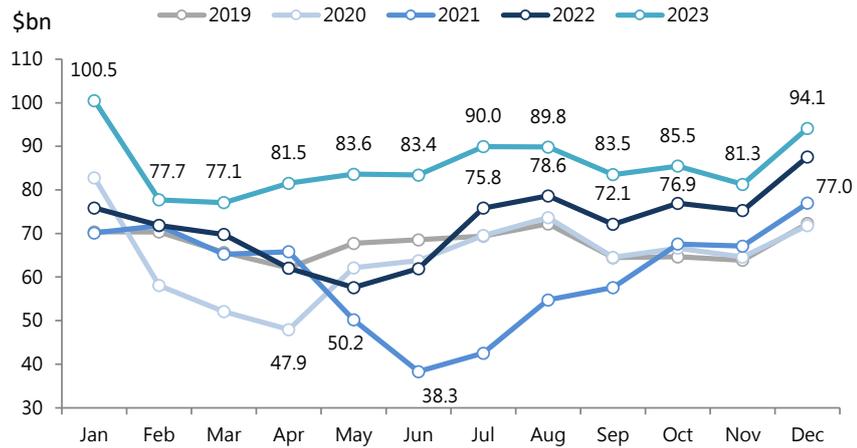
此外，2024 年 3 天以上的連續假期僅元旦連假(3 天)、農曆春假(7 天)、清明連假(4 天)、端午連假(3 天)等 4 個連續假期，連假天數較少預期將使部分民眾將海外旅遊需求轉向國旅，有望支撐國旅住宿需求，研究中心預期旅宿業平均房價不會再攀高，但將會維持在高檔。

## 飯店集團強化多角化經營，搶攻餐飲商機

由於國內觀光旅館市場競爭日漸飽和，國內主要飯店集團為搶攻市場商機、擴大市佔率，除了持續新增營運據點外，也強化多品牌與多角化經營模式發展，如晶華、寒舍、雲品等集團皆開展館外餐飲事業，開拓旅館業另一競爭市場。而餐飲事業更成為飯店集團在疫情期間營運的重要支柱，2020-2021 年觀光旅館產業因旅遊人潮萎縮，產業規模大幅衰退，僅剩疫情前的 57-68%，餐飲事業在此期間維持在疫情前的 64-79%，住房收入則大幅衰退，僅剩疫情前的 49-55%。

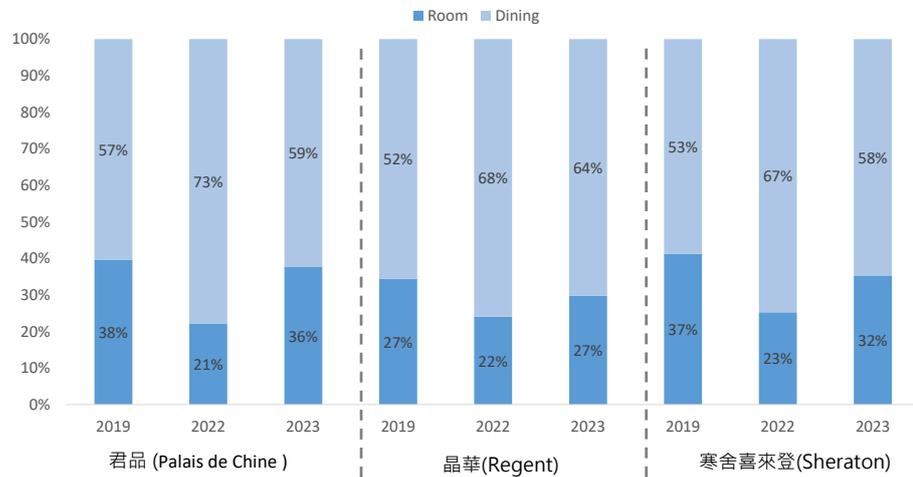
台灣民眾外食需求旺盛，餐飲業營收規模自 2015 年的 6,538 億元穩定成長至 2019 年的 8,115 億元(CAGR 5.6%)，然 2020 年起因全球新冠疫情爆發，國際觀光客驟減，加上防疫政策管制下民眾減少外出旅遊及聚餐，規模轉年減中高個位數，不過自 3Q21 起解除內用禁令，加上 2022 年以來國內防疫政策逐漸轉為與疫情共存，民眾至餐廳消費頻率漸增，餐飲業業績已逐漸回穩，2022 全年餐飲業累計營收 8,653 億，年增 19%，相較疫情前的 2019 年亦有 7%的成長，2023 年復甦動能延續，2023 年餐飲業累計營收 1.03 兆元，年增 18.8%，亦較疫情前成長 27%，創下歷年同期新高，顯示國內餐飲市場表現仍強勁，國內餐飲市場強勢回溫，有望驅動飯店集團餐飲事業成長，加速觀光旅館產業疫後復甦進程。

