九毛九（09922.HK）跟踪快报

九毛九的几种市值空间计算方法

强推（维持）

目标价：15.62 港元

当前价：12.36 港元

❖ 在过去的报告中，我们提出太二是“大单品+短菜单+少服务触点+平台化+供应链市场化”的极致模型，并且认为酸、鲜、辣这个年轻人偏好的口味区间将长期风行于核心商圈，酸菜鱼品类中短期没有过时风险，“以极致快餐模型做休闲餐价格带产品”的太二将成为新中餐类火锅行业的重要玩家。3 月开出外卖以来，太二营收恢复速度领先全行业，至今基本已恢复到疫情前相对饱和水平。

❖ 为厘清太二市场空间，我们提出几种方法：

1、 底线：按照 2020 年新开 80 家、2021 年新开 100 家的速度，到 2021 年末，太二将拥有 300 家左右餐厅门店，在百货、购物中心商圈渗透率不足 3%，周期较短、品牌老化风险小，同店翻台很难受到撼动，届时开店空间将向上打开。按照 300 家成熟太二和现有九毛九计算，全年净利润 5.7-6 亿左右；换而言之，假设 2022 年不开店，按照美股不增长的餐企估值 25x，对应市值约 160 亿港币。

2、 将快速扩展的中餐看作带有周期属性的消费成长股，以同店翻台锚定估值，以同店收入看待利润。我们看好公司在 600-700 家店内不出现大的翻台下滑，基于以下理由：

- 80 元客单价是核心商圈休闲餐的价格下限，面对的客群基数几倍于 100 元以上餐饮。
- 酸鲜辣是中餐中味觉成瘾性强、记忆性弱（不易腻味）的区间，也是年轻人、尤其是年轻女性聚会的主力口味。
- 酸菜鱼调味料是中式复合调味料中少数已经成为大品类，且不断扩张的品类。酸菜本身就是复合调味料，对内取得口味一致（复制容易），对外取得口味差异（发酵工艺，口味能和竞品做出区别）
- 类火锅有菜单扩展能力，且无厨师成本拖累。公司当前主菜点单率近乎桌均一份，在主材基础上，菜单延展空间较大。
- 鲈鱼招标+酸菜独家 OEM+部分蜀海外包，供应链安全相对可控，菜品质量较有保障。

因此，如果 2021 年末同店翻台不发生下滑，意味着品牌生命周期仍然在鼎盛，假设乘势进行扩张，2022、23 年分别开 150 家、200 家太二门店，九毛九维持现有不变，则门店成熟后净利润可达 11 亿；若此时同店翻台仍不下降，开店空间和市值可以向上打开，估值也料将维持高成长股溢价，届时给 30x 估值，公司可支撑市值 360 亿港币。

3、 今年中餐公司由于受疫情影响，业绩不明，普遍预期将有下滑，估值对标切向明年。九毛九由于太二在高增长期，预计今年仍将有所增长，部分投资者用今年业绩看待公司。如全部以 2021 年业绩测算，对应现价 35 倍，由于确定性较强，叠加今明年有开店加速可能，我们认为股价有继续上行空间。

❖ **盈利预测：我们强调太二处于生命周期前半段，势能强劲（开外卖之后拉动明显；疫情后修复快速全面），休闲餐里处于中低价格，受众基数大，且轻人力、租金议价能力在逐步显现，店面净利润率在 13%以上，盈利模型好于当前上市餐企，同店翻台不弱于任何餐饮上市公司。**我们维持公司 2020 年 EPS 0.18 元盈利预测，上调 2021 年 EPS 预测至 0.36 元（前值为 0.33 元），新增 2022 年 EPS 预测为 0.48 元，同比增长 49.3%、 100.4%、35.4%。当前股价对应 PE 分别为 70 倍、 35 倍和 26 倍。**当前市场对太二的开店空间犹有低估。预计今年开店数有可能超预期。如能进入港股通，料将进一步增加流动性。**给予公司 2021 年 40 倍 PE，对应股价为 15.62 港元（当前汇率），维持“强推”评级。

