

晶華 (2707 TT) Formosa International Hotels

太魯閣晶英緩慢復甦，評價尚屬合理

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$216.0

收盤價 (2024/09/26) : NT\$202.5
隱含漲幅 : 6.7%

營收組成 (2Q24)

餐飲 51%、住宿 34%、麗晶精品 15%、技術服務 2%。

本次報告更新重點

| 項目 | 本次 | 前次 |
|-------------------|---------|---------|
| 評等 | 持有-超越同業 | 持有-超越同業 |
| 目標價 (NT\$) | 216.0 | 216.0 |
| 2024年營收 (NT\$/十億) | 6.5 | 6.9 |
| 2024年EPS | 11.4 | 11.9 |

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值 | NT\$25,800百萬元 |
| 外資持股比率 | 6.0% |
| 董監持股比率 | 10.5% |
| 調整後每股淨值 (2024F) | NT\$32.92 |
| 負債比 | 60.2% |
| 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 | 2023A | 2024F | 2025F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 營業收入 | 5,597 | 6,765 | 6,485 | 6,987 |
| 營業利益 | 1,221 | 1,843 | 1,666 | 1,990 |
| 稅後純益 | 903 | 1,416 | 1,447 | 1,530 |
| EPS (元) | 7.09 | 11.11 | 11.35 | 12.01 |
| EPS YoY (%) | -58.5 | 56.8 | 2.2 | 5.8 |
| 本益比 (倍) | 28.6 | 18.2 | 17.8 | 16.9 |
| 股價淨值比 (倍) | 5.9 | 5.6 | 6.2 | 5.6 |
| ROE (%) | 20.6 | 31.6 | 34.5 | 35.3 |
| 現金殖利率 (%) | 4.5% | 5.6% | 5.1% | 5.3% |
| 現金股利 (元) | 9.01 | 11.38 | 10.22 | 10.81 |

陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

7M-8M24 營收年減 15.2%至 9.3 億元，3Q24 達成率 59%，主要是宴會餐飲接單不如研究中心預期，下修 3Q24 營收/獲利 7.1%/6.3%。

太魯閣晶英及台北晶華皆受到地震影響營運，晶華住宿率及房價低於預期，研究中心下修 4Q24 獲利預估 3.8%。

太魯閣晶英將於 10M24 復業，然東部旅遊仍受地震影響，復甦慢，下修預估 2025 年 EPS 3.2%至 12.01 元，維持 18 倍本益比。

宴會餐飲接單低於本中心預期，3Q24 營收達成率僅 59%

7M-8M24 營收年減 15.2%至 9.3 億元，年減主要是太魯閣晶英受到地震影響停業，3Q24 營收達成率僅 59%，主要是民俗月影響宴會餐飲接單大於研究中心預期，且台灣地震新聞影響國際旅客來台旅遊人數，台北晶華飯店房價及住宿率難再往上，故下修 3Q24 營收 7.1%至 15.9 億元，因太魯閣晶英毛利率相較於其他住宿毛利率高，故毛利率下修 2.4 個百分點至 34.9%，太魯閣晶英及台北晶華狀況皆低於研究中心原預期，營業利益下修 15.5%至 3.8 億元，稅後獲利下修 6.3%至 3.2 億元(年增 8.7%)，EPS 2.51 元。

太魯閣晶英 10M24 起一週將營業五日，復甦速度慢

展望 4Q24，台北晶華日本客已回流至佔比 30%，將持續降低低單價台灣客佔比(1H24 仍有 36%)，客房單價有望拉升；太魯閣晶英將在 10M24 開業，研究中心預期 4Q24 住宿率約 35%。綜合以上，4Q24 營收下修 6.8%至 17.7 億元，毛利率則因台北晶華及太魯閣晶英客房住宿率皆下調，下修 2 個百分點至 38.1%，同步下修營業利益 13%，因太魯閣晶英持股僅 55%，故母公司稅後淨利僅下修 3.8%至 4.1 億元(年減 2.2%)，EPS 3.19 元。

太魯閣晶英營運緩步復甦，本益比維持 18 倍

因地震頻傳的影響，且國旅競爭力相對低，研究中心認為太魯閣晶英住宿率將自過往 70%下降至 50-55%，以及餐飲淡季效應增大，研究中心下修 2025 年稅後淨利 3.2%至 15.3 億元(年增 5.8%)，EPS 12.01 元。近兩年受惠國境開放、觀光客回流，國內飯店同業本益比平均區間落於 11-21 倍。台北晶華 2025 年房價及住宿率皆有望超越 2019 年，惟太魯閣晶英營運受地震影響，拖累晶華營運，因公司股利配發穩定，評價有望達同業區間上緣，惟獲利成長趨緩，研究中心維持本益比於 18 倍，目標價維持 216 元(採 2025 年 EPS 12.01 元)，投資建議維持持有評等。

營運分析

3Q24 宴會餐飲接單低於研究中心預期、營收達成率低，下修營收 7.1%

晶華 7M-8M24 營收年減 15.2%至 9.3 億元，年減主要是太魯閣晶英受到地震影響停業，3Q24 營收達成率僅 59%，主要是民俗月影響宴會餐飲接單大於研究中心預期，且受到台灣地震新聞影響國際旅客來台旅遊人數，台北晶華飯店房價及住宿率難再往上，故 3Q24 營收下修 7.1%至 15.9 億元，因太魯閣晶英毛利率相較於其他住宿毛利率高，故毛利率下修 2.4 個百分點至 34.9%，太魯閣晶英及台北晶華狀況皆低於研究中心原預期，營業利益下修 15.5%至 3.8 億元，稅後獲利下修 6.3%至 3.2 億元(年增 8.7%)，EPS 2.51 元。

圖 1：2024 年第 3 季財測與預估比較

| (百萬元) | 3Q23A | 2Q24A | 3Q24F | 季增率 | 年增率 | 3Q24F | | 預估差異 | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 1,630 | 1,388 | 1,585 | 14.2% | -2.8% | 1,706 | 1,568 | -7.1% | 1.1% |
| 營業毛利 | 560 | 440 | 553 | 25.7% | -1.3% | 635 | 588 | -13.0% | -6.0% |
| 營業利益 | 380 | 283 | 376 | 32.7% | -1.1% | 446 | 416 | -15.5% | -9.5% |
| 稅前利益 | 402 | 352 | 382 | 8.4% | -5.0% | 462 | 434 | -17.2% | -11.9% |
| 稅後淨利 | 294 | 295 | 319 | 8.2% | 8.7% | 341 | 323 | -6.3% | -1.1% |
| 調整後 EPS (元) | 2.31 | 2.32 | 2.51 | 8.2% | 8.7% | 2.68 | 2.54 | -6.3% | -1.1% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 34.4% | 31.7% | 34.9% | 3.2 | 0.5 | 37.3% | 37.5% | -2.4 | -2.6 |
| 營業利益率 | 23.3% | 20.4% | 23.7% | 3.3 | 0.4 | 26.1% | 26.5% | -2.4 | -2.8 |
| 稅後純益率 | 18.0% | 21.3% | 20.2% | -1.1 | 2.1 | 20.0% | 20.6% | 0.2 | -0.4 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

