

推荐 (维持)

中式餐饮连锁领导者，多品牌标准化快速扩张

2019年12月25日

九毛九国际深度分析报告

上证指数	2982		
行业规模	占比%		
股票家数 (只)	32 0.9		
总市值 (亿元)	4518 0.8		
流通市值 (亿元)	4163 0.9		
行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	4.8	5.2	28.8
相对表现	1.1	1.2	-2.6

梅林
021-68407471
meilin@cmschina.com.cn
S1090517070006
研究助理
李秀敏
lixiumin1@cmschina.com.cn

九毛九国际即将在港股 IPO 上市，作为国内领先的中式快时尚餐饮企业，旗下拥有九毛九、太二等五个餐饮连锁品牌。公司拥有经营丰富的餐饮管理团队，在品牌、标准化经营和质控方面享有竞争优势，未来将通过快速开店扩张和开发新品牌拓展新市场实现业务扩张。国内餐饮行业仍处于发展阶段，居民外出就餐相比海外有较大提升空间，连锁化率和行业集中度提升将催生大型餐饮企业，建议关注相关投资机会。

- **中式快时尚餐厅领军企业，标准化经营多品牌。**九毛九致力于中式快时尚餐饮，逐步拓展了涉及不同餐饮品类的五个自营品牌。目前已经在 31 个城市开设了 269 间直营餐厅和 41 间加盟餐厅。公司 2019 上半年的收入为 12.4 亿元/增长 42%，实现归母净利润 9256 万元/增长 80.9%，业绩成长性突出。根据弗若斯特沙利文调查，九毛九已位列中式快时尚餐饮全国前三名，华南地区第一名。
- **中式快时尚餐饮：空间广阔，多品牌标准化渐成趋势。**当前中式快时尚餐饮行业规模保持高速增长，已从 2014 年的 743 亿元增长至 2018 年的 1815 亿元，预计 2024 年将达到 5502 亿元。由于中式餐饮菜式繁多，众口难调，多品牌策略可定位不同菜系和人群，广受中餐连锁企业青睐；同时标准化作为行业痛点已有越来越多的企业意识到并且采取多种手段加速餐厅的连锁扩张。
- **竞争优势：高性价比品牌领跑细分市场，标准化模式助力扩张。**公司旗下两大主力品牌九毛九和太二在细分市场表现优异，且通过简化食材、建立中央厨房、程序标准化、员工培训等方式，强化标准化经营，有助于快速发展布局。公司管理团队经营丰富，企业文化开放，使得公司能够迅速应对不断变化的餐饮趋势并进行产品创新。
- **未来展望：开店加速与开拓市场并举。**一方面，通过继续扩张复制业务模式，强化餐厅网络布局；另一方面，通过多品牌战略拓展更多细分市场，拓宽顾客群并最终提升市场份额。得益于各个品牌均有自身的特色及品牌定位，具有差异化的顾客群体，九毛九的多品牌及多概念策略能够有效分散业务风险，降低餐厅之间的竞争风险。
- **估值分析：行业估值稳定，海底捞溢价明显。**海内外餐饮龙头估值一般在 20x~30x，海底捞远高于平均估值，主要因餐饮品牌和扩张速度差异，海外成熟龙头估值差距较小。国内餐饮行业仍处于发展阶段，龙头公司成长空间广阔，九毛九拥有太二和九毛九两大餐饮品牌，高度标准化模式有助公司快速扩张，未来将进一步拓展其他细分市场，成长性突出。
- **风险因素：新店业绩不达预期；原材料价格波动风险。**

正文目录

一、九毛九：中式快时尚餐饮领先者，标准化经营多品牌	4
1、公司简介：中式快时尚餐饮，打造多元品牌	4
2、发展历程：十年厚积薄发，逐步布局多品牌	4
3、商业模式：标准化快速复制，多品牌多概念战略	5
4、经营状况：太二表现亮眼，收入利润规模快速增长	6
5、股权结构：实际控制人为公司创始人	8
二、行业分析：空间广阔，多品牌标准化成趋势	8
1、市场空间：高速增长，空间广阔	8
2、竞争格局：集中度低，行业分散	9
三、竞争优势：二十年沉淀品牌，标准化积聚力量	11
1、品牌优势：20年潜心积淀，打造中式快时尚领先品牌	11
2、模式优势：高度标准化模式，助力快速布局	12
3、企业文化：开放、创新及共赢，紧随市场趋势	12
4、食品安全：严格管理，完善质量控制体系	13
5、管理团队：经验丰富，专长互补	13
四、未来展望：开店加速与开拓品牌并举	14
1、开店加速：模式复制，成熟品牌持续扩张	14
2、品牌开拓：推进多品牌战略，覆盖更多细分市场	14
五、估值分析：行业估值稳定，海底捞溢价明显	15
六、风险提示	16

图表目录

图 1：九毛九旗下各餐饮品牌情况	4
图 2：九毛九发展历程	5
图 3：九毛九主营业务收入构成（百万元）	5
图 4：九毛九细分业务比重	5
图 5：九毛九餐厅数量及增速	6
图 6：九毛九餐厅地区布局	6
图 7：九毛九、太二品牌翻座率	7
图 8：九毛九、太二品牌客单价（元）	7

图 9: 九毛九、太二品牌同店增长	7
图 10: 九毛九、太二品牌坪效 (万元/m ² /年)	7
图 11: 九毛九主营业务收入及增速	7
图 12: 九毛九归母净利润及增速	7
图 13: 九毛九主要品牌毛利率	8
图 14: 九毛九净利率	8
图 15: 九毛九股权结构	8
图 16: 中式快时尚餐饮市场规模	9
图 17: 中式快时尚餐饮占餐饮市场比重	9
图 18: 西北菜餐饮市场规模	9
图 19: 酸菜鱼餐饮市场规模	9
图 20: 中国快时尚餐饮市场行业集中度	9
图 21: 中国快时尚餐饮市场行业集中度 (华南地区)	9
图 22: 酸菜鱼餐饮市场行业集中度	10
图 23: 西北菜餐饮市场主要参与者	10
图 24: 中式快时尚、西北菜、酸菜鱼行业排行	12
图 25: 九毛九中央厨房产能、产量及利用率	12
图 26: 九毛九三大中央厨房产能占比	12
图 27: 九毛九组织架构	13
图 28: 九毛九品牌开店扩张计划	14
图 29: 太二品牌开店扩张计划	14
图 30: 海底捞历史估值走势	16
图 31: 呷哺呷哺历史估值走势	16
表 1: 九毛九标准化业务经营手段	6
表 2: 中国快时尚餐饮市场主要参与者	10
表 3: 餐饮企业旗下多品牌及定位	10
表 4: 中式餐饮标准化手段	11
表 5: 九毛九食品安全与质量控制体系	13
表 6: 九毛九旗下多品牌明细	14
表 7: 国内外餐饮龙头盈利预测与估值	15

