

9922.HK 九毛九国际

港股通(深)

审慎增持 (首次)

单店优、管理优，公司仍处成长期

2021年01月08日

市场数据

日期	2021/01/07
收盘价(港元)	23.75
总股本(亿股)	14.5
总市值(亿港元)	345
净资产(百万元)	2278
总资产(百万元)	3684
每股净资产(元)	1.57

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,687	2,716	4,779	6,656
同比增长	42.0%	1.1%	76.0%	39.3%
归母净利润(百万元)	164	38	444	663
同比增长	136.1%	-76.7%	1059.0%	49.4%
毛利率	63.3%	62.0%	63.5%	63.6%
归母净利率	6.1%	1.4%	9.3%	10.0%
每股收益(元)	NA	0.03	0.33	0.49
每股经营现金流(元)	NA	0.55	1.23	1.43

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院

相关报告

投资要点 zzz

海外消费研究

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

- 九毛九集团主攻中式快时尚餐饮，主要品牌为西北菜九毛九及太二酸菜鱼。得益于太二的快速扩张（过去三年收入CAGR=166%），FY19公司营收/归母净利/餐厅数达26.87亿元/1.64亿元/336间，3年CAGR达32.2%/46.9%/33.6%。截至20H1，公司旗下九毛九/太二门店数达105/161家，预计太二全年开店超百家，2021年新开门店120家。疫情下公司领先行业恢复：太二同店自2020年5月已全面恢复，九毛九下半年同店恢复近9成。
- 太二单店模型轻而高效，回收期仅7个月。太二菜单精简，提供菜式不超过23种并采用小桌模式弱化社交场景。精简SKU及服务定位下，太二造就了行业领先的点餐出餐效率及餐位周转效率。其单店投入仅需210万，只需一个月即可实现盈亏平衡，平均现金投资回报期为7个月；而海底捞单店投入需1000万，回收期近1年；呷哺单店投入150万，回收期仍需17个月。太二FY19翻座率高达4.8次/天，处行业之首。
- 开店空间：1、基于购物中心数量，若太二渗透率达10%-15%，到2023年，太二理论空间约达700-1000+家。2、同业类比：连锁餐饮在开店时需考虑当地人口、经济、消费能力等因素，假设连锁餐厅在开店数上存在一定比例关系，参考头部西餐连锁，太二开店空间达900+家。3、按城市人口及消费水平与单店可服务人次测算，太二于一二线有700+家空间。2020年底太二门店数约230家，仍有成倍增长空间，增长确定性强。
- 管理优质、供应链升级、品牌突出，为扩张提供支撑。管理：公司高管于麦当劳拥有多年管理经验，熟知餐饮标准化、品牌化的运营。公司激励亦完善，通过品牌团队持股绑定利益。基于太二的成功经历，预计未来继续复制打造新品牌的成功率高。运营：公司中央厨房可输出调味包、半成品等标准化产品，门店端对大厨依赖度低。原材料：公司采用提前锁价策略，此外，公司于2020年加大了上游布局，和两家主要食材（鲈鱼）供应商成立合营公司，长期有利于原材料的稳定供应。品牌方面，太二通过反向营销、个性化标语、IP打造等形成了鲜明有趣的品牌特色，产生用餐之外的“内容传播”，品牌影响力随话题度提升；并通过私域流量“对暗号”等活动完成了与会员线上+线下的互动，提升复购率。后台支撑+品牌助力为太二全国的扩张提供了坚实的基础。
- 投资建议：公司静态估值偏高主要由于：1、未来几年增速快，太二单店优质；2、管理完善，新品牌初露锋芒：怂火锅自20Q3开启，已开两家门店，反馈良好，若能扩张顺利，可进一步提升公司估值。在公司供应链加强、团队激励完善、品牌营销成功、管理层孵化新品经验丰富的背景下，可给予一定溢价。根据DCF模型（WACC=9.027%，Perpetual g=3%），我们给予公司股票目标价27.7港元，相比现价有16.6%的涨幅，对应2021/2022财年PE分别为74x/49x，考虑到公司未来三年净利润CAGR可达59%，切换至2022年PEG为0.84倍，给予“审慎增持”评级。

风险提示：1、开店不及预期，2、单店回报下降，3、食品安全，4、竞争加剧

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Outperform

Jiu Mao Jiu Group(9922.HK)**Stock Connect (SZ)**

(Initiated)

Growing under strong management and business model**01/08/2021**

Foodservice

Key Data

JAN. 07, 2021

Closing Price (HKD)	23.75
Total Shares (100Mn)	14.5
Market Cap (100Mn)	345
Net Assets (CNY/Mn)	2278
Total Assets	3684
BVPS (CNY)	1.57

Key Financial Indicators

FY	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue (Mn/CNY)	2687	2716	4779	6656
YoY	42.0%	1.1%	76.0%	39.3%
Net Profit (Mn/CNY)	164	38	444	663
YoY	136.1%	-76.7%	1059.0%	49.4%
Gross Margin	63.3%	62.0%	63.5%	63.6%
Net Profit Margin	6.1%	1.4%	9.3%	10.0%
EPS (CNY)	NA	0.03	0.33	0.49
OCFPS (CNY)	NA	0.55	1.23	1.43

Highlights**Analyst****Jian Song**

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

Jiu Mao Jiu Group focuses on Chinese fast-casual catering, with main brands of Jiu Mao Jiu and Tai Er. Thanks to Tai Er's rapid expansion (income CAGR=166% for past three years), FY19 company revenue/net profit attributable/number of restaurants reached 2.687 billion yuan/164 million yuan/336 with 3-year CAGR of 32.2%/46.9%/33.6%. As of 20H1, the number of Jiu Mao Jiu/Tai Er stores reached 105/161. Tai Er is expected to open more than 100 stores in 2020 and 120 new stores in 2021. The company recovers fast after the epidemic: Tai Er's same store has fully recovered since 2020 May and Jiumaojiu recovered to around 90% in 20H2.

Contact**Lingpei Zhou**

zhoulingpei@xyzq.com.cn

SAC: S0190119070056

Tai Er model is light and efficient with a payback period of only 7 months. Tai Er offers no more than 23 dishes and adopts small table mode to weaken the social scene. With optimized SKU and service positioning, Tai Er has industry-leading ordering efficiency and table turnover efficiency. With single store investment of 2.1 million, it only takes one month to breakeven and 7 months to payback; while Haidilao's single-store investment requires 10 million, and the payback period is nearly 1 year; Xiabu single-store investment 1.5 million, the payback period still takes 17 months. Tai Er has a seat turnover rate of 4.8 times per day in FY19, ranking first among competitors.

Store opening: 1. Based on shopping malls number, if Tai Er's penetration rate reaches 10%-15%, by 2023 Tai Er can open about 700-1000+ stores. 2. Based on other foodservice chain: foodservice company needs to consider factors such as local population, economic environment, and residents' consumption ability when opening new stores. Assuming chain restaurants have relationship in the number of stores open, referring to the top western restaurant chain, Tai Er has 900+ store spaces. 3. Based on population, consumption level and single store capacity, there are 700+ store opening spaces in tier1 and 2 cities. Tai Er stores is about 230 by 2020, which is still small compared to the market space.

Strong management, supply chain and brand culture provide support for expansion. Management: with previous working experience in McDonald, the management team knows the importance of standardization and branding of foodservice chain. Having strong incentives, the team is expected to copy the success of Tai Er and create new brand. **Operation:** the company's central kitchen can export standardized products such as seasoning packages and semi-finished products, allowing low dependence on chefs. **Supply chain:** the company adopts lock price strategy with more upstream layout in 2020 by establishing joint venture with two major raw material (bass) suppliers, which is conducive to the stable supply of raw materials in the long term. **Branding:** Tai Er has formed distinctive and interesting brand characteristics through marketing, personalized slogans, IP creation, resulting "content communication" and "topic" outside of meal itself. Through building Wechat group and creating interesting interactive activities, the group has completed the online + offline interaction with members and increased the repurchase rate. Back-office support + brand popularity have provided solid foundation for Tai Er's expansion.

Investment recommendation: The high trailing valuation of the company is mainly due to: 1. The rapid growth expectation for next few years and the high-quality model of Tai Er; 2. The performance of the new brand is beginning to show its strength. With strong management, supply chain, incentives, and brand marketing, the company can enjoy certain premium. According to the DCF model (WACC=9.027%, Perpetual g=3%), we set a target price of HK\$27.7, which is a 16.6% increase compared to the current price, corresponding to a PE of 74x/49x in fiscal year 2021/2022. Considering the company's net profit CAGR for the next three years to be 59%, 2022 PEG is 0.84 times. Give "outperform" rating.

Potential risks: 1、Stores opening fails expectation, 2、Same-store sales decline, 3、Food safety, 4、Intensified Competition

目 录

1、 公司概况：快速发展的中式快时尚餐企	- 6 -
1.1、 公司简介：拥有太二、九毛九等多个中式快时尚餐饮品牌.....	- 6 -
1.2、 股权结构：股权集中，核心团队持股，结构稳定.....	- 7 -
1.3、 多品牌发展战略：九毛九稳扎华南市场，太二全国扩张.....	- 8 -
1.3.1、 九毛九：华南西北菜之首，进入成熟升级阶段	- 10 -
1.3.2、 太二酸菜鱼：独特而有趣的快时尚餐厅品牌先锋	- 11 -
1.3.3、 其他品牌：2 颗鸡蛋探索加盟，怂品牌试水火锅赛道	- 12 -
2、 中式快时尚餐饮加速发展，太二开店空间广阔.....	- 14 -
2.1、 后疫情时代餐厅品牌连锁化加速，公司恢复行业领先.....	- 14 -
2.2、 标准化+品质化推动快时尚餐饮市场双位数增长，集中度仍低	- 16 -
2.3、 西北菜市场稳步发展，九毛九扎根华南	- 18 -
2.4、 酸菜鱼餐饮市场持续扩张，太二为中国市场领头品牌.....	- 20 -
2.5、 开店测算：太二开店空间可超 700 家	- 22 -
3、 系统化供应链使餐饮“工业化”，奠定扩张基础	- 25 -
3.1、 采购：SKU 精简保障供应链效率，提前锁价以控制成本端波动.....	- 25 -
3.2、 中央厨房：提供工业化的高效及标准	- 26 -
3.3、 门店运营程序：标准流程作业，提高餐厅运营效率.....	- 27 -
4、“潮”太二的内外兼修：模型高效，品牌话题度高	- 27 -
4.1、 太二模型高效，回报期仅 7 个月	- 27 -
4.2、 打造“有趣”、“二”的品牌符号化，加大话题传播度	- 28 -
5、 架构灵活协同发展，品牌团队激励足	- 29 -
6、 财务分析	- 31 -
7、 盈利预测与估值	- 34 -
7.1、 盈利预测	- 34 -
7.2、 估值与评级	- 35 -
8、 风险提示	- 35 -
图 1、 九毛九各品牌布局	- 6 -
图 2、 九毛九股权结构	- 7 -
图 3、 收入情况：九毛九稳健，太二快速增长.....	- 9 -
图 4、 餐厅数分布：九毛九/太二为主力	- 9 -
图 5、 收入拆分：太二收入贡献提升至 7 成.....	- 9 -
图 6、 餐厅经营业务为公司主要收入来源	- 9 -
图 7、 太二经营利润率领先	- 10 -
图 8、 20H1 太二为经营利润唯一为正的品种.....	- 10 -
图 9、 旗下餐厅地理分布情况：九毛九仅在华南地区，太二多地发展.....	- 10 -
图 10、 经典中国西北菜融合其他地区饮食风格菜品.....	- 11 -
图 11、 太二核心菜品——中国酸菜鱼，菜品不超过 23 种	- 12 -
图 12、 健康、方便、快捷的传统中式薄饼	- 12 -
图 13、 怂主打川渝锅底+潮汕牛肉，开业后生意火爆，排队等位为常态	- 13 -
图 14、 那末大叔是大厨餐厅室内设计及部分供应菜式.....	- 14 -
图 15、 2019 年餐饮占社零总额比创新高	- 15 -
图 16、 餐饮业虽受疫情影响严重，但已触底回升.....	- 15 -
图 17、 2004 行业特点：品牌连锁化，并购机遇增加.....	- 15 -
图 18、 2003 年后我国连锁餐企门店维持双位数增长.....	- 15 -
图 19、 中国餐饮业连锁化率仍低	- 16 -
图 20、 我国餐饮连锁预计领先行业增长	- 16 -

图 21、	我国餐饮企业扩张难的五大痛点	- 16 -
图 22、	中式餐饮菜系丰富 (2017)	- 16 -
图 23、	美国快时尚餐饮 CR5=33%	- 17 -
图 24、	美国快时尚餐饮发展迅速	- 17 -
图 25、	预计我国中餐市场稳步发展	- 17 -
图 26、	中式快时尚餐饮或维持高速增长, 跑赢大市	- 17 -
图 27、	华南地区占全国中式快时尚餐饮收入 16.9%	- 18 -
图 28、	截至 2020 年底, 太二门店分部情况	- 18 -
图 29、	2018 年-2024 年, 中国西北菜市场收入或维持 9.2% 的复合增长率 ...	- 19 -
图 30、	西贝餐厅全国分布情况: 367 家全国布局	- 19 -
图 31、	北疆餐厅全国分布情况: 93 家华东偏多	- 19 -
图 32、	我国酸菜鱼门店数占市场比例持续提升	- 20 -
图 33、	我国消费者偏爱鲜辣味, 酸菜鱼口味全国普适	- 20 -
图 34、	2018 年中餐品类规模: 川菜第二	- 20 -
图 35、	2018-2024 酸菜鱼市场 CAGR 或达 33.7%	- 20 -
图 36、	酸菜鱼维持高搜索率, 景气度较高	- 21 -
图 37、	连锁酸菜鱼品牌餐厅数量前十名	- 21 -
图 38、	连锁酸菜鱼品牌餐厅数量分布	- 21 -
图 39、	太二餐厅地理分布	- 22 -
图 40、	鱼你在一起餐厅地理分布	- 22 -
图 41、	太二门店分布数量	- 22 -
图 42、	太二门店分布占比	- 22 -
图 43、	预计 2020 年我国购物中心总数达 6859 家	- 23 -
图 44、	近年来我国新开购物中心数维持 500 家左右	- 23 -
图 45、	2019 新开购物中心城市级别分布	- 23 -
图 46、	2019 新开购物中心城市分布	- 23 -
图 47、	太二菜单	- 27 -
图 48、	太二酸菜鱼	- 27 -
图 49、	太二的一站式服务, 减少与顾客触点	- 28 -
图 50、	太二的小桌制	- 29 -
图 51、	太二的个性化口号	- 29 -
图 52、	太二的粉丝群“暗号”、IP 活动、新品漫画均趣味性、话题性十足	- 29 -
图 53、	不同品牌管理层持股比例	- 30 -
图 54、	公司开发新菜品流程	- 30 -
图 55、	公司事业部组织结构	- 31 -
图 56、	总部七个职能部门对各个品牌提供支持	- 31 -
图 57、	除疫情期间, 集团收入稳步增长	- 31 -
图 58、	太二收入于 20H1 仍保持正增长	- 31 -
图 59、	原材料及耗材仍为主要成本	- 32 -
图 60、	原材料、员工及折旧成本占比	- 32 -
图 61、	FY19 三大餐企毛利率、费用率对比	- 32 -
图 62、	FY19 三大餐企利润率对比	- 32 -
图 63、	海底捞、呷哺呷哺、九毛九及太二收入对比	- 33 -
图 64、	FY19 四公司同店增速对比	- 33 -
图 65、	餐企 ASP 对比	- 33 -
图 66、	餐企翻台率 (次/天) 对比	- 33 -
表 1、	九毛九集团发展历程	- 7 -
表 2、	九毛九集团高管介绍	- 8 -
表 3、	公司品牌多样化, 覆盖多价格带	- 8 -

