

9922.HK 九毛九

未评级

太二表现亮眼，公司费用率控制得当

2020年04月1日

市场数据

日期	2020.03.31
收盘价(港元)	8.81
总股本(亿股)	13.8
总市值(亿港元)	122
净资产(百万元)	133
总资产(百万元)	1654
每股净资产(元)	0.1

数据来源: Wind

相关报告

海外社服研究

分析师: 宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

周灵珮

zhoulingpei@xyzq.com.cn

SAC: S0190119070056

熊超

xiongchao@xyzq.com.cn

SAC: S0190517080005

主要财务指标

会计年度	2016	2017	2018	2019
营业收入(百万元)	1,164	1,469	1,893	2,687
同比增长(%)		26.2%	28.8%	42.0%
净利润(百万元)	51.3	71.6	73.8	185.8
同比增长(%)		39.7%	3.1%	151.6%
经营利润	195.7	251.5	317.7	505.0
同比增长(%)		28.5%	26.3%	58.9%
经营利润率(%)	16.8%	17.1%	16.8%	18.8%
净利润率(%)	4.4%	4.9%	3.9%	6.9%
每股收益(元)			0.07	0.16

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **太二收入/经营利润大增 136.4%/182.8%，九毛九表现稳健。**公司 2019 全年营收 26.87 亿元，同比增长 42%；其中九毛九营收为 13.72 亿元，同比增 2.8%，收入占比为 51%；得益于快速的扩张，太二营收为 12.77 亿元，同比 136.4%，收入占比增至 47.5%，年内太二门店数同比增 93.8% 至 126 间，净增 61 家门店。
- **原材料成本率上升 1.2pct，但被其他费用率下降所抵消，公司经营利润率+2pct。**公司期内原材料成本率同比+1.2pct 至 36.7%。但受益于公司食材准备流程的标准化提升，期内员工成本率同比下降 1.8pct。而随着九毛九及太二的规模效应逐步凸显，公司 SG&A、租金成本及能源费用率分别按年-0.5pct/+0.1pct/-1pct，营运效率提升。整体看，公司期内经营利润同比+58.9% 至 5 亿元，其中九毛九/太二经营利润同比 +5.6%/+182.8% 至 2.4/2.7 亿元。公司期内净利同比增 151.6% 至 1.86 亿元，若不考虑权益付款开支上市开支，公司期内经调整纯利润同比增长 174.7% 至 2.17 亿元
- **全年净开店 95 家，ASP 提升，翻台相对稳定。**门店扩张：公司现共有 336 家门店。2019 年全年净新开 95 家门店，其中九毛九净减少 4 家，太二净增加 61 家，2 颗鸡蛋煎饼净增加 36 家，怂及那末大叔是大厨各增 1 家。**同店销售**：FY19 同店总数为 161 家，其中九毛九 120 家，太二 32 家，2 颗鸡蛋煎饼 9 家。受益于 ASP 增加，九毛九 FY19 同店销售额同比增 0.2% 至 11.39 亿；太二受益于 ASP 及客流量提升，同店销售增 4% 至 4.57 亿。而受竞争加剧及客流下降，2 颗鸡蛋煎饼同店收入同比-5.2%，但由于其体量较小，对公司整体表现不造成影响。**ASP**：九毛九/太二的人均消费分别同比 +9.4%/4.2% 至 58 元/75 元。而公司新品牌那末大叔是大厨 ASP 高达 132 元，公司各品牌覆盖多价格带。**翻台率**：受快速拓展、新店爬坡影响，九毛九/太二全年翻台率均下降 0.1 次/天至 2.3 次/天及 4.8 次/天。
- **投资建议**：公司期内太二继续发力，在快速扩张背景下，翻台率仅小幅波动 0.1pct，实属正常。太二净开店数略胜预期。截止 3 月 27 日，太二逾 9 成的门店已恢复运营，九毛九逾 13% 门店已恢复。短期看，公司通过太二阶段性的外卖弥补了餐厅收入，太二整体营收已显著恢复。此外，公司亦维持 2020 年太二开业计划，由于太二仅需一个月便能打平，投资回报周期为同行一半，预计 FY20 太二的扩张有望继续带动公司快速前行。长期看，我们认为此次事件会加速行业洗牌，相较于小型餐馆，连锁餐企在上下游议价、渠道控制、员工管理及资金方面均颇具优势，品牌效益会日益加强。九毛九品牌线丰富，覆盖多价格带及消费人群，加上公司日益完善的中央厨房及配送供应链，公司有望在现有基础上，复制太二的成功经验以实现新品牌孵化及扩张。

