

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

# 餐飲產業

## 疫後復甦動能將持續

### 焦點內容

台灣餐飲銷售已回升超過疫情前水準，而凱基預期 2H23 增長動能將延續，帶動餐飲類股表現超前，主要可受惠於 (1) 內需消費持續升溫；(2) 產業進一步整併；(3) 中國事業營運復甦；與 (4) 開拓滲透率偏低的美國市場。我們重申美食-KY (2723 TT, NT\$149, 增加持股)「增加持股」評等以及目標價 188 元，並將王品 (2727 TT, NT\$333, 增加持股)、八方雲集 (2753 TT, NT\$174, 增加持股) 與瓦城 (2729 TT, NT\$275.5, 增加持股) 納入研究範圍，建議「增加持股」，目標價分別為 416 元、214 元與 314 元，原因是我們預期內需消費持續復甦將進一步推升企業獲利並創造評價上檔。

### Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

### 凱基投顧

莊政翰  
886.2.2181.8719  
angus.chuang@kgi.com

高政修  
886.2.2181.8735  
allen.gao@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 重要訊息

自 4Q22 防疫管制鬆綁後，台灣餐飲業者整體市值已成長 46%，而凱基認為其股價漲勢將延續至 2H23，主因 (1) 內需消費持續升溫；(2) 產業進一步整併；(3) 中國事業營運復甦；與 (4) 開拓滲透率偏低的美國市場有機會提升個股評價。

### 評論與分析

**多項因素支持疫後消費復甦。**受惠於防疫管制放寬與邊境重啟，今年以來台灣餐飲銷售較去年同期成長 20%，增幅超越 4Q22 的 14%。我們認為有助國內消費復甦的利好，包括可支配所得持續攀升、疫情期間累積超額儲蓄與就業市場改善將延續至 2H23，預期餐飲族群的股價表現將持續領先大盤。過去三年台灣可支配所得年複合成長 4.8%，而 4Q22 前消費持續受到疫情干擾，因此產生逾 4.6 兆元的超額儲蓄。我們認為所得與支出差距擴大與高額儲蓄意味著消費者有能力進一步提高支出。

**中國解封後餐飲服務業將加速成長。**中國解封與振興消費政策讓消費支出重拾動能，4 月零售與餐飲銷售年增率分別加速至 18% 與 44%，為兩年來新高。雖然目前餐飲銷售仍只有疫情前的八成水準，但我們看好今年中國家庭消費將持續升溫 (儘管成長力道溫和)。美國餐飲銷售歷時 13 個月重回疫情前水準，而台灣則花了 18 個月。儘管中國可能需要更長時間才能看到消費明顯復甦，但我們認為以台、美的復甦經驗，餐飲服務與觀光業在需求累積的情況下將率先出現較強勁的成長。

**美國市場提供新成長動能與評價提升機會。**除了兩岸市場客流量回升外，我們認為台灣餐飲業者進一步拓展滲透率偏低的美國市場將帶來新成長契機，進而創造潛在評價上檔。美國是全球最大的消費市場，而當地亞裔人口快速增長意味著未來成長可期，且儘管面臨高通膨，但當地經濟成長與消費支出仍優於預期。有鑑於美食-KY (2723 TT, NT\$149, 增加持股) 的 85 度 C 咖啡烘焙店在美國順利成長茁壯：69 家門市遍佈七個州，年營業額達近 60 億元，佔公司整體營收逾 30%，故我們認為對有意跨足大中華區以外市場的台灣餐飲品牌業者而言，美國確實是個機會寶地。

### 投資建議

我們重申對美食-KY 的正面看法以及目標價 188 元，並將王品 (2727 TT, NT\$333, 增加持股)、八方雲集 (2753 TT, NT\$174, 增加持股) 與瓦城 (2729 TT, NT\$275.5, 增加持股) 納入研究範圍，建議「增加持股」，目標價分別為 416 元、214 元與 314 元，原因是我們預期內需消費持續復甦將進一步推升企業獲利並創造評價上檔。基於中國市場復甦與評價具吸引力，我們的投資首選為王品與美食-KY。

### 投資風險

新冠疫情捲土重來、中國消費復甦較預期緩慢。

### 同業評價比較

公司	代碼	評等	股價 (元)	目標價 (元)	上漲空間 (%)	每股盈餘 (元)			本益比 (倍)			股價淨值比 (倍)		
						2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
美食-KY	2723 TT	增加持股	149.0	188	26	2.68	5.97	8.16	55.5	25.0	18.3	2.5	2.4	2.4
王品	2727 TT	增加持股	333.0	416	25	5.15	17.94	19.81	64.6	18.6	16.8	7.9	7.4	7.1
八方雲集	2753 TT	增加持股	174.0	214	23	10.00	8.49	11.27	17.4	20.5	15.4	3.5	3.4	3.2
瓦城	2729 TT	增加持股	275.5	314	14	3.62	15.15	15.70	76.0	18.2	17.5	4.0	4.5	4.5

資料來源：Bloomberg；凱基

### 美食-KY (2723 TT, NT\$149, 增加持股)

我們認為美食-KY 前景向好，將受惠中國消費復甦、美國展店速度加快、客流量穩健復甦，持續助益其營益率擴張並推升評價上檔。我們給予目標價 188 元，係基於 23 倍本益比，對比歷史區間 15-35 倍。維持「增加持股」評等。

### 王品 (2727 TT, NT\$333, 增加持股)

王品為在台灣與中國經營連鎖餐廳的最大本地業者，旗下品牌多樣，涵蓋從高檔牛排館到平價火鍋連鎖店。我們認為公司前景亮眼，將搭上疫後消費復甦潮。王品提供各式價位、不同種類之料理以吸引各類消費族群，進一步強化市佔率擴張。凱基首評王品，給予目標價 416 元，係基於 21 倍本益比與「增加持股」評等。





### 八方雲集 (2753 TT, NT\$174, 增加持股)

凱基首評台灣連鎖餐廳業者八方雲集，給予「增加持股」評等與目標價 214 元，係基於 19 倍本益比。我們預期公司將在滲透率低的美國市場複製加盟導向的商業模式，係因當地亞裔人口快速成長預示美國市場潛力龐大。我們認為台灣與海外市占率進一步提升將帶動獲利率成長，並迎來股票評價上修機會。

### 瓦城 (2729, NT\$275.5, 增加持股)

凱基首評東方料理連鎖餐廳業者瓦城，給予「增加持股」評等與目標價 314 元，係基於 20 倍本益比。瓦城擁有中央廚房與完整廚師訓練計劃，為公司營收成長穩健與獲利率超前同業之原因。我們預期未來三年展店加速，將進一步推升營益率上檔，並提升股票評價。

圖 1：台灣主要餐飲業者概況

代號	王品 2727 TT	美食-KY 2723 TT	八方 2753 TT	瓦城 2729 TT
旗艦品牌				
市值(百萬美元)	833	868	375	273
地區別營收	中國 (25%) 台灣 (75%)	中國 (53%) 台灣 (16%) 美國 (30%)	台灣 (80%) 美國 (2%) 香港 (18%)	台灣 (100%)
門市數量	台灣 (308) 中國 (100)	台灣 (445) 中國 (575) 美國 (69) 香港 (6)	台灣 (1,245) 美國 (2) 香港 (72)	台灣 (140)
業務類型	直營 (台灣: 100%)	直營 (中國: 100%; 美國: 100%) 加盟 (台灣: >90%)	直營 (美國: 100%) 加盟 (台灣: >70%)	直營 (台灣: 100%)
2022年營收 (台幣百萬元)	18,321	19,514	6,799	4,539
2022年毛利率 (%)	43.3	57.6	37.1	49.2
2022年營利率 (%)	2.6	3.7	11.6	3.7

資料來源：公司資料；凱基

### 投資風險

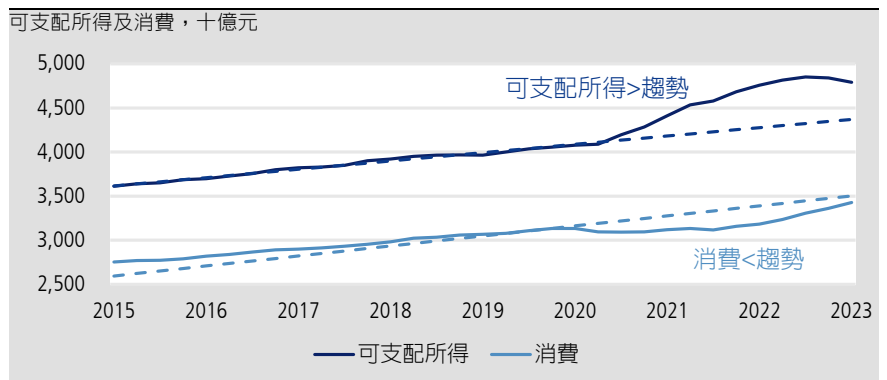
我們認為餐飲產業正向展望之下檔風險來自疫情再次升溫或人員移動限制，而原物料價格進一步上漲與員工薪資攀升將拖累我們獲利率擴張之觀點。儘管同店營收成長復甦有助於緩解成本逆風，原物料價格持續上漲仍將壓抑無法轉嫁成本上揚之餐飲業者獲利復甦。

### 所得與支出差距擴大帶動內需消費

台灣零售與餐飲銷售年初迄今增率分別由 4Q22 的 4.4%、13.6% 攀升至 6.0%、20.5%，主要可歸功於防疫措施鬆綁與重新開放外國旅客入境。於此背景下，台灣餐飲業者的整體股票市值自 4Q22 以來已成長 46.0%，增幅超越大盤的 24.5%。我們認為進入 2H23、2024 年餐飲類股的漲勢仍將持續，係因預期在可支配所得加速成長、疫情期間累積超額儲蓄且就業市場改善的情況下，台灣家庭消費將維持穩健成長。

過去三年疫情期間台灣的可支配所得成長力道遠超過以往，年複合成長率達 4.8%，4Q22 前消費則持續受到疫情干擾，因此累積超過 4.6 兆元超額儲蓄。我們認為所得與支出的差距擴大以及高額儲蓄意味著消費者有能力提高支出，有利於民間消費展望。台灣 1Q23 民間消費年增 6.5%，成長幅度較主計處預估高出 2.3 個百分點，且主計處也將全年成長目標由原先的 5.24% 上修至 6.92% (2022 年成長率為 3.59%)，反映疫情趨緩後經濟活動恢復正常、外食與休閒旅遊人數顯著攀升且就業市場穩定。4 月台灣失業率進一步降至 3.56%，創 2001 年 1 月以來新低。

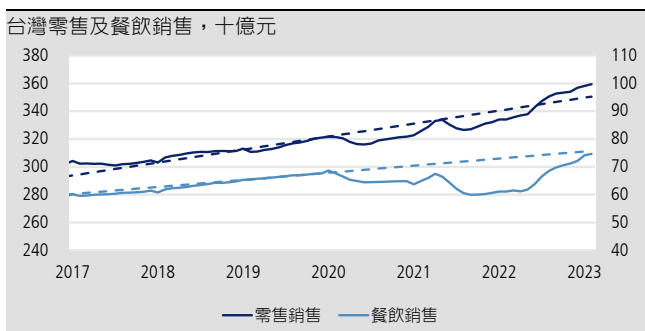
圖 2：可支配所得與消費差距擴大



資料來源：主計處；凱基

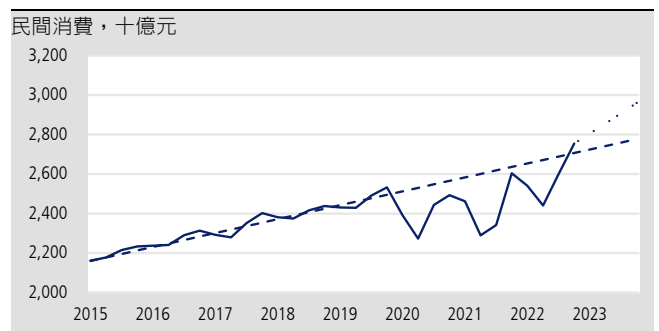
儘管台灣零售銷售已突破疫情前水準，但餐飲銷售仍低於趨勢(圖 3)。隨著疫情後消費重心轉向娛樂/服務且海外工作人口返國，我們預期餐飲銷售將逐漸向趨勢線靠攏。主計處資料顯示 2021 年台灣出國工作的人數降至 31.9 萬的低點，對比疫情前五年平均為 73.3 萬。

圖 3：台灣餐飲銷售仍低於趨勢線



資料來源：經濟部；凱基

圖 4：台灣民間消費成長將加速

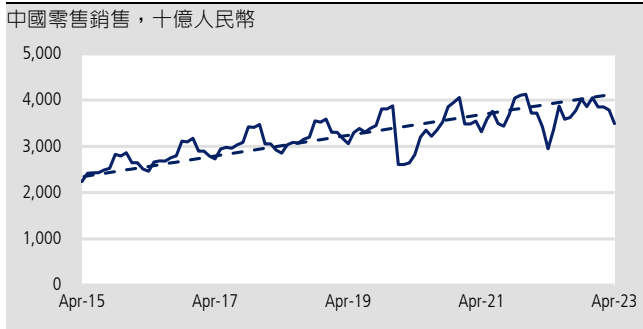


資料來源：主計處；凱基

**中國消費復甦將為餐飲服務挹注強勁成長動能**

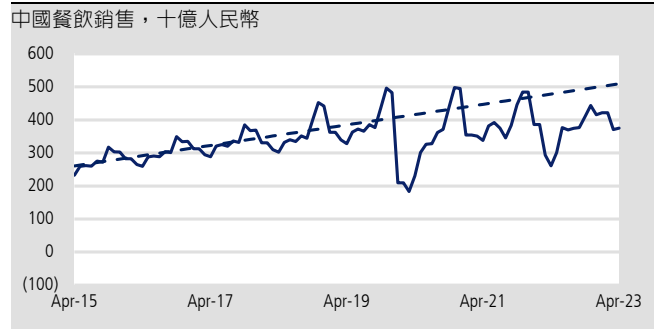
中國解封與刺激消費政策確實提振了消費支出，4 月零售銷售年增率上升至 18.4%，為 2021 年 3 月以來新高。消費復甦主要由服務業帶動，其中食品飲料銷售更加強勁，4 月年增 43.8%，對比 1Q23 為 13.9%，並超前商品銷售的 15.9% 年增。基於可支配所得增加，我們看好今年中國家庭消費將持續升溫，部份疫情期間受創最重的產業（包括餐飲、觀光和休閒）復甦可望最為顯著，進而嘉惠切入中國內需市場的台灣餐飲業者。

**圖 5：中國消費支出低於趨勢**



資料來源：Wind；凱基

**圖 6：中國餐飲銷售顯著低於趨勢**



資料來源：Wind；凱基

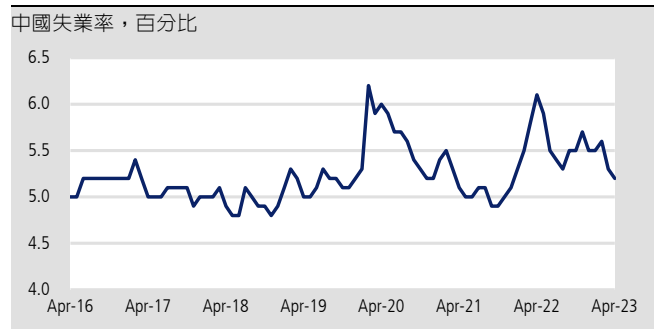
儘管年初至今中國零售銷售年增 8.5%，但仍低於疫情前五年平均複合成長 9.4% 的水準，餐飲銷售亦遠低於趨勢線。隨著經濟活動回歸正常且國內旅遊升溫，我們預期餐飲服務將持續朝趨勢線復甦。據文化和旅遊部統計，五一黃金週五天期間中國國內旅遊人次達 2.74 億，年增 71%，亦較 2019 年成長 19%。我們認為疫情期間累積的觀光與外食需求將持續帶動餐飲銷售復甦。