表 4、	公司各品牌门店数量和收入情况：九毛九稳健，太二快速发展.....	- 8 -
表 5、	九毛九业绩情况：门店数量趋稳定，经营效率持续提升.....	- 11 -
表 6、	太二酸菜鱼餐厅业绩情况	- 12 -
表 7、	2 颗鸡蛋煎饼业绩情况	- 13 -
表 8、	2 颗鸡蛋煎饼加盟相关费用	- 13 -
表 9、	怂及那末大叔是大厨业绩情况	- 14 -
表 10、	九毛九于 2018 年中国中式快时尚餐饮公司排名第三.....	- 18 -
表 11、	2018 年按收入中国三大西北菜餐厅排名.....	- 19 -
表 12、	2018 年中国三大酸菜鱼餐厅收入排名	- 21 -
表 13、	餐厅数 Top5 品牌对比	- 22 -
表 14、	2023 年根据商场数量及渗透率测算门店空间.....	- 24 -
表 15、	三大西式连锁品牌及太二布局对比	- 24 -
表 16、	根据与三大连锁品牌比例测算太二开店空间.....	- 24 -
表 17、	大单品连锁品牌现有门店数对比：太二仍处发展初期，开店空间可期... - 24 -	
表 18、	各线城市对应的开店空间	- 25 -
表 19、	截至 2019 年 6 月 30 日前五大供应商详情.....	- 26 -
表 20、	主要食材的来源及保质期	- 26 -
表 21、	按地区位置划分的自有中央厨房食物产能、产量及利用率.....	- 26 -
表 22、	仓库详情	- 26 -
表 23、	太二单店投入小、回报快	- 28 -
表 24、	港股头部餐企经营表现对比	- 33 -
表 25、	盈利预测	- 34 -
表 26、	WACC 计算过程.....	- 35 -
附表	- 36 -

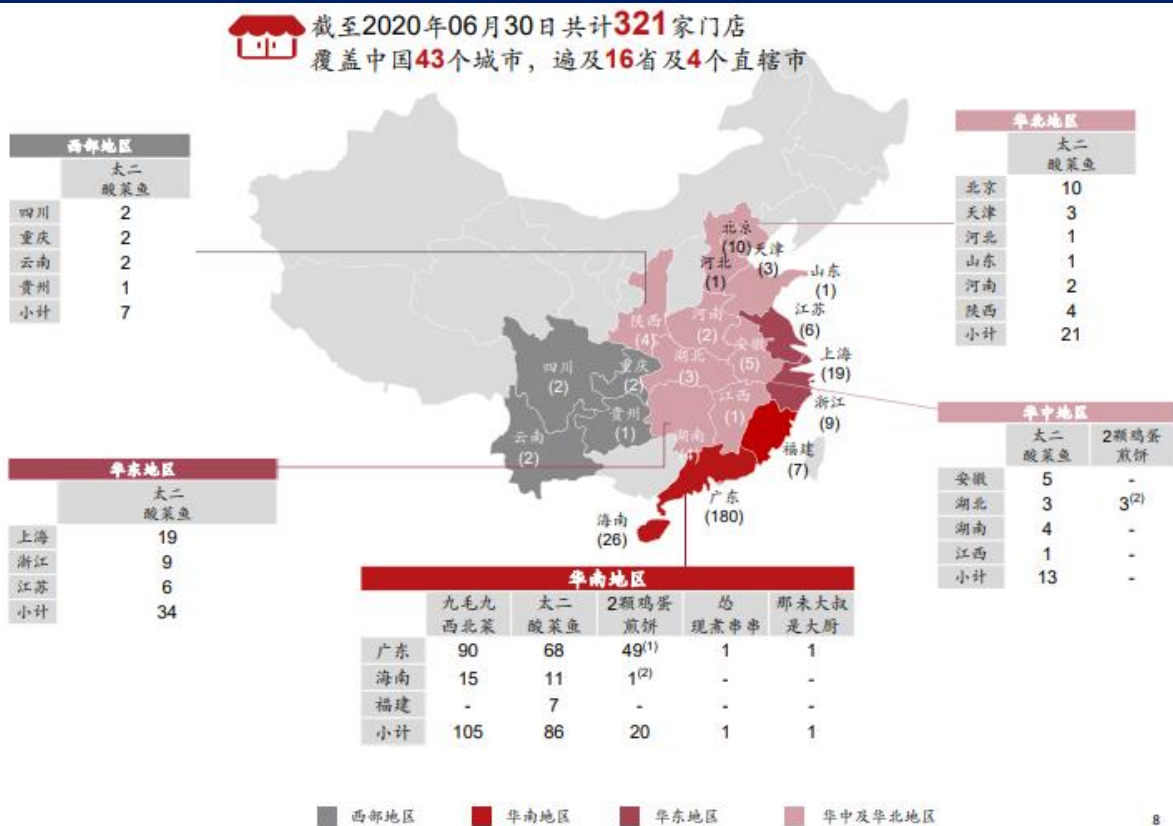
报告正文

1、公司概况：快速发展的中式快时尚餐企

1.1、公司简介：拥有太二、九毛九等多个中式快时尚餐饮品牌

坐拥多品牌的中式快时尚餐饮集团。九毛九集团是中国领先的中式快时尚餐饮品牌管理及运营者，拥有逾 23 年餐饮经营历史。公司目前管理及经营 5 个自营品牌，即九毛九、太二、2 颗鸡蛋煎饼、怂及那未大叔是大厨，其中 288 间餐厅为自营，33 间为加盟餐厅（均为 2 颗鸡蛋煎饼），覆盖中国 43 个城市，遍及 16 个省份和 4 个直辖市。

图1、九毛九各品牌布局



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年营收突破 26.87 亿元，三年 CAGR 达 32.2%。1995 年，公司创始人管毅宏在海南海口成立首家面馆。2003 年扩展其面馆业务至广东广州，两年后正式以九毛九品牌经营餐厅，并逐渐扩展业务至北京、深圳、天津、武汉、南京等城市。九毛九餐厅数量于 2005 年达到 100 家，公司同年开启新品牌太二酸菜鱼，此后陆续推出 2 颗鸡蛋煎饼（2017 年）、怂（2019 年）以及那未大叔是大厨（2019 年），贯彻多品牌战略。公司于 2020 年 1 月在港股成功上市，代码 9922.HK。

FY19 公司营收/归母净利润/餐厅数达 26.87 亿元/1.64 亿元/336 间，3 年 CAGR 达 32.2%/46.9%/33.6%。20H1 受疫情影响，公司旗下餐厅于 2020 年 1 月 26 日至 2020

年3月18日暂停营业，并对九毛九品牌做出调整，仅保留了广东及海南省的门店，公司期内营收/归母净利润/餐厅数达9.5亿元/-0.86亿元/321间。

表1、九毛九集团发展历程

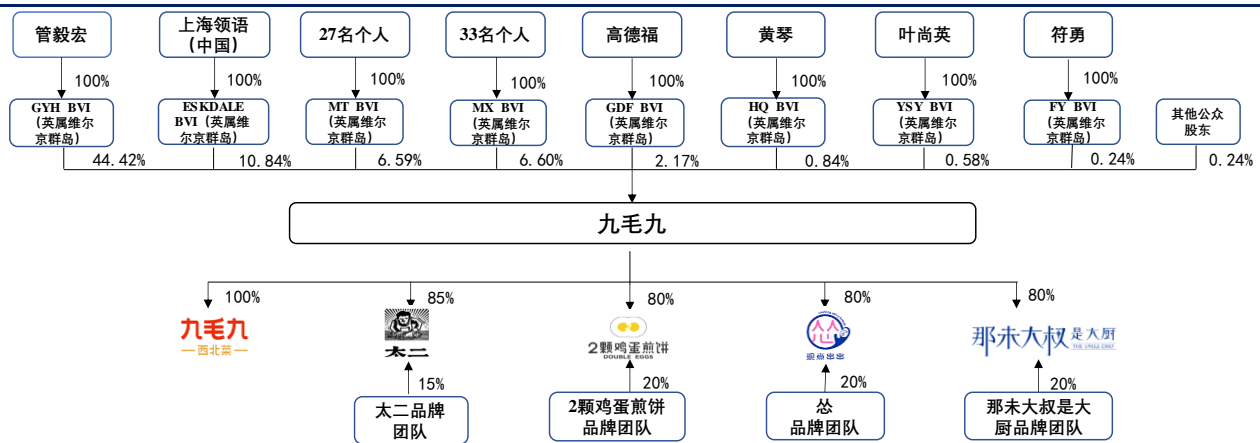
年份	事件	营收	归母净利润	店面数量
1995	在海南海口成立起首家面馆			
2003	扩展面馆业务至广东广州			
2005	开始经营九毛九餐厅			
2010	商业模式升级，定位快时尚餐饮，锁定在购物中心开店策略			
2012	扩展餐厅网络至北京及深圳			
2013	8月第50家九毛九餐厅开业；并扩展餐厅网络至天津			
2014	扩展餐厅网络至武汉			
2015	扩展餐厅网络至南京；第100家九毛九开业；首家太二开业			
2017	开设第一间2颗鸡蛋煎饼餐厅	14.69亿	0.67亿	175家
2018	2颗鸡蛋煎饼使用加盟模式扩张	18.92亿	0.70亿	241家
2019	开第一家怂及那未大叔是大厨	26.87亿	1.64亿	336家
2020	港交所上市			

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、股权结构：股权集中，核心团队持股，结构稳定

股权集中，核心团队持股，与公司利益统一。前两大股东共持有公司55.26%的股份，持股较为集中。1) 创始人兼实际控制人管毅宏通过GYH BVI持股44.42%；2) 由IDG Capital合伙人创立的上海领语企业管理咨询持股10.84%；3) 公司核心员工及高管通过MT/MX BVI共持有公司13.2%股权。此外，公司各品牌团队亦分别持股其品牌，公司股权相对稳定且集中，与核心管理团队利益统一，有利于公司长期发展。公司主要高管拥有多年餐饮业经验，董事崔总、技术总监付总及工程总监黄总均于麦当劳拥有多年管理经验。

图2、九毛九股权结构



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：截至20H1

海外公司深度研究报告

表2、九毛九集团高管介绍

姓名	职位	职责	背景
管毅宏	董事会主席，集团行政总裁	负责制定本公司的整体发展策略及业务计划并监督公司的管理及策略发展	50岁，九毛九创始人及董事会主席兼本集团行政总裁，亦为公司控股股东。
李灼光	公司财务总监兼执行董事，联席秘书	负责监督公司的财务、战略投资及投资者关系	37岁，2005年-2012年担任毕马威华振会计师事务所经理，并于2013年加入公司，担任财务总监及董事会秘书。
崔弄宇	执行董事，高管	负责监督本公司的人力资源管理及业务运营	45岁，1997-2012年在麦当劳加盟企业广东三元麦当劳食品有限公司担任运营经理，并于2013-2014年担任麦当劳（中国）高级品牌经理。于2014年12月加入九毛九来，前后担任人力资源总监及董事。

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、多品牌发展战略：九毛九稳扎华南市场，太二全国扩张

以太二为中心的多品牌多价格带战略，卡位轻正餐赛道性价比凸显。集团发展战略清晰：以太二为中心，维持九毛九品牌稳健发展并持续创新孵化新品牌。其中，太二主打老坛酸菜鱼，2颗鸡蛋煎饼是唯一拥有加盟店的煎饼品牌，怂以及那未大叔是大厨分别主打四川冷锅串串/重庆火锅和精品粤菜。除那未大叔是大厨外，公司主要品牌人均消费仅70元左右，以轻正餐价格提供正餐的品质，并伴随着类快餐的标准度及快捷度，性价比凸显。

表3、公司品牌多样化，覆盖多价格带

	九毛九	太二	2颗鸡蛋煎饼	怂	那未大叔是大厨
品牌标志					
主打菜系	西北菜系，融合其他地区饮食风格	老坛子酸菜鱼	煎饼	四川冷锅串串/火锅	精品粤菜
调性	放心餐厅	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	50-70RMB	70-90RMB	20-30RMB	50-70RMB	120-150RMB
餐厅平均面积	250-400平方米	200-300平方米	10-40平方米	120-200平方米	300-500平方米
餐厅数(间)	直营: 105	直营: 161	直营: 20; 加盟: 33	直营: 1	直营: 1
门店图片					
菜品图片					

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 注：餐厅数量数据截至2020年6月30日

表4、公司各品牌门店数量和收入情况：九毛九稳健，太二快速发展

	2016	2017	2018	2019	3年 CAGR	19H1	20H1	YOY
餐厅数量(间)								
九毛九	128	139	147	143	3.8%	149	105	-29.5%
太二	13	28	65	126	113.2%	91	161	76.9%
其他品牌	0	8	29	67		57	55	-3.5%
总计	141	175	241	336	33.6%	297	321	8.1%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

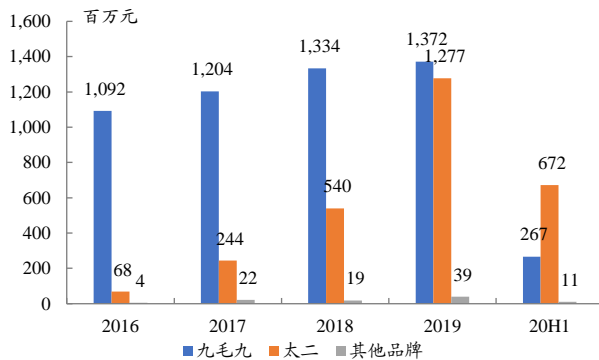
海外公司深度研究报告

收入 (百万元)								
九毛九		1,092	1,204	1,334	1,372	7.9%	682,790	266,828
	同比增速		10.2%	10.8%	2.8%		5.8%	-60.9%
	收入占比	93.8%	81.9%	70.5%	51.1%		55.2%	28.1%
太二		68	244	540	1,277	165.8%	538,109	671,718
	同比增速		259.9%	121.4%	136.4%		146.8%	24.8%
	收入占比	5.8%	16.6%	28.5%	47.5%		43.5%	70.7%
其他品牌		4	22	19	39	113.6%	16,239	10,961
	同比增速		424.5%	-14.1%	107.9%		45.4%	-32.5%
	收入占比	0.4%	1.5%	1.0%	1.4%		1.3%	1.2%
总计		1,164	1,469	1,893	2,687	32.2%	1,237,138	949,507
	同比增速		26.2%	28.8%	42.0%		41.5%	-23.2%

