



晶華

(2707.TW/2707 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 May 28 (NT\$)	246.5
12 個月目標價 (NT\$)	274.0
前次目標價 (NT\$)	260.0
調升 (%)	5.4
上漲空間 (%)	11.2

焦點內容

1. 飯店業供需有利將進一步推升台北的房價與住房率
2. 九月前太魯閣晶英酒店將暫停營運，惟獲利影響有限
3. 晶華 2024-26 年獲利預估可年複合成長 7%

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	31.41 / 975
流通在外股數 (百萬股)：	127.4
外資持有股數 (百萬股)：	10.77
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.41
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	190.0 – 324.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	20.2	13.9	-13.7
相對表現 (%)	4.3	-12.1	-46.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	2.84A	2.70A	2.31A	3.27A
2024	3.33A	2.40F	2.54F	3.24F
2025	3.19F	2.77F	2.97F	3.55F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

莊政翰
886.2.2181.8719
angus.chuang@kgi.com

張育程
886.2.2181.8735
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

產業趨勢有利將帶動獲利成長

重要訊息

我們參加晶華法說會。儘管 403 地震導致公司在花蓮的飯店將暫停營運至九月，但管理層認為台北市飯店房價與住房率將維持上升趨勢，呼應我們看好入境旅客人數復甦將帶動公司獲利進一步成長的看法。

評論及分析

供需態勢有利。旗艦台北晶華酒店 1Q24 客房均價年增 16% 至 6,014 元，較疫情前水準高出 6%，住房率則年增 2.1 個百分點至 77%。基於台北市飯店供需態勢有利，管理層看好房價與住房率仍有上檔空間。疫情期間台北共有九家飯店（合計客房數約 2,500 間）歇業重建，估計佔總客房數的 21%，且需要至少 2-3 年有些才會重啟營運；而來台旅客人數去年僅恢復至 2019 年的 55% 水準。儘管 2024-25 年會有幾家國際飯店開幕，但管理層認為台北飯店仍是供給不足，突顯疫情後觀光熱潮帶動全球飯店房價上漲的趨勢。

花蓮飯店暫停營運影響有限。受 4 月 3 日地震影響，佔公司整體營收 9% 的太魯閣晶英酒店 2Q24 暫停營運；由於道路交通尚未完全修復，因此管理層表示最快要到 9 月才會重新對外開放。不過公司表示太魯閣晶英酒店暫時關閉影響有限，原因是其獲利佔比僅 3%，而權益法收益增加將可彌補部份缺口。管理層預期與 IHG 合資成立來管理全球 Regent 品牌飯店的子公司，今年獲利將至少倍增至 300 萬美元。

獲利成長趨勢不變。我們調整獲利預估以反映 1Q24 財報以及花蓮飯店暫停營運，預期 2024-26 年公司獲利將年複合成長 7%。晶華將維持輕資產的營運模式，未來兩年旗下新開幕的飯店多為委託管理性質，亦即公司的現金股利發放率應可維持在高檔。公司 2023 年獲利將發放每股現金股利 11.38 元，隱含 102.5% 發放率與現金殖利率 4.6%。

投資建議

我們認為以多品牌策略滿足不同客群需求的晶華將受惠於全球旅遊熱潮。我們維持「增加持股」評等，目標價調升至 274 元，相當於 2025 年預估每股盈餘的 22 倍。

投資風險

來台旅客復甦速度緩慢；人事成本上升。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	5,597	6,765	6,587	7,034	7,122
營業毛利 (NT\$百萬)	1,865	2,514	2,509	2,719	2,766
營業利益 (NT\$百萬)	1,221	1,843	1,839	2,035	2,073
稅後淨利 (NT\$百萬)	903	1,416	1,467	1,590	1,665
每股盈餘 (NT\$)	7.09	11.11	11.51	12.48	13.07
每股現金股利 (NT\$)	9.01	11.38	9.79	10.61	11.11
每股盈餘成長率 (%)	(58.5)	56.8	3.6	8.4	4.7
本益比 (x)	34.8	22.2	21.4	19.8	18.9
股價淨值比 (x)	7.2	6.8	6.5	6.2	5.9
EV/EBITDA (x)	13.9	10.5	10.4	9.5	9.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.7	4.6	4.0	4.3	4.5
股東權益報酬率 (%)	19.6	31.7	31.2	32.3	32.2

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：1Q24 財報與 2Q24 獲利預估調整暨市場共識比較

