

8181 株式会社東天紅 (Totenko Co., Ltd.)

Kabugami V3.2 62.67/100 · B

这家公司是做什么的

東天紅主营中式餐饮，重点经营大型宴会、婚礼和餐厅业务；同时持有并出租部分不动产。公司2026年2月末有11家门店，上野本店是宴会和婚礼业务的核心据点。

最近亮点

2027年2月期Q1销售12.34亿日元、同比+1.7%，营业利润1.53亿、同比-7.8%，营业利润率约12.3%；宴会收入同比约+7.3%，婚礼收入约-9.7%。公司维持全年销售49亿、营业利润5.25亿、净利润4.55亿的…

资料截止 2026-09-20 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-20
研究规则版本 SHA	c26e6f02f51ef9d3b080391186ed1a2e712e1682
评分版本	V3.2
发布源 SHA	ee54e2007b78aa6e43024a0a02bcc092f943fdf4
交付代码版本 SHA	ee54e2007b78aa6e43024a0a02bcc092f943fdf4
交付运行时指纹	0bea1363886e85962c75f99db3f5460d6fa49c23f7258bfdbaf5e654a2be5f6e

先看研究要点

为什么值得研究	疫情后收入仍显著低于 2019—2020 年前约 68—70 亿日元规模，但 2024—2026 年营业利润率却由约 9.1%升至 10.4%、10.7%，说明固定成本、门店结构、价格/产品组合和宴会运营已经发生真实改善；上野店宴会业务是当前最清晰的盈利引擎。资产负债表拥有约 19 亿现金、约 75 亿净资产与较高自己资本比率，为改装和系统投资提供缓冲。
最需要担心什么	2026 年 2 月期客数同比只有 96.2%，销售增长更依赖客单价/组合；Q1 销售增长但营业利润下降，说明人工、改装折旧和其他成本已经开始侵蚀利润。婚礼需求 Q1 同比下滑约 9.7%，宴会和大型活动又有明显季节性与经济敏感性。约 45.5 亿日元土地及约 34 亿出租业务资产并不能直接等同“隐藏价值”，其真实市场价值、可处分性与资本回报仍是 UNKNOWN。
Kabugami 现在怎么看	这家公司目前真正值得研究的不是“0.34 倍 PBR 有多便宜”，而是疫情后重建出来的约 10%营业利润率能否成为长期经营基线，以及管理层能否把这项经营修复转化成更高资本效率和更明确的少数股东回报。过去疫情前即使年销售接近 70 亿日元，利润率也长期很低；现在收入只有约 48 亿，却已经连续三年产生 4—5 亿级营业利润，这是结构变化。反面是，2026 财年净利润被递延税项明显抬高，Q1 已经出现增收减益，资本仍高度沉淀于物业，分红只有 15 日元且几乎没有实质回购。当前 62.67/B 来自真实的盈利结构修复、现金流、资产负债表和低估值；没有更高，是因为护城河有限、资本配置传导偏弱、控制股东结构和价格系统尚未证明进入长期上移状态。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：约 10%的营业利润率是新常态，还是疫情后恢复期的暂时高点

東天紅最反常识的地方，是销售规模缩小了，利润反而明显变好了。

2018—2020 年，公司年销售大致在 68—70 亿日元附近，但营业利润长期接近盈亏平衡；疫情期又遭遇大额亏损。到 2024 年 2 月期，销售只恢复到约 46.8 亿日元，营业利润却已经回到约 4.25 亿、利润率约 9.1%；2025 年约 10.4%，2026 年进一步到 10.7%。

因此本轮最重要的公司特有问题的不是“餐饮行业复苏了吗”，而是：

门店/固定成本重置、宴会占比、价格与产品组合、数字获客以及自有物业结构，能否让東天紅在约 50 亿日元销售规模上持续保持接近 10% 的营业利润率；如果能，低 PBR 才可能从资产折价变成资本效率重估。

01.2 | 当前答案：经营结构已经变好，但资本市场尚未相信它能长期转化成股东回报

支持结构改善的证据是连续的：

- 2024 年 2 月期营业利润率约 9.1%；
- 2025 年约 10.4%；
- 2026 年约 10.7%；
- 2027 年 2 月期公司仍预测约 10.7%；
- 2026 年经营现金流 6.27 亿日元，简单自由现金流约 4.77 亿；
- 有息负债从疫情后高位持续下降。

