

极简与创新、加减法并举的快时尚餐饮龙头 买入（首次）

2020 年 07 月 01 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）	103	163	40	27

投资要点

■ **从山西面馆到多元化快时尚餐厅佼佼者。**九毛九创始人于 1995 年海口开设首家山西面馆，而后进军中式快时尚餐饮市场；目前已形成核心品牌九毛九面馆、太二酸菜鱼；新兴品牌 2 颗鸡蛋煎饼、“怂”冷锅串串以及“那末大叔是大厨”精品粤菜多元化品牌矩阵，19 年底合计门店达到 336 家；2019 年公司营收 26.9 亿元（+42.0%），归母净利 1.64 亿（+122.6%），其两大核心品牌在西北菜、酸菜鱼等多个细分市场处于领先地位，合计营收贡献超过 98%。

■ **品牌独立+团队持股，高品控+标准化孕育优质品牌。**一、架构独立，利益绑定激发活力：2018 年将各品牌并列为同级公司独立运作，管理权下放给予品牌经理更多自主性；公司给予各品牌团队相应品牌 15-20% 股权，深度绑定团队利益充分调动积极性。二、“麦当劳式”优质运营体系：多位管理层均有麦当劳任职经历，品牌沿袭麦当劳特质，从供应链到门店经营标准化程度高，运营高效、品控稳定，孕育优质中式快时尚餐厅。

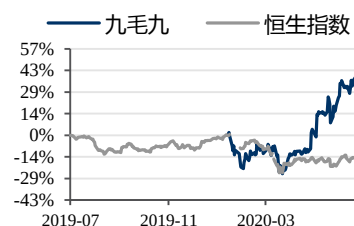
■ **强大品牌力持续输出。**1) 明星品牌太二酸菜鱼主打高品质酸菜鱼，SKU 仅 26 种，低热量鱼片搭配酸辣口感，获年轻女性消费者追捧；门店运营高效，翻座率/客单价齐高（4.8 次/天、75 元），经营利润率行业领先（21.5%）；其在品牌营销方面匠心独运，有效提高黏性同时保障品牌热度及年轻化输出；2) 九毛九面馆主打西北美食，聚焦家庭及聚餐消费者，截至 2019 年共拥有门店 143 家，客单价 58 元，疫情下更加速面馆战略调整与布局，未来有望迎来二次扩张与增长。

■ **深化快时尚餐饮布局，未来可期。**公司主战场位于华南及一线城市，未来将继续加密一线布局，逐步扩张全国非一线城市，太二酸菜鱼盈利能力显著将是公司布局重点，我们预计 20-22 年开店 80/110/130 家，到 2022 年达到 446 家。九毛九面馆由于疫情战略收缩低效/微亏门店，同时公司将加快打磨面馆经营模型，预期 21-22 年开店 3/7 家，未来或迎来二次增长。

■ **盈利预测与投资评级：**基于核心品牌太二快速扩张，面馆疫情下战略收缩逻辑，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 163/40/27 倍。公司多细分赛道优势领先。太二盈利能力优异，高速扩店助力公司业绩持续提升；面馆有望于 21 年迎来二次扩张；此外公司持续品牌多元化扩张，考虑公司产品创新与迭代能力较强、外卖业务发展潜力以及中长期开店超预期潜力，给予 21 年 50 倍 PE 估值，对应目标价 16.9 港币，首次覆盖给予“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)	13.38
一年最低/最高价	7.60/14.60
市净率(倍)	91.71
港股流通市值(百万港元)	18510.03

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

内容目录

1. 九毛九：快时尚连锁餐厅佼佼者，多元化品牌输出	5
1.1. 管理团队年富力强，股权较为集中	5
1.2. 核心品牌规模化，品牌矩阵多元化	6
1.2.1. 核心品牌成体量，成功打造高成长明星品牌	6
1.2.2. 培育期新兴品牌，持续寻找增长可能性	8
1.3. 线上经营成熟，疫情期间表现亮眼	9
2. 中式餐饮连锁化空间广阔，细分赛道集中度有望持续提升	10
2.1. 我国餐饮服务市场前景广阔，连锁餐厅增长迅速	10
2.2. 细分赛道差异化发展，集中度提升可期	10
2.2.1. 中式快时尚餐厅市场快速增长，市场集中度不高	10
2.2.2. 西北菜具有全国发展基础，规模稳健增长	11
2.2.3. 酸菜鱼赛道异军突起，太二表现亮眼	12
3. 灵活管理+标准化孕育强大品牌力	15
3.1. 架构独立，利益绑定激发活力	15
3.2. 麦当劳式标准化高效运营一脉相承	15
3.2.1. 优质外部供应链与央厨保障食材品质	16
3.2.2. 门店运营管理高度标准化打造优质顾客体验	18
3.3. 强大品牌力多元化输出	19
3.3.1. 多品牌战略覆盖，核心品牌发展稳健，新品牌持续培育	19
3.3.2. 单店视角：经营指标优异，快速复制实现增长	21
4. 差异化品牌可复制性强，华南为基，全国扩张	27
4.1. 子品牌回报快、差异性大，具备扩张基础	27
4.1.1. 华南地区是公司主战场，有望通过太二推进全国化	27
4.2. 主要布局一线，下沉扩张潜力大	28
4.3. 太二持续高速扩张，九毛九战略收缩	28
5. 财务分析：费控稳健，盈利能力随太二扩张将持续提升	30
5.1. 太二经营利润率行业领先，费控稳健	30
5.2. 受益太二扩张与高周转，ROE 水平持续提升	31
6. 盈利预测与投资建议	32
7. 风险提示	34

图表目录

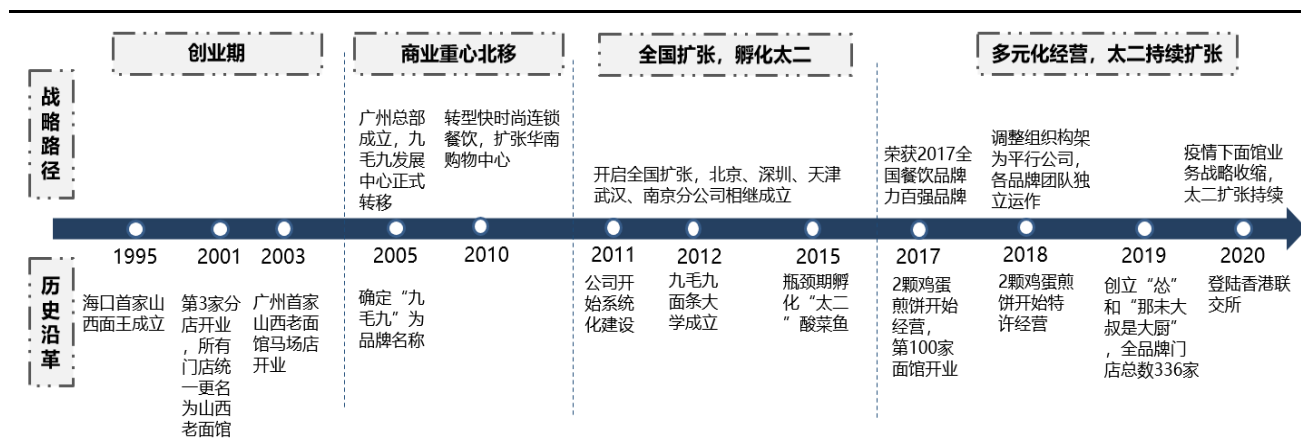
图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 品牌团队持股激发活力.....	6
图 3: 公司营收同业对比.....	7
图 4: 公司归母净利同业对比.....	7
图 5: 公司营收结构.....	7
图 6: 九毛九面馆装修简约, 太二酸菜鱼特色突出.....	8
图 7: 太二微信小程序可选外卖/自提.....	9
图 8: 我国餐饮市场规模.....	10
图 9: 快时尚餐饮聚焦购物中心, 发展迅速.....	11
图 10: 2018 年九毛九处于全国快时尚餐饮市场头部.....	11
图 11: 2018 年九毛九处于华南快时尚餐饮市场头部.....	11
图 12: 西北菜市场增长稳健.....	12
图 13: 2018 年川菜市占率位列第二.....	13
图 14: 酸菜鱼市场发展迅速.....	13
图 15: 酸菜鱼市场中高端化趋势显现.....	14
图 16: 公司最新组织架构.....	15
图 17: 麦当劳 QSCV 经营理念.....	16
图 18: 公司供应商情况.....	17
图 19: 九毛九面馆业绩增长稳健.....	20
图 20: 太二酸菜鱼业绩亮眼.....	20
图 21: 各餐饮品牌平均店效 (万元 / 家).....	22
图 22: 各餐饮品牌坪效 (万元 / m ²).....	22
图 23: 各餐饮品牌客单价 (元 / 人).....	23
图 24: 各品牌翻座/台率对比 (次 / 天).....	24
图 25: 同店坪效对比 (万元 / m ²).....	25
图 26: 各餐饮品牌单店投入与投资回收期比较.....	27
图 27: 华南是九毛九主要战场.....	28
图 28: 餐饮品牌门店布局情况 (19H1, 家).....	28
图 29: 新兴品牌开店数计划.....	29
图 30: 公司品牌餐厅层面经营利润率及同行对比.....	30
图 31: 2019 年同行公司费用率比较.....	31
图 32: 公司费控稳健.....	31
表 1: 管理团队经验丰富.....	5
表 2: 公司核心品牌同业对比.....	8
表 3: 公司培育中新品牌.....	9
表 4: 西北菜龙头玩家比较.....	12
表 5: 太二酸菜鱼以较少餐厅占据较多市场份额.....	14
表 6: 公司管理团队简介.....	16
表 7: 根据食材类别进行差异化管理.....	17
表 8: 各餐饮品牌存货周转情况对比.....	17

表 9: 三地央厨合计产能 1860 万吨.....	18
表 10: 太二 SKU 仅 20 余种.....	18
表 11: 品牌经营特点对比.....	19
表 12: 餐饮品牌门店情况比较 (家)	21
表 13: 核心品牌平均店效 (万元 / 家)	21
表 14: 公司核心品牌客单价 (元 / 人)	23
表 15: 核心品牌翻座率 (次 / 天)	24
表 16: 同店店效及增速对比 (万元)	25
表 17: 核心品牌同店翻座率 vs 海底捞翻台率 (次 / 天)	26
表 18: 公司核心品牌开店数预计.....	29
表 19: 公司盈利能力同业对比.....	30
表 20: 同行业公司杜邦分析.....	31
表 21: 盈利预测.....	32
表 22: 同行估值对比.....	33

1. 九毛九：快时尚连锁餐厅佼佼者，多元化品牌输出

从山西面馆起家到中式快时尚餐饮翘楚。1995 年创始人管毅宏在海口开设首家面馆并于 2010 年转型快时尚餐饮运营商；2015 年陆续推出差异化品牌迎合顾客喜好，即太二、2 颗鸡蛋煎饼、“怂”冷锅串串以及那末大叔是大厨。2020 年初九毛九登陆香港联交所。疫情下太二仍有出色表现，高速扩张将持续进行。同时公司为减少开支及打磨产品，战略收缩面馆业务为日后轻装上阵打下基础。

图 1：公司发展历程



数据来源：九毛九招股书，东吴证券研究所

1.1. 管理团队年富力强，股权较为集中

创始人深耕行业 23 载，管理团队具有麦当劳基因。管毅宏于 90 年代开设第一家山西面馆以高性价比快速打开南方市场，随后启用快时尚轻餐饮模式多元化发展。公司管理团队也大多拥有超过十年餐饮业经验，执行董事崔弄宇、技术总监付丹伟、工程总监黄伯波等人过往均任职麦当劳，在餐厅及餐品标准化方面经验丰富。

