



八方雲集

(2753.TW/2753 TT)

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

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

大啖美國無窮商機

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，將自去年的虧損改善至 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

公司評價

我們首次評等八方雲集建議「增加持股」，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）。

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 1：八方本益比與平均相當



資料來源：TEJ；凱基

圖 2：八方股價走勢



資料來源：TEJ；凱基

圖 3：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 (%)			營業利率 (%)			股價表現			
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	3M	6M	12M	YTD
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)
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
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
國內同業平均							39.1	20.2	16.9	44.8	47.9	48.2	7.7	9.9	10.3	0.2	33.0	69.6	25.1

資料來源：Bloomberg；凱基

疫情期間餐飲產業受害慘重，2019-21 年國內餐飲零售銷售額年均複合衰退 6%，餐飲業者 2020-21 年營業利潤率平均分別年減 2.0、4.1 個百分點，惟八方受衝擊幅度較小，營收仍年均複合成長 11%，主因其排骨飯品牌梁社漢持續展店，加上旗下各品牌皆以外帶為主，整體外帶比重逾八成，而其 2021 年營利率年減 3.7 個百分點，則是因展店主力梁社漢之物料成本較高，加上梁社漢直營門市增加，需自行負擔門市營業之費用較多。

當前正值疫後復甦期間，2022 年、2023 年前 4 個月餐飲業者營收普遍皆成長約 20%，惟八方僅成長約 10%，主因其受疫情衝擊較小致基期較高。餐飲業者 2022 年營利率隨營收動能復甦，平均改善 3.5 個百分點，且年增走勢延續至今年，而八方考量加盟主獲利，自行吸收多數原物料漲幅，拖累今年營利率陷入衰退。

展望未來，八方持續拓展美國市場，當地市場潛力龐大，我們初估其在加州之胃納店數達百家。美國客單價達 27 美元，對比國內僅台幣 150 元，使當地門市營利率達 15%，優於國內之 10%，而在產品單價較高之下，我們預期美國中央廚房達經濟規模後營利率亦可高於國內水準。綜上所述，我們預期八方未來營利率將隨美國門市數量增加、營運規模擴大而改善。

圖 4：八方雲集疫情前及疫情期間財務表現

公司	代號	股價 (元)	疫情前(2017-19)				疫情期間(2020-21)			
			營收 YoY(%)	營利率 (%)	EPS (元)	PE (x)	營收 YoY(%)	營利率 (%)	EPS (元)	PE (x)
八方雲集	2753 TT		6-12	12-14	6-8	N.A.	7-15	11-15	9-11	13-17

資料來源：TEJ；凱基

圖 5：八方雲集疫後復甦及復甦後財務預估

公司	代號	股價 (元)	疫後復甦期(2022-23F)				復甦後(2024F-25F)			
			營收 YoY(%)	營利率 (%)	EPS (元)	PE (x)	營收 YoY(%)	營利率 (%)	EPS (元)	PE (x)
八方雲集	2753 TT		9-14	10-12	8-10	12-24	15-21	11-13	11-14	12月15日

資料來源：TEJ；凱基預估

投資理由

八方進軍全球最大消費市場美國，當地亞裔人口持續成長將帶動亞洲料理市場進一步擴大。我們看好八方憑藉具競爭力之價格、與國內接近的產品風味及優良的加盟店管理，加上在地合作夥伴的助力，公司可將其國內之成功經驗順利複製至美國。八方主要營運模式以加盟為主，有助其迅速擴張，過去五年八方營收年均複合成長 10%，優於國內多數餐飲同業，而公司於國內穩定展店支撐營收持續成長。

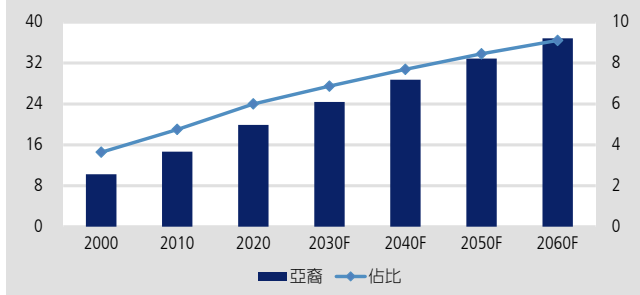
美國亞洲料理市場成長潛力大

八方雲集選擇美國南加州作為跨出亞洲進軍全球最大消費市場的第一步，我們認為不僅可受惠當地華裔客群眾多，並可隨著美國亞裔人口的快速成長進一步擴大營運規模。美國人口普查局資料顯示 2000-2020 年期間當地人口成長 18%至 3.3 億人，而其中亞裔人口成長 94%，為單一族裔中增長最迅速者，而亞裔佔總人口比重也從 2000 年之 4%擴張至 2020 年的 6%。美國普查局也預估，2020-2060 年間亞裔人口仍將是增長最快之單一人種，2060 年佔總人口比重將達 9%，我們相信快速增長的亞裔族群不僅可帶動亞洲料理市場規模加速成長，更能擴大相關餐飲業者潛在商機。

以地區別而言，加州亞裔人口佔比達 15%，比重在全美國僅次於夏威夷之 37%，八方雲集選擇加州作為跨入美國的首個據點，當地高比例的亞裔人口將為八方品牌海外擴點奠定成功的第一步。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 Panda Express、P.F. Chang's 及 Benihana 主打亞洲料理，顯示當地亞洲料理市場競爭相較美式餐飲和緩。

圖 6：美國亞裔人口增速高於整體

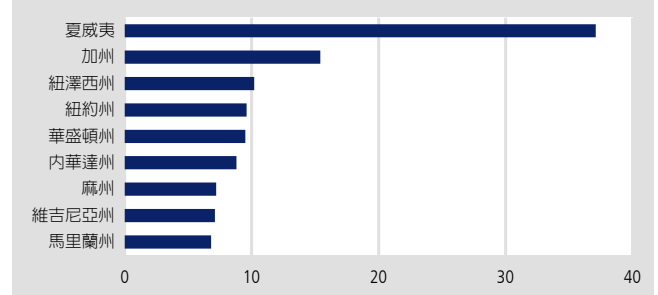
亞裔人口，百萬人（左軸）；佔比，百分比（右軸）



資料來源：Census Bureau；凱基

圖 7：加州為美國本土亞裔人口佔比最高者

亞裔人口佔比，百分比



資料來源：Census Bureau；凱基

八方加州門市胃納量達百家

我們初估八方在加州市場胃納量可達百家水準，預估方式如下：

- (1) 加州亞裔人口數 x 預估每人每兩個月消費一份套餐 x 價格 / 單店營收。
- (2) 美式中國快餐 Panda Express 加州門市數量 (客群橫跨各人種) x 加州亞裔人口佔比。
- (3) 八方雲集每一中央廚房可支應門市數量 x 預計中央廚房數量。
- (4) 國內餐飲同業瓦城預估之胃納量

