

## 八方雲集 (2753 TT) Bafang Yunji

豬價壓力大，美國營利率轉負

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$150.0

收盤價 (2024/08/23)：NT\$156.0

隱含漲幅：-3.8%

## 營收組成 (2Q24)

台灣 75%、香港 18%、美國 7%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	150.0	205.0
2024年營收 (NT\$/十億)	8.1	8.3
2024年EPS	8.4	10.2

## 交易資料表

市值	NT\$10,370百萬元
外資持股比率	7.0%
董監持股比率	29.8%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$54.82
負債比	44.9%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	6,799	7,340	8,081	8,897
營業利益	788	669	690	803
稅後純益	661	554	557	622
EPS (元)	10.00	8.35	8.38	9.35
EPS YoY (%)	14.4	-16.5	0.4	11.5
本益比 (倍)	15.6	18.7	18.6	16.7
股價淨值比 (倍)	3.2	3.1	2.9	2.4
ROE (%)	20.2	15.8	15.3	16.4
現金殖利率 (%)	4.8%	4.5%	4.0%	4.5%
現金股利 (元)	7.50	7.00	6.29	7.01

## 陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

## 余鈴華

liz.yu@yuanta.com

## 元大觀點

- 2Q24 獲利年減 3.2%至 1.4 億元，低於預期 17%，雖然美順利展店至 9 家門店，仍未帶動規模效益，使美國營利率轉虧至-4.5%。
- 豬價再度飆升至近 100 元/kg，預期 3Q24 毛利率仍有壓，然美國區營利率再度轉虧，下修預期 3Q24 獲利 26%至 1.4 億元。
- 美國南加州加盟計畫推延，且未來將進軍德州蓋中央工廠，美國區營利率難再轉正，下修 2025 年獲利 28%，同步下調評等至持有。

## 2Q24 獲利低於元大預期 17%，美國區營利率再度轉虧

2Q24 營收年增 8%/季減 0.7%至 19.1 億元，主要受惠台、美順利展店(各年增 32/6 家店)，毛利率年減 0.9 個百分點至 34.7%，主要是部位豬肉價格再度上漲，使毛利率仍低於本中心原先預期(35.9%)，營業利益年減 5.8%至 1.6 億元，美國地區上季營利率轉虧為盈，然因店數仍持續擴張，再加上美國有一店租約撤掉認列一次性費用，費用上升使營利率下降至-4.5%、再度轉為負數，整體營利率年減 1.3 個百分點至 8.5%、低於預期之 10.1%，稅後獲利年減 3.2%至 1.4 億元，EPS 2.1 元，低於研究中心預期 17%。

## 豬價再飆升、毛利率仍有壓，下修 3Q24 獲利 26%

展望 3Q24，7M24 營收年增 7.5%至 6.9 億元，主要受到颱風影響，台灣八方原預期 2024 年可展店至 1,030 家，但舊店汰弱留強，淘汰店數大於預期，且芳珍仍在調整展店策略，至 7M24 YTD -10 家店，使台灣淨展店步伐落後研究中心原預期，下修 3Q24 營收預期 3.3%至 21.1 億元，近期豬價飆升至近 100 元/kg，毛利率仍有壓力，下修毛利率 1.3 個百分點至 34.3%，原預期美國地區營運已達經濟規模，然 2Q24 營利率再度轉負數，3Q24 難好轉，下修營業利益 21.7%至 1.8 億元，預估稅後獲利將年減 7.2%至 1.4 億元、EPS 2.08 元(下修 26%)。

## 美國加盟計畫推延，下修本益比至 16 倍

八方美國地區展店受到工程遞延，但 2024 年已順利展出至 9 家，然原先預計在 4Q24 啟動美國南加州地區加盟計畫，美國計畫先以直營店經營為主，再加上台灣展店計畫暫緩，研究中心下修 2025 年獲利 28%至 6.2 億元(年增 11.5%)，本中心下修本益比評價自 18 倍至 16 倍(同業區間上緣)，因獲利成長仍有雙位數，評價維持國內同業區間上緣，以 2025 年 EPS 9.35 元，目標價自 205 元下修至 150 元，下調投資評等至持有。

## 營運分析

### 豬價高檔仍是毛利率壓力，美國營利率再度轉虧

八方雲集 2Q24 營收年增 8%/季減 0.7%至 19.1 億元，主要受惠台、美順利展店(各年增 32/6 家店)，毛利率年減 0.9 個百分點至 34.7%，主要是部位豬肉(前腿肉、後腿肉)價格再度上漲，使毛利率仍低於本中心原先預期(35.9%)，營業利益年減 5.8%至 1.6 億元，美國地區上季營利率轉虧為盈，然因店數仍持續擴張，再加上美國有一店租約撤掉認列一次性費用，使美國區營利率下降至-4.5%，再度轉為負數，整體營利率年減 1.3 個百分點至 8.5%、低於預期之 10.1%，稅後獲利年減 3.2%至 1.4 億元，EPS 2.1 元，低於研究中心預期 17%。

