

九毛九国际控股 (N19155.HK)

中国领先的快时尚餐饮企业，有望持续孵化爆品品牌

公司是中国领先的快时尚餐饮企业。公司旗下有九毛九、太二、2颗鸡蛋煎饼等五个餐饮品牌，九毛九和太二是主要收入来源（分别占总收入的55%和44%）。公司目前共有269间自营餐厅和41家加盟餐厅，19H1营收12.4亿元（同比+41%），归母净利1.02亿元（同比+88%）。

快时尚餐饮是近年来新兴起的一种餐饮业态，其以时尚的用餐环境及相对大众的定价吸引大量的年轻消费者。受益白领消费者的崛起和新消费形态的不断扩容，预计到2024年，快时尚餐饮市场规模将从2018年的1815亿元增长到5502亿元，CAGR达20%，占整体餐饮业的比重也将从2018年的0.42%提升至2024年的0.77%。我们认为快时尚餐饮的高速发展将给公司主业发展带来很大的机遇，公司的太二和九毛九餐厅目前分别是酸菜鱼和西北菜细分市场的龙头和排名第二的企业，细分市场市占率分别为4.4%和0.8%。

公司计划2021年前新开370家新餐厅，较目前的269家增长138%，其中以太二和九毛九为主。19H1九毛九餐厅共实现营收6.72亿元（+5.1%），截止19H1门店数149家，较年初增加2家。在没有大量新店开张的影响下，九毛九餐厅层面经营利润率不断提升，由2016年的16.2%提升至18.1%。而太二餐厅扩张在加速，19H1营收5.37亿元（同比+146%），截止19H1门店数91家，较年初增加26家。根据公司的计划，预计到2021年前将分别新开54家九毛九和240家太二餐厅。此外，公司还计划开设47家2颗鸡蛋煎饼自营店、17家怂餐厅和12家“那未大叔是大厨”餐厅（怂和那未大叔是大厨是公司19H1新推出的品牌）。

公司具备内生品牌孵化能力，在其平台体系下有望创造出源源不断的新爆品品牌。公司目前已经建立起适应扩张的标准化运营体系，包括精简物流采购、标准化食材供应、标准化运营流程及稳定的人才培养制度，解决了餐饮企业扩张中的主要难题。此外，公司充分授权各品牌负责人，分享15%~25%不等的股权以激发其积极性。同时，公司在总部设立相关的品牌创造及后台支持部门，为前线品牌拓展提供全方面的支持。

税前利润率受新店影响而有所波动，现金流充裕可支持其门店扩张。2016/17/18/19H1公司税前利润率分别为6.5%/6.8%/5.5%/11.2%，短期利润率波动主要受新开店的拖累，同时高利润率的太二占比提升带动整体税前利润率提升。2016/17/18/19H1公司经营活动现金流分别为2.9/3.5/4.1/3.2亿元，按目前公司的扩张计划2019/20/21年公司开拓新门店所需的资金分别为2.06/2.77/3.53亿元，自有现金流可支持其目前的门店扩张。

盈利预测：我们预测2019/20/21年公司收入分别为28.6/40.9/56.8亿元，同比+51.1%/+43.0%/+39.1%；期内溢利2.04/3.34/4.82亿元，同比+176.6%/+63.5%/+44.2%。收入增长主要由太二驱动，预计太二餐厅数量全年将由2018年的65家增长至2021年底的297家，同比+357%。受益新店成熟影响，公司利润率水平有望逐步提升，我们预测2019/20/21年公司期内溢利率分别为6.8%/8.2%/8.5%。

风险提示：品牌老化、食品安全、原料涨价风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,469	1,893	2,859	4,090	5,687
增长率 yoy (%)	26.2	28.8	51.1	43.0	39.1
归母净利润（百万元）	72	74	187	299	424
增长率 yoy (%)	39.7	3.1	153.8	59.5	41.8
净资产收益率 (%)	34.6	36.3	50.1	45.0	39.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

股票信息

行业	餐饮业
发行价格	
合理估值	

作者

分析师 焦俊

执业证书编号：S0680518060003

邮箱：jiaojun@gszq.com

研究助理 张泽

邮箱：zhangze@gszq.com



内容目录

一、公司概况：中国领先的中式快时尚餐饮企业	5
二、细分市场领先，快时尚餐饮空间广阔	7
1、酸菜鱼细分市场龙头，西北菜市场排名第二	7
2、新消费形态崛起，快时尚餐饮规模快速提升	9
三、公司业务情况	11
1、九毛九趋于平稳，太二餐厅快速扩张	11
2、具备内生品牌孵化能力，标准化运营体系助力公司餐厅扩张	17
四、盈利能力稳中向好，现金流充裕	19
五、盈利预测	22
六、风险提示	22

图表目录

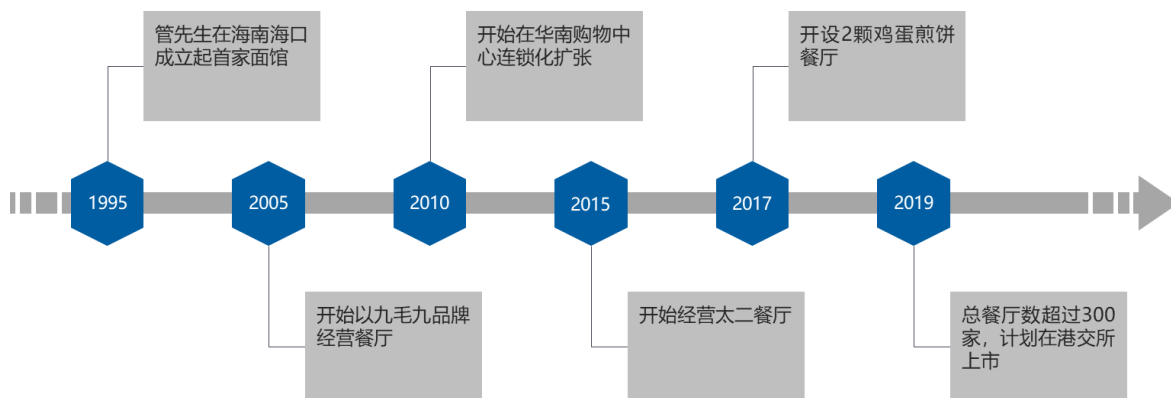
图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 九毛九的股权结构	5
图表 3: 公司高管及持股情况	6
图表 4: 2018 年九毛九收入构成	6
图表 5: 2018 年公司品牌收入构成	6
图表 6: 募集资金用途	7
图表 7: 餐饮业分类	7
图表 8: 快时尚餐厅排名 (2018 年)	8
图表 9: 中国三大西北菜餐厅排名 (2018 年)	8
图表 10: 中国三大酸菜鱼餐厅排名 (2018 年)	9
图表 11: 中国居民在外就餐比例估计	9
图表 12: 各国居民在外就餐比例估计对比	9
图表 13: 普通本专科毕业生数 (万人) (累积)	10
图表 14: 中国和美国餐饮连锁化率对比	10
图表 15: 中国购物中心数量估计及增速	10
图表 16: 中国购物中心存量面积及增速	10
图表 17: 中国餐饮行业规模	11
图表 18: 中式快时尚餐饮市场规模	11
图表 19: 公司主要餐厅品牌及定位	11
图表 20: 九毛九餐厅历年收入 (亿元) 及增速	12
图表 21: 九毛九餐厅历年餐厅数量 (家) 及增速	12
图表 22: 九毛九餐厅平均每家餐厅日销售额 (万元) 及变化	12
图表 23: 九毛九餐厅平均每家餐厅每日服务客人 (人) 及变化	12
图表 24: 九毛九餐厅顾客人均消费 (元) 及变化	12
图表 25: 九毛九餐厅翻座率及变化	12
图表 26: 太二餐厅历年收入 (亿元) 及增速	13
图表 27: 太二餐厅历年餐厅数量 (家) 及增速	13
图表 28: 太二餐厅平均每家餐厅日销售额 (万元) 及变化	13
图表 29: 太二餐厅平均每家餐厅每日服务客人 (人) 及变化	13
图表 30: 太二餐厅顾客人均消费 (元) 及变化	13
图表 31: 太二餐厅翻座率及变化	13
图表 32: 九毛九餐厅经营利润 (亿元) 及增速	14

图表 33: 九毛九餐厅经营利润率	14
图表 34: 太二餐厅经营利润(亿元)及增速	14
图表 35: 太二餐厅经营利润率	14
图表 36: 九毛九和太二门店 ROI(单店)	15
图表 37: 2 颗鸡蛋煎饼自营门店经营情况	15
图表 38: 2 颗鸡蛋煎饼加盟门店经营情况	15
图表 39: 怂餐厅经营情况	16
图表 40: 那未大叔是大厨餐厅经营情况	16
图表 41: 九毛九开店计划(家)	16
图表 42: 太二开店计划(家)	16
图表 43: 2 颗鸡蛋煎饼首次加盟费	17
图表 44: 2 颗鸡蛋煎饼持续加盟费	17
图表 45: 公司的标准化运营体系	17
图表 46: 公司组织架构	18
图表 47: 公司原材料、员工、使用权资产折旧占营收比	19
图表 48: 公司租金、其他资产折旧、水电开支占营收比	19
图表 49: 公司差旅费、广告费、外卖服务费占营收比	20
图表 50: 公司其他开支、融资成本占营收比	20
图表 51: 公司除税前溢利率、所得税率、期内溢利率	20
图表 52: 公司税前溢利与经营活动现金流情况(亿元)	21
图表 53: 公司历年资本开支(亿元)	21
图表 54: 按目前的扩张计划所需资金(亿元)	21
图表 55: 公司收入预测(亿元)	22
图表 56: 公司期内溢利预测(亿元)(含少数股东损益)	22

