



Company Report: Tam Jai International (02217 HK)

中文版

Chunli Zhan 詹春立

(852)2509 7745

公司报告: 谭仔国际 (02217 HK)

Chinese version

james.zhan@gjtj.com.hk

13 June 2024

海外扩张及特许经营模式有望带来上升空间，维持“买入”评级

- **我们维持“买入”评级，目标价为1.40港元。**我们认为，香港居民北上消费对公司造成的负面影响相对较小。此外，我们预计公司未来的增长潜力来自于：1) 海外扩张；2) 与其控股股东的特许经营权合作。我们预计公司2025财年至2027财年的每股盈利分别为0.096港元、0.103港元和0.111港元，对应年复合增长率为7.8%。我们采用14.5倍2025财年市盈率，将目标价定为1.40港元。我们维持公司“买入”评级。
- **在充满挑战的营商环境中取得稳健的2024财年业绩。**2024财年谭仔国际的收入同比上升5.9%至27.48亿港元。2024财年的股东净利润为1.186亿港元，同比下降15.8%。但若撇除政府补贴（2023财年政府补贴为5,370万港元，主要因疫情影响），2024财年间调整净利润录得34.2%的同比大幅增长，为1.17亿港元。我们认为，作为香港领先的面食品牌，公司旗下的“谭仔”系米线快餐受更多香港居民北上消费的负面影响相对较小，这将确保其在大本营市场有稳定的增长。
- **海外扩张及特许经营模式应能带来一定的增长空间。**未来几年，公司将把业务拓展到澳大利亚、菲律宾和东南亚。此外，借助控股股东于日本的多餐饮品牌资源，公司可通过特许经营权，在香港经营更多餐饮品牌，从而获得又一增长动力。我们预计这两种方式将为公司带来新的收入来源。
- **催化剂：**1) 海外市场成功扩张；2) 成功通过特许经营模式引入新品牌；3) 新产品带来增长。
- **下行风险：**1) 扩张计划可能导致风险及不确定性增加；2) 因地区差异导致新市场运营失败；3) 香港宏观经济疲弱。

Rating: **Buy**
Maintained

评级: **买入 (维持)**

6-18m TP 目标价: **HK\$1.40**

Share price 股价: **HK\$1.070**

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	(0.9)	(4.5)	(42.1)
Rel. % to HSI Index 相对恒指变动 %	4.8	(10.0)	(34.4)
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	1.1	1.0	1.3

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
03/31	(HK\$ m)	(HK\$ m)	(HK\$)	(Δ%)	(x)	(HK\$)	(x)	(HK\$)	(%)	(%)
2023A	2,595	141	0.105	(40.0)	10.2	1.153	0.9	0.093	8.7	9.1
2024A	2,748	119	0.089	(15.2)	12.0	1.109	1.0	0.081	7.6	7.8
2025F	3,034	129	0.096	7.9	11.1	1.112	1.0	0.089	8.3	8.7
2026F	3,345	139	0.103	7.3	10.4	1.127	0.9	0.096	9.0	9.2
2027F	3,595	149	0.111	7.8	9.6	1.142	0.9	0.103	9.6	9.8

Shares in issue (m) 总股数 (m)	1,346.7	Major shareholder 大股东	Toridoll Holdings 74.3%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	1,441.0	Free float (%) 自由流通比率 (%)	25.7
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	1,717.5	FY25 Net gearing (%) FY25 净负债/股东资金 (%)	Net cash
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)	1.900 / 0.890	FY25 Est. NAV (HK\$) FY25 每股估值 (港元)	1.8

Source: the Company, Guotai Junan International.

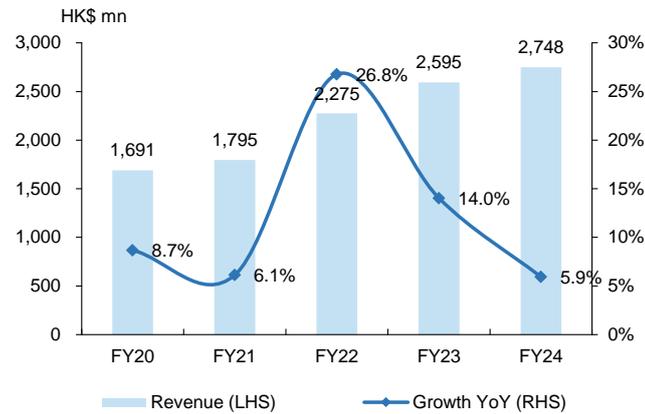
目录

2024 财年业绩回顾.....	3
业务运营回顾及展望.....	5
财务预测与估值.....	8
催化剂及风险提示	10
公司背景.....	10
财务报表及比率.....	11

