

美食-KY (2723 TT) Gourmet Master

大陸店數大規模減少，短期營運仍逆風

持有-落後同業

目標價 (12 個月) : NT\$85.0

收盤價 (2024/02/20) : NT\$89.9

隱含漲幅 : -5.5%

營收組成 (4Q23)

中國 49%、台灣 14%、美國 37%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-落後同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	85.0	104.0
2023年營收 (NT\$/十億)	20.4	20.8
2023年EPS	4.6	5.5

交易資料表

市值	NT\$16,180百萬元
外資持股比率	47.9%
董監持股比率	45.7%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$71.68
負債比	44.7%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	19,514	20,411	21,331	23,076
營業利益	731	1,192	1,313	1,565
稅後純益	483	821	1,020	1,226
EPS (元)	2.68	4.56	5.67	6.81
EPS YoY (%)	-55.8	70.0	24.2	20.2
本益比 (倍)	33.5	19.7	15.9	13.2
股價淨值比 (倍)	1.5	1.4	1.3	1.1
ROE (%)	4.3	7.1	7.9	9.4
現金殖利率 (%)	2.8%	3.6%	4.4%	5.3%
現金股利 (元)	2.50	3.19	3.97	4.77

陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

余玲華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 4Q23 營收季減 2.7%，低於研究中心預期 7.5%，主要是大陸地區汰弱留強政策，預估 4Q23 大陸閉店約 50 家。
- ◆ 美國穩定展店微幅抵銷大陸閉店之負面影響，因大陸 4Q23 快速閉店，預期 1H24 閉店規模將縮小。
- ◆ 大陸大幅度閉店，營運短期仍逆風，下修本益比自 17 倍至 15 倍。

4Q23 營收低於研究中心預期 7.5%，業外虧損因閉店擴大

4Q23 營收季減 2.7% 至 50.1 億元，低於研究中心預期 7.5%，公司積極關閉營運不佳之店面使營收低於預期，依營收衰退程度及計畫目標縮減店數推估 4Q23 中國地區 525 家店(季減 50 家)。近期大陸疫後復甦不如預期，價格戰不利毛利率表現，惟美國展店順利，有助於支撐毛利率，預期 4Q23 毛利率將季增 0.2ppt 至 59.37%、微幅下修 8bps；營利率則因大陸降價促銷活動較多使行銷費用高影響，下修預期營利率 1.2ppt 至 4.8%(季減 1.18ppt)；因大陸閉店數大於原先預期，下修業外至虧損 1.4 億元，綜合以上，下修預估稅後淨利 69.3% 至 0.8 億元(季減 65%)，EPS 0.44 元(年減 38%)。

美國地區營收佔比持續提升，支撐獲利表現

展望 1Q24，因大陸大幅度收店，店數年減 9%，然因美國店數增長 7%、單店營收也持續成長，微幅抵銷大陸店數減少之負面影響，且隨著通膨、公司產品及終端售價調整等，預估 1Q24 整體營收將僅年減 0.6%，毛利率則因美國營收佔比增加、季增 0.42ppt 至 59.8%，因大陸營運不佳之店面閉店，有助於營利率季增 0.55ppt 至 5.35%，預估 EPS 1.13 元(季增 155%)。

美國展店微幅抵銷大陸閉店負面影響，惟陸營運未見好轉

展望 2024 年，美食將著重在美國地區展店，展店計畫為 8-10 家店，大陸地區在 2H23 大規模閉店後，預期 1H24 閉店規模將縮小、目標店數持平，台灣店數亦為持平，因大陸較原先計畫提早閉店約 50 家，下修 2024 年營收 5.9% 至 213.3 億元，因美國毛利率優於大陸、台灣，營收佔比提升將拉升營利率年增 0.31 個百分點至 6.15%，擺脫大陸大規模閉店後，獲利有望年增 24.2% 至 10.2 億元。美食近期面臨中國消費不振之逆風，且研究中心認為中、台兩地區營運展望不明朗，惟美國展店計畫持續，預期仍可帶動 2024 年整體營收年增 4.5%，因大陸店數約減少 50 家，故影響營收獲利貢獻，下修預估 2024 年 EPS 自 6.1 元至 5.67 元，本中心下修本益比自 17 倍至 15 倍。

營運分析

大陸營運未見好轉，美國地區營收佔比持續提升

美食 4Q23 營收微幅年減 2.6%/季減 2.7%至 50.1 億元，低於研究中心預期 7.5%，公司在 9M23 啟動中國地區汰弱留強計畫，積極在 4Q23 關閉營運不佳之店面使營收低於預期，依營收衰退程度及計畫目標縮減店數推估 4Q23 中國地區 525 家店(季減 50 家)、台灣地區 435 家店(季減 5 家)、美國地區 72 家店(季增 1 家)，地區營收佔比相比疫情前(2019 年)中 60%/台 16%/美 23%，4Q23 各地區營收佔比中 49%/台 14%/美 37%，美國地區營收佔比持續拉升。

在毛利率部分，美國毛利率(>60%)高於大陸(<60%)，台灣則為毛利率最低，2023 年大陸近全年皆在疫情封城階段，使基期較低，而近期大陸疫後復甦不如市場原先預期，價格戰不利美食毛利率表現，惟美國地區展店順利，有助於支撐整體毛利率，預期 4Q23 毛利率將季增 0.2 個百分點至 59.37%、微幅下修 8bps；營業利率則因大陸 4Q23 降價促銷活動較多使行銷費用高影響，下修預期 4Q23 營利率 1.2ppt 至 4.8%(季減 1.18 個百分點)；再者，大陸 4Q23 閉店數量大於研究中心原先預期，下修業外至虧損 1.36 億元，綜合以上，下修美食 4Q23 預估稅後淨利 69.3%至 0.8 億元(季減 65%/年減 37.6%)，EPS 0.44 元(年減 38%)。

