

九毛九 (9922 HK)

追求卓越和極簡主義是規模化的良藥

- **九毛九/太二是中國西北菜/酸菜魚菜中的第二/一大品牌。**九毛九在18財年擁有147/65/15/14九毛九/太二/其他品牌/特許經營餐廳（總共241家門店）。根據Frost&Sullivan的數據，在2018年，九毛九/太二品牌在中國西北菜/酸菜魚菜行業中市場份額為0.8%/4.4%，排名第2/1。特別的是，過去的增長都是強勁而穩定的，13-18財年銷售/利潤複合年增長率為34%/20%。
- **對於卓越的追求：食物，服務和就餐體驗。**我們相信，太二的優勢體現在：1) 優質的供應鏈，包括食材和菜品，2) 舒適而有趣的體驗，以及3) 獨特的就餐氛圍，都是超人氣的原因，品牌的翻座率為4.9倍（同行平均為3.9倍），而在大眾點評上的客戶評分4.6（滿分為5，同行平均為4.0）。如果我們根據營業時間和不允許外帶和外賣等因素進行調整，其客流量更是驚人。
- **精準的SKU管理是可以提高效率 and 達到規模化。**SKU較少的單品類餐廳的競爭一般都很激烈，因為比較難在眾多其他品牌中做到差異化。但是品牌一旦成功，其先發優勢和高度標準化可能會帶來指數式的增長和可觀的利潤率。我們參考了五個不同的因素，去測算太二品牌在19財年在中國市場的潛在規模，約為810家。而在我們是預測太二門店數量到21財年將達到314家。
- **開放，創新和共贏的公司文化可有效釋放員工的潛力。**受惠於我們相信，九毛九可以在行業中保持強大的競爭優勢，歸功於：1) 高效的公司結構（通過在總部設立職能部門來釋放品牌部門的精力，可以更專注消費者的口味和趨勢），2) 重視員工服務和工作質素和3) 給予高層管理明確的股權激勵（九毛九/太二管理層共擁有15%/15%的股權）。
- **冠狀病毒的影響，根據我們的測算，停業15/30/45天，將令20財年淨利潤下調17%/28%/41%。**根據我們的情景分析，15/30/45天的停業可能令20財年的銷售減少4%/7%/10%（假設20財年1季度的日銷售為950萬人民幣）和令淨利潤減少17%/28%/41%（我們估計固定/可變成本占20財年運營成本的62%/38%），我們的模型是假設了停業30天的情況。
- **我們預測銷售/淨利潤在18-21財年的複合年增長率為44%/94%。**我們預計44%的銷售複合年增長由以下因素帶動：8%九毛九的銷售複合年增長（1%平均店銷售和7%的餐廳數量）和91%太二的銷售複合增長（13%的平均店銷售和69%的餐廳數量）和其他品牌銷售的複合年增長率為127%。我們還預計94%的淨利潤複合年增長，因為：1) 經營利潤率更高的太二的銷售佔比增加，2) 太二門店的效率提高，3) 不會像18財年出現一次性存貨虧損。
- **首次給予“買入”評級，目標價10.82港元。**我們使用SOTP方法給目標價，是基於九毛九的17倍20財年市盈率（較同業折讓約25%）和太二的0.65倍3年PEG（行業龍頭中位數公司在1.8倍，也等於71.1倍20財年市盈率），目標價也是等於整個公司的55倍20財年市盈率的估值和0.84倍3年PEG。公司現價的估值是在46倍20財年市盈率和0.7倍3年PEG。我們認為，太二是應該擁有溢價的（按市盈率），因為：1) 在酸菜魚行業中的領導地位和知名度；2) 巨大的增長潛力（包括銷售和利潤率），以及3) 比同行的銷售和淨利潤增長快很多。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	1,164	1,469	1,893	2,836	3,733	5,657
同比增長(%)	n.a.	26.2	28.8	49.8	31.6	51.6
淨利潤(百萬人民幣)	52	67	70	200	244	509
每股收益(人民幣)	n.a.	n.a.	n.a.	0.144	0.176	0.368
每股收益變動(%)	n.a.	n.a.	n.a.	186.7	22.3	108.4
市盈率(x)	n.a.	n.a.	n.a.	55.9	45.8	22.0
市帳率(x)	n.a.	n.a.	n.a.	4.2	4.0	3.4
權益收益率(%)	70.4	37.7	33.9	14.1	8.9	16.7
財務杠杆(x)*	80.0	44.5	70.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測，*淨負債（現金）/權益