一、九毛九：中式快时尚餐饮领先者，标准化经营多品牌

1、公司简介：中式快时尚餐饮，打造多元品牌

九毛九以“好吃不贵”为理念，致力于中式快时尚餐饮，逐步拓展了涉及不同餐饮品类的五个自营品牌：九毛九、太二、2颗鸡蛋煎饼、怂和那未大叔是大厨。目前九毛九已经在 31 个城市开设了 269 间直营餐厅和 41 间加盟餐厅。根据弗若斯特沙利文调查，九毛九已位列中式快时尚餐饮全国前三名，华南地区第一名。

图 1：九毛九旗下各餐饮品牌情况

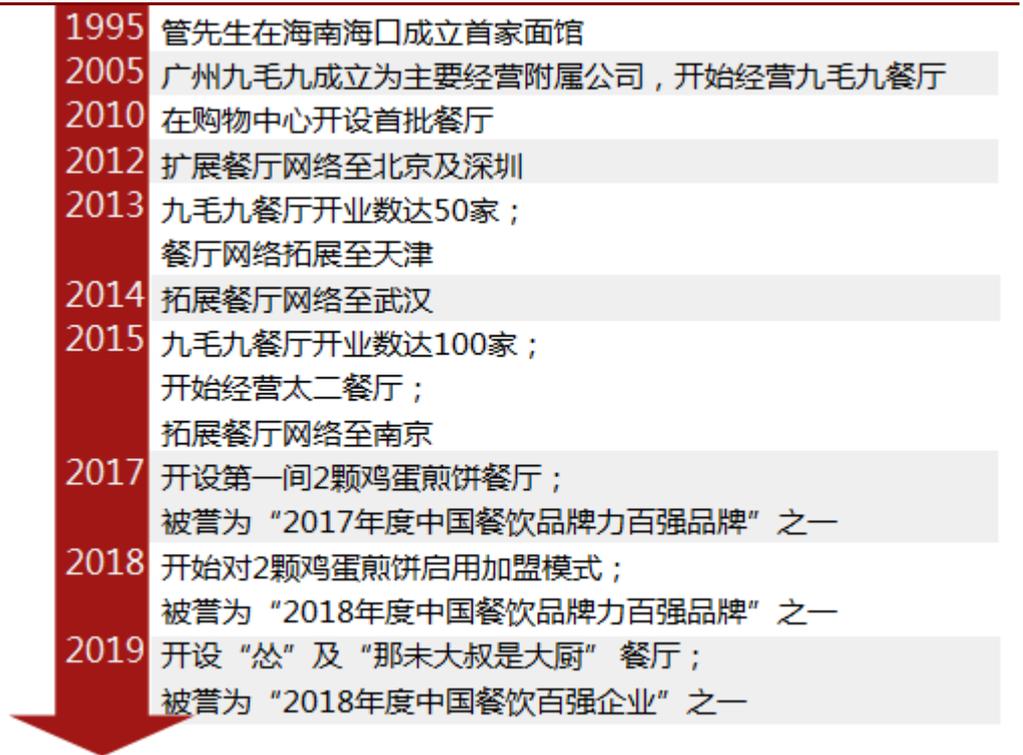
品牌	九毛九	太二	2颗鸡蛋	怂	那未大叔是大厨
					
主打菜系/菜品...	中國西北菜系為主並融合中國其他地區的飲食風格	老罐子酸菜魚	煎餅	四川冷鍋串串	精品粵菜
調性.....	放心餐桌	獨特、有趣	健康、便捷	時尚聚會場所	一流大廚
目標顧客群.....	家庭、聚餐	年輕顧客	年輕顧客	年輕顧客	中高端消費群體
人均消費.....	人民幣50-70元	人民幣70-90元	人民幣20元-30元	人民幣50-70元	人民幣120-150元
每間餐廳建築面積..	250-400平方米	200-300平方米	10-40平方米	120-200平方米 ⁽¹⁾	300-500平方米 ⁽¹⁾
截至最後可行日期 餐廳數量.....	直營：147	直營：98	直營：22 加盟：41	直營：1	直營：1

资料来源：公司招股书、招商证券

2、发展历程：十年厚积薄发，逐步布局多品牌

九毛九的历史最早可追溯到 1995 年，创始人管先生在海南海口开设首家面馆。2005 年正式开始以九毛九品牌运营餐厅，主打西北菜。经过十年发展，积累了大量经验及知识，于 2015 年开始布局多品牌，进军其他餐饮品类以吸引不同的客户群，分别于 2015 年、2017 年和 2019 年开创“太二”、“2 颗鸡蛋煎饼”、“怂”及“那未大叔是大厨”四个品牌，逐渐成长为领先的中式快时尚餐饮品牌经营者和管理者，入选 2017、2018 年中国餐饮百强企业。