圖 8：八方加州胃納店數預估

加州總人口	39,538,245	美式中國快餐Panda Express加州門市數量	594	每一中央廚房可支應門市數量	40-45	國內餐飲同業瓦城預估其在加州之胃納量	100
x 亞裔(目標客群)比重	15.4%	÷ 總人口比重	100.0%	x 預計中央廚房數量	2		
x 每年每人消費套餐套數	6	x 亞裔(目標客群)比重	15.4%				
x 套餐價格	11.75						
÷ 每年天數	365						
÷ 每日單店營收	12,000						
加州胃納店數	98	加州胃納店數	91	加州胃納店數	80-90	加州胃納店數	100

資料來源：凱基預估

八方將可複製國內之成功經驗至美國

我們看好八方將其國內之成功經驗順利複製至美國，主要因素包含具競爭力之價格、與國內接近的產品風味及優良的加盟店管理，而在地的合作夥伴亦將為其成功提供助力。

(1) 價格：八方經典套餐一份 11.75 美元，與美式中國快餐 Panda Express、美式速食 McDonald's、Subway 等價格接近，並較鼎泰豐約 30 美元、其他餐廳之數十美元具競爭力。

(2) 風味：觀察 Google Map 之評論，八方美國門市評分約 4.2-4.3 顆星，對比當地 Panda Express、鼎泰豐約 3.7-4.2、4.5-4.6 顆星，而八方在美國評論網站 Yelp 上之評分為 4 顆星，對比當地 Panda Express、鼎泰豐分別為 2-3、4 顆星，皆可作為其風味獲得認可之初步證據。檢視其首家門市於 Google Map、Yelp 上之五星評價，大多與風味相關，而 47 個一星評分中有 16 個與風味相關，對比等候時間、服務分別為 21、23 則，我們認為其與國內接近的產品風味可被當地亞裔人口廣泛接受。

(3) 服務：八方首家門市開幕期間等候時間較長、餐點錯誤、服務品質未臻理想，而為消費者詬病，但經公司加強員工管理、調整流程動線後已有改善，年初至今一星評分僅 4 則，對比 1H22、2H22 分別為 27、16 則。

(4) 加盟店管理：八方具備豐富的國內加盟營運經驗，除了完善的管理制度，公司亦有穩健之價格策略，以保障加盟主之獲利，並維持與加盟主良好之關係。

(5) 合作夥伴：八方在美國的合資方，曾擔任國內連鎖餐飲龍頭在美國之管理階層，為該企業拓展美國市場之重要推手，具有在地經營的經驗。

圖 9：八方與加州餐飲業者比較

	八方	Panda Express	鼎泰豐
價格(美元)	11.75	~10	~30
Google Map評分(星)	4.2-4.3	3.7-4.2	4.5-4.6
Yelp評分(星)	4	2-3	4

資料來源：凱基

美國為主要成長動能，獲利能力隨營收擴大而改善

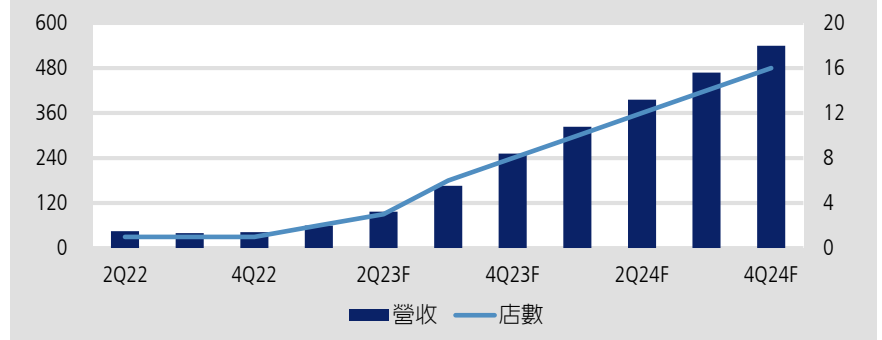
繼去年於美國開設首兩家門市後，公司計畫今年將再新增 6 家門市，我們預估 2024 年則將再展店 8 間，皆為直營店。美國營收佔比隨門市數量增加，將自去年之 2% 成長至 2023-24 年之 8%、19%。公司預計 2024 年底開放加盟，屆時展店可望進一步加速，美國業務將為未來幾年公司主要成長動能。八方已規劃擴建南加州中央工廠並物色北加州新中央工廠地點，提前為將來美國市場快速展店做好準備。

1Q23 美國營收為 6,026 萬元（佔整體之 3.5%），營運則小幅虧損，主要是中央工廠產能利用率未達損平，加上門市已開始支付部分未來新展店之租金及相關費用。我們預期隨店數擴增，其中央廚房產能利用率提升，將推動美國營利率自去年的虧損改善至 2023-24 年的 1%、7%。目前前兩家門市營收分別約 1.3-1.4、1.0 萬美元/日，管理層預估美國門市月營收達 100 萬美元時中央工廠可以損平，我們預估美國營運最快 3Q23 將可轉虧為盈。

八方於 1Q22 將營運版圖擴展至美國，在南加州開出首家門市，並建置一座中央工廠，可供應約 40-45 家門市，公司 4Q22 底新增第二家門市，其大小與首家規模相當（約 2,500 平方米），第三家門市則在今年 5 月開出，公司規劃今年共新增 6 家門市，其中一間將僅提供外帶服務（面積約 1,500 平方米），一間則將開設於美食廣場。

圖 10：美國營收及店數

營收，百萬元（左軸）；門市數量，家（右軸）



資料來源：公司資料；凱基預估

加盟經營模式帶動獲利成長超前

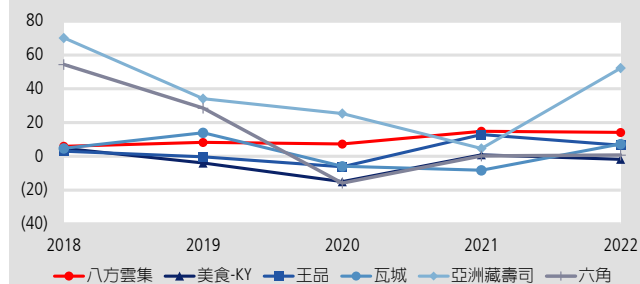
八方為國內鍋貼水餃龍頭，旗下水餃品牌八方雲集全台共有 1,001 家門市，對比麥當勞及星巴克分別約 400、550 家。與台灣其他餐飲業者不同，八方主要營運模式以加盟為主（八方雲集品牌台灣加盟佔比達 98%），其一條龍的物料供應、標準化的餐點製作、低廉的加盟金（八方雲集：10 萬元/店）、較低的加盟限制，幫助公司迅速擴張，並持續自競爭對手獲取市佔。八方雲集門市數量自 2012 年的約 500 間增加至 2022 年的 1,001 家，對比鍋貼水餃同業四海遊龍同期間門市數量維持約 200 家，而過去五年八方營收年均複合成長 10%，亦優於國內多數餐飲同業。