**圖 7：中國消費者信心正在復甦**



資料來源：Bloomberg；凱基

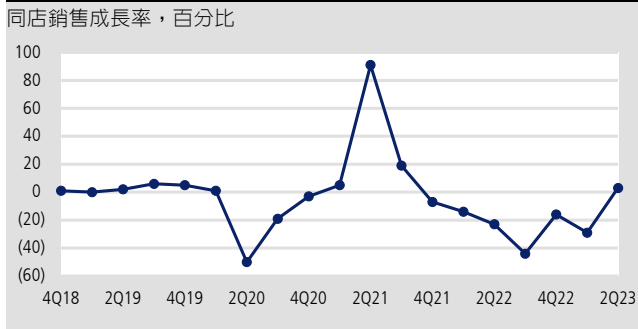
**圖 8：中國勞動市場改善**



資料來源：Bloomberg；凱基

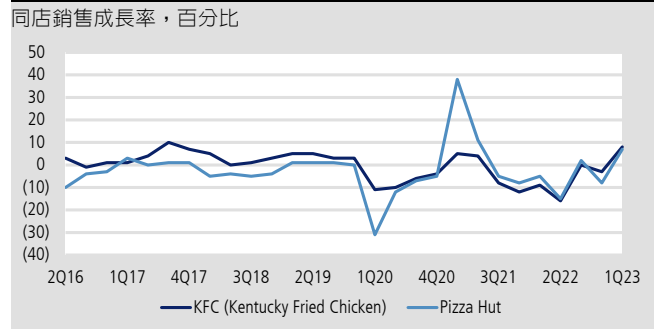
儘管中國解封後消費復甦腳步較預期緩慢：4 月零售銷售仍較疫情前水準低 10%，餐飲銷售則較 2019 年底短少 22%，但我們確實看到消費人潮回升的正面跡象，並認為儘管復甦力道和緩，但消費支出將持續回升。1Q23 中國星巴克同店營收恢復成長，為近兩年來首見，百勝中國旗下的肯德基與必勝客品牌 1Q23 同店營收成長率亦分別自 4Q22 的 -3%、-8% 轉正為 8%、7%。無獨有偶，美食-KY 3 月同店營收成長率也從 1-2 月的低個位數衰退轉為成長 0-1%，4 月則受惠於去年低基期，同店營收成長加速至低雙位數。

圖 9：星巴克中國同店銷售回到正成長



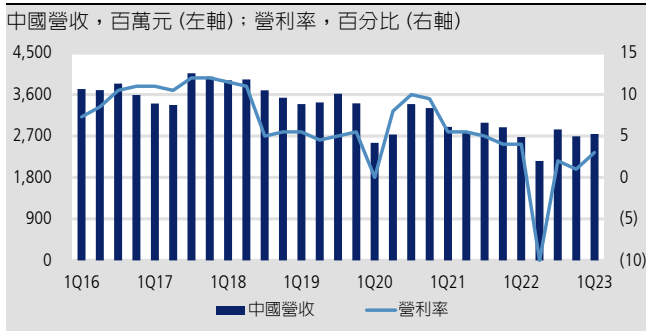
資料來源：公司資料；凱基

圖 10：人流復甦推動百勝中國同店銷售成長



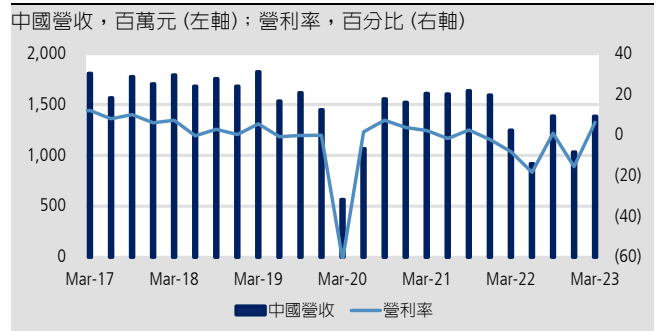
資料來源：公司資料；凱基

圖 11：美食-KY 中國利潤率進一步回升



資料來源：公司資料；凱基

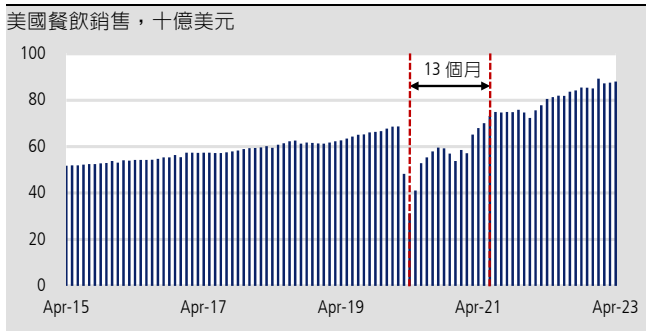
圖 12：王品中國業務轉虧為盈



資料來源：公司資料；凱基

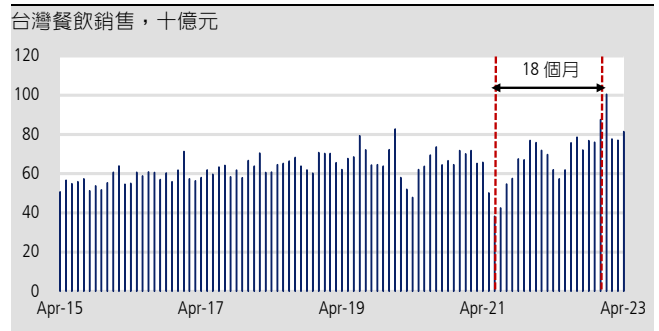
我們觀察到美國餐飲銷售歷時 13 個月重回疫情前水準，而台灣因政府延長防疫措施且重啟邊境步伐緩慢，故花了 18 個月才恢復疫情前水準。中國先前嚴格實施清零政策且全面管控措施重創經濟與就業市場，因此我們認為當地消費復甦所需時間與台、美相比可能更長，但根據台、美的復甦經驗，我們相信餐飲服務與觀光業在需求回升的情況下將率先出現較顯著的成長。

圖 13：美國餐飲銷售遠高於疫情前水準



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 14：台灣餐飲銷售耗時 18 個月重返 2019 年底水準



資料來源：主計處；凱基

美國市場提供新成長動力及評價上修契機

除了台灣和中國客流量持續復甦外，我們認為進一步擴張滲透率偏低的美國市場提供台灣餐飲業者新的成長契機，依我們之見將驅動潛在評價上檔。美國是全球最大消費市場，當地亞洲人口迅速成長顯示未來成長潛力可期，而儘管通膨高漲且借貸成本攀升，美國經濟和消費者支出仍維持於優於預期之水準。

美國人口普查局資料顯示，2000-2020 年期間亞裔人口成長 94%，為單一族裔中增長最迅速者，對比當地人口成長 18%，帶動亞裔佔總人口比重從 2000 年之 4% 擴張至 2020 年 6%。美國普查局也預估，隨人口變化持續，至 2060 年亞裔佔總人口比重將達 9%。美食-KY 旗下 85 度 C 咖啡蛋糕烘焙專賣店已取得成功實績，美國本土六州與夏威夷之 69 家門市年營收達近 60 億元、佔總營收逾 30%；我們認為其正確的菜單、中央工廠化生產以確保穩定產品品質，以及吸引目標顧客之行銷策略顯示，任何台灣本地品牌皆可將營運觸角擴張至大中華以外地區，並將客群拓展至亞裔以外人口。

由於價位較高，美國市場在達到一定規模之後，利潤率前景通常優於台灣連鎖餐飲業者之本地營運。我們認為進一步擴張至亞洲料理競爭相對和緩的美國市場可望加速其獲利成長，並驅動潛在評價倍數上修。根據 Euromonitor，2021 年美國前 90 大連鎖餐飲服務業者產品多以速食、美式料理及飲料為主，僅三家主打亞洲料理，顯示美國可能是經營有成之台灣餐飲品牌較易進入的海外市場。

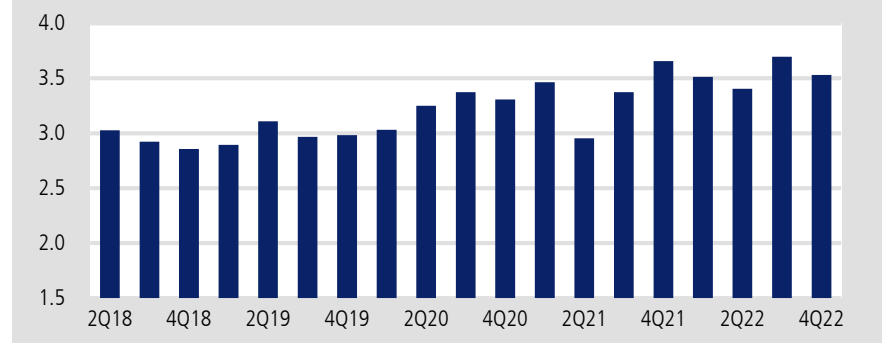
### 進一步整併有利於經營有成之業者

全球疫情無疑地顛覆零售產業的發展，迫使餐飲業者加速轉向數位化，並導致消費者行為劇烈轉變。最重要的是，新冠肺炎改變了餐飲服務業的遊戲規則，帶動產業朝進一步整併之方向轉型，我們認為將嘉惠經營有成之業者。

隨著人們增進健康安全意識，我們見證餐飲業者加速數位化與自動化之進程，提供消費者無接觸用餐體驗：例如，導入數位菜單、線上點餐、機器人送餐以至提供無接觸付費方式，而我們認為這些變化可能使小型與個體經營者在競賽上居於落後。據我們統計，台灣餐飲企業 2019-22 年本地營收年複合成長 7.7%，超越產業 1.8% 水準，證實了連鎖品牌市占率穩健擴大。

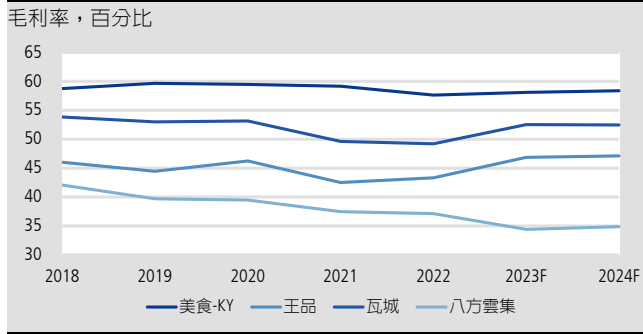
圖 15：經營有成之餐飲業者進一步擴大市占率

台灣上市餐飲企業合併營收占餐飲業整體銷售比例，百分比



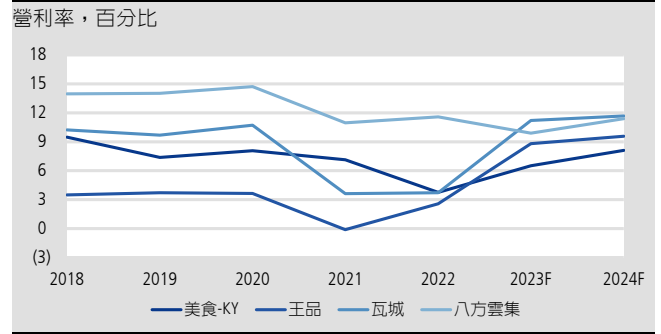
資料來源：TEJ；主計處，凱基

圖 16：台灣餐飲同業毛利率



資料來源：TEJ；Bloomberg；凱基預估

圖 17：台灣餐飲同業營利率



資料來源：TEJ；Bloomberg；凱基預估

此外，我們認為建立電商 app 及打造有效之行銷策略和會員制度以提高客戶忠誠度之能力，在疫後時代變得益發重要，主因新世代消費者花費在智慧型手機與社群媒體之時間與日俱增，我們認為將使連鎖業者進一步從同業中脫穎而出。會員數超過全台消費者四分之一的王品表示，其會員通常較一般消費者花費多出 20-30%，而 40% 的交易係使用其品牌 app。我們認為餐飲業的競爭態勢已轉變為有利於經營有成之連鎖業者，預示其長期獲利成長前景看俏。

圖 18：同業評價比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)			本益比			毛利率 (%)			營業利益率 (%)			股價表現			
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	3M	6M	12M	YTD
美食-KY	2723 TT	868	149.0	2.68	5.97	8.16	55.5	25.0	18.3	57.6	58.1	58.4	3.7	6.5	8.1	(5.7)	22.1	56.0	(1.7)
王品	2727 TT	833	333.0	5.15	17.94	19.81	64.6	18.6	16.8	43.3	46.9	47.1	2.6	8.8	9.6	19.6	110.8	187.1	98.2
瓦城	2729 TT	273	275.5	3.62	15.15	15.70	76.0	18.2	17.5	49.2	52.5	52.5	3.7	11.2	11.7	7.8	32.5	24.4	34.4
八方雲集	2753 TT	375	174.0	10.00	8.49	11.27	17.4	20.5	15.4	37.1	34.4	34.9	11.6	9.9	11.4	(30.7)	(17.5)	26.1	(23.3)
安心	1259 TT	81	76.8	4.02	N.A.	N.A.	19.1	N.M.	N.M.	25.4	N.A.	N.A.	2.1	N.A.	N.A.	(4.6)	4.9	12.3	4.3
漢來美食	1268 TT	226	162.5	3.08	N.A.	N.A.	52.8	N.M.	N.M.	40.6	N.A.	N.A.	0.8	N.A.	N.A.	4.5	24.5	54.8	25.5
六角	2732 TT	269	178.5	6.56	9.53	N.A.	27.2	18.7	N.M.	44.1	47.4	N.A.	7.9	12.4	N.A.	9.8	45.7	84.0	42.2
豆府	2752 TT	221	259.0	10.36	N.A.	N.A.	25.0	N.M.	N.M.	52.0	N.A.	N.A.	13.2	N.A.	N.A.	0.0	41.9	76.2	34.2
亞洲藏壽司	2754 TT	268	176.5	5.21	8.77	10.70	33.9	20.1	16.5	41.8	N.A.	N.A.	8.4	10.5	10.5	(14.7)	31.2	145.5	26.5
聯發國際	2756 TT	91	137.0	7.12	N.A.	N.A.	19.2	N.M.	N.M.	57.1	N.A.	N.A.	23.0	N.A.	N.A.	15.6	34.3	29.2	10.9
<b>國內同業平均</b>							<b>39.1</b>	<b>20.2</b>	<b>16.9</b>	<b>44.8</b>	<b>47.9</b>	<b>48.2</b>	<b>7.7</b>	<b>9.9</b>	<b>10.3</b>	<b>0.2</b>	<b>33.0</b>	<b>69.6</b>	<b>25.1</b>

資料來源：Bloomberg；凱基

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

## 美食-KY

(2723.TW/2723 TT)

## 增加持股·維持

收盤價 May 31 (NT\$)	149.0
12 個月目標價 (NT\$)	188.0
前次目標價 (NT\$)	188.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	26.2

## 焦點內容

基於美國同店營收成長動能持續與中國同店營收成長轉正，我們認為公司營益率將進一步復甦。我們預期獲利重返上升週期將助攻個股評價走升，維持「增加持股」評等與目標價 188 元。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	26.82 / 872
流通在外股數 (百萬股)：	180.0
外資持有股數 (百萬股)：	112.5
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.49
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	95.90 -168.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-5.7	22.1	56
相對表現 (%)	-12.6	10.7	57.4

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.33A	(0.27)A	0.92A	0.71A
2023	1.38F	1.23F	1.55F	1.81F
2024	1.77F	1.68F	2.20F	2.51F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

莊政翰  
886 2 2181 8719  
angus.chuang@kgi.com

高政修  
886 2 2181 8735  
allen.gao@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 利潤率進一步復甦信心強化

## 重要訊息

我們預期中國解封後客流量復甦及美國同店營收成長動能延續，加上展店集中下半年，將推升美食-KY 營利率並帶來股價上檔。

## 評論及分析

**美國營益率進一步上揚。**美國市場為美食-KY 營運亮點，四月同店營收成長維持在低雙位數。管理層預期 2Q23 美國營益率將較 1Q23 的 11% 季增，係因旺季推升營收與美國同店營收成長動能。兩家於 4Q22 在夏威夷與亞利桑那州開幕的門市單店日均營收 (PSD) 在開店六個月後仍高於全國平均 40%，顯示消費者品牌認同強勁。公司今年開出 6-8 家美國新門市的目標將集中在下半年，隱含美國營益率將於 2H23 進一步擴張。

**中國同店營收成長轉正。**中國同店營收成長於 3 月轉正 (年增 0-1%)，並於 4 月加速至 13-14% 係受惠去年基期偏低。儘管中國復甦較預期緩慢，公司預期營益率在 2H23 有機會較明顯復甦，原因為：(1) 季節性效應 (天氣寒冷將帶動麵包與蛋糕銷售，加上中秋節效應)；(2) 店數增加；與 (3) 整體中國消費復甦。公司預期年底中國門市數可達 590-600 家，隱含新增 20-30 家，為三年來首度出現正成長。

**評價走升契機。**鑒於中、美同店營收成長復甦，我們預期公司營益率將自 2Q23 起恢復年增，終結七個季度以來跌勢。加上 2H23 將加速展店，我們現估今年明兩年營利率將年增 2.8、1.6 個百分點，帶動獲利分別年增 123%、37%。我們認為營利率與獲利重返上升週期將助攻個股評價走升。

## 投資建議

我們預期美國同店營收成長持續與中國復甦將進一步推升美食-KY 營益率復甦，並相信獲利重回上升週期將帶動股價向上。我們重申「增加持股」評等與目標價 188 元，係基於 23 倍本益比，對比歷史區間 15-35 倍。

