

八方雲集 (2753 TT) Bafang Yunji

趨勢不變，靜待美國營運綜效顯現

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$150.0

收盤價 (2024/11/28)：NT\$145.5
隱含漲幅：3.1%

營收組成 (3Q24)

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	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	150.0	150.0
2024年營收 (NT\$/十億)	8.0	8.1
2024年EPS	8.5	8.4

交易資料表

市值	NT\$9,690百萬元
外資持股比例	6.3%
董監持股比例	29.9%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$52.69
負債比	44.0%
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	8,013	8,747
營業利益	788	669	700	791
稅後純益	661	554	567	624
EPS (元)	10.00	8.35	8.52	9.36
EPS YoY (%)	14.4	-16.5	2.1	9.8
本益比 (倍)	14.6	17.4	17.1	15.6
股價淨值比 (倍)	2.9	2.9	2.8	2.4
ROE (%)	20.2	15.8	16.2	17.1
現金殖利率 (%)	5.2%	4.8%	4.4%	4.8%
現金股利 (元)	7.50	7.00	6.39	7.02

陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

- 3Q24 獲利年減 2.5%至 1.45 億元，優於預期 5%，雖然美國區營利率為-3.8%，然台灣區費用控管轉佳，推升整體營利率至 9.1%。
- 展望 2025 年，台灣區維持梁社漢展店，美國則是加州、德州持續展店，上調 2024/25 年獲利 1.8%/0.3%各至 8.52 元/9.36 元。
- 美國進軍德州蓋中央工廠，兩大州展店為 2025 年重點，惟前期費用較高，美國區營利率難再轉正，維持持有評等。

台灣區營利率成長，3Q24 獲利優於元大預期 5%

3Q24 營收年增 6.5%至 20.5 億元，受惠美國區順利展店(年增 6 家店)，毛利率微幅年增 0.2 個百分點至 34.3%，符合預期，美國區營收佔比自 3Q23 3.9%提升至 7%所推升，營業利益年增 7%至 1.9 億元，台灣區梁社漢產品組合轉佳且持續店數擴張至 228 家(年增 20 家)，營運綜效提升，推升台灣區營利率至 11.9%，抵銷美國營利率-3.8%之影響，使整體營利率年持平至 9.1%，優於預期之 8.5%，因 3Q23 有業外匯兌收益、3Q24 則為匯損，稅後獲利年減 2.5%至 1.45 億元，EPS 2.18 元，優於研究中心預期 5%。

台灣區推銷費用控管佳，微幅上調 2024/25 年獲利 1.8%/0.3%

10M24 營收年增 7.5%至 7.1 億元，4Q24 營收達成率 33%，符合本中心預期；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 0.8%至 80.1 億元，然台灣區展店趨緩，推銷費用將下降，獲利上調 1.8%至 5.7 億元(年增 0.6%)，EPS 8.52 元。展望 2025 年，台灣店數成長不如研究中心預期，2025 年營收下修 1.7%至 87.5 億元，毛利率維持預期 35%，主因為豬場改建計畫仍在進行、維持不變，營業利益因營收下修同步下調 1.5%，公司稅率改善，過往約 22-24%，近三季平均 21.9%，故稅後獲利微幅上修 0.3%至 6.2 億元，EPS 9.36 元。

2025 年美國著重兩大州展店，維持本益比 16 倍

八方美國地區 2025 年展店將以加州、德州兩州並進，計畫先以直營店經營為主，德州初期建置成本及費用較高，美國營利率難轉正，台灣展店仍會以梁社漢為主力，品牌展店至達一定店數將發揮綜效，研究中心預估 2025 年獲利年增 9.9%至 6.2 億元，本中心維持本益比評價 16 倍(同業區間上緣)，因獲利仍有高個位數成長，評價維持國內同業區間上緣，以 2025 年 EPS 9.36 元，維持目標價 150 元及持有投資評等。

台灣區受惠梁社漢展店、發揮營運綜效，使 3Q24 獲利優於預期 5%

八方雲集 3Q24 營收年增 6.5%/季增 7.1%至 20.5 億元，主要受惠美國區順利展店(年增 6 家店)，毛利率微幅年增 0.2 個百分點至 34.3%、符合研究中心預期，年增主要是美國區毛利較高、營收佔比自 3Q23 3.9%提升至 7%，營業利益年增 7%至 1.9 億元，台灣區梁社漢產品組合轉佳且持續店數擴張至 228 家(年增 20 家)，營運綜效提升，推升台灣區營利率至 11.9%，然因美國區店數仍持續擴張，且預期開始建置德州營運，美國區營利率為-3.8%，使整體營利率年持平至 9.1%、優於預期之 8.5%，因 3Q23 有業外匯兌收益、3Q24 則為匯損，使稅後獲利年減 2.5%至 1.45 億元，EPS 2.18 元，優於研究中心預期 5%。

