



八方雲集

(2753.TW/2753 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 May 15 (NT\$)	170.5
12 個月目標價 (NT\$)	202.0
前次目標價 (NT\$)	202.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	18.5

焦點內容

1. 美國業務於 1Q24 轉盈，獲利能力將隨門市數量增加進一步提升
2. 台灣前兩大品牌同店營收成長穩健。加上展店速度加快，營益率預估將於 2H24 復甦
3. 現金股利殖利率 4.1% 與獲利復甦下，我們認為公司風險報酬比有利

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	11.34 / 349.7
流通在外股數 (百萬股)：	66.49
外資持有股數 (百萬股)：	5.91
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.22
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	161.0 - 201.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	2.4	-4	0.9
相對表現 (%)	-11	-27.5	-35.8

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.32A	2.52A	2.69A	2.47A
2023	2.00A	2.17A	2.24A	1.94A
2024	2.36F	2.27F	2.43F	2.60F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

莊政翰
886.2.2181.8719
angus.chuang@kgi.com

張育程
886.2.2181.8735
eden.chang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

美國營運如期轉盈

重要訊息

我們參加八方雲集法說會後更有信心獲利將於 2024 年順利恢復成長，原因為：(1) 美國營運轉盈；與 (2) 台灣前兩大餐廳品牌同店營收成長穩健。鑒於現金股利殖利率達 4.1%，我們認為公司風險報酬比有利。

評論及分析

美國業務轉虧為盈。八方雲集在美國共有七家門市與一間中央廚房，1Q24 營收佔比為 6.6%，目前均已獲利。公司於今年 5 月新增第 8 間門市 (60% 客群為非華裔)，並預計於 2H24 再新增 3 家門市，其中兩間會位在白人/墨西哥裔社區。儘管展店持續，管理層表示美國單店日均營收仍季持平於 7000 美金，客流量為 250-275 人，客單價為 27 美金。公司將擴張至北加州，並於 2025 年新增三間美國門市。隨展店數增加，我們相信美國營運獲利能力將進一步成長，有利公司利潤率展望。

台灣同店營收穩健。同店營收穩健成長與門市增加帶動 1Q24 台灣營收成長加速至年增 8.4%。旗艦品牌八方雲集水餃同店營收成長為 3%，門市數達 1,011 間，季增 8 家，公司目標年底達 1,030 間。1Q24 梁社漢排骨同店營收成長達 3.3%，於 4 月加速成長至 6%。公司今年將加快門市擴張腳步，目標年底達 240 間，年增 28 間，對比 2023 年新增 11 間。近期食安議題拖累 4 月營收月減 7%，唯管理層表示五月業績已見回升。我們預期展店速度加快與同店營收成長將減緩潛在成本不利影響，帶動 2H24 台灣營益率恢復年增。

獲利重拾成長。1Q24 EPS 2.36 元，年增 18%，終結過去一年獲利衰退窘境，係因原物料價格走跌且美國營運由虧轉盈。儘管豬肉價格為影響因素，我們認為美國營運獲利能力轉佳與台灣營利率復甦將支撐獲利成長至年底。我們修正獲利預估，預期 2024 年 EPS 將回升 16% 至 9.66 元，並於 2025 年進一步年增 10% 至 10.65 元。公司配發現金股利 7 元，隱含殖利率 4.1% 與獲利復甦，我們認為股價風險報酬比有利。

投資建議

我們認為美國營運轉盈與台灣業務利潤率復甦將帶動八方 2024 年獲利重回成長軌道，帶動評價向上。我們維持「增加持股」評等與目標價 202 元，根據 19 倍本益比。

投資風險

展店進度延宕與原物料價格上漲。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	5,955	6,799	7,340	8,085	8,919
營業毛利 (NT\$百萬)	2,232	2,526	2,553	2,931	3,271
營業利益 (NT\$百萬)	653	788	669	781	939
稅後淨利 (NT\$百萬)	541	661	554	642	708
每股盈餘 (NT\$)	8.74	10.00	8.35	9.66	10.65
每股現金股利 (NT\$)	6.73	7.50	7.00	7.25	7.98
每股盈餘成長率 (%)	(17.2)	14.4	(16.5)	15.7	10.2
本益比 (x)	19.5	17.0	20.4	17.6	16.0
股價淨值比 (x)	3.8	3.4	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA (x)	7.7	7.6	8.2	5.9	4.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.9	4.4	4.1	4.2	4.7
股東權益報酬率 (%)	21.6	21.1	16.6	18.6	19.5