## 投資風險

下檔風險包括中國疫情管制升級以及展店延宕。

## 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	19,861	19,514	21,257	22,955	24,962
營業毛利 (NT\$百萬)	11,751	11,248	12,352	13,402	14,563
營業利益 (NT\$百萬)	1,415	731	1,383	1,860	2,155
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,093	483	1,075	1,469	1,721
每股盈餘 (NT\$)	6.07	2.68	5.97	8.16	9.56
每股現金股利 (NT\$)	5.00	2.50	4.78	6.53	7.65
每股盈餘成長率 (%)	7.7	(55.8)	122.5	36.7	17.2
本益比 (x)	24.5	55.5	25.0	18.3	15.6
股價淨值比 (x)	2.4	2.5	2.4	2.4	2.3
EV/EBITDA (x)	4.7	6.8	6.5	5.1	4.2
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.4	1.7	3.2	4.4	5.1
股東權益報酬率 (%)	10.1	4.4	9.8	13.0	14.9

資料來源：公司資料，凱基



圖 1: 2Q23 及 3Q23 獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2Q23F					3Q23F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	4,831	(7.1)	10.3	5,169	(6.5)	5,539	14.6	7.6	5,574	(0.6)
毛利	2,778	(9.0)	10.5	3,006	(7.6)	3,215	15.7	9.5	3,267	(1.6)
營業利益	279	(15.5)	-	318	(12.1)	362	29.7	63.7	422	(14.0)
稅前淨利	310	(11.3)	-	317	(2.4)	390	25.8	67.6	437	(10.8)
稅後淨利	222	(10.5)	-	235	(5.8)	280	26.2	69.6	325	(13.9)
每股盈餘(元)	1.23	(10.5)	-	1.31	(5.8)	1.55	26.2	69.6	1.81	(13.9)
毛利率(%)	57.5	(1.3)ppts	0.1 ppts	58.2	(0.7) ppts	58.0	0.6 ppts	1.0 ppts	58.6	(0.6) ppts
營業利益率(%)	5.8	(0.6)ppts	6.4 ppts	6.1	(0.4) ppts	6.5	0.8 ppts	2.2 ppts	7.6	(1.0) ppts
淨利率(%)	4.6	(0.2)ppts	5.7 ppts	4.6	0.0 ppts	5.1	0.5 ppts	1.8 ppts	5.8	(0.8) ppts

資料來源：彭博；凱基預估

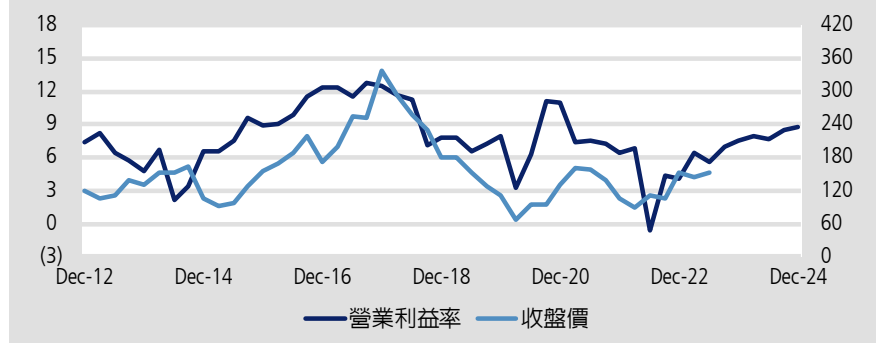
圖 2: 2023-25 年獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F				2025F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	21,257	8.9	21,593	(1.6)	22,955	8.0	23,580	(2.6)	24,962	8.7	26,005	(4.0)
毛利	12,352	9.8	12,645	(2.3)	13,402	8.5	13,851	(3.2)	14,563	8.7	15,370	(5.2)
營業利益	1,383	89.1	1,492	(7.3)	1,860	34.5	1,796	3.6	2,155	15.9	2,126	1.4
稅前獲利	1,497	106.5	1,612	(7.2)	2,026	35.4	1,952	3.8	2,374	17.2	2,428	(2.2)
稅後淨利	1,075	122.5	1,144	(6.1)	1,469	36.7	1,349	8.9	1,721	17.2	1,613	6.7
每股盈餘(元)	5.97	122.5	6.36	(6.1)	8.16	36.7	7.49	8.9	9.56	17.2	8.96	6.7
毛利率(%)	58.1	0.5 ppts	58.6	(0.5)ppts	58.4	0.3 ppts	58.7	(0.4)ppts	58.3	(0.0)ppts	59.1	(0.8)ppts
營利率(%)	6.5	2.8 ppts	6.9	(0.4)ppts	8.1	1.6 ppts	7.6	0.5 ppts	8.6	0.5 ppts	8.2	0.5 ppts
淨利率(%)	5.1	2.6 ppts	5.3	(0.2)ppts	6.4	1.3 ppts	5.7	0.7 ppts	6.9	0.5 ppts	6.2	0.7 ppts

資料來源：彭博；凱基預估

圖 3: 營利率復甦將帶動股價向上

營業利益率，百分比(左軸)；股價，元(右軸)



資料來源：台灣經濟新報；凱基

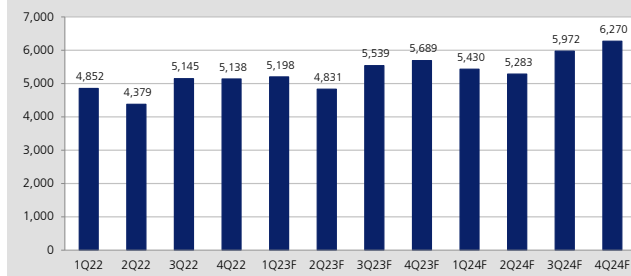
圖 4: 公司概況

成立於 2003 年的美食-KY 以 85 度 C 品牌從事咖啡與烘焙產品連鎖店的營運，旗下在台灣共 445 家店面供應麵包、蛋糕、咖啡與茶飲，其中超過 90% 為加盟店。公司於 2007 年進入中國市場，店面數截至 4Q22 為 570 家。美食-KY 另外在美國設有 69 家分店。2012 年透過合資開設首家香港據點，目前全港經營 6 家分店。2022 年中國為美食-KY 最大營收來源，佔比為 53%，台灣地區則貢獻 15%。

資料來源：凱基

圖 6: 季營業收入

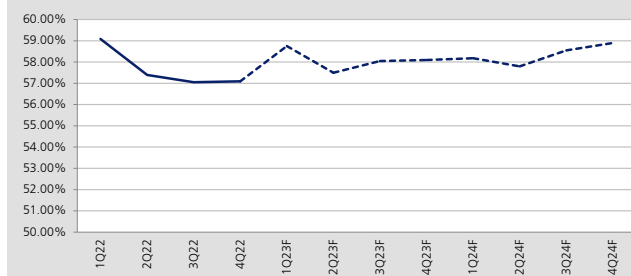
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 毛利率

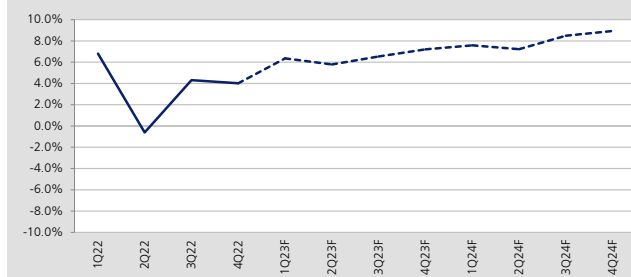
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 營業利潤率

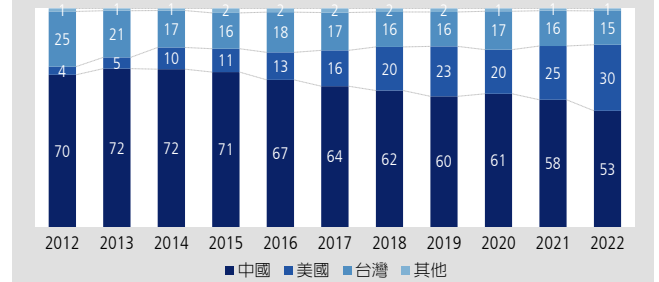
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 5: 中國為主要營收來源

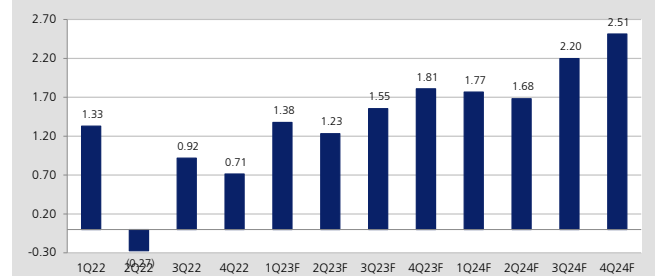
營收地區別，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 每股盈利

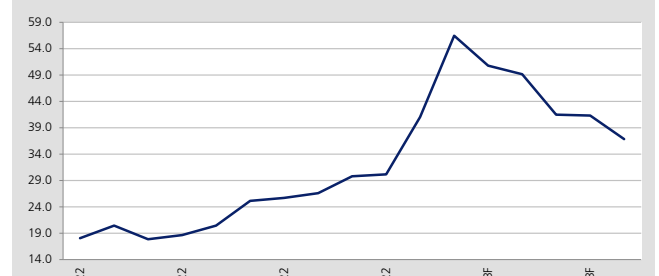
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9: 本益比

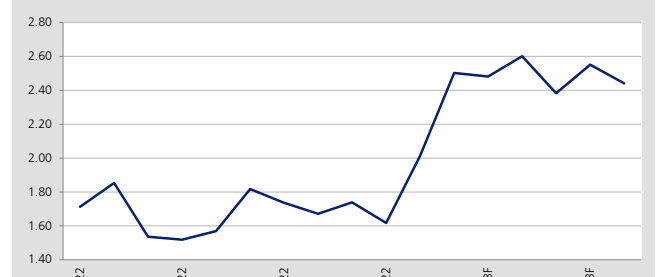
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 11: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	5,198	4,831	5,539	5,689	5,430	5,283	5,972	6,270	21,257	22,955	24,962
營業成本	(2,144)	(2,054)	(2,324)	(2,384)	(2,271)	(2,230)	(2,476)	(2,577)	(8,905)	(9,553)	(10,399)
營業毛利	3,054	2,778	3,215	3,305	3,159	3,053	3,497	3,692	12,352	13,402	14,563
營業費用	(2,723)	(2,498)	(2,853)	(2,895)	(2,747)	(2,672)	(2,990)	(3,132)	(10,969)	(11,542)	(12,408)
營業利益	331	279	362	410	412	381	507	560	1,383	1,860	2,155
折舊	(470)	(468)	(472)	(470)	(500)	(498)	(502)	(500)	(1,879)	(2,001)	(2,100)
攤提	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(17)	(17)	(17)
EBITDA	805	751	838	884	917	884	1,013	1,065	3,278	3,878	4,272
利息收入	31	35	35	40	42	44	43	44	141	174	212
投資利益淨額	5	5	6	9	7	6	6	8	25	28	29
其他營業外收入	38	42	40	44	44	45	45	46	164	180	198
總營業外收入	73	82	81	93	93	95	95	99	330	382	439
利息費用	(45)	(36)	(39)	(36)	(39)	(40)	(40)	(41)	(156)	(159)	(162)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(10)	(16)	(15)	(19)	(15)	(14)	(14)	(13)	(60)	(56)	(59)
總營業外費用	(55)	(52)	(54)	(55)	(54)	(54)	(54)	(54)	(216)	(216)	(221)
稅前純益	349	310	390	448	451	423	548	605	1,497	2,026	2,374
所得稅費用[利益]	(111)	(88)	(110)	(113)	(133)	(120)	(152)	(152)	(422)	(557)	(653)
少數股東損益	10	-	-	(10)	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	248	222	280	325	318	303	396	452	1,075	1,469	1,721
非常項目	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	248	222	280	325	318	303	396	452	1,075	1,469	1,721
每股盈餘 (NT\$)	1.38	1.23	1.55	1.81	1.77	1.68	2.20	2.51	5.97	8.16	9.56
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	58.8	57.5	58.0	58.1	58.2	57.8	58.5	58.9	58.1	58.4	58.3
營業利益率	6.4	5.8	6.5	7.2	7.6	7.2	8.5	8.9	6.5	8.1	8.6
EBITDA Margin	15.5	15.6	15.1	15.5	16.9	16.7	17.0	17.0	15.4	16.9	17.1
稅前純益率	6.7	6.4	7.0	7.9	8.3	8.0	9.2	9.6	7.0	8.8	9.5
稅後純益率	4.8	4.6	5.1	5.7	5.9	5.7	6.6	7.2	5.1	6.4	6.9
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	1.2	(7.1)	14.6	2.7	(4.5)	(2.7)	13.0	5.0			
營業毛利	4.1	(9.0)	15.7	2.8	(4.4)	(3.4)	14.5	5.6			
營業收益增長	60.3	(15.5)	29.7	13.1	0.5	(7.5)	32.9	10.5			
EBITDA	(4.1)	(6.6)	11.6	5.4	3.7	(3.6)	14.6	5.1			
稅前純益	104.7	(11.3)	25.8	15.0	0.7	(6.3)	29.5	10.4			
稅後純益	93.0	(10.5)	26.2	16.4	(2.3)	(4.9)	30.7	14.4			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	7.1	10.3	7.6	10.7	4.5	9.3	7.8	10.2	8.9	8.0	8.7
營業毛利	6.5	10.5	9.5	12.7	3.5	9.9	8.8	11.7	9.8	8.5	8.7
營業收益	0.2		63.7	98.7	24.6	36.5	39.8	36.6	89.1	34.5	15.9
EBITDA	(18.8)	22.4	(0.9)	5.3	13.9	17.6	20.9	20.4	(0.4)	18.3	10.2
稅前純益	(0.3)		67.6	162.7	29.2	36.5	40.5	34.9	106.5	35.4	17.2
稅後純益	3.6		69.6	153.6	28.4	36.5	41.4	39.0	122.5	36.7	17.2

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>20,823</b>	<b>20,494</b>	<b>21,326</b>	<b>22,139</b>	<b>22,932</b>
<b>流動資產</b>	<b>8,283</b>	<b>7,379</b>	<b>8,640</b>	<b>10,406</b>	<b>12,309</b>
現金及短期投資	6,710	5,626	6,788	8,459	10,233
存貨	764	936	1,008	1,078	1,177
應收帳款及票據	327	291	317	341	372
其他流動資產	482	528	528	528	528
<b>非流動資產</b>	<b>12,539</b>	<b>13,114</b>	<b>12,686</b>	<b>11,734</b>	<b>10,623</b>
長期投資	847	967	992	1,021	1,050
固定資產	5,691	6,537	6,083	5,102	3,962
什項資產	6,001	5,611	5,611	5,611	5,611
<b>負債總額</b>	<b>9,899</b>	<b>9,699</b>	<b>10,316</b>	<b>10,836</b>	<b>11,284</b>
<b>流動負債</b>	<b>6,173</b>	<b>6,157</b>	<b>6,674</b>	<b>7,127</b>	<b>7,498</b>
應付帳款及票據	1,479	1,388	1,496	1,600	1,747
短期借款	204	413	413	446	469
什項負債	4,489	4,356	4,765	5,081	5,283
<b>長期負債</b>	<b>3,726</b>	<b>3,542</b>	<b>3,642</b>	<b>3,709</b>	<b>3,787</b>
長期借款	-	-	100	167	244
其他負債及準備	364	331	331	331	331
<b>股東權益總額</b>	<b>10,924</b>	<b>10,795</b>	<b>11,010</b>	<b>11,303</b>	<b>11,648</b>
普通股	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
保留盈餘	5,571	4,949	5,164	5,457	5,802
少數股東權益	(68)	(104)	(104)	(104)	(104)
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	0.9%	(1.7%)	8.9%	8.0%	8.7%
營業收益增長	(11.0%)	(48.3%)	89.1%	34.5%	15.9%
EBITDA	(14.4%)	(21.2%)	(0.4%)	18.3%	10.2%
稅後純益	7.7%	(55.8%)	122.5%	36.7%	17.2%
每股盈餘成長率	7.7%	(55.8%)	122.5%	36.7%	17.2%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	59.2%	57.6%	58.1%	58.4%	58.3%
營業利益率	7.1%	3.7%	6.5%	8.1%	8.6%
EBITDA Margin	21.0%	16.9%	15.4%	16.9%	17.1%
稅後純益率	5.5%	2.5%	5.1%	6.4%	6.9%
平均資產報酬率	5.1%	2.3%	5.1%	6.8%	7.6%
股東權益報酬率	10.1%	4.4%	9.8%	13.0%	14.9%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	1.9%	3.8%	4.7%	5.4%	6.1%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	9.1	5.1	10.6	13.7	15.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.5	0.7	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	19.3	14.4	18.9	21.8	23.6
Cash Flow/Int. & ST Debt. (x)	9.2	4.3	5.2	5.7	6.1
流動比率 (x)	1.3	1.2	1.3	1.5	1.6
速動比率 (x)	1.2	1.0	1.1	1.3	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	(4,806)	(1,785)	(2,847)	(4,418)	(6,092)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	6.07	2.68	5.97	8.16	9.56
每股現金盈餘 (NT\$)	19.90	14.19	16.41	19.27	21.26
每股淨值 (NT\$)	61.06	60.55	61.74	63.37	65.29
調整後每股淨值 (NT\$)	61.06	60.55	61.74	63.37	65.29
每股營收 (NT\$)	110.34	108.41	118.09	127.53	138.68
EBITDA/Share (NT\$)	23.20	18.28	18.21	21.55	23.74
每股現金股利 (NT\$)	5.00	2.50	4.78	6.53	7.65
<b>資產運用狀況</b>					
資產週轉率 (x)	0.92	0.94	1.02	1.06	1.11
應收帳款週轉天數	6.0	5.4	5.4	5.4	5.4
存貨週轉天數	34.4	41.3	41.3	41.3	41.3
應付帳款週轉天數	66.6	61.3	61.3	61.3	61.3
現金轉換週轉天數	(26.2)	(14.6)	(14.6)	(14.6)	(14.6)