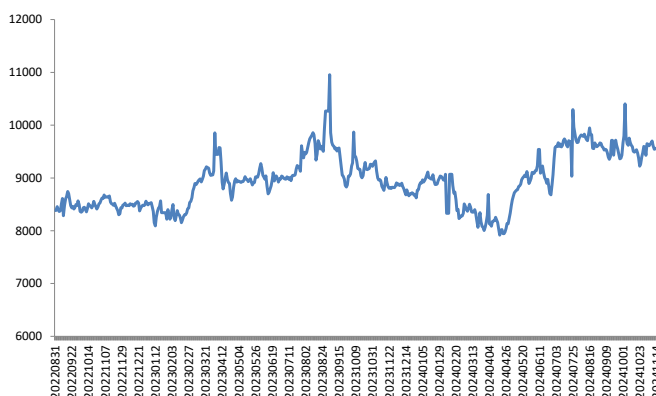
豬肉原物料佔比 45%，雞肉佔比 13%，2023 年平均台灣毛豬價格約 90 元/kg，3M24 起下跌至 83 元/kg 左右，但因豬隻量仍不多，再加上 3Q24 為豬肉消費旺季，毛豬價格年增 2.2%至 96.4 元/kg，預期後市豬價仍偏高，豬廠改建將在 2024 年底完成，2025 年還需半年飼養豬隻，預計 4Q25-2026 年開始供應台灣 54 萬頭豬，屆時豬價價格走跌機率較高，毛利率才有望改善。公司在 2023 年使用歐盟豬佔 7 成，但 2024 年初紅海危機等因素使進口量少，且因台灣豬隻飼養成本高，4Q24-1H25 豬價恐維持在 90 元/kg 以上，預期毛利率改善空間受到壓抑。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	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	2,051	7.1%	6.5%	2,114	1,967	-3.0%	4.2%
營業毛利	657	664	704	5.9%	7.0%	726	703	-3.1%	0.1%
營業利益	174	163	186	14.1%	6.9%	181	185	3.0%	0.6%
稅前利益	185	174	180	3.2%	-3.0%	180	196	-0.3%	-8.5%
稅後淨利	149	139	145	4.0%	-2.5%	138	149	5.0%	-2.5%
調整後 EPS (元)	2.24	2.10	2.18	3.8%	-2.9%	2.07	2.23	5.0%	-2.5%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	34.1%	34.7%	34.3%	-0.4	0.2	34.3%	35.7%	0.0	-1.4
營業利益率	9.0%	8.5%	9.1%	0.6	0	8.5%	9.4%	0.5	-0.3
稅後純益率	7.7%	7.3%	7.1%	-0.2	-0.7	6.5%	7.6%	0.5	-0.5

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

台灣區雖展店遞延、但營運轉佳，微幅上修 4Q24 獲利 2.5%

展望 4Q24，台灣區梁社漢原預期 2024 年可展店至 240 家，受到公司展店策略調整有所遞延，預期將展至 235 家店，八方雲集展店亦在汰弱留強，惟美國區近期展店大多以小店為主、單店營收下降幅度趨緩，僅微幅下修營收預期 0.2%至 21.2 億元，近期豬價維持高檔至近 96 元/kg，毛利率仍有壓力，毛利率下修 0.1 個百分點至 34.1%，因台灣區目前門店營運穩定，推銷費用控管轉佳，營業利益微幅上修 2.3%至 1.8 億元，預估稅後獲利將年減 2.1%至 1.3 億元、EPS 1.89 元。

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,917	2,051	2,121	3.4%	10.7%	2,125	2,134	-0.2%	-0.6%
營業毛利	651	704	723	2.8%	11.1%	725	762	-0.3%	-5.2%
營業利益	156	186	175	-6.0%	12.4%	171	221	2.3%	-20.8%
稅前利益	137	180	164	-8.7%	19.7%	160	228	2.4%	-28.0%
稅後淨利	129	145	126	-13.1%	-2.1%	123	174	2.5%	-27.6%
調整後 EPS (元)	1.93	2.18	1.89	-13.3%	-2.5%	1.84	2.61	2.5%	-27.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	33.9%	34.3%	34.1%	-0.2	0.2	34.1%	35.7%	-0.1	-1.6
營業利益率	8.1%	9.1%	8.2%	-0.8	0.1	8.0%	10.3%	0.2	-2.1
稅後純益率	6.7%	7.1%	5.9%	-1.1	-0.8	5.8%	8.1%	0.2	-2.2

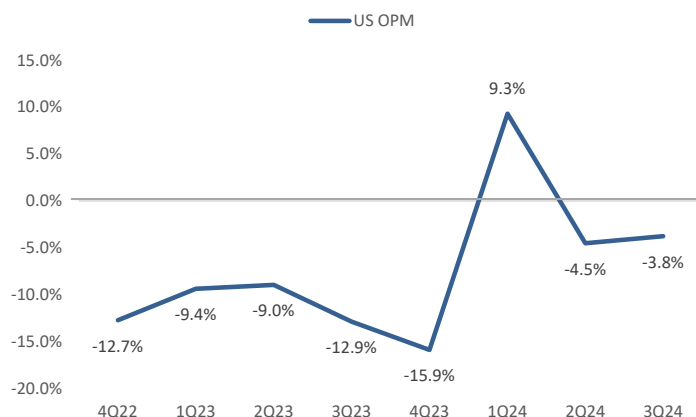
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

美國 2025 年著重兩大洲營運，未來將以直營為主

美國地區 2023 年遞延之門店於 2024 年展出，截至 3Q24 總店數來到 10 家店；3Q24 美國地區營收占比達 7% (3Q23 為 3.9%)，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，將為八方 100%持股經營，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 2025-1H26 美國地區營利率維持負數。