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$10.82
潛在升幅	+20.2%
當前股價	HK\$9.00

中國餐飲行業

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	12,451
3月平均流通量(百萬港元)	206.80
52周內股價高/低(港元)	11.00/7.60
總股本(百萬)	1,383.4

資料來源：彭博

股東結構

管毅宏先生	44.42%
上海領語	10.84%
MT BVI	6.59%
MX BVI	6.60%
其他投資者	3.83%
自由流通	27.71%

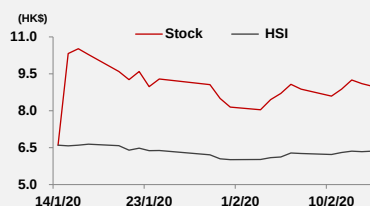
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-12.8%	-9.8%
3-月	不適用	不適用
6-月	不適用	不適用
12-月	不適用	不適用

資料來源：彭博

股份表現

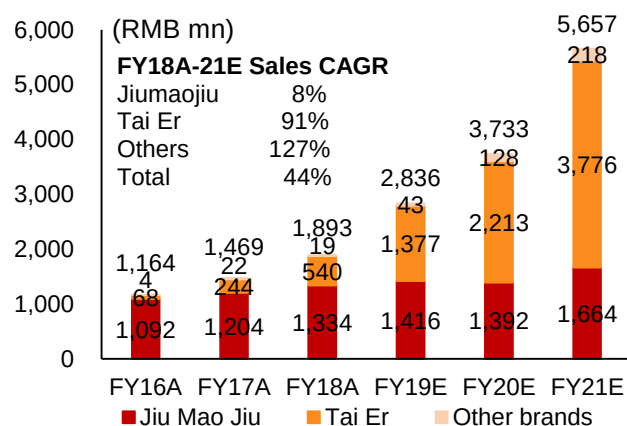


資料來源：彭博

審計師：畢馬威

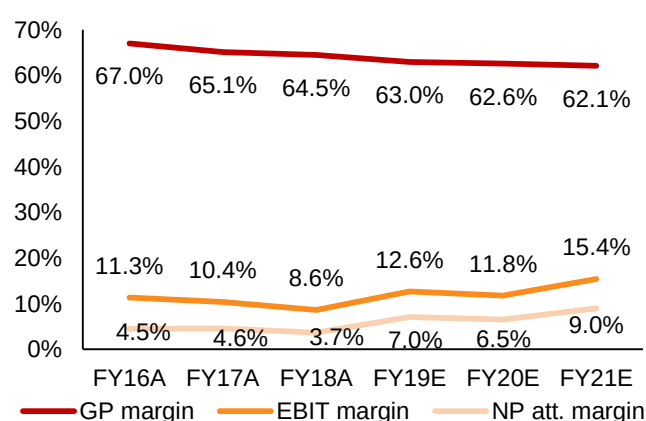
重點圖表

图 1: 銷售和複合年增長率, 按品牌劃分



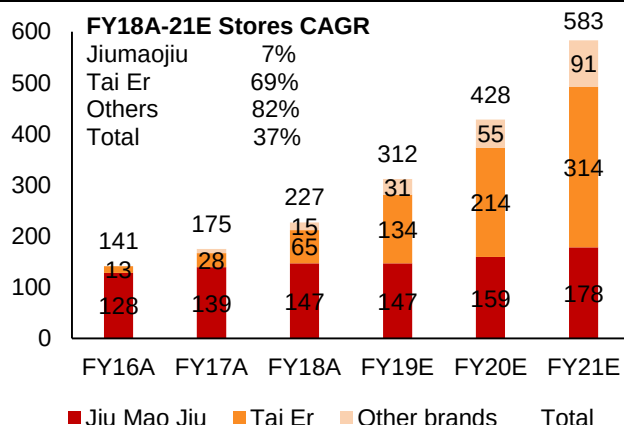
资料来源: 公司及招銀國際研究預測

图 2: 毛利率/息稅前利潤率/淨利潤率



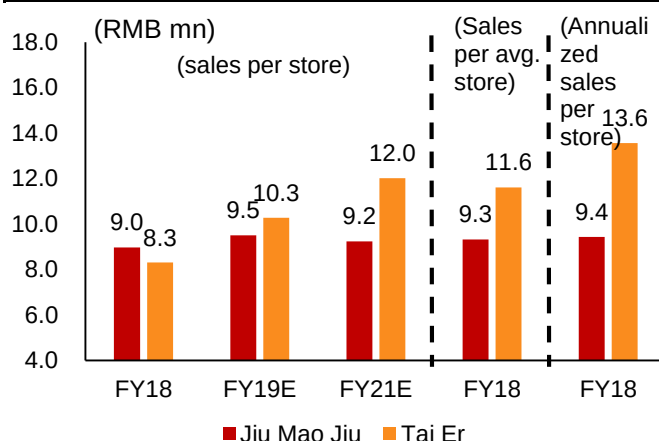
资料来源: 公司及招銀國際研究預測, 息稅前利潤= 收入- 使用的原材料和消耗品+ 其他收入- 員工成本- 使用權資產折舊- 其他租金及相關費用- 其他資產折舊和攤銷- 公用事業支出- 差旅及相關支出- 專業服務支出- 廣告和促銷費- 送貨服務費- 其他費用

图 3: 門店數量和複合年增長率, 按品牌劃分



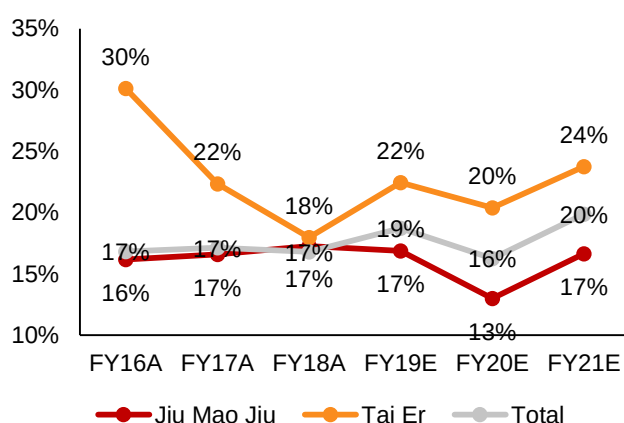
资料来源: 公司及招銀國際研究預測

图 4: 每個店的平均銷售, 按品牌劃分, 太二是被低估了



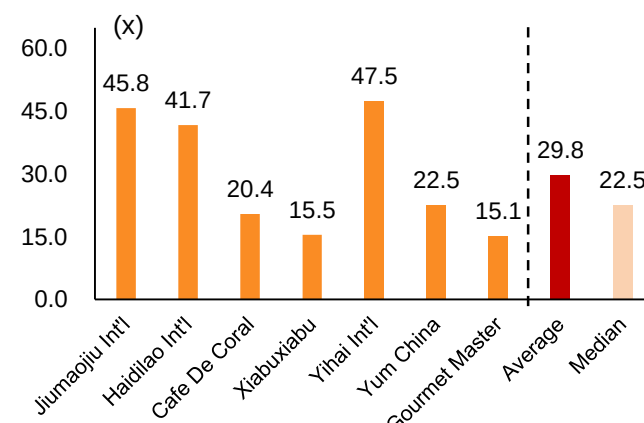
