

2732.TT 六角

獲利優於預期+成長動能強勁

公司簡介

六角國際事業股份有限公司成立於 2004 年，主要提供日式飲品、手工甜品、現煮咖啡等餐飲服務，其中茶飲類以日出茶太為主。2021 年營收占比：直營收入 17.25%、物料收入 68.21%、加盟諮詢費收入 14.54%。

投資評等/目標價

買進

220

【前次投資建議】區間操作，115~150

【大盤指數/股價】15864 / 182.5

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	46
市值(百萬元)	8,477
3M 平均日成交值(百萬元)	349
外資持股率(%)	12.19
投信持股率(%)	5.50
董監持股率(%)	30.78

重點財報解析

百萬元	FY21	FY22E	FY23F
營業收入	4,180	4,211	4,618
營業利益	193	347	529
母公司本期淨利	136	297	405
稀釋後 EPS(元)	2.96	6.56	8.96
每股現金股利(元)	2.34	6.30	8.07
每股淨值(元)	39.41	44.63	47.87
本益比(x)	50.04	22.90	16.73
本淨比(x)	3.81	3.36	3.13
殖利率(%)	1.56	4.20	5.38

環境、社會與治理(ESG)



重點摘要

國內餐飲成長助攻，4Q22 EPS 為 2.09 元

4Q22 營收 10.54 億元，QoQ-7.4%、YoY-8.3%，主要是瑞里、天恩受到中國封城影響，營收規模下滑，該事業體單季營收分別年減 52.5%、1.6%，所幸其他事業體強勁回升彌補，獲利方面，在毛利較高的母公司、澳洲茶太、王座總體占比提升下，帶動毛利率至 49.81%，QoQ+6.24ppts、YoY+5.57ppts，營業利益至 1.25 億元，QoQ+11.0%、YoY+12.9%，歸屬母公司稅後淨利 0.95 億元，QoQ-8.6%、YoY+28.0%，稀釋後 EPS 2.09 元。

疫後復甦持續成為 2023 年營運動能

展望 2023 年，預期解封後，代理商、加盟主將積極展店來獲取疫後復甦商機，投研部預期 1Q23 淨展店速度將重回 30%，同時考量中國瑞里回復速度優於投研部先前預期，我們上調對於六角 2023 年營運假設，預估全年營收 46.18 億元，YoY+9.7%，毛利率 47.53%，YoY+3.51ppt，歸屬母公司稅後淨利 4.05 億元，YoY+36.9%，稀釋後 EPS 8.96 元。

營運優於預期，調升評等至買進，目標價 220 元

評價方面，過往餐飲業 PER 上緣約落於 20x，但投研部觀察六角 PER 與營益率有著密切正相關，營益率只要突破 10%以上市場大多給予超過 20xPER (除 2016~2017 年間，因六角大幅擴張王座餐飲事業體，市場擔憂其折舊拖累獲利表現外)，並朝 24x-25x 靠攏，而投研部基於 2023 年各事業體成長趨勢明確，預期營益率有望重回 10%以上，並貼近 2019 年水準(10.52%~14.08%)，有助於評價回升，加上考量 2023 年獲利狀況優於預期，我們調升六角至買進評等，並給予目標價 220 元(2023F EPS*24xPER)。

