



台灣：生活日常用品零售業

投資建議：

買進
 目標價隱含漲/跌幅: -19.17%
 日期: 2023/12/19
 收盤價: 560
 12 個月目標價: 453
 台灣加權指數: 17,576.55

資訊更新：

投信在12/14-12/19這段期間大量買入寶雅

本中心的觀點：

股市大環境偏牛市，而寶雅的經營狀況並不如預期，大概率是被大環境所影響，因此我們並不看好寶雅未來發展前景，預估股價會跌破500元

公司簡介：在台南起家，為台灣最大的美妝生活雜貨專賣店，專賣歐美、日韓流行彩妝、開架美妝美材用品、進口流行飾品、生活百貨等，為台灣美妝生活雜貨專賣店龍頭。



寶雅(5904)

寶雅 (Poya) 是一家台灣知名的連鎖藥妝店，提供各種保健、美妝、個人護理、食品保健品等商品。

- 商品範疇：**寶雅的商品種類相當豐富，包括但不限於化妝品、護膚品、醫藥保健品、個人護理用品、生活用品等。他們提供的商品涵蓋了顧客日常生活中健康、美容、個人護理的各個方面。
- 連鎖店面：**寶雅擁有眾多分店，主要分布在台灣各地，包括大型購物中心、百貨公司、甚至是一些小型社區商店。這使得顧客可以輕鬆找到最近的寶雅門市。
- 促銷與會員福利：**寶雅經常舉辦各種促銷活動，包括打折、贈品、積點等，同時也推出會員制度，讓顧客可以累積消費金額以換取優惠或獎勵。
- 網路購物：**除了實體店面，寶雅也提供線上購物平台，讓顧客可以方便地透過網路購買商品，並且享有宅配服務。

市值	579.6億
流通在外股數	79,643
外資持股比率	29.61%
董監事持股比率	22.67%
EPS Q1~Q3	17.91
股價淨值比 F	10.28

分析師：	經濟三 黃詳庭 110409010
	經濟三 陳韋融 110409011
	經濟三 郭庭筠 110409007
	經濟三 陳彥伶 110409514
	經濟三 鍾婷羽 110409511
	經濟四 林冠廷 109409014
	經濟四 蘇詠竣 109409526
	經濟四 張升璋 109409533
	經濟四 范毓宸 109409530
	經濟四 蔡詠名 109409521

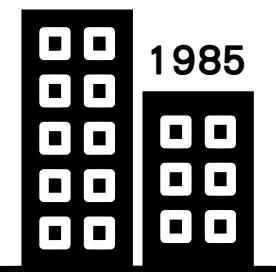
產業分析

一、產業簡介:

- 寶雅（Poya）是一家台灣知名的連鎖藥妝店，創辦人董事長陳建造先生於1985年在臺南市西門路創立第一家傳統舶來品精品店，其為寶雅的前身。
- 以時尚美妝美材保養品及精緻個人用品為利基商品，打造現代舒適的購物環境，提供顧客一站式、便利的購物服務，寶雅獨特市場定位，結合門店規模及商品類別擴張策略，在美妝藥局零售業市場佔有率中，逐年提升。



創辦人董事長陳建造

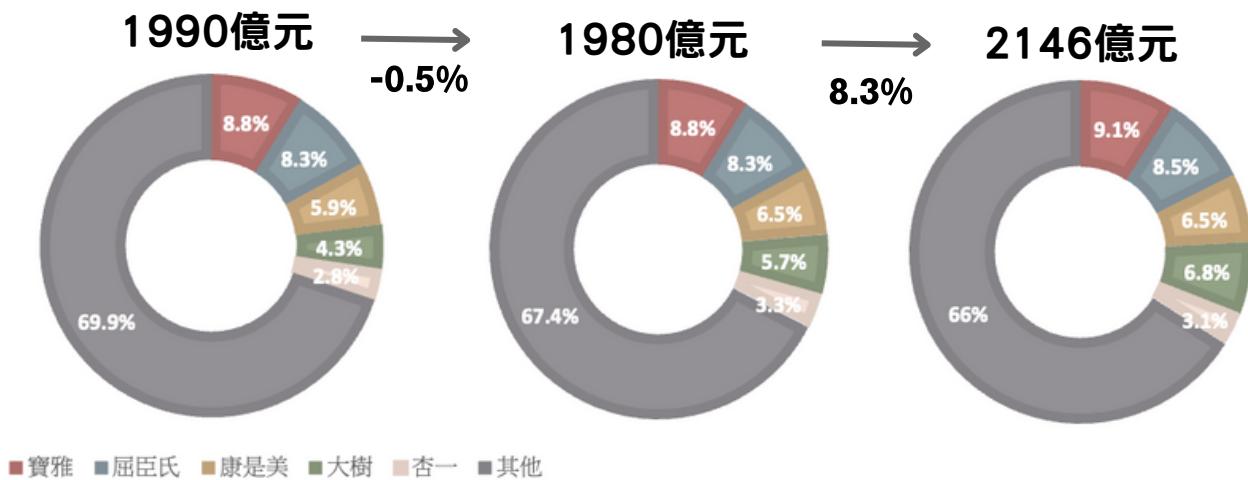


傳統舶來品精品店



現今POYA寶雅

- 從2020至2021年因為疫情影響導致通路美妝零售業產業規模減少百分之0.5，然而隨著疫情影響逐漸緩和，其產業規模大幅增加百分之8.3
- 圖表觀察出「寶雅」近年來市占率在產業中位居第一，隨著人們生活水準提高、保養養生的觀念越加成熟，寶雅仍以「創新、人性化、方便性」等核心理念為消費者提供更好的消費體驗。



