

消費觀光產業

後疫情的主要受惠者

投資建議為優於大盤，核心持股納入美食-KY，首次評等為買進。

- ◆ 零售餐飲業：1 月創新高，消費券效益即將顯現。
- ◆ 旅宿業：國境解封推升住房率及房價。
- ◆ 旅行社業：出國熱潮已顯現，營運只會愈來愈好。



資料來源：Google、富邦投顧

消費觀光產業指數及相對大盤績效圖



資料來源：富邦投顧

黃大仁

(886-2) 2781-5995 ext. 37118

Darren.huang@fubon.com

零售餐飲業：1 月創新高，消費券效益即將顯現

後疫情時代，2H22 零售餐飲業需求爆發，帶動零售餐飲營業額全年回歸正成長，並創新高，2022 年零售業及餐飲業營業額年增率分別為 7.4%、18.9%。今年 1 月延續創歷年單月新高，未來隨著後疫情時代的需求延續熱度、今年連續假期天數多、以及 6000 元銷售券及來台自由行旅客 5000 消費券帶動，富邦認為零售餐飲業將維持較佳的增長趨勢，整體產業迎來樂觀預期。核心持股納入美食-KY(2723 TT)，投資評等給予買進。

旅宿業：國境解封推升住房率及房價

2020 年初開始受到新冠疫情全球蔓延影響，國內飯店住房率從 2019 年的 67.3% 驟降至 2020、2021 的 4 成不到，影響甚大。2022 年來台旅客呈現逐月回升，11、12 月分別回升至 17.3、30.2 萬人，累計全年 89.6 萬人次入境，年增+537%，加上國內旅遊盛行，推升國內觀光飯店住房率及平均房價，11、12 月住房率分別回升至 57.16%、61.92%。此外，近 5 年觀光飯店客房數下滑，供需結構改善。未來國內觀光飯店在國際旅客及商務客回溫帶動下，將有利於近兩年營運低迷的都會型商務飯店回升。

旅行社業：出國熱潮已顯現，營運只會愈來愈好

2020 年開始國境封鎖，出國人次驟降，2022 年各國邊境逐漸開放及 4Q22 國境解封，2022 年 2H 出境人次逐月大幅回升，2022 年出國人次回升至 138.3 萬人次，今年春節連假更帶動 1 月出國人次 69.6 萬人次，回升至 2020 年同期的近 5 成。國人出國熱潮使得出國旅遊的需求強勁回升，然出國人次仍受限於航空班機架次的不足，在需求大幅多於供給的情形下，團費較疫情前增加 2 成以上，帶動毛利率明顯優於過往。目前日、歐已回升 7-9 成，預計紐澳、美加、東南亞及中國大陸後續將陸續回溫，未來隨著航空班機架次增加，搭配今年連續假期較往年為多，預期旅行社營運全年將逐季增長。

圖表 1：富邦消費觀光產業個股評價表

公司	股票代號	評等	3/23		EPS (NT\$)			PE (x)			PB (x)		
			收盤價(元)	目標價(元)	FY22	FY23F	FY24F	FY22	FY23F	FY24F	FY22	FY23F	FY24F
寶雅	5904 TT	買進	576.0	672.0	20.26	24.00	26.94	29.2	24.6	21.9	9.9	9.9	9.0
宏全	9939 TT	買進	98.6	112.0	7.69	8.62	9.65	12.9	11.5	10.3	2.0	1.8	1.7
全家	5903 TT	買進	219.0	242.0	8.25	9.32	10.95	26.6	23.5	20.0	6.8	6.4	6.3
美食-KY	2723 TT	買進	149.0	200.0	2.68	5.69	7.51	55.5	26.2	19.8	2.5	2.4	2.3

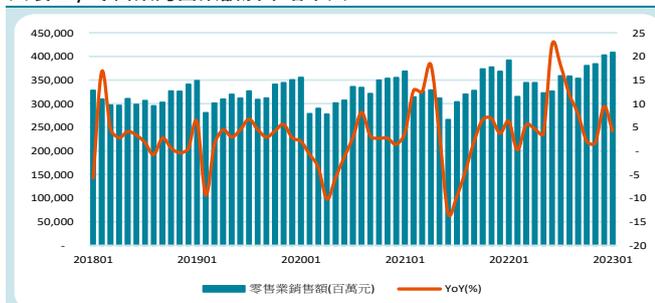
資料來源：富邦投顧預估整理

零售餐飲業：1月創新高，消費券效益即將顯現

近3年因疫情對零售餐飲業造成負面影響，其中2021年5-7月的三級警戒及2Q22確診破萬，先後兩波疫情升溫影響國內消費產業，然觀察國人消費意願及力度發現，第二波2Q22疫情的負面影響明顯降低，後續恢復速度快。根據經濟部統計局資料(圖表5)，2H22零售及餐飲業明顯回溫後，帶動全年回歸正成長，並創新高，2022年零售營業額4兆2815億，YoY+7.4%，餐飲營業額8653億，YoY+18.9%。

