

叙福楼集团 (1978 HK)

专注香港市场的亚洲菜餐厅集团

- ❖ **于香港经营受欢迎的日本菜品牌餐厅。**叙福楼集团于香港经营包括 10 个品牌 (图 1)、34 家餐厅的多元化餐厅组合。6 家餐厅是中国菜, 28 家是亚洲菜 (主要是日本), 其中特许经营的日式烤肉品牌「牛角」及自有的日式火锅品牌「牛涮锅」尤其受欢迎。集团在香港的全服务日本料理市场中排名第二 (市场份额为 7.9%)。
- ❖ **亚洲菜餐厅的经营效率较中国菜高。**集团拥有逾 30 年的中国菜餐厅营运经验, 但亚洲菜餐厅在过去十年才是其增长动力。亚洲菜对集团收入的贡献一直在上升 (例如, 日本菜在 2017 年贡献了收入之 60%, 而 2015 年为 50%) (图 2)。与中国菜餐厅相比, 集团的亚洲菜餐厅享有更高的营运溢利率、顾客人均消费 (图 3) 和翻枱率 (亚洲特许经营品牌为 3.81 倍, 中国菜为 2.46 倍), 和较短的盈亏平衡期 (亚洲菜一般约 2-5 个月, 粤菜一般约 14-17 个月)。
- ❖ **专注于香港市场减低执行风险。**集团计划于 2020 年底前用 155 百万港元 (占首次公开招股所得款项净额的 90%) 在香港开设 27 家新餐厅, 主要为亚洲菜 (19 家为特许品牌, 4 家为自有品牌)。虽然集团已取得于华南地区经营「牛角」品牌餐厅的独家分许可权, 但目前并无于中国内地开设任何餐厅的具体计划, 打算先进行市场研究及可行性研究, 才决定是否于内地扩张。由于集团有引进海外专营品牌到香港的成功经验, 我们相信暂时专注于香港市场复制此模式, 较积极进军内地的风险低得多。
- ❖ **积极提高运营效率及节省成本。**集团计划了一系列改进措施, 包括于 2019 年租赁及建设一个新中央加工及物流中心以应付业务扩充, 及增加电子菜单及订餐系统、移动支付及电子钱包平台、高速上菜及收餐系统等之应用, 以提升服务效率, 减省员工成本。
- ❖ **主要风险:** (1) 获得或重续特许经营许可的不确定性; (2) 租金开支增加; (3) 扩张计划的资本支出可能导致折旧费用大增; (4) 进入中国内地和其他亚洲国家的执行风险。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额 (百万港元)	771.2	743.0	829.2
净利润 (百万港元)	46.7	40.6	40.1
每股盈利 (港元)	0.778	0.676	0.669
每股盈利变动 (%)	N/A	-13.1	-1.0
市盈率(x)	20.4	23.5	23.7
市帐率(x)	4.21	3.67	4.72
权益收益率 (%)	20.7	15.6	17.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$1.19

