

# 从九毛九国际看连锁餐饮品牌培育与商业化扩张

证券分析师：汤军

执业证书编号：S0600517050001

联系邮箱：tangj@dwzq.com.cn

联系电话：18138436600

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

二零一九年九月



■ 中国餐饮连锁化势不可挡，细分领域大有可为

■ 从九毛九国际看餐饮连锁——

■ 优质管理奠基品牌培育能力

■ 门店加速扩张，提升覆盖度

■ 太二单店经营亮眼，验证网红商业化能力

■ 盈利能力优秀，期待扩张期维持

■ 资本助力连锁餐饮长期发展

■ 推荐标的

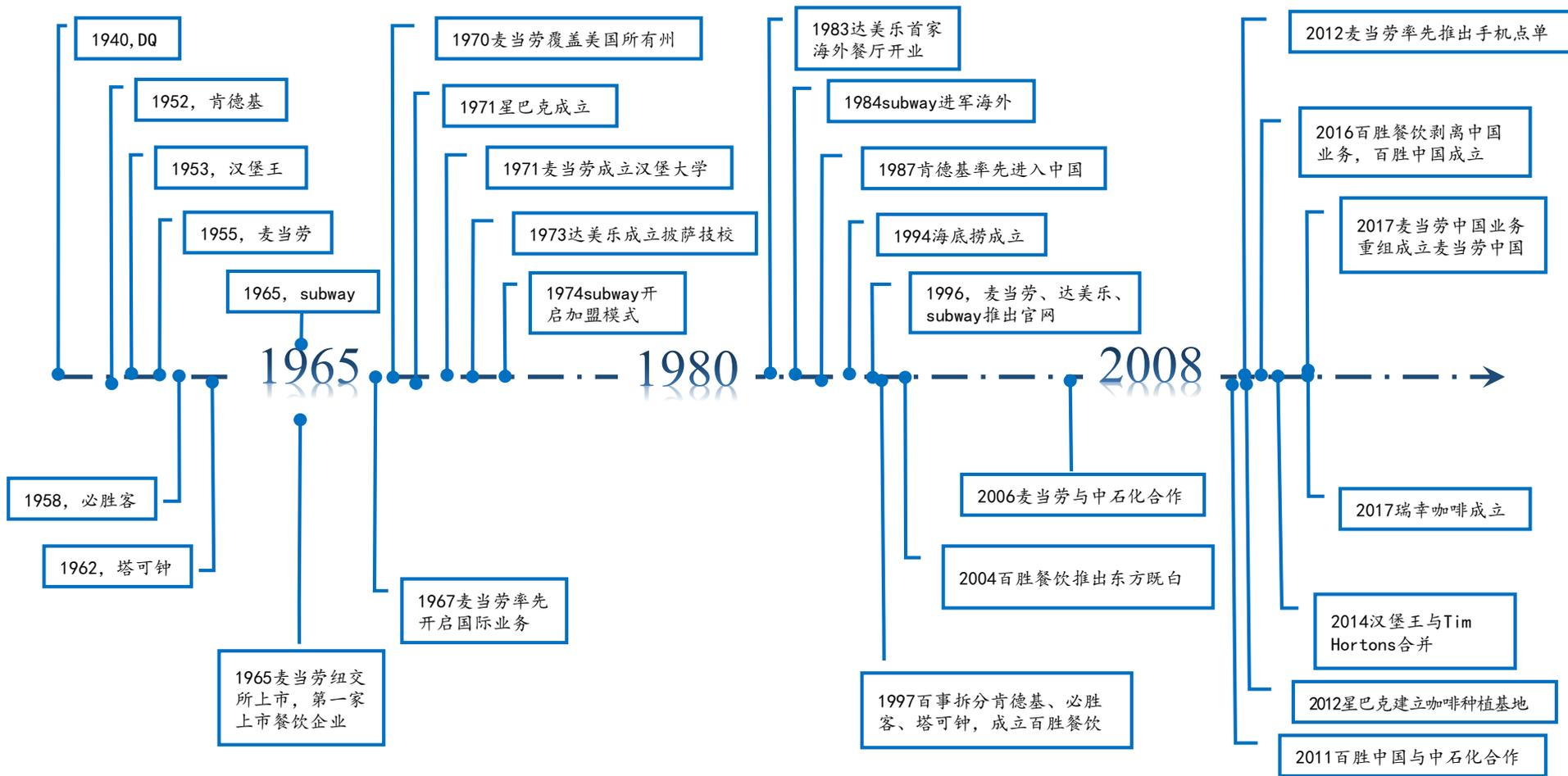
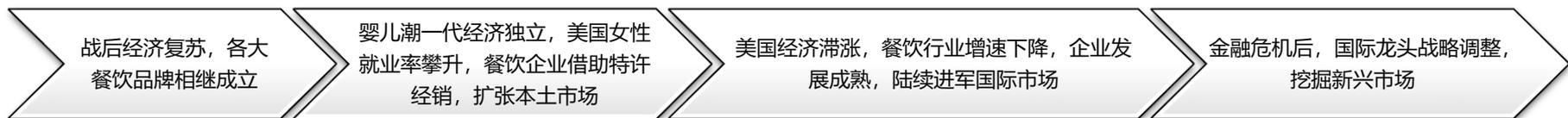
■ 风险提示

中国餐饮连锁化势不可挡，细分领域大有可为

中餐连锁具有趋势性，成长空间凸显

---

# 全球视角下餐饮行业连锁化程度高



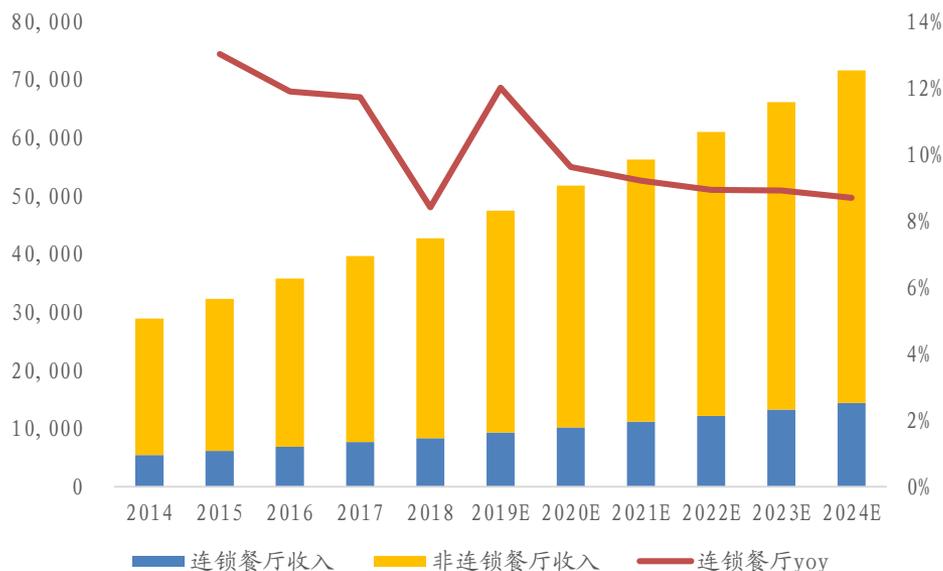
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所整理

# 中国餐饮服务市场超过4万亿，连锁化空间仍大

## 我国餐饮服务市场前景广阔，连锁餐厅增长迅速。

- **总量大，连锁化率低。**我国餐饮服务市场市场收入规模在2018年达到了4.27万亿元，预计未来5年内将以9.0%的年复合增长率增长，并于2024年达7.16万亿元。由于中餐业务在扩张性及标准化方面的困难，2018年连锁餐厅市场收入8331亿，仅占整体的19.5%。
- **连锁化率有望逐步提升。**随着消费者对食品安全、服务及质量等要求的提高，得益于连锁餐厅的标准化程度高、品控严格的优势，预期未来连锁餐厅市场增长速度有望领先行业。

图：餐饮市场规模（亿元）



表：连锁餐厅保持了较高增速

年复合增长率	2014-2018年	2018-2024年
连锁餐厅	11.2%	9.6%
非连锁餐厅	10.0%	8.8%
总计	10.2%	9.0%

数据来源：国家统计局，Forrest Sullivan，东吴证券研究所

# 海底捞栖身国际龙头之列，印证餐饮赛道潜力之大

- 在呷哺呷哺等餐饮企业之后，海底捞于2018年9月于港交所上市，IPO首日市值一度突破千亿，截至2019年9月，海底捞市值位列全球餐饮企业第五位，其靓丽的表现验证了中国餐饮市场的规模完全能够培育起全球领先的大市值公司，且随着餐饮连锁化的进程，餐饮龙头崛起的空间仍大。

表：全球市值百亿美元以上餐饮企业（2018）

公司	主要业务	总市值:USD	营收:USD	营收yoy:%	净利润:USD	净利润yoy:%	门店数量
麦当劳	麦当劳餐厅	165.94B	21.03B	-7.87	5.92B	14.1	37855
星巴克	星巴克咖啡厅	115.04B	24.72B	10.42	4.52B	56.63	29324
百胜餐饮	肯德基、必胜客、塔可钟餐厅	35.87B	5.69B	-3.23	1.54B	15.07	48124
餐饮品牌国际	汉堡王, Tim Hortons, POPEYES	34.80B	5.36B	17.06	612.00M	-5.67	25744
海底捞	海底捞火锅餐厅	23.96B	2.57B	62.91	249.05M	63.56	466
墨式烧烤	墨西哥鸡肉卷、卷饼和沙拉	23.24B	4.86B	8.68	176.55M	0.17	2491
百胜中国	中国肯德基、必胜客餐厅, 东方既白、小肥羊和COFFii & JOY	16.70B	8.42B	8.32	708.00M	77.89	8484
达登饭店	Olive Garden, Capital Grille, LongHorn Steakhouse等西餐厅	15.00B	8.08B	12.69	596.00M	24.4	1746

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所  
注: 市值截至2019年9月5日

# 九毛九国际拟赴港上市，餐饮龙头陆续走向资本市场

- 九毛九国际控股始于1995年，总部位于广州，目前旗下已有五个品牌的310家餐厅，公司于19年8月底提交招股说明书。
  - 在2005年后以“九毛九”品牌经营餐厅；公司逐渐成长为中国领先的中式快时尚餐饮品牌管理者及运营者。2010年随着在华南市场购物中心首批九毛九餐厅的开设，公司从传统的餐厅企业转变为快时尚餐饮运营商。
  - 除九毛九面馆外，公司经营及管理四个自行开发品牌，即太二、2颗鸡蛋煎饼、“怂”冷锅串串以及那未大叔是大厨，截止目前餐厅总数扩展至310间，包括269间自营餐厅及41间2颗鸡蛋煎饼加盟餐厅。
- 餐饮龙头的陆续上市，印证了规模超4万亿的餐饮行业已进入连锁化的加速阶段。在产业链逐步规范、高效的基础上，连锁餐饮龙头持续探索标准化经营模式、打造自身品牌力，有望在资本的助力下加快规模化发展。



