

九毛九 (9922 HK)

追求卓越和极简主义是规模化的良药

- **九毛九/太二是中国西北菜/酸菜鱼菜中的第二/一大品牌。**九毛九在18财年拥有147/65/15/14九毛九/太二/其他品牌/特许经营餐厅(总共241家门店)。根据Frost&Sullivan的数据,在2018年,九毛九/太二品牌在中国西北菜/酸菜鱼菜行业中市场份额为0.8%/4.4%,排名第2/1。特别的是,过去的增长都是强劲而稳定的,13-18财年销售/利润复合年增长率为34%/20%。
- **对于卓越的追求:食物,服务和就餐氛围体验。**我们相信,太二的优势体现在:1)优质的供应链,包括食材和菜品,2)舒适而有趣的体验,以及3)独特的就餐氛围,都是超高人气的原因,品牌的翻座率为4.9倍(同行平均为3.9倍),而在大众点评上的客户评分为4.6(满分为5,同行平均为4.0)。如果我们根据营业时间和不允许外带和外卖等因素进行调整,其客流量更是惊人。
- **精准的SKU管理是可以提高效率 and 达到规模化。**SKU较少的单品类餐厅的竞争一般都很激烈,因为比较难在众多其他品牌中做到差异化。但是品牌一旦成功,其先发优势和高度标准化可能会带来指数式的增长和可观的利润率。我们参考了五个不同的因素,去测算太二品牌在19财年在潜在市场的潜在规模,约为810家。而在我们是预测太二门店数量到21财年将达到314家。
- **开放,创新和共赢的公司文化可有效释放员工的潜力。**受惠于我们相信,九毛九可以在行业中保持强大的竞争优势,归功于:1)高效的公司结构(通过在总部设立职能部门来释放品牌部门的精力,可以更专注消费者的口味和趋势),2)重视员工服务和工作素质和3)给予高层管理明确的股权激励(九毛九/太二管理层共拥有15%/15%的股权)。
- **冠状病毒的影响,根据我们的测算,停业15/30/45天,将令20财年净利润下调17%/28%/41%。**根据我们的情景分析,15/30/45天的停业可能令20财年的销售减少4%/7%/10%(假设20财年1季度的日销售为950万人民币)和令净利润减少17%/28%/41%(我们估计固定/可变成成本占20财年运营成本的62%/38%),我们的模型是假设了停业30天的情况。
- **我们预测销售/净利润在18-21财年的复合年增长率为44%/94%。**我们预计44%的销售复合年增长由以下因素带动:8%九毛九的销售复合年增长(1%平均店销售和7%的餐厅数量)和91%太二的销售复合增长(13%的平均店销售和69%的餐厅数量)和其他品牌销售的复合年增长率为127%。我们还预计94%的净利润复合年增长,因为:1)经营利润率更高的太二的销售占比增加,2)太二门店的效率提高,3)不会像18财年出现一次性存货亏损。
- **首次给予“买入”评级,目标价10.82港元。**我们使用SOTP方法给目标价,是基于九毛九的17倍20财年市盈率(较同业折让约25%)和太二的0.65倍3年PEG(行业龙头中位数公司在1.8倍,也等于71.1倍20财年市盈率),目标价也是等于整个公司的55倍20财年市盈率的估值和0.84倍3年PEG。公司现价的估值是在46倍20财年市盈率和0.7倍3年PEG。我们认为,太二是应该拥有溢价的(按市盈率),因为:1)在酸菜鱼行业中的领导地位和知名度;2)巨大的增长潜力(包括销售和利润率),以及3)比同行的销售和净利润增长快很多。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	1,164	1,469	1,893	2,836	3,733	5,657
同比增长(%)	n.a.	26.2	28.8	49.8	31.6	51.6
净利润(百万人民币)	52	67	70	200	244	509
每股收益(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	0.144	0.176	0.368
每股收益变动(%)	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
市帐率(x)	n.a.	n.a.	n.a.	4.2	4.0	3.4
权益收益率(%)	70.4	37.7	33.9	14.1	8.9	16.7
财务杠杆(x)	80.0	44.5	70.8	净现金	净现金	净现金

资料来源:公司及招银国际证券预测

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$10.82
潜在升幅	+20.2%
当前股价	HK\$9.00

