把握太二黄金增长期

九毛九（09922.HK）投资价值分析报告丨2020.4.8

中信证券研究部

姜娅
首席消费产业&消费者服务分析师
S1010510120056

联系人：刘欢

核心观点

公司自创并运营 5 个中餐品牌，已成为国内代表性的中餐品牌管理及运营者。太二品牌的优质模式和强大的标准化中餐品牌管理及运营能力是公司保持快速增长的核心基础，建议积极把握太二黄金发展期下快速成长蕴含的投资机会。

- **领先的中餐品牌管理及经营者，华南起步全国发力。**公司起步于海口一家个体面馆，后拓展至广州并抓住中国购物中心发展的机遇迅速成长。当前旗下拥有九毛九西北菜、太二酸菜鱼等五个不同品类&就餐场景的餐饮品牌，其中太二处于黄金发展期，为核心增长点。公司 2019 年营业收入 26.87 亿元/+42.0%，归母净利润 1.64 亿元/+136.1%，截至 2019 年 12 月 31 日在全国运营 292 间餐厅及管理 44 间加盟餐厅，覆盖中国 16 个省份的 40 个城市及四个直辖市。
- **标准化经营和品牌创新构建两大核心能力。**中餐品类多市场大，标准化是餐饮企业扩大布局、实现连锁经营从而实现体量增长的重要前提。公司已经在食材储存&加工及餐厅服务等方面建立起成熟的标准及规范，并以此为支撑从 2016 年初的 142 家餐厅（自营）迅速扩展至 2019 年底 292 家（自营）。此外从 2015 年起，公司由九毛九单一品牌迈向多品牌尝试，先后尝试过七个不同类型的品牌。我们认为，持续打造新品牌以及承担试错风险的能力是中餐运营及管理企业的必备要素，公司餐饮品牌运营和管理能力行业领先。
- **太二是未来增长核心驱动，长期仍需看产品创新。**公司五大品牌分处三个成长阶段，形成较为合理的梯队。其中九毛九西北菜步入成熟期，能够为公司保持经营稳定提供支持；太二品牌自 2015 年推出以来受益于酸菜鱼行业的爆发以及特色经营下高达 4.9 的翻座率，回收期仅 7 个月，为公司整体成长注入动力。公司未来 2-3 年开店大部分围绕太二品牌，围绕购物中心展店的基础战略为其顺利展店以及控制质量保持经营效率奠定了成功基础，预计太二将成为公司未来几年核心驱动力。我们认为，太二品牌在现有基础上的加速发展确定性高，公司阶段性高增长较为明确。
- **风险因素：**新门店拓展不及预期，人工成本、原材料成本上升，竞争加剧。
- **投资建议：**太二品牌的优质模式和公司强大的标准化中餐品牌管理及运营能力是公司保持快速增长的核心基础，九毛九品牌的优化效果仍待观察，但保持基本盘稳定相对明确。考虑疫情影响，预计公司 2020-22 年营业收入 26.36/47.82/61.93 亿元，归母净利润 0.42/4.16/6.01 亿元、对应 EPS 为 0.03/0.30/0.43 元，当前价格对应 2021-22 年 PE 为 27/19 倍。基于太二品牌所处的高成长周期（2019-2022 年 CAGR 54%），综合 PE 估值（2021 年 35 倍）和 DCF 估值给予公司目标市值 150 亿元人民币、折合每股约 12.00 港币，给予“ 买入”评级。

九毛九	09922.HK
评级	买入（首次）
当前价	9.07 港元
目标价	12.00 港元
总股本	1,383 百万股
港股流通股本	1,383 百万股
52 周最高/最低价	10.52/7.7 港元
近 1 月绝对涨幅	-0.33%
近 6 月绝对涨幅	36.97%
近 12 月绝对涨幅	36.97%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,893	2,687	2,636	4,782	6,193
营业收入增长率	28.8%	42.0%	-1.9%	81.4%	29.5%
净利润(百万元)	70	164	42	416	601
净利润增长率	4.2%	136.1%	-74.5%	893.0%	44.5%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.05	0.12	0.03	0.30	0.43
毛利率%	64.5%	63.3%	63.2%	63.1%	62.9%
净资产收益率 ROE%	36.4%	123.5%	23.9%	70.4%	50.4%
PE	161	68	268	27	19
PB	42	61	64	19	9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 4 月 6 日收盘价

目录

公司概况：领先的中餐品牌管理者及运营者 1

旗下运营五大品牌，矩阵丰富梯队合理 3
九毛九：经典西北菜，行业增速趋稳 4
太二：定位年轻客群，以火爆单品树立品牌 6
其他品牌：均处于成长期，还需市场检验 9

抓住中式快时尚餐饮风口，持续打磨标准化能力 10
标准化是中餐连锁化率提升的前提 10
城市化率提升和消费年轻化驱动中式快时尚餐饮异军突起 12
持续打磨标准化运作能力，构建可快速扩张的业务模式 15

空间仍在，品牌梯队接力成长 20
九毛九：未来首要稳住华南 22
太二：品牌价值持续凸显，是未来几年的拳头产品 22
新品牌：中餐连锁品牌迭代快，长期仍看新品牌打造能力 27
尝试加盟模式加速餐厅加密，但尚未观测到明确机会 29

风险因素 30

盈利预测与估值评级 31

插图目录

图 1：公司发展主要里程碑 1
图 2：公司股权结构示意图 1
图 3：公司 2016-2019 营业收入及增速 2
图 4：公司 2016-2019 利润率趋势 2
图 5：公司收入构成（按品牌） 2
图 6：公司自营门店品牌构成 2
图 7：公司 2019 年经营利润扣除项构成 3
图 8：公司原材料及耗材、员工成本占收入比重较为稳定 3
图 9：中国全服务西北菜市场收入规模及增速 5
图 10：西贝莜面村门店分布 6
图 11：九毛九门店分布 6
图 12：中国酸菜鱼餐饮市场收入规模及增速 7
图 13：连锁酸菜鱼品牌的餐厅数量分布 8
图 14：连锁酸菜鱼品牌餐厅数量 top10（自营+加盟） 8
图 15：连锁酸菜鱼品牌客单价分布 8
图 16：连锁酸菜鱼品牌客单价 top10 8
图 17：连锁酸菜鱼品牌中正餐模式餐厅星级评价 top10 9
图 18：连锁酸菜鱼品牌中正餐模式餐厅好评率 top10 9
图 19：2019 年中日美餐饮连锁门店数量及连锁化率 11
图 20：2019 年中日美餐饮连锁企业收入占比 11
图 21：中国中餐市场收入规模及增速 11
图 22：中餐市场份额划分（按菜品） 12
图 23：不同类型餐饮业态盈利能力对比 12
图 24：中国中式快时尚餐饮市场市场收入规模及增速 13
图 25：主要国家城市化率比较 14
图 26：全国已开购物商场数量及增速 14
图 27：不同年龄段用户外卖订单量占比 14
图 28：餐饮品牌吸引新生代的核心要素 14
图 29：公司的全流程标准化业务模式所涵盖的环节 15
图 30：公司的管理组织架构 16
图 31：主要食材 CPI 当月同比变动情况 17
图 32：公司餐厅经营程序的五个环节 19
图 33：九毛九收入地区构成 21
图 34：太二收入地区构成 21
图 35：其他品牌收入地区构成 21
图 36：公司餐厅地域分布 21
图 37：九毛九餐厅数量及增减 22
图 38：九毛九餐厅扩张计划 22
图 39：太二收入增速高于九毛九及公司整体 23
图 40：太二经营利润增速高于九毛九及公司整体 23
图 41：太二经营利润率高于九毛九及公司整体 23
图 42：太二“奇葩”用餐规定 24
图 43：公司旗下品牌翻座率比较 24

图 44：太二 X 喜茶联名产品 25
图 45：太二微信官方账号在售网红陈皮洛神花茶 25
图 46：太二微信官方 2 月 24 日宣布广深上线外卖 26
图 47：太二微信官方 3 月 20 日宣布延长外卖时间 26
图 48：一般餐饮企业核心要素生命周期示意图 28
图 49：公司新菜品研发过程 29

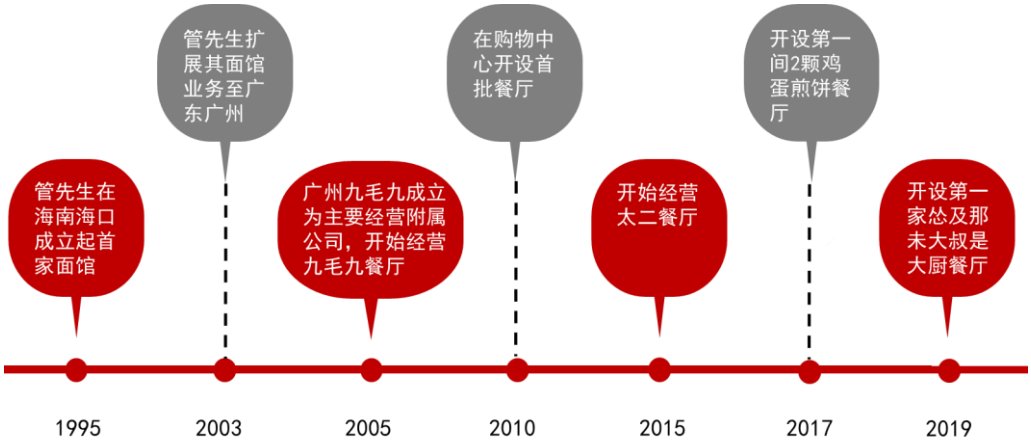
表格目录

表 1：公司品牌介绍 3
表 2：公司已关闭品牌概况 4
表 3：九毛九代表菜品 4
表 4：按收入划分 2018 年中国前三大西北菜餐厅 5
表 5：按收入计 2018 年中国前三大西北菜餐厅部分经营数据比较 5
表 6：太二代表菜品及餐厅环境 6
表 7：按餐厅数量及收入划分 2018 年中国前三大酸菜鱼餐厅 7
表 8：2 颗鸡蛋煎饼餐厅环境及菜品 9
表 9：怂餐厅环境及菜品 10
表 10：那未大叔是大厨餐厅环境及菜品 10
表 11：中式快时尚餐厅的特点 12
表 12：按收入划分 2018 年中国前五大中式快时尚餐饮公司 13
表 13：公司新餐厅选址原则及考量因素 16
表 14：截至 2019 年 6 月 30 日止六个月前五大供应商供应 25.7%的采购量 17
表 15：主要食材价格波动对公司经营业绩的敏感性分析（以 2018 年为例） 18
表 16：公司中央厨房的产能及利用率情况 18
表 17：公司物流仓库情况 18
表 18：公司近年来关闭/出售餐厅情况 19
表 19：公司当前品牌未来增长潜力分析 20
表 20：代表性上市餐饮&食品企业聚焦爆款单品 24
表 21：公司三大成熟品牌投资回收期 25
表 22：太二餐厅扩张计划 25
表 23：太二（上海世纪汇店）外卖数据统计 27
表 24：其他品牌餐厅扩张计划 28
表 25：2 颗鸡蛋煎饼加盟收费标准 29
表 26：2 颗鸡蛋煎饼加盟模式主要规则 30
表 27：公司就加盟模式下为确保食物及服务质量并维护品牌的声誉而采取的措施 30
表 28：九毛九和太二盈利预测核心假设 31
表 29：公司各品牌开店假设 31
表 30：可比餐饮公司估值 32

公司概况：领先的中餐品牌管理者及运营者

九毛九创始人管毅宏于 1995 年在海口开设首家面馆，2003 年进驻广东，并在广州开设首家山西老面馆品牌餐厅。2005 年开始以九毛九品牌经营餐厅，随着九毛九品牌的确立，公司走上了品牌化经营的成长道路。2015 年起公司推出多个新品牌以扩大品牌矩阵，开始由九毛九西北菜单一品牌开启多品牌、集团化经营模式。

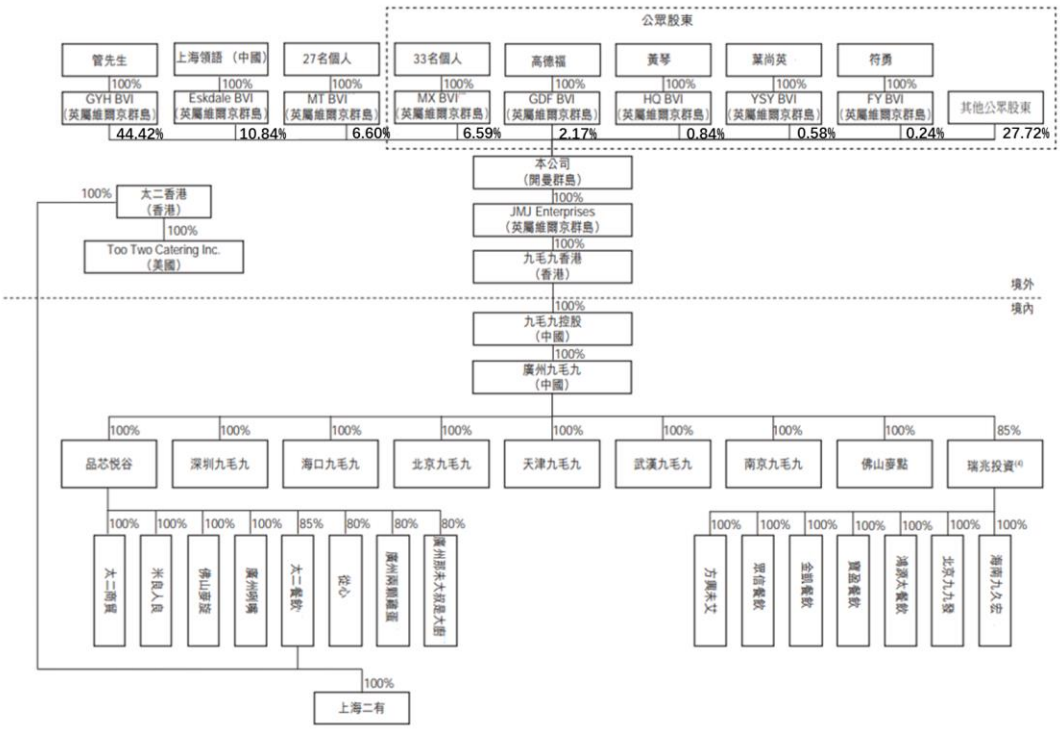
图 1：公司发展主要里程碑



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部绘制

截至 2020 年 2 月，公司创始人管毅宏先生透过 GYH BVI 持有公司股份约 44.42%，保持控制权。

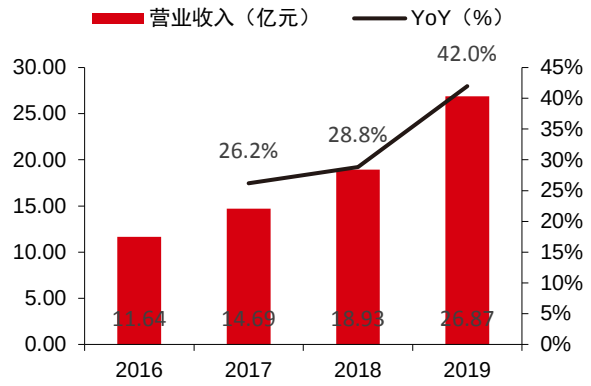
图 2：公司股权结构示意图



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部　注：截至 2020 年 2 月

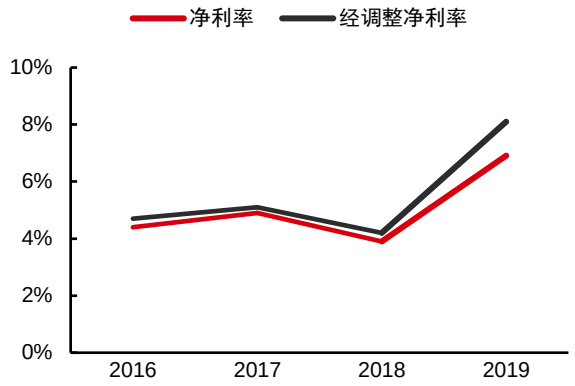
公司 2019 年营业收入 26.87 亿元，2016-19 年 CAGR 为 32.2%，随着太二品牌认可度提升、快速展店，公司收入增长加速，2017-19 年收入同比增速分别为 26.2%/28.8%/42.0%。盈利能力来看，随着成熟店比例不断提升，公司经营利润率、净利率均保持提升（除 2018 年因采购漏洞计提减值略有下降）。