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>19,861</b>	<b>19,514</b>	<b>21,257</b>	<b>22,955</b>	<b>24,962</b>
營業成本	(8,110)	(8,265)	(8,905)	(9,553)	(10,399)
<b>營業毛利</b>	<b>11,751</b>	<b>11,248</b>	<b>12,352</b>	<b>13,402</b>	<b>14,563</b>
營業費用	(10,336)	(10,517)	(10,969)	(11,542)	(12,408)
<b>營業利益</b>	<b>1,415</b>	<b>731</b>	<b>1,383</b>	<b>1,860</b>	<b>2,155</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>452</b>	<b>276</b>	<b>330</b>	<b>382</b>	<b>439</b>
利息收入	138	140	141	174	212
投資利益淨額	17	24	25	28	29
其他營業外收入	297	112	164	180	198
<b>總營業外費用</b>	<b>(367)</b>	<b>(282)</b>	<b>(216)</b>	<b>(216)</b>	<b>(221)</b>
利息費用	(186)	(177)	(156)	(159)	(162)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(181)	(105)	(60)	(56)	(59)
<b>稅前純益</b>	<b>1,500</b>	<b>725</b>	<b>1,497</b>	<b>2,026</b>	<b>2,374</b>
所得稅費用[利益]	(431)	(255)	(422)	(557)	(653)
少數股東損益	24	14	-	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>1,093</b>	<b>483</b>	<b>1,075</b>	<b>1,469</b>	<b>1,721</b>
EBITDA	<b>4,176</b>	<b>3,290</b>	<b>3,278</b>	<b>3,878</b>	<b>4,272</b>
每股盈餘 (NT\$)	6.07	2.68	5.97	8.16	9.56

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>3,583</b>	<b>2,555</b>	<b>2,955</b>	<b>3,469</b>	<b>3,827</b>
本期純益	1,093	483	1,075	1,469	1,721
折舊及攤提	2,761	2,559	1,896	2,018	2,117
本期運用資金變動	(12)	(252)	9	10	17
其他營業資產及負債變動	(259)	(236)	(25)	(28)	(29)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>312</b>	<b>(3,058)</b>	<b>(1,443)</b>	<b>(1,038)</b>	<b>(978)</b>
投資用短期投資出售[新購]	953	(1,838)	-	-	-
本期長期投資變動	-	(1)	(1)	(1)	(1)
資本支出淨額	(947)	(1,446)	(1,425)	(1,020)	(960)
其他資產變動	306	227	(17)	(17)	(17)
<b>自由現金流</b>	<b>2,795</b>	<b>1,319</b>	<b>1,456</b>	<b>2,339</b>	<b>2,720</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(3,437)</b>	<b>(2,383)</b>	<b>(350)</b>	<b>(760)</b>	<b>(1,075)</b>
短期借款變動	(656)	209	-	-	-
長期借款變動	(149)	-	100	100	100
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(728)	(919)	(450)	(860)	(1,175)
其他融資現金流	(1,905)	(1,673)	0	(0)	(0)
匯率影響數	<b>70</b>	<b>74</b>			
<b>本期產生現金流量</b>	<b>529</b>	<b>(2,812)</b>	<b>1,162</b>	<b>1,671</b>	<b>1,774</b>

**投資回報率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	52.0%	53.9%	51.6%	50.3%	49.7%
<b>= 營業利率</b>	<b>7.1%</b>	<b>3.7%</b>	<b>6.5%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.6%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本週轉率</b>	<b>9.0</b>	<b>6.1</b>	<b>9.1</b>	<b>22.4</b>	<b>(74.7)</b>
營業利率	7.1%	3.7%	6.5%	8.1%	8.6%
x 資本週轉率	9.0	6.1	9.1	22.4	(74.7)
x (1 - 有效現金稅率)	71.3%	64.8%	71.8%	72.5%	72.5%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>45.8%</b>	<b>14.8%</b>	<b>42.6%</b>	<b>131.6%</b>	<b>(467.6%)</b>

資料來源：公司資料，凱基

# 王品

(2727.TW/2727 TT)

## 增加持股 · 首次評等

收盤價 May 31 (NT\$)	333.0
12 個月目標價 (NT\$)	416.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	24.9

## 焦點內容

王品規劃今年於國內加速展店，而中國營運經調整後將轉虧為盈，獲利今年創新高後將持續成長，市場進一步上修獲利預估，將帶動評價向上。我們首次評等王品，給予「增加持股」評等，目標價 416 元，係根據 2024 年每股盈餘預估、歷史平均本益比 21 倍計算得出。

## 交易資料表

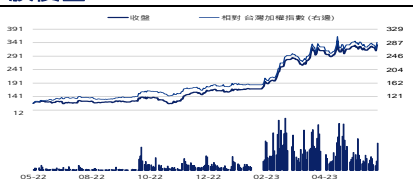
市值：(NT\$bn/US\$mn)	25.64 / 834
流通在外股數 (百萬股)：	78.72
外資持有股數 (百萬股)：	28.35
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.22
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	115.0 - 347.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	19.6	110.8	187.1
相對表現 (%)	12.7	99.4	188.5

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.62A	(2.98)A	3.79A	2.74A
2023	5.01A	4.28F	4.85F	3.83F
2024	4.98F	4.57F	5.53F	4.74F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

高政修  
886 2 2181 8735  
allen.gao@kgi.com

莊政翰  
886 2 2181 8719  
angus.chuang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 重回過往光輝

### 重要訊息

王品為台灣最大連鎖餐飲集團，除受惠台灣內需消費復甦外，我們認為公司品牌與餐飲種類多元，涵蓋平價至高端，加上廣大會員系統可提供穩定回訪率，將帶動獲利在 2023 年創歷史新高後持續成長，市場進一步上修獲利預估，將帶動評價向上。

### 評論及分析

**市佔進一步擴張。**王品旗下品牌多元達 25 個，餐飲種類涵蓋高價牛排、平價火鍋至大眾化燒烤。我們認為公司多品牌、多價格帶的策略可達成明確的市場區隔，以進一步擴大客群。我們也看好公司廣大會員基礎，數量達台灣消費人口四分之一以上，並貢獻公司營收超過四成，加上會員消費金額較一般顧客高出 20-30% 且回訪率較高，我們認為將助攻公司市佔進一步擴張。另外，王品從門市餐廳經營跨足零售市場，販售火鍋料及調理食品，目前營收占比達 7%，公司也朝供應鏈上游擴張，未來將搶攻供貨同業的商機。

**疫後展店步伐加速。**王品規劃今年將在台灣展店 30-50 間門市 (年增 10-16%)，較去年新增 24 家加速，並明顯快於 2016-21 年間僅淨增加 25 家。公司過去三年在中國關閉表現落後的門市後 (淨關店 34 間)，今年將恢復展店，預計新增 10-15 家餐廳。考量國內人流改善、中國營運經調整後將轉虧為盈，加上公司在中國及台灣加速展店，我們看好王品今年營收創新高將帶動營利率擺脫過去五年低迷，年增 6.2 個百分點至 8.8% 十年新高水準。

**獲利創新高後持續成長。**受惠國內客流量復甦、中國營運調整效益浮現，王品 1Q23 營利率年增 5.4 個百分點至 8.9%，帶動獲利年增 209% 至 5.01 元/股。我們看好台灣民眾可支配所得維持高檔下，內需消費動能可以進一步延續，加上公司在中國及台灣加速展店，將助攻王品 2023 年每股盈餘年增 248% 至 17.94 元，創歷史新高，並於明年再成長 10% 至 19.81 元。我們的 2023-24 年獲利預估分別優於市場共識 12%、18%。

### 投資建議

我們認為公司獲利今年創新高後會持續成長，市場進一步上修獲利預估，將推動評價攀升。我們首次評等王品，給予「增加持股」評等，目標價 416 元，係根據 2024 年每股盈餘預估、歷史平均本益比 21 倍計算得出。

### 投資風險

疫情捲土重來、展店步伐趨緩。

### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	15,234	17,197	18,321	22,981	25,211
營業毛利 (NT\$百萬)	7,046	7,314	7,938	10,768	11,881
營業利益 (NT\$百萬)	555	(21)	471	2,024	2,411
稅後淨利 (NT\$百萬)	348	(105)	387	1,408	1,678
每股盈餘 (NT\$)	4.61	(1.40)	5.15	17.94	19.81
每股現金股利 (NT\$)	4.36	-	3.87	12.41	14.39
每股盈餘成長率 (%)	(3.4)	(130.3)	0.0	248.0	10.4
本益比 (x)	72.2	N.A.	64.6	18.6	16.8
股價淨值比 (x)	7.4	9.1	8.1	8.0	7.3
EV/EBITDA (x)	8.9	10.3	8.1	4.8	4.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.3	0.0	1.2	3.7	4.3
股東權益報酬率 (%)	10.1	(3.3)	12.9	41.9	44.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q-3Q23 獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2Q23F					3Q23F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	5,577	(0.6)	58.3	5,229	6.7	6,090	9.2	19.3	5,902	3.2
毛利	2,605	(1.0)	88.3	2,373	9.8	2,872	10.2	25.0	2,670	7.6
營業利益	458	(8.0)	-	344	33.2	576	25.8	89.7	478	20.5
稅前淨利	421	(13.6)	-	325	29.6	539	28.1	58.0	464	16.3
稅後淨利	320	(14.5)	-	231	38.4	399	24.9	40.9	332	20.2
每股盈餘(元)	4.28	(14.5)	-	3.00	42.6	4.85	13.2	28.0	4.32	12.4
毛利率(%)	46.7	(0.2) ppts	7.5 ppts	45.4	1.3 ppts	47.2	0.4 ppts	2.2 ppts	45.2	1.9 ppts
營業利益率(%)	8.2	(0.7) ppts	15.5 ppts	6.6	1.6 ppts	9.5	1.2 ppts	3.5 ppts	8.1	1.4 ppts
淨利率(%)	5.7	(0.9) ppts	12.1 ppts	4.4	1.3 ppts	6.6	0.8 ppts	1.0 ppts	5.6	0.9 ppts

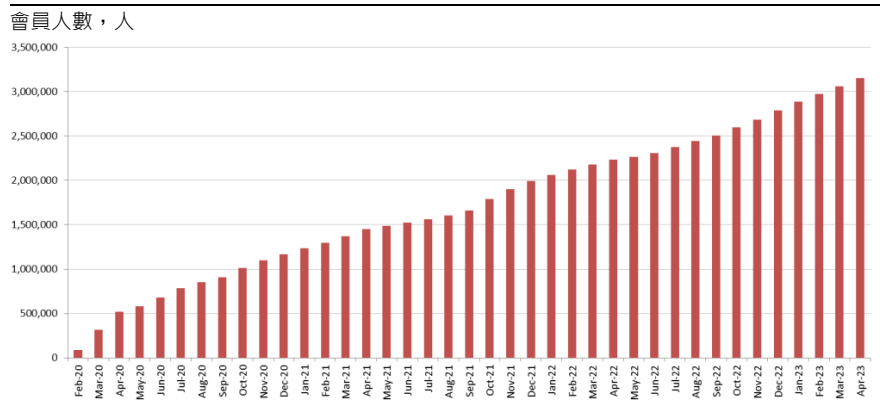
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-24 年獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	22,981	25.4	22,626	1.6	25,211	9.7	26,901	(6.3)
毛利	10,768	35.7	10,257	5.0	11,881	10.3	12,331	(3.6)
營業利益	2,024	330.1	1,793	12.9	2,411	19.1	1,943	24.1
稅前獲利	1,878	407.9	1,724	9.0	2,286	21.7	1,900	20.3
稅後淨利	1,408	264.2	1,249	12.7	1,678	19.2	1,322	26.9
每股盈餘(元)	17.94	248.0	15.97	12.4	19.81	10.4	16.83	17.7
毛利率(%)	46.9	3.5 ppts	45.3	1.5 ppts	47.1	0.3 ppts	45.8	1.3 ppts
營利率(%)	8.8	6.2 ppts	7.9	0.9 ppts	9.6	0.8 ppts	7.2	2.3 ppts
淨利率(%)	6.1	4.0 ppts	5.5	0.6 ppts	6.7	0.5 ppts	4.9	1.7 ppts

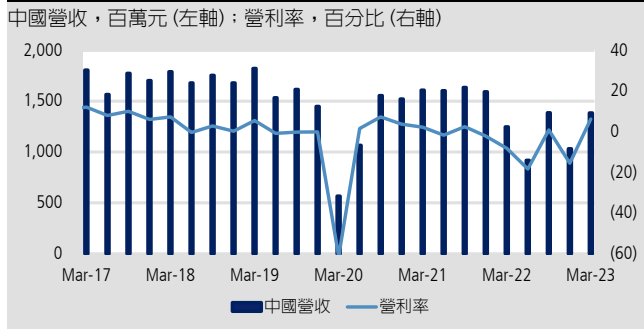
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：王品會員人數



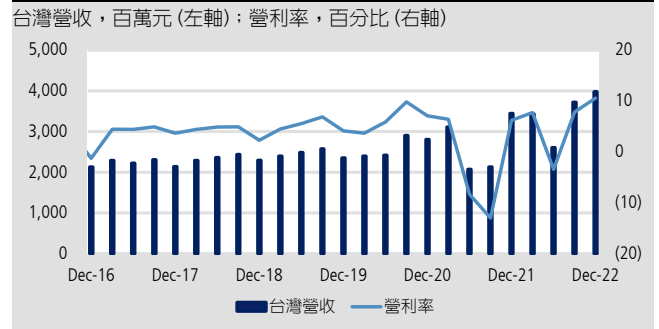
資料來源：公司資料；凱基

圖 4：中國營運正在復甦



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：台灣營收高於疫情前水準



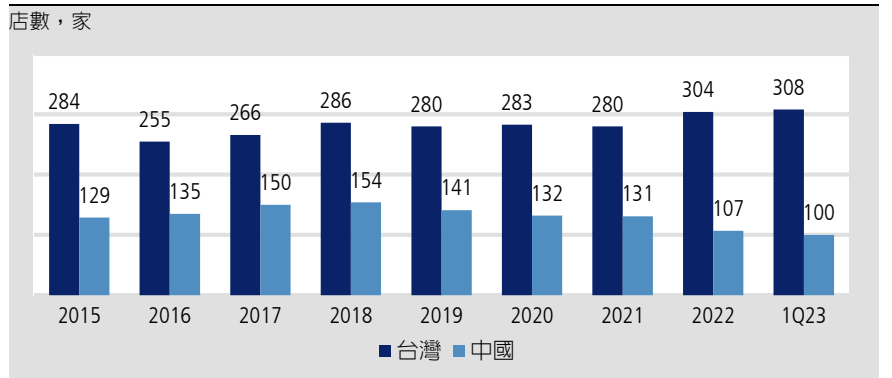
資料來源：公司資料；凱基

圖 6：王品評價低於歷史平均



資料來源：TEJ；凱基

圖 7：王品各地區門市數量



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：台灣各品牌門市數量

品牌	王品	西堤	陶板屋	Oh my!原燒	聚
Logo					
店數	12	36	35	17	22
品牌	藝奇	12MINI	享鴨	丰禾	THE WANG
Logo					
店數	11	19	6	3	1
品牌	和牛涮	肉次方	夏慕尼	品田牧場	石二鍋
Logo					
店數	8	3	14	14	76
品牌	尬鍋	hot 7	莆田	青花驕	來滋
Logo					
店數	3	6	5	8	2
品牌	嚮辣	最肉	初瓦	阪前	就饗
Logo					
店數	3	1	1	1	1

資料來源：公司資料；凱基

圖 9：中國各品牌門市數量

品牌	王品	西堤	舞漁	鮭鮮	西川霸王
Logo					
店數	46	43	1	3	1
品牌	金鳳來儀	和牛涮	AMIGO	The Wang	
Logo					
店數	1	1	2	2	

資料來源：公司資料；凱基



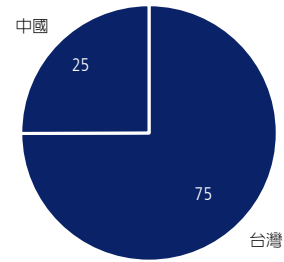
圖 10：公司概況

王品成立於 1993 年，以經營牛排館起家，逐步拓展成為台灣最大的餐飲連鎖企業，旗下共有 308 家門市，涵蓋從高檔牛排館到平價火鍋連鎖店等 25 個品牌。公司在中國市場經營 9 個品牌，包括集團旗艦品牌王品牛排、西堤牛排與日式餐廳。台灣與中國所有門市均為直營。