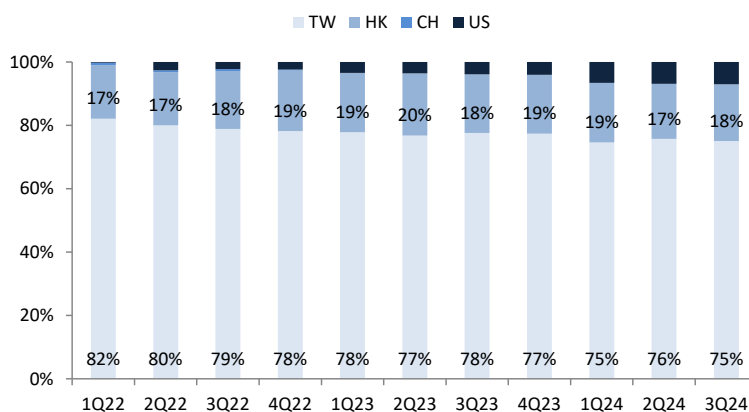
目前公司海外擴點以美國為主，主要是因人均消費較高(客單價 US\$27 vs 台灣 NTD150)，毛利率優於台灣及香港(>50% vs 40%)，由於初期需要攤提中央廚房的費用，使 2023 年美國地區營業利益率為負數，南加中央廚房未來可以支援 40-50 家店，公司 2025 年加州新店已簽約 3-4 家、其中一家在北加州，由南加州工廠供應，德州預期展店 2-3 家店。綜合以上，因公司美國展店順利，預期 2024 年美國店數達 11 家(營收佔比 7.6%)，八方雲集為首家台式快餐進軍美國之品牌，有別於以往台式珍奶在美擴點，更具競爭力，惟近期美國展店計畫改變，預期 2025 年美國展店將展店至少 6 家店，推升美國營收佔比將達 10.7%。

圖 4：美國區門店擴張，OPM 仍為負數



資料來源：CMoney、元大投顧

圖 5：美國營收比重漸增



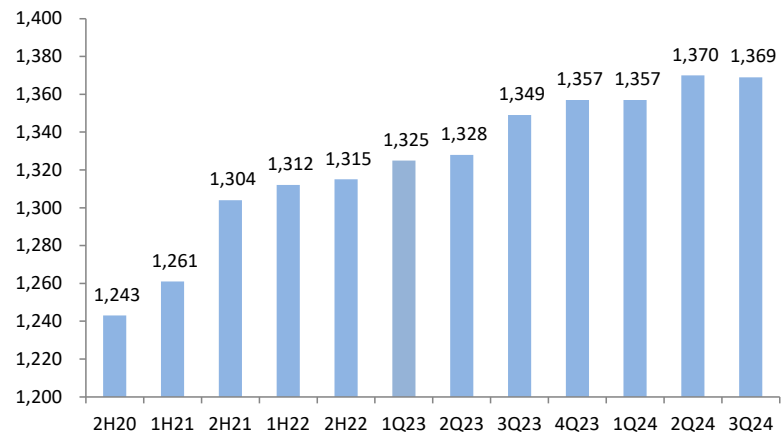
資料來源：公司資料、元大投顧

台灣品牌展店維持以梁社漢為主，芳珍持續閉店、導致閉店損失增加

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 9M24 店數：台灣-八方 1,008 家/梁社漢 228 家/芳珍 32 家/丹堤 18 家、香港-八方 55 家/百芳 13 家/台式麵屋 5 家/梁社漢 2 家、美國-八方雲集 10 家。

過去兩年梁社漢快速展店逾 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，公司原預期梁社漢 2024 年總店數目標 240 家，受到展店策略調整遞延，預期至 2024 年底梁社漢店數將僅達 235 家；芳珍為 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，故芳珍近期持續閉店(年減 12 家店)，美國門店亦有閉店 1 家，使八方 1Q-3Q24 業外閉店損失達 532 萬(年增 160%)。

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

餐飲市場回歸正常成長軌道，2025 年估成長 4-6%

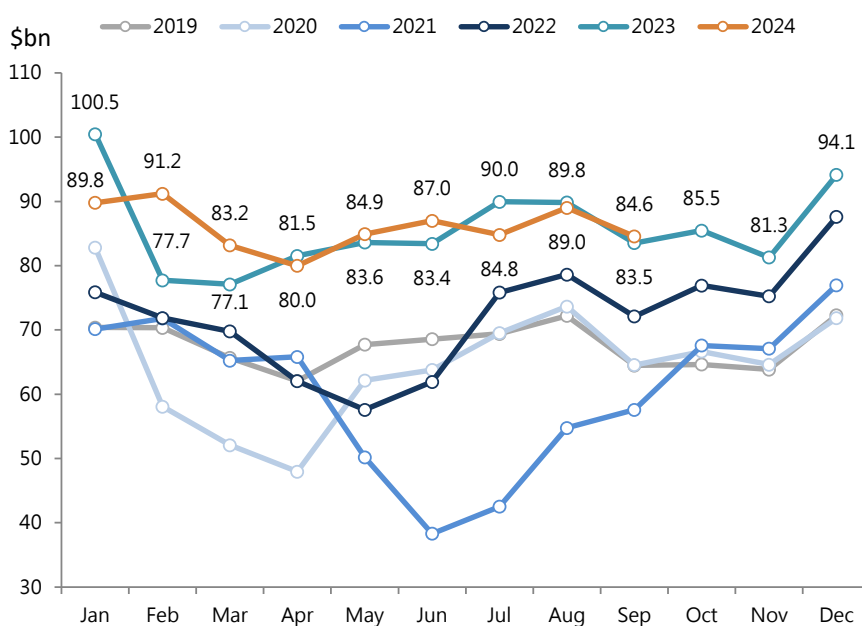
台灣民眾消費及飲食習慣改變，國內外食需求旺盛，外食人口持續成長，台灣餐飲業營收規模自 2015 年的 6,538 億元穩定成長至 2019 年的 8,115 億元(CAGR 5.6%)，然 2020 年起因全球新冠疫情爆發，觀光客驟減，加上防疫政策管制下民眾減少外出旅遊及聚餐，規模轉年減中高個位數，不過自 3Q21 起解除內用禁令，加上 2022 年以來國內防疫政策逐漸轉為與疫情共存，民眾至餐廳消費頻率漸增，餐飲業業績已逐漸回穩，2022 全年餐飲業累計營收 8,653 億，年增 19%，相較疫情前的 2019 年亦有 7% 的成長。此外，儘管餐飲業疫情期間，因內用禁令使營收出現衰退現象，然營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。