图 3：公司 2016-2019 年营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

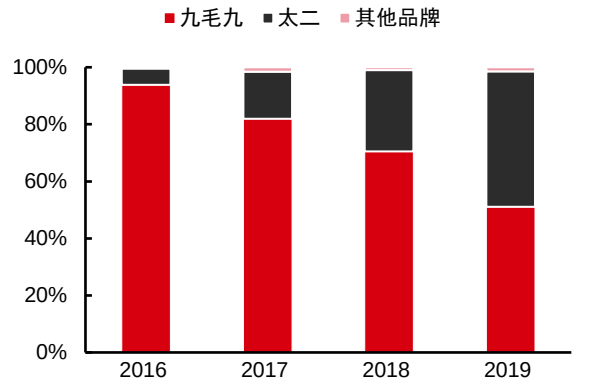
图 4：公司 2016-2019 年利润率趋势



资料来源：公司公告，中信证券研究部

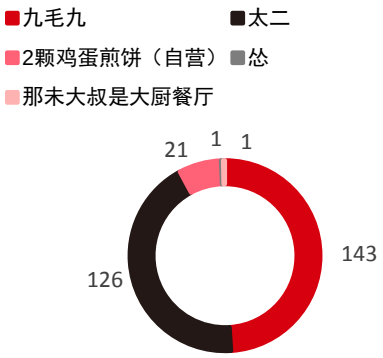
九毛九和太二作为公司两大主力品牌，2019 年收入占比分别达到 51.1%、47.5%，合计达 98.6%。随着太二开店加速及新门店陆续成熟，预计收入占比将进一步提升，未来将成为公司继续成长的核心驱动。

图 5：公司收入构成（按品牌）



资料来源：公司公告，中信证券研究部
注 1：其他品牌包括以 2 颗鸡蛋煎饼、怂、那未大叔是大厨、不怕虎牛腩、椰语堂及咧嘴品牌经营的餐厅。
注 2：以品牌计算时，包括该品牌下自营、加盟及其他形式经营贡献的收入，例如九毛九品牌下的收入即包括自营餐厅收入，也包括马场餐厅以其他形式贡献的收入。

图 6：公司自营门店品牌构成

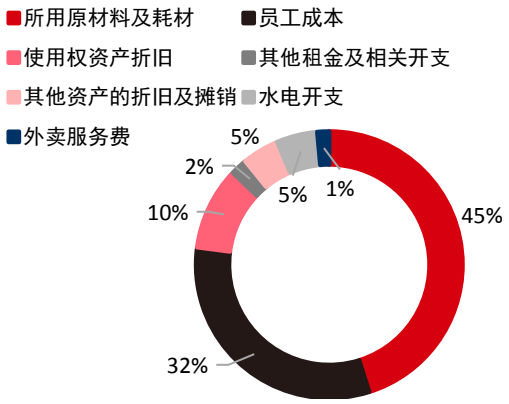


资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：截至 2019 年 12 月 31 日

成本构成方面，原材料、员工、租金是最主要支出项。2019 年原材料及耗材占比 36.7%，近年来因太二收入占比提升而原材料成本相对较高，原材料及耗材占比每年保持略升态势。除此之外，公司主要经营支出还包括员工成本、租金、水电等，其中 2019 年员工成本支出占比 25.9%，仅次于原材料及耗材。公司员工成本占比近年来呈现下降趋势，主要原因

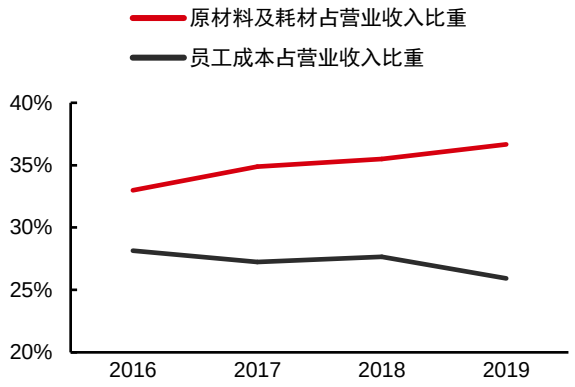
是由于太二单店效率较高、员工成本占比低于其他品牌，而太二的收入占比在不断提高。我们预计短期原材料成本占比仍将提升，但人工效率提升及太二品牌高翻台率下员工成本占比预计将继续下降，总体支出保持稳定。

图 7：公司 2019 年经营利润扣除项构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：公司原材料及耗材、员工成本占收入比重较为稳定



资料来源：公司公告，中信证券研究部

旗下运营五大品牌，矩阵丰富梯队合理

目前公司管理及经营五个自创品牌：九毛九、太二、2 颗鸡蛋煎饼、怂及那未大叔是大厨。截至 2019 年 12 月 31 日共自营 292 间餐厅及管理 44 间加盟餐厅，覆盖中国 16 个省份 40 个城市及四个直辖市。其中九毛九、太二、怂及那未大叔是大厨以自营模式运营，2 颗鸡蛋煎饼同时以自营和加盟模式运营。

表 1：公司品牌介绍

品牌	九毛九	太二	2 颗鸡蛋煎饼	怂	那未大叔是大厨
	九毛九	太二	2颗鸡蛋煎饼 DOUBLE EGGS	现煮串串	那未大叔
主打菜系/菜品	中国西北菜系为主并融合其他地区的餐饮风格	老坛酸菜鱼	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	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	50-70 元	70-90 元	20-30 元	50-70 元	120-150 元
餐厅建筑面积	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
餐厅数量（截至 2019/12/31）	自营：143	自营：126	自营：21 加盟：44	自营：1	自营：1

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

公司创始人从海口第一家面馆到广州第一家面馆，再到确立九毛九品牌，经历二十余年。二十余年的积累，使公司具备了强大的餐饮连锁品牌运营能力。2015 年起由九毛九单

一品牌迈向多品牌运营，先后尝试过太二、不怕虎牛腩、椰语堂、咧嘴、2 颗鸡蛋煎饼、怂及那未大叔是大厨共七个不同档次&菜系的品牌。目前不怕虎牛腩、椰语堂、咧嘴先后因为业绩不佳关闭或者转让相关餐厅，而太二成功展现发展潜力，成为公司新的增长动力。

表 2：公司已关闭品牌概况

	主打菜系/菜品	经营情况
不怕虎牛腩	提供三种独特的牛腩菜肴	一共开设 6 间餐厅，关闭了 4 间餐厅并于 2018 年将其余 2 间餐厅的权益无偿转让予该品牌占少数股份的股东
椰语堂	提供椰子相关的甜品	一共开设 1 间餐厅，于 2016 年试行期间关闭
咧嘴	提供多种鱼类菜肴	一共开设 4 间餐厅，,于 2019 年试行期间关闭 3 间餐厅，并将剩下餐厅的权益转让予该品牌占少数股份的股东，作价人民币 100,000 元

上述 11 间餐厅往期收入贡献占比	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
	0.4%	1.3%	0.6%	0.1%

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

我们认为，公司最大特点在于其领先的餐饮品牌运营和管理能力，持续打造新品牌以及承担试错风险的能力是中餐运营及管理企业的必备要素。目前，公司在经营的五大品牌：九毛九西北菜、太二酸菜鱼、2 颗鸡蛋煎饼、怂现煮串串及那未大叔是大厨粤菜，覆盖从小吃到快餐到正餐的不同品类，以及大众和品质的不同档次，五大品牌已形成一个层次丰富的产品矩阵，相互之间错位竞争并在一定程度上产生协同。

九毛九：经典西北菜，行业增速趋稳

九毛九以供应中国西北菜为主，主要特点包括：**1）菜品：**提供标志性的山西面食及其他家常菜，目前菜单包含约 60–80 种菜品，每年更新菜单约 20%–30%的菜式。**2）客单价：**约为 50 元至 70 元。**3）就餐环境：**餐厅面积通常介于 250 至 400 平方米，约 45 桌平均可容纳约 180 位顾客。

表 3：九毛九代表菜品

长寿面

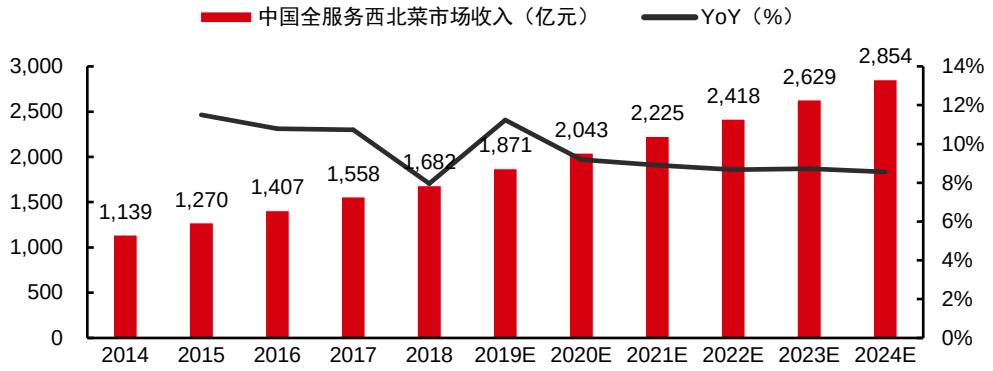
二斤大骨头

资料来源：公司招股说明书

中国西北菜是包括中国西北五省（即陕西、甘肃、青海、宁夏及新疆）的传统美食。根据弗若斯特沙利文测算（如无特别说明，本文使用的弗若斯特沙利文数据均来自九毛九招股说明书），2018 年中国全服务西北菜市场的收入达到 1,682 亿元，占中国餐饮服务市场的 3.9%，2014-18 年复合年增长率为 10.2%。预期 2024 年将达 2,854 亿元，2018-24 年复合年增长率为 9.2%。比较来看，西北菜市场增速和中餐市场 2014-18 年 9.4%、2018-

24 年预计 8.3%的复合年增长率基本趋同，总体平稳。

图 9：中国全服务西北菜市场收入规模及增速



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文（含预测），中信证券研究部

目前中国西北菜市场 90%以上为非连锁餐厅，市场非常分散。2018 年前三大西北菜品牌市场份额约为 4.3%，其中九毛九在中国西北菜市场排名第二，约占市场份额 0.8%。

表 4：按收入划分 2018 年中国前三大西北菜餐厅

排名	公司	简介	总收入（亿元）	市场份额（%）
1	公司 A（西贝莜面村）	于 1988 年成立的非上市公司，总部位于中国北京，主要专注于中国西北菜	53	3.2
2	九毛九西北菜		13	0.8
3	公司 F（北疆饭店）	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	7	0.4
	三大公司小计		**73**	**4.3**
	其他		**1,609**	**95.7**
	总计		**1,682**	**100.0**

资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，中信证券研究部　注：九毛九的总收入指九毛九公司旗下九毛九西北菜品牌实现的营业收入；公司招股说明书未注明相关公司名称，具体名称来自中信证券研究部参考简介推断

与西贝莜面村存在一定差距，华南地区具备相对优势。同业比较来看：1）收入方面，以 2018 年营业收入计，九毛九位列行业第二，收入规模约为西贝莜面村的 25%；2）门店数量方面，截至 2019 年 12 月，西贝莜面村在全国拥有 361 家门店，九毛九在全国拥有 143 家门店，门店数量约为西贝莜面村的 40%；3）门店分布方面：西贝莜面村门店分布在全国 24 个省/直辖市，九毛九门店分布在全国 8 个省/直辖市。

表 5：按收入计 2018 年中国前三大西北菜餐厅部分经营数据比较

	西贝莜面村	九毛九	北疆饭店
数据截止日期	2019.12.13	2019.12.11	2019.12.17
门店数量	361	143	114
人均（元）	91.63	60.94	71.41
单店评论数	2,144	1808	2138
评价星级	4.62	4.18	4.19
好评率	88.47%	80.71%	81.48%
单店外卖月销（单）	2,698	1766	623

资料来源：窄门餐眼，中信证券研究部

聚焦在华南地区来看，九毛九在广东和海南拥有 104 家、16 家餐厅，对比西贝莜面村在广东和海南的 48 家、0 家餐厅具备区域性的相对优势。

图 10：西贝莜面村门店分布

资料来源：窄门餐眼，中信证券研究部　注：截至 2019 年 12 月

图 11：九毛九门店分布

资料来源：窄门餐眼，中信证券研究部　注：截至 2019 年 12 月

太二：定位年轻客群，以火爆单品树立品牌

太二于 2015 年推出，以酸菜鱼为特色，以年轻顾客为目标客户群。主要特点包括：**1）菜品：**除招牌老坛子酸菜鱼以外，提供的菜式不超过 23 种。**2）客单价：**约为 70 元至 90 元。**3）就餐环境：**餐厅面积通常介于 200 至 300 平方米，大约有 33 张餐桌可容纳约 110 位顾客。