中国餐饮行业

胡永匡

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

公司数据

市值(百万港元)	12,451
3月平均流通量(百万港元)	206.80
52周内股价高/低(港元)	11.00/7.60
总股本(百万)	1,383.4

数据来源:彭博

股东结构

管毅宏先生	44.42%
上海领语	10.84%
MT BVI	6.59%
MX BVI	6.60%
其他投资者	3.83%
自由流通	27.71%

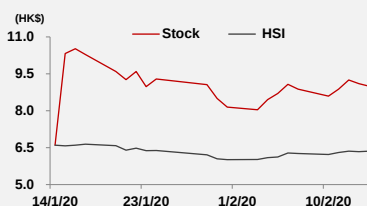
数据来源:港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-12.8%	-9.8%
3-月	不适用	不适用
6-月	不适用	不适用
12-月	不适用	不适用

数据来源:彭博

股份表现

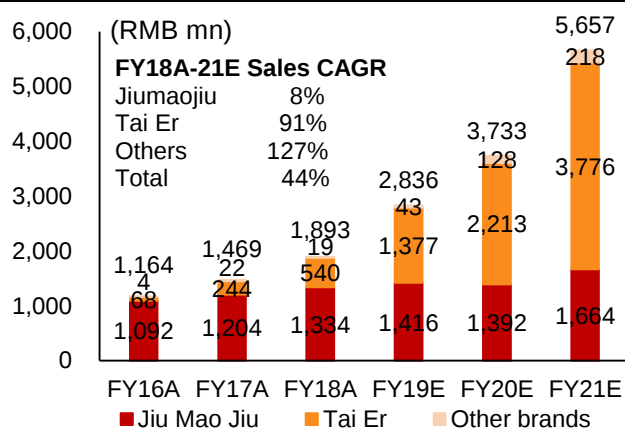


数据来源:彭博

审计师:毕马威

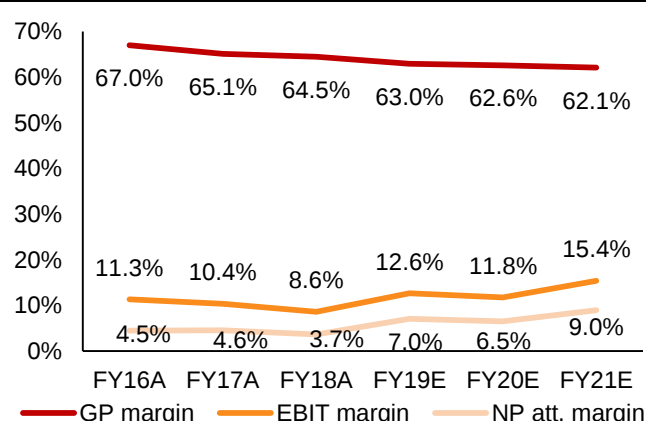
重点图表

图 1: 销售和复合年增长率, 按品牌划分



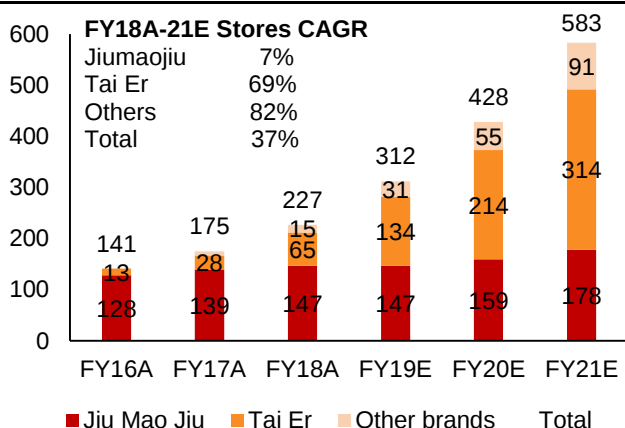
资料来源: 公司及招银国际研究预测

图 2: 毛利率/息税前利润率/净利润率



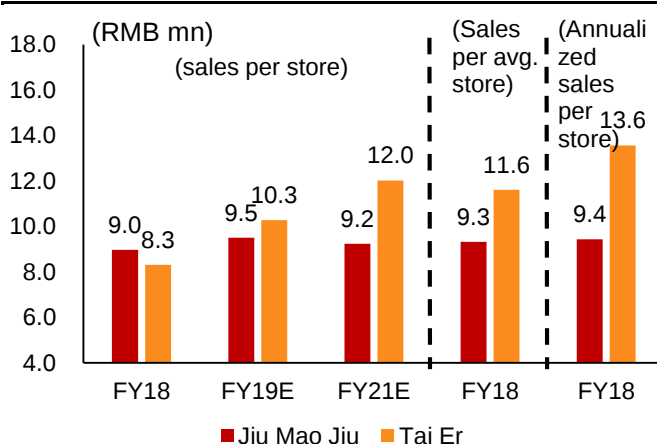
资料来源: 公司及招银国际研究预测, 息税前利润=收入-使用的原材料和消耗品+其他收入-员工成本-使用权资产折旧-其他租金及相关费用-其他资产折旧和摊销-公用事业支出-差旅及相关支出-专业服务支出-广告和促销费-送货服务费-其他费用

图 3: 门店数量和复合年增长率, 按品牌划分



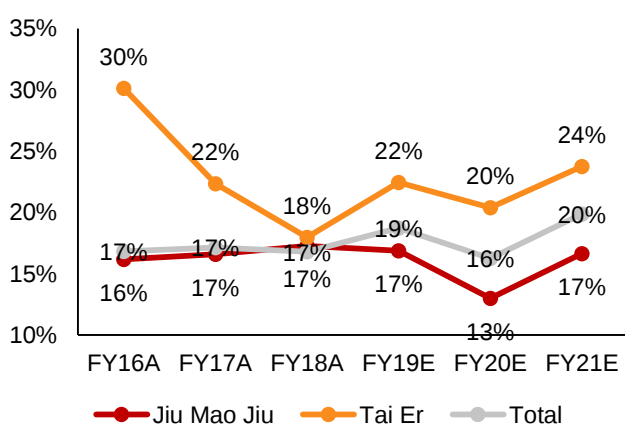
资料来源: 公司及招银国际研究预测, 公司年度报告

图 4: 每个店的平均销售, 按品牌划分, 太二是被低估了



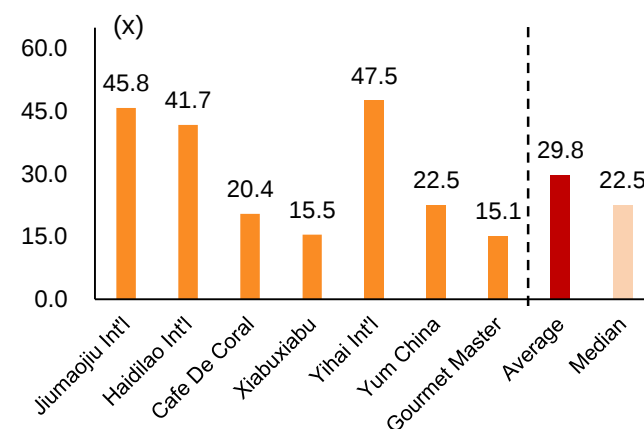
