



2023/6/20

產業類別 餐飲

本次報告：新股推薦

公司簡介

王座成立於 2015/12 年，為六角轉投資公司，從事連鎖餐飲銷售和加盟，資本額 1.7 億元，董事長為王耀輝、總經理為林子恒，前者為六角董事長，後者有從事餐飲多年經驗。目前最大股東為六角，持股比例將在興櫃後降至 70%

王座 (2751 TT)

品牌脫胎換骨，獲利重返成長軌道

投資評價與建議

基於(1)品牌結構調整完成，2022 年虧轉盈：疫情期間品牌汰弱留強，疫情前大幅展店的折舊攤提完畢，搭上解封後的報復性消費，王座 2H22 扭轉頹勢營業利率回到 8.4%。2023/1-5 月營收 4.8 億元(+50.8%YoY)，且已接近 2H22 5.3 億元水準，預期 2023 年營業利率可望持續向上。(2)新品牌發酵：王座代理韓式炸雞品牌「橋村」將於 3Q23 展店，中長期計畫發展加盟，將為業績高度增長的餐飲品牌，值得關注。(3)尚有抵稅額度：王座之前尚有累積虧損，推估今明兩年不需提列所得稅費用。未來在展店審慎、折舊費用持穩、新品牌效益及尚有抵稅額度，獲利成長空間將擴大，長期營運看佳。

營運現況與分析

王座打造國際餐飲多元平台：王座國際餐飲股份有限公司(以下簡稱王座)成立於 2015 年 12 月，王座目前擁有銀座杏子日式豬排、段純貞、大阪王將、京都勝牛和太陽蕃茄麵 5 個餐食品牌，在台灣有 47 家據點(國內全部為直營店)，國外代理有 8 家，2022 年營收佔比杏子炸豬排 54%、大阪王將 6%、段純貞 12%、勝牛 21%、太陽蕃茄拉麵 1%(台北市之外)、其他 6%(銷貨收入及國外代理權利金)。

調整品牌結構，2023 年王座脫胎換骨：疫情前杏子豬排、段純貞和大阪王將積極展店，採加速折舊造成前期折舊費用高，後來遇到疫情營收減少造成虧損，王座疫情期間將品牌汰落留強，並調整菜單、優化產品生產程序與送餐流程，提高產品從中央廚房到門市品質齊一性，及加強自動化(冷凍包餃)降低食材、人事上漲的壓力，2H22 營收 5.34 億元(+39.3%YoY)，營業利率達 8.4%，為 2018 年以來首度翻正，稅後獲利 0.44 億元，稅後 EPS 2.61 元。

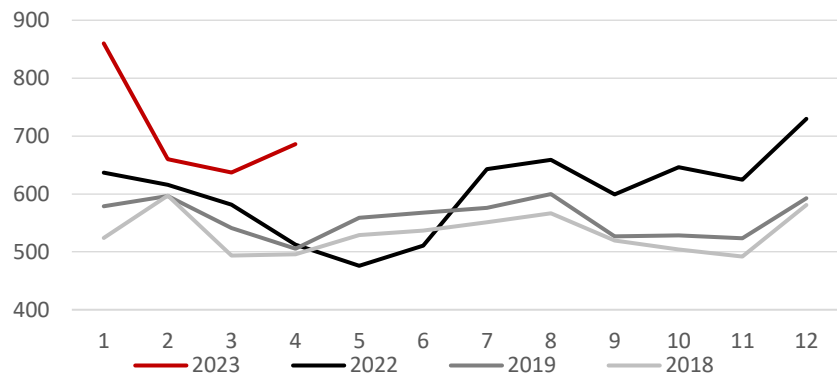
台灣餐館營收保持雙位數增長：台灣 2022 年餐飲營收 8,653 億元(+18.9%YOY)·其中餐館營收 7,234 億元(+18.7%YOY)·2023 年 1-4 月餐飲營收 3,368 億元(+20.5%YOY)·其中餐館營收 2,844 億元(+21.2%YOY)·保持雙位數增長。

表一：台灣餐飲營收

億元	餐飲合計	餐館	外燴及團膳承包業	飲料店
2018	7,775	6,390	423	962
2019	8,116	6,695	426	994
2020	7,776	6,498	299	978
2021	7,280	6,094	261	924
2022	8,653	7,234	319	1,101
1-4M23	3,368	2,844	139	385

