

BUY

統一超(2912)

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 陳怡如 Eva Chen
yiruchen@masterlink.com.tw

評等

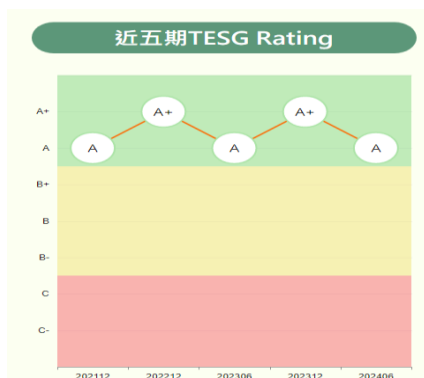
日期: 2024/6/4
目前收盤價 (NT\$): 269.5
目標價 (NT\$): 316
52 週最高最低(NT\$): 256.5-291.5
加權指數: 21536.76

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 10,396
市值 (NT\$/mn): 280,170
市值 (US\$/mn): 9,339
20 日平均成交量(仟股): 1,193
PER (2024): 24.14
PBR (2024): 6.78
外資持股比率: 25.45
TCRI 1

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-1.8	-0.4	0.4
加權指數報酬率	5.9	13.7	23.5

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	
目標價 (NT\$)	316	
營業收入 (NT\$/mn)	346,762	
毛利率 (%)	34.13	
營益率 (%)	4.40	
EPS (NT\$)	11.17	
BVPS(NT\$)	39.7	



台灣本業穩健，菲律賓 7-11 進入獲利黃金期

- **股東會重點：**中國退出超市經營，聚焦上海及浙江 7-11、菲律賓 7-11 突破 4000 店、台灣 7-11 突破 7111 店。
- **營運近況：**1Q24 獲利穩健增長，EPS 2.83 元；2Q24 進入超商獲利旺季，預估統一超 2Q24 營收 851.74 億元，YOY+9.78%，歸屬母公司淨利潤 29.66 億元，EPS 2.85 元。
- **未來展望：**台灣超商 2024 年隨著解封紅利消退，預期 PSD 增長回到穩健的低個位數成長，鮮食及咖啡為成長動能、展店淨增加 200~300 店，年底將突破 7111 店。菲律賓 7-11 淨增加 300~400 店，年底超過 4000 店，PSD YOY 維持在中~高個位數增長，預估 2024 年營收 YOY+10~15%，且隨著營收規模擴大帶來營運槓桿效益顯現，預期稅後淨利增長率可望達 15~20%，優於營收增長，預估對統一超 EPS 貢獻約 1.1 元。台灣星巴克在穩健展店且 PSD 維持穩健增長帶動下，預期營收中~高個位數增長。在中國轉投資事業未來將聚焦在上海以及浙江 7-11，截至 2023 年底，上海以及浙江 7-11 分別有 249 店以及 139 店；預估 2024 年分別淨增加 50 店，未來一旦消費回溫，預期展店可望加速，屆時門店數增加伴隨著 PSD 提升，營收規模擴大，獲利表現可望轉佳。
- **維持買進，目標價 316 元：**2023 年 EPS 10.21 元，公司擬配發現金股利 9 元，以目前股價計算，殖利率約 3.3%。2024 年台灣超商預計展店 200~250 家且 PSD 維持增長、菲律賓 7-11 加速展店且同店維持增長、台灣星巴克持穩向上、中國聚焦超商業務，預估統一超合併營收 3467.62 億元，YOY+9.37%，獲利穩健成長，預估歸屬母公司淨利潤 116.30 億元，預估 EPS 11.17 元，考量統一超獲利穩健且穩定配息，故維持買進，目標價維持 316 元。

