

晶華酒店: 危機中的選擇

在 COVID-19 需求崩落下, 如何把「不裁員、不減薪」變成可支付的策略?

公司: 晶華國際酒店股份有限公司(TWSE:2707)及其主要事業體

主要情境期間: 2020 年 3 月—2021 年 6 月

一、開場：2021 年 6 月 10 日的董事會

2021 年 6 月 10 日，台北市中山北路的台北晶華酒店內，一場例行董事會在疫情陰影下顯得格外沉重。自 5 月中旬本土疫情升溫以來，政府先後將雙北、再到全國疫情警戒提升至第三級，人流大幅縮減、餐飲內用與宴會活動受到嚴格限制，飯店原本仰賴的商務客、外籍旅客與宴會訂單幾近歸零。

董事長潘思亮看著財務長與營運團隊準備的簡報，頁面上是一組又一組的「固定成本」數字：人事費用、房務維運、設備折舊、租金與管理費。晶華的資產多數以飯店營運為核心，高固定成本結構讓「需求斷崖」迅速轉化為現金流壓力。更迫切的是，公司的國內第二次無擔保轉換公司債將於 6 月 16 日到期，依規定須以現金一次償還。

在此之前，潘思亮多次對內強調「不裁員、不減薪」：他相信服務業的核心能力來自人，一旦在谷底把團隊拆散，未來需求回來時將付出更高代價重建。但第三級警戒延長、疫苗供給與邊境政策仍高度不確定，董事會必須回答一個更尖銳的問題：若要讓承諾「可支付、可信任、可治理」，資源從哪裡來？

當天會議的關鍵議題，是是否出售子公司「達美樂披薩」100% 股權給澳洲 Domino's Pizza Enterprises Limited (DPE)。達美樂在疫情期間受惠於外帶外送需求，反而成為集團少數成長的事業；若出售可立即獲得約新台幣 17.04 億元的現金（並依交割日營運資金作調整），卻也意味著放棄一隻在風暴中仍能下金蛋的「小金雞」。

二、晶華酒店集團：高固定成本的服務業組合

晶華國際酒店股份有限公司成立於 1990 年，1998 年 3 月在台灣證券交易所上市。集團以「台北晶華酒店」為旗艦，逐步發展出多品牌旅宿與餐飲組合，營運範圍涵蓋台北、台南與宜蘭等地。依 2020 年企業社會責任報告書揭露，晶華員工人數約 1,097 人，主要業務除國際觀光旅館外，亦涵蓋餐飲、精品零售及旅館經營管理顧問等。

從營收結構看，晶華並非典型「只靠住房」的飯店公司。以 2019—2020 年為例，餐飲收入約占六成、客房收入約占三成，其餘來自租賃、技術服務與其他收入。這種結構在平時能分散淡旺季風險，但在疫情期間，餐飲與宴會同樣受防疫措施高度牽動，使得集團同時承受「住房需求崩落」與「餐飲場域受限」的雙重衝擊。

此外，飯店業的成本結構具有高度剛性。不論住房率高低，飯店仍需維持一定的人力編制、設備維護、公共區域清潔、能源支出與折舊攤提，加上租金、管理費與長期合約的限制，短

期內可動用的成本調整空間有限。因此，疫情對晶華的衝擊不是「營收少一點」，而是「現金流的生存賽」。

三、潘思亮接班：把危機當作「能力重組」的窗口

潘思亮在 26 歲時加入晶華，長期以「創新」與「轉型」作為管理語彙。1998 年起，晶華同時面對經營權之爭與亞洲金融風暴，他主導收購控制權，並推動「輕資產、重管理」的策略方向，嘗試以品牌、管理與服務能力，取代以資產擴張為主的成長路徑。

過往危機經驗也形塑了他的風格。2003 年 SARS 期間，晶華曾在需求驟降時主動拓展外帶業務，並在其後擴張館外餐飲；2008 年金融海嘯後，他把握市場低迷時的資產與品牌重估機會，完成麗晶(Regent)品牌的收購，並透過與國際連鎖飯店集團策略合作，學習跨國品牌管理。這些經驗讓他更傾向把危機視為「重新配置資源、重建能力」的窗口，而非僅是短期的成本控制問題。

因此，當 COVID-19 來襲時，潘思亮的第一反應不是先談裁員或減薪，而是問：「我們要用什麼方式活下來，同時讓組織變得更強？」但這樣的問法，等同把企業價值觀變成了策略約束條件；接下來的挑戰，是在現金流壓力與公司治理要求下，將價值觀轉譯為可操作的決策與資源方案。

四、疫情衝擊：需求斷崖與財務數字的急轉直下

2020 年第一季起，全球旅遊市場幾乎同步急凍。對以國際商務旅客、會議與宴會為重要客源的台北晶華而言，衝擊尤其直接。公司內部統計顯示，疫情爆發後台北晶華的營收相較 2019 年同期一度下滑約 85%，住房率低於三成，餐飲宴會的訂單也因活動取消而大量消失。