圖 11：國內餐飲營收自 3Q22 起恢復到疫情前水準，2023 年屢創新高



資料來源：經濟部統計處、元大投顧

圖 12：疫情期間帶動飯店餐飲收入占比增加



資料來源：交通部觀光局、元大投顧

## 獲利調整與股票評價

因君品 1Q24 房價微幅低於疫情前水準(5,100 元 vs 5,222 元)·可見國際旅客回流不如預期·且房價回升力道較低·故研究中心下修 2024 年整體營收 4%至 30.1 億元·且日月潭雲品因團客比自 2023 年 25%上升至 1Q24 30%·將影響毛利率表現·故下修毛利率 0.7 個百分點至 36.3%·同步下修整體獲利 6%至 4.97 億元·EPS 4.7 元。

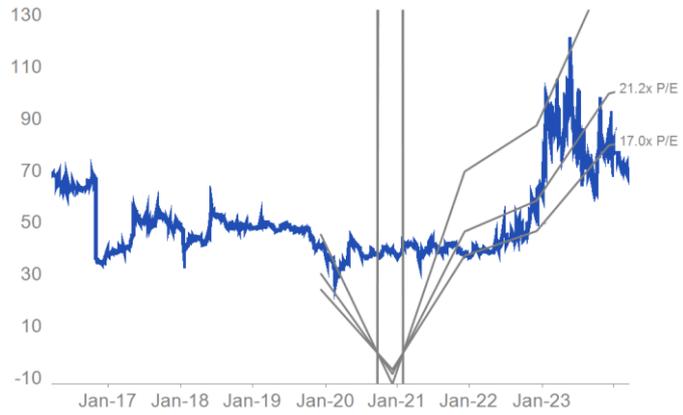
過去五年雲品本益比落於 12-30 倍·國內同為高級飯店品牌同業為晶華(2707 TT)、寒舍(2739 TT)·整體觀光產業營運成長最強已過·國內飯店同業本益比修正至平均區間落於 14-18 倍。三大事業體 2024 年營收皆可維持雙位數成長·惟 1Q24 國際客回流不如預期·君品住宿率停滯·故研究中心下修預期 2024 年 EPS 6%至 4.7 元·然相較於同業獲利成長力道仍在·評價有望達同業平均本益比上緣·研究中心下修本益比評價自 20 倍至 18 倍·目標價自 100 元至 85 元·投資建議維持買進評等。

圖 13：2024 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	3,007	3,132	3,414	3,473	-4.0%	-1.7%
營業毛利	1,092	1,158	1,259	1,308	-5.7%	-3.7%
營業利益	587	632	655	693	-7.1%	-5.5%
稅前利益	622	661	665	707	-5.9%	-5.9%
稅後淨利	497	529	532	565	-6.0%	-5.8%
調整後 EPS (元)	4.70	5.00	5.03	5.34	-6.0%	-5.9%
<b>重要比率 (%)</b>					<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	36.3%	37.0%	36.9%	37.7%	-0.7	-0.8
營業利益率	19.5%	20.2%	19.2%	20.0%	-0.7	-0.8
稅後純益率	16.5%	16.9%	15.6%	16.3%	-0.4	-0.7