資料來源：經濟部貿易局；永豐投顧研究處整理· Jun. 2023

圖一：台灣餐館營收(億元)



資料來源：經濟部貿易局；永豐投顧研究處整理· Jun. 2023

王座打造國際餐飲多元平台：王座國際餐飲股份有限公司(以下簡稱王座)成立於 2015 年 12 月，為六角轉投資公司，從事連鎖餐飲銷售和加盟，資本額原為 3 億元，疫情期間虧損減資後為 1.7 億元，王座目前擁有銀座杏子日式豬排、段純貞、大阪王將、京都勝牛和太陽蕃茄麵 5 個餐食品牌，在台灣有 47 家據點(國內全部為直營店)，國外代理有 8 家，2022 年營收佔比杏子炸豬排 54%、大阪王將 6%、段純貞 12%、勝牛 21%、太陽蕃茄拉麵 1%(台北市之外)、其他 6%(銷貨收入及國外代理權利金)。

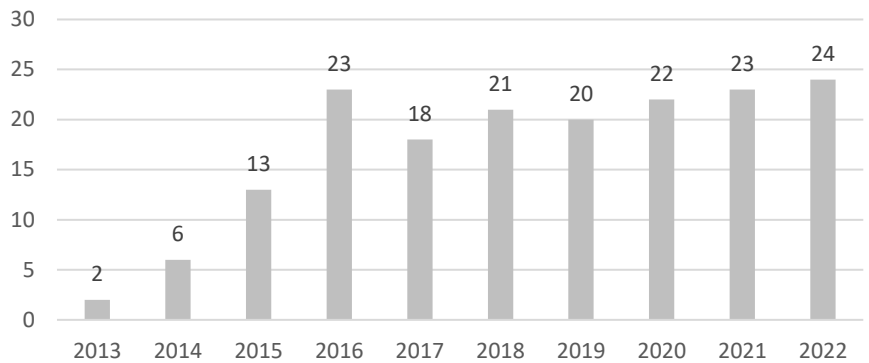
表二：王座旗下餐飲品牌

	杏子日式豬排	段純貞	王將	京都勝牛	太陽蕃茄麵
台灣據點	24	9	5	8	1
海外代理		5		3	
展店/營運方向	穩定展店，中長期 40-50家	國內展店以商場為主；海外代理積極拓點、香港美國加州	以住商混合區或人流較高的交通動線為主	穩定展店，中長期 10-12家	測試轉型，改推杏子小食堂
客單價	430-450	240-250	260-270	480-490	

資料來源：王座· Jun. 2023

杏子日式豬排：六角國際在 2013 年取得日本銀座杏子日式豬排台灣代理權，2016 年成立 100% 子公司王座國際，餐飲事業歸在王座國際旗下。杏子豬排客單價約 430-450 元，從 2013 年引進後積極展店，由於商場採加速折舊，獲利貢獻相對較少，經過幾年的調整，菜單增加非豬肉的品項、疫情期間改善送餐流程減少員工與客人接觸頻率，2022 年店數 24 家，未來穩健展店，與杏子小食堂(原為太陽蕃茄麵現址，販售豬排、拉麵)的中長期展店預計 40-50 家。隨著營運回溫，杏子豬排營收佔比從 2020 年的 48.3% 提升到 2022 年的 53.6%。

