

买入

太二经营稳健，品牌孵化提速

九毛九 (9922.HK)

2021-09-09 星期四

投资要点

目标价: **32.0 港元**
 现价: 26.65 港元
 预计升幅: 20.0%

经营业绩快速恢复，太二是主要驱动力：

截至6月底，公司自营/加盟门店数分别为393/26家，21H1录得收入20.2亿元，同比+113%，其中九毛九/太二/其他品牌收入分别为3.8/16.0/0.4亿元；毛利率同比提升2pcts至62.8%；归母净利润1.86亿元，去年同期为0.86亿元亏损，主要得益于太二餐厅网络的持续扩张及疫情后运营的持续恢复。

太二品牌经营稳健，已是公司主力品牌：

21H1太二新开门店55家，门店数合计达286家，实现收入16.0亿元，同比+138.6%；其中，堂食及外卖占比分别为87%/13%。翻座率3.7次/天（vs 20H1 3.4次/天），客单价因上调价格，同比+2.6%至79元；同店销售-2%，除了疫情影响，部分门店也有被分流的情况发生；太二餐厅层面OPM恢复至23%。期内，面对散发疫情，公司在门店扩张及选址上更加谨慎，聚焦精细化运营，调整外卖经营策略；同时继续加强品牌建设，增加曝光度。在鲈鱼养殖方面，搭建可溯源系统及管理养殖系统，保障原料供应的安全稳定。太二品牌运营稳健，全年维持120家新增门店指引不变。

九毛九品牌处于调整期，新品牌孵化提速：

21H1处于调整期的九毛九门店数进一步收缩至91家，收入同比+43.0%至3.8亿元，翻座率1.8次/天（vs 20H1 1.3次/天）；客单价同比-3.3%至59元，主要是取消茶位费所致；同店销售-20%，疫情对以家庭客为主的九毛九品牌影响较大；餐厅层面OPM为8%。在太二当道、九毛九调整之际，公司新品牌孵化提速，去年推出“怂重庆火锅厂”，今年8月推出烤鱼品牌“赖美丽”，从装潢设计、品牌调性与营销、门店体验等方面均沿袭太二的风格。公司具备品牌孵化及运营能力，新进入的均是市场规模过千亿的赛道，期待新品牌未来可以成为公司新的利润增长点。

维持“买入”评级，目标价32.0港元：

考虑到散发疫情对运营恢复的影响，我们略下调21年盈利预测，预计21/22年EPS分别为0.31/0.52元，相应下调目标价至32港元，对应22年51倍PE，0.64倍PEG，维持“买入”评级。

重要数据

日期	2021/9/9
收盘价(港元)	26.65
总股本(百万股)	1,453
总市值(百万港元)	38,722
净资产(百万元)	3,060
总资产(百万元)	48,064
52周高低(港元)	38.6/16.2
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(40.66%)
 Eskdale Green Limited (6.54%)

相关报告

九毛九(9922.HK)首发报告-20200416
 九毛九(9922.HK)更新报告-20200826
 九毛九(9922.HK)更新报告-20210330

研究部

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

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	2,687	2,715	4,804	7,115	9,473
同比增长	42.0%	1.0%	77.0%	48.1%	33.1%
毛利率	63.3%	61.5%	63.5%	63.2%	63.1%
归母净利润	164	124	453	749	1065
同比增长	136.1%	-24.5%	265.5%	65.2%	42.1%
净利润率	6.1%	4.6%	9.4%	10.5%	11.2%
每股盈利	0.12	0.09	0.31	0.52	0.73
PE@26.65HKD	180.1	249.4	71.2	43.1	30.3