图 2：九毛九发展历程

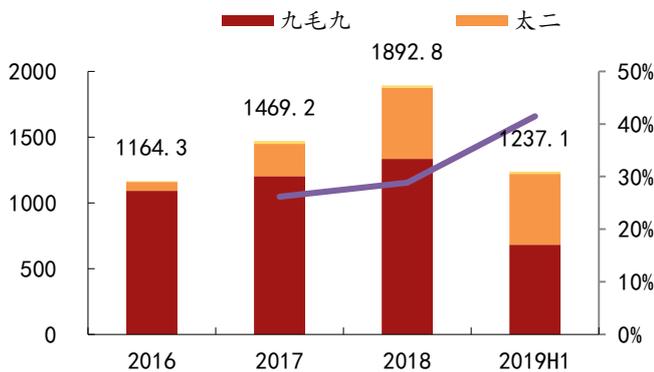


资料来源：公司招股书、招商证券

3、商业模式：标准化快速复制，多品牌多概念战略

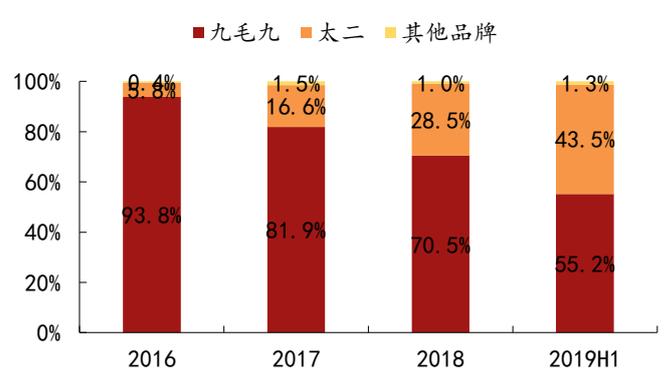
九毛九西北菜起家，现已形成九毛九、太二两大主要品牌。九毛九品牌主打西北菜，是公司的初始经营业务，体量最大，但近年来比重逐渐下降，从 2016 年的 93.8% 降至 2019H1 的 55.2%。太二品牌收入增加明显，比重已升至 43.5%，逐渐与九毛九品牌平分秋色。

图 3：九毛九主营业务收入构成（百万元）



资料来源：公司招股书、招商证券

图 4：九毛九细分业务比重



资料来源：公司招股书、招商证券

多手段标准化经营，助力快速发展。经过 23 年的深耕经营，公司逐步建立起高度标准化且易复制的业务模式，标准化手段包括：简化食材、建立中央厨房、程序标准化等。使得公司从 2016 年初的 142 家餐厅快速拓展至目前的 269 家餐厅。

表 1：九毛九标准化业务经营手段

标准化手段	具体内容
精简的食物选择	限制每个品牌提供的菜肴数量以简化采购和物流。 例如：太二仅提供主打菜酸菜鱼和不多于 23 种其他菜肴。
中央厨房	在广东、湖北和海南设有三大中央厨房，中央厨房集采集配，并基于标准化的食谱及流程制作半成品食材，确保食品风味和质量始终如一。
标准化运营程序	实施涵盖餐厅经营多方面（包括餐厅设计、菜品、定价、食品准备、食品维护、前厅及后厨清洁卫生及雇员操守等）一整套标准流程。 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；5) 食品装盘及装饰五个环节，就各步骤提供易于遵循的指导及程序。
员工培训	为所有员工提供全面的线上及线下的培训计划。总部设立培训中心提供统一培训；建立电子学习平台提供在线课程（包括操作程序、指南及标准、信息技术及企业文化）。

资料来源：公司招股书、招商证券

4、经营状况：太二表现亮眼，收入利润规模快速增长

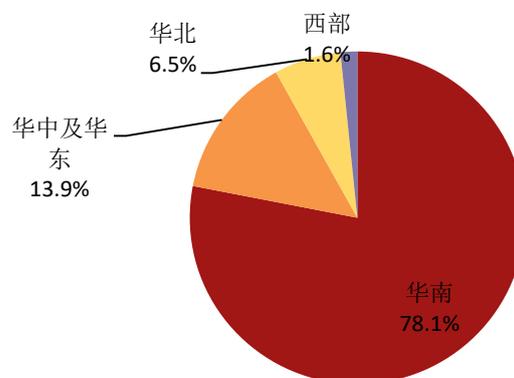
门店快速扩张，主要集中于华南地区。九毛九不断增加门店数量，加密餐厅布局，门店数量已从 2016 年的 141 家增至 2019 上半年的 297 家，2019 上半年门店数量增速高达 50%。从地理布局上来看，华南地区门店占比 78.1%，为九毛九的主要发展地区。

图 5：九毛九餐厅数量及增速



资料来源：公司招股书、招商证券

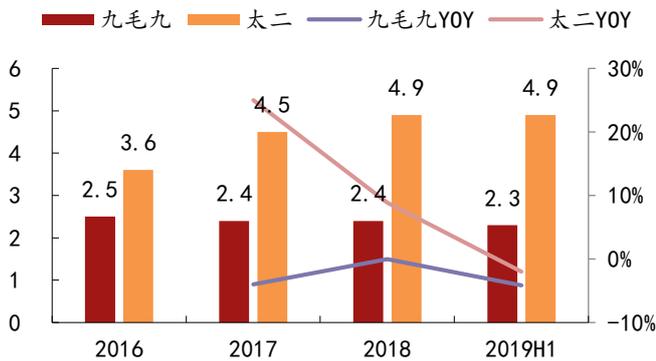
图 6：九毛九餐厅地区布局



资料来源：公司招股书、招商证券

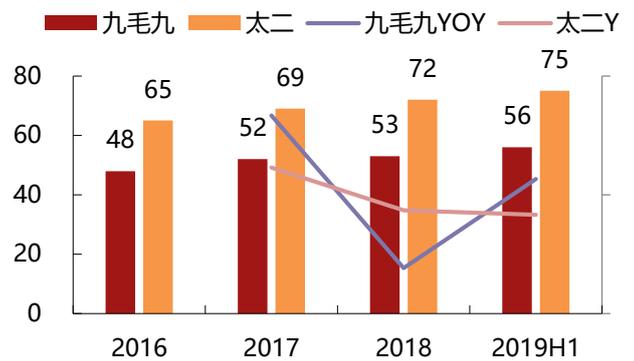
两大主力品牌，太二表现突出。九毛九和太二是公司两大主力品牌，九毛九品牌的翻座率在 2-2.5 次之间，客单价在 50 元左右。相较之下，太二表现更为亮眼：翻座率较高并且提升明显，从 2016 年的 3.6 次提升至 2018 年的 5.0 次；客单价在 70 元左右；坪效在 3.5 万元/m²左右。

