



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

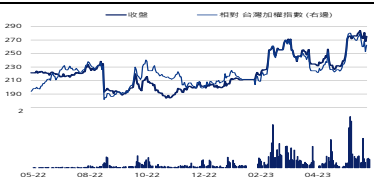
市值：(NT\$bn/US\$mn)	8.62 / 280.5
流通在外股數 (百萬股)：	32.21
外資持有股數 (百萬股)：	2.47
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.28
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	184.0 - 284.0

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

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

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，加上公司重啟展店，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



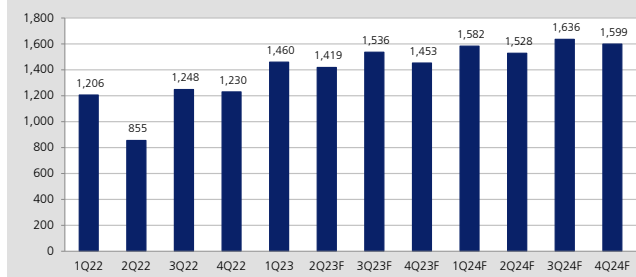
圖 4: 公司概況

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 6: 季營收入

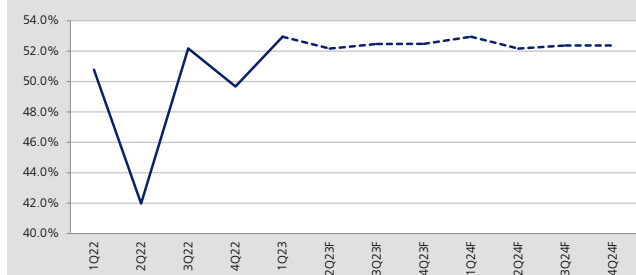
營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 毛利率

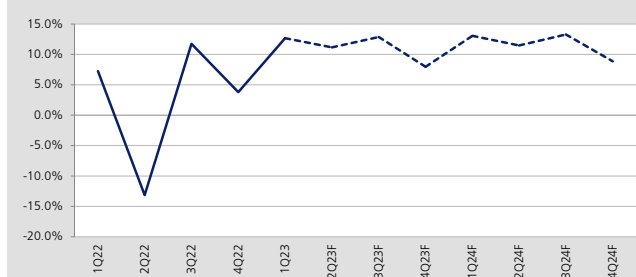
毛利率，百分比



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

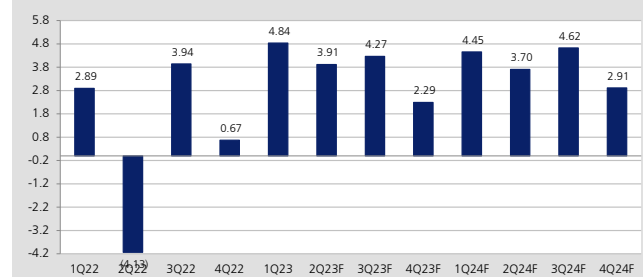
圖 5: 瓦城泰國料理為主要品牌



資料來源：公司資料

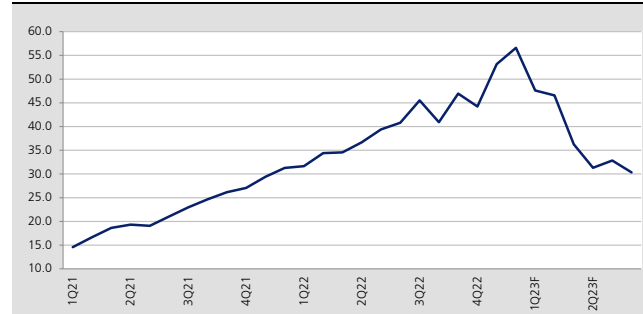
圖 7: 每股盈利

每股盈利，元



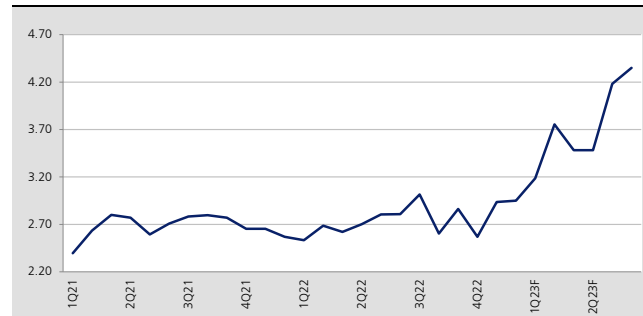
資料來源：凱基

圖 9: 本益比



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
損益表 (NT\$百萬)											
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
獲利率 (%)											
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
季成長率 (%)											
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)			
年成長率 (%)											
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
資產總額	5,671	5,337	4,350	5,276	5,355
流動資產	2,084	1,869	1,129	1,289	1,292
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
非流動資產	3,586	3,468	3,221	3,986	4,063
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
負債總額	3,506	3,344	2,175	3,090	3,157
流動負債	1,925	1,940	1,258	1,673	1,906
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
長期負債	1,581	1,404	917	1,417	1,250
長期借款	74	171	0	500	333
其他負債及準備	1,507	1,234	917	917	917
股東權益總額	2,165	1,992	2,175	2,186	2,198
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
年成長率					
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%
獲利能力分析					
營業毛利率	53.1%	49.6%	49.2%	52.5%	52.5%
營業利率	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%
穩定 \ 償債能力分析					
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
每股資料分析					
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
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.80	0.77	0.94	1.22	1.19
應收帳款周轉天數	21.9	25.5	32.4	32.4	32.4
存貨周轉天數	19.1	27.4	25.8	25.8	25.8
應付帳款周轉天數	19.2	20.6	22.9	22.9	22.9
現金轉換周轉天數	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
營業收入	4,611	4,229	4,539	5,868	6,346
營業成本	(2,160)	(2,131)	(2,306)	(2,786)	(3,016)
營業毛利	2,451	2,099	2,233	3,082	3,330
營業費用	(1,957)	(1,946)	(2,065)	(2,425)	(2,589)
營業利益	494	153	168	657	741
總營業外收入	104	76	15	12	12
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
總營業外費用	(165)	(39)	(34)	(25)	(37)
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)
稅前純益	432	191	150	644	716
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)	-	-
稅後淨利	370	161	111	504	558
EBITDA	1,161	759	734	1,292	1,464
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
營運活動之現金流量	1,329	732	578	1,016	1,239
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	-
投資活動之現金流量	(102)	(71)	(186)	(1,400)	(800)
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
自由現金流	717	258	235	(383)	450
融資活動之現金流量	(713)	(573)	(1,133)	392	(492)
短期借款變動	(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)	-	-
匯率影響數	(0)	(0)	1	-	-
本期產生現金流量	514	87	(740)	8	(54)
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%
= 營業利益率	10.7%	3.6%	3.7%	11.2%	11.7%
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
= 資本周轉率	1.6	1.5	1.6	1.8	1.9
營業利益率	10.7%	3.6%	3.7%	11.2%	11.7%
x 資本周轉率	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%
= 稅後 ROIC	14.1%	4.5%	4.4%	15.6%	17.2%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	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
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		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
泰國	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
新加坡		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
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
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 未評等 (R)	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。
*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。