	1Q24							2Q24F						
百萬元	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,747	1,858	(5.9)	(2.8)	0.5	1,853	(5.7)	1,487	1,651	(9.9)	(14.9)	(7.0)	1,658	(10.3)
毛利	666	723	(7.9)	(7.0)	2.2	712	(6.5)	558	623	(10.5)	(16.3)	(4.9)	632	(11.8)
營業利益	502	551	(8.9)	(7.9)	2.0	538	(6.6)	394	458	(13.9)	(21.5)	(7.5)	461	(14.5)
稅前淨利	555	562	(1.2)	1.5	14.2	550	0.9	410	469	(12.6)	(26.2)	(13.5)	479	(14.5)
稅後淨利	425	424	0.3	2.1	17.5	411	3.5	306	351	(12.8)	(28.0)	(11.1)	356	(14.1)
每股盈餘 (元)	3.33	3.33	0.3	2.1	17.5	3.22	3.5	2.40	2.75	(12.8)	(28.0)	(11.1)	2.79	(14.1)
毛利率 (%)	38.1	38.9	(0.8) ppts	(1.7) ppts	0.7 ppts	38.5	(0.3) ppts	37.5	37.7	(0.2) ppts	(0.6) ppts	0.8 ppts	38.2	(0.6) ppts
營業利益率 (%)	28.7	29.6	(0.9) ppts	(1.6) ppts	0.4 ppts	29.0	(0.3) ppts	26.5	27.7	(1.2) ppts	(2.2) ppts	(0.1) ppts	27.8	(1.3) ppts
淨利率 (%)	24.3	22.8	1.5 ppts	1.2 ppts	3.5 ppts	22.2	2.2 ppts	20.6	21.2	(0.7) ppts	(3.8) ppts	(0.9) ppts	21.5	(0.9) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

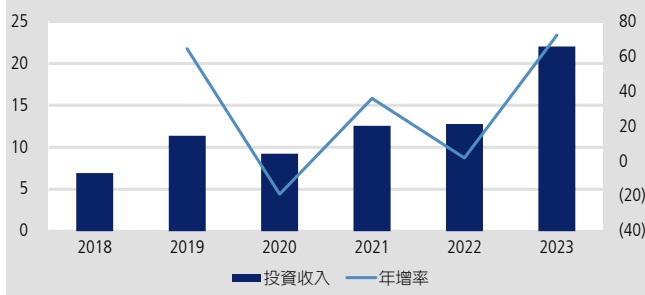
圖 2：2024-25 年獲利預估調整暨市場共識比較

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	6,587	7,135	(7.7)	(2.6)	7,157	(8.0)	7,034	7,456	(5.7)	6.8	7,454	(5.6)
毛利	2,509	2,760	(9.1)	(0.2)	2,777	(9.6)	2,719	2,979	(8.7)	8.3	2,963	(8.2)
營業利益	1,839	2,060	(10.7)	(0.2)	2,069	(11.1)	2,035	2,236	(9.0)	10.6	2,203	(7.6)
稅前獲利	1,949	2,104	(7.4)	2.1	2,117	(7.9)	2,115	2,290	(7.6)	8.5	2,224	(4.9)
稅後淨利	1,467	1,579	(7.1)	3.6	1,576	(6.9)	1,590	1,736	(8.4)	8.4	1,664	(4.5)
每股盈餘 (元)	11.51	12.40	(7.1)	3.6	12.37	(6.9)	12.48	13.63	(8.4)	8.4	13.06	(4.5)
毛利率 (%)	38.1	38.7	(0.6) ppts	0.9 ppts	38.8	(0.7) ppts	38.7	39.9	(1.3) ppts	0.6 ppts	39.8	(1.1) ppts
營業率 (%)	27.9	28.9	(0.9) ppts	0.7 ppts	28.9	(1.0) ppts	28.9	30.0	(1.1) ppts	1.0 ppts	29.5	(0.6) ppts
淨利率 (%)	22.3	22.1	0.1 ppts	1.3 ppts	22.0	0.3 ppts	22.6	23.3	(0.7) ppts	0.3 ppts	22.3	0.3 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：與 IHG 合資成立的子公司今年獲利將翻倍