图 7：九毛九、太二品牌翻座率



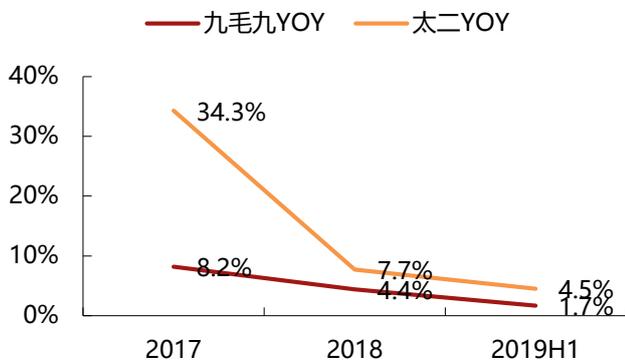
资料来源：公司招股书、招商证券

图 8：九毛九、太二品牌客单价（元）



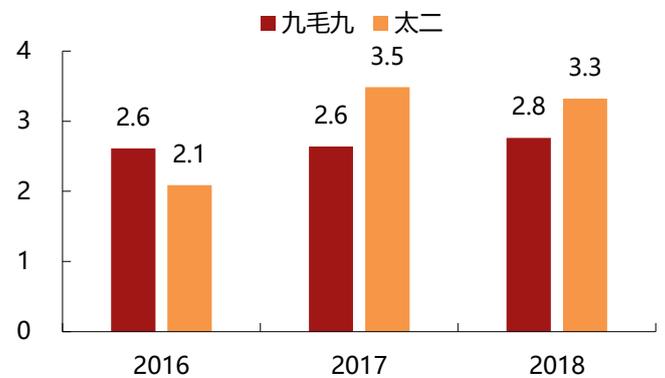
资料来源：公司招股书、招商证券

图 9：九毛九、太二品牌同店增长



资料来源：公司招股书、招商证券

图 10：九毛九、太二品牌坪效（万元/m²/年）



资料来源：公司招股书、招商证券

营收维持高增速，利润率持续提升。得益于餐厅数量的快速增长、客单价和同店销售提升，公司在 2018/2019H1 的收入为 18.9/12.4 亿元，分别增长 29%/42%。2019 上半年九毛九实现归母净利润 9256 万元/增长 80.9%。

图 11：九毛九主营业务收入及增速



资料来源：公司招股书、招商证券

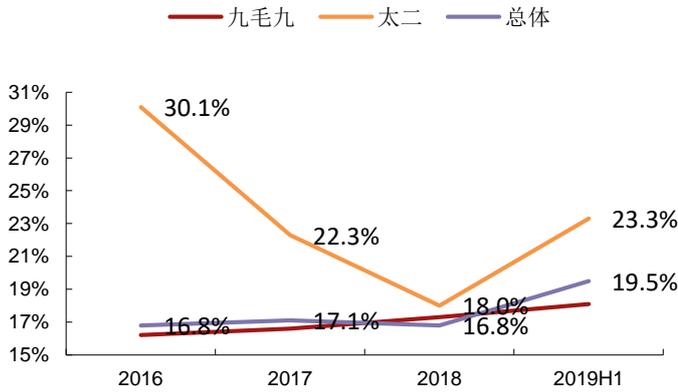
图 12：九毛九归母净利润及增速



资料来源：公司招股书、招商证券

2016-2019H1 年，公司毛利率分别为 16.8%、17.1%、16.8%和 19.5%，稳中有升，但两大品牌毛利率变化情况不一：九毛九品牌和总体毛利率接近，处于稳定增长的趋势；太二品牌毛利率变化幅度较大，从 2016 年的 30.1%降至 2018 年的 16.8%，2019H1 小幅提升，这主要是由于太二品牌的快速扩张所致。在毛利率稳定的同时，由于费用管控成效显著，净利率在 2019 上半年有了显著的提升（2018 上半年为 6.2%）。

图 13: 九毛九主要品牌毛利率



资料来源: 公司招股书、招商证券

图 14: 九毛九净利率

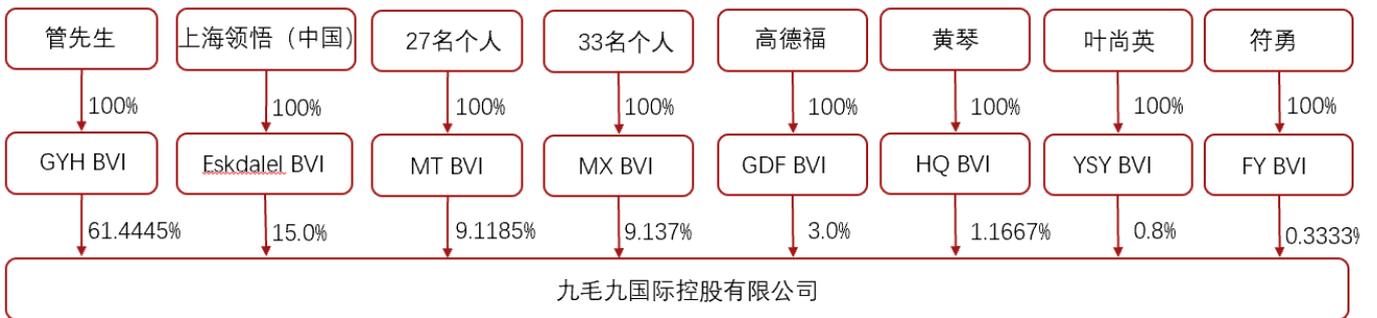


资料来源: 公司招股书、招商证券

5、股权结构：实际控制人为公司创始人

公司的创始人管毅宏先生通过 GYH BVI 持有公司约 61.44% 股份，成为九毛九的实际控制人。民营餐饮公司九毛九创始人作为公司的决策者，有利于提高管理和决策效率，保证公司的资源更合理地被利用从而更好的发展。公司第二大股东为上海领悟，其通过 Eskdalel BVI 持有 15% 的股份；MT BVI 和 MX BVI 主要为公司雇员持股平台；高德福、黄琴、叶尚英及符勇均为独立第三方。