除了既有品牌的擴張，加盟的商業模式亦有利八方拓展新品牌，其在發展初期通常先採取直營，待營運轉趨穩定後即開放加盟以迅速展店掌握商機，

2018 年至今，八方已推出了 4 個餐飲品牌。儘管公司銷售半成品予加盟店之毛利率較低，惟門市的租金、人力及各項費用皆由加盟主負擔，八方營利率表現 (11-15%) 優於同業，而其資本支出需求較低，則反映在較高的單位資本支出創造之獲利。雖然美國營運目前仍處初始階段，但其門市營利率約 15%，優於台灣的 10%，我們看好當地門市數量增加，其中央廚房營利率將可隨產能利用率提升而轉佳，八方整體獲利能力將持續改善。

圖 11：八方與同業營收成長率比較

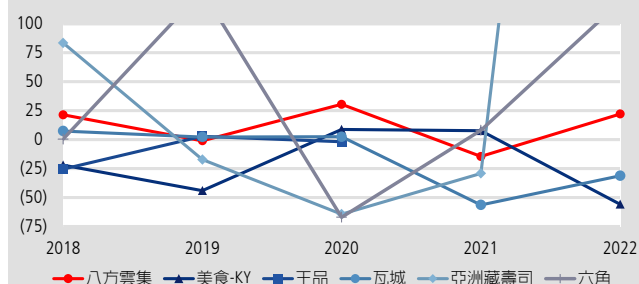
營收成長率，百分比



資料來源：TEJ：凱基

圖 12：八方與同業獲利成長率比較

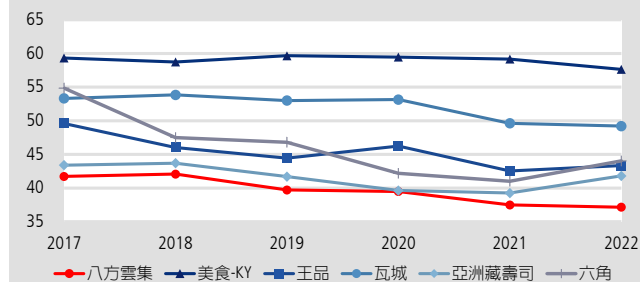
獲利成長率，百分比



資料來源：TEJ：凱基

圖 13：八方與同業毛利率比較

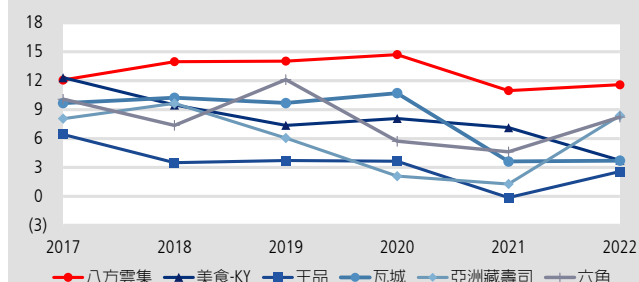
毛利率，百分比



資料來源：TEJ：凱基

圖 14：八方與同業營業利潤率比較

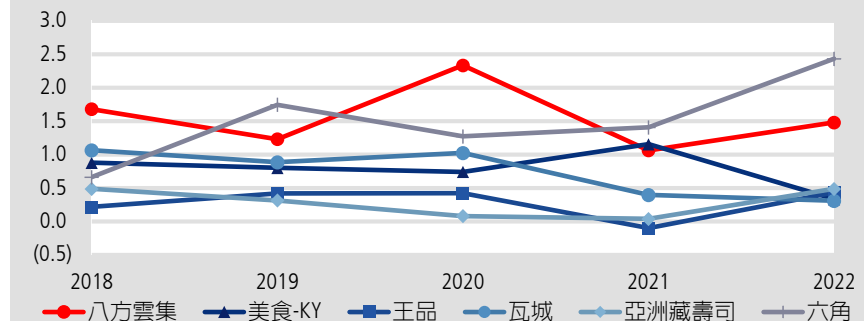
營業利潤率，百分比



資料來源：TEJ：凱基

圖 15：八方與同業單位資本支出貢獻獲利比較

獲利/資本支出



資料來源：TEJ：凱基

國內穩定展店支撐營收持續成長

八方的旗艦品牌八方雲集自 1998 年開設第一家店後，截至 1Q23 全台灣共有 1,001 家門市，公司規畫今年年底前完成所有門市改裝，並持續調整門市地點至開發中的新市鎮，且將採取積極的管理策略，目標淘汰 5% 表現落後的門市，因此店數並不會有太大變化。未來台灣展店將以芳珍蔬食、梁社漢排骨或新品牌為主。

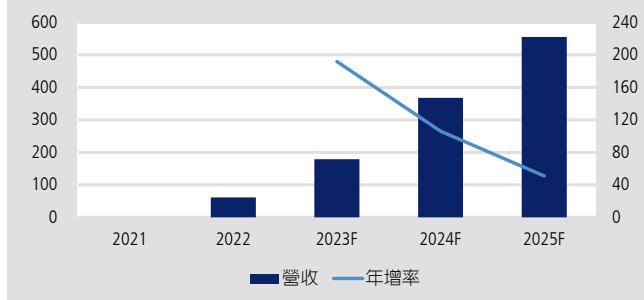
芳珍蔬食提供平價蔬食料理，在 2021 年底開出第一家門市，1Q23 底共有 26 家門店，在調整營運模式後，目前已開放加盟，逾 6 成門市為加盟店。公司預計 2023 年將新增約 40 家門市，全部為加盟形式，將為台灣擴店主力，並支撐今年台灣營收維持低個位數年增。我們預估芳珍 2023 年營收將大幅年增 192% 至 1.8 億元，營收占比將自去年的 1% 提升至 2%。由於芳珍這個品牌對八方而言毛利率較梁社漢（先前主要展店之品牌）高 10 個百分點，其加速擴店將有助減緩過去四年梁社漢積極拓點對毛利率之負面影響。長期而言，管理層初估芳珍在台灣市場之胃納量將超過 100 間。

梁社漢排骨 1Q23 底共有 196 家門市。歷經 2018-21 年積極展店後，梁社漢門市目前以加盟為主（超過 60% 之門市），管理層計畫今年致力於門市營運改善，以提高服務品質及營運效率，並未設定 1H23 展店目標。我們預估梁社漢 2023 年營收將達 15.9 億元，年減 6%。

除台灣持續擴點，目前在香港已有十家門市的百芳池上便當，今年規劃新增五家。並規劃以加盟形式將梁社漢引進香港市場，預計客單價較百芳低 10%。

圖 16：芳珍營收

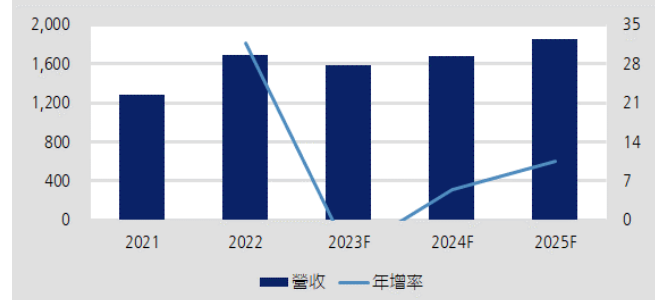
營收，百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；凱基