表 6：太二代表菜品及餐厅环境

老坛酸菜鱼

蛋酥软糍粑

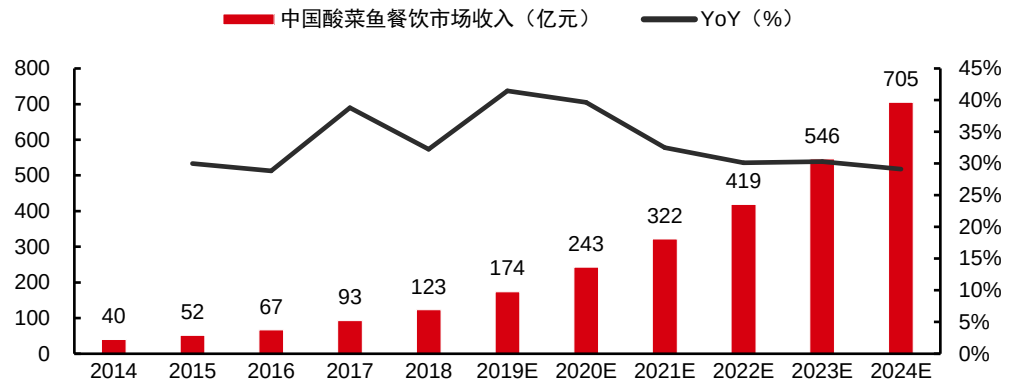
餐厅环境示例 1

餐厅环境示例 2

资料来源：公司招股说明书

酸菜鱼作为爆款单品日益兴起。近年来，专注于中国著名传统菜肴酸菜鱼的餐厅逐步兴起。根据弗若斯特沙利文测算，按中国酸菜鱼餐厅总收入计，2018 年中国酸菜鱼市场收入达到 123 亿元，占中国餐饮服务市场的 0.3%，2014-18 年复合年增长率为 32.3%。预计 2024 年将达到 705 亿元，2018-24 年复合年增长率为 33.7%。

图 12：中国酸菜鱼餐饮市场收入规模及增速



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文（含预测），中信证券研究部

目前中国酸菜鱼市场拥有超过 1,000 家餐厅运营者，2018 年前三大酸菜鱼品牌的市场份额为 11.2%。其中，太二品牌 2018 年收入 5.4 亿元，在中国所有酸菜鱼餐厅中排名第一，市场份额为 4.4%。比较来看，收入规模前三位的另外两个品牌均采用自营+加盟的模式，仅有太二使用完全自营的模式，与加盟模式相比，自营模式下对各餐厅的运营有更强的管理和控制，以保证品质和服务的高标准及统一性。

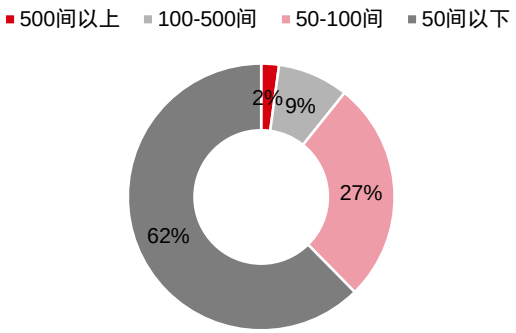
表 7：按餐厅数量及收入划分 2018 年中国前三大酸菜鱼餐厅

排名	公司	简介	餐厅数量	总收入（亿元）	市场份额（%）
1	太二		65	5.4	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	~100	4.7	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	~80	3.6	3.0
	三大公司小计			**13.8**	**11.2**
	其他			**109.2**	**88.8**
	总计			**123.0**	**100.0**

资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，中信证券研究部　注：上述三大酸菜鱼餐厅品牌当中，仅太二处于自营模式，而另外两家处于自营&加盟模式，公司 G 及公司 H 的总收入包括来自其自营及加盟餐厅的收入

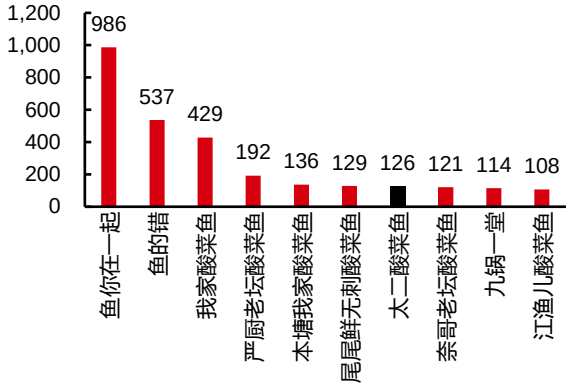
太二坚持自营，餐厅数量不占优但口碑同业领先。就整个酸菜鱼行业比较来看，参考窄门餐眼对酸菜鱼品类餐厅品牌的统计，截至 2019 年 12 月，全国有约 93 个品牌拥有大于 1 间餐厅，即连锁品牌。在这 93 个连锁品牌中，2 个品牌拥有超过 500 间餐厅（自营+加盟，下同），8 个品牌拥有 100-500 间餐厅，25 个品牌拥有 50-100 间餐厅，58 个品牌餐厅数量少于 50 间。截至 2019 年 12 月 31 日，太二拥有 126 间餐厅，就餐厅数量而言位居全国第 7。

图 13：连锁酸菜鱼品牌的餐厅数量分布



资料来源：窄门餐眼，中信证券研究部　注：截至 2019 年 12 月

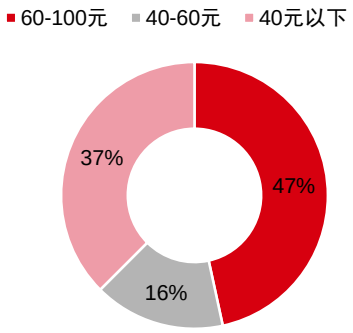
图 14：连锁酸菜鱼品牌餐厅数量 top10（自营+加盟）



资料来源：窄门餐眼，中信证券研究部　注：截至 2019 年 12 月

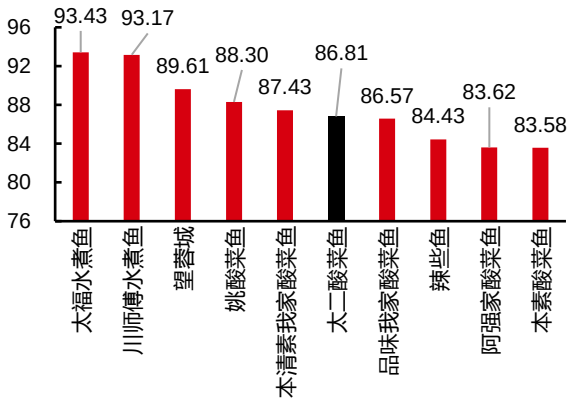
在上述 93 个品牌当中，按客单价划分，所有品牌客单价均低于 100 元，证明酸菜鱼品类具备典型的大众消费的特征。这其中，41 个品牌客单价为 60-100 元，14 个品牌客单价为 40-60 元，33 个品牌客单价低于 40 元，可以认为目前以酸菜鱼品类作为特色的餐厅更偏向于包含服务的正餐模式，而不仅仅是单纯的快餐。其中，太二客单价约 86.81 元，在全部 93 个连锁品牌中位于第 6 位。

图 15：连锁酸菜鱼品牌客单价分布



资料来源：窄门餐眼，中信证券研究部　注：截至 2019 年 12 月

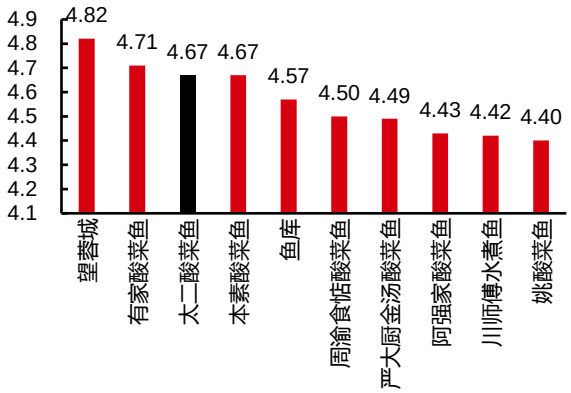
图 16：连锁酸菜鱼品牌客单价 top10（元）



资料来源：窄门餐眼，中信证券研究部　注：截至 2019 年 12 月

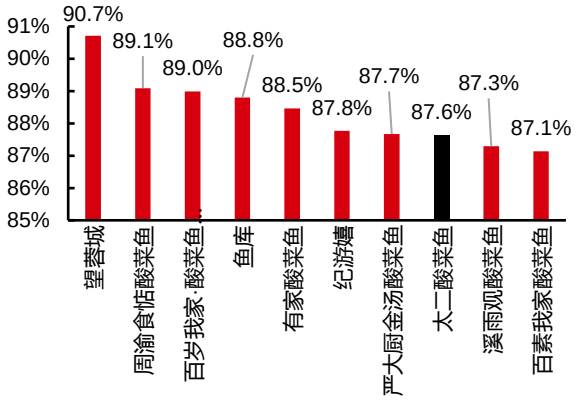
如果以客单价 60 元作为标准界定该连锁酸菜鱼品牌为正餐，在上述 93 个品牌当中有 41 个正餐酸菜鱼品牌，根据窄门餐眼采集到的对 41 个品牌的第三方平台相关评价和打分情况，太二星级评价为 4.67、位居全部 41 个品牌第 3 位，好评率为 87.6%、位居全部 41 个品牌第 8 位。

图 17：连锁酸菜鱼品牌中正餐模式餐厅星级评价 top10



资料来源：窄门餐眼采集自大众点评，中信证券研究部　注：截至 2019 年 12 月

图 18：连锁酸菜鱼品牌中正餐模式餐厅好评率 top10



资料来源：窄门餐眼采集自大众点评，中信证券研究部　注：截至 2019 年 12 月

其他品牌：均处于成长期，还需市场检验

2 颗鸡蛋煎饼：现代小食快餐，主打方便&快捷

2 颗鸡蛋煎饼于 2017 年推出，主要在人流量较多的地方营运，包括商场、学校区域及公共交通枢纽。以健康、方便、快捷为品牌方向，以年轻顾客为目标群体。其主要特点包括：**1）菜品：**提供可自由搭配的煎饼产品，大约每隔一个半月更新一次菜单。**2）客单价：**约为 20 元至 30 元。**3）就餐环境：**顾客主要以外带为主，餐厅面积面积通常介于 10 至 40 平方米；以黄色及白色为主色调装修，展现煎饼两种基本食材鸡蛋和面粉的特色。

表 8：2 颗鸡蛋煎饼餐厅环境及菜品

餐厅环境

菜品

资料来源：公司招股说明书

怂：新式川味冷锅串串

怂于 2019 年推出，主打冷锅串串，以年轻顾客为主要目标。顾客人均消费约为 50 元至 70 元。目前营业的怂餐厅面积约为 136 平方米。计划新开业的餐厅面积介于 120 至 200 平方米之间并在自营模式下营运。

表 9：怂餐厅环境及菜品

餐厅环境

菜品

资料来源：公司招股说明书

那未大叔是大厨：中高端粤菜品牌

那未大叔是大厨品牌于 2019 年推出，提供品质粤菜，菜品种类不超过 35 种，以中高端顾客为主要目标。顾客人均消费介于 120 元至 150 元。当前已开业餐厅面积约为 380 平方米，未来拟开业的新餐厅面积预计为 300 平方米至 500 平方米并在自营模式下营运。

表 10：那未大叔是大厨餐厅环境及菜品

餐厅环境

菜品

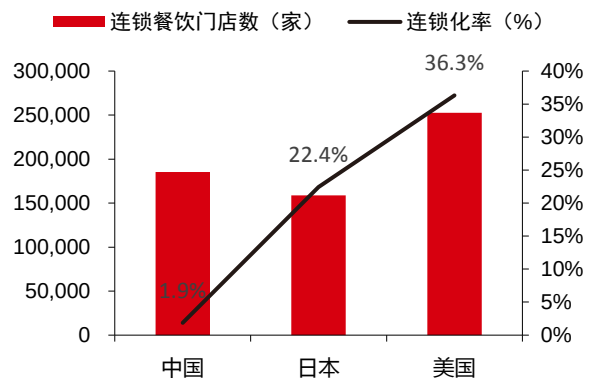
资料来源：公司招股说明书

抓住中式快时尚餐饮风口，持续打磨标准化能力

标准化是中餐连锁化率提升的前提

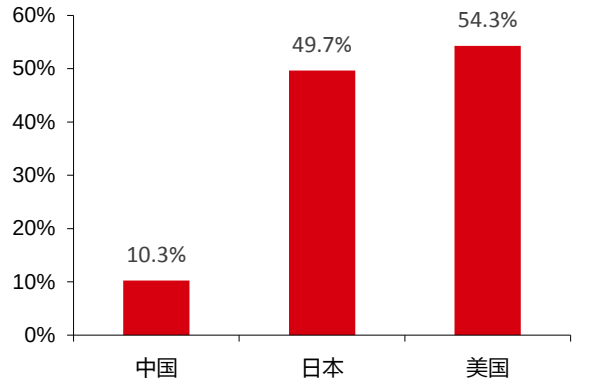
中国餐饮连锁化程度较低。根据 Euromonitor 的数据，2019 年中国、日本、美国餐饮门店数量分别约 991.9 万家、70.9 万家和 69.5 万家，连锁门店数量约 18.5 万家、15.9 万家和 25.3 万家，对应的餐厅连锁化率分别为 1.9%、22.4%和 36.3%。按照收入口径，2019 年中国、日本、美国连锁餐饮企业的收入占餐饮行业总收入比重分别为 10.3%、49.7%和 54.3%。