國內餐飲成長助攻，4Q22 EPS 為 2.09 元

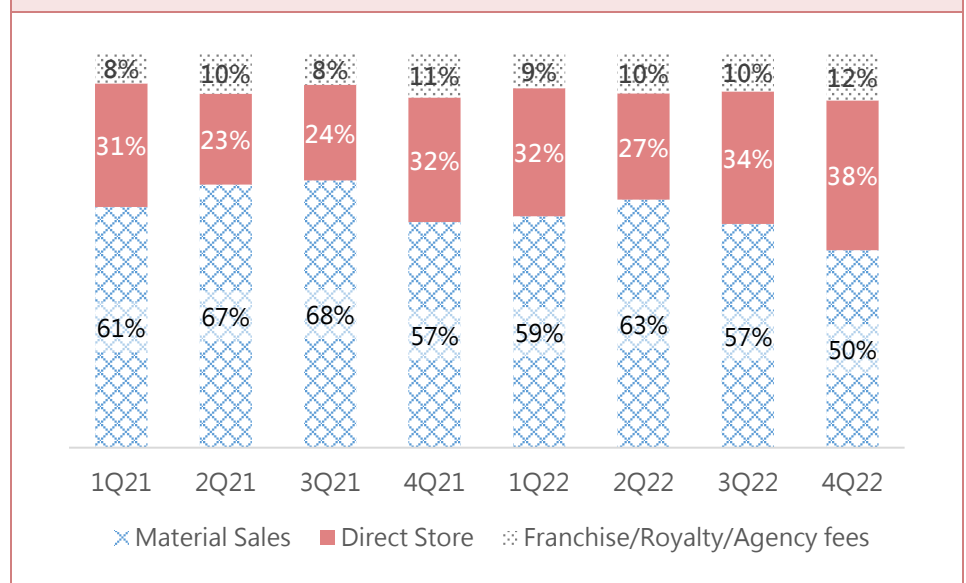
4Q22 營收 10.54 億元，QoQ-7.4%、YoY-8.3%，主要是瑞里、天恩受到中國封城影響，營收規模下滑，該事業體單季營收分別年減 52.5%、1.6%，惟其他事業體則維持正成長強勁回升彌補，包括：1)王座受惠動國內餐飲業回溫，單季營收年增 11.5%；2)東南亞擴店速度優於預期，整體淨店成長幅度已達 20%，優於 3Q22 的 15%，帶動母公司營運持續攀升；3)澳洲茶太則持續受惠疫後展店及切入澳洲超市 Woolworths 與 Coles 所帶來的效應。4Q22 各事業體營收占比：母公司 35.6%、澳洲茶太 22.1%、王座 26.3%、瑞里 7.4%、天恩 8.6%。

獲利方面，在母公司、澳洲茶太、王座營收帶動下，毛利較高的直營收入、加盟諮詢費收入占比提升下，帶動毛利率提升至 49.81%，QoQ+6.24ppts、YoY+5.57ppts；且除營收結構帶動毛利率提升外，王座經過 5 年折舊攤提，多數於 2016-2018 年擴展之餐廳已於 2022 年提列完成，投研部推估其損平點約 7,200-7,500 萬元/月，並於 4Q22 成功轉盈，且單季獲利足以彌補前三季虧損，帶動整體營業利益至 1.25 億元，QoQ+11.0%、YoY+12.9%，歸屬母公司稅後淨利 0.95 億元，QoQ-8.6%、YoY+28.0%，稀釋後 EPS 2.09 元。

2022 年營收 42.11 億元，YoY+0.73%，毛利率 44.02%，YoY+3.0ppts，營業利益 3.47 億元，YoY +82.7%，歸屬母公司稅後淨利 2.97 億元，YoY+118.3%，稀釋後 EPS 6.56 元。

圖 1：六角營收占比整理

單位：%



資料來源：六角、國票投顧整理

疫後復甦持續成為 2023 年營運動能

展望 2023 年，預期疫後人潮回籠仍是推升營運的關鍵動能之一，主因：1)解封後代理商、加盟主將積極展店來獲取商機，由於 4Q22 淨展店幅度已來到 20%，投研部預計 2023 年有望重回過去 30%淨成長水平，這不僅對物料收入有所幫助，對權利金收入成長更是一大助力；2)中國瑞里經過兩年體質調整，損益兩平點已降低至 3000 萬新台幣/月，而以 2023 年 1、2 月來看，營收均於損平點之上；3)王座方面，台灣約 50 家店面，其中 6~7 成已完全折舊，且隨線下客流量回溫，

投研部預期 2023 年營收可回到疫情前 9~10 億元/年標準，另外六角於 2023 年 1 月與韓國橋村炸雞總公司 Kyochon F&B Co. Ltd. 簽訂獨家代理權，並計畫 2H23 於台北開店，初步規劃先展店 1-2 家，並不會大幅擴展，避免店面折舊攤提激增，成為後續獲利成長包袱；4) 澳洲茶太除 2023 年店面數有望從 2022 年底的 170 家增至 200 家外，切入澳洲超市 Woolworths 與 Coles 所帶來的快銷品出貨業務將持續發酵，都將帶動澳洲市場的營運表現。