圖 1：2023 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	季增率	年增率	4Q23F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	5,138	5,147	5,007	-2.7%	-2.6%	5,414	5,099	-7.5%	-1.8%	
營業毛利	2,934	3,045	2,973	-2.4%	1.3%	3,219	1,825	-7.6%	62.9%	
營業利益	206	308	240	-22.1%	16.3%	326	273	-26.4%	-11.9%	
稅前利益	171	291	105	-64.0%	-38.4%	340	190	-69.3%	-44.9%	
稅後淨利	128	229	80	-65.0%	-37.7%	260	137	-69.3%	-41.7%	
調整後 EPS (元)	0.71	1.27	0.44	-65.0%	-37.6%	1.45	0.74	-69.3%	-40.2%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	57.1%	59.2%	59.4%	0.2	2.3	59.5%	59.3%	-0.1	0.1	
營業利率	4.0%	6.0%	4.8%	-1.2	0.8	6.0%	5.4%	-1.2	-0.6	
稅後純益率	2.5%	4.4%	1.6%	-2.8	-0.9	4.8%	2.7%	-3.2	-1.1	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

美國展店抵銷大陸店數縮減，1Q24 營收預估季增 3.2%

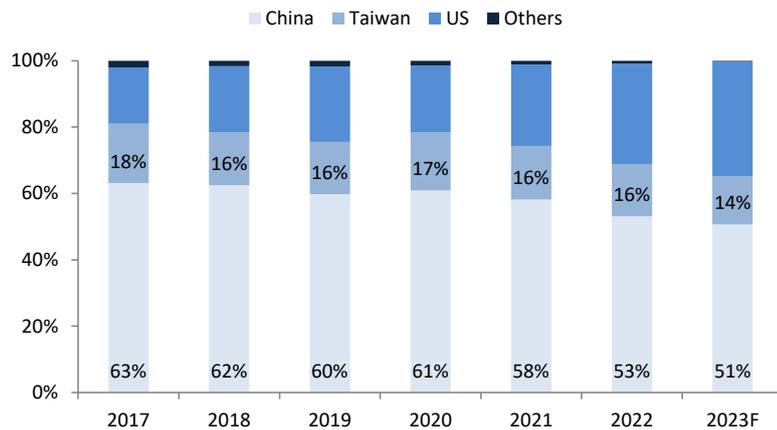
展望 1Q24，因大陸大幅度收店，店數年減 9%，然因美國店數增長 7%、單店營收也持續成長，微幅抵銷大陸店數減少之負面影響，且隨著通膨、公司產品及終端售價調整等，預估 1Q24 整體營收將僅年減 0.6%，毛利率則因美國營收佔比增加、季增 0.42ppt 至 59.8%，因大陸營運不佳之店面閉店，有助於營利率季增 0.55ppt 至 5.35%，預估 EPS 1.13 元(季增 155%)。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	5,198	5,007	5,167	3.2%	-0.6%	5,530	5,213	-6.6%	-0.9%	
營業毛利	3,054	2,973	3,089	3.9%	1.2%	3,301	3,085	-6.4%	0.1%	
營業利益	331	240	276	15.0%	-16.4%	360	348	-23.1%	-20.6%	
稅前利益	349	105	294	181.2%	-15.7%	377	349	-22.1%	-15.8%	
稅後淨利	248	80	204	154.9%	-17.6%	262	229	-22.1%	-11.0%	
調整後 EPS (元)	1.38	0.44	1.13	154.9%	-17.6%	1.45	1.34	-22.1%	-15.3%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	58.8%	59.4%	59.8%	0.4	1.0	59.7%	59.2%	0.1	0.6	
營業利益率	6.4%	4.8%	5.4%	0.6	-1.0	6.5%	6.7%	-1.2	-1.3	
稅後純益率	4.8%	1.6%	3.9%	2.4	-0.8	4.7%	4.4%	-0.8	-0.4	

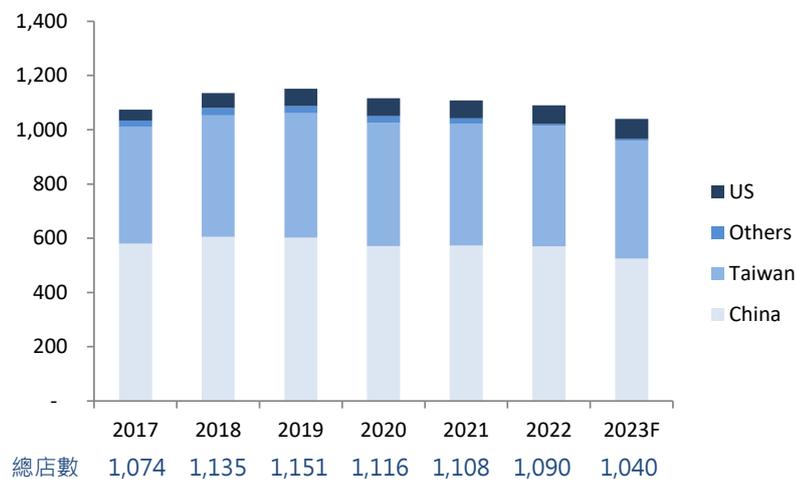
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 3：美食中國營收占比超過 5 成



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：美食 2023 年總店數下滑



資料來源：公司資料、元大投顧

受大陸總體經濟影響，採汰弱留強策略

2012-19 年美食主攻市場為中國，中國營收佔比 60-72%，美食營收 CAGR 8%，中國店數自 2012 年初 270 家展至 2019 年 602 家，然而，中國市場在疫情期間受到衝擊，閉店持續至 2Q22 之 558 家店，公司快速展店計畫已轉移至美國，因大陸市場較不樂觀，公司在 2H23 調整展店策略，淘汰持續虧損及獲利前景偏低的門市，也將積極調整門市及後勤端營業費用，大陸門市 3Q23 閉店的業外損失為 4300 萬元，主要是提前閉店情況下，有房東的賠付違約金，再加上未攤銷之折舊費用，預估 2023 年底店數 525 家(年減 45 家)，業外虧損幅度將持續擴大；雖 2023 年是中國疫後復甦之年，經濟因素導致人民消費降級、消費不振等負面影響，與競爭對手之價格戰及高折扣，預期美食中國地區 4Q23 營利率將有微幅虧損。