一、公司概况：中国领先的中式快时尚餐饮企业

公司是中国领先的中式快时尚餐饮品牌管理及运营者，目前管理及经营五个餐饮品牌：九毛九、太二、2颗鸡蛋煎饼、怂及那末大叔是大厨。2018年，公司在中国所有中式快时尚餐饮企业中排名第三，于华南地区排名第一。目前公司共有269间自营餐厅及41间加盟餐厅，覆盖中国31个城市，遍及十一个省份四个直辖市。

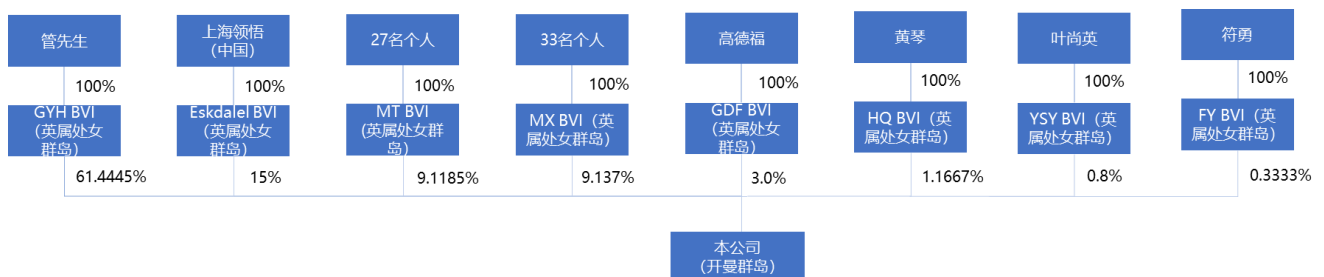
图表1：公司历史沿革



资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

公司的历史可以追溯到1995年，创始人管先生在海南海口开设其首家面馆。2005年，管先生正式以“九毛九”品牌经营餐厅。2010年，公司开始在华南地区的购物中心开设分店，开始连锁扩张。随后公司餐厅网络开始快速扩张，至2015年，其餐厅已经扩展至北京、深圳、天津、武汉及南京。2015年，公司开始经营“太二”品牌餐厅，并取得了重大成功。2017年创立2颗鸡蛋煎饼餐厅。2019年，公司餐厅总数超过300家，并于8月28日向港交所递交招股书，拟在香港主板上市

图表2：九毛九的股权结构



资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

公司的实际控制人是管毅宏先生，其通过GYH BVI持有61.4%的公司股份。第二大股东是上海领悟，和谐天成是上海领悟的普通合伙人，而和谐天成是与IDG为了管理和和谐成长投资基金而设立的管理公司，其实际控制人林栋梁和杨飞是IDG的合伙人。MT BVI和MX BVI主要系公司的雇员持股平台。高德福、黄琴、叶尚英和符勇为独立的第三方。

图表3: 公司高管及持股情况

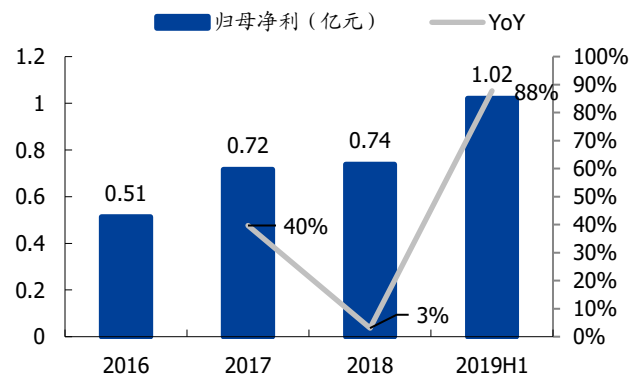
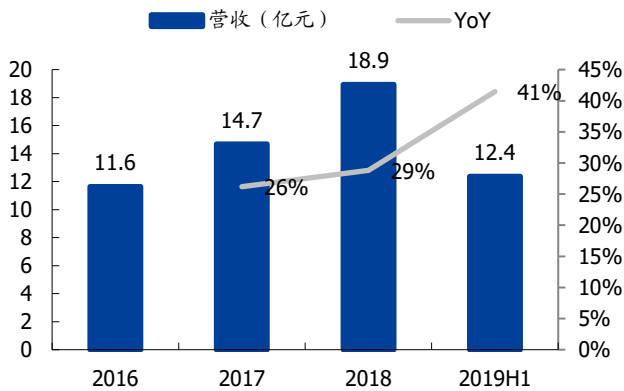
姓名	年龄	目前职务	目前持股	职务及职责
管毅宏	50	董事会主席、行政总裁兼执行董事	61.44%	制定本公司的整体发展战略及业务计划, 监督本公司的管理及战略发展
李灼光	36	执行董事、财务总监兼联席公司秘书	0.15%	监督本公司的财务、战略投资及投资者关系
崔弄宇	44	执行董事	0.15%	监督本公司人力资源管理及业务营运
黄伯波	54	工程总监	0.15%	总体监督餐厅装修及翻新
胡中华	40	开发总监	0.26%	全面监督餐厅扩张及发展

资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

公司目前的董事会主席为创始人管毅宏先生, 目前主要负责制定本公司的整体发展战略及业务计划, 同时兼任行政总裁及执行董事。李灼光先生目前为公司的执行董事兼财务总监和联席公司秘书, 主要负责监督本公司的财务、战略投资及投资者关系。崔弄宇女士担任公司执行董事, 监督本公司人力资源管理及业务运营。

图表4: 公司历年营收(亿元)

图表5: 公司历年归母净利(亿元)



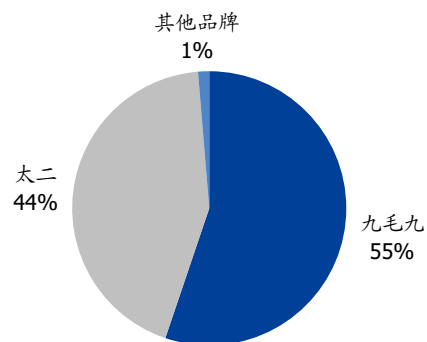
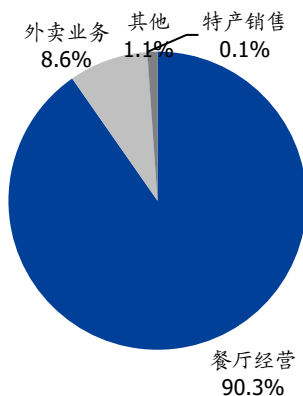
资料来源: Wind、九毛九招股说明书

资料来源: Wind、九毛九招股说明书

公司收入规模稳步增长, 利润逐年提升。2017/18/19H1 公司营收分别为 14.7/18.9/12.4 亿元, 同比+26%/+29%/+41%, 2016-2018 年 CAGR 为 27.5%; 归母净利分别为 0.72/0.74/1.02 亿元, 同比+40%/+3%/+88%, 2016-2018 年 CAGR 为 20.0%。

图表4: 2018年九毛九收入构成

图表5: 2018年公司品牌收入构成



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

收入以餐厅经营为主，九毛九和太二是主要收入来源。收入构成中，按业务划分，餐厅经营/外卖业务/特产销售/其他业务分别占 90.3%/8.6%/0.1%/1.1%；按品牌划分，九毛九/太二/其他品牌占比分别为 55%/44%/1%。

图表 6: 募集资金用途

资金用途	具体内容
餐厅扩张	1.在未来两年开设 18 至 20 家九毛九餐厅。2.在未来两年分别开设 80 至 100 家太二餐厅。3.在未来两年分别开设 24 至 36 家其他品牌餐厅
增强餐厅供应及支持能力、改进集中采购系统	1.在 2021 年前于佛山开设一家新的中央厨房。2.翻新现有中央厨房及升级设施
偿还贷款	偿还 1.招商银行香港分行贷款，利率为香港银行同业拆息加年利率 0.8%。2.招商银行广州分行贷款融资，年利率 4.35%
运营资金	运营资金及一般公司用途

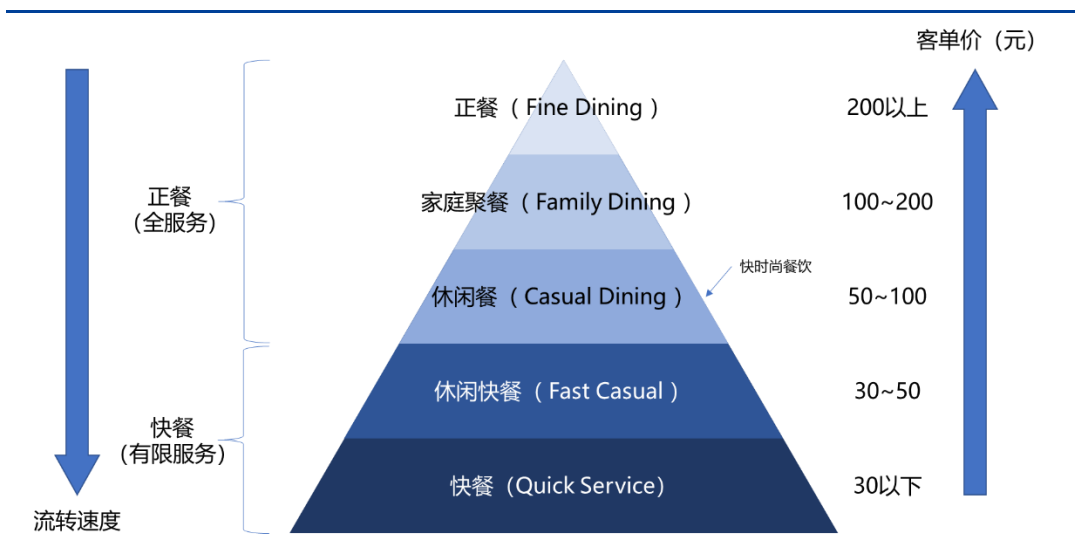
资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