## 九毛九 JIUMAOJIU

九毛九餐饮连锁有限公司，创始于1995年，在20多年的发展扩张中拥有140多家门店，成为国内中餐连锁一线品牌，并获得“中国餐饮连锁50强”的荣誉称号。

九毛九坚持“放心餐桌”的健康餐饮品牌为经营理念。

MORE +

九毛九



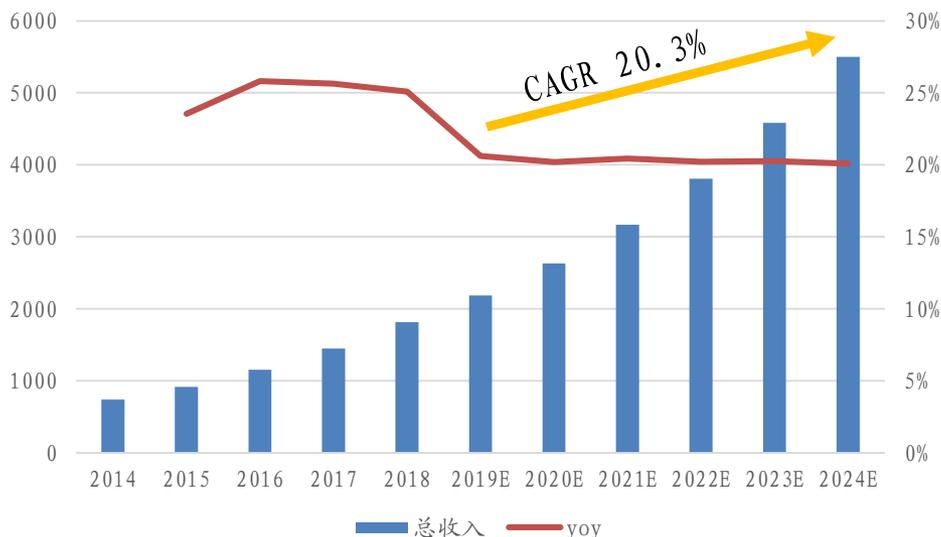
细分赛道差异化发展，集中度提升可期

---

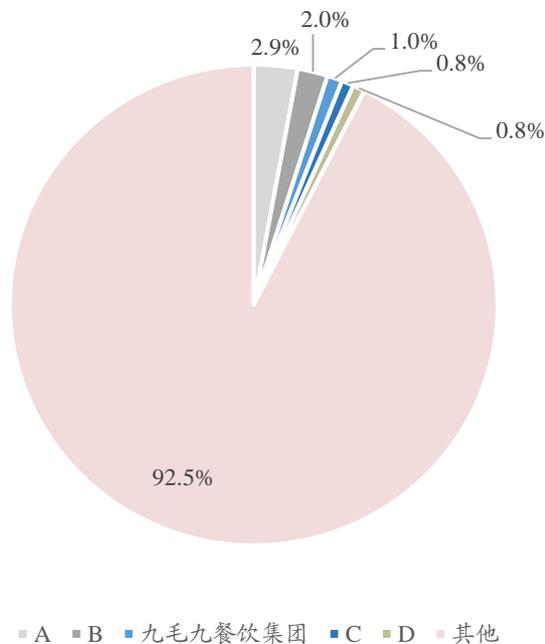
► 中式快时尚餐厅市场快速增长，市场集中度不高。

- 通常来说，中式快时尚餐厅具有1) 位于购物商场内的中式连锁餐饮；2) 客单价50-150元，翻台率通常大于2.0；3) 主打休闲，装潢现代，用餐时间通常小于1小时等特点，受到消费者的追捧。
- 快时尚餐厅收入规模增长迅速。2018年中式快时尚餐厅收入1,815亿，占中国餐饮服务市场4.2%，预计未来市场总规模将增至2024年的人民币5,502亿元，复合增速20.3%。
- 市场集中度提升空间大，2018年中式快时尚餐厅市场的头部公司TOP5合计占比仅7.5%，九毛九国际以1.0%的市占率位列第三，市场集中度有望持续提升。

图：中式快时尚餐厅崛起迅速（亿元）



图：中式快时尚餐厅集中度

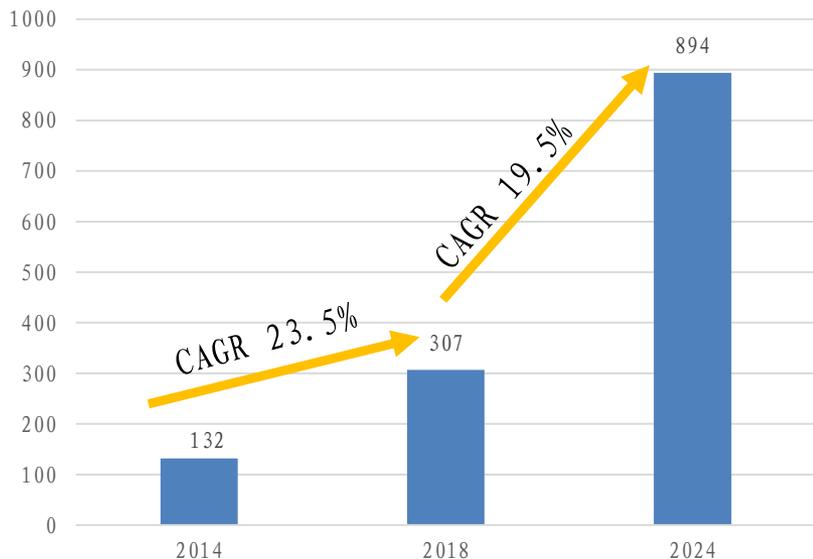


数据来源：Forrest Sullivan, 东吴证券研究所

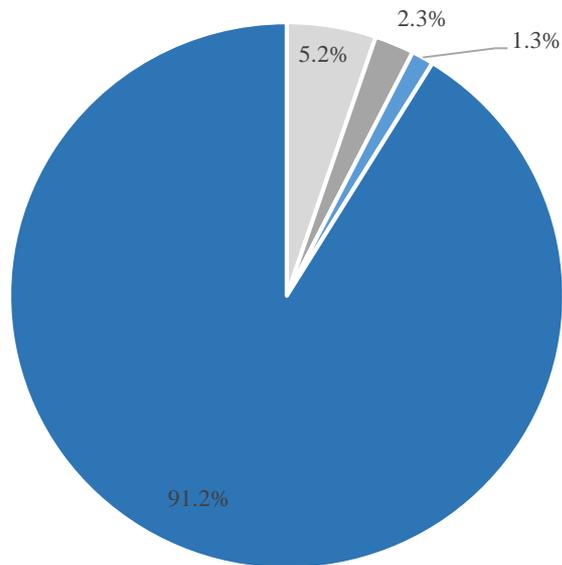
# 华南地区成为第二大快时尚餐饮市场

- ▶ 华南地区是第二大中式快时尚餐厅市场，2018年市场规模超过300亿，九毛九国际处于领先地位。
- 华南地区为中国第2大中式快时尚餐饮市场，2018年收入规模达到307亿元，14-18年复合增长率为23.5%，占快时尚餐饮市场的接近17%。预计18-24年市场规模将以19.5%的年复合增长率保持增长，到2024年将达到人民币894亿元。
- 九毛九国际在华南地区龙头地位显著。九毛九国际以5.2%的市占率，遥遥领先第二和第三名。

图：华南地区中式快时尚餐厅市场规模（亿元）



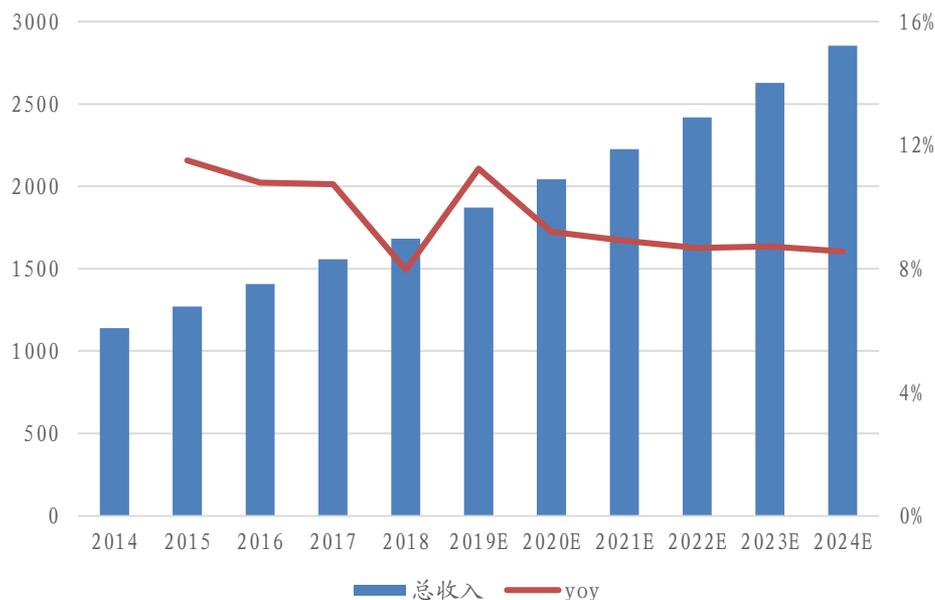
图：华南地区中式快时尚餐厅集中度



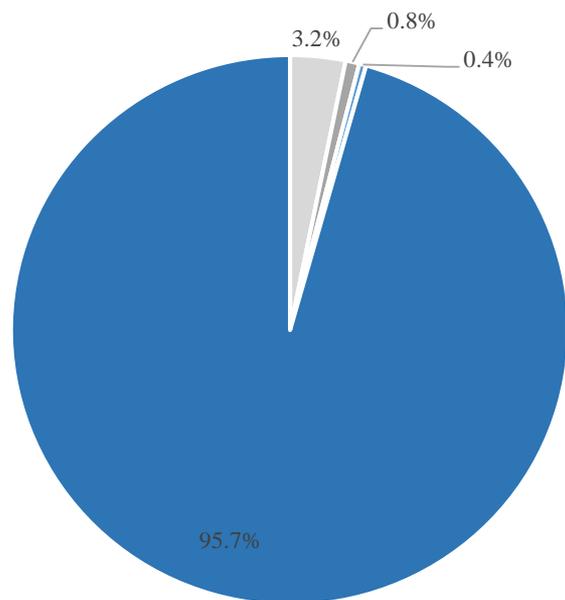
## 细分赛道：西北菜具有全国发展基础

- ▶ 西北菜作为稳健发展的地方菜系，在全国均有空间，九毛九面馆市占率位列第二。
- 西北菜包括中国西北五省（即陕西、甘肃、青海、宁夏及新疆）的传统美食。中国全服务西北菜餐饮市场规模在2018年达到1,682亿元，预期将以年复合增长率9.2%的水平在2024年将达人民币2,854亿元。
- 从市场集中度看，A公司（估计为西贝）以3.2%的市占率领先，九毛九面馆以0.8%的市占率位列第二，市场CR3占比仅为4.3%，集中度提升空间较大。

图：西北菜餐饮收入规模（亿元）



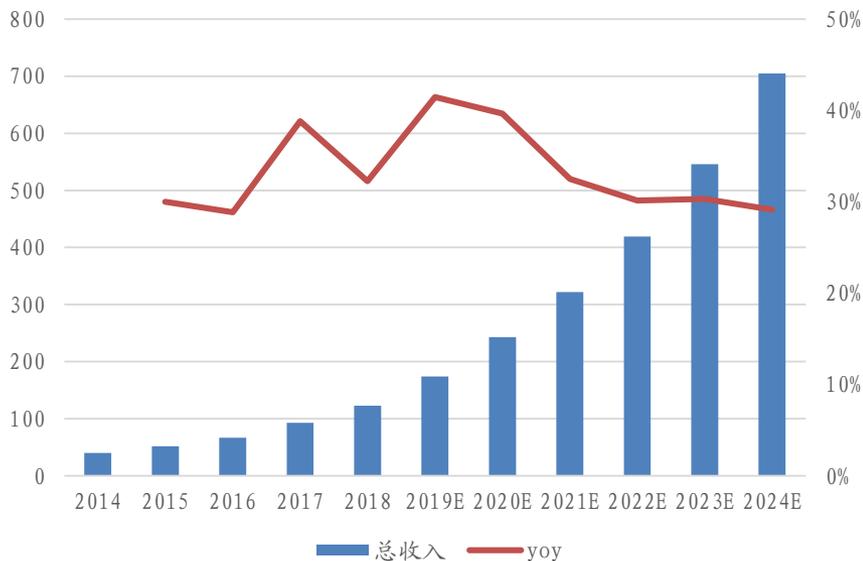
图：西北菜市场集中度



➤ 酸菜鱼市场异军突起，太二酸菜鱼独占鳌头。

- 酸菜鱼作为中式快时尚餐饮的新兴市场，2014年市场收入规模仅为40亿，由于其独特的酸辣口味和鱼类菜肴受到消费者喜爱，近些年市场收入增速极快，至18年收入规模达到123亿元，14-18年复合增速32.3%，预计至2024年收入规模将超过700亿，18-24年复合增速预计高达33.7%。
- 酸菜鱼市场集中度较其他西北菜市场更高，CR3为11.3%，太二酸菜鱼以4.4%的市占率占据第一位，形成领先地位。

图：酸菜鱼市场规模（亿元）



图：太二酸菜鱼以较少的餐饮数量占据了较多的市场份额

品牌	年收入	市占率	餐厅数量
太二酸菜鱼	5.4亿	4.4%	65
G	4.7亿	3.9%	100
H	3.6亿	3.0%	80
其他品牌	109.2亿	88.7%	-

# 从九毛九国际看餐饮连锁—— 优质管理奠基品牌培育能力

搭建品牌矩阵，验证产品打造能力

---

# 核心品牌成体量，成功打造高成长网红品牌

- 九毛九国际主打西北菜和酸菜鱼，九毛九面馆与太二酸菜鱼贡献超9成营收。
  - 公司核心品牌为九毛九面馆和太二酸菜鱼，九毛九面馆主打西北菜式，主要目标顾客群体为家庭及聚餐场景，太二酸菜鱼以川渝地区口味获得了年轻人的喜爱，具有网红属性，两品牌在菜品口味和目标受众上形成互补。
  - 在门店方面，截止招股说明书日，九毛九面馆147家，太二酸菜鱼98家，与火锅龙头同样具有连锁化经营的趋势，但模式与数量尚有差异。

表：公司核心品牌同业对比

品牌	九毛九面馆	太二酸菜鱼	海底捞	呷哺呷哺
主打菜	西北菜系	酸菜鱼	精品火锅	精品吧台式火锅
特色	放心餐桌	独特、有趣	服务至上	品质第一
目标顾客群	家庭、聚餐	年轻顾客	年轻顾客	年轻顾客
客单价	50-70元	70-90元	101元	53元
门店面积	250-400m <sup>2</sup>	200-300m <sup>2</sup>	600-1000m <sup>2</sup>	200-300m <sup>2</sup>
桌数/座位数	约45桌	约33桌	约60-80桌	约100个座位
可容纳顾客数	约180人	约110人	约300人	
门店数（家，九毛九国际截止最后可行日期/其他为19H1）	147	98	593	955（不含凑凑）