Exhibit 1: ESG 評分



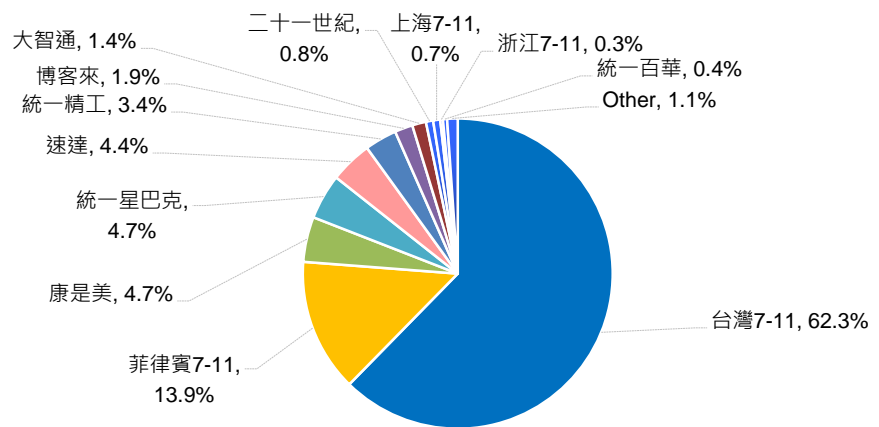
Source : TEJ

統一超商為台灣便利商店龍頭，獲利穩健，超商佔合併營收 6 成以上

統一超商為台灣便利商店龍頭，獲利穩健，超商佔合併營收 6 成以上

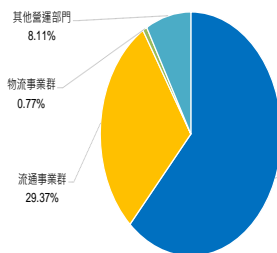
統一超商為台灣便利商店龍頭，2023 年底全台店數達 6859 店，截至 2024 年四月底總店數達 6957 店，較 2023 年底淨增加 98 店；以 2023 年合併營收來看，四大事業群：便利商店(台灣 7-11)，佔集團營收比重 61.75%、流通事業(菲律賓 7-11、康是美、宅急便、博客來等)，佔營收 29.68%、物流事業(專指幫 7-11 做配送的統昶、捷盟以及大智通)，佔營收比重 0.82%以及其他事業群(中國事業群以及餐飲事業群，如台灣星巴克等)，佔營收比重 8.02%；以獲利結構來看，台灣便利商店約稅前淨利約五成、菲律賓 7-11 約 15%、統一速達、台灣星巴克以及康是美約 5%。

統一超主要子公司營收貢獻(2023 年)



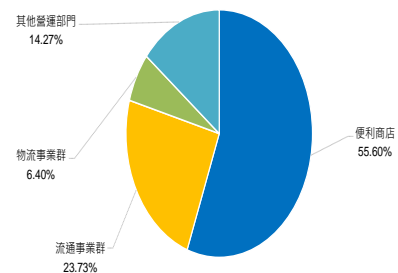
Source: : Company Data、Masterlink

統一超各部門營收占比



Source: : Company Data、Masterlink

部門稅前淨利占比(不考慮調節與消除)



Source: : Company Data、Masterlink

What's New :

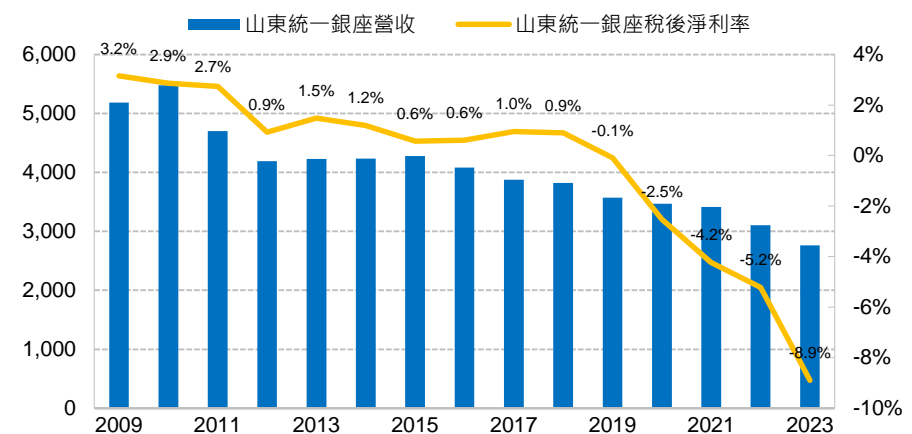
2024 年股東會重點：中國退出超市經營，聚焦上海及浙江 7-11、菲律賓 7-11 突破 4000 店、台灣 7-11 突破 7111 店