2024 财年业绩回顾

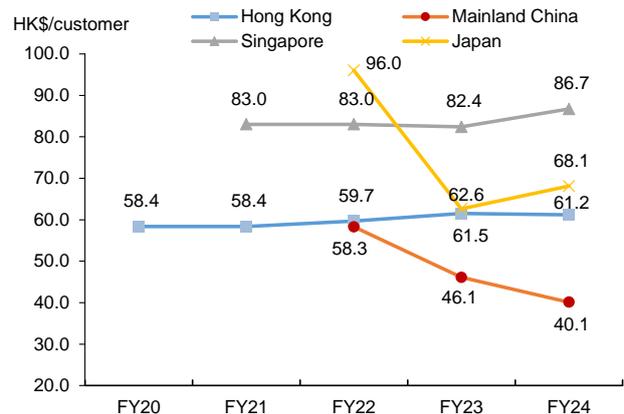
在充满挑战的营商环境中，2024财年收入实现具有韧性的增长。谭仔国际（“公司”）2024财年（截至2024年3月31日）的收入为27.48亿港元，同比增长5.9%，香港居民北上人数超过内地居民赴港人数的强劲趋势在一定程度上对其产生了负面影响。在香港餐饮业充满挑战的营商环境下，公司在餐厅网络净增加14间及香港可比较餐厅收入轻微增长（2024财年：同比增长0.3%）的推动下，实现了具有韧性的收入增长。若按地区划分，公司的大本营香港在2024财年的收入同比增长4.8%，占总收入的93.5%。来自中国内地及海外市场的收入实现了25.1%的同比增长。2024财年整体日均每座位售出碗数为5.8碗，整体顾客人均消费为60.8港元，与2023财年的5.8碗和61.4港元相比相对稳定。我们认为，作为香港本地领先的面食品牌，公司的米线快餐品牌“谭仔”与高端餐饮相比，受本地居民北上消费增加的负面影响相对较小。这将确保其在大本营香港市场的稳定增长。此外，鉴于公司的海外扩张计划及在当地管理团队效率的提升，我们预计公司在香港以外市场的收入将继续保持较快的增长。

图 1：谭仔国际 2024 财年收入录得 5.9% 的同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 2：谭仔国际在香港市场的顾客人均消费保持稳定

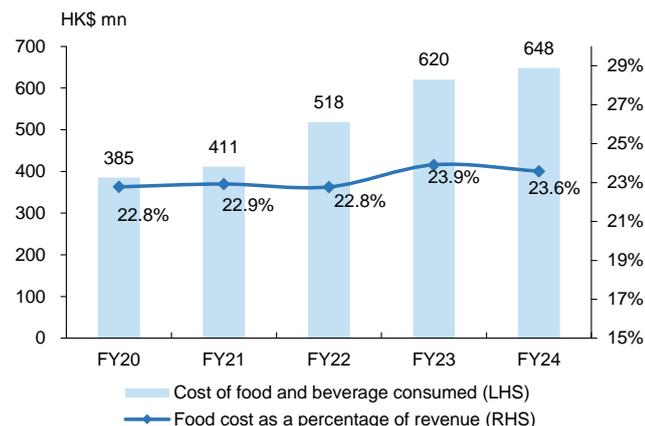


资料来源：公司、国泰君安国际。

若撇除政府补贴，2024财年经调整后净利润录得大幅反弹，同比增长34.2%。公司保持了相对稳定的成本控制水平。2024财年所使用食品及饮料成本为6.48亿港元，同比增长4.5%，2024财年所使用食品及饮料成本占收入的比率有所下降至23.6%（2023财年：23.9%）。由于新餐厅的开业，公司2024财年的餐厅员工成本同比增加8.1%至6.96亿港元，员工成本占收入比率同比增加0.5个百分点至25.3%。2024财年经营利润率（餐厅层面）同比微跌0.5个百分点至16.7%。2024财年，公司在中国内地及海外市场的亏损有大幅改善，经营亏损同比收窄52.5%，亏损额为1,410万港元。2024财年，公司股东净利润同比下降15.8%至1.186亿港元。但若撇除政府补贴（2023财年的补贴为5,370万港元，主要因疫情影响），2024财年的经调整后净利润录得34.2%的显著同比增长至1.17亿港元。

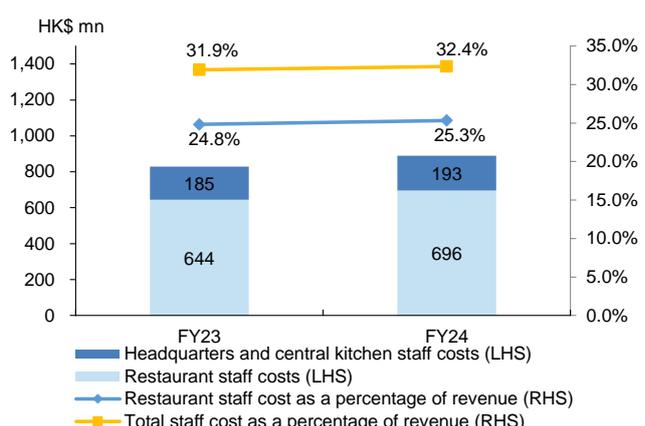
过去几年派息率高。2024财年，公司宣派末期股息每股0.059港元，全年派息率达到100%。过去三年，2022财年至2024财年的派息率分别为65.1%、100%及100%。同时，公司在2022财年末至2024财年末分别留存了13.67亿港元、13.76亿港元及13.52亿港元的充裕现金。管理层表示，若没有收并购及重大资本支出，公司明年有望维持较高的派息率。