反证也很具体：2026 年 2 月期客数同比只有 96.2%，但销售仍增长 2.1%，说明价格/组合贡献很大；2027 年 Q1 又出现销售+1.7%、营业利润-7.8%，改装折旧和各类费用已经开始吞掉增量收入。

所以当前判断不是“利润率已毕业”，而是：

10% 左右利润率已经从一次性反弹升级成可验证的新经营基线，但还需要在宴会需求、人工成本、改装折旧和婚礼弱势并存时继续证明。

01.3 | 本轮为何是 FIRST_COMPLETE

公开网站上存在早期 8181 故事/研究内容，但当前正式 Single Report source 中没有一个可作为 structured-deep-research-v1 完整基线的现行 Review。

因此本轮按当前方法重新完成公司先行 Open Discovery、Coverage35 Structured Deep Research、独立 Technical、Cross-domain Integration、Research Debt 修复、Full Synthesis、V3.2 Score、Routing 与自然 00—15，而不是把旧文章当成 KEEP_EXISTING 授权。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 这不是普通“翻台餐厅”，核心资产是大空间宴会能力

東天紅经营中式餐饮，但经济结构与普通街边餐厅不同。

公司同时拥有餐厅、包间、大型宴会厅、婚礼会场等设施，客户场景包括企业宴会、欢迎会/送别会、股东会、庆典、家庭纪念、婚礼和一般餐饮。

这意味着收入不仅由日常餐桌翻台决定，也取决于：

- 大型空间利用率；
- 一次活动的人数与客单价；
- 法人销售和预约能力；

- 婚宴/宴会季节；
- 餐饮、服务、会场和设备的组合价值。

因此上野本店这种大体量据点的利用率变化，会比普通单店客流对利润更重要。

02.2 | 固定成本高，所以“利用率 + 客单价”决定利润弹性

公司大量成本来自自有/长期使用的建筑、设备、人员、折旧和租赁。2026 年 2 月期 SG&A 中工资约 7 亿日元、折旧约 2.28 亿、租赁约 2.58 亿；生产成本又有较高人工和制造经费。

这种模式的特征是：

空间、人和设备一旦已经存在，更多宴会收入可以较快落到利润；反过来，客流下降时固定成本也会放大亏损。

疫情期间的大额亏损就是极端反证。

02.3 | 不动产出租既是稳定现金，也可能是低回报资本占用

公司把不动产出租单独作为报告分部。

2026 年 2 月期出租业务销售约 1.93 亿日元、营业利润约 0.80 亿，看起来利润率很高；但分部资产约 33.95 亿日元，营业利润对分部资产的简单回报只有约 2.4%。

所以出租业务的价值不能只看利润率。它一方面提供稳定收入，另一方面也显示大量资本被沉淀在低周转资产中。

这正是低 PBR 解释的重要一环。

03 | 产品、客户与需求结构

03.1 | 宴会已经成为最重要的经济引擎

2026 年 2 月期收入分解大致为：

- 宴会约 25.44 亿日元，占总销售约 53%；
- 婚礼约 9.93 亿；
- 餐厅/Grill 约 9.07 亿；
- 店售及其他约 1.60 亿；
- 出租业务约 1.93 亿。

宴会是最大收入池，而且公司连续在 IR 中强调上野店、WEB 获客和法人销售。

2027 年 Q1 宴会收入从约 6.32 亿增至 6.78 亿，同比约+7.3%，而婚礼从约 2.66 亿降至 2.40 亿，同比约-9.7%。

这说明当前增长不是“所有业务一起好”，而是宴会强、婚礼弱。

03.2 | 2026 年全年客数下降而销售上升，是最有价值的经营信号之一

公司披露 2026 年 2 月期中国料理客数约 46.3 万人，同比为 96.2%；同期总销售却同比增长 2.1%。

粗略看，每位顾客对应的收入提升约 6%左右。

这里面可能包含提价、宴会人数/结构、婚礼套餐、产品组合和高价值场景变化。公开资料不能把这几个因素精确拆开，但至少说明：

盈利修复已经不再依赖“客流恢复”这一个变量。

反面是，如果消费者节约倾向加重，价格/组合继续上移也可能伤害客流，所以这不是无限提价能力。

03.3 | 婚礼业务仍是结构性弱点

公司正在从价格竞争转向体验价值、接客、数字营销和新方案。

但婚礼市场本身面临人口、婚姻数量、婚礼规模变化和酒店/专业婚礼场馆竞争。Q1 婚礼收入同比下滑约 9.7%，已经是当前最直接的弱项。

婚礼能否恢复不应成为本轮基本情景的核心增长假设。

03.4 | 外食大环境仍在增长，但“客单价撑销售”是行业共同现象

日本フードサービス協会数据显示，2025 年外食全店销售同比约+7.3%，客数约+2.9%、客单价约+4.3%；2026 年 7 月行业销售仍同比约+6.8%、客数约+3.2%、客单价约+3.5%。