統一超於 5/30 舉行股東會，會中董事長羅智先先生針對統一超 2024 年展望有提出幾個重要看法：(1)中國轉投資方面，退出中國超市山東統一銀座正式退場，未來聚焦在上海以及浙江的 7-11、(2)菲律賓 7-11 將突破 4000 店、(3)台灣超商穩健增長，2024 年將突破 7111 店並持續投資外送平台，大致符合預期，後續將針對展望作詳細說明，唯獨其中讓人略感到意外的應是退出中國超市業務，但若攤開近年來山東統一銀座的表現來看，退場倒也不令人感到意外。山東統

2024 年股東會重點：中國退出超市經營，聚焦上海及浙江 7-11、菲律賓 7-11 突破 4000 店、台灣 7-11 突破 7111 店

一銀座是 2005 年由統一超與山東銀座商城合資，主要經營連鎖生鮮超市，統一超持股 55%，是濟南最大的連鎖超市，2023 年店數規模約 200 家。自 2010 年以來，山東統一銀座營收呈現緩步下滑趨勢，且 2020 年更受到疫情影響，獲利更是由盈轉虧，2023 年營收貢獻 27.63 億元，佔統一超合併營收低於 1%，稅後淨損 2.46 億元，對集團 EPS 影響數約 0.13 元，對於集團影響實屬有限，但選擇退場對於集團在中國轉投資業務來說，可將資源聚焦在上海以及浙江的 7-11，對集團實屬正面。

山東統一銀座營收以及稅後淨利率表現



Source: : Company Data、Masterlink

1Q24 獲利穩健增長，EPS 2.83 元

統一超 1Q24 集團營收 810.71 億元，YOY+7.4%，QoQ-0.5%，其中營收主要動能來自於台灣超商、星巴克穩健成長約 6~7%、菲律賓 7-11 營收成長近兩成以及康是美中低雙位數增長。獲利方面，毛利率 33.9%，較去年同期下滑 0.3%，主要受到(1)菲律賓 7-11 產品結構改變且去年同期有香菸漲價所帶來的提前採購效應、(2)星巴克近年來持續推廣餐飲、餅乾以及禮盒等銷售，產品組合有所改變以及(3)中國事業體店端虧損所致；然在費用控制得宜下，營業利益 36.74 億元，營業利益率 4.53%，與去年同期大致持平。整體稅前淨利 43.88 億元，稅後歸屬母公司淨利潤 29.44 億元，EPS 2.83 元。

統一超 1Q24 EPS 2.83 元

2912 統一超	1Q23	4Q23	1Q24(A)	1Q24(F)	Diff	QoQ	YoY
Net sales	75,474	81,450	81,071	82,943	-2.3%	-0.5%	7.4%
Gross profit	25,840	27,829	27,480	28,500	-3.6%	-1.3%	6.3%
Gross margin(%)	34.24%	34.17%	33.90%	34.36%	-0.5%	-0.3%	
Operating profit	3,443	2,921	3,674	3,925	-6.4%	25.8%	6.7%
Operating Margin(%)	4.56%	3.59%	4.53%	4.73%	-0.2%	0.9%	0.0%
Pre-tax profit	4,087	3,674	4,388	4,295	2.2%	19.4%	7.4%
Net Profit	2,821	2,203	2,944	2,749	7.1%	33.7%	4.4%
EPS (NT\$)	2.71	2.12	2.83	2.64			