美妝藥局零售業市占率

以Bain的市場結構分類

型態	市場結構	Market structure	CR4(%)
I	極度集中	very highly concentrated	90~100
II	高度集中	highly concentrated	80~90
III	高度集中	high concentrated	70~80
IV	中高度集中	high moderate	50~70
V	低中度集中	low moderate	30~50
VI	低度集中	low grade	10~30
VII	極度不集中	atomisitic	0~10

- 寶雅、屈臣氏、康是美、大樹



以Sheperd的市場結構分類

市場結構	Market structure	市場集中度
優勢廠商	dominant firm	一家廠商佔50%以上
寡頭壟斷	tight oligopoly	CR4佔50%以上
多頭壟斷	losse oligopoly	CR4在15~40%
獨佔性競爭	monopolistic competition	每家佔有率在2~8%
純粹競爭	pure competition	每家佔有率極小

- 所謂產業集中度（Market Concentration Ratio），又稱市場集中度，是指市場中主要品牌的集中程度，具體含義是在一定區域，產業內排名前幾位的品牌其銷售量累加所佔總量的比例，一般用來判斷市場競爭程度的標準。而產業集中度反映出產業內壟斷及競爭狀況，是分析競爭行業環境和發展階段一項重要指標。市場研究分析通常以CR4（即行業內前四位品牌市場分類之和）來計算產業集中度的高低：
- 美妝保健市場依以市場結構分類及近幾年的發展趨勢可見將來連鎖美妝藥局發展前景一片光明，依據我們的分析將來前幾大龍頭將如同便利商店一樣幾乎壟斷市場

(資料來源：經濟部統計處、未來流通研究所及相關產業年報)

產業分析

二、產業介紹:

1. 美妝雜貨通路龍頭

- 於2019年新增第二品牌「賣家」，為家居五金百貨通路商

2. Poya pay行動支付

- 2021年初推出，提供結帳便利、線上DM、會員累點以及行銷活動推廣等功能
- 2021年中推出Poya Buy 線上購物平台，完成線上線下平台串聯

3. 訂購標準化

- 減少「大量訂購、大量退貨」
- 對供應商的負面影響及營運風險，提升庫存效率及營運效率

開架美妝飄美材

生活百貨

自有品牌

- 歐美、日韓流行彩妝
- 日韓流行少女襪
- 內睡衣

- 五金用品

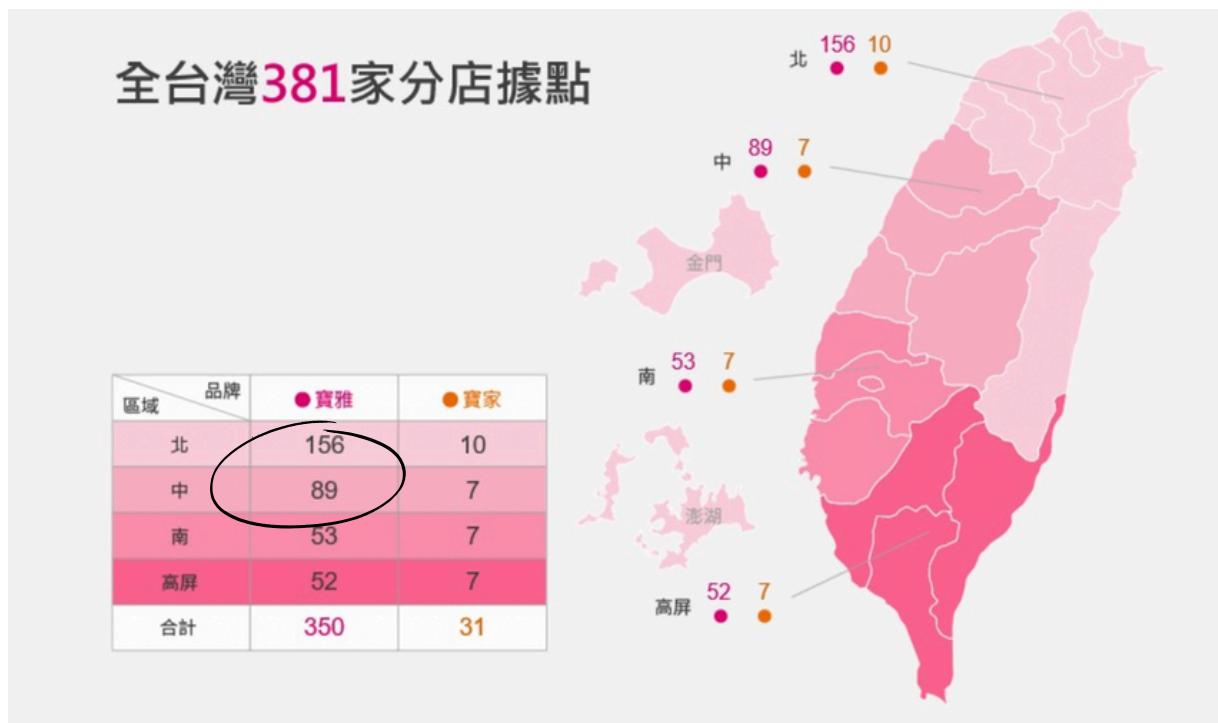
- PHILLIFE(菲兒)
- EXPECT(依貝摩爾)
- nature's
- POYA Snack 寶雅米餅
- iBEAUTY美妍飲

三、國內主要競爭對象:

	經營面積	產品主打	專業化服務
寶雅 	300-500坪之間	美妝保養品／生活雜貨	部分分店提供廁所、試衣間、試妝檯及部分商品試用
屈臣氏 	約100坪	個人護理／美妝用品	業界首創推出「無限門市」及店倉合一的「無限配送」
康是美 	約30-60坪	藥妝保健產品	提供三師駐點服務及線上專業醫美保健營養諮詢師服務

產業分析

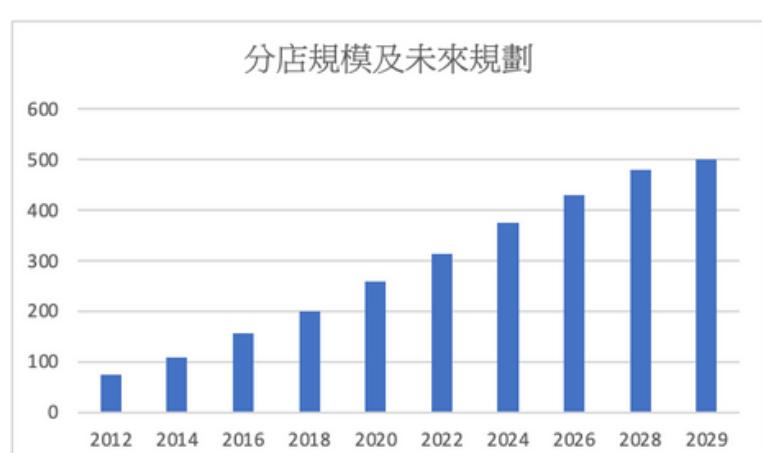
全台分店分佈 (資料來源：寶雅2023年官網資料)



寶雅歷年分店數與營運表現： (資料來源：寶雅2022年法說會資料) (寶雅分店規模變化及未來規劃)

- 為提高市場佔有率，寶雅仍積極展店以達成品牌滲透率，預計2029年達到500家分店目標，包括400家標準店型、40家購物商場店及60家小型店（美妝專門店Poya Beauty）

年份	分店規模及未來規劃
2012	74
2014	109
2016	157
2018	201
2020	260
2022	315
2024	375
2026	430
2028	480
2029	500



產業分析

寶雅歷年分店數與營運表現（資料來源：寶雅歷年年報）

分店拓展數21家
分店拓展數40家

年份	分店數 (家)	營業毛利率 (%)
2012	74	37.7
2013	87	39.7
2014	109	40.5
2015	131	41
2016	157	41.1
2017	177	42.8
2018	201	43.8
2019	235	43.2
2020	281	43.2
2021	324	43.9
2022	353	42.6

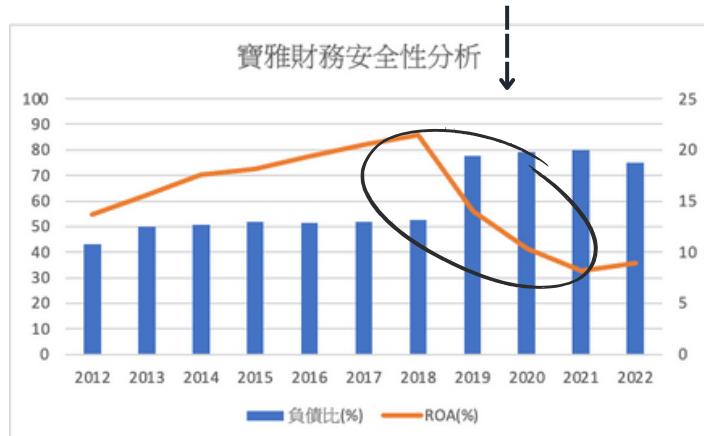


高額租賃負債比明顯攀升，需承受較高的財務風險

年份	負債比(%)	ROA(%)
2012	43.3	13.63
2013	49.95	15.53
2014	50.89	17.52
2015	51.73	18.14
2016	51.35	19.39
2017	51.79	20.55
2018	52.45	21.41
2019	77.64	14.03
2020	79.17	10.35
2021	80.07	8.14
2022	75.11	8.89

面對快速擴店造成的影響及改變

（資料來源：寶雅歷年年報）
2019-2021年ROA（資產報酬率）跟
負債比趨勢呈現反向關係



從2021至2022 年ROA些微上升，而負債比大幅下降

- 寶雅 2019-2021 年「資產報酬率 (ROA)」跟負債比趨勢呈現反向關係，其營運資產雖大幅增加（主要為展店的使用權資產），但稅後淨利並未等幅增加，故造成下滑現象，顯示寶雅在快速展店策略下，獲利能力跟不上展店速度，致資產使用效率下降

SWOT分析

一、優勢(Strengths):

- 全國市占率最高的美妝生活雜貨店
- 分店持續增加、營業規模擴大，與廠商有較大的議價空間
- 部部分店提供廁所、試衣間、試妝檯等使消費體驗更加完善

二、劣勢(Weaknesses):

- 電視、平面廣告不足，非會員較難接收最新促銷活動，應加強Instagram、Youtube等行銷手法，以增加促銷活動曝光度
- 寶雅的品牌差異性不夠明顯，造成市場競爭壓力，應加強推廣潛力商品特色，誘發消費者潛在需求

三、機會(Opportunities):

- 具有一定知名度，可與明星合作推廣活動，刺激買氣，提高促銷活動曝光度
- 人們對健康和美容的關注增加，為藥妝店提供了增長的機會

四、威脅(Threats):