晶華旗下共有 17 間酒店，住宿品牌包括 Regent 國際五星品牌(晶華)-1 間、Silks 晶英系列(晶英、晶泉丰旅、晶英薈旅)-6 間、Just Sleep 庶民精品(捷絲旅)-10 間，9M24 剛開幕北投晶泉丰旅，共有 94 間房間及 16 間獨立溫泉湯屋，客房單價逾 7,000 元，4Q24 將開始挹注營收及獲利。台北晶華因台灣地震影響國際旅客來台意願，2Q24 住宿率年減 3.7 個百分點至 73%，房價因需求影響，亦微幅下滑至 5,638 元(低於研究中心預期 5,961 元)，且太魯閣晶英受到地震影響，自 4M24 起停業至 9M24，國旅退燒亦使 1Q24 住宿率下滑至 68%，房價僅約 11,124 元(年減 6%)。

餐飲接單不如預期、太魯閣晶英開業時間減少，下修 4Q24 獲利 3.8%

展望 4Q24：

- 1) 客房-台北晶華：隨著日本境內旅遊補助已逐漸落幕，日本客已回流至佔比 30%，疫情前日本客佔比 44% (2019 年)，仍有恢復空間，因日本客平均客房價格較高，後市晶華將持續降低單價較低之台灣客佔比(1H24 仍有 36%)，拉高外國客佔比，客房單價有望拉升；
- 2) 客房-休閒飯店：太魯閣晶英遇地震此不可控因素，使其停業至 9M24，研究中心二度下修 2024 年營收至年減 66% (原預估年減 51%)，太魯閣晶英將在 10M24 開業，一週開業五日，研究中心預期 4Q24 住宿率約 35%，房價將落於 10,000 元上下；

3) 餐飲：因旗下餐飲品牌晶華軒、柏麗廳客單價持續提升，價量齊揚，惟 2Q-3Q24 餐飲受到好日子少及民俗月影響，宴會接單不如 2023 年同期，下修預期 2024 年餐飲收入年持平(原預估年增 7.1%)。

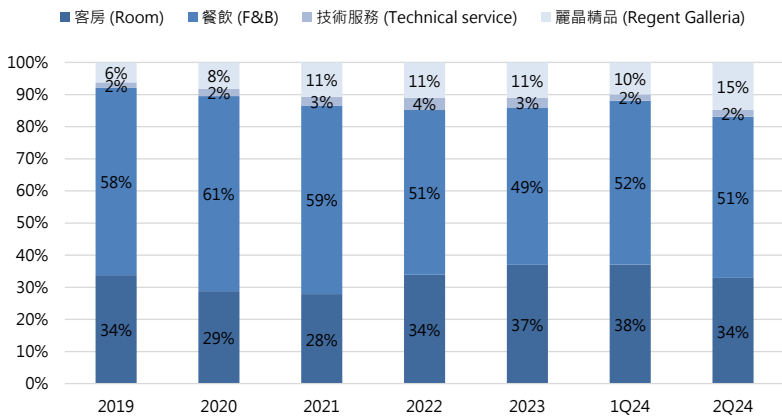
綜合以上，4Q24 營收下修 6.8%至 17.7 億元，毛利率則因台北晶華及太魯閣晶英客房住宿率皆下調，下修 2 個百分點至 38.1%，同步營業利益下修 13%，因太魯閣晶英持股僅 55%，故母公司稅後淨利僅下修 3.8%至 4.1 億元(年減 2.2%)，EPS 3.19 元。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

| (百萬元) | 4Q23A | 3Q24F | 4Q24F | 季增率 | 年增率 | 4Q24F | | 預估差異 | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 1,798 | 1,585 | 1,765 | 11.3% | -1.8% | 1,894 | 1,785 | -6.8% | -1.1% |
| 營業毛利 | 716 | 553 | 673 | 21.7% | -6.0% | 760 | 696 | -11.4% | -3.3% |
| 營業利益 | 545 | 376 | 504 | 34.0% | -7.5% | 579 | 527 | -12.9% | -4.3% |
| 稅前利益 | 547 | 382 | 499 | 30.4% | -8.8% | 573 | 550 | -13.0% | -9.3% |
| 稅後淨利 | 416 | 319 | 407 | 27.4% | -2.2% | 423 | 413 | -3.8% | -1.4% |
| 調整後 EPS (元) | 3.27 | 2.51 | 3.19 | 27.4% | -2.2% | 3.32 | 3.24 | -3.8% | -1.4% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 39.8% | 34.9% | 38.1% | 3.3 | -1.7 | 40.1% | 39.0% | -2.0 | -0.9 |
| 營業利益率 | 30.3% | 23.7% | 28.6% | 4.8 | -1.7 | 30.6% | 29.5% | -2.0 | -1.0 |
| 稅後純益率 | 23.1% | 20.2% | 23.1% | 2.9 | -0.1 | 22.3% | 23.1% | 0.7 | -0.1 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：疫情期間，餐飲、精品佔比提升