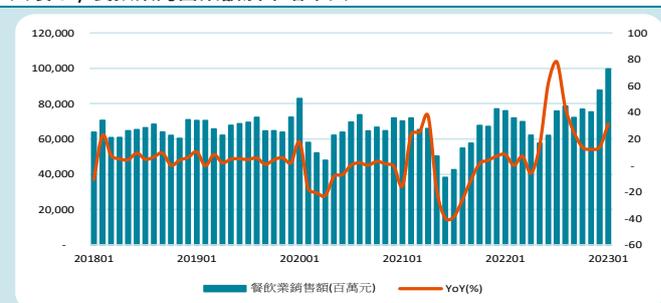
2023年在農曆春節落點在1月及天數高達10天帶動，1月延續創歷年單月新高，1月零售業營業額4082億，YoY+4.2%，餐飲業995億，YoY+31.2%。2月及未來，零售業及餐飲業因1月基期高，預期2月營業額將略降，然年增率可望延續成長態勢。後續隨著後疫情時代的需求爆發、今年連續假期天數多、以及6000元銷售券及來台自由行旅客5000消費券帶動，富邦認為零售餐飲業將維持較佳的增長趨勢，整體產業迎來樂觀預期；核心持股納入美食-KY(2723 TT)，投資評等給予買進，寶雅(5904 TT)、全家(5903 TT)、及宏全(9939 TT)亦維持買進建議。

圖表 2；零售業月營業額及年增率圖



資料來源：Cmoney；富邦投顧整理

圖表 3；餐飲業月營業額及年增率圖



資料來源：資料來源：Cmoney；富邦投顧整理

圖表 4：2023 年還有 4 次連續假期

	日期	天數	備註
兒童節、掃墓節	4/1-4/5	5	請 4/6、4/7 兩天，可休 9 天
端午節	6/22-6/25	4	請 6/19-21 三天，可休 9 天
中秋節	9/29-10/1	3	
雙十國慶	10/7-10/10	4	請 10/11-10/13 三天，可休 9 天

資料來源：富邦投顧整理

圖表 5；餐飲業月營業額及年增率圖



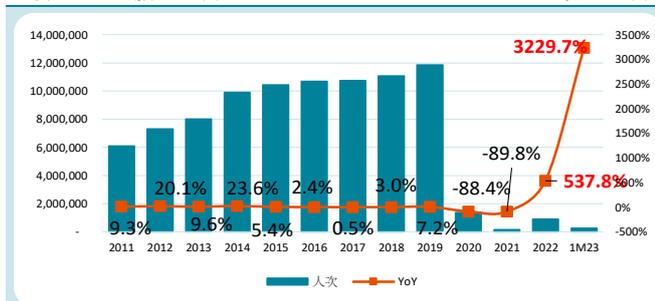
資料來源：Cmoney；富邦投顧整理

旅宿業：國境解封推升住房率及房價

2015 年來台旅客人次突破千萬人次後維持逐年增長，2019 年達到 1186 萬人次，2020 年初開始受到新冠疫情全球蔓延影響而驟降至全年 137.8 萬人次，2021 年續降至 14 萬人次；期間國內飯店住房率從 2019 年的 67.3% 驟降至 2020、2021 的 4 成不到，影響甚大。2022 年來台旅客呈現逐月回升，11、12 月分別回升至 17.3、30.2 萬人，累計全年 89.6 萬人入境，年增+537%，加上國內旅遊盛行，推升國內觀光飯店住房率及平均房價，11、12 月住房率分別回升至 57.16%、61.92%。此外，由於國內飯店歇業，以及政府大力推動都更、危老獎勵，近 5 年觀光飯店客房數下滑，國境解封後，未來國內飯店供需結構優化。富邦認為，未來國內觀光飯店在國際旅客及商務客回溫帶動下，將有利於近兩年營運低迷的都會型商務飯店回升，建議留意國內飯店龍頭業者晶華(2707 TT)。