资料来源: 公司及招银国际研究预测, 年化销售额=每天平均销售 x 365

图 5: 餐厅层面的经营利润率, 按品牌划分



资料来源: 公司及招银国际研究预测, 餐厅层面的营业利润=收入-使用的原材料和消耗品-员工成本-使用权资产的折旧-其他租金及相关费用-其他资产的折旧和摊销-公用事业支出-送货服务费。

图 6: 同业估值比较, 20 财年的市盈率



资料来源: 招银国际研究预测, 彭博, 截至 2020 年 2 月 14 日, 大家乐使用了 21 财年的市盈率

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	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
销售成本	(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
营运支出	(650)	(806)	(1,060)	(1,437)	(1,938)	(2,690)
员工成本	(328)	(400)	(523)	(732)	(1,006)	(1,397)
使用权资产折旧和其他租金	(116)	(138)	(184)	(269)	(394)	(561)
折旧和摊销	(65)	(76)	(81)	(110)	(151)	(201)
公用事业费用	(73)	(80)	(94)	(113)	(143)	(183)
其它运营费用	(68)	(112)	(178)	(212)	(244)	(348)
息税前收益	132	153	163	358	439	871
融资成本净额	(49)	(52)	(58)	(65)	(75)	(89)
合资及联营企业	(1)	(1)	(2)	2	3	5
特殊项目	(5)	(1)	1	(3)	(4)	(6)
税前利润	76	99	104	293	363	781
所得税	(24)	(28)	(31)	(76)	(94)	(202)
减: 非控制股东权益	(1)	5	4	18	25	70
净利润	52	67	70	200	244	509
调整后净利润	59	80	97	252	253	522