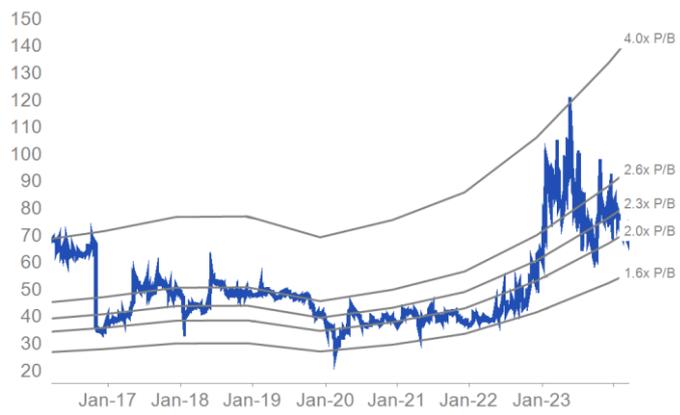
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14 : 12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15 : 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 16：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
雲品	2748 TT	買進	71.5	236	2.76	4.70	5.03	25.9	15.2	14.2	25.5	70.3	6.9
國外同業													
Marriott	MAR US	未評等	258.6	69,860	8.6	9.7	10.8	30.2	26.7	24.0	30.5	12.8	11.4
Hyatt	H US	未評等	157.0	13,486	2.3	3.1	4.1	68.1	51.0	38.6	90.2	33.7	32.2
國外同業平均					5.4	6.4	7.4	49.2	38.9	31.3	60.4	23.2	21.8
國內同業													
晶華	2707 TT	持有-超越同業	220.0	860	11.1	12.3	12.5	19.8	17.8	17.6	56.8	11.1	1.3
寒舍	2739 TT	未評等	52.2	166	3.5	3.6	4.9	14.8	14.3	10.6	--	3.1	35.2
夏都	2722 TT	未評等	60.9	209	0.7	--	--	88.3	--	--	(50.0)	--	--
國內同業平均					5.1	8.0	8.7	41.0	16.1	14.1	3.4	7.1	18.2

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 17：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
雲品	2748 TT	買進	71.5	236	11.7	13.9	12.0	26.78	33.73	41.82	2.7	2.1	1.7
國外同業													
Marriott	MAR US	未評等	258.6	69,860	--	30.9	3.2	(3.2)	(9.4)	(14.8)	--	--	--
Hyatt	H US	未評等	157.0	13,486	6.1	10.2	13.4	34.2	33.8	32.7	4.6	4.6	4.8
國外同業平均					6.1	20.5	8.3	15.5	12.2	9.0	4.6	4.6	4.8
國內同業													
晶華	2707 TT	持有-超越同業	220.0	860	31.6	29.7	29.1	36.0	41.6	45.7	6.1	5.3	4.8
寒舍	2739 TT	未評等	52.2	166	47.9	29.3	28.5	11.0	14.8	--	4.7	3.5	--
夏都	2722 TT	未評等	60.9	209	3.7	--	--	16.7	--	--	3.7	--	--
國內同業平均					27.7	29.5	28.8	21.2	28.2	45.7	4.8	4.4	4.8

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 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