风险提示: 1、食品安全; 2、成本显著上升; 3、竞争加剧; 4、新店不及预期

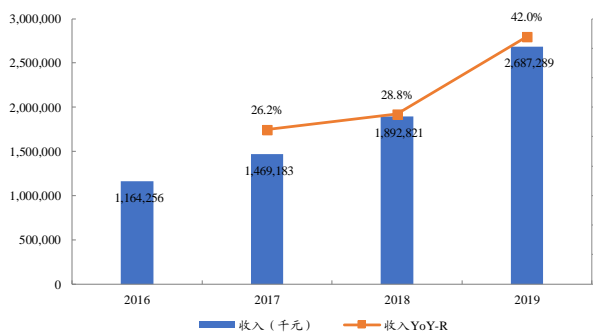
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

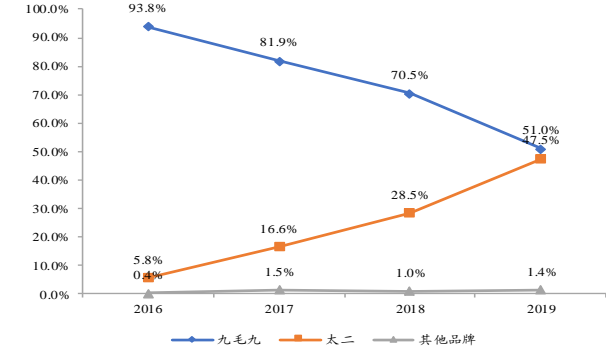
- **太二收入/经营利润大增 136.4%/182.8%，九毛九表现稳健。**公司 2019 全年营收 26.87 亿元，同比增长 42%；其中九毛九营收为 13.72 亿元，同比增 2.8%，收入占比为 51%；得益于快速的扩张，太二营收为 12.77 亿元，同比 136.4%，收入占比增至 47.5%，年内太二门店数同比增 93.8% 至 126 间，净增 61 家门店。
- **原材料成本率上升 1.2pct，但被其他费用率下降所抵消，公司经营利润率 +2pct。**受期内原材料成本上行，公司期内原材料成本率同比+1.2pct 至 36.7%。但受益于公司食材准备流程的标准化提升，期内员工成本率同比下降 1.8pct。而随着九毛九及太二的规模效应逐步凸显，公司 SG&A、租金成本及能源费用率分别按年-0.5pct/+0.1pct/-1pct，营运效率提升。整体看，公司期内经营利润同比+58.9% 至 5 亿元，其中九毛九/太二经营利润同比+5.6%/+182.8% 至 2.4/2.7 亿元。公司期内净利同比增 151.6% 至 1.86 亿元，若不考虑权益付款开支上市开支，公司期内经调整纯利润同比增长 174.7% 至 2.17 亿元。

图 1、公司 FY19 营收为 26.87 亿，同比+42%



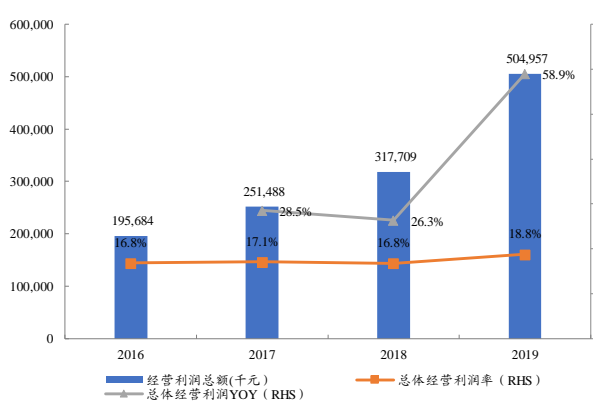
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、太二营收占比增至 47.5%



