

2023 年 1 月 16 日

研究員：郭諺雅 A98251@capital.com.tw

前日收盤價	72.00 元
目標價	
3 個月	76.00 元
12 個月	76.00 元

## 佐登-KY(4190 TT)

## 區間操作

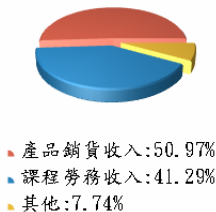
### 近期報告日期、評等及前日股價

04/15/2021	中立	98.1
10/13/2020	中立	83.5
12/09/2019	到達目標價	
08/14/2019	區間操作	100.0
01/02/2019	中立	110.5

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	607
市值(億元)	44
目前每股淨值(元)	35.87
外資持股比(%)	64.43
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	41.21
融資餘額(張)	1,082
現金股息配發率(F)(%)	259.27

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



觀光、美容疫後復甦雙引擎，建議區間操作。

**投資建議：**2022 年是美容醫美產業的谷底。佐登-KY 在疫情期間完成了集團另一引擎-觀光生技園區的建置，其不是只有觀光，佐登-KY 也希望利用這個渠道將更多的客人導入到美容門市，讓兩者發揮相輔相成的效果。由於 2023 年營運將谷底回升，投資建議由中立調整至區間操作，目標價 76 元。

**佐登妮絲城堡生技園區 4Q22 開幕：**佐登-KY 斥資數十億元在嘉義大埔美興建的佐登妮絲城堡生技園區在 10/2022 開始營運。此園區除了作為觀光工廠外，也是佐登集團研發中心和生產重鎮，設有 12 間國際級試驗室，包含香氛設計實驗室、P2 生物安全實驗室等。城堡中的產線目前正在申請 ISO 和 GMP 認證，產能規模是大甲廠的 3~5 倍，未來會鎖定高精華、有效成分和高營養霜，以及異形袋面膜。2023 年將積極參展推廣知名度，來爭取韓國、越南、新加坡等國際代工訂單。

**2022 年營收 27.78 億元，預估稅後 EPS 1.54 元：**4Q22 營收 8.31 億元，QoQ+24.78%、YoY+5.70%，預估稅後 EPS 1.05 元。中國大陸 12/2022 鬆綁防疫措施，確診率在短時間內快速上升影響民眾消費意願，此次解封帶來直接的衝擊，本來已經穩定的大陸門市回店率一度僅剩下 20% 左右。不過台灣剛開幕的佐登妮絲城堡挺身而出，12/2022 聖誕檔期活動「星海聖誕節」引爆追雪熱潮，單月營收貢獻度將近 40%，彌補了疫情衝擊的缺口。2022 年營收 27.78 億元，YoY-1.47%，預估稅後 EPS 1.54 元。

**預估 2023 年營收 31.93 億元，稅後 EPS 5.06 元：**2023 年在中国拓展仍會比較保守，目前規劃針對醫美，加強高端產品銷售。不過隨著染疫康復的族群逐步擴大，美容消費有機會在 1Q23 季底看到較明顯的復甦。佐登妮絲城堡方面，已開始接洽海外旅遊團，預計 2023 年就會有日本、泰國等地的觀光客挹注。01/9-02/19/2023 推出「歐洲嘉年華」活動，配合農曆春節連假預期將會再創出一波來客高峰。預估 1Q23 營收 6.99 億元，YoY+9.53%，稅後 EPS 0.45 元。2Q23~4Q23 將呈現逐季走揚的情況，預估 2023 年營收 31.93 億元，稅後 EPS 5.06 元。

(百萬元)	2021	2022F	2023F	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營業收入淨額	2,819	2,778	3,193	786	638	642	666	831	699	796	805	893
營業毛利淨額	2,065	1,882	2,183	581	452	444	444	542	453	544	560	625
營業利益	338	111	407	126	22	29	-13	73	43	109	105	151
稅後純益	292	94	307	93	9	35	-14	64	28	88	78	113
稅後 EPS(元)	4.81	1.54	5.06	1.53	0.15	0.58	-0.24	1.05	0.45	1.46	1.28	1.87
毛利率(%)	73.24%	67.75%	68.38%	73.88%	70.87%	69.10%	66.61%	65.22%	64.79%	68.43%	69.58%	70.07%
營業利益率(%)	12.00%	4.00%	12.75%	16.01%	3.42%	4.56%	-2.00%	8.83%	6.17%	13.66%	13.00%	16.89%
稅後純益率(%)	10.36%	3.37%	9.61%	11.79%	1.44%	5.46%	-2.16%	7.66%	3.94%	11.12%	9.64%	12.70%
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.22%	-1.47%	14.93%	24.17%	-18.80%	0.62%	3.68%	24.78%	-15.86%	13.77%	1.22%	10.84%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	13.36%	-67.96%	227.89%	155.41%	-90.08%	281.73%	N.A	N.A	-56.77%	221.39%	-12.29%	46.06%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 6.07 億元計算。