圖 17：梁社漢營收

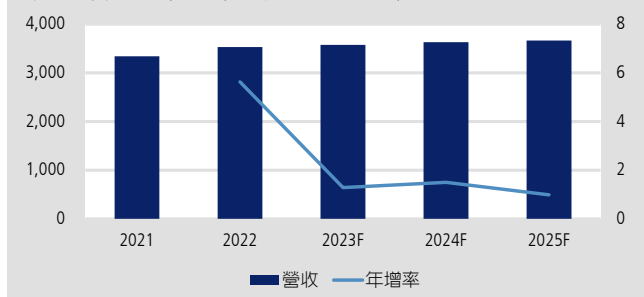
營收，百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；凱基

圖 18：八方雲集營收

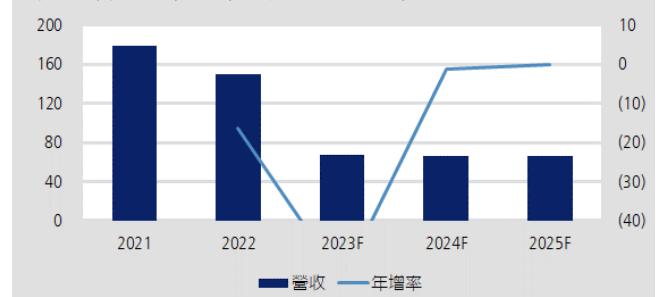
營收，百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；凱基

圖 19：丹堤營收

營收，百萬元（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；凱基

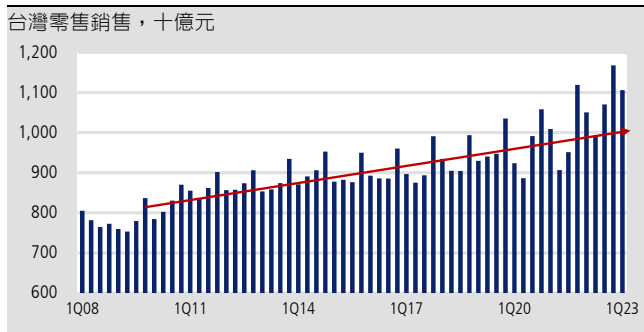
擺脫虧損業務之拖累

八方在 2014 年進入中國市場，不過因當地平價餐飲小吃競爭激烈，加上過去兩年飽受新冠疫情封控措施干擾，營運一直處於虧損。公司於 4Q22 結束所有門市營運，將有助公司利潤率進一步改善。另外八方已陸續關掉營運不佳的丹堤門市（連鎖咖啡品牌），1Q23 底店數剩下 22 家，現有之直營門市皆是獲利的，公司規劃將其開放予現有員工加盟，預計未來丹堤將全數轉為以加盟方式經營，八方將可擺脫其營運可能的拖累。

疫後內需消費回到成長軌道

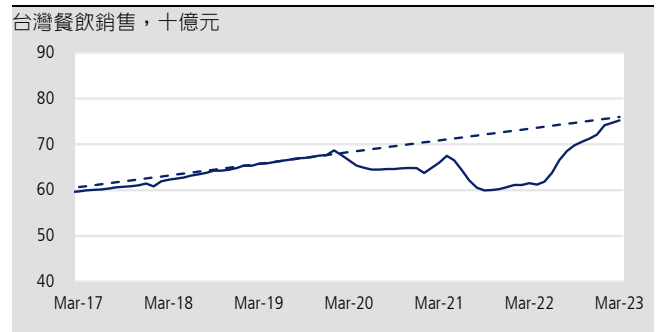
受惠國內疫情和緩，民間經濟活動恢復常態，台灣的零售銷售及餐飲營收已恢復成長動能並超越疫情前水準。隨著台灣進一步開放觀光客來台及國內就業市場改善，我們預期民間消費成長動能將延續至今年。另外，觀察國內家庭消費支出結構，餐廳及旅館類別佔比自 1980 年的 2% 大幅躍升至 2020 年的 13%，顯示國民所得提升後民衆外食及旅遊頻率上升，我們認為家庭結構自傳統大家族轉變為小家庭，將持續驅動民衆轉向外食，有利國內餐飲消費支出持續向上。

圖 20：台灣零售銷售超越疫情前水準



資料來源：經濟部：凱基

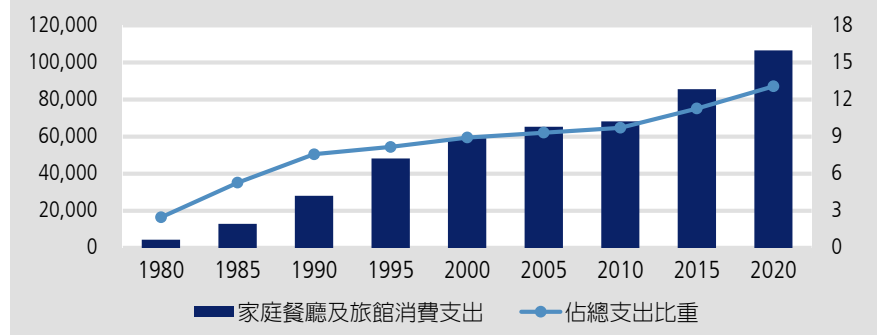
圖 21：台灣餐飲銷售重返成長軌道



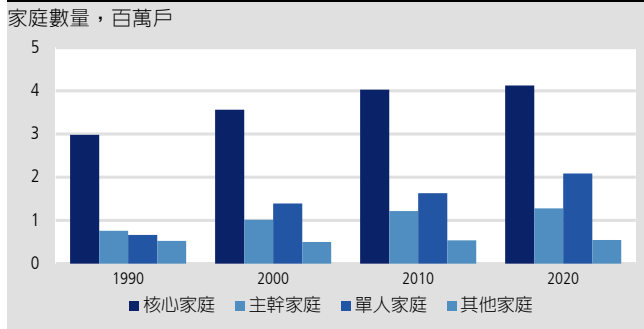
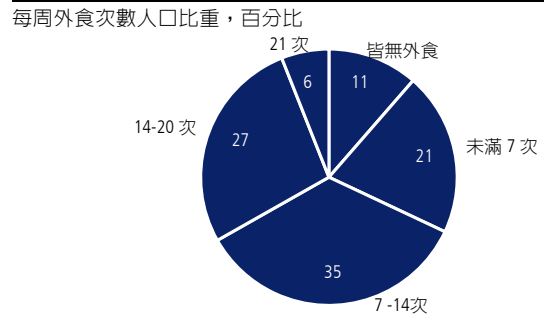
資料來源：經濟部：凱基