图 19：2019 年中日美餐饮连锁门店数量及连锁化率



资料来源：euromonitor，中信证券研究部

图 20：2019 年中日美餐饮连锁企业收入占比

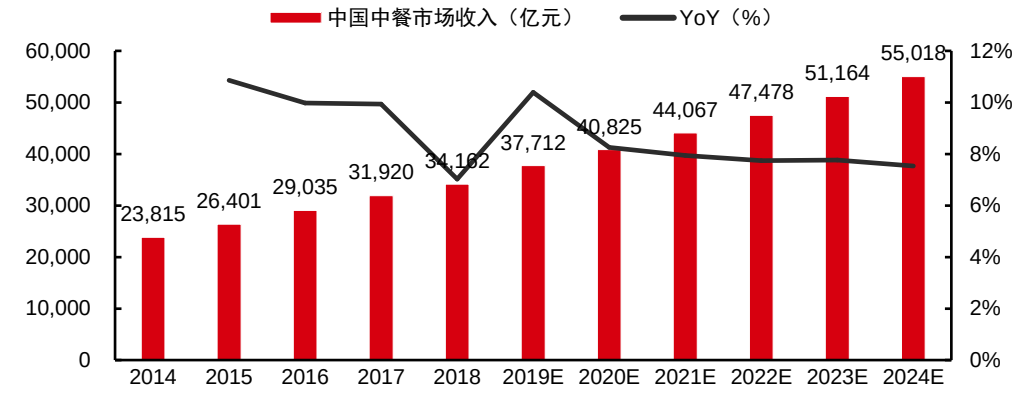


资料来源：euromonitor，中信证券研究部

中国餐饮服务市场连锁化率低、集中度低，我们认为主要原因包括：（1）中国地域辽阔、口味差异大，规模化运营难度大；（2）消费者品牌认知意识还不足够；（3）人均餐饮消费支出水平仍然较低，品牌化、连锁化运营的成本曲线难以扭转。但这些因素正在发生变化，需求端的消费升级叠加供给端的效率进化，均将推动餐饮服务市场连锁化率、集中度提升，而此过程将带来大量的餐饮品牌建立和运营的空间。

中餐一直在中国餐饮服务市场占主导地位。2018 年中餐市场收入为 34,162 亿元，占中国餐饮服务市场总收入约 80.0%，2014-18 年复合年增长率为 9.4%，弗若斯特沙利文预计 018 年至 2024 年将按 8.3%的复合年增长率增长至 55,018 亿元。中国中餐市场格局分散，目前全国有超过 400 万家中餐厅，行业前三市占仅约 0.8%。

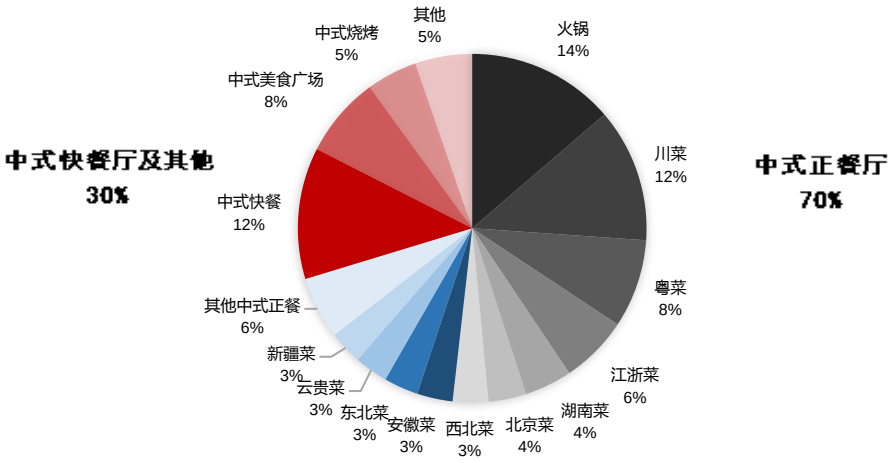
图 21：中国中餐市场收入规模及增速



资料来源：公司招股说明书，国家统计局，弗若斯特沙利文（含预测），中信证券研究部

细分来看，中餐可进一步分为中式正餐厅（火锅、川菜及粤菜等）、中式快餐厅及其他（烧烤等街头食品）。根据弗若斯特沙利文测算，目前国内中式正餐和中式快餐占比约 7:3。

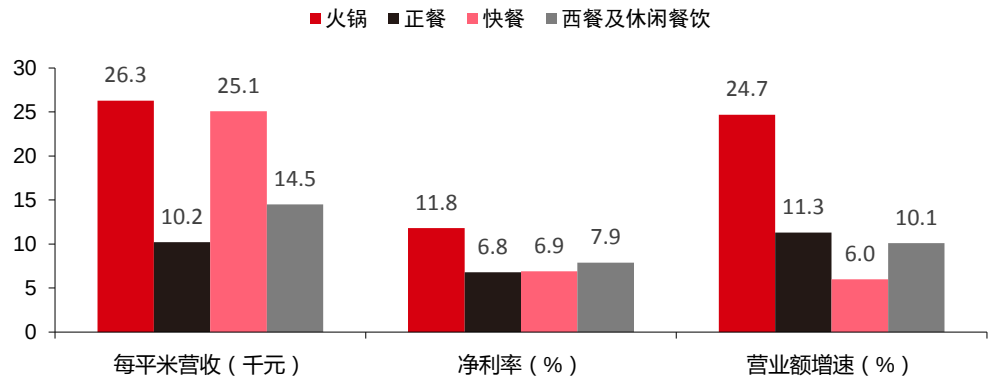
图 22：中餐市场份额划分（按菜品）



资料来源：弗若斯特沙利文（引自海底捞招股说明书），中信证券研究部

由于中国口味复杂、地域差异大、食材数量极为丰富，导致中餐标准化难度较高。而标准化是实现餐饮企业单体规模化进而提升连锁化率的必要条件，因此相对容易标准化的业态更具连锁化率和规模效应提升的基础。

图 23：不同类型餐饮业态盈利能力对比



资料来源：《中国餐饮报告 2019》（餐饮老板内参、美团点评），中信证券研究部

城市化率提升和消费年轻化驱动中式快时尚餐饮异军突起

近年来，中式快时尚餐饮迅速发展并成为引领中餐增长的新业态。中式快时尚餐饮具有以下特点：

表 11：中式快时尚餐厅的特点

序号	特点
1	供应中式餐饮
2	位于购物商场内
3	人均支出介乎 50-150 元之间
4	翻桌率较高，一般超过 2.0
5	用餐时间短，一般不超过一个小时
6	气氛休闲及高端的现代装潢

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

九毛九公司旗下两大主要品牌九毛九和太二是中式快时尚餐饮的典型代表，2018 年九毛九公司收入约 19 亿元，据弗若斯特沙利文测算，在中国所有中式快时尚餐饮公司中排名第三，约占市场份额为 1.0%。

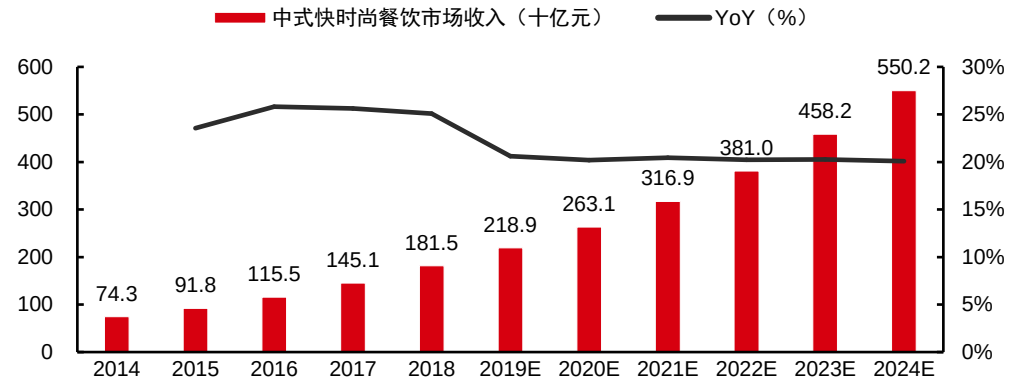
表 12：按收入划分 2018 年中国前五大中式快时尚餐饮公司

排名	公司	简介	总收入（亿元）	市场份额（%）
1	公司 A（西贝）	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	53	2.9
2	公司 B（外婆家）	于 1998 年成立的非上市公司，总部位于中国浙江省杭州市，主要专注于快時尚餐饮及浙江菜	37	2.0
3	九毛九公司		19	1.0
4	公司 C（避风塘）	于 1998 年成立的非上市公司，总部位于中国上海，主要专注于快時尚餐饮及粤菜	14	0.8
5	公司 D（绿茶）	于 2008 年成立的非上市公司，总部位于中国浙江省杭州市，主要专注于快時尚餐饮及浙江菜	14	0.8
	五大公司小计		**137**	**7.5**
	其他		**1,678**	**92.5**
	总计		**1,815**	**100.0**

资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，中信证券研究部　注：招股说明书未注明相关公司名称，具体名称来自中信证券研究部参考简介推断

据弗若斯特沙利文测算，2018-24 年中国中餐市场收入复合年增长率为 8.3%，而中国中式快时尚餐饮市场的复合年增长率达 20.3%。我们认为：1）城市化率提升推动购物商场的增加，以及 2）消费群体迭代下年轻一代成为消费主力是中式快时尚餐饮迅速崛起的重要原因。

图 24：中国中式快时尚餐饮市场市场收入规模及增速

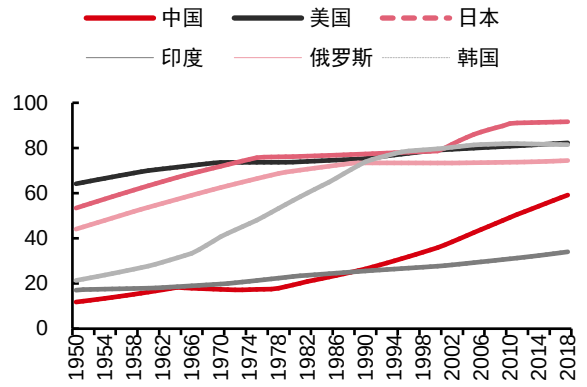


资料来源：公司招股说明书，国家统计局，弗若斯特沙利文（含预测），中信证券研究部

城市化率不断提高推动购物商场的增加。餐饮在购物商场中的地位日渐重要，近年来预计占传统购物商场总面积高达 20%，而在商业区购物商场则约占三分之一。大多数新建立的商场为了获取更大的客流而更加专注于餐饮服务，与传统街市餐馆相比，购物商场的餐厅通常能够为消费者提供更好的环境及服务。

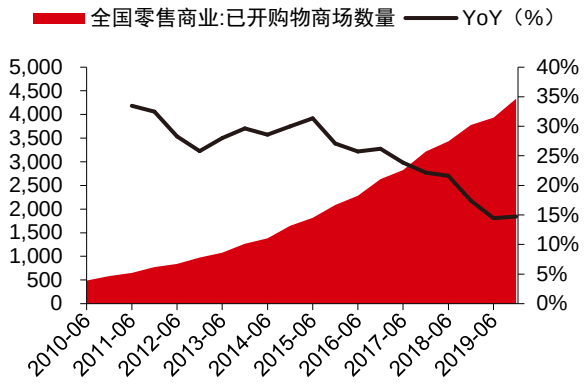
随着中国城市化进程的加快，中国购物商场持续增加，根据赢商大数据统计，数量由 2010 年底的 585 家增加至 2019 年底的 4,335 家。而弗若斯特沙利文测算，预期 2018-24 年中国购物商场复合年增长率为 8.8%。

图 25：主要国家城市化率比较（%）



资料来源：联合国，中信证券研究部

图 26：全国已开购物商场数量及增速

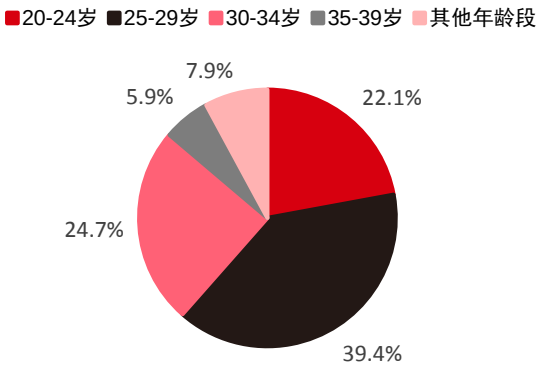


资料来源：赢商大数据，中信证券研究部

中式快时尚餐厅的主要特点之一正是大多位于购物商场内。购物商场通过其标准化及高质量的基础设施为餐厅提供极大便利，包括系统地处理餐厅开设及运营程序，如消防、电力及其他公共设施。此外，购物商场通常拥有全国网络，餐厅品牌可利用该网络进行自身扩张。以上都为中国中式快时尚餐饮的发展提供了有力支撑。

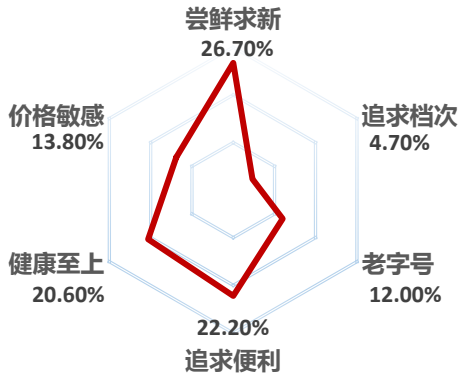
消费群体迭代，90 后成消费新引擎。根据美团点评数据显示，80、90 后人群在整个餐饮用户层中的占比接近 7 成。80、90 后的餐饮消费特征可概括为：生活节奏快，社交属性及群体意识强，外出就餐频率高，创新、便利和健康是吸引年轻消费者的最核心要素。该群体对口味的接受程度更广，注重就餐环境和个性化体验。以上特征恰好与中式快时尚餐饮的定位相契合。

图 27：不同年龄段用户外卖订单量占比



资料来源：美团点评研究院，中信证券研究部　注：以 2019 年前三季度订单量为基准

图 28：餐饮品牌吸引新生代的核心要素



资料来源：零点有数集团，中信证券研究部

随着新一代消费群体的崛起，其就餐习惯也正在改变着传统餐厅的经营模式，新一代消费群体是当前外卖餐饮的主力消费人群，外卖业务已成为传统餐厅的重要订单来源。九毛九公司分别于 2016 年 3 月及 2017 年开始为九毛九西北菜餐厅及 2 颗鸡蛋煎饼餐厅提供外卖服务，当前外卖业务占公司收入的比重已经从 2016 年的 2.1%提升至 2019 年的 8.0%。公司主要与第三方外卖平台合作提供外卖服务，并支付所得收入的 9.4%至 16.0%作为佣金。

此外，当前中国年轻人的生活已与线上社交媒体密不可分。互联网的发展为餐厅运营商与消费者之间建立新纽带，消费者可凭借线上社交媒体更加便捷地下达食物订单及分享评论。中式快时尚餐厅十分注重品牌的打造和自身独特形象的树立，借助线上社交媒体的快速发展为餐厅带来了粉丝经济，增加了顾客黏性。

持续打磨标准化运作能力，构建可快速扩张的业务模式

自 2015 年推出太二品牌走上多品牌发展道路开始，公司从截至 2016 年 1 月 1 日的共 142 家餐厅（自营）迅速扩展餐厅网络至 2019 年 12 月 31 日的共 292 家餐厅（自营）。公司的快速扩张主要得益于逐步建立起来的高标准化且易复制的业务模式。