- 同業競爭激烈，定位同值性高，不易培養顧客忠誠度，可透過線下商場優化，提供消費者差異化的消費體驗
- 出售商品曾因為檢測不合格，帶來負面影響，應加強稽核檢查，增加分店抽檢機制，完善上下架查核機制

- 市占率最高的美妝生活雜貨店
- 有較大的議價空間
- 完善消費體驗

Strengths

- 電視、平面廣告不足
- 寶雅的品牌差異性不夠明顯

Weaknesses

Opportunities

- 與明星合作，提高活動曝光度
- 人們對健康和美容的關注增加，為藥妝店提供了增長的機會

Threats

- 同業競爭激烈，定位同值性高，不易培養顧客忠誠度
- 出售商品曾因為檢測不合格，帶來負面影響

產品策略

- 商品多樣化，遍布各種年齡層
- 持續的開發自有品牌
- 引進國外最新流行資訊滿足消費者需求
- 設立美妝美容品牌專櫃

推廣策略

- 建立會員卡紅利制度
- 提供會員專屬的福利制度
- 特定節日有優惠活動、定期推出特價商品

價格策略

- 擁有自有品牌的通路，讓成本降低
- 定價策略採「競爭價格」

通路策略

- 新增「賣家」第二品牌
- 經營線上購物平台 Poya Buy
- 廣設分店於人潮聚集地

股價評估方法-MULTIPLE METHOD

每股營收方法

每股盈餘方法

結論

證券代碼	市值(百萬元)	收益價(元)_年	營業收入(Sales)	每股盈餘(EPS)	流通在外股數(千股)	本益比(P/E)	股價營收比(P/S)
5904 寶雅	50,836	472.38	19476169	20.26	102,182	25.8792	2.66
2062 橋椿	4,520	21.63	8236787	3.68	199,994	6.0117	0.51
2916 滿心	1,286	22.14	1575857	3.29	54,627	6.8561	0.82
2924 宏太-KY	1,050	32	79571	0.23	32,805		7.72
2937 集雅社	1,370	35	1669069	3.8	37,638	9.6048	0.36
2947 振宇五金	1,775	90.58	5621206	3.47	19,269	22.3284	0.98
3171 新洲	1,084	15.39	173841	1.83	66,704	12.671	0.62
3557 嘉威	3,975	46.03	1030526	7.03	80,300	6.7717	0.67
4609 唐峰	380	7.93	2193460	0.08	47,947	26.404	1.07
4702 中美寶	882	12.2	90742893	1.64	72,333	6.0495	0.83
5902 德記	3,194	32.57	2193460	1.95	94,500	17.2667	1.49
5903 全家	45,760	198.83	90742893	8.25	223,220	33.9957	0.52
6195 詩肯	2,136	39.49	2466424	4.3	50,193	8.3638	0.84
6616 特昇-KY	392	12.72	1154415	1.09	28,634	8.5514	0.32
6629 泰金-KY	1,664	44.41	1352201	4.53	35,714	6.688	1.15
6671 三能-KY	2,254	35.35	1861962	-2.29	60,750	14.6091	1.16
6728 上洋	2,760	111.58	2448275	13.6	23,000	7.9661	1.13
6754 匯儕設計	3,053	43.16	5096245	5.23	66,000	9.1427	0.62
6807 嶺源-KY	1,347	23.3	4208191	3.28	54,000	10.2321	0.3
8066 來忠達	832	26.69	5189841	1.34	30,152	13.5382	0.15
8433 弘帆	3,224	58.37	3141325	9.67	52,082	6.0072	0.98
8464 億豐	86,294	285.06	28951432	21.07	293,020	15.5596	2.93
8482 商億-KY	7,742	64.45	5113781	7.77	110,444	8.0271	1.45
8941 關中	1,703	48.88	3311196	6.94	30,410	6.0664	0.48
9911 櫻花	13,732	58.67	8212862	4.66	221,21	13.2752	1.65
9924 福興	7,727	38.37	9530920	4.83	188,452	8.2731	0.78
9934 成霖	4,749	13.06	20211011	-2.48	358,414		0.24
9935 廣豐富	2,968	16.51	5287076	1.31	169,623	14.3824	0.55
					9,1427		0.82

(資料來源：TEJ)

股價評估方法-MULTIPLE METHOD

• 每股營收方法

1.set 100%線下

(寶雅sales/在外流通股數)*同業P/S ratio中位數

證券代碼	營業收入(Sales)	流通在外股數(千股)	股價營收比(P/S)
5904 寶雅	19476169	102,182	2.66
2062 橋樁	8236787	199,994	0.51
2916 滿心	1575857	54,627	0.82
2924 宏太-KY	79571	32,805	7.72
2937 集雅社	1669069	37,638	0.36
2947 振宇五金	5621206	19,269	0.98
3171 新洲	173841	66,704	0.62
3557 嘉威	1030526	80,300	0.67
4609 唐鋒	2193460	47,947	1.07
4702 中美寶	90742893	72,333	0.83
5902 德記	2193460	94,500	1.49
5903 全家	90742893	223,220	0.52
6195 詩肯	2466424	50,193	0.84
6616 特昇-KY	1154415	28,634	0.32
6629 泰金-KY	1352201	35,714	1.15
6671 三能-KY	1861962	60,750	1.16
6728 上洋	2448275	23,000	1.13
6754 匯僑設計	5096245	66,000	0.62
6807 豐源-KY	4208191	54,000	0.3
8066 來思達	5189841	30,152	0.15
8433 弘帆	3141325	52,082	0.98
8464 億豐	28951432	293,020	2.93
8482 商億-KY	5113781	110,444	1.45
8941 關中	3311196	30,410	0.48
9911 櫻花	8212862	221,121	1.65
9924 福興	9530920	188,452	0.78
9934 成霖	20211011	358,414	0.24
9935 慶豐富	5287076	169,623	0.55
			0.82