資料來源：凱基

圖 11：台灣為主要營收來源

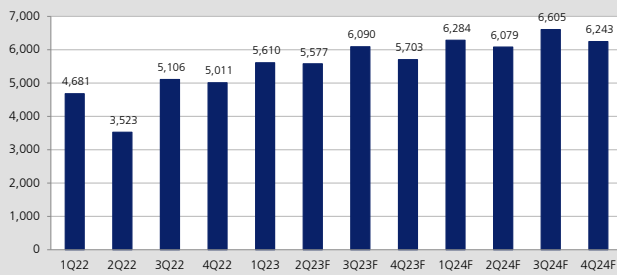
2022 年營收地區比重，百分比



資料來源：凱基

圖 12：季營業收入

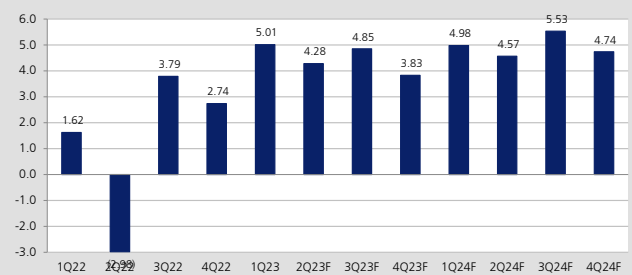
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 13：每股盈利

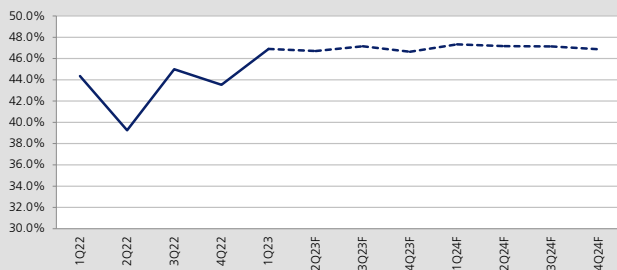
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 14：毛利率

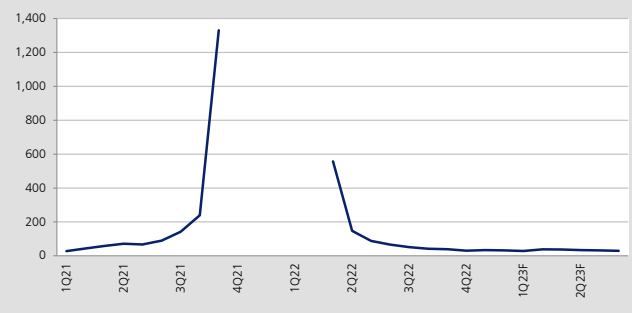
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 15：本益比

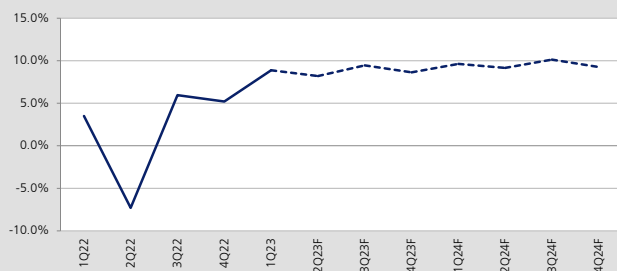
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 16：營業利潤率

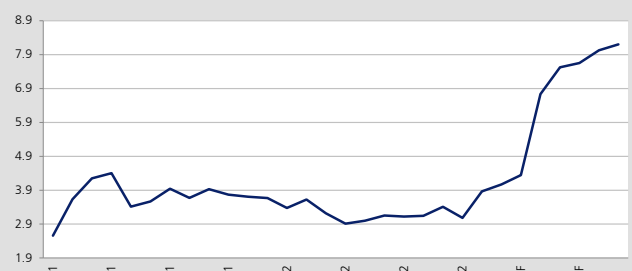
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 17：股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	5,610	5,577	6,090	5,703	6,284	6,079	6,605	6,243	18,321	22,981	25,211
營業成本	(2,979)	(2,972)	(3,218)	(3,043)	(3,309)	(3,212)	(3,492)	(3,317)	(10,383)	(12,212)	(13,330)
營業毛利	2,631	2,605	2,872	2,660	2,975	2,867	3,114	2,926	7,938	10,768	11,881
營業費用	(2,134)	(2,147)	(2,296)	(2,167)	(2,369)	(2,310)	(2,444)	(2,348)	(7,467)	(8,744)	(9,470)
營業利益	498	458	576	493	606	557	670	579	471	2,024	2,411
折舊	(531)	(582)	(582)	(634)	(628)	(628)	(628)	(628)	(2,134)	(2,330)	(2,511)
攤提	(4)	(3)	(3)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(13)	(12)	(12)
EBITDA	1,033	1,043	1,161	1,129	1,236	1,188	1,301	1,209	2,618	4,366	4,935
利息收入	9	9	9	9	14	14	14	14	23	35	57
投資利益淨額	0	-	-	(0)	-	-	-	-	2	-	-
其他營業外收入	18	18	18	17	18	18	18	18	121	70	70
總營業外收入	28	26	26	25	32	32	32	32	145	105	127
利息費用	(28)	(38)	(38)	(48)	(38)	(38)	(38)	(38)	(154)	(152)	(152)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(10)	(25)	(25)	(40)	(25)	(25)	(25)	(25)	(93)	(100)	(100)
總營業外費用	(38)	(63)	(63)	(88)	(63)	(63)	(63)	(63)	(246)	(252)	(252)
稅前純益	488	421	539	430	574	526	638	547	370	1,878	2,286
所得稅費用[利益]	(97)	(97)	(124)	(99)	(132)	(121)	(147)	(126)	(111)	(417)	(526)
少數股東損益	(17)	(5)	(16)	(16)	(21)	(18)	(23)	(20)	128	(53)	(82)
非常項目稅後純益	374	320	399	315	422	387	468	401	387	1,408	1,678
非常項目	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	374	320	399	315	422	387	468	401	387	1,408	1,678
每股盈餘 (NT\$)	5.01	4.28	4.85	3.83	4.98	4.57	5.53	4.74	5.15	17.94	19.81
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	46.9	46.7	47.2	46.6	47.3	47.2	47.1	46.9	43.3	46.9	47.1
營業利益率	8.9	8.2	9.5	8.6	9.6	9.2	10.1	9.3	2.6	8.8	9.6
EBITDA Margin	18.4	18.7	19.1	19.8	19.7	19.5	19.7	19.4	14.3	19.0	19.6
稅前純益率	8.7	7.6	8.9	7.5	9.1	8.7	9.7	8.8	2.0	8.2	9.1
稅後純益率	6.7	5.7	6.6	5.5	6.7	6.4	7.1	6.4	2.1	6.1	6.7
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	12.0	(0.6)	9.2	(6.3)	10.2	(3.3)	8.7	(5.5)			
營業毛利	20.6	(1.0)	10.2	(7.4)	11.8	(3.6)	8.6	(6.0)			
營業收益增長	90.9	(8.0)	25.8	(14.4)	22.9	(8.0)	20.2	(13.6)			
EBITDA	29.0	1.0	11.3	(2.8)	9.5	(3.9)	9.5	(7.0)			
稅前純益	145.2	(13.6)	28.1	(20.3)	33.6	(8.4)	21.4	(14.3)			
稅後純益	82.1	(14.5)	24.9	(21.1)	33.8	(8.2)	21.0	(14.4)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	19.8	58.3	19.3	13.8	12.0	9.0	8.5	9.5	6.5	25.4	9.7
營業毛利	26.7	88.3	25.0	22.0	13.0	10.1	8.4	10.0	8.5	35.7	10.3
營業收益	204.4		89.7	89.0	21.7	21.7	16.3	17.4		330.1	19.1
EBITDA	43.8	279.0	41.0	41.0	19.7	13.9	12.0	7.2	21.7	66.8	13.0
稅前純益	284.8		58.0	116.2	17.8	24.8	18.4	27.3		407.9	21.7
稅後純益	205.9		40.9	53.5	12.7	21.1	17.3	27.3		264.2	19.2

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>13,286</b>	<b>13,510</b>	<b>14,131</b>	<b>15,448</b>	<b>16,243</b>
<b>流動資產</b>	<b>5,929</b>	<b>6,278</b>	<b>7,327</b>	<b>9,969</b>	<b>12,372</b>
現金及短期投資	3,620	3,266	4,102	6,208	8,309
存貨	1,565	1,848	2,388	2,808	3,057
應收帳款及票據	269	429	453	568	622
其他流動資產	475	735	385	385	385
<b>非流動資產</b>	<b>7,357</b>	<b>7,232</b>	<b>6,804</b>	<b>5,479</b>	<b>3,871</b>
長期投資	718	725	717	722	725
固定資產	1,922	2,040	2,034	704	(907)
什項資產	4,717	4,466	4,053	4,053	4,053
<b>負債總額</b>	<b>9,189</b>	<b>10,136</b>	<b>10,539</b>	<b>11,446</b>	<b>11,733</b>
<b>流動負債</b>	<b>6,166</b>	<b>7,155</b>	<b>7,779</b>	<b>8,686</b>	<b>8,973</b>
應付帳款及票據	617	757	821	965	1,051
短期借款	200	539	776	776	776
什項負債	5,349	5,859	6,183	6,945	7,147
<b>長期負債</b>	<b>3,023</b>	<b>2,981</b>	<b>2,760</b>	<b>2,760</b>	<b>2,760</b>
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	390	391	336	336	336
<b>股東權益總額</b>	<b>4,098</b>	<b>3,374</b>	<b>3,592</b>	<b>4,003</b>	<b>4,510</b>
普通股股本	770	770	770	847	871
保留盈餘	332	(102)	393	750	1,175
少數股東權益	613	543	414	468	550
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(6.2%)	12.9%	6.5%	25.4%	9.7%
營業收益增長	(8.1%)	(103.8%)		330.1%	19.1%
EBITDA	(8.3%)	(16.3%)	21.7%	66.8%	13.0%
稅後純益	(1.9%)	(130.1%)		264.2%	19.2%
每股盈餘成長率	(3.4%)	(130.3%)		248.0%	10.4%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	46.3%	42.5%	43.3%	46.9%	47.1%
營業利率	3.6%	(0.1%)	2.6%	8.8%	9.6%
EBITDA Margin	16.9%	12.5%	14.3%	19.0%	19.6%
稅後純益率	2.3%	(0.6%)	2.1%	6.1%	6.7%
平均資產報酬率	2.7%	(0.8%)	2.8%	9.5%	10.6%
股東權益報酬率	10.1%	(3.3%)	12.9%	41.9%	44.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	4.9%	16.0%	21.6%	19.4%	17.2%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	4.1	(0.5)	3.4	13.4	16.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	(1.6)	0.2	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	21.3	12.5	18.3	22.2	26.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	7.6	3.1	3.0	3.6	4.3
流動比率 (x)	1.0	0.9	0.9	1.1	1.4
速動比率 (x)	0.7	0.6	0.6	0.8	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	(1,709)	(1,431)	(1,578)	(3,684)	(5,785)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	4.61	(1.40)	5.15	17.94	19.81
每股現金盈餘 (NT\$)	31.39	29.34	37.59	42.79	47.05
每股淨值 (NT\$)	45.26	36.78	41.28	41.74	45.49
調整後每股淨值 (NT\$)	46.14	37.76	42.37	45.04	46.76
每股營收 (NT\$)	201.75	229.34	244.29	292.83	297.65
EBITDA/Share (NT\$)	34.05	28.69	34.91	55.63	58.26
每股現金股利 (NT\$)	4.36	-	3.87	12.41	14.39
<b>資產運用狀況</b>					
資產週轉率 (x)	1.17	1.28	1.33	1.55	1.59
應收帳款週轉天數	6.5	9.1	9.0	9.0	9.0
存貨週轉天數	69.9	68.3	83.9	83.9	83.9
應付帳款週轉天數	27.6	28.0	28.8	28.8	28.8
現金轉換週轉天數	48.8	49.4	64.1	64.1	64.1

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>15,234</b>	<b>17,197</b>	<b>18,321</b>	<b>22,981</b>	<b>25,211</b>
營業成本	(8,188)	(9,883)	(10,383)	(12,212)	(13,330)
<b>營業毛利</b>	<b>7,046</b>	<b>7,314</b>	<b>7,938</b>	<b>10,768</b>	<b>11,881</b>
營業費用	(6,490)	(7,335)	(7,467)	(8,744)	(9,470)
<b>營業利益</b>	<b>555</b>	<b>(21)</b>	<b>471</b>	<b>2,024</b>	<b>2,411</b>
總營業外收入	120	373	145	105	127
利息收入	37	21	23	35	57
投資利益淨額	-	-	2	-	-
其他營業外收入	83	352	121	70	70
<b>總營業外費用</b>	<b>(330)</b>	<b>(610)</b>	<b>(246)</b>	<b>(252)</b>	<b>(252)</b>
利息費用	(112)	(177)	(154)	(152)	(152)
投資損失	-	(0)	-	-	-
其他營業外費用	(219)	(433)	(93)	(100)	(100)
<b>稅前純益</b>	<b>346</b>	<b>(258)</b>	<b>370</b>	<b>1,878</b>	<b>2,286</b>
所得稅費用[利益]	(90)	87	(111)	(417)	(526)
少數股東損益	92	67	128	(53)	(82)
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>348</b>	<b>(105)</b>	<b>387</b>	<b>1,408</b>	<b>1,678</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,571</b>	<b>2,152</b>	<b>2,618</b>	<b>4,366</b>	<b>4,935</b>
每股盈餘 (NT\$)	4.61	(1.40)	5.15	17.94	19.81

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>2,370</b>	<b>2,200</b>	<b>2,819</b>	<b>3,358</b>	<b>3,985</b>
本期純益	348	(105)	387	1,408	1,678
折舊及攤提	2,015	2,173	2,147	2,342	2,523
本期運用資金變動	(127)	(309)	(550)	(391)	(217)
其他營業資產及負債變動	133	441	836	0	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(692)</b>	<b>(646)</b>	<b>(1,373)</b>	<b>(1,017)</b>	<b>(915)</b>
投資用短期投資出售[新購]	194	417	(453)	-	-
本期長期投資變動	-	(10)	-	(5)	(3)
資本支出淨額	(823)	(1,062)	(894)	(1,000)	(900)
其他資產變動	(63)	10	(26)	(12)	(12)
<b>自由現金流</b>	<b>1,466</b>	<b>773</b>	<b>1,018</b>	<b>2,513</b>	<b>3,251</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(1,516)</b>	<b>(1,481)</b>	<b>(1,080)</b>	<b>(235)</b>	<b>(969)</b>
短期借款變動	200	339	237	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(338)	(327)	-	(289)	(1,051)
其他融資現金流	(1,454)	(1,275)	(1,243)	53	82
<b>匯率影響數</b>	<b>33</b>	<b>(12)</b>	<b>17</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>196</b>	<b>62</b>	<b>384</b>	<b>2,106</b>	<b>2,101</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	42.6%	42.7%	40.8%	38.0%	37.6%
- 銷管費用/營業收入					
<b>= 營業利率</b>	<b>3.6%</b>	<b>(0.1%)</b>	<b>2.6%</b>	<b>8.8%</b>	<b>9.6%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.0	(0.0)
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本週轉率</b>	<b>(14.7)</b>	<b>(15.7)</b>	<b>(14.3)</b>	<b>(7.7)</b>	<b>(5.5)</b>
營業利率	3.6%	(0.1%)	2.6%	8.8%	9.6%
x 資本週轉率	(14.7)	(15.7)	(14.3)	(7.7)	(5.5)
x (1 - 有效現金稅率)	74.1%	66.5%	69.9%	77.8%	77.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>(39.6%)</b>	<b>1.3%</b>	<b>(25.6%)</b>	<b>(52.7%)</b>	<b>(40.5%)</b>

資料來源：公司資料，凱基

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

# 八方雲集

(2753.TW/2753 TT)

## 大啖美國無窮商機

### 增加持股 · 首次評等

收盤價 May 31 (NT\$)	174.0
12 個月目標價 (NT\$)	214.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	23.0

### 焦點內容

我們認為八方雲集將受惠於美國人口變化，並預期美國業務擴張及國內展店持續將帶動營利率自 2Q23 落底後逐季復甦。我們首次評等八方雲集，給予「增加持股」評等，目標價 214 元，係根據 2024 年每股盈餘預估的 19 倍。

### 交易資料表

市值：(NT\$/bn/US\$mn)	11.54 / 375.5
流通在外股數 (百萬股)：	69.78
外資持有股數 (百萬股)：	6.78
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.91
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	137.5 -255.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-30.7	-17.5	26.1
相對表現 (%)	-37.6	-28.9	27.5