圖表 6：來台旅客人次圖

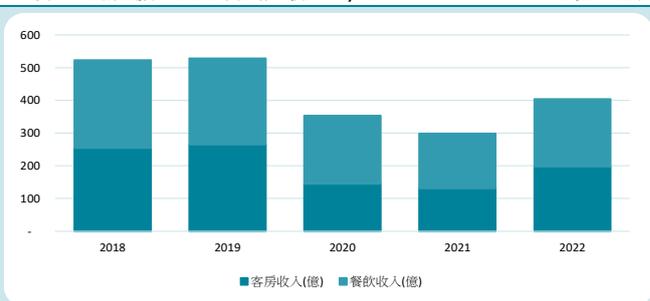
單位：人次



資料來源：觀光局、富邦投顧整理

圖表 7：觀光旅館客房及餐飲收入圖/年

單位：億元



資料來源：觀光局、富邦投顧整理

圖表 8：國內觀光飯店住房率圖/年

圖表 9：國內觀光飯店客房總數圖

單位：間



資料來源：觀光局、富邦投顧整理



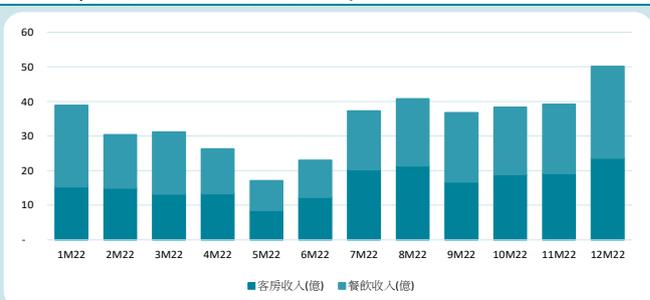
資料來源：觀光局、富邦投顧整理

圖表 10：國內觀光飯店住房率圖/月

圖表 11：觀光旅館客房及餐飲收入圖/月



資料來源：觀光局、富邦投顧整理



資料來源：觀光局、富邦投顧整理

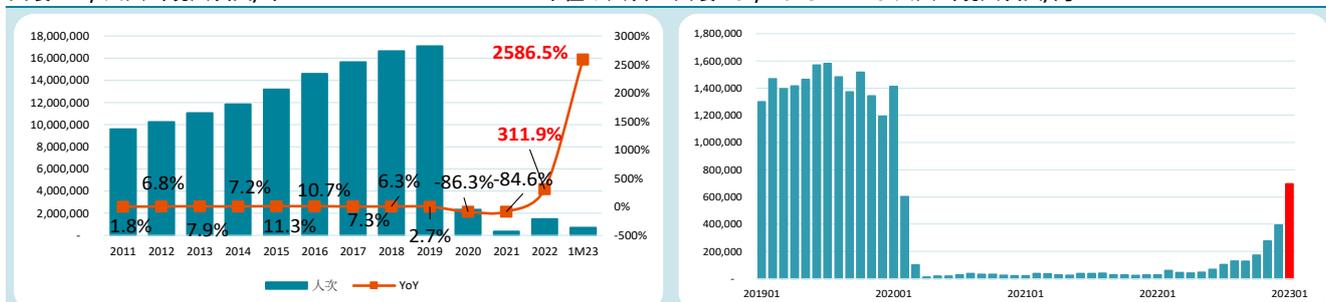
旅行社業：出國熱潮已顯現，營運只會愈來愈好

國人出國人數疫情前亦呈現逐年增長，2019年達到1710萬人次，然2020年3月中下旬開始國境封鎖，出國人次驟降至全年233.5萬人次，2021年更僅36萬人次，隨著各國邊境逐漸開放及4Q22國境解封，2022年2H出境人次逐月大幅回升，總計2022年出國人次回升至138.3萬人次，今年春節連假更帶動1月出國人次69.6萬人次，回升至2020年同期的近5成。富邦認為：國人出國熱潮使得出國旅遊的需求強勁回升，然出國人次仍受限於航空班機架次的不足，在需求大幅多於供給的情形下，團費較疫情前增加2成以上，帶動毛利率明顯優於過往。目前日、歐已回升7-9成，預計紐澳、美加、東南亞及中國大陸後續將陸續回溫，未來隨著航空班機架次增加，搭配今年連續假期較往年為多，預期旅行社營運全年將逐季增長。富邦看好國內旅行社龍頭雄獅(2731 TT)。