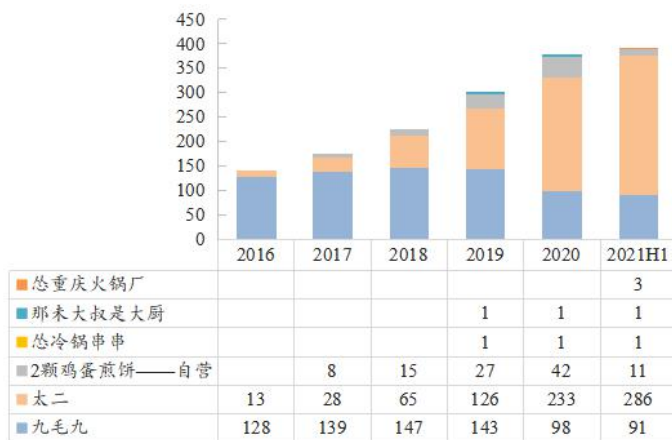
数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

营运恢复+太二扩张，业绩表现亮眼：

截至6月底，公司自营/加盟门店数分别为393/26家，21H1录得收入20.2亿元，同比+113%，其中九毛九/太二/其他品牌收入分别为3.8/16.0/0.4亿元；毛利率同比提升2pcts至62.8%；实现归母净利润1.86亿元，去年同期为0.86亿元亏损，主要得益于太二餐厅网络的持续扩张及疫情后营运的持续恢复。公司业绩略低于预期，主要是受到散发疫情的影响。

图 1：公司门店数



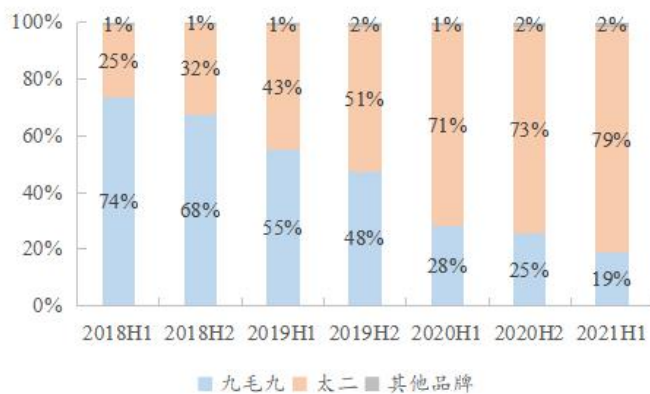
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司收入及增速



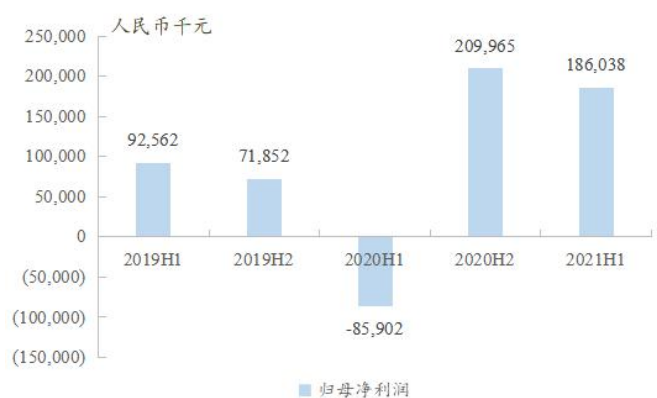
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：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 4：公司归母净利润



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

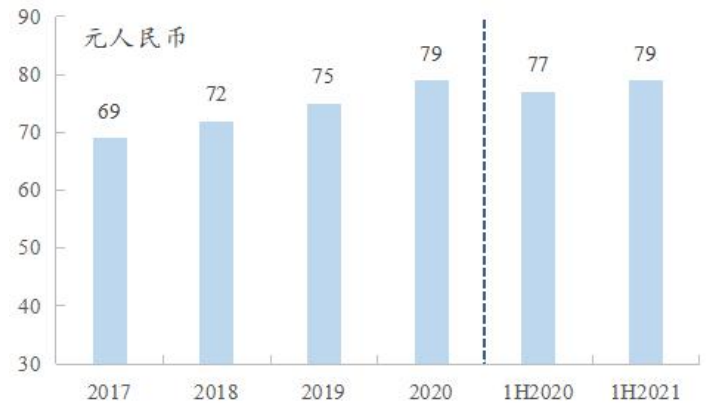
太二品牌经营稳健，已是公司主力品牌：

21H1 太二品牌新开门店 55 家，门店数合计达 286 家，实现收入 16.0 亿元，同比+138.6%，占公司总营收的 79.3%，同比提升 8.6pcts；其中，堂食及外卖占比分别为 87%/13%。翻座率 3.7 次/天（vs 20H1 3.4 次/天），客单价因上调价格，同比+2.6%至 79 元；同店销售-2%，除了疫情影响，部分门店也有被分流的情况发生；太二餐厅层面经营利润率