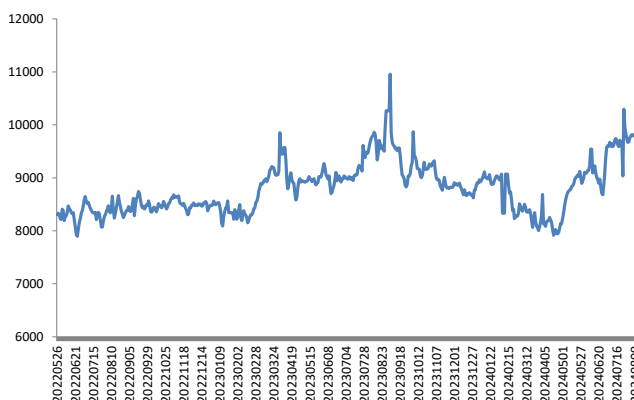
豬肉原物料佔比 45%，雞肉佔比 13%，2023 年平均台灣毛豬價格約 90 元/kg，3M24 起下跌至 83 元/kg 左右，但因豬隻量仍不多，2Q24 又回升到 87 元/kg 左右，展望 3Q24 為豬肉消費旺季，截至 8/19 毛豬價格年增 2.9%至 97 元/kg，預期後市豬價仍偏高，豬廠改建將在 2024 年底完成，2025 年還需半年飼養豬隻，預計 4Q25-2026 年才有辦法供應台灣 54 萬頭豬，豬價才有望改善。公司在 2023 年使用歐盟豬佔 7 成，但 2024 年初紅海危機等因素使進口量少，且因台灣豬隻飼養成本高，2H24 豬價恐維持在 90 元/kg 以上，預期 2H24 毛利率改善空間受到壓抑。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,772	1,927	1,914	-0.7%	8.0%	2,009	1,967	-4.7%	-2.7%
營業毛利	631	688	664	-3.5%	5.2%	721	703	-7.9%	-5.5%
營業利益	173	176	163	-7.3%	-5.8%	203	185	-19.7%	-11.9%
稅前利益	189	205	174	-15.1%	-7.8%	219	196	-20.5%	-11.3%
稅後淨利	144	157	139	-11.3%	-3.2%	168	149	-17.1%	-6.3%
調整後 EPS (元)	2.17	2.36	2.10	-11.3%	-3.4%	2.53	2.24	-17.1%	-6.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	35.6%	35.7%	34.7%	-1.0	-0.9	35.9%	35.7%	-1.2	-1.0
營業利益率	9.8%	9.1%	8.5%	-0.6	-1.3	10.1%	9.4%	-1.6	-0.9
稅後純益率	8.1%	8.2%	7.3%	-0.9	-0.8	8.4%	7.6%	-1.1	-0.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：毛豬價格走勢



資料來源：CMoney、元大投顧

美國店數增長無力帶動規模經濟，營利率難轉正

展望 3Q24，台灣八方雲集原預期今年可展店至 1,030 家，新店展店雖在進度，但舊店汰弱留強，淘汰店數大於預期，且芳珍仍在調整展店策略，至 7M24 YTD -10 家店，使台灣淨展店步伐落後研究中心原預期，下修營收預期 3.3%至 21.1 億元，近期豬價飆升至近 100 元/kg，毛利率仍有壓力，下修預期毛利率 1.3 個百分點至 34.3%，原預期美國地區營運已達經濟規模，然 2Q24 營利率再度轉負數，3Q24 難好轉，下修預期營業利益 21.7%至 1.8 億元，預估稅後獲利將年減 7.2%至 1.4 億元、EPS 2.08 元。

圖 3：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,925	1,914	2,114	10.4%	9.8%	2,187	2,134	-3.3%	-0.9%
營業毛利	657	664	726	9.3%	10.4%	780	762	-6.9%	-4.7%
營業利益	174	163	181	11.0%	4.0%	231	221	-21.7%	-18.1%
稅前利益	185	174	180	3.4%	-2.8%	244	228	-26.1%	-21.0%
稅後淨利	149	139	138	-1.0%	-7.2%	187	174	-26.2%	-20.5%
調整後 EPS (元)	2.24	2.10	2.08	-0.9%	-7.3%	2.81	2.61	-26.2%	-20.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	34.1%	34.7%	34.3%	-0.4	0.2	35.6%	35.7%	-1.3	-1.4
營業利益率	9.0%	8.5%	8.5%	0	-0.5	10.5%	10.3%	-2.0	-1.8
稅後純益率	7.7%	7.3%	6.5%	-0.8	-1.2	8.6%	8.1%	-2.0	-1.6

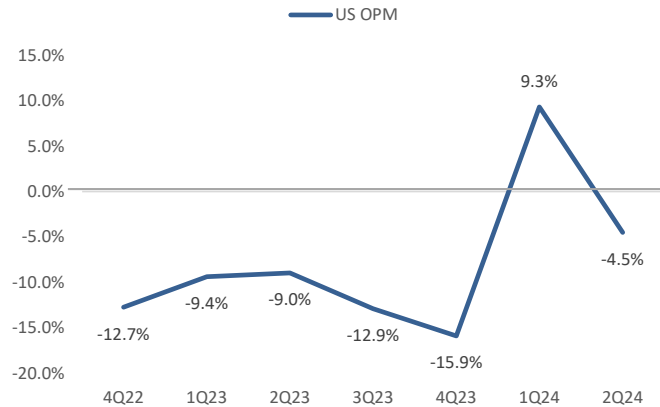
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

美國推遲原 2024 年底開放加盟計畫、未來仍先以直營為主

美國地區 2023 年展店受到工程及政府驗工流程延誤而遞延，2024 年將遞延展店展出，截至 1H24 總店數來到 9 家店；2Q24 美國地區營收占比達 6.9% (2Q23 為 3.6%)，美國地區營利率上季轉虧為盈至 9.3%，然因 1Q24 有新展店蜜月期，營收較高抵銷掉總部費用，但 2Q24 因蜜月期已過，且撤掉一租約認列一次性費用，使營利率再度轉虧，且原預期 4Q24 美國地區將進行南加州加盟，目前推遲此計畫，主要是公司想先集中美國地區掌握度，近兩年仍會以直營店為主，接下來公司將進軍德州，在德州將蓋中央工廠，預期將在 4Q25-2026 年展出德州第一家門店，初期置辦費用仍會使 2024-25 年美國地區營利率維持負數。

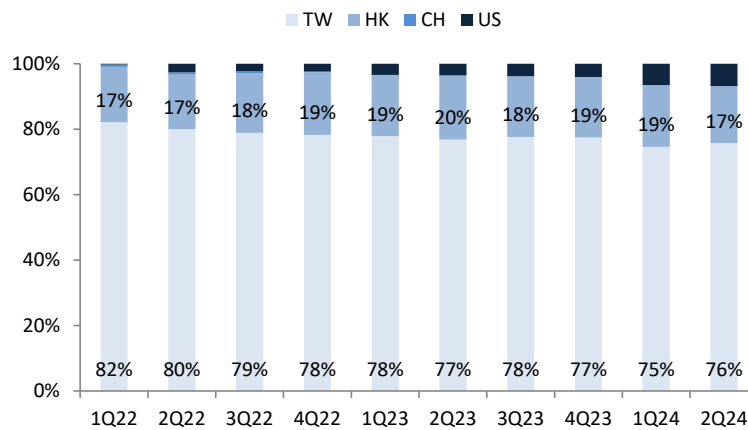
目前公司海外擴點以美國為主，主要是因人均消費較高(客單價 US\$27 vs 台灣 NTD150)，毛利率優於台灣及香港(>50% vs 40%)，由於先前需要攤提中央廚房的費用，使 2023 年美國地區營業利益率為負數，南加中央廚房未來可以支援 40-50 家店。綜合以上，因公司美國展店順利，預期 2024 年美國店數達 11 家(營收佔比 7%)，八方雲集為首家台式快餐進軍美國之品牌，有別於以往台式珍奶在美擴點，更具競爭力，惟近期美國展店計畫改變，推遲原預期將在 2024 年開放美國南加州八方雲集加盟，預期 2025 年美國展店速度將放緩。