图 15: 九毛九股权结构



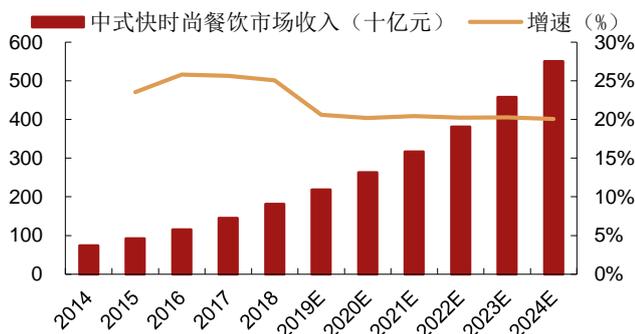
资料来源: 公司招股书、招商证券

二、行业分析：空间广阔，多品牌标准化成趋势

1、市场空间：高速增长，空间广阔

当前中式快时尚餐饮行业规模保持高速增长，已从 2014 年的 743 亿元增长至 2018 年的 1815 亿元，预计 2024 年将达到 5502 亿元。中式快时尚餐饮在中式餐饮中的比重也逐年上升，从 2014 年的 2.7% 增至 2018 年的 4.2%。公司两大主力品牌涉及的餐饮品类西北菜和酸菜鱼市场也具备广阔的空间。

图 16: 中式快时尚餐饮市场规模



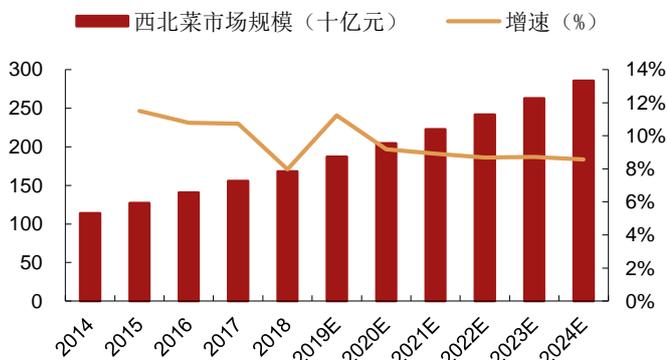
资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券

图 17: 中式快时尚餐饮占餐饮市场比重



资料来源: 弗若斯特沙利文、《中国餐饮报告 2019》、招商证券

图 18: 西北菜餐饮市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券

图 19: 酸菜鱼餐饮市场规模

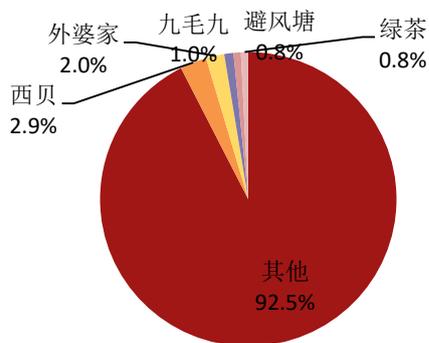


资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券

2、竞争格局：集中度低，行业分散

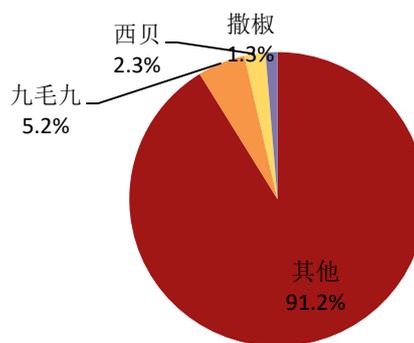
中式快时尚餐饮市场集中度低，行业分散。中式快时尚餐饮行业按营业收入计 2018 年 CR5 约为 7.5%，西贝莜面村以 2.9% 的市场份额位居首位，其后分别是外婆家（2.0%）、九毛九（1.0%）、避风塘（0.8%）和绿茶餐厅（0.8%）。从细分行业来看，酸菜鱼市场集中度（CR3 约占 11.3%）略高于西北菜市场（CR3 约占 4.4%），九毛九分别位列第一和第二名。

图 20: 中国快时尚餐饮市场行业集中度



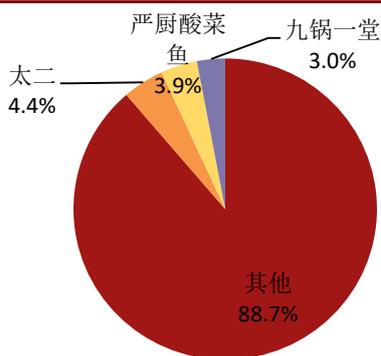
资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券

图 21: 中国快时尚餐饮市场行业集中度 (华南地区)



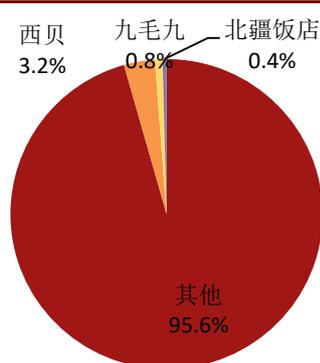
资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券

图 22: 酸菜鱼餐饮市场行业集中度



资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券

图 23: 西北菜餐饮市场主要参与者



资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券

表 2: 中国快时尚餐饮市场主要参与者

品牌名称	成立时间	主要经营品类	品牌定位	门店数量	门店面积 (m²)	客单价 (元)
西贝	1988	西北菜	大众化	344	800-1000	80-100
外婆家	1998	杭帮菜	中高档	300+	800-1000	60-70
九毛九	2005	西北菜、酸菜鱼	中高档	297	200-400	50-90
避风塘	1998	粤菜	大众化	100+	550-650	80-90
绿茶	2008	浙江菜	中高档	36	800 左右	55-80
新白鹿	1998	杭帮菜	大众化	60+	250-350	50-60
俏江南	2000	四川菜	高档	100+	600-800	110-150
小厨娘	1997	淮扬菜	高档	35	500-700	80-100
一茶一坐	2002	台湾菜	中高档	50+	350-400	70-90
黄记煌	2003	焖锅	中高档	600+	250-500	80-90

