

觀光產業

復甦態勢不變

焦點內容

儘管來台旅客復甦速度及飯店房價漲勢未若預期樂觀，但隨入境旅客、大型宴會旺季來臨，我們看好國內觀光業者營運於 4Q23 升溫，且全球旅遊熱潮持續可望支撐觀光產業復甦動能延續至 2024 年，而陸客來台限制放寬則為潛在利多，並有利評價走升。我們維持晶華 (2707 TT, NT\$218.0, 增加持股)、寒舍 (2739 TT, NT\$41.3, 增加持股)、雲品 (2748 TT, NT\$73.3, 增加持股) 評等為「增加持股」，目標價分別調整為 285、54 及 96 元，係根據 2024 年每股盈餘預估的 20、16、20 倍。

重要訊息

儘管來台旅客復甦速度及飯店房價漲勢未若預期樂觀，但我們持續看好國內飯店業者隨入境旅客回升加上大型宴會旺季來臨，4Q23 營運將升溫，且全球旅遊熱潮持續可望支撐觀光產業復甦動能延續至 2024 年，而陸客來台限制放寬則為潛在利多，將有利評價走升。

評論及分析

4Q23 營運向上。2Q23 來台旅客人數季增 42%，入境人數僅恢復至疫情前一半，使得全台及台北市飯店平均房價上季分別季減 7%、2%，復甦力道未若先前預期樂觀。不過我們認為隨著國際航班數逐漸增加，加上大型展演及宴會持續恢復舉辦，我們認為飯店業者復甦動能將在第四季旺季增溫，我們預估晶華 (2707 TT, NT\$218.0, 增加持股)、寒舍 (2739 TT, NT\$41.3, 增加持股)、雲品 (2748 TT, NT\$73.3, 增加持股) 旗下都會型酒店住房率將季增 3-5 個百分點，房價將較 3Q23 成長 4-5%，年增 48-67%，加上研討會、展覽及婚宴尾牙等活動恢復，我們預期住房及餐飲業務增長將帶動國內飯店業者 4Q23 營收及利潤率進一步復甦。

復甦動能延續至 2024 年。國際飯店同業 Marriot(美)、Hilton(美)、IHG(英) 最新一季之美國/北美平均每房收益 (RevPAR) 年增 4-7%，並高於 2019 年同期 4-9%，反映民眾旅遊及住房需求在解封近二年後仍然穩健成長，而多數業者在近期亦上調全年財務預估，管理層歸功於旅遊熱潮延續，我們認為國際同業強勁的平均每房收益、持續上漲之股價走勢，皆可作為國內觀光產業之借鏡。過去三個月晶華、寒舍、雲品股價分別修正 27%、41%、22%，反映邊境解封後旅客復甦力道落後，但考量目前每月來台旅客僅回升至約 2019 年的五成，我們看好觀光產業復甦動能將延續至 2024 年，三家業者平均每房收益可望於 1Q24 追平 2019 年水準。

投資建議

我們分別下修晶華、寒舍、雲品 2023 年獲利 13%、14%、22%，反映房價漲勢未若我們預期樂觀，但看好入境旅客、大型宴會旺季來臨將推動其 4Q23 營運較 3Q23 加溫，且國際同業強勁之平均每房收益 (Revpar)、股價動能，及國內僅回升至過往 50% 之入境旅客，皆預示觀光熱潮將進一步延續，並助攻晶華、寒舍、雲品 2024 年獲利年增 21%、21%、59%，故維持對國內飯店產業的正向看法，並重申晶華、寒舍、雲品的「增加持股」評等，目標價分別調整為 285、54 及 96 元，係根據 2024 年每股盈餘預估的 20、16、20 倍，對比歷史區間為 8-40 倍。我們目前偏好晶華及雲品勝過寒舍，因後者之休閒型酒店在邊境解後可能面臨較劇烈之競爭，受國旅降溫影響較顯著。

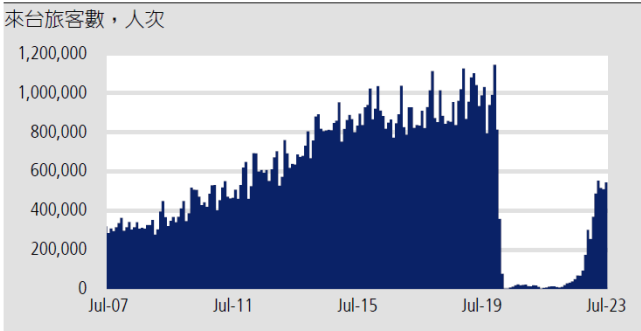
投資風險

疫情捲土重來、航空客運復甦不如預期。

儘管來台旅客復甦速度及飯店房價漲勢未若預期樂觀，但隨入境旅客、大型宴會旺季來臨，我們看好國內觀光業者營運於 4Q23 升溫，且全球旅遊熱潮持續可望支撐觀光產業復甦動能延續至 2024 年，而陸客來台限制放寬則為潛在利多，並有利評價走升。我們維持晶華(2707 TT，NT\$218.0，增加持股)、寒舍(2739 TT，NT\$41.3，增加持股)、雲品(2748 TT，NT\$73.3，增加持股) 評等為「增加持股」，目標價分別調整為 285、54 及 96 元，係根據 2024 年每股盈餘預估的 20、16、20 倍。