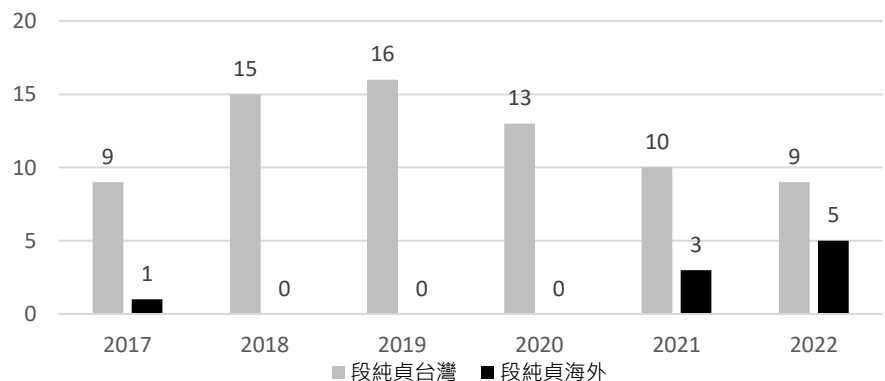
圖二：杏子豬排店數



資料來源：王座，Jun. 2023

段純貞牛肉麵：2015 年取得段純貞牛肉麵國內外代理權，客單價 240-250 元，2019 年店數一度高達 16 家，後來因為口味的一致性和疫情商場人流減少順勢關店，2022 台灣據點為 9 家，海外代理則積極展店，香港 5 家，2023 年美國加州將展 2 家，未來看好海外代理店數的增加，王座透過販售湯頭醬包給海外代理商。隨著店數減少，段純貞營收佔比從 2020 年的 19.8% 降至 2022 年的 11.7%，不過在體質調整下，已達損平。

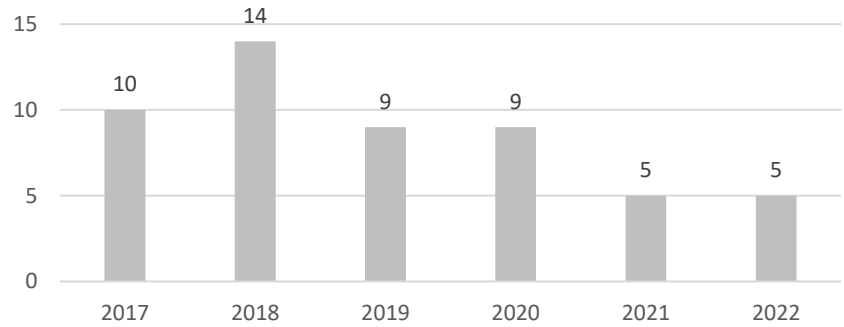
圖三：段純貞店數



資料來源：王座，Jun. 2023

大阪王將：2016 年取得日本大阪王將，販售煎餃和炒飯為主的日式料理，客單價 260-270 元，2022 年 5 家店面。隨著店數減少，大阪王將營收佔比從 2020 年的 9.4% 降到 2022 年的 6.3%；不過透過菜單調整及拉高品質的穩定性，2023 年將開始獲利。

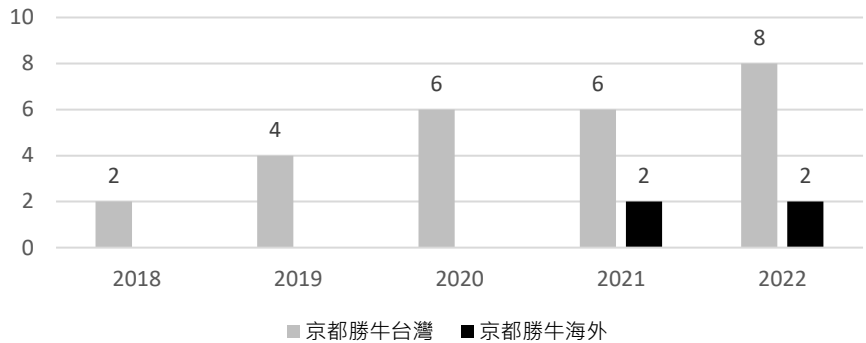
圖四：大阪王將店數



資料來源：王座·Jun. 2023

京都勝牛：2018 年取得日本京都勝牛在台經營權，販售炸牛肉和日式定食，客單價 480-490 元。2022 年店數 8 家，隨著店數增家，營收佔比從 2020 年的 17.4% 提升到 2022 年的 21.2%。京都勝牛是單月單店營收超過 200 萬的品牌，未來將持續展店，且透過去化代理商的牛肉進口方式，獲利將提升。

圖五：京都勝牛家數



資料來源：王座·Jun. 2023

橋村炸雞：先前的餐廳品牌是透過六角國際取得，橋村是王座國際首次取得國外品牌，取得台灣地區獨家總代理，預計 3Q23 年展店，屆時將引爆排隊人潮，初期仍以直營店為主，中長期則看好該品牌在台灣推廣加盟店的可能性。