资料来源: 公司招股书、招商证券

众口难调，中式餐饮多品牌策略聚焦不同人群。中式餐饮菜式繁多，众口难调，因此中餐连锁企业一般采用多品牌策略，定位不同菜系和人群。例如九毛九旗下除了九毛九西北菜外，还有太二酸菜鱼等 4 个子品牌，主打不同菜系。西贝除了莜面村，也在试水海鲜、火锅、内蒙菜等不同菜式，外婆家旗下的餐饮品牌更是多达十几个。

表 3: 餐饮企业旗下多品牌及定位

品牌	子品牌	类型	人均消费	开业数
九毛九	九毛九	西北菜	50-70 元	147
	太二	酸菜鱼	70-90 元	98
	2 颗鸡蛋煎饼	煎饼	20-30 元	63
	怂	冷锅串串	50-70 元	1
外婆家	那未大叔	精品粤菜	120-150 元	1
	外婆家	浙江菜	90-100 元	200
	炉鱼	烤鱼	70-90 元	70+
	第二乐章	特色菜	60-70 元	6
	蒸年青	快餐简餐	60-70 元	6
	穿越	浙江菜	90-100 元	1
	宴西湖	浙菜正餐	800 元	1
西贝	西贝莜面村	西北菜	80-100 元	344
	西贝海鲜	海鲜	130-150 元	1

西贝爱丽格斯火锅	火锅	170-180 元	1
九十九顶毡房	内蒙菜	250-280 元	6

资料来源：公司招股书、招商证券

标准化成中式餐饮发展壮大必由之路。中式餐饮由于原料、制作工艺的复杂性难以实现西式快餐的高标准化，而标准化是影响餐企连锁扩张成功与否的关键因素。随着行业竞争的日益激烈，一定程度的标准化逐渐成为中式餐饮发展壮大的必由之路。目前中式连锁餐饮标准化的手段主要有：自建中央厨房、采用智能化烹饪机械设备和制作流程控制三种，其中采用中央厨房方式的企业居多。

表 4：中式餐饮标准化手段

标准化手段	品牌实施情况
中央厨房	西贝 北京、上海和深圳设有中央厨房；位于闵行区的中央厨房为上海的 80 多家门店每日配送加工料 70 种，原料超过 200 种。
	九毛九 广东、湖北及海南设有中央厨房；基于标准化食谱制作半成品食材，确保食品风味及质量始终如一并及时配送食材。
	味千拉面 味千中央大厨房熬汤工艺在选材、切块、熬煮、蒸发、包装、配送、出品七个核心环节，通过一体化的品控管理，对时间、温度、计量、顺序等精心把控，从而更好地保证了口味的稳定。
	望湘园 有约 1/3 的销售熟制品由中央厨房集中完成成品或半成品加工制作，并直接配送至门店。门店厨师仅需将配好的调料包加入烹饪即可。
烹饪机械设备	真功夫 研发专利产品——电脑程控蒸汽柜，投入使用后彻底实现了无厨师的产品标准化。
	胡大饭馆 通过智能化机器实现制作流程的标准化，后厨一个人可以操作 6-8 个锅，创造日产 8 万只小龙虾的神话。
现场制作流程控制	九毛九 将餐厅经营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、食品准备及食品装盘及装饰五个环节，就各步骤提供易于遵循的指导及程序
	味千拉面 对于每个生产环节、工具使用与摆放均有明确规定
	望湘园 制作标准化菜谱，把调料添加分量精确到克，保证味道的稳定性。
	吉野家 对于食材的储存、清洗、切片、大小厚薄以及盛放均有标准化流程要求。

资料来源：公开资料、招商证券

三、竞争优势：二十年沉淀品牌，标准化积聚力量

1、品牌优势：20 年潜心积淀，打造中式快时尚领先品牌

九毛九是中国领先的快时尚餐饮品牌管理及运营者。根据弗若斯特沙利文资料，公司在中国中式快时尚餐厅中位列第三，在华南地区稳居第一。旗下两大主力品牌在细分市场表现优异且广受消费者欢迎。九毛九品牌在中国西北菜餐厅中排名第二，太二品牌则是酸菜鱼市场的先驱及领军者。

图 24：中式快时尚、西北菜、酸菜鱼行业排行

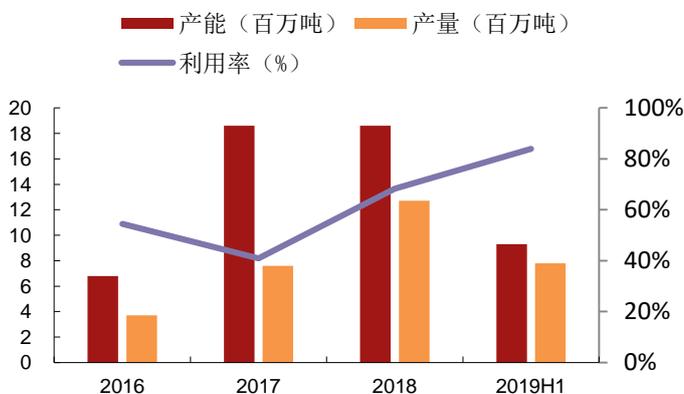


资料来源：公司招股书、招商证券

2、模式优势：高度标准化模式，助力快速布局

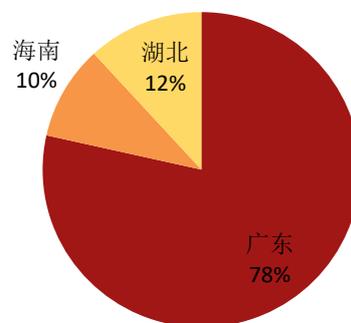
高度标准化模式易于复制,有助于实现高速发展。九毛九通过简化食材、建立中央厨房、程序标准化、员工培训等方式,强化标准化经营,为公司的快速发展布局保驾护航。公司在广东、湖北和海南分别布局三大中央厨房,在扩大产能后,随着公司发展,餐厅数量增加,中央厨房的利用率得到提升。在未来,公司将进一步升级现有的中央厨房并开设新的中央厨房,以增强供应链能力,为公司的扩展提供有力的支持。

