

太二 1H20 逆势增收，九毛九战略调整持续  
买入（维持）

2020年07月09日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,687	2,714	4,823	6,957
同比(%)	42.0%	1.0%	77.7%	44.2%
归母净利润(百万元)	164	103	425	636
同比(%)	122.6%	-37.2%	311.8%	49.4%
每股收益(元/股)	0.12	0.07	0.31	0.46
P/E(倍)	101	161	39	26

事件: 公司发布盈利预警公告, 预计 1H2020 收入较 19 年同期下滑 23%, 太二酸菜鱼同期增收 25%, 上半年将录得净亏损约 1.2 亿。

■ 疫情下 1H2020 太二收入表现超预期。

- 公司预期 1H2020 收入约 9.6 亿 (yoy-23%), 好于市场预期; 上半年预计亏损约 1.2 亿 (yoy-217.6%, 含九毛九餐厅关店租赁保证金及违约金赔付 0.21 亿), 剔除后一次性影响后净利润同口径下滑约 197.1% 左右;
- 分品牌看, 1H2020 九毛九餐厅及其他品牌营收分别下滑约 61%/24%, 太二表现亮眼, 营收同比增长 25%, 提振整体收入。

■ 太二酸菜鱼持续亮眼表现, 2H20 扩张有望提速。

- 外卖有效弥补停业损失, 5-6 月同店正增长。太二于 2 月 24 日限期推出外卖业务, 预计纯外卖初期收入约恢复至 60% (营收恢复数据均与 19 年 12 月相比, 下同); 3 月 18 日起门店逐步复业, 预计 4 月中下旬堂食+外卖收入恢复 90~95% 左右; 预计至 5 月同店营收已达 105% 左右 (堂食占比约 80%), 预计 6 月同店恢复至 19 年 12 月 107% 左右 (堂食占比约 89%), 6 月整体翻座率预计恢复至 4 次/天;
- 1H20 净开店约 38 家, 预计全年开店有望超 80 家指引。太二酸菜鱼把握疫情下铺位出清机遇, 预计 4 月-6 月合计净开店达 38 家左右, 1H20 门店达 164 家 (较 19 年底+30.2%)。下半年太二开店将持续推进, 预计 7 月底签约门店达到 85 家以上, 全年开店数有望超预期。

■ 九毛九餐厅战略调整持续, 新面馆打磨渐成形。

- 外卖 4 月底门店完全复业, 家庭餐饮复苏较慢。九毛九于 3 月中下旬开放首批九毛九餐厅堂食, 4 月中旬累计开业约 65 家, 剩余门店均在 4 月底开放, 堂食+外卖合计收入恢复至 45% 左右 (营收恢复数据均与 19 年 12 月相比, 下同); 由于家庭消费者对安全考量, 预计 6 月翻座率小于 2 次/天, 收入恢复至 65% 左右;
- 战略收缩持续打磨, 蓄力二次扩张。公司于 5 月中关闭 20 家低效益/微亏面馆, 预计至上半年净关店约 38 家。目前营业 106 家门店主要集中于广东、海南两省, 预计年底门店数约 100 家左右。收缩管理半径产品/调性持续打磨升级, 未来有望再迎二次扩张。

■ 盈利预测: 疫情下谨慎预计 20-22 年公司总营收 27.1/48.2/69.6 亿元, 同比增长 1.0%/77.7%/44.2%, 预计归母净利 1.0/4.3/6.4 亿元, 同比增速 -37.2%/311.8%/49.4%, 当前股价对应动态 PE 161/39/26 倍, 持续看好公司产品创新及中长期开店超预期潜力, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 疫情反复带来宏观经济波动风险; 扩张、品牌推广、盈利能力不及预期风险; 行业竞争激烈风险; 食品安全与负面新闻风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	13.28
一年最低/最高价	7.60/14.60
市净率(倍)	90.23
港股流通市值(百万港元)	18371.68