这给東天紅提供了需求背景，但也说明客单价上升并不是公司独有优势。

真正需要证明的是：東天紅能否在行业整体提价的情况下，依靠宴会场景和服务组合维持更高利润，而不是只跟随通胀涨价。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 真正的竞争对手不是“中国菜餐厅”，而是所有大型聚会空间

对企业宴会、婚礼和庆典客户来说，可替代品包括：

- 酒店宴会厅；
- 婚礼会场；
- 会馆与会议/活动场地；
- 高端日料、西餐、其他中餐；
- 大型连锁餐厅的包场或团体方案。

因此東天紅的竞争不是一道菜的口味竞争，而是场地、交通、规模、服务、菜单、价格和活动执行的综合竞争。

04.2 | 上野本店和长期宴会运营经验是差异化，但不是强垄断

上野本店拥有较强品牌认知、大型空间和长期宴会经验，能够承接普通餐厅无法处理的大型法人/家庭活动。

这些能力需要厨房、服务、会场、销售和现场执行配合，复制并非完全零成本。

但客户并没有高到难以切换的锁定：下一次宴会可以换酒店、其他餐厅或不同会场。因而它更接近运营型差异化，不是技术专利或网络效应型护城河。

04.3 | 数字化更像效率工具，而不是独立护城河

公司正在加强 WEB 获客、SNS、预约系统与 POS 连接，也提到 AI 和店铺系统化。

这些措施有机会降低获客、预约和客户管理摩擦，提高法人销售转化和复购识别。

但竞争者也能使用类似工具，所以数字化本身不会形成长期壁垒；真正的价值要通过更高预约转化、人工效率和客户留存体现。

05 | 护城河判断

東天紅的护城河评为中等偏弱，但具有真实的场景运营壁垒。

正面结构包括：

- 上野等核心据点的大型宴会空间；
- 60 多年品牌和宴会运营经验；
- 同时处理餐饮、会场、服务和婚礼的组织能力；
- 法人销售与多场景客户关系；
- 自有/长期控制物业使部分核心空间不受短期租约影响。

反证更重要：

- 客户每次宴会都可以重新选择；
- 酒店和其他会场替代品很多；
- 婚礼市场竞争激烈；
- 价格提升会受到消费者预算约束；
- 人才与服务品质难以规模化复制；
- 物业资产本身并不自动产生高 ROIC。

所以最合理的结论是：

公司有“适合大型宴会”的运营与场地优势，但没有足以单独支撑高估值的强护城河。利润率改善更多来自经营结构和成本纪律，而不是市场支配力。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 最大 Research Dividend：销售比疫情前少很多，利润却高得多

2018—2020 年前，公司销售大致在 68—70 亿日元附近，但营业利润长期接近零，2017 财年甚至仍有营业亏损。

2024 年 2 月期销售约 46.8 亿、营业利润约 4.25 亿；2025 年营业利润约 4.90 亿；2026 年约 5.15 亿。

也就是说，公司现在用过去约七成的销售规模，产生了远高于疫情前的营业利润。

这无法只用“客流恢复”解释，说明门店/固定成本、价格、业务组合和运营效率至少有一部分发生了结构变化。

06.2 | 三年营业利润率 9%—11%，已经跨过一次性反弹门槛

营业利润率大致为：

- 2024 年 2 月期：9.1%；
- 2025 年 2 月期：10.4%；
- 2026 年 2 月期：10.7%；
- 2027 年 2 月期公司预测：10.7%。