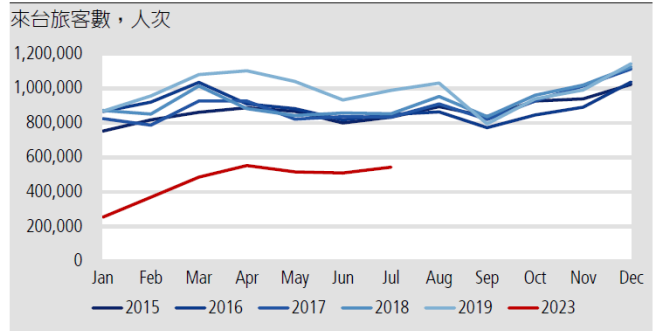
陸客來台露曙光。2010-2019 年期間，陸客長居來台旅客首位，佔比一度高達 40%，惟隨兩岸關係惡化、新冠疫情爆發，目前陸籍旅客已萎縮至每月 2.6 萬人(佔全體之 5%)。近期台灣政府宣布擬開放大陸團客來台，每日限額 2,000 人，儘管仍待對岸的善意回應，且我們預期國內總統大選前難有進展，但此已是兩岸觀光破冰的正向訊號。我們初估此次開放大陸團客將可提升國內觀光飯店住房率約 4-5 個百分點(假設每人六天行程)，若完全恢復至 2019 年規模，則預估可推升住房率 18 個百分點，並貢獻住房營收 72 億元，因此我們認為台灣進一步放寬或全面開放陸客來台，將為台灣飯店業者帶來龐大商機，並有利飯店類股的股票評價走升。

圖 1：來台旅客數復甦力道溫和



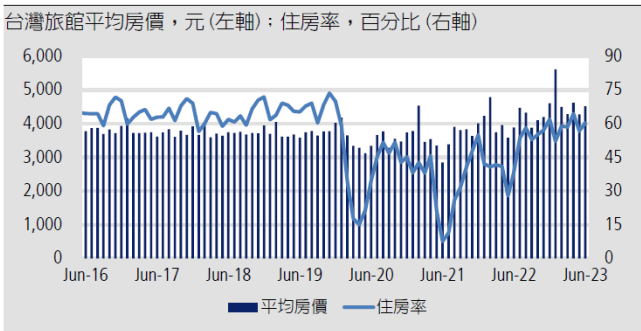
資料來源：觀光局；凱基

圖 2：第四季為海外旅客來台旺季



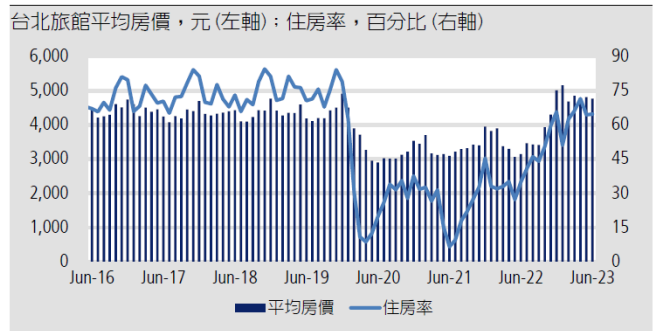
資料來源：觀光局；凱基

圖 3：台灣旅館房價與住房率



資料來源：觀光局；凱基

圖 4：台北旅館房價與住房率



資料來源：觀光局；凱基

圖 5：晶華 2Q23 財報與 3Q23 獲利預估修正暨市場共識比較

百萬元	2Q23					3Q23F								
	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	1,599	1,697	(5.8)	(8.1)	53.4	1,643	(2.7)	1,663	1,833	(9.3)	4.0	12.9	1,777	(6.4)
毛利	586	664	(11.7)	(10.1)	120.8	630	(7.0)	652	784	(16.8)	11.2	23.6	709	(8.0)
營業利益	426	499	(14.7)	(13.4)	288.8	456	(6.6)	489	611	(20.0)	14.8	38.2	517	(5.5)
稅前淨利	474	504	(6.1)	(2.5)	192.1	480	(1.3)	494	616	(19.8)	4.3	35.5	529	(6.6)
稅後淨利	344	373	(7.9)	(5.0)	289.9	365	(5.8)	360	450	(20.1)	4.8	36.6	399	(9.7)
每股盈餘 (元)	2.70	2.93	(7.9)	(5.0)	289.9	2.86	(5.8)	2.83	3.54	(20.1)	4.8	36.6	3.13	(9.7)
毛利率 (%)	36.7	39.1	(2.5) ppts	(0.8) ppts	11.2 ppts	38.4	(1.7) ppts	39.2	42.8	(3.5) ppts	2.6 ppts	3.4 ppts	39.9	(0.7) ppts
營業利益率 (%)	26.6	29.4	(2.8) ppts	(1.7) ppts	16.1 ppts	27.7	(1.1) ppts	29.4	33.4	(3.9) ppts	2.8 ppts	5.4 ppts	29.1	0.3 ppts
淨利率 (%)	21.5	22.0	(0.5) ppts	0.7 ppts	13.0 ppts	22.2	(0.7) ppts	21.7	24.6	(2.9) ppts	0.2 ppts	3.8 ppts	22.4	(0.8) ppts