图 25：九毛九中央厨房产能、产量及利用率



资料来源：公司招股书、招商证券

图 26：九毛九三大中央厨房产能占比



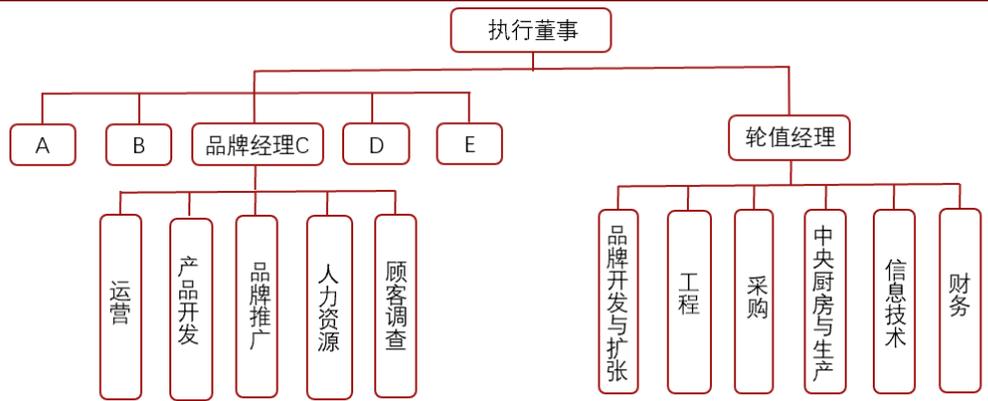
资料来源：公司招股书、招商证券

3、企业文化：开放、创新及共赢，紧随市场趋势

九毛九培养了一种开放、创新及共赢的企业文化,鼓励员工在管理及运营品牌时采取创造性的措施。使得公司能够迅速应对不断变化的餐饮趋势和顾客的喜好。每个品牌下均有一个产品开发部门,致力于积极开发及改进菜单以迎合新的市场趋势,同时亦在总部为各品牌建立了一个实验室以不断改进及完善菜肴。

总部设有七个职能部门,分别负责品牌开发扩展、工程、采购、中央厨房与生产、信息技术和财务,以支持公司管理及运营的不同品牌。在职能部门的协助下,品牌团队可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肴。

图 27：九毛九组织架构



资料来源：公司招股书、招商证券

4、食品安全：严格管理，完善质量控制体系

九毛九注重“良心企业，健康品质”的企业价值并致力于选择健康的食材。公司实施一整套严格的食品安全和质量管控标准及措施，覆盖经营的各个环节，包括：采购、食品加工、仓储、物流及餐厅运营。

表 5：九毛九食品安全与质量控制体系

经营环节	具体内容
采购	我们在对供应商筛选及不同类别食材及其他供应品检验方面设有全面标准，以确保食品安全及质量。除我们进行的质量检验外，我们亦要求供应商向我们提供食品检测报告并定期聘请第三方进行质量检验。
食品加工	除严格遵守适用的食品安全标准、法律及法规外，我们亦自愿采用 ISO22000 质量管理体系，以维护食品安全及质量标准。我们亦发布质量控制内部指引，详细说明我们运营各个环节的质量控制要求。
餐厅运营	我们要求我们的餐厅员工每日检查餐厅的清洁程度，餐厅员工的卫生及健康状况以及食材的保质期。我们的质量控制部门不时对我们的餐厅进行或聘请第三方进行定期及临时抽查，以识别及纠正潜在的质量及食品安全问题。此外，我们在大多数餐厅采用透明厨房，以便我们的顾客监督我们的各项操作程序，亲眼见证我们对食品安全及质量控制的高标准要求。
员工培训	我们向餐厅员工持续提供培训课程，以确保彼等清楚瞭解操作流程与质量标准。

资料来源：公司招股书、招商证券

5、管理团队：经验丰富，专长互补

九毛九具有一支经验丰富、专业且卓越的管理团队。公司的创始人兼行政总裁管先生于 1995 年在海南海口开设第一家餐厅，迄今已拥有逾二十三年的餐饮行业经验。管先生多年来在经营九毛九方面积累的经验巩固了公司作为多个不同风格餐饮品牌领先管理者及运营者的成功发展。

九毛九的管理团队包括曾在餐饮业跨国公司任职并积累丰富经验的行业专家，也包括自成立以来一直追随的忠诚雇员。公司的高级管理层团队大部分成员拥有超过十年的餐饮业经验，并拥有不同的专长及背景，有利于实现优势互补。

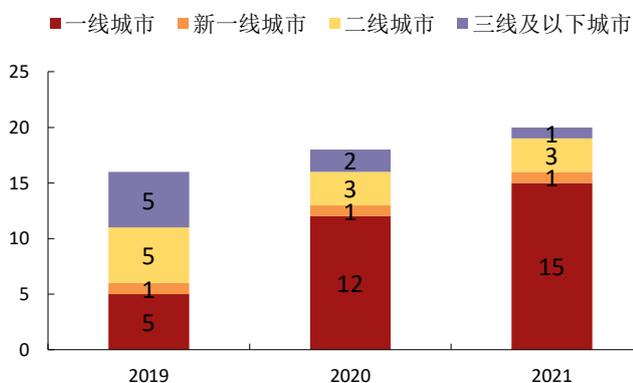
四、未来展望：开店加速与开拓品牌并举

1、开店加速：模式复制，成熟品牌持续扩张

通过继续加快扩张，复制业务模式，强化餐厅网络布局。九毛九品牌餐厅网络已覆盖海口、广州、深圳、北京、天津、武汉及南京等城市。太二品牌餐厅网络已覆盖广州、海口、深圳、上海、天津、武汉、杭州、北京、厦门、石家庄及西安等城市。

