

敘福樓集團(1978 HK)

專注香港市場的亞洲菜餐廳集團

- ❖ 於香港經營受歡迎的日本菜品牌餐廳。敘福樓集團於香港經營包括 10 個品牌（圖 1）、34 家餐廳的多元化餐廳組合。6 家餐廳是中國菜，28 家是亞洲菜（主要是日本），其中特許經營的日式烤肉品牌「牛角」及自有的日式火鍋品牌「牛涮鍋」尤其受歡迎。集團在香港的全服務日本料理市場中排名第二（市場份額為 7.9%）。
- ❖ 亞洲菜餐廳的經營效率較中國菜高。集團擁有逾 30 年的中國菜餐廳營運經驗，但亞洲菜餐廳在過去十年才是其增長動力。亞洲菜對集團收入的貢獻一直在上升（例如，日本菜在 2017 年貢獻了收入之 60%，而 2015 年為 50%）（圖 2）。與中國菜餐廳相比，集團的亞洲菜餐廳享有更高的營運溢利率、顧客人均消費（圖 3）和翻枱率（亞洲特許經營品牌為 3.81 倍，中國菜為 2.46 倍），和較短的盈虧平衡期（亞洲菜一般約 2-5 個月，粵菜一般約 14-17 個月）。
- ❖ 專注於香港市場減低執行風險。集團計劃於 2020 年底前用 155 百萬港元（佔首次公開招股所得款項淨額的 90%）在香港開設 27 家新餐廳，主要為亞洲菜（19 家為特許品牌，4 家為自有品牌）。雖然集團已取得於華南地區經營「牛角」品牌餐廳的獨家分許可權，但目前並無於中國內地開設任何餐廳的具體計劃，打算先進行市場研究及可行性研究，才決定是否於內地擴張。由於集團有引進海外專營品牌到香港的成功經驗，我們相信暫時專注於香港市場複製此模式，較積極進軍內地的風險低得多。
- ❖ 積極提高運營效率及節省成本。集團計劃了一系列改進措施，包括於 2019 年租賃及建設一個新中央加工及物流中心以應付業務擴充，及增加電子菜單及訂餐系統、移動支付及電子錢包平台、高速上菜及收餐系統等之應用，以提升服務效率，減省員工成本。
- ❖ 主要風險：（1）獲得或重續特許經營許可的不確定性；（2）租金開支增加；（3）擴張計劃的資本支出可能導致折舊費用大增；（4）進入中國內地和其他亞洲國家的執行風險。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬港元)	771.2	743.0	829.2
淨利潤(百萬港元)	46.7	40.6	40.1
每股盈利(港元)	0.778	0.676	0.669
每股盈利變動(%)	N/A	-13.1	-1.0
市盈率(x)	20.4	23.5	23.7
市帳率(x)	4.21	3.67	4.72
權益收益率(%)	20.7	15.6	17.4
淨財務槓桿率(%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$1.19