合併財務數字反映了這場衝擊。晶華 2020 年合併營收約 54.23 億元，較前一年減少約 17%；毛利約 15.3 億元，年減約三成；稅後純益約 6.6 億元，年減約五成。在營收與獲利下滑的同時，公司仍須承擔飯店維運、人力與折舊等固定成本。對多數飯店而言，疫情不是「景氣循環」式的波動，而是「營收蒸發」式的斷裂。

面對需求崩落，台灣多數同業採取的典型手段是：縮短工時、無薪假、減薪、裁撤非核心部門，甚至暫停營業。這些做法在短期能直接降低現金流出，卻也可能帶來服務品質下降、人才流失與品牌形象受損等長期代價。晶華選擇了不同路線：先守住人，再想辦法把人轉化為新的營運能力。

五、「不裁員、不減薪」：把價值觀變成營運設計

「不裁員、不減薪」在晶華並非一句對外宣示的口號，而是潘思亮要求管理團隊必須遵守的策略前提。他的判斷基礎是：飯店服務屬高度人際互動產業，服務品質與顧客體驗取決於第一線員工的熟練度與團隊默契。若在景氣谷底解散團隊，景氣回升時即使重新招募，也難以在短期內恢復同等水準。

然而，承諾本身不會自動產生現金。為了讓「留下人」成為可行策略，晶華必須同時完成兩件事：第一，把閒置人力重新配置到仍有需求、或能創造新需求的工作；第二，在疫情期間建構未來可重複使用的能力，讓人力成本不只是「支出」，而是「投資」。

2020年3月至6月間，管理團隊固定每週二、四召開跨部門會議，檢視住房率、餐飲營收、政府防疫政策與競爭者動向，並決定人力調度與產品方案。在當時的市場環境中，週末住房率能達六成已屬不易，但平日往往不到三成；如何讓餐飲、房務、宴會與行銷團隊在低需求時仍維持運作，成為每天都要面對的管理題。

晶華採取的作法之一，是以「任務編組」方式將員工轉進新專案：例如，把宴會與餐飲部門的人力投入外帶外送、冷凍料理與線上銷售；把部分房務與後勤人員投入防疫清消、動線設計與安全標準的訓練；行銷團隊則加速轉向數位內容與社群經營，以更低成本接觸本地客群。在此過程中，潘思亮反覆要求「不要只是做折扣」，而要能提出讓顧客願意在不確定中買單的理由。

六、轉向內需與數位：從外帶外送到「陸地上的郵輪」

疫情使國境流動受阻，但也讓「在地消費」成為飯店業少數可掌握的市場。2020年4月，台北晶華推出以餐飲體驗為主軸的住房方案，將原本飯店內的餐飲與住房重新打包為「一泊六食」等套裝產品，並搭配館內多點餐飲兌換機制，嘗試把飯店從「住宿場所」改造成「本地客的週末目的地」。

同年7月，晶華進一步以「陸地上的郵輪」為概念設計度假體驗：把過往郵輪旅程常見的「吃、喝、玩、樂、買、學」元素搬進飯店，透過餐飲、體驗課程、精品零售與房型設計，延長顧客停留時間與消費深度。在產品設計上，晶華刻意弱化單一折扣訊息，而是用「行程化」與「敘事化」方式，讓顧客覺得自己買到的是一段可被分享的體驗，而不是一張便宜房券。

為了支撐這類以內容為導向的產品，晶華同時加速數位化：包括強化自有官網與會員系統、把更多銷售活動拉回自有渠道、並要求行銷與營運團隊用更接近「零售」的方式來做商品管

理與庫存規劃。在一些媒體報導中，潘思亮甚至被形容為「視覺總監」，他親自審視活動頁面與文案呈現，強調服務品牌在數位場域的質感與一致性。

這些動作讓晶華在內需市場找到部分緩衝，但也暴露出新的依賴：當營運越來越依靠「本地餐飲、在地體驗」時，任何對餐飲內用、聚會活動的限制，都可能比邊境管制更直接地衝擊現金流。

七、2021 年 5-6 月：第三級警戒下的現金壓力與「債務時鐘」

2021 年 5 月中旬，本土疫情升溫改變了晶華原本對「復甦」的想像。5 月 15 日起雙北提升至第三級警戒，5 月 19 日起全國也升至第三級，隨後又在 6 月上旬宣布延長。對飯店而言，第三級警戒不只是旅客減少，更意味著宴會市場停擺、餐飲內用受限、會議活動取消，許多以「聚會」為前提的產品瞬間失去成立條件。