图 3：2024 财年谭仔国际的所使用食品及饮料成本占收入的比率同比略微下降 0.3 个百分点



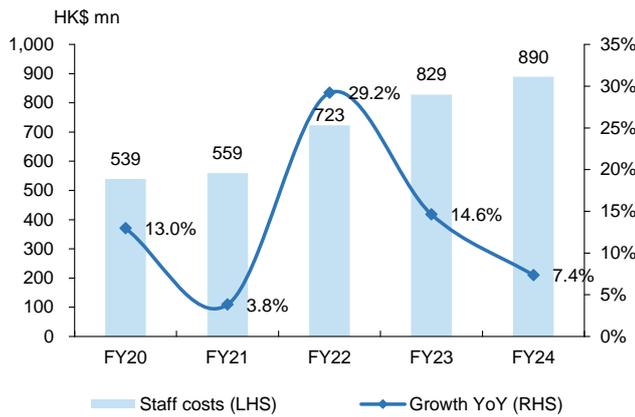
资料来源：公司、国泰君安国际。

图 4：2024 财年谭仔国际的员工成本占收入的比率为 25.3%



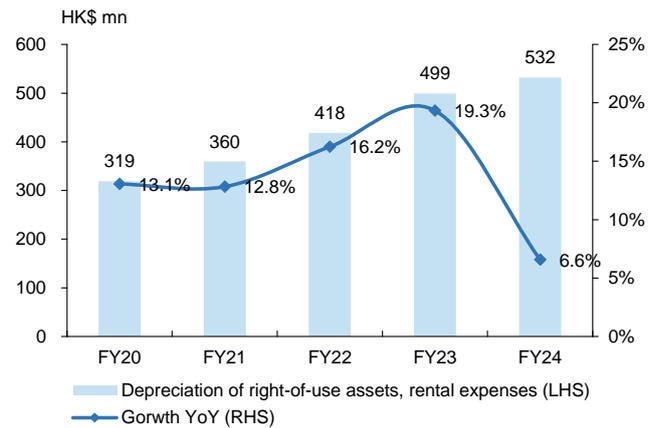
资料来源：公司、国泰君安国际。

图 5：2024 财年谭仔国际的总员工成本（包括总部、中央厨房及餐厅）同比增长 7.4%。



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 6：2024 财年谭仔国际的使用权资产折旧、租金及相关开支同比增长 6.6%。



资料来源：公司、国泰君安国际。

表 1：谭仔国际 2024 财年年度业绩回顾

百万港元	FY2023A	FY2024A	同比变动
损益表			
收入	2,595	2,748	5.9%
所使用食品及饮料成本	(620)	(648)	4.5%
毛利	1,974	2,100	6.4%
其他收入	74	51	(31.7%)
员工成本	(829)	(890)	7.4%
折旧	(622)	(648)	4.1%
其他经营成本	(403)	(439)	9.1%
经营利润	195	175	(10.4%)
融资成本	(19)	(23)	20.0%
税前利润	176	152	(13.6%)
所得税费用	(35)	(33)	(4.9%)
股东净利	141	119	(15.8%)
经调整股东净利	87	117	34.2%
毛利率 (%)	76.1	76.4	0.3 ppt
股东净利率 (%)	5.4	4.3	(1.1) ppt
基本每股盈利 (港元)	0.105	0.089	(16.0%)
每股股息 (港元)	0.105	0.089	(15.2%)
资产负债表			
现金及现金等价物	1,376	1,352	(1.8%)
总权益	1,542	1,486	(3.7%)
速动比率 (倍)	2.4	2.3	(0.1) x
经营数据			
餐厅数目	215	238	10.7%

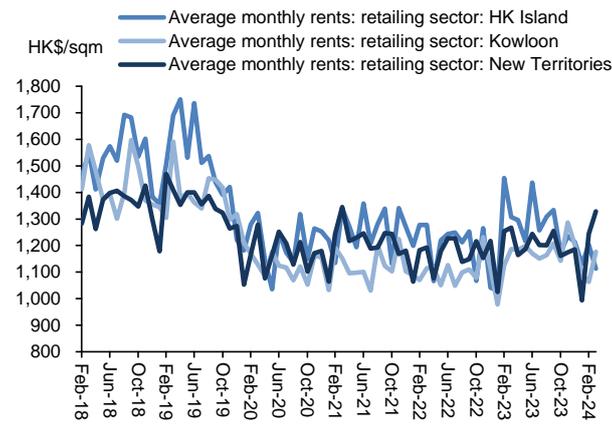
资料来源：公司、国泰君安国际。

业务运营回顾及展望

香港市场保持相对稳定。作为公司的大本营，香港市场为公司带来了稳定的增长，在过去五年，公司在香港地区的收入的年复合增长率达到11.0%（2024财年同比增长4.8%）。截至2024年3月31日，香港餐厅网络净增加7间分店，自营店铺总数达到189间。考虑到香港同业（如麦当劳、大家乐等）的可比较餐厅网络，我们认为公司有能力最终将其在香港的餐厅数量（以“谭仔”为品牌）扩展至250-300间左右。因此，我们预计公司未来几年在香港的业务仍有稳定增长的空间。

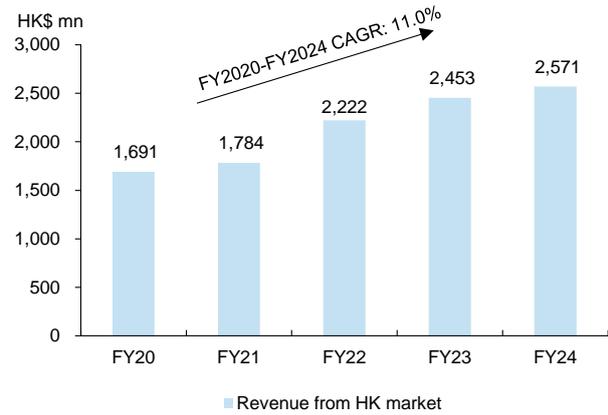
费用方面，虽然人均员工成本可能略有增长，但另一方面，在香港商业地产市场相对疲软的情况下，我们预计租金将保持稳定。根据香港差饷物业估价署的数据，零售业楼宇租金指数与疫情前相比仍维持在较低水平。总体而言，我们预计公司在香港市场的经营利润率（餐厅层面）将维持在18%-19%左右。

