

## 买入

## 下半年强劲复苏，太二表现亮眼

九毛九 (9922.HK)

2021-03-30 星期二

## 投资要点

目标价: **36.5 港元**  
 现价: 30.15 港元  
 预计升幅: 21%

► 下半年强劲复苏，盈利超出我们预期：

2020 年公司实现收入 27.15 亿元，同比+1.04%；其中 20H2 同比+21.7%。归母净利润 1.24 亿，同比-24.5%；其中，20H2 同比+192.2%，公司下半年实现强劲复苏，带动全年业绩超出预期。截至 2020 年底，公司餐厅数量达 381 家（349 家直营+33 家加盟）。

► 太二品牌势能强劲，门店数已超九毛九：

2020 年公司继续加大太二门店的扩张力度，新开门店 107 家，门店数达至 233 家。实现收入 19.62 亿，同比+53.6%，已占公司总营收的 72.3%，其中 20H2 收入同比+73.1%；全年经营利润率 16.2%，而 20H2 已回升至 20.9%，与 2019 年基本持平，恢复速度领先于主要餐饮品牌。受疫情影响，全年翻座降至 3.8 次/天，同店增速-9.3%；而客单价持续稳步提升，2020 年为 79 元（+5.3%yoy）。2021 年，太二品牌依然维持快速扩张，全年预期新开门店 100-120 家；同时，品牌也会通过持续推出符合品牌调性的新品持续保持品牌活力及热度。

► 九毛九品牌处于调整期，新品牌怂正持续打磨模型中：

由于家庭客为九毛九品牌的主要客群，品牌受疫情影响较大；且公司近年主动缩小管理半径，关闭经营不善门店，2020 年处于净关店状态，门店数收缩至 98 家，翻座降至 1.7 次/天，全年收入同比-47.8%至 7.16 亿元，经营利润率降至 4.6%。目前，新模型店效较老店有 15%的提升，还处于持续调整当中，今年也不排除有净关店的可能。20 年公司推出新品牌怂，进入火锅赛道，沿袭了太二的网红属性，目前已有 2 家门店，今年有个位数的开店预期，我们持续看好公司在品牌孵化方面的能力。

► 维持“买入”评级，目标价 36.5 港元：

预计 2020/2021 年 EPS 分别为 0.35/0.51 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，目标价 36.5 港元，对应 2021 年 0.87 倍 PEG，较现价有 21% 的涨幅空间，维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	2,687	2,715	5,149	7,247	9,356
同比增长	42.0%	1.0%	89.7%	40.7%	29.1%
毛利率	63.3%	61.5%	63.3%	63.5%	63.7%
归母净利润	164	124	489	706	967
同比增长	136.1%	-24.5%	294.5%	44.3%	36.9%
净利润率	6.1%	4.6%	9.5%	9.7%	10.3%
每股盈利	0.12	0.09	0.35	0.51	0.69
PE@30.15HKD	200.5	277.7	70.4	48.8	35.6

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

## 重要数据

日期	2021/3/29
收盘价 (港元)	30.15
总股本 (百万股)	1,453
总市值 (百万港元)	43,808
净资产 (百万元)	3,060
总资产 (百万元)	48,064
52 周高低 (港元)	38.7/8.71
每股净资产 (元)	2.1

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  
 九毛九(9922.HK)更新报告-20200826

## 研究部

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

## 报告正文

下半年强劲复苏，盈利超出我们预期：

2020 年公司实现收入 27.15 亿元，同比+1.04%；其中 20H2 同比+21.7%。归母净利润 1.24 亿，同比-24.5%；其中，20H2 同比+192.2%，公司下半年实现强劲复苏，带动全年业绩超出预期。截至 2020 年底，公司餐厅数量达 381 家（349 家直营+33 家加盟）。

图 1：公司收入及增速（年度数据）



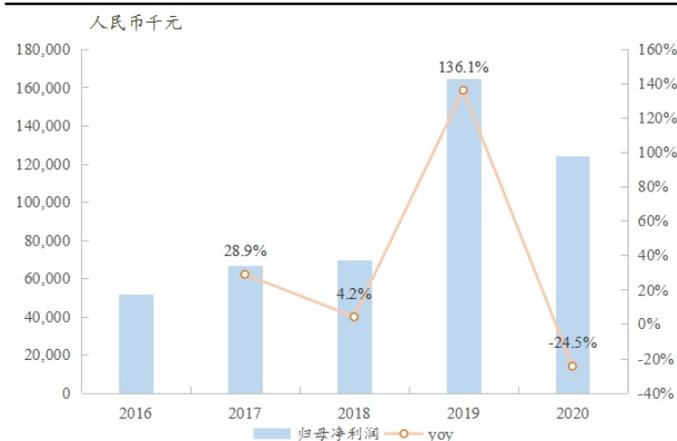
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司收入及增速（半年度数据）