圖 22：台灣餐飲及旅館支出佔比提高

台灣家庭餐飲及旅館支出（每戶），元（左軸）；佔總支出比重，百分比（右軸）



資料來源：主計處：凱基

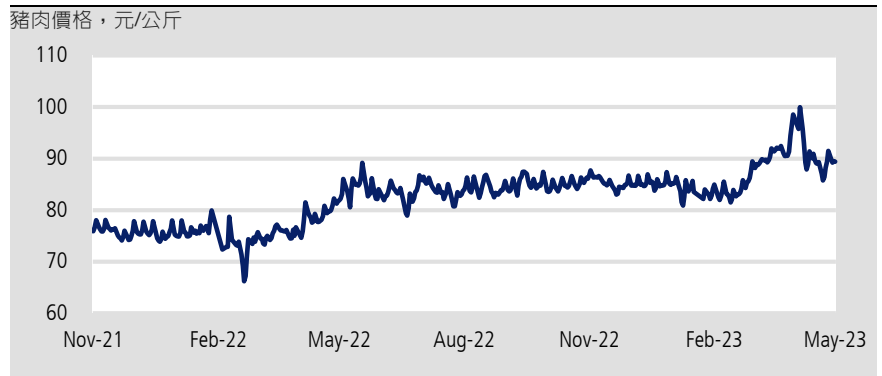
圖 23：台灣核心及單人家庭數量上升

圖 24：近 7 成民衆每周至少外食 7 次


投資風險

原物料價格波動與八方獲利息息相關，但為兼顧加盟主的獲利，公司往往對價格更動審慎以對，故物料成本上漲為影響公司利潤率主要風險之一。而加盟店管理對加盟店獲利及品牌形象有高度影響，為攸關經營成功與否的重要風險。

原物料價格波動影響利潤率

由於八方營運以加盟為主，大宗原物料（豬肉、高麗菜、雞肉、麵粉與油品等）價格波動對中央工廠利潤率與公司獲利息息相關。儘管公司可以透過計畫性採購、與國內農民簽訂契約合約或對加盟主調漲產品售價來減緩成本波動對毛利的壓力，但為兼顧加盟主的獲利，公司往往對價格更動審慎以對，因此物料成本上漲為影響公司利潤率主要風險之一。去年以來，國內豬肉價格受飼料上漲、豬隻疫病影響而持續高漲，可能拖累八方今年毛利率表現。

圖 25：國內豬肉價格上漲


加盟店管理攸關公司成功與否

八方營運模式從開直營店開始，品牌獲利穩定後開放加盟，因此如何管理加盟店、建立與加盟主共存共榮的思維、打造穩定連鎖加盟體系為公司能否永續經營成長的關鍵。落實加盟店人員的培訓、相關物料銷售與物流體系的建立與確保加盟店餐食的一致性營運規範管理至關重要，否則產生加盟主對食物烹煮流程不熟悉造成顧客滿意度下降將影響加盟店獲利與品牌形象。

公司簡介

八方為國內鍋貼水餃龍頭，截至 1Q23 底台灣有四大品牌，共 1,245 家門市，絕大多數採加盟形式經營。2022 年台灣市場貢獻整體營收的 80%，香港佔比為 18%，其餘則來自美國市場。

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%。

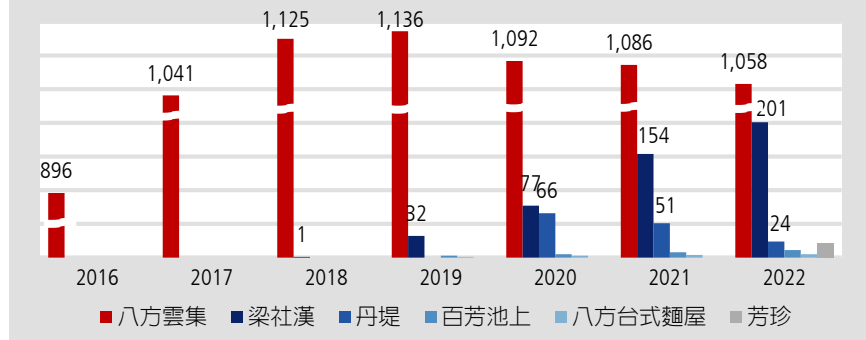
六大品牌介紹如下

- (1) 八方雲集水餃：主力產品為水餃、鍋貼及麵類，1Q23 底門市共 1,059 間，包含台灣及香港各 1,001、56 家，美國則在 1Q22、4Q22 開出第一、二家。兩岸八方雲集絕大多數以加盟形式經營，其中台灣加盟佔比高達 98%，而美國門市初期以直營為主，待各種店型穩定獲利後公司將開放加盟。美國八方雲集首家門市日均營收為 1.3-1.4 萬美元，客單價約 27 美元，對比台灣八方雲集日均營收為 2.5 萬台幣，客單價約 150 台幣。
- (2) 梁社漢排骨：產品以米飯便當類為主，1Q22 底門市共 196 間，全部位於台灣，管理層已規畫將此品牌以加盟方式引入香港。梁社漢初期以直營店為主，近期新開店則轉向加盟，目前加盟比重逾 6 成。梁社漢投資成本、單店營收皆約為八方雲集之兩倍，客單價則約 175-200 元。此品牌透過舒適的用餐環境與其他便當店作出區隔，並已全面導入自助點餐系統及行動支付，以改善用餐時間排隊人潮之問題。
- (3) 百芳池上便當：產品包含飯類、小食（點心）及飲品，1Q23 底門市共 11 間，全部位於香港，且皆為直營。門市主要位於購物商場，客單價約 270-305 台幣。
- (4) 八方台式麵屋：產品涵蓋飯類、麵類，搭配各式台式小食，1Q23 底門市共 5 間，全部位於香港，且皆為直營。門市主要位於購物商場，客單價約 300-325 台幣。
- (5) 丹堤咖啡：主要產品為咖啡及西式早餐，1Q23 底門市共 22 間，全部位於台灣。公司接手後即持續關閉營運不善的直營門市，或轉給旗下員工以加盟店方式經營，加盟比重超過六成。

- (6) 芳珍蔬食：產品主打平價素食，包含鍋貼、水餃及麵食等，為八方旗下最新品牌，1Q23 底門市共 26 間，全部位於台灣。芳珍去年下半年開放加盟，目前加盟比重逾 60%。目前日均營收約 2.5-3.0 萬元，客單價約 200-220 元。