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：1Q24 財報與 2Q24 財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	1Q24					2Q24F				
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	1,927	2,063	(6.6)	0.6	11.7	1,982	2,132	(7.0)	2.9	11.9
毛利	688	735	(6.4)	5.8	12.2	714	768	(7.0)	3.8	13.1
營業利益	176	206	(14.6)	13.0	6.0	185	225	(17.7)	5.2	6.9
稅前淨利	205	208	(1.4)	49.6	22.9	201	228	(11.6)	(1.7)	6.7
稅後淨利	157	162	(3.0)	22.1	18.3	151	172	(12.2)	(3.9)	4.9
每股盈餘 (元)	2.36	2.44	(3.0)	22.1	18.3	2.27	2.59	(12.2)	(3.9)	4.9
毛利率 (%)	35.7	35.6	0.1 ppts	1.8 ppts	0.2 ppts	36.0	36.0	0.0 ppts	0.3 ppts	0.4 ppts
營業利益率 (%)	9.1	10.0	(0.9) ppts	1.0 ppts	(0.5) ppts	9.3	10.5	(1.2) ppts	0.2 ppts	(0.4) ppts
淨利率 (%)	8.2	7.9	0.3 ppts	1.4 ppts	0.5 ppts	7.6	8.1	(0.5) ppts	(0.5) ppts	(0.5) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

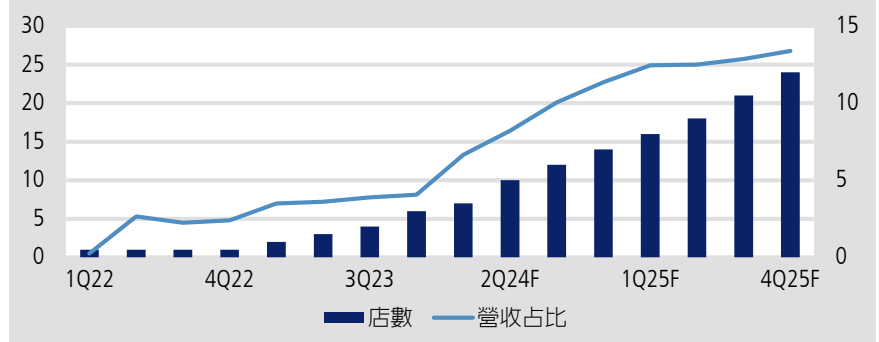
圖 2：2024-25 年財務預估修正暨市場共識比較

百萬元	2024F				2025F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	8,085	8,717	(7.3)	10.1	8,919	9,552	(6.6)	10.3
毛利	2,931	3,148	(6.9)	14.8	3,271	3,491	(6.3)	11.6
營業利益	781	914	(14.5)	16.9	939	1,105	(15.0)	20.2
稅前獲利	847	926	(8.5)	17.0	958	1,118	(14.3)	13.1
稅後淨利	642	705	(8.9)	15.9	708	832	(15.0)	10.2
每股盈餘 (元)	9.66	10.60	(8.9)	15.9	10.65	12.52	(15.0)	10.2
毛利率 (%)	36.2	36.1	0.1 ppts	1.5 ppts	36.7	36.5	0.1 ppts	0.4 ppts
營利率 (%)	9.7	10.5	(0.8) ppts	0.6 ppts	10.5	11.6	(1.0) ppts	0.9 ppts
淨利率 (%)	7.9	8.1	(0.1) ppts	0.4 ppts	7.9	8.7	(0.8) ppts	(0.0) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：美國加速展店