19471619

102182

寶雅2022 sales

寶雅在外流通股數 (千股)

X

X

0.82

同業之中位數

=156.2942

預估股價

2. set 95%(線下)+5%(線上)

95 %線下

5 %線上

(寶雅sales/在外流通股數)
*95%
*線下同業P/S ratio中位數

(寶雅sales/在外流通股數)
*5%
*線上同業P/S ratio中位數

(續下頁)

股價評估方法-MULTIPLE METHOD

線下同業

證券代碼	營業收入(Sales)	流通在外股數(千股)	股價營收比(P/S)
5904 寶雅	19476169	102,182	2.66
2062 橋樁	8236787	199,994	0.51
2916 滿心	1575857	54,627	0.82
2924 宏太-KY	79571	32,805	7.72
2937 集雅社	1669069	37,638	0.36
2947 振宇五金	5621206	19,269	0.98
3171 新洲	173841	66,704	0.62
3557 嘉威	1030526	80,300	0.67
4609 唐鋒	2193460	47,947	1.07
4702 中美寶	90742893	72,333	0.83
5902 德記	2193460	94,500	1.49
5903 全家	90742893	223,220	0.52
6195 詩肯	2466424	50,193	0.84
6616 特昇-KY	1154415	28,634	0.32
6629 泰金-KY	1352201	35,714	1.15
6671 三能-KY	1861962	60,750	1.16
6728 上洋	2448275	23,000	1.13
6754 匯僑設計	5096245	66,000	0.62
6807 豐源-KY	4208191	54,000	0.3
8066 來思達	5189841	30,152	0.15
8433 弘帆	3141325	52,082	0.98
8464 億豐	28951432	293,020	2.93
8482 商億-KY	5113781	110,444	1.45
8941 關中	3311196	30,410	0.48
9911 櫻花	8212862	221,121	1.65
9924 福興	9530920	188,452	0.78
9934 成霖	20211011	358,414	0.24
9935 慶豐富	5287076	169,623	0.55
			0.82

線上同業

證券代碼	營業收入(Sales)	流通在外股數(千股)	股價營收比(P/S)
5904 寶雅	19476169	102,182	2.66
8454 富邦媒	103436435	218,491	1.42
8044 網家	46100443	128,163	0.15
2614 東森	5949064	476,055	1.88
2945 三商家購	14183503	67,500	0.22
6741 91APP*-KY	1262840	120,578	10.37
			1.42

95%線下

寶雅2022 sales

$$\frac{19471619}{102182} \times 0.95 \times 0.82 = 148.4795$$

寶雅在外流通股數（千股） 寶雅2022 sales中
 線下佔比 線下同業之中位數

5%線上

寶雅2022 sales

$$\frac{19471619}{102182} \times 0.05 \times 1.42 = 13.5296$$

寶雅在外流通股數（千股） 寶雅2022 sales中
 線上佔比 線上同業之中位數

(續下頁)

股價評估方法-MULTIPLE METHOD

95%線下 + 5%線上

線下股價估值 線上股價估值 預估股價
148.4795 + 13.5296 = 162.0055

• 每股盈餘方法

證券代碼	每股盈餘(EPS)	本益比(P/E)	
5904 寶雅	20.26	25.8792	
2062 橋樁	3.68	6.0117	
2916 滿心	3.29	6.8561	
2924 宏太-KY	0.23		1.set 100%線下
2937 集雅社	3.8	9.6048	(寶雅EPS)*同業P/E ratio中位數
2947 振宇五金	3.47	22.3284	
3171 新洲	1.83	12.671	
3557 嘉威	7.03	6.7717	
4609 唐鋒	0.08	26.404	
4702 中美實	1.64	6.0495	寶雅EPS
5902 德記	1.95	17.2667	
5903 全家	8.25	33.9957	20.26
6195 詩肯	4.3	8.3638	
6616 特昇-KY	1.09	8.5514	X
6629 泰金-KY	4.53	6.688	
6671 三能-KY	-2.29	14.6091	同業之中位數
6728 上洋	13.6	7.9661	
6754 匯僑設計	5.23	9.1427	9.1427
6807 峰源-KY	3.28	10.2321	
8066 來思達	1.34	13.5382	
8433 弘帆	9.67	6.0072	=185.230012
8464 億豐	21.07	15.5596	
8482 商億-KY	7.77	8.0271	預估股價
8941 關中	6.94	6.0664	
9911 櫻花	4.66	13.2752	
9924 福興	4.83	8.2731	
9934 成霖	-2.48		
9935 慶豐富	1.31	14.3824	
		9.1427	

股價評估方法-MULTIPLE METHOD

2. set 95%(線下)+5%(線上)