整體而言，由於國內餐飲狀況、中國瑞里回復速度、展店淨成長幅度情況皆較投研部先前預期優異，因此我們上調對於六角 2023 年獲利之假設，預估全年營收 46.18 億元，YoY+9.7%，毛利率 47.53%，YoY+3.51ppt，歸屬母公司稅後淨利 4.05 億元，YoY+36.9%，稀釋後 EPS 8.96 元。

中國內需已落底，瑞里營運優於預期

中國清零政策於 2023 年 2 月全面撤除，線下活動陸續復甦，進而帶動中國瑞里營收，即便處於過往淡季，2023 年累計 1~2 月營收仍在損益平衡點之上；同時，觀察中國 2023 年「政府工作報告」，當局強調要擴大內需及提振市場信心，投研部推估，2023 年中國首要重點即先持穩國內經濟，在相關財政政策支持下，有望間接推升餐飲類營運，我們依此認為 2023 年瑞里轉盈機率大。同時，瑞里目前於中國仍有約 1,000 家門市，若後續中國內需回溫，將重回展店策略，成為另一推升六角營運的動能。

主體營運模式屬輕資產，將淡化成本端上漲壓力

六角營運主體為日出茶太品牌，其商業模式除代理授權及採單店加盟方式外，提供合作夥伴的物料收入也是一大營收來源(2021 年占比為 62.8%、2022 年為 57.0%)，而六角的物料來源是透過三方貿易完成上下游供貨，無製造工廠及囤貨壓力，並以 FOB 方式交付加盟主、代理商，等於整體屬輕資產模式。

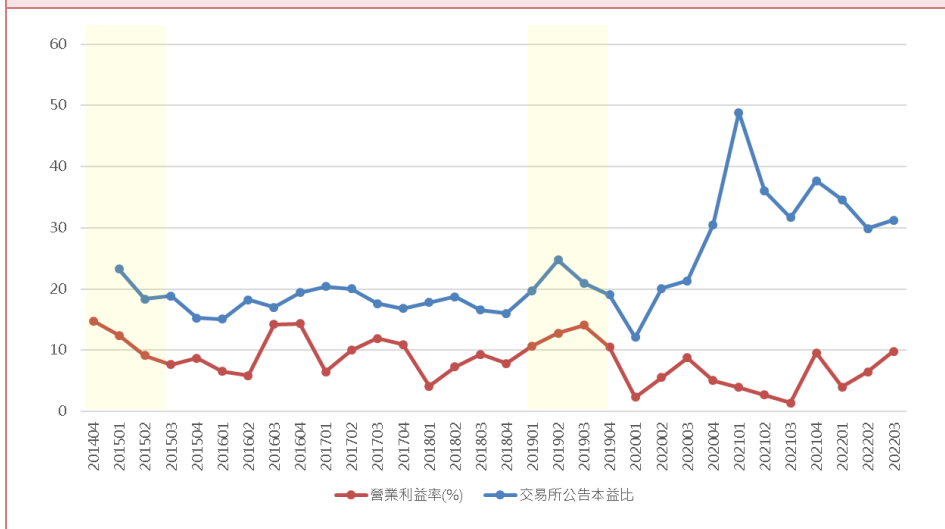
旗下王座雖是以餐飲為主，物價上漲雖多少影響毛利率表現，不過公司將推出更多套餐組合，吸引消費者加購毛利較高的飲品、甜點，來增加客單價及毛利，削弱物價上漲影響。

營運優於預期，調升評等至買進，目標價 220 元

評價方面，過往餐飲業 PER 上緣約落於 20x，但投研部觀察六角 PER 與營益率有著密切正相關，營益率只要突破 10% 以上市場大多給予超過 20xPER (除 2016~2017 年間，因六角大幅擴張王座餐飲事業體，市場擔憂其折舊拖累獲利表現外)，並朝 24x-25x 靠攏，而投研部基於 2023 年各事業體成長趨勢明確，預期營益率有望重回 10% 以上，並貼近 2019 年水準(10.52%~14.08%)，有助於評價回升，加上考量 2023 年獲利狀況優於預期，我們調升六角至買進評等，並給予目標價 220 元(2023F EPS*24xPER)。