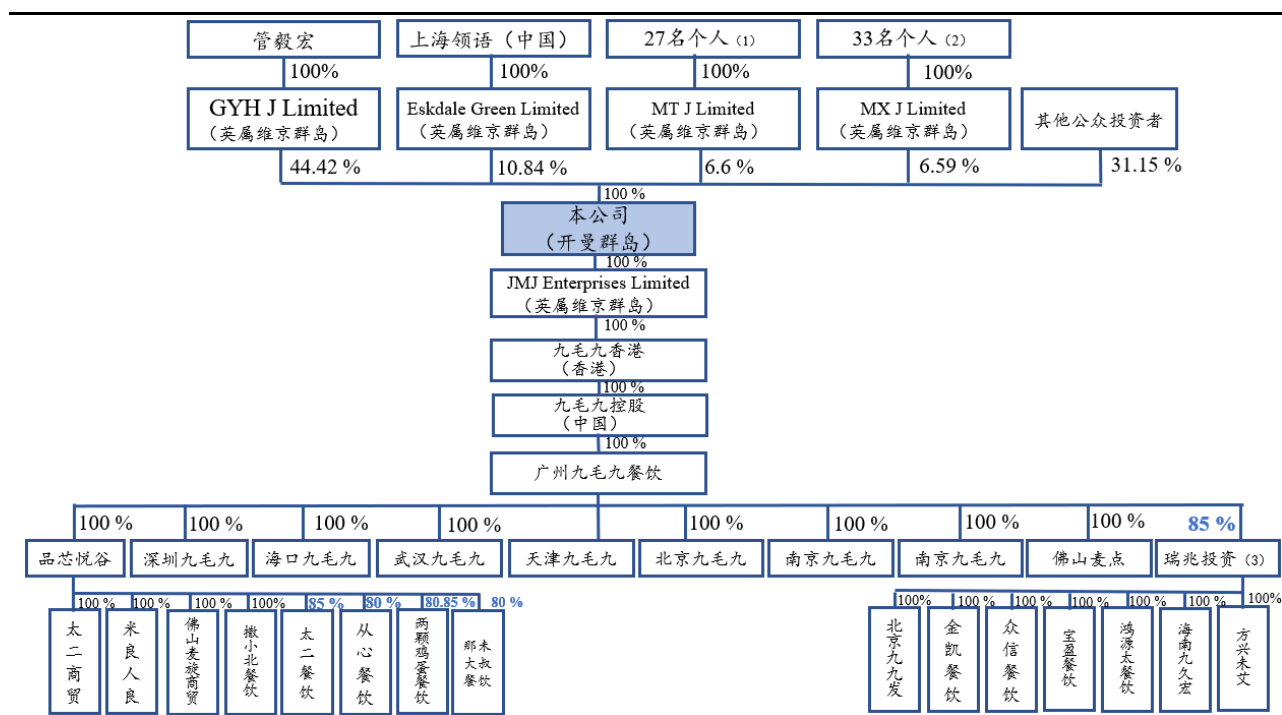
表 1：管理团队经验丰富

姓名	年龄	职位	简介
管毅宏	51	董事会主席、行政总裁兼执行董事	负责制定公司整体发展战略及业务计划，监督公司管理及战略发展。拥有逾 23 年餐饮业经验。2005 年创立公司进行经营，担任广州九毛九行政总裁、董事会主席，自 2019 年 5 月起为公司执行董事。
李灼光	38	执行董事、财务总监兼联席公司秘书	负责监督本公司财务、战略投资及投资者关系。2013 年 1 月加入九毛九，历任广州九毛九财务总监、董事兼董事会秘书。财务工作经验丰富。
崔弄宇	46	执行董事、人力资源总监	负责本公司人力资源管理及业务营运。2014 年 12 月加入九毛九，曾任麦当劳高级品牌经理，于广东三元麦当劳工作 15 年。
崔慕勤	38	联席公司秘书	负责公司财务及投资者关系等工作。此前协助多个 IPO 项目，历任 Richdale 咨询公司顾问、保利物业管理公司秘书及财务主管等职。
付丹伟	46	信息技术总监	负责监督资讯技术事宜。曾任深圳恒波技术总监、麦当劳信息技术经理、华为高级经理。
黄伯波	54	工程总监	负责总体监督餐厅装修及翻新。曾于广州越秀地产任职 13 年，最后担任项目总监，曾于广东三元麦当劳任职 13 年，担任高级经理。
胡中华	40	开发总监	负责全面监督餐厅扩张及发展。于 2003 年毕业于湖南建材高等专科学校（现湖南工学院）。

数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所

创始人控股，品牌团队子公司层面持股，高股权激励助力团队成长。公司股权结构较为集中，主要创始人管毅宏控股 44.42%；公司分别向太二、2 颗鸡蛋煎饼、“怂”冷锅串串及“那末大叔是大厨”精品粤菜品牌团队授予管理品牌 15% / 20% / 19.15% / 20% 比例股权，九毛九面馆品牌也正重新调整结构，预计该品牌团队将在未来持有其 15% 股权。此外，瑞兆投资剩余 15% 股权也由公司雇员/前雇员持有。深度绑定团队利益可充分调动积极性，实现自下而上升级及创新。

图 2：品牌团队持股激发活力



注：(1) 27 人为公司雇员/前雇员；(2) 33 人为公司雇员/前雇员以及一名独立第三方投资者；(3) 瑞兆投资剩余 15% 由公司雇员/前雇员持有，数据截至 3 月 27 日；

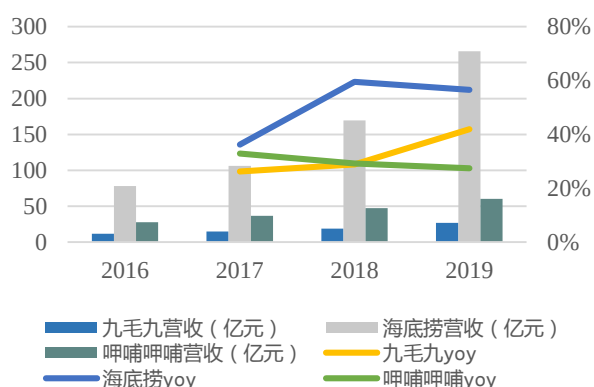
数据来源：Wind，九毛九招股书，东吴证券研究所

1.2. 核心品牌规模化，品牌矩阵多元化

1.2.1. 核心品牌成体量，成功打造高成长明星品牌

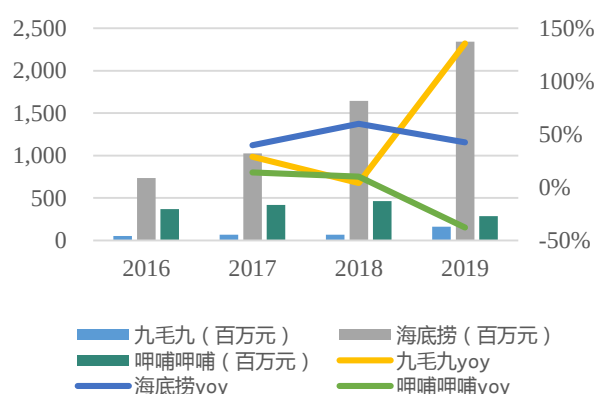
公司业绩持续高增长，餐饮连锁规模化初具。公司营收由 2016 年 11.6 亿增至 2019 年 26.9 亿 (yoy+42%)，16-19 年复合增长率达 32.2%。目前九毛九与火锅龙头海底捞和呷哺呷哺相比，收入体量仍有差距；其从事中式快餐、酸菜鱼品类与火锅具有相似标准化连锁性，为其连锁扩张奠定基础。19 年公司开启高利润率太二门店扩张，归母净利润迅速增长至 1.64 亿，剔除股权激励分摊及上市开支经调净利达到 2.17 亿 (同口径 yoy+174.7%)。随着太二持续扩张，预计未来公司业绩将保持高水平增长。

图 3：公司营收同业对比



数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，东吴证券研究所

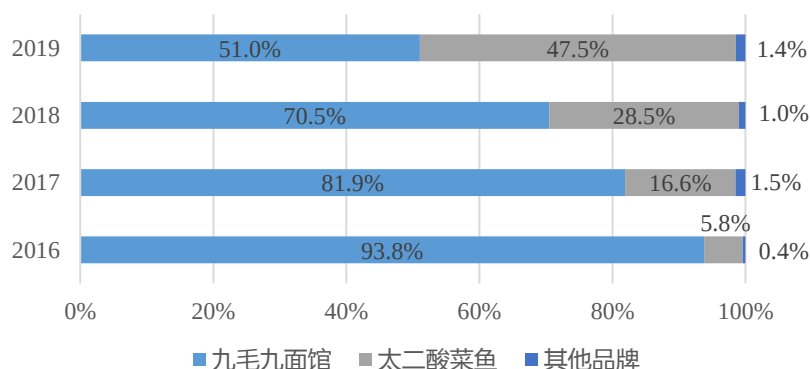
图 4：公司归母净利同业对比



数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，东吴证券研究所

主打西北菜和酸菜鱼，九毛九面馆与太二酸菜鱼贡献超 9 成营收。公司旗下涵盖两大核心品牌九毛九面馆、太二酸菜鱼。按 2019 年收入计九毛九面馆在中国西北菜餐厅排名第二，太二在中国所有酸菜鱼餐厅中排名第一。太二营收成长迅速，其营收在 2019 年达到 12.8 亿，营收贡献由 2016 年 5.8% 提升至 2019 年 47.5%。随着公司上市融资红利，太二将进入高速扩店期，预计未来将成公司最大营收来源。九毛九面馆 19 年贡献收入 13.7 亿元（+2.8%），增长稳健，收入占比 51.0%。

图 5：公司营收结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

九毛九面馆主营西北菜，品牌变革不断。面馆门店主打西北美食及家常菜肴，SKU 约 60（正逐步降至 45），每年更新 20~30% 菜品。品牌目标客群为家庭及聚餐消费者。目前公司正持续打磨面馆经营模型，疫情下更加速面馆战略调整与布局，预计面馆品牌将更强调“放心餐桌、家和万事兴”等消费理念，着重突出西北菜元素，未来有望迎来二次扩张与增长。

大单品策略当道，太二极简经营输出年轻化品牌。太二主打高品质老坛酸菜鲈鱼，佐以菊花瓣，低热量鱼片搭配酸辣口感，吸引年轻女性消费群体。餐厅 SKU 仅 26 种，

高度标准化菜品有效缩短上菜时长，保障消费者良好体验。在品牌营销方面匠心独运：1) 门店极简，有超 4 人不接待、不接受口味调整等规定；2) 粉丝群内不定期更新暗号，到店对暗号可获免费菜品；3) 推出自有品牌洛神花茶等多元化产品。营销契合消费心理，有效提高消费者黏性，保障年轻化输出。2019 年公众号粉丝达 561 万人(+177.7%)。

图 6：九毛九面馆装修简约，太二酸菜鱼特色突出



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

核心品牌形成互补，连锁化趋势显现。两品牌在菜品口味和目标受众上形成互补，截至 2019 年底，九毛九面馆 143 家，太二酸菜鱼 126 家，其高成长品牌太二客单价 75 元，翻座率达到 4.8。与火锅龙头同样具有连锁化、高店效经营趋势，成长潜力大。

表 2：公司核心品牌同业对比

品牌	九毛九面馆	太二酸菜鱼	海底捞	呷哺呷哺
Logo				
主打菜	西北菜系	酸菜鱼	精品火锅	精品吧台式火锅
特色	放心餐桌	独特、有趣	服务至上	品质第一
目标客群	家庭、聚餐	年轻顾客	年轻顾客、聚餐	年轻顾客
客单价	58 元	75 元	101 元	56 元
门店面积	250-400m ²	200-300m ²	600-1000m ²	200-300m ²
桌数/座位数	约 45 桌	约 33 桌	约 60-80 桌	约 100 座
可容纳顾客数	约 180 人	约 110 人	约 300 人	-
翻座(台)率	2.3	4.8	4.8	2.6
门店数	143	126	593	1124 (含凑凑 102 家)