公司此次 IPO 募资主要用于餐厅扩张、餐厅供应系统的改进、偿还贷款及用作运营资金。其中，餐厅扩张包括在未来两年开设 18 至 20 家九毛九餐厅、80 至 100 家太二餐厅和 24 至 36 家其他品牌餐厅。餐厅供应系统的改进为在 2021 年前于佛山开设一家新的中央厨房，同时翻新现有中央厨房及升级设施。此外，公司还计划偿还招商银行香港分行贷款（利率为香港银行同业拆息加年利率 0.8%）和招商银行广州分行贷款融资（年利率 4.35%）。

二、细分市场领先，快时尚餐饮空间广阔

1、酸菜鱼细分市场龙头，西北菜市场排名第二

图表 7: 餐饮业分类



资料来源：国盛证券研究所

餐饮业按餐桌是否有服务员服务可以分为正餐和快餐（在美国一般称之为全服务和有限服务）。正餐的特征是顾客在座位上点餐，并在用餐后付款，餐桌一般有服务员服侍；而快餐的特征是顾客在柜台前点餐，并在付款后用餐。根据用餐环境和客单价的不同，餐饮又可以进一步细分为快餐、休闲快餐、休闲餐、家庭聚餐和正餐，由下往上客单价逐步增加，餐厅流转速度逐步降低。

“快时尚餐饮”是指在餐饮市场具备优质平价、爆销单品、高速流转、时尚就餐环境等特色的新兴餐饮品牌，属于休闲餐下的一个新兴品类。主要特点包括：1. 专注单一品类，抢占餐饮细分市场。快时尚餐厅一般品牌以一个细分品类为主打，如酸菜鱼、椰子鸡、寿司等。2. 突出性价比，薄利多销。餐厅环境通常装修精美显档次，以（相对）低价的菜品和高档的环境吸引消费者。但布局相对高档餐厅通常更加紧凑，餐厅空间利用率很高。3. 主消费客群为 80、90 后。相比高档餐厅，80、90 后人群更倾向于选择用餐环境更具设计感、价格更为低廉的快时尚餐厅。4. 高流转，上餐速度快。一方面为了迎合年轻消费者快节奏的用餐需求，另一方面是由于单个菜品利润较低需要高流转来保证餐饮的收益，快时尚餐厅通常翻台率较高，一般在 4-5 倍以上。

图表 8: 快时尚餐厅排名 (2018 年)

排名	公司	公司说明	总收入 (亿元)	市场份额 (%)
1	西贝	于 1998 年成立的非上市公司，总部位于中国北京，主要专注于快时尚餐饮及中国西北菜	53	2.9%
2	外婆家	于 1998 年成立的非上市公司，总部位于浙江杭州，主要专注于快时尚餐饮及浙江菜	37	2.0%
3	九毛九	于 1995 年成立，主要专注于快时尚餐饮及西北菜。	19	1.0%
4	上海避风塘	于 1998 年成立的非上市公司，总部位于中国上海，主要专注于快时尚餐饮及粤菜。	14	0.8%
5	绿茶	于 2008 年成立的非上市公司，总部位于中国浙江杭州市，主要专注于快时尚餐饮及浙江菜。	14	0.8%

资料来源：九毛九招股说明书、国盛证券研究所

公司是国内排名第三的快时尚餐饮集团（按收入划分，2018 年）。2018 年公司收入 19 亿元，市场份额占比约 1.0%。排在公司前面的是西贝和外婆家，分别专注于西北菜和浙江菜，在 2018 年在快时尚餐饮市场的占有率分别为 2.9% 和 2.0%。

图表 9: 中国三大西北菜餐厅排名 (2018 年)

排名	公司	公司说明	总收入 (亿元)	市场份额 (%)
1	西贝	于 1988 年成立的非上市公司，总部位于中国北京，主要专注于快时尚餐饮及西北菜	53	3.2%
2	九毛九	于 1995 年成立，主要专注于快时尚餐饮及西北菜。	13	0.8%
3	北疆饭店	于 1998 年成立的非上市公司，总部位于中国江苏省苏州市，主要专注于西北菜	7	0.4%

资料来源：九毛九招股说明书、国盛证券研究所

图表 10: 中国三大酸菜鱼餐厅排名 (2018 年)

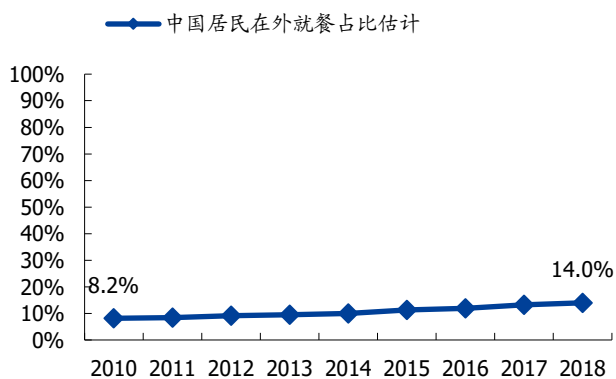
排名	公司	公司说明	餐厅数量	总收入 (亿元)	市场份额 (%)
1	太二	成立于 2015 年, 主要面向年轻人的酸菜鱼。	65	5.402	4.4%
2	严厨酸菜鱼	于 2015 年成立的非上市公司, 总部位于中国江苏省苏州市, 主要专注于酸菜鱼	100 左右	4.738	3.9%
3	九锅一堂	于 2010 年成立的非上市公司, 总部位于中国重庆, 主要专注于酸菜鱼	80 左右	3.634	3.0%

资料来源: 九毛九招股说明书、国盛证券研究所

细分市场来看, 公司在酸菜鱼市场的市占率已经成为市场第一, 西北菜市场排名第二。2018 年公司旗下品牌“太二”的收入为 5.4 亿元, 市场份额达 4.4%, 且仍在快速增长中。西北菜市场, 公司目前落后于西贝位居第二, 2018 年其主力品牌“九毛九”收入 13 亿元, 在西北快时尚餐饮市场的市占率为 0.8%。

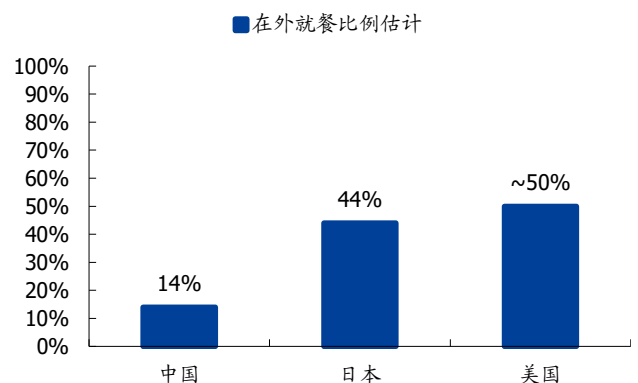
2、新消费形态崛起, 快时尚餐饮规模快速提升

图表 11: 中国居民在外就餐比例估计



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所估算

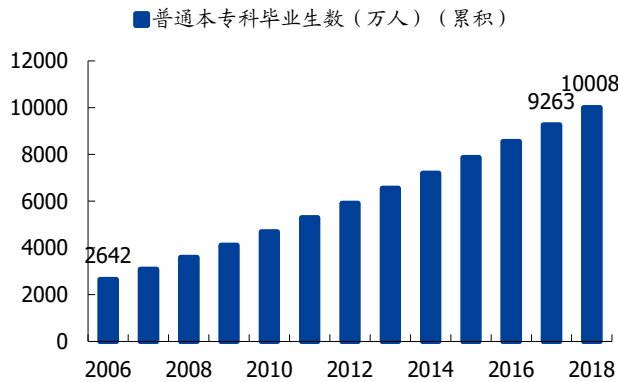
图表 12: 各国居民在外就餐比例估计对比



资料来源: 日本外食产业协会、日本总务省统计局、欧睿、国盛证券研究所估算

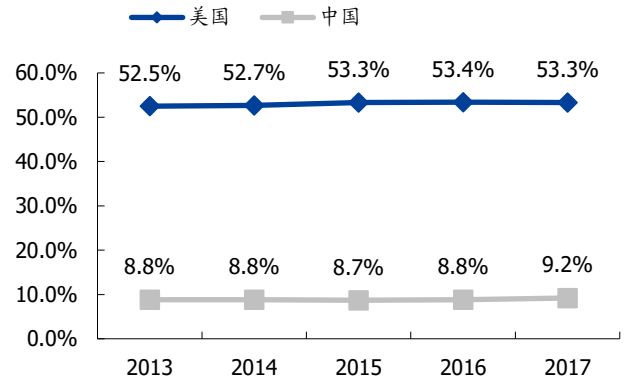
中国居民在外就餐比例逐年提升, 但是水平仍然很低。随着居民收入的提高, 中国居民在外就餐的次数正逐步提升; 根据我们的匡算, 2010 年中国居民的在外就餐比例为 8.2%, 到 2018 年则提升到了 14.0%, CAGR 达 7%。但是与发达国家相比, 我国居民的在外用餐比例仍处于非常低的水平。2018 年日本居民的外食率在 44% 左右, 美国人的在外就餐比例约为 50%。相较发达国家接近半成的在外就餐比例, 我国居民的外餐占比还有很大提升空间。

图表 13: 普通本专科毕业生数 (万人) (累积)