圖表 12；國人出境人次圖/年

單位：人次

圖表 13；2019-1M23 國人出境人次圖/月



資料來源：觀光局、富邦投顧整理

資料來源：觀光局、富邦投顧整理

圖表 14；國際及兩岸航線架次及載客率圖/年

圖表 15；2022年-1M23 國際及兩岸航線載客人次及載客率圖

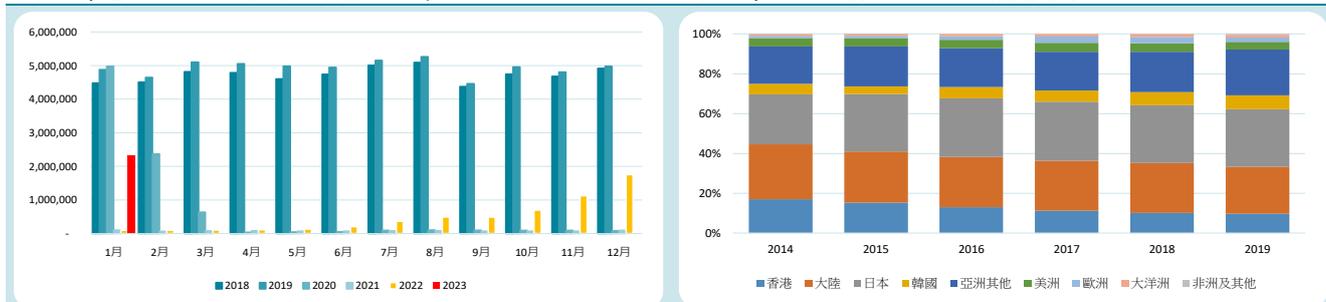


資料來源：觀光局、富邦投顧整理

資料來源：觀光局、富邦投顧整理

圖表 16；近 6 年國際及兩岸航線載客人次圖/月

圖表 17；2019 年前國人出國首站抵達地分佈圖



資料來源：觀光局、富邦投顧整理

資料來源：觀光局、富邦投顧整理

Fubon Research

2023 年 3 月 23 日

美食-KY (2723 TT)
逐季逐年增長
買進

股價 NT\$149.00	目標價 NT\$200.00
● 訪談摘要	○ 初次評論
● 公司動態	● 獲利調整
○ 獲利預覽	● 評等調整
流通在外股數 (百萬)	180
市值 (百萬台幣)	26,820
市值 (百萬美元)	884
外資持股率 (%)	59.05
投信持股率 (%)	1.91
董監持股率 (%)	45.74
52 週高價 (元)	168.00
52 週低價 (元)	83.71
當沖比率	36%

ESG 評等

5

產業排名

9/44



資料來源：CMoney

2022 盈餘預估及評等修正

	新	舊	%
評等	買進	未評等	
目標價	200	N/A	N/A
EPS 預估	5.69	5.86	-2.9%
目標 PE	35.1	0	

主要財務報表分析

至 12 月 31 日

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營收淨額	19,514	21,944	23,870
年成長率(%)	-1.7	12.5	8.8
營業利益	745	1,408	1,837
年成長率(%)	-47.4	89.0	30.5
稅後淨利	483	1,024	1,353
年成長率(%)	-55.8	112.0	32.1
每股淨利(NT\$)	2.68	5.69	7.51
每股現金股利	2.5	4.5	5.5
本益比(x)	55.5	26.2	19.8
本淨比(x)	2.5	2.4	2.3
現金股利殖利率	1.7	3.0	3.7
淨值報酬率(%)	4.5	9.5	11.9

資料來源：CMoney、富邦投顧

首次評等為買進，目標價 200 元，潛在上漲空間 34%。

- ◆ 中國恢復淨增店數 5%，SSS 將重回正成長。
- ◆ 美國 2023 年展店加速，SSS 維持較佳表現。
- ◆ 推估未來營業利率及獲利逐季回升。

4Q22 EPS 0.71 元，YoY-28.0%，低於預期

4Q22 稅後淨利 1.28 億，YoY-28.0%，稅後 EPS 為 0.71 元，低於預期，因毛利率 57.1% 及營業利率 4.1%，皆較預期為低，且業外因認列中國閉店損失及結束澳洲營運而欠佳。累計 2022 年稅後 EPS 為 2.68 元，-55.8%，2022 年店數：美國 69 間、台灣 445 間、大陸 570 間、及香港 6 間；營收比重：美國 31%、台灣 16%、大陸 53%。公司擬配發現金股息 2.5 元，殖利率 1.7%。

中國恢復淨增店數 5%，SSS 將重回正成長

大陸地區 4Q22 店數 570 間，年減 3 間，季增 8 間；受 12 月確診人數大增影響來客數，SSS 衰退 7-8%，營業利率較 3Q22 的 2% 略降，但仍有小幅獲利。展望今年，前兩月 SSS 仍有低個位數衰退，然幅度已見縮窄，就地區來看，上海深圳等一線城市 1-2 月 SSS 已恢復至正成長，預期 2Q23 開始 SSS 可回歸成長軌道，全年低個位數增長。至於店數，在後疫情時代將恢復店數淨增加，預期今年店數將新增 5%。長期來看，近幾年來的疫情影響，中國當地餐飲零售業者很多倒閉，大陸防疫政策鬆綁，較具規模且制度良好的餐飲業者營運可迅速回溫，富邦看好公司中國營運在店數及 SSS 回歸成長的帶動下，營業利率可同步回升。

美國 2023 年展店加速，SSS 維持較佳表現

美國地區 4Q22 店數 69 間，年增 3 間，較上季新增 2 店，包括在檀香山開出美國第 1 間加盟店及第 1 間亞利桑那鳳凰城店；受惠於來客數及調漲產品價格，SSS 成長 8-9%，受到原物料價格上漲稀釋，營業利率維持 3Q22 的 8% 水準。展望未來，預期今年將新增 6-8 間，2024、2025 年各新增 10 間以上，其中直營店較多，並將跨足新的區域；公司表示，即便近期調漲產品售價，來客數不減反增，預期未來價格仍可調漲，搭配客流量持續攀升，SSS 及營業利率可正向看待。

推估未來營業利率及獲利逐季回升

前兩月營收 34.12 億，YoY+5.4%，增幅持續擴大。展望未來，中國展店及 SSS 回溫推升營運持續復甦，美國仍佳台灣則維持穩健，預期營業利率將逐季回升，獲利亦可同步走升。富邦推估 2023 年稅後 EPS 為 5.69 元，獲利 YoY+111.2%，2024 年稅後 EPS 為 7.51，獲利 YoY+32.1%，營運回歸正成長。