➤ 新生品牌步步推进，走向多元化发展。

- 公司新生品牌包括2颗鸡蛋煎饼，“怂”冷锅串串和那未大叔是大厨，2颗鸡蛋煎饼客单价25元，覆盖小吃市场，怂的客单价水平在60元左右，覆盖了冷锅串串市场，那未大叔是大厨则覆盖了中高端粤菜市场，客单价在135元左右。
- 在门店方面，2颗鸡蛋煎饼在2018年开启了加盟模式，截止招股说明书日其门店数合计达到63家，此外，怂和那未大叔是大厨门店各有1家门店，随着公司上市，预计未来三个品牌将逐步发力，不断多元化扩张。

表：公司培育中的新品牌

品牌	2颗鸡蛋煎饼	怂	那未大叔是大厨
主打菜	煎饼	四川冷锅串串	精品粤菜
特色	健康、便捷	时尚聚会场所	一流大厨
目标顾客群	年轻顾客	年轻顾客	中高端消费群体
客单价	20-30元	50-70元	120-150元
门店面积	10-40m <sup>2</sup>	120-200m <sup>2</sup>	300-500m <sup>2</sup>
门店数	直营22 加盟41	1	1

# 商业模式顺应业态特性，鸡蛋煎饼尝试加盟收费模式

- 2018年下半年2颗鸡蛋煎饼推出加盟模式，至招股说明书日已授权41家加盟商，19H1加盟收入610万元，占公司总收入的0.5%。
- 采取了多种管理措施保障食物和食品安全，包括：1) 仔细挑选加盟商并进行专业指导和培训；2) 各加盟商均采用统一平台，遵循公司的营运标准；3) 在指定供应商采购材料，以及应用公司批准的广告策略；4) 公司在监督层面要求加盟商定期报告，定期走访餐厅。
- 加盟收费规则如下：现有加盟协议为期三年，到期前三个月申请续签加盟协议。雇员加盟商可豁免加盟费和保证金。

图：2颗鸡蛋煎饼加盟收费规则

<b>2顆雞蛋煎餅</b>	
<b>一次性付款(人民幣)</b>	
加盟費 <sup>(1)</sup> . . . . .	30,000元或50,000元
設計服務費 <sup>(2)</sup> . . . . .	5,000元或6,000元
餐廳經營保證金 <sup>(3)</sup> . . . . .	20,000元或30,000元或50,000元
<b>持續付款(人民幣)</b>	
	1,500元或3,000元或收入的3.0% (2019年3月1日之前)或收入的5.0% (2019年3月1日之後)
特許權使用費(每月) <sup>(4)</sup> . . . . .	(2019年3月1日之後)
採購費 <sup>(5)</sup> . . . . .	以採購金額為基準
其他服務費 <sup>(6)</sup> . . . . .	以所提供的實際服務為基準

创始人专注餐饮，模式标准化，管理灵活化

---

# 创始人深耕23载，管理团队经验丰富

- 创始人坚守23年，从57平米到全国147家连锁。创始人管毅宏，山西太原人，于1995年在海口市开设第一家仅57平米的山西面馆，并于2002年扩展到广州，以高性价比快速打开南方市场；2005年，正式创立品牌“九毛九”，在广州设立总部；2010年，九毛九首次进驻购物中心，开启快时尚轻餐饮模式。
- 公司管理团队大多拥有超过十年的餐饮业经验，包括曾在餐饮业跨国公司任职的行业专家以及自成立以来一直追随公司的雇员，专长及背景具有差异，优势互补。
- 董事会的甄选采纳多元化政策，委任的最终决定将基于候选人为董事会带来的价值及贡献。

表：九毛九国际高管简介

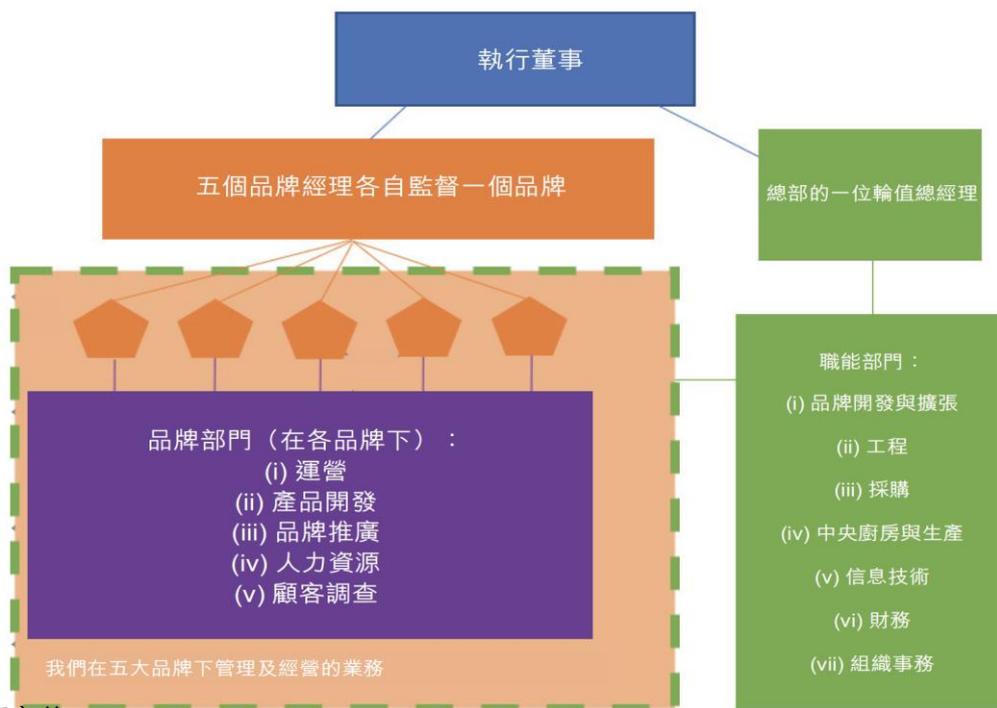
姓名	年龄	职位	介绍
管毅宏	50	董事会主席、行政总裁兼执行董事	负责制定公司的整体发展战略及业务计划，监督公司的管理及战略发展。是公司创始人及控股股东，在餐饮业拥有逾23年经验。1969年出生，于1990年获得天津纺织工学院(现称天津工业大学)的商业管理学士学位，1990年9月至1995年9月，任职于山西纺织印染厂、联想集团山西分公司和海南神龙股份有限公司，于1995年在海南省开设了第一家面馆，并于2005年创立公司进行经营，担任广州九毛九国际的行政总裁、董事会主席，自2019年5月起为公司执行董事。
李灼光	36	执行董事、财务总监兼联席公司秘书	负责监督本公司的财务、战略投资及投资者关系。2013年1月加入九毛九国际，历任广州九毛九财务总监、董事兼董事会秘书。财务工作经验丰富，曾任天基地产副财务总监、毕马威华振会计师事务所经理。CPA，于2005年获得中山大学英语学士学位。
崔弄宇	44	执行董事	负责监督本公司人力资源管理及业务营运。2014年12月加入九毛九国际，历任广州九毛九人力资源总监、董事。曾任麦当劳高级品牌经理，于广东三元麦当劳工作15年，担任运营经理。于1996年获得广州大学秘书及公共关系高级文凭。
付丹伟	46	信息技术总监	负责监督资讯技术事宜。于资讯技术领域积累了丰富的的工作经验。曾任深圳恒波技术总监、麦当劳信息技术经理、华为高级经理。于1995年毕业于湖北工学院，获得电子工程学士学位，于2002年获得中南民族大学法学硕士学位。
黄伯波	54	工程总监	负责总体监督餐厅装修及翻新。曾于广州越秀地产任职13年，最后担任项目总监，曾于广东三元麦当劳任职13年，担任高级经理。于1987年获得广州大学工业和土木工程高级文凭。
胡中华	40	开发总监	负责全面监督餐厅扩张及发展。于2003年毕业于湖南建材高等专科学校(现称湖南工学院)。

数据来源：九毛九国际招股说明书，东吴证券研究所

## ► 品牌独立运营，充满活跃生命力。

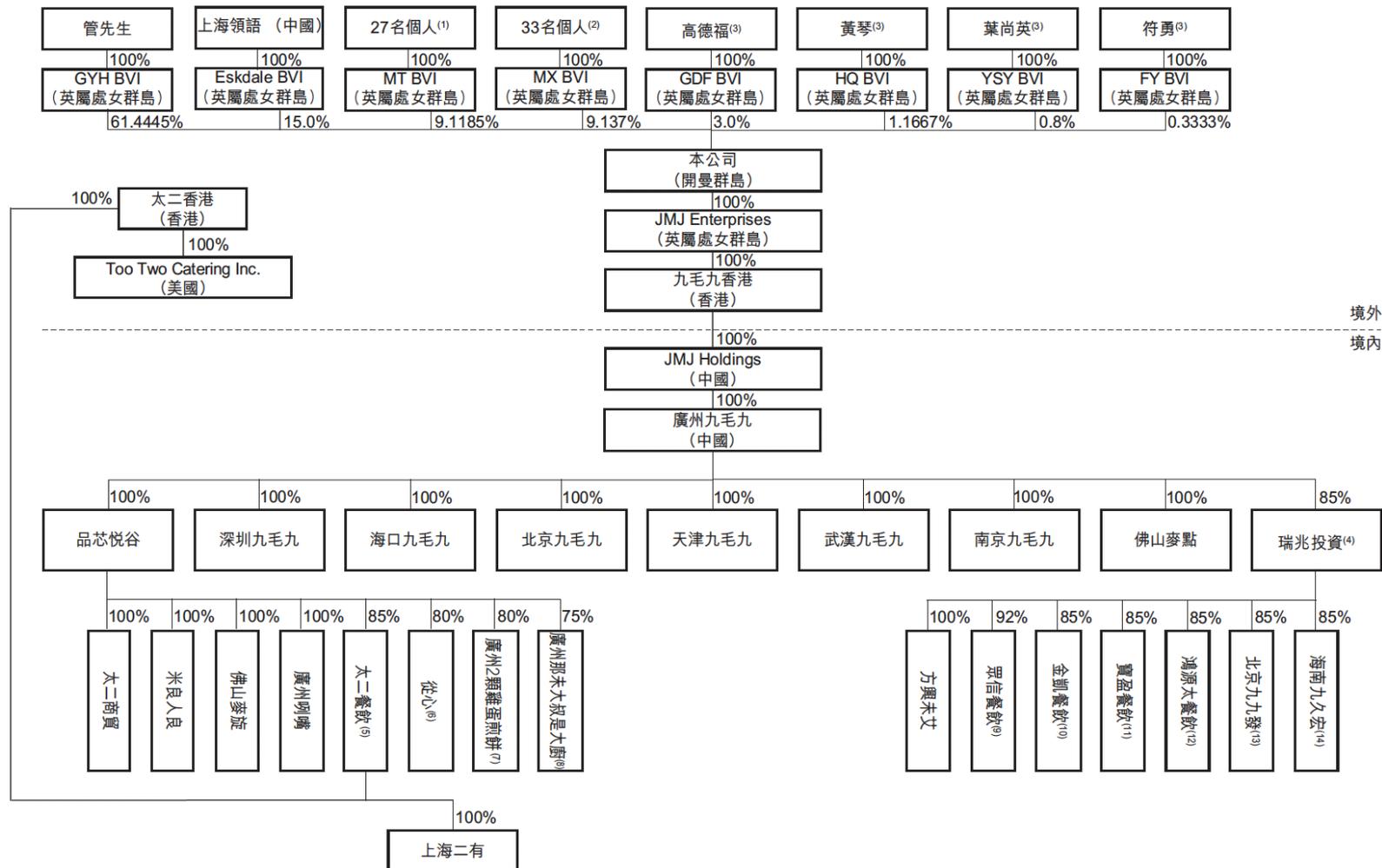
- 2018年进行组织架构调整，太二等子品牌从九毛九中剥离为兄弟品牌，形成集中管理、各品牌独立团队独立运作的模式。六名高级职员（包括五名负责管理不同品牌的品牌经理及一名驻留在总部负责整合行政管理的服务平台的轮值总经理）直接向执行董事报告。
- 品牌层面进行股权激励。品牌经理从集团高级管理团队中选择，公司向其授予管理品牌若干比例的股权，太二、2颗鸡蛋煎饼、怂及那未大叔是大厨，品牌团队分别持有其所管理品牌的15%、20%、20%及25%的股权；九毛九也正在重组，将实现15%股权由品牌团队持有的股权结构。