美國營運持續向上，拉升地區營收佔比至 40%

美國因毛利率高於大陸、台灣，且定位為亞洲烘焙坊，銷售產品麵包 45%/蛋糕 30%/飲料 20%/其他 5%，疫情前主攻客群為亞洲人，然而在疫情期間，因不同州別地區展店及產品口味調整等調整，目前非亞洲人客群佔比持續提升，如：鳳凰城直營店亞洲客人佔比低於 5%，美國疫後策略也帶動單店平均日銷售額提升，疫情前(2019 年)約 7,500 美金，目前約為 9,500 美金；美國 4Q23 營收受惠單店營收提升及展店順利(年增 21.8%)，預估營利率將優於 3Q23(>12%)。2024 年展店計畫維持 8-10 家，預期美國地區 2024 年營收佔比將從 35% 提升至 40%。

美食為台灣餐飲進軍美國之領頭羊

展望 2024/25 年，美食將著重在美國地區展店，展店計畫為 8-10 家店(主要是直營店)，大陸地區店數則為持平，退出長年虧損市場，2024 年大陸地區將祭出新產品、提升單店營收，目標同店 1-2% 成長率，台灣店數則持平，未來三年著重在既有加盟主整改；美國雖有高通膨影響，但公司自 2021 年就開始慢慢調價，來店客數維持，期望未來美國營收佔比可達 50%。

同為飲品海外擴店之國內同業包括六角、聯發國際、雅茗，美食營收規模為同業中最大，且跨足海外早，以中國為主，六角則為營收第二大，近期子公司王座受惠台灣餐飲產業強，帶動營收成長，海外市場則主攻澳洲，聯發國際則因產品主要還是手搖飲，且主攻高毛利市場(美國、香港)，營業利益率優於其他同業，雅茗-KY 原主攻市場為中國，近期做中國市場停損，將轉赴美國及海外市場，目前獲利仍為虧損。

圖 5：美食營收規模為同業中最大，以中國為主要市場

Ticker	公司	主要產品	營收(億元)		OPM		EPS		1H23 營收佔比 區域別
			2022	1H23	2022	1H23	2022	1H23	
2723	美食-KY	烘焙/飲品	195.1	102.6	3.7%	6.3%	2.68	2.85	中國 51%/美國 34%/台灣 14%/其他 1%
2732	六角	飲品/餐廳	31.6	20.1	8.2%	9.9%	6.56	3.36	台灣 71%/澳洲 20%/中國 1%
2756	聯發國際	飲品	6.0	3.7	23.0%	19.7%	7.12	2.68	北美 62%/香港 20%/台灣 10%/東南亞 7%/其他 1%
2726	雅茗	飲品	6.4	4.0	-27.2%	-5.7%	-7.92	-1.47	中國 37%/美國 27%/台灣 27%/香港 9%

資料來源：公司資料、元大投顧

產業概況

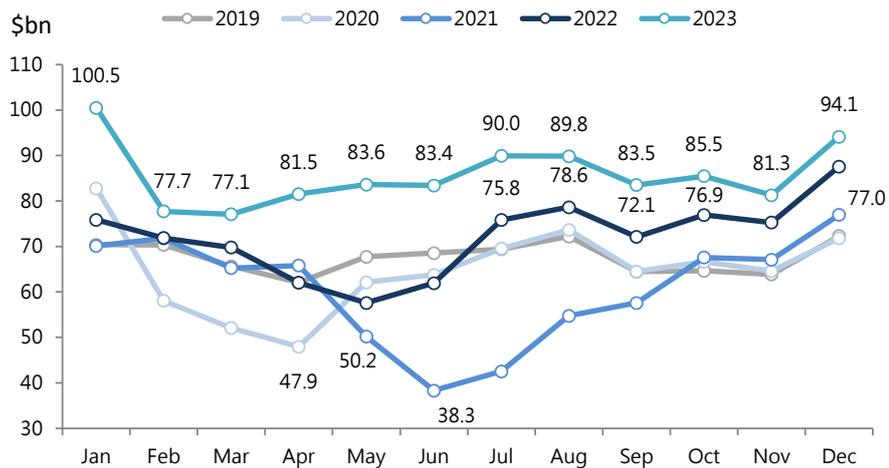
疫後台灣餐飲業復甦強勁，然 1Q24 起將面臨高基期挑戰

台灣民眾消費及飲食習慣改變，國內外食需求旺盛，外食人口持續成長，台灣餐飲業營收規模自 2015 年的 6,538 億元穩定成長至 2019 年的 8,115 億元(CAGR 5.6%)，然 2020 年起因全球新冠疫情爆發，觀光客驟減，加上防疫政策管制下民眾減少外出旅遊及聚餐，規模轉年減中高個位數，不過自 3Q21 起解除內用禁令，加上 2022 年以來國內防疫政策逐漸轉為與疫情共存，民眾至餐廳消費頻率漸增，餐飲業業績已逐漸回穩，自 3Q22 起已回復到疫情前水準。

2023 年餐飲業復甦動能延續，受惠疫情解封，民眾聚餐需求增加，且上半年有春節、二二八等連續假期，母親節、謝師宴檔期，其中春節連假更長達 10 天，帶動餐飲消費營業額屢創同期新高，2023 年餐飲業累計營收 1.03 兆元，年增 19%，亦較疫情前成長 27%，2023 年以來餐飲業每月業績屢創歷年同期新高，顯示國內餐飲市場動能強勁。