资料来源：招股说明书，公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

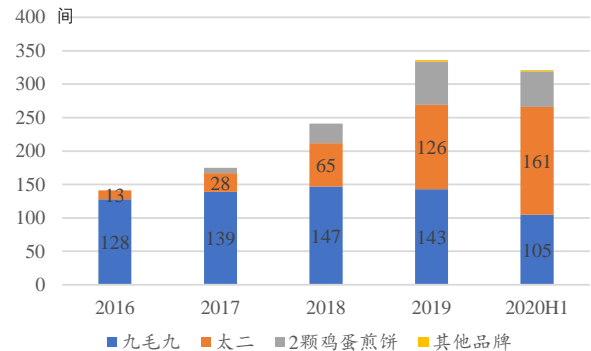
20H1 太二收入贡献增至 70.7%，盈利能力领先。分品牌看，公司超 98% 的营业收入来自九毛九和太二品牌。受快速增长推动，太二收入占比由 2016 年的 5.8% 增至 2019 年的 47.5%，20H1 达 70.7%；九毛九品牌收入降至 20H1 的 28.1%。**分业态看**，由于太二不提供外卖（除疫情期间放开外卖），FY19 公司约 91% 收入来自餐厅经营。20H1 受公共卫生事件影响，外卖占比大幅提升 23.1%，餐厅收入贡献为 75.6%。**从利润看**，太二 FY19 经营利润率达 21.5%，带动公司整体经营利润率从 2016 年的 16.8% 至 2019 年的 18.8%；20H1 太二经营利润率为 7.7%，为集团旗下经营利润率唯一为正的品种。

图3、收入情况：九毛九稳健，太二快速增长



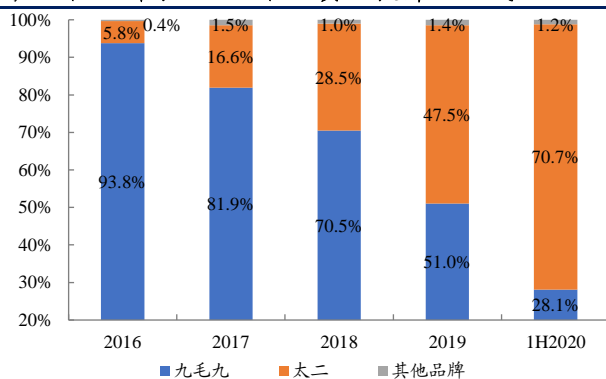
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、餐厅数分布：九毛九/太二为助力



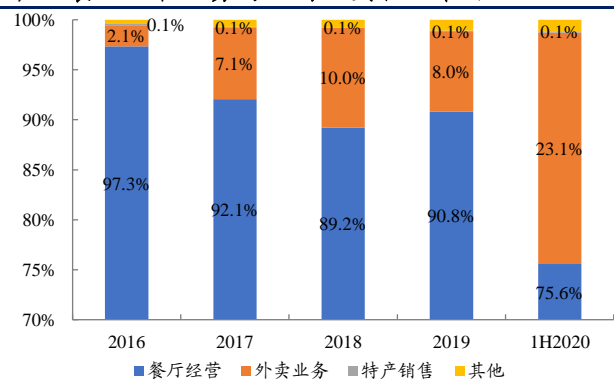
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、收入拆分：太二收入贡献提升至7成



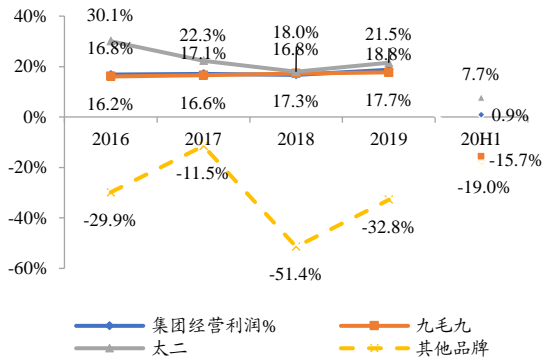
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、餐厅经营业务为公司主要收入来源



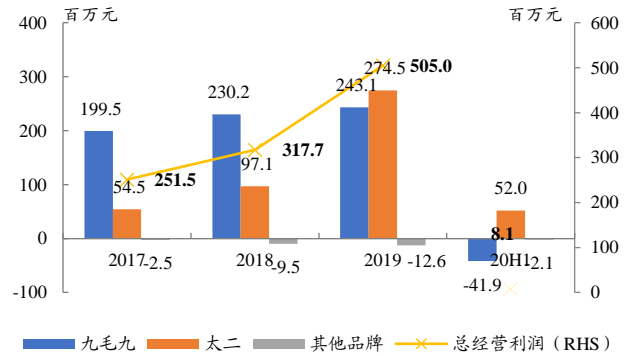
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、太二经营利润率领先



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

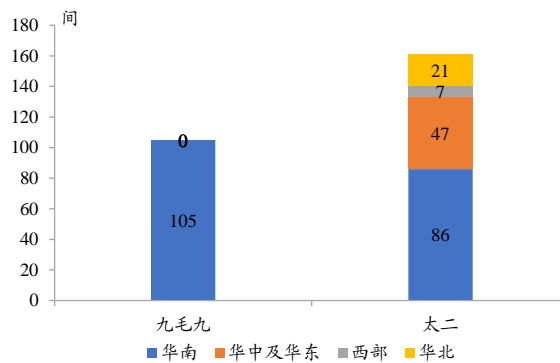
图8、20H1 太二为经营利润唯一为正的品牌



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

分地区看，九毛九品牌仅在华南市场，太二多区域发展。20H1，九毛九品牌所有的门店都分布于华南地区。2020年5月，九毛九品牌终止了于北京天津及武汉地区的经营，预计此后将主要在华南区域提升渗透率。而太二门店分布较为广泛，53.4%的门店在华南，29.2%的门店在华中及华东，西部及华北亦拥有4.3%/13%的门店。太二将继续开拓新市场，建立全国范围的餐饮连锁。

图9、旗下餐厅地理分布情况：九毛九仅在华南地区，太二多地发展



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.1、九毛九西北菜：华南西北菜之首，进入成熟升级阶段

华南西北菜之首，每季度更新菜品以满足消费者需求。九毛九西北菜为公司第一家餐饮品牌，同时也是华南地区第一家以中国西北菜为特色的连锁餐饮品牌，主打中产家庭客户群。目前九毛九餐厅包含约60多种菜品，包括山西面、招牌菜及搭配菜。餐厅跟踪及评估销售及顾客对菜品的反馈，每季度审核并更新菜单，改进菜品、分量及价格，以响应不断变化的消费趋势，每年约更新20%-30%的菜式。

图10、经典中国西北菜融合其他地区饮食风格菜品



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

品牌进入升级转型阶段，预计开店增速将放缓，但经营效率有望提升。近年来，九毛九已进入中单位数增长的成熟阶段，公司亦逐步关闭经营不善的门店，品牌经营利润率稳健增长。门店平均面积约为 250-400 平方米，桌数约 45 桌，可容纳 180 人。截止 2019 年年末，九毛九的整体顾客人均消费为 58 元，翻座率达 2.3 次/天。20H1，受公共卫生事件影响，翻座率下滑至 1.3 次/天。公司计划进一步精简九毛九 SKU 以突出其品牌特色，将其现有约 65 的 SKU 下降至 40 个左右，有望进一步简化采购及供应链流程，优化其运营效率。

表5、九毛九业绩情况：门店数量趋稳定，经营效率持续提升

九毛九	2016	2017	2018	2019	2016-2019 CAGR	20H1
收入(千元)	1,092,329	1,203,566	1,334,045	1,371,707	7.9%	266,828
经营利润率	16.2%	16.6%	17.3%	17.7%		-15.7%
餐厅数量(个)	128	139	147	143	3.8%	105
顾客人均消费(RMB)	48.0	52.0	53.0	58.0	6.5%	61
翻座率(次/天)	2.5	2.4	2.4	2.3	-2.7%	1.3
单店平均每日销售额(RMB)	22,764	25,163	25,841	-	-	-
单店每日平均服务客户量(人)	472	485	486	-	-	-

资料来源：招股说明书，公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.2、太二酸菜鱼：独特而有趣的快时尚餐厅品牌先锋

“简单即优雅”，中国领先的酸菜鱼品牌。公司于 2015 年推出新品牌太二酸菜鱼，旨在为年轻且具潮流触觉的顾客提供服务。太二崇尚“最简单即最优雅”，唯一核心菜品为老坛酸菜鱼，此外提供的菜品不超过 23 种。太二近年来备受年轻群体欢迎并成为独特而有趣的快时尚餐厅品牌，2019 年位列“中国酸菜鱼十大品牌”排

行榜首位。

图11、太二核心菜品——中国酸菜鱼，菜品不超过23种



老罐子酸菜鱼

蛋酥软糍粑

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

太二发展迅猛，成为公司近年来主要增长动力。其门店数由2016年的13家快速扩张至2019年的126家，20H1，门店数已达161家，预计未来几年仍将快速扩张门店。门店平均面积约为200-300平方米，大约33张餐桌可容纳约100-110位顾客。截止2019年年末，太二的整体顾客人均消费为75元，翻座率达4.8次/天；20H1翻座率小幅下降至3.4次/天。

表6、太二酸菜鱼餐厅业绩情况

太二	2016	2017	2018	2019	2016-2019年CAGR	20H1
收入(千元)	67,810	244,025	540,232	1,277,022	166.1%	671,718
经营利润率	30.1%	22.3%	18.0%	21.5%		7.7%
餐厅数量(#)	13	28	65	126	113.2%	161
顾客人均消费(RMB)	65.0	69.0	72.0	75.0	4.9%	77
翻座率(次/天)	3.6	4.5	4.9	4.8	10.1%	3.4
单店平均每日销售额(RMB)	23,919	33,506	37,168	-	-	-
单店每日平均服务客户量(位)	367	485	514	-	-	-

资料来源：招股说明书，公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3.3、其他品牌：2颗鸡蛋探索加盟，怱品牌试水火锅赛道

2颗鸡蛋定位现代化、年轻化的煎饼，定位快餐。2颗鸡蛋煎饼于2017年推出，主要以年轻顾客为目标。餐厅门店主要位于人流量较多地方，包括商场、学校区域及公共交通枢纽。门店平均面积约为10-40平方米，大部分到访顾客能在较短时间内获提供外带煎饼，通常会无须设有堂食选择。门店提供多种类型的煎饼选择，平均每隔一个半月更新菜单，并在产品中加入自主选择，更好满足顾客需求。

图12、健康、方便、快捷的传统中式薄饼



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2 颗鸡蛋煎饼以自营及加盟两种模式经营，是公司唯一开放加盟的餐饮品牌。作为公司唯一的快餐品牌，2 颗鸡蛋煎饼模式较轻，单店投资仅 15 万元，可快速复制并扩张。因此，公司亦开放了加盟模式。公司向加盟商收取加盟费、设计服务费、餐厅经营保证金以及特许权使用费、采购费、其他服务费。截至 2019 年年末，总门店数为 65 家，其中包括自营门店 21 家，加盟门店 44 家，ASP20 元左右。

表7、2 颗鸡蛋煎饼业绩情况

2 颗鸡蛋煎饼（自营）	2017	2018	2019	2 颗鸡蛋煎饼（加盟）	2018	2019
收入（千元）	2,546	12,728	20,368	收入（千元）	2,770	26,203
餐厅数量（#）	8	15	21	餐厅数量（#）	14	44
顾客人均消费（元）	20	20	21	顾客人均消费（元）	18	20
单店平均每日销售额（RMB）	2,738	3,329		单店平均每日销售额（RMB）	2,618	
单店每日平均服务客户量（人）	138	166		单店日均服务客户量（人）	144	

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表8、2 颗鸡蛋煎饼加盟相关费用

一次性付款（元）	
加盟费	30000 元或 50000 元
设计服务费	5000 元或 6000 元
餐厅经营保证金	20000 元或 30000 元或 50000 元
持续付款（元）	
特许权使用费（每月）	1. 2019/03/01 前 1500 元或 3000 元或收入的 3% 2. 2019/03/01 后收入的 5%
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：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

于 2019 年推出的新品牌“怂”，以年轻顾客为主要目标，此前主打冷锅串串，拥有位于广州的一间门店，餐厅门面面积为 136 平方米，翻座率约为 4.6 次，顾客人均消费约为 50 元-70 元。公司于 20H1 将怂品牌转型至火锅，主打川渝口味及牛肉产品，分别于广州、海南各开设了一家火锅门店，开业来生意火爆，预计 FY21 怂火锅新开门店数有望达中单位数。

图13、怂主打川渝锅底+潮汕牛肉，开业后生意火爆，排队等位为常态



资料来源：大众点评，兴业证券经济与金融研究院整理；注：排队情况取自工作日不同时间点的大众点评排队数

那末大叔是大厨品牌于 2019 年推出，以中高端顾客为主。品牌采用多层会员制度，为 VIP 顾客提供私人用餐区及定制菜单。顾客人均消费约为 120 元-150

元，提供的菜品种类不超过 35 种。当前营业一间门店，门店面积约为 380 平方米。翻座率为 1.9 次/天。

图 14、那未大叔是大厨餐厅室内设计及部分供应菜式



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、怂及那未大叔是大厨业绩情况

怂	1H2019	2019	那未大叔是大厨	1H2019	2019
收入（千元）	2,658	5,399	收入（千元）	1,003	7120
餐厅数量（#）	1	1	餐厅数量（#）	1	1
各餐厅的平均每日销售额（元）	16,410	-	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（#）	311	-	各餐厅每日平均服务的顾客（#）	248	-
顾客人均消费（元）	53	56	顾客人均消费（元）	127	132
翻座率（次/天）	4.6	4.2	翻座率（次/天）	1.8	1.9