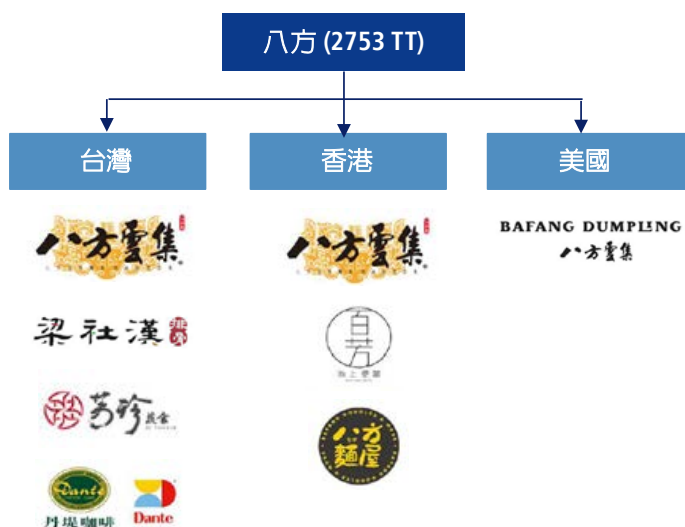
圖 26：八方雲集門市數量最多

各品牌店數，家



資料來源：公司資料；凱基

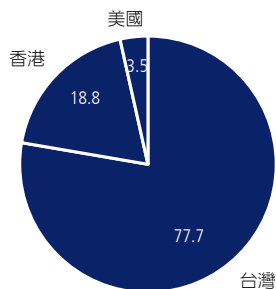
圖 27：八方營運地區及品牌



資料來源：公司資料；凱基

圖 28：台灣為主要市場

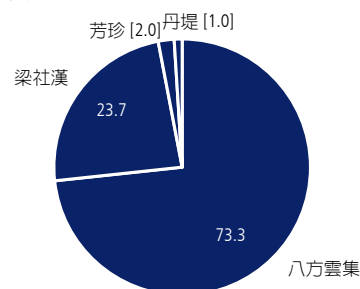
1Q23 地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 29：八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

產業趨勢

2021 年國內前十大連鎖餐飲服務業者合計市佔率約 48%，對比 2012 年為 41%，顯示連鎖餐飲業者大者恆大之態勢。八方憑藉台灣成功的多品牌經營經驗，加上美國在地合作夥伴的協助，將能在香港與美國市場佔有一席之地。

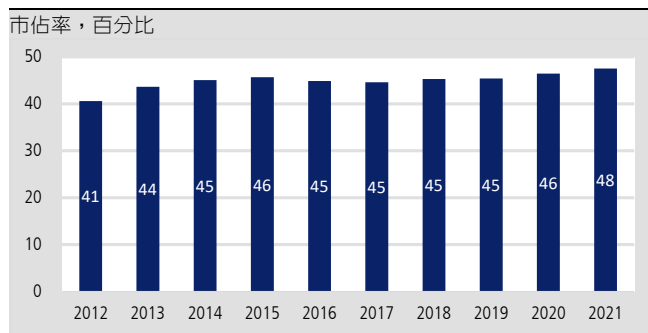
連鎖餐飲業者大者恆大

根據 Euromonitor，台灣前十大連鎖餐飲服務業者主要可分為：(1) 便利超商：統一超 (2912 TT, NT\$279.5, 增加持股)、全家 (5903 TT, NT\$210.0, 未評等)；(2) 速食：台灣麥當勞 (未上市)、百勝餐飲 (美)、安心食品 (1259 TT, NT\$76.8, 未評等)；(3) 其他：台灣星巴克 (未上市)、王品 (2727 TT, NT\$333, 增加持股)、八方、美而美 (台；未上市)、三商集團 (2905 TT, NT\$15.0, 未評等)。2021 年前十大業者合計市佔率約 48%，整體餐飲服務市場集中度並不高，惟對比 2012 年前十大市佔率為 41%，顯示連鎖餐飲業者大者恆大之態勢。歸納原因主要是連鎖業者具集團採購優勢，擴店資金來源較多元且容易，另外在行銷資源與消費者關係經營上也較單點的餐飲品牌有優勢。

2018-22 年台灣連鎖餐飲品牌數下滑 37%，惟門店總家數僅減少 15%，顯示連鎖品牌的集中度進一步提高，而其中每品牌平均門店家數則自 34 家上升 35%至 46 家，國內連鎖餐飲品牌更趨集中可見一斑。其中八方雲集市佔率自 2012 年之 0.9%上升至 2021 年的 2.3%，動能來自持續展店及新品牌的推出。

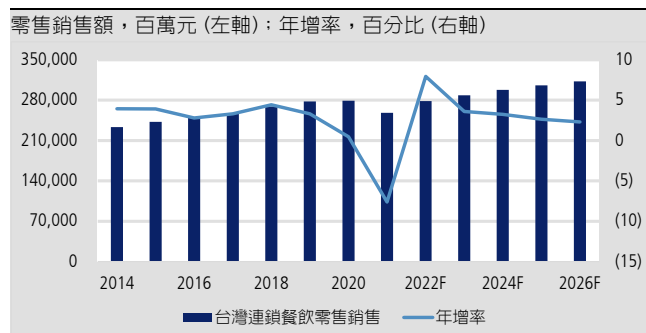
2022 年國內連鎖餐飲服務市場規模預估將年增 8%至接近 2020 年新高之 2,784 億元，扭轉 2021 年的 8%衰退，係因防疫措施放寬帶動人流復甦，而 2022-26 年預估將年複合成長 3%。美國連鎖餐飲服務市場規模龐大 (台灣之 40 倍)，香港則小於台灣 (台灣之 70%)，兩地市場結構則與台灣相似，前十大業者市佔率約 50%，且前十大市佔率在過去十年間持續擴張。八方憑藉台灣成功的多品牌經營經驗，加上美國在地合作夥伴的協助，將能整合集團資源與品牌管理知識在香港與美國市場佔有一席之地。