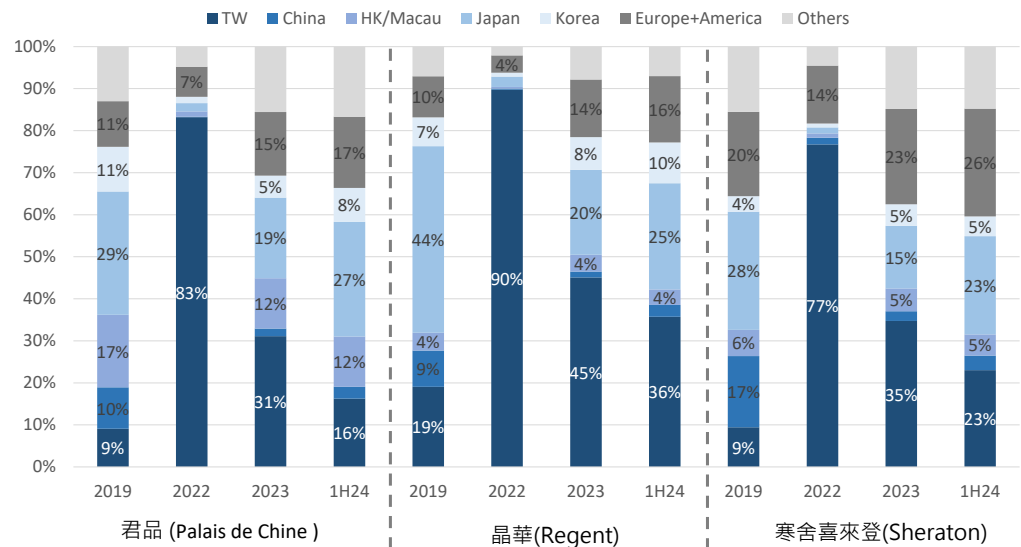


資料來源：公司資料、元大投顧

台北晶華營運微幅受到地震影響，但房價仍優於疫情前推升營收正成長

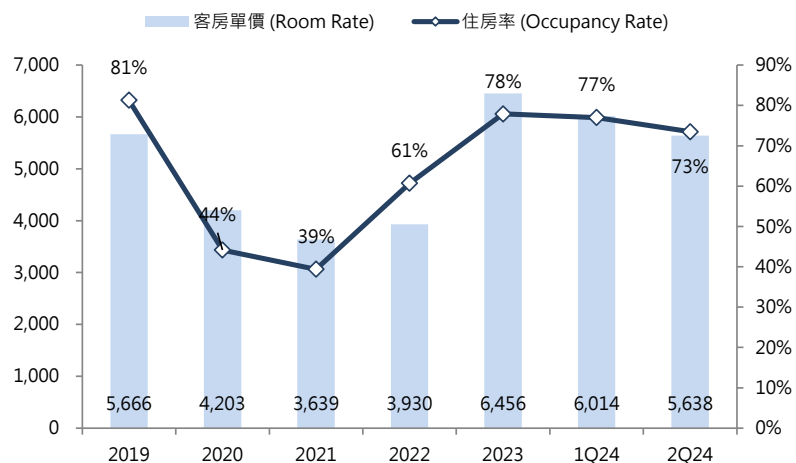
國境開放前，台北市飯店仍屬供過於求，各家房價皆受到影響(衰退 15-40%)，台北晶華疫情前房價 5,666 元，2022 年房價衰退 30.6%至 3,930 元，主要是疫情期間台北住宿需求低，公司僅能以降價盡量維持住房率，然而疫後公司持續改善客層結構，1Q24 房價已突破 6,000 元、達 6,014 元(優於疫情前水準 6%)，然而 2Q24 起，受到地震影響，國際旅客來台意願減少，住宿率下滑至 73% (2Q23 76.7%)，低於研究中心原預期之 75%。由於疫情期間部分飯店閉館，如進行危老重建的國賓飯店、神旺飯店、西華飯店等，台北市觀光飯店客房數較疫情前減少 14.2%，預期 2024 年觀光客回流至疫情前水準後，且國際大展陸續展出，台北晶華住宿率雖受到疫情影響，然房價有望優於疫情前水準，預期 2024 年台北晶華營收有望年增 2.4%。

圖 4：都會型飯店住客國別



資料來源：交通部觀光局、元大投顧

圖 5：2Q24 台北晶華住房率下滑

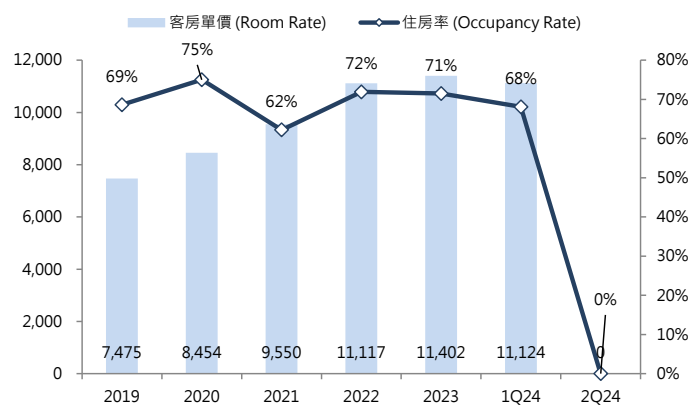


資料來源：交通部觀光局、元大投顧

太魯閣晶英受地震之負面影響拖累 2Q-3Q24 營運，4Q24 將復業

受到地震影響，東部地區土石崩塌，因交通不便及安全性問題，使東部地區飯店住宿率滑落至 10% 以下，太魯閣晶英配合太魯閣國家公園園區管制情形自 4M24 起停業至 9M24，影響 2Q-3Q24 營運，10M24 開始營運，一週開業五日，預期住宿率 35%、房價逾 10,000 元；國境開放後，出國旅遊十分熱門，過去國旅熱門的觀光飯店已明顯退燒，但因太魯閣晶英位居花蓮太魯閣國家公園區域，客層不擔心預算問題，惟受到地震影響，二度下修預期 2024 年住房率自 60-65% 至 50-55% (排除停業時間)。在房價方面，疫情間客房均價上升至 2022 年 11,117 元，主因國旅興旺且公司行銷策略佳，在疫情過後，2023 年雖全台國旅退燒，太魯閣晶英房價仍維持 11,402 元(較 2019 年成長 52.5%)，1Q24 房價仍維持在 11,124 元，優於研究中心原先預期之 11,045 元，然因太魯閣為台灣少數東部風景區之一，預期恢復營業後，房價仍有望維持高檔(10,000-11,000 元)。

圖 6：2Q24 太魯閣晶英因地震停業



資料來源：交通部觀光局、元大投顧

雖旗下餐廳營運向上，宴會接單低於預期，下修預期 2024 年營收至年持平

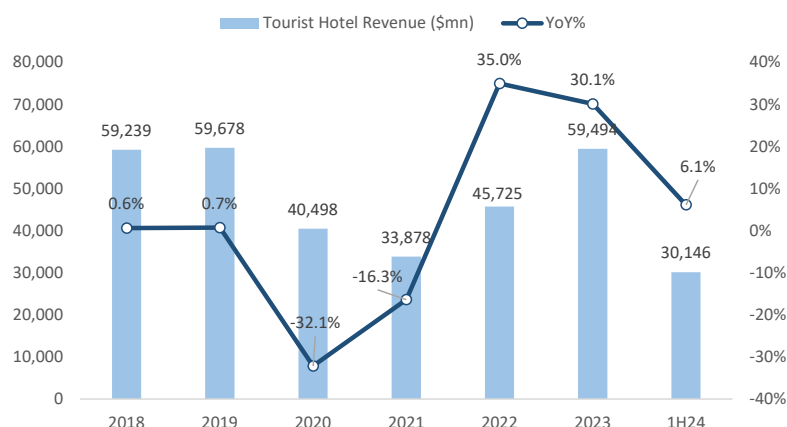
晶華餐飲 2019-2023 年營收佔比約五成，在疫情最嚴峻的期間 2021 年 6 月晶華以 17 億元出售達美樂股權，主要為了維持疫情期間集團的營運，且日後亦可更專注旅館經營管理；因疫後全面復甦，各大企業尾牙接單暢旺，且旗下餐廳餐飲客單價持續提升，價量齊揚下，2023 年餐飲營收年增 14.9% 至 33 億元(佔整體營收 49%)，惟公司旗下泰市場於 2023 年底熄燈，使 1Q24 餐飲營收微幅年減 1.1%，目前泰市場已在 3M24 在大直重新開幕，客單價成長 20%，然而 2Q-3Q24 因好日子少及民俗月關係，宴會接單低於預期，2Q24 餐飲營收低於研究中心預期 16.8%，下修 2024 年餐飲收入至年持平(原預期年增 7.1%)。

觀光旅館業疫後谷底回升，1H24 維持成長態勢

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，1Q24 平均房價達 4,683 元創歷史新高，住房率則回升到 59.62%，國際旅客回流仍有不小的恢復空間。