Source: : Company Data、Masterlink

1Q24 獲利穩健增長，EPS 2.83 元

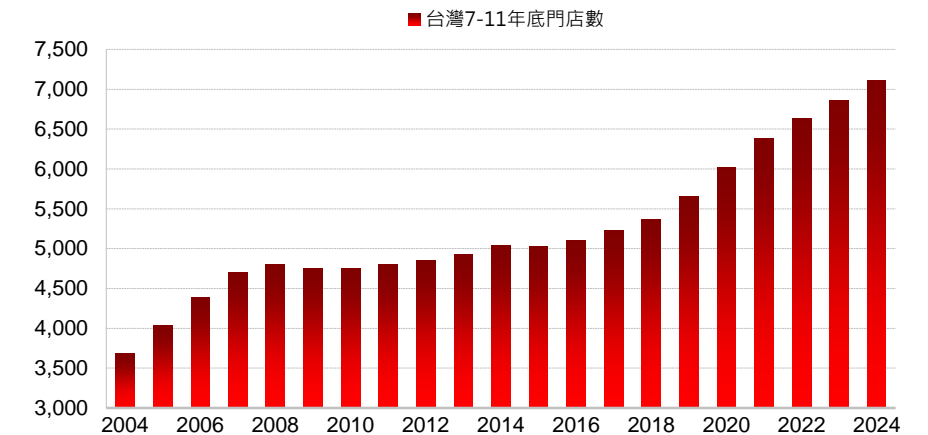
四月份營收 268.21 億元，YOY+7.79%，其中台灣超商 PSD YOY 低個位數增長，營收 YOY+6~7%、菲律賓 7-11 PSD YOY 低個位數增長，主要反映連假的差異，營收 YOY 中~高雙位數增長、康是美 PSD YOY 中個位數增長、營收 YOY 低雙位數增長、台灣星巴克 PSD YOY 低個位數增長、營收 YOY 中個位數增長；速達營收中雙位數增長，主要由配送件數成長所帶動。第二季進入超商獲利高峰，我們預估統一超 2Q24 營收 851.74 億元，YOY+9.78%，歸屬母公司淨利潤 29.66 億元，EPS 2.85 元。

台灣超商：2024 年穩健展店 200~300 店、PSD YOY 低個位數增長

2023 年台灣超商營收 1957.66 億元，YOY+8.04%，主要動能來自於疫情期間積極展店，展店效益發揮，且 PSD 穩健增長所帶動。以門店數來看，台灣超商 2023 年底總店數達 6859 店，較 2022 年底淨增加 228 店，累計 2021~2023 年淨增加 835 店；截至 2024/04，台灣超商全台灣總店數達 6957 店，較 2023 年底淨增加 98 店，公司 2024 年預計淨增加 200~300 店，前四個月已達成 2024 年淨增加目標的三~五成左右，且董事長在股東會上表示今年底台灣超商將可突破 7111 店，我們認為今年將可達成預定計畫。

台灣超商 2024 年展店 200~300 店、PSD YOY 低個位數增長

台灣 7-11 門店數 2024 年將突破 7000 店



Source: : Company Data、Masterlink

2023 年隨著疫情消退，民眾生活恢復常態下，超商 PSD 穩定成長 3~4%；展望 2024 年，隨著解封紅利消退，預期 PSD 的增長將回到穩健的低個位數成長，以前四個月 PSD YOY 表現來看，均維持穩定的低個位數增長，且 PSD 已突破 8 萬元水準。就產品端來看，2023 年鮮食占比 23~24%，相較於五年前僅 18% 來看，鮮食占比每年約提升 1~2%；2023 年鮮食為中~高個位數增長，City Café 約 9~10%，2023 年營收成長高個位數~低雙位數，其他飲料佔比 25~26%，咖啡+飲料合計佔營收約 34~36%；香菸佔比約 24~25%，營收衰退約 0~1%、手續費收入佔比約 6~7%，營收衰退約 3~4%，主要是受到 EC 基期高且有蝦皮實體店影響，但以自營平台賣貨便來看，是維持高成長。展望 2024 年，我們預期鮮食與咖啡仍是主要增長動能，公司長期目標希望鮮食及咖啡佔比達 40~50%。

獲利方面，過去三年疫情期間超商的展店並沒有放緩，但疫情期間展店效益有限，隨著目前 PSD 已突破 8 萬元來看，隨著營收規模擴大所帶來的營運槓桿效益可望抵消費端上漲的壓力，我們預期營益率有望小幅向上。