❖ **风险因素：**食品安全风险；疫情反复风险；品牌老化、翻台下行风险。

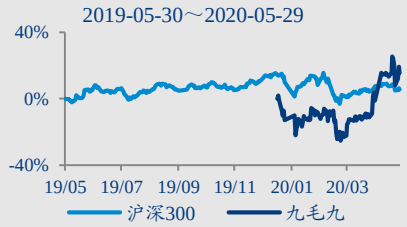
华创证券研究所

证券分析师：王薇娜
电话：010-66500993
邮箱：wangweina@hcyjs.com
执业编号：S0360517040002

公司基本数据

总股本(万股)	138,341
已上市流通股(万股)	138,341
总市值(亿港元)	170.99
流通市值(亿港元)	170.99
资产负债率(%)	89.68
每股净资产(港元)	1.68
12 个月内最高/最低价	13.18/7.60

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《餐饮旅游行业深度研究报告：由九毛九国际上市看网红餐饮店发展逻辑》 2019-12-08

《九毛九（09922.HK）深度研究报告：主力品牌享受上升期红利》 2020-03-31

未经许可，禁止转载

主要财务指标（人民币）

	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	2,687	3,038	5,129	7,546
同比增速(%)	41.9	13.0	68.8	47.1
归母净利润(百万)	164	245	492	666
同比增速(%)	136.1	49.3	100.4	35.4
每股盈利(元)	0.12	0.18	0.36	0.48
市盈率(倍)	104	70	35	26
市净率(倍)	128	45	20	11

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 20 年 05 月 29 日收盘价

图表 1 餐企重要参数横向比较

	单店面积（平方米）	现有门店数	年坪效	餐厅层面利润率	ASP	翻台率	投资回收期
太二酸菜鱼	250	152	5-6w	23%-25%	75 元	4.8	7 个月
呷哺呷哺	220	1032	2w-2.5w	18%	50 – 60 元	2.6	17-18 个月
海底捞	800-1000	768	4-7w	20% - 25%	95 - 110 元	4.8	9-12 个月
湊湊	600 - 800	104	2.5w – 3.5w	22%	130 – 140 元	2.5 – 3.5	6-12 个月
九毛九西北菜	350	110+	2.5w – 3w	17%	60 元左右	2.3	22 个月
KFC	250	7080	2w – 3w	18%	35 元		12 个月

资料来源：相关公司财报，华创证券

(注：KFC、湊湊数据为实地调研/根据公开数据测算。)

太二当前经营坪效接近海底捞水平，因小模型、高势能、休闲餐中的中低价格带，成熟较快，7 个月即可收回投资；疫情之后，餐企上市公司中只有太二在开店一周后即基本恢复正常经营收入，势能之强，仍被低估。

尽管行业内有较多竞争对手，但酸菜作为发酵制成的复合调味料，帮助在太二复制过程中达到口味统一，同时区别于太二以外的竞品；竞品磨合菜单、调整口味、签约商圈、打磨供应链、打响知名度需要较长时间，我们认为中短期内太二同店翻台无下降风险，复制确定性较强。

图表 2 太二部分估值测算（假设加密过程中同店翻台不变，经营模型维持现状）

太二	2019	2020E	2021E	2022E
年末门店数	126	206	306	456
同店翻台	5.1	5.1	5.0	5.0
同店单店营收/年	1427w	1427w	1400w	1400w
净利润/年	1.8 亿	2.6 亿	5.2 亿	8.5 亿
全部门店成熟后静态净利润/年	2.52 亿	4.12 亿	6.0 亿	8.94 亿
估值		40	40	35
太二部分对应市值（亿港元）		114	226	321
成熟后利润对应市值（亿港元）		179	260	339

资料来源：公司财报，华创证券预测

图表 3 上市餐企市值、估值横向比较

	MCD	YUMC	SBUX	TXRH	BWLD	SHAK	海底捞	呷哺呷哺	YUM	九毛九
主要品牌	麦当劳	肯德基、必胜客、小肥羊、东方既白、塔可钟、A&W及Long John	星巴克	Texas roadhouse	buffalo wild wings	shake shack	海底捞	呷哺呷哺	肯德基、必胜客、小肥羊、东方既白、塔可钟、A&W及Long John	九毛九、太二、2颗鸡蛋煎饼、怂、那未大叔是大厨
证券代码	MCD.N	YUMC.N	SBUX.O	TXRH.O	BWLD.O	SHAK.N	6862.HK	520.HK	YUM.N	02299.HK
证券简称	麦当劳	百胜中国	星巴克	德州公路酒吧	BUFFALO WILD WINGS INC(退市)	SHAKE SHACK INC	海底捞	呷哺呷哺	百胜餐饮	九毛九
总市值（亿元）	9,923.05	1,206.67	6,528.26	270.76	153.10	166.94	1,744.79	83.71	1,930.93	151.47
市盈率PE(TTM)	24.05	30.69	27.12	27.19	37.96	143.87	72.69	28.38	24.36	89.99
市销率PS(TTM)	6.72	2.06	3.44	1.40	1.20	3.88	6.40	1.35	4.85	5.51