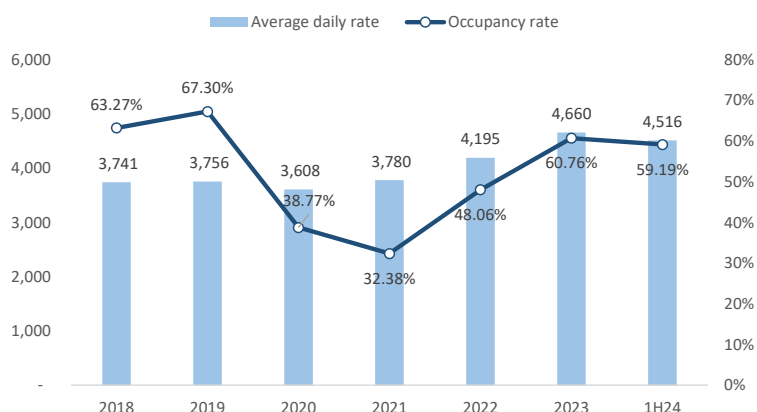
2022 年起疫情轉趨常態化，各國逐漸放寬疫情管制措施，再加上國內旅遊需求仍高漲，觀光旅館產業出現復甦跡象，觀光旅館產業規模年增 35%至新台幣 457.3 億元，已回復到疫情前近 8 成。其中，住房收入年增 51.1%%至 197 億、餐飲收入年增 23.5%至 208 億，相較疫情前約回復 74%/79%；觀光解封後的強勁復甦，再加上住房價格上漲，帶動 2023 年觀光旅館復甦力道維持強勁，2023 年觀光旅館產業規模年增 30%至新台幣 595 億元，已回復到疫情前水準，1H24 觀光旅館產業營收 301 億元，年增 6.1%，維持成長態勢。

圖 7：觀光旅館 1H24 年營收維持成長態勢，年增 6%



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

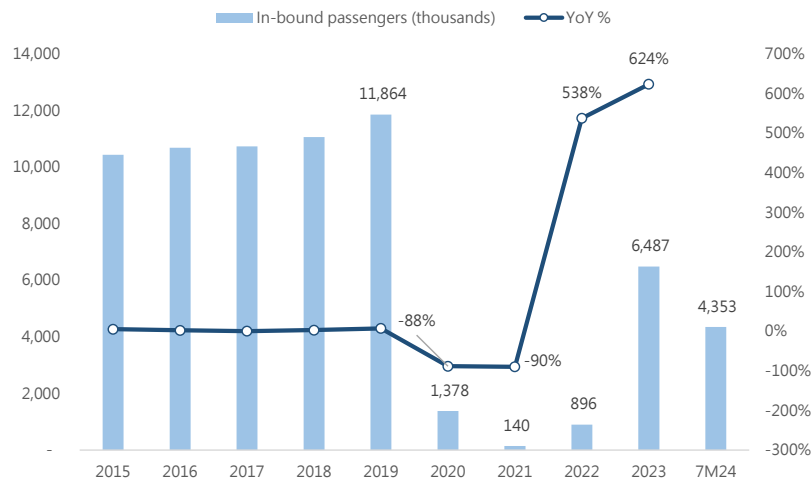


資料來源：交通部觀光局、元大投顧

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%，1-7M24 入境旅客 435 萬人，已恢復到疫情前的 62%，其中歐美地區已恢復到疫情前水準，港澳地區在 2M23 開放自由行後亦已迅速恢復到疫情前的 74%，惟因 1) 日本因日圓貶值影響日本遊客出國意願，僅恢復至疫情前的 61%；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



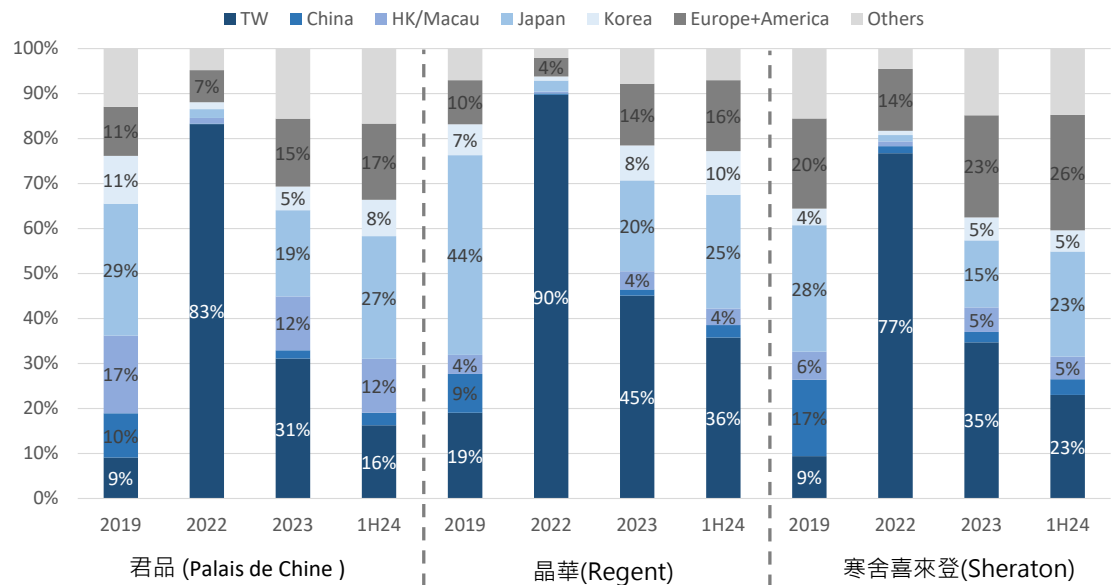
資料來源：交通部觀光局、元大投顧

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，疫情期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，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。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 年連假少將支撐國旅，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。

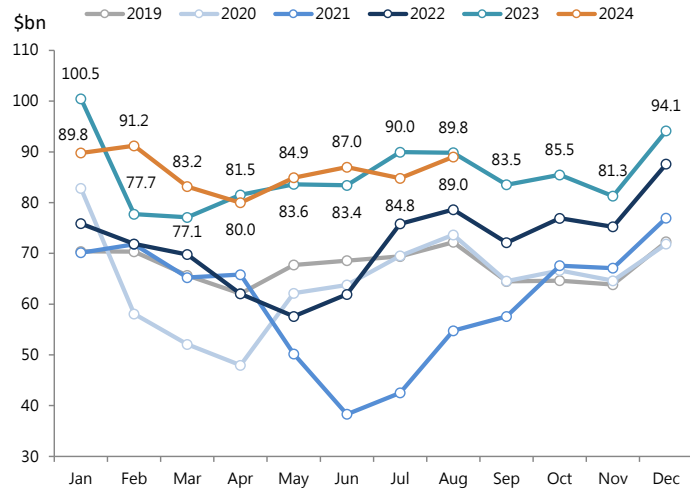
此外，2024 年 3 天以上的連續假期僅元旦連假(3 天)、農曆春假(7 天)、清明連假(4 天)、端午連假(3 天)等 4 個連續假期，連假天數較少預期將使部分民眾將海外旅遊需求轉向國旅，有望支撐國旅住宿需求，研究中心預期旅宿業平均房價不會再攀高，但將會維持在高檔。