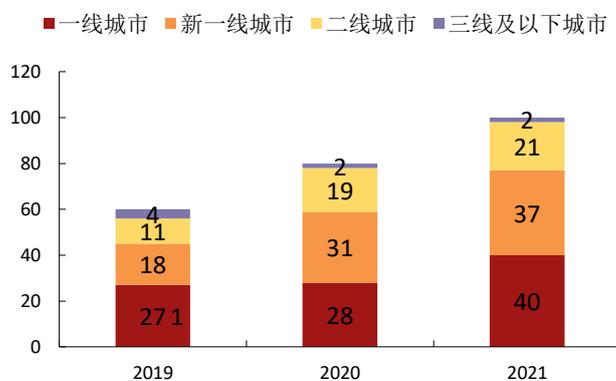
在未来几年，公司将继续加快开店速度，公司预计在 2020 年开设 18 家九毛九餐厅、80 家太二餐厅及 24 家其他品牌餐厅；在 2021 年开设 20 家九毛九餐厅、100 家太二餐厅及 36 家其他品牌餐厅，实现快速发展。

图 28：九毛九品牌开店扩张计划



资料来源：公司招股书、招商证券

图 29：太二品牌开店扩张计划



资料来源：公司招股书、招商证券

2、品牌开拓：推进多品牌战略，覆盖更多细分市场

通过多品牌战略拓展更多细分市场，拓宽顾客群并最终提升市场份额。得益于各个品牌均有自身的特色及品牌定位，具有差异化的顾客群体，九毛九的多品牌及多概念策略能够有效分散业务风险，降低餐厅之间的竞争风险。此外，各个品牌团队可专注于开发其最熟悉的品牌，从而促进品牌的快速发展。

九毛九以中国西北菜系为特色，定位为家庭及聚餐人群的用餐选择，以酸菜鱼为特色的“太二”及以冷锅串为特色的“怂”则专注于年轻消费者；另一方面，以精品粤菜为特色的“那未大叔是大厨”专注于价格敏感度低的中高端顾客。“2 颗鸡蛋”煎饼作为一个现代化的快餐品牌，其使命是提供快速、方便及实惠的食品服务。

表 6：九毛九旗下多品牌明细

品牌	九毛九	太二	2 颗鸡蛋	怂	那未大叔是大厨
主打菜品	西北菜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	一流大厨
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 (元)	50-70	70-90	20-30	50-70	120-150
餐厅面积 (m ² /间)	250-400	200-300	10-40	120-200	300-500
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、招商证券

五、估值分析：行业估值稳定，海底捞溢价明显

餐饮行业估值 20-30 倍，海底捞一枝独秀。2019-2020 年，海内外餐饮龙头平均估值分别在 31 倍和 26 倍，海底捞远高于平均估值，呷哺呷哺略低于行业估值，主要因餐饮品牌和扩张速度差异，海外成熟龙头估值差距较小。

表 7：国内外餐饮龙头盈利预测与估值

公司	市值 (亿)	调整后的归母净利润 (亿元)					P/E				
		2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E
海底捞	1527	10.3	17.3	25.1	36.7	48.7	148.5	88.4	60.8	41.6	31.4
yoy		40%	68%	46%	46%	33%					
呷哺呷哺	88	4.2	4.6	4.3	5.5	6.7	20.9	19.0	20.2	15.9	13.0
yoy		14%	10%	-6%	27%	22%					
百胜中国	182	5.6	6.1	6.9	7.3	8.2	32.4	30.0	26.5	24.9	22.1
yoy		19%	8%	13%	7%	13%					
麦当劳	1481	54.0	62.1	59.9	63.1	66.3	27.4	23.9	24.7	23.5	22.3
yoy		10%	15%	-4%	5%	5%					
星巴克	1045	33.7	35.7	36.0	39.4	43.1	31.0	29.3	29.0	26.5	24.2
yoy		12%	6%	1%	9%	9%					
百胜全球	303	10.5	10.4	11.6	12.6	13.5	28.8	29.1	26.1	24.2	22.5
yoy		6%	-1%	12%	8%	7%					
平均估值							48.2	36.6	31.2	26.1	22.6

注：海底捞、呷哺呷哺单位为人民币；百胜中国、麦当劳、百胜全球、星巴克单位为美元。

资料来源: Bloomberg 一致预期、招商证券

海底捞上市以来业绩表现稳定，估值一路走高，从 40 倍上涨到 80 倍 PE；呷哺呷哺上市初期在 20 倍 PE，2015 年下半年受港股大盘影响估值回落，2015-2016 年公司业绩持续高增长，推动公司估值提升，最高到达 35 倍。

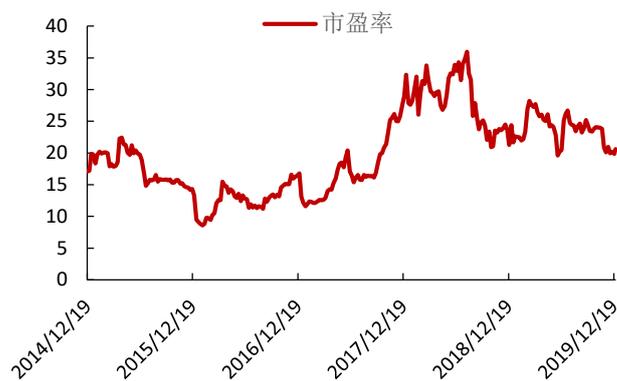
国内餐饮行业仍处于发展阶段，居民外出就餐相比海外仍有较大提升空间，连锁化率和行业集中度提升催生大公司，九毛九拥有太二和九毛九两大餐饮品牌，高度标准化模式有助公司快速扩张，未来将进一步拓展细分市场，有望受益餐饮连锁化红利。

图 30: 海底捞历史估值走势



资料来源: 公司招股书、招商证券

图 31: 呷哺呷哺历史估值走势



资料来源: 公司招股书、招商证券

六、风险提示

- 1、宏观经济、消费下滑风险;
- 2、食品安全风险, 公司品牌受损风险;
- 3、公司门店集中于华南, 或存在异地扩张风险;
- 4、开业密集导致同店下滑风险;
- 5、开业速度不及预期风险。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梅林：社会服务业分析师，注册会计师非执业会员，南京大学/上海交通大学管理学学士/硕士，2015-2017 年在中银国际证券从事社会服务业研究，作为核心成员，所在团队获得 2015、2016 年新财富最佳分析师第三、第四名，2017 年 3 月加入招商证券。

李秀敏：社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018 年 6 月加入招商证券，重点覆盖酒店、免税板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。