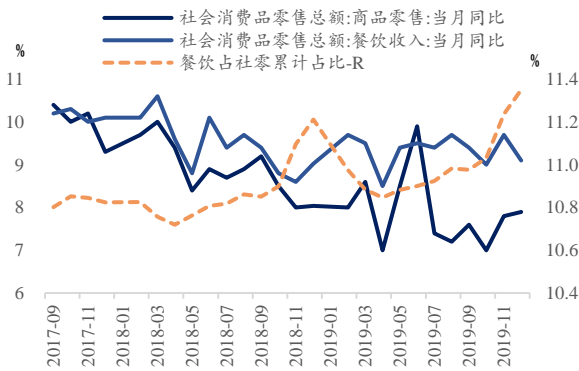
资料来源：招股说明书，公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2、中式快时尚餐饮加速发展，太二开店空间广阔

2.1、后疫情时代餐厅品牌连锁化加速，公司恢复行业领先

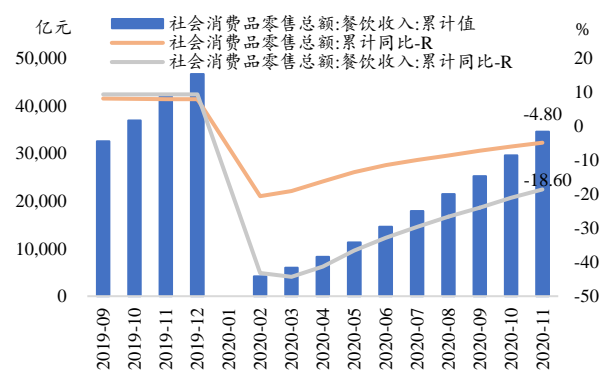
连锁餐企抗风险能力强，太二恢复亮眼。2019 年全国餐饮收入累计增长 9.4%，跑赢社零总额的 8%。餐饮占社零比重持续回暖至 11.25%，创新高。受疫情影响，2020 年餐饮业前 11 月收入累计跌 18.6%。但公司领先行业恢复：自 2020 年 5 月以来，太二营收较去年水平已全面恢复，8-11 月太二同店同比恢复至 106%/100%/100%/103%，九毛九同店恢复也达 85%/83%/89%/88%，表现亮眼。

图15、2019年餐饮占社零总额比创新高



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

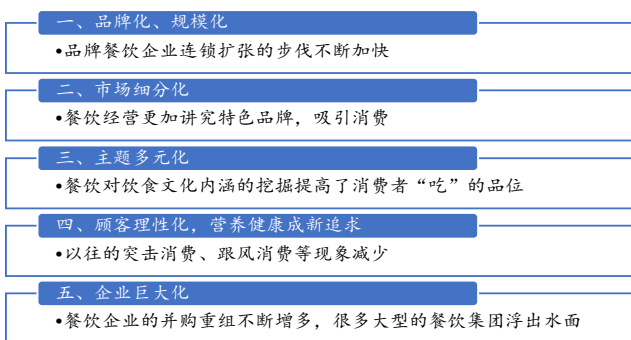
图16、餐饮业虽受疫情影响严重，但已触底回升



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

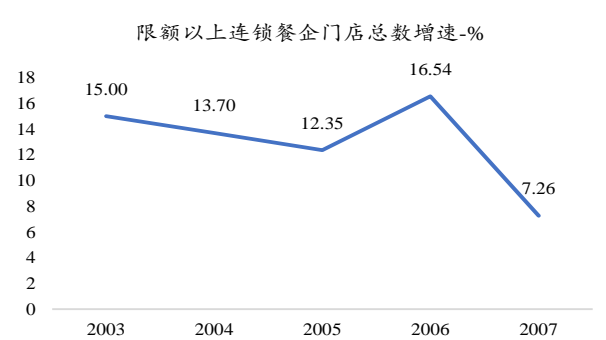
从结构看，后疫情时期餐饮行业将会面临重新洗牌局面，中小餐饮企业或受运营压力增大而退出市场。据中国烹饪协会统计，2003年餐饮临时歇业率达70%，小微餐饮企业受到严重打击：单体餐饮面临资金流压力，加上各地强化餐饮卫生管理，餐企倒闭率近40%。但2003年中国餐饮百家企业营业额同比+31.6%，高于行业增幅2成。此外，2004年我国餐饮业合并重组的趋势加强，包括北京全聚德、新燕莎、首旅以及东来顺合并重组等。据艾媒预计，2020年我国餐饮商家数或下降15%，但拥有资金和品牌优势的连锁餐厅或进一步扩大规模，提高市场份额。

图17、2004行业特点：品牌连锁化，并购机遇增加



资料来源：中国餐饮协会，兴业证券经济与金融研究院整理

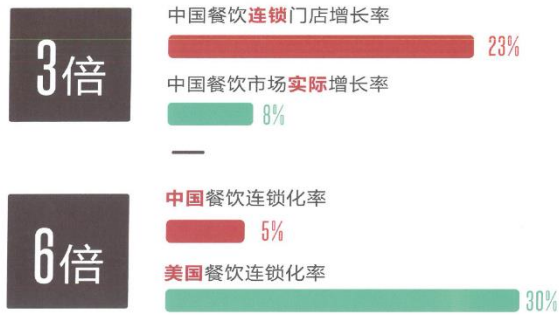
图18、2003年后我国连锁餐企门店维持双位数增长



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

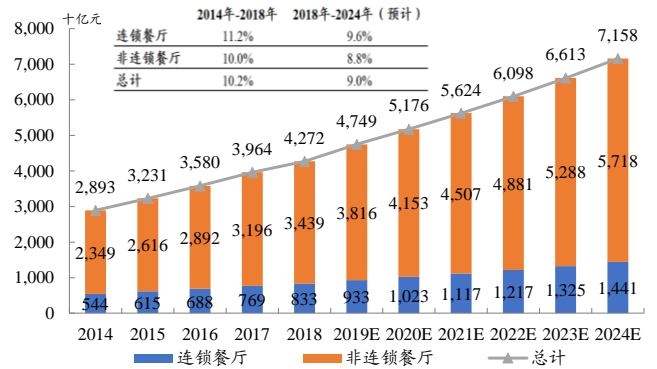
我国餐饮业连锁化仍低，预计连锁餐饮将以9.6% CAGR增长。尽管海外有麦当劳、百胜等西式快餐成功扩张的样板，但大多中餐折戟沉沙。从结构看，中国4.2万亿的市场中有约800万家门店，我国餐饮业市场集中度仍低。根据《中国餐饮报告2019》数据，我国餐饮连锁化仅5%（自营）。按弗若斯特沙利文数据，我国餐饮收入有望于2018年-2024年保持9%的增速，维持高景气度。而从结构看，连锁餐饮有望以9.6%的增速跑赢大市，摄取更多市场份额。

图19、中国餐饮业连锁化率仍低



资料来源：《中国餐饮报告 2019》，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、我国餐饮连锁预计领先行业增长



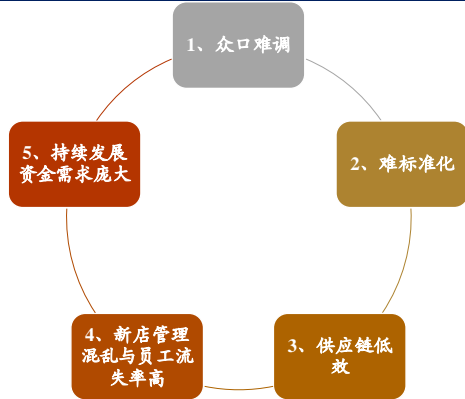
资料来源：弗若斯特沙利文，招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

综上所述，我们认为短期事件不改我国餐饮业长期景气度。参考 2003 年经验，疫情或加速我国餐饮业连锁品牌化进程。后疫情时代具备品牌、资金、管理及规模效应的本土连锁餐企有望继续跑赢大市，摄取更多市场份额。

2.2、标准化+品质化推动快时尚餐饮市场双位数增长，集中度仍低

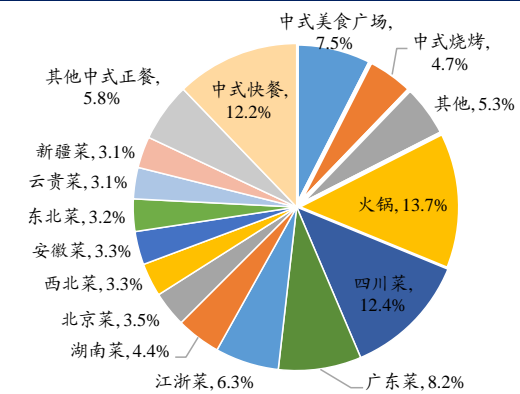
标准化&普适性为扩张之根本，中餐行业扩张存在五大痛点 1、中国地域差异性大，菜系及食品种类丰富导致的异地扩张困境。2、依赖大厨，难以标准化。3、供应链管理效率低。4、新店内部管理混乱，员工流失率高。5、扩张需要资金支持。这就天然决定了在餐饮投资上一定要去追求广谱性及可复制性。

图21、我国餐饮企业扩张难的五大痛点



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

图22、中式餐饮菜系丰富（2017）



资料来源：Frost & Sullivan，海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

九毛九主打的中式快时尚餐饮业态标准度提升，逐步崛起。快时尚餐饮是介于传统快餐及正餐之间的业态。作为快餐的升级赛道，快时尚餐饮以快餐的便捷度及性价比提供正餐的食品质量及就餐体验，以精简的SKU减少了对食材及主厨的依赖，可通过“中央厨房”等标准化作业实现类工业化发展。中式快时尚餐饮往往为中餐连锁，坐落购物商圈，就餐环境优质，SKU精简，消费适中（ASP在50-150元），就餐效率高（翻座率高于2次/天），符合年轻人既追求健康及就餐品质又追求效率及性价比的需求。

标准化+品质化，快时尚餐饮为美国成长最快的餐饮赛道。相较于正餐，快时尚餐饮 SKU 精简，采购及物流简化，对主厨依赖较小，更容易形成标准化的口味，加上其较低的单店投入。美国快时尚餐饮收入 2013 年 -2018 年 CAGR 达 9.8%，跑赢大市 5pct，CR5 达 33%，

图23、美国快时尚餐饮 CR5=33%

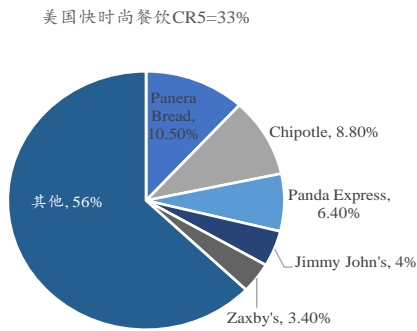
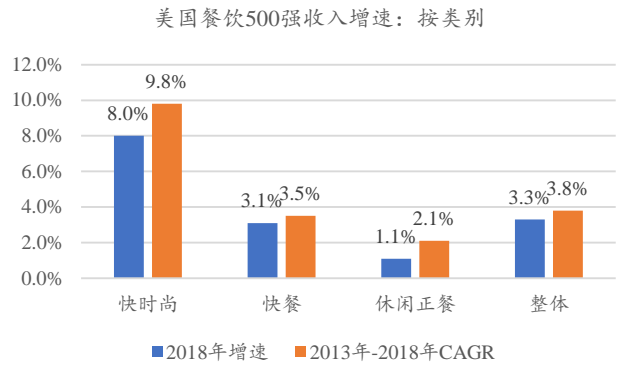


图24、美国快时尚餐饮发展迅速

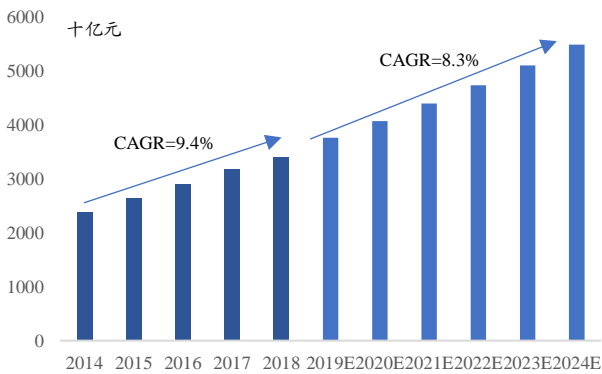


资料来源：Technomic，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Technomic，兴业证券经济与金融研究院整理

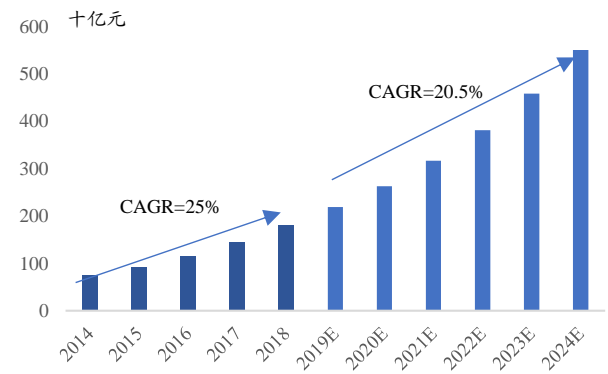
预计 2019-2024 年我国中式快时尚市场或以 20.5% CAGR 增长。在生活节奏快速的当下，“快时尚”正成为趋势，在我国餐饮业回归大众市场且主要受年轻人推动的大背景下，价格适中、体验舒适、菜品符合大众口味的快时尚化新型休闲餐饮日益受到欢迎。预计 2019-2024 年，我国中式快时尚餐饮市场规模有望维持 20.5% 的复合增长率快速成长，跑赢中餐市场 8.3% 的 CAGR 逾一成。

图25、预计我国中餐市场稳步发展



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、中式快时尚餐饮或维持高速增长，跑赢大市



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

我国快时尚餐饮仍分散，CR5=7.5%，集中度提升空间大。从竞争格局看，我国快时尚餐饮市场仍分散，CR5=7.5%，远低于美国的 33%。其中，九毛九集团以 1% 的市场份额位列第三，而西贝及绿茶分别以 2.9%/2% 的市场份额位列前二。我国快时尚餐饮在规模及集中度方面均有较大提升空间。九毛九作为我国领先的快时尚餐饮集团，在管理、品牌、资金、供应链等方面均打下了基础，有望进一步渗透现有市场并开拓新市场，在行业高速发展的同时提升市占率。

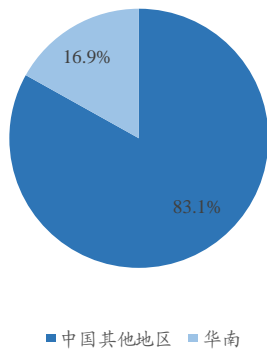
表10、九毛九于 2018 年中国中式快时尚餐饮公司排名第三

排名	公司	公司说明	总收入（十亿元）	市场份额
1	公司 A	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中国西北菜	5.3	2.9%
2	公司 B	于 1998 年成立的非上市公司，总部位于中国浙江省杭州市，主要专注于快时尚餐饮及浙江菜	3.7	2.0%
3	九毛九		1.9	1.0%
4	公司 C	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	1.4	0.8%
5	公司 D	于 2008 年成立的非上市公司，总部位于中国浙江省杭州市，主要专注于快时尚餐饮及浙江菜	1.4	0.8%
	五大公司小计		13.7	7.5%
	其他		167.8	92.5%
	总计		181.5	100.0%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理；根据公司特征推测，公司 ABCD 分别为西贝，外婆家，避风塘，绿茶

