

晶華(2707)

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 鄭羽涵 Michelle Cheng
yuhancheng@masterlink.com.tw

評等

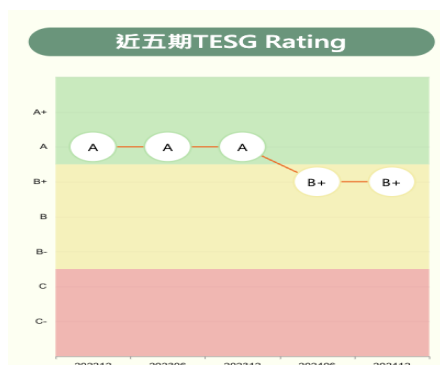
日期: 2024/11/25
目前收盤價 (NT\$): 193.0
目標價 (NT\$): 208
52 週最高最低(NT\$): 192.5-255
加權指數: 22904.32

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,274
市值 (NT\$/mn): 24,590
市值 (US\$/mn): 820
20 日平均成交量(仟股): 148
PER (2024): 19.55
PBR (2024): 5.94
外資持股比率: 6.56
TCRI: 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-4.7	-5.6	-19.9
加權指數報酬率	-2.7	3.4	6.3

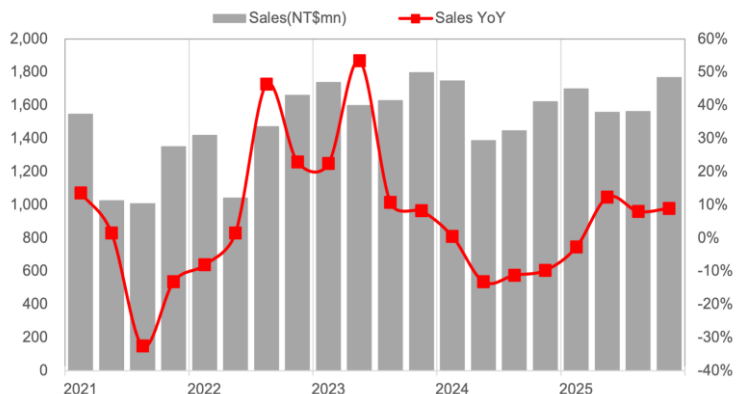
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	208	220
營業收入 (NT\$/mn)	6,205	6,446
毛利率 (%)	33.9	36.9
營益率 (%)	22.3	26.3
EPS (NT\$)	9.87	11.02
BVPS(NT\$)	36.50	36.56



具殖利率題材，然評價合理

- 來台旅客回流受天災影響，3Q24 稅後 EPS 為 1.74 元；3Q24 營收 14.47 億元，QOQ+4%，YOY-11%，係因 3Q 遇上民俗月，為餐飲部門淡季，又客房部門受到地震、颱風干擾，7-8 月份國外旅客回流狀況不佳，且太魯閣晶英持續停業影響；獲利方面，毛利率 31.2%，低於預期，業外受 3800 萬匯損影響，單季稅後 EPS 為 1.74 元。
- 4Q24 尾牙旺季，然太魯閣晶英再次停業，預估稅後 EPS 為 2.48 元：展望 4Q24，步入餐飲部門尾牙旺季，搭配北投晶泉丰旅開幕，不過來台旅客與國人出國人次懸殊仍大，認為晶華等台灣旅館住房率回升壓力仍存在，加上太魯閣 11 月初遭逢颱風重創後，再次停業至明年 1 月，2024 年 1-10 月份太魯閣晶英累計虧損 3200 萬元；綜上所述，預估 4Q24 營收 16.22 億元，毛利率 33.7%，推估單季稅後 EPS 為 2.48 元。
- 維持中立評等：預估晶華 2024-2025 年 EPS 為 9.87 元、10.42 元；股利政策，假設配發率 95%，計算殖利率約 4.86%，具殖利率題材；產業面，元富認為中長期北市飯店供需結構將趨於平衡，目前評價已趨合理(過往本益比倍數中緣)，維持中立，目標價調整至 208 元。