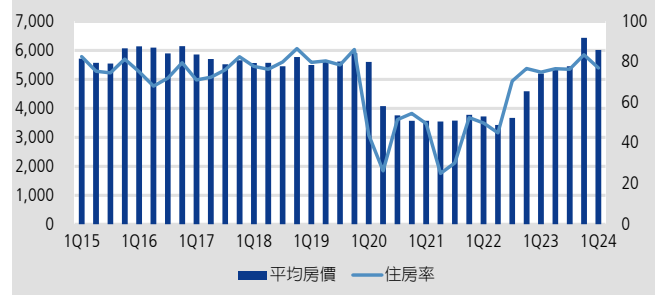
投資收益，百萬元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：台北晶華酒店平均房價已超越 2019 年水準

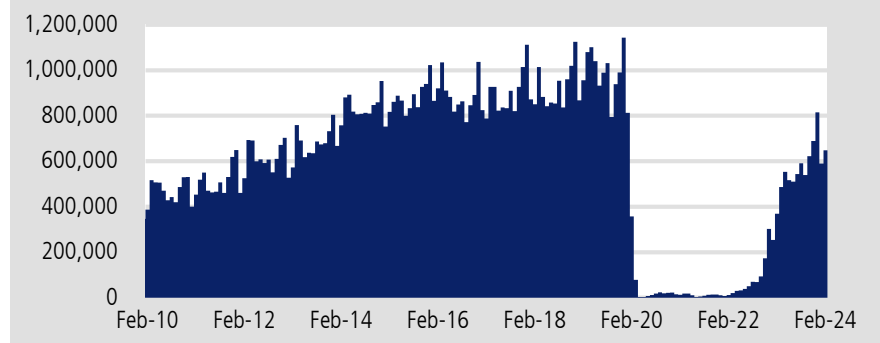
旅館平均房價，元 (左軸)；住房率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