恢复至 23% (vs 20H1 11%)。期内，面对散发疫情，公司在门店扩张及选址上更加谨慎，聚焦精细化运营，调整外卖经营策略；同时继续加强品牌建设，增加曝光度。在鲈鱼养殖方面，搭建可溯源系统及管理养殖系统，保障原料供应的安全稳定。太二品牌运营稳健，全年维持 120 家新增门店的指引不变。

图 5：太二翻座率


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

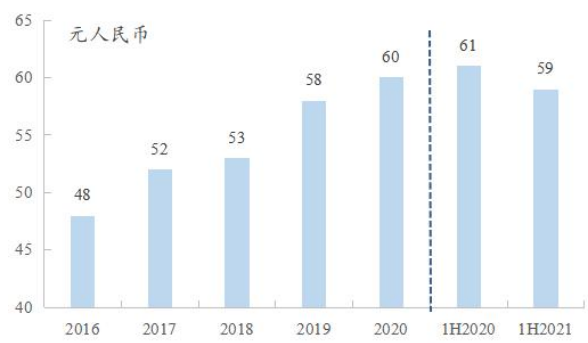

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

九毛九品牌处于调整期，新品牌孵化提速：

21H1 九毛九品牌门店数进一步收缩至 91 家，是公司主动关闭经营不善的门店，缩小管理半径所致。上半年收入同比+43.0%至 3.8 亿元，翻座率 1.8 次/天 (vs 20H1 1.3 次/天)；客单价同比-3.3%至 59 元，主要是茶位费取消的原因；同店销售-20%，疫情对以家庭客为主的九毛九品牌影响较大；九毛九餐厅层面的经营利润率为 8%。在太二当道，九毛九调整之际，公司新品牌孵化提速，20 年推出新品牌“怂重庆火锅厂”，持续打磨门店模型；今年 8 月，推出烤鱼品牌“赖美丽”，从装潢设计、品牌调性与营销、门店体验等方面均沿袭太二的风格，公司具备品牌孵化及运营的能力，新进入的均是市场规模过千亿的赛道，期待新品牌未来可以成为公司新的利润增长点。