Exhibit 1: 營收與營收 YOY



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources: TEJ, Masterlink

晶華為國內觀光飯店集團龍頭

晶華成立於 1976 年，主營國際觀光飯店，為國內飯店集團龍頭，公司 2004 年開拓館外餐飲事業故宮晶華，並於 2010 年併購麗晶，更於 2018 年與洲際酒店合作拓展麗晶品牌。公司旗下主要有三大品牌：Regent(晶華)、Silks 晶英系列(晶英、晶泉丰旅、晶英薈旅)、Just Sleep 捷絲旅，合計 16 間飯店，共 2,591 間客房，2024 年 1-9 月份品牌營收占比：台北晶華 68.19%、台南晶英 13.87%、捷絲旅 7.07%、晶泉丰旅 3.57%、故宮晶華 2.60%、其他 4.70%，公司另有 5 間飯店規劃中(1 間晶英、1 間晶泉丰旅、1 間晶英薈旅、2 間捷絲旅，共 468 間客房)。最新的北投晶泉丰旅已於 2024 年 9 月份正式開幕，而 5 間規劃中飯店將於 2026 年陸續開出，旗下飯店經營模式分為獨立自營與委託經營管理。公司營運以台北晶華飯店為主體，2024 年 1-10 月份台北晶華客源以國人(佔比 37.2%)、日本客(佔比 24.9%)、港澳(佔比 3.6%)、中國(佔比 2.6%)，相較疫情前，2019 年主要客源以日本客為主(佔比 43.5%)。2023 年營收占比：客房部門 38%、餐飲部門 49%、租賃部門 10%、技術服務及經營管理/投資 3%。

Exhibit 3: 部門營收

Sales(NT\$mn)	2023	%	YoY	2024(F)	%	YoY	2025(F)	%	YoY
客房部門	2,575	38%	36%	2,051	33%	-20%	2,214	34%	8%
餐飲部門	3,300	49%	15%	3,274	53%	-1%	3,507	53%	7%
租賃部門	675	10%	10%	636	10%	-6%	642	10%	1%
技術服務及經營管理/投資	216	3%	0%	245	4%	13%	225	3%	-8%
合計	6,765	100%	21%	6,205	100%	-8%	6,589	100%	6%

Sources: Company, Masterlink

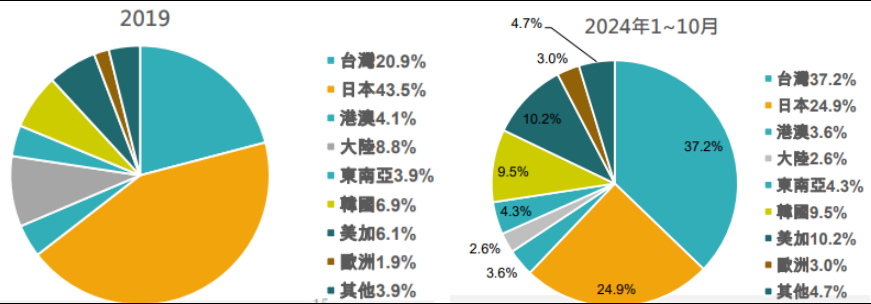
來台旅客回流受天災影響，3Q24 稅後 EPS 為 1.74 元

3Q24 營收 14.47 億元，QOQ+4%，YOY-11%，係因 3Q 遇上民俗月，為餐飲部門淡季，又客房部門受到地震、颱風干擾，7-8 月份國外旅客回流狀況不佳，且太魯閣晶英持續停業影響；獲利方面，毛利率 31.2%，季減 0.5 個百分點，年減 3.2 個百分點，低於預期，費用控管得宜下，營益率 19.4%，季減 1 個百分點，年減 4 個百分點，業外受 3800 萬匯損影響，稅前淨利 2.65 億元，歸屬母公司稅後淨利 2.22 億元，QOQ-25%，YOY-25%，單季稅後 EPS 為 1.74 元。