在營運端，管理團隊能做的多半是「把變動成本壓到最低」與「把現有需求轉到可服務的渠道」：例如外帶外送、冷凍料理、線上票券與宅配商品。但在財務端，真正棘手的是「時間」——也就是債務與現金流的期限結構。晶華的國內第二次無擔保轉換公司債發行日為 2016 年 6 月 16 日，將於 2021 年 6 月 16 日到期，公司須在到期時按債券面額以現金一次償還。

換言之，即使晶華願意承擔短期虧損來守住人，董事會仍必須確保公司在法定時點前具備足夠現金履約，否則「不裁員、不減薪」很快會被更嚴重的治理風險所吞沒。在這種背景下，董事會討論的問題逐漸從「要不要守住人」轉為「守住人要用哪一種資源方案支撐」。選項可能包括：增加銀行授信、發行新債或可轉債、出售資產、以及凍結或延後資本支出等。

八、達美樂：在風暴中逆勢成長的「小金雞」

達美樂披薩對晶華而言，原本是多角化策略的一部分。晶華自 2007 年起經營達美樂台灣業務，透過加盟與直營並行擴張門市，把飯店集團的管理能力延伸到標準化、快節奏的連鎖餐飲。相較飯店高度依賴人流與群聚活動，披薩外帶外送在疫情期間反而更貼近消費者需求。

2020 年，台灣達美樂全年營收約 16 億元、稅後淨利約 6,800 萬元。第三級警戒期間，外帶外送需求放大，達美樂在集團內部被視為「少數能自我造血」的事業。因此，當出售選項被端上桌時，管理團隊內部出現了典型的兩難：一方面，出售達美樂可快速換得現金，為薪資與

債務償付爭取時間；另一方面，達美樂的獲利雖不如飯店單一旺季的貢獻，但其現金流穩定，且在疫情下呈逆勢成長，正是最能分散風險的資產。

根據公司公告，晶華擬以每股約 416 元出售達美樂披薩股份有限公司 4,096,433 股普通股，交易總金額約新台幣 1,704,285,000 元（另依交割日流動資產及流動負債作調整），交易相對人為澳洲 Domino's Pizza Enterprises Limited。若以 2020 年淨利約 6,800 萬元粗估，其交易價格對應的本益比約 25 倍。對投資人而言，25 倍是否划算是一個問題；但對正在燃燒現金的管理團隊而言，更關鍵的是：這筆現金能買到多少「時間」、能否撐過最不確定的第三級警戒期，並保留下一步策略選擇的彈性。

此外，出售達美樂也牽涉到訊號問題。對員工來說，出售資產可被解讀為公司願意付出代價來兌現「不裁員、不減薪」；對股東與債權人而言，出售代表公司採取更積極的資產配置來降低流動性風險；但對部分長期投資人而言，賣掉成長性資產可能被視為「割肉求生」，甚至質疑管理團隊是否因此失去長期成長動能。

九、董事會的選項：把承諾變成「可治理」的政策

在 6 月 10 日的董事會上，討論並不只圍繞「賣或不賣」。更根本的爭點是：公司是否需要為「不裁員、不減薪」建立一套明確的治理邊界（commitment boundary）。換句話說，承諾在什麼條件下必須被重新檢視？觸發條件由誰判定？一旦觸發，公司預先承諾採取哪些行動？

財務長提出的簡報將問題具體化為三個時間軸：（1）第三級警戒可能延長的政策不確定性；（2）固定成本每月持續流出帶來的現金消耗速度；（3）可轉債到期的法定付款時點。若公司只靠縮減變動成本與政府紓困，能否撐到需求回升仍難以估算；而若透過出售達美樂換取現金，至少能立刻拉長現金跑道，降低短期違約風險。

但營運團隊也提出反對理由：達美樂在第三級警戒下提供了可觀的現金流與成長性，出售後，晶華的事業組合將更集中在旅宿與餐飲，短期現金雖增加，長期抗風險能力可能下降。此外，出售交易需在簽約後約 90 天完成交割，現金入帳不一定能立即對應到 6 月中旬的債務償付需求；公司是否已準備好過渡期的流動性安排，成為董事會追問的重點。

討論進入尾聲時，潘思亮把話題拉回核心：「我們不是在賣一家公司；我們是在買時間，買選擇權。但買來的時間要用來做什麼？如果疫情拖得更久，我們準備好下一步了嗎？」董事會必須在短時間內做出抉擇，並思考如何向員工、投資人、債權銀行與社會大眾說明：出售資產不是放棄長期，而是為了讓價值承諾在危機中仍能被支付與被相信。

討論問題(供課堂討論)