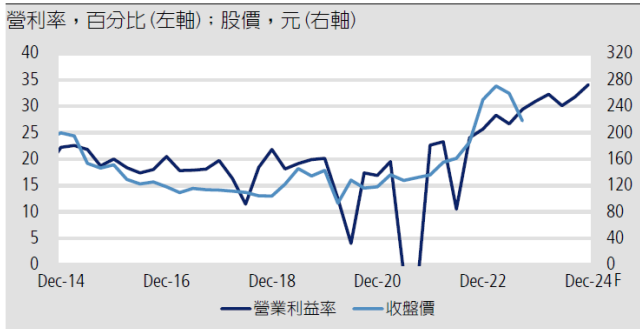
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 6：晶華 2023-25 年獲利預估修正暨市場共識比較

百萬元	2023F					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 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	6,856	7,245	(5.4)	22.5	7,061	(2.9)	7,424	7,949	(6.6)	8.3	7,611	(2.5)	8,043	8,426	(4.5)	8.3	8,160	(1.4)
毛利	2,637	2,984	(11.6)	41.4	2,756	(4.3)	3,077	3,590	(14.3)	16.7	3,124	(1.5)	3,479	3,863	(9.9)	13.1	3,668	(5.1)
營業利益	1,981	2,311	(14.3)	62.3	2,037	(2.7)	2,386	2,889	(17.4)	20.4	2,381	0.2	2,749	3,139	(12.4)	15.2	2,885	(4.7)
稅前淨利	2,043	2,331	(12.3)	56.7	2,082	(1.8)	2,433	2,936	(17.1)	19.1	2,453	(0.8)	2,812	3,203	(12.2)	15.6	2,945	(4.5)
稅後淨利	1,500	1,718	(12.7)	66.1	1,571	(4.5)	1,814	2,182	(16.9)	21.0	1,864	(2.7)	2,094	2,370	(11.7)	15.4	2,260	(7.3)
每股盈餘 (元)	11.77	13.49	(12.7)	66.1	12.33	(4.5)	14.24	17.13	(16.9)	21.0	14.63	(2.7)	16.43	18.60	(11.7)	15.4	17.74	(7.3)
毛利率 (%)	38.5	41.2	(2.7)ppts	5.1 ppts	39.0	(0.6)ppts	41.5	45.2	(3.7)ppts	3.0 ppts	41.1	0.4 ppts	43.3	45.8	(2.6)ppts	1.8 ppts	45.0	(1.7)ppts
營業利益率 (%)	28.9	31.9	(3.0)ppts	7.1 ppts	28.8	0.1 ppts	32.1	36.3	(4.2)ppts	3.2 ppts	31.3	0.9 ppts	34.2	37.3	(3.1)ppts	2.0 ppts	35.3	(1.2)ppts
淨利率 (%)	21.9	23.7	(1.8)ppts	5.7 ppts	22.2	(0.4)ppts	24.4	27.5	(3.0)ppts	2.6 ppts	24.5	(0.1)ppts	26.0	28.1	(2.1)ppts	1.6 ppts	27.7	(1.7)ppts

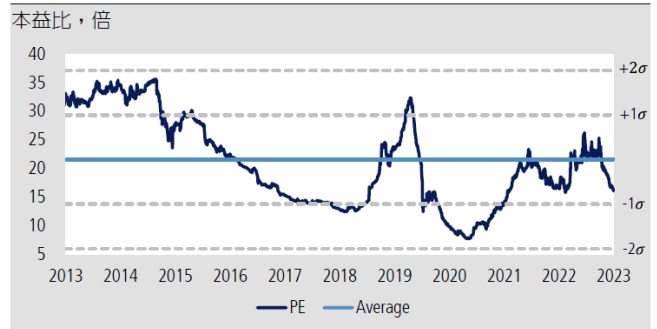
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 7：營利率回溫有利股價



資料來源：TEJ；凱基

圖 8：晶華本益比低於平均



資料來源：TEJ；凱基

圖 9：寒舍 2Q23 財報與 3Q23 獲利預估修正暨市場共識比較

百萬元	2Q23								3Q23F							
	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	1,107	1,122	(1.4)	(7.4)	110.9	1,082	2.4	1,125	1,158	(2.8)	1.6	25.5	1,106	1.8		
毛利	410	394	3.9	(10.4)	-	399	2.6	411	409	0.6	0.4	66.8	410	0.4		
營業利益	84	80	4.6	(41.7)	-	92	(9.0)	90	85	5.8	8.0	-	97	(6.8)		
稅前淨利	45	30	48.8	(55.0)	-	45	0.5	41	36	13.7	(9.9)	-	50	(18.5)		
稅後淨利	39	24	60.6	(52.4)	-	36	8.5	32	29	10.9	(18.6)	-	41	(21.5)		
每股盈餘(元)	0.43	0.27	60.6	(52.0)	-	0.37	16.2	0.35	0.31	10.9	(19.3)	-	0.41	(15.3)		
毛利率 (%)	37.0	35.1	1.9 ppts	(1.3) ppts	40.3 ppts	36.9	0.1 ppts	36.5	35.3	1.3 ppts	(0.5) ppts	9.0 ppts	37.1	(0.5) ppts		
營業利益率 (%)	7.6	7.1	0.4 ppts	(4.5) ppts	67.1 ppts	8.5	(0.9) ppts	8.0	7.4	0.7 ppts	0.5 ppts	13.6 ppts	8.8	(0.7) ppts		
淨利率 (%)	3.5	2.2	1.4 ppts	(3.3) ppts	60.7 ppts	3.3	0.2 ppts	2.8	2.5	0.3 ppts	(0.7) ppts	12.4 ppts	3.7	(0.8) ppts		

