

餐饮行业

九毛九：中式快时尚餐饮龙头，区域扩张加密餐厅网络

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

公司为国内领先中式快时尚餐饮品牌管理及运营者，旗下品牌包括九毛九、太二、2 颗鸡蛋煎饼、怂以及那未大叔是大厨，截至 2019 年 8 月，共运营 269 家直营餐厅，管理 41 家加盟餐厅。2018 年公司收入规模在中式快时尚餐饮企业中排名第三，华南地区更是位于首位。

自创五大品牌，各具特色。公司经营、管理五大品牌，在菜系、消费群体、人均消费水平方面各有不同。从菜系上看，九毛九以西北菜为主，同时融合其他地区饮食风格，太二以酸菜鱼为主，2 颗鸡蛋煎饼主营煎饼，怂为冷锅串串，那未大叔则是粤菜，五大品牌囊括西北菜、川菜、粤菜三大菜系，同时包括煎饼、冷锅串串等小吃。从消费群体上看，太二、2 颗鸡蛋、怂面向年轻消费群体，九毛九面向家庭、聚餐，那未则聚焦中高端消费者。从人均消费水平上看，2 颗鸡蛋以煎饼等小吃为主，客单价最低，为 20-30 元；九毛九和怂稍高，为 50-70 元；太二为 70-90 元；那未大叔定位中高端，客单价最高，为 120-150 元。

18-24 年餐饮行业市场规模复合增速有望维持在 9%，连锁化率提高为大势所趋。根据弗若斯特沙利文，14-18 年餐饮行业市场规模复合增速为 10.2%，18 年市场规模 42716 亿元，18-24 年复合增速将达到 9.0%。中餐菜系、口味众多，在标准化和扩张性方面具有天然壁垒，近年随着消费者对于品牌、食品安全、服务关注度提升，餐饮行业连锁化率不断提升，18 年为 19.5%，24 年预计为 20.1%。

公司旗下餐饮品牌主要涉猎中式快时尚餐饮、西北菜和酸菜鱼。中式快时尚餐饮标准化程度高，异地复制能力强，18-24 年规模复合增速预计达 20.3%；酸菜鱼为高人气川菜品类，18-24 年规模复合增速预计达 33.7%，增速均远高于餐饮市场整体。

核心竞争力：高标准化、品牌创新激励、食品质量控制严格。

23 年深耕餐饮行业，公司已建立起高标准化、易复制的业务模式，主要体现在：①精简的食物选择②中央厨房③标准化运营程序④员工培训。

公司从高管团队中选拔并任命品牌经理，向品牌经理及其团队授予股权激励，激发品牌团队潜能，鼓励自下而上进行品牌升级及创新。太二、2 颗鸡蛋煎饼、怂及那未大叔是大厨的品牌团队分别持有其管理品牌股份的 15%、20%、20%、25%，九毛九管理团队持有九毛九权益实体瑞兆投资 15% 股权。

公司在采购、食品加工、仓储及物流、餐厅经营等环节实施严格的食品安全及质量控制标准，并于 2013、2014 年相继成立质量检验部及品质控制部。

公司本次募集资金将用于餐厅网络扩张，增强餐厅供应及支持能力、改进集中采购系统，偿还贷款，补充营运资金。餐厅网络扩张：①20/21 年分别开设 18/20 家九毛九餐厅；②20/21 年分别开设 80/100 家，主要在一二线城市、新一线、省会城市；③20/21 年分别开设 24/36 家其他品牌餐厅。增强餐厅供应及支持能力、改进集中采购系统：公司将在 2021 年前于佛山建设 1 家新的中央厨房，并对现有中央厨房进行翻新及设备升级。

风险提示：门店扩张不及预期、城市拓展不及预期、新店对老店有挤出效应、品牌发展不及预期、劳动力成本上涨



内容目录

1. 中式快时尚餐饮领军者，新店渐入正轨盈利能力改善	4
1.1. 发展历程：从面馆起家到多品牌并行	4
1.2. 主要品牌：五大品牌囊括西北菜、川菜、粤菜、小吃	4
1.2.1. 九毛九：西北菜领头羊	5
1.2.2. 太二：酸菜鱼龙头品牌	7
1.2.3. 2 颗鸡蛋煎饼：初探加盟模式	9
1.2.4. 新尝试：怂&那末大叔是大厨	10
1.3. 股权结构	11
1.4. 财务	11
1.4.1. 收入端：多品牌、多业态并举	11
1.4.2. 成本端：成本管控严格	13
1.4.3. 利润端：盈利能力持续改善	14
1.4.4. 现金流	15
2. 餐饮行业：5 万亿市场，连锁化率提升	15
2.1. 餐饮市场：城镇化率提升叠加消费升级促市场规模扩张	15
2.2. 细分餐饮市场：中式快时尚易复制，酸菜鱼人气高	16
2.2.1. 中式快时尚餐饮：购物中心扩张，规模增速领先	16
2.2.2. 西北菜市场：传统美食，复合增速约 10%	17
2.2.3. 酸菜鱼市场：高人气细分品类，复合增速超过 30%	17
2.3. 市场地位：华南地区快时尚餐饮龙头，酸菜鱼领军品牌	18
3. 核心竞争力：高标准化、品牌创新激励、食品质量控制严格	19
3.1. 高标准化	19
3.2. 员工持股激励品牌创新	19
3.3. 食品安全及品质控制	20
4. 募集资金用途	20