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	705	759	960	1,075	1,177	1,291
固定资产	227	216	268	380	480	589
无形资产和商誉	424	460	578	578	578	578
预付租金	22	40	57	57	57	57
合资及联营公司投资	-	4	4	6	9	14
其它非流动资产	32	39	54	54	54	54
流动资产	143	183	227	2,654	2,856	3,450
现金及现金等价物	33	52	60	2,423	2,565	3,028
存货	20	33	36	52	61	88
贸易和其他应收款	9	12	17	22	30	45
预付款	61	68	88	132	174	263
其它流动资产	19	18	26	26	26	26
流动负债	288	290	440	532	623	819
银行贷款	39	20	49	49	49	49
应付款	50	54	72	92	115	164
应计费用和其他应付款	76	82	145	217	285	432
应付税款	6	8	12	12	12	12
其它流动负债	117	127	162	162	162	162
非流动负债	412	445	543	543	543	543
银行贷款	-	-	-	-	-	-
递延收入	14	16	21	21	21	21
递延所得税	-	-	-	-	-	-
其它	398	428	522	522	522	522
少数股东权益	-	-	-	18	43	113
净资产总额	147	207	204	2,636	2,824	3,265
股东权益	147	207	204	2,636	2,824	3,265

数据源: 公司及招银国际证券预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前利润	132	153	163	358	439	871
折旧和摊销	65	76	81	110	151	201
营运资金变动	(24)	(18)	(1)	27	32	65
已缴纳所得税	(24)	(34)	(40)	(76)	(94)	(202)
其它	113	137	168	(1)	(0)	1
经营活动所得现金流	262	314	373	419	528	936
资本开支	(89)	(75)	(150)	(221)	(250)	(311)
联营公司	(10)	(16)	(2)	(0)	(0)	(0)
利息收入	0	1	1	-	-	-
其它	(1)	(0)	(1)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(99)	(90)	(152)	(221)	(250)	(311)
股份发行	-	-	-	2,200	-	-
净借贷	(5)	(19)	29	-	-	-
支付股息	(9)	(20)	(25)	30	(60)	(73)
其它	(143)	(166)	(218)	(65)	(75)	(89)
融资活动所得现金净额	(158)	(205)	(214)	2,165	(135)	(162)
现金增加净额	5	19	7	2,363	143	463
年初现金及现金等价物	28	33	52	60	2,423	2,565
汇兑	-	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	33	52	60	2,423	2,565	3,028
其它						

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)						
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
合计	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
经营利润率	11.3	10.4	8.6	12.6	11.8	15.4
税前利率	6.5	6.8	5.5	10.3	9.7	13.8
净利润率	4.5	4.6	3.7	7.0	6.5	9.0
有效税率	31.8	27.8	28.7	26.0	26.0	26.0
资产负债比率						
流动比率(x)	0.5	0.6	0.5	5.0	4.6	4.2
速动比率(x)	0.4	0.5	0.4	4.9	4.5	4.1
现金比率(x)	0.1	0.2	0.1	4.6	4.1	3.7
平均库存周转天数	17	19	19	18	16	15
平均应收账款周转天数	2	3	3	3	3	3
平均应付账款天数	40	37	34	32	30	28
债务/股本比率(%)	105	71	103	8	7	6
净负债/股东权益比率(%)	80	45	71	净现金	净现金	净现金
回报率(%)						
资本回报率	35.2	32.3	34.2	7.6	8.6	15.6
资产回报率	6.1	7.1	5.9	5.4	6.1	10.7
每股数据(人民币)						
每股盈利(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	0.14	0.18	0.37
每股股息(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	0.04	0.05	0.11
每股账面价值(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	1.91	2.04	2.36

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入 : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有 : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市 : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市 : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D) 在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。

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。