

买入

太二品牌势能强劲，九毛九品牌受疫情影响较大

九毛九 (9922.HK)

2020-08-26 星期三

投资要点

目标价: **20.0 港元**
 现价: 16.72 港元
 预计升幅: 20%

► 受疫情影响，2020H1 公司净亏损 0.89 亿元：

公司受疫情影响，自 2020 年 1 月 26 日起暂停所有门店营运，3 月 18 日起陆续恢复，直至 5 月 10 日所有门店恢复营运，历时 106 天。上半年录得营业收入 9.5 亿元人民币，同比下降 23.2%。公司录得净亏损 0.89 亿元。截至 2020 年 6 月 30 日，公司餐厅数量达 321 家（288 家直营+33 家加盟）。

► 太二品牌势能强劲，九毛九受疫情影响较大：

太二品牌得益于较强的品牌势能以及公司及时做出战略调整推出外卖产品，收入同比增加 24.8% 的增长至 6.72 亿元（其中外卖占比约 23%）。九毛九品牌因正处调整期，加上品牌定位的目标客群在疫情期期间出行较为谨慎导致门店恢复速度较慢，收入同比大幅下滑 60.9% 至 2.67 亿元。由于门店暂停营业以及恢复营业后，隔桌坐的安全距离限制，太二和九毛九的翻台率分别下降至 3.4 次/天及 1.3 次/天。而两个品牌的客单价都有提升，太二/九毛九客单价分别提升 2/5 元至 77 元/61 元。

► 太二门店拓展按部就班，九毛九因品牌调整处于净关店状态：

考虑到太二品牌恢复和经营情况良好，公司按部就班推进门店拓展工作，上半年新开太二门店 37 家，净开店 35 家，截至 2020 年 6 月 30 日，太二门店数量达 161 家。下半年，公司门店拓展还将保持既定节奏，不排除根据人员储备和店铺机会做出适当调整。九毛九品牌因正处调整期，公司于期内主动关闭经营不善的门店，以缩小管理半径，待模型打磨成熟后再重新出发进入下一发展阶段，故上半年九毛九品牌净关店 38 家，截至 2020 年 6 月 30 日，门店数量为 105 家。

► 维持“买入”评级，目标价 20 港元：

考虑到上半年九毛九品牌门店关店数量及成本开支超过预期，我们下调原盈利预测，预计 2020/2021 年 EPS 分别为 0.04/0.29 元，公司经营管理风格稳健，太二品牌盈利性高且处于高速发展阶段，疫情作为试金石足以验证太二品牌强大的品牌势能，给予 20 港元的目标价，对应 2021 年 53 倍 PE，较现价有 20% 的涨幅空间，维持买入评级。

重要数据

日期	2020/8/25
收盘价 (港元)	16.72
总股本 (百万股)	1,453
总市值 (百万港元)	24,294
净资产 (百万元)	2,252
总资产 (百万元)	36,838
52 周高低 (港元)	17.44/7.6
每股净资产 (元)	1.55

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

主要股东

管毅宏(44.42%)
 Eskdale Green Limited (10.84%)

相关报告

九毛九(9922.HK)首发报告-20200416

研究部

姓名：陈欣
 SFC: BLO515
 电话：0755-21516057
 Email: chenxin@gyzq.com.hk

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	1,893	2,687	2,750	4,846	6,782
同比增长	28.8%	42.0%	2.3%	76.2%	40.0%
毛利率	64.5%	63.3%	61.9%	63.5%	63.2%
归母净利润	70	164	59	491	696
同比增长	4.2%	136.1%	-64.2%	734.3%	41.8%
净利润率	3.7%	6.1%	2.1%	10.1%	10.3%
每股盈利	NA	0.12	0.04	0.34	0.48
PE@16.72HKD	NA	122.0	371.8	44.6	31.4