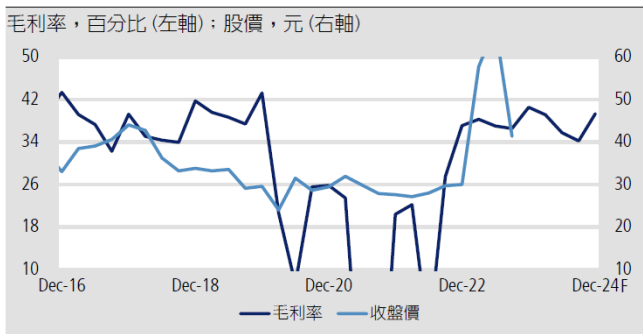
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 10：寒舍 2023-25 年獲利預估修正暨市場共識比較

百萬元	2023F						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 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	4,772	4,861	(1.8)	39.5	4,741	0.7	5,212	5,427	(4.0)	9.2	5,222	(0.2)	5,461	5,694	(4.1)	4.8
毛利	1,823	1,790	1.8	114.5	1,811	0.7	1,941	2,030	(4.4)	6.5	2,044	(5.0)	2,044	2,151	(5.0)	5.3
營業利益	520	499	4.2	-	518	0.5	584	617	(5.3)	12.4	614	(4.8)	677	726	(6.8)	15.8
稅前淨利	321	301	6.9	-	340	(5.3)	399	431	(7.6)	24.0	442	(9.8)	506	555	(8.8)	26.9
稅後淨利	258	301	(14.2)	-	306	(15.6)	311	431	(27.9)	20.5	397	(21.6)	395	555	(28.9)	26.9
每股盈餘(元)	2.82	3.28	(14.2)	-	2.86	(1.5)	3.40	4.71	(27.9)	20.5	3.62	(6.1)	4.31	6.06	(28.9)	26.9
毛利率 (%)	38.2	36.8	1.4 ppts	13.4 ppts	38.2	0.0 ppts	37.2	37.4	(0.2) ppts	(1.0) ppts	39.2	(1.9) ppts	37.4	37.8	(0.4) ppts	0.2 ppts
營業利益率 (%)	10.9	10.3	0.6 ppts	17.6 ppts	10.9	(0.0) ppts	11.2	11.4	(0.2) ppts	0.3 ppts	11.8	(0.5) ppts	12.4	12.7	(0.4) ppts	1.2 ppts
淨利率 (%)	5.4	6.2	(0.8) ppts	15.3 ppts	6.4	(1.0) ppts	6.0	7.9	(2.0) ppts	0.6 ppts	7.6	(1.6) ppts	7.2	9.7	(2.5) ppts	1.3 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 11：毛利率走升推動股價上漲



資料來源：TEJ；凱基

圖 12：寒舍本益比處區間下緣



資料來源：TEJ；凱基

圖 13：雲品 2Q23 財報與 3Q23 獲利預估修正暨市場共識比較

百萬元	2Q23							3Q23F						
	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	483	541	(10.9)	(22.5)	43.2	535	(9.7)	544	589	(7.6)	12.7	6.8	618	(12.0)
毛利	130	180	(27.7)	(39.9)	179.5	177	(26.3)	186	232	(19.7)	42.9	15.9	221	(15.7)
營業利益	29	77	(62.7)	(72.5)	-	76	(61.9)	83	123	(32.5)	186.9	46.4	113	(26.7)
稅前淨利	49	77	(36.9)	(53.4)	-	73	(32.9)	83	123	(32.7)	69.5	49.4	116	(29.0)
稅後淨利	36	61	(40.6)	(56.3)	-	58	(37.2)	66	98	(32.7)	80.1	48.9	93	(29.5)
每股盈餘(元)	0.35	0.60	(40.6)	(58.9)	-	0.57	(37.3)	0.64	0.95	(32.7)	80.1	30.9	0.89	(27.9)
毛利率 (%)	27.0	33.3	(6.3) ppts	(7.8) ppts	13.2 ppts	33.1	(6.1) ppts	34.3	39.4	(5.1) ppts	7.2 ppts	2.7 ppts	35.8	(1.5) ppts
營業利益率 (%)	6.0	14.3	(8.3) ppts	(10.9) ppts	15.3 ppts	14.2	(8.2) ppts	15.3	20.9	(5.6) ppts	9.3 ppts	4.1 ppts	18.3	(3.1) ppts
淨利率 (%)	7.5	11.3	(3.8) ppts	(5.8) ppts	16.9 ppts	10.9	(3.3) ppts	12.1	16.6	(4.5) ppts	4.5 ppts	3.4 ppts	15.0	(3.0) ppts

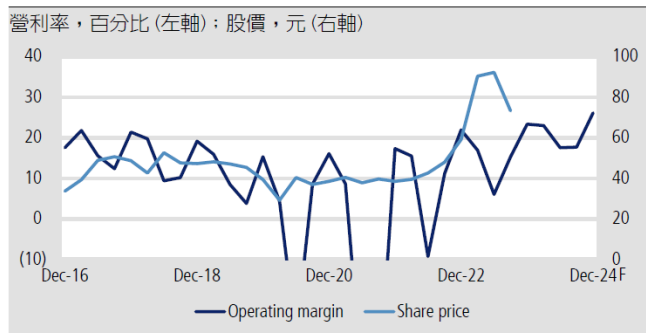
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 14：雲品 2023-25 年獲利預估修正暨市場共識比較