图：公司管理架构



# 创始人控股，品牌团队子公司层面持股

图：公司股权结构图（上市前）



数据来源：九毛九国际招股说明书，东吴证券研究所

注：MT BVI股东27名个人中，23名为公司雇员及4名前雇员。其中15名为公司关连人士，于过往十二个月为公司(i)董事；(ii)附属公司董事或主要行政人员；或(iii)附属公司前董事。其中3名为管先生亲属，因此视为公司关连人士。

MX BVI股东33名个人中，23名为公司雇员；9名为公司前雇员；及1名为外部投资者，均为独立第三方。

## 员工保持较高待遇，提供系统培养

- ▶ **员工待遇高于行业平均：**至招股说明书日，公司共有全职员工1.23万人，其中餐厅员工1.14万人（占92%），平均单个直营门店全职员工43人；剔除高管后人均薪酬5.3万，高于呷哺和全行业平均，低于以服务为核心的海底捞。
- ▶ **重视员工培养：**设立新雇员入职培训计划灌输企业价值及文化；推行雇员培训计划以提升工作技能及协助职业发展；提供有关留聘雇员的管理层培训计划并进行雇员调查鼓励内部沟通。

图：九毛九国际员工薪酬同行对比



- **精简的菜品选择。**以高度标准化的理念限制每个品牌的菜品数量，简化产品采购及物流运输流程。例如，太二的特色是老坛酸菜鱼，并只供应23种其他菜肴；九毛九面馆每年更新菜单上约20%-30%的菜式，但并未盲目增加SKU。这种菜品供应模式可确保食材、烹饪方法以及食物品相的稳定性。
- **标准化营运程序。**公司在餐厅经营方面拥有包括餐厅设计、菜品、定价、食品准备、设施维护、前厅后厨清洁卫生及雇员操守等一整套标准流程。此外，公司将餐厅经营程序分成食材及供应品验收、食材及供应品清洗消毒、食品加工、食品准备和食品装盘及装饰等5个步骤，每个步骤都有简练而标准的指导和程序
- **完善的员工培训。**公司总部设有培训中心，为各级员工提供统一的培训。线上端，公司建立了电子学习平台，员工可学习包括操作程序、指南及标准、信息技术及企业文化在内的培训课程。完善而持续性的培训机制确保人才供应，支持公司门店的扩张与发展。
- **食品安全及品质控制。**已于2013年及2014年分别成立总部的质量检验部及质量控制部，主管付培红先生于质量控制方面拥有超过15年的经验，团队共有33名员工。

- **供应商挑选和管理：**严格挑选可靠供应商，各类主要食材通常有至少3名供应商、前五大供应商采购额占比低于26%，以减少供应中断的可能，保持采购稳定性的同时可以获取优惠价格。公司与主要供货商平均有超过3年的业务往来关系。
- **采购商成本控制：**公司采取多种措施，通过整合多渠道、与供应商签订框架协议、谈判技巧和规模效应等方式增强公司议价能力，进行成本控制。
- **反贿赂措施：**公司员工手册内含反贿赂及防止可能导致雇员之间出现利益冲突现象的严格指引。此外，公司设有一套反贿赂内部程序。
- **采购程序：**根据物资部门的测算制定采购计划，所有采购订单集中采购，配有内部审查、审批及监控程序。
- **存货管理：**公司对仓库中食材及供应品的储存设定严格的要求。除人工检查外，总部及餐厅使用企业资源规划系统进行预测、跟踪、分析及管理库存水平。

图：供应商数量及集中度



数据来源：九毛九国际招股说明书，东吴证券研究所

# 中央厨房系统助力严格品控

## ► 优质外部供应链+三地中央厨房严控食品标准。

- 公司依靠位于广东、海南及湖北的中央厨房确保食物种类的口味及质量的一致性。目前，公司在中央厨房生产或加工大部分菜品及食材来自可靠且声誉良好第三方供应中心，餐厅层面仅需有限的烹制工作。
- 截止2018年底，三地中央厨房合计产能1860万吨，广东和海南两地产能利用率分别为70.9%和83.9%，湖北产能利用率偏低，仅为42.8%。
- 三地央厨均配备有冷冻、冷藏和常温等3个仓库，各物流设施服务范围约200公里。

表：公司3地央厨各配备3个仓库（百万吨）

地点	2016			2017			2018			2019H1				
	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	工厂面积	自有仓库
广东	3.9	3.2	82.5%	14.6	5.6	38.6%	14.6	10.3	70.9%	7.3	6.6	90.4%	6221m <sup>2</sup>	冷冻 / 冷藏 / 常温各1个
海南	0.7	0.2	25.9%	1.8	1.2	68.1%	1.8	1.5	83.9%	0.9	0.8	86.8%	821m <sup>2</sup>	冷冻 / 冷藏 / 常温各1个
湖北	2.2	0.3	15.0%	2.2	0.8	35.6%	2.2	0.9	42.8%	1.1	0.4	34.9%	674m <sup>2</sup>	冷冻 / 冷藏 / 常温各1个

长期深耕实现规模化，创新探索谋求多元化

---

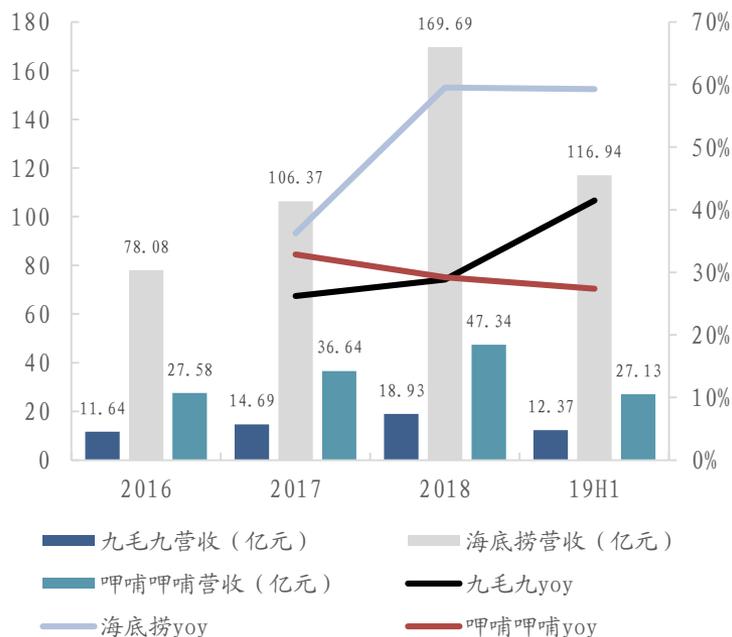
# 体量增长稳健，太二迎来高速成长期

- 公司营收持续高增长，19年预计达到25亿元。由2016年11.6亿增长至2018年的18.9亿，年均复合增长率27.6%，19H1营收12.4亿元（+41.5%）。
- 餐饮连锁规模化初具，具有成长潜力。按2018年收入计，九毛九面馆在中国西北菜餐厅排名第二，太二在中国所有酸菜鱼餐厅中排名第一。目前九毛九国际与火锅龙头海底捞和呷哺呷哺相比，收入体量仍有较大差距；九毛九国际所从事的中式快餐、酸菜鱼品类与火锅具有相似的标准化连锁性，为其连锁扩张奠定基础。

表：公司规模持续高增长

图：公司营收规模同业对比

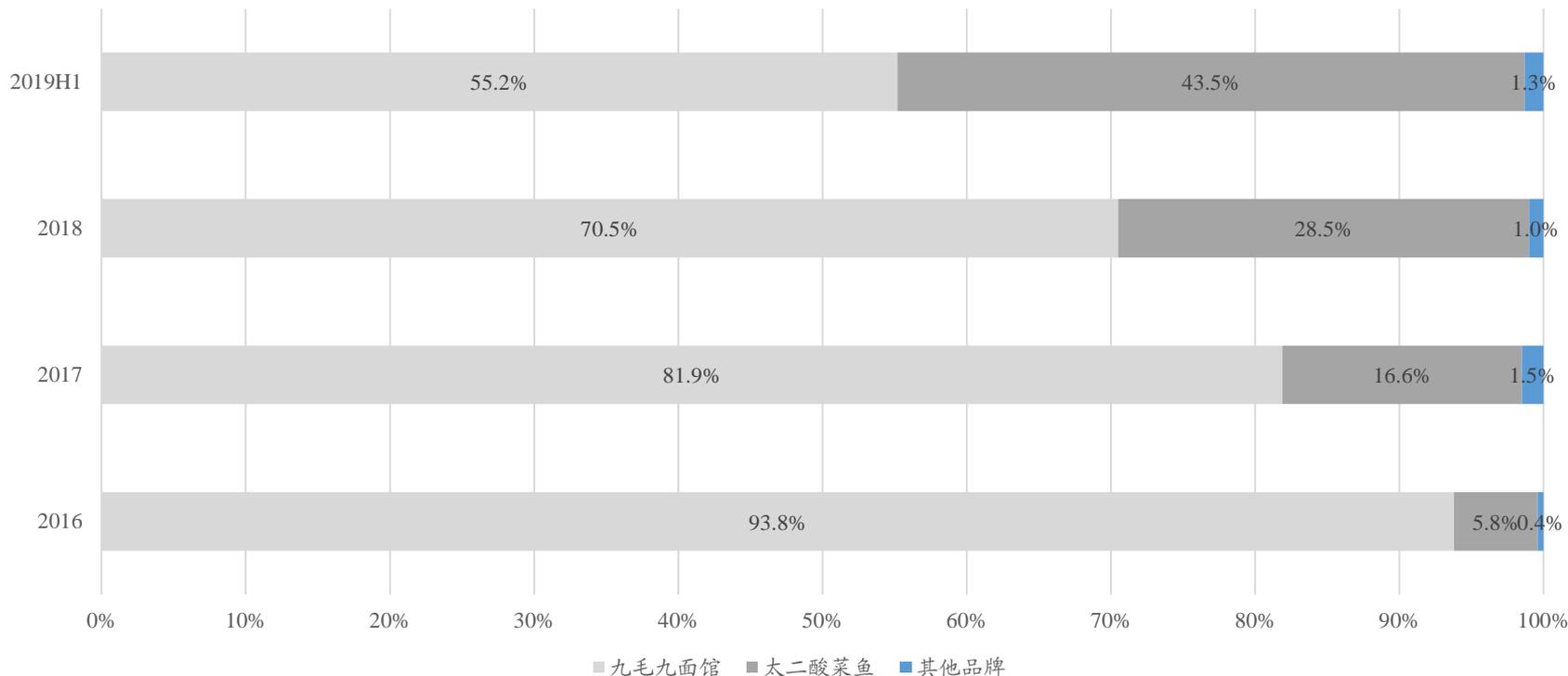
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
总收入（亿元）	4.40	7.35	10.34	11.64	14.69	18.93	12.37
营收yoy		67.00%	40.66%	12.63%	26.19%	28.83%	41.47%
归母净利（亿元）	0.28	0.43	0.31	0.52	0.67	0.70	0.93
归母净利yoy		57.61%	-28.26%	66.60%	28.92%	4.17%	80.95%
归母净利率	6.3%	5.9%	3.0%	4.5%	4.6%	3.7%	7.5%



# 体量增长稳健，太二迎来高速成长期

- ▶ 太二酸菜鱼营收占比已提升到43.5%，势头迅猛。作为2015年才成立的新兴品牌，太二发展势头迅猛，其营收在2018年达到5.4亿，营收贡献由2016年的5.8%提升至2019H1的43.5%。随着公司上市带来的融资红利，预计未来太二将持续发力，进入高速增长期。
- ▶ 九毛九仍然作为主力品牌，19年贡献收入13.2亿元（yoy+11%），占比为70.5%；19H1收入占比下降至55%

图：公司收入的品牌分布



数据来源：九毛九国际招股说明书，东吴证券研究所

## 从区域走向全国，从一线走向下沉

- ▶ 公司业务具有区域性，逐步走向全国。九毛九国际发源于海南，公司成立于广州，餐饮门店集中于华南地区，2015年及以前华南市场收入规模超过85%，伴随品牌知名度提升、门店扩张，区域性逐步弱化，向全国化方向发展。
- ▶ 门店网络仍处于布局阶段，非一线城市空间仍大。至2018年超过60%的收入来自于一线城市，且一线城市收入比重仍有提升，处于加密布局阶段；新一线城市和二线城市目前收入占比仅在10%上下，三线及以下的下沉市场也处于发展初期。公司门店布局远未成熟，扩张空间仍大。

表：公司收入分布（分地区/分城市等级）

分地区	2013年		2014年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华南地区	40,490.7	92.02%	66,458.1	90.43%	88,090.4	85.22%
华北地区	3,512.7	7.98%	6,491.9	8.83%	8,469.7	8.19%
华中地区	-		537.2	0.73%	4,224.0	4.09%
华东地区	-		-	-	2,584.9	2.50%
合计	44,003.4	100.00%	73,487.16	100.00%	103,369.0	100.00%