富邦不同之處

富邦推估 2023 年、2024 年稅後 EPS 分別為 5.69、7.51 元，低於 Bloomberg consensus 預估的 5.84、7.73 元。

評價與風險

美食過去 PE 區間為 20-40 倍，目前 PE 在 2023、2024 年的 25.7、19.4 倍，皆位於歷史評價區間下緣。考量營運已見回溫，未來在中國後疫情需求加速恢復，美國持續擴張，將推升營收及獲利逐季、逐年增長，首次評等給予買進，目標價 200 元，為 2023、2024 的 35X、26.6XPER。主要評價風險為中國疫情再起影響營運復甦速度及原物料價格大幅上漲。

圖表 1: 季 EPS 回顧 單位: 新台幣百萬元

	4Q22	QoQ	YoY	富邦	差異	市場同業	差異
營業收入	5,138	-0.1%	2.2%	5,159	-0.4%	5,174	-0.7%
銷貨毛利	2,934	0.0%	-0.6%	2,981	-1.6%	2,943	-0.3%
營業利益	210	-5.2%	-34.6%	261	-19.5%	254	-17.3%
稅前淨利	170	-26.9%	-31.0%	263	-36.4%	248	-31.5%
稅後淨利	128	-22.4%	-28.2%	199	-35.7%	175	-26.9%
EPS (元)	0.71	-22.5%	-28.0%	1.11	-36.0%	0.97	-26.5%
重要比率							
毛利率	57.1%			57.8%		56.9%	
營益率	4.1%			5.1%		4.9%	
淨利率	2.5%			3.9%		3.4%	

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 2: 獲利預估修正 單位: 新台幣百萬元

	2021		FY22			FY23F		
		原估	實際	差異	原估	新估	差異	
營業收入	19,861	19,534	19,514	-0.1%	21,408	21,944	2.5%	
銷貨毛利	11,751	11,296	11,248	-0.4%	12,597	12,891	2.3%	
營業利益	1,415	782	745	-4.7%	1,505	1,408	-6.4%	
稅後淨利	1,093	554	483	-12.8%	1,056	1,024	-3.0%	
EPS (元)	6.07	3.08	2.68	-12.8%	5.86	5.69	-3.0%	
重要比率								
毛利率	59.2%	57.8%	57.6%		58.8%	58.7%		
營益率	7.1%	4.0%	3.8%		7.0%	6.4%		
淨利率	5.4%	2.8%	2.5%		4.9%	4.7%		

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 3: 單季預測

單位: 百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	0	2022	2023F	2024F
損益模型												
營業收入	4,852	4,379	5,145	5,138	5,152	5,333	5,674	5,785		19,514	21,944	23,870
銷貨成本	1,985	1,866	2,210	2,205	2,164	2,212	2,321	2,356		8,266	9,053	9,745
銷貨毛利	2,866	2,513	2,935	2,934	2,988	3,121	3,353	3,429		11,248	12,891	14,125
營業費用	2,536	2,540	2,714	2,710	2,734	2,818	2,945	2,986		10,503	11,483	12,288
營業利益	330	-27	221	210	255	303	408	442		745	1,408	1,837
業外收支淨額	20	-2	11	2	6	20	11	18		-76	55	95
稅前淨利	350	-29	233	170	261	322	419	460		669	1,462	1,931
稅後淨利	239	-49	165	128	182	227	292	322		483	1,024	1,353
EPS	1.33	-0.27	0.92	0.71	1.01	1.26	1.62	1.79		2.68	5.69	7.51
獲利能力(%)												
毛利率	59.1%	57.4%	57.1%	57.1%	58.0%	58.5%	59.1%	59.3%		57.6%	58.7%	59.2%
營益率	6.8%	-0.6%	4.3%	4.1%	4.9%	5.7%	7.2%	7.6%		3.8%	6.4%	7.7%
淨利率	4.9%	-0.8%	3.1%	2.5%	3.5%	4.3%	5.1%	5.6%		2.5%	4.7%	5.7%
年成長率(%)												
營業收入	-0.5%	-10.2%	1.2%	2.2%	6.2%	21.8%	10.3%	12.6%		-1.7%	12.5%	8.8%
銷貨毛利	-0.1%	-14.2%	-2.3%	-0.6%	4.2%	24.2%	14.2%	16.9%		-4.3%	14.6%	9.6%
營業利益	-8.1%	-107.2%	-39.5%	-34.6%	-22.7%	N.M.	84.2%	110.5%		-47.4%	89.0%	30.5%
稅後淨利	-5.0%	-112.4%	-38.3%	-28.2%	-23.9%	N.M.	77.0%	151.6%		-55.8%	112.0%	32.1%
EPS	-5.0%	-112.3%	-38.3%	-28.0%	-23.9%	N.M.	76.6%	151.0%		-55.8%	111.9%	32.1%
季成長率(%)												
營業收入	-3.4%	-9.7%	17.5%	-0.1%	0.3%	3.5%	6.4%	2.0%				
銷貨毛利	-2.9%	-12.3%	16.8%	0.0%	1.8%	4.5%	7.4%	2.3%				
營業利益	2.9%	-108.0%	N.M.	-5.2%	21.4%	18.8%	34.7%	8.3%				
稅後淨利	34.1%	-120.6%	N.M.	-22.4%	42.2%	24.7%	28.6%	10.3%				
EPS	34.3%	-120.3%	N.M.	-22.5%	42.0%	24.6%	28.8%	10.2%				