1-9M24 餐飲業營收 7,744 億元(年增 1%)，成長動能主要來自外燴及團膳承包(年增 43%)及飲料店(年增 12%)，餐館受到 2023 年高基期及 4M24 食安問題影響、年減 2.7%，整體餐飲業 2024 年成長幅度已較 2023 年同期縮減(1-9M23 年增 23%)。展望後市，1-9M24 餐飲業營收成長幅度已較 2023 年同期縮減，研究中心預期 2024 營收成長因高基期影響，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，預期 2024 年餐飲業營收將僅微幅年增 3%。

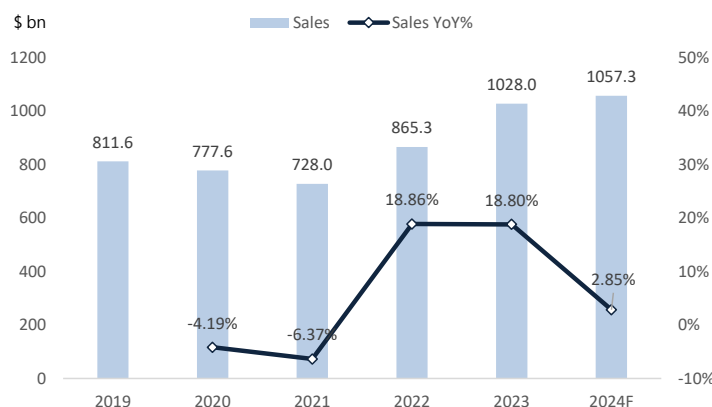
展望 2025 年，餐飲市場回歸至穩定成長，且人力費用、食材費用漲幅未停歇，餐飲業仍會有調整價格之趨勢，預期 2025 年餐飲業營收將年增 4-6%。

圖 7：國內餐飲業營 2023 年屢創同期新高，2024 年面臨高基期挑戰



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%



資料來源：財政部、元大投顧

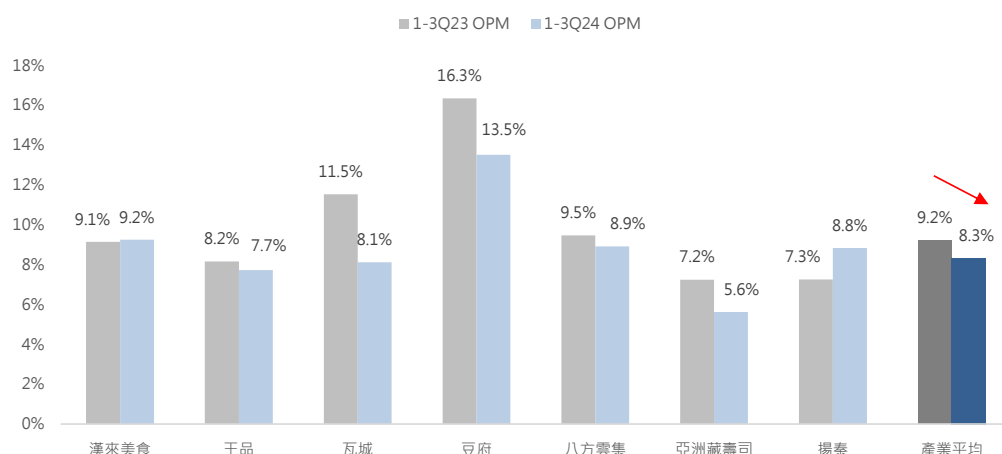
疫後招聘困難，人力成本上升為餐飲業獲利隱憂

根據人力銀行調查，截至 10M24 餐飲業人力缺口逾 20%，缺工壓力居高不下，2H24 政府延長「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，各餐飲業者也自 2Q23 起持續調漲薪資以吸引人才，依據主計處統計，過去兩年整體餐飲業已經加薪近 10%，

王品、乾杯、漢來等 2Q23-1Q24 陸續宣布加薪 6-12%以留住人才，連鎖餐飲集團乾杯 2024 年調薪 10%，鼎泰豐 2024 年中亦加薪幅度 6-9%，王品 9M24 也再度進行調薪以吸引人才，再加上法定基本工資逐年調漲(2024 年基本時薪調漲約 4%，2025 年再度調漲 4%至 190 元)，預期除了原物料通膨的壓力外，人力成本持續上升也將持續壓縮餐飲業者獲利。以 1-3Q24 上市櫃餐飲業者來看，產業平均營業利益率 8.3%，較 1-3Q23 同期衰退約 0.9 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 8%-9%。

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 9：1-3Q24 產業平均營業利益率年減 0.9 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 10 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 25 個餐飲品牌，涵蓋牛排、燒肉、鍋類等不同菜式，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 10 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，引領全台泰式餐飲風潮。	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光音樂享受，創造出泰國料理的新新現代風貌。	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。	主打泰式炒河粉，以「全球最多樣的泰式炒河粉」為亮點，研發 12 道獨創泰式炒河粉。
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。	主打新台灣料理，透過創意和烹調藝術賦予台菜新演繹。