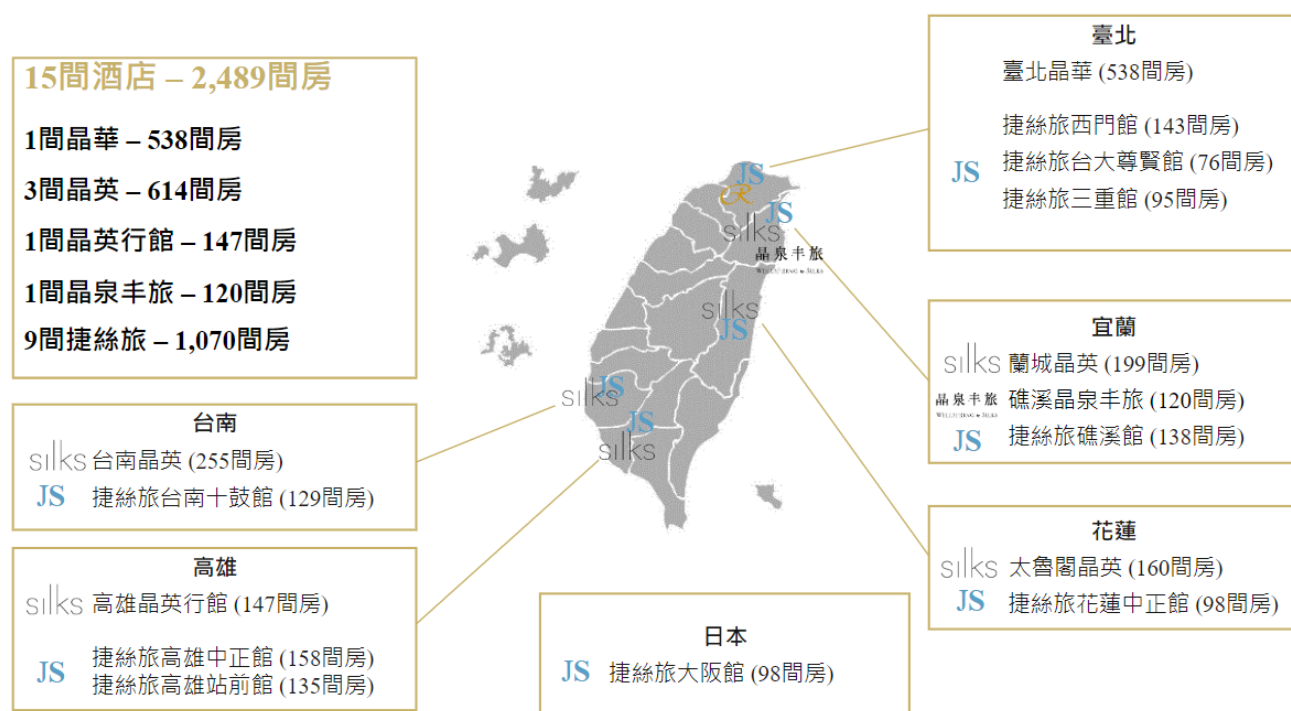
圖 5：來台旅客人數仍低於疫情前水準

來台旅客數，人次



資料來源：觀光局；凱基

圖 6：晶華據點



資料來源：公司資料、凱基

圖 7：同業評價比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)			本益比			毛利率 (%)			營業利益率 (%)			股價表現			
				2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	3M	6M	12M	YTD
晶華酒店	2707 TT	974	246.5	11.11	11.51	12.48	22.2	21.4	19.8	37.2	38.1	38.7	27.2	27.9	28.9	20.2	13.9	(13.7)	11.3
寒舍餐旅	2739 TT	189	66.5	4.52	4.64	5.07	14.7	14.3	13.1	38.6	38.3	39.3	13.0	12.5	13.3	36.4	15.1	(9.0)	8.1
雲品	2748 TT	240	73.2	2.76	3.96	4.84	26.5	18.5	15.1	33.2	36.7	38.6	13.7	18.3	21.4	0.3	(10.2)	(18.8)	(12.0)
國賓	2704 TT	807	70.9	1.34	N.A.	N.A.	52.9	N.M.	N.M.	28.9	N.A.	N.A.	(20.0)	N.A.	N.A.	49.3	48.9	57.6	43.4
第一店	2706 TT	261	16.9	0.60	N.A.	N.A.	28.1	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	13.5	7.7	3.1	6.0
夏都	2722 TT	231	63.1	0.69	N.A.	N.A.	91.4	N.M.	N.M.	45.3	N.A.	N.A.	10.3	N.A.	N.A.	29.7	2.3	(1.8)	0.2
亞都麗緻	5703 TT	51	23.3	0.55	N.A.	N.A.	42.3	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.2	(8.5)	(6.2)	(13.9)
國內同業平均							39.7	18.1	16.0	36.6	37.7	38.8	8.8	19.6	21.2				
華住集團有限公司	HTHT US	11,613	36.4	12.83	12.48	13.54	2.8	2.9	2.7	71.2	37.4	38.9	21.5	23.3	25.0	(3.0)	0.1	(3.1)	8.9
上海錦江國際酒店	600754 CH	3,689	27.5	0.94	1.05	1.41	29.2	26.2	19.5	42.0	42.7	43.8	15.6	16.0	17.5	(4.5)	(16.0)	(41.7)	(8.1)
北京首旅酒店	600258 CH	2,183	14.2	0.71	0.70	0.83	20.0	20.3	17.1	38.1	37.8	38.1	18.7	16.2	17.5	(4.5)	(15.0)	(27.7)	(8.9)
君亭酒店集團	301073 CH	561	21.0	0.16	0.25	0.58	131.3	84.0	36.2	39.7	43.5	45.6	15.7	20.1	25.1	12.4	(17.0)	(42.6)	(7.4)
中青旅控股	600138 CH	1,027	10.3	0.27	0.33	0.49	38.3	31.3	21.1	24.5	25.3	25.2	6.0	6.4	7.1	1.6	(5.1)	(17.2)	(2.7)
復星旅遊文化	1992 HK	689	4.3	0.25	0.27	0.30	17.3	16.0	14.4	32.6	32.7	32.6	10.5	9.5	9.9	(2.5)	(26.0)	(42.9)	(25.2)
香格里拉 (亞洲)	69 HK	2,587	5.6	0.05	0.07	0.05	112.8	80.6	112.8	54.5	55.2	55.2	9.1	13.3	13.9	8.3	6.4	(11.6)	5.2
大酒店	45 HK	1,321	6.3	0.09	N.A.	N.A.	69.6	N.M.	N.M.	70.0	N.A.	N.A.	6.9	N.A.	N.A.	14.7	4.7	(10.4)	7.2
九龍倉集團	4 HK	10,049	25.7	0.31	1.25	1.44	82.9	20.6	17.8	N.A.	51.9	46.2	24.0	40.9	37.4	(8.5)	24.8	49.2	2.2
共立維修公司	9616 JP	1,629	3,130.0	54.38	49.32	115.41	57.6	63.5	27.1	18.7	23.1	24.0	4.2	7.4	8.6	(3.3)	7.7	20.4	4.5
新羅飯店	008770 KS	1,701	56,800.0	2,270.00	2,283.35	2,261.66	25.0	24.9	25.1	39.8	43.0	42.4	2.6	3.3	4.1	(7.9)	(13.1)	(29.6)	(13.1)
區域同業平均							53.4	37.0	29.4	43.1	39.3	39.2	12.2	15.6	16.6				
拉斯維加斯金沙集團	LVS US	33,438	44.9	1.60	1.90	2.84	28.1	23.6	15.8	49.8	35.1	35.6	22.3	25.7	27.5	(16.3)	(5.8)	(20.4)	(8.8)
凱德雅詩閣信託	CLAS SP	2,500	0.9	0.06	0.05	0.05	14.9	17.9	17.9	N.A.	48.2	48.7	35.6	39.3	39.8	(0.6)	(3.8)	(15.6)	(9.6)
文華東方	MAND SP	2,161	1.7	(0.29)	0.01	N.A.	N.M.	171.0	N.M.	44.7	N.A.	N.A.	(61.1)	N.A.	N.A.	9.6	1.8	(0.6)	9.6
希爾頓全球控股	HLT US	50,819	203.2	4.36	6.11	7.08	46.6	33.3	28.7	88.9	42.5	42.3	21.7	25.5	26.8	(0.4)	21.4	47.2	11.6
凱悅酒店集團	H US	14,982	148.1	2.10	2.22	3.86	70.5	66.7	38.4	19.8	N.A.	N.A.	4.6	8.7	10.3	(2.7)	29.7	34.3	13.5
萬豪國際集團 (馬里蘭)	MAR US	67,575	236.6	10.23	8.59	9.48	23.1	27.5	25.0	21.6	21.0	21.8	16.3	16.7	17.1	(5.0)	15.6	37.7	4.9
全球同業平均							36.6	56.7	25.1	44.9	36.7	37.1	6.6	23.2	24.3				