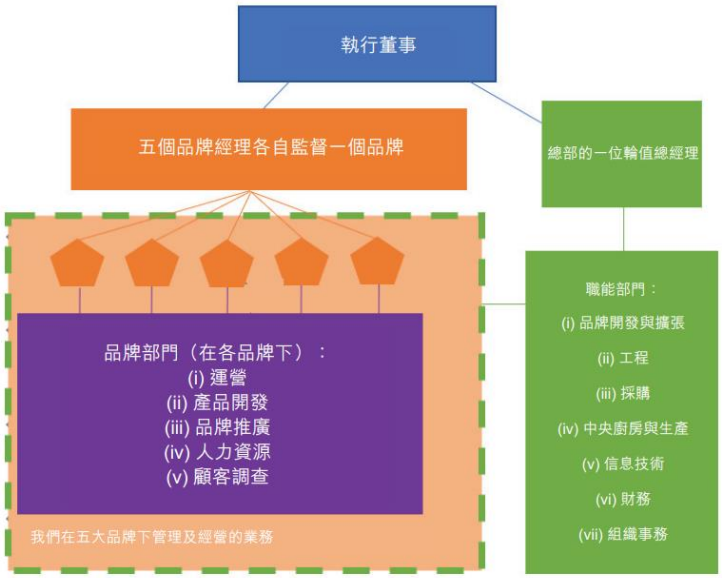
标准化运营能够确保连锁餐饮企业的餐厅网络中所有餐厅食物、服务及整体用餐体验的一致性，是餐饮企业得以快速拓展餐厅网络、进行品牌管理及经营的关键。目前公司已经在食材储存、食物烹制及加工、餐厅卫生、食品服务、设施维护及员工行为以及员工培训制度等方面建立起来一套全面的标准及规范。

图 29：公司的全流程标准化业务模式所涵盖的环节

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部绘制

公司全流程标准化业务模式的建立首先基于公司所设置的“总部职能部门统一支持下子品牌分开管理”的组织架构，公司在总部统一设置工程、采购、中央厨房、信息技术等职能部门为各子品牌提供统一的支持，保证各环节的统一标准化。而各子品牌则由独立的品牌经理分别监督，品牌间相互独立、并行运作。

图 30：公司的管理组织架构



资料来源：公司招股说明书

具体来看，公司的全流程标准化业务模式体现在以下方面：

开店：专注购物中心布局并建立长期合作关系

自 2010 年在购物中心开设第一间餐厅起，截至 2019 年 12 月 22 日，公司已在商场开设 287 间餐厅，与 102 间商场合作超过三年，49 间商场与至少两个餐厅品牌合作。专注于购物中心的策略促进了公司餐厅网络的快速发展，原因在于：1）商场商业环境的相似性有助于餐厅的管理、运营及监督，更容易实现标准化；2）餐厅网络可以随着合作商场的异地扩张而实现扩张。

表 13：公司新餐厅选址原则及考量因素

	主要内容
原则	避免在同一商业区内开设同一品牌的餐厅
考量因素	商业区的位置
	商业区人口密度
	商业区的年龄分布，平均可支配收入及消费者族群
	商业区内消费者的消费模式及用餐习惯
	商业区内其他餐厅的位置
	高峰时段估计的客流量
	楼宇结构、停车场及广告牌的可用性
	租金费用及估计的投资回报率
	商业区竞争者的数量及性质

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

采购：设置严格采购程序，控制采购成本

公司总部设有专门采购团队，负责执行所有采购订单的集中采购。采购团队仅向位列供应商名单的供应商进行采购，通过招标程序以合理成本获得高品质的食材。

公司制定了完整的供应商甄选标准（包括供应商的市场信誉、财务状况、资质、产能

及生产程序控制、品质控制、定价、产品质量及产品召回及跟踪制度等），并与通过筛选的供应商就食材供应就质量、定价、交付时间表、最优优惠条款等订立一年的框架协议。

表 14：截至 2019 年 6 月 30 日止六个月前五大供应商供应 25.7%的采购量

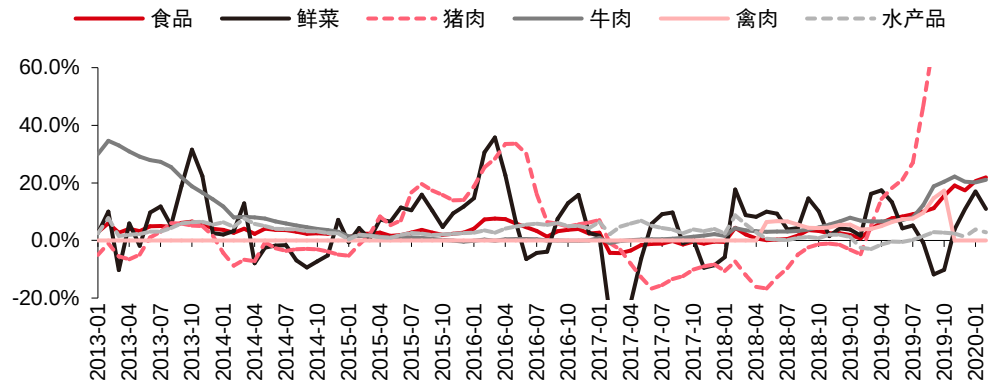
排名	供应商	采购的原材料及耗材	购买金额（千元）	占总采购量的比重
1	供应商 A	水产	54,256	10.8%
2	供应商 B	水产	30,999	6.2%
3	供应商 C	原材料及耗材	16,394	3.3%
4	供应商 D	大米、面粉及油	14,626	2.9%
5	供应商 E	蔬菜	12,784	2.5%
合计			**129,059**	**25.7%**

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

采购是餐饮企业经营过程中的重要前置环节，标准化统一采购程序的设立除了保证食材品质以及食品安全以外，对采购成本的控制同样重要。公司目前使用的主要原材料和耗材包括鲈鱼、猪肉、牛肉、鸡肉和蔬菜，其价格波动受供需、季节性、天气条件及自然灾害等因素的影响。从上述食材的价格指数变动来看，目前整体处于上涨中。

2016-2019 年，原材料及耗材占公司营业收入的比重分别为 33.0%、34.9%、35.5%及 36.7%，整体有所上涨，主要缘于太二品牌收入占比提高，而太二品牌所用原材料和耗材占收入比重高于九毛九。但总的来看，公司原材料及耗材占营业收入的比重较为稳定，这正是基于公司在采购环节对采购成本的控制。

图 31：主要食材 CPI 当月同比变动情况



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

一般来说，餐厅通常不会将短期内的主要食材价格上涨转嫁给顾客，因此能够控制采购成本对维持经营利润率至关重要。举例来看，2019 年以来由于非洲猪瘟影响，猪肉价格产生较大波动，公司通过使用冷冻猪肉代替新鲜猪肉，以及从西班牙、丹麦及英国等其他国家进口冷冻猪肉扩大供应来源进行应对。整体来看，2016/2017/2018/2019H1，新鲜猪肉占公司总采购成本的比重仅为 1.1%、1.6%、1.1%及 0.9%，公司未明显受到猪肉价格波动的影响。

此外，鲈鱼是太二品牌的重要原材料，目前公司为降低鲈鱼价格大幅波动的风险，在采购环节与供应商订立了一年内采购价格不变的协议，除非出现重大市场变动与供应商重新协调价格，否则将能够保证一年内鲈鱼供应价格的稳定。

表 15：主要食材价格波动对公司经营业绩的敏感性分析（以 2018 年为例，千元）

	12%	9%	6%	-6%	-9%	-12%
所有原材料及耗材	752,483	732,327	712,172	631,548	611,393	591,237
所有原材料及耗材变动	80,623	60,467	40,312	（40,312）	（60,467）	（80,623）
年度溢利变动	（60,467）	（45,350）	（30,234）	30,234	45,350	60,467

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

加工：设置中央厨房完成半成品生产

公司目前在广东、湖北及海南设有中央厨房，由中央厨房生产、加工大部分菜品及食材，餐厅层面仅需进行有限的烹饪。这一模式不仅保证了食物的口味及质量的一致性，还降低了对餐厅软硬件及员工的要求，能够获得更大的规模经济效益及实现更高的效率。公司在广东、湖北及海南的中央厨房分别为华南（除海南外）、华中及华东、海南的餐厅提供食材。根据公司全球发售后募集资金使用计划，公司将于 2021 年前在佛山开设新的中央厨房，以缓解广东现有中央厨房利用率即将达到 100%的情况，并将对现有中央厨房进行翻新以进一步提高产能。

表 16：公司中央厨房的产能及利用率情况

单位：百万吨	截至 12 月 31 日									截至 6 月 30 日			启动时间
	2016			2017			2018			2019			
	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%	2016 年 12 月
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%	2016 年 9 月
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%	2015 年 12 月

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部　注：公司于 2012 年在广州建立中央厨房，设计产能 290 万吨，随着餐厅数增加，公司在佛山建设新的中央厨房，设计产能 1,460 万吨并于 2016 年 12 月投入运营，取代广州的中央厨房。广东中央厨房 2016 年的产能及产量指 2016 年前十一个月位于广州连同 2016 年 12 月位于佛山的中央厨房的产能及产量。2017 年、2018 年及截至 2019 年 6 月 30 日止六个月的产能及产量仅指佛山中央厨房的产能及产量

同时，公司已建立起一套自有物流系统，位于广东、海南及湖北的三个中央厨房，每个厨房均配有三个仓库。物流系统负责统一协调整个餐厅网络所需供应品的购买、存储及交付，各个物流设施的服务范围约为 200 公里。

表 17：公司物流仓库情况

位置	自有仓库数量	建筑面积（平方米）	冷冻仓库	冷藏仓库	常温仓库
广东	3	6,221	1	1	1
海南	3	821	1	1	1
湖北	3	674	1	1	1

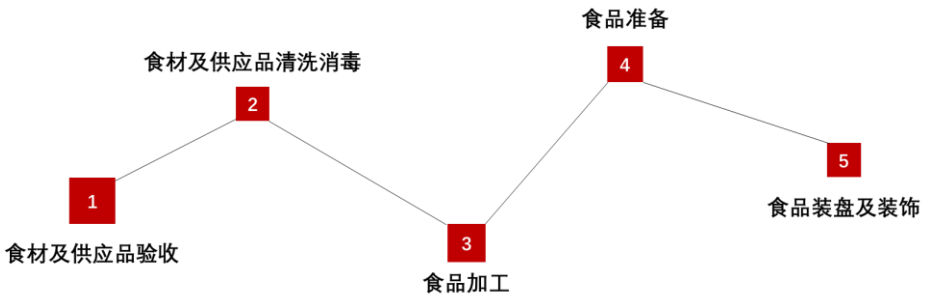
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部　注：截至 2019 年 12 月 22 日

运营：设置餐厅标准操作流程，提供全面的员工培训

在餐厅经营层面，公司就餐厅经营各个方面（包括餐厅设计、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）设置了整体标准流程。此外，公司将餐厅经营程序划分为五个环节，就每个环节提供员工易于遵守的指导和程序。同时，公司为雇员提供全面的线上及线下培训，以保证新员工能够快速熟悉所有的标准化操作流程，并帮助

员工持续成长，为新餐厅的扩张储备人才。

图 32：公司餐厅经营程序的五个环节



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部绘制

关店：持续跟踪评估餐厅表现，及时关闭表现欠佳餐厅

公司定期评估旗下自营及管理的不同品牌的各餐厅的表现，综合考察如餐厅收入、卫生、食品安全及顾客反馈等一系列指标。

对于自营餐厅，如果成熟品牌餐厅连续三个月集团应占净现金流量（指餐厅层面利润加回非现金管理费用，如折旧及摊销）为负，公司将实施若干整改措施，包括增加营销投资、与业主磋商降低租金及变更管理团队；若整改之后的三个月仍然表现不佳，公司将考虑予以关闭。对于新成立的品牌，观察期可延长至六个月。

对于加盟餐厅，公司对加盟商及加盟餐厅持续进行监督以确保其遵守相关的加盟协议，包括严格遵守统一服务及质量标准以及遵守适用的法律和法规，对于不符合标准且未能及时纠正问题的加盟商及加盟餐厅，公司有权终止合作。

表 18：公司近年来关闭/出售餐厅情况

已关闭/出售餐厅数量	截至 12 月 31 日			截至 6 月 30 日
	2016	2017	2018	2019
九毛九				
因业绩不佳	12	1	3	4
因终止租赁协议	1	5	5	4
太二（因终止租赁协议）	—	1	—	—
2 颗鸡蛋煎饼				
自营，因业绩不佳	—	—	1	1
加盟，因业绩不佳	—	—	1	3
怂	—	—	—	—
那未大叔是大厨	—	—	—	—
椰语堂（因业绩不佳）	1	—	—	—
不怕虎牛腩（因业绩不佳）	—	2	4	—
咧嘴（因业绩不佳）	—	—	—	4
总计	**14**	**9**	**14**	**16**

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

空间仍在，品牌梯队接力成长

当前从菜系来看，公司旗下品牌涉及西北菜、酸菜鱼、煎饼、冷锅串串、粤菜，从就餐方式来看，涉及正餐、快餐小吃，我们认为公司已经成为一家集不同菜系、不同就餐场景于一体的综合性中餐品牌运营及管理企业。公司计划于 2019 至 2021 年间开设约 370 间自营餐厅，其中约 240 间太二餐厅，约 54 间九毛九餐厅，76 间其他品牌餐厅。我们认为从品类（菜系）和区域两个维度来看，公司未来均具备足够的成长空间，大概率能够完成当前的开店计划。

品类：中餐菜系众多发掘空间大，公司未来开发新菜系具备海量选择。此外即使不考虑扩展至新的菜系，公司当前已有品牌所涉及的菜系市场仍然具备成长空间，公司在提升渗透率的同时将受益于市场规模本身的增长。

公司旗下五大品牌构成的产品矩阵中，九毛九西北菜已经进入成熟阶段，太二酸菜鱼处于高速成长阶段，2 颗鸡蛋煎饼、怂及那未大叔是大厨则还需要进一步孵化并接受市场的考验。五大品牌分处三个成长阶段，形成了较为合理的梯队，对公司而言既保证当前经营基本面的稳定，也为未来的持续成长提供动力。