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：王品旗下涵蓋 25 個餐飲品牌

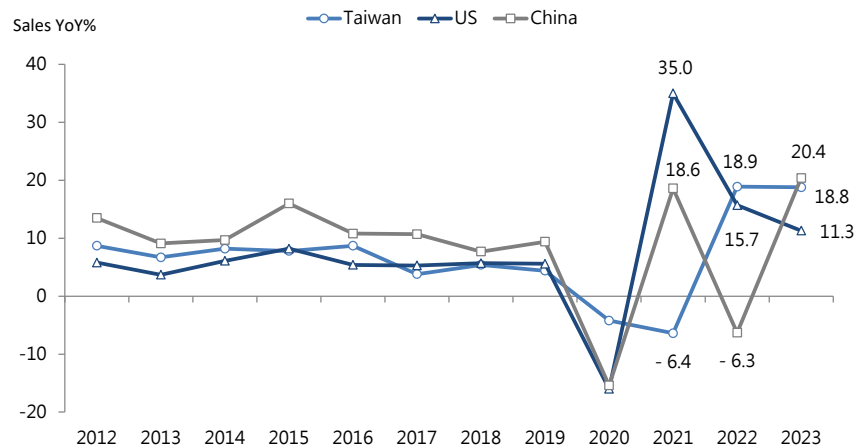


資料來源：公司資料、元大投顧

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%降至 1-3Q24 42%，王品中國營收佔比亦自過去逾 30%下降至 1-3Q24 約 20%，中國餐飲市場未見好轉跡象，後市仍維持保守。

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(42%)、美國(43%)	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	75%	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 10M24 營收年增 7.5%至 7.1 億元，4Q24 營收達成率 33%，符合研究中心預期，年增主要是台灣及美國皆有展店效應；美國地區至 10M24 已順利展店至 10 家，預期 11M24 會再展出一家大店，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 0.8%至 80.1 億元，毛利率預期不變維持 34.7%，然台灣區展店趨緩，推銷費用將下降，微幅上修營業利益 1.4%至 7 億元，同步上調稅後獲利 1.8%至 5.7 億元(年增 0.6%)，EPS 8.52 元。

展望 2025 年，台灣店數成長不如研究中心預期，2025 年營收下修 1.7%至 87.5 億元，毛利率維持預期 35%，主因為豬場改建計畫仍在進行、維持不變，營業利益因營收下修同步下調 1.5%，公司稅率改善，自過往 22-24%至近三季平均僅 21.9%，故稅後獲利微幅上修 0.3%至 6.2 億元，EPS 9.36 元。

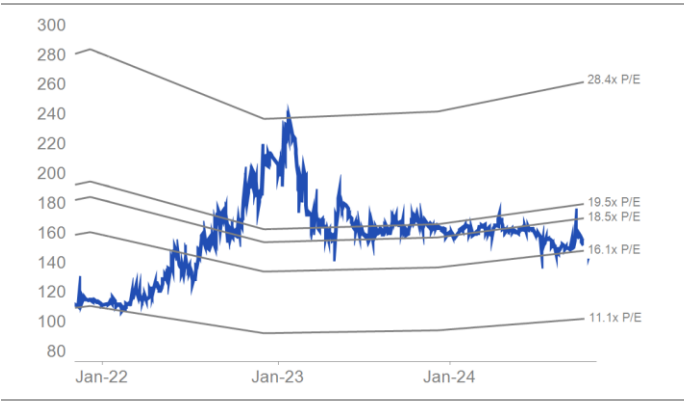
八方為台式快餐連鎖品牌龍頭，國內同為餐飲連鎖品牌同業為瓦城(2729 TT)、王品(2727 TT)，著重海外擴點餐飲品牌包括美食-KY (2723 TT)、六角(2732 TT)，國內同業本益比區間落於 13-17 倍。八方美國地區 2025 年展店將以加州、德州兩州並進，計畫先以直營店經營為主，德州初期建置成本及費用較高，美國營利率難轉正，台灣展店仍會以梁社漢為主力，品牌展店至達一定店數將發揮綜效，研究中心預估 2025 年獲利年增 9.9%至 6.2 億元，本中心維持本益比評價 16 倍(同業區間上緣)，因獲利仍有高個位數成長，評價維持國內同業區間上緣，以 2025 年 EPS 9.36 元，維持目標價 150 元及持有投資評等。

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	8,013	8,081	8,747	8,897	-0.8%	-1.7%
營業毛利	2,779	2,804	3,057	3,107	-0.9%	-1.6%
營業利益	700	690	791	803	1.4%	-1.5%
稅前利益	723	719	806	810	0.5%	-0.5%
稅後淨利	567	557	624	622	1.8%	0.3%
調整後 EPS (元)	8.52	8.37	9.36	9.33	1.8%	0.3%
重要比率 (%)					百分比	百分比
營業毛利率	34.7%	34.7%	35.0%	34.9%	0.0	0.0
營業利益率	8.7%	8.5%	9.0%	9.0%	0.2	0.0
稅後純益率	7.1%	6.9%	7.1%	7.0%	0.2	0.1