基础数据

每股净资产(元)	0.13
资产负债率(%)	89.68
总股本(百万股)	1383.41
流通股本(百万股)	1383.41

相关研究

1、《九毛九 (09922): 【东吴社服.汤军】九毛九: 极简与创新、加减法并举的快时尚餐饮龙头》2020-07-01

表 1: 核心财务指标拆分

单位: 百万元	2017	2018	2019	18H1	18H2	19H1	19H2
<b>利润表拆分</b>							
营业收入	<b>1,469.18</b>	<b>1,892.82</b>	<b>2,687.29</b>	<b>874.49</b>	<b>1,018.33</b>	<b>1,237.14</b>	<b>1,450.15</b>
yoy	26.2%	28.8%	42.0%	-	-	41.5%	42.4%
营业成本	512.51	671.86	985.31	295.33	<b>376.53</b>	435.00	<b>550.31</b>
毛利	<b>956.67</b>	<b>1,220.96</b>	<b>1,701.97</b>	<b>579.16</b>	<b>641.80</b>	<b>802.14</b>	<b>899.83</b>
yoy	22.6%	27.6%	39.4%	-	-	38.5%	40.2%
毛利率	65.1%	64.5%	63.3%	66.2%	63.0%	64.8%	62.1%
其他收入及收益,净额	2.25	2.58	12.27	1.01	1.57	1.91	10.36
员工成本	400.23	523.48	696.72	239.52	283.96	320.07	376.65
/总收入	27.2%	27.7%	25.9%	27.4%	27.9%	25.9%	26.0%
租金、折旧摊销合计	214.05	265.32	360.67	125.25	140.07	175.26	185.41
/总收入	14.6%	14.0%	13.4%	14.3%	13.8%	14.2%	12.8%
水电支出	79.66	93.78	107.87	44.41	49.37	50.46	57.41
/总收入	5.4%	5.0%	4.0%	5.1%	4.8%	4.1%	4.0%
广告和产品促销开支	15.02	19.79	19.75	7.71	12.08	8.33	11.42
/总收入	1.0%	1.0%	0.7%	0.9%	1.2%	0.7%	0.8%
交通及差旅费用	10.24	14.44	16.10	4.64	9.80	5.46	10.64
/总收入	0.7%	0.8%	0.6%	0.5%	1.0%	0.4%	0.7%
其他支出-其他	75.91	122.64	129.31	49.39	73.25	51.28	78.03
/总收入	5.2%	6.5%	4.8%	5.6%	7.2%	4.1%	5.4%
财务费用净额	51.85	58.26	66.68	23.86	34.40	29.06	37.62
财务费用率	3.5%	3.1%	2.5%	2.7%	3.4%	2.3%	2.6%
外卖服务费用	11.26	20.68	31.76	9.06	11.62	14.92	16.83
/总收入	0.8%	1.1%	1.2%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%
上市费用	-	-	22.98	-	-	9.85	13.13
/总收入	-	-	0.9%	-	-	0.8%	0.9%
<b>经营利润</b>	<b>251.48</b>	<b>317.71</b>	<b>504.96</b>	<b>120.74</b>	<b>78.20</b>	<b>199.67</b>	<b>193.59</b>
yoy	28.5%	26.3%	58.9%	-	-	65.4%	147.6%
应占联营公司损益	<b>-0.67</b>	<b>-2.00</b>	1.73	<b>-1.31</b>	<b>-0.69</b>	1.09	0.64
其他收益	<b>-0.58</b>	1.21	<b>-4.99</b>	0.88	0.33	<b>-1.89</b>	<b>-3.10</b>
除税前溢利	<b>99.47</b>	<b>104.38</b>	<b>259.15</b>	<b>75.89</b>	<b>28.49</b>	<b>138.55</b>	<b>120.60</b>
yoy	31.4%	4.9%	148.3%	-	-	82.6%	323.3%
所得税	27.83	30.53	73.38	21.50	9.03	36.51	36.87
所得税率	28.0%	29.2%	28.3%	28.3%	31.7%	26.4%	30.6%
净利润	<b>71.65</b>	<b>73.85</b>	<b>185.77</b>	<b>54.39</b>	<b>19.46</b>	<b>102.04</b>	<b>83.73</b>
yoy	39.7%	3.1%	151.6%	-	-	87.6%	330.3%
归母净利润	<b>66.86</b>	<b>69.65</b>	<b>164.41</b>	<b>51.15</b>	<b>18.50</b>	<b>92.56</b>	<b>71.85</b>
yoy	28.9%	4.2%	136.1%	-	-	81.0%	288.4%
归母净利率	4.6%	3.7%	6.1%	5.8%	1.8%	7.5%	5.0%
<b>资产负债表拆分</b>							