圖 4：美國區 2Q24 OPM 由正轉負



資料來源：CMoney、元大投顧

圖 5：美國營收比重漸增



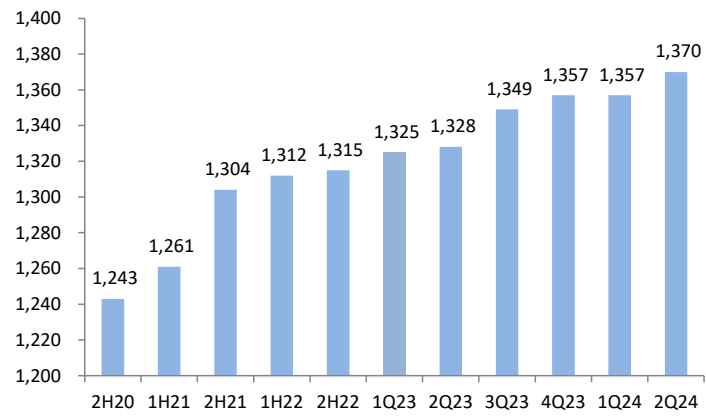
資料來源：公司資料、元大投顧

## 2024 年台灣品牌展店維持以梁社漢為主，芳珍仍持續調整策略

八方雲集為國內最大連鎖餐飲品牌，所有據點皆由中央工廠配送，具有議價能力，國內營運近年著重在梁社漢排骨品牌調整及芳珍蔬食的展店，截至 6M24 店數：台灣-八方 1,008 家/梁社漢 223 家/芳珍 37 家/丹堤 18 家、香港-八方 55 家/百芳 12 家/台式麵屋 5 家/梁社漢 2 家、美國-八方雲集 9 家。

因梁社漢過去兩年快速展店逾 120 家店，且加工毛利不如八方雲集，公司 1H22 積極進行品牌調整，且梁社漢豬肉佔成本比高，2024 年高豬價情況下亦不適合大舉展店，然而因公司品牌調整已告一段落，1Q24 回歸展店計畫，維持預期梁社漢 2024 年總店數目標 240 家；芳珍雖然為 2023 年展店重點，公司 2024 年暫緩此品牌展店，主要是芳珍新品牌太快開放展店，員工教育訓練及推廣策略不足，以致加盟店單店營收較直營店低 30%，每日來客數也自 120 人降至 100 人，然因芳珍為蔬食品牌，可避掉毛豬高漲此不利因素，預期門店調整後，規模經濟效益將擴大。

圖 6：八方雲集因原物料壓力暫緩展店力道，總門店數持穩



資料來源：公司資料、元大投顧

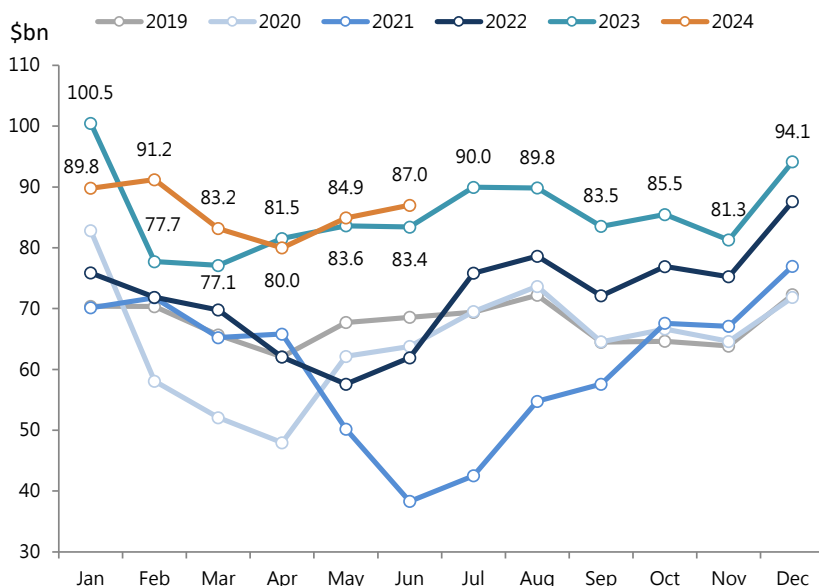
### 餐飲業 2024 年面臨高基期挑戰

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，2022 全年餐飲業累計營收 8,653 億，年增 19%，相較疫情前的 2019 年亦有 7% 的成長。此外，儘管餐飲業疫情期間，因內用禁令使營收出現衰退現象，然營業家數仍維持逐年增加的趨勢，其中餐飲業更於 2021 年突破 13 萬家。

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 18.8%，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。

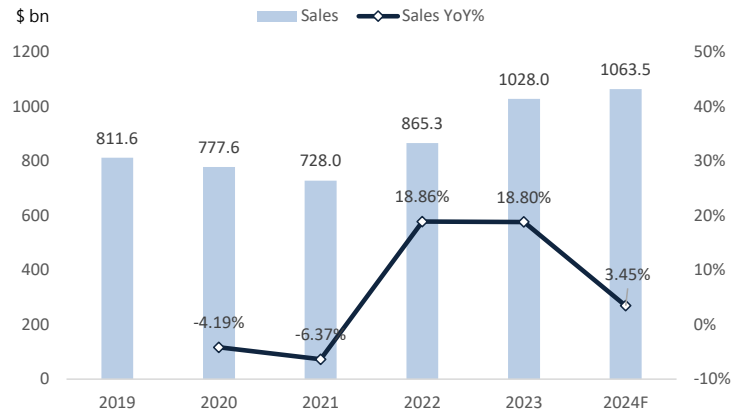
2024 年累計上半年餐飲業營收 5,160 億元(年增 2%)，成長動能主要來自外燴及團膳承包(年增 47%)及飲料店(年增 14%)，餐館受到 2023 年高基期及 4M24 食安問題影響、年減 1.4%，整體餐飲業 2024 年成長幅度已較 2023 年同期縮減(1H23 年增 26%)。展望後市，2H24 餐飲業營收將面臨高基期挑戰，預期營收成長動能將續弱，然因應通膨以及人力成本上漲，餐飲業仍會微幅調升終端售價，且飲料店市場仍持續擴張，研究中心維持預期 2024 年餐飲業營收將微幅年增 3.5%。