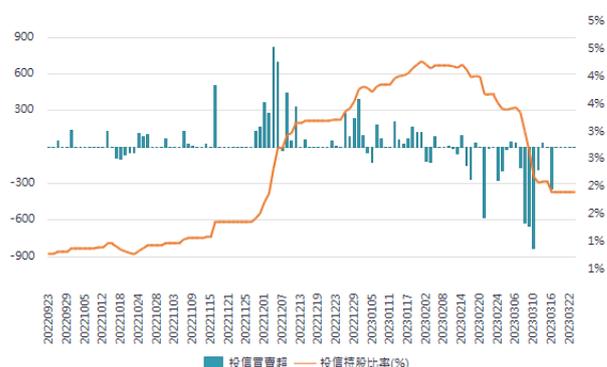
資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 4：季營收、EPS 表現 單位：百萬元/元



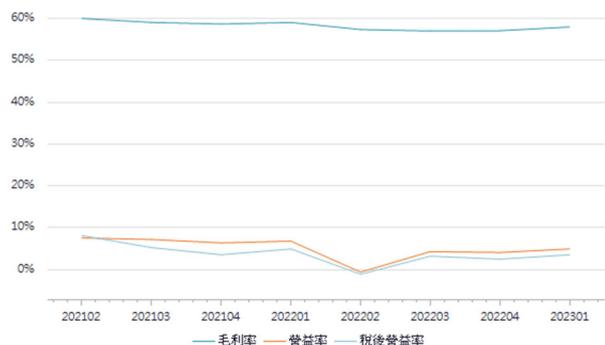
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 5：投信買賣超張數及持股比率 單位：張/%



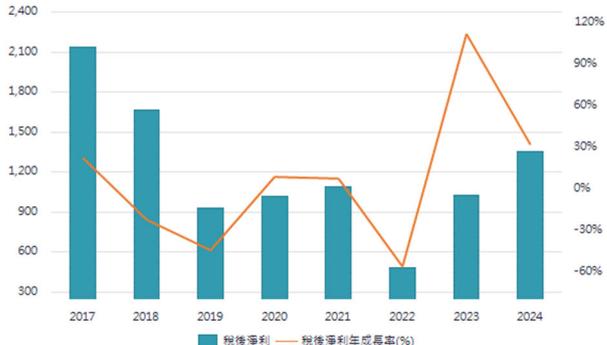
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 6：毛利率、營益率、稅後營益率 單位：%



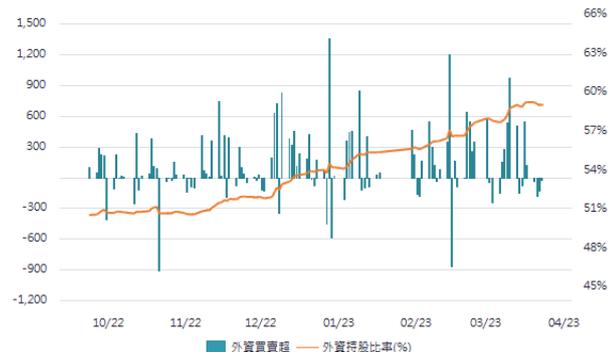
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 7：稅後淨利年成長趨勢 單位：百萬元/%



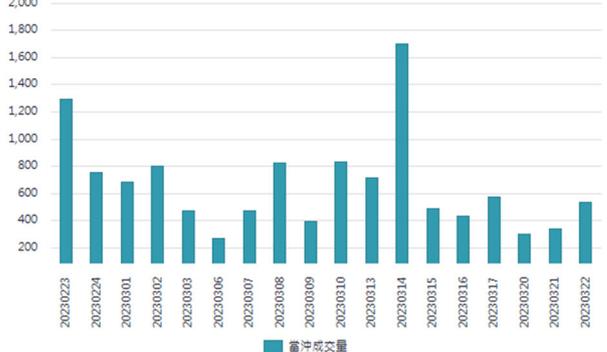
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 8：外資買賣超張數及持股比率 單位：張/%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 9：當沖成交量 單位：張



資料來源：CMoney、富邦投顧

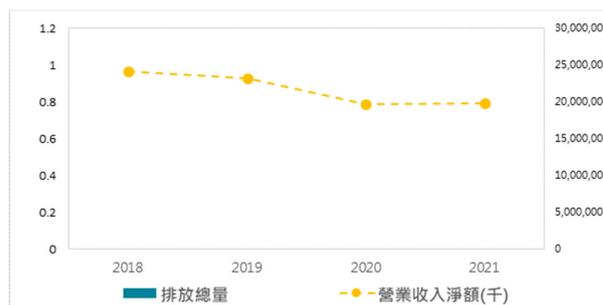
ESG永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating