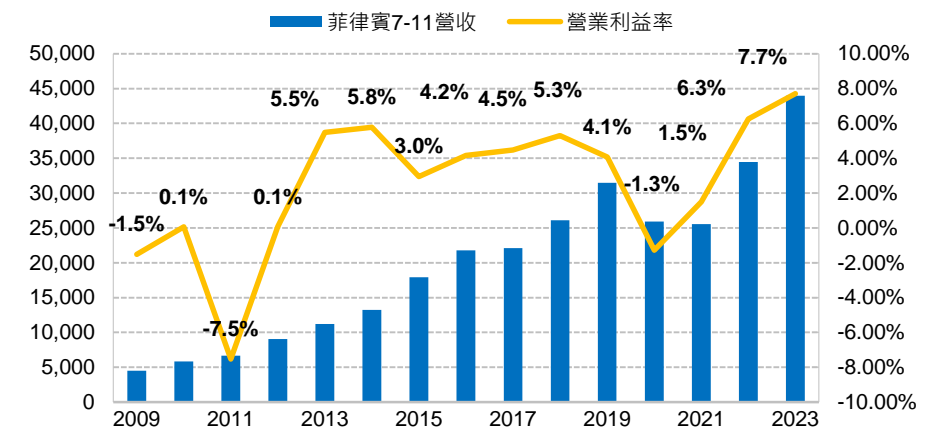
整體而言，隨著店數規模持續擴張且同店維持正成長帶動下，我們預估台灣超商 2024 年營收為 1766 億元，YoY+6.02%。

菲律賓 7-11 進入黃金獲利期，2024 年突破 4000 店

菲律賓 7-11 一直以來都是統一超商海外轉投資很重要的成長動能，營收複合成長率有雙位數水準(除了 2020~2021 兩年受到疫情影響，營收呈現衰退)，門市數量由 2010 年約 550 家店擴張至 2023 年約 3768 店。根據統一超年報顯示，2023 年菲律賓 7-11 營收 439 億元，YOY+27%，佔合併營收比重約 13.9%，總店數規模達 3768 店，較 2022 年淨增加 375 店，PSD 雙位數增長，稅前淨利 25.47 億元，稅前淨利率 5.79%，佔合併稅前淨利約 15~16%。菲律賓 7-11 2023 年獲利倍增，主要店數、營收規模提升，毛利率表現不俗且費用相對可控下，帶動營運槓桿效益顯著，2023 年菲律賓 7-11 營業利率達 7.7%，較 2022 年提升約 1.4%，帶動 2023 年獲利倍增。

菲律賓 7-11 進入黃金獲利期，
2024 年突破 4000 店，獲利增長
優於營收增長，對統一超 EPS 貢獻 1.1 元

菲律賓 7-11 營收以及本業獲利表現

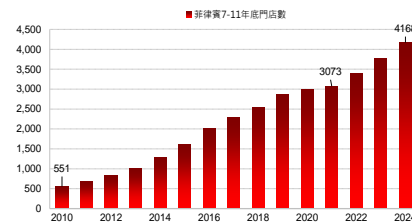


Source: : Company Data、Masterlink

展望未來，1Q24 菲律賓 7-11 總店數達 3829 店，較 2023 年底淨增加 61 店，2020 年預計新增 300~400 店，但董事長在股東會上宣示菲律賓 7-11 今年會突破 4000 店來看，我們認為 2024 年淨增加店數應趨近 300~400 店的上緣，中期來看，2026~2027 年有望突破 5000 店，長期來看，可對比泰國，泰國 7-11 總店數規模達 1 萬店，菲律賓要達到 5000~1 萬店來看，也非不可能。就展店策略來看未來會持續往住宅區展店以及往其他島嶼展店；目前菲律賓 7-11 有七成的店數位於呂宋島，其他兩島佔比仍低，未來以機會往其他兩島擴店。1Q24 菲律賓 7-11 PSD YOY 約 6~7%，2024 年有望維持在中~高個位數增長。1Q24 菲律賓 7-11 營收增長近兩成，佔合併營收約 14~15%，佔合併稅前獲利約 10~11%。我們預估菲律賓 2024 年營收 YOY+10~15%，且隨著營收規模擴大

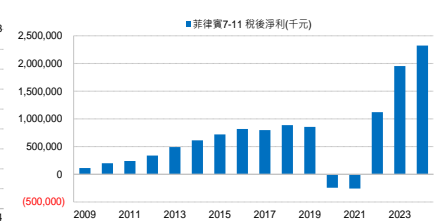
帶來營運槓桿效益顯現，預期稅後淨利增長率可望達 15~20%，優於營收增長。
我們預估 2024 年菲律賓 7-11 獲利達 22 億元，對統一超 EPS 貢獻約 1.1 元。