圖 7：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 8：餐飲業 2024 年面臨高基期，預期成長將趨緩至年增 3.5%



資料來源：財政部、元大投顧

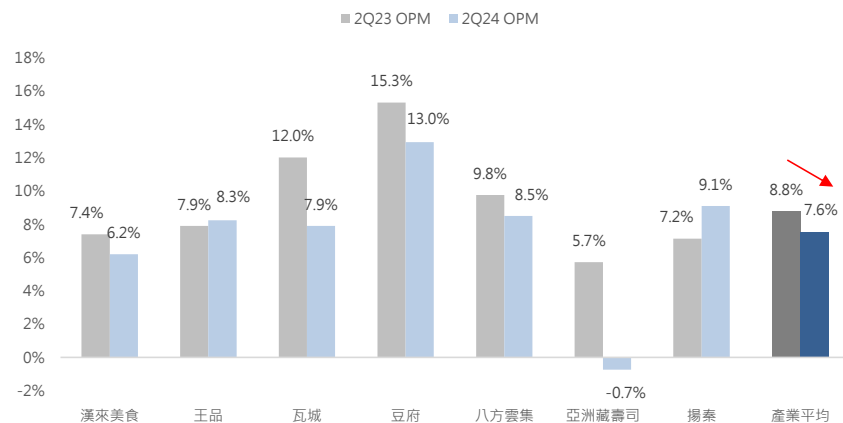
### 疫後招聘困難，人力成本上升為餐飲業獲利隱憂

根據人力銀行調查，截至 6M24 企業缺工達 114.4 萬人，再度創下歷史新高；其中住宿餐飲業開出職缺最多，批發零售、電子資訊業分居第二和第三，主要是少子化趨勢下，求職市場職缺多，理論上因較容易找到工作，然市場所需人力與供給面是否相媒合，且求職者對產業偏好、待遇多寡未來發展前景等，多有所要求，故缺工壓力居高不下。考量 3Q24 是暑假旅遊旺季，2H24 政府亦延長「疫後改善缺工擴大就業方案旅宿業及餐飲業專案」，幫助業者改善人力不足情況。

連鎖餐飲集團王品、築間、豆府、乾杯、漢來等 2Q23-1Q24 陸續宣布加薪 6-12%以留住人才，再加上法定基本工資逐年調漲，2024 年基本時薪將調漲約 4%，預期除了原物料通膨的壓力外，人力成本持續上升也將成為餐飲業者 2024 年獲利隱憂，以 2Q24 上市櫃餐飲業者來看，營業利益率較 2023 年同期衰退約 1.2 個百分點，因缺工問題仍未緩解，餐飲業以獎金及薪資調漲方式穩定員工流動率將持續，預期 2H24 餐飲業營利率仍將受人力費用上漲影響而降低約 1-2 個百分點至 7%-8%。

雖疫情衝擊餐飲業業績，卻也加速餐飲產業數位化的轉型，朝向線上融合線下 OMO ( Online Merge Offline ) 發展，數位點餐、自助點餐系統在疫情下普及應用速度大幅提升，包含掃碼點餐、KIOSK 平板自助點餐設備等方式。疫後面臨勞動力不足，加上獲客成本大幅攀升的背景下，越來越多餐飲業者開始導入會員管理系統，將銷售/行銷/客服等環節推向自動化，亦導入機器人取代人力進行送餐、帶位等重複性高的工作。預期未來餐飲業者會加速投入自助點餐設備、送餐機器人等設備，雖短期會增加資本支出，但強化數位化轉型將可有效率節省日益高漲的人力成本。

圖 9：2Q24 產業平均營業利益率年減 1.2 個百分點



資料來源：公司資料、元大投顧整理



餐飲集團大者恆大，多品牌、複數展店策略鯨吞市場

國內餐飲市場高度競爭，因進入門檻較低，同質性高的餐廳容易出現互相模仿的情形，因此強化品牌形象以建立市場區隔尤為重要，品牌辨識度成為餐飲業者提高利潤空間的重要關鍵。

現代人生活忙碌，外食比例高，國內餐飲集團除了主打特色餐飲確立品牌形象，提高定價能力，也採多品牌策略進攻市場，吸引不同消費族群。如主打東方菜系料理的瓦城，同樣採取多品牌、多價格帶方式進攻市場，旗下 8 個餐飲品牌囊括泰式、中式、南洋料理等菜式，搶食不同菜系的餐飲商機。國內餐飲龍頭王品旗下亦有高達 27 個餐飲品牌，涵蓋牛排、燒肉、鍋類等不同菜式，在價格帶方面也縱橫百元的平價餐飲到上千元的精緻餐飲，不只聚焦節慶聚餐，也吸引非假日的餐飲人流。

隨著品牌數逐漸開枝散葉，展店策略也出現新趨勢，王品、瓦城、豆府、乾杯等餐飲集團，近期皆出現採多品牌進駐同一百貨賣場的佈局策略，鎖定集客力強的商場開展不同業態的品牌，利用不同的料理型態、價格帶的差異，一次網羅不同消費客群，主品牌的知名度亦有利於提升新品牌的能見度。透過在一個百貨商場中同時開出複數品牌，可發揮更好的多品牌綜效以及競爭力。在成本方面，也可以提高租金談判籌碼，還能方便店點間的人力相互支援、降低食材運送成本等優點。