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.32A	2.52A	2.69A	2.47A
2023	2.00A	1.98F	2.19F	2.32F
2024	2.56F	2.73F	2.96F	3.02F

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 凱基投顧

高政修  
886.2.2181.8735  
allen.gao@kgi.com

莊政翰  
886.2.2181.8719  
angus.chuang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 重要訊息

經營有成的台灣連鎖餐飲業者八方雲集 (八方) 正插旗美國市場，當地人口結構性變化顯示亞洲美食的市場潛力龐大。我們認為公司進軍龐大的美國市場，加上營利率自 2Q23 落底後逐季復甦，將推動股票評價進一步上修。

### 評論及分析

**亞裔人口快速成長預示美國市場潛力龐大。**過去 20 年美國亞裔人口成長 94%，為增長最迅速之族群，2020-2060 年亞裔人口仍將增長最快，我們認為公司可望受惠於人口結構性變化帶動之亞洲料理市場成長，我們初估八方在加州市場胃納量可達百家。八方憑藉具競爭力之價格、適合亞裔人口風味的產品、優異的加盟店管理及在地的合作夥伴，將可順利把國內成功經驗複製至美國。而八方美國營運以門市與中央廚房兼具，為 2024 年底開放加盟做好準備，其展店速度將超前同業。公司計畫今年於美國展店 6 家，我們預估 2024 年將再拓點 8 間，皆為直營，帶動美國營收佔比自去年之 2% 成長至 2023-24 年的 8%、19%，2025 年貢獻將再提升，助攻八方 2022-25 年合併營收年均複合成長 15%。而美國營利率隨中央廚房產能利用率提升，將自去年之虧損改善至 2023-24 年的 1%、7%，並於 2025 年加速年增。

**國內穩定展店支撐營收持續成長。**八方的優勢在於採取輕資產的加盟模式，有助於其迅速擴張，此外，因門市的租金、人力及各項費用皆由加盟主負擔，八方得以享有優於台灣同業之營益率 (2015-19 年高出平均值 3 個百分點以上)。未來台灣展店將以芳珍蔬食、梁社漢排骨為主，預計 2023 年將分別新增 40、10 家門市，將支撐今年台灣營收維持低個位數年增。

**營利率逐季復甦，2024 年獲利成長 33%。**儘管原物料價格維持在高檔，將拖累八方今年毛利率衰退 2.7 個百分點，我們認為公司於國內外持續展店，將擴大其營運規模，預期八方營業利潤率將於 2Q23 落底後逐季復甦，並於 2024 年重返年增走勢。我們現估 2024 年營利率將將反轉為年增 1.5 個百分點，推動獲利成長 33%，加速自前三年平均之 4% 衰退。

### 投資建議

我們首次評等八方，給予「增加持股」評等，目標價 214 元，係根據 2024 年每股盈餘預估的 19 倍本益比 (略高於其歷史平均)。我們認為公司進軍龐大的美國市場，加上營利率自 2Q23 落底後逐季復甦，將帶來潛在評價上修。

### 投資風險

展店進度延宕及原物料價格上漲。

### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	5,955	6,799	7,377	8,924	10,274
營業毛利 (NT\$百萬)	2,232	2,526	2,539	3,112	3,772
營業利益 (NT\$百萬)	653	788	730	1,017	1,360
稅後淨利 (NT\$百萬)	541	661	563	747	941
每股盈餘 (NT\$)	8.74	10.00	8.49	11.27	14.19
每股現金股利 (NT\$)	6.73	7.50	6.37	8.45	10.64
每股盈餘成長率 (%)	(17.2)	14.4	(15.1)	32.8	25.9
本益比 (x)	19.9	17.4	20.5	15.4	12.3
股價淨值比 (x)	3.8	3.5	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA (x)	7.9	7.7	7.0	5.3	4.0
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.9	4.3	3.7	4.9	6.1
股東權益報酬率 (%)	21.6	21.1	16.8	21.3	25.2

資料來源：公司資料，凱基

### 首次評等「增加持股」，目標價 214 元

我們將台灣連鎖餐飲業者八方雲集納入研究範圍，給予「增加持股」評等，目標價 214 元，係根據 2024 年每股盈餘預估的 19 倍本益比（略高於其歷史平均）。我們認為八方雲集憑藉下列因素，應可享有高於歷史平均（18 倍）之評價：(1) 美國市場加速佈局，市場潛力看俏；(2) 國內持續展店支撐營收維持成長；(3) 2024 年獲利年增 33%，重返成長軌道。

繼去年於美國開設首兩家門市後，八方計畫今年將在美國開出 6 家新門市，我們預估 2024 年將進一步拓點 8 間。當地市場潛力龐大，我們預估八方於加州之潛在店數可達百家，且亞裔人口持續成長將帶動亞洲料理市場進一步擴大。隨公司於美國持續展店，我們預估八方美國營收佔比將自去年之 2% 成長至 2023-24 年之 8%、19%，2025 年開放加盟後，展店可望加速，美國業務對營收之貢獻將進一步提升，並助攻八方 2022-25 年合併營收年均複合成長 15%。而美國營利率隨中央廚房產能利用率提升，將自去年的虧損改善至 2023-24 年的 1%、7%，並於 2025 年加速年增，整體營運最快可於 3Q23 轉虧為盈。

儘管原物料價格維持高檔，將拖累公司 2023 年毛利率年減 2.7 個百分點，惟過去三個月八方股價已下跌 31%，我們認為已反映上述利空。考量美國業務持續拓展、營運規模擴大，將推動公司營利率於 2Q23 落底後逐季復甦，且 2024 年獲利將反轉為 33% 年增，我們認為當前風險報酬具吸引力。

圖 1：2Q-3Q23 獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2Q23F					3Q23F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,767	2.4	4.3	1,853	(4.6)	1,882	6.5	6.0	2,023	(7.0)
毛利	601	(2.1)	(5.1)	658	(8.7)	642	6.9	(1.2)	722	(11.1)
營業利益	167	0.4	(14.3)	192	(13.0)	186	11.8	(5.3)	218	(14.6)
稅前淨利	168	0.4	(21.5)	195	(14.2)	187	11.7	(18.5)	254	(26.2)
稅後淨利	131	(1.3)	(21.3)	154	(15.0)	145	10.7	(18.3)	176	(17.3)
每股盈餘(元)	1.98	(1.3)	(21.3)	2.33	(15.0)	2.19	10.7	(18.3)	2.65	(17.3)
毛利率(%)	34.0	(1.6) ppts	(3.3) ppts	35.5	(1.5) ppts	34.1	0.1 ppts	(2.5) ppts	35.7	(1.6) ppts
營業利益率(%)	9.4	(0.2) ppts	(2.0) ppts	10.3	(0.9) ppts	9.9	0.5 ppts	(1.2) ppts	10.8	(0.9) ppts
淨利率(%)	7.4	(0.3) ppts	(2.4) ppts	8.3	(0.9) ppts	7.7	0.3 ppts	(2.3) ppts	8.7	(1.0) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-25 年獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F				2025F	
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)
營收	7,377	8.5	7,715	(4.4)	8,924	21.0	9,407	(5.1)	10,274	15.1
毛利	2,539	0.5	2,758	(7.9)	3,112	22.5	3,380	(7.9)	3,772	21.2
營業利益	730	(7.3)	869	(16.0)	1,017	39.4	1,046	(2.8)	1,360	33.7
稅前獲利	723	(13.3)	879	(17.8)	1,010	39.8	1,066	(5.2)	1,353	34.0
稅後淨利	563	(14.8)	681	(17.4)	747	32.8	820	(8.8)	941	25.9
每股盈餘(元)	8.49	(14.8)	10.27	(17.4)	11.27	32.8	12.36	(8.8)	14.19	25.9
毛利率(%)	34.4	(2.7) ppts	35.7	(1.3) ppts	34.9	0.5 ppts	35.9	(1.1) ppts	36.7	1.8 ppts
營利率(%)	9.9	(1.7) ppts	11.3	(1.4) ppts	11.4	1.5 ppts	11.1	0.3 ppts	13.2	1.8 ppts
淨利率(%)	7.6	(2.1) ppts	8.8	(1.2) ppts	8.4	0.7 ppts	8.7	(0.3) ppts	9.2	0.8 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：八方本益比與平均相當



資料來源：TEJ；凱基

圖 4：八方股價走勢



資料來源：TEJ；凱基

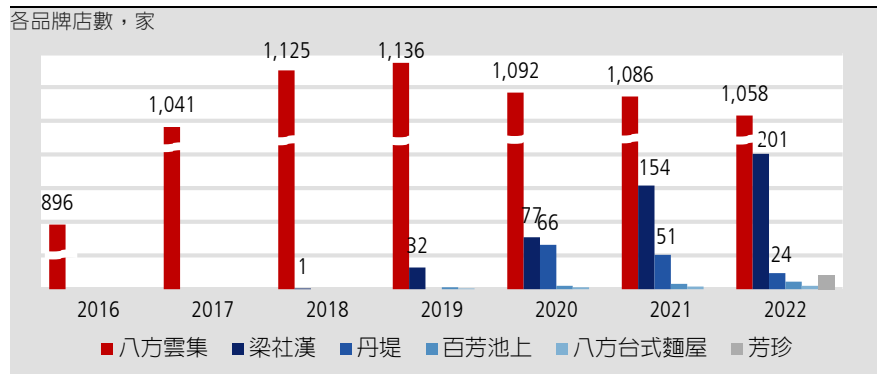
### 台灣最大連鎖餐飲業者

創立於 1998 年，八方在台灣開設首家八方雲集水餃，並陸續推出新品牌包括梁社漢排骨、百芳池上便當、芳珍蔬食等，公司經營模式主要以加盟店為主，截至 1Q23 底台灣有四大品牌，共 1,245 家門市。公司在 2008 年將旗艦品牌八方雲集擴展到海外市場，陸續進入香港及中國，2022 年 3 月更將營運觸角擴展至亞洲以外，在美國南加州開立第一家八方雲集門市及中央工廠。

台灣主要餐飲業者展店均以直營店為主，因此往往資金需求較大且擴點速度較慢，八方營運則有別於同業模式，公司創立品牌初期先開直營店，待品牌獲利穩定後即轉為加盟方式擴大經營規模，並透過中央工廠大規模採購、自動化生產來降低物料成本，供應半成品予加盟門市，以標準化烹飪方式迅速複製展店。

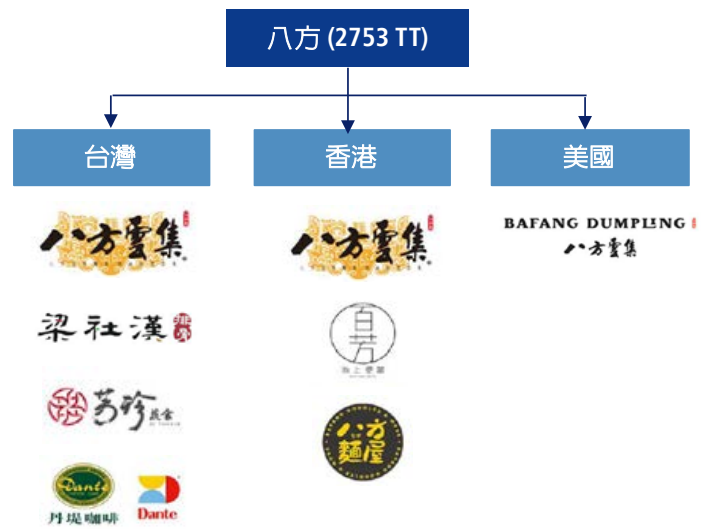
目前台灣為八方的主力市場，2022 年營收占比達 80%，香港貢獻 18%，美國營收則佔 2%，至於中國市場公司已於去年結束當地營運。以品牌來看，八方雲集水餃家數最多，佔營收比重為 72%，其次為梁社漢排骨 (25%)，芳珍及 2020 年收購的台灣咖啡品牌丹堤合計佔 3%。

圖 5：八方雲集門市數量最多



資料來源：公司資料；凱基

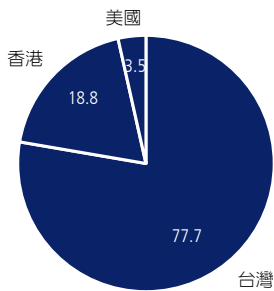
圖 6：八方營運地區及品牌



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：台灣為主要市場

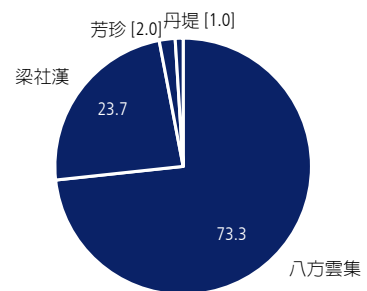
1Q23 地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：八方雲集貢獻主要營收

1Q23 品牌別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

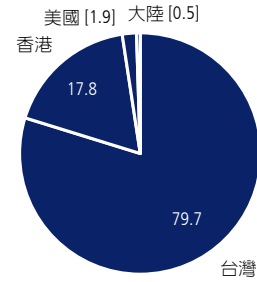
圖 9：公司概況

八方雲集成立於 2000 年，為多品牌連鎖餐飲業者，截至 1Q23 底在大中華區擁有 1,317 家營運門市，在美國則有 2 家。旗艦品牌八方雲集為營收大宗，營收佔比為 72%，其次是梁社漢排骨（排骨飯品牌）達 25%。公司絕大多數的門市都採加盟形式經營。2022 年台灣市場貢獻整體營收的 80%，香港佔比為 18%，其餘則主要來自美國市場。

資料來源：凱基

圖 10：台灣市場貢獻主要營收

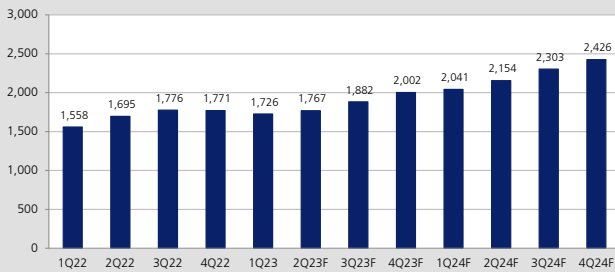
2022 年營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 11：季營業收入

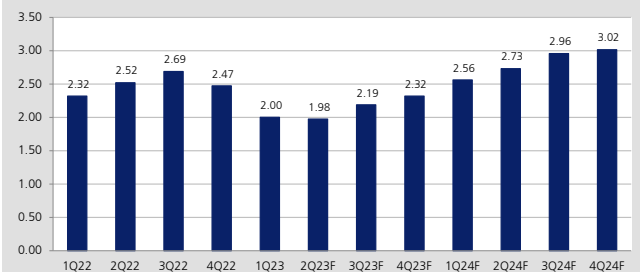
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 12：每股盈利

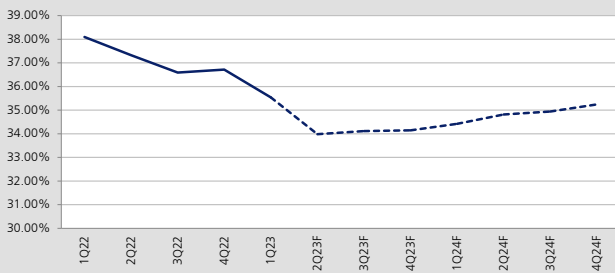
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 13：毛利率

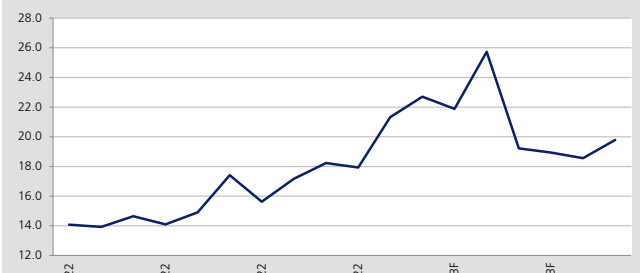
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 14：本益比

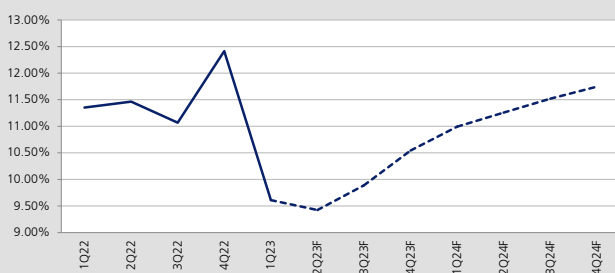
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 15：營業利潤率

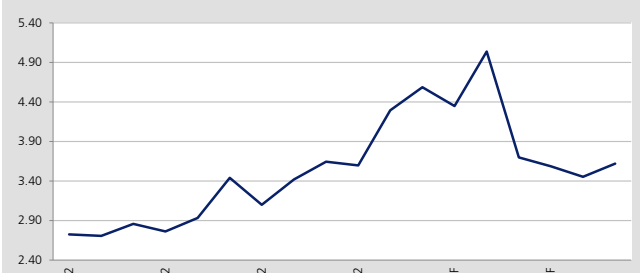
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 16：股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基



## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	1,726	1,767	1,882	2,002	2,041	2,154	2,303	2,426	7,377	8,924	10,274
營業成本	(1,113)	(1,167)	(1,240)	(1,318)	(1,339)	(1,404)	(1,498)	(1,571)	(4,838)	(5,812)	(6,502)
營業毛利	613	601	642	684	703	750	805	855	2,539	3,112	3,772
營業費用	(448)	(434)	(456)	(472)	(478)	(507)	(539)	(570)	(1,810)	(2,095)	(2,412)
營業利益	166	167	186	211	224	242	265	285	730	1,017	1,360
折舊	(163)	(185)	(185)	(208)	(211)	(211)	(211)	(211)	(742)	(845)	(947)
攤提	(1)	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
EBITDA	330	353	372	419	436	454	477	497	1,474	1,864	2,309
利息收入	8	8	8	8	8	8	8	8	32	32	32
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	7	15	15	15	15	15	15	15	52	60	60
總營業外收入	15	23	23	23	23	23	23	23	84	92	92
利息費用	(7)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(30)	(31)	(30)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(6)	(14)	(14)	(25)	(14)	(14)	(14)	(25)	(61)	(68)	(69)
總營業外費用	(14)	(22)	(22)	(33)	(22)	(22)	(22)	(33)	(91)	(99)	(99)
稅前純益	167	168	187	201	225	243	266	275	723	1,010	1,353
所得稅費用[利益]	(37)	(37)	(41)	(44)	(50)	(54)	(59)	(60)	(160)	(222)	(298)
少數股東損益	3	0	(1)	(3)	(6)	(9)	(12)	(14)	0	(40)	(114)
非常項目稅後純益	133	131	145	154	170	181	196	200	563	747	941
非常項目	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	133	131	145	154	170	181	196	200	563	747	941
每股盈餘 (NT\$)	2.00	1.98	2.19	2.32	2.56	2.73	2.96	3.02	8.49	11.27	14.19
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	35.5	34.0	34.1	34.1	34.4	34.8	34.9	35.2	34.4	34.9	36.7
營業利益率	9.6	9.4	9.9	10.5	11.0	11.3	11.5	11.7	9.9	11.4	13.2
EBITDA Margin	19.1	20.0	19.8	20.9	21.4	21.1	20.7	20.5	20.0	20.9	22.5
稅前純益率	9.7	9.5	9.9	10.0	11.0	11.3	11.6	11.3	9.8	11.3	13.2
稅後純益率	7.7	7.4	7.7	7.7	8.3	8.4	8.5	8.2	7.6	8.4	9.2
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(2.5)	2.4	6.5	6.4	2.0	5.5	6.9	5.3			
營業毛利	(5.6)	(2.1)	6.9	6.5	2.8	6.7	7.3	6.2			
營業收益增長	(24.5)	0.4	11.8	13.4	6.3	8.0	9.4	7.4			
EBITDA	(15.2)	6.8	5.6	12.6	4.1	4.1	5.0	4.1			
稅前純益	(16.3)	0.4	11.7	7.4	12.1	8.0	9.4	3.2			
稅後純益	(18.7)	(1.3)	10.7	6.0	10.5	6.6	8.3	2.0			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	10.8	4.3	6.0	13.1	18.3	21.9	22.4	21.2	8.5	21.0	15.1
營業毛利	3.4	(5.1)	(1.2)	5.2	14.5	24.9	25.3	25.1	0.5	22.5	21.2
營業收益	(6.2)	(14.3)	(5.3)	(4.0)	35.3	45.6	42.5	35.0	(7.3)	39.4	33.7
EBITDA	(1.6)	(1.3)	2.4	7.7	32.2	28.8	28.2	18.5	2.0	26.5	23.9
稅前純益	(12.6)	(21.5)	(18.5)	0.9	35.1	45.3	42.3	36.7	(13.3)	39.8	34.0
稅後純益	(13.3)	(21.3)	(18.3)	(5.9)	27.9	38.2	35.2	30.0	(14.8)	32.8	25.9

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>5,319</b>	<b>5,858</b>	<b>6,447</b>	<b>6,858</b>	<b>7,386</b>
<b>流動資產</b>	<b>2,295</b>	<b>2,483</b>	<b>3,336</b>	<b>4,128</b>	<b>5,133</b>
現金及短期投資	1,757	1,928	2,735	3,434	4,361
存貨	210	227	257	308	345
應收帳款及票據	173	193	209	252	291
其他流動資產	155	135	135	135	135
<b>非流動資產</b>	<b>3,025</b>	<b>3,375</b>	<b>3,112</b>	<b>2,730</b>	<b>2,253</b>
長期投資	4	4	4	4	4
固定資產	1,549	1,710	1,447	1,065	588
什項資產	1,472	1,661	1,661	1,661	1,661
<b>負債總額</b>	<b>2,287</b>	<b>2,493</b>	<b>2,942</b>	<b>3,126</b>	<b>3,304</b>
<b>流動負債</b>	<b>1,328</b>	<b>1,397</b>	<b>1,853</b>	<b>2,034</b>	<b>2,213</b>
應付帳款及票據	205	201	228	273	306
短期借款	42	34	41	39	40
什項負債	1,082	1,161	1,583	1,722	1,867
<b>長期負債</b>	<b>959</b>	<b>1,097</b>	<b>1,090</b>	<b>1,092</b>	<b>1,091</b>
長期借款	71	34	27	29	28
其他負債及準備	43	53	53	53	53
<b>股東權益總額</b>	<b>3,033</b>	<b>3,364</b>	<b>3,505</b>	<b>3,732</b>	<b>4,082</b>
普通股	660	663	663	663	663
保留盈餘	1,019	1,197	1,337	1,524	1,759
少數股東權益	40	82	82	122	237
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	14.9%	14.2%	8.5%	21.0%	15.1%
營業收益增長	(14.3%)	20.5%	(7.3%)	39.4%	33.7%
EBITDA	(3.5%)	15.9%	2.0%	26.5%	23.9%
稅後純益	(14.6%)	22.1%	(14.8%)	32.8%	25.9%
每股盈餘成長率	(17.2%)	14.4%	(15.1%)	32.8%	25.9%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	37.5%	37.1%	34.4%	34.9%	36.7%
營業利率	11.0%	11.6%	9.9%	11.4%	13.2%
EBITDA Margin	20.9%	21.3%	20.0%	20.9%	22.5%
稅後純益率	9.1%	9.7%	7.6%	8.4%	9.2%
平均資產報酬率	11.5%	11.8%	9.1%	11.2%	13.2%
股東權益報酬率	21.6%	21.1%	16.8%	21.3%	25.2%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	3.7%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	31.2	29.9	24.7	34.0	45.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	47.9	48.2	42.2	50.6	60.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	16.7	22.0	17.9	22.2	26.3
流動比率 (x)	1.7	1.8	1.8	2.0	2.3
速動比率 (x)	1.6	1.6	1.7	1.9	2.2
淨負債 (NT\$百萬)	(1,135)	(622)	(1,429)	(2,127)	(3,055)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	8.74	10.00	8.49	11.27	14.19
每股現金盈餘 (NT\$)	17.29	21.00	19.41	23.31	27.85
每股淨值 (NT\$)	45.31	49.49	51.61	54.43	57.97
調整後每股淨值 (NT\$)	48.30	49.66	51.61	54.43	57.97
每股營收 (NT\$)	96.12	102.87	111.23	134.54	154.90
EBITDA/Share (NT\$)	20.13	21.87	22.22	28.11	34.82
每股現金股利 (NT\$)	6.73	7.50	6.37	8.45	10.64
<b>資產運用狀況</b>					
資產週轉率 (x)	1.27	1.22	1.20	1.34	1.44
應收帳款週轉天數	10.6	10.3	10.3	10.3	10.3
存貨週轉天數	20.6	19.4	19.4	19.4	19.4
應付帳款週轉天數	20.1	17.2	17.2	17.2	17.2
現金轉換週轉天數	11.1	12.5	12.5	12.5	12.5

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>5,955</b>	<b>6,799</b>	<b>7,377</b>	<b>8,924</b>	<b>10,274</b>
營業成本	(3,723)	(4,273)	(4,838)	(5,812)	(6,502)
<b>營業毛利</b>	<b>2,232</b>	<b>2,526</b>	<b>2,539</b>	<b>3,112</b>	<b>3,772</b>
營業費用	(1,579)	(1,738)	(1,810)	(2,095)	(2,412)
<b>營業利益</b>	<b>653</b>	<b>788</b>	<b>730</b>	<b>1,017</b>	<b>1,360</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>52</b>	<b>113</b>	<b>84</b>	<b>92</b>	<b>92</b>
利息收入	3	14	32	32	32
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	49	98	52	60	60
<b>總營業外費用</b>	<b>(30)</b>	<b>(67)</b>	<b>(91)</b>	<b>(99)</b>	<b>(99)</b>
利息費用	(22)	(29)	(30)	(31)	(30)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(8)	(38)	(61)	(68)	(69)
<b>稅前純益</b>	<b>676</b>	<b>833</b>	<b>723</b>	<b>1,010</b>	<b>1,353</b>
所得稅費用[利益]	(150)	(188)	(160)	(222)	(298)
少數股東損益	16	16	0	(40)	(114)
非常項目	-	0	-	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>541</b>	<b>661</b>	<b>563</b>	<b>747</b>	<b>941</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,247</b>	<b>1,445</b>	<b>1,474</b>	<b>1,864</b>	<b>2,309</b>
每股盈餘 (NT\$)	8.74	10.00	8.49	11.27	14.19

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>1,071</b>	<b>1,388</b>	<b>1,288</b>	<b>1,546</b>	<b>1,847</b>
本期純益	541	661	563	747	941
折舊及攤提	594	658	744	847	949
本期運用資金變動	(41)	(32)	(20)	(49)	(43)
其他營業資產及負債變動	(23)	101	(0)	0	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(879)</b>	<b>(1,088)</b>	<b>(481)</b>	<b>(465)</b>	<b>(473)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(479)	(728)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(510)	(447)	(478)	(463)	(470)
其他資產變動	110	87	(2)	(2)	(2)
<b>自由現金流</b>	<b>549</b>	<b>786</b>	<b>812</b>	<b>1,126</b>	<b>1,494</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>39</b>	<b>(902)</b>	<b>(0)</b>	<b>(382)</b>	<b>(446)</b>
短期借款變動	(43)	3	-	-	-
長期借款變動	(26)	(51)	-	-	-
現金增資	973	-	-	-	-
已支付普通股股息	(390)	(429)	-	(422)	(561)
其他融資現金流	(475)	(425)	(0)	40	114
<b>匯率影響數</b>	<b>(12)</b>	<b>44</b>	-	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>220</b>	<b>(558)</b>	<b>807</b>	<b>699</b>	<b>928</b>

**投資回報率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	26.5%	25.6%	24.5%	23.5%	23.5%
<b>= 營業利率</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.6%</b>	<b>9.9%</b>	<b>11.4%</b>	<b>13.2%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本週轉率</b>	<b>5.2</b>	<b>5.4</b>	<b>12.5</b>	<b>76.3</b>	<b>(22.3)</b>
營業利率	11.0%	11.6%	9.9%	11.4%	13.2%
x 資本週轉率	5.2	5.4	12.5	76.3	(22.3)
x (1 - 有效現金稅率)	77.8%	77.4%	77.9%	78.0%	78.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>44.0%</b>	<b>48.6%</b>	<b>96.6%</b>	<b>678.5%</b>	<b>(230.0%)</b>

資料來源：公司資料，凱基

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

## 瓦城

(2729.TW/2729 TT)

## 增加持股 · 首次評等

收盤價 May 31 (NT\$)	275.5
12 個月目標價 (NT\$)	314.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	14.0

## 焦點內容

隨民衆重返餐廳用餐、公司加速展店，瓦城營收回溫將推動營業利潤率復甦，獲利將重拾成長動能，可望帶動評價走升。我們首次評等瓦城，給予「增加持股」評等，目標價 314 元，係根據 2024 年每股盈餘預估的 20 倍（歷史平均的正兩倍標準差）。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	8.62 / 280.5
流通在外股數 (百萬股)：	32.21
外資持有股數 (百萬股)：	2.47
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.28
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	184.0 – 284.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	7.8	32.5	24.4
相對表現 (%)	0.9	21.1	25.8

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.89A	(4.13)A	3.94A	0.67A
2023	4.84A	3.91F	4.27F	2.29F
2024	4.45F	3.70F	4.62F	2.91F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

高政修  
886.2.2181.8735  
allen.gao@kgi.com

莊政翰  
886.2.2181.8719  
angus.chuang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 獲利重拾成長動能

## 重要訊息

瓦城主要經營東方料理連鎖餐飲。疫情後管理層目標未來三年門市數量複合年增 13%，並規劃明年進軍美國市場。我們預估營收回升將推動今年營業利潤率至 10 年新高，並帶動獲利重拾成長及提升評價水準。

## 評論及分析

**標準化管理強化營運韌性。**儘管過去五年台灣每月、每小時基本薪資分別上漲 20%、26%，瓦城透過食材規格化、料理流程標準化、廚師訓練制度化，搭配中央廚房進行前置處理，平均減少人力 10-20%，使得公司營利率持穩於 9-10% 區間，優於同業平均 1-2 個百分點。公司已建立完整廚師培訓制度，13 個月即可培養出一名合格的廚師，充分滿足擴店所需，加上陸續推出東方菜系新品牌，穩定帶動公司疫情前五年營收複合年增 11%，表現超前餐飲業的 6% 成長。

**疫後加速展店。**瓦城規劃今年新增 18 家餐廳至 158 間，並目標 2025 年達 200 家，2022-25 年餐廳數量年均複合成長 13%，加速自疫情期間 (2019-22 年) 之 2%。我們預期客流量復甦，加上公司重啓展店，瓦城 2023 年營收將年增 29%，並於明年進一步成長 8%。管理層亦規劃跨足美國市場，預計 2Q24 開出首家門市。當地泰國菜餐廳沒有連鎖品牌門市超過 5 家，我們認為公司透過標準化的餐廳管理，有機會在當地佔有一席之地。

**獲利成長前景好轉。**我們看好公司營收在民衆重返餐廳用餐、新門市貢獻下持續回溫，加上營運槓桿效益推動營利率年增 7.5 個百分點至十年新高的 11.2%，預估獲利將於 2023 年重拾成長動能，年增 355% 至 5.0 億元，並於明年進一步展店擴大營運規模、公司審慎把控營業費用下，再攀升 11% 至 5.6 億元，折合每股盈餘分別為 15.15、15.70 元。

## 投資建議

我們看好公司營利率重返年增走勢，獲利將重拾成長動能，並推動評價走升。我們首次評等瓦城，給予「增加持股」評等，目標價 314 元，係根據 2024 年每股盈餘預估的 20 倍（歷史平均的正兩倍標準差）。

## 投資風險

疫情捲土重來；展店趨緩。

## 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	4,611	4,229	4,539	5,868	6,346
營業毛利 (NT\$百萬)	2,451	2,099	2,233	3,082	3,330
營業利益 (NT\$百萬)	494	153	168	657	741
稅後淨利 (NT\$百萬)	370	161	111	504	558
每股盈餘 (NT\$)	15.95	7.04	3.62	15.15	15.70
每股現金股利 (NT\$)	14.50	4.00	3.50	13.70	15.18
每股盈餘成長率 (%)	2.8	(55.9)	(48.5)	318.2	3.6
本益比 (x)	17.3	39.2	76.0	18.2	17.5
股價淨值比 (x)	3.0	3.2	4.0	4.5	4.5
EV/EBITDA (x)	5.3	8.0	11.0	7.2	6.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	9.8	12.2
殖利率 (%)	5.3	1.5	1.3	5.0	5.5
股東權益報酬率 (%)	17.3	7.8	5.3	23.1	25.5

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2Q-3Q23 獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2Q23F					3Q23F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,419	(2.8)	65.9	1,320	7.5	1,536	8.3	23.1	1,440	6.7
毛利	740	(4.3)	106.2	688	7.6	806	8.9	23.8	751	7.4
營業利益	158	(14.4)	-	144	10.1	198	24.9	34.9	164	21.0
稅前淨利	155	(17.5)	-	140	11.2	195	25.4	33.6	161	21.2
稅後淨利	121	(19.1)	-	109	11.0	152	25.4	27.9	126	20.4
每股盈餘(元)	3.91	(19.1)	-	3.48	12.4	4.27	9.0	8.2	4.03	5.9
毛利率(%)	52.2	(0.8) ppts	10.2 ppts	52.1	0.0 ppts	52.5	0.3 ppts	0.3 ppts	52.1	0.3 ppts
營業利益率(%)	11.2	(1.5) ppts	24.3 ppts	10.9	0.3 ppts	12.9	1.7 ppts	1.1 ppts	11.4	1.5 ppts
淨利率(%)	8.5	(1.7) ppts	19.6 ppts	8.3	0.3 ppts	9.9	1.3 ppts	0.4 ppts	8.8	1.1 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-24 年獲利預估暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F	
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)
營收	5,868	29.3	5,563	5.5	6,346	8.1
毛利	3,082	38.0	2,906	6.1	3,330	8.0
營業利益	657	290.9	589	11.7	741	12.7
稅前獲利	644	329.9	582	10.8	716	11.1
稅後淨利	504	354.9	458	10.0	558	10.8
每股盈餘(元)	15.15	318.2	14.66	3.4	15.70	3.6
毛利率(%)	52.5	3.3 ppts	52.2	0.3 ppts	52.5	(0.1)ppts
營利率(%)	11.2	7.5 ppts	10.6	0.6 ppts	11.7	0.5 ppts
淨利率(%)	8.6	6.1 ppts	8.2	0.4 ppts	8.8	0.2 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：瓦城目前評價與歷史平均相當