圖 30：台灣前十大連鎖餐飲服務市佔率



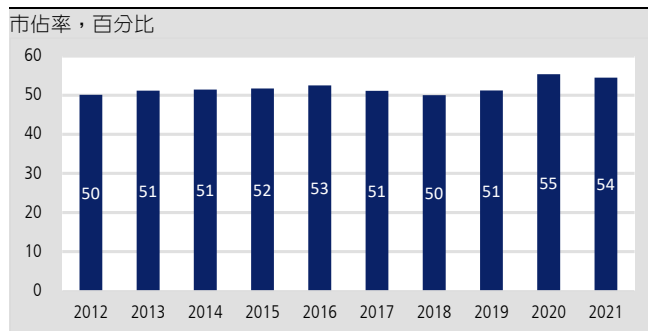
資料來源：Euromonitor；凱基

圖 31：台灣連鎖餐飲市場規模



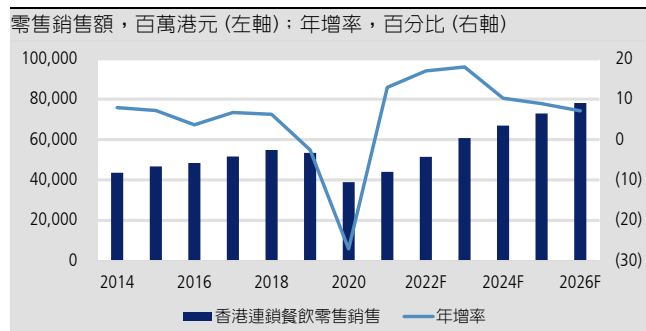
資料來源：Euromonitor；凱基

圖 32：香港前十大連鎖餐飲服務市佔率



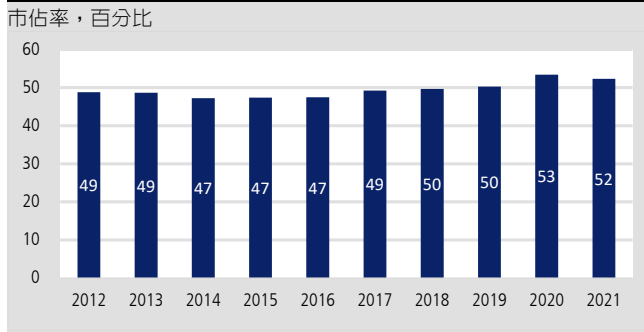
資料來源：Euromonitor；凱基

圖 33：香港連鎖餐飲市場規模



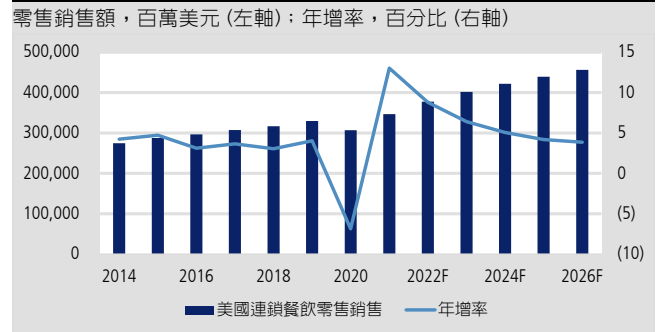
資料來源：Euromonitor；凱基

圖 34：美國前十大連鎖餐飲服務市佔率



資料來源：Euromonitor；凱基

圖 35：美國連鎖餐飲市場規模



資料來源：Euromonitor；凱基

營運分析

八方持續在台灣、香港擴點，加上公司於美國加速展店，我們預估公司未來三年營收年均複合成長 15%，延續過往的雙位數增長。隨公司店數持續增加，其營運規模進一步擴大，將推動 2024 年獲利躍升 33%，加速自前三年平均之 4% 衰退。

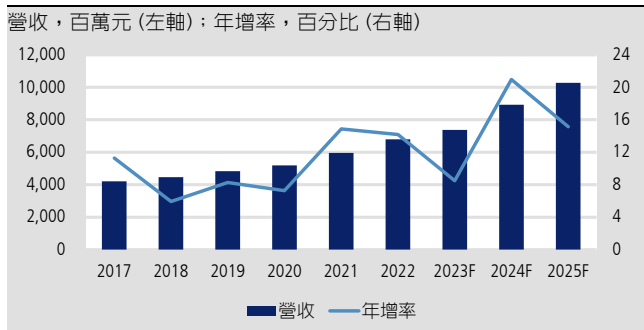
營收成長動能延續

受惠梁社漢積極展店逾 150 家，2018-21 年八方營收年均複合成長 10%。2022 年營收進一步成長 14%，主因梁社漢、芳珍分別展店 47、20 家，而台灣八方雲集同店營收成長 3%，其中價格上升 2.5%（2021 年底調漲終端售價約 5%）。展望未來，八方今年將持續在台灣擴點芳珍蔬食、在香港展店百芳池上便當並引進梁社漢排骨，管理層目標今年美國以外業務營收年增雙位數，加上公司於美國加速展店，將助攻公司未來三年營收年均複合成長 15%，延續過往的雙位數增長。

營利率逐季復甦，2024 年獲利躍升 33%

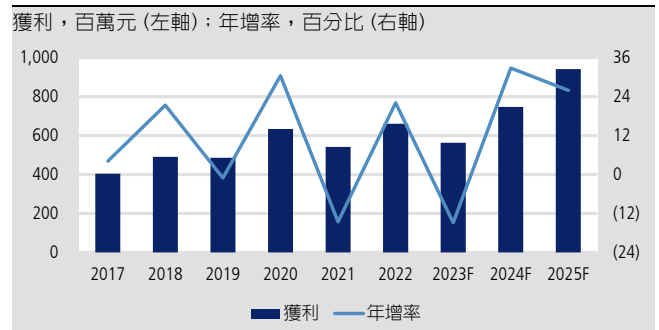
受到成本上漲及過去兩三年主力擴點品牌梁社漢之利潤率較低，八方毛利率自 2018 年之 42.1% 下滑至 2021 年之 37.5%。有鑑於 1H23 原物料價格持續維持在高檔，將拖累公司今年毛利率年減 2.7 個百分點，管理層計畫嚴格控管費用，目標營業費用率僅 25%，低於過去五年平均之 26%。考量公司於國內外持續展店，將擴大其營運規模，我們認為八方營業利潤率將於 2Q23 落底後逐季復甦，並於 2024 年重返年增走勢。我們現估 2024 年營利率將反轉為年增 1.5 個百分點，推動獲利躍升 33%，加速自前三年平均之 4% 衰退。

圖 36：八方營收成長



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 37：八方獲利成長



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 38：2Q-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 39：2023-25 年獲利預估暨市場共識比較

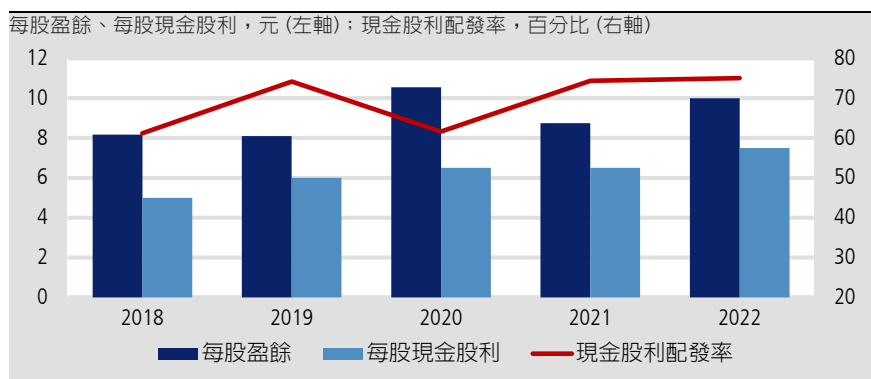
百萬元	2023F				2024F				2025F	
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)
營收	7,377	8.5	7,715	(4.4)	8,924	21.0	9,407	(5.1)	10,274	15.1
毛利	2,539	0.5	2,758	(7.9)	3,112	22.5	3,380	(7.9)	3,772	21.2
營業利益	730	(7.3)	869	(16.0)	1,017	39.4	1,046	(2.8)	1,360	33.7
稅前獲利	723	(13.3)	879	(17.8)	1,010	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
營業率(%)	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

現金股利配發穩定

八方台灣展店主要以加盟店為主，因此資金需求不大，雖然目前美國開店以直營店為主，但我們預期公司在手現金與營運現金流將可因應，因此現金股利配發將可維持過往水準（過去五年現金股利配發率平均為 69%）。八方自 2021 年起每半年發放股利一次，我們預期全年發放率將維持往年水準，管理層表示未來股利配發將以現金為主。