圖 2：六角營益率&PER 走勢

單位：%/倍



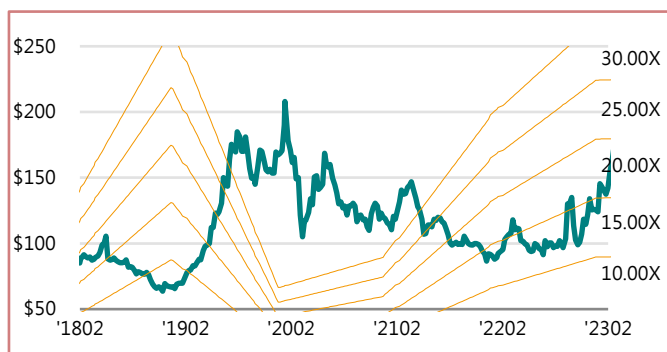
資料來源：CMoney、國票投顧

表 1：預估營收獲利變動表

	最新預估		前次預估		差異	
	FY22E (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22E (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22F (%)	FY23F (%)
營業收入	4,211	4,618	4,319	4,762	-2.51	-3.03
營業毛利	1,854	2,195	1,845	2,129	0.47	3.08
稅後淨利	297	405	308	366	-3.62	10.74
稀釋後EPS(元)	6.56	8.96	6.66	7.70	--	--
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
營業毛利率	44.02	47.53	42.73	44.71	1.29	2.82
營業利益率	8.24	11.45	8.04	9.81	0.20	1.64
稅後淨利率	7.05	8.78	7.13	7.69	-0.08	1.09

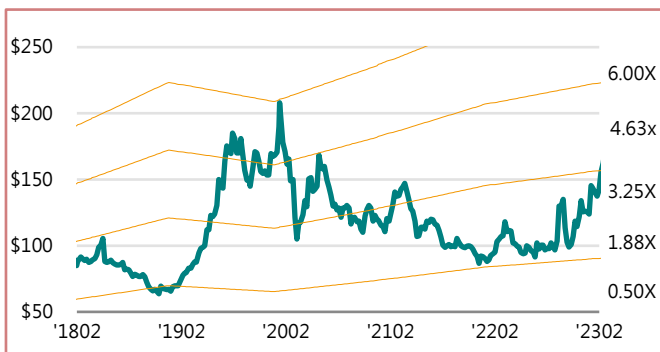
資料來源：國票投顧

六角未來 12 個月 P/E 區間



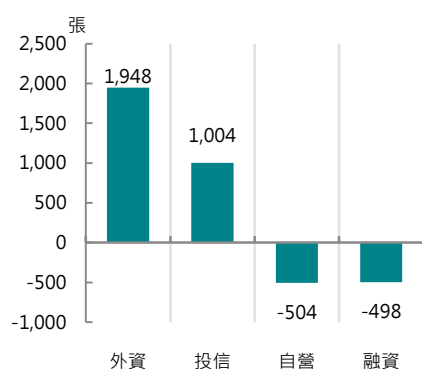
資料來源：國票投顧

六角未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
亨泰國際投資(股)葉鼎綸	14.68
寬容投資(股)	12.62
兆鼎投資(股)	9.11
容玉投資(股)	5.17
王耀輝	3.48
王麗玉	3.13
陳宗成	2.25
澳大利亞商 Ch(股)	2.04
陳莉莉	1.76
匯豐特福杭	1.73

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
亨泰國際投資(股)王麗玉	董事/副總經理	14.68
亨泰國際投資(股)葉鼎綸	董事	14.68
寬容投資(股)	董事	12.62
王耀輝	董事長/總經理	3.48
王佑生	獨立董事	0
王廷升	獨立董事	0
陳清霖	獨立董事	0
Zhao	法人代表(董事)	0
葉鼎綸	法人代表(董事)	0.07

資料來源：TEJ

2732 六角 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2023Q1

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
3	4	3	未發布或未申報交易所

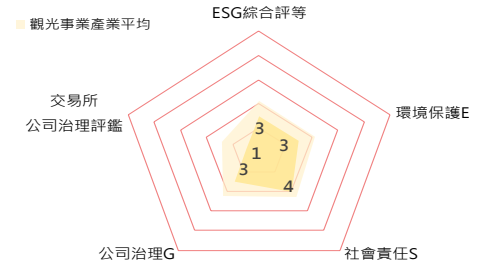
產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
觀光事業	44	30	否	