注：选自 2019 年报数据，海底捞为翻台率，其余品牌为翻座率；

数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，东吴证券研究所

1.2.2. 培育期新兴品牌，持续寻找增长可能性

新生品牌差异化覆盖，走向多元化发展。公司新生品牌包括 2 颗鸡蛋煎饼，“怂”冷锅串串和“那末大叔是大厨”精品粤菜，截至 2019 年底，2 颗鸡蛋煎饼覆盖小吃市场（客

单价 20 元，门店 65 家，其中直营 21 家），总覆盖冷锅串串市场（客单价 56 元，1 家），那未大叔是大厨覆盖中高端粤菜市场（客单价 132 元，1 家）。目前三大新兴品牌仍处试水阶段，贡献营收为 1.4%，预计未来单店效益优质且易于复制品牌或将突围成功。

表 3：公司培育中新品牌

品牌	2 颗鸡蛋煎饼	怂	那未大叔是大厨
Logo			
主打菜	煎饼	四川冷锅串串	精品粤菜
特色	健康、便捷	时尚聚会场所	一流大厨
目标客群	小吃、便餐消费者	年轻顾客	中高端消费群体
客单价	20 元	56 元	132 元
翻座率	-	4.2	1.9
门店面积	10-40m ²	120-200m ²	300-500m ²
门店数	直营 21/加盟 44	1	1

注：选自 2019 年报数据；

数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所

1.3. 线上经营成熟，疫情期间表现亮眼

外卖业务成熟，疫情下太二首推外卖，较好弥补停业损失。公司于 16 年 3 月其开展九毛九面馆等品牌外卖业务，2019 年该业务营收 2.14 亿元（占比 8.0%）疫情下太二为保持品牌热度及员工熟练度于 2 月底宣布上线美团外卖一个月，而后推出微信小程序外卖/自提业务，订单量火爆，预计在门店停业期间贡献可达以往营业额 60%-70%。目前太二在门店逐步复工下仍保留线上售卖渠道，预计外卖业务或将随疫情逐步向好，门店完全正常经营后下线。

图 7：太二微信小程序可选外卖/自提



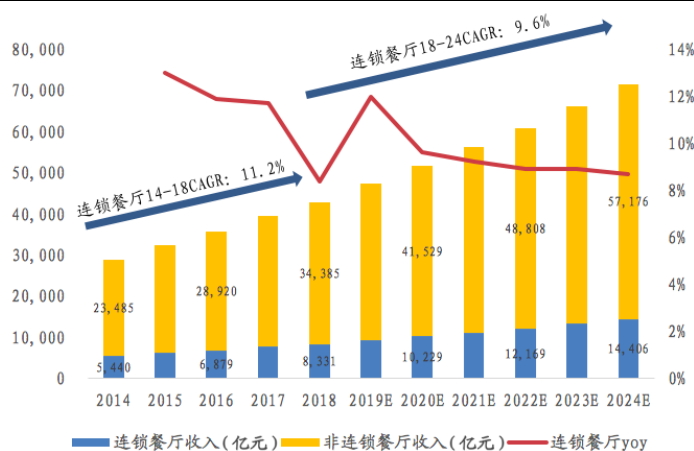
数据来源：太二微信小程序，东吴证券研究所

2. 中式餐饮连锁化空间广阔，细分赛道集中度有望持续提升

2.1. 我国餐饮服务市场前景广阔，连锁餐厅增长迅速

消费习惯重塑餐饮行业，连锁餐厅渗透率有望提升。我国餐饮业具有体量大，增速快，连锁化程度低等特点，据 Forrester & Sullivan 统计，我国餐饮服务市场规模 2018 年达 4.27 万亿元。随着消费者对食品安全、服务及质量等要求提高，预计疫情过后消费者将更加重视餐品品质。得益于连锁餐厅标准化程度高、品控严格等优势，其市场增长速度有望领先行业，据 Forrester & Sullivan 预计，连锁餐厅市场将在未来几年内将以 9.6% 年复合增长率增长，并于 2024 年达到 1.44 万亿。

图 8：我国餐饮市场规模



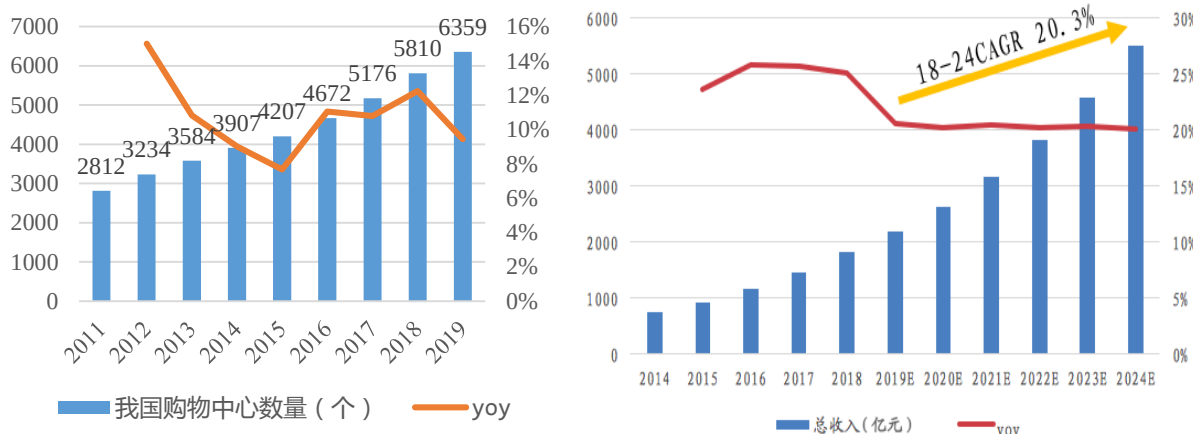
数据来源：国家统计局，Forrester Sullivan，东吴证券研究所

2.2. 细分赛道差异化发展，集中度提升可期

2.2.1. 中式快时尚餐厅市场快速增长，市场集中度不高

快时尚聚焦购物中心，品质效率兼具。九毛九旗下饭馆、酸菜鱼等餐厅均属中式快时尚餐饮，这类餐厅通常位于购物商场内中式连锁餐饮，客单价 50-150 元，翻座率通常大于 2.0；餐饮模式结合正餐环境优良，快餐便捷等优点，受到 80、90 后消费者追捧。据联商网统计，2019 年我国购物中心数量达到 6359 家，预计符合快时尚餐厅开店要求优质购物中心约 3000-4000 家。快时尚餐厅也随购物中心发展在全国范围内扩张，2018 年中式快时尚餐厅收入 1815 亿，占中国餐饮服务市场 4.2%，Forrester & Sullivan 预计未来市场总规模将增至 2024 年 5502 亿元，18-24 年均复合增速达到 20.3%。

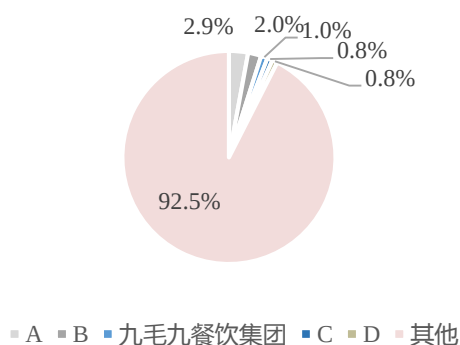
图 9：快时尚餐饮聚焦购物中心，发展迅速



数据来源：联商网，Forrest & Sullivan，东吴证券研究所

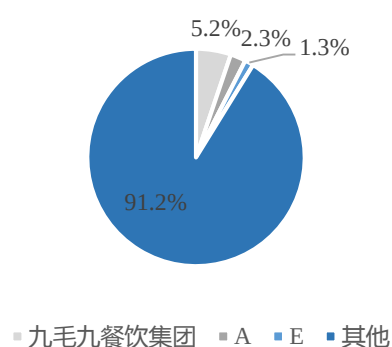
快时尚餐饮市场集中度提升空间大。2018 年中式快时尚餐厅市场头部公司 CR5 占比仅 7.5%，Forrest & Sullivan 预计前五大企业分别为西贝、外婆家、九毛九、避风塘和绿茶，九毛九以 1.0% 市占率位列第三，头部企业市占率不足 10%，未来市场集中度有望持续提升。华南快时尚餐厅市场 2018 年收入规模达到 307 亿元，14-18 年复合增长率为 23.5%，占快时尚餐饮市场份额接近 17%。Forrest & Sullivan 预计 18-24 年市场规模将以 19.5% 年复合增长率保持增长，到 2024 年将达到 894 亿元。九毛九以 5.2% 市占率，遥遥领先追随者。

图 10：2018 年九毛九处于全国快时尚餐饮市场头部



数据来源：Forrest & Sullivan，东吴证券研究所

图 11：2018 年九毛九处于华南快时尚餐饮市场头部

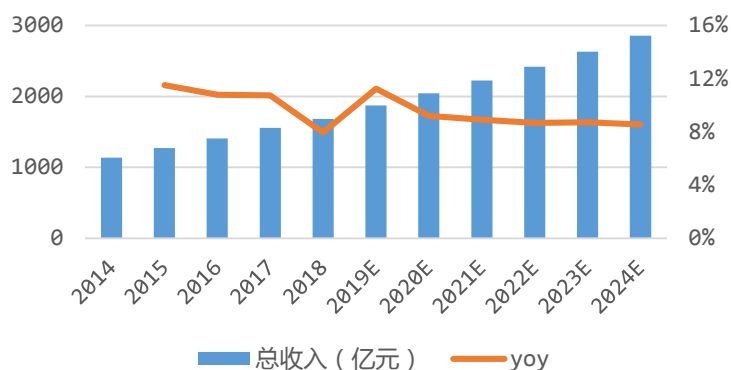


数据来源：Forrest & Sullivan，东吴证券研究所

2.2.2. 西北菜具有全国发展基础，规模稳健增长

西北菜作为稳健发展地方菜系，在全国均有空间。西北菜是指包括中国西北五省（即陕西、甘肃、青海、宁夏及新疆）传统美食。中国全服务西北菜餐饮市场规模在 2018 年达到 1682 亿元，Forrest & Sullivan 预期将以年复合增长率 9.2% 在 2024 年达 2854 亿元。

图 12：西北菜市场增长稳健



数据来源：Forrest & Sullivan，东吴证券研究所

龙头玩家差异化竞争，集中度仍待提升。单从主打菜品来看，九毛九西北菜与西贝莜面村较为类似，但九毛九整体 SKU 更加丰富，定位中低端客群，客单价与西贝存在一定差距。2018 年西贝在西北菜市场以 3.2% 市占率领先，九毛九面馆以 0.8% 市占率位列第二，市场 CR3 占比仅为 4.3%，集中度提升空间较大。

表 4：西北菜龙头玩家比较

品牌	九毛九西北菜	西贝莜面村
门店数	143 家	364 家
客单价	58 元	~95 元
翻座率	2.3 次/天	~4.3 次/天
销售额	13.7 亿	~66 亿
门店面积	250-400m ²	300-400m ²
主打菜式	手工面、二斤大骨头	莜面、蒙古牛大骨
SKU 总数	60+（目前逐步降至 45）	45