苏沛丰, CFA

电话: (852) 3900 0857

邮件: danielso@cmbi.com.hk

餐饮行业

市值(百万港元)	952
3月平均流通量(百万港元)	76.0
52周内股价高/低(港元)	2.12/1.16
总股本(百万)	800

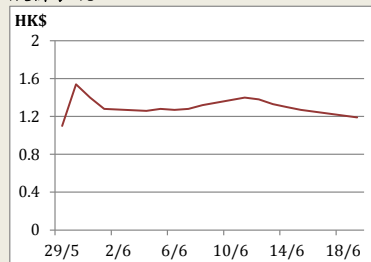
资料来源: 彭博

股东结构

叙福楼控股	75.00%
时捷投资	1.36%
朱锦强	1.14%
马时亨	0.91%
罗文彬	0.91%
自由流通	20.68%

资料来源: 彭博

股价表现

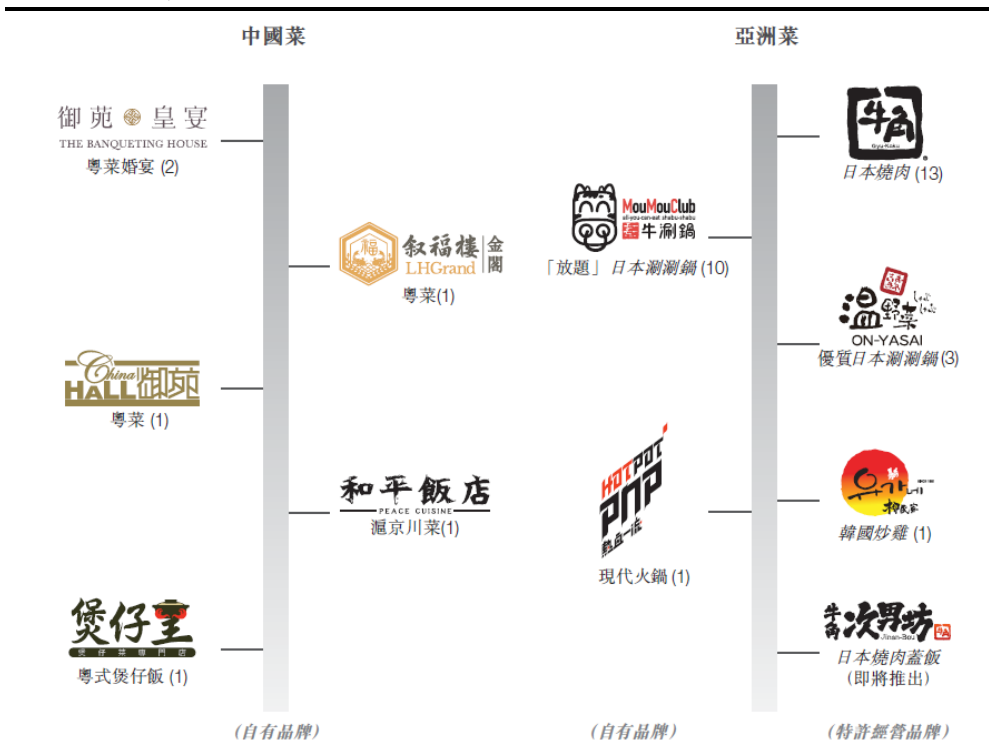


资料来源: 彭博

核数师: 罗兵咸永道

公司网站: www.lhgroup.com.hk

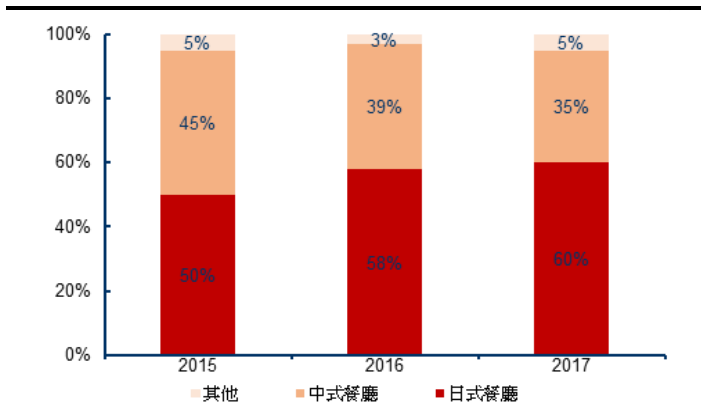
图 1: 餐厅品牌组合



资料来源：公司及招银国际研究，截至 5/5/2018

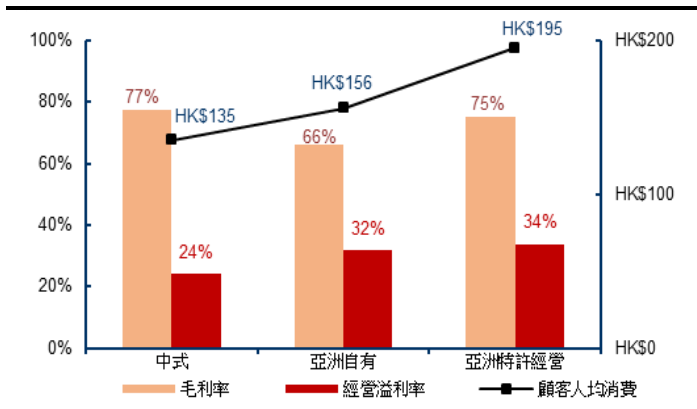
括号内数字指该品牌之餐厅数目

图 2: 以菜式划分的收入占比



资料来源：公司及招银国际研究

图 3: 以菜式划分的经营效率



资料来源：公司及招银国际研究

图 4: 同业历史估值

公司	代码	股价 (港元)	市值 (港元)	市盈率	市帐率	毛利率	经营溢利率	盈利增长	股本回报率
大快活	52 HK	30.85	39.6	18.0	5.5	15.5%	9.7%	2.2%	31.8%
翠华控股	1314 HK	1.07	15.1	15.7	1.3	71.5%	5.3%	26.2%	8.3%
稻香控股	573 HK	1.33	13.5	15.2	0.8	9.7%	2.5%	-49.9%	5.1%
誉宴集团	1483 HK	2.20	12.3	35.7	10.6	73.2%	-14.6%	N/A	N/A
富临集团	1443 HK	0.70	9.1	11.7	0.9	71.6%	3.8%	-18.3%	7.9%
平均			17.9	19.3	3.8	48.3%	1.3%	-10.0%	13.3%
叙福楼集团	1978 HK	1.19	9.5	23.7	2.5	72.4%	5.8%	-1.0%	17.4%

资料来源：公司、彭博及招银国际研究

叙福楼集团之盈利经调整上市费用

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。