图表目录

图 1：公司发展历程：从面馆起家到多品牌并行	4
图 2：华南地区为主要市场	5
图 3：九毛九菜品	5
图 4：太二以酸菜鱼为主，同时提供配菜	7
图 5：太二拓店进展顺利，19-21 年拟加快开店步伐	8
图 6：怂门店风格及主打菜冷锅串串	10
图 7：那末大叔是大厨门店风格及主打菜精品粤菜	10
图 8：公司股权结构	11
图 9：多品牌、多业态扩张，营收增长稳健	12
图 10：九毛九占比最高，太二成长迅速（单位：亿元）	12
图 11：线上线下齐发力，外卖业务渐入正轨（单位：亿元）	12

图 12: 外卖订单数量快速增长	12
图 13: 成本管控严格, 成本率基本稳定	13
图 14: 主要原材料 CPI	13
图 15: 用工成本持续上涨	13
图 16: 19H1 公司净利润同比大增 87.6%	14
图 17: 公司经营利润率	14
图 18: 公司经调整纯利率	14
图 19: 经营性现金流改善	15
图 20: 账上现金明显增多	15
图 21: 2018 年城镇化率接近 60%	15
图 22: 中国城镇化率与美国、日本等国相比仍有提升空间	15
图 23: 食品烟酒人均消费支出稳步提升	16
图 24: 饮食服务人均现金消费支出增速略高于食品烟酒整体	16
图 25: 18-24 年餐饮行业市场规模复合增速有望维持在 9%	16
图 26: 购物中心数量持续扩张	17
图 27: 中式快时尚餐饮市场规模增速高于餐饮行业整体	17
图 28: 18-24 年西北菜市场复合增速预计 9.2%	17
图 29: 18-24 年酸菜鱼市场复合增速预计 33.7%	17
图 30: 品牌组织架构	19
图 31: 餐厅网络扩张计划	20
表 1: 公司旗下五大品牌概览	4
表 2: 九毛九开店、关店情况	6
表 3: 九毛九经营情况	6
表 4: 太二经营情况	8
表 5: 2 颗鸡蛋煎饼加盟费	9
表 6: 2 颗鸡蛋煎饼经营情况	10
表 7: 杜邦分析	14
表 8: 各细分餐饮市场竞争格局	18
表 9: 中央厨房产能、产量情况	19

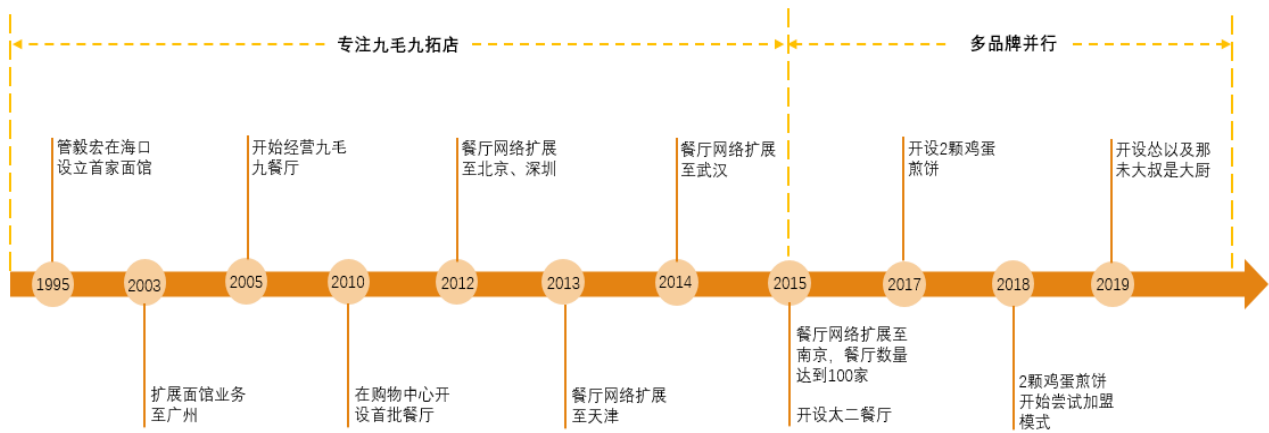
1. 中式快时尚餐饮领军者，新店渐入正轨盈利能力改善

公司为国内领先中式快时尚餐饮品牌管理及运营者，旗下品牌包括九毛九、太二、2 颗鸡蛋煎饼、怂以及那未大叔是大厨，截至 2019 年 8 月，共运营 269 家直营餐厅，管理 41 家加盟餐厅。2018 年公司收入规模在中式快时尚餐饮企业中排名第三，华南地区更是位于首位。

