

# 买入

# 疫情影响恢复进度，贯彻稳健经营策略

## 九毛九 (9922.HK)

2022-01-18 星期二

### 投资要点

目标价: **20.0 港元**  
 现价: 15.0 港元  
 预计升幅: 33.3%

#### 受散发疫情影响，餐饮行业砥砺前行：

21H2 新冠疫情多点散发，餐饮行业恢复受阻。据国家统计局，2021 年内地餐饮收入 4.69 万亿元，同比 2020 年+18.6%，勉强恢复至 2019 年水平，两年 CAGR 仅为 0.2%。而近期，我国已有多地报告奥密克戎变异株病例，防疫管控力度加强，或再次削弱消费者外出就餐意愿及消费心理，预期 2022 年餐饮业仍将受疫情影响存在较大不确定性。

#### 太二完成全年开店目标，22 年维持稳健扩张策略：

截至 21 年底，太二门店数合计 350 家，全年新开门店 122 家，完成全年 120 家的开店目标。从门店恢复情况来看，7-10 月即便有散发疫情，并且在门店持续扩张下，同店收入恢复至 2019 年同期 90% 上下，较为稳定，展现出品牌较强的商业模型及品牌力；但 11-12 月因疫情影响及波及范围较大，预期同店收入约恢复至 2019 年同期 82% 的水平。在疫情不确定的背景下，2022 年预期太二全年新开门店 150 家，继续贯彻稳健扩张的经营策略。

#### 九毛九品牌持续调整，新品牌需给予成长时间：

截至 21 年底，九毛九/怂/赖美丽门店数分别为 83/9/2 家，其中，九毛九品牌仍在持续调整当中，21 年净关店 15 家，由于家庭客为主要客群，受疫情影响相对更大，预期 22 年开店亦将更加谨慎；怂重庆火锅厂预期 22 年新开门店 10 家，处于模型持续打磨阶段，回顾太二从发展初期到快速展店历经 3 年左右时间，怂广州首店经营刚满一年，需要给予新品牌更多成长时间；赖美丽烤鱼属于公司新试水赛道，目前仅在广州开设 2 家门店，公司具备较强的品牌孵化及运营的能力，可持续关注新品牌发展进度。

#### 维持“买入”评级，目标价 20.0 港元：

因下半年散发疫情对公司经营产生影响，且后续疫情发展存在不确定性，我们下调原盈利预测，预计 21/22 年 EPS 分别为 0.24/0.39 元，下调目标价至 20 港元，对应 22 年 42 倍 PE，0.61 倍 PEG，我们看好公司稳健的经营管理风格，以及对新品牌的孵化及运营能力，维持“买入”评级。

### 重要数据

日期	2022/1/17
收盘价 (港元)	15.0
总股本 (百万股)	1,453
总市值 (百万港元)	21,795
净资产 (百万元)	3,060
总资产 (百万元)	48,064
52 周高低 (港元)	38.6/12.6
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  
 九毛九(9922.HK)更新报告-20210909

### 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	4,024	5,974	8,507
同比增长	42.0%	1.0%	48.2%	48.5%	42.4%
毛利率	63.3%	61.5%	63.4%	63.1%	62.9%
归母净利润	164	124	354	563	863
同比增长	136.1%	-24.5%	185.7%	58.9%	53.2%
净利润率	6.9%	5.1%	9.8%	10.5%	11.3%
每股盈利	0.12	0.09	0.24	0.39	0.59
PE@15.0HKD	99.1	137.2	50.1	31.5	20.6

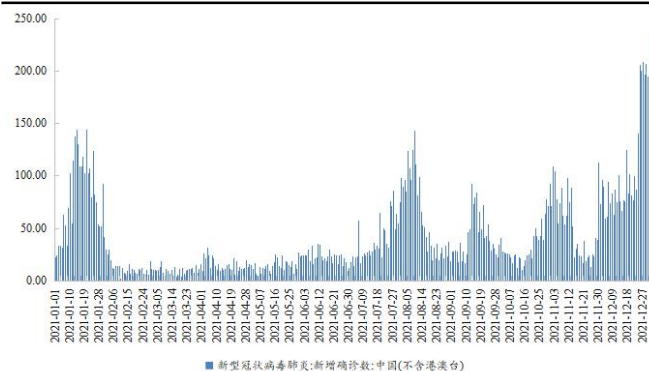
数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