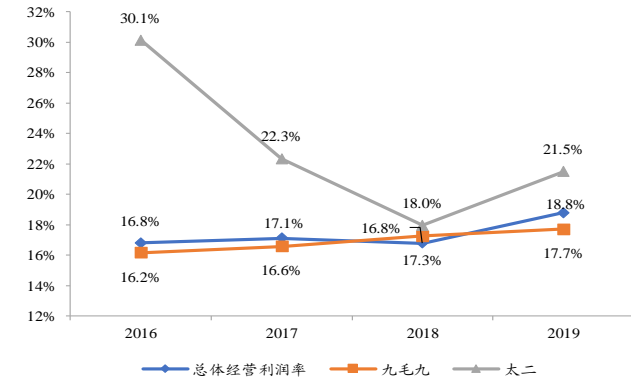
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司经营利润按年增 58.9%，利润率增 2pct



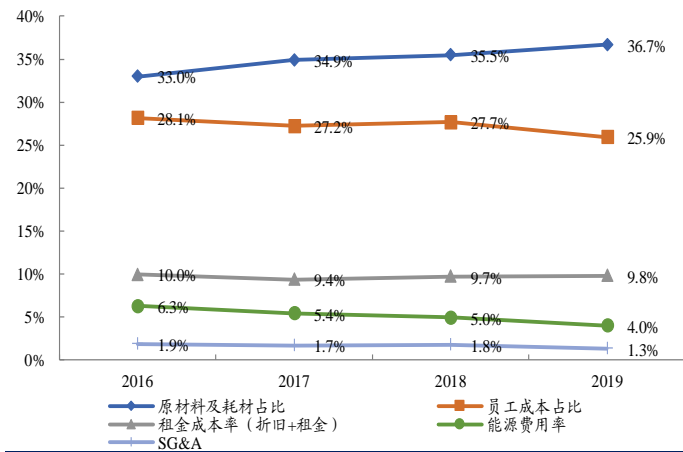
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、九毛九和太二经营利润率均有上升



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、其他相关费用率下降，抵消原材料及成本上升影响



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、九毛九 FY19 收入/门店/经营利润情况

(单位：千元)	2016	2017	2018	2019	YOY
收入：按品牌	1,164,256	1,469,183	1,892,821	2,687,289	42.0%
九毛九	1,092,329	1,203,566	1,334,045	1,371,707	2.8%
太二	67,810	244,025	540,232	1,277,022	136.4%
其他品牌	4,117	21,592	18,544	38,560	107.9%
收入占比					
九毛九	93.8%	81.9%	70.5%	51.0%	-19.4pct
太二	5.8%	16.6%	28.5%	47.5%	+19pct
其他品牌	0.4%	1.5%	1.0%	1.4%	+0.4pct
门店数(间)	141	175	241	336	39.4%
九毛九	128	139	147	143	-2.7%
太二	13	28	65	126	93.8%
2颗鸡蛋煎饼	-	8	29	65	124.1%
怂	-	-	-	1	-
那未大叔是大厨	-	-	-	1	-
收入：按业务线	1,164,256	1,469,183	1,892,821	2,687,287	42.0%
餐厅经营	1,133,363	1,352,384	1,688,503	2,440,796	44.6%
外卖业务	24,411	104,831	188,960	213,787	13.1%
特产销售	1,506	1,709	949	3,596	278.9%
其他	4,976	10,259	14,409	29,108	102.0%
收入占比					
餐厅经营	97.3%	92.1%	89.2%	90.8%	+1.6pct
外卖业务	2.1%	7.1%	10.0%	8.0%	-2pct
特产销售	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	+0.1pct
其他	0.4%	0.7%	0.8%	1.1%	+0.3pct
经营利润	195,684	251,488	317,709	504,957	58.9%
九毛九	176,493	199,473	230,186	243,111	5.6%
太二	20,423	54,500	97,063	274,484	182.8%
其他品牌	-1,232	-2,485	-9,540	-12,638	-
经营利润占比					
九毛九	90.2%	79.3%	72.5%	48.1%	-24.3pct
太二	10.4%	21.7%	30.6%	54.4%	+23.8pct
其他品牌	-0.6%	-1.0%	-3.0%	-2.5%	-
经营利润率	16.8%	17.1%	16.8%	18.8%	+2pct
九毛九	16.2%	16.6%	17.3%	17.7%	+0.5pct
太二	30.1%	22.3%	18.0%	21.5%	+3.5pct
其他品牌	-29.9%	-11.5%	-51.4%	-32.8%	-