这已经不是一个季度的异常。

但 Q1 销售增长 1.7%、营业利润下降 7.8%，利润率由约 13.6%降至 12.3%，公司解释为各类费用和店铺改装折旧增加。

因此当前最关键的是：利润率新基线已经出现，但再投资成本开始测试它。

06.3 | 2026 财年净利润 618 百万日元不能直接当正常盈利

2026 财年营业利润 515 百万、经常利润 474 百万，税前利润约 463 百万，但净利润达到 618 百万。

主要原因是递延税金资产等税效果带来约 1.55 亿日元的税收利益。

所以 240.77 日元历史 EPS 高估了正常化税后盈利。公司 2027 财年预测净利润 455 百万、EPS177.17 日元，更适合作为当前估值参照。

06.4 | 现金流质量明显改善

2026 年 2 月期：

- 经营现金流约+6.27 亿日元；
- 投资现金流约-1.50 亿；
- 简单自由现金约+4.77 亿；
- 财务现金流约-2.62 亿；
- 期末现金约 18.74 亿。

这说明营业利润已经转化成真实现金，同时公司在偿债和支付分红后仍增加现金。

06.5 | 资产负债表安全，但不是“净现金资产股”

2026 年 5 月末总资产约 113.24 亿、净资产约 74.90 亿，自己资本比率约 66.1%。

现金约 18.98 亿；短期借款及一年内到期部分合计约 12.58 亿、长期借款约 14.98 亿，有息负债合计约 27.57 亿，简单净负债约 8.59 亿。

风险不高，但公司仍需要债务支持物业和经营资产。

06.6 | 物业资产必须看资本回报，而不只是账面金额

2026 财年饮食业务分部资产约 52.12 亿、营业利润 4.35 亿，简单营业利润/分部资产约 8.4%；出租业务资产约 33.95 亿、营业利润 0.80 亿，约 2.4%。

这说明账面资产很多，但一部分资产回报偏低。

公司土地约 45.54 亿日元，而且是在 2001 年依据土地再评价法重估后列账，并存在约-15.9 亿日元土地再评价差额；另有约 41.8 亿日元建筑和土地用于约 25 亿日元借款担保。

因此没有当前不动产评估，就不能把土地账面值简单说成“大量隐藏资产”。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 小泉グループ约三成持股，使治理既有稳定性也有少数股东问题

公司 2026 年仍披露支配株主等相关事项。公开股东资料显示，小泉グループ约持有 30% 的股份，是第一大股东；集团相关方与公司之间也存在管理/不动产等关系。

这种结构的正面是长期股东稳定、经营不容易被短期市场压力打乱。

反面是，小股东更需要观察：

- 关联交易是否市场化；
- 大额物业和资本支出是否以全体股东回报为中心；
- 低 PBR 下是否愿意提高分红/回购或出售低回报资产；
- 董事会能否对控制股东形成真实独立约束。

目前没有证据证明存在具体利益输送，本轮不做无依据指控；但控制结构本身应进入估值折价。

07.2 | 治理改善最值得用资本配置结果验证

公司近年最明显的管理成果是疫情后经营修复和负债下降。

相比管理层履历，更值得跟踪的是：

- 门店改装能否带来增量利润；
- 低回报出租资产是否继续长期占用资本；
- 现金增加后是否提高股东回报；
- 婚礼弱势业务是否继续以投入换规模，还是保持回报纪律。

07.3 | 上场维持标准已经合规，但市场流动性仍然偏低

公司 2025 年 4 月公告已符合上场维持标准，这是治理与资本市场管理上的正面变化。

但小市值、低成交和集中持股不会因此消失。流动性仍是实际持有与退出成本的一部分。

08 | 资本政策

08.1 | 偿债是过去几年的正确第一顺位

疫情后公司有息负债曾明显上升。随着盈利和现金流恢复，公司持续偿还借款，2026 年 2 月期有息负债约 27.9 亿，较上年继续下降。

这一步提高了生存韧性，也降低利息负担和未来融资风险。

08.2 | 15 日元分红太保守，尚未形成低 PBR 资本回报闭环

2026 年 2 月期每股分红 15 日元，总额约 0.39 亿日元；公司 2027 年也只预测 15 日元。

按预测 EPS177.17 日元，预测派息率约 8.5%；按 991 日元股价，股息率约 1.5%。

在公司已有较高自己资本比率、正自由现金流和约 0.34 倍 PBR 的情况下，这个现金回报强度偏低。

低估值要真正缩窄，市场需要看到：

经营修复 → 自由现金 → 减债完成后的分红/回购/高回报投资。

当前第三步还不够清晰。

08.3 | 几乎没有实质回购

公司自行持有股份的增加主要来自单元未满股的零星买回，不构成主动资本政策。

因此不能把低 PBR 当成“管理层正在利用折价回购”的故事。

08.4 | 装修与系统投资需要用回报验证

公司继续投入上野及其他现有店改装、预约与 POS 连接、机械化和数字获客。

这些投资合理，但只有在未来带来更高宴会利用率、更低人工压力或更高客单价时，才是高 ROIC 资本开支。

Q1 折旧上升并压低利润，已经给出了第一张验证账单。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 约 0.34 倍 PBR 与约 5.6 倍预测 PER 确实很低