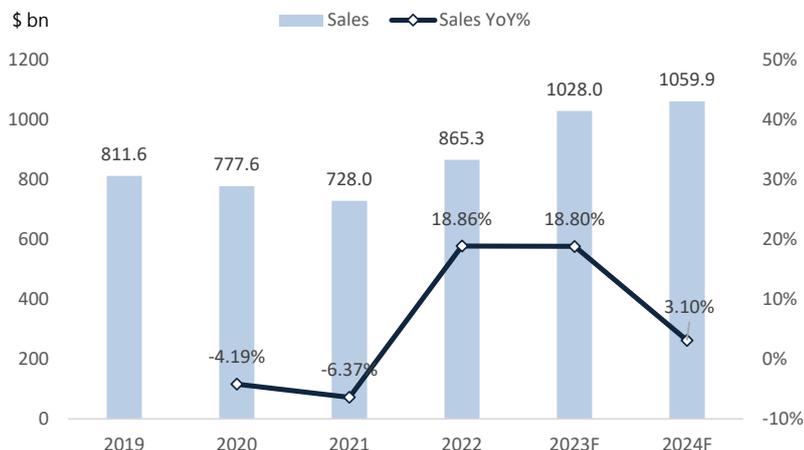
然而，研究中心預期 1Q24 起營收成長將面臨高基期挑戰，連假天數減少將影響聚餐商機(如：1Q23 春節連假長達 10 天，1Q24 春節連假僅 7 天)，預期營收成長動能將轉弱，然因應通膨以及人力成本上漲，餐飲業仍會微幅調升終端售價，預期 2024 年餐飲業營收將僅微幅年增 3.1%。

圖 6：國內餐飲業營收自 3Q22 起恢復到疫情前水準，2023 年更屢創同期新高



資料來源：經濟部統計處、元大投顧

圖 7：餐飲業 2024 年面臨高基期，預期成長將趨緩至年增 3%



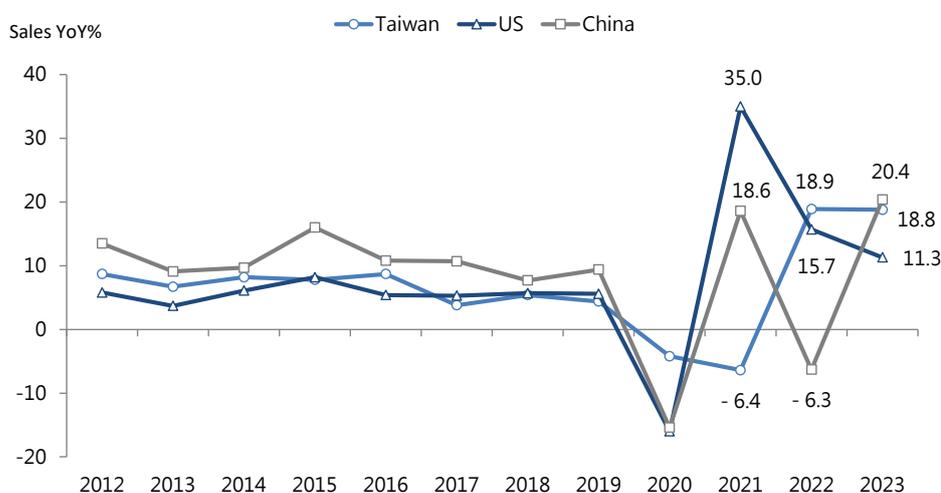
資料來源：財政部、元大投顧

進軍海外獲利亮眼，珍珠奶茶品牌海外發光

近年國內餐飲市場競爭白熱化，近十年國內餐飲業銷售年成長 6.5%，美國/中國市場則分別成長 8.2%/8.2%，顯著優於台灣市場，海外市場成長機會較佳，因此國內諸多連鎖餐飲業者紛紛複製國內的商業模式，跨足中國、歐美等新市場，包含王品、瓦城、八方雲集、乾杯、路易莎等業者，都展現了拓展海外版圖以提升營運規模的野心，海外市場較高的客單價也有望帶動企業獲利成長。

台灣為全球手搖茶飲業的發源地，但因國內市場進入門檻較低，品牌眾多、趨於飽和，各品牌紛紛向海外發展。疫情爆發後，國內手搖飲品牌看好海外市場對台灣手搖飲之需求，在全球各地開啟加盟授權之商業模式，隨即受到全球市場的歡迎，且形成一種全球珍珠奶茶潮流。根據 Future Market Insights 研究指出 2023 年全球珍珠奶茶市場估值為 27.2 億美元，預估每年將以 9% 複合年均增長率成長，預計在 2033 年全球市場估值可達 61.7 億美元。

圖 8：近年美國/中國餐飲市場成長優於台灣



資料來源：經濟部統計處、元大投顧

圖 9：珍珠奶茶市場估將以 CAGR 9% 成長



資料來源：Future Market Insights、元大投顧

圖 10：美國珍珠奶茶競爭對手

品牌	全美店家數	珍奶售價 (北加州為例)	主要分布	定位
Sharetea	157	US\$5	西岸為主	以在地美國人為主要客群，從原料到精神都來自臺灣的珍珠奶茶。
Kung Fu Tea	441	US\$4.85	東岸為主	美國自創品牌，從紐約開始發展逐漸美國在地化。
Gongcha	158	US\$4.8	西岸、中部、東岸為主	來自台灣，走國際路線。
Happy Lemon	55	US\$4.50	西岸為主	來自臺灣，主打新鮮水果茶搭配雞蛋仔。

資料來源：元大投顧

獲利調整與股票評價

4Q23 大陸店數大幅度減少，影響美食 2024 年營收表現

美食 1M24 營收 15.5 億元(月減 7.3%/年減 12.8%)，1Q24 營收達成率 28%，低於研究中心原先預期，主要是中國地區經濟復甦不如預期、消費需求持續放緩，公司自 9M23 持續汰弱留強，4Q23 更是大舉收店，使大陸地區 1M24 營收佔比自 50% 下降至 44%，然而在美國地區營運則持續上揚，1 月展出兩家新門店，目前店數 74 家，單店營收仍維持雙位數成長，且門店來客數及客單價皆維持正成長。展望 2024 年，美食將著重在美國地區展店，展店計畫為 8-10 家店(主要是直營店)，大陸地區在 2H23 大規模汰弱留強閉店，預期 1H24 後大陸市場閉店規模將縮小，退出長年虧損市場，2024 年大陸地區將祭出新產品、提升單店營收，目標店數持平，台灣店數亦為持平，未來三年著重在既有加盟主整改，因大陸較原先計畫提前閉店約 50 家，下修 2024 年營收 5.9% 至 213.3 億元(年增 4.5%)，因美國地區毛利率優於大陸、台灣，2024 年營收佔比可達 40%，將拉升 2024 年營利率年增 0.31 個百分點至 6.15%，擺脫大陸大規模閉店後，整體獲利有望年增 24.2% 至 10.2 億元、EPS 5.67 元(年增 24.2%)。