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **全年净开店 95 家，ASP 提升，翻台相对稳定。门店扩张：**公司现共有 336 家门店，包括 292 家餐厅及管理 44 家加盟餐厅。2019 年全年净新开 95 家门店，其中九毛九净减少 4 家，太二净增加 61 家，2 颗鸡蛋煎饼净增加 36 家，怂及那未大叔是大厨各增 1 家。

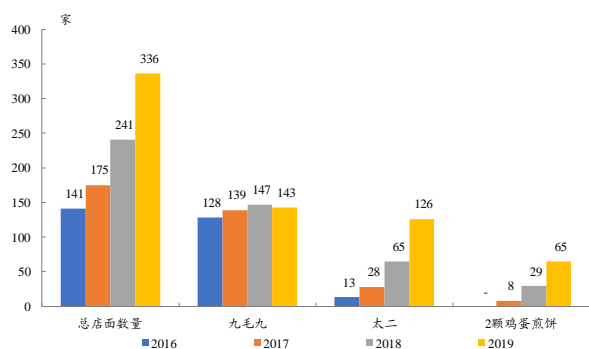
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

同店销售: FY19 同店总数为 161 家, 其中九毛九 120 家, 太二 32 家, 2 颗鸡蛋煎饼 9 家。受益于 ASP 增加, 九毛九 FY19 同店销售额同比增 0.2% 至 11.39 亿, 而太二受益于 ASP 及客流量提升, 同店销售增 4% 至 4.57 亿。而受竞争加剧及客流下降, 2 颗鸡蛋煎饼同店收入同比-5.2%, 但由于其体量较小, 对公司整体表现不造成影响。

顾客人均消费: 九毛九/太二的人均消费分别同比+9.4%/4.2% 至 58 元/75 元。而公司新品牌那未大叔是大厨 ASP 高达 132 元, 公司各品牌覆盖多价格带。

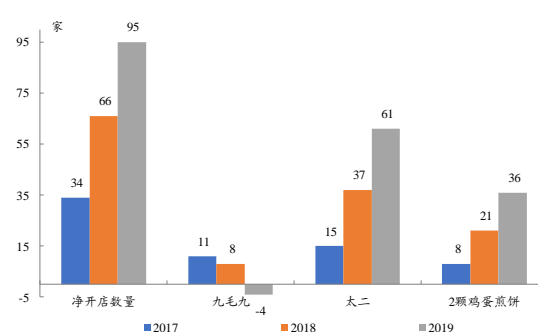
翻台率: 受快速拓展、新店爬坡影响, 九毛九/太二全年翻台率均下降 0.1 次/天至 2.3 次/天及 4.8 次/天。

图 6、公司 FY19 末共有 336 家门店



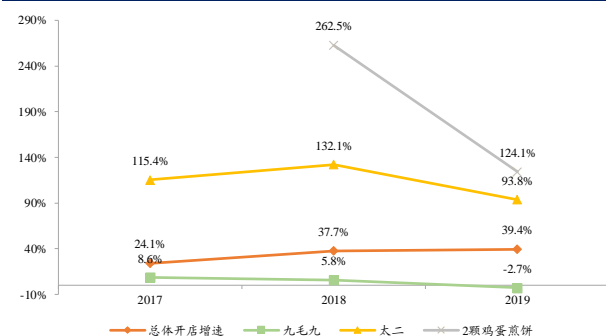
资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、FY19 净开店 95 家, 主要来自太二



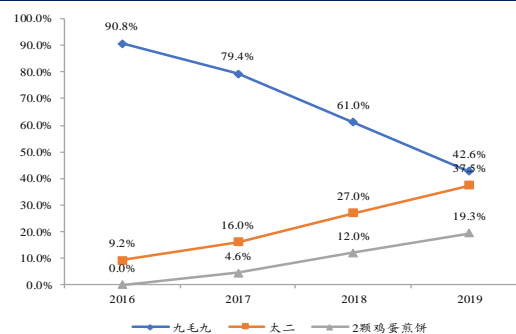
资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、受 2 颗鸡蛋煎饼及太二推动, 公司门店数同比增长 39.4%