4Q24 尾牙旺季，然太魯閣晶英再次停業，預估稅後 EPS 為 2.48 元

根據內政部移民署數據，2024 年 1-9 月份累計來台人次 555 萬人次，YOY+27%，較去年同期增加 118 萬人次，相較疫情前，2019 年同期累計來台人次 879 萬人次，復甦 63%，扣除 2019 年同期中港澳地區的 369 萬人次，則恢復狀況達 109%；然疫情前客源佔比達 43.5%的日本旅客回流速度仍緩慢，2024 年 1-9 月份累計來台日本客僅 90.5 萬人次，較疫情前的 152 萬人次僅復甦 60%，導致晶華 2024 年 1-10 月份日本客佔比僅 25%。展望 4Q24，步入餐飲部門尾牙旺季，搭配北投晶泉丰旅開幕，不過來台旅客與國人出國人次懸殊仍大，認為晶華等台灣旅館住房率回升壓力仍存在，加上太魯閣雖於 10 月份重新開業，11 月初遭逢康芮颱風重創後，再次停業至明年 1 月份，太魯閣晶英停業將影響營收 8-9%，2024 年 1-10 月份太魯閣晶英累計虧損 3200 萬元；綜上所述，預估 4Q24 營收 16.22 億元，QOQ+12%，YOY-10%，毛利率 33.7%，季增 2.5 個百分點，年減 6.1 個百分點，費用控管得宜下，營益率 23.6%，季增 4.2 個百分點，年減 6.8 個百分點，稅前淨利 3.72 億元，歸屬母公司稅後淨利 3.16 億元，QOQ+42%，YOY-24%，推估單季稅後 EPS 為 2.48 元，合計 2024 年全年稅後 EPS 為 9.87 元。

Exhibit 4: 晶華疫情前與現階段客源組成比較

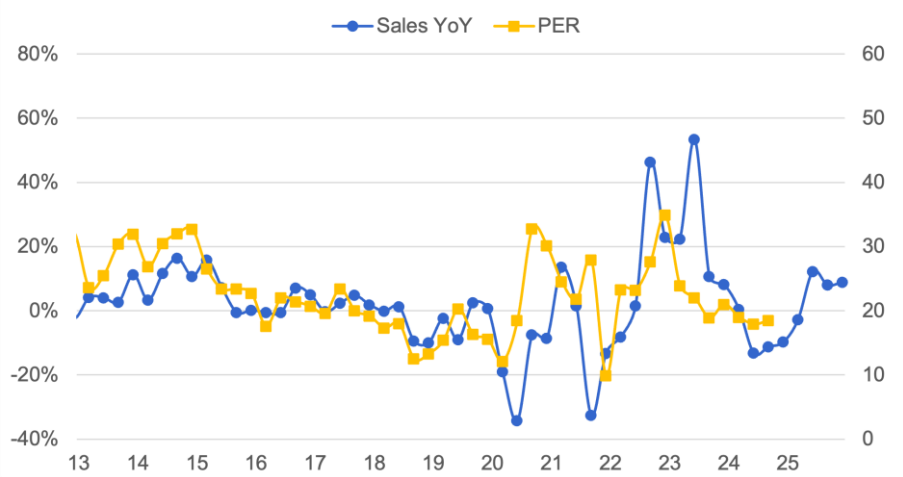


Sources: Company、Masterlink

維持中立評等

評價方面，過往晶華本益比倍數介於 10-30x 之間，預估晶華 2024-2025 年 EPS 為 9.87 元、10.42 元，獲利成長平緩；股利政策，假設配發率 95%，以前一日收盤價計算殖利率 4.86%，具殖利率題材；產業面，元富認為中長期北市飯店供需結構將趨於平衡，目前評價已趨合理(過往本益比倍數中緣)，維持中立，目標價 208 元(20 PERx2025 稅後 EPS)。