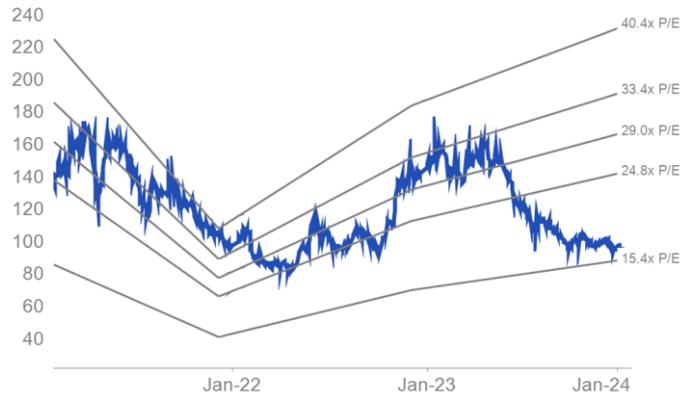
美食為中式烘焙坊海外連鎖品牌，近五年本益比區間落於 14-30 倍，國內同為餐飲連鎖上市櫃品牌同業為六角(2732 TT)、瓦城(2729 TT)、王品(2727 TT)，國內同業本益比平均區間落於 14-20 倍。美食因中國地區營收佔比約五成，近期面臨中國消費不振之逆風，且研究中心認為美食在中、台兩地區營運展望不明朗，兩地區營收恐面臨衰退之壓力，美國地區展店計畫則持續，且單店日均銷售額逐漸提升，預期仍可帶動 2024/25 年整體營收年增 4.5%/8.2%，因大陸店數約減少 50 家，故影響營收獲利貢獻，下修預估 2024 年 EPS 自 6.1 元至 5.67 元，本中心下修本益比自 17 倍至 15 倍(歷史及同業區間中下緣)，目標價自 104 元下修至 85 元，維持持有之投資建議。

圖 11：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	20,411	20,797	21,331	22,667	-1.9%	-5.9%
營業毛利	12,082	12,291	12,846	13,631	-1.7%	-5.8%
營業利益	1,192	1,228	1,313	1,420	-2.9%	-7.5%
稅前利益	1,093	1,318	1,366	1,476	-17.1%	-7.5%
稅後淨利	821	988	1,020	1,098	-16.9%	-7.1%
調整後 EPS (元)	4.56	5.49	5.67	6.10	-16.9%	-7.1%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	59.2%	59.1%	60.2%	60.1%	0.1	0.1
營業利益率	5.8%	5.9%	6.2%	6.3%	-0.1	-0.1
稅後純益率	4.0%	4.8%	4.8%	4.9%	-0.7	-0.1

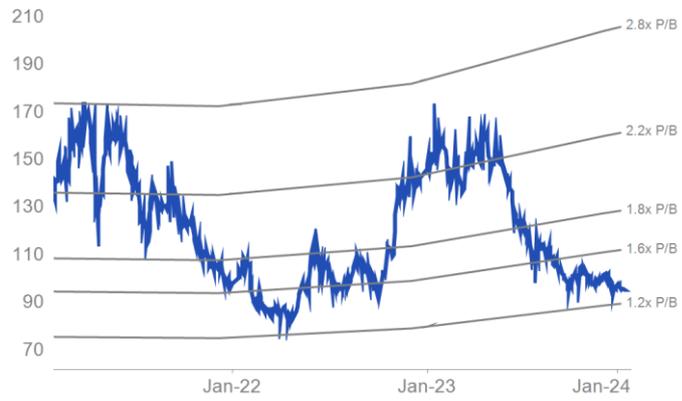
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 14：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
美食-KY	2723 TT	持有-落後 同業	89.9	521	2.68	4.56	5.67	33.5	19.7	15.9	(55.8)	70.0	24.2
國外同業													
McDonald	MCD US	未評等	292.0	217,922	9.9	11.8	12.5	29.4	24.7	23.3	(1.8)	19.0	6.1
Yum! Brands Inc	YUM US	未評等	134.6	36,283	4.5	5.3	5.8	30.1	25.3	23.1	(15.8)	19.3	9.4
The Wendy's Co	WEN US	未評等	18.4	3,915	0.9	1.0	1.1	21.6	18.5	16.6	(5.8)	16.7	12.0
Starbucks	SBUX US	未評等	93.2	104,622	2.9	3.5	4.1	32.5	27.0	22.7	(19.5)	20.3	19.0
國外同業平均					4.5	5.4	5.9	28.4	23.9	21.4	(10.7)	18.8	11.6
國內同業													
八方雲集	2753	買進	168.0	350	12.3	8.9	11.6	13.6	19.0	14.5	41.0	(28.1)	30.6
王品	2727	持有-超越 同業	240.5	667	5.2	16.9	16.5	46.7	14.2	14.6	--	228.9	(2.6)
瓦城	2729	未評等	233.5	271	4.2	13.6	13.6	56.3	17.2	17.2	(10.9)	227.0	0
六角	2732	未評等	135.0	195	6.7	6.6	6.5	20.3	20.5	20.6	116.3	(1.1)	(0.8)
國內同業平均					7.1	11.5	12.0	34.2	17.7	16.7	48.8	106.7	6.8