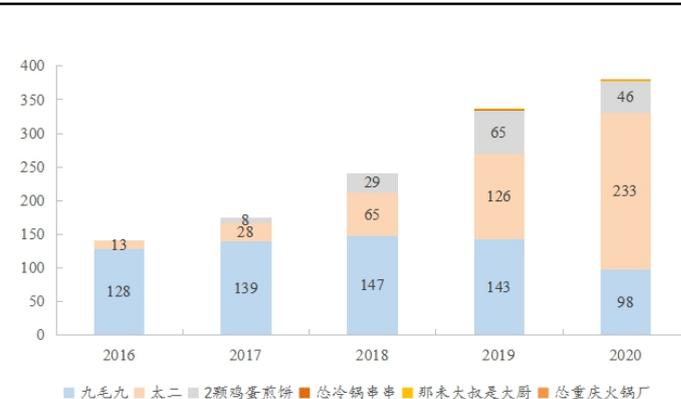
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司门店数（截至 2020 年 12 月 31 日）



太二品牌势能强劲，门店数已超九毛九：

2020 年公司继续加大太二门店的扩张力度，新开门店 107 家，门店数达至 233 家。实现收入 19.62 亿，同比+53.6%，已占公司总营收的 72.3%，其中 20H2 收入同比+73.1%；全年经营利润率 16.2%，而 20H2 已回升至 20.9%，与 2019 年基本持平，恢复速度领先于主要餐饮品牌。受疫情影响，全年翻座降至 3.8 次/天，同店增速 -9.3%；而客单价持续稳步提升，2020 年为 79 元（+5.3%yoy）。2021 年，太二品

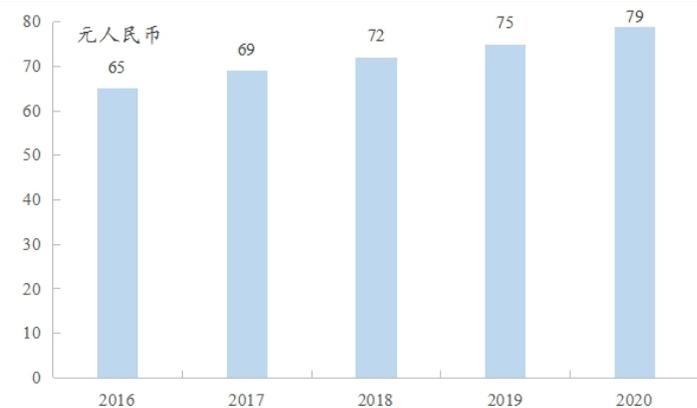
牌依然维持快速扩张，全年预期新开门店 100-120 家；同时，品牌也会通过持续推出符合品牌调性的新品持续保持品牌活力及热度。

图 5：太二翻台率



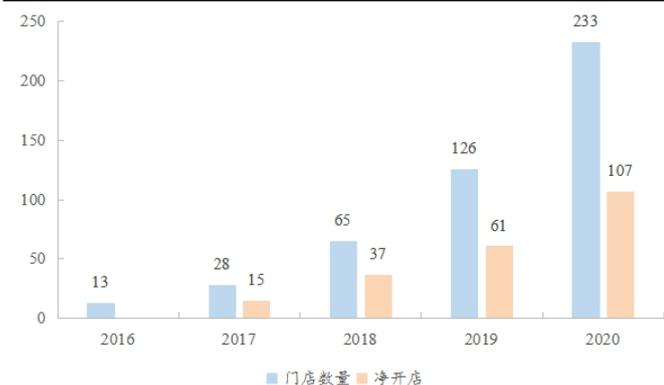
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：太二顾客人均消费



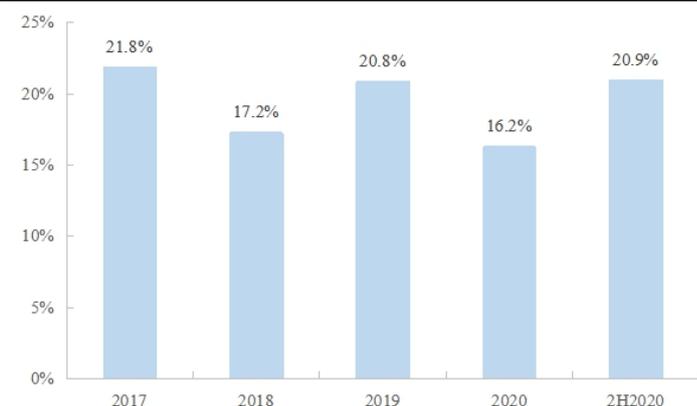
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

