

# 买入

# 太二开店节奏受疫情扰动，怂品牌势能持续提升

## 九毛九 (9922.HK)

2023-01-18 星期三

### 投资要点

目标价: **24.8 港元**  
 现价: 20.7 港元  
 预计升幅: 20.0%

#### ➤ 疫情管控放开，餐饮行业短期冲击加剧：

12月疫情管控放开，短期内病例数激增，对餐饮消费造成较为严重的冲击。据国家统计局，12月实现餐饮收入4,157亿元，同比-14.1%，环比-6.3%；22年餐饮累计收入4.39万亿元，同比-6.3%。伴随各地陆续走出感染高峰期，经济活动在逐步恢复当中，恢复速度受相关刺激政策、宏观经济、消费意愿、居民对再感染的担忧等多重因素扰动，可审慎乐观看待。

### 重要数据

日期	2023/1/17
收盘价(港元)	20.7
总股本(百万股)	1,454
总市值(百万港元)	30,098
净资产(百万元)	3,083
总资产(百万元)	5,135
52周高低(港元)	23.95/10.76
每股净资产(元)	2.12

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### ➤ 预期年底太二门店数约达450家，23年坚持稳健扩张策略：

截至22年底，预期太二已开业门店数约450家，同时有13家门店处于已完成装修待开业状态。因疫情反复及管控放开，公司不但开店节奏略受影响，门店恢复亦受扰动，10-12月，太二同店收入分别恢复至21年同期的76%/78%/68%。23年在消费复苏的预期下，公司坚持稳健的扩张策略，全年计划开店120家；其中大陆以外地区预期开店15家，拓展提速。

#### ➤ 怂火锅品牌势能持续提升，其他品牌在调整中前行：

预期22年怂火锅新开店18家，年底门店数达至27家，开店目标超额完成。鉴于品牌势能持续提升，预期23年怂火锅将新开25家门店，继续验证门店模型、确立品牌势能。截至22年底，九毛九及赖美丽烤鱼门店数分别为76家/2家，以家庭客为目标客群的九毛九以及处于品牌初创阶段的赖美丽23年将继续秉承谨慎的开店策略，择机扩张。

#### ➤ 维持“买入”评级，目标价24.8港元：

受疫情反复、管控放开及汇兑损失影响，公司2H22年经营业绩承受较大压力；23年公司将受益于线下客流回暖，同店销售的持续复苏，预计22/23年公司EPS分别为0.08/0.47元，考虑到复苏预期下板块估值中枢企稳回升，给予24.8港元的目标价，对应23/24年46/31倍PE，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。

### 主要股东

管毅宏(37.34%)

### 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  
 九毛九(9922.HK)更新报告-20220118

### 研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	2,715	4,180	4,046	6,746	9,536
同比增长	1.0%	54.0%	-3.2%	66.7%	41.4%
毛利率	61.5%	63.2%	64.1%	64.6%	64.4%
归母净利润	124	340	116	681	1008
同比增长	-24.5%	174.0%	-65.9%	487.6%	48.0%
净利润率	4.6%	8.1%	2.9%	10.1%	10.6%
每股盈利	0.09	0.23	0.08	0.47	0.69
PE@20.7HKD	201.5	76.7	225.0	38.3	25.9

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 疫情管控放开，餐饮行业短期冲击加剧：

12月疫情管控放开，短期内病例数激增，对餐饮消费造成较为严重的冲击。据国家统计局，12月实现餐饮收入4,157亿元，同比-14.1%，环比-6.3%；22年餐饮累计收入4.39万亿元，同比-6.3%。伴随各地陆续走出感染高峰期，经济活动在逐步恢复当中，恢复速度受相关刺激政策、宏观经济、消费意愿、居民对再感染的担忧等多重因素扰动，可审慎乐观看待。

图 1：12月餐饮收入同比-14.1%



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 预期年底太二门店数约达 450 家，23 年坚持稳健扩张策略：

截至 22 年底，预期太二已开业门店数约 450 家，同时有 13 家门店处于已完成装修待开业状态。因疫情反复及管控放开，公司不但开店节奏略受影响，门店恢复亦受扰动，10-12 月，太二同店收入分别恢复至 21 年同期的 76%/78%/68%。23 年在消费复苏的预期下，公司坚持稳健的扩张策略，全年计划开店 120 家；其中大陆以外地区预期开店 15 家，拓展提速。

图 2：太二同店恢复速度 (vs21 年)



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

### 怱火锅品牌势能持续提升，其他品牌在调整中前行：

预期22年怱火锅新开店18家，年底门店数达至27家，开店目标超额完成。鉴于品牌势能持续提升，预期23年怱火锅将新开25家门店，继续验证门店模型、确立品牌势能。截至22年底，九毛九及赖美丽烤鱼门店数分别为76家/2家，以家庭客为目标客群的九毛九以及处于品牌初创阶段的赖美丽23年将继续秉承谨慎的开店策略，择机扩张。