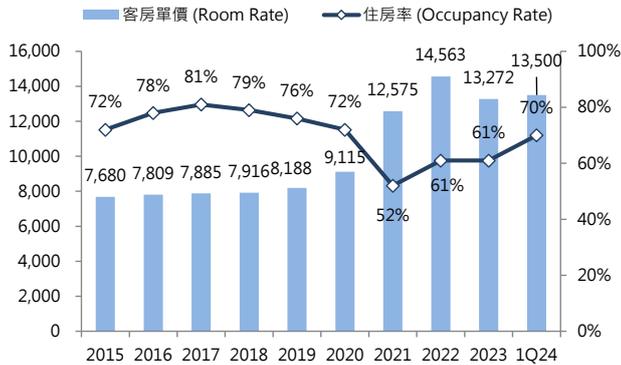
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	623	483	534	720	743	702	691	871	2,360	3,007
銷貨成本	(406)	(352)	(371)	(447)	(441)	(472)	(452)	(550)	(1,577)	(1,915)
營業毛利	217	130	163	273	303	230	239	321	783	1,092
營業費用	(112)	(101)	(110)	(138)	(126)	(119)	(115)	(144)	(461)	(505)
營業利益	105	29	53	135	176	110	124	177	322	587
業外利益	(1)	20	28	(14)	17	11	8	(2)	33	35
稅前純益	104	49	81	121	193	121	132	175	355	622
所得稅費用	(21)	(12)	(17)	(21)	(39)	(24)	(26)	(35)	(71)	(124)
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	83	36	64	100	155	97	106	140	283	497
調整後每股盈餘(NT\$)	0.86	0.34	0.61	0.95	1.46	0.92	1.00	1.32	2.76	4.70
調整後加權平均股數(百萬股)	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	34.8%	27.0%	30.5%	37.9%	40.7%	32.7%	34.6%	36.9%	33.2%	36.3%
營業利益率	16.9%	6.0%	10.0%	18.8%	23.7%	15.7%	17.9%	20.3%	13.7%	19.5%
稅前純益率	16.8%	10.1%	15.2%	16.8%	26.0%	17.3%	19.1%	20.1%	15.0%	20.7%
稅後純益率	13.4%	7.5%	11.9%	13.9%	20.8%	13.8%	15.3%	16.1%	12.0%	16.5%
有效所得稅率	20.3%	25.2%	21.3%	17.2%	20.2%	19.8%	19.7%	20.0%	20.0%	19.9%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	-8.9%	-22.5%	10.7%	34.7%	3.2%	-5.6%	-1.6%	26.0%		
營業利益	-29.8%	-72.5%	83.9%	153.8%	30.4%	-37.4%	12.7%	42.7%		
稅後純益	-30.2%	-56.3%	74.9%	56.7%	55.3%	-37.4%	9.3%	32.1%		
調整後每股盈餘	-32.8%	-60.5%	79.4%	55.7%	54.0%	-37.4%	9.1%	32.6%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	14.4%	43.2%	4.9%	5.3%	19.3%	45.5%	29.3%	21.0%	13.8%	27.4%
營業利益	25.0%	--	-6.2%	-9.9%	67.2%	281.2%	133.1%	31.1%	24.1%	82.3%
稅後純益	23.1%	--	44.5%	-16.3%	86.2%	165.9%	66.4%	40.3%	41.8%	75.6%
調整後每股盈餘	15.1%	--	25.2%	-25.8%	70.1%	169.3%	63.7%	39.4%	25.5%	70.3%

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

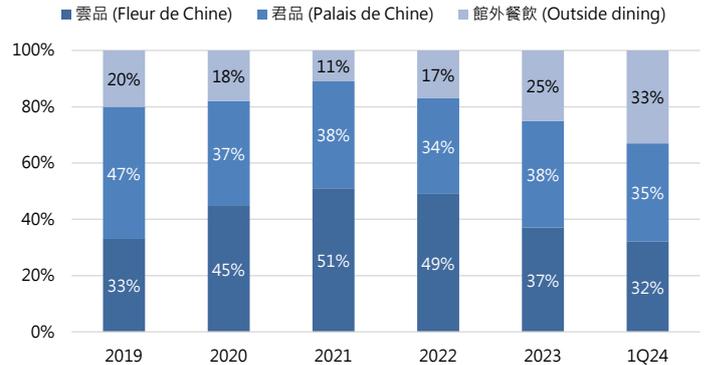
雲品國際酒店(2748)成立於 2012 年，母公司為雲朗觀光集團，主要經營項目為國際觀光旅館、餐飲與宴會服務，雲品旗下主要有三大事業：1) 雲品溫泉酒店，位於日月潭國家風景區，共 211 間客房；2) 君品酒店，為五星級商務觀光酒店，共 286 間客房，其中頤宮中餐廳為台灣米其林三星餐廳；以及 3) 館外餐飲事業，地點遍布全台，提供外燴、宴會會館(頤品、頤璽)及委託經營服務(君品 Collection)。