1.1. 发展历程：从面馆起家到多品牌并行

九毛九十年拓店百余家，九毛九、太二、2 颗鸡蛋煎饼、怂以及那未大叔是大厨多品牌并举。1995 年，创始人管毅宏在海口开设首家面馆；2005 年起，正式以九毛九品牌经营餐厅，逐步将餐厅网络扩展至北京、深圳、天津、武汉、南京等城市，到 2015 年门店数量达到 100 家；同样是 2015 年，公司推出新品牌太二酸菜鱼，开启多品牌运营之路，相继于 2017 年开设第一家 2 颗鸡蛋煎饼，并于 2018 年尝试加盟模式开设 2 颗鸡蛋煎饼，于 2019 年开设第一家怂以及那未大叔是大厨。

图 1：公司发展历程：从面馆起家到多品牌并行



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 主要品牌：五大品牌囊括西北菜、川菜、粤菜、小吃

自创五大品牌，各具特色。公司经营、管理五大品牌，在菜系、消费群体、人均消费水平方面各有不同。从菜系上看，九毛九以西北菜为主，同时融合其他地区饮食风格，太二以酸菜鱼为主，2 颗鸡蛋煎饼主营煎饼，怂为冷锅串串，那未大叔则是粤菜，五大品牌囊括西北菜、川菜、粤菜三大菜系，同时包括煎饼、冷锅串串等小吃。从消费群体上看，太二、2 颗鸡蛋、怂面向年轻消费群体，九毛九面向家庭、聚餐，那未则聚焦中高端消费者。从人均消费水平上看，2 颗鸡蛋以煎饼等小吃为主，客单价最低，为 20-30 元；九毛九和怂稍高，为 50-70 元；太二为 70-90 元；那未大叔定位中高端，客单价最高，为 120-150 元。

表 1：公司旗下五大品牌概览

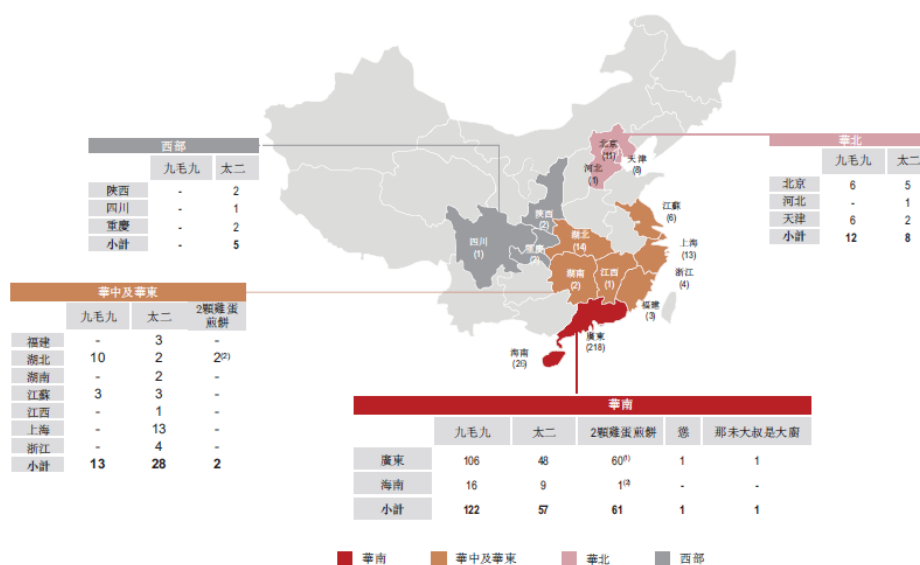
	九毛九	太二	2 颗鸡蛋	怂	那未大叔是大厨
品牌					
主打菜系/菜品	中国西北菜为主，融合中国其他地区饮食风格	老坛子酸菜鱼	煎饼	四川冷锅串串	精品粤菜
调性	放心餐桌	独特、有趣	健康、便捷	时尚聚会场所	一流大厨