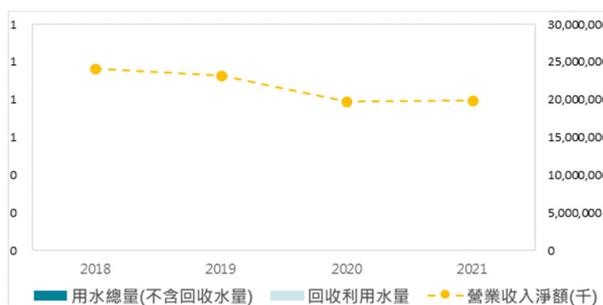
CMoney ESG Rating	E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)
5 /10	3 /10	3 /10	6 /10
交易所產業類別	產業排名	交易所公司治理評鑑	
觀光事業	9 /44	36%至 50%	


環境保護 Environment
溫室氣體排放與營收

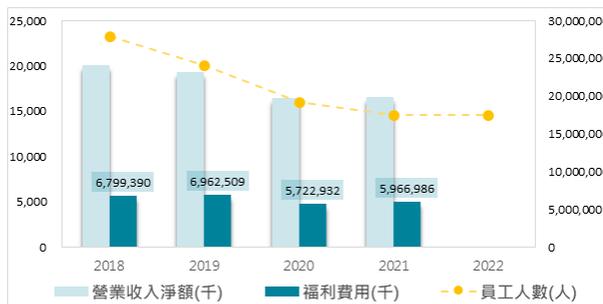
摘要			
溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	直接排放(公噸)	間接排放(公噸)
2021	未揭露	未揭露	未揭露
2020	未揭露	未揭露	未揭露
2019	未揭露	未揭露	未揭露
2018	未揭露	未揭露	未揭露


企業用水量與營收

摘要			
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	未揭露	未揭露	未揭露
2020	未揭露	未揭露	未揭露
2019	未揭露	未揭露	未揭露
2018	未揭露	未揭露	未揭露


社會責任 Social Responsibility
員工人數與福利費用

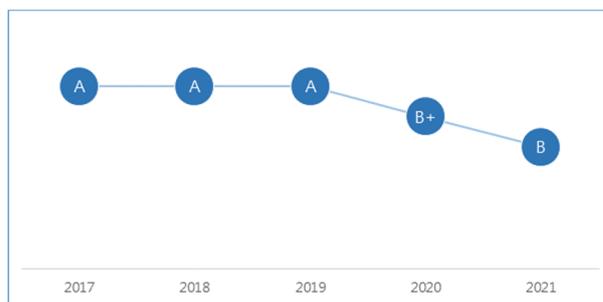
摘要			
員工人數與福利費用統計			
年度	員工人數(人)	員工人數增減(人)	福利費用
2023	未揭露	未揭露	未揭露
2022	14,592	63	未揭露
2021	14,529	-1,486	5,966,986
2020	16,015	-4,119	5,722,932
2019	20,134	-3,148	6,962,509


公司治理 Corporate Governance
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			構面一	構面二	構面三	構面四
2021	36%至 50%	B	0.20	0.33	0.26	0.21
2020	21%至 35%	B+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至 20%	A	0.20	0.35	0.24	0.21
2018	6%至 20%	A	0.20	0.35	0.24	0.21

[註]等級轉換：前 5%：「A+」；6%至 20%：「A」；21%至 35%：「B+」；36%至 50%：「B」；51%至 65%：「C+」；66%至 80%：「C」；81%至 100%：「D」

資料來源：交易所、公司、CMoney、富邦投顧



損益表	百萬台幣				
	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
營收淨額	19,679	19,861	19,514	21,944	23,870
銷貨成本	7,978	8,110	8,266	9,053	9,745
銷貨毛利	11,702	11,751	11,248	12,891	14,125
營業費用	10,112	10,336	10,503	11,483	12,288
營業利益	1,590	1,415	745	1,408	1,837
EBITDA	4,923	4,447	3,253	3,976	4,430
利息淨收支	(96)	(48)	(33)	(15)	1
投資淨損益	(86)	(104)	5	0	0
匯兌淨損益	(6)	(22)	12	0	0
其他收支	5	259	(61)	70	94
業外收支淨額	(183)	85	(76)	55	95
稅前淨利	1,407	1,500	669	1,462	1,931
所得稅	408	431	240	438	579
少數股權	(17)	(24)	(54)	0	(1)
稅後淨利	1,015	1,093	483	1,024	1,353
基本 EPS(NT\$)	5.64	6.07	2.68	5.69	7.51
完全稀釋 EPS(NT\$)	0	0	2.68	5.69	7.51
股票股利(NT\$)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
現金股利(NT\$)	4.00	5.00	2.50	4.50	5.50