圖 19：1Q24 雲品住宿率回升



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：營收組成



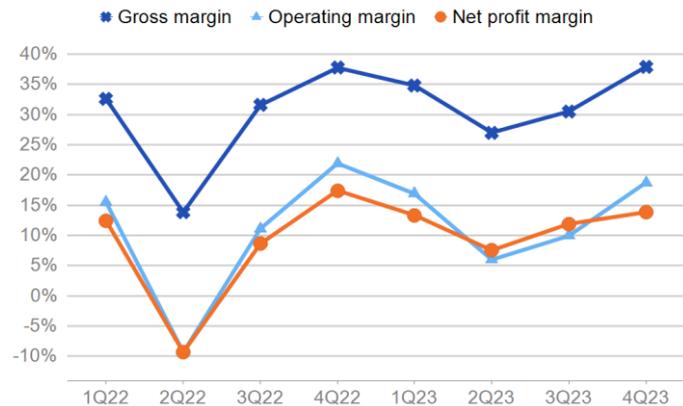
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



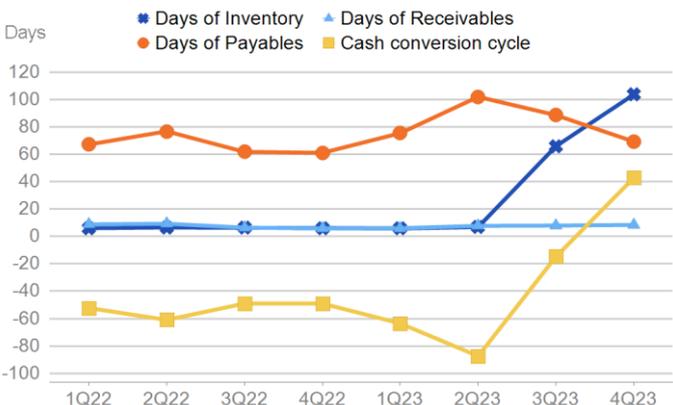
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



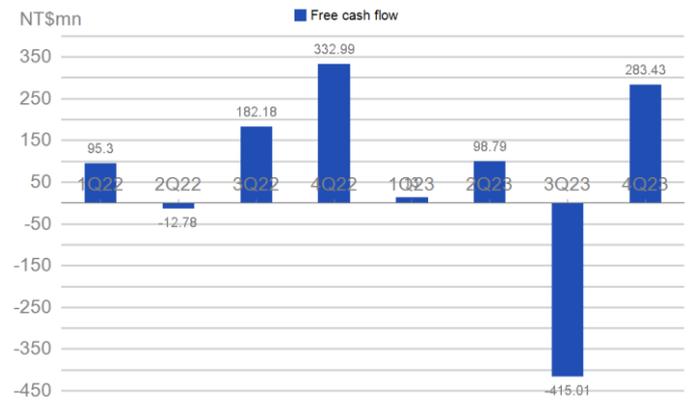
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：自由現金流量