资料来源：彭博，华创证券

图表 4 太二酸菜鱼今年新品

资料来源：公司官方微信公众号

附录：财务预测表

资产负债表

单位:百万元	2019	2020E	2021E	2022E
现金及等价物	127	453	750	1,189
应收款项合计	156	253	299	377
存货	75	103	123	180
其他流动资产	25	25	25	25
流动资产合计	383	835	1,197	1,772
固定资产净值	323	133	228	328
权益性投资	8	8	8	8
其他长期投资	13	14	14	14
商誉及无形资产	808	888	977	1,075
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	119	143	171	205
非流动资产合计	1,271	1,186	1,398	1,630
资产合计	**1,654**	**2,021**	**2,595**	**3,402**
应交税金	23	35	47	59
短期借贷及长期借	220	160	100	60
其他流动负债	435	522	548	576
流动负债合计	794	856	854	874
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	690	724	768	814
非流动负债合计	690	724	768	814
负债合计	**1,484**	**1,580**	**1,622**	**1,687**
归属母公司股东权	133	379	870	1,537
少数股东权益	38	62	102	178
所有者权益合计	**171**	**440**	**973**	**1,715**
负债和股东权益	**1,654**	**2,021**	**2,595**	**3,402**

现金流量表

单位:百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**577**	**559**	**553**	**712**
净利润	164	245	492	666
折旧与摊销	316	292	28	47
营运资本变动	-9	-3	-8	-76
其他非现金调整	105	24	41	75
投资活动现金流	**-190**	**-126**	**-151**	**-181**
出售固定资产收到现金	0	0	0	0
资本性支出	-186	-102	-122	-146
投资减少	0	0	0	0
其他投资现金流量净额	-4	-24	-29	-34
融资活动现金流	**-320**	**-107**	**-105**	**-93**
债务增加	267	0	0	0
股本增加	0	0	0	0
支付的股利合计	-30	-30	-30	-30
其他筹资现金流量净额	-204	-17	-15	-23

利润表

单位:百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**2,687**	**3,038**	**5,129**	**7,546**
主营业务收入	2,687	3,038	5,129	7,546
其他营业收入	0	0	0	0
营业总支出	2,348	2,661	4,431	6,489
营业成本	0	0	0	0
营业开支	2,348	2,661	4,431	6,489
营业利润	**339**	**377**	**698**	**1,056**
净利息支出	63	72	79	176
权益性投资损益	2	12	20	12
其他非经营性损益	3	13	20	22
非经常项目前利润	281	329	659	914
非经常项目损益	-22	30	51	75
除税前利润	**259**	**359**	**710**	**989**
所得税	73	90	178	247
少数股东损益	21	24	41	75
持续经营净利润	164	245	492	666
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	**164**	**245**	**492**	**666**
优先股利及其他调	0	0	0	0
归属普通股东净利	**164**	**245**	**492**	**666**
EPS（摊薄）	0.12	0.18	0.36	0.48

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	41.9%	13.0%	68.8%	47.1%
归母净利润增长率	136.1%	49.3%	100.4%	35.4%
获利能力				
毛利率	12.6%	12.4%	13.6%	14.0%
净利率	6.1%	8.1%	9.6%	8.8%
ROE	101.4%	95.9%	78.8%	55.4%
ROA	11.6%	13.4%	21.3%	22.2%
偿债能力				
资产负债率	89.7%	78.2%	62.5%	49.6%
流动比率	48.3%	97.5%	140.2%	202.8%
速动比率	38.8%	85.4%	125.8%	182.2%
每股指标（元）				
每股收益	0.12	0.18	0.36	0.48
每股经营现金流	0.42	0.40	0.40	0.51
每股净资产	0.10	0.27	0.63	1.11
估值比率				
P/E	104	70	35	26
P/B	128	45	20	11

资料来源：公司公告，华创证券预测

商社组团队介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

分析师：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500