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

图 8：太二经营利润率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 九毛九品牌处于调整期，新品牌怂正持续打磨模型中：

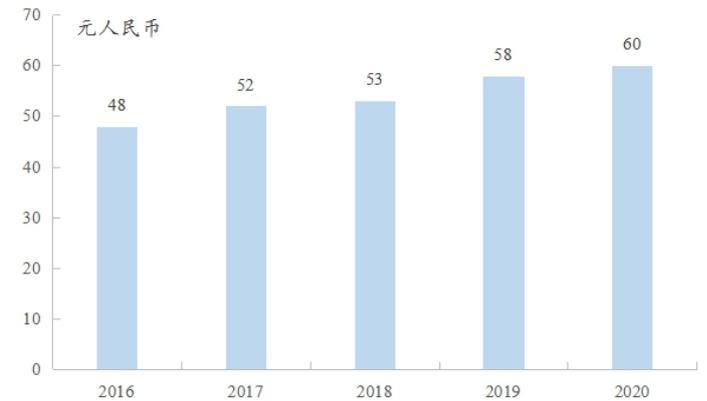
由于家庭客为九毛九品牌的主要客群，品牌受疫情影响较大；且公司近年主动缩小管理半径，关闭经营不善门店，2020 年处于净关店状态，门店数收缩至 98 家，翻座降至 1.7 次/天，全年收入同比-47.8%至 7.16 亿元，经营利润率降至 4.6%。目前，新模型店效较老店有 15% 的提升，还处于持续调整当中，今年也不排除有净关店的可能。20 年公司推出新品牌怂，进入火锅赛道，沿袭了太二的网红属性，目前已有 2 家门店，今年有个位数的开店预期，我们持续看好公司在品牌孵化方面的能力。

图 9：九毛九品牌翻台率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 10：九毛九品牌顾客人均消费



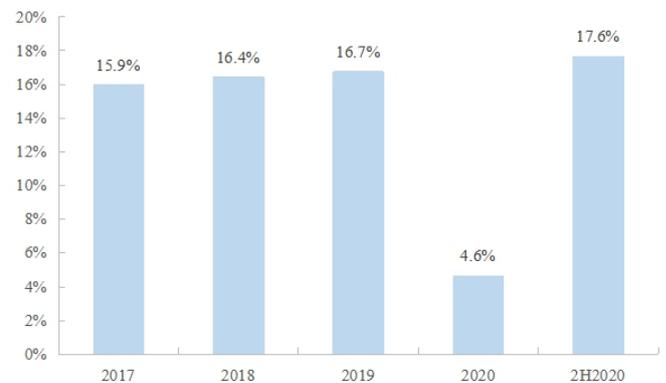
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 11：九毛九品牌门店数量



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 12：九毛九品牌经营利润率

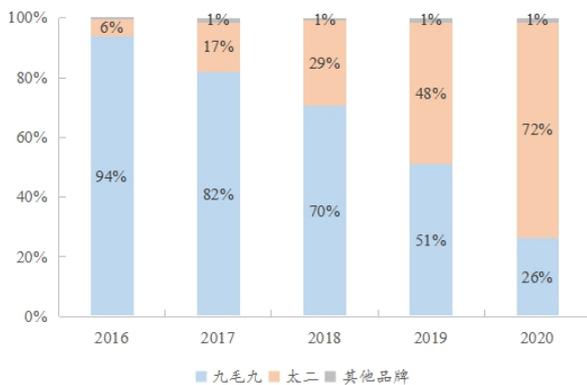


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

因收入减少，物料、租金及人工等开支占比增加：

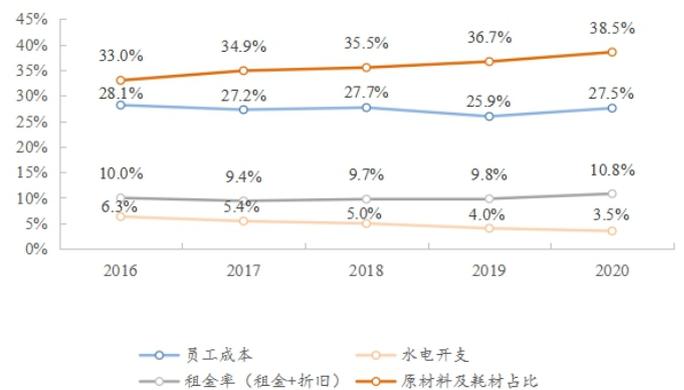
因太二收入占比提高导致原材料及耗材占收入的比例较去年同期提升 1.8 个百分点至 38.5%；员工成本率及租金成本率也因收入的下降而有所提升。