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
美食-KY	2723 TT	持有-落後 同業	89.9	521	4.3	7.1	7.9	60.55	63.87	71.68	1.5	1.4	1.3
國外同業													
McDonald	MCD US	未評等	292.0	217,922	(119.1)	(159.2)	(186.6)	(9.9)	(6.7)	(5.9)	(29.4)	(43.3)	(49.8)
Yum! Brands Inc	YUM US	未評等	134.6	36,283	(15.0)	(12.2)	(20.0)	(30.9)	(28.6)	(28.6)	(4.4)	(4.7)	(4.7)
The Wendy's Co	WEN US	未評等	18.4	3,915	41.3	60.6	74.3	2.3	1.4	1.0	8.2	13.0	19.3
Starbucks	SBUX US	未評等	93.2	104,622	(48.9)	(41.3)	(50.7)	(7.1)	(7.0)	(6.6)	(13.1)	(13.3)	(14.1)
國外同業平均					(35.4)	(38.0)	(45.7)	(11.4)	(10.2)	(10.0)	(9.7)	(12.1)	(12.3)
國內同業													
八方雲集	2753	買進	168.0	350	20.2	17.3	19.3	49.5	51.3	60.0	3.4	3.3	2.8
王品	2727	持有-超越 同業	240.5	667	7.4	26.8	16.6	41.5	63.3	99.4	5.8	3.8	2.4
瓦城	2729	未評等	233.5	271	5.3	19.4	19.2	69.7	69.0	78.6	3.4	3.4	3.0
六角	2732	未評等	135.0	195	14.0	--	--	40.8	41.7	44.8	3.3	3.2	3.0
國內同業平均					11.7	21.1	18.4	50.4	56.3	70.7	4.0	3.4	2.8

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

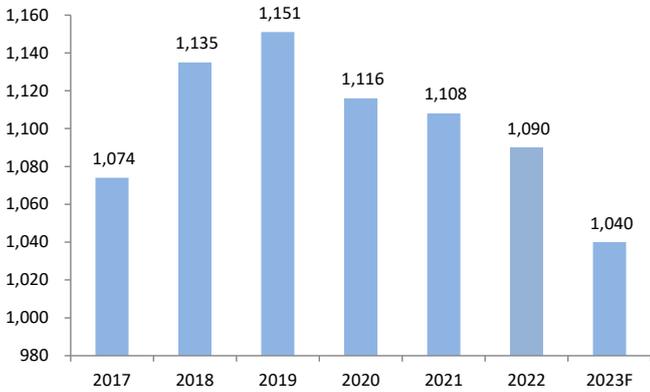
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	5,198	5,059	5,147	5,007	5,167	5,164	5,526	5,474	20,411	21,331
銷貨成本	(2,144)	(2,049)	(2,101)	(2,034)	(2,078)	(2,050)	(2,181)	(2,177)	(8,329)	(8,486)
營業毛利	3,054	3,010	3,045	2,973	3,089	3,114	3,345	3,297	12,082	12,846
營業費用	(2,723)	(2,697)	(2,737)	(2,732)	(2,813)	(2,780)	(2,994)	(2,946)	(10,890)	(11,533)
營業利益	331	313	308	240	276	334	351	351	1,192	1,313
業外利益	18	35	(17)	(135)	18	34	8	(6)	(99)	53
稅前純益	349	348	291	105	294	368	359	345	1,093	1,366
所得稅費用	(111)	(88)	(60)	(26)	(94)	(96)	(90)	(86)	(286)	(366)
少數股東權益	(10)	(5)	3	(2)	(4)	(5)	(5)	(5)	(14)	(20)
歸屬母公司稅後純益	248	265	229	80	204	277	275	264	821	1,020
調整後每股盈餘(NT\$)	1.38	1.47	1.27	0.44	1.13	1.54	1.53	1.47	4.56	5.67
調整後加權平均股數(百萬股)	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
重要比率										
營業毛利率	58.8%	59.5%	59.2%	59.4%	59.8%	60.3%	60.5%	60.2%	59.2%	60.2%
營業利益率	6.4%	6.2%	6.0%	4.8%	5.4%	6.5%	6.4%	6.4%	5.8%	6.2%
稅前純益率	6.7%	6.9%	5.7%	2.1%	5.7%	7.1%	6.5%	6.3%	5.4%	6.4%
稅後純益率	4.8%	5.2%	4.4%	1.6%	4.0%	5.4%	5.0%	4.8%	4.0%	4.8%
有效所得稅率	31.9%	25.4%	20.5%	24.8%	32.0%	26.1%	25.1%	24.9%	26.2%	26.8%
季增率(%)										
營業收入	1.2%	-2.7%	1.7%	-2.7%	3.2%	-0.1%	7.0%	-0.9%		
營業利益	60.3%	-5.3%	-1.6%	-22.1%	15.0%	21.0%	5.1%	0		
稅後純益	93.0%	6.9%	-13.7%	-65.0%	155.0%	35.8%	-0.7%	-4.0%		
調整後每股盈餘	93.0%	6.9%	-13.7%	-65.0%	154.9%	36.0%	-1.1%	-3.8%		
年增率(%)										
營業收入	7.1%	15.5%	0	-2.6%	-0.6%	2.1%	7.4%	9.3%	4.6%	4.5%
營業利益	0.2%	--	39.1%	16.3%	-16.6%	6.7%	14.0%	46.3%	63.0%	10.2%
稅後純益	3.6%	--	38.6%	-37.7%	-17.7%	4.6%	20.3%	230.0%	72.1%	24.2%
調整後每股盈餘	3.6%	--	38.6%	-37.6%	-17.6%	4.8%	20.1%	229.7%	70.0%	24.2%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

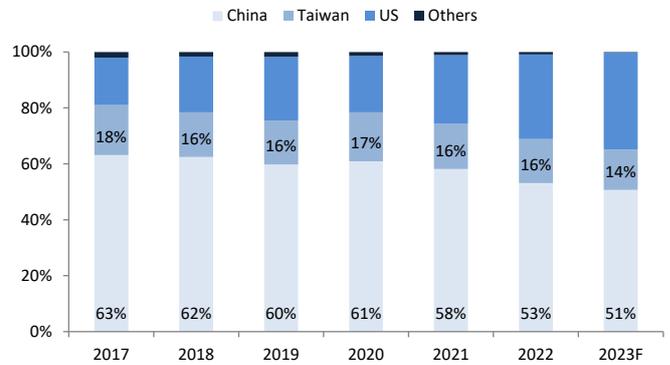
美食達人股份有限公司(美食-KY)於 2003 年成立，2008 年 9 月設立於開曼群島，台灣的集團總部位於台中市南屯區，為知名咖啡烘焙連鎖 85 度 C 集團之控股公司，主營產品分為咖啡、麵包、西點，為複合式餐飲連鎖通路商。公司在台灣市場展店，海外市場方面，在大陸、美國等也有設立分店。公司於 2010 年 11 月 22 日在台灣證交所掛牌交易，代碼 2723.TW。