95 %線下

5 %線上

寶雅EPS*95%

*線下同業P/E ratio中位數

寶雅EPS*5%

*線上同業P/E ratio中位數

線下同業

證券代碼	每股盈餘(EPS)	本益比(P/E)
5904 寶雅	20.26	25.8792
2062 橋椿	3.68	6.0117
2916 滿心	3.29	6.8561
2924 宏太-KY	0.23	
2937 集雅社	3.8	9.6048
2947 振宇五金	3.47	22.3284
3171 新洲	1.83	12.671
3557 嘉威	7.03	6.7717
4609 唐鋒	0.08	26.404
4702 中美寶	1.64	6.0495
5902 德記	1.95	17.2667
5903 全家	8.25	33.9957
6195 詩肯	4.3	8.3638
6616 特昇-KY	1.09	8.5514
6629 泰金-KY	4.53	6.688
6671 三能-KY	-2.29	14.6091
6728 上洋	13.6	7.9661
6754 匯僑設計	5.23	9.1427
6807 峰源-KY	3.28	10.2321
8066 來思達	1.34	13.5382
8433 弘帆	9.67	6.0072
8464 億豐	21.07	15.5596
8482 商億-KY	7.77	8.0271
8941 關中	6.94	6.0664
9911 櫻花	4.66	13.2752
9924 福興	4.83	8.2731
9934 成霖	-2.48	
9935 廣豐富	1.31	14.3824

9.1427

線上同業

證券代碼	EPS	本益比-TEJ
5904 寶雅	20.26	25.8792
8454 富邦媒	15.72	43.5511
8044 網家	-0.42	
2614 東森	-3.29	18.4837
2945 三商家購	0.82	41.3618
6741 91APP*-KY	2.83	39.3273
		40.34455

(續下頁)

股價評估方法-MULTIPLE METHOD

95%線下

$$20.26 \times 0.95 \times 9.1427 = 175.9695$$

寶雅EPS 寶雅2022 EPS中
線下佔比 線下同業之中位數

5%線上

$$20.26 \times 0.05 \times 40.3446 = 40.8690$$

寶雅EPS 寶雅2022 EPS中
線上佔比 線上同業之中位數

95%線下

+ 5%線上

線下股價估值 線上股價估值 預估股價

$$175.9695 + 40.8690 = 216.8385$$

• 結論

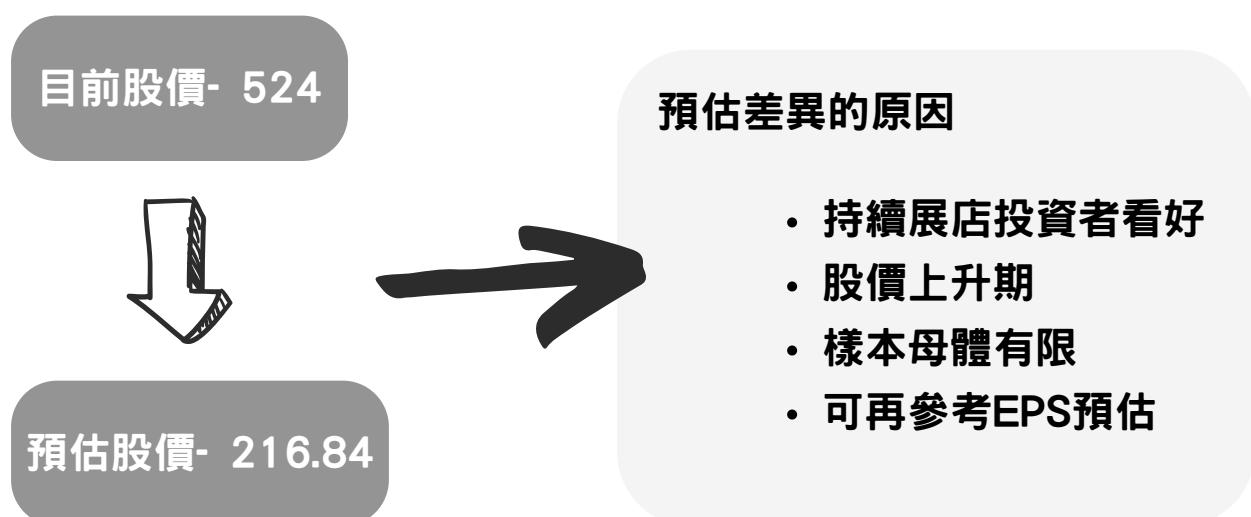
	100%線下	95%線下+5%線上
每股營收方法	156.2942	162.0055
每股盈餘方法	185.231102	216.8385761