九毛九品牌区域地位稳固，太二品牌全国稳步扩张。截至 FY19，九毛九集团 75% 门店位于华南地区，为华南第一中式快时尚餐企，其中 121 家（85%）九毛九西北菜、57 家（52%）太二。我国华南地区中餐市场规模由 2014 年的 132 亿元增至 2018 年的 307 亿元，复合年增长高达 23.5%。预计华南地区市场规模将继续以 19.5% 的复合增长率增长。九毛九品牌区域地位稳固，而太二已成功走出华南实现全国扩张：根据窄门餐眼数据，截至 2020 年底，太二于全国拥有 223 家门店，其中 51% 的门店位于非华南地区。

图27、华南地区占全国中式快时尚餐饮收入 16.9%



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、截至 2020 年底，太二门店分部情况

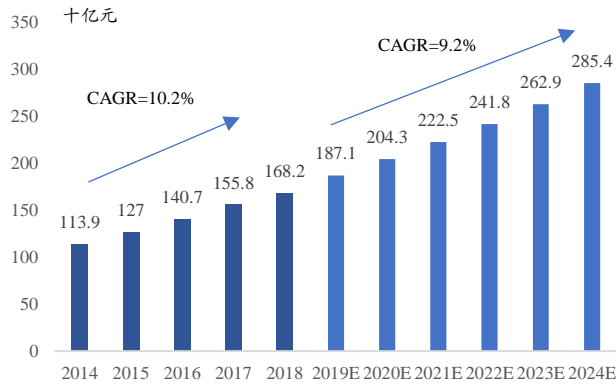
广东省 79	上海市 31	北京市 15
江苏省 15	浙江省 13	海南省 11
福建省 10	安徽省 6	陕西省 5
湖北省 5	四川省 4	云南省 4
湖南省 4	天津市 3	江西省 3
河南省 3	广西壮族自治区 3	重庆市 2
山东省 2	河北省 1	澳门特别行政区 1
贵州省 1	山西省 1	辽宁省 1

资料来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、西北菜市场稳步发展，九毛九品牌扎根华南

西北菜市场增速稳健，结构仍分散。中国西北菜包括西北五省（即陕西、甘肃、青海、宁夏及新疆）的传统美食。分量足、实惠、口味亲民的西北菜近年来增长迅猛。中国西北菜市场收入由 2014 年 1,139 亿元增至 2018 年 1,682 亿元，占我国餐饮市场的 3.9%，复合年增长率为 10.2%，预计 2018 年至 2024 年的复合增长率将会维持在 9.2% 至 2,854 亿元。而从结构看，西北菜市场仍分散，2018 年 CR3 仅 4.3%，集中度有待提升。

图29、2018年-2024年，中国西北菜市场收入或维持9.2%的复合增长率



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表11、2018年按收入中国三大西北菜餐厅排名

排名	公司	公司说明	总收入 (十亿元)	市场份额
1	公司 A	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中国西北菜	5.3	3.2%
2	九毛九		1.3	0.8%
3	公司 F	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	0.7	0.4%
	三大公司小计		7.3	4.3%
	其他		160.9	95.7%
	总计		168.2	100.0%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理；根据公司特征推测，公司 A/F 分别为西贝及北疆

九毛九西北菜位居赛道第二，华南之首。2018年，九毛九西北菜以13亿元收入位列中国西北菜餐厅第二，占据0.8%市场份额。而西贝及北疆餐厅分别以3.2%及0.4%的份额占据市场第一/第三。根据窄门餐眼数据，九毛九和北疆餐厅主要以区域发展为主，于华南/华东地区分别占据优势，基本互不干扰。而全国布局的西贝于广东地区仅拥有约50间门店，不足九毛九的一半。九毛九于门店布局及品牌方面具备先发优势，此后仍主攻华南的战略有望继续巩固其区域优势，预计受西贝竞争压力有限。

图30、西贝餐厅全国分布情况：367家全国布局

图31、北疆餐厅全国分布情况：93家华东偏多



资料来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2.4、酸菜鱼餐饮市场持续扩张，太二为中国市场领头品牌

酸菜鱼口味具备成瘾性，原材料健康且供给稳定，市场仍处爆发期。从口味上看：酸菜鱼口味偏酸辣重口，大众接受度较广。其次，辣味刺激性强，酸菜鱼口味具备成瘾性，用户粘性和消费频率更高。从食材来看：鱼是优质蛋白，营养含量高。从供应看：鲈鱼、龙利鱼一年四季都有，供给稳定，酸菜的供应也充足，不受季节限制。近两年酸菜鱼门店数保持高速增长，酸菜鱼门店占全国餐饮门店比例已由2016年的1.3万家（0.17%）提升至2018年的3万家（0.28%）。2017年全国酸菜鱼门店数量增长率为41.1%，2018年全年增长率为63.6%，酸菜鱼品类仍然处于高增速的爆发期。

图32、我国酸菜鱼门店数占市场比例持续提升

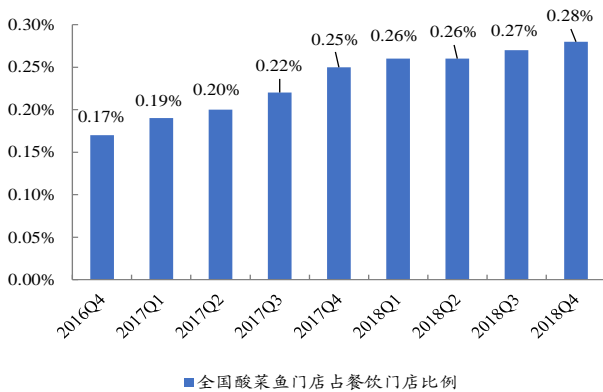
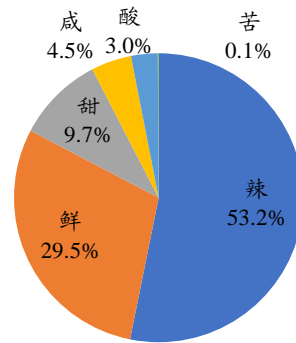


图33、我国消费者偏爱鲜辣味，酸菜鱼口味全国普适



资料来源：《2018 酸菜鱼市场发展报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：《2019 中国餐饮报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

酸菜鱼赛道基数小增速快，太二收入位居行业第一。从品类看，2018年川菜市场规模仅次于火锅，占我国餐饮市场的12.4%。酸菜鱼作为传统川菜的一部分，以酸辣味鱼片汤为底，加入四川辣椒及酸菜，以口味上瘾+用材健康逐渐成为全国消费者偏好的菜肴。按酸菜鱼餐厅收入计，中国酸菜鱼市场由2014年40亿元大幅增长至2018年123亿元，CAGR高达32.3%。2018年，太二以4.5亿元收入占酸菜鱼市场之首，份额达4.4%。而拥有加盟模式的严厨酸菜鱼及九锅一堂虽在店面数量上领先，但从收入上仅占市场份额3.9%及3%，位列行业第二及第三。

图34、2018年中餐品类规模:川菜第二

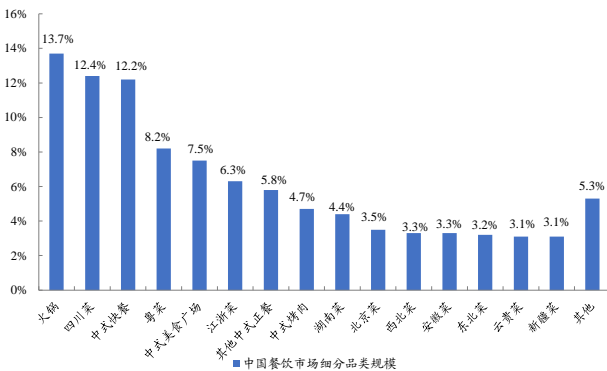
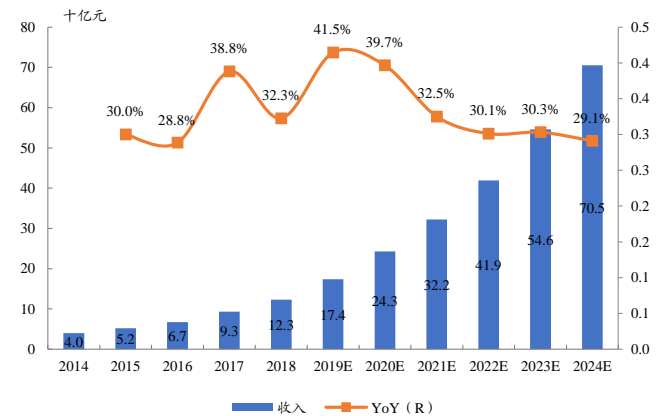


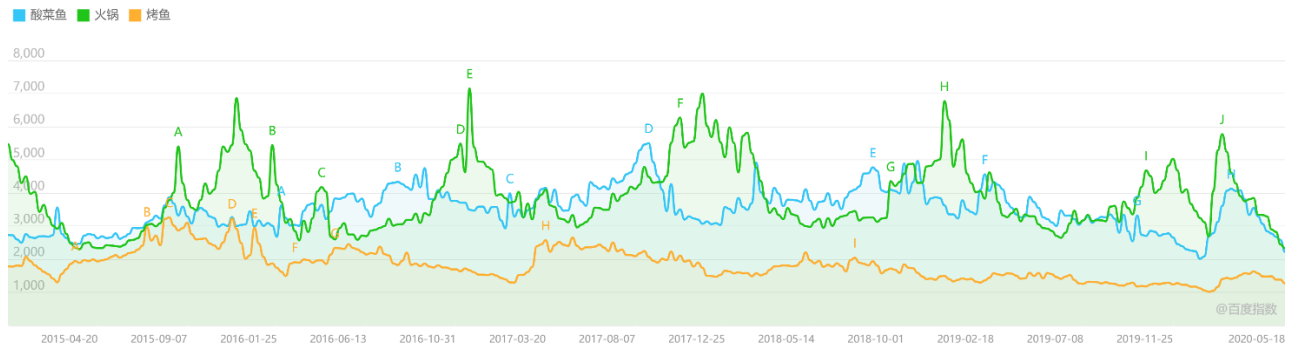
图35、2018-2024 酸菜鱼市场 CAGR 或达 33.7%



资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、酸菜鱼维持高搜索率，景气度较高



资料来源：百度，兴业证券经济与金融研究院整理

表12、2018年中国三大酸菜鱼餐厅收入排名

排名	公司	公司说明	餐厅数(间)	收入(百万元)	市场份额
1	太二		约 65	540.2	4.4%
2	公司 G	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	约 100	473.8	3.9%
3	公司 H	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	约 80	363.4	3.0%
三大公司小计				1377.4	11.2%
其他				10922.6	88.8%
总计				12300	100.0%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理；根据公司特征推测，公司 G、H 分别为严厨酸菜鱼及九锅一堂

太二门店数仅位列行业第五，全国拓张空间仍大。根据窄门餐眼数据显示，截至 2020 年 5 月，全国约有 126 个酸菜鱼连锁品牌。其中 2 个品牌拥有 500 家以上的连锁店，14 个品牌有 100 至 500 家连锁店。鱼你在一起/鱼的错均采用加盟模式，以 1088/557 家门店数位居第一/二，而采用自营模式的太二以 148 家门店数位居第五。对比鱼你在一起和太二门店地理分布来看，鱼你在一起分布广泛，除西藏外几乎涵盖全国各个省份；太二扩张空间仍大。

图37、连锁酸菜鱼品牌餐厅数量前十名

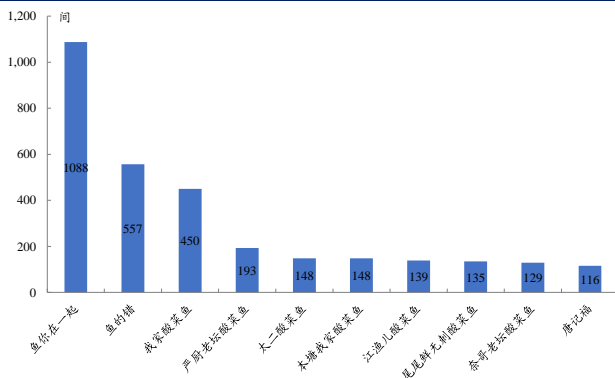
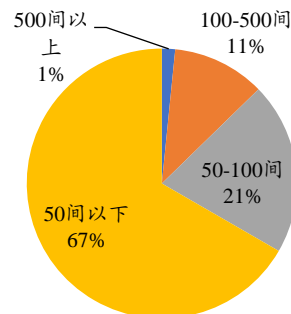


图38、连锁酸菜鱼品牌餐厅数量分布



资料来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理；注：截至 2020 年 5 月

资料来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理；注：截至 2020 年 5 月

图39、太二餐厅地理分布



资料来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、鱼你在一起餐厅地理分布



资料来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理

表13、餐厅数 Top5 品牌对比

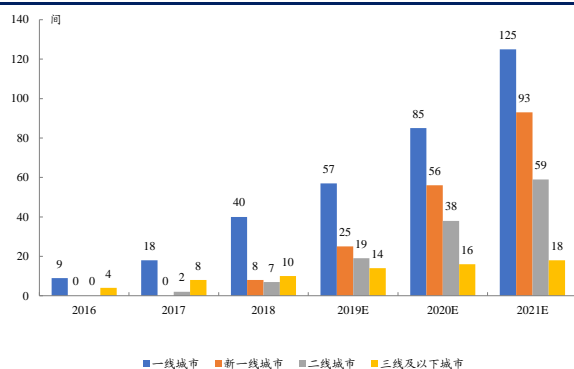
品牌	门店数 (间)	人均消费 (元)
鱼你在一起	1088	31.5
鱼的错	557	32.57
我家酸菜鱼	450	62.86
严厨老坛酸菜鱼	193	71.22
太二酸菜鱼	148	75

资料来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理；注：截至 2020 年 5 月

2.5、开店测算：太二开店空间可超 700 家

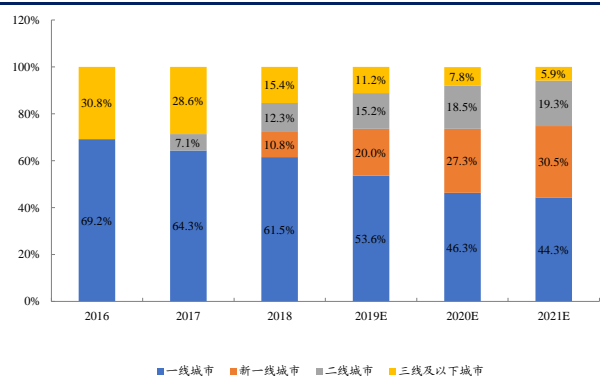
太二单店投入为 210-220 万元，仅一个月即可实现盈亏平衡，平均现金投资回报期为 7 个月，远低于 15-20 个月的行业平均水平，可实现快速扩张。招股说明书中披露公司计划 2020/2021 年分别开设 80/100 家新店。而公司 2020 年开店已胜预期，预计 2020/2021 年开店可达 100/120 家，其中 70% 门店将位于非一线城市。由于开店空间决定了餐企成长及市值空间，在太二开店持续胜预期的背景下，本段将通过不同方法测算太二理论空间。