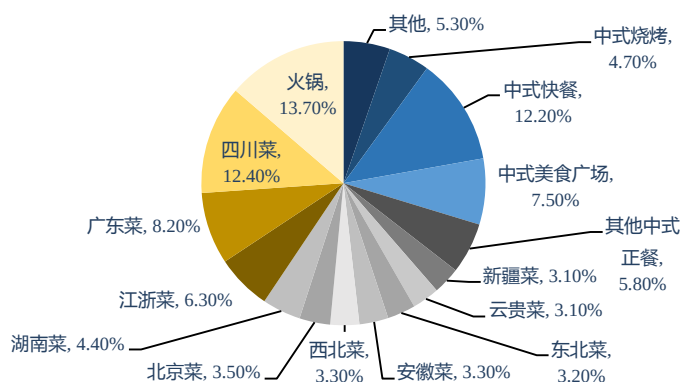
注：选自 2019 年数据，~为预计数；

数据来源：九毛九公告，职业餐饮网，大众点评，东吴证券研究所

2.2.3. 酸菜鱼赛道异军突起，太二表现亮眼

川菜群众基础广泛，代表品种酸菜鱼逐步从家常走向餐厅。口味接受度是决定餐饮赛道优质与否关键因素。我国地域广泛，菜系口味多元，川菜麻辣鲜香口味受到广泛喜爱，Forrest & Sullivan 预计 2018 年川菜市占率仅次于火锅，达到 12.4%。川菜代表菜包括水煮肉片、酸菜鱼等。酸菜鱼作为家常菜兼具酸、辣口感，具有一定成瘾性，大单品经打磨上市后消费者接受度高，用户黏性较强。

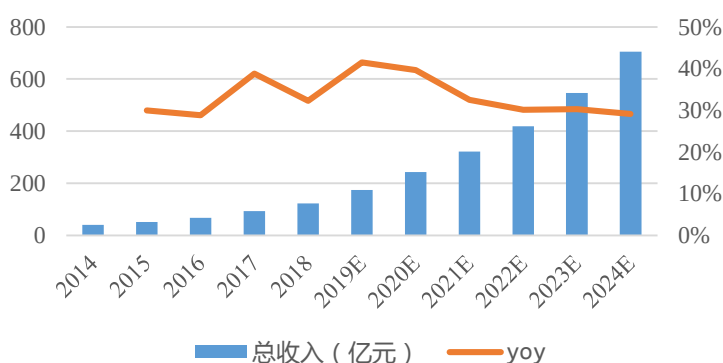
图 13：2018 年川菜市占率位列第二



数据来源：Forrest & Sullivan，东吴证券研究所

酸菜鱼市场迅速崛起，太二酸菜鱼独占鳌头。酸菜鱼作为中式快时尚餐饮新兴市场，2014 年市场收入规模仅为 40 亿，而后迅速崛起。18 年收入规模达到 123 亿元，14-18 年复合增速 32.3%，Forrest & Sullivan 预计至 2024 年收入规模将超过 700 亿，18-24 年复合增速或将达 33.7%。

图 14：酸菜鱼市场发展迅速



数据来源：Forrest & Sullivan，东吴证券研究所

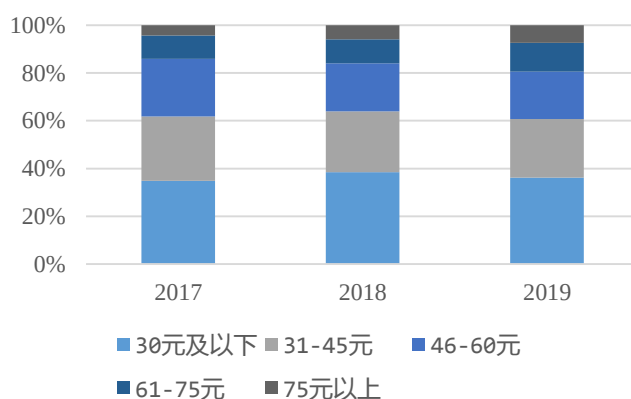
品牌头部化、中高端化趋势显现。截至 2019Q4，美团预计全国酸菜鱼门店已达 3.5 万家，各头部品牌连锁化趋势明显。酸菜鱼市场集中度较其他西北菜市场更高，2018 年 CR3 为 11.3%，太二酸菜鱼以 4.4% 市占率位居第一，形成领先地位，伴随公司上市融资红利，预计高速扩店太二市占比将进一步提升。此外，主打小份快餐鱼你在一起全国门店超过 1000 家，成为酸菜鱼快餐领域代表品牌之一。目前酸菜鱼市场连锁化程度不高，主流价格区间仍集中于 45 元以下。全国门店达到 50 家以上知名酸菜鱼品牌客单价多数处于 45 元以上，门店占比接近 40%。未来高客单门店占比将伴随头部品牌扩张进一步提升，中高端化趋势显现。

表 5：太二酸菜鱼以较少餐厅占据较多市场份额

品牌	创立时间/地点	门店及产品特色	门店规模(家, 2019)	客单价
太二酸菜鱼	2015.广州	年轻, 限量供应, 4 人以上不接待	126	75 元
鱼你在一起	2017.北京	小份制、快餐化	1000 家以上	25 元
有家酸菜鱼	2013.苏州	料理大师级活鱼现做	51-100 家	65 元
渝是乎	2015.北京	颜值门店, 主打酸菜小鱼	51-100 家	45 元
九锅一堂	2010.重庆	小份制, 能喝汤的酸菜鱼	101-200 家	50 元
姚酸菜鱼	2016.深圳	轻奢, 主要面向女性顾客	约 20 家	85 元
望蓉城	2016.上海	手工酸菜鱼	20 家以内	100 元
江渔儿	2015.广州	爆款单品, 搭配多元	101-200 家	70 元
严厨老坛	2014.苏州	活鱼现做, 主打鲜嫩	200 家以上	35 元
禄鼎记	2012.广州	强调食品安全, 中国风结合时尚潮流	20 家以内	105 元

数据来源：美团点评，红餐网，东吴证券研究所

图 15：酸菜鱼市场中高端化趋势显现



数据来源：美团点评，东吴证券研究所

3. 灵活管理+标准化孕育强大品牌力

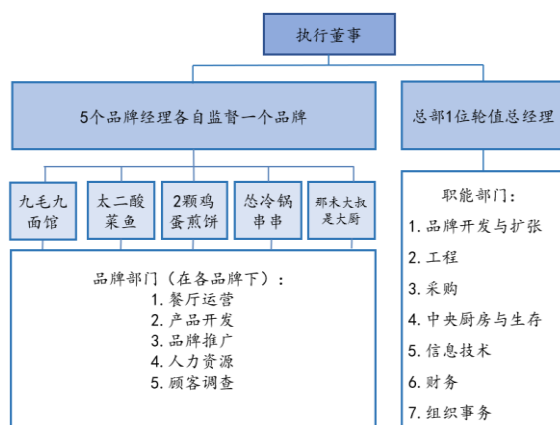
九毛九以面馆起家，深耕餐饮行业多年，在丰富运营经验基础上塑造一套管理灵活而运营标准化体系，通过这套体系输出单店模型优异、可复制性极强品牌餐饮，太二便是建立在该体系之上明星产品。

3.1. 架构独立，利益绑定激发活力

品牌独立运营，股权高激励。2018 年进行组织架构调整，太二等子品牌从九毛九中剥离为兄弟品牌，形成集中管理、各品牌独立团队独立运作模式。六名高级职员（包括五名分管品牌经理及一名驻留在总部负责整合行政管理服务平台轮值总经理）直接向执行董事报告。同时太二、2 颗鸡蛋煎饼、“怂”冷锅串串及“那末大叔是大厨”精品粤菜品牌团队分别被公司授予管理品牌 15% / 20% / 19.15% / 20%比例股权。

构架调整后更加扁平化，有效延伸公司管理半径，同时管理权下放也给予品牌经理更多经营自主性；深度绑定团队利益充分调动积极性，实现自下而上升级及创新。灵活管理方式与自由运营环境吸引大批青年人才，紧贴消费需求，有效锁定年轻化客群。

图 16：公司最新组织架构



数据来源：九毛九招股书，东吴证券研究所

3.2. 麦当劳式标准化高效运营一脉相承

世界餐饮巨头麦当劳是连锁快餐标准化先驱。麦当劳 1955 年成立，截至 2019 年已在全球 120 多个国家和地区拥有近 40000 家餐厅门店，营收超过 210 亿美元，净利率高达 28.6%，据欧睿统计，其近十年牢牢占据全球有限服务餐饮市场份额 10%以上。创始人制定黄金服务制度(QSC+V)从产品种类、质量、价格；门店装修风格；服务方式等方面进行统一规定，其先进标准化理念一直被奉为连锁餐饮运营圣经，被海底捞、九毛九等多家知名企业学习和效仿。

图 17：麦当劳 QSCV 经营理念



数据来源：麦当劳官网，东吴证券研究所

沿袭麦当劳基因，打造极致标准化。九毛九多位管理层过往均有麦当劳任职经验，太二总经理兼集团副总裁何成效、公司执行董事兼人力资源总监崔弄宇、工程总监黄伯波分别任职广东三元麦当劳 14 年/17 年/12 年，运营经验丰富。三位管理层先后于 2013-2015 年前后加入公司负责太二业务&人力运营、餐厅装修等工作。彼时正值太二初创期，沿袭麦当劳运营高效、品控稳定等优良基因，孕育出高度标准化中式快时尚餐厅。

表 6：公司管理团队简介

姓名	职级	麦当劳任职时长	个人履历
崔弄宇	执行董事、人力资源总监	17 年	1997-2012 年担任广东三元麦当劳运营经理； 2013-2014 年担任麦当劳（中国）高级品牌经理； 2014 年 12 月加入九毛九负责人力资源管理及业务运营
何成效	太二总经理；九毛九集团副总裁	14 年	1999 年-2013 年担任广东三元麦当劳运营经理； 2013 年 11 月加入九毛九负责太二品牌
黄伯波	工程总监	12 年	1987-1999 年任职广州越秀地产，而后出任项目总监； 2003-2015 年担任广东三元麦当劳高级经理； 2015 年 9 月加入九毛九负责餐厅装修及翻新事宜
付丹伟	信息技术总监	1 年+	2011-2012 年担任华为高级经理； 2013-2014 年担任麦当劳（中国）信息技术经理； 2015-2017 年深圳恒波商业技术总监； 2017 年 9 月加入九毛九负责资讯技术事宜

数据来源：九毛九招股书，东吴证券研究所

以太二为例，其在上游供应链、门店运营、内部员工培训等多个方面与麦当劳体系相似，严格采购标准确保食品品质，高度标准化运营及培训体系较大幅度简化对“人”的要求，确保全国各地餐厅均能产出口味一致酸菜鱼。

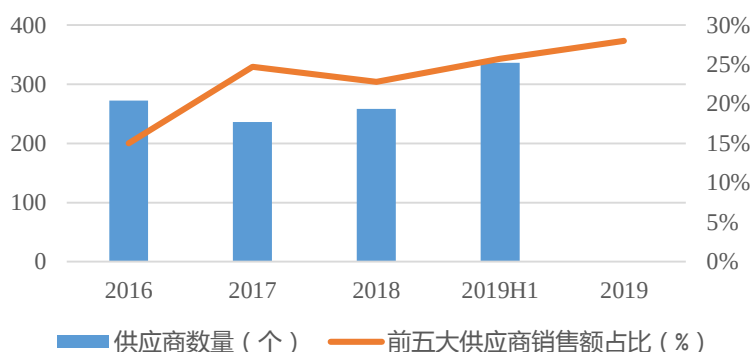
3.2.1. 优质外部供应链与央厨保障食材品质

1) 高标准、稳定供应链管理体系严控成本，保障食品供应及品质要求。

供应商挑选和管理：严格挑选可靠供应商，截止 19H1，公司拥有 336 名授权供应商，各类主要食材通常有至少 3 名供应商、前五大供应商采购额占比低于 26%（19 年

底提升至 28%)，以减少供应中断可能，保持采购稳定性同时获取采购折扣。公司与主要供货商平均有超过 3 年业务往来关系。

图 18：公司供应商情况



注：公司未公布 19 年供应商数量；

数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所

供应来源及食品保质期：公司会根据食品类别管理供应商和采购策略，目前仅从佛山地区购买新鲜鲈鱼，并要求供应商需提供抗生素与激素残留检测报告。央厨将鲈鱼加工成片状后冷链配送至餐厅，并由质控专员对食材颜色、包装、有无腐臭等方面进行检查，针对蔬菜等产品公司会定期检测农药残留情况，确保食品安全。