现金及现金等价物	52.42	59.75	127.17	-	59.75	125.77	127.17
应收账款及票据	96.06	124.48	156.17	-	124.48	158.43	156.17
yoy	12.9%	29.6%	25.5%	-	-	-	25.5%
应收账款周转率	16.2	17.2	19.2	-	8.18	8.75	9.22
存货	33.03	36.39	74.90	-	36.39	44.25	74.90
yoy	61.8%	10.2%	105.8%	-	-	-	105.8%
存货周转率	19.2	19.4	17.7	-	10.35	10.79	9.24
固定资产净值	216.10	268.03	323.22	-	268.03	280.78	323.22
总资产	942.41	1,186.98	1,654.35	-	1,186.98	1,398.14	1,654.35
yoy	11.2%	26.0%	39.4%	-	-	-	39.4%
总资产周转率	1.6	1.8	1.9	-	0.86	0.96	0.95
股东权益合计	207.18	203.57	170.68	-	203.57	136.76	170.68

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：太二酸菜鱼经营拆分

	2017	2018	2019	18H1	18H2	19H1	19H2
营业收入	244.03	540.23	1,277.02	218.07	322.17	538.11	738.91
yoy	259.9%	121.4%	136.4%	-	-	146.3%	129.4%
占比集团总营收	16.6%	28.5%	47.5%	24.9%	31.6%	43.4%	51.0%
一线城市	171.47	373.23	-	159.43	213.81	347.74	-
yoy	236.9%	117.7%	-	-	-	118.1%	-
占比	70.3%	69.1%	-	73.1%	66.4%	64.7%	-
新一线城市	-	28.32	-	-	28.32	56.00	-
yoy	-	-	-	-	-	-	-
占比	-	5.2%	-	-	8.8%	10.4%	-
二线城市	8.73	37.20	-	11.50	25.70	59.03	-
yoy	-	326.0%	-	-	-	413.4%	-
占比	3.6%	6.9%	-	5.3%	8.0%	11.0%	-
三线及以下城市	63.82	101.48	-	47.14	54.33	74.44	-
yoy	277.4%	59.0%	-	-	-	57.9%	-
占比	26.2%	18.8%	-	21.6%	16.9%	13.9%	-
门店数	28	65	126	33	65	91	126
新增	15	37	61	-	32	26	35
一线城市	18	40	-	23	40	54	-
新增	9	22	-	-	17	14	-
占比	64.3%	61.5%	-	69.7%	61.5%	59.3%	-
新一线城市	-	7	-	-	7	15	-
新增	-	7	-	-	7	8	-
占比	-	10.8%	-	-	10.8%	16.5%	-
二线城市	2	8	-	2	8	9	-
新增	-	6	-	-	6	1	-
占比	7.1%	12.3%	-	6.1%	12.3%	9.9%	-
三线及以下城市	8	10	-	8	10	13	-
新增	4	2	-	-	2	3	-

	占比	28.6%	15.4%		24.2%	15.4%	14.3%	
客单价		69	72	75	72	72	75	75
	yoy	6.2%	4.3%	4.2%			4.2%	4.2%
一线城市		72	74	-	74	74	77	-
	yoy	9.1%	2.8%		-	-	4.1%	
新一线城市		-	73	-	-	-	75	-
	yoy	-	-		-	-	-	
二线城市		66	69	-	68	70	71	-
	yoy	-	4.5%		-	-	4.4%	
三线及以下城市		63	67	-	67	67	68	-
	yoy	1.6%	6.3%		-	-	1.5%	
翻座率		4.5	4.9	4.8	5.0	4.8	4.9	4.7
一线城市		4.6	5.2	-	5.3	5.1	5.0	-
新一线城市		-	3.9	-	-	3.9	4.2	-
二线城市		4.3	4.8	-	4.5	5.1	5.5	-
三线及以下城市		4.0	4.2	-	4.3	4.1	4.3	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3: 太二酸菜鱼同店情况拆分