分城市等级（仅含九毛九面馆和太二餐厅）	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一线城市	69,829.6	60.45%	88,923.4	61.87%	116,709.4	62.75%
新一线城市	12,696.9	10.99%	14,270.3	9.93%	19,602.3	10.54%
二线城市	13,678.6	11.84%	14,040.9	9.77%	17,754.9	9.55%
三线及以下城市	19,311.2	16.72%	26,498.7	18.44%	31,927.7	17.17%
合计	115,516.3	100.00%	143,733.3	100.00%	185,994.3	100.00%

数据来源：九毛九国际招股说明书，东吴证券研究所

# 充分利用外卖延长服务半径

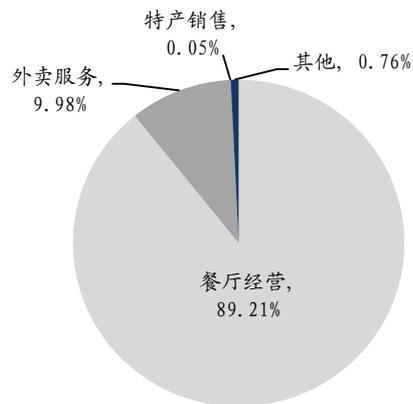
## ► 外卖服务占比领先同行业，发掘营收新增量

- 公司分别于16年3月及17年开始为九毛九面馆及2颗鸡蛋煎饼餐厅提供外卖服务，通过中国的第三方网上餐饮外卖平台，并支付通过其平台所得收入的9.4%至16%作为佣金。
- 外卖服务创造的营收从16年2441万元（占比2.1%）增长到18年的1.89亿元（占比9.98%），高于海底捞外卖占比1.91%（18年），体现快餐业态相对火锅的外卖便捷性。

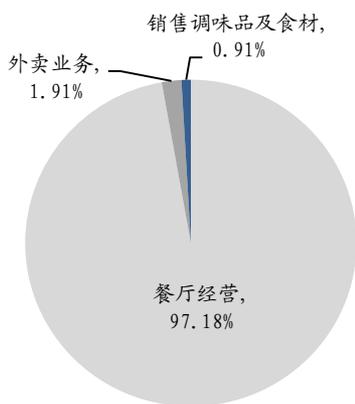
图：公司业务结构历年变化



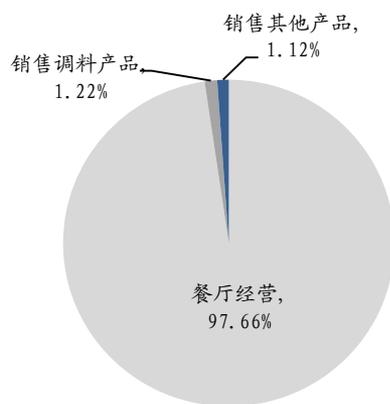
图：九毛九国际业务结构（2018年）



图：海底捞业务结构（2018年）



图：呷哺呷哺业务结构（2018年）



# 从九毛九国际看餐饮连锁—— 门店加速扩张，提升覆盖度

# 品牌多元化，重点培育高成长新品牌

## ➤ 多品牌战略覆盖，太二开店加速，新品牌持续培育

- 九毛九国际目前两个核心品牌门店网络已初具规模。至19年6月底，九毛九面馆共149家和太二酸菜鱼共91家；过去三年内九毛九面馆净增门店数在10家以内；太二酸菜鱼扩张加速，16-18年净开门店分别为9、15、37家，19H1净开26家，进一步加速。
- 三个新品牌仍处于开店初期，鸡蛋煎饼加盟扩张速度较快。2颗鸡蛋煎饼（55家，35家为加盟）、怂冷锅串串（1家）和那未大叔是大厨（1家）。

表：九毛九国际旗下品牌vs海底捞、呷哺开店情况（家）

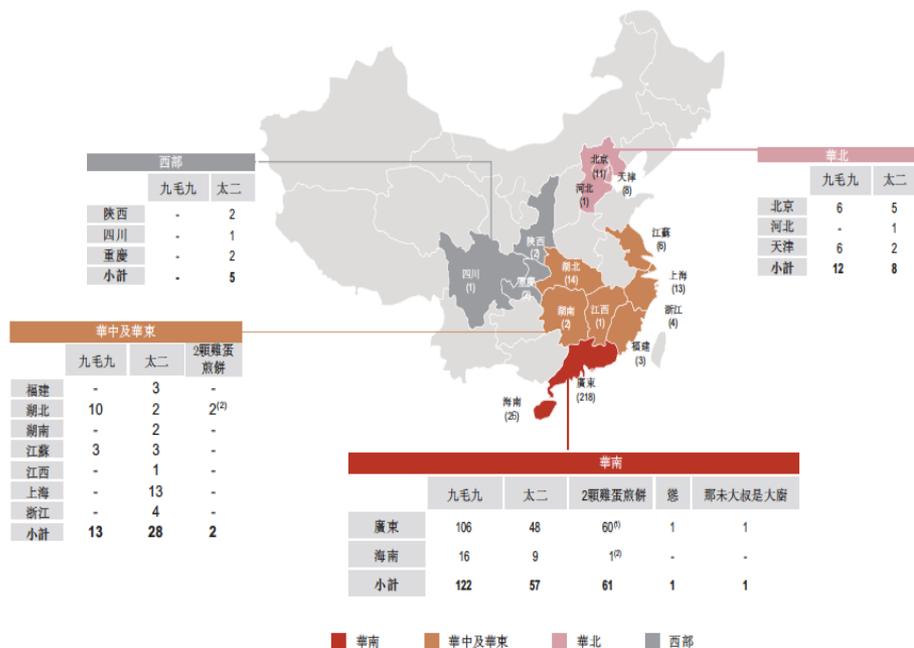
	2015	2016	2017	2018	2019H1
已开门店数					
九毛九面馆	138	128	139	147	149
太二酸菜鱼	4	13	28	65	91
2颗鸡蛋煎饼	0	0	8	29	55
海底捞	146	176	273	466	593
呷哺呷哺（不含凑凑）	552	637	738	886	955
净开门店数					
九毛九面馆		-10	11	8	2
太二酸菜鱼		9	15	37	26
2颗鸡蛋煎饼			8	7	5
海底捞		30	97	193	127
呷哺呷哺（不含凑凑）		85	101	148	69

数据来源：九毛九国际、呷哺、海底捞公告，东吴证券研究所

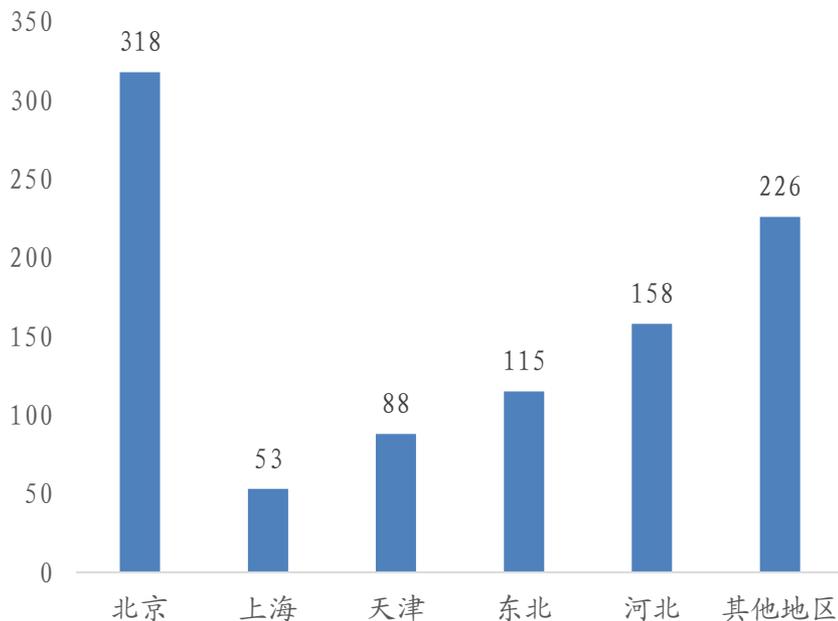
# 华南地区是公司主战场，有望通过太二推进全国化

- 公司目前在华南密度最高，是其主要市场；太二在华东和华中已初具规模，有望逐步全国化。
- 整体上，公司在华南共有门店242家，占全部门店的80%，与呷哺呷哺相似，目前具有区域性；相对来说海底捞门店具有更强的全国性。
- 九毛九面馆122家位于华南，华中和华东市场共13家，华北12家，西部市场尚无九毛九面馆门店。
- 太二目前在华南市场共57家，仍占大多数，但已有28家于华中和华东开业，具有更强的全国化潜力。

图：华南是九毛九国际的主要战场（家）



图：呷哺呷哺主要分布在北方市场（家）

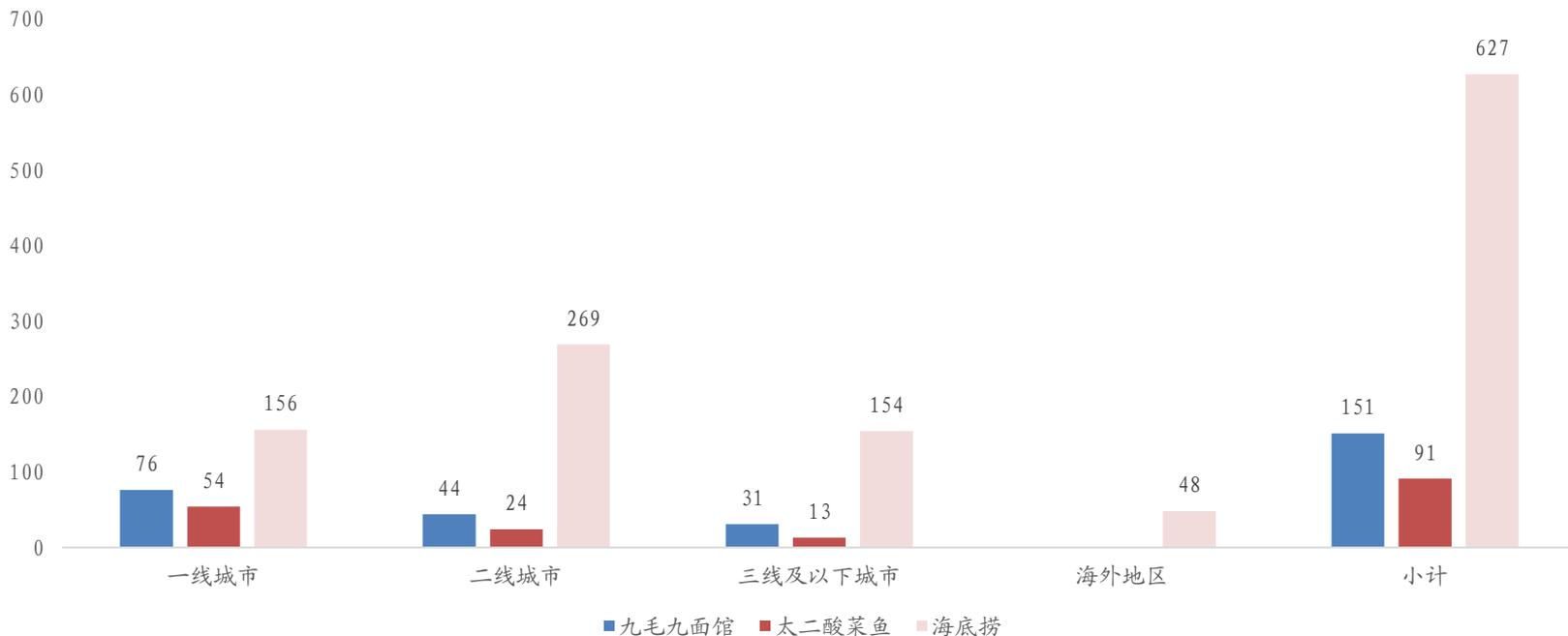


数据来源：九毛九国际、呷哺公告，东吴证券研究所

## 主要布局一线，下沉扩张潜力巨大

- 核心品牌门店目前仍集中在一线城市，下沉空间潜力巨大。公司50%的九毛九面馆及60%的太二酸菜鱼餐厅分布在一线城市，相比之下，海底捞已不断下沉渠道至非一线城市（非一线城市占总门店数75%）并不断开拓海外市场，由于公司仍处于一线快速发展阶段，有望继续加密一线城市布局；同时，二线及以下市场仍有较大市场空间。