表 7：根据食材类别进行差异化管理

品类	新鲜程度	保质期	原产地	备注
鲈鱼	鲜活	3 天	佛山	供应商提供激素残留检测报告
酸菜	腌制	-	云南原料基地，成都腌制	制作要求严苛，成本远高于普通酸菜
大米	新鲜密封	1 年	黑龙江五常	全程监控生产
牛肉	新鲜、冷冻	冷冻 6-12 月	中国各地	-
蔬菜	新鲜	1-4 天	中国各地	定期检测农药残留

数据来源：九毛九招股书，东吴证券研究所

存货管理：公司对仓库中食材及供应品储存设定严格要求。除人工检查外，总部及餐厅使用企业资源规划系统进行预测、跟踪、分析及管理库存水平。和同行对比，九毛九存货周转情况较好，优于海底捞及呷哺呷哺。

表 8：各餐饮品牌存货周转情况对比

单位：天	2017	2018	2019
九毛九	18.8	18.6	20.3
海底捞	6.0	14.3	26.5
呷哺呷哺	59.5	72.3	89.2

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

2) 三地央厨辅以第三方供应，供应完备。

公司在广东、海南及湖北三地中央厨房均配备有冷冻、冷藏和常温等 3 个仓库，各物流设施服务范围约 200 公里，截止 2018 年底，三地中央厨房合计产能 1860 万吨，广东和海南两地产能利用率分别为 70.9%和 83.9%，湖北产能利用率暂时偏低，仅为 42.8%。未来闲置产能将有效配合未来门店扩张计划。

表 9：三地央厨合计产能 1860 万吨

	2016			2017			2018			2019H1			
地点	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	工厂面积
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%	6221m ²
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%	821m ²
湖北	2.2	0.3	15.0%	2.2	0.8	35.6%	2.2	0.9	42.8%	1.1	0.4	34.9%	674m ²

注：产能及产量单位为百万吨；

数据来源：九毛九招股书，东吴证券研究所

公司募投计划中涵盖新建央厨及原有央厨翻新项目，预计佛山新央厨将在 2021 年底前完工。伴随太二全国扩张，预计公司将在华北、华东等地持续建设新央厨用于产能支持。此外，公司在央厨触达范围以外地区选择与蜀海供应链合作补充分仓和分送体系（不含鲈鱼等核心产品），完善原料供应体系。

3.2.2. 门店运营管理高度标准化打造优质顾客体验

菜品选择精简，出餐效率高。以高度标准化理念限制每个品牌菜品数量，简化产品采购及物流运输流程。太二特色是老坛酸菜鱼，并只供应 20 余种其他菜肴，每季度轮换更新 3-5 个小菜；九毛九面馆每年更新菜单上约 20%-30%菜式，但并未盲目增加 SKU。这种菜品供应模式可确保食材、烹饪方法以及食物品相稳定性。菜式精简有效降低多菜品出餐协调难度，提高出餐效率。

表 10：太二 SKU 仅 20 余种

品类	部分代表菜品	价格（元/份）
老坛子酸菜鱼	鲈鱼（2 人份、4 人份等）	118、178、238
	酸菜及其他配菜	5 种，8-12 元不等
川菜新造（1 种）	水煮嫩牛	68
凉菜（6 种）	脆椒小皮蛋	22
	藤椒正经鸡	28
	没骨头鸡爪	28
小吃（5 种）	蘸汤吃的黑油条	12
	蛋酥软糍粑	22

	二哥爱鸡翅	28
蔬菜 (2 种)	鲜腐竹秋葵	18
	虾仁娃娃菜	22
主食 (4 种)	鲈鱼番茄面	22
	甜米饭	5
冰饮 (6 种)	前任冰粉	9
	东方美人柠檬茶	12
	熊猫眼蜂蜜艾尔啤酒	12

数据来源：大众点评，东吴证券研究所

营运程序高度标准化。公司在餐厅经营上拥有餐厅设计、菜品、定价、食品准备、设施维护、前厅后厨清洁及雇员操守等整套标准流程。在餐厅装饰上采用版画、土坛、木雕等元素，风格明快；公司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、食品准备和食品装盘及装饰等 5 个步骤，每个步骤都有简练而标准指导和程序。央厨将原材料按比例调配好后直送餐厅，门店无需真正意义上厨师，后厨员工只需简单混合烹饪即可出餐，标准化流程确保食物种类口味及质量一致性。

员工培训完善。公司总部设有培训中心，为各级员工提供统一培训。线上端，公司建立电子学习平台，员工可学习包括操作程序、指南及标准、信息技术及企业文化在内培训课程。完善而持续性培训机制确保人才供应，支持公司门店扩张与发展。

表 11：品牌经营特点对比

品牌	太二	海底捞	麦当劳
门店	面积小而美，装修简约	成熟门店多以大店为主	经营面积小
点餐	扫码自助点餐，茶水自助	iPad 点餐，或服务员工主动帮助	柜台人工/自助机、手机自助
制餐	按比例混合，简单烹饪即可	配锅机、人工配锅、切菜	机械厨具，自动化程度高
收餐翻台	用餐时间短，收餐较快	用餐时间长，收餐较快	台面快速清洁
员工培训	高度标准化，周期短	培训以人为本，周期相对较长	高度标准化，周期短
服务	删繁就简，提供必要服务	从始至终热情周到服务	就餐过程基本无需服务
特点	北欧极简风，少即是多	面面俱到，多元服务	快速出餐，品质稳定

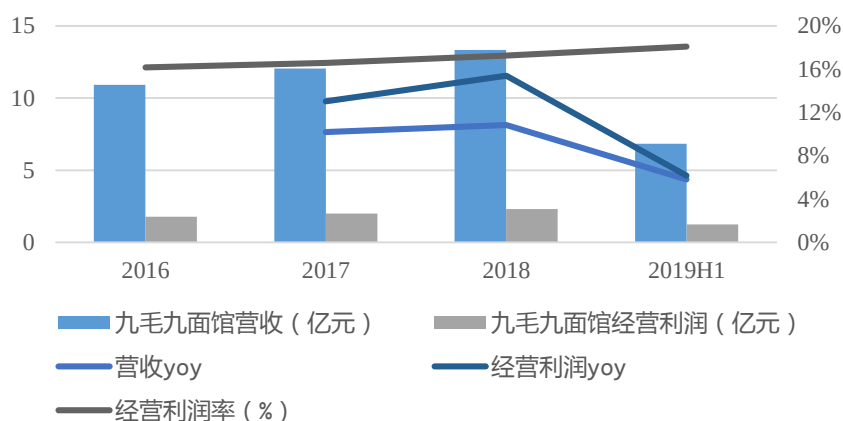
数据来源：草根调研，东吴证券研究所

3.3. 强大品牌力多元化输出

3.3.1. 多品牌战略覆盖，核心品牌发展稳健，新品牌持续培育

分品牌情况来看，九毛九面馆业绩稳健。2019 面馆营收达到 13.7 亿（+2.8%），经营利润 2.4 亿（+5.6%），经营利润率逐年提升，达到 17.7%。作为公司成熟品牌，面馆为公司带来稳定现金流有效保障品牌研发，支撑公司多元化发展。

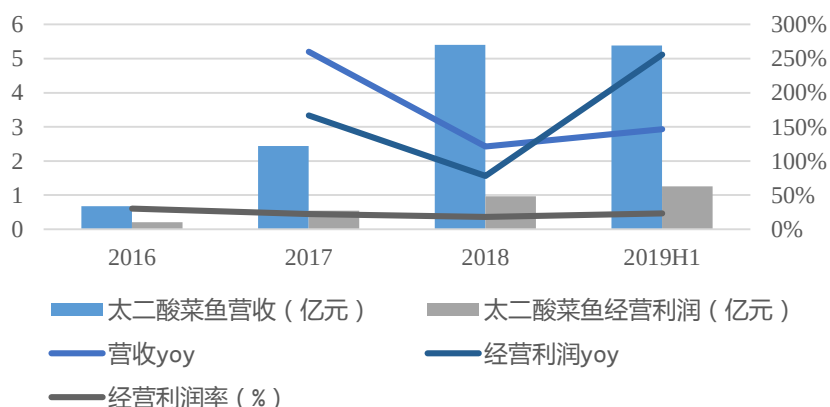
图 19：九毛九面馆业绩增长稳健



数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所

太二酸菜鱼迅速增长，表现亮眼。2015 年创立太二仍处高速扩店阶段，得益于翻座率与客流增长，品牌业绩表现强劲，16-19 年营收与经营利润年均复合增速分别达到 166%、138%，且 2019 年单年度经营利润增速快于营收增速，规模化与标准化优势初现，经营利润率达到 21.5%。

图 20：太二酸菜鱼业绩亮眼



数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所

核心品牌持续布局，新品牌试水。九毛九面馆门店 16 年调整布局闭店 10 家，在随后两年门店进入稳健增长阶段，年均新增门店约 10 家左右，2019 年公司战略调整并关闭部分低效益门店，门店数净减 4 家。明星品牌太二酸菜鱼将是公司未来发展重点，截至 19 年底已有 126 家门店，预计 20 年门店仍将快速增长。三个新品牌仍处于开店初期，2 颗鸡蛋煎饼加盟扩张速度较快（65 家，44 家为加盟）、怂冷锅串串（1 家）和那未大叔是大厨（1 家）。

表 12：餐饮品牌门店情况比较（家）

	2015	2016	2017	2018	2019
九毛九面馆	138	128	139	147	143
净开		-10	11	8	-4
太二酸菜鱼	4	13	28	65	126
净开		9	15	37	61
2 颗鸡蛋煎饼(含加盟)	0	0	8	29	65
净开			8	7	36
海底捞	146	176	273	466	766
净开		30	97	193	300
呷哺呷哺（不含凑凑）	552	637	738	886	1022
净开		85	101	148	136

数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，东吴证券研究所

3.3.2. 单店视角：经营指标优异，快速复制实现增长

1) 整体单店：

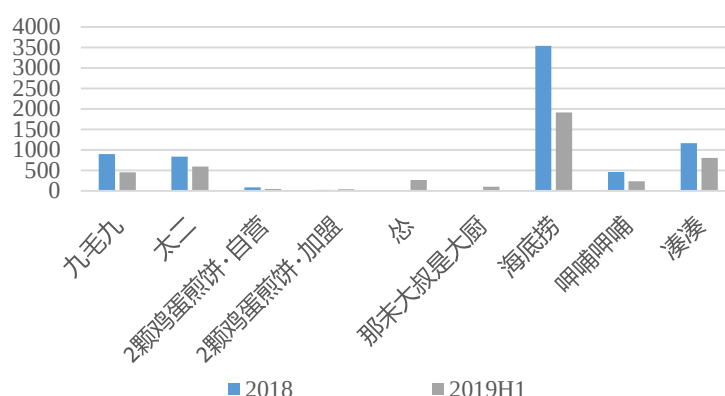
太二平均店效爬升，坪效接近海底捞。九毛九面馆 2019 年整体单店平均收入约 943 万，逐步提升；2018 年太二酸菜鱼三线城市单店收入 1015 万表现优异，我们认为主要原因是三线城市拥有更长营业时间。2019 年底整体平均店效达 1012 万，(yoy+21.8%)，预计主要与新一线、二线城市门店爬坡结束，经营天数与客流逐步提升有关。