资料来源: 公司及招銀國際研究預測, 年化銷售額= 每天平均銷售 x 365

图 5: 餐廳層面的經營利潤率, 按品牌劃分



资料来源: 公司及招銀國際研究預測, 餐廳層面的營業利潤= 收入- 使用的原材料和消耗品- 員工成本- 使用權資產的折舊- 其他租金和相關費用- 其他資產的折舊和攤銷- 公用事業支出- 送貨服務費。

图 6: 同業估值比較, 20 財年的市盈率



资料来源: 招銀國際研究預測, 彭博, 截至 2020 年 2 月 14 日

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	1,164	1,469	1,893	2,836	3,733	5,657
九毛九	1,092	1,204	1,334	1,416	1,392	1,664
太二	68	244	540	1,377	2,213	3,776
其他品牌	4	22	19	43	128	218
銷售成本	(384)	(513)	(672)	(1,050)	(1,396)	(2,142)
毛利	780	957	1,221	1,786	2,337	3,515
其它收入	1	2	3	9	40	46
營運支出	(650)	(806)	(1,060)	(1,437)	(1,938)	(2,690)
員工成本	(328)	(400)	(523)	(732)	(1,006)	(1,397)
使用權資產折舊和其他租金	(116)	(138)	(184)	(269)	(394)	(561)
折舊和攤銷	(65)	(76)	(81)	(110)	(151)	(201)
公用事業費用	(73)	(80)	(94)	(113)	(143)	(183)
其它運營費用	(68)	(112)	(178)	(212)	(244)	(348)
息稅前收益	132	153	163	358	439	871
融資成本	(49)	(52)	(58)	(65)	(75)	(89)
合資及聯營企業	(1)	(1)	(2)	2	3	5
特殊項目	(5)	(1)	1	(3)	(4)	(6)
稅前利潤	76	99	104	293	363	781
所得稅	(24)	(28)	(31)	(76)	(94)	(202)
減: 非控制股東權益	(1)	5	4	18	25	70
淨利潤	52	67	70	200	244	509
調整後淨利潤	59	80	97	252	253	522