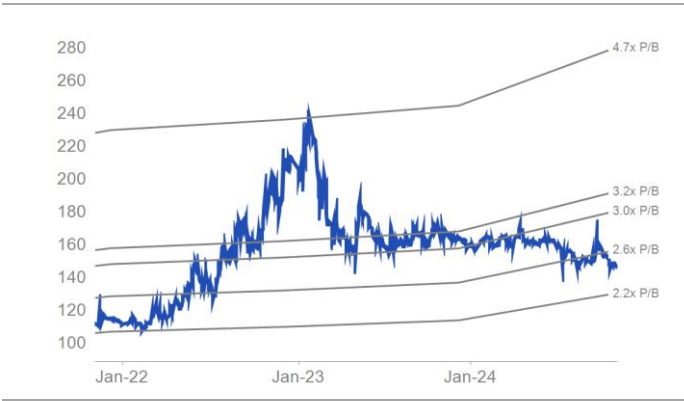
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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	145.5	293	8.35	8.52	9.36	17.4	17.1	15.6	(16.5)	2.1	9.8
國外同業													
McDonald	MCD US	未評等	295.1	211,460	11.8	11.8	12.6	25.0	25.0	23.4	18.9	0	6.7
Yum! Brands Inc	YUM US	未評等	139.3	38,883	5.3	5.5	6.1	26.2	25.4	22.9	19.0	3.1	10.9
The Wendy's Co	WEN US	未評等	18.5	3,777	1.0	1.0	1.1	18.7	18.6	17.7	16.6	0.2	5.1
Starbucks	SBUX US	未評等	101.5	115,092	3.5	3.6	3.1	29.4	28.6	32.4	20.3	2.7	(11.7)
國外同業平均					5.4	5.5	5.7	24.8	24.4	24.1	18.7	1.5	2.8
國內同業													
王品	2727 TT	買進	230.0	603	16.8	16.1	17.8	13.7	14.3	12.9	226.0	(4.2)	11.0
瓦城	2729 TT	未評等	200.0	244	12.3	9.9	--	16.3	20.1	--	226.4	(19.3)	--
藏壽司	2754 TT	未評等	85.3	123	5.9	--	--	14.4	--	--	2.7	--	--
六角	2732 TT	未評等	103.5	149	6.6	--	--	15.7	--	--	(1.1)	--	--
國內同業平均					10.4	13.0	17.8	15.0	17.2	12.9	113.5	(11.7)	11.0

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	145.5	293	15.8	16.2	17.1	50.86	52.69	61.15	2.9	2.8	2.4
國外同業													
McDonald	MCD US	未評等	295.1	211,460	--	--	--	(6.5)	(6.2)	(5.0)	--	--	--
Yum! Brands Inc	YUM US	未評等	139.3	38,883	--	--	--	(28.0)	(26.6)	(26.9)	--	--	--
The Wendy's Co	WEN US	未評等	18.5	3,777	53.2	67.4	90.5	1.5	1.2	0.8	12.5	15.1	22.3
Starbucks	SBUX US	未評等	101.5	115,092	--	--	--	(7.0)	(6.6)	(6.4)	--	--	--
國外同業平均					53.2	67.4	90.5	(10.0)	(9.5)	(9.4)	12.5	15.1	22.3
國內同業													
王品	2727 TT	買進	230.0	603	32.9	29.4	28.9	52.1	54.8	61.8	4.4	4.2	3.7
瓦城	2729 TT	未評等	200.0	244	18.6	--	--	65.4	--	--	3.1	--	--
藏壽司	2754 TT	未評等	85.3	123	13.5	--	--	35.1	--	--	2.4	--	--
六角	2732 TT	未評等	103.5	149	15.7	--	--	41.2	--	--	2.5	--	--
國內同業平均					20.2	29.4	28.9	48.4	54.8	61.8	3.1	4.2	3.7

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)

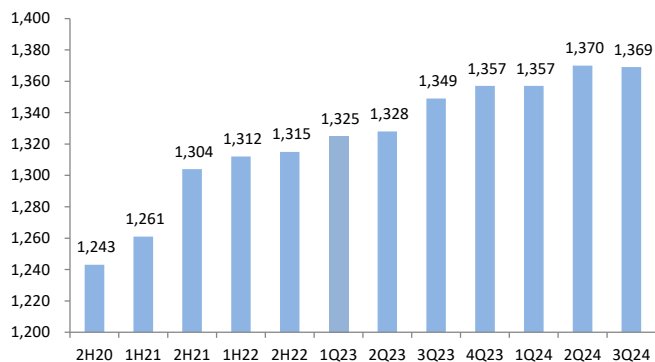
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	1,927	1,914	2,051	2,121	2,139	2,094	2,176	2,338	8,013	8,747
銷貨成本	(1,239)	(1,250)	(1,347)	(1,398)	(1,371)	(1,363)	(1,427)	(1,528)	(5,234)	(5,690)
營業毛利	688	664	704	723	768	730	749	810	2,779	3,057
營業費用	(512)	(501)	(517)	(548)	(559)	(541)	(562)	(604)	(2,079)	(2,266)
營業利益	176	163	186	175	209	190	187	206	700	791
業外利益	29	11	(7)	(11)	11	9	7	(13)	23	15
稅前純益	205	174	180	164	220	199	194	193	723	806
所得稅費用	(44)	(40)	(39)	(39)	(51)	(47)	(46)	(45)	(162)	(188)
少數股東權益	4	(5)	(4)	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(6)	(6)
歸屬母公司稅後純益	157	139	145	126	171	154	150	149	567	624
調整後每股盈餘(NT\$)	2.36	2.10	2.18	1.89	2.57	2.31	2.25	2.23	8.52	9.36
調整後加權平均股數(百萬股)	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67
重要比率										
營業毛利率	35.7%	34.7%	34.3%	34.1%	35.9%	34.9%	34.4%	34.6%	34.7%	35.0%
營業利益率	9.1%	8.5%	9.1%	8.2%	9.8%	9.1%	8.6%	8.8%	8.7%	9.0%
稅前純益率	10.6%	9.1%	8.8%	7.7%	10.3%	9.5%	8.9%	8.2%	9.0%	9.2%
稅後純益率	8.2%	7.3%	7.1%	5.9%	8.0%	7.4%	6.9%	6.4%	7.1%	7.1%
有效所得稅率	21.5%	22.8%	21.5%	23.8%	23.2%	23.6%	23.7%	23.3%	22.4%	23.3%
季增率(%)										
營業收入	0.6%	-0.7%	7.1%	3.4%	0.8%	-2.1%	3.9%	7.4%		
營業利益	13.0%	-7.3%	14.1%	-6.0%	19.4%	-9.1%	-1.6%	10.2%		
稅後純益	22.1%	-11.3%	4.0%	-13.1%	35.7%	-9.9%	-2.6%	-0.7%		
調整後每股盈餘	22.1%	-11.3%	3.8%	-13.3%	36.1%	-10.0%	-2.9%	-0.6%		
年增率(%)										
營業收入	11.7%	8.0%	6.5%	10.7%	11.0%	9.4%	6.1%	10.2%	9.2%	9.2%
營業利益	6.0%	-5.8%	6.9%	12.4%	18.9%	16.5%	0.5%	17.7%	4.7%	13.0%
稅後純益	18.3%	-3.2%	-2.5%	-2.1%	8.8%	10.5%	3.5%	18.3%	0.6%	9.9%
調整後每股盈餘	18.0%	-3.4%	-2.9%	-2.5%	8.7%	10.3%	3.2%	18.3%	2.1%	9.8%