图 7：私人零售业楼宇平均月租仍处于较低水平



资料来源：香港差饷物业估价署、国泰君安国际。

图 8：过去五年，谭仔国际在香港的收入录得 11.0% 的年复合增长率



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 9：公司推出新产品“下午茶餐”和“热锅”系列，以刺激客流量较低时段的消费

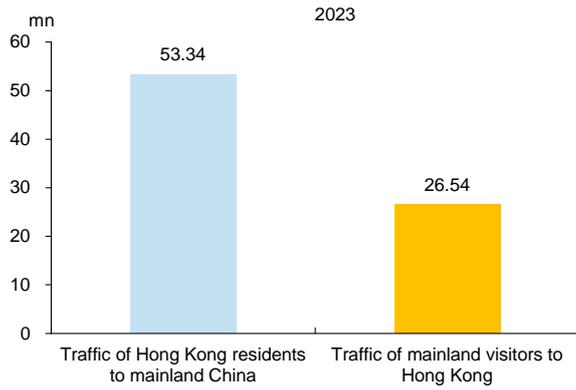


资料来源：公司、国泰君安国际。

受香港居民北上人数超过内地居民赴港人数的影响相对较小。自2023年以来，香港居民北上中国内地消费已成为一种趋势，尤其是在周末。然而，前往香港的内地旅客并没有那么多。根据香港入境事务处的数据，2023年，香港居民有5,334万人次北上。然而，只有2,654万内地居民访港。一般而言，香港居民北上人数超过内地居民赴港人数可能会导致某些香港零售商的收入减少。然而，我们认为，由于“谭仔”米线是一个快餐品牌，对公司的负面影响将小于对香港其他类型的餐厅（如中餐厅及高端餐饮）的影响。

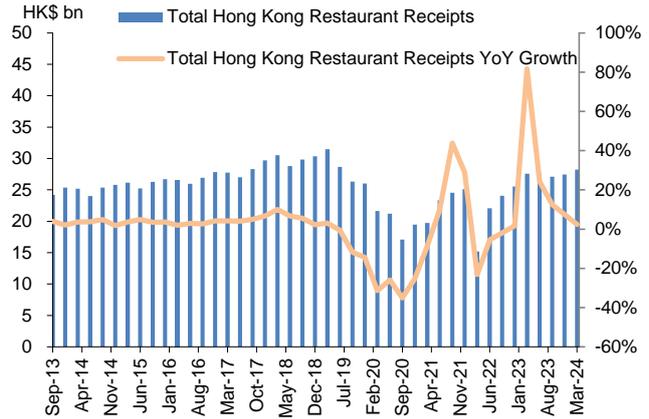
另一方面，我们也看到香港餐饮业有逐步复苏的迹象。根据香港政府统计处的数据，2024年第一季度香港食肆总收入为282亿元，仅略低于疫情前的水平。

图 10: 香港居民更愿意赴中国内地消费



资料来源: 香港入境事务处、国泰君安国际。

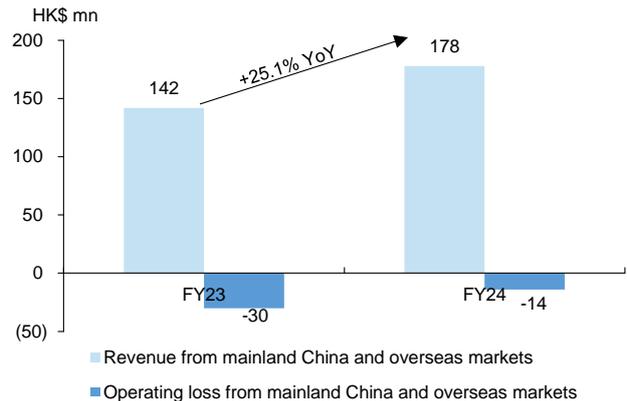
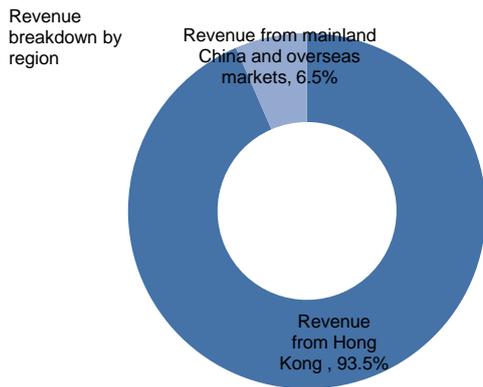
图 11: 香港餐厅的总收入正在逐步恢复



资料来源: 香港政府统计处、国泰君安国际。

香港以外市场改善显著。2024财年,中国内地及海外市场仅占公司总收入的6.5%。公司加大了在香港以外地区的成本节约和门店拓展力度。2024财年,香港以外业务的经营亏损率从2023财年的-21.0%收窄至-8.0%。我们预计2025财年亏损将继续收窄,并有可能达到盈亏平衡。其中,日本业务改善显著。2024财年,日本业务的收入同比增长了35.4%,通过替代食材、简化工作流程及减少食材损耗,亏损也大大减少。公司计划未来在东京开设新餐厅,并将优先选择在租金成本较低的住宅区扩张。