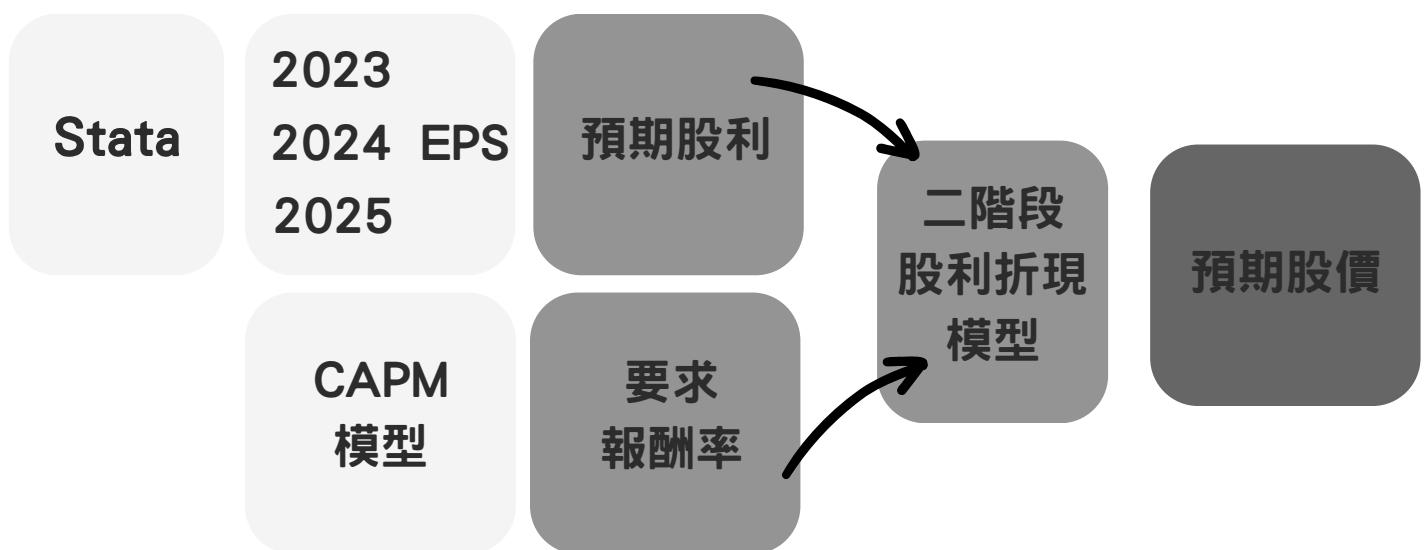
寶雅現今股價(結至2023.12.11)-524

(續下頁)

股價評估方法-MULTIPLE METHOD



迴歸分析

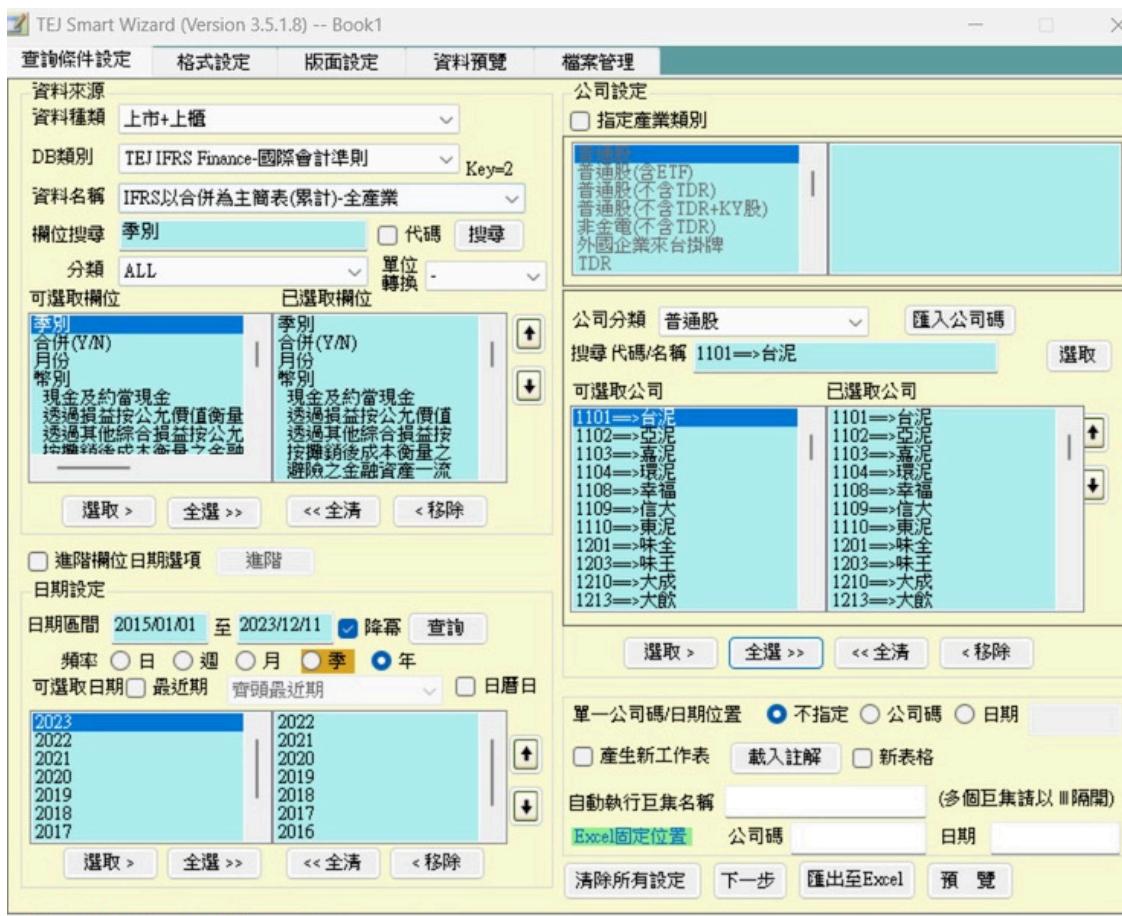


(續下頁)

迴歸分析

• Motivation

因為想評估現行股價是否合理，我們透過Stata來建構多元迴歸式，加入可能影響股利的因子後來檢定其關係是否顯著，再藉由迴歸式來預測出2023.2024.2025年的EPS，並藉由EPS來計算出預期股利，搭配CAPM模型所預估出的要求報酬率，使用二階段股利折現模型估計出預期股價。



• 資料

從tej 下載2015-2022總共有14293筆資料

自變數：上一期每股盈餘+上一期股票支付率+上一期應計項目+上一期資產總額+ 額外增加了公司的固定效果!!