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

受疫情影响，2020H1 公司净亏损 0.89 亿元：

2020H1 受到新冠疫情影响，餐饮行业面临巨大挑战。公司自 2020 年 1 月 26 日起暂停所有门店营运，3 月 18 日起陆续恢复，直至 5 月 10 日所有门店恢复营运，历时 106 天。公司期内录得营业收入 9.5 亿元人民币，同比下降 23.2%；其中，太二/九毛九/其他品牌分别录得收入 6.72/2.67/0.11 亿元，同比变动 24.8%/-60.9%/-32.5%。期内，公司录得净亏损 0.89 亿元。截至 2020 年 6 月 30 日，公司餐厅数量达 321 家（288 家直营+33 家加盟）。

图 1：公司收入及增速

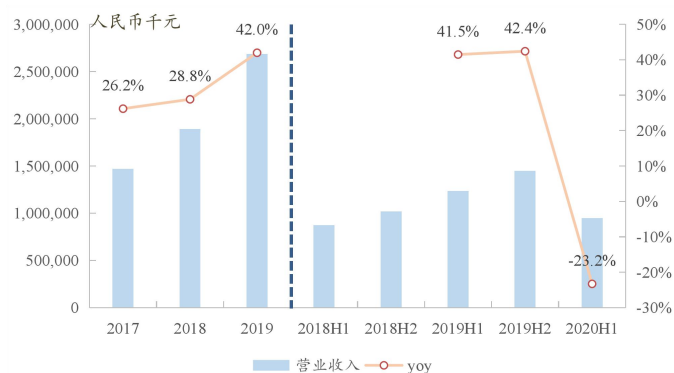
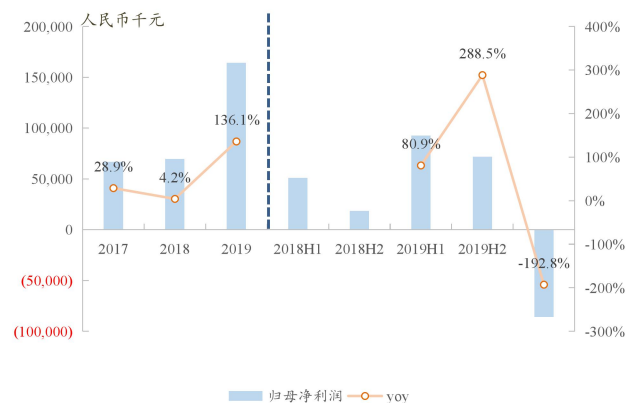


图 2：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：各品牌上半年收入增速

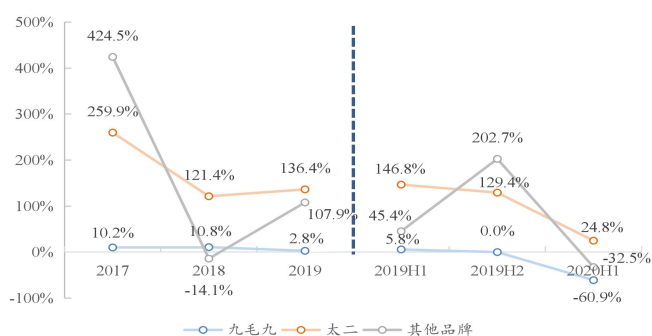
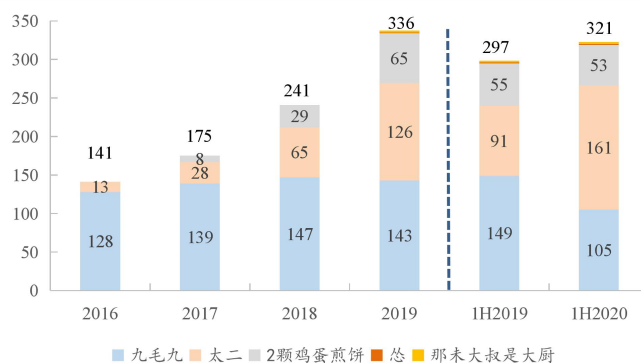