## ESG (Environment, Social, Governance)：

為因應全球的減碳趨勢，並善盡企業社會責任，佐登-KY 承諾將致力於 1) 確實掌控溫室氣體排放狀況；2) 提出溫室氣體減量方案；3) 力行溫室氣體減量工作；4) 逐年增加綠色能源的使用比例。

將透過完善的管理與控制溫室氣體的排放源，以期未來逐年降低溫室氣體排放量 5%；並編列預算，逐年汰換直營門市、辦公室、工廠等的耗電空調設備、照明燈具等非節能環保器具，目標 10 年內全面更換，並搭配台電的智慧電錶更換進度，做好門市用電管理。此外，持續配合客戶需求，以綠色供應為目標，促使供應鏈上中下游公司重視氣候變遷議題，共同加緊腳步降低溫室氣體的排放。

圖一：佐登-KY 企業永續 ESG 策略



資料來源：佐登-KY

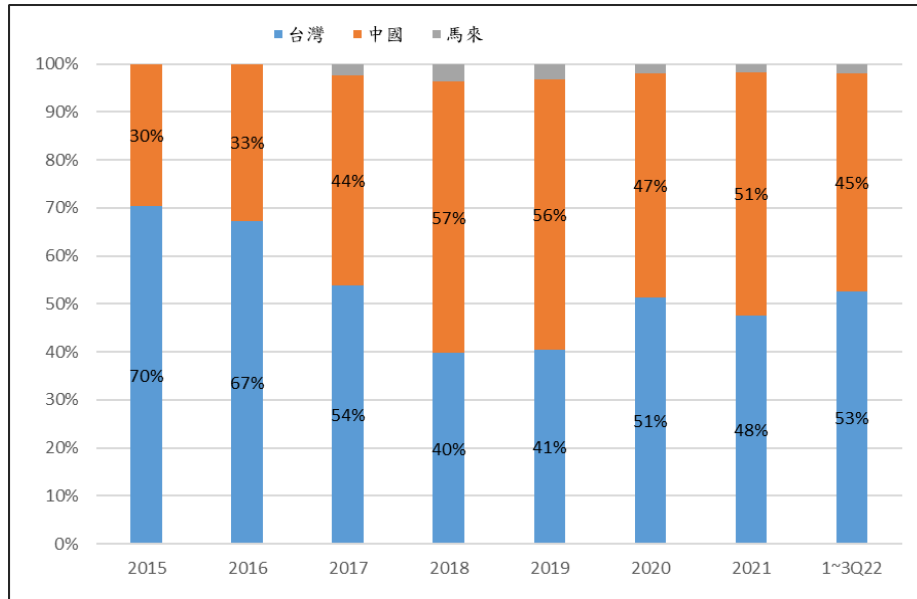
## 公司概況：

佐登-KY 主要從事美容美體產品及課程之研發、製造及銷售，營運主體是以 SPA 服務為主的連鎖通路佐登妮絲，在台灣、中國及馬來西亞擁有直營及加盟店近 577 家，會員人數約 27 萬人。公司於台灣及廣州設立研發基地，設有材料分析、品檢、研發中心、膚質檢測中心等部門，涵蓋了前端原料檢驗、產品研究開發到後端的大量生產。是集美容美體產品之研發、生產、銷售、美容美體課程服務為一體的美容美體集團。營收主要來源為美妝保養品銷貨收入和美容美體課程服務。