圖 10：瓦城旗下共有 8 個子品牌

品牌				
營運特色	1990 年創立，為全台最大的泰式連鎖餐飲第一品牌，以高品質的在地美味及溫馨舒適的環境，引領全泰泰式餐飲風潮。	集結川、台、粵等所有中式人氣名菜，加上獨家配方，一餐即可全享「跨菜系中式料理」，更以東方餐飲最重要的米食文化為核心。	非常泰，由都會文化應運而生，成立於 1995 年，在市場上率先結合辛辣美食與聲音音樂享受，創造出泰國料理的嶄新現代風貌。	承襲瓦城泰國料理多年的精湛手藝與美味配方，嶄新演繹泰國麵食。
品牌				
營運特色	成立於 2006 年，為全台最大的湘菜餐廳第一品牌，廚師團隊遠赴上海集中密訓，把傳統湖南家鄉菜，以現代美食觀感重新詮釋。	直接跨足星、馬、泰、港、韓等等異國美食，來這用餐不用跑遍各地就能滿足亞洲各國的味蕾饗宴。	主打「泰式燒烤」與 50 餘款異國啤酒與網美氣泡飲品。	因著供應道地的美式口味，深受顧客好評，開啓了台灣美式早午餐的潮流。

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：王品旗下涵蓋 27 個餐飲品牌



資料來源：公司資料、元大投顧

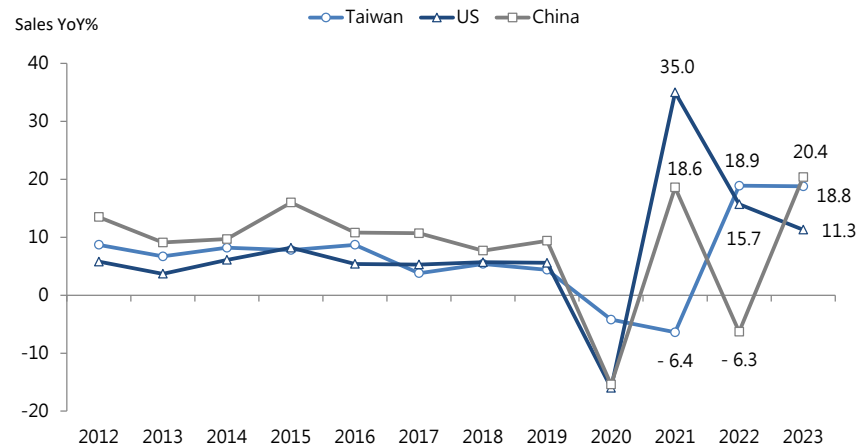


餐飲進軍海外，獲利表現亮眼

近年國內餐飲市場競爭白熱化，2014 年至 2023 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%，優於台灣市場，且以人口紅利來看，海外市場成長機會相對台灣較佳，因此王品、瓦城、八方雲集、乾杯、路易莎等國內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，近期美國地區為首選。中國營運受疫情影響嚴重，瓦城、八方選擇退出，美食及王品仍固守中國，然而 2023 年中國市場復甦不如預期，受消費降級影響，2023 年餐飲業營收年增 20.4%，美食及王品在中國市場皆開啟汰弱留強之策略，美食中國營收佔比已自過往逾 50%下降至 1Q24 44%，王品中國營收佔比亦自過去逾 30%下降至 1Q24 20%，中國餐飲市場未見好轉跡象，後市仍維持保守。

八方雲集美國區 1Q24 已轉虧為盈(營利率 9.3%)，季對季已呈轉虧為盈(4Q23 -15.9%)，公司在 1Q24 順利展店兩家，且 4M-6M24 各展出一家店，目前總店數來到 9 家，預期 2H24 將再展 2 家至 11 家，新店陸續展出後有望帶動美國區規模效益顯現，支撐獲利成長。

圖 12：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 13：餐飲業者海外布局以中、美為主

股票代號	公司名稱	台灣 營收佔比	主要跨足 海外市場	海外定位	海外未來計畫
2723	美食-KY	15%	中國(44%)、美國(41%)	亞洲烘焙坊	持續擴張美國市場，吸引更多非華裔客人。
2753	八方雲集	76%	香港(18%)、美國(7%)	台式快餐 QSR	先以南加州做擴張，2024 年底將開放加盟。
2727	王品	80%	中國(20%)	西式牛排排餐	中國市場汰弱留強，以西堤、王品為主要展店品牌。
2729	瓦城	100%	美國(0%)	連鎖泰式餐廳	4Q24 將在美國展出第一家門店。

資料來源：公司資料、元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

八方 7M24 營收年增 7.5%至 6.9 億元，3Q24 營收達成率 31%，略低於研究中心預期，主要受到颱風影響，年增主要是台灣及美國皆有展店效應；美國地區至 7M24 已順利展店至 9 家，惟台灣地區因進行汰弱留強策略，淨展店數低於預期，故微幅下修 2024 年營收 3.1%至 80.8 億元，年增 10.1%，雖美國店數成長，然因近期展出門店多以小型店為主，使單店營收年減約 30%，較難帶動中央廚房轉虧為盈，故下修整體營利率 1.5 個百分點至 9%，同步下修獲利 18%至 5.6 億元(年增 0.6%)，EPS 8.38 元。

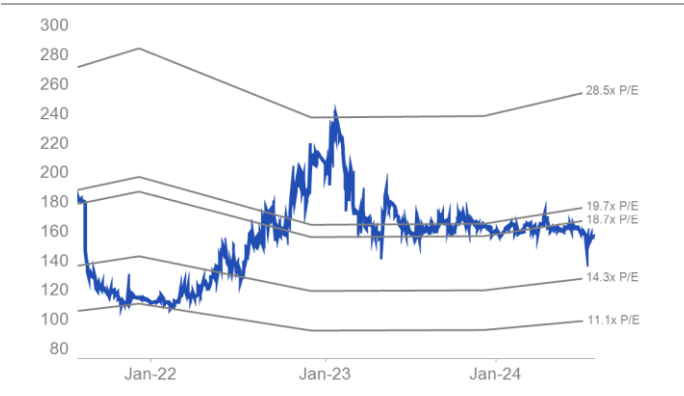
八方為台式快餐連鎖品牌龍頭，國內同為餐飲連鎖品牌同業為瓦城(2729 TT)、王品(2727 TT)，著重海外擴點餐飲品牌包括美食-KY (2723 TT)、六角(2732 TT)，國內同業本益比區間落於 13-16 倍。八方美國地區展店受到工程遞延，但 2024 年已順利展出至 9 家，然原先預計在 4Q24 啟動美國南加州地區加盟計畫，美國計畫先以直營店經營為主，再加上台灣展店計畫暫緩，研究中心下修 2025 年獲利 28%至 6.2 億元(年增 11.5%)，本中心下修本益比評價自 18 倍至 16 倍(同業區間上緣)，因獲利成長仍有雙位數，評價維持國內同業區間上緣，以 2025 年 EPS 9.35 元，目標價自 205 元下修至 150 元，下調投資評等至持有。