百萬元	2023F						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 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	2,410	2,550	(5.5)	16.2	2,524	(4.5)	2,841	3,066	(7.3)	17.9	3,063	(7.2)	3,122	3,307	(5.6)	9.9	3,376	(7.5)
毛利	829	943	(12.1)	28.9	892	(7.0)	1,099	1,220	(9.9)	32.6	1,137	(3.3)	1,280	1,354	(5.5)	16.5	1,328	(3.6)
營業利益	395	500	(21.1)	52.1	458	(13.9)	613	711	(13.8)	55.3	652	(6.0)	768	821	(6.5)	25.3	761	0.5
稅前淨利	393	499	(21.2)	56.9	472	(16.8)	618	717	(13.8)	57.4	655	(5.6)	781	836	(6.6)	26.3	776	0.7
稅後淨利	310	397	(21.8)	55.4	377	(17.8)	492	570	(13.8)	58.5	523	(6.0)	621	664	(6.6)	26.3	618	0.5
每股盈餘(元)	3.06	3.91	(21.8)	39.1	3.64	(16.0)	4.79	5.56	(13.8)	56.6	4.98	(3.8)	6.05	6.48	(6.6)	26.3	6.03	0.5
毛利率 (%)	34.4	37.0	(2.6) ppts	3.4 ppts	35.3	(0.9) ppts	38.7	39.8	(1.1) ppts	4.3 ppts	37.1	1.6 ppts	41.0	40.9	0.1 ppts	2.3 ppts	39.4	1.7 ppt
營業利益率 (%)	16.4	19.6	(3.2) ppts	3.9 ppts	18.2	(1.8) ppts	21.6	23.2	(1.6) ppts	5.2 ppts	21.3	0.3 ppts	24.6	24.8	(0.3) ppts	3.0 ppts	22.5	2.0 ppt
淨利率 (%)	12.9	15.5	(2.7) ppts	3.2 ppts	14.9	(2.1) ppts	17.3	18.6	(1.3) ppts	4.4 ppts	17.1	0.2 ppts	19.9	20.1	(0.2) ppts	2.6 ppts	18.3	1.6 ppt

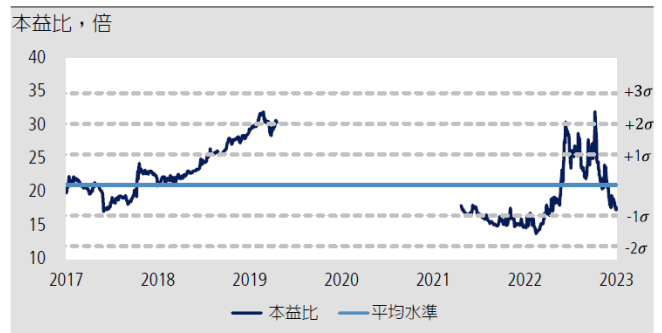
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 15：營利率復甦帶動股價走升