蘇沛豐, CFA

電話: (852) 3900 0857

郵件: danielso@cmbi.com.hk

餐飲行業

市值(百萬港元)	952
3 月平均流通量(百萬港元)	76.0
52 周內股價高/低(港元)	2.12/1.16
總股本(百萬)	800

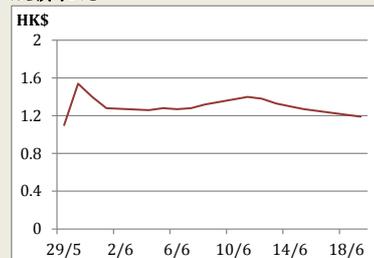
資料來源：彭博

股東結構

敘福樓控股	75.00%
時捷投資	1.36%
朱錦強	1.14%
馬時亨	0.91%
羅文彬	0.91%
自由流通	20.68%

資料來源：彭博

股價表現

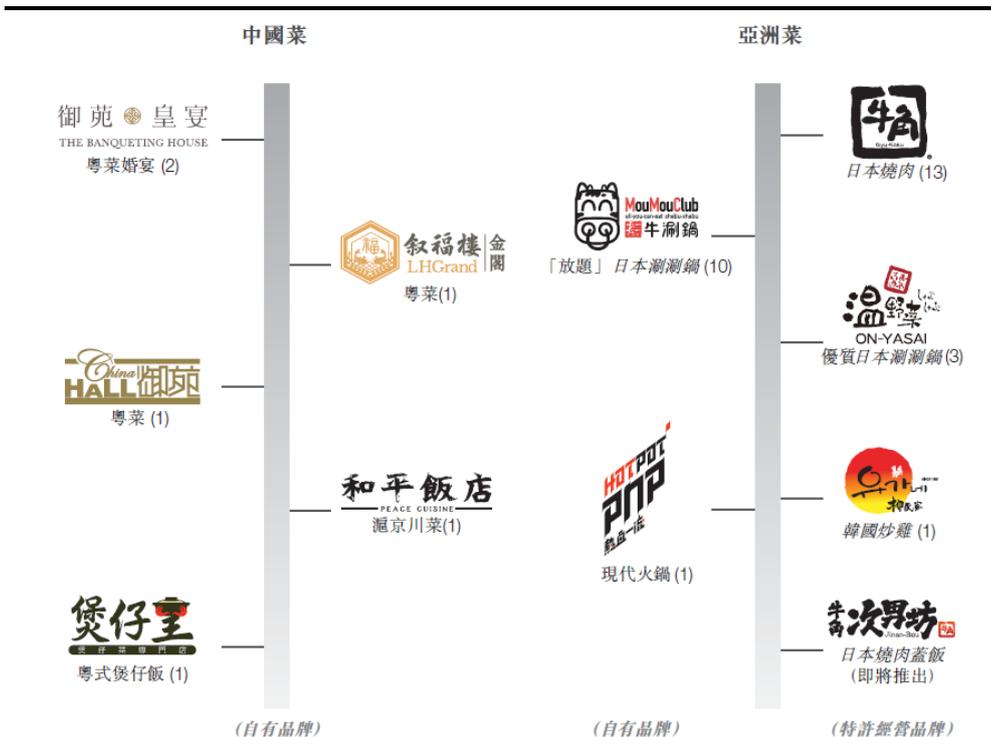


資料來源：彭博

核數師：羅兵咸永道

公司網站: www.lhgroup.com.hk

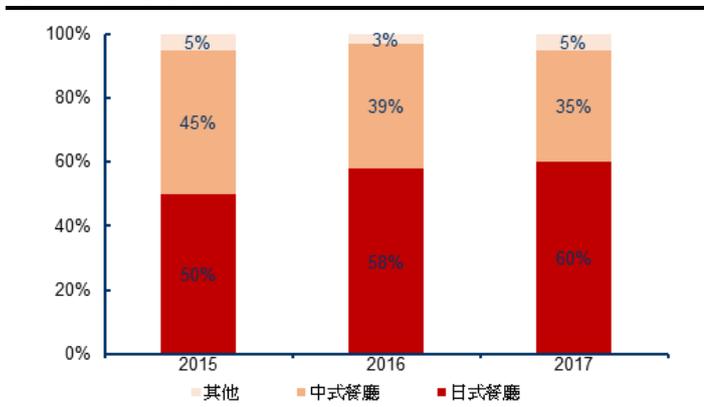
圖 1: 餐廳品牌組合



資料來源：公司及招銀國際研究，截至 5/5/2018

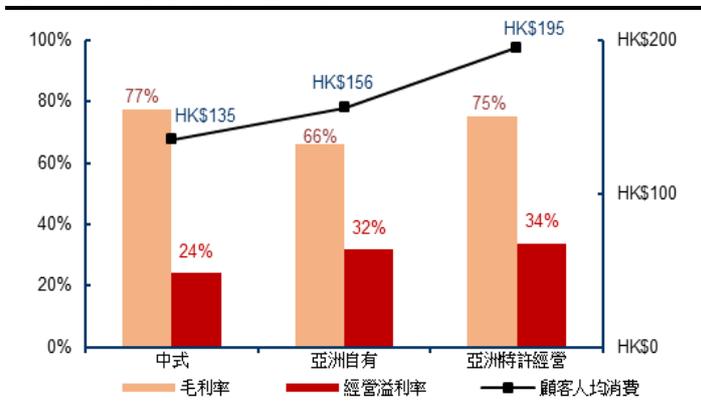
括號內數字指該品牌之餐廳數目

圖 2: 以菜式劃分的收入佔比



資料來源：公司及招銀國際研究

圖 3: 以菜式劃分的經營效率



資料來源：公司及招銀國際研究

圖 4: 同業歷史估值

公司	代碼	股價 (港元)	市值 (港元)	市盈率	市帳率	毛利率	經營溢利率	盈利增長	股本回報率
大快活	52 HK	30.85	39.6	18.0	5.5	15.5%	9.7%	2.2%	31.8%
翠華控股	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%
譽宴集團	1483 HK	2.20	12.3	35.7	10.6	73.2%	-14.6%	N/A	N/A
富臨集團	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%
叙福樓集團	1978 HK	1.19	9.5	23.7	2.5	72.4%	5.8%	-1.0%	17.4%

資料來源：公司、彭博及招銀國際研究

叙福樓集團之盈利經調整上市費用

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。