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

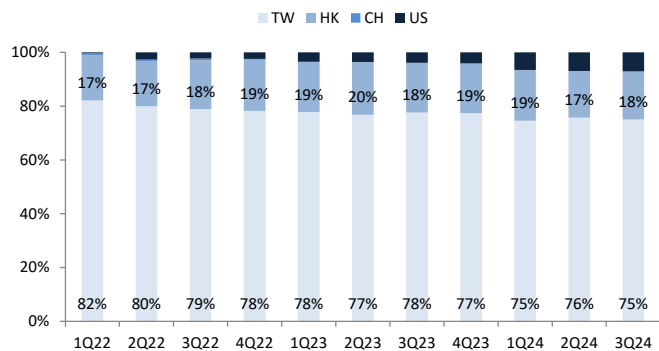
八方雲集(2753)是源於臺灣的跨國台式麵食連鎖店，以鍋貼、水餃為主商品，為第一家 QSR (Quick Service Restaurant) 餐飲上市公司。2008 年起營業據點擴展到香港，並在 2010 年開放香港區加盟，近期更積極拓展美國區營運。公司旗下共有六大品牌，3Q24 總店數共 1,369 間：八方雲集 1,072 間(以加盟為主)、梁社漢排骨 225 間、芳珍蔬食 37 間、百芳池上便當 12 間、八方麵屋 5 間、丹堤咖啡 18 間。

圖 20：3Q24 總店數達 1,369 家



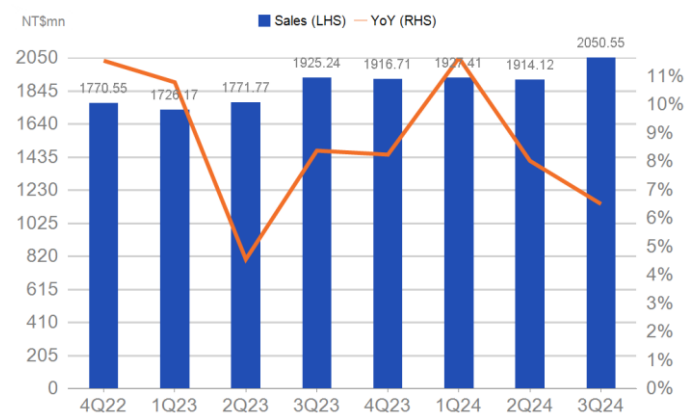
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



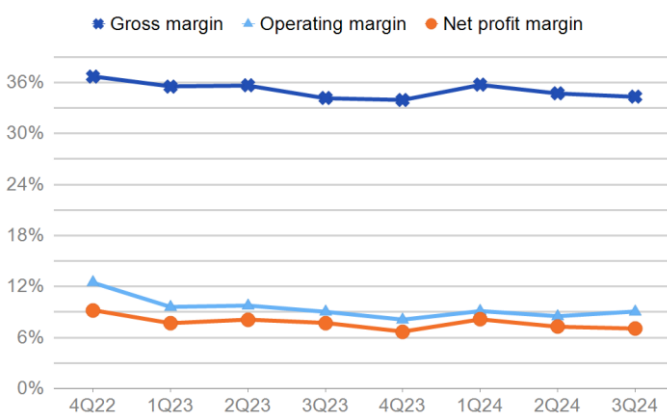
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



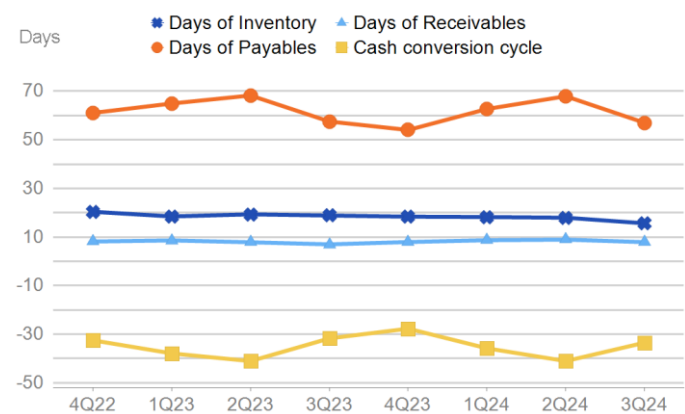
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