图41、太二门店分布数量



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、太二门店分布占比



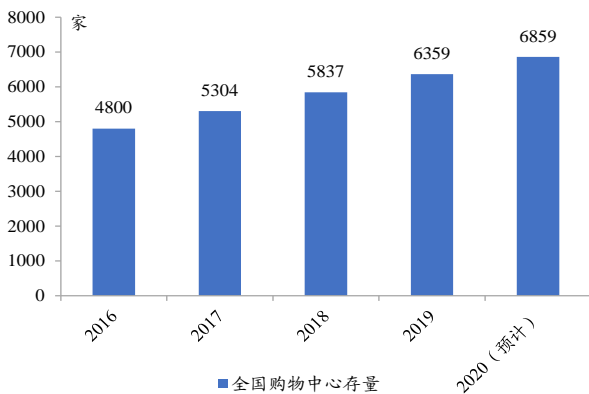
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

测算一：以购物中心为参考，太二开店空间可达 700+家

购物中心为参考，2019 年我国购物中心突破 6000 家。公司开店集中于购物中心，公司已与 101 间商场合作超过三年，46 间商场与至少两个餐厅品牌合作。公司更成立专业团队采用标准化的场地筛选及审查程序进行选址。由于购物中心在建设前已充分考虑当地人流及消费能力等因素，其数量可对品牌餐饮的开店空间做出参考。据联商网数据显示，2019 年我国购物中心数量首次突破 6000 家达到 6,359 家，预计 2020 年将突破 6800 家。

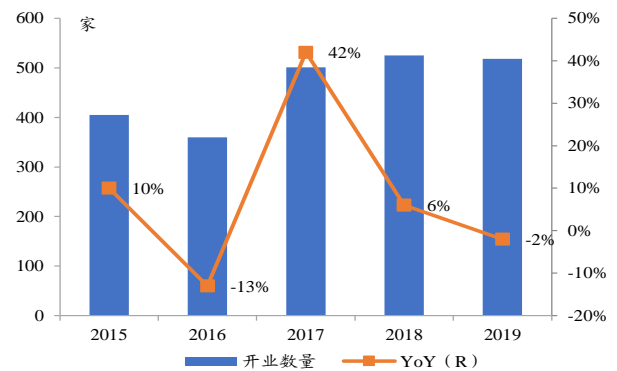
近年来我国新开购物中心维持 500 家左右，一二线城市仍活跃，下沉市场可期。随着居民收入的不断提高和消费结构的升级，消费者对购物体验的需求将继续增强，购物中心在未来几年还将维持增长。从区域分布上看，新的商业项目仍旧集中在经济发达的东南沿海地区。其中华东、华南总开业数量达到 331 个，占全国的 63.5%。从城市分布上来看，一二线城市仍占新开购物中心份额一半以上。但值得一提的是，2019 年超过 28% 的新开购物中心位于三线及以下城市，位居开业之首；我国购物中心在一二线城市加密同时亦加速下沉。

图43、预计 2020 年我国购物中心总数达 6859 家



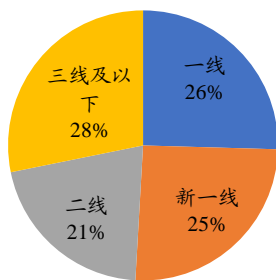
资料来源：联商网，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、近年来我国新开购物中心数维持 500 家左右



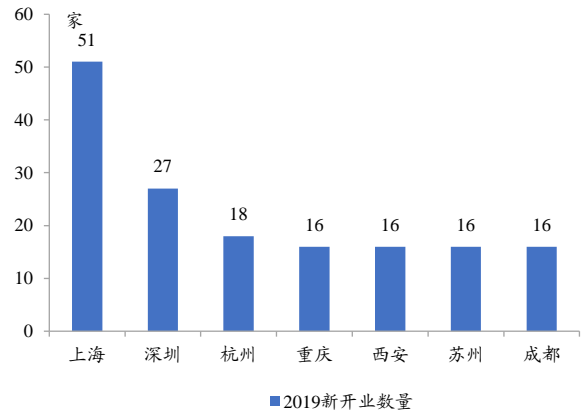
资料来源：联商网，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、2019 新开购物中心城市级别分布



资料来源：联商网，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、2019 新开购物中心城市分布



资料来源：联商网，兴业证券经济与金融研究院整理

基于 2019 年购物中心数量基础上，我们测算了太二在不同购物中心数量及不同渗透率情况下，未来三年门店数量空间，则：基于 2019 年全国 6359 家购物中心基础下，假设每年购物中心数增速达 2%/4%/6%/8%，截止 2023 年，全国购物中心数将达 6748/7153/7574/8011 家。若渗透率达 10%-15%，在不考虑社区店及街边店的情况下，到 2023 年，太二可进驻的理论空间约达 700-1000+家。

表14、2023年根据商场数量及渗透率测算门店空间

	渗透率	5%	10%	15%	20%	25%	30%
购物中心增速	6359	318	636	954	1272	1590	1908
2%	6748	337	675	1012	1350	1687	2024
4%	7153	358	715	1073	1431	1788	2146
6%	7574	379	757	1136	1515	1893	2272
8%	8011	401	801	1202	1602	2003	2403

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

测算二：横向比较，太二规模仍小，开店空间可期

与三大头部连锁品牌按比例测算：连锁餐饮公司在开店时均需要考虑当地的人口数量、经济环境、居民可支配收入等因素，因此我们假设连锁餐厅在同一城市的开店数上也存在一定的比例关系，且该比例会因餐厅定位人群、品牌成熟度等差异而有所不同。在此我们将用肯德基、麦当劳、必胜客三个成熟度高，每年增速较为稳定的餐饮公司作为标杆测算太二的开店空间。假设肯德基、麦当劳必胜客分城市层级门店数量与太二存在一定的比例关系，在基于三大品牌现有门店数基础上，通过比例关系算出各品牌于各线城市空间：太二理论空间可达约 900 家。

表15、三大西式连锁品牌及太二布局对比

单个城市平均店数 (间)	汉堡 肯德基	汉堡 麦当劳	轻快餐 必胜客	轻快餐 太二
一线城市	302	282	94	23
新一线城市	119	70	40	3
二线城市	56	32	15	1

资料来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理

表16、根据与三大连锁品牌比例测算太二开店空间

单位：间	肯德基	麦当劳	必胜客
一线	6	5	2
新一线城市	7	5	2
二线城市	8	5	2
低线城市	10	5	3
太二空间	912	905	901
一线	201	226	188
新一线城市	254	210	297
二线城市	211	191	223
低线城市	245	278	193

资料来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理

表17、大单品连锁品牌现有门店数对比：太二仍处发展初期，开店空间可期

单位：间	堕落小龙虾	黄记煌	愿者上钩	味千拉面	呷哺呷哺	必胜客	鱼你在一起	赛百味	太二
品类	小龙虾	焖锅	烤鱼	面馆	火锅	披萨	酸菜鱼	三明治	酸菜鱼
一线城市	187	66	337	217	422	438	262	233	76
新一线城市	307	167	102	207	202	670	196	173	36
二线城市	332	146	69	212	227	517	259	75	24
全国门店数	1570	695	546	820	1031	2251	1127	714	164
一二线占比	53%	55%	93%	78%	83%	72%	64%	67%	83%

资料来源：窄门餐眼，兴业证券经济与金融研究院整理；注：数据截止至 2020 年中

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

测算三：按城市人口及消费水平测算

基于城市人口及消费能力计算太二消费人次，对应单店每年可接待人次便可计算出开店空间。1) 对一线、新一线及二线适龄人口（15-64岁）进行统计后，基于当地消费水平及习惯给予10%-40%的渗透率（其中，华南城市渗透率更高）计算出太二消费人群数量。2) 基于消费人群数量基础上乘以复购率则为消费总人次。3) 在太二单店保证4次/天翻座率，100个座位的基础上计算单店可服务人次。4) 消费总人次/单店可服务人次则为太二开店空间。

根据测算，太二于一二线城市开店空间可达700家左右，单店覆盖人口约40-50万适龄人口。考虑到太二实际选址时，10万-20万人口便可支撑一家太二的运营，太二的开店空间或可大幅超过我们的测算。我国一线、新一线及二线城市中，有28个城市人均GDP突破十万元，覆盖适龄人口1.7亿人次，若按照20万人支撑1家太二计算，仅这28个城市开店空间便达869家。

表18、各线城市对应的开店空间

单位：万人	15-64岁人口	渗透率	复购率 1.5次/年		复购率 2次/年		复购率 2.5次/年		
			空间(间)	单店覆盖人口	空间(间)	单店覆盖人口	空间(间)	单店覆盖人口	
一线城市			144		192		240		
北京	1,686	20%	35	49	46	37	58	29	
上海	1,578	20%	32	49	43	37	54	29	
广州	995	40%	41	24	55	18	68	15	
深圳	874	40%	36	24	48	18	60	15	
新一线城市			170		227		283		
成都	1,078	10%	11	97	15	73	18	58	
重庆	2,031	10%	21	97	28	73	35	58	
杭州	673	15%	10	65	14	49	17	39	
长沙	546	10%	6	97	7	73	9	58	
东莞	550	30%	17	32	23	24	28	19	
青岛	617	15%	10	65	13	49	16	39	
佛山	530	30%	16	32	22	24	27	19	
二线城市			425	15%	197	65	262	49	328
一二线城市开店空间			511		681		851		

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院；注：该表仅展示了部分测算数据

3、系统化供应链使餐饮“工业化”，奠定扩张基础

3.1、采购：SKU精简保障供应链效率，提前锁价以控制成本端波动

精简菜品定位简化了供应链流程，统一采购标准化、规模效应高。公司各品牌SKU精简：太二不多于23种，九毛九精简至40种，在拥有突出单品同时保障了适度的丰富度，亦减少了原材料及供应链的复杂程度。公司采购流程统一标准，由专门的采购团队根据物资部门测算集中采购，配有内部审查、审批及监控程序。公司与超过300名供应商合作，与主要供应商有超过三年的业务往来。公司各类主要食材通常至少与超过三名供应商合作以确保食材稳定供应，避免过度依赖。

鲈鱼、大宗采购提前锁价、布局上游资源，采用冻肉减少原材料波动压力。公司通过提前锁价合同等举措控制鲈鱼及大宗商品原材料价格波动，保证成本稳定。鲈鱼供应商与全国五大供应商投标合作，供应商亦常年供应全国水产市场，经验丰富，为公司提供活鱼到店。太二酸菜亦为厂家独家供应。公司于今年7月亦进行配股融资829.5百万港元，其中55%所得款（456.2百万）用于投资上游原材料供应商，加强养殖加工过程的品质监控以保障原材料的稳定供应。

表19、截至2019年6月30日前五大供应商详情

排名	供应商	采购的原材料及耗材	采购金额（千元）	占总采购量的百分比
1	供应商 A	水产	54,256	10.8%
2	供应商 B	水产	30,999	6.2%
3	供应商 C	原材料及耗材	16,394	3.3%
4	供应商 D	大米、面粉及油	14,626	2.9%
5	供应商 E	蔬菜	12,784	2.5%
总共			129,059	25.7%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表20、主要食材的来源及保质期

主要食材名称	来源	保质期
鲈鱼	中国佛山	3天
牛肉	中国	6-12个月
猪肉	中国、西班牙、英国及丹麦	3-12个月
鸡肉	中国、巴西	3-12个月
蔬菜	中国	1-4天

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、中央厨房：提供工业化的高效及标准

三地中央厨房减少门店作业，“重”供应链为门店“轻”运营提供基础。目前公司在广东、湖北及海南设有中央厨房，基于标准化的食谱及流程将大部分食材处理成半成品，包括制作调料粉包等，通过区域配送系统配送到辐射区域门店。门店收到半成品食材后仅需少量加工即可上桌食用。在中央厨房辐射不到的区域，公司选择与蜀海合作，负责分仓运输。中央厨房流水线的生产较门店内操作效率更高，减少了门店厨房所需员工及面积，保障了门店“轻”运作。

表21、按地区位置划分的自有中央厨房食物产能、产量及利用率

百万吨	2016			2017			2018			2019H1			
	位置	产能	产量	利用率%	产能	产量	利用率%	产能	产量	利用率%	产能	产量	利用率%
	广东	3.9	3.2	82.5	14.6	5.6	38.6	14.6	10.3	70.9	7.3	6.6	90.4
	海南	0.7	0.2	25.9	1.8	1.2	68.1	1.8	1.5	83.9	0.9	0.8	86.8
	湖北	2.2	0.3	15	2.2	0.8	35.6	2.2	0.9	42.8	1.1	0.4	34.9

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表22、仓库详情

位置	自有仓库数（间）	建筑面积（平方米）	冷冻仓库数（间）	冷藏库数量（间）	常温仓库数（间）
广东	3	6221	1	1	1
海南	3	821	1	1	1
湖北	3	674	1	1	1

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司计划以 5.6% 的上市募资用作供应链优化，包括于 2021 年前新增佛山中央厨房及翻新现有中央厨房设备。20H1 公司已在佛山中央厨房附近新增仓库，原有仓库将转型为食品加工中心以提升供应链能力，为公司长期扩张提供支持。随着太二门店于全国各地进一步扩张，公司未来或于华中、华北大区建立中央厨房以加强协同效应。此外，公司亦和两家主要食材（鲈鱼）供应商成立合营公司，长期有利于原材料的稳定供应。

3.3、门店运营程序：标准流程作业，提高餐厅运营效率

在餐厅经营面，由于中央厨房已完成了主要的原材料准备、调味包制作等过程，门店员工仅需要有限的烹制工作，一定程度降低了对大厨的依赖。公司在餐厅设计、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各方面均制作了标准流程。制作程序分成食材及供应品验收、食材及供应品清洗消毒、食品加工、食品准备、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。

员工培训，确保执行。 公司为所有雇员提供全面的线上及线下培训计划。在公司总部设立培训中心，为各级员工提供统一的培训，并设立电子学习平台，雇员可以通过该平台访问线上课程，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管理团队到一线餐厅员工拥有足够的人才配置，以支持餐厅的发展。

综上，供应链水平、人才储备及食品安全控制为餐企连锁化复制的关键。九毛九在定位上具备易工业化、标准化、高效的天然优势，并已形成了系统的采购、营运、培训流程，通过成熟的中央厨房布局打破了“单店易而连锁难”的行业困境。公司此次的上市进一步获得了资本支持，有利于进一步加强其扩张能力。