圖 14：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	8,081	8,339	8,897	9,723	-3.1%	-8.5%
營業毛利	2,804	2,976	3,107	3,514	-5.8%	-11.6%
營業利益	690	840	803	1,063	-17.9%	-24.5%
稅前利益	719	888	810	1,122	-19.0%	-27.8%
稅後淨利	557	681	622	863	-18.2%	-27.9%
調整後 EPS (元)	8.38	10.24	9.35	12.97	-18.2%	-27.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	34.7%	35.7%	34.9%	36.1%	-1.0	-1.2
營業利益率	8.5%	10.1%	9.0%	10.9%	-1.5	-1.9
稅後純益率	6.9%	8.2%	7.0%	8.9%	-1.3	-1.9

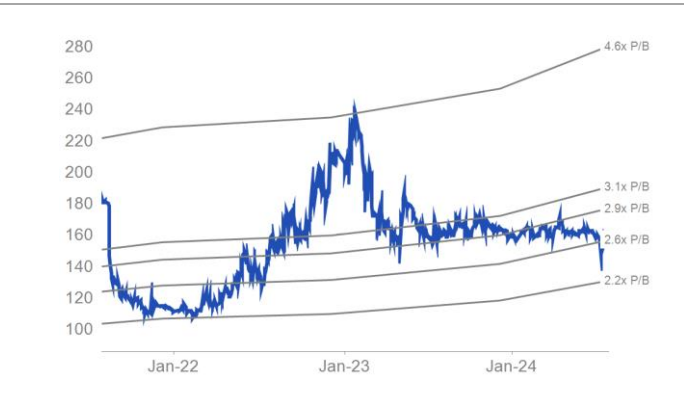
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：12 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 17：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 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
八方雲集	2753 TT	持有-超越同業	156.0	324	8.35	8.38	9.35	18.7	18.6	16.7	(16.5)	0.4	11.5
國外同業													
McDonald	MCD US	未評等	289.7	207,822	11.8	11.8	12.8	24.5	24.5	22.7	18.9	0.1	7.8
Yum! Brands Inc	YUM US	未評等	137.8	38,730	5.3	5.7	6.3	25.9	24.4	21.9	19.0	6.3	11.5
The Wendy's Co	WEN US	未評等	17.0	3,451	1.0	1.0	1.1	17.1	17.2	15.9	16.6	(0.5)	8.0
Starbucks	SBUX US	未評等	92.8	105,138	3.5	3.6	4.0	26.9	26.0	23.4	20.3	3.2	11.4
國外同業平均					5.4	5.5	6.0	23.6	23.0	21.0	18.7	2.3	9.7
國內同業													
王品	2727	買進	219.5	579	16.8	15.9	17.0	13.3	14.0	13.1	226.0	(5.2)	6.7
瓦城	2729	持有-超越同業	204.5	252	13.6	14.7	17.7	15.1	14.0	11.6	275.4	8.0	20.6
藏壽司	2754	未評等	100.0	143	5.9	5.4	7.0	16.8	18.5	14.4	2.7	(9.3)	28.8
六角	2732	未評等	103.5	152	6.6	--	--	15.7	--	--	(1.1)	--	--
國內同業平均					10.7	12.0	13.9	15.2	15.5	13.0	125.8	(2.2)	18.7

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 18：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
八方雲集	2753 TT	持有-超越同業	156.0	324	15.8	15.3	16.4	50.86	54.82	63.96	3.1	2.9	2.4
國外同業													
McDonald	MCD US	未評等	289.7	207,822	--	--	--	(6.5)	(6.1)	(5.0)	--	--	--
Yum! Brands Inc	YUM US	未評等	137.8	38,730	--	--	--	(28.0)	(26.8)	(27.0)	--	--	--
The Wendy's Co	WEN US	未評等	17.0	3,451	53.2	69.2	98.8	1.5	1.1	0.7	11.5	15.0	24.5
Starbucks	SBUX US	未評等	92.8	105,138	--	--	--	(7.0)	(6.7)	(6.8)	--	--	--
國外同業平均					53.2	69.2	98.8	(10.0)	(9.6)	(9.5)	11.5	15.0	24.5
國內同業													
王品	2727	買進	219.5	579	32.9	29.9	28.1	52.1	53.2	60.4	4.3	4.2	3.7
瓦城	2729	持有-超越同業	204.5	252	18.2	12.9	12.8	71.2	87.2	104.9	2.9	2.4	2.0
藏壽司	2754	未評等	100.0	143	13.5	13.8	15.4	35.1	41.6	48.5	2.8	2.4	2.1
六角	2732	未評等	103.5	152	15.7	--	--	41.2	--	--	2.5	--	--
國內同業平均					20.1	18.9	18.8	49.9	60.7	71.3	3.1	3.0	2.6

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 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