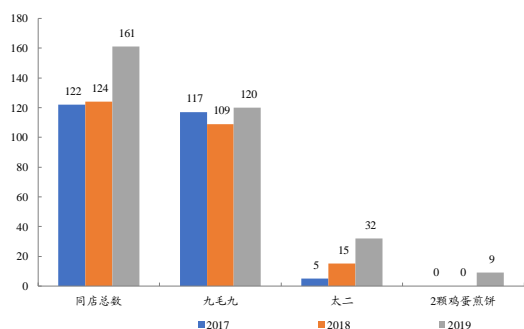
资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、太二及 2 颗鸡蛋煎饼门店数占比逐年增加



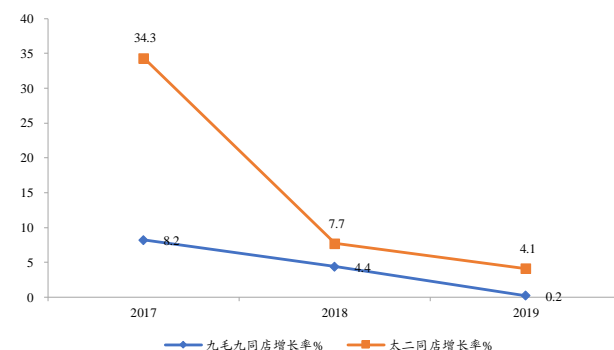
资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、FY19 太二同店可比店数(间)翻倍



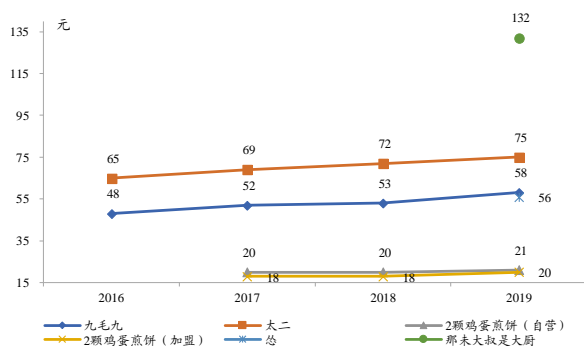
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、九毛九及太二同店销售仍维持增长



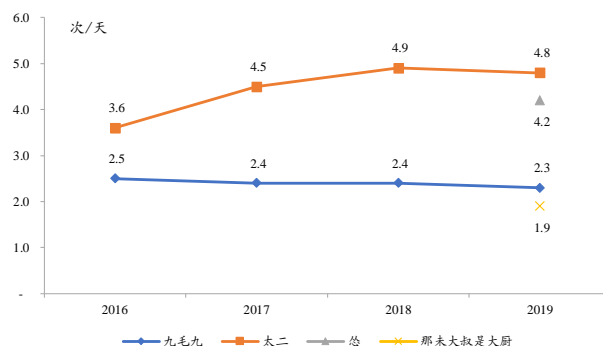
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公司各品牌期内 ASP 提升，覆盖多价格带



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、九毛九和太二翻台率均有 0.1 次/天的下滑



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 我们的观点：** 公司期内太二继续发力，在快速扩张背景下，翻台率仅小幅波动 0.1pct，实属正常。太二净开店略胜预期。截止 3 月 27 日，公司太二逾 9 成的门店已恢复运营，九毛九逾 13% 门店已恢复。短期看，公司通过太二阶段性的外卖弥补了餐厅收入，太二整体营收已显著恢复。此外，公司亦维持 2020 年太二开业计划，由于太二仅需一个月便能打平，投资回报周期为同行一半，预计 FY20 太二的扩张有望继续带动公司快速前行。长期看，我们认为此次事件会加速行业洗牌，相较于小型餐馆，连锁餐企在上下游议价、渠道控制、员工管理及资金方面均颇具优势，品牌效益会日益加强。九毛九品牌线丰富，覆盖多价格带及消费人群，加上公司日益完善的中央厨房及配送供应链，公司有望在现有基础上，复制太二的成功经验以实现新品牌孵化及扩张。
- 风险提示：** 1、食品安全；2、成本显著上升；3、竞争加剧；4、新店不及预期

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。