图 4：公司门店数量



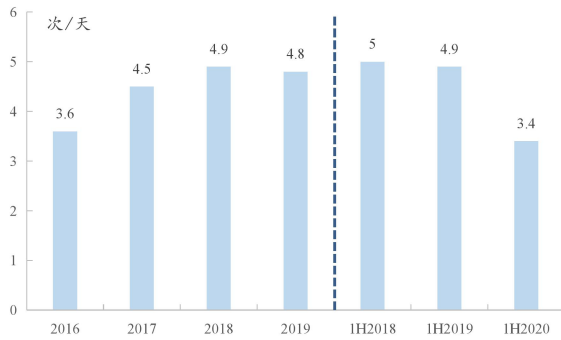
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

太二品牌势能强，开店进度按部就班：

太二品牌得益于较强的品牌势能以及公司及时做出战略调整推出外卖产品，上半年收入实现 24.8% 的增长至 6.72 亿元，其中外卖占比约 23%。因疫情导致门店暂停营业以及门店恢复营业后，隔桌坐的安全距离限制，翻台率由去年同期的 4.9 次/天下降至 3.4 次/天。受益于去年 12 月对产品提价，顾客人均消费由去年同期的 75 元提

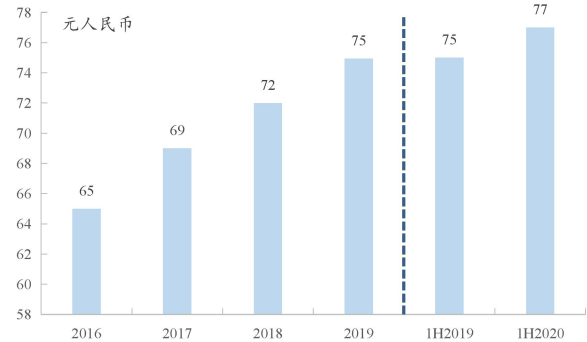
升至 77 元。考虑到太二品牌恢复和经营情况良好，公司按部就班推进门店拓展工作，上半年新开太二门店 37 家，净开店 35 家，截至 2020 年 6 月 30 日，太二门店数量达 161 家。下半年，公司门店拓展还将保持既定节奏，不排除根据人员储备和店铺机会做出适当调整。

图 5：太二翻台率



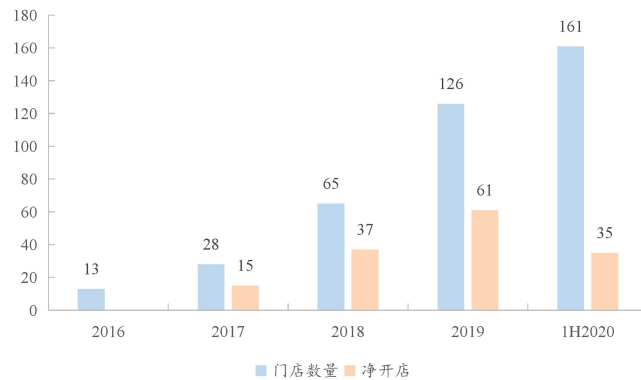
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：太二顾客人均消费