表三：近三年營收項目佔比

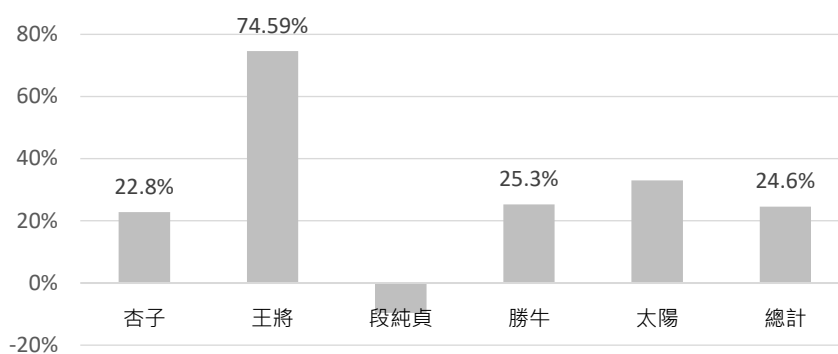
營收	2020 年	2021 年	2022 年
直營店	99.1%	96%	93.4%
-杏子	48.3%	51.6%	53.6%
-王將	9.4%	9.1%	6.3%
-段純貞	19.8%	16%	11.7%
-勝牛	17.4%	17.6%	21.2%
-太陽	4.2%	1.7%	0.6%
商品銷售	0.5%	1.5%	4.7%
其他	0.4%	2.5%	1.9%

資料來源：王座；永豐投顧研究處整理·Jun. 2023

2023 年 1-5 月平均單店月營收較 2019 年增長 24.6%：2023 年 1-5 月各品牌月營收較 2019 年增長 24.6%，除了段純貞仍在調整階段，其他品牌均較疫情前增

長，佔營收比重高的杏子和勝牛單店月營收均有 2 成以上的增長。

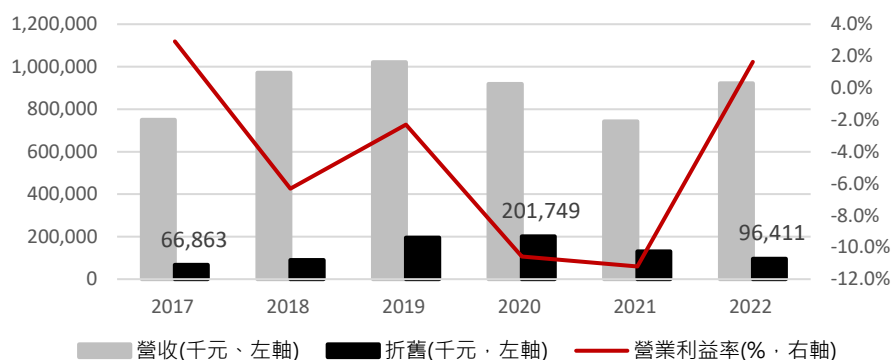
圖六：目前各品牌營收與疫情前相比



資料來源：王座；永豐投顧研究處整理，Jun. 2023

營收增加、折舊減少推升獲利：王座 2020 年營收 9.18 億元，折舊費用 2.02 億元，2022 年營收 9.21 億元，但折舊費用隨著閉店，過了展店初期的加速攤提年限，折舊費用降到 0.96 億元，以目前股本 1.7 億元計算，光是折舊費用的減少貢獻 EPS 約 5.7 元，讓 EPS 由 2020 年的 -5.7 元轉為 2022 年的 0.89 元。