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%。

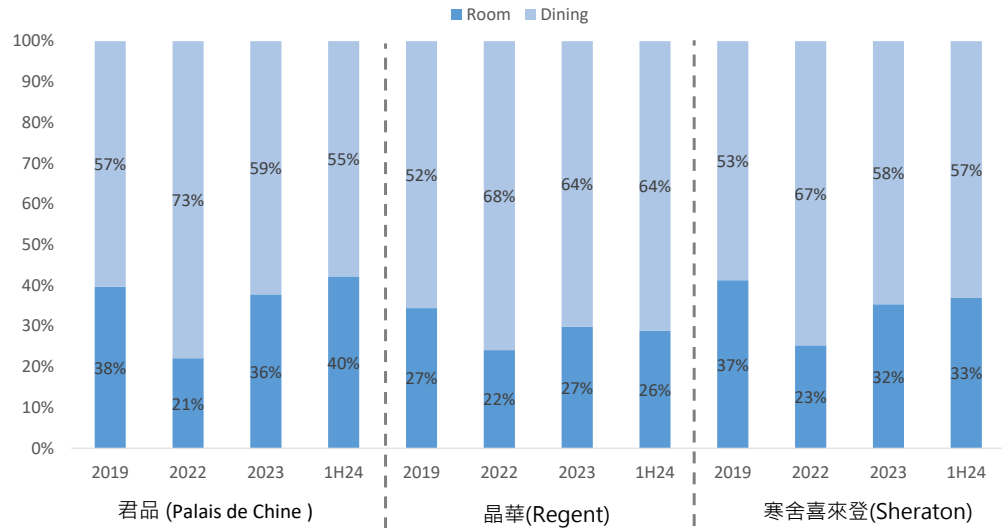
台灣民眾外食需求旺盛，餐飲業營收規模自 2015 年的 6,538 億元穩定成長至 2019 年的 8,115 億元(CAGR 5.6%)，然 2020 年起因全球新冠疫情爆發，國際觀光客驟減，加上防疫政策管制下民眾減少外出旅遊及聚餐，規模轉年減中高個位數，不過自 3Q21 起解除內用禁令，加上 2022 年以來國內防疫政策逐漸轉為與疫情共存，民眾至餐廳消費頻率漸增，餐飲業業績已逐漸回穩，2022 全年餐飲業累計營收 8,653 億，年增 19%，相較疫情前的 2019 年亦有 7% 的成長，2023 年復甦動能延續，2023 年餐飲業累計營收 1.03 兆元，年增 18.8%，亦較疫情前成長 27%，創下歷年同期新高，顯示國內餐飲市場表現仍強勁，儘管 2024 年面臨食安風暴、高基期挑戰，1-8M24 累計營收仍達 6,898 億(年增 1%)，維持成長態勢，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

展望 2025 年，太魯閣晶英自 2Q24 受地震影響停業後，將於 10M24 復業，但因地震頻傳的影響，東部雖有旅遊補助，且國旅競爭力仍相對低，研究中心認為太魯閣晶英住宿率將自過往 70% 下降至 50-55%，以及餐飲淡季效應增大，研究中心下修 2025 年營收 5.4% 至 69.9 億元，大型國際展覽疫後如期展出，未來每年將延續此動能帶動國際旅客回流，推升台北晶華營運，住房營收佔比有望提升至 40%，因住房毛利率優於餐飲，2025 年毛利率微幅上修 0.5 個百分點，然而缺工導致人力費用持續上升，營業利益下修 5.9% 至 19.9 億元，稅後淨利下修 3.2% 至 15.3 億元(年增 5.8%)，EPS 12.01 元。

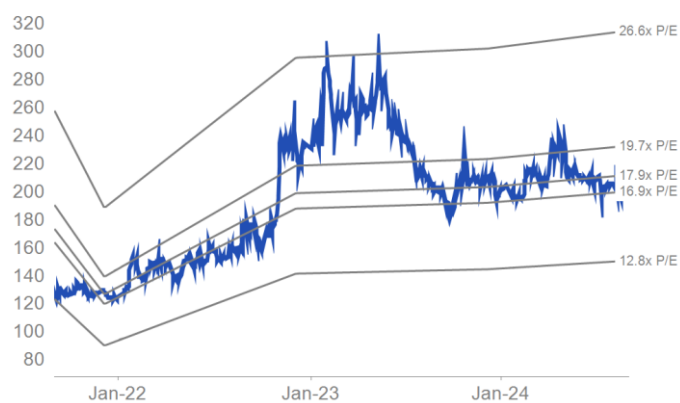
觀光產業過去五年本益比落於 13-45 倍，近兩年受惠國境開放、國際觀光客回流，國內飯店同業本益比平均區間落於 11-21 倍。台北晶華 2024-25 年房價及住宿率皆有望超越 2019 年，惟太魯閣晶英營運受地震影響，拖累晶華營運，因公司股利配發穩定，評價有望達同業區間上緣，惟獲利成長趨緩，研究中心維持本益比於 18 倍，目標價維持 216 元(採 2025 年 EPS 12.01 元)，投資建議維持持有評等。

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 | 6,485 | 6,927 | 6,987 | 7,383 | -6.4% | -5.4% |
| 營業毛利 | 2,332 | 2,642 | 2,744 | 2,863 | -11.7% | -4.2% |
| 營業利益 | 1,666 | 1,942 | 1,990 | 2,115 | -14.2% | -5.9% |
| 稅前利益 | 1,788 | 2,031 | 2,008 | 2,143 | -12.0% | -6.3% |
| 稅後淨利 | 1,447 | 1,514 | 1,530 | 1,581 | -4.4% | -3.2% |
| 調整後 EPS (元) | 11.35 | 11.88 | 12.01 | 12.41 | -4.4% | -3.2% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 36.0% | 38.1% | 39.3% | 38.8% | -2.2 | 0.5 |
| 營業利益率 | 25.7% | 28.0% | 28.5% | 28.6% | -2.4 | -0.2 |
| 稅後純益率 | 22.3% | 21.9% | 21.9% | 21.4% | 0.5 | 0.5 |