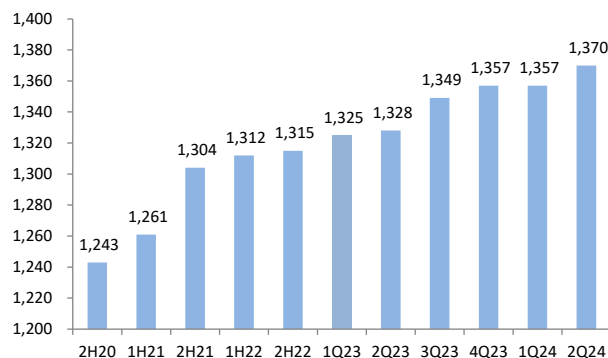
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,927	1,914	2,114	2,125	2,158	2,116	2,306	2,317	8,081	8,897
銷貨成本	(1,239)	(1,250)	(1,388)	(1,399)	(1,385)	(1,378)	(1,512)	(1,515)	(5,277)	(5,790)
營業毛利	688	664	726	725	773	737	794	803	2,804	3,107
營業費用	(512)	(501)	(546)	(555)	(559)	(548)	(597)	(600)	(2,114)	(2,304)
營業利益	176	163	181	171	214	189	197	203	690	803
業外利益	29	11	(1)	(11)	11	10	(1)	(13)	29	7
稅前純益	205	174	180	160	225	199	196	190	719	810
所得稅費用	(44)	(40)	(43)	(38)	(54)	(48)	(47)	(46)	(166)	(194)
少數股東權益	4	(5)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(3)	(6)
歸屬母公司稅後純益	157	139	138	123	172	153	151	145	557	622
調整後每股盈餘(NT\$)	2.36	2.10	2.08	1.85	2.59	2.30	2.27	2.19	8.38	9.35
調整後加權平均股數(百萬股)	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66
重要比率										
營業毛利率	35.7%	34.7%	34.3%	34.1%	35.8%	34.9%	34.4%	34.6%	34.7%	34.9%
營業利益率	9.1%	8.5%	8.5%	8.0%	9.9%	9.0%	8.5%	8.7%	8.5%	9.0%
稅前純益率	10.6%	9.1%	8.5%	7.5%	10.4%	9.4%	8.5%	8.2%	8.9%	9.1%
稅後純益率	8.2%	7.3%	6.5%	5.8%	8.0%	7.2%	6.5%	6.3%	6.9%	7.0%
有效所得稅率	21.5%	22.8%	23.9%	23.8%	24.0%	24.1%	24.0%	24.2%	23.1%	24.0%
季增率(%)										
營業收入	0.6%	-0.7%	10.4%	0.5%	1.6%	-1.9%	9.0%	0.5%		
營業利益	13.0%	-7.3%	11.0%	-5.5%	25.1%	-11.7%	4.2%	3.0%		
稅後純益	22.1%	-11.3%	-1.0%	-10.9%	39.8%	-11.0%	-1.3%	-4.0%		
調整後每股盈餘	22.1%	-11.3%	-0.9%	-11.1%	40.6%	-11.3%	-1.5%	-3.5%		
年增率(%)										
營業收入	11.7%	8.0%	9.8%	10.9%	12.0%	10.5%	9.1%	9.0%	10.1%	10.1%
營業利益	6.0%	-5.8%	4.0%	9.9%	21.7%	15.9%	8.8%	18.7%	3.2%	16.4%
稅後純益	18.3%	-3.2%	-7.2%	-4.4%	9.5%	9.8%	9.4%	17.9%	3.0%	11.5%
調整後每股盈餘	18.0%	-3.4%	-7.3%	-4.6%	9.8%	9.7%	9.2%	18.5%	0.4%	11.5%

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

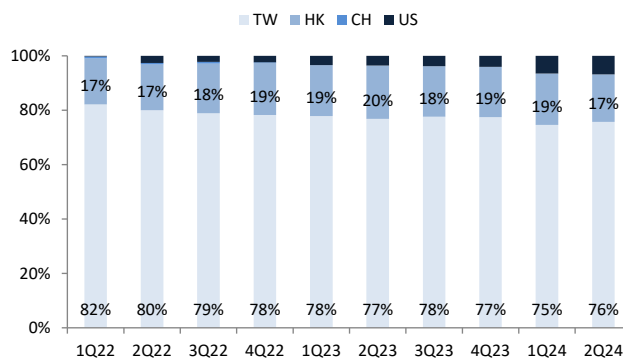
八方雲集(2753)是源於臺灣的跨國台式麵食連鎖店，以鍋貼、水餃為主商品，為第一家 QSR (Quick Service Restaurant) 餐飲上市公司。2008 年起營業據點擴展到香港，並在 2010 年開放香港區加盟，近期更積極拓展美國區營運。公司旗下共有六大品牌，2Q24 總店數共 1,370 間：八方雲集 1,071 間(以加盟為主)、梁社漢排骨 221 間、芳珍蔬食 42 間、百芳池上便當 11 間、八方麵屋 5 間、丹堤咖啡 20 間。

圖 20：2M24 總店數達 1,370 家



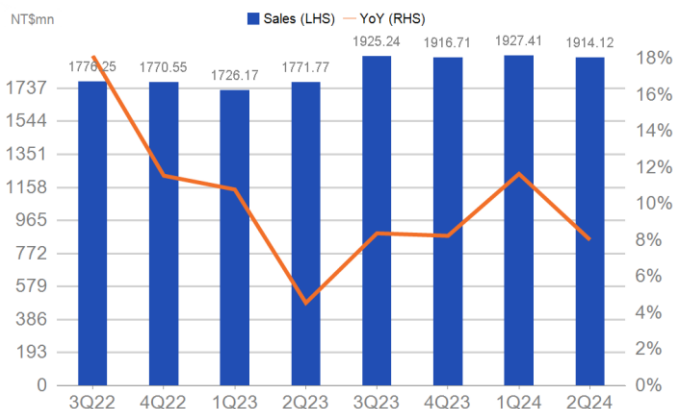
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



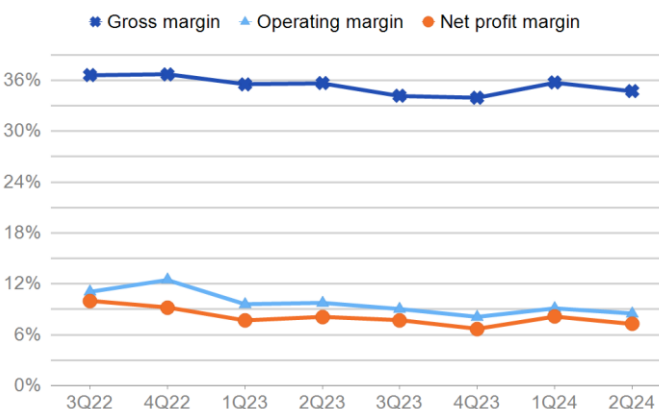
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



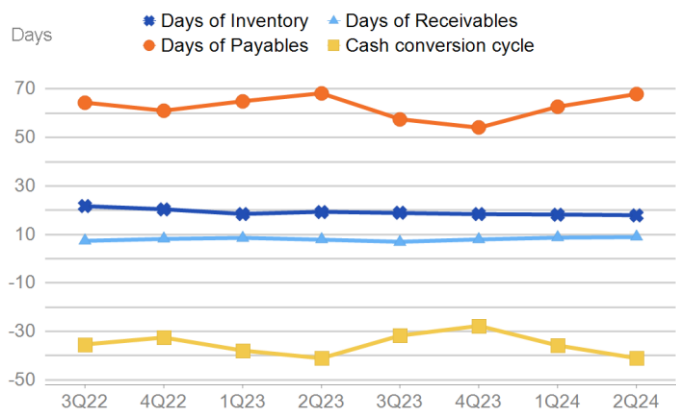
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