菲律賓 7-11 門店數



Source: : Company Data、Masterlink

菲律賓 7-11 稅後淨利



Source: : Company Data、Masterlink

其他轉投資事業：台灣星巴克穩健增長、中國事業聚焦上海以及浙江 7-11

台灣星巴克近年來表現穩健，持續透過特色化門店吸引消費者目光，2023 年底星巴克總門店數達 564 家，1Q24 淨減少一家，主要是調整門店，2024 年預計淨增加 10 店，主要會以特色店為主，未來台灣星巴克也會有全球最大旗艦店，最快年底會開幕。2023 年台灣星巴克營收近 150 億元，YOY+11%，淨增加 17 店，PSD 為中~高個位數增長，佔集團稅前淨利貢獻約 5~6%。1Q24 營收 YOY+6~7%，PSD YOY+2~3%，佔統一超稅前獲利貢獻約 6~7%；2024 年在穩健展店且 PSD 維持穩健增長帶動下，我們預期營收可望達中~高個位數增長，OPM 期望有在提升的空間下，預期獲利有望雙位數增長。

在中國轉投資事業方面，未來將聚焦在上海以及浙江 7-11，截至 2023 年底，上海以及浙江 7-11 分別有 249 店以及 139 店，過去三年中國因為疫情影響，導致上海以及浙江 7-11 獲利表現不佳，2023 年稅後分別淨損 2.11 億元以及 1.92 億元所幸上海門店端 2023 年已是獲利狀態，未來將持續推展加盟，上海地區也會集中區域展店；1Q24 受到中國消費不振影響，門店端再度呈現虧損，保守我們先看 2024 年兩地淨增加店數均為 50 店，未來一旦消費回溫，預期展店可望加速，屆時門店數增加伴隨著 PSD 提升，營收規模擴大，獲利表現可望轉佳。

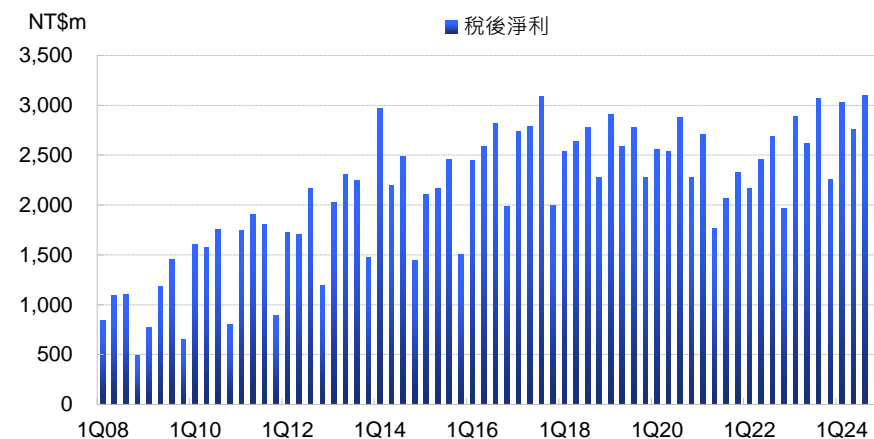
營運穩健增長且時序進入超商旺季，維持買進，目標價 316 元

2023 年 EPS 10.21 元，公司擬配發現金股利 9 元，以目前股價計算，殖利率約 3.3%。2024 年台灣超商預計展店 200~250 家且 PSD 維持增長、菲律賓 7-11 加速展店且同店維持增長、台灣星巴克持穩向上、中國聚焦超商業務，預估統一超合併營收 3467 億元，YOY+9.37%，獲利穩健成長，預估歸屬母公司淨利潤 116.30 億元，預估 EPS 11.17 元，考量統一超獲利穩健且穩定配息，故維持買進，目標價維持 316 元。