4、“潮”太二的内外兼修：模型高效，品牌话题度高

4.1、太二模型高效，回报期仅 7 个月

“精简 SKU+弱化选择权”造就高点餐出餐效率。 太二菜单精简，提供菜式不超过 23 种。另一方面，顾客选择权受限，在鱼的种类、大小、辣度上都没有选择权，仅可选择是 1-2 人份还是 3-4 人份。有限的菜品和有限的组合更有利于标准化，造就了太二极高点餐出餐效率。

图47、太二菜单



图48、太二酸菜鱼



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

弱化社交场景，提高周转效率。太二仅接待4人及以下团体用餐，避免了多人用餐逗留时间过长的情况。从服务上，太二尽量减少与顾客触点，除了门迎和上菜两个环节，其他环节比如点菜、倒水、结账和开单等均可由顾客自助完成，弱服务的定位下减少了对门店员工的依赖，亦极大的解放了服务员被冗杂环节占用的时间，同样时间内可服务更多桌顾客，提升了门店运营效率。

图49、太二的一站式服务，减少与顾客触点



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

“轻”模式使太二运营效率高，回收期仅7个月。太二门店较小、轻服务、SKU简化的定位可加快翻台、减少门店员工，其单店投入仅需210万，高经营效率及高周转使得太二成本回收期缩短，只需一个月即可实现盈亏平衡，平均现金投资回报期为7个月，远低于行业平均水平。

表23、太二单店投入小、回报快

	太二	九毛九	海底捞	呷哺呷哺	凑凑
单店投入(万)	210	250	900~1000	150	470
盈亏平衡时间(月)	1	6	3~4	3	3.6
投资回收期(月)	7	22	10~14	17	16
FY19 翻台率(次/天)	4.8	2.3	4.8	2.6	N.A
FY19 同店增长(%)	4.1	0.2	1.6	-1.4	N.A

资料来源：招股说明书，公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、打造“有趣”、“二”的品牌符号化，加大话题传播度

反向营销，突出个性。作为主要面向年轻人的品牌，太二还打出一系列个性化口号，比如“只做宇宙第二好吃的酸菜鱼”、“酸菜比鱼好吃”等口号。通过反向营销，激起顾客的猎奇心理，加深对品牌印象，符合年轻人喜好。太二亦设计出了五不接待原则：“吃饭只顾玩手机的，同行超过四个人进店的，说我们家鱼不好吃的，微信红包只抢不发的，脾气比店长还要拽的，此五类客人统统不接待”。与普通餐馆的正向营销、取悦顾客不同，太二的“特立独行”使其更能抓住眼球、提升话题度，产生用餐之外的“内容流量”。

强化品牌话题度，培养与顾客的情感认同。1) **专属互动：**公司会员系统完善，每家门店拥有数十个粉丝群并于微信粉丝群中推出各种有趣的互动活动，例如粉丝群专享“暗号”，即顾客在太二用餐时可通过与店小二（太二服务员称谓）“对暗

海外公司深度研究报告

号”获赠菜品。该互动趣味性强，可推动会员持续复购，亦可吸引新顾客加入会员。2)菜品更新来自粉丝需求，以IP漫画赋予话题感。公司除主打的酸菜鱼外，亦持续推出更换季节性产品。公司新品研发均基于微信群中的粉丝反馈，亦有专门团队为线上平台精心设计内容。在推出菜品及活动时之时通过漫画将菜品以故事化呈现，不断强化品牌调性。3)打造IP活动，加大话题传播。太二通过推出体验活动、快闪店、周边产品等不断提升话题传播度。

图50、太二的小桌制



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、太二的个性化口号



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、太二的粉丝群“暗号”、IP活动、新品漫画均趣味性、话题性十足

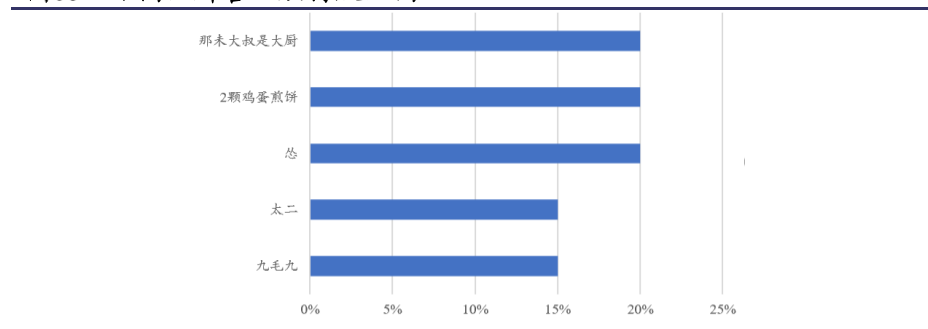


资料来源：公司微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

5、架构灵活协同发展，品牌团队激励足

集中管理+各品牌独立运作+品牌团队持股共同保障团队创新性及积极性。公司致力于培育开放、创新及共赢的企业文化，并于2018年进行架构调整，将太二等品牌从九毛九品牌中独立，形成各兄弟品牌独立运营。五位品牌经理负责各品牌的运营、产品开发、推销、人力及顾客调查等。公司亦通过售予品牌经理及团队成员以其所管理品牌的若干股权，有利于绑定品牌及公司利益的同时亦大大激发了品牌团队的动能。九毛九/太二团队分别持股各品牌的15%/15%。

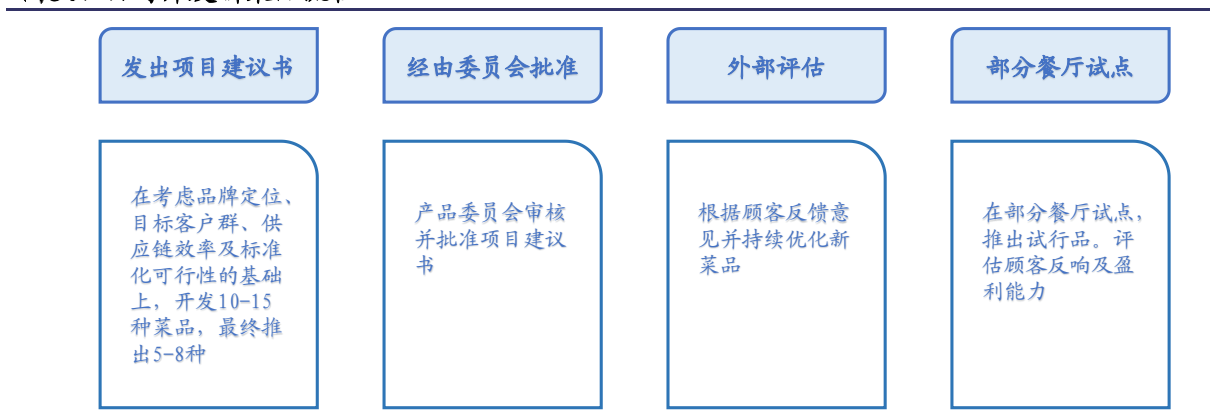
图53、不同品牌管理层持股比例



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

总部七大职能部门为品牌发展打下坚实基础。总部七个职能部门，分别负责品牌开发扩展、工程、采购及中央厨房及生产、资讯科技、财务及组织事务，以支持旗下管理及运营的不同品牌。在职能部门的协助下，相关品牌团队得以专注于确定目标顾客的需求，以进一步开发及改进符合不断变化的市场趋势的菜品；公司每个品牌下均由一个产品开发部门，致力于积极开发及改进相关品牌菜单，以迎合新的市场趋势。此外，总部还为每个品牌建立独立实验室，不断改进完善菜品。

图54、公司开发新菜品流程

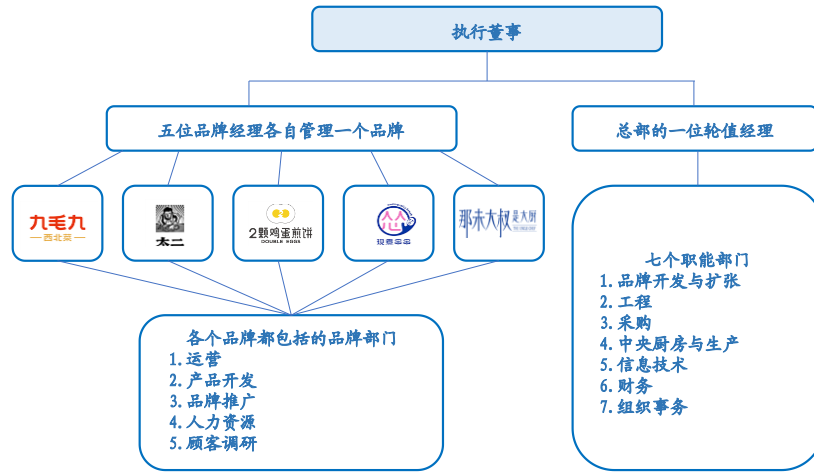


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

多品牌运营经验丰富，不断创新有望打造下一个爆品。公司现有五大品牌覆盖 20-130 元价格带，定位清晰而多元，各具看点；其中，九毛九及太二已经成功为公司带来了第一和第二增长曲线，而其他品牌亦为公司未来的扩张不断蓄力。公司此前亦先后尝试过不怕虎牛腩、椰语堂、及咧嘴等品牌。我们认为公司敢于创新、勇于试错且能及时调整的文化有利于内部不断创业输出，亦成就了太二的诞生。相信公司丰富的多品牌管理及创业经验有利于第三曲线的诞生。充满创造力的团队及企业文化可为九毛九带来源源不断的前进动力，持续扩大业务边际。

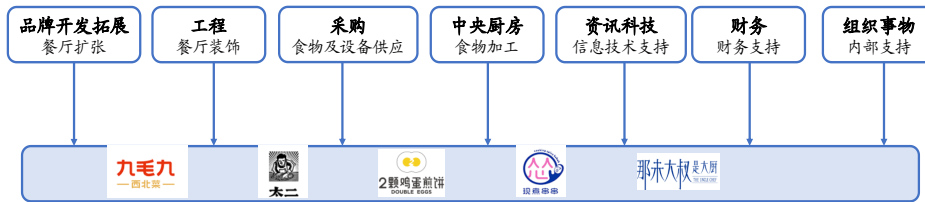
综上，公司灵活的结构及颇具创新精神的气氛使其拥有了领先市场的商业嗅觉：九毛九品牌抓住了中国商场飞速发展期，而太二再次抓住了互联网时代社交媒体、粉丝经济等“潮”元素。

图55、公司事业部组织结构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、总部七个职能部门对各个品牌提供支持

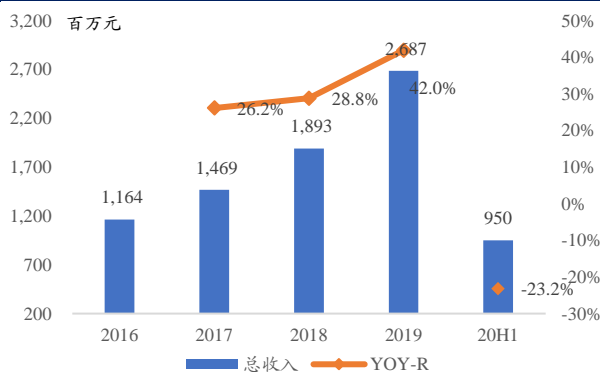


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

6、财务分析

营业收入由2016年11.64亿元升至2019年26.87亿元，CAGR=32.2%。得益于门店的迅速扩张，太二收入占比增长明显，从2016年的5.8%占比增长到2019年的47.5%，截至2020年6月30日，九毛九品牌营收为2.67亿元，占比为28.1%；太二营收为6.72亿元，占比为70.7%。公司战略重心逐渐从九毛九往太二过渡。

图57、除疫情期间，集团收入稳步增长



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

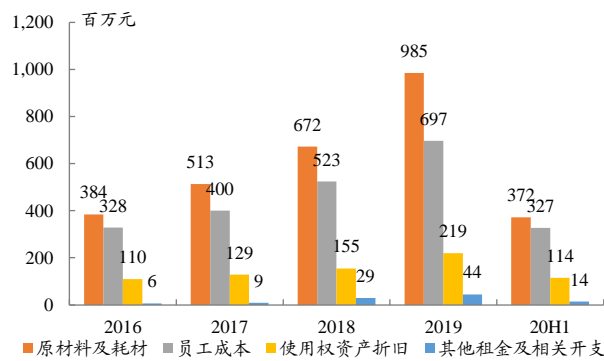
图58、太二收入于20H1仍保持正增长



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

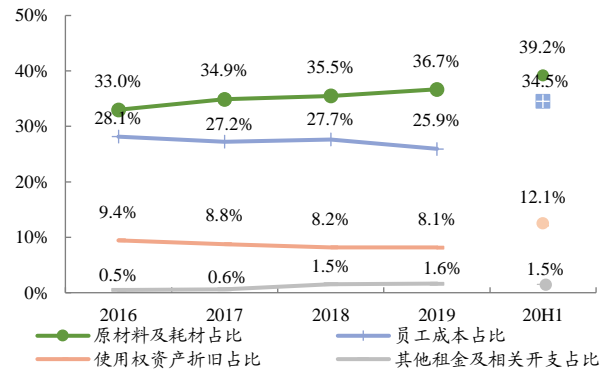
费用方面，原材料及耗材、员工是最大的两项成本，合计占应收比例超过 70%。原材料方面，餐厅使用主要食材包括水产品、牛肉、猪肉、禽类及蔬菜。由于太二原材料成本较高，其占比的提升带动 2019 年公司原材料成本率同比+1.2pct。在国内劳动力成本不断增加的背景下，公司员工成本率却有所下降，得益于旗下品牌太二轻服务、对人员依赖小的定位。20H1 受公共卫生事件影响，原材料及耗材占比、员工成本占比及使用权资产折旧占比均有所上升。但预计随着公司进一步布局上游原材料供应链，其毛利率可稳中有升。