資料來源：TEJ；凱基

圖 4: 公司概況

成立於 1990 年的瓦城為餐廳連鎖業者，旗下八個品牌在台灣經營共計 140 家餐廳。瓦城在台灣主要佈局六都大眾市場，目前 75% 的餐廳位於百貨公司或購物商場內，其餘則為街邊門市。

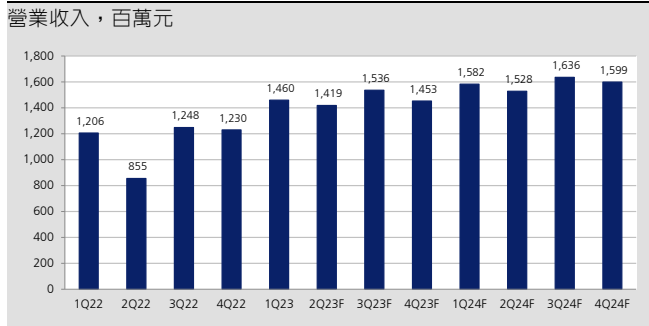
資料來源：凱基

圖 5: 瓦城泰國料理為主要品牌



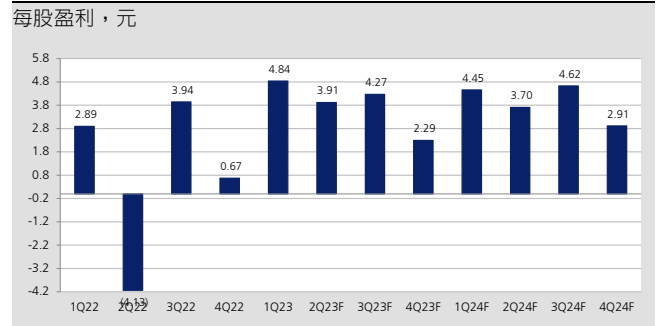
資料來源：公司資料

圖 6: 季營收入



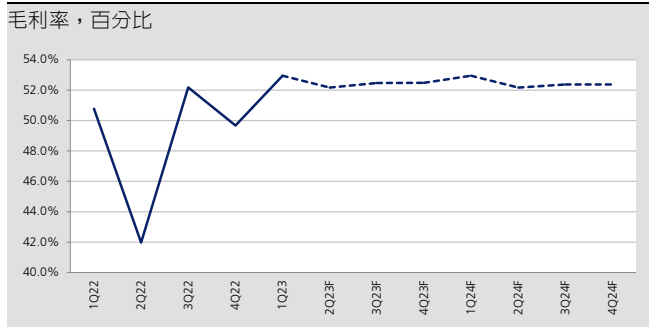
資料來源：凱基

圖 7: 每股盈利



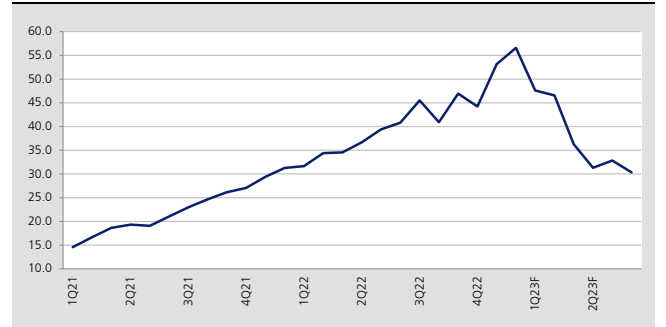
資料來源：凱基

圖 8: 毛利率



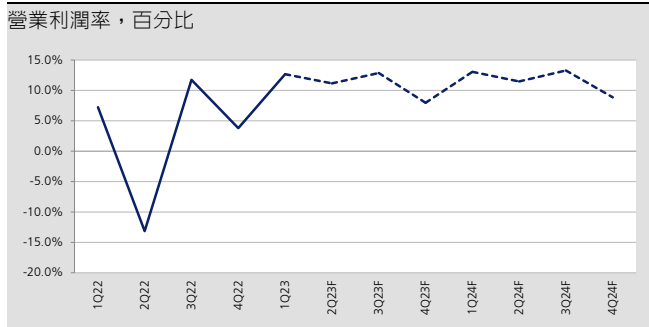
資料來源：凱基

圖 9: 本益比



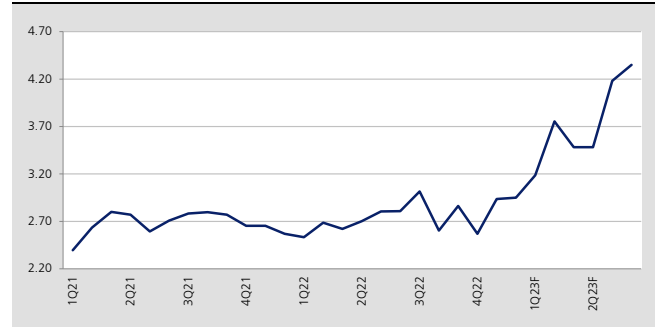
資料來源：凱基

圖 10: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 11: 股價淨值比



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	1,460	1,419	1,536	1,453	1,582	1,528	1,636	1,599	4,539	5,868	6,346
營業成本	(687)	(679)	(730)	(691)	(744)	(731)	(779)	(762)	(2,306)	(2,786)	(3,016)
營業毛利	773	740	806	763	838	797	857	838	2,233	3,082	3,330
營業費用	(588)	(582)	(608)	(647)	(631)	(622)	(640)	(696)	(2,065)	(2,425)	(2,589)
營業利益	185	158	198	116	207	175	217	142	168	657	741
折舊	(130)	(156)	(156)	(182)	(179)	(179)	(179)	(179)	(556)	(624)	(715)
攤提	(5)	(2)	(2)	1	(2)	(2)	(2)	(2)	(10)	(10)	(8)
EBITDA	321	317	356	297	387	356	398	323	734	1,292	1,464
利息收入	0	1	1	1	0	0	0	0	4	2	2
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	7	3	3	(2)	3	3	3	3	11	10	10
總營業外收入	7	3	3	(1)	3	3	3	3	15	12	12
利息費用	(3)	(4)	(4)	(5)	(7)	(7)	(7)	(7)	(26)	(17)	(29)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1)	(2)	(2)	(3)	1	(2)	(2)	(5)	(8)	(8)	(8)
總營業外費用	(4)	(6)	(6)	(8)	(6)	(9)	(9)	(12)	(34)	(25)	(37)
稅前純益	188	155	195	106	203	169	211	133	150	644	716
所得稅費用[利益]	(40)	(34)	(43)	(23)	(45)	(37)	(46)	(29)	(39)	(140)	(157)
少數股東損益	2	-	-	(2)	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	150	121	152	81	158	132	164	103	111	504	558
非常項目	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	150	121	152	81	158	132	164	103	111	504	558
每股盈餘 (NT\$)	4.84	3.91	4.27	2.29	4.45	3.70	4.62	2.91	3.62	15.15	15.70
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	53.0	52.2	52.5	52.5	53.0	52.2	52.4	52.4	49.2	52.5	52.5
營業利益率	12.7	11.2	12.9	8.0	13.1	11.5	13.3	8.9	3.7	11.2	11.7
EBITDA Margin	22.0	22.3	23.2	20.5	24.5	23.3	24.3	20.2	16.2	22.0	23.1
稅前純益率	12.9	10.9	12.7	7.3	12.8	11.1	12.9	8.3	3.3	11.0	11.3
稅後純益率	10.2	8.5	9.9	5.6	10.0	8.6	10.1	6.5	2.4	8.6	8.8
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	18.7	(2.8)	8.3	(5.4)	8.9	(3.4)	7.0	(2.2)			
營業毛利	26.6	(4.3)	8.9	(5.4)	9.9	(4.8)	7.5	(2.2)			
營業收益增長	297.3	(14.4)	24.9	(41.4)	78.1	(15.1)	23.9	(34.6)			
EBITDA	71.8	(1.1)	12.4	(16.5)	30.2	(8.1)	11.8	(18.9)			
稅前純益	396.7	(17.5)	25.4	(45.3)	91.0	(16.8)	24.8	(37.1)			
稅後純益	628.5	(19.1)	25.4	(46.4)	94.7	(16.8)	24.8	(37.1)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	21.1	65.9	23.1	18.2	8.4	7.7	6.5	10.1	7.3	29.3	8.1
營業毛利	26.3	106.2	23.8	24.8	8.4	7.7	6.3	9.9	6.4	38.0	8.0
營業收益	111.8		34.9	148.9	11.6	10.6	9.8	22.5	9.8	290.9	12.7
EBITDA	39.4	941.1	24.1	59.4	20.8	12.3	11.7	8.5	(3.3)	75.9	13.4
稅前純益	123.9		33.6	180.9	8.0	8.9	8.4	24.7	(21.5)	329.9	11.1
稅後純益	126.1		27.9	296.5	5.9	8.9	8.4	27.1	(31.3)	354.9	10.8

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>5,671</b>	<b>5,337</b>	<b>4,350</b>	<b>5,276</b>	<b>5,355</b>
<b>流動資產</b>	<b>2,084</b>	<b>1,869</b>	<b>1,129</b>	<b>1,289</b>	<b>1,292</b>
現金及短期投資	1,609	1,325	388	396	342
存貨	113	160	163	197	213
應收帳款及票據	276	295	403	521	561
其他流動資產	87	89	175	175	175
<b>非流動資產</b>	<b>3,586</b>	<b>3,468</b>	<b>3,221</b>	<b>3,986</b>	<b>4,063</b>
長期投資	-	17	20	20	20
固定資產	1,642	1,766	1,902	2,678	2,763
什項資產	1,944	1,685	1,298	1,289	1,280
<b>負債總額</b>	<b>3,506</b>	<b>3,344</b>	<b>2,175</b>	<b>3,090</b>	<b>3,157</b>
<b>流動負債</b>	<b>1,925</b>	<b>1,940</b>	<b>1,258</b>	<b>1,673</b>	<b>1,906</b>
應付帳款及票據	113	120	145	175	189
短期借款	780	810	110	110	277
什項負債	1,031	1,010	1,004	1,388	1,441
<b>長期負債</b>	<b>1,581</b>	<b>1,404</b>	<b>917</b>	<b>1,417</b>	<b>1,250</b>
長期借款	74	171	0	500	333
其他負債及準備	1,507	1,234	917	917	917
<b>股東權益總額</b>	<b>2,165</b>	<b>1,992</b>	<b>2,175</b>	<b>2,186</b>	<b>2,198</b>
普通股股本	233	233	313	359	359
保留盈餘	491	324	270	281	294
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(5.9%)	(8.3%)	7.3%	29.3%	8.1%
營業收益增長	4.0%	(69.0%)	9.8%	290.9%	12.7%
EBITDA	0.1%	(34.6%)	(3.3%)	75.9%	13.4%
稅後純益	2.5%	(56.4%)	(31.3%)	354.9%	10.8%
每股盈餘成長率	2.8%	(55.9%)	(48.5%)	318.2%	3.6%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	53.1%	49.6%	49.2%	52.5%	52.5%
營業利率率	10.7%	3.6%	3.7%	11.2%	11.7%
EBITDA Margin	25.2%	17.9%	16.2%	22.0%	23.1%
稅後純益率	8.0%	3.8%	2.4%	8.6%	8.8%
平均資產報酬率	6.4%	2.9%	2.3%	10.5%	10.5%
股東權益報酬率	17.3%	7.8%	5.3%	23.1%	25.5%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	39.5%	49.2%	5.1%	27.9%	27.7%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	9.8%	12.2%
利息保障倍數 (x)	13.9	7.4	6.7	38.3	25.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.2	0.5	0.8	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	39.7	24.7	22.1	58.8	42.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.6	0.9	4.2	8.0	4.0
流動比率 (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
速動比率 (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
淨負債 (NT\$百萬)	(187)	(148)	(278)	214	268
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	15.95	7.04	3.62	15.15	15.70
每股現金盈餘 (NT\$)	57.32	31.96	18.92	30.56	34.85
每股淨值 (NT\$)	93.03	85.64	69.47	60.82	61.16
調整後每股淨值 (NT\$)	93.35	87.03	71.14	65.74	61.85
每股營收 (NT\$)	198.84	184.74	148.49	176.49	178.53
EBITDA/Share (NT\$)	50.06	33.15	24.02	38.84	41.20
每股現金股利 (NT\$)	14.50	4.00	3.50	13.70	15.18
<b>資產運用狀況</b>					
資產週轉率 (x)	0.80	0.77	0.94	1.22	1.19
應收帳款週轉天數	21.9	25.5	32.4	32.4	32.4
存貨週轉天數	19.1	27.4	25.8	25.8	25.8
應付帳款週轉天數	19.2	20.6	22.9	22.9	22.9
現金轉換週轉天數	21.8	32.3	35.3	35.3	35.3

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>4,611</b>	<b>4,229</b>	<b>4,539</b>	<b>5,868</b>	<b>6,346</b>
營業成本	(2,160)	(2,131)	(2,306)	(2,786)	(3,016)
<b>營業毛利</b>	<b>2,451</b>	<b>2,099</b>	<b>2,233</b>	<b>3,082</b>	<b>3,330</b>
營業費用	(1,957)	(1,946)	(2,065)	(2,425)	(2,589)
<b>營業利益</b>	<b>494</b>	<b>153</b>	<b>168</b>	<b>657</b>	<b>741</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>104</b>	<b>76</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
利息收入	9	7	4	2	2
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	95	70	11	10	10
<b>總營業外費用</b>	<b>(165)</b>	<b>(39)</b>	<b>(34)</b>	<b>(25)</b>	<b>(37)</b>
利息費用	(33)	(30)	(26)	(17)	(29)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(132)	(9)	(8)	(8)	(8)
<b>稅前純益</b>	<b>432</b>	<b>191</b>	<b>150</b>	<b>644</b>	<b>716</b>
所得稅費用[利益]	(72)	(30)	(39)	(140)	(157)
少數股東損益	9	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>370</b>	<b>161</b>	<b>111</b>	<b>504</b>	<b>558</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,161</b>	<b>759</b>	<b>734</b>	<b>1,292</b>	<b>1,464</b>
每股盈餘 (NT\$)	15.95	7.04	3.62	15.15	15.70

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>1,329</b>	<b>732</b>	<b>578</b>	<b>1,016</b>	<b>1,239</b>
本期純益	370	161	111	504	558
折舊及攤提	667	606	566	634	723
本期運用資金變動	9	(59)	(86)	(122)	(43)
其他營業資產及負債變動	283	24	(12)	0	-
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(102)</b>	<b>(71)</b>	<b>(186)</b>	<b>(1,400)</b>	<b>(800)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	(19)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(360)	(407)	(359)	(1,400)	(800)
其他資產變動	257	355	173	(0)	0
<b>自由現金流</b>	<b>717</b>	<b>258</b>	<b>235</b>	<b>(383)</b>	<b>450</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(713)</b>	<b>(573)</b>	<b>(1,133)</b>	<b>392</b>	<b>(492)</b>
長期借款變動	(80)	-	110	-	-
長期借款變動	68	116	(190)	500	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(233)	(332)	(92)	(108)	(492)
其他融資現金流	(382)	(357)	(961)	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>1</b>	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>514</b>	<b>87</b>	<b>(740)</b>	<b>8</b>	<b>(54)</b>
購併公司之現金餘額	-	-	-	-	-

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	53.1%	49.6%	49.2%	52.5%	52.5%
- 銷管費用/營業收入	42.4%	46.0%	45.5%	41.3%	40.8%
<b>= 營業利率率</b>	<b>10.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.7%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.7%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
<b>= 資本週轉率</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>
營業利率率	10.7%	3.6%	3.7%	11.2%	11.7%
x 資本週轉率	1.6	1.5	1.6	1.8	1.9
x (1 - 有效現金稅率)	83.4%	84.4%	73.9%	78.2%	78.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>14.1%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.4%</b>	<b>15.6%</b>	<b>17.2%</b>

資料來源：公司資料，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800
<b>泰國</b>	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014
<b>新加坡</b>		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826
<b>印尼</b>		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

**股價說明**

<b>等級</b>	<b>定義</b>
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

\*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

**免責聲明**

凱基證券投資顧問股份有限公司 (以下簡稱本公司) 為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。