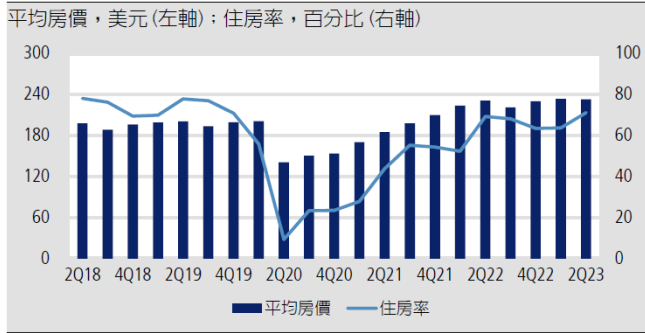
資料來源：TEJ；凱基

圖 16：雲品本益比處區間中下緣



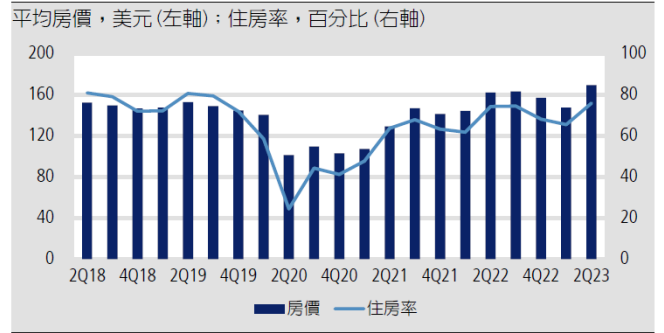
資料來源：TEJ；凱基

圖 17：萬豪北美平均房價超越疫情前



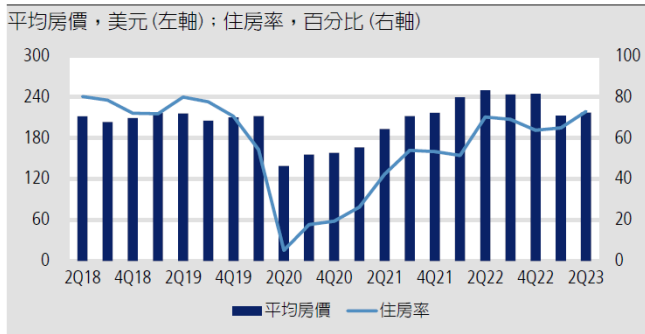
資料來源：公司資料；凱基

圖 18：希爾頓北美房價创新高



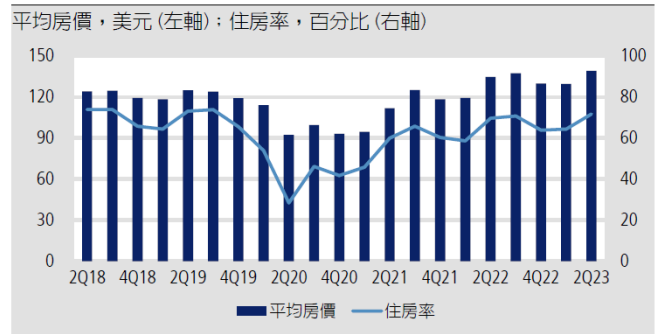
資料來源：公司資料；凱基

圖 19：凱悅美洲住房率走升



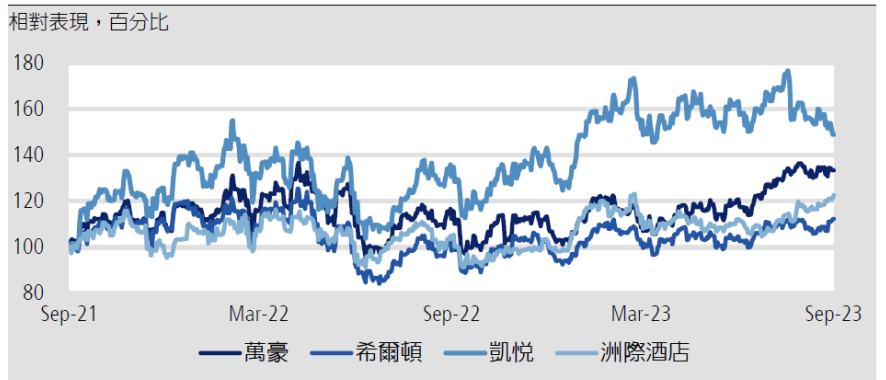
資料來源：公司資料；凱基

圖 20：洲際酒店美洲房價高於 2019 年水準



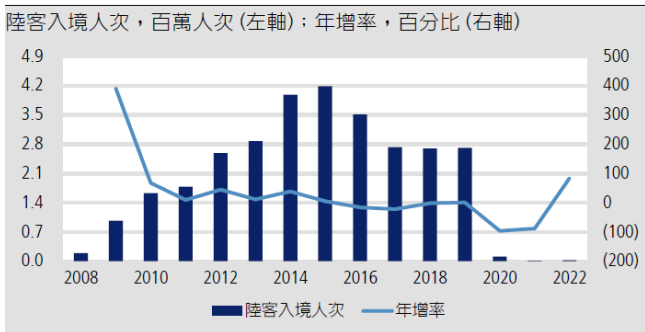
資料來源：公司資料；凱基

圖 21：國際同業解封後股價持續走升



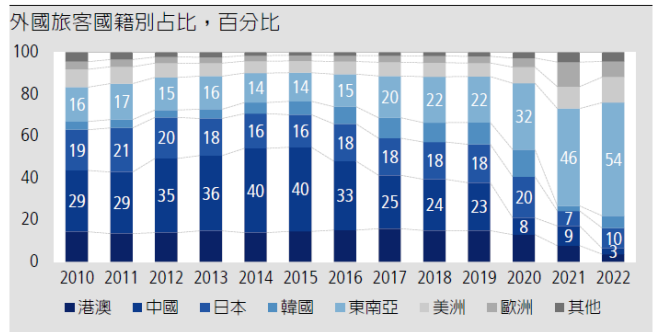
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 22：陸客來台人數 2019 年後大幅下滑



資料來源：觀光局；凱基

圖 23：中國在疫情前是來台旅客主力



資料來源：觀光局；凱基

晶華 (2707 TT)