表 19：公司当前品牌未来增长潜力分析

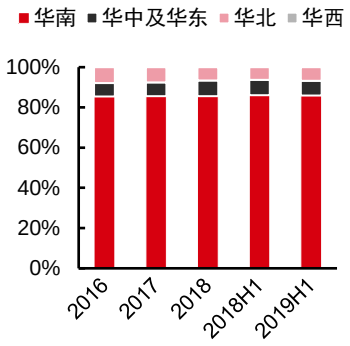
	九毛九	太二	2 颗鸡蛋煎饼 怂	那未大叔是大厨
所处细分市场	全服务西北菜	酸菜鱼	中式快餐	粤菜
18 年全市场餐厅数量	200,000 间	4,500 间		
21 年全市场餐厅数量（E）		9,700 间		
18 年市场规模	1,682 亿元	123 亿元	6,842 亿元	2,806 亿元
21 年市场规模（E）	2,225 亿元	322 亿元	9,256 亿元	3,838 亿元
18 年公司品牌的市场份额	0.8%	4.4%		
未来成长情况判断	1.行业走势：西北菜市场整体趋稳	1.行业走势：酸菜鱼单品仍在快速增长		
	2.区域渗透：九毛九在华南已具备高品牌知名度，全国来看与西贝莜面村有一定差距，拟新开餐厅主要渗透华南现有市场，巩固市场地位	2.区域渗透： 1）当前太二已经进入的 36 个城市中（截止 2019 年 12 月 22 日），绝大部分仅有不超过 3 间餐厅 2）2018 年中国约有 5,800 间购物中心，太二品牌入驻占比不到 2.0%，且预计 2020-21 年全国每年将新开 500 间购物中心 3）拟新开餐厅位于一线&新一线城市、及其他省会城市，消费能力较强		
	3.扩张计划：2019-21 年拟新开 16、18、20 间餐厅，2020-21 年拟关闭 10 间餐厅，九毛九餐厅整体数量预计保持稳定；2019 年实际新开 11 间、关闭 15 间，净减少 4 间餐厅	3.扩张计划： 2019 年全年拟新开 60 间餐厅，实际新开 61 间；2020-21 年拟新开合计 180 间餐厅仅占 2018 年行业餐厅数量 4.0%		

资料来源：Wind，公司招股说明书，弗若斯特沙利文（含预测），中信证券研究部

区域：公司从海南起步，于广东发展壮大。从收入的区域构成来看，目前广东是公司

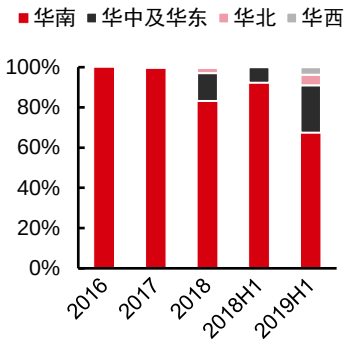
最重要的收入来源区域，截至 2016/2017/2018/2019H1，广东餐厅产生的收入分别占总收入的 75.1%、74.7%、73.4%、68.0%，虽然逐年下滑但是绝对优势仍然明显。分品牌来看，九毛九和太二华南地区收入均占绝对优势，其他品牌收入则全部来自华南。

图 33：九毛九收入地区构成



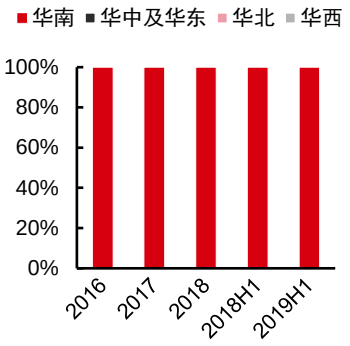
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 34：太二收入地区构成



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

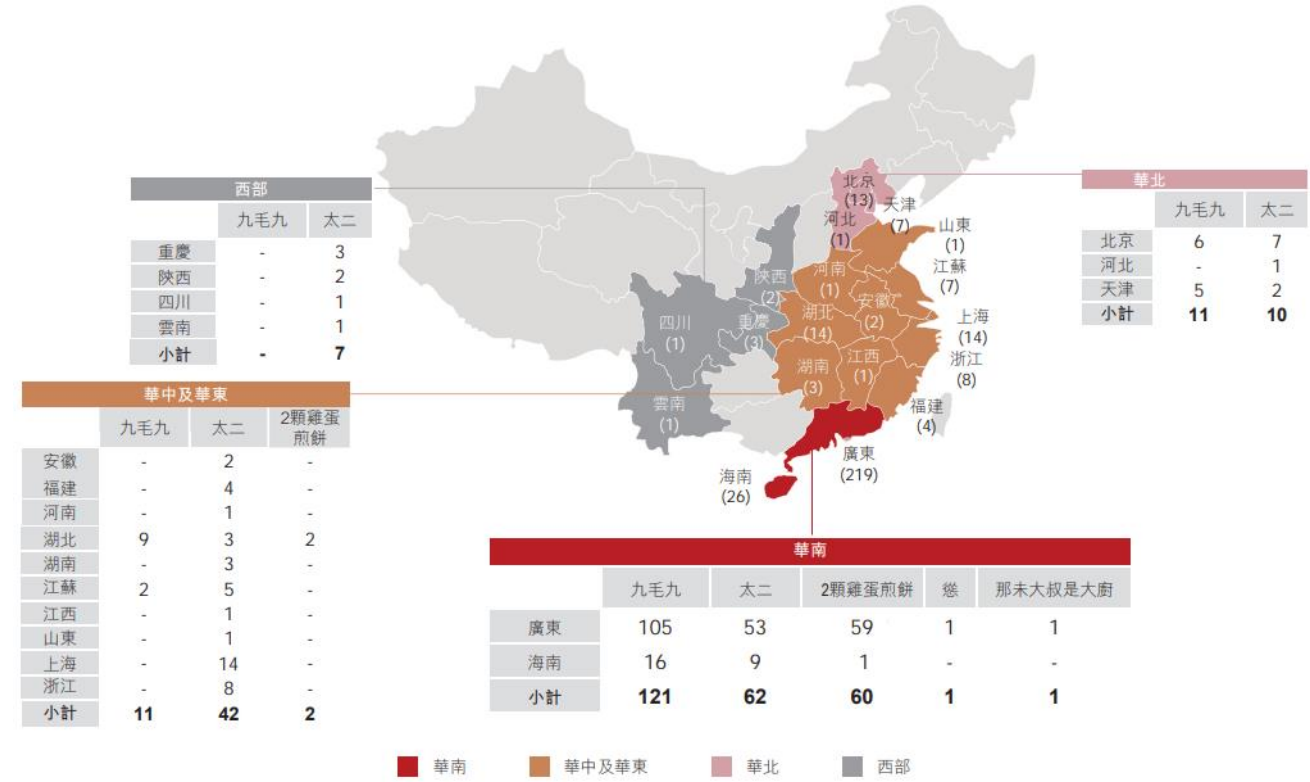
图 35：其他品牌收入地区构成



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

从公司餐厅覆盖范围来看，就中国大陆而言，截至 2019 年 12 月 22 日，除广东作为起步的省份拥有 219 间餐厅，以及海南（26 间）、上海（14 间）、湖北（14 间）、北京（13 间）拥有超过 10 间餐厅以外，公司在剩余已经进驻的 14 个省/直辖市拥有不超过 10 间餐厅，此外公司仍有 12 个省份未进入。

图 36：公司餐厅地域分布



西部

	九毛九	太二
重慶	-	3
陝西	-	2
四川	-	1
雲南	-	1
小計	-	7

華中及華東

	九毛九	太二	2顆雞蛋煎餅
安徽	-	2	-
福建	-	4	-
河南	-	1	-
湖北	9	3	2
湖南	-	3	-
江蘇	2	5	-
江西	-	1	-
山東	-	1	-
上海	-	14	-
浙江	-	8	-
小計	11	42	2

華北

	九毛九	太二
北京	6	7
河北	-	1
天津	5	2
小計	11	10

華南

	九毛九	太二	2顆雞蛋煎餅	燃	那未大叔是大廚
廣東	105	53	59	1	1
海南	16	9	1	-	-
小計	121	62	60	1	1

資料来源：公司招股说明书　注：1. 截至 2019 年 12 月 22 日；2. 广东 59 间 2 颗鸡蛋煎饼餐厅包括 21 间自营餐厅及 38 间加盟餐厅；3. 广东外其他地区的 2 颗鸡蛋煎饼餐厅均为加盟餐厅

综上我们认为，公司在其他区域增长空间仍然很大。截至 2019 年 12 月 22 日，公司超过 50%现有餐厅位于广州、深圳、上海、北京、天津及武汉的购物中心，超过 60%预计将于 2021 年 12 月 31 日前开始运营的新餐厅也位于上述城市。这意味着，在不考虑扩大覆盖范围的情况下，当前已进驻城市餐厅加密的空间即能满足公司大部分扩张计划。

在发展早期，公司聚焦于华南尤其是广东以建立区域影响力和优势，当前的扩张计划继续重视上述一线城市及新一线城市。

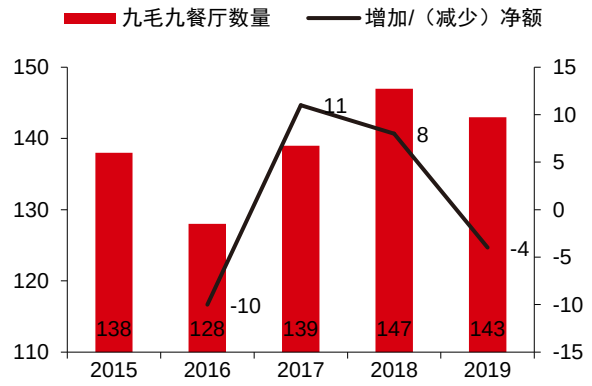
首先，该等城市均是中国经济发展水平领先的城市，人口的持续流入保持了当地的餐饮消费需求；**其次**，在同一城市进行餐厅的持续加密，能建立起更加强大的品牌影响力，提高公司采购、中央厨房和物流等支持环节的效率，降低单店的宣传、支持、采购等成本；**此外**，由于购物中心之间的竞争，以及众多新开的购物中心位于郊区、租金低于市区，因此预计上述城市未来租金整体将维持稳定，公司在单一城市进行餐厅加密的过程不会受到租金成本上涨的制约。

九毛九：未来首要稳住华南

考虑当前西北菜市场的整体情况以及行业竞争态势，我们认为九毛九品牌短期内很难在全国进行大规模布局并挑战西贝莜面村的市场份额和地位，因此进一步巩固当前在华南的市场地位和品牌影响力是更加务实的选择。对公司而言，预计九毛九品牌将难以为公司未来快速增长提供支持，但是可以作为公司经营面稳定的保证。

稳门店：公司计划于 2019-21 年间分别开设 16/18/20 家九毛九西北菜餐厅，三年合计 54 间，如果考虑公司拟于 2020-21 年关闭至少 10 间餐厅，则九毛九西北菜餐厅整体数量预计保持稳定（2019 年实际新开 11 间、关闭 15 间，净减少 4 间）。**稳华南：**九毛九西北菜在华南已具备高品牌知名度，未来拟新开餐厅主要渗透华南现有市场，以巩固在华南地区的市场地位。

图 37：九毛九餐厅数量及增减



资料来源：公司招股说明书，公司公告，中信证券研究部

图 38：九毛九餐厅扩张计划

	2019	2020	2021
一线城市	5	12	15
新一线城市	1	1	1
二线城市	5	3	3
三线及以下城市	5	2	1
新开张的总量	16	18	20
计划平均投资成本/餐厅（千元）		2,500	

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

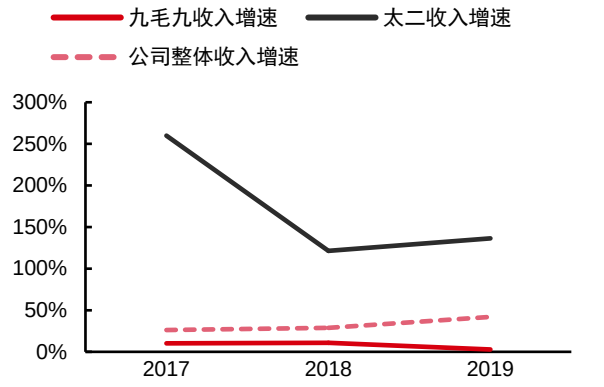
太二：品牌价值持续凸显，是未来几年的拳头产品

当前，太二因为采用完全自营的模式，其餐厅数量与行业第一的品牌仍有距离，但是

正是得益于自营模式对品质的控制，以及独特的品牌塑造，消费者对太二的评价极高，位于同业前列。我们认为如果太二能够在自营模式下持续保持高品质，参考行业第一品牌的餐厅数量，仍有很大的成长空间。

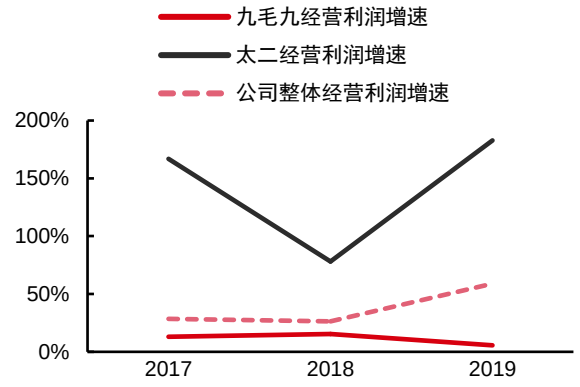
经营表现大幅领先其他品牌。太二自 2015 年 7 月推出以来发展迅速，收入贡献已由 2016 年的仅 5.8%提升至 2019 年的 47.5%，2016-2019 年营业收入复合年增长率达到 166.1%，2019 营业收入同比仍然保持超高增长，达到 136.4%。目前太二收入增长远超九毛九及公司整体增速，预计未来几年太二收入贡献占比将进一步提高。

图 39：太二收入增速高于九毛九及公司整体



资料来源：公司公告，中信证券研究部

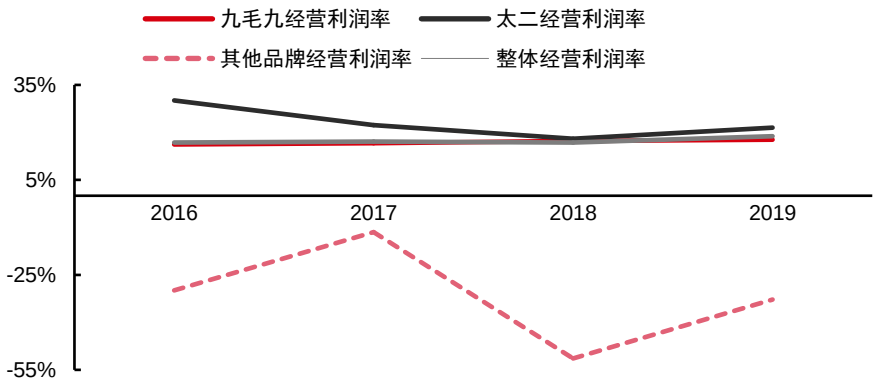
图 40：太二经营利润增速高于九毛九及公司整体



资料来源：公司公告，中信证券研究部

同时， 2019 年九毛九、太二、其他品牌经营利润率分别为 17.7%、21.5%、-32.8%，太二不仅在收入端表现好于其他品牌及公司整体，在经营利润率端同样表现更加优异。