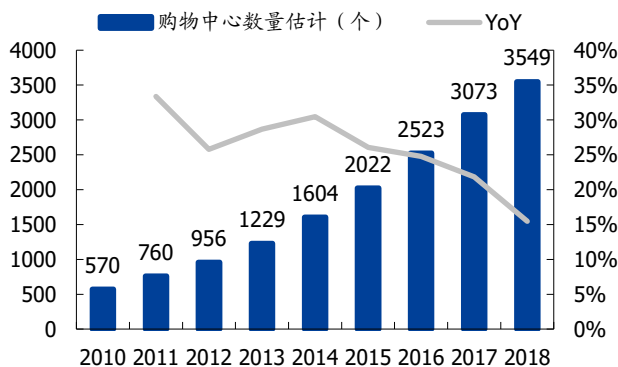
资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 14: 中国和美国餐饮连锁化率对比



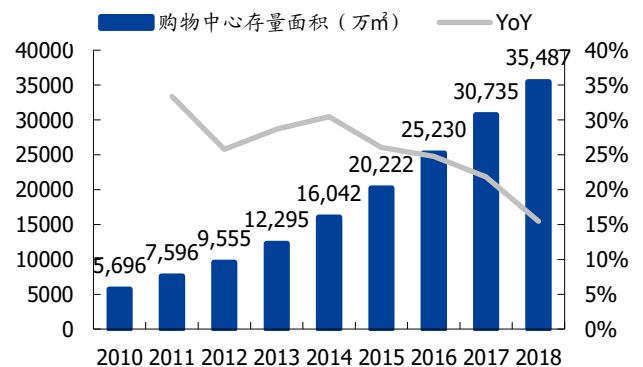
资料来源: 欧睿数据库、国盛证券研究所

图表 15: 中国购物中心数量估计及增速



资料来源: 赢商大数据中心、国盛证券研究所估算

图表 16: 中国购物中心存量面积及增速

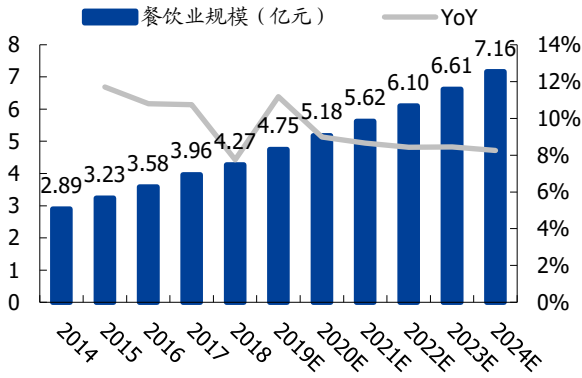


资料来源: 赢商大数据中心、国盛证券研究所

我们认为, 未来几年快时尚餐饮的市场规模增长将快于整体餐饮市场的增速, 主要驱动力因素有:

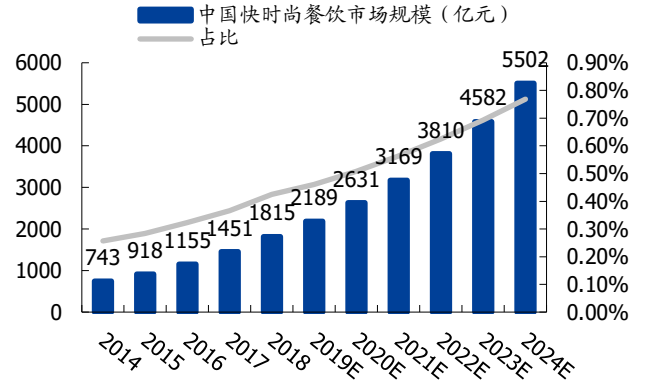
- **白领消费者快速崛起, 对品质消费的需求提升。** 而品牌是品质的背书, 因此连锁餐饮业态未来将迎来大发展。而新兴的白领消费者消费能力有限 (平均年收入在 10 万左右), 无法承担价格高昂的高档餐厅消费, 故价格亲民、菜品新颖的快时尚餐厅成为其首要选择 (人均在 100 元左右, 为白领消费者最能接受的价位)。根据我们的估算, 目前中国白领规模在 2 亿人左右, 且每年仍在以 800 万左右的人数增长 (本专科毕业人数)。
- **新消费形态的增长, 为快时尚餐厅的生长提供了充足的土壤。** 近年来购物中心主导的新消费形态快速增长, 越来越多的消费者前往具备一体化消费功能的购物中心消费。根据我们的测算, 从 2010 年到 2018 年, 全国的购物中心数量由 570 家增长至 3549 家, CAGR 达 26%, 且未来仍将以每年约 500 家的速度快速增加。购物中心的快速增长为快时尚餐饮提供了充足的生长土壤, 快时尚餐饮市场规模有望随购物中心的快速增长快速提升。

图表 17: 中国餐饮行业规模



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 18: 中式快时尚餐饮市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

预计到 2024 年快时尚餐饮市场规模将达到 5502 亿元, 在整体餐饮业的占比将逐步提升。2018 年我国餐饮行业总规模为 4.27 万亿, 其中快时尚餐饮产值为 1815 亿元, 占比为 0.42%, 占比仍处于较低水平。随着白领群体的持续扩大, 快时尚餐饮市场规模未来有望以 20% 左右的快速增长, 明显高于整体餐饮业 9% 左右的增速, 在 2024 年占整个餐饮业的比重有望达到 0.77%, 整体市场规模达到 5502 亿元。

三、公司业务情况

1、九毛九趋于平稳, 太二餐厅快速扩张

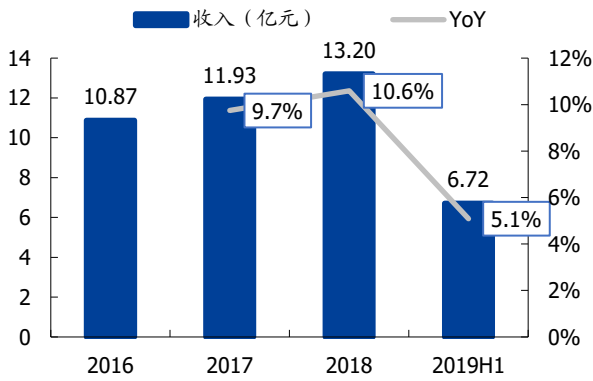
图表 19: 公司主要餐厅品牌及定位

品牌	九毛九	太二	2 颗鸡蛋煎饼	怂	那未大叔是大厨
主打菜系/菜品	中国西北菜系为主并融合中国其他地区的饮食风格。	老坛子酸菜鱼	煎饼	四川冷锅串串	精品粤菜
调性	放心餐桌	独特、有趣	健康、便捷	时尚聚会场所	有品位的大厨
目标顾客群	家庭、聚餐	年轻顾客	年轻顾客	年轻顾客	中高端消费群体
人均消费	人民币 50-70 元	人民币 70-90 元	人民币 20-30 元	人民币 50-70 元	人民币 120-150 元
餐厅建筑面积	250-400 平方米	200-300 平方米	10-40 平方米	150-200 平方米	300-500 平方米
最新餐厅数量	直营: 147	直营: 98	直营 22/加盟 41	直营: 1	直营: 1

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

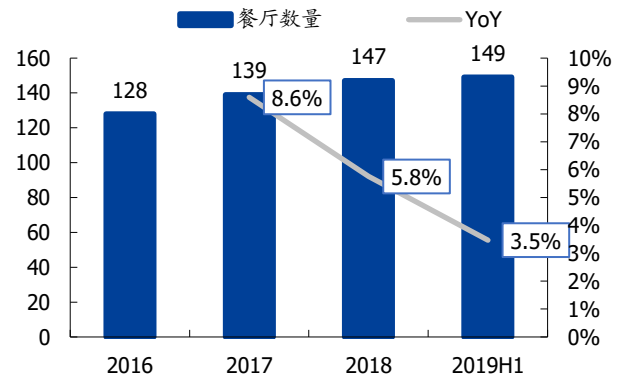
公司目前旗下有 5 个在营品牌, 分别为九毛九、太二、2 颗鸡蛋煎饼、怂和那未大叔是大厨。其中九毛九是公司最早经营的西北菜品牌, 目前门店数量已经达到 147 家, 且全部以直营形式经营, 人均消费在 50-70 元。太二主营老坛酸菜鱼, 以年轻人为目标客群, 直营门店数达 98 家。2 颗鸡蛋煎饼主营轻食煎饼, 目前有 22 家直营门店和 41 家加盟店。怂和那未大叔是大厨是公司于 2019 年新推出的餐饮品牌, 分别以四川冷锅串串和精品粤菜为主打, 目前都只有 1 家门店。

图表 20: 九毛九餐厅历年收入 (亿元) 及增速



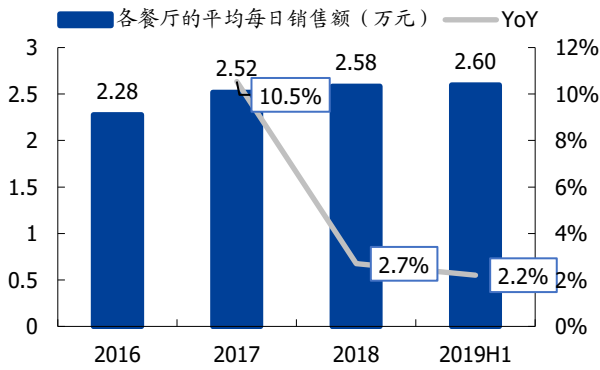
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 21: 九毛九餐厅历年餐厅数量 (家) 及增速