图 59、原材料及耗材仍为主要成本



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

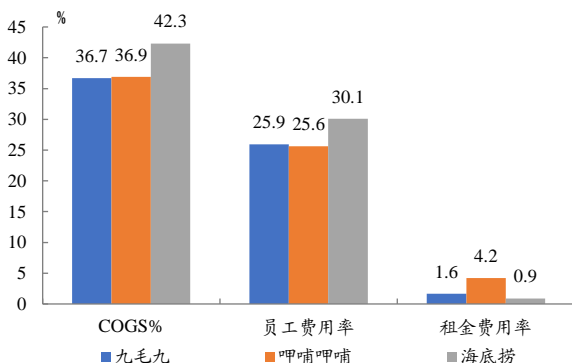
图 60、原材料、员工及折旧成本占比



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

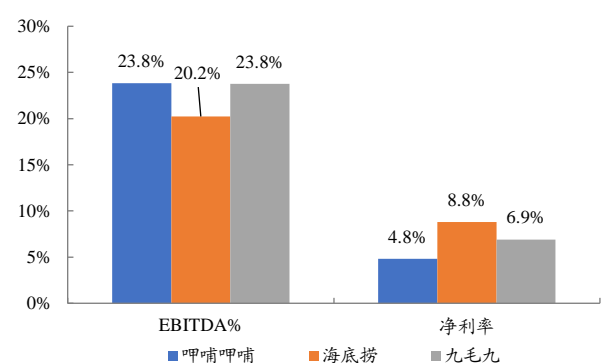
横向比较：1、盈利能力：九毛九集团原材料成本率与呷哺呷哺相当，少于海底捞；得益于其轻服务定位，员工费用率与呷哺呷哺相当，但租金费用率显著低于呷哺，使公司净利率高出呷哺 2pct。随着盈利能力更强的太二占比提升，公司净利率有望缩紧与海底捞差距。**2、翻台/座率：**太二 FY19 翻座率达 4.8 次每天，而海底捞翻台率也为 4.8 次/天。但考虑到太二经营时间更短，翻座率及翻台率算法区别，太二座位周转更高，行业领先。**3、增速：**同店增长仍维持中单位数水平。2019-2022 三年公司净利润 CAGR 或高达 60%，行业领先。

图 61、FY19 三大餐企毛利率、费用率对比



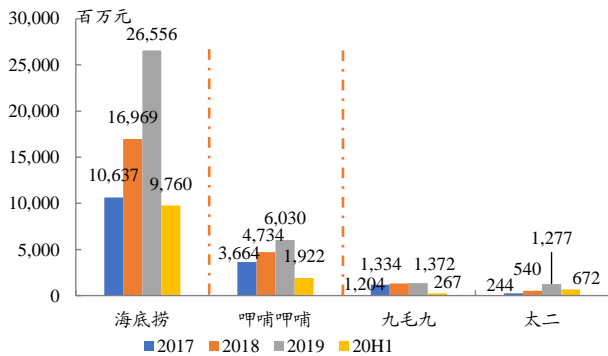
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、FY19 三大餐企利润率对比

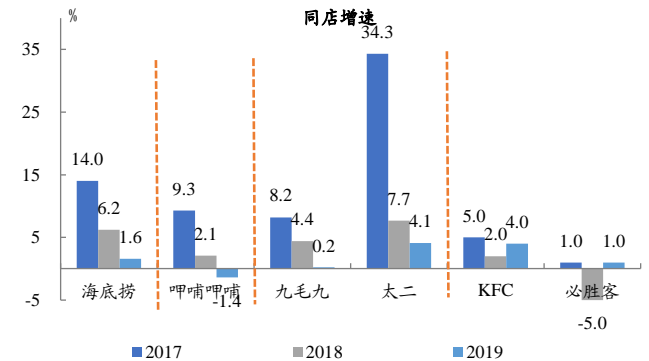


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

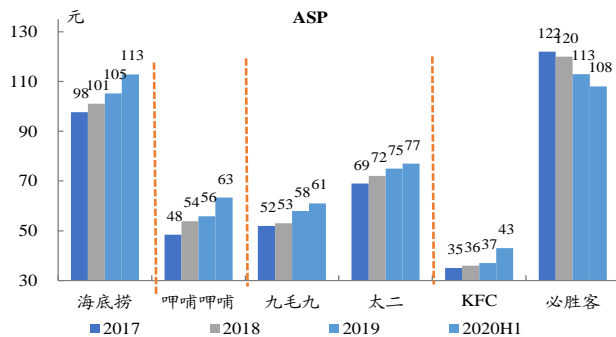
海外公司深度研究报告

图63、海底捞、呷哺呷哺、九毛九及太二收入对比


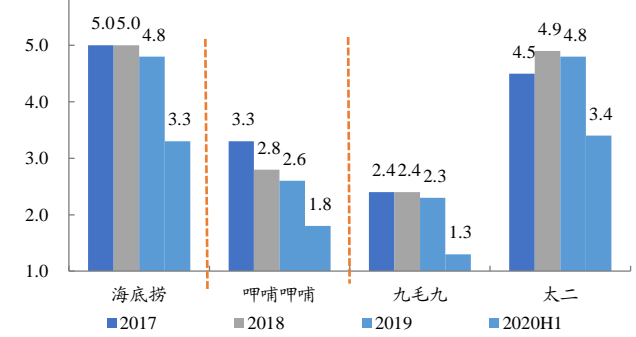
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图64、FY19 四公司同店增速对比


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图65、餐企 ASP 对比


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图66、餐企翻台率（次/天）对比


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：除海底捞外均为翻座率

表24、港股头部餐企经营表现对比

		2017	2018	2019	2019H1	2020H1	YOY
收入（百万元）	海底捞	10,637	16,969	26,556	11,695	9,761	-16.5%
	呷哺呷哺	3,664	4,734	6,030	2,713	1,922	-29.2%
	呷哺呷哺	3,492	4,079	4,671	2,199	1,223	-44.4%
	凑凑	117	556	1,200	489	593	21.3%
	九毛九	1,469	1,893	2,687	1,237, 138	949, 507	-23.2%
	九毛九	1,204	1,334	1,372	682, 790	266, 828	-60.9%
	太二	244	540	1,277	538, 109	671, 718	24.8%
	其他	22	19	39	16, 239	10, 961	-32.5%
	百胜中国	7,769	8,415	8,776	4,428	3,656	-17.4%
	KFC	5,066	5,688	6,040	3,050	2,576	-15.5%
必胜客	2,093	2,111	2,054	1,053	748	-29.0%	
净利润（百万元）	海底捞	1,028	1,646	2,345	911	-965	
	呷哺呷哺	420	462	288	164	-255	
	九毛九	67	70	164	102	-89	
	百胜中国	398	708	713	400	194	
餐厅数量（间）	海底捞	273	466	768	593	935	57.7%
	呷哺呷哺	759	934	1,124	1,016	1,117	9.9%
	呷哺呷哺	738	886	1,022	955	1,010	5.8%
	凑凑	21	48	102	61	107	75.4%
	九毛九	175	241	336	297	321	8.1%
	九毛九	139	147	143	149	105	-29.5%
太二	28	65	126	91	161	76.9%	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	其他	8	29	67	57	55	-3.5%
	百胜中国	7,983	8,484	9,200	8,751	9,954	13.7%
	KFC	5,488	5,910	6,534	6,179	6,749	9.2%
	必胜客	2,195	2,240	2,281	2,252	2,258	0.3%
翻座率/翻台率 (次/天)	海底捞	5.0	5.0	4.8	4.8	3.3	-1.50
	呷哺呷哺	3.3	2.8	2.6	2.4	1.8	-0.60
	九毛九	2.4	2.4	2.3	2.3	1.3	-1.00
	太二	4.5	4.9	4.8	4.9	3.4	-1.50
ASP (元)	海底捞	98	101	105	104	113	8.5%
	呷哺呷哺	48	54	56	57	63	10.3%
	九毛九	52	53	58	56	61	8.9%
	太二	69	72	75	75	77	2.7%
	KFC	35	36	37	36	43	18.0%
	必胜客	122	120	113	117	108	-8.0%
同店销售增长 率%	海底捞	14.0	6.2	1.6	4.7	-21.1	-25.8
	呷哺呷哺	9.3	2.1	-1.4	-1.9		
	九毛九	8.2	4.4	0.2	1.7		
	太二	34.3	7.7	4.1	4.5		
	KFC	5.0	2.0	4.0	5.0	-11.0	-16.0
	必胜客	1.0	-5.0	1.0	1.0	-22.0	-23.0

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：海底捞为翻台率，九毛九、太二及呷哺呷哺采用翻座率

7、盈利预测与估值

7.1、盈利预测

- 收入：**按照各品牌门店数*单店模型预测。预计2020/2021/2022年九毛九门店数达103/118/138家，成熟单店年收入达900万-930万。预计2020/2021/2022年太二新开门店数达100/120/150家，随着下沉，新开门店单店年收入或从此前1400+万降至1300-1350万左右。考虑到疫情之下，20H2太二同店仍实现正增长，九毛九恢复至8成左右，预计公司2020/2021/2022年收入达27亿/47.8亿/66.6亿。
- 成本及费用：**由于公司原材料采购采用锁价模式，受原材料短期波动影响有限；加上公司于2020年加大了上游供应链布局，合营公司将于21Q1开始供货，预计毛利率长期向好。从单店模型看，太二店面人工费用率15%，租金10%，折旧摊销能耗各3%，而九毛九店面人工费用率23%，租金11%，折旧摊销能耗各5%；太二盈利能力显著优于九毛九，其占比的提升有望提升公司整体盈利能力。

表25、盈利预测

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2687	2716	4779	6656
YOY	42%	1%	76%	39%
其他收入	12	54	33	33
原材料及耗材	-985	-1032	-1744	-2423
毛利	1702	1684	3035	4233
毛利率	63%	62%	64%	64%

除税前溢利	259	32	649	969
所得税	-73	8	-182	-271
期内溢利	186	40	467	698
净利率	7%	1%	10%	10%
归母净利润	164	38	444	663

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

7.2、估值与评级

绝对估值：采用自由现金流（FCFF）折现法进行估值。WACC 计算时选择 5 年期国债收益率 3% 为无风险利率，市场平均收益率采用为 8%，Beta 值为 1.23，所得税率维持在 28%。计算得出 WACC 为 9.027%。

表26、WACC 计算过程

Beta	1.23
无风险利率	3%
市场收益率	8.0%
股权成本	9.25%
债务成本	5.0%
税率	28%
税后债权成本	3.6%
债权比例	2.2%
股权比例	97.8%
WACC	9.027%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

采用分阶段折现现金流方法进行计算。第一阶段为 2020-2022 财年，自由现金流来自预测利润表计算。第二阶段为 2023-2029 财年，假设 2023-2025 自由现金流增速 10.0%，2026-2029 增速为 5%。永续增长率假设为 3%。公司的 FCFF 折现计算的每股价值 24.4 元（折合港币 27.7 港元）。

综合来看，公司的静态估值偏高，我们分析原因有两个：1、公司未来几年增速较快，太二单店模型优质；2、公司新品牌表现初露锋芒，在公司供应链加强、团队激励完善、品牌营销经验丰富、有望复制爆品的背景下，可以给予一定的估值溢价。

根据 DCF 模型（WACC=9.027%，Perpetual g=3%），我们给予公司股票目标价 27.7 港元，对应 2021/2022 财年 PE 分别为 74x/49x，考虑到公司未来三年净利润 CAGR 可达 59%，切换至 2022 年 PEG 为 0.84 倍，相比现价有 16.6% 的涨幅，给予“审慎增持”评级

8、风险提示

1、开店不及预期，2、单店回报下降，3、食品安全，4、竞争加剧

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	383	2,415	2,921	3,598	营业收入	2,687	2,716	4,779	6,656
存货	75	108	158	219	其他收入	12	54	33	33
贸易及其他应收款项	156	326	287	399	原材料及耗材	-985	-1,032	-1,744	-2,423
受限制银行存款	25	0	0	0	毛利	1,702	1,684	3,035	4,233
现金及现金等价物	127	1,981	2,477	2,980	员工成本	-697	-780	-1,233	-1,704
非流动资产	1,271	1,704	2,214	2,767	使用权资产折旧及租金	-263	-327	-466	-629
物业、厂房及设备	323	441	567	716	其他资产的折旧及摊销	-97	-121	-164	-216
使用权资产	805	1,120	1,505	1,908	水电开支	-108	-107	-186	-260
于联营企业的投资	8	8	8	8	广告及推广开支	-20	-30	-33	-47
其他非流动金融资产	13	13	13	13	外卖服务费	-32	-54	-48	-67
递延税项资产	63	63	63	63	应占联营公司的(亏损)/溢利	2	-2	2	2
租金按金	52	52	52	52	融资成本	-67	-67	-47	-37
其他非流动资产	3	3	3	3	其他	-157	-202	-215	-300
资产总计	1,654	4,119	5,136	6,365	除税前溢利	259	32	649	969
流动负债	794	817	1,108	1,426	所得税	-73	8	-182	-271
贸易及其他应付款项	315	413	611	848	年/期内溢利	186	40	467	698
合约负债	1	1	1	1	非控股权益	21	2	23	35
租赁负债	234	328	426	511	归母净利润	164	38	444	663
银行贷款	220	53	48	43	EPS(元)	N.A	0.03	0.33	0.49
即期税项	23	23	23	23					
非流动负债	690	955	1,280	1,593	主要财务比率				
租赁负债	663	928	1,253	1,567	会计年度				
拨备	27	27	27	27	成长性(%)				
递延税项负债	0	0	0	0	营业收入增长率	42.0%	1.1%	76.0%	39.3%
负债合计	1,484	1,772	2,388	3,019	EBITDA增长率	61.0%	-26.0%	160.5%	40.7%
股本	0.001	0.001	0.001	0.001	归属净利润增长率	136.1%	-76.7%	1059.0%	49.4%
储备	133	2,307	2,685	3,248					
归属母公司权益	133	2,307	2,685	3,248	盈利能力(%)				
少数股东权益	38	40	63	98	毛利率	63.3%	62.0%	63.5%	63.6%
股东权益合计	171	2,347	2,748	3,346	净利率	6.9%	1.5%	9.8%	10.5%
负债及权益合计	1,654	4,119	5,136	6,365	ROE	108.8%	1.7%	17.0%	20.9%
					偿债能力(%)				
					资产负债率	89.7%	43.0%	46.5%	47.4%
					流动比率	0.48	2.96	2.64	2.52
					速动比率	0.39	2.82	2.49	2.37
					营运能力(次)				
					资产周转率	1.89	0.94	1.03	1.16
					存货周转率	17.71	11.26	13.11	12.86
					每股资料(元)				
					每股收益	N.A	0.03	0.33	0.49
					每股经营现金	N.A	0.55	1.23	1.43
					每股净资产	N.A	1.72	2.00	2.42
					估值比率(倍)				
					PE	N.A	733	63	42
					PB	N.A	12	10	9

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前溢利	259	32	649	969
折旧和摊销	315	408	560	750
利息收入	-4	-34	-25	-25
融资成本	67	67	47	37
营运资金的变动	-9	253	611	462
所得税	-67	8	-182	-271
经营活动产生现金流量	577	733	1,660	1,922
投资活动产生现金流量	-190	-806	-1,046	-1,278
融资活动产生现金流量	-320	1,927	-119	-142
现金净变动	67	1,854	496	503
现金的期初余额	60	127	1,981	2,477
现金的期末余额	127	1,981	2,477	2,980

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.xyzq.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、浦江中国控股有限公司、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、日照裕廊股份有限公司、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、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份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、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。