其他轉投資事業：台灣星巴克穩健增長、中國事業聚焦上海以及浙江 7-11

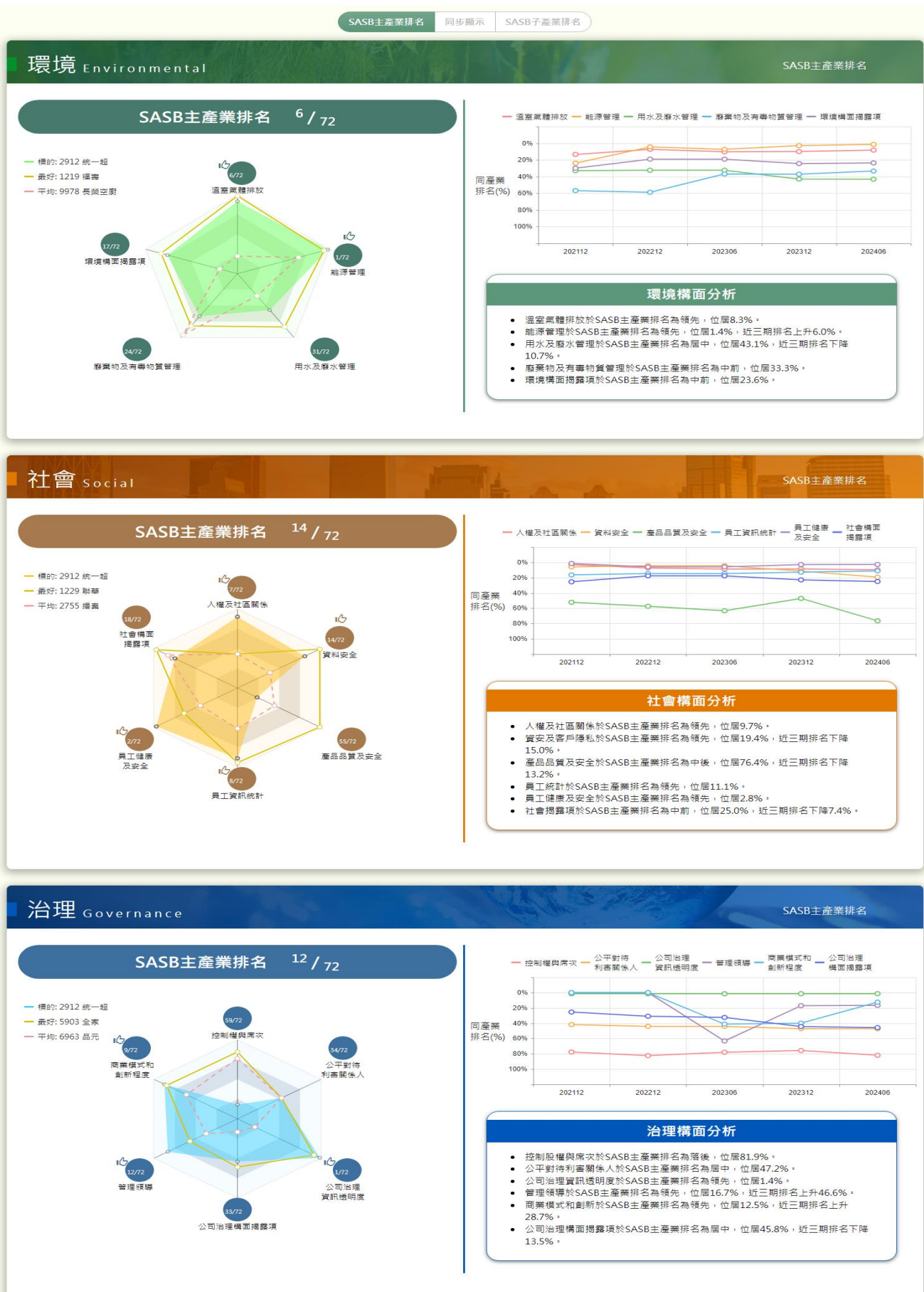
營運穩健增長且時序進入超商旺季，維持買進，目標價 316 元

稅後淨利趨勢



Source: : Company Data 、Masterlink

TESG 企業永續指標



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	262,735	290,434	317,042	346,762	
COGS	174,612	192,580	208,870	228,399	
Gross profit	88,124	97,855	108,172	118,363	
Operating expense	77,381	85,511	94,385	103,099	
Operating profit	10,743	12,344	13,787	15,264	
Total non-operate. Inc.	1,402	1,730	2,607	2,462	
Pre-tax profit	12,145	14,074	16,394	17,726	
Total Net profit	10,019	11,070	12,661	14,090	
Minority	1,157	1,788	2,047	2,482	
Net Profit	8,935	9,286	10,651	11,630	
EPS (NT\$)	8.52	8.93	10.21	11.17	
Y/Y %	FY21	FY22	FY23	FY24F	
Sales	1.6	10.5	9.2	9.4	
Gross profit	0.0	11.0	10.5	9.4	
Operating profit	(12.0)	14.9	11.7	10.7	
Pre-tax profit	(12.5)	15.9	16.5	8.1	
Net profit	(13.3)	3.9	14.7	9.2	
EPS	(13.4)	4.7	14.4	9.4	
Margins %	FY21	FY22	FY23	FY24F	
Gross	33.5	33.7	34.1	34.1	
Operating	4.1	4.3	4.3	4.4	
EBITDA	12.7	12.4	12.3	12.1	
Pre-tax	4.6	4.8	5.2	5.1	
Net	3.4	3.2	3.4	3.4	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	81,071	85,174	90,905	89,612
Gross profit	27,480	28,789	31,365	30,729
Operating profit	3,652	3,789	4,313	3,488
Total non-ope inc.	737	625	625	475
Pre-tax profit	4,388	4,414	4,938	3,963
Net profit	2,944	2,966	3,160	2,536
EPS	2.83	2.85	3.04	2.44
Y/Y %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
Net sales	7.4	9.8	10.1	10.0
Gross profit	6.3	10.2	10.5	10.4
Operating profit	6.1	8.2	10.5	20.2
Net profit	4.4	16.1	4.1	15.1
Q/Q %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
Net sales	(0.5)	5.1	6.7	(1.4)
Gross profit	(1.3)	4.8	8.9	(2.0)
Operating profit	25.8	3.8	13.8	(19.1)
Net profit	33.7	0.7	6.5	(19.7)
Margins %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
Gross	33.9	33.8	34.5	34.3
Operating	4.5	4.4	4.7	3.9
Net	3.6	3.5	3.5	2.8