## 受新冠疫情影響，中國營收占比下降：

自 2016 年起，佐登-KY 調整中國地區營運策略，將部份加盟店轉為直營，並進行門店整併、資源整合，以提高管理效益。中國直營店從 2015 年底的 3 家增加至 3Q22 的 187 家，單店效益及會員人數也同步成長。不過 2020 年起受新冠疫情影響，消費者至門市進行美容護膚保養的意願降低，轉而直接購買產品。1~3Q22 各區域占比分別為台灣 53%、中國 45%、馬來西亞 2%。產品比重則是美妝保養品 52%、美容美體課程服務 42%、其他 6%。

圖二：2015 年~3Q22 各區域營收占比



資料來源：佐登-KY，群益投顧彙整

## 佐登妮絲城堡生技園區 4Q22 開幕：

佐登-KY 斥資數十億元在嘉義大埔美興建的佐登妮絲城堡生技園區在 10/2022 開始營運，11/2022 來客量已達到 15 萬人次。此園區集合了智慧工廠、研發中心、綠建築及商場，除了作為觀光工廠外，也是佐登集團研發中心和生產重鎮。研發中心設有 12 間國際級試驗室，包含香氛設計實驗室、P2 生物安全實驗室等。城堡中的產線目前正在申請 ISO 和 GMP 認證，產能規模是大甲廠的 3~5 倍，未來將鎖定高精華、有效成分和高營養霜，以及異形袋面膜。2023 年將積極參展推廣知名度，來爭取韓國、越南、新加坡等國際代工訂單。

## 2022 年營收 27.78 億元，預估稅後 EPS 1.54 元：

4Q22 營收 8.31 億元，QoQ+24.78%、YoY+5.70%，預估稅後 EPS 1.05 元。中國大陸 12/2022 鬆綁防疫措施，確診率在短時間內快速上升影響民眾消費意願，此次解封帶來直接的衝擊，本來已經穩定的大陸門市回店率一度僅剩下 20% 左右。不過台灣剛開幕的佐登妮絲城堡適時挺身而出，12/2022 聖誕檔期活動「星海聖誕節」引爆追雪熱潮，單月營收貢獻度將近 40%，彌補了疫情衝擊的缺口。2022 年營收 27.78 億元，YoY-1.47%，預估稅後 EPS 1.54 元。

## 預估 2023 年營收 31.93 億元，稅後 EPS 5.06 元：

在新冠疫情期間，佐登-KY 調整集團內各事業比重，以 OMO 虛實整合策略深化會員服務、拉高電商營業額。2023 年在中國拓展仍會比較保守，目前規劃針對醫美，加強高端產品銷售。佐登妮絲城堡方面，除了邀請珍朵絲特品牌代言人胡宇威成為城堡觀光大使、推出星光票、配合節日舉辦各類型活動來提高城堡入園人次，也開始接洽海外旅遊團，希望能成為海外遊客上阿里山之前必經的景點之一，預計 2023 年就會有日本、泰國、印尼、越南的觀光客挹注。