图 12: 2024 财年谭仔国际来自香港以外市场的收入占总收入的 6.5% 图 13: 谭仔国际在中国内地及海外市场的经营亏损有所收窄



资料来源: 公司、国泰君安国际。

资料来源: 公司、国泰君安国际。

进军澳大利亚及菲律宾可能带来新增长潜力。未来几年,公司将加快在澳大利亚、菲律宾和东南亚的业务拓展。2023年10月,公司与ST Group Food Industries Holdings Limited (“ST Group”)旗下附属公司建立合资公司。ST Group曾经成功于澳大利亚及新西兰为亚洲品牌发展次特许经营业务。公司将利用其庞大的次特许经营商网络,迅速捕获更多机会,在澳大利亚拓展“谭仔”品牌。合资公司已取得了令人满意的进展,计划于2024年在澳大利亚墨尔本开设首间餐厅。此外,公司还在菲律宾寻找市场机遇。公司正就菲律宾特许经营业务与Suyen Corporation旗下附属公司落实特许经营主协议的细节。首间菲律宾餐厅计划于2025年3月开业。我们认为,海外华人较多的澳大利亚及东南亚适合“谭仔”品牌的业务扩张。我们认为,1) 成立合资公司; 2) 特许经营合作这两种方式将是适合海外市场的扩张模式。我们预计公司的海外扩张将在不久的将来提供新增长动力。

图 14: 谭仔国际的新市场



资料来源: 公司、国泰君安国际。

通过特许经营模式将更多品牌引入香港。借助控股股东于日本的多品牌资源，公司可在香港经营更多的餐饮品牌，从而获得又一增长动力。2023年11月，公司与控股股东Toridoll Holdings Corporation签订了特许经营协议。公司获得了“丸龟制面”乌冬面在香港的独家特许经营权。2025财年，公司计划在香港开设四至六家乌冬面店。管理层表示，作为中长期目标，公司希望通过与控股股东的特许经营模式，开设50家不同品牌的餐厅。考虑到单一面条品牌在香港的规模上限，我们认为多品牌战略将是公司未来几年增长的关键。我们预计特许经营模式将使公司的品牌组合多样化，并为公司带来新的收入来源。

“山牛Yakiniku Yamagyu”品牌又树立了一个典范。2024年4月，谭仔国际成功协助其控股股东Toridoll Holdings Corporation在香港开设了首家“山牛Yakiniku Yamagyu”品牌餐厅。新餐厅位于慈云山。“山牛Yakiniku Yamagyu”在日本共有24家餐厅，是一个广受欢迎的日本食品品牌，以高品质、价格实惠的炭烧牛肉饭而闻名。谭仔国际将对“山牛Yakiniku Yamagyu”在香港的业务进行半年以上的监测，然后决定是否获得在香港开设更多餐厅的特许经营权。

图 15：公司控股股东 Toridoll Holdings Corporation 的品牌组合



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 16：香港新开的“山牛 Yakiniku Yamagyu”餐厅

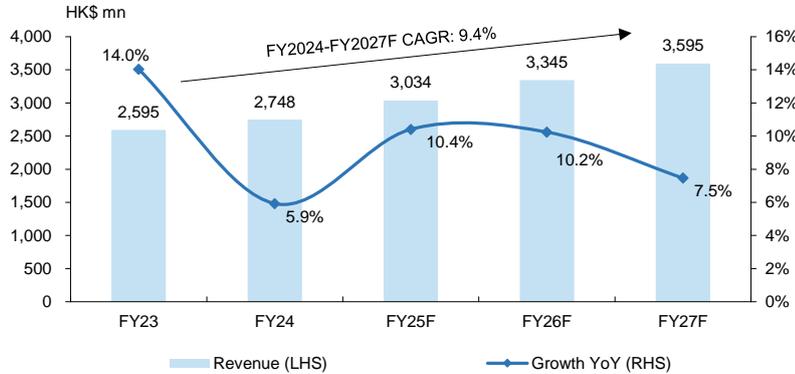


资料来源：公司、国泰君安国际。

财务预测与估值

我们预计公司在2025财年至2027财年将实现稳定的收入增长。考虑到香港食品行业的小幅复苏和谭仔品牌的快餐属性，我们预计公司在香港市场的收入将保持稳定增长。此外，我们预计谭仔国际在香港以外的市场将取得快速的门店扩张。我们预计公司在2025财年至2027财年的总收入将分别达到30.34亿港元、33.45亿港元和35.95亿港元，2024财年至2027财年的年复合增长率为9.4%。