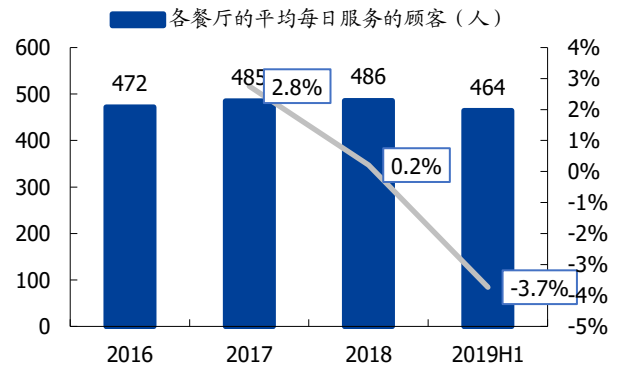
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 22: 九毛九餐厅平均每家餐厅日销售额 (万元) 及变化



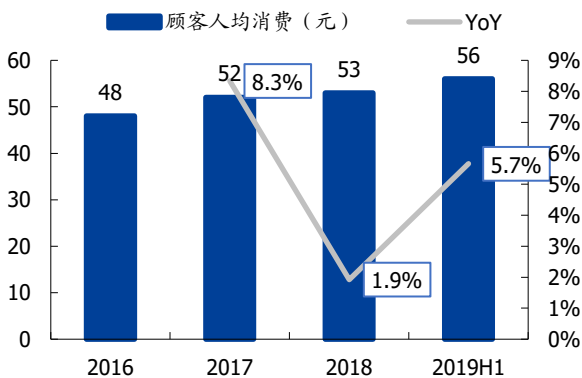
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 23: 九毛九餐厅平均每家餐厅每日服务客人 (人) 及变化



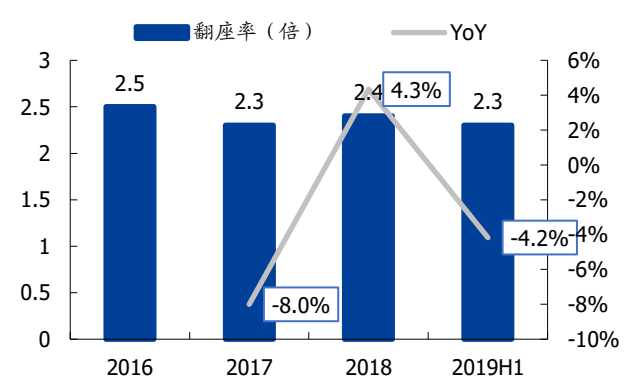
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 24: 九毛九餐厅顾客人均消费 (元) 及变化



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 25: 九毛九餐厅翻座率及变化

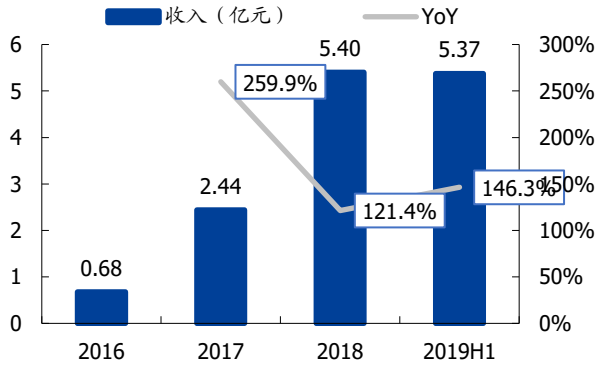


资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

九毛九餐厅开店趋缓, 单店销售额小幅增长。19H1 九毛九餐厅共实现营收 6.72 亿元,

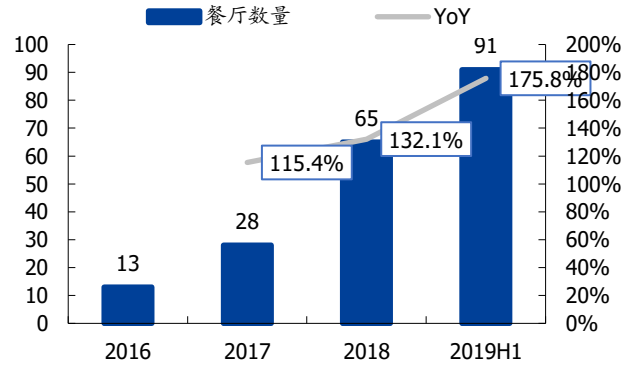
同比+5.1%。收入增长由餐厅数量增加和日均消费额增长驱动，截止 19H1，九毛九共有餐厅 149 家，同比+3.5%；19H1 餐厅日均销售额 2.60 万元，同比+2.2%。日均销售额又可以拆分为餐厅日均服务顾客量和顾客人均消费，19H1 九毛九平均每家餐厅日均服务顾客 464 人，同比-3.7%；顾客人均消费 56 元，同比+5.7%。

图表 26: 太二餐厅历年收入 (亿元) 及增速



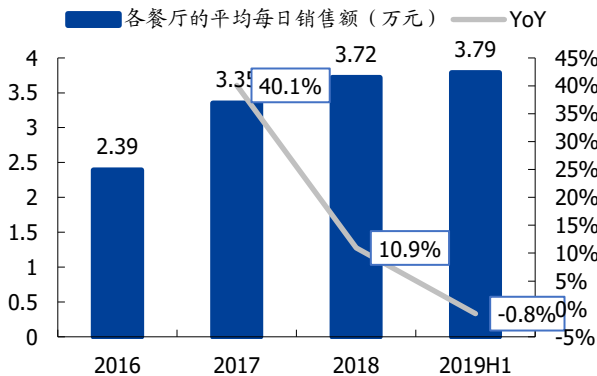
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 27: 太二餐厅历年餐厅数量 (家) 及增速



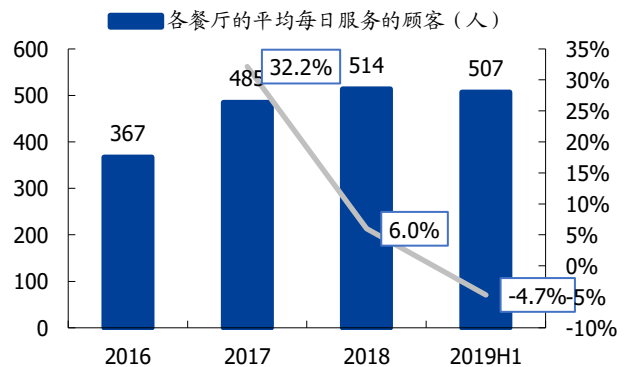
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 28: 太二餐厅平均每家餐厅日销售额 (万元) 及变化



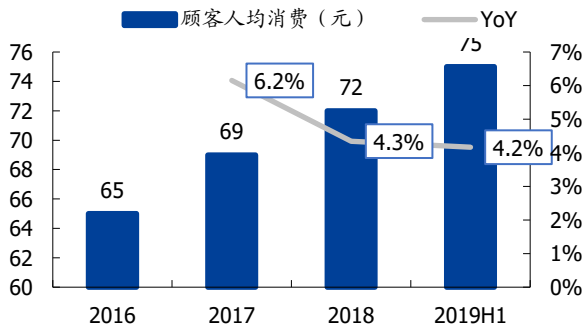
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 29: 太二餐厅平均每家餐厅每日服务客人 (人) 及变化



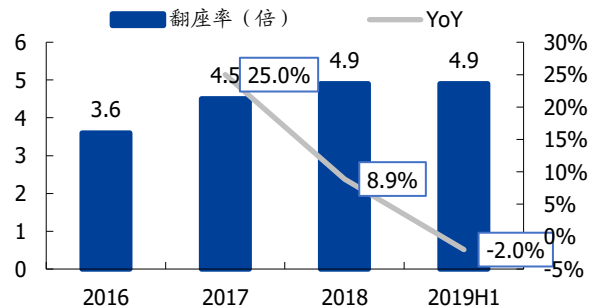
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 30: 太二餐厅顾客人均消费 (元) 及变化



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

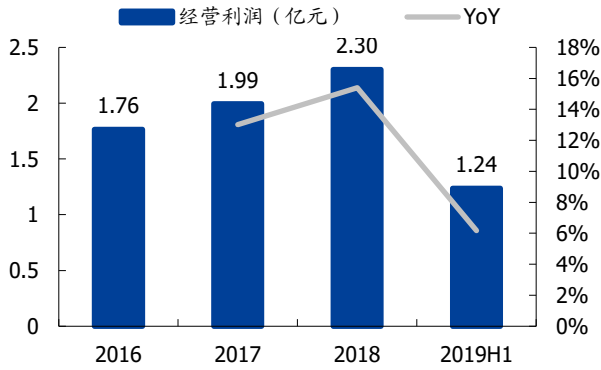
图表 31: 太二餐厅翻座率及变化



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

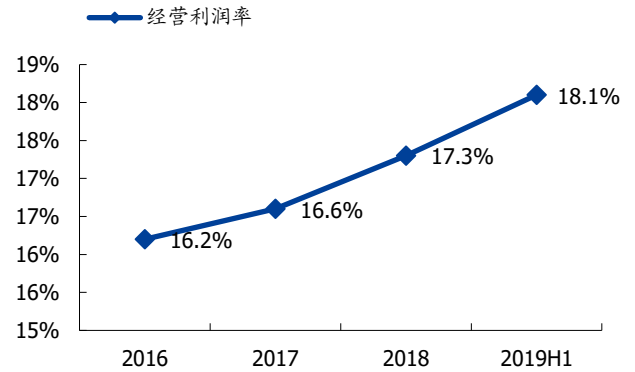
太二餐厅迅速扩张，驱动收入规模快速提升。19H1 太二营收 5.37 亿元，同比+146%。收入增长主要由餐厅数量增加驱动，截止 19H1 太二共有餐厅 91 间，同比+176%；餐厅日均销售额 3.79 万元，同比小幅下滑 0.8%，主要受门店高速扩张的影响（19H1 太二同店餐厅日均销售额同比+10.4%）。餐厅日均服务顾客 507 人，同比-4.7%；而顾客人均消费 75 元，同比+4.2%。