資產負債表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	705	759	960	1,075	1,177	1,291
固定資產	227	216	268	380	480	589
無形資產和商譽	424	460	578	578	578	578
預付租金	22	40	57	57	57	57
合資及聯營公司投資	-	4	4	6	9	14
其它非流動資產	32	39	54	54	54	54
流動資產	143	183	227	2,654	2,856	3,450
現金及現金等價物	33	52	60	2,423	2,565	3,028
存貨	20	33	36	52	61	88
貿易和其他應收款	9	12	17	22	30	45
預付款	61	68	88	132	174	263
其它流動資產	19	18	26	26	26	26
流動負債	288	290	440	532	623	819
銀行貸款	39	20	49	49	49	49
應付款	50	54	72	92	115	164
應計費用和其他應付款	76	82	145	217	285	432
應付稅款	6	8	12	12	12	12
其它流動負債	117	127	162	162	162	162
非流動負債	412	445	543	543	543	543
銀行貸款	-	-	-	-	-	-
遞延收入	14	16	21	21	21	21
遞延所得稅	-	-	-	-	-	-
其它	398	428	522	522	522	522
少數股東權益	-	-	-	18	43	113
淨資產總額	147	207	204	2,636	2,824	3,265
股東權益	147	207	204	2,636	2,824	3,265

現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前利潤	132	153	163	358	439	871
折舊和攤銷	65	76	81	110	151	201
營運資金變動	(24)	(18)	(1)	27	32	65
已繳納所得稅	(24)	(34)	(40)	(76)	(94)	(202)
其它	113	137	168	(1)	(0)	1
經營活動所得現金流	262	314	373	419	528	936
資本開支	(89)	(75)	(150)	(221)	(250)	(311)
聯營公司	(10)	(16)	(2)	(0)	(0)	(0)
利息收入	0	1	1	-	-	-
其它	(1)	(0)	(1)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(99)	(90)	(152)	(221)	(250)	(311)
股份發行	-	-	-	2,200	-	-
淨借貸	(5)	(19)	29	-	-	-
支付股息	(9)	(20)	(25)	30	(60)	(73)
其它	(143)	(166)	(218)	(65)	(75)	(89)
融資活動所得現金淨額	(158)	(205)	(214)	2,165	(135)	(162)
現金增加淨額	5	19	7	2,363	143	463
年初現金及現金等價物	28	33	52	60	2,423	2,565
匯兌	-	-	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	33	52	60	2,423	2,565	3,028

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)						
九毛九	93.8	81.9	70.5	49.9	37.3	29.4
太二	5.8	16.6	28.5	48.6	59.3	66.7
其他品牌	0.4	1.5	1.0	1.5	3.4	3.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率						
毛利率	67.0	65.1	64.5	63.0	62.6	62.1
經營利潤率	11.3	10.4	8.6	12.6	11.8	15.4
稅前利率	6.5	6.8	5.5	10.3	9.7	13.8
淨利潤率	4.5	4.6	3.7	7.0	6.5	9.0
有效稅率	31.8	27.8	28.7	26.0	26.0	26.0
資產負債比率						
流動比率(x)	0.5	0.6	0.5	5.0	4.6	4.2
速動比率(x)	0.4	0.5	0.4	4.9	4.5	4.1
現金比率(x)	0.1	0.2	0.1	4.6	4.1	3.7
平均庫存周轉天數	17	19	19	18	16	15
平均應收款周轉天數	2	3	3	3	3	3
平均應付帳款天數	40	37	34	32	30	28
債務/股本比率(%)	105	71	103	8	7	6
淨負債/股東權益比率(%)	80	45	71	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)						
資本回報率	35.2	32.3	34.2	7.6	8.6	15.6
資產回報率	6.1	7.1	5.9	5.4	6.1	10.7
每股數據(人民幣)						
每股盈利(人民幣)	n.a.	n.a.	n.a.	0.14	0.18	0.37
每股股息(人民幣)	n.a.	n.a.	n.a.	0.04	0.05	0.11
每股帳面價值(人民幣)	n.a.	n.a.	n.a.	1.91	2.04	2.36

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。

披露 招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。