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 7：太二门店数量

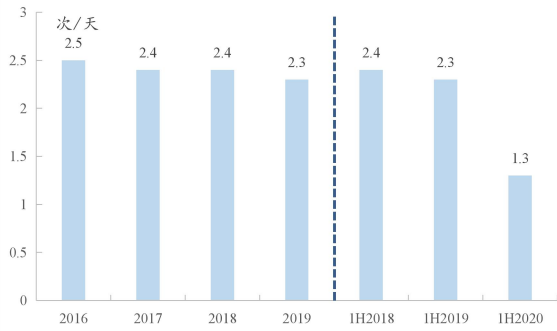


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

品牌定位+门店调整，九毛九品牌受疫情影响较大：

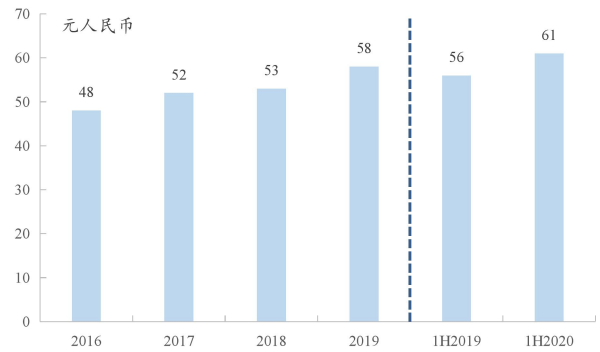
期内，九毛九品牌收入同比大幅下滑 60.9%至 2.67 亿元，主要因品牌正处调整期，加上品牌定位以家庭客为目标客群，在疫情期间出行较为谨慎导致门店恢复速度较慢。翻台率由去年同期的 2.3 次/天下降至 1.3 次/天，顾客人均消费由去年同期的 56 元上升至 61 元，主要受益于菜品的精简。品牌调整期间，公司主动关闭经营不善的门店，以缩小管理半径，待模型打磨成熟后再重新出发进入下一阶段，故上半年九毛九净关店 38 家，截至 2020 年 6 月 30 日，门店数量为 105 家。

图 8：九毛九品牌翻台率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 9：九毛九品牌顾客人均消费



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 10：九毛九品牌门店数量

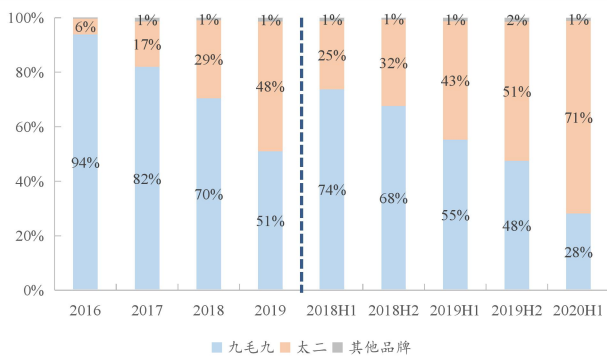


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

因收入减少，物料、租金及人工等开支占比增加：

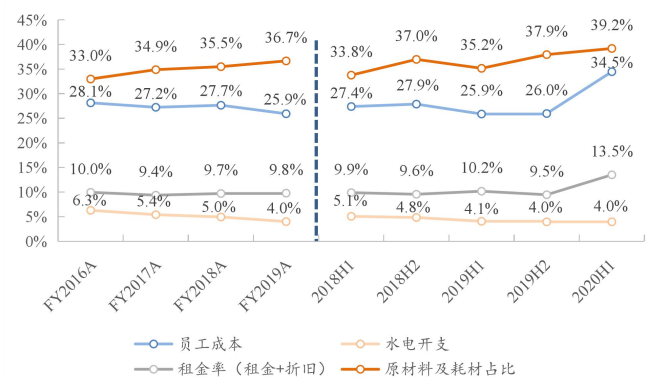
上半年原材料及耗材占收入的比例较去年同期提升 4 个百分点至 39.2%，主要是原材料及耗材占收入比例相对较高的太二品牌收入占比提升所致；员工成本率及租金成本率也因收入的下降而有较大幅度的提升。

图 11：公司收入结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 12：原材料及耗材、员工、租金占收入比例



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

太二继续全国性扩展，九毛九深根华南地区，加强供应链投入：

公司近年将继续扩张餐厅网络，太二品牌将继续全国性扩张，在加密一、二线城市的同时，适当关注周边合适的下沉市场；九毛九品牌将继续深根华南地区，巩固当地市场地位，打磨商业模式；其他品牌会持续进行培育和优化。同时，公司会加强对上游供应链的投入，以支持餐厅网络的扩张，亦会尝试拓展海外市场，但会视海外疫情进展保持稳妥和谨慎的延伸步伐。