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	45,648	48,540	48,930	49,398	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	6,485	6,701	7,341	7,538	
Inventory	18,440	21,670	23,427	21,148	
Others	8,839	8,175	15,176	4,200	
Total current asset	79,412	85,087	94,873	82,285	
Long-term invest.	9,803	9,403	14,689	14,689	
Total fixed assets	29,141	34,408	37,505	49,505	
Total other assets	2,058	1,966	3,301	78,303	
Total assets	214,504	233,210	257,352	224,781	
Short-term Borrow	5,096	9,251	9,798	10,298	
A/P & N/P	28,330	31,048	34,277	34,089	
Other current liab.	31,239	33,304	39,503	116,273	
Total current liab.	64,664	73,603	83,578	160,661	
L-T borrows	0	0	0	0	
Other L-T liab.	15,659	14,387	21,876	14,000	
Total liability.	171,713	187,562	209,505	174,661	
Common stocks	10,396	10,396	10,396	10,396	
Reserves	86	88	90	90	
Retain earnings	23,681	25,975	27,358	39,634	
Total Equity	42,791	45,648	47,847	50,121	
Total Liab. & Equity	214,504	233,210	257,352	224,781	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	8,935	9,286	10,651	11,630	
Dep & Amort	21,211	22,344	23,793	24,737	
Investment income	-404	-197	-203	-436	
Changes in W/C	60	-733	796	1,894	
Other adjustment	6,182	3,538	7,351	-1,500	
Cash flow – ope.	35,984	34,238	42,389	36,325	
Capex	-8,402	-11,837	-12,581	-12,000	
Change in L-T inv.	-3	0	-5,443	0	
Other adjustment	-983	-747	-8,985	-10,000	
Cash flow –inve.	-9,388	-12,584	-27,009	-22,000	
Free cash flow	27,582	22,401	29,808	24,325	
Inc. (Dec.) debt	638	3,454	6,294	500	
Cash dividend	-10,654	-10,706	-10,590	-9,356	
Other adjustment	-16,527	-13,729	-10,641	-5,000	
Cash flow –Fin.	-26,543	-20,981	-14,938	-13,856	
Exchange influence	-968	2,219	-53	0	
Change in Cash	-914	2,892	389	469	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24	
ROA	4.21	4.15	4.34	4.82	
ROE	20.36	21.00	22.78	23.74	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.