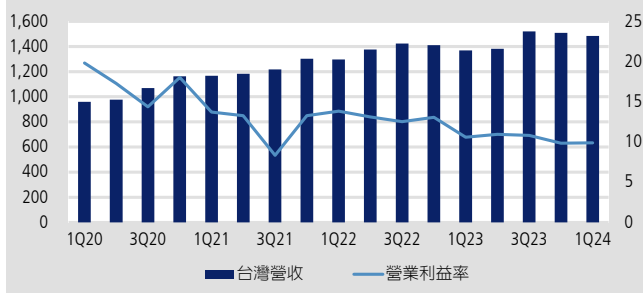
店數，家 (左軸)；美國營收占比，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：台灣 1Q24 營收成長加速

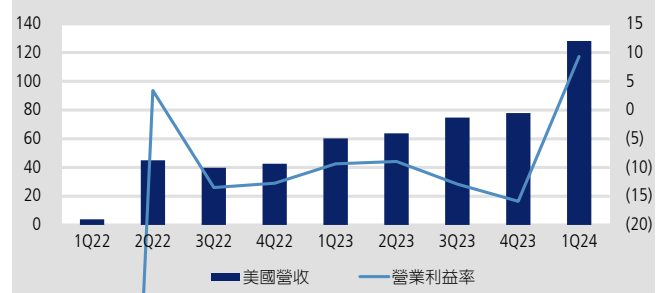
台灣營收，百萬元 (左軸)；營業利益率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：美國業務轉虧為盈

美國營收，台幣百萬元 (左軸)；營業利益率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

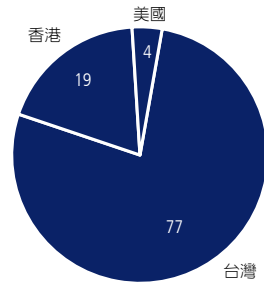
圖 6: 公司概況

八方雲集成立於 2000 年，為多品牌連鎖餐廳業者，截至 4 月在大中華區擁有 1,364 家營運門市。旗艦品牌八方雲集為營收大宗，營收佔比達 73%，其次是梁社漢排骨為 23%。公司大多數的門市都採加盟形式經營。2023 年台灣市場貢獻營收 77%，香港佔比為 19%，其餘則來自美國市場。

資料來源：凱基

圖 7: 台灣市場貢獻主要營收

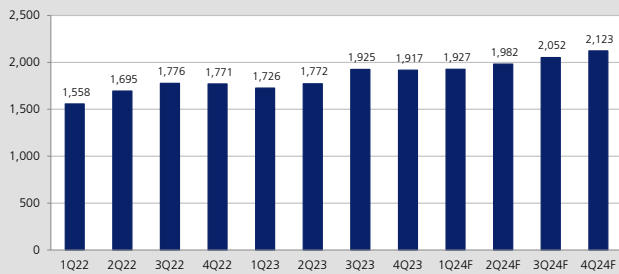
2023 年營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 季營業收入

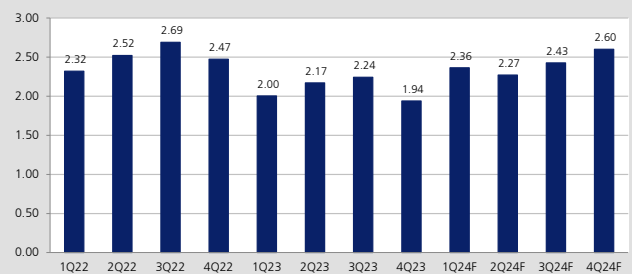
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 每股盈利

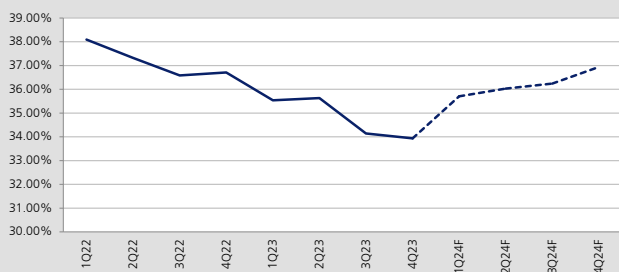
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 毛利率