### 维持“买入”评级，目标价24.8港元：

受疫情反复、管控放开及汇兑损失影响，公司2H22年经营业绩承受较大压力；23年公司将受益于线下客流回暖，同店销售的持续复苏，预计22/23年公司EPS分别为0.08/0.47元，考虑到复苏预期下板块估值中枢企稳回升，给予24.8港元的目标价，对应23/24年46/31倍PE，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3：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					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	2,715	4,180	4,046	6,746	9,536	<b>盈利能力</b>					
营业成本	(1,046)	(1,537)	(1,453)	(2,385)	(3,397)	毛利率 (%)	61.5%	63.2%	64.1%	64.6%	64.4%
毛利	<b>1,669</b>	<b>2,642</b>	<b>2,593</b>	<b>4,360</b>	<b>6,138</b>	净利率 (%)	4.6%	8.1%	2.9%	10.1%	10.6%
员工薪金	(748)	(1,057)	(1,124)	(1,484)	(2,051)	<b>营运表现</b>					
财务费用	(67)	(75)	(91)	(113)	(142)	有效税率 (%)	21.9%	26.4%	25.0%	25.0%	25.0%
应占联营公司损益	(8)	1	1	1	1	存货周转率	16.6	25.2	25.6	25.9	26.2
水电开支	(95)	(132)	(140)	(251)	(367)	资产周转率	0.84	0.84	0.76	1.07	1.19
其他资产折旧与摊销	(111)	(159)	(191)	(297)	(413)	应收账款周转率	12.1	11.9	11.9	11.9	11.9
税前盈利	177	506	169	994	1,471	<b>偿债能力</b>					
所得税	(39)	(134)	(42)	(248)	(368)	资产负债率	36.3%	38.9%	42.3%	45.1%	45.3%
净利润	138	372	127	745	1,103	流动比率	3.82	3.18	2.78	2.42	2.48
少数股东损益	14	32	11	65	96	速动比率	3.75	3.09	2.73	2.32	2.41
归母净利润	124	340	116	681	1008	<b>现金流量表</b>					
EPS	0.09	0.23	0.08	0.47	0.69						
<b>资产负债表</b>											
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,844	1,342	1,316	1,579	2,631	净利润	138	372	127	745	1,103
应收账款及票据	293	409	271	863	740	融资成本	(67)	(75)	(91)	(113)	(142)
存货	51	71	43	141	118	折旧与摊销	354	502	650	939	1,265
<b>总流动资产</b>	<b>2,862</b>	<b>2,559</b>	<b>2,367</b>	<b>3,320</b>	<b>4,226</b>	<b>营运性现金流</b>	<b>571</b>	<b>856</b>	<b>1,025</b>	<b>1,470</b>	<b>2,799</b>
固定资产	445	572	763	902	1,086	资本开支	(281)	(336)	(378)	(433)	(593)
无形资产	12	18	18	18	18	其他投资活动	(804)	(154)	8	8	10
其他非流动资产	4,350	4,545	4,756	6,203	7,749	<b>投资性现金流</b>	<b>(1,084)</b>	<b>(490)</b>	<b>(370)</b>	<b>(425)</b>	<b>(583)</b>
<b>总资产</b>	<b>4,806</b>	<b>5,135</b>	<b>5,537</b>	<b>7,124</b>	<b>8,853</b>	股息	(51)	(49)	(71)	(29)	(170)
应付帐款	348	370	390	804	1,004	其他融资活动	2,416	(740)	(611)	(754)	(993)
其他流动负债	401	435	462	567	703	<b>融资性现金流</b>	<b>2,365</b>	<b>(789)</b>	<b>(682)</b>	<b>(783)</b>	<b>(1,163)</b>
<b>总流动负债</b>	<b>749</b>	<b>805</b>	<b>853</b>	<b>1,371</b>	<b>1,707</b>	<b>现金变化</b>	<b>1,852</b>	<b>(423)</b>	<b>(26)</b>	<b>263</b>	<b>1,053</b>
租赁	967	1,114	1,412	1,764	2,224	期初持有现金	127	1,844	1,342	1,316	1,579
拨备	27	32	32	32	32	期末持有现金	1,844	1,342	1,316	1,579	2,631
<b>总负债</b>	<b>1,746</b>	<b>1,998</b>	<b>2,343</b>	<b>3,214</b>	<b>4,010</b>						
少数股东权益	44	55	66	131	226						
<b>股东权益</b>	<b>3,060</b>	<b>3,138</b>	<b>3,193</b>	<b>3,910</b>	<b>4,843</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>