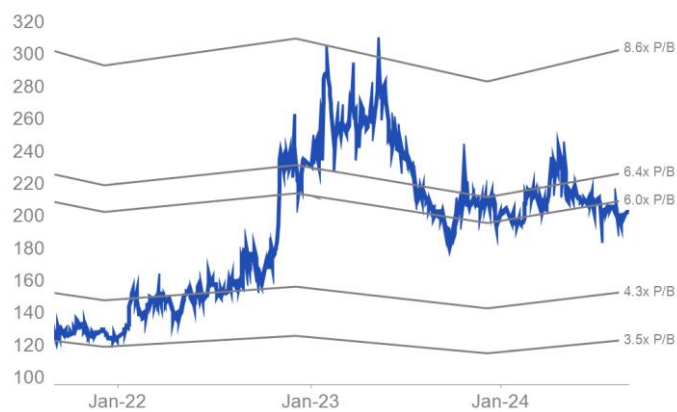
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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 |
| 晶華 | 2707 TT | 持有-超越 同業 | 202.5 | 806 | 11.11 | 11.35 | 12.01 | 18.2 | 17.8 | 16.9 | 56.8 | 2.2 | 5.8 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Marriott | MAR US | 未評等 | 245.5 | 69,114 | 8.6 | 9.4 | 10.6 | 28.6 | 26.3 | 23.1 | 30.6 | 8.9 | 13.5 |
| Hyatt | H US | 未評等 | 153.5 | 15,396 | 2.3 | 4.3 | 4.3 | 66.3 | 35.4 | 35.9 | 91.1 | 87.5 | (1.5) |
| 國外同業平均 | | | | | 5.4 | 6.8 | 7.4 | 47.5 | 30.8 | 29.5 | 60.9 | 48.2 | 6.0 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 雲品 | 2748 TT | 未評等 | 60.8 | 199 | 2.9 | -- | -- | 21.2 | -- | -- | 37.2 | -- | -- |
| 寒舍 | 2739 TT | 未評等 | 56.9 | 165 | 4.5 | 6.3 | 5.2 | 12.6 | 9.0 | 11.0 | -- | 40.0 | (18.1) |
| 夏都 | 2722 TT | 未評等 | 44.8 | 162 | 0.7 | -- | -- | 64.9 | -- | -- | (50.0) | -- | -- |
| 國內同業平均 | | | | | 2.7 | 6.3 | 5.2 | 32.9 | 9.0 | 11.0 | (6.4) | 40.0 | (18.1) |

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 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 |
| 晶華 | 2707 TT | 持有-超越 同業 | 202.5 | 806 | 31.6 | 34.5 | 35.3 | 36.01 | 32.92 | 36.21 | 5.6 | 6.2 | 5.6 |
| 國外同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Marriott | MAR US | 未評等 | 245.5 | 69,114 | -- | -- | -- | (2.3) | (9.2) | (14.6) | -- | -- | -- |
| Hyatt | H US | 未評等 | 153.5 | 15,396 | 7.6 | 18.9 | 11.6 | 34.0 | 38.6 | 37.7 | 4.5 | 4.0 | 4.1 |
| 國外同業平均 | | | | | 7.6 | 18.9 | 11.6 | 15.9 | 14.7 | 11.5 | 4.5 | 4.0 | 4.1 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 雲品 | 2748 TT | 未評等 | 60.8 | 199 | 11.7 | -- | -- | 27.7 | -- | -- | 2.2 | -- | -- |
| 寒舍 | 2739 TT | 未評等 | 56.9 | 165 | 34.9 | 51.2 | 37.6 | 13.0 | 16.5 | 21.6 | 4.4 | 3.5 | 2.6 |
| 夏都 | 2722 TT | 未評等 | 44.8 | 162 | 3.7 | -- | -- | 16.2 | -- | -- | 2.8 | -- | -- |
| 國內同業平均 | | | | | 16.8 | 51.2 | 37.6 | 19.0 | 16.5 | 21.6 | 3.1 | 3.5 | 2.6 |

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)

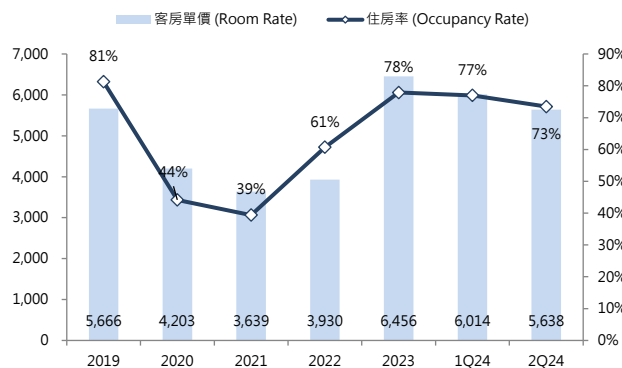
| (NT\$百萬元) | 1Q2024A | 2Q2024A | 3Q2024F | 4Q2024F | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024F | FY2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 | 1,747 | 1,388 | 1,585 | 1,765 | 1,789 | 1,533 | 1,749 | 1,917 | 6,485 | 6,987 |
| 銷貨成本 | (1,081) | (948) | (1,032) | (1,092) | (1,092) | (922) | (1,073) | (1,158) | (4,153) | (4,244) |
| 營業毛利 | 666 | 440 | 553 | 673 | 698 | 611 | 676 | 759 | 2,332 | 2,744 |
| 營業費用 | (164) | (157) | (176) | (169) | (169) | (175) | (195) | (214) | (666) | (753) |
| 營業利益 | 502 | 283 | 376 | 504 | 528 | 436 | 481 | 545 | 1,666 | 1,990 |
| 業外利益 | 53 | 69 | 6 | (5) | 13 | 19 | 0 | (15) | 122 | 18 |
| 稅前純益 | 555 | 352 | 382 | 499 | 541 | 455 | 481 | 530 | 1,788 | 2,008 |
| 所得稅費用 | (109) | (69) | (76) | (100) | (107) | (90) | (95) | (104) | (355) | (396) |
| 少數股東權益 | 21 | (13) | (14) | (8) | 20 | 17 | 19 | 26 | (13) | 82 |
| 歸屬母公司稅後純益 | 425 | 295 | 319 | 407 | 414 | 348 | 367 | 400 | 1,447 | 1,530 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 3.33 | 2.32 | 2.51 | 3.19 | 3.25 | 2.73 | 2.88 | 3.14 | 11.35 | 12.01 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 127 | 127 | 127 | 127 | 127 | 127 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 38.1% | 31.7% | 34.9% | 38.1% | 39.0% | 39.9% | 38.7% | 39.6% | 36.0% | 39.3% |
| 營業利益率 | 28.7% | 20.4% | 23.7% | 28.6% | 29.5% | 28.4% | 27.5% | 28.4% | 25.7% | 28.5% |
| 稅前純益率 | 31.8% | 25.4% | 24.1% | 28.3% | 30.2% | 29.7% | 27.5% | 27.7% | 27.6% | 28.7% |
| 稅後純益率 | 24.3% | 21.3% | 20.2% | 23.1% | 23.2% | 22.7% | 21.0% | 20.9% | 22.3% | 21.9% |
| 有效所得稅率 | 19.7% | 19.7% | 19.9% | 20.0% | 19.8% | 19.8% | 19.8% | 19.6% | 19.9% | 19.7% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | -2.8% | -20.5% | 14.2% | 11.3% | 1.4% | -14.3% | 14.1% | 9.6% | | |
| 營業利益 | -7.9% | -43.6% | 32.7% | 34.0% | 4.8% | -17.4% | 10.3% | 13.3% | | |
| 稅後純益 | 2.1% | -30.5% | 8.2% | 27.4% | 1.8% | -15.9% | 5.4% | 9.1% | | |
| 調整後每股盈餘 | 2.1% | -30.5% | 8.2% | 27.4% | 1.8% | -15.9% | 5.4% | 9.1% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 0.5% | -13.2% | -2.8% | -1.8% | 2.4% | 10.4% | 10.3% | 8.6% | -4.1% | 7.7% |
| 營業利益 | 2.0% | -33.5% | -1.1% | -7.5% | 5.2% | 53.9% | 27.9% | 8.1% | -9.6% | 19.4% |
| 稅後純益 | 17.5% | -14.1% | 8.7% | -2.2% | -2.5% | 17.9% | 14.9% | -1.6% | 2.2% | 5.8% |
| 調整後每股盈餘 | 17.5% | -14.1% | 8.7% | -2.2% | -2.5% | 17.9% | 14.9% | -1.6% | 2.2% | 5.8% |