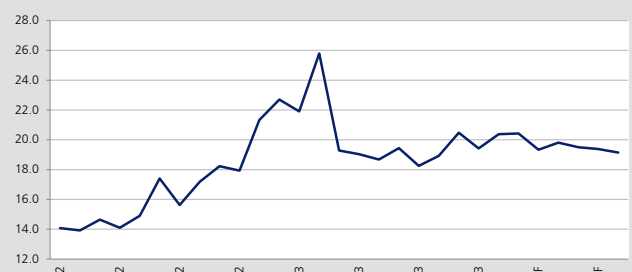
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 本益比

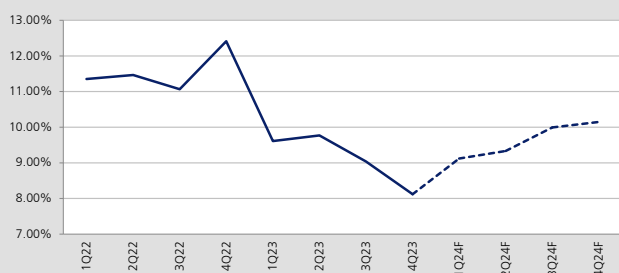
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 營業利潤率

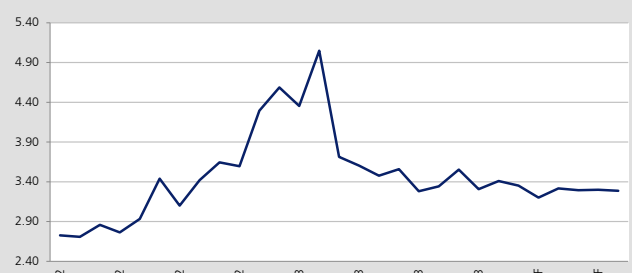
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 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-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,726	1,772	1,925	1,917	1,927	1,982	2,052	2,123	7,340	8,085	8,919
營業成本	(1,113)	(1,140)	(1,268)	(1,266)	(1,239)	(1,268)	(1,308)	(1,339)	(4,787)	(5,154)	(5,648)
營業毛利	613	631	657	651	688	714	744	784	2,553	2,931	3,271
營業費用	(448)	(458)	(483)	(495)	(512)	(529)	(539)	(569)	(1,884)	(2,149)	(2,332)
營業利益	166	173	174	156	176	185	205	215	669	781	939
折舊	(163)	(163)	(174)	(184)	(240)	(239)	(240)	(241)	(684)	(960)	(1,065)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(5)	(5)
EBITDA	330	337	349	341	417	425	446	458	1,357	1,746	2,009
利息收入	8	9	7	7	5	9	8	10	30	32	32
投資利益淨額	-	-	0	-	-	0	0	0	0	0	0
其他營業外收入	7	8	7	15	20	12	12	13	37	57	48
總營業外收入	15	17	14	22	25	21	20	23	67	89	80
利息費用	(7)	(7)	(7)	(10)	(9)	(9)	(9)	(8)	(32)	(34)	(34)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(6)	6	5	(30)	13	4	(4)	(2)	20	11	(27)
總營業外費用	(14)	(1)	(3)	(40)	4	(5)	(13)	(10)	(12)	(23)	(61)
稅前純益	167	189	185	137	205	201	213	228	724	847	958
所得稅費用[利益]	(37)	(48)	(41)	(14)	(44)	(47)	(46)	(48)	(140)	(185)	(218)
少數股東損益	3	3	5	5	(4)	(4)	(5)	(7)	16	(20)	(32)
非常項目稅後純益	133	144	149	129	157	151	161	173	600	642	708
非常項目	0	(0)	(0)	0	-	-	-	-	(46)	-	-
稅後淨利	133	144	149	129	157	151	161	173	554	642	708
每股盈餘 (NT\$)	2.00	2.17	2.24	1.94	2.36	2.27	2.43	2.60	8.35	9.66	10.65
獲利率 (%)											
營業毛利率	35.5	35.6	34.1	33.9	35.7	36.0	36.2	36.9	34.8	36.2	36.7
營業利率率	9.6	9.8	9.0	8.1	9.1	9.3	10.0	10.1	9.1	9.7	10.5
EBITDA Margin	19.1	19.0	18.1	17.8	21.6	21.5	21.8	21.6	18.5	21.6	22.5
稅前純益率	9.7	10.7	9.6	7.1	10.6	10.2	10.4	10.8	9.9	10.5	10.7
稅後純益率	7.7	8.1	7.7	6.7	8.2	7.6	7.9	8.1	7.6	7.9	7.9
季成長率 (%)											
營業收入	(2.5)	2.6	8.7	(0.4)	0.6	2.9	3.5	3.5			
營業毛利	(5.6)	2.9	4.1	(1.0)	5.8	3.8	4.1	5.5			
營業收益增長	(24.5)	4.3	0.5	(10.5)	13.0	5.2	10.8	5.1			
EBITDA	(15.2)	2.2	3.5	(2.3)	22.3	2.0	4.9	2.5			
稅前純益	(16.3)	13.2	(1.9)	(26.0)	49.6	(1.7)	5.5	7.4			
稅後純益	(18.7)	8.3	3.4	(13.5)	22.1	(3.9)	6.8	7.2			
年成長率 (%)											
營業收入	10.8	4.6	8.4	8.3	11.7	11.9	6.6	10.8	8.0	10.1	10.3
營業毛利	3.4	(0.2)	1.1	0.1	12.2	13.1	13.1	20.6	1.1	14.8	11.6
營業收益	(6.2)	(10.9)	(11.5)	(29.2)	6.0	6.9	17.9	38.4	(15.1)	16.9	20.2
EBITDA	(1.6)	(5.7)	(4.0)	(12.4)	26.4	26.1	27.9	34.3	(6.1)	28.7	15.0
稅前純益	(12.6)	(11.6)	(19.3)	(31.3)	22.9	6.7	14.8	66.6	(13.1)	17.0	13.1
稅後純益	(13.3)	(13.6)	(16.3)	(21.3)	18.3	4.9	8.5	34.4	(16.2)	15.9	10.2