Exhibit 5: PBR



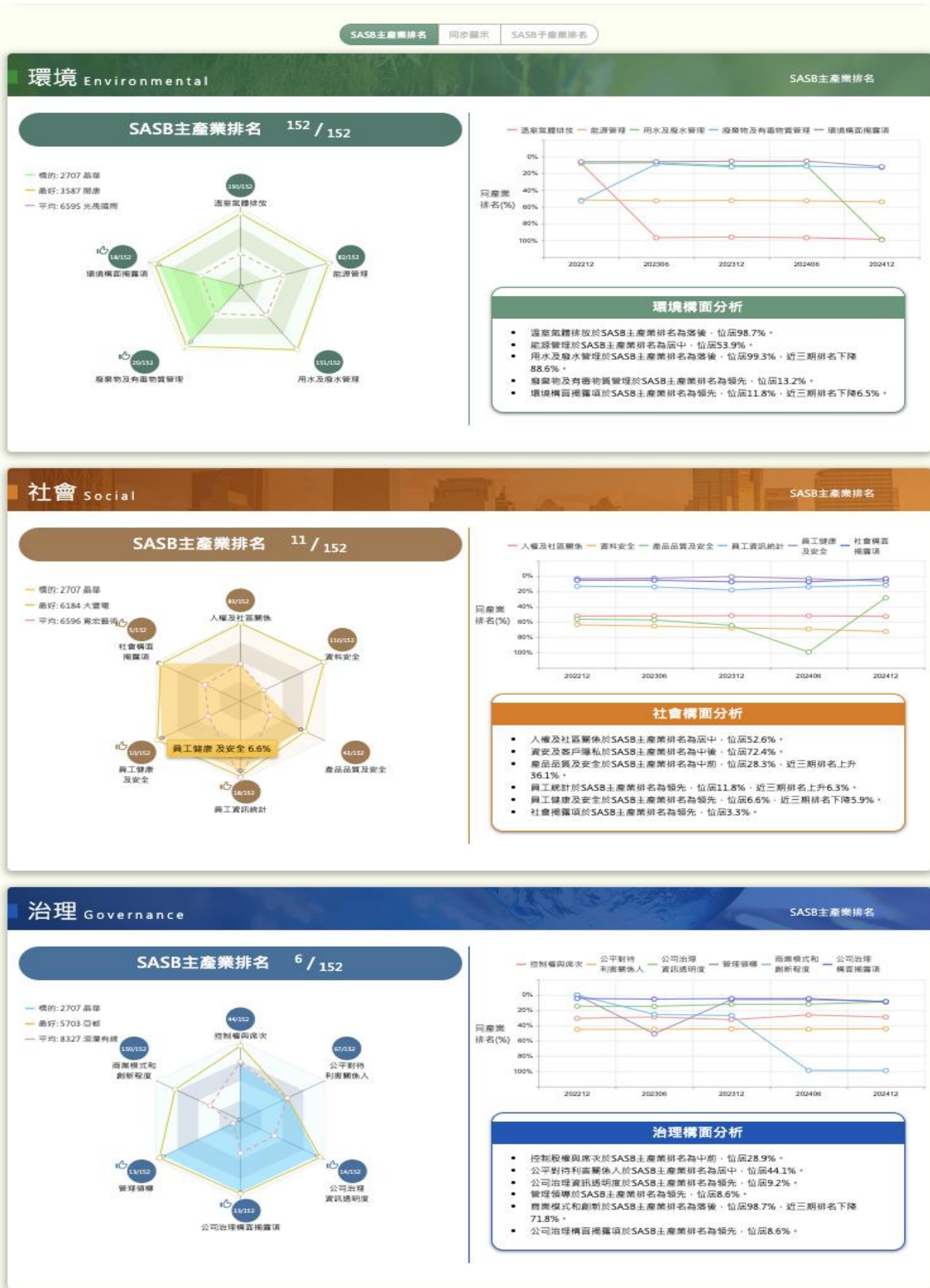
Sources: Company、Masterlink

Exhibit 9: 股利政策

2707 晶華	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024(F)	2025(F)	2026(F)
EPS(t-1)	8.96	7.53	8.37	10.80	10.58	5.18	17.09	7.09	11.12	9.87	10.42
現金股利(元)	8.87	8.17	6.91	11.02	10.05	4.39	12.39	9.01	10.56	9.38	10.42
現金股利配發率(%)	99%	108%	83%	102%	95%	85%	73%	127%	95%	95%	100%
殖利率(%)	5.25%	5.30%	5.12%	6.54%	7.47%	2.91%	4.81%	4.07%	5.47%	4.86%	5.40%

Sources: Company、Masterlink

TESG 企業永續指標(分項指標)