图表 32: 九毛九餐厅经营利润 (亿元) 及增速



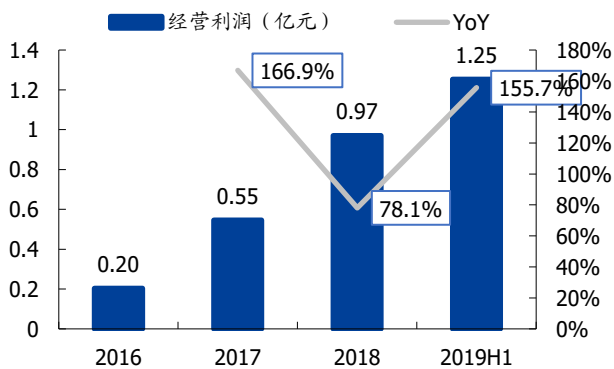
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 33: 九毛九餐厅经营利润率



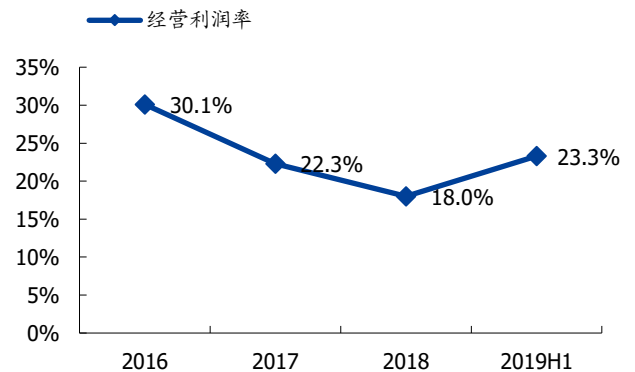
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 34: 太二餐厅经营利润 (亿元) 及增速



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

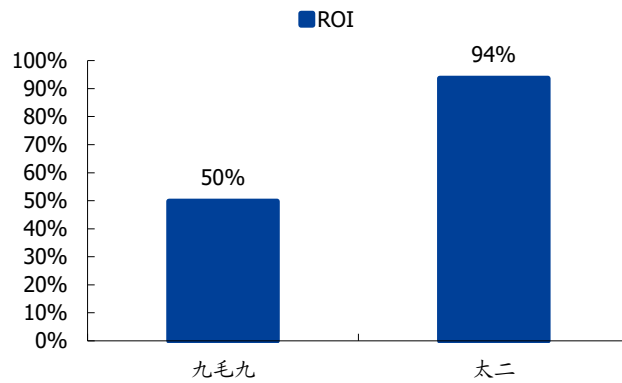
图表 35: 太二餐厅经营利润率



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

九毛九经营利润率稳步提升，太二经营利润率受扩张影响有所波动。由于九毛九餐厅发展较早，运营已经成熟，近年来九毛九餐厅经营利润率稳步提升。19H1，公司九毛九餐厅的经营利润为 1.24 亿元，同比+6.2%。九毛九餐厅经营利润率 19H1 达 18.1%，较 2016 年的 16.2% 提高了 1.9pct。而太二餐厅受高速扩张的影响，餐厅经营利润率有所波动，19H1 餐厅整体的经营利润率为 23.3%，较 2018 年高 5.3pct，较 2016 年低 6.8pct。（注：经营利润非国际财务报告准则口径，大致等于餐厅层面的营业利润）

图表 36: 九毛九和太二门店 ROI (单店)



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

太二和九毛九餐厅的投资回报率都很高, 都在 50%以上。太二和九毛九的单店投资额都在 250 万元左右, 按目前的经营利润率对应的净利润计算 (实际上应该更高, 因为目前的经营利润率包含了一些新店), 太二餐厅平均 ROI 为 94%, 九毛九的 ROI 为 50%。

图表 37: 2 颗鸡蛋煎饼自营门店经营情况

2 颗鸡蛋煎饼: 自营	2017	2018	19H1
收入 (万元)	255	1,273	933
餐厅数量	8	15	20
各餐厅的平均每日销售额 (元)	2,738	3,329	3,118
各餐厅每日平均服务的顾客 (人)	138	166	152
顾客人均消费 (元)	20	20	20

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 38: 2 颗鸡蛋煎饼加盟门店经营情况

2 颗鸡蛋煎饼: 加盟	2018	19H1
收入 (万元)	277	1,142
餐厅数量	14	35
各餐厅的平均每日销售额 (元)	2,618	2,602
各餐厅每日平均服务的顾客 (人)	144	133
顾客人均消费 (元)	18	20

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

公司 2018 年开放 2 颗鸡蛋煎饼加盟, 目前门店数正快速增长。2 颗鸡蛋煎饼自营店 19H1 总收入 933 万元, 同比+67.7%, 门店数达 20 家; 而公司在 2018 年下半年开放加盟, 截止 19H1 加盟门店数已达 35 家, 加盟店总收入达 1142 万元。在餐厅的日均销售额上, 直营店高于加盟店, 平均每日销售额为 3118 元, 每日平均服务 152 位顾客; 而加盟店的日均收入为 2602 元, 日均顾客位 133 人。

图表 39: 总餐厅经营情况

总	2019H1
收入(万元)	266
餐厅数量	1
各餐厅的平均每日销售额(元)	16,410
各餐厅每日平均服务的顾客(人)	311
顾客人均消费(元)	53
翻座率	4.6

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

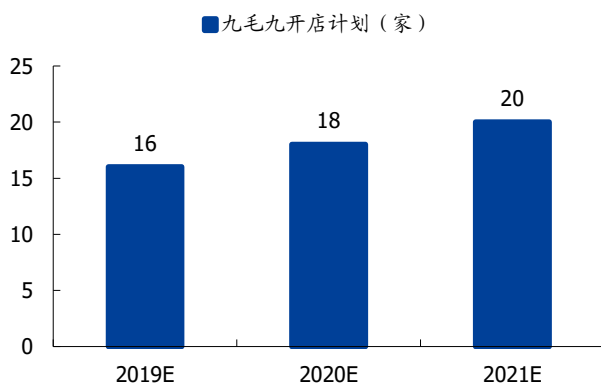
图表 40: 那未大叔是大厨餐厅经营情况

那未大叔是大厨	2019H1
收入(万元)	100
餐厅数量	1
各餐厅的平均每日销售额(元)	31,356
各餐厅每日平均服务的顾客(人)	248
顾客人均消费(元)	127
翻座率	1.8

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

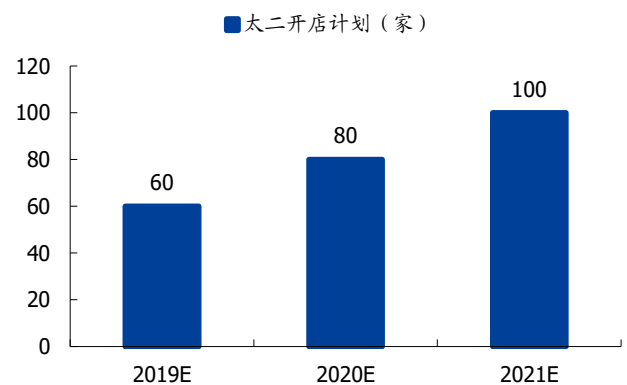
总的那未大叔是大厨是公司于 2019 年上半年新推出的餐饮品牌, 目前门店数都只有 1 家。总餐厅相对大众, 价格更加亲民、翻座率更高, 目前日均销售额为 1.64 万元(年化为 599 万元), 日均客流为 311 人, 人均消费 53 元, 翻座率为 4.6。而那未大叔是大厨相对高端, 日均销售额 3.14 万元(年化 1144 万元), 日均客流为 248 人, 人均消费 127 元, 翻座率为 1.8。预计随着新品牌的完善和成熟, 餐厅日均销售额还有进一步提升的空间。

图表 41: 九毛九开店计划(家)



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 42: 太二开店计划(家)



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

公司计划在 2021 年前开设 370 家新餐厅, 较目前的 269 家餐厅增加 138%。其中九毛九计划在 2021 年前开设 54 家新店, 其中一线城市占比 59%, 每家新店投资额在 250 万元左右; 太二计划在 2021 年前开设 240 家新店, 其中一线城市占比 40%, 每家门店投资额亦在 250 万左右。此外, 公司还计划开设 47 家 2 颗鸡蛋煎饼自营店、17 家总餐厅和 12 家那未大叔是大厨餐厅, 单店投资额分别为 15 万元、200 万元和 500 万元。

图表 43: 2 颗鸡蛋煎饼首次加盟费

	一次性付款
加盟费	3 万元或 5 万元
设计服务费	5,000 元或 6,000 元
餐厅经营保证金	2 万元或 3 万元或 5 万元

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 44: 2 颗鸡蛋煎饼持续加盟费

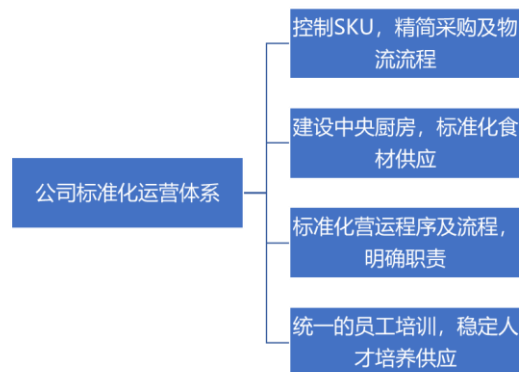
	持续付款
特许权使用费 (每月)	1,500 元或 3,000 元或收入的 3.0% (2019 年 3 月 1 日之前) 或收入的 5.0% (2019 年 3 月 1 日之后)
采购费	以采购金额为基准
其他服务费	以所提供的实际服务为基准