	2018	2019	同店增速	2018H1	2019H1	同店增速	2018H2	2019H2	同店增速
同店销售 (百万元)	438.97	456.68	4.1%	198.40	207.32	4.5%	240.57	249.37	3.7%
一线城市	139.76	-		139.76	145.94	4.4%	0.00	-	
新一线城市	-	-		-	-	-	-	-	
二线城市	-	-		11.50	10.71	-6.9%	-	-	
三线及以下城市	55.56	-		47.14	50.67	7.5%	8.42	-	
同店平均日销售额 (万元)	3.60	-		3.82	3.97	4.0%	3.37	-	
一线城市	3.86	-		4.10	4.26	3.9%	3.61	-	
新一线城市	-	-		-	-	-	-	-	
二线城市	-	-		3.19	2.97	-7.1%	-	-	
三线及以下城市	3.07	-		3.30	3.97	20.4%	2.84	-	
同店平均翻座率 (次/天)	4.7	-		5.0	5.1	2.0%	4.4	-	
一线城市	4.7	-		5.4	5.5	1.9%	4.0	-	
新一线城市	-	-		-	-	-	-	-	
二线城市	-	-		4.5	4.5	0.0%	-	-	
三线及以下城市	3.8	-		4.3	4.5	4.7%	3.3	-	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4: 九毛九餐厅经营拆分

单位: 百万元	2017	2018	2019	18H1	18H2	19H1	19H2	
营业收入	1,203.57	1,334.05	1,371.71	645.25	688.79	682.79	688.92	
	yoy	10.2%	10.8%	2.8%	-	-	5.8%	0.9%
占比集团总营收	81.9%	70.5%	51.0%	73.1%	68.2%	54.3%	48.3%	

一线城市	717.76	793.86	-	381.23	412.63	406.23	-
yoy	10.9%	10.6%		-	-	6.6%	
占比	59.6%	59.5%		59.7%	59.4%	60.5%	
新一线城市	167.70	182.25	-	79.81	102.45	82.10	-
yoy	17.5%	27.7%		-	-	2.9%	
占比	13.9%	13.7%		12.5%	14.7%	12.2%	
二线城市	131.68	140.35	-	70.82	69.53	63.98	-
yoy	-3.7%	6.6%		-	-	-9.7%	
占比	10.9%	10.5%		11.1%	10.0%	9.5%	
三线及以下城市	201.16	217.80	-	107.22	110.58	119.30	-
yoy	14.2%	8.3%		-	-	11.3%	
占比	16.7%	16.3%		16.8%	15.9%	17.8%	
<b>门店数</b>	<b>139</b>	<b>147</b>	<b>143</b>	<b>144</b>	<b>147</b>	<b>149</b>	<b>143</b>
新增	11	8	-4	-	3	2	-6
一线城市	71	78	-	75	78	76	-
新增	2	7		-	3	-2	
占比	51.1%	53.1%		52.1%	53.1%	51.0%	
新一线城市	23	24	-	24	24	23	-
新增	4	1		-	-	-1	
占比	16.5%	16.3%		16.7%	16.3%	15.4%	
二线城市	20	18	-	19	18	19	-
新增	2	-2		-	-1	1	
占比	14.4%	12.2%		13.2%	12.2%	12.8%	
三线及以下城市	25	27	-	26	27	31	-
新增	3	2		-	1	4	
占比	18.0%	18.4%		18.1%	18.4%	20.8%	
<b>客单价</b>	<b>52</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>56</b>	<b>60</b>
yoy	8.3%	1.9%	9.4%	-	-	5.7%	13.2%
一线城市	53	54	-	54	54	57	-
yoy	8.2%	1.9%		-	-	5.6%	
新一线城市	50	53	-	52	54	53	-
yoy	6.4%	6.0%		-	-	1.9%	
二线城市	51	52	-	51	53	55	-
yoy	8.5%	2.0%		-	-	7.8%	
三线及以下城市	49	51	-	52	50	56	-
yoy	6.5%	4.1%		-	-	7.7%	
<b>翻座率</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>
一线城市	2.6	2.6	-	2.6	2.6	2.5	-
新一线城市	2.6	2.6	-	2.1	3.1	2.0	-
二线城市	2.3	2.2	-	2.2	2.2	2.1	-
三线及以下城市	2.3	2.2	-	2.3	2.1	2.2	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 5: 九毛九餐厅同店情况拆分