图 17: 我们预计在 2024 财年至 2027 财年收入的年复合增长率为 9.4%

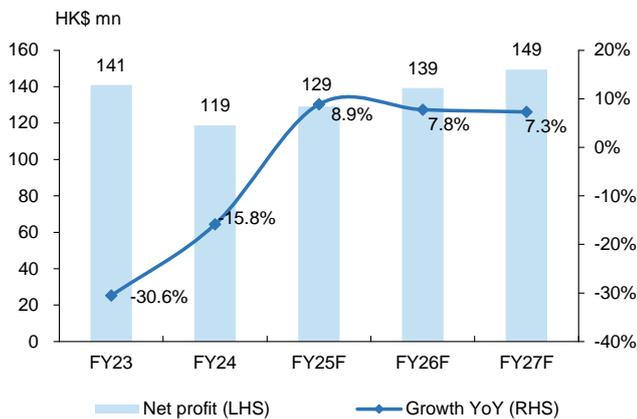


资料来源: 公司、国泰君安国际。

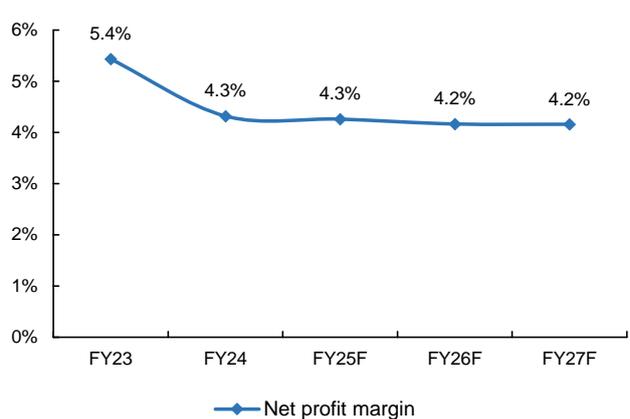
我们预计2025财年至2027财年期间，公司的经营利润率将保持在6%左右。虽然员工成本压力依然存在，但我们认为公司的经营利润率在6%左右的水平是可持续的。具体而言，我们预计公司2025财年至2027财年的经营利润率分别为6.10%、5.88%和5.83%。

我们预计2024财年至2027财年净利润的年复合增长率为8.0%。公司2024财年净利润同比下降15.8%，主要是由于2023财年政府补贴较高所致。鉴于稳健的收入增长及稳定的经营利润率前景，我们预计2025财年至2027财年的股东净利润分别为人民币1.29亿元、人民币1.39亿元和人民币1.49亿元，2024财年至2027财年的年复合增长率为8.0%。对应2025财年至2027财年净利率预测在分别为4.3%、4.2%及4.2%。

图 18: 我们预计公司 2024 财年至 2027 财年净利润的年复合增长率为 8.0% 图 19: 我们预计净利率将保持稳定



资料来源: 公司、国泰君安国际。



资料来源: 公司、国泰君安国际。

我们维持“买入”评级，目标价为1.40港元。我们预计公司进一步增长的上升潜力来自：1) 海外扩张；2) 与其控股股东的特许经营合作。我们以市盈率估值法作为计算公司目标价的主要方法，并使用贴现现金流法作为参考。基于同业比较，我们将谭仔国际的估值设定为14.5倍的2025财年市盈率，对应目标价为1.40港元。因此，我们维持公司“买入”的投资评级。

表 2：同业比较

公司名称	股票代码	货币	收市价	市值 (百万)	市盈率				市净率				ROE (%)	D/Y (%)
					23A	24F	25F	26F	23A	24F	25F	26F	24F	24F
香港上市企业—主要业务位于香港														
大快活集团*	00052 HK	HKD	8.010	1,038	23.1	n.a.	n.a.	n.a.	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
大家乐集团*	00341 HK	HKD	8.400	4,920	44.2	13.9	10.3	8.6	1.8	1.7	1.6	1.5	13.0	7.0
谭仔国际*	02217 HK	HKD	1.070	1,428	10.1	11.9	11.2	10.1	0.9	1.0	2.2	2.3	7.8	8.8
太兴集团	06811 HK	HKD	0.810	814	8.7	7.4	6.2	5.8	0.8	81.0	81.0	73.6	11.1	10.2
翠华控股	01314 HK	HKD	0.180	254	4.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
稻香控股	00573 HK	HKD	0.720	730	9.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
叙福楼集团	01978 HK	HKD	0.750	600	6.8	n.a.	n.a.	n.a.	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均					15.3	11.1	9.2	8.2	1.2	27.9	28.3	25.8	10.7	8.7
加权平均					28.1	9.4	7.3	6.3	1.4	7.7	7.9	7.2	8.6	5.7
香港上市企业—主要业务位于中国内地														
海底捞	06862 HK	HKD	16.480	91,860	18.0	16.6	14.8	13.3	7.2	6.0	4.8	3.9	39.3	3.5
百胜中国	09987 HK	HKD	264.200	102,619	17.0	15.4	13.6	11.9	2.1	2.0	1.9	1.7	13.4	1.8
九毛九	09922 HK	HKD	4.470	6,421	13.0	10.3	7.9	6.7	1.8	1.6	1.3	1.1	15.7	3.8
呷哺呷哺	00520 HK	HKD	1.660	1,803	n.a.	14.3	7.2	7.6	1.4	1.0	0.9	0.7	9.5	3.2
味千(中国)	00538 HK	HKD	1.090	1,190	5.8	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
唐宫中国	01181 HK	HKD	0.395	425	9.2	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均					12.6	14.1	10.9	9.9	2.4	2.6	2.2	1.9	19.5	3.1
加权平均					17.1	15.6	13.8	12.2	4.4	3.8	3.2	2.6	25.0	2.7
A 股上市企业														
全聚德-A 股	002186 CH	CNY	9.18	3,035	46.9	n.a.	n.a.	n.a.	3.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
广州酒家-A 股	603043 CH	CNY	16.75	10,261	17.3	15.0	13.2	11.7	2.6	2.3	2.1	1.8	15.3	2.8
西安饮食-A 股	000721 CH	CNY	7.31	4,518	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
同庆楼-A 股	605108 CH	CNY	23.12	6,474	19.8	16.8	13.1	10.7	2.7	2.4	2.1	1.8	14.3	1.3
简单平均					28.0	15.9	13.2	11.2	4.7	2.4	2.1	1.8	14.8	2.0
加权平均					18.4	10.8	9.1	7.8	4.1	1.6	1.4	1.3	10.3	1.5
其他市场上市企业														
Mcdonald's Corp	MCD US	USD	254.48	1,432,237	21.9	20.9	19.2	17.7	(39.1)	(39.9)	25.4	(41.1)	(191.5)	2.7
Restaurant Brands	QSR US	USD	68.87	246,868	18.1	20.3	17.7	16.0	7.5	6.5	6.0	5.5	32.4	3.4
Yum! Brands Inc	YUM US	USD	137.30	301,975	24.2	24.2	21.6	19.2	(4.9)	(5.2)	(5.2)	(4.9)	(21.1)	1.9
Domino's Pizza Inc	DPZ US	USD	531.40	144,750	35.9	33.4	29.5	26.4	(4.5)	(4.7)	(4.7)	(4.8)	(13.8)	1.1
Papa John's Intl Inc	PZZA US	USD	48.20	12,411	19.4	20.0	17.2	14.9	(3.4)	(3.5)	(3.4)	(3.4)	(17.5)	3.9
Skylark Holdings Co Ltd	3197 JP	JPY	2,328.00	26,343	110.8	58.1	52.6	47.5	3.3	3.1	3.0	2.9	5.2	0.5
Food & Life Companies Ltd	3563 JP	JPY	2,579.00	14,889	37.8	22.6	18.0	15.2	4.2	3.8	3.3	2.8	17.3	1.1
Saizeriya Co Ltd	7581 JP	JPY	5,260.00	13,676	49.8	36.6	23.6	19.9	2.6	2.5	2.2	2.0	7.1	0.3
Gourmet Master Co Ltd	2723 TT	TWD	90.30	3,927	21.5	17.6	13.9	12.2	1.5	1.3	1.2	1.0	8.2	4.6
Wowprime Corp	2727 TT	TWD	238.50	4,866	14.2	14.2	14.1	n.a.	4.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均					35.3	26.8	22.7	21.0	(2.8)	(4.0)	3.1	(4.4)	(19.3)	2.2
加权平均					24.0	22.6	20.4	18.6	(25.5)	(26.2)	16.2	(27.0)	(124.6)	2.5