## 报告正文

### 受散发疫情影响，餐饮行业砥砺前行：

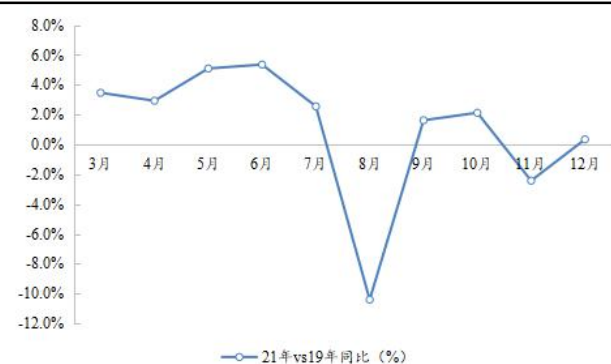
21H2 新冠疫情多点散发，餐饮行业恢复受阻。据国家统计局，2021 年内地餐饮收入 4.69 万亿元，同比 2020 年+18.6%，勉强恢复至 2019 年水平，两年 CAGR 仅为 0.2%。而近期，我国已有多地报告奥密克戎变异株病例，防疫管控力度加强，或再次削弱消费者外出就餐意愿及消费心理，预期 2022 年餐饮业仍将受疫情影响存在较大不确定性。

图 1：21 年下半年，中国内地新冠疫情多点散发



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 2：下半年餐饮收入恢复进度受阻

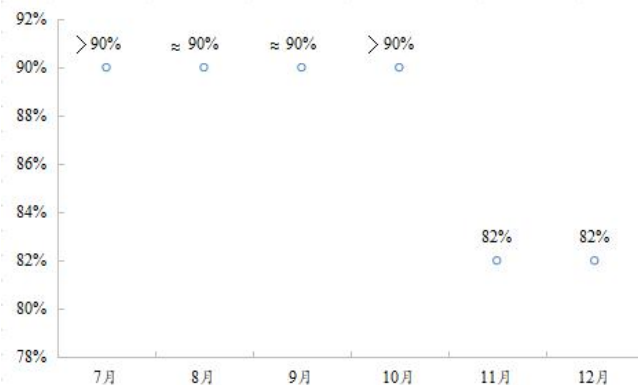


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 太二完成全年开店目标，22 年维持稳健扩张策略：

截至 21 年底，太二门店数合计 350 家，全年新开门店 122 家，完成全年 120 家的开店目标。从门店恢复情况来看，7-10 月即便有散发疫情，并且在门店持续扩张下，同店收入恢复至 2019 年同期 90% 上下，较为稳定，展现出品牌较强的商业模式及品牌力；但 11-12 月因疫情影响及波及范围较大，预期同店收入约恢复至 2019 年同期 82%。在疫情不确定的背景下，2022 年预期太二全年新开门店数 150 家，继续贯彻稳健扩张的经营策略。

图 3：太二 21H2 同店收入较 2019 年恢复程度



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

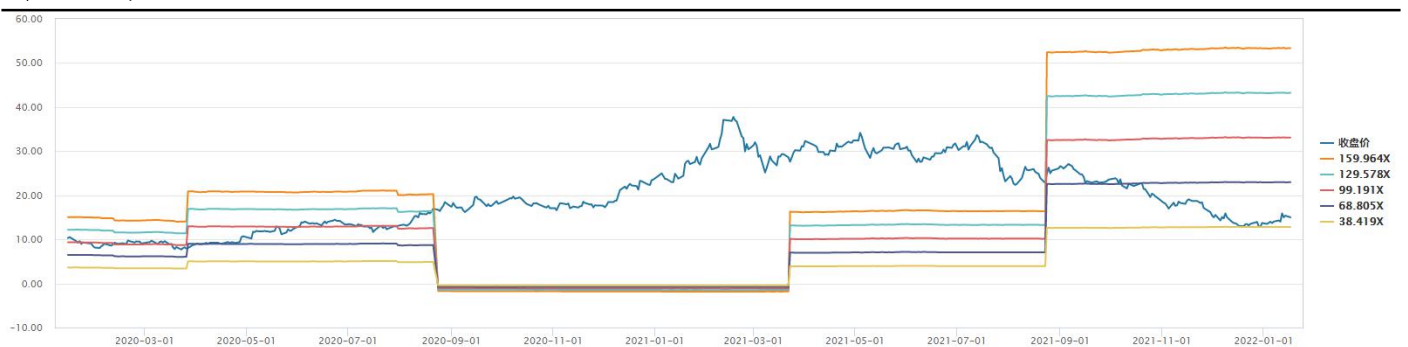
### 九毛九品牌持续调整，新品牌需给予成长时间：

截至 21 年底，九毛九/怱/赖美丽门店数分别为 83/9/2 家，其中，九毛九品牌仍在持续调整当中，21 年净关店 15 家，由于家庭客为主要客群，受疫情影响相对更大，预期 22 年开店亦将更加谨慎；怱重庆火锅厂预期 22 年新开门店 10 家，处于模型持续打磨阶段，回顾太二从发展初期到快速展店历经 3 年左右时间，怱广州首店经营刚满一年，需要给予新品牌更多成长时间；赖美丽烤鱼属于公司新试水赛道，目前仅在广州开设 2 家门店，公司具备较强的品牌孵化及运营的能力，可持续关注新品牌发展进度。