圖 17：2023 年美食全球總店數續減



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



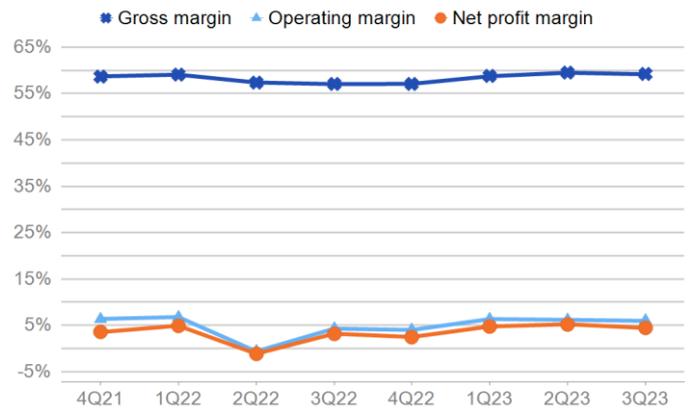
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



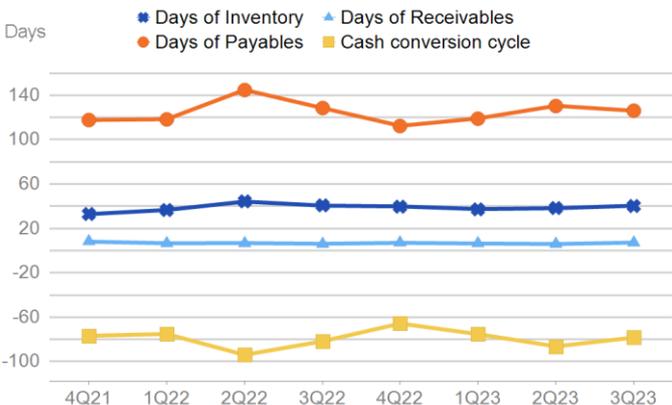
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



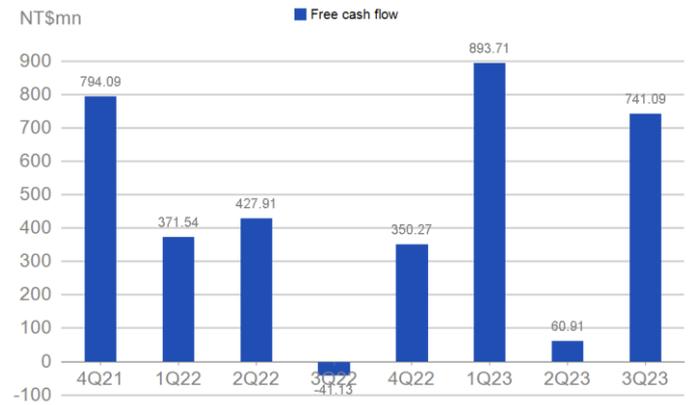
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：美食-KY 整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略為領先的位置，但在餐飲產業中的公司中排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：美食-KY 的整體曝險屬於中等水準，但優於餐飲產業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含產品監管、公司產品對環境或社會之影響、人力資源等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：美食-KY 在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司的 ESG 揭露程度高，表明對投資者和公眾的強烈責任感，且亦採取行動管理與重大 ESG 問題相關的風險，惟在關鍵領域缺乏規劃。儘管如此，公司尚未涉及任何重大的 ESG 相關爭議。

圖 23：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	23.8
在 ESG 議題上的曝險 (A)	36.9
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	37.3
風險評級	中 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	11

資料來源：Sustainalytics (2024/2/20)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	5,010	2,198	3,144	5,693	6,080
存貨	764	936	980	1,179	1,144
應收帳款及票據	292	282	404	569	598
其他流動資產	2,217	3,964	2,615	1,424	1,222
流動資產	8,283	7,379	7,143	8,866	9,043
採用權益法之投資	102	112	134	154	157
固定資產	5,691	6,537	6,986	8,025	8,185
無形資產	48	45	38	44	44
其他非流動資產	6,699	6,475	6,327	7,268	7,413
非流動資產	12,539	13,169	13,485	15,490	15,800
資產總額	20,823	20,548	20,628	24,356	24,843
應付帳款及票據	1,479	1,388	1,509	1,733	1,768
短期借款	204	413	0	0	0
什項負債	4,489	4,356	4,316	4,958	5,057
流動負債	6,173	6,157	5,825	6,691	6,825
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	3,726	3,596	3,359	3,858	3,935
長期負債	3,726	3,596	3,359	3,858	3,935
負債總額	9,899	9,753	9,184	10,550	10,760
股本	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
資本公積	2,377	2,377	2,377	2,377	2,377
保留盈餘	7,487	7,070	8,012	12,855	13,626
什項權益	(672)	(348)	(692)	(3,172)	(3,667)
歸屬母公司之權益	10,992	10,899	11,497	13,859	14,135
非控制權益	(68)	(104)	(53)	(53)	(53)
股東權益總額	10,924	10,795	11,444	13,806	14,083

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	1,070	469	808	1,000	1,202
折舊及攤提	2,761	2,559	2,537	2,450	2,366
本期營運資金變動	(12)	(256)	(103)	68	37
其他營業資產 及負債變動	(235)	(218)	(243)	434	476
營運活動之現金流量	3,583	2,555	2,999	3,953	4,081
資本支出	(684)	(1,446)	(1,065)	(1,255)	(1,160)
本期長期投資變動	(6)	11	(17)	0	0
其他資產變動	1,001	(1,623)	1,493	366	70
投資活動之現金流量	312	(3,058)	706	366	70
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(804)	209	(298)	(44)	(171)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(720)	(900)	(534)	(663)	(797)
其他調整數	(1,912)	(1,692)	(1,997)	(2,081)	(1,883)
融資活動之現金流量	(3,437)	(2,383)	(2,828)	(2,788)	(2,851)
匯率影響數	70	74	69	37	69
本期產生現金流量	529	(2,812)	946	1,567	1,369
自由現金流量	2,899	1,109	1,934	2,697	2,921