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

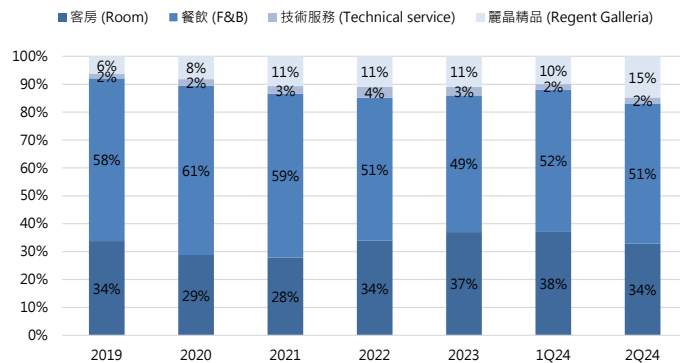
晶華國際酒店(2707)成立於 1976 年，主要經營國際觀光旅館、餐飲服務及麗晶精品等三大核心業務，其中旅館針對不同價格帶可分為晶華(國際五星)、晶英系列(文創精品)及捷絲旅(庶民精品)等不同品牌。2Q24 營收占比：飯店客房 34%、餐飲 51%、麗晶精品 15%、技術服務 2%。

圖 19：晶華客單價與住房率持續回升中



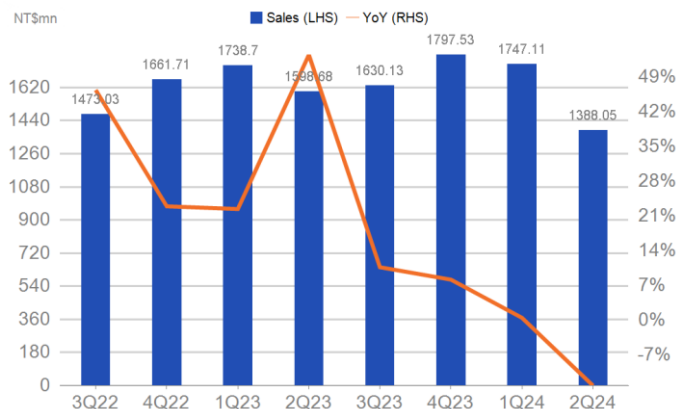
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：營收組成



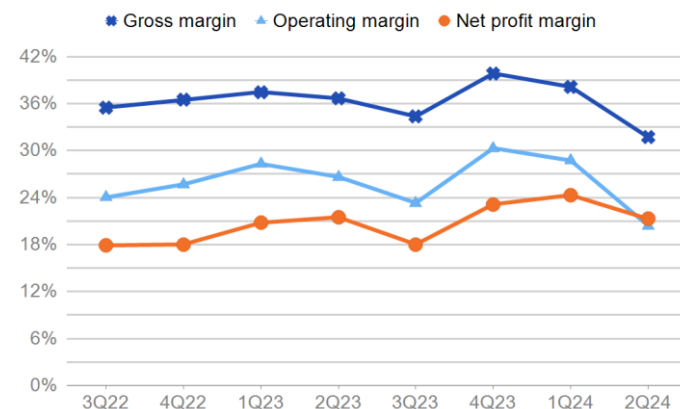
資料來源：公司資料

圖 21：營收趨勢



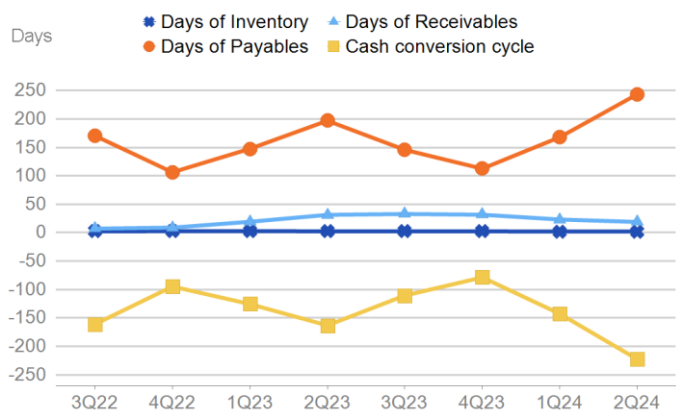
資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：毛利率、營益率、淨利率



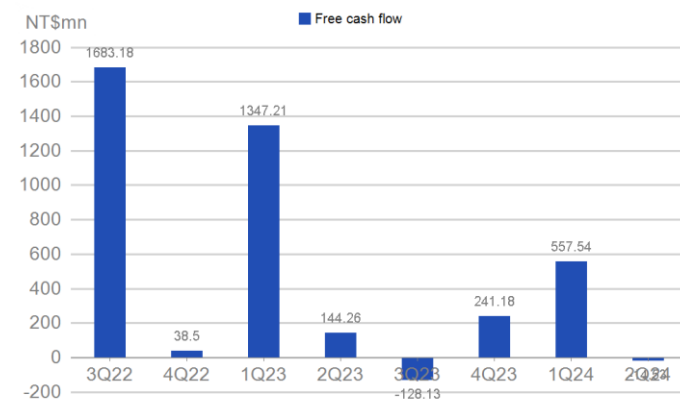
資料來源：CMoney、公司資料

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

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：**晶華整體的 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，但在觀光旅館行業的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**晶華的整體曝險屬於低水準，且優於觀光旅館行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含產品管理、碳排放及資源使用效率等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**晶華在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司缺乏管理其 ESG 問題相關風險的政策及計畫，ESG 揭露亦尚有改進空間，儘管如此，公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 25：ESG 分析

| 分項 | 評分/評級 |
|-----------------------|---|
| ESG 總分 | 23.7 |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A) | 34.7 |
| 個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B) | 34.7 |
| 風險評級 | 中  |
| 同業排行(1~100，1 為最佳) | 12 |

資料來源：Sustainalytics (2024/9/26)

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) |
|----------|-----------|------------|