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

公司的餐厅经营以自营模式为主, 仅在小吃店 2 颗鸡蛋煎饼开放了加盟。公司旗下正餐品牌九毛九、太二、怂和及那未大叔是大厨餐厅均以自营模式独家经营。自营模式有利于提升餐厅的经营效率、安全性及盈利能力, 同时能够对向顾客提供的食物及服务质量维持足够的控制权。同时, 公司在管理相对简单的小吃板块 2 颗鸡蛋煎饼开放了加盟模式, 公司对加盟商收取 3.5 万~5.6 万不等的首次加盟费和月收入 3.0%~5.0% 的持续加盟费。

2、具备内生品牌孵化能力, 标准化运营体系助力公司餐厅扩张

图表 45: 公司的标准化运营体系



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

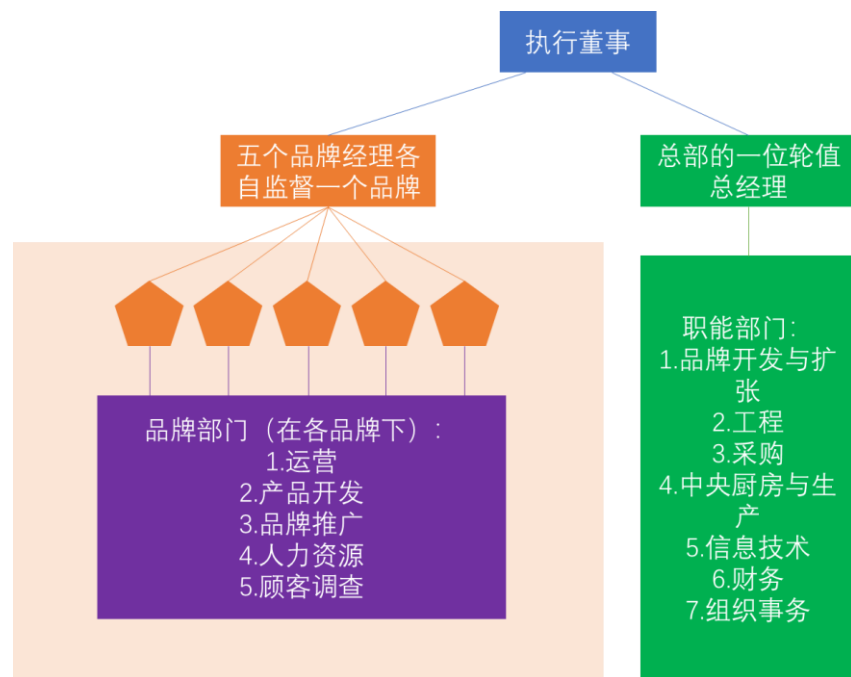
公司已经建立起一套适应快速扩张的标准化运营体系, 解决了餐饮门店扩张中标准化复制的主要难题:

- **控制 SKU, 精简采购及物流流程。**公司限制每个品牌提供的菜肴数量, 以简化采购及物流。有限的菜品供应可以帮助公司精确所需的食材、烹饪方法以及每道菜肴的食物品相, 提高标准化程度。例如, 太二的特色是老坛子酸菜鱼, 其他菜肴总数不超过 23 种。
- **建设中央厨房, 标准化食材供应。**公司目前已在广东、湖北及海南设有中央厨房, 并租用第三方供应链, 以基于标准化的食谱及流程为公司下游餐厅制备半成品食材。同时公司所有采购订单采用集中采购体系, 并通过采购部门进行集中订单采购。集中采购保证了食品风味及质量始终如一并及时配送食材, 同时使公司获得了更大的

规模经济效益、实现更高的效率并降低了腐败的可能。

- **标准化营运程序及流程，明确职责。**公司已实施涵盖餐厅经营多方面的一整套标准流程（包括餐厅设计、菜品、定价、食品准备、设施维护、前厅后厨清洁卫生及雇员操守等）。此外公司将餐厅经营程序分成①食材及供应品验收；②食材及供应品清洗消毒；③食品加工；④食品准备及⑤食品装盘及装饰五个环节，并就各步骤提供易于遵循的指导及程序。
- **统一的员工培训，稳定人才培养供应。**公司为所有雇员提供全面的在线及线下培训计划。公司总部设立了一个培训中心，为各级员工提供统一的培训。同时公司还有电子学习平台，雇员可以通过该平台访问在线课程，包括操作程序、指南及标准、信息技术及企业文化。该等持续的培训确保公司从管理团队到一线餐厅员工拥有足够的人材配置，以支持新餐厅的发展。

图表 46: 公司组织架构



资料来源：公司招股书、国盛证券研究所

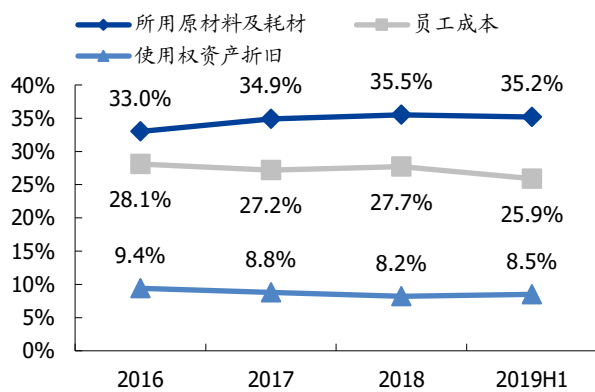
公司已经建立了适应品牌孵化和扩张的组织架构，具备内生的品牌开发能力。公司采取事业部的形式，将旗下品牌分为五个独立的实体各自运营，由五名品牌经理各自监督一个品牌；同时，在总部设立一个职能部门，负责为品牌的开发和维护提供全方面的后台支持。各品牌部门下分别各自设立运营、产品开发、品牌推广、人力资源和顾客调查，各品牌的负责人及团队为自己的品牌发展负责。总部职能部门负责新品牌开发与扩张，同时为已有品牌提供工程、采购、中央厨房及生产、信息技术、财务及组织事务。在此组织构架下，总部拥有不断开拓新品牌的能力，同时可为新品牌提供全方位的后台支持，让品牌的创作成为标准化流程。同时，新品牌授权品牌负责人组织团队独立运营，最大化单品牌的灵活性和主观能动性。

同时公司通过股权分享的方式，充分激发品牌团队的积极性。公司会向品牌经理及其各自团队授予其管理的品牌若干比例的股权，以绑定团队利益，激发团队活力。太二、2颗鸡蛋煎饼、怂及那未大叔是大厨品牌团队分别持有其所管理品牌的15%、20%、20%及25%的股权。

公司最早以九毛九餐厅起家，通过内生发展已经成功开拓出太二和 2 颗鸡蛋煎饼两个成功的品牌。此外，公司历史经营过的餐厅品牌还包括不怕虎牛腩、椰语堂和咧嘴，后因经营不佳而关闭。虽然公司也有失败的品牌创作案例，但是有失败是正常现象，只有不断去尝试，总有符合市场需求的新品牌脱颖而出，成为新的增长点。

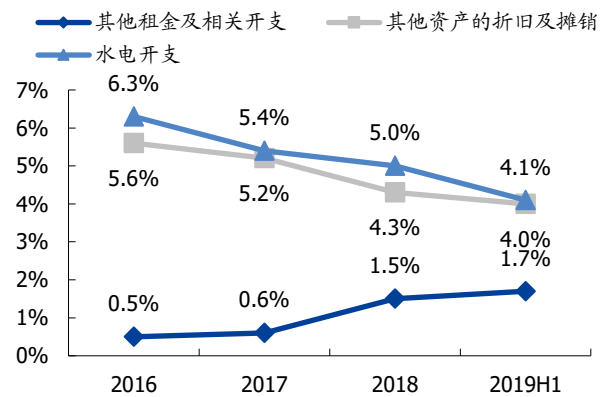
四、盈利能力稳中向好，现金流充裕

图表 47: 公司原材料、员工、使用权资产折旧占营收比



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 48: 公司租金、其他资产折旧、水电开支占营收比



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

原材料及耗材占比逐年提升，由 2016 年的 33.0% 提升至 19H1 的 35.2%。一方面是太二餐厅收入贡献增加，而太二的原料占比较九毛九高；另一方面是自 2017 年开始酸菜鱼餐厅的盛行令鲈鱼价格大幅上涨。

员工成本逐步降低，由 2016 年的 28.1% 降低至 2019H1 的 25.9%。一方面是公司通过标准化的食品制备流程提高了员工效率，另一方是太二餐厅收入占比提升，而太二的员工成本较九毛九更低。

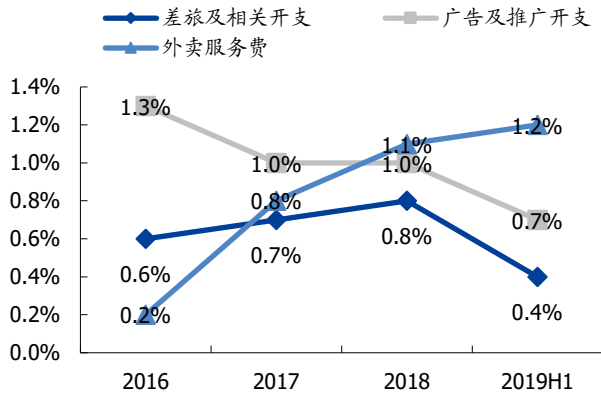
使用权资产折旧小幅下降，由 2016 年的 9.4% 下降至 2019H1 的 8.5%。主要是由于公司在固定租金下的新开业餐厅数量占新开餐厅总数的比例减少。