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	19,861	19,514	20,411	21,331	23,076
銷貨成本	(8,110)	(8,265)	(8,329)	(8,486)	(9,092)
營業毛利	11,751	11,248	12,082	12,846	13,983
營業費用	(10,336)	(10,517)	(10,890)	(11,533)	(12,418)
推銷費用	(9,348)	(9,554)	(9,797)	(10,463)	(11,318)
研究費用	(39)	(69)	(161)	(92)	(42)
管理費用	(961)	(893)	(915)	(978)	(1,058)
其他費用	12	(1)	0	0	0
營業利益	1,415	731	1,192	1,313	1,565
利息收入	138	140	120	120	120
利息費用	(186)	(177)	(172)	(172)	(172)
利息收入淨額	(48)	(37)	292	292	292
投資利益(損失)淨額	9	15	18	18	18
匯兌損益	(22)	12	53	120	120
其他業外收入(支出)淨額	146	3	(427)	(257)	(234)
稅前純益	1,500	725	1,093	1,366	1,641
所得稅費用	(431)	(255)	(286)	(366)	(439)
少數股權淨利	(24)	(14)	(14)	(20)	(24)
歸屬母公司之稅後純益	1,093	483	821	1,020	1,226
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,447	3,461	3,729	3,763	3,931
調整後每股盈餘 (NT\$)	6.07	2.68	4.56	5.67	6.81

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	0.9	(1.8)	4.6	4.5	8.2
營業利益	(11.0)	(48.3)	63.0	10.2	19.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	(9.7)	(22.2)	7.7	0.9	4.5
稅後純益	7.2	(56.1)	72.1	23.8	20.2
調整後每股盈餘	7.7	(55.8)	70.0	24.2	20.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	59.2	57.6	59.2	60.2	60.6
營業利益率	7.1	3.8	5.8	6.2	6.8
稅前息前淨利率	6.6	2.8	5.8	6.2	6.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	22.4	17.7	18.3	17.6	17.0
稅前純益率	7.6	3.7	5.4	6.4	7.1
稅後純益率	5.5	2.5	4.0	4.8	5.3
資產報酬率	5.0	2.3	4.0	4.5	5.3
股東權益報酬率	9.9	4.3	7.1	7.9	9.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	90.6	90.4	80.3	76.4	76.4
淨負債權益比 (%)	(44.0)	(16.5)	(27.5)	(41.2)	(43.2)
利息保障倍數 (倍)	9.1	5.1	7.4	8.9	10.5
流動比率 (%)	134.2	119.9	122.6	132.5	132.5
速動比率 (%)	117.5	100.0	105.8	114.9	115.7
淨負債 (NT\$百萬元)	(4,806)	(1,785)	(3,144)	(5,693)	(6,080)
調整後每股淨值 (NT\$)	61.06	60.55	63.87	71.68	78.53
評價指標 (倍)					
本益比	14.8	33.5	19.7	15.9	13.2
股價自由現金流量比	5.6	14.6	8.4	6.0	5.5
股價淨值比	1.5	1.5	1.4	1.3	1.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.6	4.7	4.3	4.3	4.1
股價營收比	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

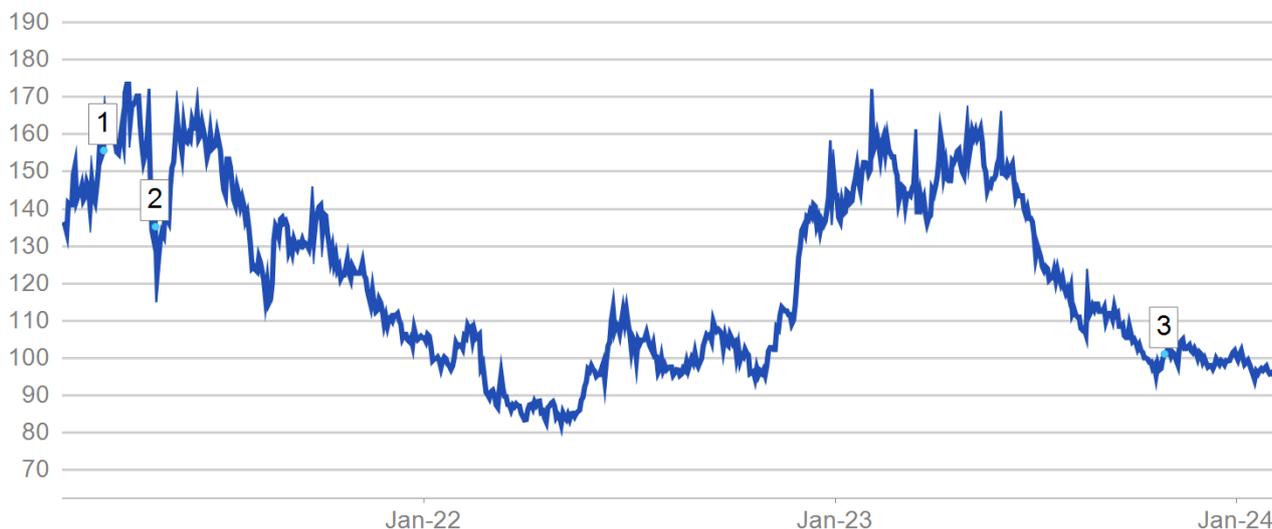
附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

美食-KY (2723 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210329	169.00	215.00	196.32	買進	楊郁容
2	20210514	148.00	200.00	182.62	買進	楊郁容
3	20231102	99.80	104.00	104.00	持有-超越同業	陳韻筑

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方

式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.