資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高

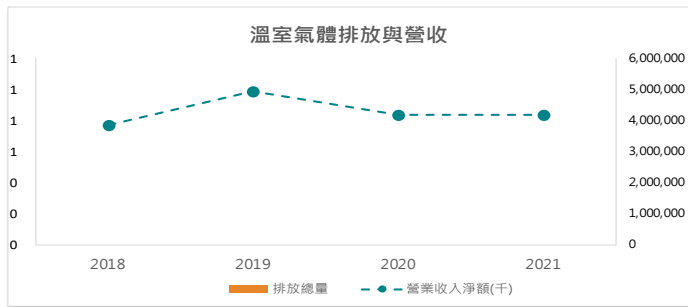
六角

觀光事業產業平均



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	未揭露	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

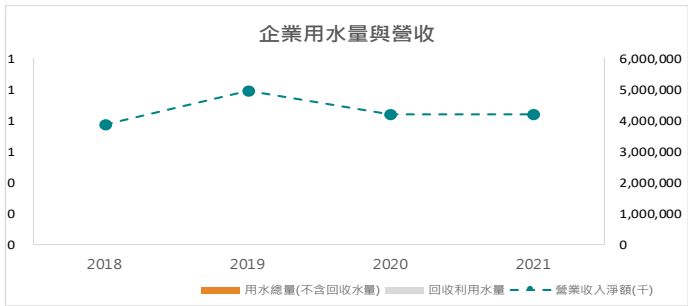
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 公司未揭露溫室氣體盤查數據

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

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

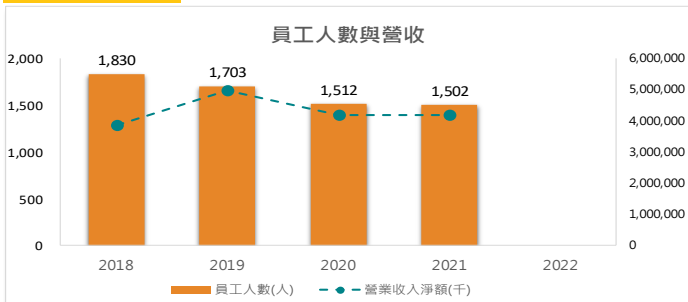
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的污水總量

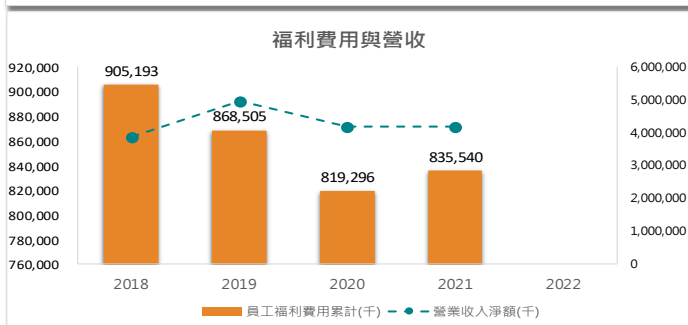
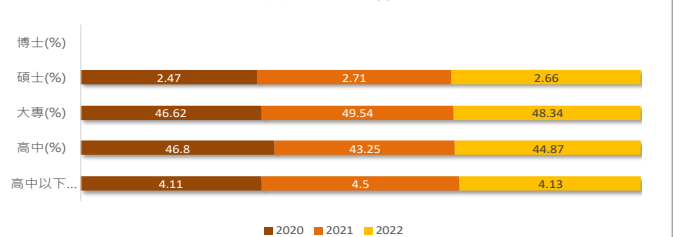
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	81%至100%	D	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	81%至100%	D	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	66%至80%	C	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	51%至65%	C+	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	81%至100%	D	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