图 9：九毛九品牌翻座率

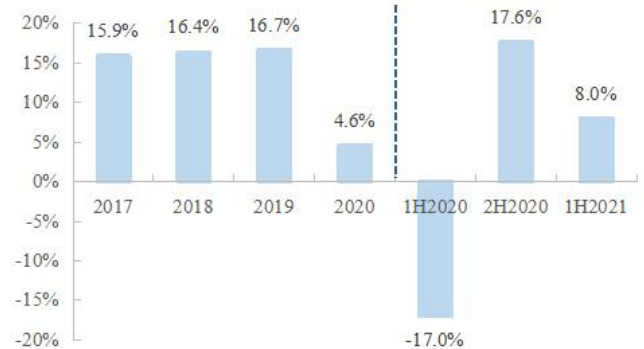

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

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

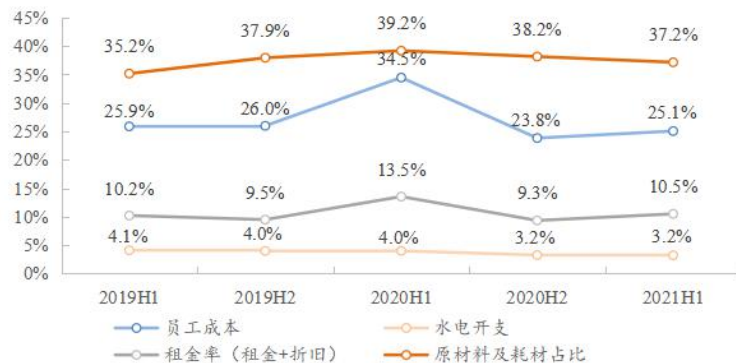

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

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

主要营运成本占比下降，供应链优势逐渐凸显：

由于收入规模增长，上半年主要营运成本占收入的比例与去年同期相比均有所下降。期内，尽管太二占比提升，原材料及耗材占收入比仍有 2pcts 的下降至 37.2%，主要受益于供应链的持续优化，公司除了参股上游的鲈鱼养殖（上半年超过 38% 的鲈鱼从合作方采购），未来也将在其他原材料方面深度参与，保障原材料价格的稳定及食品安全的可控。

图 13：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 32.0 港元：

考慮到散發疫情對營運恢復的影響，我們略下調 21 年盈利預測，預計 21/22 年 EPS 分別為 0.31/0.52 元，相應下調目標價至 32 港元，對應 22 年 51 倍 PE，0.64 倍 PEG，維持“買入”評級。

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	4,804	7,115	9,473	盈利能力					
营业成本	(985)	(1,046)	(1,754)	(2,616)	(3,496)	毛利率 (%)	63.3%	61.5%	63.5%	63.2%	63.1%
毛利	1,702	1,669	3,050	4,499	5,977	净利率 (%)	6.1%	4.6%	9.4%	10.5%	11.2%
其他收入	12	84	96	121	142	营运表现					
员工薪金	(697)	(748)	(1,201)	(1,708)	(2,226)	有效税率 (%)	28.3%	21.9%	26.0%	26.0%	26.0%
财务费用	(67)	(67)	(96)	(142)	(189)	存货周转率	17.71	16.60	25.65	24.51	54.70
应占联营公司损益	2	(8)	0	0	0	资产周转率	1.89	0.84	0.90	1.09	1.22
水电开支	(108)	(95)	(183)	(249)	(332)	应收账款周转率	19.15	12.08	12.22	11.99	12.06
税前盈利	259	177	682	1,126	1,600	偿债能力					
所得税	(73)	(39)	(177)	(293)	(416)	资产负债率	89.7%	36.3%	39.7%	42.6%	39.7%
净利润	186	138	504	833	1,184	流动比率	0.48	3.82	3.36	3.36	3.20
少数股东损益	21	14	51	84	120	速动比率	0.39	3.75	3.28	3.28	3.11
归母净利润	164	124	453	749	1,065						
EPS	0.12	0.09	0.31	0.52	0.73						

资产负债表						现金流量表					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金	127	1,844	2,384	3,369	4,442	净利润	186	138	504	833	1,184
应收账款及票据	156	293	493	694	877	融资成本	(67)	(67)	(96)	(142)	(189)
存货	75	51	86	128	171	其他营运活动	(696)	(617)	(1,433)	(2,284)	(3,156)
总流动资产	383	2,862	3,637	4,864	5,827	营运性现金流	577	546	1,025	1,593	2,161
固定资产	323	445	568	658	753	资本开支	(184)	(280)	(315)	(326)	(348)
无形资产	3	12	12	12	12	其他投资活动	(6)	(804)	8	12	16
其他非流动资产	1,328	4,350	5,234	6,549	7,564	投资性现金流	(190)	(1,084)	(307)	(314)	(333)
总资产	1,654	4,806	5,814	7,219	8,330	股息	(30)	(58)	(178)	(294)	(418)
应付帐款	315	348	583	870	1,162	其他融资活动	(290)	2,448	0	0	(337)
其他流动负债	478	401	500	576	658	融资性现金流	(320)	2,390	(178)	(294)	(755)
总流动负债	794	749	1,083	1,446	1,820	现金变化	67	1,852	541	984	1,073
租赁	663	967	1,235	1,430	1,636	期初持有现金	60	127	1,844	2,384	3,369
拨备	27	27	27	27	27	期末持有现金	127	1,844	2,384	3,369	4,442
总负债	1,484	1,746	2,311	3,073	3,305						
少数股东权益	38	44	160	265	376						
股东权益	171	3,060	3,503	4,147	5,024						

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
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>