表 13：核心品牌平均店效（万元/家）

	2016	2017	2018	2019H1	2019
九毛九面馆					
一线城市	938	1011	1018	535	-
新一线城市	668	620	699	357	-
二线城市	760	658	780	337	-
三线及以下城市	801	805	807	385	-
整体	849	858	898	451	943
太二酸菜鱼					
一线城市	566	953	933	644	-
新一线城市	—	—	405	373	-
二线城市	—	437	465	656	-
三线及以下城市	423	798	1015	573	-
整体	522	872	831	590	1012

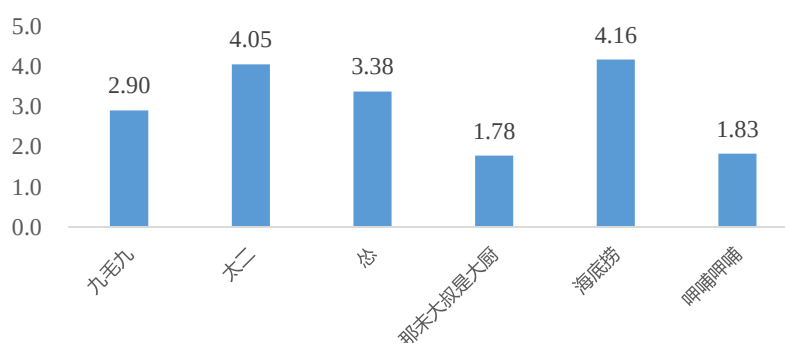
数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所

图 21：各餐饮品牌平均店效（万元 / 家）



数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，东吴证券研究所

从坪效角度看（取面积区间中位数计算），2019 年太二坪效接近海底捞，约 4.1 万/m²，两者均受新店扩张影响，由于太二部分新开门店经营天数并未完全饱和，预计其坪效仍将持续提升，海底捞坪效较上年略有下滑。九毛九面馆坪效约 2.9 万/m²，较为稳定；此外，新店怂坪效也达到 3.4 万/m²。

图 22：各餐饮品牌坪效（万元 / m²）

数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，自主测算，东吴证券研究所

➤ 品牌定价覆盖广，太二定位中端。

九毛九面馆价格亲民，符合时尚快餐定位。2019 年九毛九面馆顾客整体人均消费 58 元，低于西贝约 95 元人均消费，与具有工作餐属性呷哺呷哺（56 元）相近；各线城市差异不大。

网红太二，定位中端，客单价或将持续上探。太二客单价为 75 元，定位中端，低于海底捞 105 元。今年 5 月初太二推出川菜新造系列之水煮嫩牛，单售价 68 元/份：**1) 新 SKU 有效补充中部价格带。**原菜单除 2 人份酸菜鱼售价 128 元外(3-4 人份 188 元)，配菜均在 30 元以下，新菜品定位介于大单品与配菜之间，定价 68 元可弥补中间价格段。**2) 新品有望促进客单价提升。**太二客单价低于购物中心餐厅 80~120 元平均水平，新品或将促进客单价提升。3) 据官方宣传口径此为川菜新造系列第一季，预计未来或有更多

中价格段 SKU 轮换推出，保持品牌新鲜度。

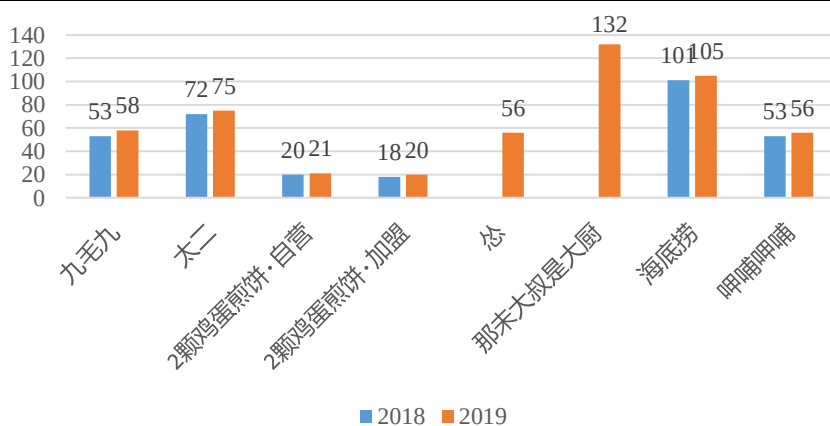
新品牌定价差异化，覆盖更广泛客户群体。2019 年 2 颗鸡蛋煎饼人均 20 元，怂人均 56 元，那末大叔是大厨人均 132 元，定位差异明显，价格带覆盖多个消费群体，打造多元化优势。

表 14：公司核心品牌客单价（元/人）

	2016	2017	2018	2019H1	2019
九毛九面馆					
一线城市	49	53	54	57	-
新一线城市	47	50	53	53	-
二线城市	47	51	52	55	-
三线及以下城市	46	49	51	56	-
整体	48	52	53	56	58
太二酸菜鱼					
一线城市	66	72	74	77	-
新一线城市	—	—	73	75	-
二线城市	—	66	69	71	-
三线及以下城市	62	63	67	68	-
整体	65	69	72	75	75

数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所

图 23：各餐饮品牌客单价（元/人）



数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，东吴证券研究所

➤ 网红太二扩张下保持亮眼翻座率，加密空间仍大。

九毛九面馆翻座率平稳，一线城市维持 2.5 次。九毛九餐厅翻座率维持在 2-2.8 次之间，2019 年整体翻座率 2.3 次，近年来呈平稳微降趋势，略低于呷哺；以 80% 上座率计算，对应翻台率约 2.9 次。

太二翻座率亮眼，高于海底捞，加密空间仍大。太二翻座率在 3.6-5.5 次之间，2019 年整体翻座率 4.8 次，扩张同时指标表现稳定；品牌对消费者拥有较强吸引力，以 80% 上座率计算，对应翻台率高达 6 次，考虑到太二营业时间低于海底捞，表现突出，仍能支撑较大加密空间。

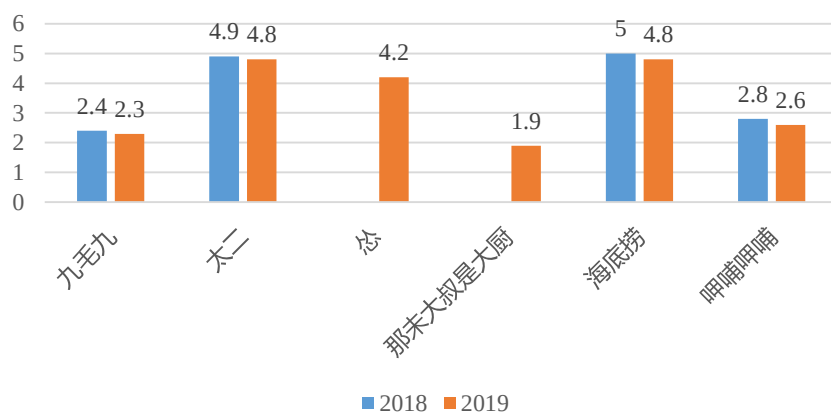
新品牌怂 19 年翻座率同样达到 4.2 次，试水表现良好；精品粤菜那未大叔是大厨翻座率 1.9 次，有望提升。

表 15：核心品牌翻座率（次/天）

	2016	2017	2018	2019H1	2019
九毛九面馆					
一线城市	2.8	2.6	2.6	2.5	
新一线城市	2	2.1	2	2	
二线城市	2.2	2.3	2.2	2.1	
三线及以下城市	2.4	2.3	2.2	2.2	
整体	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3
太二酸菜鱼					
一线城市	3.6	4.6	5.2	5	
新一线城市	—	—	3.9	4.2	
二线城市	—	4.3	4.8	5.5	
三线及以下城市	3.6	4	4.2	4.3	
整体	3.6	4.5	4.9	4.9	4.8

数据来源：九毛九招股书，东吴证券研究所

图 24：各品牌翻座/台率对比（次/天）



注：海底捞为翻台率，其余数据为翻座率；

数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，东吴证券研究所

2) 同店情况:

➤ 太二同店增长与坪效均亮眼。

九毛九面馆成熟门店店效约 950 万元左右，18 年同店销售额增速 4.45%，19 同店微增 0.2%。太二 17 年同店销售大幅攀升，同店增速达到 34.29%，18-19 年同店增速分别达到 7.7%、4.1%，平均店效达到 1427 万。就 19 年同店增速来看：太二>海底捞>九毛九面馆>呷哺呷哺。

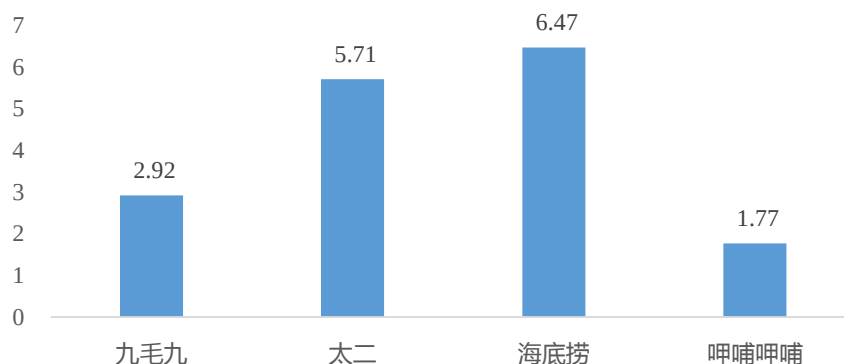
表 16：同店店效及增速对比（万元）

	2017	2018	2019
九毛九同店店效	918	960	949
九毛九同店增速	8.23%	4.45%	0.20%
太二同店店效	1172	1302	1427
太二同店增速	34.29%	7.67%	4.10%
海底捞同店店效	5477	5591	5178
海底捞同店增速	14.00%	6.20%	1.57%
呷哺呷哺同店店效	539	471	442
呷哺呷哺同店增速	9.30%	2.10%	-1.40%

数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，东吴证券研究所

从成熟门店坪效角度看（取面积区间中位数计算），2018 年海底捞以接近 6.5 万/平方米高坪效领先；太二坪效同样高达 5.71 万/平方米，表现优秀；成熟门店坪效：海底捞>太二>九毛九面馆>呷哺呷哺。

图 25：同店坪效对比（万元 / m²）



数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，自主测算，东吴证券研究所

➤ 太二翻座率亮眼，非一线城市空间仍大

2019 年上半年九毛九面馆同店翻座率略有下降，预计与门店经营时间有关。九毛九面馆同店翻座率持续有所下降，19H1 为 2.3 次（-8%），其中一线城市略高，为 2.5 次，其余线城市均为 2.1；同店销售额有所增长，主要依靠客单价持续增长驱动。

19 年上半年太二同店高翻座率基础上微增，一线城市提升空间有限，非一线城市仍有持续提升空间；客单价驱动同店销售增速高于同店翻座率增速。太二一线城市同店翻座率 19H1 达到 5.5 次（+5.8%），表现亮眼，但预计提升空间有限；非一线城市相对一线城市看，提升空间仍大。太二为翻座率口径，一线城市已超过海底捞，考虑到太二日内经营时长低于海底捞，该翻座率表现已十分亮眼。

表 17：核心品牌同店翻座率 vs 海底捞翻台率（次 / 天）

	2017	2018	2019H1	2019
九毛九面馆				
一线城市	2.7	2.6	2.5	
新一线城市	2.1	2	2.1	
二线城市	2.3	2.2	2.1	
三线及以下城市	2.3	2.1	2.1	
整体	2.4	2.4	2.3	
同店增速	-4%	0%	-8%	
太二酸菜鱼				
一线城市	5	5.2	5.5	
新一线城市				
二线城市			4.1	
三线及以下城市	4.1	3.8	4.5	
整体	4.8	4.7	5.1	
同店增速	26%	4%	2%	
海底捞火锅				
一线城市	4.8	5.2	5.1	5.1
二线城市	5.3	5.4	5.3	5.3
三线及以下城市	4.7	4.9	5.1	5.2
内地以外	5.1	4	4.3	4.4
整体	5.1	5.2	5.2	5.2
同店增速	11%	1.9%	4%	0%