資料來源：CMoney、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	1,232	1,368	714	442	188
存貨	27	30	516	1,006	1,106
應收帳款及票據	68	47	87	133	143
其他流動資產	41	341	766	1,452	2,106
<b>流動資產</b>	<b>1,368</b>	<b>1,786</b>	<b>2,083</b>	<b>2,755</b>	<b>3,545</b>
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	2,191	2,034	1,978	2,272	2,317
無形資產	0	0	0	0	0
其他非流動資產	1,188	1,042	922	998	1,080
<b>非流動資產</b>	<b>3,379</b>	<b>3,075</b>	<b>2,900</b>	<b>3,139</b>	<b>3,398</b>
<b>資產總額</b>	<b>4,747</b>	<b>4,861</b>	<b>4,983</b>	<b>5,894</b>	<b>6,942</b>
應付帳款及票據	103	131	131	141	153
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	595	1,288	716	775	839
<b>流動負債</b>	<b>698</b>	<b>1,419</b>	<b>847</b>	<b>917</b>	<b>992</b>
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	2,321	1,424	1,302	1,410	1,526
<b>長期負債</b>	<b>2,321</b>	<b>1,424</b>	<b>1,302</b>	<b>1,410</b>	<b>1,526</b>
<b>負債總額</b>	<b>3,019</b>	<b>2,843</b>	<b>2,149</b>	<b>2,327</b>	<b>2,518</b>
股本	905	931	1,058	1,058	1,058
資本公積	646	709	1,237	1,237	1,237
保留盈餘	178	377	529	996	1,552
什項權益	0	1	9	277	577
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>1,728</b>	<b>2,018</b>	<b>2,833</b>	<b>3,568</b>	<b>4,424</b>
<b>非控制權益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>1,728</b>	<b>2,018</b>	<b>2,833</b>	<b>3,568</b>	<b>4,424</b>

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	(29)	200	283	497	532
折舊及攤提	326	310	314	329	343
本期營運資金變動	0	2	(537)	(591)	(650)
其他營業資產 及負債變動	(13)	116	44	(126)	(110)
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>284</b>	<b>627</b>	<b>105</b>	<b>110</b>	<b>115</b>
資本支出	(48)	(30)	(124)	(77)	(101)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	6	(295)	(387)	10	34
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(42)</b>	<b>(324)</b>	<b>(511)</b>	<b>(67)</b>	<b>(67)</b>
股本變動	150	26	127	0	0
本期負債變動	451	0	0	0	0
現金增減資	510	0	0	0	0
支付現金股利	(75)	(45)	(131)	(323)	(346)
其他調整數	(281)	(147)	(252)	8	43
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>755</b>	<b>(166)</b>	<b>(257)</b>	<b>(315)</b>	<b>(302)</b>
匯率影響數	0	0	9	0	0
<b>本期產生現金流量</b>	<b>996</b>	<b>137</b>	<b>(655)</b>	<b>(272)</b>	<b>(254)</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>235</b>	<b>598</b>	<b>(20)</b>	<b>33</b>	<b>15</b>

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
<b>營業收入</b>	<b>1,451</b>	<b>2,074</b>	<b>2,360</b>	<b>3,007</b>	<b>3,414</b>
銷貨成本	(1,193)	(1,431)	(1,577)	(1,915)	(2,155)
<b>營業毛利</b>	<b>258</b>	<b>643</b>	<b>783</b>	<b>1,092</b>	<b>1,259</b>
營業費用	(313)	(383)	(461)	(505)	(605)
推銷費用	(73)	(106)	(134)	(601)	(683)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(240)	(278)	(327)	(195)	(222)
其他費用	0	0	0	0	0
<b>營業利益</b>	<b>(55)</b>	<b>259</b>	<b>322</b>	<b>587</b>	<b>655</b>
利息收入	0	4	37	46	40
利息費用	(37)	(37)	(25)	(25)	(25)
利息收入淨額	(37)	(33)	13	22	15
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	0	0	2	(9)	(19)
其他業外收入(支出)淨額	50	24	20	13	(5)
稅前純益	(42)	250	355	622	665
所得稅費用	12	(51)	(71)	(124)	(133)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>(29)</b>	<b>200</b>	<b>283</b>	<b>497</b>	<b>532</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	321	597	637	916	998
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>(0.38)</b>	<b>2.20</b>	<b>2.76</b>	<b>4.70</b>	<b>5.03</b>