1. 你如何用一句話定義晶華在 2021 年 5-6 月面對的「危機」？這場危機主要是市場需求問題、財務流動性問題、還是價值／倫理問題？
2. 「不裁員、不減薪」這項承諾主要回應了哪些利害關係人的哪些關切(理性／情緒／道德)？它同時把哪些關切推向前台？
3. 在現金流高度緊縮的情境下，你認為晶華現階段最可行的三個策略選項是什麼？請至少包含一個「流動性／資產或融資」選項。
4. 你是否支持出售達美樂？請分別提出一個『數字』理由與一個『價值／道德』理由。
5. 如果你是董事會成員，你會如何替「不裁員、不減薪」設計治理邊界與停損觸發條件(例如現金跑道、債務到期、營收下滑期間等)？觸發後由誰決策、採取哪些預先承諾的行動？

附錄(Exhibits)

附錄 1 疫情期間主要事件與決策時點(2020/03-2021/07)

時間點	外部情勢／政策	公司內部行動／決策
2020/03-06	國際旅遊急凍；商務、會展與入境旅客大幅縮減。	營運快速下滑；管理團隊以固定會議節奏檢視營運與政策；定調以留才與能力重組為優先。
2020/04	內需市場成為少數可掌握的需求來源。	台北晶華推出以餐飲體驗為主軸的住房方案(如「一泊六食」)，加速外帶外送與電商。
2020/07	邊境仍受管制，暑期內需成為飯店競爭焦點。	推出「陸地上的郵輪」概念，將住宿、餐飲、體驗與零售整合為行程式產品。
2020/11	市場對疫情長期化逐漸形成共識。	董事會核准規劃發行國內第三次無擔保轉換公司債，作為償債與補充營運資金選項之一。
2021/03/22	2020 年財務數字正式揭露。	董事會通過 2020 年財報；營運與獲利明顯下滑，固定成本壓力浮現。
2021/03/29	可轉債到期日逼近。	公司公告國內第二次無擔保轉換公司債將於 2021/06/16 到期，屆時以現金一次還本。
2021/05/15	雙北提升至第三級警戒。	宴會與餐飲需求再度急凍；加速轉向外帶外送、宅配與線上銷售。
2021/05/19	全國提升至第三級警戒。	需求崩落加劇；管理團隊重新估算現金跑道並提出資源方案。
2021/06/07	第三級警戒延長至 6/28(當時公告)。	對「短期可回升」的期待降低；董事會面臨更明確的流動性壓力。
2021/06/10	債務到期在即，政策不確定性仍高。	董事會討論是否處分達美樂 100% 股權，以換取約 17.04 億元現金並拉長現金跑道。
2021/06/16	國內第二次可轉債到期日。	依法需現金償還，形成短期「債務時鐘」。
2021/07/27	全國第三級警戒降至第二級。	市場逐步恢復但仍受限制；疫情的「政策風險」被納入長期經營考量。

附錄 2 晶華近三年主要損益數字(單位:新台幣仟元)

項目	2018	2019	2020	2020 vs 2019
營業收入	4,926,358	5,012,078	3,930,343	-21.58%
營業外收入及支出	512,260	466,616	252,696	-45.84%
當期淨利	1,368,866	1,344,181	660,058	-50.90%
淨利歸屬於母公司業主	1,368,866	1,344,181	660,058	-50.90%

附錄 3 營業收入結構(%)

收入類別	2019	2020
客房服務收入	33.50	28.80
餐飲服務收入	57.59	59.93
租賃收入	5.40	7.07
技術服務收入	1.52	2.27
其他服務收入	1.99	1.93

附錄 4 關鍵決策的量化錨點(新台幣)

項目	數值/說明
達美樂出售對價	1,704,285,000 元(另依交割日營運資金調整;預計簽約後 90 天完成交割)
達美樂 2020 年稅後淨利	約 68,000,000 元
晶華國內第二次無擔保轉換公司債到期日	2021/06/16(到期按債券面額以現金一次償還)
晶華二可轉債流通餘額(市場資料)	約 1,382,000,000 元
隱含本益比(示意)	$1,704,285,000 \div 68,000,000 \approx 25.1$ 倍

附錄 5 公司概況(節錄)

項目	內容
公司名稱	晶華國際酒店股份有限公司
設立日期	1976/07/07(公司設立);1990 年成立飯店集團並發展多品牌
上市日期	1998/03/09(台灣證券交易所上市)
員工人數	約 1,097 人(2020 年)
實收資本額	約 12.74 億元
董事長	潘思亮
總經理	吳偉正
營運據點(主要)	台北、台南、宜蘭
主要旅宿品牌	麗晶酒店(Regent)、晶英酒店、晶泉丰旅、捷絲旅
主要餐飲品牌(部分)	義饗食堂、泰市場、Just Grill、達美樂等

資料來源說明

本個案之時間點、財務數字與交易條件主要整理自：晶華企業社會責任報告書、年報與公開財務資訊；公司重大訊息／公告(可轉債到期還本與達美樂股權處分)；中央流行疫情指揮中心與主管機關之防疫措施新聞稿；以及主要媒體報導。