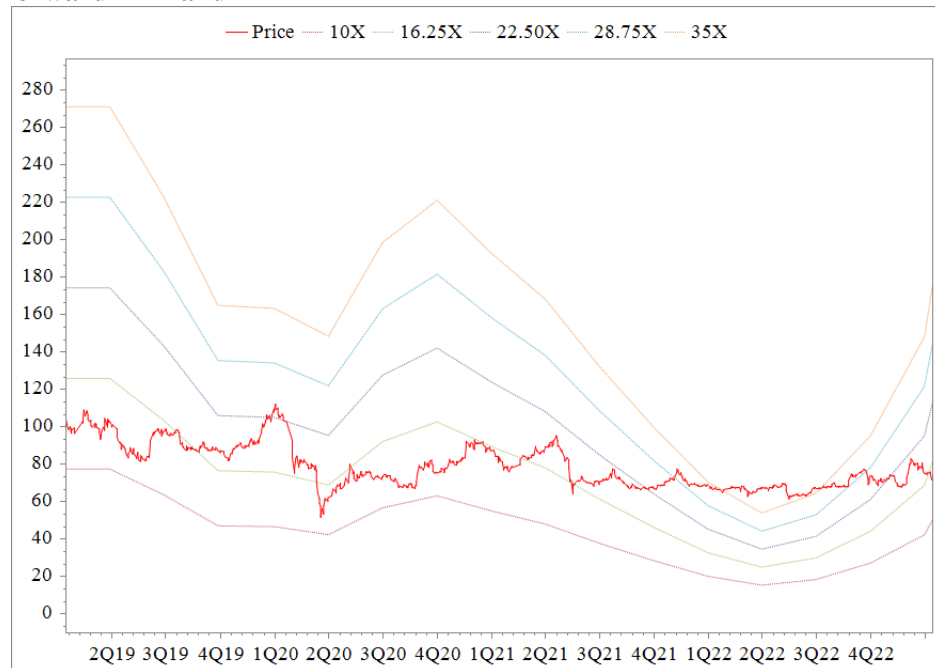
2023 年 1 月 16 日

01/9-02/19/2023 佐登妮絲城堡推出「歐洲嘉年華」活動，配合農曆春節連假預估將會再創出一波來客高峰。中國的部分，隨著染疫康復的族群逐步擴大，美容消費有機會在 1Q23 季底看到較明顯的復甦。預估 1Q23 營收 6.99 億元，QoQ-15.86%、YoY+9.53%，稅後 EPS 0.45 元。2Q23~4Q23 將呈現逐季走揚的情況，預估 2023 年營收 31.93 億元，稅後 EPS 5.06 元。

### 投資建議：

2022 年是美容醫美產業的谷底。佐登-KY 在疫情期間完成了集團另一引擎-觀光生技園區的建置，其不是只有觀光，佐登-KY 也希望利用這個渠道將更多的客人導入到美容門市，讓兩者發揮相輔相成的效果。由於 2023 年營運將谷底回升，投資建議由中立調整至區間操作，目標價 76 元(15X PER)。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2023 年 1 月 16 日

## 資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>資產總計</b>	6,470	7,030	8,440	7,314	7,331
流動資產	1,683	1,888	2,987	2,098	2,766
現金及約當現金	838	1,290	2,195	1,500	2,010
應收帳款與票據	173	165	188	137	252
存貨	320	340	322	441	430
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,891	2,258	2,656	2,656	2,656
<b>負債總計</b>	<b>4,449</b>	<b>4,958</b>	<b>6,159</b>	<b>5,183</b>	<b>5,136</b>
流動負債	2,878	3,513	3,390	3,165	4,607
應付帳款及票據	29	36	30	47	45
非流動負債	1,571	1,444	2,768	2,001	515
<b>權益總計</b>	<b>2,021</b>	<b>2,072</b>	<b>2,281</b>	<b>2,131</b>	<b>2,196</b>
普通股股本	<b>609</b>	<b>609</b>	<b>608</b>	<b>607</b>	<b>607</b>
保留盈餘	984	992	1,166	1,016	1,080
母公司業主權益	2,021	2,072	2,281	2,131	2,195
<b>負債及權益總計</b>	<b>6,470</b>	<b>7,030</b>	<b>8,440</b>	<b>7,314</b>	<b>7,331</b>

## 損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>營業收入淨額</b>	3,252	2,731	2,819	2,778	3,193
營業成本	761	659	754	896	1,009
<b>營業毛利淨額</b>	2,492	2,073	2,065	1,882	2,183
營業費用	1,800	1,676	1,727	1,771	1,776
<b>營業利益</b>	692	397	338	111	407
<b>EBITDA</b>	1,392	1,093	1,128	1,097	1,294
業外收入及支出	-58	-28	45	44	2
稅前純益	651	377	383	155	409
所得稅	180	119	91	61	102
稅後純益	470	258	292	94	307
稅後 EPS(元)	7.75	4.25	4.81	1.54	5.06
完全稀釋 EPS**	7.75	4.25	4.81	1.54	5.06

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 6.07【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 6.07 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	4.63%	-16.01%	3.22%	-1.47%	14.93%
營業毛利淨額	4.38%	-16.82%	-0.37%	-8.86%	16.00%
營業利益	-1.23%	-42.65%	-14.78%	-67.12%	266.15%
稅後純益	-10.82%	-45.22%	13.36%	-67.96%	227.89%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	76.62%	75.88%	73.24%	67.75%	68.38%
EBITDA(%)	42.80%	40.03%	40.00%	39.49%	40.53%
營益率	21.28%	14.53%	12.00%	4.00%	12.75%
稅後純益率	14.47%	9.44%	10.36%	3.37%	9.61%
總資產報酬率	7.27%	3.67%	3.46%	1.28%	4.19%
股東權益報酬率	23.28%	12.44%	12.81%	4.39%	13.98%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	68.76%	70.52%	72.97%	70.86%	70.05%
負債/淨值比(%)	220.09%	239.21%	269.99%	243.17%	233.92%
流動比率(%)	58.48%	53.74%	88.11%	66.27%	60.04%