图 41：太二经营利润率高于九毛九及公司整体



资料来源：公司公告，中信证券研究部

单品聚焦快速树立品牌，“奇葩”规定提升翻座率。公司当前运营的 5 大品牌中，九毛九主打西北菜，菜品种类约 60－80 种；而 2015 年以来推出并仍在运营的四个新品牌中，太二、2 颗鸡蛋煎饼、岾则是聚焦在酸菜鱼、煎饼、冷锅串串单品上；此外，那未大叔是大厨的菜品种类也不超过 35 种。通过精选菜品，聚焦爆款单品，除了更容易树立品牌效应外，在餐厅运营方面可以简化采购及物流，同时对菜品所需食材、烹饪方法及菜肴品相

做到精确可控，保证不同餐厅菜品风味的一致。

表 20：代表性上市餐饮&食品企业聚焦爆款单品

餐饮服务类				
公司	海底捞（6862.HK）	呷哺呷哺（0520.HK）	全聚德（002186.SZ）	味千（中国）（0538.HK）
代表产品	火锅	火锅	北京烤鸭	日式拉面
食品制造类				
公司	广州酒家（603043.SH）	周黑鸭（1458.HK）	绝味食品（603517.SH）	中饮股份（拟上市）
代表产品	月饼	卤味	卤味	面点

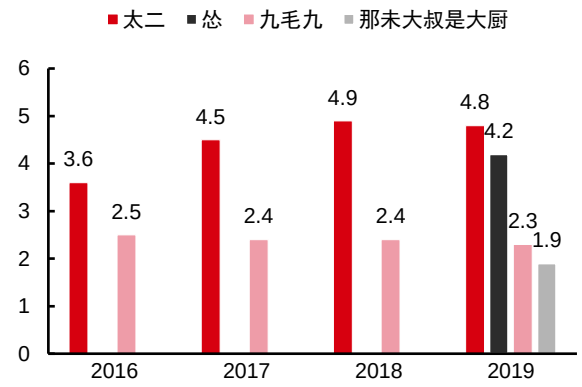
资料来源：各品牌官网，中信证券研究部

太二除了聚焦酸菜鱼这一核心品类以外，在经营风格上推行如“超过四位就餐不接待”、“不拼桌，不加位”等规定，看似“奇葩”、制造噱头，但其背后却是通过限制用餐人数以弱化社交属性，从而减少顾客用餐时间，提升翻座率。公司旗下品牌的经营数据横向比较来看，太二的翻座率高于怂、九毛九和那未大叔是大叔。2019 年，太二、怂、九毛九、那未大叔是大厨的翻座率分别为 4.8、4.2、2.3、1.9，太二翻座率 2019 年相较于 2018 年略有下滑主要与新开门店大幅增加有关。此外，与其他行业领先的餐饮品牌比较来看，2019 年海底捞整体翻台率为 4.8。

图 42：太二“奇葩”用餐规定

资料来源：大众点评

图 43：公司旗下品牌翻座率比较



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部　注：2 颗鸡蛋煎饼以外带为主，不涉及翻座率的计算

重视社群运营，增强客户粘性。据公司招股说明书披露，截至 2019 年 12 月 22 日，太二微信官方账号订阅者超 560 万，每贴平均阅读量超过 100,000 人次，且太二有 230 多个微信粉丝群，核心粉丝超过 170,000 名。太二以年轻顾客作为目标群体，通过新媒体方式进行品牌宣传，并建立自己的品牌专属社群，进一步拉近和顾客的关系，增加互动，提高顾客黏性。

图 44：太二 X 喜茶联名产品

资料来源：太二微信官方账号

图 45：太二微信官方账号在售网红陈皮洛神花茶

资料来源：太二微信官方账号

高经营效率+中等餐厅面积成就 7 个月投资回收期。太二餐厅面积通常介于 200 至 300 平方米，大约有 33 张餐桌可容纳约 110 位顾客，餐厅面积适中。中等的餐厅面积叠加前述的聚焦单品+高翻座率成就了太二优异的投资回报表现。当前公司大部分餐厅都能够在运营满一个月后实现收支平衡，但是现金投资回收期长短则差异较大，其中太二现金投资回收期仅为 7 个月，远远优于九毛九及 2 颗鸡蛋煎饼（自营）。

表 21：公司三大成熟品牌投资回收期

品牌	现金投资回收期
九毛九	22 个月
太二	7 个月
2 颗鸡蛋煎饼（自营）	15 个月

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

总的来说，太二品牌自 2015 年推出以来取得了优异的表现，餐厅数量迅速扩张，收入贡献不断提高，品牌价值持续凸显。未来，公司在 2019-2021 年的开店计划中，约 65%的计划数量为太二品牌，预计**太二将成为公司未来几年的拳头产品和主要的收入驱动力。**

表 22：太二餐厅扩张计划

	2019	2020	2021
一线城市	27	28	40

	2019	2020	2021
新一线城市	18	31	37
二线城市	11	19	21
三线及以下城市	4	2	2
新开张的总量	60（2019 年实际新开 61 间，关闭 0 间）	80	100
计划平均投资成本/餐厅（千元）			2,500

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

疫情时期太二外卖的惊艳表现再次凸显品牌价值。2020 年初疫情爆发对餐饮行业造成巨大冲击，公司旗下主要品牌九毛九西北菜和太二酸菜鱼全国门店从 1 月 26 日起暂停营业。其中九毛九西北菜从 2 月 24 日起陆续恢复外卖，3 月 28 日起陆续恢复堂食。太二酸菜鱼则从 2 月 24 日起在广深部分门店首次开通外卖一个月，在美团、饿了么同步上线；3 月 13 日，太二在广深之外的其他 17 个城市开通外卖并上线太二外卖小程序；3 月 20 日，太二宣布将外卖营业时间延长一个月；3 月 27 日，太二全国 34 个城市门店恢复堂食。

图 46：太二微信官方 2 月 24 日宣布广深上线外卖

资料来源：太二微信官方账号

图 47：太二微信官方 3 月 20 日宣布延长外卖时间

资料来源：太二微信官方账号

如果以恢复外卖为时间节点，则九毛九和太二完全停业时间为 29 天，如果以恢复堂食为时间节点，则九毛九和太二停业时间分别为 61、62 天，停业时间长达两个月。九毛九一直以来都有提供外卖服务，而一直坚持不做外卖的太二则在疫情这一特殊时期下首次开通了外卖，根据我们草根调研发现，疫情期间太二外卖的表现十分惊艳。

以太二（上海世纪汇店）为例，3 月 13 日上线外卖至 3 月 29 日，该店在美团、饿了么订单数量分别为 1,755、2,801 单，客单价大约为 144 元，太二外卖小程序未显示订数量及客单价，我们整理了所有菜品的销量及单价。

表 23：太二（上海世纪汇店）外卖数据统计

平台	订单数量	客单价	备注
美团外卖	1,755	144	截至 2020 年 3 月 29 日
饿了么	2,801	144	截至 2020 年 3 月 29 日

	菜品	销量	单价	备注
太二外卖小程序	2 人份酸菜鱼	1,138	128	截至 2020 年 3 月 29 日
	3-4 人份酸菜鱼	605	198	
	没骨头鸡爪	387	28	
	脆椒小皮蛋	262	22	
	蛋酥软糍粑	374	22	
	黑油条	193	12	
	二哥爱鸡翅	344	28	
	虾仁娃娃菜	164	22	
	甜米饭	1407	5	
	现任椰奶冰粉	289	9	
	前任红糖冰粉	180	9	
	西柚茉莉茶	10	18	
	大力米	3	48	
	陈皮洛神花茶盒	70	39	

资料来源：美团外卖，饿了么，太二外卖小程序，中信证券研究部

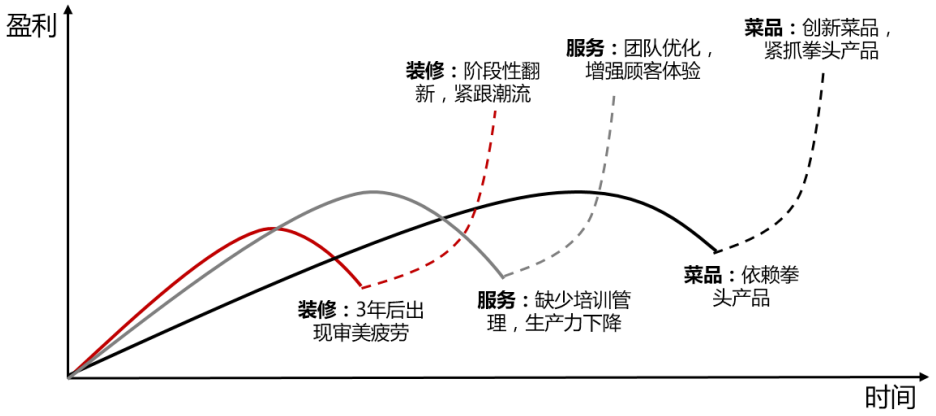
计算可得上述三大平台 3 月 13 日至 3 月 29 日期间合计收入为 976,212 元，即太二（上海世纪汇店）17 天内通过外卖实现收入接近 100 万元，平均每天 57,424 元，而公司招股书披露，2016-2018 年太二餐厅平均每日销售额分别为 23,919、33,506、37,168 元。考虑到各家店外卖表现可能存在差异，太二（上海世纪汇店）的表现不具有完全的代表性。但我们仍然能从中看出，疫情期间堂食的暂停为太二上线外卖服务提供了绝佳的尝试机会，而其酸菜鱼产品最小两人份 128 元的单价相较于普通外卖并不算低，在此基础上仍然取得了惊艳的表现，我们认为这反映出消费者对太二品牌和产品的认同。

对于后续太二是会暂停外卖还是继续提供外卖服务，我们倾向于认为可能仍然会停掉外卖服务，原因在于：一方面，疫情期间外卖的惊艳表现与堂食暂停有较大关系，待堂食恢复后，外卖表现可能会有下滑；另一方面，太二品牌的定位和特点决定了堂食的消费场景的必要性，外卖餐品的品质和用餐体验相较于堂食必然会有折扣，从持续保持品牌吸引力的角度出发，外卖可能会对品牌产生损害。

新品牌：中餐连锁品牌迭代快，长期仍看新品牌打造能力

国内餐饮市场分散格局下，中餐多样化和较低的准入门槛吸引大量企业入驻以及外卖的快速渗透加速了产品迭代，使得消费者在尚未形成品牌忠诚度的情况下即被转移了需求，导致中国餐饮企业生命周期大幅缩短。

图 48：一般餐饮企业核心要素生命周期示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

对于中式快时尚餐饮而言，品牌迭代更为迅速，正如我们在前面提到的，持续打造新品牌以及承担试错风险的能力是中餐品牌运营企业的必备要素。就打造新品牌而言，我们认为既包括打造一个全新的品牌，也包括为已有品牌不断注入新的内涵和活力。

公司目前在总部设置有专门的品牌开发和扩张团队，自 2015 年以来已经相继尝试推出了 7 个新品牌，**我们相信公司在不断推出新品牌方面具备行业领先的能力**。

表 24：其他品牌餐厅扩张计划

	2 颗鸡蛋煎饼（自营）	怂	那未大叔是大厨
2019	12（2019 年实际新开 8 间，关闭 2 间）	2（2019 年实际新开 1 间，关闭 0 间）	2（2019 年实际新开 1 间，关闭 0 间）
2020	15	5	4
2021	20	10	6
计划平均投资成本/餐厅（千元）	150	2,000	5,000

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

相比较而言，为已有品牌不断注入新的内涵和活力则更加具有挑战，目前公司通过两大措施为现有品牌持续保持活力提供了支撑：

品牌管理团队持股提高积极性

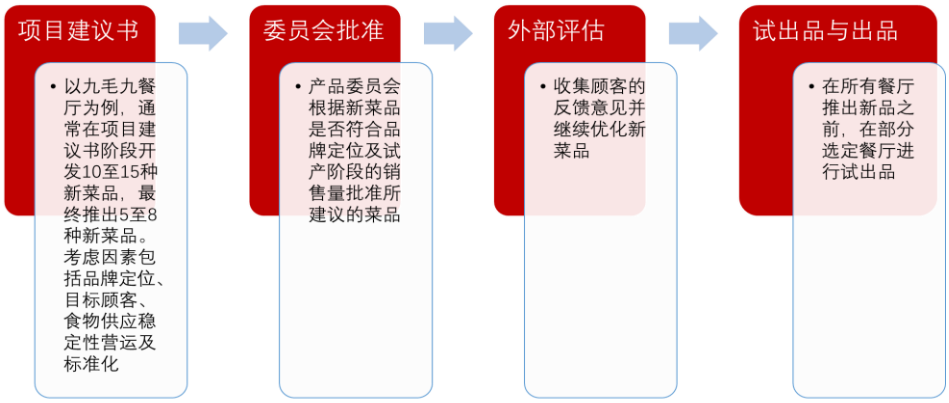
当前公司的治理架构下，分别委任品牌经理对五大品牌进行独立管理，品牌经理通过各品牌架构项下五个职能部门：(i)运营、(ii)产品开发、(iii)品牌推广、(iv)人力资源、(v)顾客调研，实现对品牌的运营管理。

通常，公司从总部高级管理团队中选择并委任品牌经理，并向品牌经理及其各自团队授予其管理品牌若干比例的股权，通过股权激励推动特定品牌自下而上的升级及创新。截至 2019 年 12 月 22 日，太二、2 颗鸡蛋煎饼、怂及那未大叔是大厨品牌团队分别持有其所管理品牌 15%、20%、20%及 20%的股权。此外，九毛九正在重组过程中，以随时准备实现为其品牌团队提供股权激励。

各品牌组建专职产品开发团队

公司目前为各品牌组建了专门的产品开发团队，包括负责九毛九的七名成员、负责太二的七名成员、负责 2 颗鸡蛋煎饼的两名成员、负责怂的三名成员及负责那未大叔是大厨的四名成员，大部分的产品开发团队负责人已担任大厨超过十年。在既有品牌下不断研发新菜品是保持品牌活力的重要前提。