### 维持“买入”评级，目标价 20.0 港元：

因下半年散发疫情对公司经营产生影响，且后续疫情发展存在不确定性，我们下调原盈利预测，预计 21/22 年 EPS 分别为 0.24/0.39 元，下调目标价至 20 港元，对应 22 年 42 倍 PE，0.61 倍 PEG，我们看好公司稳健的经营管理风格，以及对新品牌的孵化及运营能力，维持“买入”评级。

图 4：公司 PE Band



资料来源：Wind、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					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	2,687	2,715	4,024	5,974	8,507	盈利能力					
营业成本	(985)	(1,046)	(1,471)	(2,206)	(3,152)	毛利率 (%)	63.3%	61.5%	63.4%	63.1%	62.9%
<b>毛利</b>	<b>1,702</b>	<b>1,669</b>	<b>2,553</b>	<b>3,768</b>	<b>5,355</b>	净利率 (%)	6.9%	5.1%	9.8%	10.5%	11.3%
其他收入	12	84	80	102	128	营运表现					
员工薪金	(697)	(748)	(1,038)	(1,523)	(2,127)	有效税率 (%)	28.3%	21.9%	26.0%	26.0%	26.0%
财务费用	(67)	(67)	(80)	(119)	(170)	存货周转率	17.71	16.60	23.93	24.56	58.49
应占联营公司损益	2	(8)	0	0	0	资产周转率	1.89	0.84	0.77	0.95	1.15
水电开支	(108)	(95)	(153)	(209)	(298)	应收账款周转率	19.15	12.08	11.40	12.00	12.42
<b>税前盈利</b>	<b>259</b>	<b>177</b>	<b>533</b>	<b>847</b>	<b>1,297</b>	偿债能力					
所得税	(73)	(39)	(139)	(220)	(337)	资产负债率	89.7%	36.3%	39.9%	43.7%	41.6%
<b>净利润</b>	<b>186</b>	<b>138</b>	<b>394</b>	<b>627</b>	<b>960</b>	流动比率	0.48	3.82	3.44	3.16	2.92
少数股东损益	21	14	40	63	97	速动比率	0.39	3.75	3.37	3.08	2.83
归母净利润	164	124	354	563	863	现金流量表					
EPS	0.12	0.09	0.24	0.39	0.59						
<b>资产负债表</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>		<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
现金	127	1,844	2,248	2,936	3,808	净利润	186	138	394	627	960
应收账款及票据	156	293	413	582	788	融资成本	(67)	(67)	(80)	(119)	(170)
存货	75	51	72	108	154	其他营运活动	(696)	(617)	(1,168)	(1,806)	(2,670)
<b>总流动资产</b>	<b>383</b>	<b>2,862</b>	<b>3,406</b>	<b>4,299</b>	<b>5,087</b>	营运性现金流	577	546	855	1,299	1,881
固定资产	323	445	573	732	810	资本开支	(184)	(280)	(320)	(401)	(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	5,066	6,139	7,056	投资性现金流	(190)	(1,084)	(312)	(389)	(333)
<b>总资产</b>	<b>1,654</b>	<b>4,806</b>	<b>5,651</b>	<b>6,883</b>	<b>7,878</b>	股息	(30)	(58)	(139)	(221)	(339)
应付帐款	315	348	489	733	1,048	其他融资活动	(290)	2,448	0	0	(337)
其他流动负债	478	401	502	627	697	融资性现金流	(320)	2,390	(139)	(221)	(676)
<b>总流动负债</b>	<b>794</b>	<b>749</b>	<b>991</b>	<b>1,360</b>	<b>1,745</b>	现金变化	67	1,852	404	688	872
租赁	663	967	1,245	1,591	1,760	期初持有现金	60	127	1,844	2,248	2,936
拨备	27	27	27	27	27	期末持有现金	127	1,844	2,248	2,936	3,808
<b>总负债</b>	<b>1,484</b>	<b>1,746</b>	<b>2,254</b>	<b>3,007</b>	<b>3,275</b>						
少数股东权益	38	44	125	199	305						
<b>股东权益</b>	<b>171</b>	<b>3,060</b>	<b>3,397</b>	<b>3,876</b>	<b>4,603</b>						

# 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>