图 13：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 14：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

**維持“買入”評級，目標價 36.5 港元：**

預計 2020/2021 年 EPS 分別為 0.35/0.51 元，公司經營管理風格穩健，太二品牌盈利性高且處於高速發展階段，疫情作為試金石足以驗證太二品牌強大的品牌勢能，目標價 36.5 港元，對應 2021 年 0.87 倍 PEG，較現價有 21% 的漲幅空間，維持買入評級。

**表 1：可比公司估值**

公司	代碼	收盤價 2021/3/29	市值 (億港幣)	2020A/E				2021E			
				2019A	2020A/E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
海底撈	6862.HK	51.75	2,743	0.44	0.06	0.88	1.25	96.4	707.3	48.1	34.1
大家樂集團	0341.HK	16.94	99	0.13	0.76	0.69	0.87	130.3	22.3	24.7	19.6
啱嘢啱嘢	0520.HK	15.98	173	0.27	0.05	0.49	0.62	48.5	262.1	26.7	21.1
九毛九	9922.HK	30.15	438	0.12	0.09	0.35	0.51	200.5	277.7	70.4	48.8
百勝中國-S	9987.HK	457.20	1,903	1.84	1.95	1.99	2.27	32.0	30.2	29.5	26.0
<b>行業平均</b>								<b>101.5</b>	<b>259.9</b>	<b>39.9</b>	<b>29.9</b>

資料來源：公司公告、Wind 一致預期、國元證券經紀（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						
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	2,687	2,715	5,149	7,247	9,356	盈利能力					
营业成本	(985)	(1,046)	(1,890)	(2,648)	(3,399)	毛利率 (%)	63.3%	61.5%	63.3%	63.5%	63.7%
毛利	1,702	1,669	3,259	4,599	5,957	净利率 (%)	6.1%	4.6%	9.5%	9.7%	10.3%
其他收入	12	84	103	123	140	营运表现					
员工薪金	(697)	(748)	(1,287)	(1,776)	(2,264)	有效税率 (%)	28.3%	21.9%	28.0%	28.0%	28.0%
财务费用	(67)	(67)	(129)	(181)	(234)	存货周转率	17.71	16.60	26.36	23.89	52.54
应占联营公司损益	2	(8)	0	0	0	资产周转率	1.89	0.84	0.99	1.18	1.29
水电开支	(108)	(95)	(180)	(254)	(327)	应收账款周转率	19.15	12.08	12.12	10.82	23.90
税前盈利	259	177	756	1,091	1,494	偿债能力					
所得税	(73)	(39)	(212)	(306)	(418)	资产负债率	89.7%	36.3%	39.9%	43.0%	44.2%
净利润	186	138	544	786	1,076	流动比率	0.48	3.82	2.89	2.72	2.62
少数股东损益	21	14	55	79	109	速动比率	0.39	3.75	2.81	2.63	2.53
归股净利润	164	124	489	706	967						
EPS	0.12	0.09	0.35	0.51	0.69						

资产负债表					现金流量表						
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020E	2021E	2022E	2023E
现金	127	1,844	2,136	2,595	3,122	净利润	186	138	544	786	1,076
应收账款及票据	156	293	556	783	1,011	融资成本	(67)	(67)	(129)	(181)	(234)
存货	75	51	92	129	166	其他营运活动	(696)	(514)	(1,834)	(2,627)	(3,291)
总流动资产	383	2,862	3,458	4,180	4,972	营运性现金流	577	444	1,419	2,022	2,449
固定资产	323	445	549	656	763	资本开支	(184)	(186)	(353)	(497)	(642)
无形资产	3	12	12	12	12	其他投资活动	(6)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他非流动资产	1,328	4,350	5,038	5,996	7,094	投资性现金流	(190)	(187)	(354)	(498)	(643)
总资产	1,654	4,806	5,598	6,664	7,869	股息	(30)	(23)	(192)	(277)	(380)
合同负债	1	4	4	4	4	其他融资活动	(290)	1,546	(643)	(788)	(898)
应付帐款	315	348	628	880	1,130	融资性现金流	(320)	1,523	(835)	(1,066)	(1,278)
其他流动负债	478	397	564	654	763	现金变化	67	1,780	229	459	528
总流动负债	794	749	1,196	1,539	1,897	期初持有现金	60	127	1,907	2,136	2,595
租赁	663	967	967	967	967	期末持有现金	127	1,907	2,136	2,595	3,122
拨备	27	27	27	27	27						
总负债	1,484	1,746	2,236	2,867	3,476						
股东权益	171	3,060	3,362	3,797	4,393						

# 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