

## 美食-KY(2723)

### 建議：中立轉買進

結論：最壞的時候已過，下半年營運往好的方向走

2020年EPS	2021年EPS	BVPS	8/14 收盤價	2021 PER	目標價	建議
4.57	7.30	60.90	112.00	15.35	150	BUY

#### 一、2Q20 EPS 1.16 元，優於預期；3Q20 持續向上

美食-KY 2Q20 營收 44.21 億元，QoQ-6%·YoY-23.9%，分區域別來看，中國地區營收衰退 20.26%；台灣疫情控制較好，故受影響相對小，營收小幅衰退 6.27%；美國地區由於疫情爆發於三月下旬，2Q20 為影響最大的季度，營收衰退 43.64%；獲利方面，營益率 6.23%，分區域別來看，中國在成本以及費用控制得宜且有一次性挹注下，營益率達 8%以上，表現優於預期、台灣持續穩定在 11%左右，美國受到疫情衝擊影響，四月為閉店高峰，六月已損益兩平，營益率負個位數；整體稅後歸屬母公司淨利潤 2.08 億元，EPS 1.16 元，優於預期；展望 3Q20，開始進入烘焙旺季，以三大營運地區來看，中國持續恢復、台灣相對穩定，美國受到疫情衝擊最大的時刻已過，營收可望回溫，整體預估營收 51.78 億元，QoQ+17.1%·YoY-12%，營益率在中美兩地營運回溫帶動下，小幅提升至 6.8%，稅後淨利 2.52 億元，EPS 1.4 元。

#### 二、中國地區：營運持續恢復中，下半年營益率趨勢向上

1.展店：2019 年底總店數 602 店。展望 2020 年，在新冠肺炎疫情尚未爆發前，公司設定的淨增加店數為不高於 20 家，上半年在疫情衝擊下，因考量各地市場恢復與否，有陸續關店。1Q20 總店數為 596 店，2Q20 持續下降至 590 家，下半年考量疫情的不確定因素仍存且考量開店的獲利能力，我們保守預估下半年店數規模均維持在 590 店；2021 年可望恢復展店。

2.同店成長率：2018 年爆發政治事件後，導致同店開始面臨衰退，直到 2019/09 轉正，4Q19 同店維持 0.5~1% 的成長。2020 年以來，1Q20 受到疫情衝擊，SSSG 衰退 15%，2Q20 衰退幅度持續收窄，四月~五月衰退 11%，六月衰退 9~10%，七月衰退 6%，八月目前看到的狀況不會比七月差，我們預期 3Q20 同店衰退幅度有望收窄到中個位數。2020 年受到新冠疫情衝擊，我們認為上半

年應呈現衰退，下半年隨著疫情消退緩步增溫，全年同店將呈現中個位數衰退。2021 年可望恢復持平到小幅增長。

整體而言，我們預估中國地區營收 119.64 億元，YoY 衰退 13.58%，營益率方面，1Q20 損平，2Q 回升至 8% 以上，扣除一次性挹注後，營益率為 6%，下半年進入烘焙旺季且有月餅加持下，營益率趨勢向上；整體考量疫情影響且中國薪資持續提升、同店持續衰退，預估營益率介於 5.5~6.5%。2021 年隨著展店恢復且同店回到持平到小幅增長帶動下，我們預期營收 130 億元，YOY+9.5%，營益率持續向上。

#### 三、美國疫情高峰雖過，但仍保守看待營運，惟最壞的時刻已過，下半年可望損平~小幅獲利

考量美國地區單店營收貢獻持續下滑且既存店的同店成長率也未見起色，公司早已決定放緩對於美國地區的展店步伐，2020 年初原定的展店數為 5-7 間，但在疫情衝擊下，基本上欠缺開店條件，故預期到年底均維持 65 家，2021 年才有可能重啟展店計畫。營收方面，由於美國門市有 70%位於加州，受到封城影響，美國營收受當其衝，1Q20 美國營收衰退 7.85%，2Q20 受到疫情升溫影響，營收衰退四成以上，我們預期 3Q20 衰退幅度收窄至 25~30%，4Q20 衰退幅度持續收窄，我們預估美國地區 2020 年營收為 39.58 億元，YoY 衰退 25%。美國地區營益率最高點在 2016 年底~2017 年初的 15%，爾後開始下滑，4Q19 美國地區營益率為 10~11%間。展望 2020 年，1Q20 受疫情影響，營益率下滑至 5%左右，2Q20 受衝擊更大，營益率呈現負個位數；3Q20 有望損平，4Q20 持續回溫，2020 年預估為 0~3%，較 2019 年的 10~11%顯著下滑。展望 2021 年，我們認為美國地區將恢復展店且同店回穩下，預估營收 50.19 億元，YoY+26%，營益率則有望回升至 8~10%間。

#### 四、中立轉買進理由

2019 年 EPS 至 5.18 元；2020 年，受到疫情在全球蔓延，持續衝擊美食在中國以及美國地區的營運，然最壞的時刻已過，上半年衰退幅度大，下半年逐季改善。因 2Q20 獲利優於預期，故上修 2020 年 EPS 為 4.57 元；

展望 2021 年，預估營收恢復成長且獲利成長動能強勁，EPS 預估為 7.3 元。考量最壞的時刻已過，且下半年趨勢向上；2021 年獲利恢復成長下，且目前評價偏低，故評等由中立轉買進，目標價 150 元。

Comprehensive Income Statement								NT\$m
	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F	FY21F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	4,702	4,421	5,178	5,418	24,115	23,157	19,718	22,020
Gross profit	2,789	2,589	3,072	3,235	14,165	13,817	11,686	13,091
Operating profit	152	275	352	423	2,338	1,703	1,185	1,846
Total non-opc inc.	-70	3	43	43	134	-222	19	172
Pre-tax profit	82	278	395	466	2,472	1,481	1,203	2,018
Net profit	66	208	252	298	1,721	928	805	1,314
EPS	0.36	1.16	1.40	1.66	9.26	5.19	4.57	7.30
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F	FY21F
Net sales	(17.6)	(23.9)	(12.0)	(5.8)	4.8	(4.0)	(14.8)	11.7
Gross profit	(18.5)	(25.8)	(11.7)	(5.5)	3.7	(2.5)	(15.4)	12.0
Operating profit	(65.8)	(27.6)	(17.4)	(7.7)	(17.5)	(27.2)	(30.4)	55.8
Net profit	(79.3)	(3.3)	5.7	81.8	(19.5)	(46.0)	(13.3)	63.2
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F	FY21F
Net sales	(18.3)	(6.0)	17.1	4.6				
Gross profit	(18.5)	(7.2)	18.7	5.3				
Operating profit	(66.8)	80.8	28.0	20.1				
Net profit	(60.0)	217.1	21.1	18.2				
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F	FY21F
Gross	59.3	58.6	59.3	59.7	58.7	59.7	59.3	59.5
Operating	3.2	6.2	6.8	7.8	9.7	7.4	6.0	8.4
Net	1.4	4.7	4.9	5.5	7.1	4.0	4.1	6.0