9月18日收盘 991 日元。

按公司 2027 财年预测 EPS177.17 日元，预测 PER 约 5.6 倍；按 Q1 末净资产和在外股份粗算，每股净资产约 2,916 日元，PBR 约 0.34 倍。

市值约 25.5 亿日元，而净资产约 74.9 亿日元。

表面折价非常大。

09.2 | 企业价值口径仍不贵，但不能把所有资产都当“可免费变现”

按 Q1 末现金约 18.98 亿、有息负债约 27.57 亿和约 25.5 亿市值粗算，企业价值约 34 亿日元。

对公司全年营业利润 5.25 亿日元指引，EV/营业利润约 6.5 倍。若把约 4.37 亿投资有价证券也全部视为可自由动用资产，倍数会更低，但这只是敏感性分析，不等于所有证券都应该被马上分配给股东。

09.3 | 低 PBR 有三条合理解释

市场折价并非完全没有理由：

1. 餐饮/宴会需求具有周期和事件波动；
2. 大量资本沉淀在低周转物业，尤其出租资产回报偏低；
3. 控制股东结构和偏低股东回报，使账面净资产不一定快速转化成少数股东现金回报。

所以安全边际的核心不是“账面值远高于股价”，而是：

经营利润率能不能继续稳定、自由现金能不能持续、资本政策能不能把折价资产变成股东收益。

09.4 | 真正的重估路径是 ROE 与资本回报一起上升

如果公司继续保持约 5 亿营业利润、自由现金为正、净负债下降，同时把股东回报率从当前低个位数明显提高，0.34 倍 PBR 就会越来越难解释。

如果利润率回落、装修投入增加而自由现金走弱，同时分红仍维持 15 日元，低 PBR 可能长期维持。

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

10.1 | Technical Question：2025 年的恢复脉冲能否留下更高价格重心，还是再次回到长期脉冲—回落模式

東天紅的长期价格不是稳定复利上涨，而是多次大脉冲后重新回落。

历史上 2000 年前后出现极高价格波动，2005 年、2012 年、2017 年也都有明显上冲；2017 年最高约 2,900 日元，但 2018 年迅速回落，2020 年疫情低点约 688 日元。

2024 年股价主要在 720—1,094 日元，2025 年从 765 日元上升到最高 1,289 日元并收于 1,116 日元；2026 年又回到 950—1,000 日元附近。

所以当前真正的问题是：

2025 年盈利修复带来的上冲，能否最终把长期主要运行区从 700—900 日元抬到 1,000 日元以上，还是旧的脉冲—回落路径仍然占主导。

10.2 | 完整价格生命史：历史脉冲很多，长期持续上移很少

年度历史显示：

- 2000 年前后出现过极端高波动，随后长期下移；
- 2005 年和 2012 年出现过强反弹；
- 2017 年最高约 2,900 日元，2018 年最高仍约 2,203 日元，但当年收盘只约 1,163 日元；
- 2020 年疫情低点约 688 日元；
- 2022—2024 年低点大致在 720—754 日元；
- 2025 年最高 1,289 日元；
- 2026 年截至 9 月 18 日高点 1,150 日元、低点 950 日元、收盘 991 日元。

这个历史最清楚的 Path Fingerprint 是：

强脉冲并不稀缺，难的是脉冲后形成可重复、更高的长期价格重心。

10.3 | 2022—2025 确实出现底部抬高，但 2026 没有继续迁移

2022 年低点 754 日元、2023 年 733、2024 年 720，长期底部没有持续恶化；2025 年低点 765，年末收在 1,116 日元，首次明显把年末重心抬高。