注：九毛九未公布 19 年同店翻座率情况，海底捞 2018 年数据与 2019 年数据为同口径；

数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，东吴证券研究所

4. 差异化品牌可复制性强，华南为基，全国扩张

4.1. 子品牌回报快、差异性大，具备扩张基础

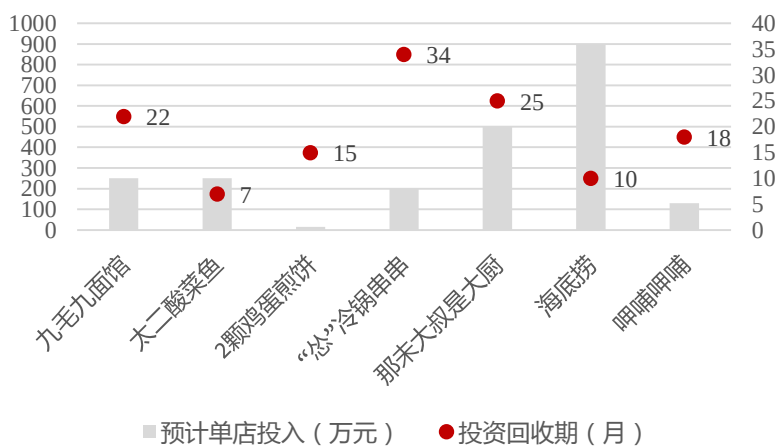
品牌矩阵覆盖高中低端餐饮消费，两大核心品牌单店投入约 250 万，太二回收期优势明显。

1) 与同行业餐饮品牌对比，公司品牌矩阵覆盖高中低多个餐饮业态，九毛九面馆和太二酸菜鱼单店投入均在 250 万元左右。得益于客单价和翻座率齐高，太二酸菜鱼回收期仅 7 个月，较九毛九面馆和呷哺呷哺优势明显，海底捞回收期约 6-13 个月。

2) 新兴品牌方面，两颗鸡蛋煎饼，冷锅串串店怂和精品粤菜店那未大叔是大厨初始投资分别为 15 万，200 万和 500 万元，可实现差异化布局。

3) 在租赁安排方面，九毛九旗下门店租期通常在 5 年以上或更长时间，通常包括 2-3 个月免租期，从选址开始到餐厅开业一般前置时间约为 6 至 9 个月。其大部分租赁为浮动租金制，应付租金为餐厅销售额 8% 到 11%，其他租约属于固定租金。

图 26：各餐饮品牌单店投入与投资回收期比较

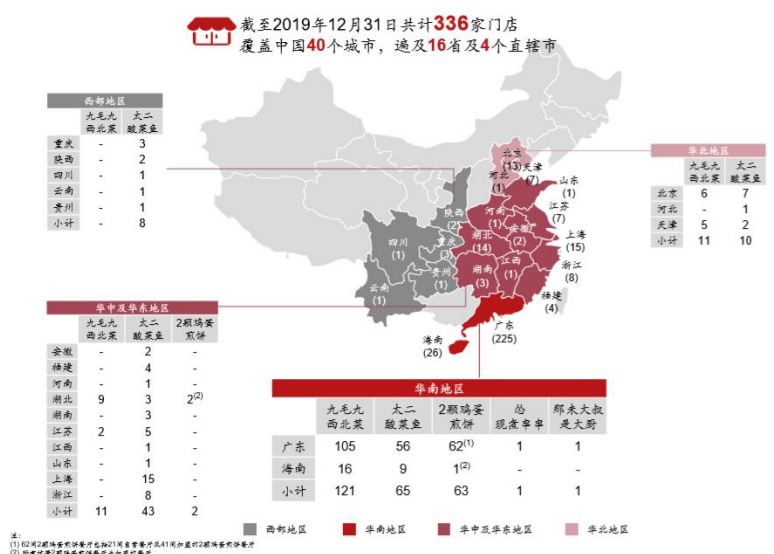


数据来源：九毛九、海底捞、呷哺呷哺公告，东吴证券研究所

4.1.1. 华南地区是公司主战场，有望通过太二推进全国化

公司目前在华南密度最高，是其主要市场；太二在华东和华中已初具规模，伴随品牌知名度提升、门店扩张，区域性逐步弱化，门店有望逐步全国化。1) 整体上，公司在华南共有门店 251 家，占全部门店 74%，与呷哺呷哺相似，目前具有区域性；而海底捞门店具有更强全国性。2) 九毛九面馆 121 家位于华南，华中和华东市场共 11 家，华北 11 家，西部市场尚无九毛九面馆门店。3) 太二目前在华南市场共 65 家，并于 2019 年先后进驻云贵川渝、湘赣、鲁豫皖等市场，目前太二在华中及华东、华北、西部地区分别开设 43/10/8 家门店，非华南市场占比提升至 48%，具有更强全国化潜力。

图 27：华南是九毛九主要战场

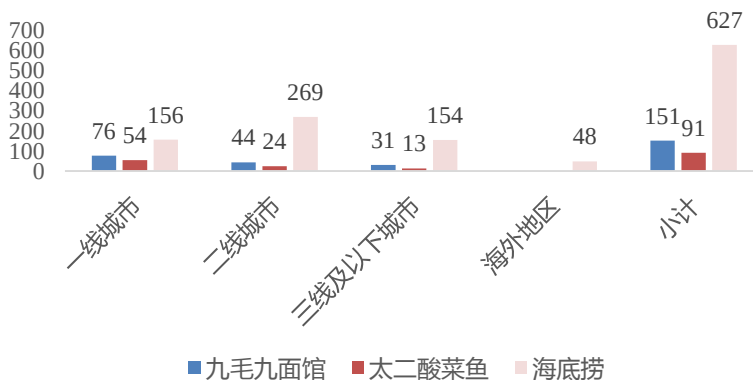


数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所

4.2. 主要布局一线，下沉扩张潜力大

核心品牌门店目前仍集中在一线城市，下沉空间潜力大。截至 19H1，公司 50%九毛九面馆及 60%太二酸菜鱼餐厅分布在一线城市，相比之下，海底捞已不断下沉渠道至非一线城市（非一线城市占总门店数 75%）并不断开拓海外市场，由于公司仍处于一线快速发展阶段，有望继续加密一线城市布局；同时，二线及以下市场仍有较大市场空间。

图 28：餐饮品牌门店布局情况（19H1，家）



数据来源：九毛九、海底捞公告，东吴证券研究所

4.3. 太二持续高速扩张，九毛九战略收缩

着重布局太二酸菜鱼：加密一线，加速布局新一线。太二酸菜鱼作为公司 2015 年成立品牌，近几年发展速度极快，经营指标优异（19 年整体翻座率 4.8 次/天，同店增速 4.1%），盈利能力显著（经营利润率 21.5%）。截至去年底，太二门店达到 126 家（净增 61 家，yoy+93.8%）。未来几年公司将持续拓店，并着重布局一线及下沉非一线市场，我们预计 20-22 年分别开店 80/110/130 家（公司招股书计划开店数为 80/100/120 家），一

线及新一线城市合计开店数分别为 59, 76 和 85 家。

战略收缩九毛九面馆，降本提效：受疫情影响，公司 5 月 13 日公告决定关闭 20 家 1-2 年内租约到期低效益/微亏面馆，北京/天津/武汉 3 地分别关店 5/6/9 家，战略版图收缩至广东、海南及江苏 3 省。我们认为：1) 此次闭店将降低公司部分租金、人工等固定成本，利于公司节省开支；2) 到 20 年底面馆或将关店 35-40 家，届时面馆总门店约 100 家，由于存在租赁保证金及违约金赔付等问题，预计该部分对应开支约 2100 万左右；3) 战略收缩管理半径利于餐厅品控，维持经营效益。同时，公司也将加快调整面馆盈利模型，阶段性收缩为日后更好轻装上阵打好基础。

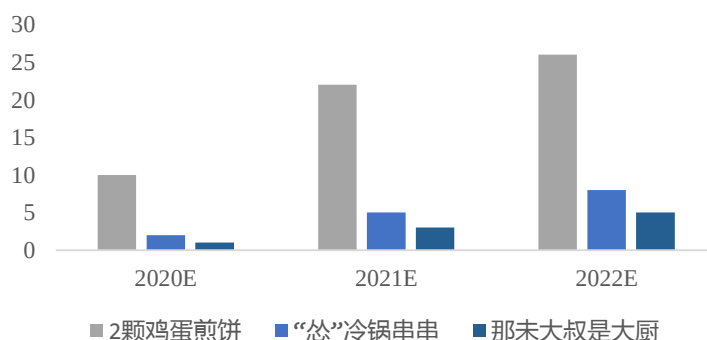
表 18：公司核心品牌开店数预计

	2020E	2021E	2022E
太二酸菜鱼			
一线城市	28	37	40
新一线城市	31	39	45
二线城市	19	26	33
三线及以下城市	2	8	12
合计	80	110	130
九毛九面馆			
一线城市	-13	1	2
新一线城市	-10	1	2
二线城市	-10	1	2
三线及以下城市	-10	0	1
合计	-43	3	7

数据来源：东吴证券研究所预测

持续培育新品牌，2 颗鸡蛋煎饼会持续以直营与加盟并行方式进行扩张，预计未来门店数将较快提升，此外，两个新晋品牌“怂”和“那末大叔是大厨”将以试点方式逐步推向市场。

图 29：新兴品牌开店数计划



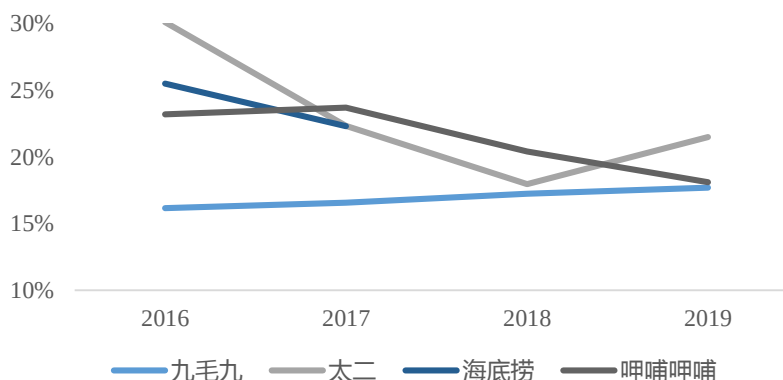
数据来源：东吴证券研究所预测

5. 财务分析：费控稳健，盈利能力随太二扩张将持续提升

5.1. 太二经营利润率行业领先，费控稳健

太二餐厅经营利润率领先，19 年显著提升。九毛九面馆餐厅经营利润率在 16%-17% 水平，呈逐年平稳提升趋势。太二在公司内部盈利能力领先，餐厅经营利率最高达到 30%，随着门店扩张降至 21.5% (+3.5pct)，商业模式趋于成熟。与同行相比，九毛九面馆经营利润率低于同行，但太二在 19 年超过呷哺呷哺（19H1 为 18.10%，预期原材料涨价背景下 19 利润率将下行），期待未来复制扩张过程中保持高经营利润率。

图 30：公司品牌餐厅层面经营利润率及同行对比



注：呷哺呷哺未公布 2019 数据，采用 2019H1 数据作为比较；

数据来源：九毛九公告、海底捞公告、呷哺呷哺公告，东吴证券研究所

营业利润率行业领先，太二助力持续提升。2016-18 年九毛九的营业利润率低于海底捞及呷哺呷哺，但得益于原材料、人工成本相对优势，太二快速扩店后占比提升，导致九毛九整体营业利润率显著增长至 12.6%，超过海底捞 11.7%、呷哺呷哺 9.6%，伴随太二扩店持续及九毛九面馆战略收缩，未来利润率仍有望进一步提升。