图：公司门店布局（按城市线级，家）



数据来源：九毛九国际、呷哺、海底捞公告，东吴证券研究所  
注：九毛九面馆和太二二线城市口径中包括新一线城市

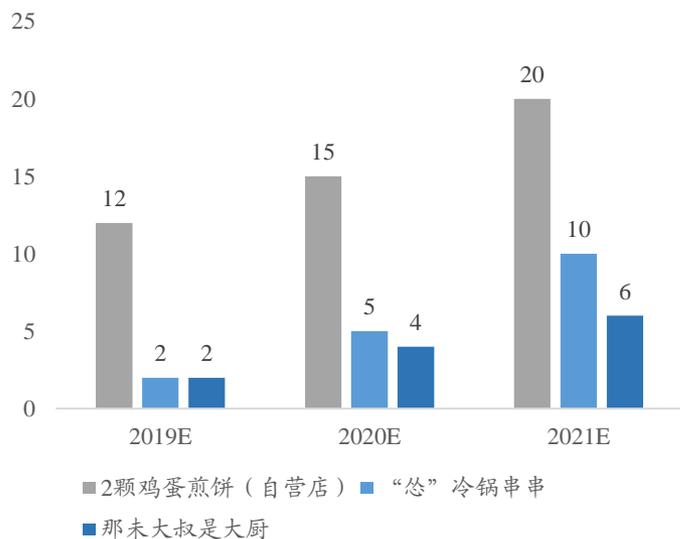
# 募投资金支撑，各品牌发力扩张

- 各个品牌积极发力，着重布局太二酸菜鱼；太二加密一线，加速布局新一线。
- 太二酸菜鱼作为公司2015年成立的品牌，盈利能力显著，近几年发展速度极快，未来几年公司将着重布局一线及新一线城市酸菜鱼市场，两区域三年计划开店数为45、59和77家，占到总开店数的75%。
- 九毛九面馆计划保持适度增长，计划19-21年开店16、18、20家。
- 维持培育其他新品牌，2颗鸡蛋煎饼会持续以直营与加盟并行的方式进行扩张，预计未来门店数将大幅提升，此外，两个新晋品牌将以试点的方式逐步推向市场。
- 九毛九国际各品牌19年计划新开门店合计92家，较海底捞2019年预计可开店300余家、呷哺呷哺年开店数量约200家（其中凑凑开店数量约50家），相对略慢。

表：太二酸菜鱼未来三年扩张计划（家）

	2019E	2020E	2021E
<b>九毛九面馆</b>			
一线城市	5	12	15
新一线城市	1	1	1
二线城市	5	3	3
三线及以下城市	5	2	1
合计	16	18	20
<b>太二</b>			
一线城市	27	28	40
新一线城市	18	31	37
二线城市	11	19	21
三线及以下城市	4	2	2
合计	60	80	100

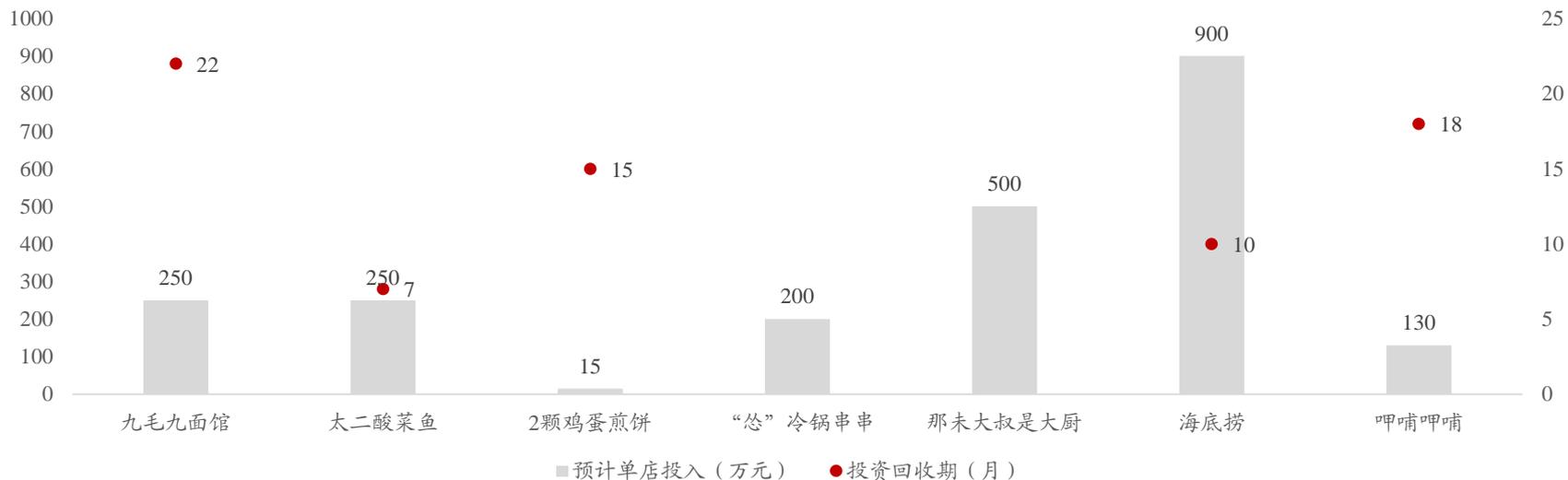
图：其他品牌未来三年扩张计划（家）



## 子品牌具有差异性，太二投入小、回报快

- 品牌矩阵覆盖高中低端餐饮消费，两大核心品牌单店投入约250万，太二回收期优势明显。
- 与同行业餐饮品牌对比，公司的品牌矩阵覆盖了高中低多个餐饮业态，九毛九面馆和太二酸菜鱼的单店投入均在250万元左右。得益于客单价和翻台率齐高的叠加效应，太二酸菜鱼回收期仅7个月，较九毛九面馆和呷哺呷哺有着明显的优势，海底捞回收期约6-13个月。
- 2颗鸡蛋煎饼，冷锅串串店怂和精品粤菜店那未大叔是大厨的初始投资分别为15万，200万和500万元。
- 在租赁安排方面，九毛九国际旗下门店租期通常在5年以上或更长时间，通常包括2-3个月免租期，从选址开始到餐厅开业的一般前置时间约为6至9个月。其大部分租赁为浮动租金制，应付租金为餐厅销售额的8%到11%，其他租约属于固定租金。

图：各餐饮品牌单店投入与投资回收期比较

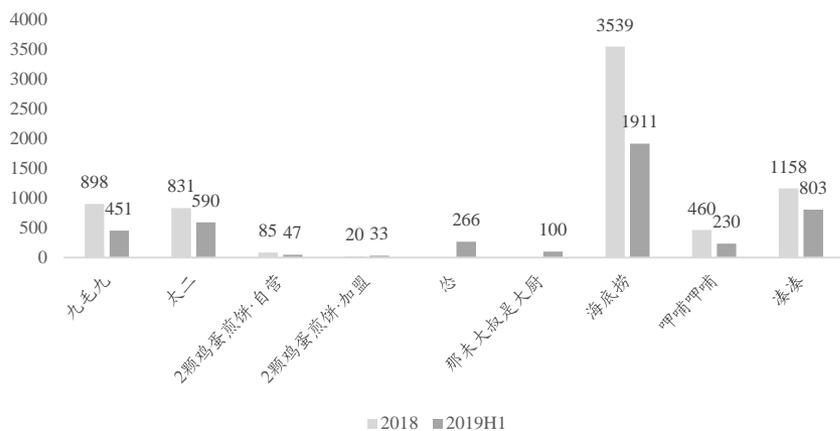


从九毛九国际看餐饮连锁——  
太二单店经营亮眼，验证网红商业化能力

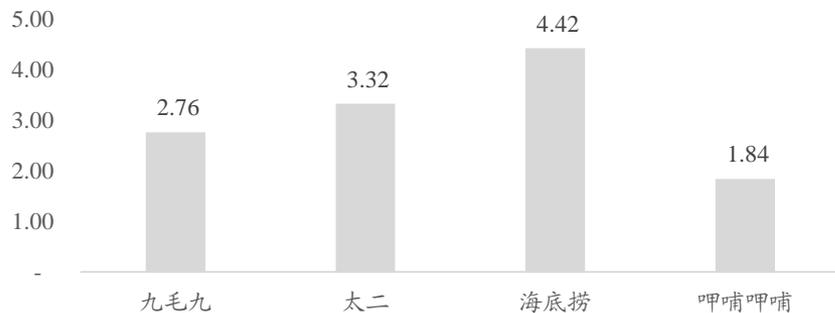
# 整体单店：太二平均店效爬升，坪效接近海底捞

- 九毛九面馆平均店效基本稳定，一线城市有所提升，单店平均年收入约900万元；太二平均店效在830万元左右，平均数据受新门店爬坡影响。
- 从坪效角度看（取面积区间中位数计算），太二坪效低于海底捞，约3.3万/平米，两者均有新店扩张的影响。

图：各餐饮品牌平均店效（万元/家）



图：各餐饮品牌坪效（万元/平）



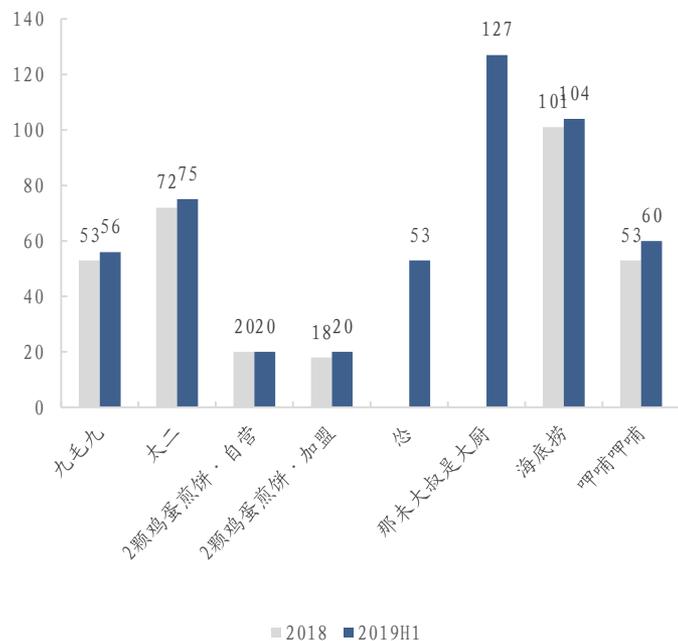
表：核心品牌平均店效（万元/家）

	2016	2017	2018	2019H1
<b>九毛九面馆</b>				
一线城市	938	1,011	1,018	535
新一线城市	668	620	699	357
二线城市	760	658	780	337
三线及以下城市	801	805	807	385
整体	849	858	898	451
<b>太二</b>				
一线城市	566	953	933	644
新一线城市	—	—	405	373
二线城市	—	437	465	656
三线及以下城市	423	798	1,015	573
整体	522	872	831	590

## 整体单店：品牌定价覆盖广，太二定位中端

- 九毛九面馆价格亲民，符合时尚快餐定位。19年上半年，九毛九面馆的顾客整体人均消费56元，低于西贝约95元的人均消费，与具有工作餐属性的呷哺呷哺（53元）相近；各线城市差异不大。
- 网红太二，定位中端，客单价持续提升。太二的整体人均消费为75元，定位中端，低于海底捞101元的客单价，低线城市差异较大，网红属性助力客单价持续上探。
- 新品牌定价差异化，覆盖更广泛客户群体。19年上半年，2颗鸡蛋煎饼人均20元，怂人均53元，那未大叔是大厨人均127元，定位差异明显，价格带覆盖广。

图：各品牌客单价对比（元/人）



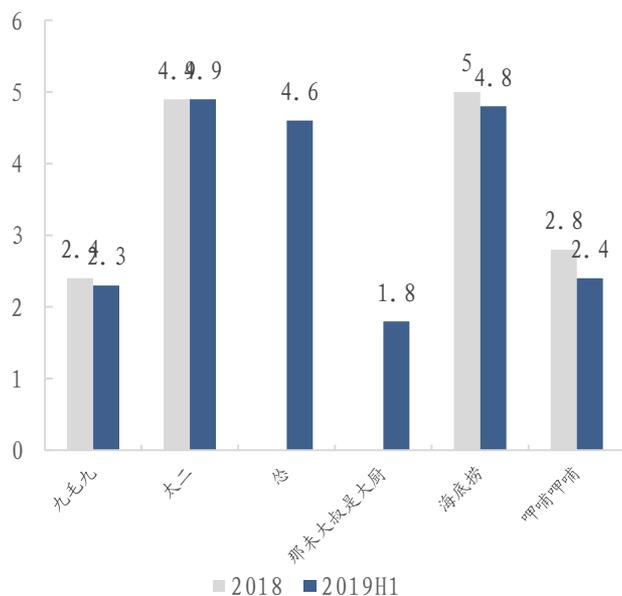
表：核心品牌客单价（元/人）

	2016	2017	2018	2019H1
九毛九面馆				
一线城市	49	53	54	57
新一线城市	47	50	53	53
二线城市	47	51	52	55
三线及以下城市	46	49	51	56
整体	48	52	53	56
太二				
一线城市	66	72	74	77
新一线城市	—	—	73	75
二线城市	—	66	69	71
三线及以下城市	62	63	67	68
整体	65	69	72	75