圖七：王座營收和折舊趨勢圖

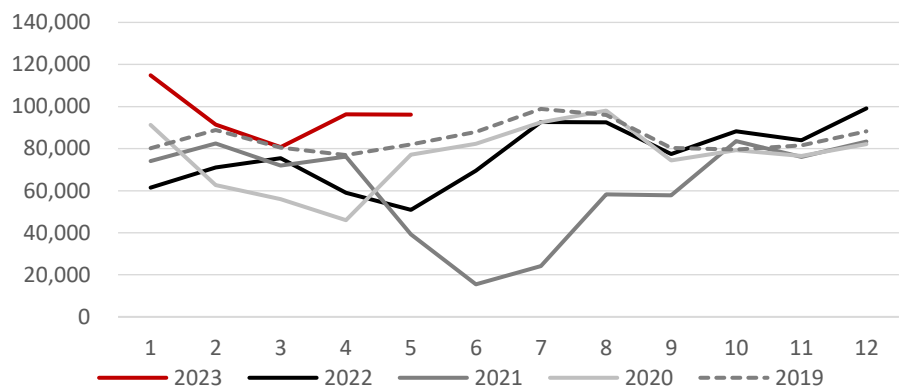


資料來源：王座；永豐投顧研究處整理，Jun. 2023

獲利重返成長軌道：研究處認為王座獲利將重返成長軌道，主因**(1)品牌結構調整效益、折舊持穩：**疫情前杏子豬排、段純貞和大阪王將積極展店，由於加速折舊，造成 2019/2020 年折舊費用達 1.95/2.02 億元；且 2020-2021 年因疫情營收減少造成虧損。故王座疫情期間將品牌汰落留強，並調整菜單、優化產品生產程序與送餐流程，提高產品從中央廚房到門市品質齊一性，及加強自動化(冷凍包餃)降低食材、人事上漲的壓力。相較於 2019 年 52 家據點，2023/5 台灣據點僅 47 家，營收不減反增；王座 2023 年 1-5 月營收 4.8 億元，年增率達 50.8%YoY，且相較 2019 年 1-5 月 4.09 億元增長 17%，尤其 1、4、5 月營收均超過 2019 年同期水準，後續營運增長力道可期。**(2)新品牌發酵：**橋村為韓國連鎖炸雞前五大品牌，觀察台灣已經導入的韓式炸雞連鎖品牌，平均展店 20-50 間，推估橋村後續展店空間大，不排除發展加盟體系。橋村為王座首次跨出台系、日系餐飲，未來計畫將導入更多元化的餐飲品牌。**(3)尚有抵稅額度：**依據王座 2022 年財報，累積虧損扣抵額度尚有 2.58 億元，推估今明兩年不需提列所得稅費用。王座 2022 年營收 9.21 億元(+24%YoY)、營業利率翻正 1.6%，稅後淨利 0.15 億元(虧轉盈)，稅後 EPS 0.89 元。其中 2H22 營收 5.34 億元，營業利率 8.4%，稅後獲利 0.44 億元，稅後 EPS 2.61 元。2023 年在展店審慎、折舊費用持穩、新品牌效益及尚有抵稅額

度·獲利重返成長軌道。

圖八：王座月營收



資料來源：王座；永豐投顧研究處整理·Jun. 2023

表四：損益表

單位：百萬元	2018	2019	2020	2021	2022
營業收入	871	1021	918	743	921
%變動率	29.6	5.1	-10.1	-19.1	24
營業毛利	422	449	362	291	411
毛利率 (%)	43.4	44	39.4	39.1	44.6
營業淨利	-61	-23	-97	-83	15
營益率 (%)	-6.3	-2.3	-10.6	-11.2	1.6
稅前淨利	-62	-25	-97	-83	14.9
稅後純益	-62	-25	-97	-83	15.2
稅後純益率 (%)	-6.4	-2.5	-10.6	-11.1	1.6
股本	300	300	170	170	170
稅後 EPS(元)	-2.08	-0.83	-5.7	-4.86	0.89

資料來源：永豐投顧研究處整理·Jun. 2023

台北	永豐證券投資顧問股份有限公司 台北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 台北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
----	---	---

香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288
----	---

上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220
----	---

倫敦	永豐金證券(歐洲)有限公司 6 Lloyds Avenue, London EC3N 3AX, UK 電話：(44-20) 7614-9999
----	---

責任聲明

本報告所載內容已力求公正客觀性，並有合理環境假設基礎，相關內容僅供閱讀者參考，讀者仍應自行思考及研判各項投資風險，本公司不負擔投資人投資損益責任，並留意本集團(永豐金控)下轄之永豐金證券股份有限公司擔任王座主辦承銷券商角色。

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤

N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致

S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Notice for UK Persons**

This Document may only be issued or passed on to any person in the United Kingdom if that person is of a kind described in Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2001 or otherwise pursuant to exemptions to section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000. In addition, no person who is an Authorized Person may issue or pass on this document, or otherwise promote SPSE, to any person in the United Kingdom other than by the rules of the Financial Conduct Authority (FCA) applicable to such Authorized Persons. This Document is confidential and is intended solely for the use of its recipient.

Important Disclosures for U.S. Persons

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.

SinoPac Securities (Europe) Limited is regulated by the FCA