图 49：公司新菜品研发过程



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部绘制

尝试加盟模式加速餐厅加密，但尚未观测到明确机会

除自营餐厅以外，公司计划于 2019 至 2021 年间开设 460 间 2 颗鸡蛋煎饼加盟餐厅，2019/20/21 年分别为 60/100/300 间（2019 年实际新开 37 间，关闭 7 间）。公司于 2018 年下半年推出 2 颗鸡蛋煎饼的加盟模式，截至 2019 年 12 月 22 日，公司已就 41 间 2 颗鸡蛋煎饼餐厅授出 41 张加盟商牌照，此外与 49 名个人签订 59 份加盟协议，授予 2 颗鸡蛋煎饼的经营权，为期三年，加盟商可在到期前三个月申请续签加盟协议。2018 年全年及 2019 年上半年，自加盟餐厅取得的收入分别贡献公司当期总收入的约 0.1%及 0.4%。

表 25：2 颗鸡蛋煎饼加盟收费标准

	一次性付款（人民币）
加盟费	30,000-50,000 元
设计服务费	5,000-6,000 元
餐厅经营保证金	20,000 元或 30,000 元或 50,000 元
	持续付款（人民币）
特许权使用费（每月）	1,500 元或 3,000 元或收入的 3.0%（2019 年 3 月 1 日之前）或收入的 5.0%（2019 年 3 月 1 日之后）
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：公司招股说明书，中信证券研究部

2 颗鸡蛋煎饼加盟收费主要包括加盟费、设计服务费等一次性费用，以及特许经营权使用费（每月）、采购费、其他服务费等持续性费用。其中，随着加盟模式的成熟，盈利能

力更加确定，公司于 2019 年 3 月 1 日起将特许使用权费由 3%提高至 5%。而根据弗若斯特沙利文统计，中国餐饮服务市场特许使用权费通常为月收入的 3%-9%，公司的收费标准位于行业中等水平。

表 26：2 颗鸡蛋煎饼加盟模式主要规则

主题	主要内容
公司的权利	要求加盟商严格按照加盟协议所述的要求经营，维持品牌的统一形象
	监督加盟商的业务活动
	向加盟商收取加盟费、品牌特许权使用费，履约保证金以及协议中协定的任何合理费用
公司的义务	向加盟商提供「2 颗鸡蛋」的品牌运作系統，包括商标的使用、统一会员平台系统、店铺风格设计服务、供应食材及其他材料
加盟原则	加盟商需在加盟协议规定的地点开设，一般一间餐厅半径 500 米內不开设第二间
	加盟商不得在加盟协议有效期內及终止后两年內从事业务相同或者类似的业务
	加盟协议没有最低餐厅数量或者最低投资额要求
	任何一方严重违反加盟协议的条款，对方均有权终止加盟协议

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

此外，为充分利用公司内部员工资源，公司鼓励管理层所选的员工成为加盟商或向公司推荐合适的候选人。截至 2019 年 12 月 22 日，有 16 名加盟商为公司的雇员或来自雇员推荐（统称雇员加盟商），共经营 22 间加盟餐厅。2018 年全年及 2019 年上半年，雇员加盟商所经营的餐厅收入占所有 2 颗鸡蛋煎饼加盟餐厅收入的 87.5%及 67.5%。

但是比较而言，自营模式能够保证公司对向顾客提供的食物及服务质量维持足够的控制权，充分贯彻公司的标准化模式。而加盟模式则存在加盟商及加盟餐厅因不能遵守加盟协议而出现食物和服务质量问题进而影响品牌形象的风险，因此加盟模式在加快公司旗下品牌餐厅加密的过程中伴随着可能出现的品牌经营风险，我们认为公司通过加盟模式打造新的增长极目前尚未有明确的结论，尚待继续观察。

表 27：公司就加盟模式下为确保食物及服务质量并维护品牌的声誉而采取的措施

主题	主要内容
选择加盟商	根据一系列标准，包括(i)财务状况；(ii)秉持公司的企业理念及品牌概念；(iii)创业精神；(iv)动机；(v)当地资源选择加盟商
培训	为需要接受培训并符合培训标准的加盟商及获加盟商指定的人员就开设及营运相关餐厅提供指导及培训
平台系统	加盟商应使用统一会员平台系统，维持「2 颗鸡蛋」品牌的统一形象
营运	加盟商应遵循相关营运、食品安全及质量控制标准
采购	加盟商须向公司或公司指定的供应商购买所有食材及部分设备及材料
促销及广告	加盟商应使用公司提供或其他公司批准的促销及广告策略
持续监督	定期走访 2 颗鸡蛋煎饼加盟餐厅，并向加盟商要求定期报告

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

风险因素

1. 食品安全问题的风险；

2. 餐厅门店布局不及预期的风险；

3. 新门店开业经营效率、盈利能力不达预期的风险；

4. 人力成本、食材成本大幅上升的风险；

5. 社保、消防等规范收紧影响经营的风险；

6. 公司收入来源集中在广东，广东餐饮市场的变动将对公司经营产生较大影响，2016/2017/2018/2018H1/2019H1，广东餐厅产生的收入分别占总收入的 75.1%、74.7%、73.4%、74.9%、68.0%。

盈利预测与估值评级

我们对公司 2020-22 年经营情况的核心判断是九毛九和太二仍将是收入来源的主要贡献者，其中九毛九已经进入成熟期，加上公司正在对九毛九品牌进行调整优化的探索，我们对九毛九的短期增长持相对谨慎态度，后续持续观察九毛九的更新和调整进展。而太二毫无疑问是公司未来几年的拳头产品、核心增长点。对两大核心品牌 2020-22 年的经营核心数据假设如下：

表 28：九毛九和太二盈利预测核心假设

品牌	指标	假设
九毛九	开店	2020 年受疫情及品牌调整期影响下门店数量保持稳定略减，2021 年起假设品牌调整完成则恢复个位数净增的展点节奏
	翻座率	2020 年假设一季度一半时间正常一半时间开店效率 30%，二季度开店效率 70%，下半年持平；2021 年起恢复到之前年份的正常状态，2.2 左右
	客单价	保持稳定
	营业天数	2020 年假设老店停业 60 天，新店开店延迟正常运营 5 个月左右；2021 年起新开店开业当年平均营业时间约 260 天左右
太二	开店	2020 年受疫情影响开店时间延后但年内开店目标大概率能够完成，2021 年起开店节奏恢复正常
	翻座率	考虑外卖的强势表现弥补堂食的部分损失，翻座率整体降到 4.5
	客单价	保持稳定
	营业天数	2020 年假设老店停业 60 天，新店开店延迟正常运营 5 个月左右；2021 年起新开店开业当年平均营业时间约 160 天左右

资料来源：中信证券研究部预测

表 29：公司各品牌开店假设

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
九毛九							
当年新开	3	17	16	11	10	15	18
当年关店	13	6	8	15	15	10	10
当年净开	-10	11	8	-4	-5	5	8
期末餐厅数量	**128**	**139**	**147**	**143**	**138**	**143**	**151**
平均单店年收入（千元）	**8,495**	**8,585**	**8,978**	**9,426**	**6,384**	**8,827**	**8,671**
太二							
当年新开	9	16	37	61	80	100	100
当年关店	0	1	0	0	0	0	5
当年净开	9	15	37	61	80	100	95
期末餐厅数量	**13**	**28**	**65**	**126**	**206**	**306**	**401**

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
平均单店年收入（千元）	**5,216**	**8,715**	**8,311**	**10,116**	**8,159**	**10,783**	**11,253**
两颗鸡蛋煎饼-自营							
当年新开	0	8	8	8	15	12	10
当年关店	0	0	1	2	1	1	1
当年净开	0	8	7	6	14	11	9
期末餐厅数量	**0**	**8**	**15**	**21**	**35**	**46**	**55**
平均单店年收入（千元）	**--**	**318**	**849**	**970**	**629**	**1,089**	**1,149**
怂							
当年新开	0	0	0	1	5	8	6
当年关店	0	0	0	0	0	0	0
当年净开	0	0	0	1	5	8	6
期末餐厅数量	**0**	**0**	**0**	**1**	**6**	**14**	**20**
平均单店年收入（千元）	**--**	**--**	**--**	**5,399**	**1,982**	**4,512**	**6,390**
那未大叔是大厨							
当年新开	0	0	0	1	1	0	0
当年关店	0	0	0	0	1	1	0
当年净开	0	0	0	1	0	-1	0
期末餐厅数量	**0**	**0**	**0**	**1**	**1**	**0**	**0**
平均单店年收入（千元）	**--**	**--**	**--**	**7,120**	**12,150**	**--**	**--**
两颗鸡蛋煎饼-加盟							
当年新开	0	0	15	37	100	300	200
当年关店	0	0	1	7	40	30	50
当年净开	0	0	14	30	60	270	150
期末加盟餐厅数量	**0**	**0**	**14**	**44**	**104**	**374**	**524**
平均单店加盟费贡献（千元）	**--**	**--**	**113**	**321**	**124**	**235**	**312**

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

基于以上假设，考虑 2020 年疫情冲击，预计公司 2020-22 年营业收入 26.36/47.82/61.93 亿元，归母净利润 0.42/4.16/6.01 亿元，对应 EPS 分别为 0.03/0.30/0.43 元，当前价格对应 2021-22 年 PE 为 27/19 倍。估值方面，以消除疫情影响的 2021 年正常化年份作为基础，综合考虑太二品牌所处的高成长周期（预计 2019-2022 年 CAGR 54%），基于 2021 年 35 倍 PE，我们认为公司合理价值 145 亿元人民币；DCF 估值结果显示合理价值 151.2 亿元人民币，综合给予公司目标市值 150 亿元人民币、折合每股约 12.00 港币，给予公司“买入”评级。

表 30：可比餐饮公司估值

公司代码	简称	股价	基本 EPS（元）					PE					评级
			18A	19A/E	20E	21E	22E	18A	19A/E	20E	21E	22E	
6862.HK	海底捞	29.10	0.33	0.44	0.06	0.91	1.20	79	60	437	29	22	增持
0520.HK	呷哺呷哺	5.94	0.43	0.27	0.03	0.49	0.60	12	20	178	11	9	增持
603043.SH	广州酒家	26.40	0.95	1.10	1.40	1.69	1.98	28	24	19	16	13	买入
平均值								**40**	**34**	**211**	**18**	**15**	
9922.HK	九毛九	9.07	0.05	0.12	0.03	0.30	0.43	161	68	268	27	19	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　注：股价为 2020 年 4 月 6 日收盘价；港股股价单位 HKD，EPS 单位 CNY，港币汇率 0.90；A 股股价和 EPS 单位 CNY

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	**1,893**	**2,687**	**2,636**	**4,782**	**6,193**
其他收入	3	12	12	7	10
原材料及消耗品	-672	-985	-970	-1,765	-2,298
员工成本	-523	-697	-881	-1,214	-1,559
租金成本	-184	-263	-281	-437	-527
折旧及摊销	-81	-97	-105	-167	-204
水电开支	-94	-108	-103	-182	-229
差旅及其他	-14	-16	-14	-24	-31
上市开支	0	-23	0	0	0
广告及推广开支	-20	-20	-16	-29	-31
外卖服务费	-21	-32	-47	-57	-68
其他支出	-123	-129	-95	-167	-204
应占联营公司（亏损）/盈利	-2	2	1	1	1
其他净（亏损）/收入	1	-5	0	0	0
融资成本	-58	-67	-73	-109	-109
除税前溢利	**104**	**259**	**64**	**639**	**943**
所得税	-31	-73	-17	-166	-236
期内溢利(含少数股东权益)	**74**	**186**	**47**	**473**	**707**
本公司拥有人应占溢利	70	164	42	416	601
少数股东损益	4	21	5	57	106
综合收益总额	**74**	**186**	**47**	**473**	**707**
EBITDA	244	423	242	915	1,256

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	373	522	470	855	1,315
投资活动产生的现金流量净额	-152	-540	-700	-837	-833
筹资活动产生的现金流量净额	-214	82	232	65	-41
现金及现金等价物净增加额	7	64	19	84	441
现金及现金等价物期初余额	52	60	123	143	226
现金及现金等价物期末余额	60	123	143	226	668

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
非流动资产合计	960	1,271	1,567	2,198	2,572
物业,厂房及设备	268	323	493	648	773
使用权资产	574	805	965	1,211	1,386
无形资产	4	3	3	4	4
于联营公司的投资	4	8	8	8	8
其他非流动金融资产	13	13	13	13	13
递延税项资产	52	63	23	215	272
租金按金	44	52	59	94	110
其他非流动资产	2	3	4	4	5
流动资产合计	227	383	365	616	1,173
存货	36	75	49	88	115
贸易及其他应收款项	124	156	166	287	372
受限制银行存款	6	25	8	14	19
现金及现金等价物	60	127	143	226	668
资产总额	**1,187**	**1,654**	**1,932**	**2,814**	**3,745**
流动负债合计	440	794	1,111	1,129	1,184
贸易及其他应付款	234	315	264	478	619
合约负债	1	1	1	1	2
租赁负债	144	234	230	417	539
银行贷款	49	220	594	210	0
即时税制	12	23	23	23	23
非流动负债合计	543	690	604	995	1,164
租赁负债	522	663	580	956	1,115
拨备	21	27	24	38	50
负债总额	**983**	**1,484**	**1,715**	**2,124**	**2,348**
股东权益合计(含少数股东权益)	204	171	217	690	1,397
股东权益合计(不含少数股东权益)	191	133	175	591	1,192
股本	0	0	0	0	0
储备	191	133	175	591	1,192
少数股东权益	12	38	42	99	205
负债+股东权益	**1,187**	**1,654**	**1,932**	**2,814**	**3,745**

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率					
营业收入	28.8%	42.0%	-1.9%	81.4%	29.5%
营业利润	26.3%	58.9%	-50.7%	285.3%	36.2%
归母净利润	4.2%	136.1%	-74.5%	893.0%	44.5%
利润率					
毛利率	64.5%	63.3%	63.2%	63.1%	62.9%
EBITDA ratio	12.9%	15.7%	9.2%	19.1%	20.3%
归母净利率	3.7%	6.1%	1.6%	8.7%	9.7%
回报率					
ROA	5.9%	10.2%	2.2%	15.3%	17.0%
ROE	36.4%	123.5%	23.9%	70.4%	50.4%
其他					
资产负债率	82.8%	89.7%	88.8%	75.5%	62.7%
所得税率	29.3%	28.3%	27.0%	26.0%	25.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。