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

交易所公司治理評鑑



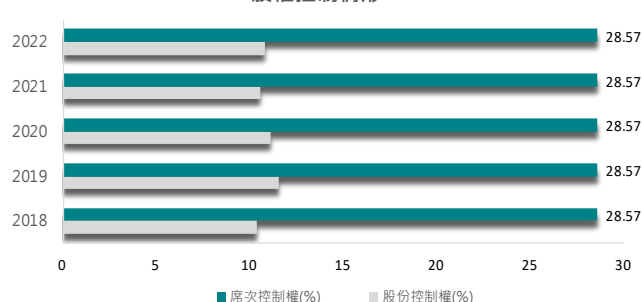
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。
企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22E	FY23F
營業收入	986	1,031	1,139	1,054	1,037	1,177	1,219	1,184	4,180	4,211	4,618
營業毛利	404	429	496	525	495	551	574	574	1,715	1,854	2,195
營業費用	364	363	382	399	385	421	423	423	1,561	1,507	1,659
營業利益	39	67	112	125	107	131	143	154	193	347	529
稅前淨利	53	74	135	123	111	134	154	152	179	385	552
本期淨利(NI)	37	51	107	101	88	106	121	118	123	331	434
淨利歸屬於_母公司業主	39	60	104	95	84	98	114	108	136	297	405
淨利歸屬於_非控制利益	(2)	(9)	4	7	4	8	7	10	-13	-18	30
稀釋後每股盈餘_本期淨利	0.85	1.33	2.30	2.09	1.86	2.18	2.53	2.40	2.96	6.56	8.96
QoQ(%)											
營收淨額	-14.28	4.51	10.54	-7.44	-1.64	13.52	3.54	-2.90			
銷貨毛利	-20.57	6.10	15.71	5.81	-5.80	11.39	4.19	0.05			
營業利益	-64.30	69.53	68.07	10.98	-14.32	22.82	9.22	7.90			
稅後純益_母公司淨利	-47.66	55.29	72.44	-8.64	-11.13	17.02	16.35	-5.28			
YoY(%)											
營收淨額	-9.63	7.68	16.10	-8.34	5.18	14.24	7.01	12.26	5.15	0.73	9.66
銷貨毛利	-11.24	13.86	32.89	3.19	22.37	28.48	15.68	9.39	5.29	8.11	18.39
營業利益	-8.94	158.28	728.96	12.88	170.93	96.27	27.55	24.01	-2.44	82.69	49.95
稅後純益_母公司淨利	52.02	244.06	448.79	28.04	117.41	63.83	10.54	14.61	39.55	118.33	36.86
各項比率											
營業毛利率	41.00	41.62	43.57	49.81	47.70	46.80	47.10	48.53	41.02	44.02	47.53
營業利益率	4.00	6.48	9.85	11.82	10.29	11.13	11.75	13.05	4.62	8.24	11.45
稅前淨利率	5.40	7.23	11.84	11.63	10.68	11.39	12.65	12.88	4.28	9.15	11.94
稅後淨利率	3.92	5.83	9.09	8.97	8.10	8.35	9.39	9.16	3.24	7.05	8.78

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY21	FY22F	FY23F
現金及約當現金	885	1,247	1,314
流動金融資產	0	0	0
應收款項	639	624	696
存貨	310	280	257
其他流動資產	58	77	67
流動資產	1,916	2,227	2,334
非流動金融資產	129	129	129
採用權益法之投資	129	129	129
不動產、廠房與設備	481	452	487
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	2,154	2,493	2,515
資產總計	4,171	4,370	4,502
短期借款	473	581	533
流動金融負債	0	0	0
應付款項	607	748	796
其他流動負債	112	185	173
流動負債	1,487	1,514	1,502
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	0	0	0
長期借款	27	26	27
其他非流動負債	121	503	500
負債總計	2,080	2,043	2,029
股本	459	463	463
資本公積	1,043	1,043	1,043
保留盈餘	328	532	668
其他權益	-47	-20	-9
庫藏股	0	0	0
非控制權益	309	309	309
股東權益	2,091	2,327	2,474

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY21	FY22F	FY23F
本期稅前淨利(淨損)	179	385	552
折舊攤提	319	262	257
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	-17	-18	-19
收取之股利	0	0	0
營運資金增減	-227	116	-23
支付之利息	-30	-28	-33
支付之所得稅	-59	-89	-117
其他	41	30	44
來自營運之現金流量	206	658	661
資本支出	-96	-103	-163
長投增減	0	0	0
短投增減	0	0	0
收取之利息	0	0	1
收取之股利	5	5	5
其他	185	21	40
來自投資之現金流量	94	-77	-117
自由現金流量	300	581	544
借款增(減)	-55	107	-47
股利發放	-272	-108	-291
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	-135	-221	-134
來自融資之現金流量	-462	-222	-472
匯率調整	-11	1	-5
本期產生之現金流量	-173	360	67
期末現金及約當現金	885	1,247	1,314

資料來源：TEJ、國票投顧

六角歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	59

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。