	2018	2019	同店增速	18H1	19H1	同店增速	18H2	19H2	同店增速
<b>同店销售 (百万元)</b>	<b>1,136.86</b>	<b>1,139.14</b>	<b>0.2%</b>	<b>553.42</b>	<b>562.76</b>	<b>1.7%</b>	<b>583.44</b>	<b>576.38</b>	<b>-1.2%</b>
一线城市	627.52	-		334.59	342.00	2.2%	292.93	-	
新一线城市	129.77	-		71.33	68.02	-4.6%	58.45	-	
二线城市	105.42	-		52.80	56.80	7.6%	52.62	-	
三线及以下城市	184.07	-		94.70	95.94	1.3%	89.37	-	
<b>同店平均日销售额 (万元)</b>	<b>2.67</b>	<b>-</b>		<b>2.61</b>	<b>2.66</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.72</b>	<b>-</b>	
一线城市	3.06	-		3.01	3.08	2.2%	3.11	-	
新一线城市	2.11	-		2.08	2.01	-3.2%	2.14	-	
二线城市	2.10	-		1.97	2.13	8.1%	2.23	-	
三线及以下城市	2.43	-		2.40	2.42	1.0%	2.46	-	
<b>同店平均翻座率 (次/天)</b>	<b>2.4</b>	<b>-</b>		<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>-8.0%</b>	<b>2.3</b>	<b>-</b>	
一线城市	2.6	-		2.7	2.5	-7.4%	2.5	-	
新一线城市	2	-		2.2	2.1	-4.5%	1.8	-	
二线城市	2.2	-		2.1	2.1	0.0%	2.3	-	
三线及以下城市	2.1	-		2.4	2.1	-12.5%	1.8	-	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

九毛九三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>383</b>	<b>2,165</b>	<b>2,625</b>	<b>3,490</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,687</b>	<b>2,714</b>	<b>4,823</b>	<b>6,957</b>
现金	127	1,862	2,202	2,887	减:营业成本	985	1,015	1,818	2,644
应收账款	156	208	276	421	员工成本	697	740	1,191	1,697
存货	75	70	121	157	折旧及摊销	316	380	531	758
其他流动资产	25	25	25	25	其他租金及相关开支	44	52	77	111
<b>非流动资产</b>	<b>1,271</b>	<b>1,471</b>	<b>1,784</b>	<b>2,249</b>	外卖服务费用	32	55	53	77
固定资产	<b>323</b>	<b>404</b>	<b>503</b>	<b>671</b>	水电支出	108	103	169	237
无形资产	3	3	3	3	交通及差旅费用	16	16	34	49
有使用权资产	805	954	1,156	1,451	其他支出-其他	129	122	207	299
其他非流动资产	11	7	8	9	财务费用	67	60	84	97
<b>资产总计</b>	<b>1,654</b>	<b>3,636</b>	<b>4,409</b>	<b>5,739</b>	<b>利润总额</b>	<b>262</b>	<b>159</b>	<b>643</b>	<b>954</b>
<b>流动负债</b>	<b>794</b>	<b>826</b>	<b>998</b>	<b>1,422</b>	加:其他经营收益	-3	-3	-2	-2
短期借款	220	135	178	156	减:所得税费用	73	42	173	257
应付账款	315	465	545	924	净利润	186	114	468	695
其他流动负债	258	226	275	342	少数股东损益	21	11	42	59
<b>非流动负债</b>	<b>690</b>	<b>975</b>	<b>1,179</b>	<b>1,475</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>164</b>	<b>103</b>	<b>425</b>	<b>636</b>
租赁负债-非流动	663	954	1,156	1,451	EBIT	326	216	725	1,049
其他非流动负债	27	21	23	24	EBITDA	642	596	1,255	1,807
<b>负债合计</b>	<b>1,484</b>	<b>1,801</b>	<b>2,177</b>	<b>2,897</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	38	28	20	25	每股收益(元)	0.12	0.07	0.31	0.46
归属母公司股东权益	133	1,806	2,212	2,818	每股净资产(元)	0.10	1.31	1.60	2.04
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,654</b>	<b>3,636</b>	<b>4,409</b>	<b>5,739</b>	发行在外股份(百万股)	1,383	1,383	1,383	1,383
					ROE(%)	123.53%	5.72%	19.24%	22.56%
					毛利率(%)	63.33%	62.60%	62.30%	62.00%
					销售净利率(%)	6.91%	4.21%	9.69%	9.99%
					资产负债率(%)	89.68%	49.55%	49.38%	50.47%
					收入增长率(%)	41.97%	1.00%	77.71%	44.24%
					净利润增长率(%)	122.63%	-37.15%	311.80%	49.39%
					P/E	101	161	39	26
					P/B	125	9	8	6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>