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
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	(20.9)	43.0	13.8	27.4	13.5
營業利益	--	--	24.1	82.3	11.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	(36.4)	85.8	6.7	43.8	9.0
稅後純益	--	--	41.8	75.6	7.0
調整後每股盈餘	--	--	25.5	70.3	6.9
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	17.8	31.0	33.2	36.3	36.9
營業利益率	(3.8)	12.5	13.7	19.5	19.2
稅前息前淨利率	(5.4)	10.3	13.7	19.5	19.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	22.1	28.8	27.0	30.5	29.2
稅前純益率	(2.9)	12.1	15.0	20.7	19.5
稅後純益率	(2.0)	9.6	12.0	16.5	15.6
資產報酬率	(0.7)	4.2	5.8	8.4	7.7
股東權益報酬率	(1.9)	10.7	11.7	13.9	12.0
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	174.7	140.9	75.9	65.2	56.9
淨負債權益比 (%)	(71.3)	(67.8)	(25.2)	(12.4)	(4.3)
利息保障倍數 (倍)	(0.1)	7.8	15.3	26.0	27.8
流動比率 (%)	196.0	125.8	245.9	300.6	357.2
速動比率 (%)	187.2	121.5	185.0	190.8	245.7
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,232)	(1,368)	(714)	(442)	(188)
調整後每股淨值 (NT\$)	19.10	21.68	26.78	33.73	41.82
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	--	32.5	25.9	15.2	14.2
股價自由現金流量比	32.2	12.7	--	229.7	505.3
股價淨值比	3.7	3.3	2.7	2.1	1.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨	23.6	12.7	11.9	8.3	7.6
股價營收比	5.2	3.7	3.2	2.5	2.2

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

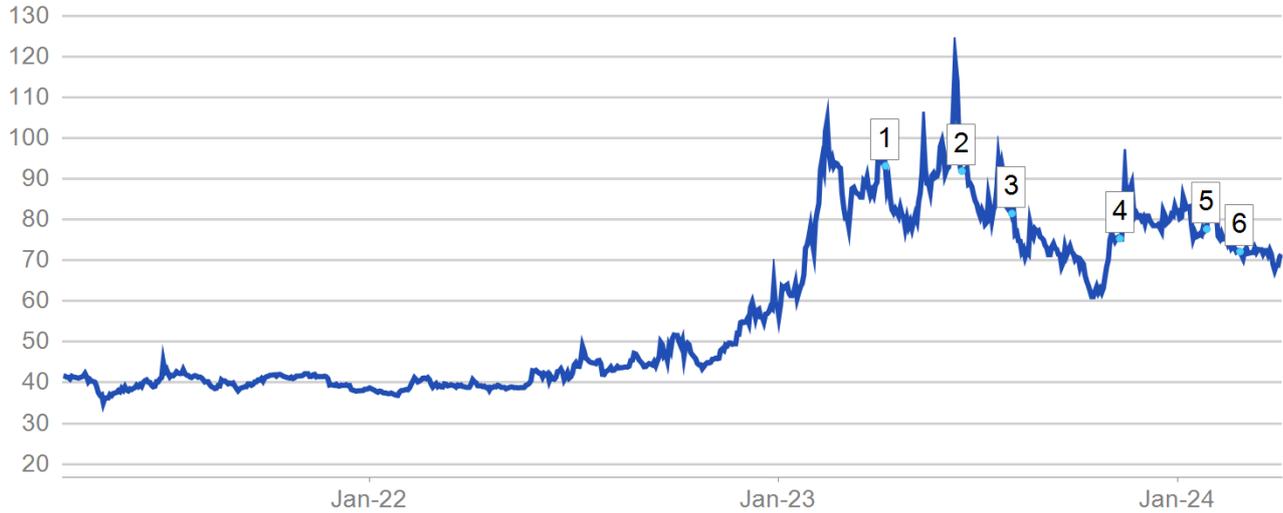
## 附錄：重要揭露事項

### 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。

### 雲品 (2748 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

#### — 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20230420	94.50	126.00	124.29	買進	陳韻筑
2	20230628	93.20	129.00	127.25	買進	陳韻筑
3	20230810	81.40	129.00	129.00	買進	陳韻筑
4	20231114	75.40	100.00	100.00	買進	陳韻筑
5	20240126	77.20	100.00	100.00	買進	陳韻筑
6	20240306	72.40	100.00	100.00	買進	陳韻筑

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註釋定義）。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>.