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	1,739	1,599	1,663	1,856	1,919	1,707	1,792	2,006	6,856	7,424	8,043
營業成本	(1,087)	(1,013)	(1,011)	(1,109)	(1,121)	(1,026)	(1,056)	(1,144)	(4,219)	(4,347)	(4,563)
營業毛利	652	586	652	747	798	681	736	862	2,637	3,077	3,479
營業費用	(160)	(160)	(163)	(173)	(178)	(167)	(167)	(179)	(655)	(691)	(731)
營業利益	492	426	489	574	619	514	570	684	1,981	2,386	2,749
折舊	(150)	(148)	(235)	(405)	(240)	(240)	(240)	(240)	(939)	(959)	(980)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	642	574	724	980	859	754	809	923	2,920	3,345	3,728
利息收入	9	22	14	20	21	21	21	21	65	85	102
投資利益淨額	3	4	3	4	3	3	3	3	14	14	14
其他營業外收入	3	7	8	10	8	8	8	8	28	30	30
總營業外收入	16	33	25	33	32	32	32	32	107	129	146
利息費用	(13)	(13)	(15)	(18)	(16)	(16)	(16)	(16)	(59)	(62)	(62)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(9)	28	(5)	0	(5)	(5)	(5)	(5)	15	(20)	(20)
總營業外費用	(22)	15	(20)	(18)	(21)	(21)	(21)	(21)	(45)	(82)	(82)
稅前純益	486	474	494	590	631	526	581	695	2,043	2,433	2,812
所得稅費用[利益]	(99)	(101)	(104)	(124)	(132)	(110)	(122)	(146)	(427)	(511)	(591)
少數股東損益	(26)	(29)	(30)	(32)	(26)	(20)	(30)	(32)	(117)	(108)	(128)
非常項目前稅後純益	362	344	360	434	472	395	429	517	1,500	1,814	2,094
非常項目	(0)	(0)	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	362	344	360	434	472	395	429	517	1,500	1,814	2,094
每股盈餘 (NT\$)	2.84	2.70	2.83	3.41	3.71	3.10	3.37	4.06	11.77	14.24	16.43
獲利率 (%)											
營業毛利率	37.5	36.7	39.2	40.2	41.6	39.9	41.1	43.0	38.5	41.5	43.3
營業利益率	28.3	26.6	29.4	30.9	32.3	30.1	31.8	34.1	28.9	32.1	34.2
EBITDA Margin	36.9	35.9	43.5	52.8	44.8	44.2	45.2	46.0	42.6	45.1	46.4
稅前純益率	27.9	29.6	29.7	31.8	32.9	30.8	32.4	34.7	29.8	32.8	35.0
稅後純益率	20.8	21.5	21.7	23.4	24.6	23.2	24.0	25.8	21.9	24.4	26.0
季成長率 (%)											
營業收入	4.6	(8.1)	4.0	11.6	3.4	(11.1)	5.0	11.9			
營業毛利	10.6	(10.1)	11.2	14.5	6.8	(14.6)	8.1	17.1			
營業收益增長	15.3	(13.4)	14.8	17.4	7.8	(17.0)	10.8	20.0			
EBITDA	12.4	(10.6)	26.0	35.4	(12.3)	(12.2)	7.4	14.1			
稅前純益	12.3	(2.5)	4.3	19.5	7.0	(16.7)	10.6	19.6			
稅後純益	20.7	(5.0)	4.8	20.5	8.8	(16.3)	8.6	20.5			
年成長率 (%)											
營業收入	22.4	53.4	12.9	11.7	10.4	6.8	7.8	8.1	22.5	8.3	8.3
營業毛利	35.0	120.8	23.6	26.8	22.4	16.2	12.9	15.4	41.4	16.7	13.1
營業收益	48.8	288.8	38.2	34.5	25.8	20.7	16.5	19.0	62.3	20.4	15.2
EBITDA	32.4	119.2	46.9	71.5	33.7	31.2	11.8	(5.7)	61.2	14.6	11.4
稅前純益	41.0	192.1	35.5	36.3	29.8	11.0	17.7	17.9	56.7	19.1	15.6
稅後純益	43.8	289.9	36.6	44.8	30.6	15.0	19.2	19.2	66.1	21.0	15.4

資料來源：公司資料、凱基

寒舍 (2739 TT)

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,195	1,107	1,125	1,345	1,366	1,225	1,196	1,425	4,772	5,212	5,461
營業成本	(738)	(698)	(714)	(800)	(832)	(787)	(787)	(864)	(2,949)	(3,270)	(3,417)
營業毛利	457	410	411	545	534	438	409	560	1,823	1,941	2,044
營業費用	(314)	(326)	(321)	(343)	(348)	(331)	(329)	(349)	(1,303)	(1,357)	(1,367)
營業利益	144	84	90	202	186	107	80	211	520	584	677
折舊	(302)	(303)	(344)	(426)	(346)	(346)	(346)	(346)	(1,374)	(1,385)	(1,396)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)	(3)	(3)
EBITDA	446	387	435	629	533	454	427	558	1,897	1,973	2,076
利息收入	1	1	1	2	3	3	3	3	5	12	18
投資利益淨額	1	4	2	1	5	4	4	5	7	16	25
其他營業外收入	7	8	3	(7)	3	3	3	3	10	10	10
總營業外收入	9	12	6	(4)	10	9	9	10	22	38	53
利息費用	(51)	(50)	(55)	(65)	(56)	(56)	(56)	(56)	(221)	(223)	(224)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1)	(0)	-	1	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	(52)	(50)	(55)	(64)	(56)	(56)	(56)	(56)	(221)	(223)	(224)
稅前純益	100	45	41	135	140	60	33	165	321	399	506
所得稅費用[利益]	(19)	(6)	(9)	(30)	(31)	(13)	(7)	(36)	(63)	(88)	(111)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	82	39	32	105	109	47	26	129	258	311	395
非常項目	0	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	82	39	32	105	109	47	26	129	258	311	395
每股盈餘 (NT\$)	0.90	0.43	0.35	1.15	1.19	0.51	0.28	1.41	2.82	3.40	4.31
獲利率 (%)											
營業毛利率	38.3	37.0	36.5	40.5	39.1	35.7	34.2	39.3	38.2	37.2	37.4
營業利益率	12.0	7.6	8.0	15.0	13.6	8.7	6.7	14.8	10.9	11.2	12.4
EBITDA Margin	37.4	35.0	38.6	46.7	39.0	37.1	35.7	39.2	39.8	37.8	38.0
稅前純益率	8.4	4.1	3.6	10.0	10.3	4.9	2.8	11.6	6.7	7.6	9.3
稅後純益率	6.9	3.5	2.8	7.8	8.0	3.8	2.1	9.1	5.4	6.0	7.2
季成長率 (%)											
營業收入	0.5	(7.4)	1.6	19.5	1.6	(10.4)	(2.3)	19.1			
營業毛利	3.7	(10.4)	0.4	32.6	(2.0)	(18.1)	(6.6)	37.1			
營業收益增長	40.8	(41.7)	8.0	123.7	(8.0)	(42.5)	(25.4)	164.7			
EBITDA	9.8	(13.2)	12.2	44.6	(15.2)	(14.8)	(6.0)	30.8			
稅前純益	91.0	(55.0)	(9.9)	231.1	3.9	(57.1)	(45.2)	402.4			
稅後純益	94.4	(52.4)	(18.6)	231.1	3.9	(57.1)	(45.2)	402.4			
年成長率 (%)											
營業收入	47.3	110.9	25.5	13.1	14.3	10.6	6.3	5.9	39.5	9.2	4.8
營業毛利	153.8		66.8	23.6	16.9	6.9	(0.6)	2.8	114.5	6.5	5.3
營業收益	375.3		98.3	29.5	27.8	(11.7)	4.5			12.4	15.8
EBITDA	39.8		82.9	54.6	19.4	17.2	(1.8)	(11.2)	98.3	4.0	5.3
稅前純益				156.4	39.4	32.8	(19.2)	22.7		24.0	26.9
稅後純益	1258.9			149.5	33.4	20.0	(19.2)	22.7		20.5	26.9