資料來源：Bloomberg、凱基

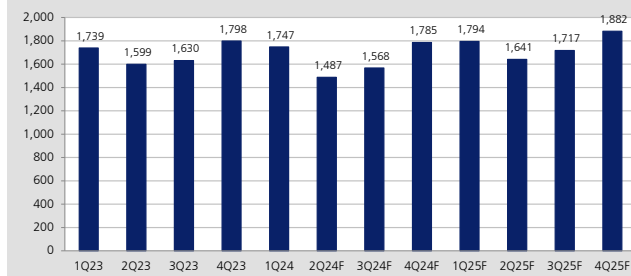
圖 8: 公司概況

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 15 家酒店及 2,489 間客房。2023 年，公司營收組合為餐飲 49%、客房 38%、服務 3%、租賃和投資 10%。

資料來源：凱基

圖 10: 季營業收入

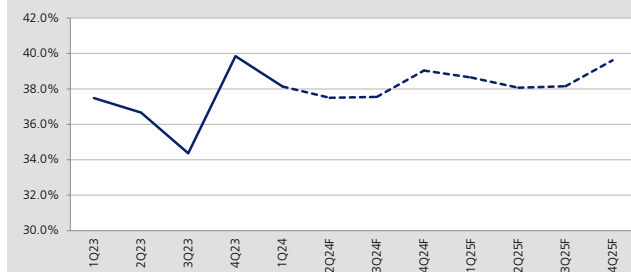
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12: 毛利率

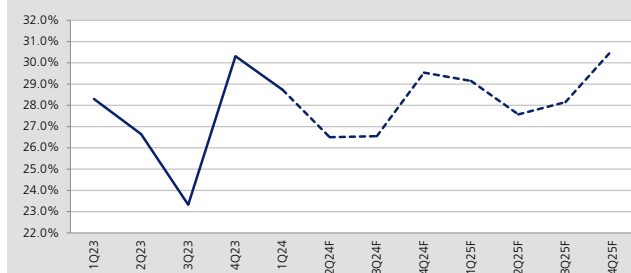
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 營業利潤率

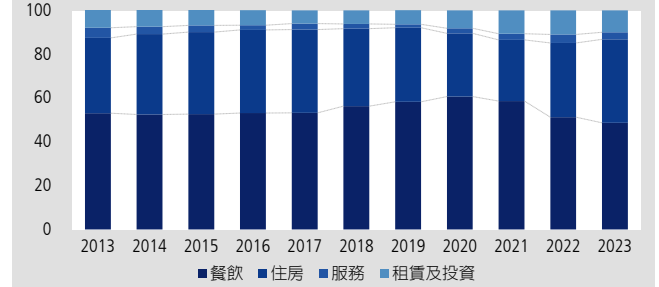
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 餐飲貢獻主要營收