如果 2026 继续在 1,050—1,200 日元反复运行，可以把它理解成新的价格区域开始建立。

但现实是，2026 年 3 月以后价格逐步回到 1,000 日元附近，6 月低点 950，9 月收 991。

这说明旧状态已经弱于 2020—2024 最差阶段，但 2025 的高位状态没有被完整保留下来。

10.4 | Return Topology：1,289 日元脉冲已回吐约四分之一

2025 年高点 1,289 日元到 2026 年低点 950 日元，最大回撤约 26%。9 月 18 日 991 日元距离低点只约 4%，距离 2025 高点仍低约 23%。

从 Return Topology 看，价格已经明显重新接近 2024—2025 旧区，而不是在 1,150—1,250 日元高位完成浅回抽。

所以当前不能把 2025 上冲定义为完成迁移。

10.5 | 月线近半年是压缩，不是新的向上释放

2026 年 3 月以来月度价格大致围绕 980—1,100 日元收敛：

- 3 月收 1,002；
- 4 月 1,025；
- 5 月 983；
- 6 月 1,044；
- 7 月 1,000；
- 8 月 993；
- 9 月截至 18 日 991。

波动明显变窄，但低波动本身不等于看多。

目前更像旧脉冲释放后的低能量压缩：价格没有再跌回 700—800 日元，但也没有形成持续上升的重心。

10.6 | 价格吸引区与结构矛盾

当前约 950—1,050 日元已经形成新的短中期反复运行区。

正面是，它高于 2022—2024 常见的 700—900 日元低位，说明极端低价状态的吸引力已经下降。

反面是，2025 的 1,100—1,250 日元高位没有成为稳定主要运行区，说明更高状态的回复约束仍不足。

因此纯价格 Technical State 是：

旧低位状态有所削弱，但新高位状态尚未建立；当前处于 950—1,050 日元压缩重组。

10.7 | 事件响应：盈利结构变好后，价格给过信用，又收回了一部分

2024—2026 年营业利润率连续保持约 9%—11%，2025 年价格也从 900 日元附近扩张到 1,289 日元。

事件本身不是技术证据；价格响应才是。

随后即使 2026 年 2 月期营业利润继续创新修复阶段高点、公司给出 2027 财年增益指引，价格仍回到 1,000 日元附近；Q1 增收减益后也没有重新向 1,200 日元以上扩张。

这表明市场已经承认“公司活过来了”，但还没有把“经营修复”升级为“长期资本回报重估”。

10.8 | Price-Fundamental Timing：基本面领先，价格等待资本回报证明

当前更接近 Fundamental-led。

基本面已经连续三年证明营业利润率明显高于疫情前，资产负债表也修复；价格只完成了一次 2025 脉冲，随后回落。

如果未来资本回报加强、利润率继续稳定，而价格能重新站上 1,100—1,150 日元并在深回抽后保留，价格才可能追上基本面。

10.9 | 下一步确认与证伪

更强确认：

- 950 日元附近继续成为有效低点，而不是被持续跌破；
- 月线重新越过 1,100—1,150 日元并形成可重复运行区；
- 以后再冲击 1,289 日元时，不再出现快速完全回吸。

主要证伪：

- 持续跌破 950 日元；
- 重新进入 850—900 日元以下旧区；
- 盈利没有恶化但价格仍长期回到旧低位，意味着市场对资本效率/治理折价进一步加深。

本轮 Technical 内部判断 50/100，对应 V3.2 技术贡献 6.50/13。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

增收不增利。Q1 已经出现销售+1.7%、营业利润-7.8%，人工、折旧、改装和其他费用可能持续吞掉客单价提升。

宴会集中。当前增长越来越依赖上野店及宴会部，企业活动、会展、庆典和大型聚会受经济、天气、突发事件影响。

婚礼结构下滑。Q1 婚礼收入同比约-9.7%，行业人口与婚礼规模变化使该业务难以回到旧增长逻辑。

价格/客流平衡。2026 财年客数同比下降，收入靠价格/组合维持；消费者节约倾向增强时继续提价可能伤害需求。

人工与原材料。餐饮行业持续面临人手不足、工资、米、食材、物流和水电成本上涨。

物业资本效率。资产很多不代表回报高；出租分部资产回报较低，土地真实市场价值和可处分性未知。

控制股东/少数股东。约三成控制股东持股和关联关系要求更高资本配置透明度。

流动性。小市值和低成交会放大交易成本和单笔价格波动。

11.2 | 主要催化剂

- Q2/H2 继续维持约 10% 营业利润率；
- 宴会增长延续，同时婚礼下滑不再扩大；
- 改装与预约/POS 投资开始提升利用率而非只增加折旧；
- 自由现金继续为正，有息负债进一步下降；
- 分红、回购或资产处置使股东回报明显增强；
- 出租/低回报资产出现更高效利用；
- 股价在 950 日元附近完成更强回抽测试，并重新建立 1,100 日元以上运行区。