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

注:

(1) 带*号的公司的财年年终日期为3月31日。因而我们基于彭博一致预期, 将这些公司的数据调整至对应的日历年, 便于进行同期之间的对比。

我们亦采用贴现现金流法来作为参考。通过采用贴现现金流法, 我们得出公司的公允权益估值为24.78亿港元, 相当于每股净资产为1.80港元。我们的目标价1.40港元对应每股净资产有约24%的折让。以下是我们贴现现金流法的主要假设。

表 3：谭仔的贴现现金流关键假设和分析

加权平均资本成本假设		贴现现金流计算	
无风险收益率	4.64%	企业自由现金流现值总和 (百万港元)	779
市场风险溢价	6.76%	+最终价值现值 (百万港元)	310
经调整贝塔	1.21	企业价值 (百万港元)	1,088
权益成本	12.82%	+净负债/(现金) (百万港元)	1,390
		权益价值 (人民币百万元)	2,478
债务成本	7.5%		
E/(D+E)	95.0%		
加权平均资本成本	12.49%		
		已发行股份 (百万)	1,347
长期增速	1.0%	每股净资产 (港元)	1.80

资料来源: 公司、国泰君安国际。

催化剂及风险提示

催化剂: 1) 海外市场的成功扩张; 2) 特许经营模式成功引入新品牌; 3) 新产品带来更高的增长。

主要风险包括:

1) **扩张计划可能导致风险及不确定性增加。** 尽管公司已制定了开拓澳大利亚及东南亚市场的明确计划, 但仍存在风险和不确定性。例如, 餐厅选址和开业日期可能不合适, 可能导致进一步的损失。

2) **地区差异导致新市场经营失败。** 与成熟市场相比, 在新市场经营新餐厅可能面临更多困难。例如, 公司在招聘和留存员工方面可能会遇到困难。此外, 公司可能必须迅速适应消费者口味及就餐偏好的变化。最后, 公司在新市场可能会面临比预期更激烈的竞争。

3) **香港经济环境弱于预期。** 近期香港经济略有复苏。然而, 考虑到香港仍然是公司的大本营, 香港经济的任何意外下行都可能会影响公司的增长前景和盈利能力。

公司背景

作为香港领先的餐饮集团之一, 谭仔国际已迅速将其网络扩展至229间门店, 遍布中国内地、新加坡、日本等多个市场, 并计划通过合资及/或特许经营安排进军澳大利亚及菲律宾市场。公司的著名品牌组合包括“谭仔云南米线”、“谭仔三哥米线”以及通过在香港的特许经营权而新开的日本乌冬面品牌“丸龟制面”。公司的控股股东是Toridoll Holdings Corporation, 持有公司74.26%的股份。Toridoll Holdings Corporation在日本经营和管理着1,000多间不同品牌的餐厅。