## 其他比率分析

存貨天數	140.62	182.96	160.11	155.30	157.43
應收帳款天數	19.56	22.57	22.84	21.33	22.19

## 現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>營業活動現金</b>	782	903	986	905	2,507
稅前純益	651	377	383	155	409
折舊及攤銷	693	672	699	781	814
營運資金變動	-52	-5	-11	-51	-107
其他營運現金	-510	-141	-86	20	1,390
<b>投資活動現金</b>	-286	-202	-875	136	448
資本支出淨額	-237	-518	-628	-158	-227
長期投資變動	-44	320	-239	58	24
其他投資現金	-6	-4	-9	236	651
<b>籌資活動現金</b>	-1,042	-249	802	-1,736	-2,445
長借/公司債變動	-400	355	1,370	-767	-1,485
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-274	-244	-122	-243	-243
其他籌資現金	-368	-360	-447	-726	-716
<b>淨現金流量</b>	-530	453	904	-695	510
<b>期初現金</b>	1,368	838	1,290	2,195	1,500
<b>期末現金</b>	838	1,290	2,195	1,500	2,010

資料來源：CMoney、群益

2023 年 1 月 16 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F
營業收入淨額	633	786	638	642	666	831	699	796	805	893	727	822
營業成本	184	205	186	198	222	289	246	251	245	267	215	231
營業毛利淨額	450	581	452	444	444	542	453	544	560	625	512	591
營業費用	399	455	431	415	457	469	410	436	456	475	421	444
營業利益	51	126	22	29	-13	73	43	109	105	151	91	147
業外收入及支出	3	2	11	20	14	-1	-2	1	-2	5	3	-3
稅前純益	53	128	33	49	1	72	41	109	103	155	94	144
所得稅	17	35	23	14	15	8	14	21	25	42	26	26
稅後純益	36	93	9	35	-14	64	28	88	78	113	68	118
最新股本	607	607	607	607	607	607	607	607	607	607	607	607
稅後EPS(元)	0.60	1.53	0.15	0.58	-0.24	1.05	0.45	1.46	1.28	1.87	1.12	1.94
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	71.00%	73.88%	70.87%	69.10%	66.61%	65.22%	64.79%	68.43%	69.58%	70.07%	70.46%	71.88%
營業利益率(%)	7.98%	16.01%	3.42%	4.56%	-2.00%	8.83%	6.17%	13.66%	13.00%	16.89%	12.52%	17.89%
稅後純益率(%)	5.73%	11.79%	1.44%	5.46%	-2.16%	7.66%	3.94%	11.12%	9.64%	12.70%	9.36%	14.30%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-5.80%	24.17%	-18.80%	0.62%	3.68%	24.78%	-15.86%	13.77%	1.22%	10.84%	-18.60%	13.11%
營業利益	-13.31%	149.07%	-82.64%	34.11%	N.A	N.A	-41.21%	151.71%	-3.65%	43.99%	-39.65%	61.59%
稅前純益	-45.95%	138.57%	-74.41%	50.59%	-97.80%	6554.99%	-42.84%	165.79%	-5.86%	50.97%	-39.69%	53.18%
稅後純益	-60.50%	155.41%	-90.08%	281.73%	N.A	N.A	-56.77%	221.39%	-12.29%	46.06%	-40.03%	72.90%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	-12.43%	-5.67%	-12.30%	-4.42%	5.19%	5.70%	9.53%	23.84%	20.90%	7.40%	3.90%	3.30%
營業利益	-63.53%	-27.61%	-78.90%	-49.74%	N.A	-41.68%	97.54%	270.76%	N.A	105.31%	110.74%	35.29%
稅前純益	-59.14%	-28.84%	-68.29%	-50.31%	-97.98%	-43.57%	26.06%	122.49%	9418.30%	115.92%	127.84%	31.31%
稅後純益	-57.60%	-31.37%	-87.12%	-61.78%	N.A	-31.27%	199.37%	152.05%	N.A	77.96%	146.91%	32.84%

註1：稅後EPS以股本6.07億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。