表 19：公司盈利能力同业对比

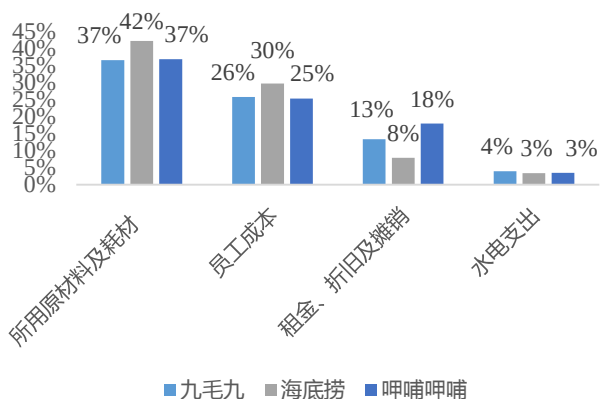
		2016	2017	2018	2019
九毛九	营业利润率	11.1%	10.2%	8.5%	12.6%
	净利率	4.5%	4.6%	3.7%	6.1%
海底捞	营业利润率	16.6%	14.4%	13.3%	11.7%
	净利率	12.5%	11.2%	9.7%	8.8%
呷哺呷哺	营业利润率	14.7%	14.1%	11.5%	9.6%
	净利率	13.3%	11.4%	9.7%	4.8%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

九毛九 16-18 年净利率显著低于同行，主要由于较高其他经营支出（其他开支主要包括开设新餐厅前期费用、原材料运输费用、减值亏损及其他存货亏损）、以及财务费用；2019 年剔除上市开支及股权激励分摊费用经调净利率显著提升至 8.1%，主要

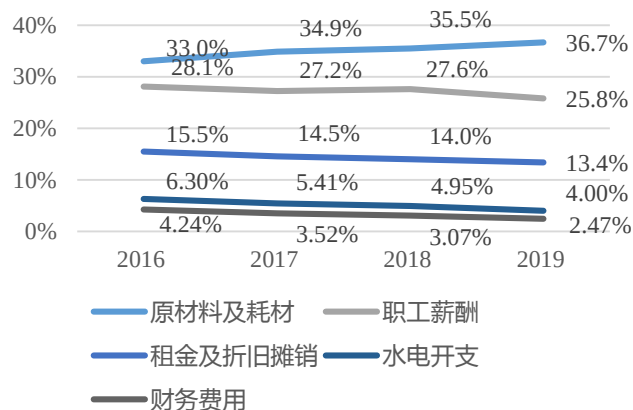
公司费控稳健，职工薪酬、租金、水电及财务费用占比保持平稳向下趋势，在原材料及员工成本占比分别为 36.7%、25.8%，均优于海底捞。

图 31：2019 年同行公司费用率比较



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 32：公司费控稳健



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 受益太二扩张与高周转，ROE 水平持续提升

九毛九 2019 年 ROE 为 101.4% (较上年同期+65pct)，显著高于呷哺呷哺和海底捞，主要由于净利率提升 3pct 至 6.9% 和较高权益乘数，其资产周转率效率约 1.89，高于海底捞和呷哺之间。2019 年公司加快太二扩张，盈利能力提升显著，加之体量相对海底捞还存在较大差距，ROE 增幅波动相对较大。

表 20：同行业公司杜邦分析

	2017	2018	2019
九毛九			
ROE (%)	39.9%	36.4%	101.4%
净利率	4.9%	3.9%	6.9%
总资产周转率	1.64	1.78	1.89
归母净利/净利润	93%	94%	89%
权益乘数	5.3	5.6	8.8
呷哺呷哺			
ROE (%)	22.70%	21.88%	12.48%
净利率	11.4%	9.7%	4.8%
总资产周转率	1.43	1.56	1.37
归母净利/净利润	100%	100%	99%
权益乘数	1.39	1.44	1.92
海底捞			
ROE (%)	108.70%	33.89%	24.36%
净利率	11.2%	9.7%	8.8%
总资产周转率	3.29	2.17	1.64
归母净利/净利润	86%	100%	100%
权益乘数	3.43	1.61	1.69

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

由于疫情：1) 公司太二酸菜鱼门店年初二全线门店停业，停业 1 个月后太二外卖逐步上线，在 3 月中下旬逐步启动门店业务，并于 4 月中下旬门店完全复业（3 家武汉门店除外）预计纯外卖无堂食期营收恢复往常 60~70%。由于受众主要为年轻客群，虽初期存在隔桌情况，预计重启门店业务后客流恢复情况相对较好，**假设门店完全复业加外卖业务或贡献正常情况 9 成以上营收。同时，疫情下部分购物中心优质铺位出清有望加速太二签约及扩张步伐，我们预计 20-22 年开店 80/110/130 家（公司招股书计划开店数为 80/100/120 家）**。20 年太二开店维持指引不变，但受疫情停工影响预计门店将集中在下半年开出。2) 九毛九面馆与太二同期停业，3 月 18 日宣布 20 家门店恢复经营，预计到 4 月底门店全部重启（除武汉门店）。同时，由于家庭、聚餐等目标客群恢复情况相对一般，保守估计门店完全复业加外卖业务或贡献正常情况 4 成以上营收，谨慎假设至 7 月底完全恢复。如前所述公司为节省租金及人工成本，决定战略收缩九毛九面馆门店，预计到年底面馆总门店约 100 家，提前关店违约金赔付支出预计约 2100 万左右。**同时公司也将持续打磨面馆经营模型，预计 2021 年新店将逐步开出，保守假设 21-22 年分别开店 3 家/7 家**。3) 其他品牌仍处成长阶段，试水计划或将因疫情有所放缓，预计 20-22 年：2 颗鸡蛋煎饼（直营单店投入 15 万）新增直营店 3/7/9 家，新增加盟 7/15/19 家、怂冷锅串串（单店投入 250 万）开店 2/4/6 家，“那未大叔是大厨”精品粤菜（单店投入 500 万）开店 1/2/3 家。

在费用端：1) 太二精选佛山鲈鱼等优质原料，营业成本高于九毛九面馆，未来太二营收占比将随扩店持续提升，且预期未来原材料成本或存在波动，整体毛利率将有所下降；2) 太二门店标准化程度高，人员精简，预期员工成本占比将下降；3) 优质门店具有较强议价力，未来下沉非一线城市，租金开支减少。预计租金及折摊费用占比将下降。

基于核心品牌太二快速扩张，九毛九面馆疫情下战略收缩，新生品牌 2 颗鸡蛋直营与加盟并行，“怂”与“那未大叔是大厨”逐步试水逻辑，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%。预计公司归母净利润 1.0/4.3/6.4 亿元，同比增速分别-37.2%/311.8%/49.4%。当前股价对应动态 PE163/40/27 倍。

公司在西北菜、酸菜鱼多个细分赛道处于领先地位，太二盈利能力优异，正处在高速扩店期，助力业绩持续提升；面馆有望于 21 年迎来二次扩张；公司不断进行品牌多元化扩张，考虑公司产品创新与迭代能力较强、外卖业务发展潜力及中长期开店超预期潜力，给予 21 年 50 倍 PE 估值，对应目标价 16.9 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

表 21：盈利预测

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
总营收	2,687.29	2,714.14	4,823.30	6,957.18
	yoy 41.78%	1.00%	77.71%	44.24%

九毛九面馆	1,371.71	802.64	1,021.34	1,109.11
营收占比	51.04%	29.57%	21.18%	15.94%
yoy	2.82%	-41.49%	27.25%	8.59%
总门店 (个)	143	100	103	110
新增门店 (个)	(4)	(43)	3	7
太二酸菜鱼	1,161.58	1,585.46	3,672.87	5,638.30
营收占比	43.23%	58.41%	76.15%	81.04%
yoy	115.02%	36.49%	131.66%	53.51%
总门店 (个)	126	206	316	446
新增门店 (个)	61	80	110	130
两颗鸡蛋煎饼	26.11	23.25	40.18	52.70
yoy	68.46%	-10.95%	72.83%	31.15%
怂冷锅串串	5.40	12.00	38.50	72.80
yoy	8.00%	122.22%	220.83%	89.09%
那未大叔是大厨	7.10	11.00	28.80	51.10
yoy	255.00%	54.93%	161.82%	77.43%
其他业务收入	12.27	14.72	17.67	21.20
yoy	375.58%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	1,701.98	1,699.05	3,004.92	4,313.45
毛利率	63.33%	62.60%	62.30%	62.00%
人工成本 (占比)	25.81%	27.11%	24.60%	24.32%
租金及折摊 (占比)	13.36%	15.90%	12.60%	12.50%
水电开支 (占比)	4.00%	3.80%	3.50%	3.40%
归母净利润	164.41	103.33	425.49	635.66
yoy	122.63%	-37.15%	311.80%	49.39%
归母净利率	6.09%	3.79%	8.79%	9.11%

数据来源：公司公告，自主测算，东吴证券研究所

表 22：同行估值对比

货币单位:亿元	市值	2019 年归母净利/增速/对应 PE	2020 年归母/增速/对应 PE	2021 年归母/增速/对应 PE
九毛九	169.4	1.6/122.6% 103	1.0/-37.2% 164	4.3/311.8% 40
海底捞	1597.9	23.4/42.4% 68	13.6/-41.9% 117	43.1/216.2% 37
广州酒家	128.87	3.8/0.1% 32	3.5/-8.6% 35	5.5/56.5% 22
呷哺呷哺	71.3	2.9/-37.7% 34	1.4/-52.3% 52	5.0/261.5% 14
全聚德	32.9	0.4/-38.9% 71	0.1/-68.6% 235	0.7/425.0% 45

注：呷哺呷哺、全聚德采用 Wind 一致预期，港币汇率 0.91；数据截至 6 月 29 日

数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

疫情持续反复带来宏观经济波动。消费复苏不及预期，疫情持续蔓延下带来宏观经济衰退、消费者可支配收入减少可能影响餐饮行业增长。

连锁餐厅扩张、品牌推广、盈利能力不及预期风险。公司业绩驱动因素为核心品牌门店扩张，可能存在扩张进度落后、品牌推广不力、餐厅经营不及预期等风险。

行业竞争激烈风险。餐饮行业进入壁垒较低，且公司所处市场尚属蓝海，未来可能有更多新进入者，加剧竞争。

食品安全与负面新闻等风险。公司作为餐饮企业，可能面临出现食品安全问题风险，负面新闻可能对公司客流和品牌产生不良影响。

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
流动资产	383	2,165	2,625	3,490	营业收入	2,687	2,714	4,823	6,957
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
非流动资产	1,271	1,471	1,784	2,249	外卖服务费用	32	55	53	77
固定资产	323	404	503	671	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
资产总计	1,654	3,636	4,409	5,739	利润总额	262	159	643	954
流动负债	794	826	998	1,422	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
非流动负债	690	975	1,179	1,475	归属母公司净利润	164	103	425	636
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
负债合计	1,484	1,801	2,177	2,897	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
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
负债和股东权益	1,654	3,636	4,409	5,739	发行在外股份(百 万股)	1,383	1,383	1,383	1,383
现金流量表 (百万元)					ROE(%)	123.53%	5.72%	19.24%	22.56%
经营活动现金流	577	777	1,229	1,922	毛利率(%)	63.33%	62.60%	62.30%	62.00%
投资活动现金流	-190	-173	-239	-313	销售净利率(%)	6.91%	4.21%	9.69%	9.99%
筹资活动现金流	-320	1,149	-627	-894	资产负债率(%)	89.68%	49.55%	49.38%	50.47%
汇率变动影响及其他	0	-19	-23	-30	收入增长率(%)	41.97%	1.00%	77.71%	44.24%
现金流调整					净利润增长率(%)	122.63%	-37.15%	311.80%	49.39%
现金净增加额	67	1,735	340	684	P/E	103	163	40	27
					P/B	127	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>