图 20: Toridoll Holdings Corporation 是公司的控股股东



资料来源: 公司、国泰君安国际。

财务报表及比率

损益表					
Year end 31 Dec (HKD m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Total revenue	2,595	2,748	3,034	3,345	3,595
Cost of sales	(620)	(648)	(728)	(810)	(870)
Gross profit	1,974	2,100	2,306	2,536	2,725
- Other net income	74	51	51	51	51
- Staff costs	(829)	(890)	(986)	(1,090)	(1,176)
- Depreciation of owned PPE	(123)	(115)	(127)	(140)	(151)
- Depr. of ROU assets & rental expenses	(499)	(532)	(587)	(648)	(696)
- Other operating costs	(403)	(439)	(471)	(511)	(543)
Operating profit	195	175	185	197	210
- Finance cost, net	(19)	(23)	(23)	(23)	(23)
- Share of results of JVs and associates	0	0	1	1	1
Profit before tax	176	152	163	175	188
Income tax	(35)	(33)	(34)	(36)	(38)
Profit after tax	141	119	129	139	149
Non-controlling interest	0	0	0	0	0
Shareholders' profit / loss	141	119	129	139	149
Basic EPS (RMB)	0.105	0.089	0.096	0.103	0.111

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Operating activities					
Profit before income tax	176	152	163	175	188
Depreciation & amortisation	541	550	715	788	847
Impairment loss on PPE, right-of-use assets	4	0	0	0	0
Finance costs	19	23	23	23	23
Interest income	(18)	(44)	(44)	(46)	(47)
Others	(0)	0	(1)	(1)	(1)
Changes in working capital	66	16	24	24	17
Net cash from operations	788	697	879	963	1,027
Income tax paid	(72)	(47)	(34)	(36)	(38)
Cash from operating activities	716	650	845	927	988
Investing activities					
Interest received	18	44	44	46	47
Purchase/disposals of PPE	(163)	(70)	(140)	(136)	(151)
Other investing cash flow	0	0	0	0	0
Cash from investing activities	(145)	(26)	(96)	(91)	(104)
Financing activities					
Dividend paid to owners of the Company	(152)	(177)	(117)	(120)	(129)
Lease rentals paid	(390)	(446)	(572)	(645)	(697)
Capital raised	0	(30)	0	0	0
Interest of lease rentals paid	(19)	(23)	(23)	(23)	(23)
Other financing cash flow	0	0	0	0	0
Cash from financing activities	(561)	(676)	(711)	(787)	(849)
Net changes in cash	10	(51)	38	49	36
Cash at beginning of year	1,365	1,376	1,352	1,390	1,439
Exchange losses	0	27	0	0	0
Cash at end of year	1,376	1,352	1,390	1,439	1,475

资料来源：公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year end 31 Dec (HKD m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
PP&E	244	188	201	197	197
Interests in associates & JVs	0	5	6	7	8
Right-of-use assets	769	779	779	779	779
Deposits and prepayments	124	115	115	115	115
Deferred tax assets	25	29	29	29	29
Other non-current assets	0	0	0	0	0
Total non-current assets	1,161	1,116	1,130	1,127	1,128
Inventories	23	25	25	25	25
Contract assets	0	0	0	0	0
Trade and other receivables	28	46	51	56	61
Deposits and prepayments	87	84	84	84	84
Restricted cash	0	0	0	0	0
Cash & cash equivalents	1,376	1,352	1,390	1,439	1,475
Other current assets	0	0	0	0	0
Total current assets	1,514	1,507	1,550	1,604	1,644
Total assets	2,675	2,623	2,680	2,731	2,773
Trade and other payables	238	232	261	290	311
Lease liabilities	352	378	378	378	378
Short-term borrowings	0	0	0	0	0
Current tax liabilities	14	7	7	7	7
Other current liabilities	27	30	30	30	30
Total current liabilities	631	646	675	704	726
Lease liabilities	436	426	441	444	443
Long-term borrowings	0	0	0	0	0
Deferred tax liabilities	5	3	3	3	3
Other non-current liabilities	61	62	62	62	62
Total non-current liabilities	503	491	507	510	509
Total liabilities	1,133	1,137	1,182	1,214	1,234
Total shareholders' equity	1,542	1,486	1,498	1,518	1,538
Minority interest	0	0	0	0	0
Total equity	1,542	1,486	1,498	1,518	1,538

财务比率					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Revenue growth (%)	14.0	5.9	10.4	10.2	7.5
Gross profit growth (%)	12.4	6.4	9.8	9.9	7.5
Operating profit growth (%)	(25.0)	(10.4)	5.9	6.2	6.6
Shareholders' profit growth (%)	(30.6)	(15.8)	8.9	7.8	7.3
Gross margin (%)	76.1	76.4	76.0	75.8	75.8
Operating profit margin (%)	7.5	6.4	6.1	5.9	5.8
Shareholders' profit margin (%)	5.4	4.3	4.3	4.2	4.2
ROE (%)	9.1	7.8	8.7	9.2	9.8
ROA (%)	5.4	4.5	4.9	5.1	5.4
Current ratio (x)	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
Net gearing ratio (%)	Net cash				
Total liabilities/total assets (%)	42.4	43.4	44.1	44.4	44.5
Receivable turnover days	6.0	4.9	5.9	5.9	5.9
Payable turnover days	128.8	132.4	123.4	124.0	126.0

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2024国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com