資料來源：公司資料、凱基

雲品 (2748 TT)

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	623	483	544	760	747	619	622	853	2,410	2,841	3,122
營業成本	(406)	(352)	(358)	(465)	(445)	(399)	(400)	(498)	(1,581)	(1,742)	(1,842)
營業毛利	217	130	186	295	303	220	222	355	829	1,099	1,280
營業費用	(112)	(101)	(103)	(118)	(131)	(111)	(112)	(132)	(434)	(486)	(513)
營業利益	105	29	83	177	172	108	110	223	395	613	768
折舊	(78)	(78)	(107)	(165)	(108)	(108)	(108)	(108)	(426)	(430)	(434)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	183	107	190	342	279	216	217	330	821	1,043	1,201
利息收入	8	10	7	2	9	9	9	9	27	37	47
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	3	3	3	2	3	3	3	3	10	10	10
總營業外收入	11	13	9	4	12	12	12	12	37	47	57
利息費用	(8)	(6)	(9)	(14)	(10)	(10)	(10)	(10)	(37)	(40)	(42)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(4)	13	(1)	(10)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
總營業外費用	(11)	7	(10)	(24)	(10)	(10)	(10)	(10)	(39)	(42)	(44)
稅前純益	104	49	83	157	173	110	111	224	393	618	781
所得稅費用[利益]	(21)	(12)	(17)	(32)	(35)	(23)	(23)	(46)	(83)	(127)	(160)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	83	36	66	125	138	87	88	178	310	492	621
非常項目	(0)	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	83	36	66	125	138	87	88	178	310	492	621
每股盈餘 (NT\$)	0.86	0.35	0.64	1.21	1.34	0.85	0.86	1.73	3.06	4.79	6.05
獲利率 (%)											
營業毛利率	34.8	27.0	34.3	38.8	40.5	35.5	35.7	41.6	34.4	38.7	41.0
營業利率	16.9	6.0	15.3	23.3	23.0	17.5	17.7	26.1	16.4	21.6	24.6
EBITDA Margin	29.3	22.1	34.9	45.0	37.4	34.9	35.0	38.7	34.1	36.7	38.5
稅前純益率	16.8	10.1	15.2	20.7	23.2	17.8	17.9	26.3	16.3	21.8	25.0
稅後純益率	13.4	7.5	12.1	16.4	18.4	14.1	14.2	20.9	12.9	17.3	19.9
季成長率 (%)											
營業收入	(8.9)	(22.5)	12.7	39.8	(1.7)	(17.2)	0.5	37.2			
營業毛利	(15.9)	(39.9)	42.9	58.5	2.5	(27.4)	0.9	60.1			
營業收益增長	(29.8)	(72.5)	186.9	113.8	(3.2)	(36.9)	1.3	102.8			
EBITDA	(19.5)	(41.6)	77.7	80.3	(18.3)	(22.7)	0.6	51.9			
稅前純益	(30.3)	(53.4)	69.5	90.3	10.2	(36.6)	1.3	101.5			
稅後純益	(30.2)	(56.3)	80.1	90.3	10.2	(36.6)	1.3	101.5			
年成長率 (%)											
營業收入	14.4	43.2	6.8	11.2	20.0	28.2	14.3	12.2	16.2	17.9	9.9
營業毛利	22.2	179.5	15.9	14.5	39.5	68.6	19.0	20.2	28.9	32.6	16.5
營業收益	25.0		46.4	18.4	63.2	274.9	32.3	25.5	52.1	55.3	25.3
EBITDA	12.8	132.1	41.4	50.5	52.8	102.4	14.7	(3.4)	44.2	27.0	15.2
稅前純益	24.9		49.4	4.8	65.7	125.6	34.8	42.7	56.9	57.4	26.3
稅後純益	23.1		48.9	4.7	65.3	139.7	34.8	42.7	55.4	58.5	26.3

資料來源：公司資料，凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉的任何證券持有。