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	5,319	5,858	6,181	6,528	6,811
流動資產	2,295	2,483	2,148	2,945	3,673
現金及短期投資	1,757	1,928	1,555	2,314	2,992
存貨	210	227	247	266	292
應收帳款及票據	173	193	205	226	250
其他流動資產	155	135	140	140	140
非流動資產	3,025	3,375	4,033	3,583	3,138
長期投資	4	4	4	4	4
固定資產	1,549	1,710	2,379	1,928	1,483
什項資產	1,472	1,661	1,651	1,651	1,651
負債總額	2,287	2,493	2,732	2,898	2,973
流動負債	1,328	1,397	1,609	1,781	1,854
應付帳款及票據	205	201	240	258	283
短期借款	42	34	306	312	310
什項負債	1,082	1,161	1,063	1,212	1,261
長期負債	959	1,097	1,123	1,118	1,119
長期借款	71	34	30	24	26
其他負債及準備	43	53	74	74	74
股東權益總額	3,033	3,364	3,449	3,629	3,838
普通股本	660	663	665	665	665
保留盈餘	1,019	1,197	1,278	1,438	1,615
少數股東權益	40	82	67	87	119
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	14.9%	14.2%	8.0%	10.1%	10.3%
營業收益增長	(14.3%)	20.5%	(15.1%)	16.9%	20.2%
EBITDA	(3.5%)	15.9%	(6.1%)	28.7%	15.0%
稅後純益	(14.6%)	22.1%	(16.2%)	15.9%	10.2%
每股盈餘成長率	(17.2%)	14.4%	(16.5%)	15.7%	10.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	37.5%	37.1%	34.8%	36.2%	36.7%
營業利益率	11.0%	11.6%	9.1%	9.7%	10.5%
EBITDA Margin	20.9%	21.3%	18.5%	21.6%	22.5%
稅後純益率	9.1%	9.7%	7.6%	7.9%	7.9%
平均資產報酬率	11.5%	11.8%	9.2%	10.1%	10.6%
股東權益報酬率	21.6%	21.1%	16.6%	18.6%	19.5%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	3.7%	2.0%	9.7%	9.3%	8.7%
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	23.7	25.6	28.9
利息及短期償保障倍數 (x)	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	47.9	48.2	38.3	46.0	51.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	16.7	22.0	3.6	4.6	5.1
流動比率 (x)	1.7	1.8	1.3	1.7	2.0
速動比率 (x)	1.6	1.6	1.2	1.5	1.8
淨負債 (NT\$百萬)	(1,135)	(622)	(468)	(1,226)	(1,905)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.74	10.00	8.35	9.66	10.65
每股現金盈餘 (NT\$)	17.29	21.00	18.38	23.86	26.36
每股淨值 (NT\$)	45.31	49.49	50.86	53.28	55.94
調整後每股淨值 (NT\$)	48.30	49.66	50.95	53.28	55.94
每股營收 (NT\$)	96.12	102.87	110.58	121.59	134.13
EBITDA/Share (NT\$)	20.13	21.87	20.45	26.26	30.21
每股現金股利 (NT\$)	6.73	7.50	7.00	7.25	7.98
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.27	1.22	1.22	1.27	1.34
應收帳款周轉天數	10.6	10.3	10.2	10.2	10.2
存貨周轉天數	20.6	19.4	18.9	18.9	18.9
應付帳款周轉天數	20.1	17.2	18.3	18.3	18.3
現金轉換周轉天數	11.1	12.5	10.8	10.8	10.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	5,955	6,799	7,340	8,085	8,919
營業成本	(3,723)	(4,273)	(4,787)	(5,154)	(5,648)
營業毛利	2,232	2,526	2,553	2,931	3,271
營業費用	(1,579)	(1,738)	(1,884)	(2,149)	(2,332)
營業利益	653	788	669	781	939
總營業外收入	52	113	67	89	80
利息收入	3	14	30	32	32
投資利益淨額	-	-	0	0	0
其他營業外收入	49	98	37	57	48
總營業外費用	(30)	(67)	(12)	(23)	(61)
利息費用	(22)	(29)	(32)	(34)	(34)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(8)	(38)	20	11	(27)
稅前純益	676	833	724	847	958
所得稅費用[利益]	(150)	(188)	(140)	(185)	(218)
少數股東損益	16	16	16	(20)	(32)
非常項目	-	0	(46)	-	-
稅後淨利	541	661	554	642	708
EBITDA	1,247	1,445	1,357	1,746	2,009
每股盈餘 (NT\$)	8.74	10.00	8.35	9.66	10.65