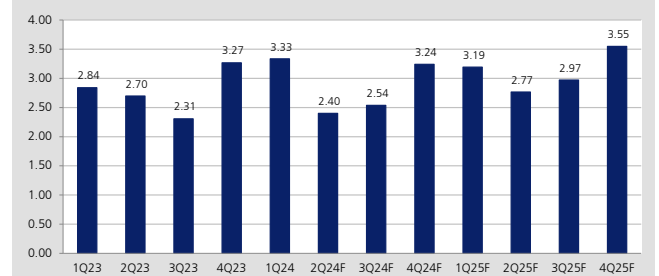
營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 每股盈利

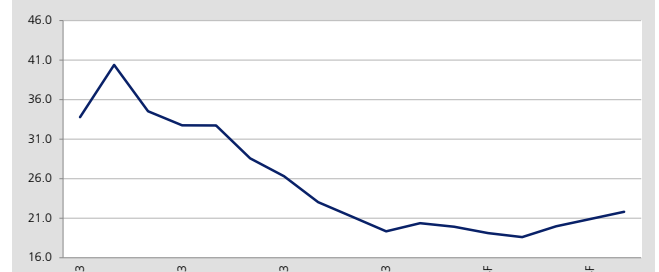
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13: 本益比

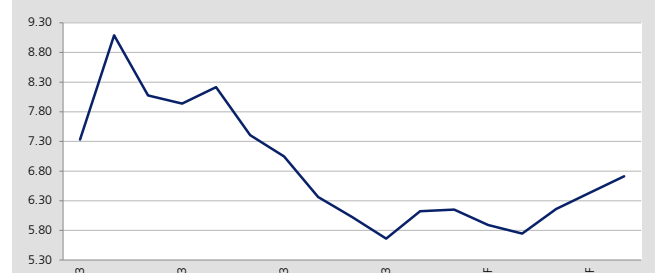
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 15: 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-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,747	1,487	1,568	1,785	1,794	1,641	1,717	1,882	6,587	7,034	7,122
營業成本	(1,081)	(929)	(979)	(1,088)	(1,101)	(1,016)	(1,062)	(1,136)	(4,077)	(4,316)	(4,356)
營業毛利	666	558	589	697	693	625	655	746	2,509	2,719	2,766
營業費用	(164)	(164)	(172)	(170)	(170)	(172)	(172)	(169)	(670)	(684)	(693)
營業利益	502	394	416	527	523	452	484	576	1,839	2,035	2,073
折舊	(142)	(154)	(155)	(167)	(161)	(161)	(162)	(161)	(619)	(645)	(670)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	644	548	572	695	684	613	645	737	2,459	2,680	2,743
利息收入	11	17	18	20	18	20	19	19	66	77	90
投資利益淨額	6	9	10	12	8	10	10	15	37	43	81
其他營業外收入	10	8	8	8	8	8	8	8	32	30	53
總營業外收入	27	33	36	40	34	38	37	42	135	150	223
利息費用	(12)	(12)	(12)	(13)	(12)	(12)	(12)	(12)	(50)	(50)	(50)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	39	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	24	(20)	(35)
總營業外費用	27	(17)	(17)	(18)	(17)	(17)	(17)	(17)	(26)	(70)	(85)
稅前純益	555	410	434	550	539	472	503	601	1,949	2,115	2,212
所得稅費用[利益]	(109)	(82)	(87)	(112)	(106)	(94)	(99)	(124)	(390)	(423)	(443)
少數股東損益	(21)	(22)	(24)	(25)	(26)	(26)	(25)	(25)	(92)	(102)	(104)
非常項目前稅後純益	425	306	323	413	407	352	379	452	1,467	1,590	1,665
非常項目	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	425	306	323	413	407	352	379	452	1,467	1,590	1,665
每股盈餘 (NT\$)	3.33	2.40	2.54	3.24	3.19	2.77	2.97	3.55	11.51	12.48	13.07
獲利率 (%)											
營業毛利率	38.1	37.5	37.5	39.0	38.6	38.1	38.2	39.6	38.1	38.7	38.8
營業利益率	28.7	26.5	26.5	29.5	29.1	27.6	28.2	30.6	27.9	28.9	29.1
EBITDA Margin	36.9	36.9	36.5	38.9	38.1	37.4	37.6	39.2	37.3	38.1	38.5
稅前純益率	31.8	27.6	27.7	30.8	30.0	28.8	29.3	31.9	29.6	30.1	31.1
稅後純益率	24.3	20.6	20.6	23.1	22.7	21.5	22.0	24.0	22.3	22.6	23.4
季成長率 (%)											
營業收入	(2.8)	(14.9)	5.4	13.9	0.5	(8.5)	4.7	9.6			
營業毛利	(7.0)	(16.3)	5.6	18.4	(0.5)	(9.9)	4.9	13.8			
營業收益增長	(7.9)	(21.5)	5.6	26.7	(0.8)	(13.5)	6.9	19.2			
EBITDA	(6.9)	(14.9)	4.3	21.5	(1.5)	(10.4)	5.3	14.3			
稅前純益	1.5	(26.2)	6.0	26.6	(2.0)	(12.3)	6.4	19.5			
稅後純益	2.1	(28.0)	5.8	27.7	(1.5)	(13.3)	7.4	19.4			
年成長率 (%)											
營業收入	0.5	(7.0)	(3.8)	(0.7)	2.7	10.4	9.6	5.4	(2.6)	6.8	1.2
營業毛利	2.2	(4.9)	5.1	(2.7)	4.1	12.0	11.3	7.0	(0.2)	8.3	1.7
營業收益	2.0	(7.5)	9.5	(3.2)	4.2	14.8	16.2	9.3	(0.2)	10.6	1.9
EBITDA	0.3	(4.5)	8.1	0.4	6.2	11.8	12.9	6.2	0.9	9.0	2.4
稅前純益	14.2	(13.5)	8.0	0.5	(2.9)	15.3	15.8	9.3	2.1	8.5	4.6
稅後純益	17.5	(11.1)	10.0	(0.8)	(4.3)	15.3	17.1	9.4	3.6	8.4	4.7