# 整体单店：网红太二翻座亮眼，加密空间仍大

- 九毛九面馆翻座率平稳，一线城市维持2.5次。九毛九餐厅翻座率维持在2-2.8次之间，平均2.4次，近年来呈平稳微降趋势，略低于呷哺；以80%上座率计算，对应翻台率约3次。
- 太二翻座率亮眼，高于海底捞，加密空间仍大。太二翻座率在3.6-5.5次之间，平均4.9次，扩张同时保持持续提升；以80%上座率计算，对应翻台率高达6次，考虑到太二营业时间低于海底捞，表现突出，凸显网红属性，具有较大的加密潜力。
- 新品牌怂19H1翻座率同样达到4.6次，试水表现良好；精品粤菜那未大叔是大厨上半年翻座率1.8次，有望提升。

图：各品牌翻座/台率对比（倍）



表：核心品牌翻座率（倍）

	2016	2017	2018	2019H1
九毛九面馆				
一线城市	2.8	2.6	2.6	2.5
新一线城市	2	2.1	2	2
二线城市	2.2	2.3	2.2	2.1
三线及以下城市	2.4	2.3	2.2	2.2
整体	2.5	2.4	2.4	2.3
太二				
一线城市	3.6	4.6	5.2	5
新一线城市	—	—	3.9	4.2
二线城市	—	4.3	4.8	5.5
三线及以下城市	3.6	4	4.2	4.3
整体	3.6	4.5	4.9	4.9

注：海底捞为翻台率，其余数据为翻座率。

# 同店：太二同店增长与坪效均亮眼

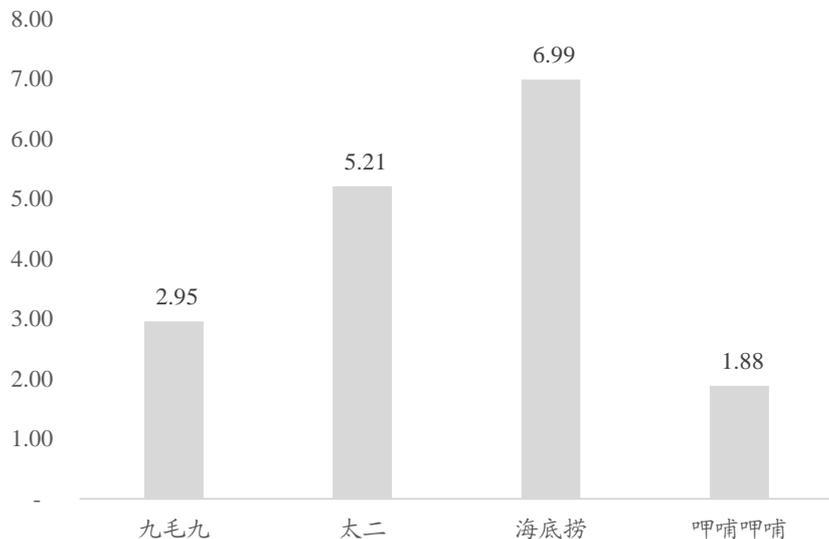
◆ 九毛九国际同店定义：于2016年及2017年或2017年及2018年开业至少300天，以及于截至2018年及2019年6月30日止六个月开业至少150天的餐厅。

- 九毛九面馆成熟门店店效约960万元，18年同店销售额增速4.45%，19H1维持1.69%的增长。太二17年同店销售大幅攀升，同店增速达到了34.29%，18年同店保持7.67%的增长，平均店效在1300万左右，19H1维持超过4%的同店增速。就18年同店增速看：太二>海底捞>九毛九面馆>呷哺呷哺。
- 成熟门店坪效的角度看（取面积区间中位数计算），2018年海底捞以接近7万/平米的高坪效领先；太二坪效同样高达5.21万/平米，表现优秀；成本门店坪效：海底捞>太二>九毛九面馆>呷哺呷哺。

表：同店店效及同店增速对比（万元）

	2017	2018	2019H1
九毛九同店店效	918	960	477
九毛九同店增速	8.23%	4.45%	1.69%
太二同店店效	1,172	1,302	715
太二同店增速	34.29%	7.67%	4.49%
海底捞同店店效	5,477	5,591	2,583
海底捞同店增速	14.00%	6.20%	4.70%
呷哺呷哺同店店效	539	471	237
呷哺呷哺同店增速	9.30%	2.10%	-1.90%

图：同店坪效对比（万元/平米）



数据来源：九毛九国际、呷哺、海底捞公告，东吴证券研究所

# 同店：太二翻座率亮眼，非一线城市空间仍大

- ▶ 九毛九面馆同店翻座率略有下降，预计与门店经营时间有关。九毛九面馆同店翻座率持续有所下降，19H1为2.3次（-8%），其中一线城市略高，为2.5次，其余线城市均为2.1；同店销售额有所增长，主要依靠客单价持续增长驱动。
- ▶ 太二同店高翻座率基础上微增，一线城市提升空间有限，非一线城市仍有持续提升空间；客单价驱动同店销售增速高于同店翻台率增速。太二一线城市同店翻座率已达到5.5次（+5.8%），表现亮眼，但预计提升空间有限；非一线城市相对一线城市看，提升空间仍大。
- ▶ 太二为翻座率口径，一线城市已超过海底捞，考虑到太二日内经营时长低于海底捞，该翻座率表现已十分亮眼。

表：核心品牌同店翻座率vs海底捞翻台率（倍）

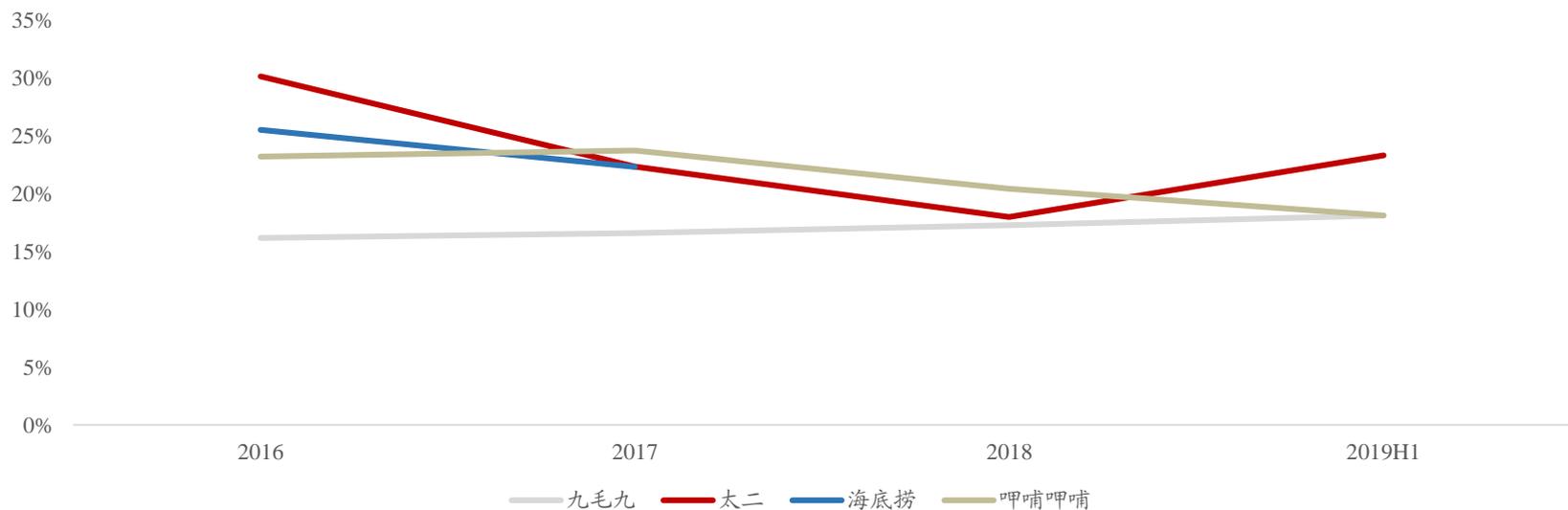
	2017	2018	2019H1
<b>九毛九面馆</b>			
一线城市	2.7	2.6	2.5
新一线城市	2.1	2	2.1
二线城市	2.3	2.2	2.1
三线及以下城市	2.3	2.1	2.1
整体	2.4	2.4	2.3
同店增速	-4%	0%	-8%
<b>太二</b>			
一线城市	5	5.2	5.5
新一线城市			
二线城市			4.1
三线及以下城市	4.1	3.8	4.5
整体	4.8	4.7	5.1
同店增速	26%	4%	2%
<b>海底捞（翻台率）</b>			
一线城市	4.8		5.1
二线城市	5.3		5.3
三线及以下城市	4.7		5.1
内地以外	5.1		4.3
整体	5.1		5.2
同店增速	11%		4%

从九毛九国际看餐饮连锁——  
盈利能力优秀，期待扩张期维持

## 太二品牌餐厅层面经营利润率表现突出

- 太二餐厅层面经营利润率领先，19H1显著提升。
- 九毛九面馆餐厅层面经营利润率在16%-18%的水平，呈逐年平稳提升的趋势，19H1提升至18.09%。
- 太二在公司内部盈利能力领先，餐厅层面经营利率最高达到了30%，随着门店的铺开经营利润率下降至18%，有所波动；太二19H1经营利润率提升至23.28%（1.25亿），商业模式趋于成熟。
- 其他品牌由于初创时期开业成本较高，经营尚未稳定，经营利润率始终为负。
- 与同行相比，九毛九面馆餐厅层面利润率低于同行，但太二在19H1超过呷哺呷哺（18.10%），期待未来复制扩张过程中保持高经营利润率。

图：公司各餐厅品牌餐厅层面经营利润率及同行对比



数据来源：九毛九国际、呷哺、海底捞公告，东吴证券研究所  
注：呷哺呷哺数据不含凑凑

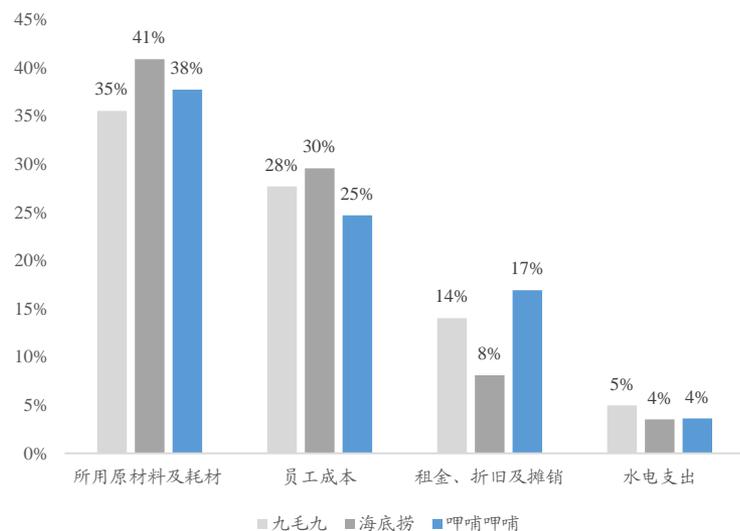
# 经营利润率与海底捞接近，19H1盈利能力显著提升

- 九毛九国际公司层面经营利润率（不含外卖服务费）与海底捞同口径利润率基本持平，在原材料、人工成本上相对海底捞具有优势；19H1显著提升，超过海底捞（海底捞具有淡旺季影响）。九毛九国际公司层面总体经营利润率在16年-18年稳定在17-18%左右，19H1经营利润率微提至18%，预计与太二占比提升有关，未来仍有望进一步提升。
- 九毛九国际16-18年净利率显著低于同行，主要由于较高的其他经营支出（其他开支主要包括开设新餐厅的前期费用、支付予第三方服务提供商的服务费、原材料运输的运输费用、减值亏损及其他存货亏损）、以及财务费用；19H1净利率显著提升至8.2%，主要由于上述两个项目费用率降低。

表：公司盈利能力同业对比（除16-18年租赁准则不同外，统一口径计算）

		2016	2017	2018	2019H1
九毛九国际	经营利润率	17.0%	17.6%	17.9%	18.0%
	净利率	4.4%	4.9%	3.9%	8.2%
海底捞	经营利润率	22.2%	19.6%	18.0%	15.2%
	净利率	12.5%	11.2%	9.7%	7.8%
呷哺呷哺	经营利润率	19.8%	20.2%	17.1%	14.9%
	净利率	13.3%	11.4%	9.7%	6.0%

图：各项成本费用占收入的比例同业对比（2018年）



数据来源：九毛九国际、呷哺、海底捞公告，东吴证券研究所

注：九毛九国际不拥有任何物业，目前在中国租赁289间物业，总建筑面积约为134,159平方米；九毛九国际采用新租赁准则，为统一口径、减少季节性影响，故对比租金、折旧、摊销合计口径，但九毛九国际部分费用体现在财务费用中，较老准则下略低；经营利润按收入减去原材料成本、人工成本、租金和折旧摊销以及水电支出计算。

# 盈利能力和周转效率双提升，驱动上半年ROA提升

- 由于九毛九国际尚未上市，以ROA为同行对比标准：九毛九国际2018年ROA为6.9%，显著低于呷哺呷哺和海底捞，主要由于较低的净利率，其资产周转率介于海底捞和呷哺之间。
- 2019年H1九毛九国际半年度ROA显著提升至7.9%（公告推算全年约为16%），高于呷哺，低于海底捞，主要由于净利率的提升，半年度资产周转率（全年推算约为2.15）同样有提升。