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	1,071	1,388	1,220	1,586	1,753
本期純益	541	661	554	642	708
折舊及攤提	594	658	689	965	1,070
本期運用資金變動	(41)	(32)	(4)	(21)	(25)
其他營業資產及負債變動	(23)	101	(19)	(0)	(0)
投資活動之現金流量	(879)	(1,088)	(373)	(515)	(625)
投資用短期投資出售[新購]	(479)	(728)	488	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(510)	(447)	(995)	(510)	(620)
其他資產變動	110	87	134	(5)	(5)
自由現金流	549	786	224	1,040	1,146
融資活動之現金流量	39	(902)	(734)	(313)	(450)
短期借款變動	(43)	3	272	-	-
長期借款變動	(26)	(51)	(4)	-	-
現金增資	973	-	-	-	-
已支付普通股股息	(390)	(429)	(498)	(333)	(482)
其他融資現金流	(475)	(425)	(504)	20	32
匯率影響數	(12)	44	(0)		
本期產生現金流量	220	(558)	114	759	678

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	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%	25.7%	26.6%	26.1%
= 營業利益率	11.0%	11.6%	9.1%	9.7%	10.5%
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	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
+ 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	3.7	5.7	9.5
營業利益率	11.0%	11.6%	9.1%	9.7%	10.5%
x 資本周轉率	5.2	5.4	3.7	5.7	9.5
x (1 - 有效現金稅率)	77.8%	77.4%	80.7%	78.2%	77.2%
= 稅後 ROIC	44.0%	48.6%	27.2%	43.4%	77.4%

資料來源：公司資料，凱基

八方雲集 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-02-29	增加持股	202.0	170.0
2023-09-27	增加持股	214.0	173.0
2023-06-01	增加持股	214.0	183.0

資料來源：TEJ，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。