圖 40：八方現金股利及配發率



資料來源：TEJ；凱基

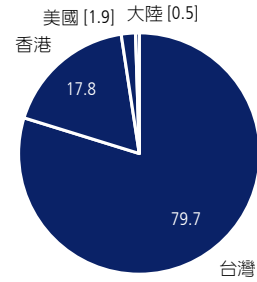
圖 41：公司概況

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 42：台灣市場貢獻主要營收

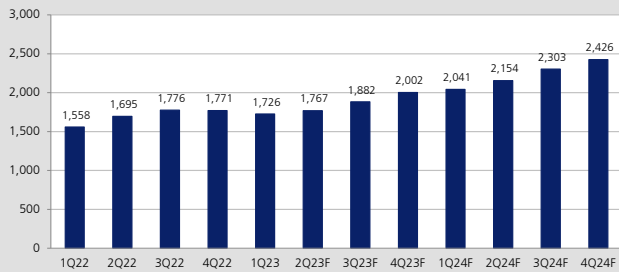
2022 年營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 43：季營業收入

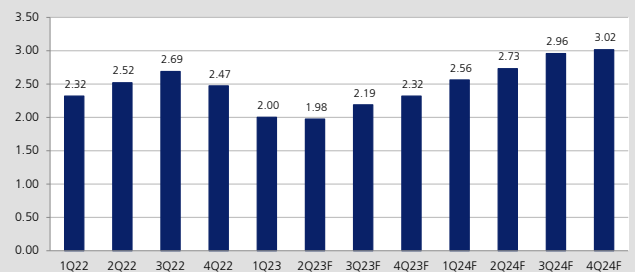
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 44：每股盈利

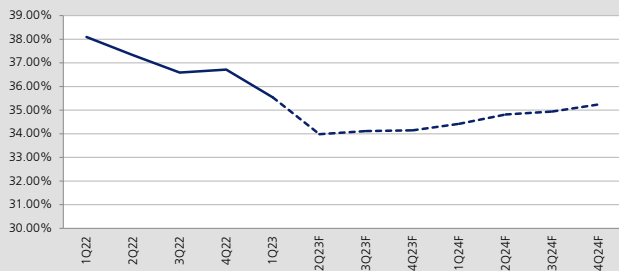
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 45：毛利率

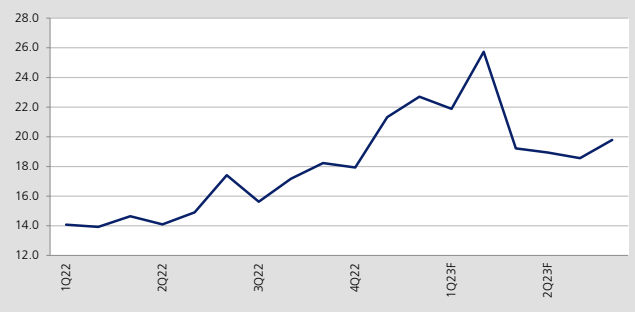
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 46：本益比

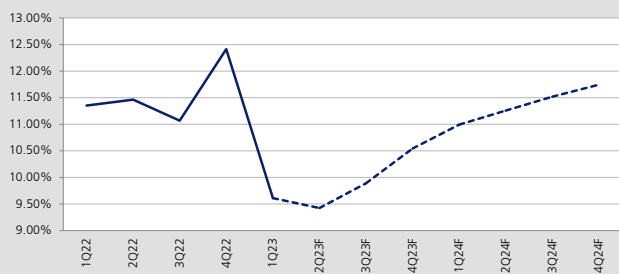
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 47：營業利潤率

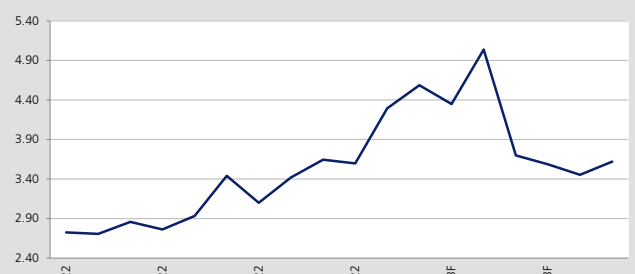
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 48：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
損益表 (NT\$百萬)											
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
獲利率 (%)											
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
季成長率 (%)											
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			
年成長率 (%)											
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
資產總額	5,319	5,858	6,447	6,858	7,386
流動資產	2,295	2,483	3,336	4,128	5,133
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
非流動資產	3,025	3,375	3,112	2,730	2,253
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
負債總額	2,287	2,493	2,942	3,126	3,304
流動負債	1,328	1,397	1,853	2,034	2,213
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
長期負債	959	1,097	1,090	1,092	1,091
長期借款	71	34	27	29	28
其他負債及準備	43	53	53	53	53
股東權益總額	3,033	3,364	3,505	3,732	4,082
普通股股本	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
年成長率					
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%
獲利能力分析					
營業毛利率	37.5%	37.1%	34.4%	34.9%	36.7%
營業利益率	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%
穩定 \ 償債能力分析					
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
利息及短期償保障倍數 (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)
每股資料分析					
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
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.27	1.22	1.20	1.34	1.44
應收帳款周轉天數	10.6	10.3	10.3	10.3	10.3
存貨周轉天數	20.6	19.4	19.4	19.4	19.4
應付帳款周轉天數	20.1	17.2	17.2	17.2	17.2
現金轉換周轉天數	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
營業收入	5,955	6,799	7,377	8,924	10,274
營業成本	(3,723)	(4,273)	(4,838)	(5,812)	(6,502)
營業毛利	2,232	2,526	2,539	3,112	3,772
營業費用	(1,579)	(1,738)	(1,810)	(2,095)	(2,412)
營業利益	653	788	730	1,017	1,360
總營業外收入	52	113	84	92	92
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
總營業外費用	(30)	(67)	(91)	(99)	(99)
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)
稅前純益	676	833	723	1,010	1,353
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	-	-	-
稅後淨利	541	661	563	747	941
EBITDA	1,247	1,445	1,474	1,864	2,309
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
營運活動之現金流量	1,071	1,388	1,288	1,546	1,847
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
投資活動之現金流量	(879)	(1,088)	(481)	(465)	(473)
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)
自由現金流	549	786	812	1,126	1,494
融資活動之現金流量	39	(902)	(0)	(382)	(446)
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
匯率影響數	(12)	44			
本期產生現金流量	220	(558)	807	699	928

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%
= 營業利益率	11.0%	11.6%	9.9%	11.4%	13.2%
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
= 資本周轉率	5.2	5.4	12.5	76.3	(22.3)
營業利益率	11.0%	11.6%	9.9%	11.4%	13.2%
x 資本周轉率	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%
= 稅後 ROIC	44.0%	48.6%	96.6%	678.5%	(230.0%)

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	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。