12 | 反常识发现

12.1 | 最强的好消息不是“客流回来了”，而是少卖很多也能赚更多

疫情前公司年销售接近 70 亿日元，却经常只能赚到接近零的营业利润。

现在销售只有约 48 亿，营业利润却超过 5 亿。

这意味着真正的盈利修复来自经营结构、固定成本、价格/组合和空间利用效率，而不是简单把旧客流找回来。

12.2 | 客数下降与收入增长同时发生，说明利润率故事必须从“量”升级到“价与组合”

2026 财年客数同比下降约 3.8%，销售却增长 2.1%。

这不是典型的客流复苏，而是每位客户带来的收入提高。

它既是正面证据，也是未来风险：只要价格/组合无法继续抵消客流压力，销售增长就会变难。

12.3 | 0.34 倍 PBR 最容易被误读成隐藏资产故事

公司有 45 亿日元土地和大量物业，但土地已经在 2001 年依法重估，部分物业又作为借款担保；出租业务对资产的简单经营回报也只有低个位数。

所以当前最值得期待的不是“土地突然值很多钱”，而是把已有资产产生的现金回报提高。

如果资本效率不变，低 PBR 完全可以长期存在。

12.4 | 基本面修复已经领先价格，市场真正等的是资本政策

营业利润率已连续三年稳定在约 9%—11%，而股价在 2025 脉冲后又回到约 1,000 日元、PBR 约 0.34 倍。

这说明市场并非没有看到盈利修复，更可能是在怀疑：这些利润能否长期持续，以及资产/现金最终是否属于少数股东的可兑现回报。

13 | 下一次值得跟踪什么

下一轮最有信息价值的证据不是再收集餐厅介绍，而是：

- 1. 2027 财年 Q2/H2 利润率。如果销售增长不快但营业利润率仍接近 10%，结构修复进一步成立；若快速回落，说明 Q1 成本压力在扩散。
- 2. 宴会与婚礼分化。宴会是否继续增长；婚礼下滑是否见底。
- 3. 客数与客单价桥。能否获得更清晰的价格、人数、场景组合拆分。
- 4. 店铺改装回报。折旧增加后，预约、宴会利用率和客单价是否提高。
- 5. 自由现金与净负债。经营现金流能否持续覆盖改装与系统资本开支。
- 6. 股东回报。15 日元分红是否提高，是否开始使用回购或其他低 PBR 对策。
- 7. 低回报物业。是否出现处置、重开发、用途优化或更高租金回报。
- 8. 关联交易与董事会独立性。支配株主结构下，资本配置是否持续对全体股东公平。
- 9. 技术结构。950 日元是否成为更高底部；能否重新建立 1,100—1,150 日元以上的可重复运行区。

当前最重要的 Research Debt：

- 45.5 亿日元土地及主要物业的当前市场价值、可处分性与税后价值；
- 门店/会场级利用率和利润率，尤其上野店贡献；
- 宴会主要法人客户集中度与复购；
- 提价、产品组合、客数对销售增长的精确桥；
- 关联方交易的更细经济条件；
- 改装项目的预计回报率。

这些问题公开资料目前不足以精确闭合，但没有剩余合理高 VOI 公开路径足以在本轮改变核心结论，因此保留为下一 Review 的明确起点。

14 | Kabugami Score 评分卡

Score Version：V3.2

Kabugami Score：62.67 / 100

Rating：B

模块	权重	内部判断	加权贡献	当前理由
财务韧性与下行防御	13	76/100	9.88	自己资本比率约 66%、自由现金为正、债务下降；但仍有约 27.6 亿有息负债及大额担保物业。
竞争优势与结构耐久性	14	48/100	6.72	上野核心据点、大宴会空间和长期运营经验有真实差异化，但酒店/会场/其他餐饮替代很多，客户切换成