水电开支逐年下滑，由 2016 年的 6.3% 下降至 2019H1 的 4.1%。主要是由于太二餐厅收入占比提升，而太二的水电支出更低所致。

其他资产的折旧及摊销由 2016 年的 5.6% 下降至 2019H1 的 4.0%。主要由于太二餐厅的收入贡献增加，而太二的装修成本较九毛九低所致。

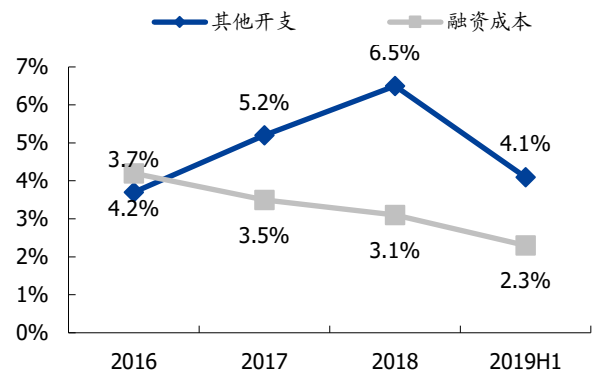
其他租金及相关开支占比提升，由 2016 年的 0.5% 提升至 2019H1 的 1.7%。主要系公司旗下可变租金占比增加。

图表 49: 公司差旅费、广告费、外卖服务费占营收比



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 50: 公司其他开支、融资成本占营收比



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

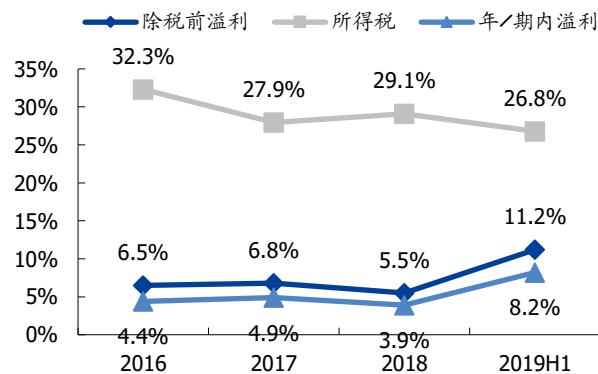
广告占比由 2016 年的 1.3% 下降至 2019H1 的 0.7%。主要是公司收入规模扩张，广告支出未随收入规模同比增加导致占比下降所致。

外卖服务费占比逐年提升，由 2016 年的 0.2% 提升至 2019H1 的 1.2%。公司由 2016 年 3 月起提供外卖服务，外卖服务费占比提升与公司的外卖业务扩张有关。

其他开支变动主要与当期的一次性开支相关。其他开支主要包括开设新餐厅的前期费用、支付予第三方服务提供商的服务费、原材料运输的运输费用、减值亏损及其他存货亏损等。2016 年到 2018 年的增长一方面系新开餐厅的费用增加，另一方面与前雇员有关的事件导致其他减值亏损增加。

融资成本占比下降，由 2016 年的 3.7% 下降至 2019H1 的 2.3%。主要系公司规模扩张，租金及利息成本未等比例增长及公司偿还部分银行贷款所致。

图表 51: 公司除税前溢利率、所得税率、期内溢利率

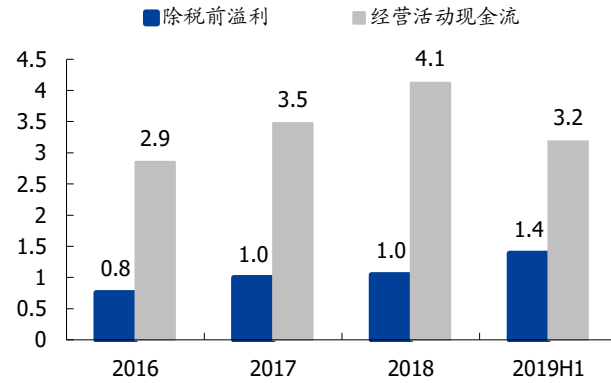


资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

受太二高速扩张的影响，短期除税前溢利率有所波动。除税前溢利率由 2016 年的 6.5% 提升至 2017 年的 6.8%，主要受更高利润率的太二占比提升导致；2018 年下降至 5.5%，主要受当年太二快速扩张（门店+132%）拖累。2019H1 除税前溢利率回升至 11.2%，主要受益于太二新店的成熟及占比提升。实际所得税率逐年下降，由 2016 年的 32.2% 下降至 2019H1 的 26.8%，主要是不能进行税项抵扣的附属公司亏损减少所致。期内溢利率 2016/17/18/19H1 分别为 4.4%/4.9%/3.9%/8.2%。我们认为随着未来太二新店的

成熟及新店占比的下降，未来公司利润率有望进一步提升。

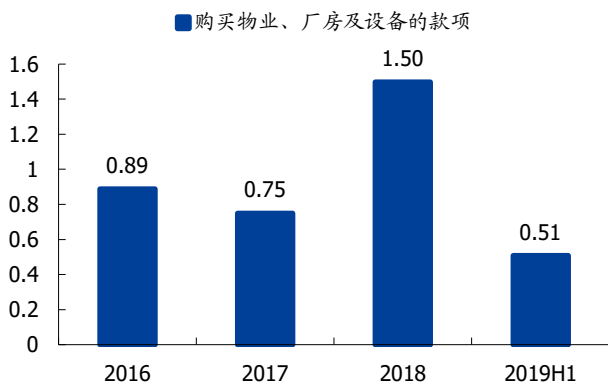
图表 52: 公司税前溢利与经营活动现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

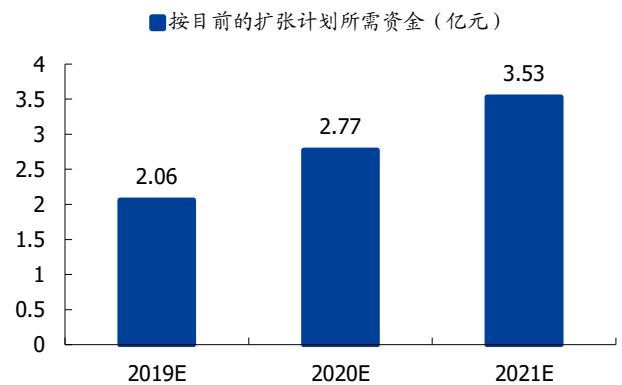
经营活动现金流优于税前溢利，差额主要来自于折旧。2016/17/18/19H1 公司经营活动现金流分别为 2.9/3.5/4.1/3.2 亿元，同期税前溢利为 0.8/1.0/1.0/1.4 亿元。经营活动现金流和税前溢利的主要差异来自于折旧，2016/17/18/19H1 二者差额分别为 2.1/2.5/3.1/1.8 亿元，当期折旧分别为 1.7/2.0/2.3/1.1 亿元。

图表 53: 公司历年资本开支 (亿元)



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 54: 按目前的扩张计划所需资金 (亿元)



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

公司现金流能覆盖未来三年的扩张计划。公司 2016/17/18/19H1 在固定资产上的资本开支分别为 0.89/0.75/1.50/0.51 亿元。根据公司目标的扩张计划，2019/20/21 年公司开拓新门店所需的资金分别为 2.06/2.77/3.53 亿元。按目前公司的经营现金流情况，账面现金能覆盖扩张所需的资金需求。

五、盈利预测

图表 55: 公司收入预测 (亿元)

收入 (亿元)	2018	2019E	2020E	2021E
九毛九	13.20	14.94	16.43	18.18
太二	5.40	13.20	23.26	36.30
2 颗鸡蛋煎饼	0.02	0.28	0.45	0.67
总		0.08	0.27	0.69
那末大叔是大厨		0.08	0.46	0.97
合计	18.62	28.58	40.87	56.82
YoY	29.3%	53.5%	43.0%	39.0%

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 56: 公司期内溢利预测 (亿元) (含少数股东损益)

	2018	2019E	2020E	2021E
期内溢利 (亿元)	0.74	1.94	3.34	4.82
YoY	3.1%	162.6%	72.2%	44.2%

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

受益太二餐厅的快速扩张, 公司收入和利润规模有望快速提升。我们预测 2019/20/21 年公司收入分别为 28.58/40.87/56.82 亿元, 同比+51.1%/+43.0%/+39.1%; 期内溢利 2.04/3.34/4.82 亿元, 同比+176.6%/+63.5%/+44.2%。收入增长主要由太二驱动, 预计太二餐厅数量全年将由 2018 年的 65 家增长至 2021 年底的 297 家, 同比+357%。受益新店成熟影响, 公司利润率水平有望逐步提升, 我们预测 2019/20/21 年公司期内溢利率分别为 6.8%/8.2%/8.5%。

六、风险提示

品牌老化风险。 餐饮品牌生命力一般在 3-5 年, 若没有及时更新品牌及内容适应新的消费者的需求, 可能存在品牌老化而导致经营下滑的风险。

食品安全风险。 餐饮业中常因管理不善、操作不当发生食品安全问题, 一旦曝光将对餐饮品牌产生很大的不利影响甚至导致相关监管部门的处罚。

原料涨价风险。 公司的原材料包括猪肉、鲈鱼、米面粮油等。若原料价格大幅上涨, 可能对公司的利润率产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com