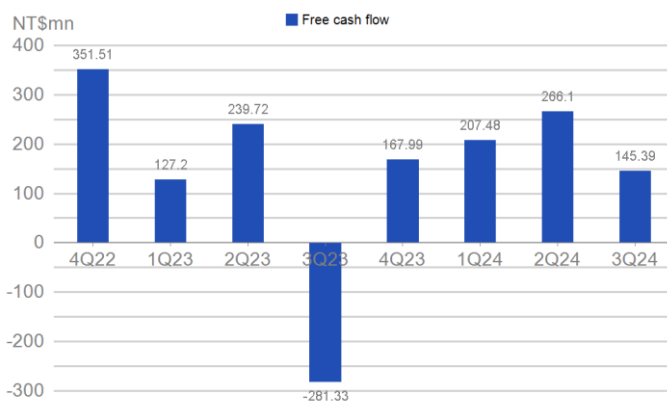
資料來源：CMoney、公司資料

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	2,241	2,518
存貨	210	227	247	328	361
應收帳款及票據	127	139	161	197	207
其他流動資產	711	1,427	935	(467)	(671)
流動資產	2,295	2,483	2,148	2,300	2,415
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,549	1,710	2,379	2,757	2,812
無形資產	6	16	19	18	18
其他非流動資產	1,469	1,650	1,636	1,961	2,000
非流動資產	3,025	3,376	4,033	4,736	4,830
資產總額	5,319	5,859	6,181	7,035	7,245
應付帳款及票據	205	201	240	288	293
短期借款	27	30	302	209	209
什項負債	1,096	1,165	1,067	1,123	1,150
流動負債	1,328	1,397	1,609	1,620	1,652
長期借款	71	34	30	29	30
其他負債及準備	887	1,064	1,094	1,335	1,362
長期負債	959	1,098	1,123	1,365	1,392
負債總額	2,287	2,494	2,732	2,985	3,044
股本	660	663	665	666	666
資本公積	970	989	997	1,011	1,014
保留盈餘	1,416	1,634	1,722	2,123	2,250
什項權益	(54)	(4)	(2)	125	145
歸屬母公司之權益	2,992	3,282	3,382	3,925	4,075
非控制權益	40	82	67	125	125
股東權益總額	3,033	3,364	3,449	4,051	4,201

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	561	618
折舊及攤提	594	658	689	766	842
本期營運資金變動	(32)	(31)	(3)	(67)	(46)
其他營業資產 及負債變動	(17)	116	(3)	94	188
營運活動之現金流量	1,071	1,388	1,220	1,354	1,601
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	610	248
投資活動之現金流量	(879)	(1,088)	(373)	234	248
股本變動	60	3	2	3	2
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)	(425)
其他調整數	(535)	(428)	(506)	(639)	(498)
融資活動之現金流量	39	(902)	(734)	(991)	(734)
匯率影響數	(12)	44	0	1	0
本期產生現金流量	220	(558)	114	599	1,116
自由現金流量	617	1,034	254	694	788

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	8,013	8,747
銷貨成本	(3,723)	(4,273)	(4,787)	(5,234)	(5,690)
營業毛利	2,232	2,526	2,553	2,779	3,057
營業費用	(1,579)	(1,738)	(1,884)	(2,079)	(2,266)
推銷費用	(1,205)	(1,306)	(1,444)	(1,600)	(1,749)
研究費用	(19)	(21)	(20)	(18)	(21)
管理費用	(355)	(411)	(420)	(461)	(496)
其他費用	0	1	0	0	0
營業利益	653	788	669	700	791
利息收入	3	14	30	19	19
利息費用	(22)	(29)	(32)	(38)	(38)
利息收入淨額	(19)	(14)	(2)	58	58
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	(35)	(43)
稅前純益	676	833	678	723	806
所得稅費用	(150)	(188)	(140)	(162)	(188)
少數股權淨利	(16)	(16)	(16)	(6)	(6)
歸屬母公司之稅後純益	541	661	554	567	624
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,292	1,520	1,398	1,466	1,633
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.74	10.00	8.35	8.52	9.36

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	9.2	9.2
營業利益	(14.4)	20.7	(15.2)	4.7	13.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	(5.3)	17.7	(8.0)	4.9	11.4
稅後純益	(17.0)	22.7	(16.6)	0.6	9.9
調整後每股盈餘	(17.2)	14.4	(16.5)	2.1	9.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	37.5	37.2	34.8	34.7	35.0
營業利益率	11.0	11.6	9.1	8.7	9.0
稅前息前淨利率	11.0	11.8	8.8	8.7	9.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	21.7	22.4	19.1	18.3	18.7
稅前純益率	11.3	12.3	9.2	9.0	9.2
稅後純益率	9.1	9.7	7.6	7.1	7.1
資產報酬率	11.2	11.5	8.9	8.8	9.4
股東權益報酬率	20.5	20.2	15.8	16.2	17.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	75.4	74.1	79.2	73.7	72.5
淨負債權益比(%)	(37.9)	(18.6)	(13.7)	(49.4)	(54.3)
利息保障倍數 (倍)	31.2	29.9	22.3	19.8	22.0
流動比率 (%)	172.8	177.8	133.5	142.0	146.1
速動比率 (%)	148.2	154.9	110.9	121.7	124.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,149)	(626)	(472)	(2,002)	(2,279)
調整後每股淨值 (NT\$)	45.34	49.51	50.86	52.69	61.15
評價指標 (倍)					
本益比	16.7	14.6	17.4	17.1	15.6
股價自由現金流量比	15.8	9.4	38.4	14.1	12.4
股價淨值比	3.2	2.9	2.9	2.8	2.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	7.6	6.4	7.0	6.7	6.0
股價營收比	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1

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 仁愛路三段 157 號 4 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>.