引用了Journal of Accounting and Economics 期刊裡的論文The Implied Cost of Capital: A New Approach (作者Kewei Hou, Mathijs A. van Dijk, Yinglei Zhang) 中的迴歸式做股利預測

(續下頁)

Brown et al., 1987; O'Brien, 1988) tend to focus on time-series models fit separately to individual firms. To enhance power, empirical tests are usually restricted to firms with long earnings histories. This data requirement introduces survivorship bias to the tests. In addition, estimates based on these individual time-series models are not very precise. An important advantage of our cross-sectional approach is that it provides statistical power without imposing strict survivorship requirements.

Specifically, for each year between 1968 and 2008, we estimate the following pooled cross-sectional regressions using the previous ten years of data:

$$E_{i,t+\tau} = \alpha_0 + \alpha_1 A_{i,t} + \alpha_2 D_{i,t} + \alpha_3 DD_{i,t} + \alpha_4 E_{i,t} + \alpha_5 NegE_{i,t} + \alpha_6 AC_{i,t} + \varepsilon_{i,t+\tau}, \quad (1)$$



Contents lists available at SciVerse ScienceDirect

Journal of Accounting and Economics

journal homepage: www.elsevier.com/locate/jae



From: Journal of Accounting and Economics

The implied cost of capital: A new approach

Kewei Hou , Mathijs A. van Dijk , Yinglei Zhang

- 根據美國經濟學家Greene 於2000年發表之PAPER之觀點，採用追蹤(資)料進行迴歸實證時，需考慮使用固定效果 (fixed effect) 模型，係指不同觀察樣本，擁有不同的特定常數，但不隨時間變動而改變。
- 透過引入這樣一個虛擬變數，模型就考慮到了不同公司之間的固定差異，並盡可能消除或減少這些差異對分析結果的影響。這樣做有助於控制那些在不同公司間存在差異的因素，從而更準確地評估其他自變量對因變量的影響。

迴歸分析

• 模型

假設股利支付率為0.8736（該結果由寶雅近八年之股利支付率取幾何平均而計算出），再根據0.8736乘上多元迴歸模型預測出的2023、2024、2025年的EPS即可估計出2023、2024、2025年的股利。

2023:16.3498

2024:16.8213

2025:16.9989

再搭配CAPM之公式得出 $E(R_i) = R_f + \beta (E(R_m) - R_f)$ ， R_f 為0.0058，數據由台銀公告一年期活存利率，而寶雅之beta值為0.54，該數據由TEJ資料庫得知，至於市場報酬率估計為0.2659，數據由近一年之大盤報酬率計算幾何平均後得出，因此 $E(R_i)$ 為0.1463。

最後我們將g假設為11.59%，會假設這個數值是由歷年股利成長率取幾何平均得出之值，再結合The Two-Stage Dividend Discount Model計算出 $P = D_1 / (1+R) + D_2(1+R)^{-2} + D_3(1+R)^{-3} + [D_3(1+g) / (R-g)] / (1+R)^{-3}$ ，即可得出預期股價為453，與現行股價524元相比，根據此結果判斷現行股價高估。

```
gen year = year(年月)
gen ac=營業收入淨額-來自營運之現金流量
gen 股票代碼=substr(公司,1,4 )
destring 股票代碼,replace
sort 公司 year

by 公司 : gen lag1資產總額 = 資產總額[_n-1]
by 公司 : gen lag1股利殖利率 = 股利殖利率[_n-1]
by 公司 : gen lag1每股盈餘 = 每股盈餘[_n-1]
by 公司 : gen lag1ac = ac[_n-1]

reg 每股盈餘 lag1資產總額 lag1股利殖利率 lag1每股盈餘 lag1ac i.股票代碼, robust
predict predicted_EPS, xb
list predicted_EPS in 9707
```

迴歸分析

```
. predict predicted_EPS, xb . predict predicted_EPS, xb . predict predicted_EPS, xb  
(2,458 missing values generated) (4,241 missing values generated) (5,992 missing values generated)  
  
. list predicted_EPS in 9707. list predicted_EPS in 9707 .  
         . list predicted_EPS in 9707
```

9707.
predic~S
18.71531

9707.
predic~S
19.25518

9707.
predic~S
19.45844

2023:18.71531

2024:19.25518 × 股利支付率0.8736=

2025:19.45844

預期股利

2023:16.3498

2024:16.8213

2025:16.9989

CAPM:

$$E(R_i) = R_f + \beta (E(R_m) - R_f)$$

Rf=0.0058
台銀公告一年期活存利率

beta值=0.54
TEJ資料庫得知

市場報酬率=0.2659
近一年之大盤報酬率
計算幾何平均後得出

得 $E(R_i) = 0.1463$

(續下頁)

$g = 11.59\%$

歷年股利成長率取幾何平均

二階段股利折現模型：

$$P = D_1 / (1+R) + D_2 (1+R)^{-2} + D_3 (1+R)^{-3} + [D_3 (1+g) / (R-g)] / (1+R)^{-3}$$

預期股價
453元



現行股價
524元



• 結果

實際上，依照我們預估的模型，若你期望投資這隻股票能有524的價值，那就相當不建議進場投資。

但在進行產業分析跟個股評價之後，如果是看好美妝藥局零售業的話，我們認為投資寶雅在這個產業中是相對優秀的選擇。

參考資料

- <https://www.dividend.com/dividend-education/the-two-stage-dividend-discount-model/>
- <https://www.ctee.com.tw/news/20231031701456-430201>
- <https://www.poya.com.tw/branch/shops>
- https://doc.twse.com.tw/pdf/2022_5904_20230530F04_20231211_223100.pdf
- <https://www.poya.com.tw/investor/recent-information>
- <https://www.moea.gov.tw/Mns/dos/home/Home.aspx>