資產負債表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2021A | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 現金與短期投資 | 393 | 453 | 475 | 359 | 905 |
| 存貨 | 27 | 37 | 28 | 22 | 33 |
| 應收帳款及票據 | 167 | 186 | 224 | 231 | 281 |
| 其他流動資產 | 3,477 | 3,090 | 3,932 | 4,342 | 3,931 |
| 流動資產 | 4,063 | 3,766 | 4,659 | 4,955 | 5,103 |
| 採用權益法之投資 | 1,000 | 1,111 | 1,111 | 1,220 | 1,321 |
| 固定資產 | 2,220 | 2,067 | 1,949 | 1,965 | 2,127 |
| 無形資產 | 21 | 21 | 21 | 22 | 24 |
| 其他非流動資產 | 3,707 | 3,524 | 2,891 | 2,886 | 3,124 |
| 非流動資產 | 6,948 | 6,723 | 5,972 | 6,094 | 6,215 |
| 資產總額 | 11,011 | 10,489 | 10,631 | 11,048 | 11,319 |
| 應付帳款及票據 | 339 | 415 | 324 | 192 | 208 |
| 短期借款 | 84 | 87 | 87 | 87 | 87 |
| 什項負債 | 2,051 | 2,153 | 2,433 | 3,484 | 3,779 |
| 流動負債 | 2,474 | 2,654 | 2,843 | 3,763 | 3,838 |
| 長期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他負債及準備 | 3,375 | 3,129 | 2,840 | 2,835 | 3,069 |
| 長期負債 | 3,375 | 3,129 | 2,840 | 2,835 | 2,892 |
| 負債總額 | 5,849 | 5,783 | 5,683 | 6,598 | 6,730 |
| 股本 | 1,274 | 1,274 | 1,274 | 1,274 | 1,274 |
| 資本公積 | 222 | 222 | 222 | 222 | 222 |
| 保留盈餘 | 3,777 | 3,116 | 3,383 | 3,211 | 4,701 |
| 什項權益 | (424) | (271) | (292) | (513) | (1,583) |
| 歸屬母公司之權益 | 4,849 | 4,341 | 4,587 | 4,194 | 4,614 |
| 非控制權益 | 313 | 365 | 360 | 256 | 256 |
| 股東權益總額 | 5,162 | 4,706 | 4,948 | 4,450 | 4,588 |

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 | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 本期純益 | 2,240 | 1,016 | 1,527 | 1,433 | 1,612 |
| 折舊及攤提 | 626 | 590 | 594 | 574 | 590 |
| 本期營運資金變動 | 15 | 33 | (52) | (162) | (98) |
| 其他營業資產及負債變動 | (2,705) | 500 | (246) | (10) | 396 |
| 營運活動之現金流量 | 175 | 2,139 | 1,823 | 1,836 | 2,500 |
| 資本支出 | (159) | (176) | (219) | (185) | (193) |
| 本期長期投資變動 | (36) | 111 | 0 | 0 | 0 |
| 其他資產變動 | 2,224 | (170) | (60) | (62) | (46) |
| 投資活動之現金流量 | 2,029 | (236) | (279) | (306) | (352) |
| 股本變動 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | (1,334) | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 現金增減資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | (559) | (1,579) | (1,148) | (1,450) | (1,302) |
| 其他調整數 | (307) | (272) | (383) | (239) | (308) |
| 融資活動之現金流量 | (2,200) | (1,848) | (1,530) | (1,689) | (1,610) |
| 匯率影響數 | (95) | 5 | 8 | -- | -- |
| 本期產生現金流量 | (91) | 61 | 22 | (116) | 546 |
| 自由現金流量 | 16 | 1,963 | 1,605 | 1,651 | 2,307 |

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 | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 | 4,931 | 5,597 | 6,765 | 6,485 | 6,987 |
| 銷貨成本 | (3,598) | (3,733) | (4,251) | (4,153) | (4,244) |
| 營業毛利 | 1,332 | 1,865 | 2,514 | 2,332 | 2,744 |
| 營業費用 | (794) | (644) | (671) | (666) | (753) |
| 推銷費用 | (105) | (33) | (34) | (34) | (37) |
| 研究費用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理費用 | (689) | (611) | (637) | (632) | (716) |
| 其他費用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 營業利益 | 538 | 1,221 | 1,843 | 1,666 | 1,990 |
| 利息收入 | 26 | 30 | 59 | 0 | 0 |
| 利息費用 | (76) | (60) | (50) | (36) | (25) |
| 利息收入淨額 | (49) | (30) | 9 | (36) | (25) |
| 投資利益(損失)淨額 | 13 | 13 | 22 | 30 | 31 |
| 匯兌損益 | 39 | 41 | 20 | 14 | 14 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 1,861 | 59 | 15 | 129 | 11 |
| 稅前純益 | 2,402 | 1,304 | 1,909 | 1,788 | 2,008 |
| 所得稅費用 | (162) | (288) | (382) | (355) | (396) |
| 少數股權淨利 | 62 | 113 | 111 | (13) | 82 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 2,177 | 903 | 1,416 | 1,447 | 1,530 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 3,104 | 1,955 | 2,554 | 2,240 | 2,580 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 17.09 | 7.09 | 11.11 | 11.35 | 12.01 |

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 | 2023A | 2024F | 2025F |
|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 年成長率 (%) | | | | | |
| 營業收入 | (9.1) | 13.5 | 20.9 | (4.1) | 7.7 |
| 營業利益 | (26.7) | 126.9 | 51.0 | (9.6) | 19.4 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 89.4 | (37.0) | 30.6 | (12.3) | 15.2 |
| 稅後純益 | 205.6 | (54.7) | 50.3 | (6.1) | 12.5 |
| 調整後每股盈餘 | 229.9 | (58.5) | 56.8 | 2.2 | 5.8 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 27.0 | 33.3 | 37.2 | 36.0 | 39.3 |
| 營業利益率 | 10.9 | 21.8 | 27.3 | 25.7 | 28.5 |
| 稅前息前淨利率 | 47.2 | 22.2 | 27.5 | 25.7 | 28.5 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 63.0 | 34.9 | 37.8 | 34.5 | 36.9 |
| 稅前純益率 | 48.7 | 23.3 | 28.2 | 27.6 | 28.7 |
| 稅後純益率 | 44.2 | 16.1 | 20.9 | 22.3 | 21.9 |
| 資產報酬率 | 20.4 | 9.5 | 14.5 | 13.1 | 13.5 |
| 股東權益報酬率 | 50.8 | 20.6 | 31.6 | 34.5 | 35.3 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 113.3 | 122.9 | 114.9 | 148.3 | 146.7 |
| 淨負債權益比(%) | (6.0) | (7.8) | (7.9) | (6.1) | (17.9) |
| 利息保障倍數 (倍) | 32.7 | 22.9 | 39.4 | 50.1 | 82.8 |
| 流動比率 (%) | 164.2 | 141.9 | 163.9 | 131.7 | 133.0 |
| 速動比率 (%) | 161.2 | 138.2 | 160.9 | 131.1 | 132.1 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | (309) | (366) | (389) | (273) | (819) |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 38.06 | 34.07 | 36.01 | 32.92 | 36.21 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 11.9 | 28.6 | 18.2 | 17.8 | 16.9 |
| 股價自由現金流量比 | 1564.3 | 13.1 | 16.0 | 15.6 | 11.2 |
| 股價淨值比 | 5.3 | 5.9 | 5.6 | 6.2 | 5.6 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 8.3 | 13.2 | 10.1 | 11.5 | 10.0 |
| 股價營收比 | 5.2 | 4.6 | 3.8 | 4.0 | 3.7 |

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。

晶華 (2707 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>.