表：杜邦分析同行对比

		2016	2017	2018	2019H1
九毛九国际	净利率	4.4%	4.9%	3.9%	8.2%
	总资产周转率	1.44	1.76	1.88	1.06
	归母净利/净利润	101%	93%	94%	91%
	<b>ROA</b>	<b>6.4%</b>	<b>8.0%</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.9%</b>
	权益乘数	6.5	5.1	5.2	7.6
	ROE	41.7%	40.4%	36.0%	60.0%
呷哺呷哺	净利率	13.3%	11.4%	9.7%	6.0%
	总资产周转率	1.29	1.43	1.56	0.65
	归母净利/净利润	100%	100%	100%	101%
	<b>ROA</b>	<b>17.2%</b>	<b>16.3%</b>	<b>15.2%</b>	<b>3.9%</b>
	权益乘数	1.3	1.4	1.4	1.9
	ROE	23.0%	22.7%	21.9%	7.2%
海底捞	净利率	12.5%	11.2%	9.7%	7.8%
	总资产周转率	3.04	3.29	2.17	0.81
	归母净利/净利润	75%	86%	100%	92%
	<b>ROA</b>	<b>28.5%</b>	<b>31.7%</b>	<b>21.0%</b>	<b>33.9%</b>
	权益乘数	3.4	3.4	1.6	1.6
	ROE	96.7%	108.7%	33.9%	10.2%

数据来源：九毛九国际、呷哺、海底捞公告，东吴证券研究所

注：九毛九国际2019H1数据将公告数乘以180，除以365，还原为半年度数据。

# 从九毛九国际看餐饮连锁—— 资本助力连锁餐饮长期发展

## ➤ 国内门店扩张加密，奠基全球门店布局。

- 公司计划将募投资金用于在2020年及2021年分别开设18家及20家九毛九面馆，在一线城市、新一线城市及省会城市分别开设80家及100家太二餐厅，分别开设24家及36家其他品牌餐厅。
- 未来，公司拟以审慎的态度在全球范围内扩张其高度标准化餐厅。公司预计优先考虑大量中国人居住的城市，例如香港、新加坡、西雅图、洛杉矶、旧金山及温哥华进行试点。此外，公司继续进一步提升餐厅质量，提供不同的餐饮风格以吸引全球顾客。

## ➤ 用于持续提升供应及支持能力。

- **新建及升级中央厨房深化供应链布局。**公司拟在2021年前在佛山新建1个中央厨房，并翻新现有中央厨房，升级处理设备和设施以增强供应链能力，支持未来扩张。
- **改进集中采购系统服务提升品控。**公司将进一步加强集中采购系统，系统的升级有助于食品供应及服务标准化，加强公司对食品安全和质量把控能力，达到降低采购成本、实现规模经济，提升餐厅盈利能力的目的。

## ➤ 用于偿还公司贷款。

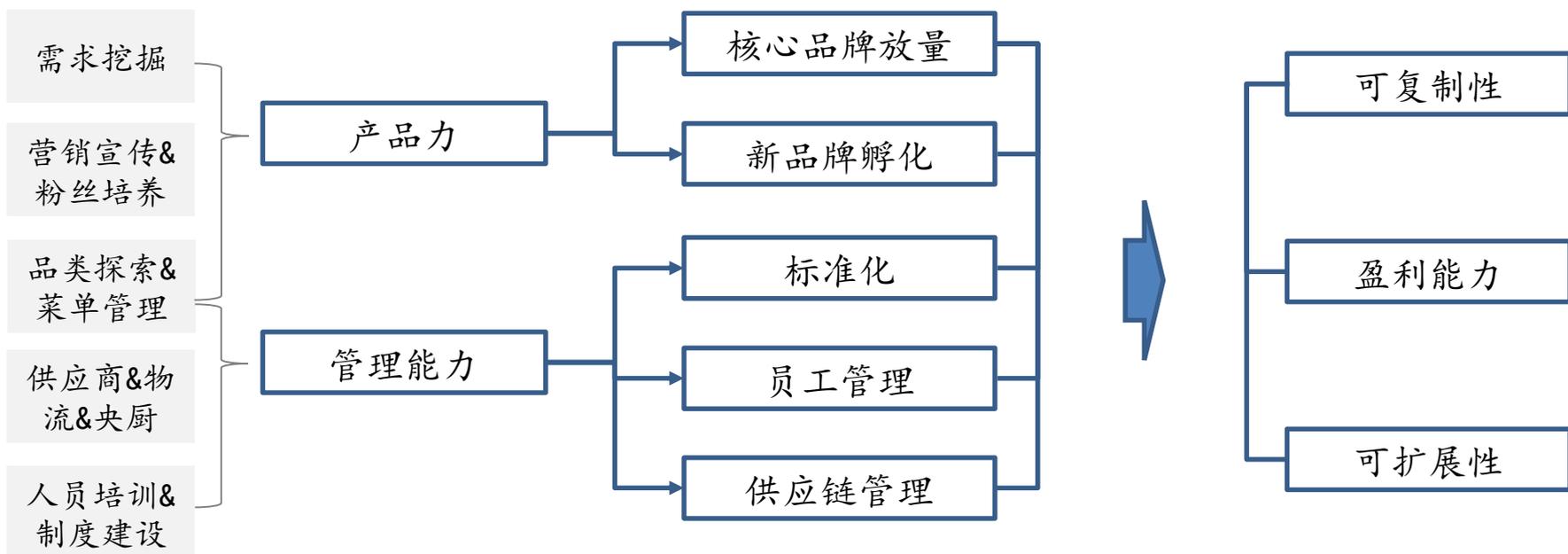
- 公司拟募资偿还招商银行香港分行港元银团贷款（年利率： $Hibor+0.8\%$ ）和招商银行广州分行于2020年1月25日到期贷款（年利率： $4.35\%$ ）。

## 推荐标的

# 看好具有产品力、优质管理的餐饮连锁龙头

- ▶ 根据对九毛九国际的分析以及九毛九与海底捞、呷哺的对比，可以验证餐饮连锁龙头成长的基础与发展的逻辑：在标准化经营、供应链建设和员工管理的基础上，深挖市场需求、探索便于商业化的品类，利用营销造势、口碑效应打造核心品牌影响力，实现门店的高盈利性和可复制性；持续探索创新品牌，为业态的可扩展性奠基。
- ▶ 看好具有产品力、优质管理能力、扩张成长势头强劲、市占率有望逐步提升的餐饮龙头；推荐处于高速扩张阶段、经营表现优秀的火锅龙头【海底捞】，以及海底捞火锅底料供应商、第三方销售能力得到持续验证的【颐海国际】；建议关注培育两大核心品牌并成功复制扩张的【九毛九国际】（拟上市）。

图：连锁餐饮龙头成长逻辑



数据来源：九毛九国际、呷哺、海底捞公告，东吴证券研究所  
注：九毛九2019H1数据将公告数乘以180，除以365，还原为半年度数据。

# 海底捞：优质管理支撑扩张-提效-复制逻辑

表：海底捞同店数据

	2019H1	2018H1	同店增速
<b>同店数量 (家)</b>			
二线城市	117		
三线及以下城市	58		
中国大陆以外地区	17		
<b>整体</b>	<b>245</b>		
<b>同店销售 (百万人民币)</b>			
一线城市	1532.67	1483.39	3.30%
二线城市	3085.56	3028.29	1.90%
三线及以下城市	1233.44	1096.68	12.50%
中国大陆以外地区	476.38	434.34	9.70%
<b>整体</b>	<b>6328.05</b>	<b>6042.70</b>	<b>4.70%</b>
<b>同店平均日销售额 (万元)</b>			
一线城市	16.15	15.54	3.93%
二线城市	14.67	14.36	2.16%
三线及以下城市	11.79	10.49	12.39%
中国大陆以外地区	15.6	14.27	9.32%
<b>整体</b>	<b>14.37</b>	<b>13.69</b>	<b>4.97%</b>
<b>同店平均翻台率 (次/天)</b>			
一线城市	5.1	5.1	0.00%
二线城市	5.3	5.2	1.92%
三线及以下城市	5.1	4.7	8.51%
中国大陆以外地区	4.3	3.9	10.26%
<b>整体</b>	<b>5.2</b>	<b>5</b>	<b>4.00%</b>

- **灵活高效的管理体系是公司高速成长的支撑。** 后台“计件制”，前台“服务担当体系”提升门店效率；“师徒制”与“海底捞大学”为基础实践阿米巴理念，实现高质量扩张。
- **19H1表现亮眼：门店扩张超预期；开店加密背景下，同店持续增长，三线城市同店翻台大幅提升；客单价微提，仍有空间。** 上半年新开门店130家（净开127家，YOY+74%），较18年新开200家、18H1新开71家进一步加速，门店总数达到593家，扩张速度亮眼，预计全年新开门店超300家（YOY超65%）。19H1一、二、三线及以下城市同店增长分别为3.3%、1.9%、12.5%，三线及以下城市同店高增长主要由于翻台率从18H1的4.7次提升至19H1的5.1次，达到与高线城市相同的高水平。19H1客单价提升至104.4元（+4.1%），一、二、三线及以下城市客单价分别同比提升3.8%、4.5%、3.3%，上半年共推出187种新菜品，包括啤酒、奶茶等创新单品，SKU的丰富有望驱动客单价进一步提升。
- **增长引擎动力持续：** 1) 通过店均覆盖人口测算，单店维持目前高效益的基础上千店规模可期。2) 渠道下沉与科技创新带来单店效益提升空间；SKU丰富、品牌议价能力带动有望驱动客单价增长。3) 外卖业务扩大门店覆盖半径、抢占家庭聚餐场景；探索小面、冒菜业态，寻找新赛道。
- **风险提示：** 扩张低于预期，食品安全等风险。

# 颐海国际：产品、渠道多元化，打破边际看平台

- **分享海底捞成长红利。** 依托海底捞、已形成第二大体量，公平定价保障盈利水平、提升颐海市场竞争力，19H1关联方收入增长31%。
- **第三方销售能力逐步验证，长期发展弹性可期。** 13-18年第三方销售收入复合增速达62%，19H1第三方销售收入占比已提升至57.2%。
  - **产品拓展：** 火锅调料品类持续推出特色口味，针对海底捞千人千味提供专用基础锅底；自热小火锅贴合年轻消费者需求、包装口味持续优化、线上下渠道积极销售，市场反响印证颐海零售产品打造能力。产品项目制提供内部创业平台，高激励、贴近市场需求，小龙虾调味料等产品已收获不俗的市场反馈。
  - **渠道布局：** 1) 合伙制激发经销渠道活力。16年开启渠道管理改革，大商拆小商，销售人员减半至180人左右；采用一级经销+销售人员合伙机制，销售人员收入与业务单元税前利润直接挂钩、考核指标维护经销商利益、全线提升渠道活力。18年经销商约1500家左右，渠道铺设持续深化、下沉，销售网络逐步完善。2) 电商渠道利于品牌传播、产品试销，18年收入同增105%。3) 门店零售具有连贯的消费场景，营销意义突出。4) B端业务目前以大包装标准化餐饮装为主。
- **风险提示：** 销售低于预期，食品安全等风险。

表：颐海国际收入拆分（按渠道）

单位：百万元	2017	2018	2018H1	2019H1
<b>关联方客户</b>	915.91	1,176.10	540.04	708.62
yoy	51.21%	28.41%	24.24%	31.22%
占比	55.64%	43.86%	53.79%	42.80%
<b>第三方客户</b>	730.31	1,505.28	463.91	947.13
yoy	51.43%	106.11%	136.47%	104.16%
占比	44.36%	56.14%	46.21%	57.20%
<b>经销商</b>	587.08	1,263.25	363.17	805.95
yoy	32.72%	115.18%	117.22%	121.92%
占第三方客户	80.39%	83.92%	78.28%	85.09%
<b>电商</b>	105.94	217.40	80.23	117.75
yoy	265.49%	105.20%	372.45%	46.76%
占第三方客户	14.51%	14.44%	17.29%	12.43%
<b>其他</b>	37.29	24.63	20.51	23.43
yoy	240.82%	-33.95%	70.73%	14.22%
占第三方客户	5.11%	1.64%	4.42%	2.47%
第三方餐饮服务 供应商	23.43	21.60	20.01	11.32
一次性销售活动	13.86	3.04	0.51	12.11

## 风险提示

- 可能存在宏观经济波动的风险。经济衰退、消费者可支配收入的减少可能影响餐饮行业的增速。
- 可能存在行业竞争激烈的风险。餐饮行业的进入壁垒较低，市场竞争可能会加剧。
- 可能存在连锁餐厅扩张、品牌推广、盈利能力不及预期的风险。
- 可能存在食品安全与负面新闻等风险。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园