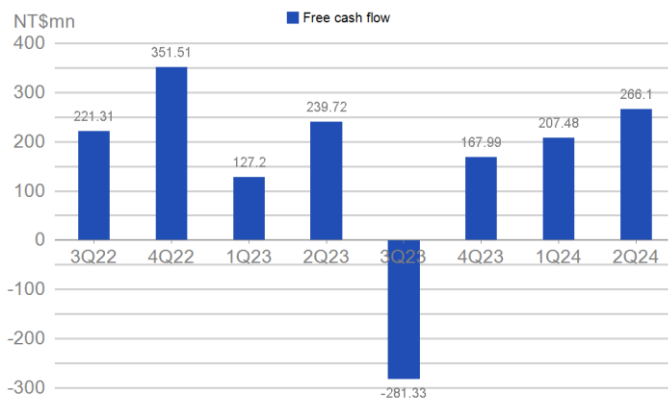
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	1,248	690	804	1,909	2,089
存貨	210	227	247	394	433
應收帳款及票據	127	139	161	218	229
其他流動資產	711	1,427	935	76	(25)
流動資產	2,295	2,483	2,148	2,596	2,726
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,549	1,710	2,379	2,787	2,843
無形資產	6	16	19	19	19
其他非流動資產	1,469	1,650	1,636	1,916	1,954
非流動資產	3,025	3,376	4,033	4,722	4,816
資產總額	5,319	5,859	6,181	7,318	7,542
應付帳款及票據	205	201	240	275	280
短期借款	27	30	302	80	80
什項負債	1,096	1,165	1,067	1,414	1,443
流動負債	1,328	1,397	1,609	1,768	1,804
長期借款	71	34	30	32	33
其他負債及準備	887	1,064	1,094	1,327	1,353
長期負債	959	1,098	1,123	1,359	1,386
負債總額	2,287	2,494	2,732	3,127	3,189
股本	660	663	665	665	665
資本公積	970	989	997	1,001	1,002
保留盈餘	1,416	1,634	1,722	2,276	2,413
什項權益	(54)	(4)	(2)	149	173
歸屬母公司之權益	2,992	3,282	3,382	4,091	4,253
非控制權益	40	82	67	100	100
股東權益總額	3,033	3,364	3,449	4,191	4,353

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	526	645	538	554	616
折舊及攤提	594	658	689	757	795
本期營運資金變動	(32)	(31)	(3)	31	75
其他營業資產 及負債變動	(17)	116	(3)	143	194
營運活動之現金流量	1,071	1,388	1,220	1,485	1,680
資本支出	(454)	(354)	(966)	(660)	(813)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(425)	(734)	594	117	(215)
投資活動之現金流量	(879)	(1,088)	(373)	(139)	(215)
股本變動	60	3	2	2	0
本期負債變動	(69)	(48)	268	110	189
現金增減資	973	0	0	0	0
支付現金股利	(390)	(429)	(498)	(464)	(418)
其他調整數	(535)	(428)	(506)	(466)	(504)
融資活動之現金流量	39	(902)	(734)	(819)	(734)
匯率影響數	(12)	44	0	27	0
本期產生現金流量	220	(558)	114	554	731
自由現金流量	617	1,034	254	825	867

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	5,955	6,799	7,340	8,081	8,897
銷貨成本	(3,723)	(4,273)	(4,787)	(5,277)	(5,790)
營業毛利	2,232	2,526	2,553	2,804	3,107
營業費用	(1,579)	(1,738)	(1,884)	(2,114)	(2,304)
推銷費用	(1,205)	(1,306)	(1,444)	(1,633)	(1,779)
研究費用	(19)	(21)	(20)	(21)	(27)
管理費用	(355)	(411)	(420)	(459)	(498)
其他費用	0	1	0	0	0
營業利益	653	788	669	690	803
利息收入	3	14	30	0	0
利息費用	(22)	(29)	(32)	(26)	(26)
利息收入淨額	(19)	(14)	(2)	26	26
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(1)	(1)	0	12	0
其他業外收入(支出)淨額	42	60	11	3	(19)
稅前純益	676	833	678	719	810
所得稅費用	(150)	(188)	(140)	(166)	(194)
少數股權淨利	(16)	(16)	(16)	(3)	(6)
歸屬母公司之稅後純益	541	661	554	557	622
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,292	1,520	1,398	1,447	1,598
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.74	10.00	8.35	8.38	9.35

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	14.9	14.2	7.9	10.1	10.1
營業利益	(14.4)	20.7	(15.2)	3.2	16.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	(5.3)	17.7	(8.0)	3.5	10.4
稅後純益	(17.0)	22.7	(16.6)	3.0	11.5
調整後每股盈餘	(17.2)	14.4	(16.5)	0.4	11.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	37.5	37.2	34.8	34.7	34.9
營業利益率	11.0	11.6	9.1	8.5	9.0
稅前息前淨利率	11.0	11.8	8.8	8.5	9.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	21.7	22.4	19.1	17.9	18.0
稅前純益率	11.3	12.3	9.2	8.9	9.1
稅後純益率	9.1	9.7	7.6	6.9	7.0
資產報酬率	11.2	11.5	8.9	8.3	9.0
股東權益報酬率	20.5	20.2	15.8	15.3	16.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	75.4	74.1	79.2	74.6	73.3
淨負債權益比(%)	(37.9)	(18.6)	(13.7)	(42.9)	(45.4)
利息保障倍數 (倍)	31.2	29.9	22.3	28.5	32.0
流動比率 (%)	172.8	177.8	133.5	146.8	151.2
速動比率 (%)	148.2	154.9	110.9	124.6	127.1
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,149)	(626)	(472)	(1,797)	(1,976)
調整後每股淨值 (NT\$)	45.34	49.51	50.86	54.82	63.96
評價指標 (倍)					
本益比	17.9	15.6	18.7	18.6	16.7
股價自由現金流量比	16.7	10.0	40.6	12.5	11.9
股價淨值比	3.4	3.2	3.1	2.9	2.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	8.0	6.8	7.4	7.1	6.4
股價營收比	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2

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。

八方雲集 (2753 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



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>.