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	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	5,597	6,765	6,205	6,589		Cash	453	1,288	1,318	1,497	
COGS	3,733	4,251	4,100	4,391		Marketable securities	3,024	2,449	2,753	2,913	
Gross profit	1,865	2,514	2,104	2,197		A/R & N/R	186	193	190	184	
Operating expense	644	671	657	681		Inventory	37	52	49	41	
Operating profit	1,221	1,843	1,448	1,516		Others	65	160	180	114	
Total non-operate. Inc	83	66	97	27		Total current asset	3,766	4,141	4,489	4,750	
Pre-tax profit	1,304	1,909	1,545	1,543		Long-term invest.	1,166	1,104	1,099	1,103	
Total Net profit	1,016	1,527	1,241	1,266		Total fixed assets	2,067	2,361	2,285	2,233	
Minority	0	0	0	0		Total other assets	6,723	7,459	7,188	7,079	
Net Profit	903	1,416	1,258	1,328		Total assets	10,489	11,600	11,677	11,829	
EPS (NT\$)	7.09	11.12	9.87	10.42							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F		Short-term Borrow	87	69	80	78	
Sales	13.5	20.9	-8.3	6.2		A/P & N/P	415	344	360	365	
Gross profit	40.0	34.8	-16.3	4.4		Other current liab.	2,153	3,072	3,280	3,275	
Operating profit	126.9	50.9	-21.5	4.7		Total current liab.	2,654	3,484	3,721	3,718	
Pre-tax profit	-45.7	46.4	-19.1	-0.1		L-T borrows	0	337	84	105	
Net profit	-58.5	56.8	-11.1	5.6		Other L-T liab.	3,129	3,510	3,425	3,360	
EPS	-58.5	56.8	-11.2	5.6		Total liability.	5,783	7,331	7,230	7,183	
Margins %	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F							
Gross	33.3	37.2	33.9	33.4		Common stocks	1,274	1,274	1,274	1,274	
Operating	21.8	27.2	23.3	23.0		Reserves	222	222	222	222	
EBITDA	34.7	50.4	39.6	38.9		Retain earnings	3,209	2,773	2,950	3,150	
Pre-tax	23.3	28.2	24.9	23.4		Total Equity	4,706	4,269	4,447	4,646	
Net	16.1	20.9	20.3	20.2		Total Liab. & Equity	10,489	11,600	11,677	11,829	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,747	1,388	1,447	1,622		Net income	903	1,416	1,258	1,328	
Gross profit	666	440	451	547		Dep & Amort	590	1,453	874	968	
Operating profit	502	283	280	382		Investment income	-13	-11	-12	-12	
Total non-ope inc.	53	69	(15)	(10)		Changes in W/C	33	23	10	20	
Pre-tax profit	555	352	265	372		Other adjustment	625	-513	-695	-803	
Net profit	425	295	222	316		Cash flow – ope.	2,139	2,367	1,435	1,500	
EPS	3.33	2.32	1.74	2.48		Capex	-175	-205	-196	-183	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Net sales	0.5	-13.2	-11.2	-9.8		Other adjustment	-61	504	583	803	
Gross profit	2.2	-24.9	-19.4	-23.7		Cash flow –inve.	-236	298	388	620	
Operating profit	2.0	-33.5	-26.3	-29.9		Free cash flow	3	-7	-53	-2	
Net profit	17.5	-14.1	-24.5	-24.1		Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F		Cash dividend	0	-335	-224	-279	
Net sales	-2.8	-20.6	4.3	12.1		Other adjustment	-1,851	-1,467	-1,490	-1,624	
Gross profit	-7.0	-34.0	2.6	21.2		Cash flow-Fin.	-1,848	-1,809	-1,766	-1,906	
Operating profit	-7.9	-43.6	-1.1	36.3		Exchange influence	5	-22	-27	-34	
Net profit	2.1	-30.5	-24.9	42.4		Change in Cash	61	835	30	180	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F							
Gross	38.1	31.7	31.2	33.7		Ratio Analysis					
Operating	28.7	20.4	19.4	23.6		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24 F	FY25 F	
Net	24.3	21.3	15.3	19.5		ROA	8.4	12.8	10.8	11.3	
						ROE	19.2	31.5	28.3	29.2	

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.