				本有限。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	68/100	11.56	三年营业利润率 9%—11%、经营现金转化真实；但 2026 净利润有税项收益，Q1 已增收减益，物业资本回报分化明显。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	62/100	6.82	宴会清晰主引擎，Q1 仍增长；婚礼下滑、客数下降、人工/食材和活动需求敏感构成约束。
估值与安全边际	15	85/100	12.75	预测 PER 约 5.6 倍、PBR 约 0.34 倍、EV/营业利润约 6.5 倍；但低回报资产和治理/股东回报使折价部分合理。
资本配置与股东回报	10	48/100	4.80	减债方向正确，但 15 日元分红、约 8.5%预测派息率且缺乏实质回购，尚未形成低 PBR 资本回报闭环。
治理、所有权与管理层	7	52/100	3.64	经营修复是管理正证据；约三成控股股东结构带来稳定性，也增加少数股东资本配置折价。未发现具体滥用证据。
Kabugami 技术结构	13	50/100	6.50	2025 脉冲后回撤至 950—1,000 日元，旧低位削弱但更高价格重心尚未稳定建立；流动性低。
合计	100		62.67	B

本轮评分没有把“土地账面额”“研究资料多”“行业客单价上涨”重复计分；估值折价、资本效率和治理分别只按其独立经济含义裁决。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告为 Kabugami.jp 公开研究记录，不构成投资建议、投资招揽、证券买卖推荐、目标价、收益保证或适合性判断；投资者可能损失部分或全部本金。

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景、技术结构或其他研究判断均可能因事实遗漏、资料时差、解释差异、模型错误、市场、流动性、信用、业务、技术、治理或资本政策变化而偏离实际结果。读者应阅读最新法定披露，并结合自身风险承受能力、资金期限及税务／法律状况独立决策。

15.1 | 主要公司一手资料

1. 東天紅 | 企业信息

<https://www.totenko.co.jp/company/>

2. 東天紅 | IR 信息首页

<https://www.totenko.co.jp/ir/>

3. 東天紅 | 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信 (2026-07-13)

<https://www.totenko.co.jp/renew2023/wp-content/uploads/2026/07/ec22fd15e051440e860625cc56f5a831.pdf>

4. 東天紅 | 2026 年 2 月期 決算短信 (2026-04-13)

<https://www.totenko.co.jp/renew2023/wp-content/uploads/2026/04/daa00b53a3f7d5cf8f8b7f90f8140172.pdf>

5. 東天紅 | IR News / 支配株主等、上場維持標準等

https://www.totenko.co.jp/ir/ir_news/

6. 東天紅 | 股東優待制度

<https://www.totenko.co.jp/ir/stockholder>

15.2 | 外部現實與行業資料

7. 日本フードサービス協会 | 統計與月度外食產業市場動向

<https://www.jfnet.or.jp/report-top/>

8. FoodWatchJapan | 2026 年 7 月外食產業市場動向

https://www.foodwatch.jp/category/tertiary_inds/fsmarkettrend

9. 株探 | 8181 股價月度歷史

https://s.kabutan.jp/stocks/8181/historical_prices/monthly/

10. 株探 | 8181 股價年度歷史

https://s.kabutan.jp/stocks/8181/historical_prices/yearly/

11. Yahoo!ファイナンス | 8181 當前報價與估值資料

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8181.T>

12. IRBANK / EDINET 衍生財務歷史，用于長期損益交叉核對

<https://irbank.net/E04784/results>

15.3 | Owner Media

13. Owner 提供的 8181 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Images attachment 3782。本报告通过既有 Review-specific Owner Media 控制进入 Single Report，不以 Owner 图替代独立 Technical 历史研究。

15.4 | 研究边界

- Review 日期为 2026-09-20；由于 9 月 20 日为非交易日，settled Technical 观察锚点使用最近完整交易日 2026-09-18。
- PBR、PER、EV/营业利润、分部资产回报等部分数字为基于公司公开数据与 9 月 18 日价格的研究计算，不是公司指引。
- 土地真实市场价值、门店级利润/利用率、主要法人客户集中度、提价与产品组合精确贡献、关联交易更细经济条件仍为 UNKNOWN；本报告没有用推测填补。
- 本轮 Owner Image attachment 3782 仅是公开视觉权威；技术判断基于真实长期价格历史独立形成。
- 公开资料截至本 Review 时点未发现 9 月 18 日收盘以后能够改变本轮核心判断的新公司业绩披露。

Publication continuity：本轮形成 8181 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；后续公开交付只走既有 Single Report → WordPress → homepage/Gateway/Permanent/PDF/Timeline/SEO-GEO 路径，不创建第二发布路径。

最后一页 | 合规与风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。