年成長率(%)					
營收淨額	(15.0)	0.9	(1.7)	12.5	8.8
銷貨毛利	(15.3)	0.4	(4.3)	14.6	9.6
營業利益	(6.9)	(11.0)	(47.4)	89.0	30.5
稅後淨利	8.8	7.7	(55.8)	112.0	32.1
基本 EPS	8.9	7.6	(55.8)	111.9	32.1
獲利能力(%)					
毛利率	59.5	59.2	57.6	58.7	59.2
營益率	8.1	7.1	3.8	6.4	7.7
稅後淨利率	5.1	5.4	2.5	4.7	5.7
EBITDA 率	25.0	22.4	16.7	18.1	18.6

財務比率	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
流動比率(%)	111	134	153	186	216
速動比率(%)	97	118	140	172	199
淨負債股權比率(%)	(33)	(44)	(58)	(72)	(83)
稅後淨利率(%)	5.1	5.4	2.5	4.7	5.7
資產周轉率(x)	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1
財務槓桿(x)	2.1	1.9	1.9	1.9	1.8
已動用資本/淨值(x)	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1
總資產報酬率(%)	4.6	5.3	2.4	4.9	6.3
淨值報酬率(%)	9.7	10.1	4.5	9.5	11.9
資本報酬率(%)	14.2	14.2	6.6	13.7	17.0

財務比率	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
股息保障倍數(x)	4.7	4.1	2.5	5.4	3.2
所得稅保障倍數(x)	6.2	6.8	9.5	5.6	4.5
資本支出保障倍數(x)	1.9	4.4	3.2	2.5	2.2
應收帳款週轉率(x)	72.7	67.9	54.5	55.0	60.1
存貨週轉率(x)	11.3	10.6	10.2	9.9	9.4
應付帳款週轉率(x)	5.6	5.5	5.4	5.7	5.9
應收帳款週轉天數	5	5	7	7	6
存貨週轉天數	32	34	36	37	39
應付帳款週轉天數	65	67	67	64	62
現金循環週期(天)	(28)	(27)	(25)	(21)	(17)

資產負債表	百萬台幣				
	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
現金及約當現金	4,482	5,010	6,279	8,180	9,862
應收款項	271	292	358	399	397
存貨	706	764	811	914	1,035
其他流動資產	2,457	2,217	2,218	2,216	2,217
流動資產	7,916	8,283	9,666	11,709	13,511
長期投資	1,319	656	600	600	600
固定資產	6,229	5,691	3,855	2,372	1,089
其他長期資產	6,714	6,192	6,192	6,193	6,193
總資產	22,177	20,823	20,313	20,874	21,393
短期借款	860	204	204	204	204
商業本票	0	0	0	0	0
應付款項	1,424	1,479	1,526	1,595	1,653
其他流動負債	4,878	4,490	4,577	4,494	4,412
流動負債	7,162	6,173	6,307	6,293	6,269
長期借款	149	0	0	0	0
其他長期負債	43	53	3,500	3,500	3,500
總負債	11,506	9,899	9,807	9,793	9,769
普通股股本	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
公積	2,377	2,377	2,377	2,377	2,377
保留盈餘	7,114	7,487	7,070	7,644	8,186
其他	(619)	(739)	(740)	(740)	(739)
股東權益	10,671	10,924	10,507	11,081	11,624
負債加股東權益	22,177	20,823	20,313	20,874	21,393

現金流量表	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
稅後淨利	1,015	1,093	483	1,024	1,353
折舊與攤提	3,286	2,761	2,551	2,499	2,499
投資收入	86	104	(5)	0	0
營運資金增減	(27)	(25)	(66)	(75)	(61)
其他	(456)	(350)	6	2	1
來自營運之現金流量	3,905	3,583	2,969	3,450	3,792
資本支出	(1,364)	(664)	(700)	(1,000)	(1,200)
長投增減	(265)	(663)	(100)	(100)	(100)
其他	(953)	956	0	0	0
來自投資之現金流量	(1,212)	312	(800)	(1,100)	(1,300)
自由現金流量	2,693	3,895	2,169	2,350	2,492
借款增(減)	0	0	0	0	0
現金股利支出	(540)	(720)	(900)	(450)	(810)
發行公司債	0	0	0	0	0
償還公司債	0	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0	0
其他	(1,570)	(2,717)	0	0	0
來自融資之現金流量	(2,110)	(3,437)	(900)	(450)	(810)
匯率調整	69	70	0	0	0
本期產生之現金流量	652	529	1,269	1,900	1,682

比率分析	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
本益比(x)	26.4	24.5	55.5	26.2	19.8
本營比(x)	1.4	1.4	1.4	1.2	1.1
本淨比(x)	2.5	2.4	2.5	2.4	2.3
P/CFPS(x)	6.9	7.5	9.0	7.8	7.1
PE/growth(x)	3.0	3.2	(1.0)	0.2	0.6
P/FCFPS(x)	10.6	9.2	11.8	10.9	10.3
EV/EBITDA(x)	0	0	6.4	4.7	3.9
現金股利殖利率(%)	2.7	3.4	1.7	3.0	3.7

股價及相對大盤績效圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本益比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本淨比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

免責宣言

分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標、財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過 15%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於15%與負15%之間
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負15%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差