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	10,489	10,631	10,726	11,190	11,611
流動資產	3,766	4,659	5,135	6,001	6,811
現金及短期投資	3,477	3,937	4,422	5,270	6,077
存貨	37	28	26	28	28
應收帳款及票據	186	224	218	233	236
其他流動資產	65	470	470	470	470
非流動資產	6,723	5,972	5,590	5,189	4,800
長期投資	1,166	1,168	1,204	1,247	1,328
固定資產	2,067	1,949	1,530	1,086	616
什項資產	3,490	2,856	2,856	2,856	2,856
負債總額	5,783	5,683	5,466	5,589	5,656
流動負債	2,654	2,843	2,626	2,749	2,816
應付帳款及票據	415	324	310	329	332
短期借款	87	87	87	87	87
什項負債	2,153	2,433	2,229	2,334	2,398
長期負債	3,129	2,840	2,840	2,840	2,840
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	373	286	286	286	286
股東權益總額	4,706	4,948	5,260	5,600	5,954
普通股本	1,274	1,274	1,274	1,274	1,274
保留盈餘	1,418	1,838	2,058	2,296	2,546
少數股東權益	365	360	452	554	659
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	13.5%	20.9%	(2.6%)	6.8%	1.2%
營業收益增長	126.9%	50.9%	(0.2%)	10.6%	1.9%
EBITDA	55.6%	34.6%	0.9%	9.0%	2.4%
稅後純益	(58.5%)	56.8%	3.6%	8.4%	4.7%
每股盈餘成長率	(58.5%)	56.8%	3.6%	8.4%	4.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	33.3%	37.2%	38.1%	38.7%	38.8%
營業利益率	21.8%	27.2%	27.9%	28.9%	29.1%
EBITDA Margin	32.4%	36.0%	37.3%	38.1%	38.5%
稅後純益率	16.1%	20.9%	22.3%	22.6%	23.4%
平均資產報酬率	8.4%	13.4%	13.7%	14.5%	14.6%
股東權益報酬率	19.6%	31.7%	31.2%	32.3%	32.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	1.8%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	22.4	38.2	40.2	43.6	45.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	35.1	35.5	41.1	44.2	45.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	14.5	13.2	15.0	16.1	16.5
流動比率 (x)	1.4	1.6	2.0	2.2	2.4
速動比率 (x)	1.4	1.6	1.9	2.2	2.4
淨負債 (NT\$百萬)	(366)	(389)	(873)	(1,721)	(2,528)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	7.09	11.11	11.51	12.48	13.07
每股現金盈餘 (NT\$)	16.79	14.31	16.03	17.21	17.69
每股淨值 (NT\$)	34.07	36.01	37.73	39.61	41.57
調整後每股淨值 (NT\$)	34.07	36.01	37.73	39.61	41.57
每股營收 (NT\$)	43.93	53.10	51.70	55.21	55.90
EBITDA/Share (NT\$)	14.22	19.13	19.30	21.03	21.53
每股現金股利 (NT\$)	9.01	11.38	9.79	10.61	11.11
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.52	0.64	0.62	0.64	0.62
應收帳款周轉天數	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
存貨周轉天數	3.7	2.4	2.4	2.4	2.4
應付帳款周轉天數	40.6	27.8	27.8	27.8	27.8
現金轉換周轉天數	(24.8)	(13.3)	(13.3)	(13.3)	(13.3)