维持“买入”评级，目标价 20 港元：

考虑到上半年九毛九品牌门店关店数量及成本开支超过预期，我们下调原盈利预测，预计 2020/2021 年 EPS 分别为 0.04/0.29 元，公司经营管理风格稳健，太二品牌盈利性高且处于高速发展阶段，疫情作为试金石足以验证太二品牌强大的品牌势能，给予 20 港元的目标价，对应 2021 年 53 倍 PE，较现价有 20% 的涨幅空间，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	收盘价	市值(亿) 当地货币	EPS (记账本位币)				PE			
	2020/8/25		2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
九毛九	16.72	239	NA	0.12	0.04	0.34	NA	122.0	371.8	44.6
海底捞	45.60	2,417	0.33	0.44	0.36	0.88	124.4	93.3	113.6	46.5
呷哺呷哺	8.52	92	0.43	0.27	0.11	0.48	17.6	28.4	69.8	16.0
大家乐集团	18.06	106	1.02	0.13	1.00	0.90	15.9	125.0	16.3	18.1
广州酒家	43.32	175	0.95	0.95	1.05	1.36	41.0	41.0	37.1	28.6
均值							49.7	81.9	121.7	30.8

资料来源：公司公告、Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表 (人民币, 百万元, 财务年度截至12月)						财务分析					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	1,893	2,687	2,750	4,846	6,782	盈利能力					
营业成本	(672)	(985)	(1,049)	(1,771)	(2,499)	毛利率 (%)	64.5%	63.3%	61.9%	63.5%	63.2%
毛利	1,221	1,702	1,701	3,075	4,284	净利率 (%)	3.7%	6.1%	2.1%	10.1%	10.3%
其他收入	3	12	55	97	136						
员工薪金	(523)	(697)	(743)	(1,163)	(1,594)	营运表现					
财务费用	(58)	(67)	(83)	(121)	(170)	有效税率 (%)	29.3%	28.3%	28.0%	25.0%	25.0%
应占联营公司损益	(2)	2	0	0	0	存货周转率	19.36	17.71	13.57	16.52	15.40
水电开支	(94)	(108)	(110)	(184)	(258)	资产周转率	1.78	1.89	1.00	1.15	1.35
税前盈利	104	259	92	739	1,049	应收账款周转率	17.17	19.15	17.41	21.95	20.07
所得税	(31)	(73)	(26)	(185)	(262)						
净利润	74	186	66	555	786	偿债能力					
少数股东损益	4	21	8	64	90	资产负债率	82.8%	89.7%	38.7%	38.8%	37.2%
归股净利润	70	164	59	491	696	流动比率	0.51	0.48	2.80	2.40	2.32
EPS	NA	0.12	0.04	0.34	0.48	速动比率	0.43	0.39	2.70	2.27	2.17

资产负债表						现金流量表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金	60	127	1,970	2,150	2,489	净利润	74	186	66	555	786
应收账款及票据	124	156	160	282	394	融资成本	(58)	(67)	(83)	(121)	(170)
存货	36	75	80	135	190	其他营运活动	(388)	(696)	(481)	(1,679)	(2,337)
总流动资产	227	383	2,234	2,591	3,098	营运性现金流	373	577	497	1,245	1,721
固定资产	268	323	390	505	606	资本开支	(150)	(184)	(189)	(333)	(466)
无形资产	4	3	3	3	3	其他投资活动	(2)	(6)	(1)	(1)	(1)
其他非流动资产	915	1,328	3,453	4,060	4,841	投资性现金流	(152)	(190)	(190)	(333)	(466)
总资产	1,187	1,654	3,846	4,568	5,450	股息	(25)	(30)	(11)	(90)	(127)
合同负债	1	1	1	1	1	其他融资活动	(189)	(290)	1,546	(643)	(788)
应付帐款	234	315	336	567	800	融资性现金流	(214)	(320)	1,535	(732)	(915)
其他流动负债	205	478	463	513	537	现金变化	7	67	1,843	180	339
总流动负债	440	794	799	1,080	1,338	期初持有现金	52	60	127	1,970	2,150
租赁	522	663	663	663	663	期末持有现金	60	127	1,970	2,150	2,489
拨备	21	27	27	27	27						
总负债	983	1,484	1,489	1,770	2,028						
股东权益	204	171	2,357	2,798	3,422						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313