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	5,597	6,765	6,587	7,034	7,122
營業成本	(3,733)	(4,251)	(4,077)	(4,316)	(4,356)
營業毛利	1,865	2,514	2,509	2,719	2,766
營業費用	(644)	(671)	(670)	(684)	(693)
營業利益	1,221	1,843	1,839	2,035	2,073
總營業外收入	95	120	135	150	223
利息收入	30	59	66	77	90
投資利益淨額	13	22	37	43	81
其他營業外收入	52	40	32	30	53
總營業外費用	(12)	(55)	(26)	(70)	(85)
利息費用	(61)	(51)	(50)	(50)	(50)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	49	(3)	24	(20)	(35)
稅前純益	1,304	1,909	1,949	2,115	2,212
所得稅費用[利益]	(288)	(382)	(390)	(423)	(443)
少數股東損益	(113)	(111)	(92)	(102)	(104)
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	903	1,416	1,467	1,590	1,665
EBITDA	1,811	2,437	2,459	2,680	2,743
每股盈餘 (NT\$)	7.09	11.11	11.51	12.48	13.07

現金流量

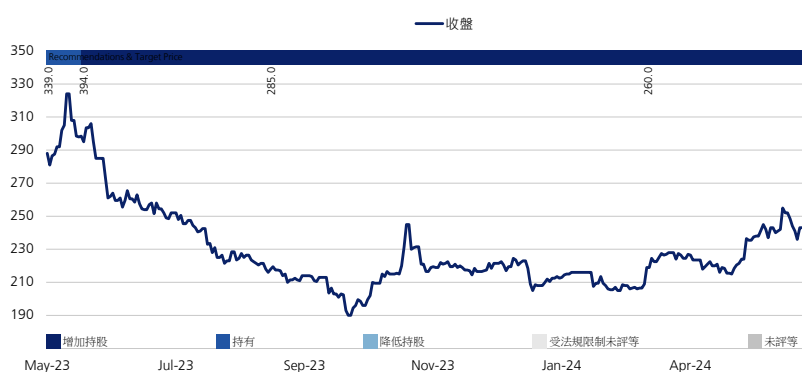
NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	2,139	1,823	2,043	2,193	2,254
本期純益	903	1,416	1,467	1,590	1,665
折舊及攤提	590	594	619	645	670
本期運用資金變動	4	(107)	(6)	2	(0)
其他營業資產及負債變動	642	(79)	(37)	(43)	(81)
投資活動之現金流量	(234)	(279)	(201)	(200)	(200)
投資用短期投資出售[新購]	(52)	(72)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(180)	(221)	(201)	(200)	(200)
其他資產變動	(2)	14	-	-	-
自由現金流	1,366	1,740	1,884	2,074	2,128
融資活動之現金流量	(1,848)	(1,530)	(1,358)	(1,145)	(1,247)
短期借款變動	3	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,640)	(1,148)	(1,450)	(1,247)	(1,351)
其他融資現金流	(211)	(383)	92	102	104
匯率影響數	3	8			
本期產生現金流量	61	22	484	848	807

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	11.5%	9.9%	10.2%	9.7%	9.7%
= 營業利益率	21.8%	27.2%	27.9%	28.9%	29.1%
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	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	20.1	(7,046.9)	(31.4)	(9.2)	(5.5)
營業利益率	21.8%	27.2%	27.9%	28.9%	29.1%
x 資本周轉率	20.1	(7,046.9)	(31.4)	(9.2)	(5.5)
x (1 - 有效現金稅率)	77.9%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	342.2%	(153567.1%)	(701.4%)	(213.9%)	(128.1%)

資料來源：公司資料，凱基

晶華 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-03-12	增加持股	260.0	219.0
2023-09-13	增加持股	285.0	218.0
2023-06-15	增加持股	394.0	295.0

資料來源：TEJ，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。