目标客户群	家庭、聚餐	年轻顾客	年轻顾客	年轻顾客	中高端消费群体
人均消费	50-70 元	70-90 元	20-30 元	50-70 元	120-150 元
每间餐厅建筑面积	250-400 平方米	200-300 平方米	10-40 平方米	120-200 平方米	300-500 平方米
餐厅数量	直营 147 家	直营 98 家	直营 22 家, 加盟 41 家	直营 1 家	直营 1 家

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

华南地区为公司旗下餐厅主要市场。公司于华南地区起家，24 年来持续深耕华南地区，截至最后可行日期，华南地区共有 122 家九毛九、57 家太二、61 家 2 颗鸡蛋煎饼、1 家怂和 1 家那末大叔是大厨，同时公司也向华中及华东、华北、西部地区稳步扩张。

图 2：华南地区为主要市场



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2.1. 九毛九：西北菜领头羊

公司主打品牌，以西北菜为主。九毛九为公司第一个餐饮品牌，也是华南地区首家以西北菜为特色的连锁餐饮品牌。面向家庭用户提供山西面以及其他家常菜，菜品数量 60-80 种，根据顾客反馈每季度更新菜单，全年约更新 20-30% 的菜式。2018 年，九毛九收入规模在西北菜餐厅中排名第二。

图 3：九毛九菜品



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

中型店面为主，智能点单提高效率。九毛九店面面积在 250-400 平方米的区间，桌数约 45 桌，可容纳 180 人。近三年，九毛九一方面加快开店步伐，另一方面及时对老店经营情况进行评估，适时关闭经营不善的店面，截至最后可行日期，九毛九餐厅总数 147 家，除传统点单方式外，九毛九大部分门店支持智能二维码带单点餐，订单实时传送至餐厅厨房及收银台，提高点单效率。

表 2：九毛九开店、关店情况

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/30	2019/7/1 至最后可行日期
期初餐厅数量	138	128	139	147	149
新开业餐厅	3	17	16	10	0
已关闭餐厅	13	6	8	8	2
增加/(减少)净额	(10)	11	8	2	(2)
期末餐厅数量	128	139	147	149	147

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

经营情况：客单价提升拉动单店销售额增长。

从收入看，九毛九整体营收稳步增长，2018/2019H1 增速分别为 10.6%/5.1%，系餐厅数量逐步扩张、单店销售额持续增长所致。分城市看，一线城市餐厅数量持续增长，单店销售额小幅提升，收入增长平稳；新一线城市餐厅数量稳定，单店销售额有所下滑，收入小幅增长；二线城市拓店缓慢，单店销售额增长稳定，收入下滑明显；三线及以下城市餐厅数量快速扩张，单店销售额小幅增长，收入增长亮眼。

从客单价看，2019H1 九毛九人均消费 56 元，同比增长 5.7%。分城市看，各线城市客单价相差不多，一线城市略高，19H1 为 57 元，二线、三线及以下城市 19H1 增速表现亮眼，分别为 7.8%/7.7%。

从翻座率看，整体翻座率基本稳定，略有下滑。分城市看，一线城市翻座率明显领先，新一线城市表现略逊。

表 3：九毛九经营情况

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2018/6/30	2019/6/30
收入 (千元)					
一线城市	647,399	717,762	793,860	381,234	406,229
YOY		10.9%	10.6%		6.6%
新一线城市	126,969	142,703	167,701	79,805	82,098
YOY		12.4%	17.5%		2.9%
二线城市	136,786	131,678	140,351	70,821	63,980
YOY		-3.7%	6.6%		-9.7%
三线及以下城市	176,199	201,164	217,799	107,222	119,300
YOY		14.2%	8.3%		11.3%
整体	1,087,353	1,193,307	1,319,710	639,082	671,606
YOY		9.7%	10.6%		5.1%
餐厅数量 (家)					
一线城市	69	71	78	75	76
新一线城市	19	23	24	24	23
二线城市	18	20	18	19	19
三线及以下城市	22	25	27	26	31
整体	128	139	147	144	149
各餐厅平均日销售额 (元)					
一线城市	26,048	28,133	29,796	29,102	29,717

新一线城市	17,341	19,889	20,256	19,936	19,372
二线城市	17,525	20,131	20,555	19,989	21,513
三线及以下城市	22,633	24,550	23,366	23,774	23,937
整体	22,764	25,163	25,841	25,405	25,965
YOY		10.5%	2.7%		2.2%
各餐厅每日平均服务顾客（人）					
一线城市	527	527	550	544	522
新一线城市	368	400	385	386	367
二线城市	370	398	396	389	388
三线及以下城市	494	496	458	459	430
整体	472	485	486	482	464
YOY		2.8%	0.2%		-3.7%
顾客人均消费（元）					
一线城市	49	53	54	54	57
新一线城市	47	50	53	52	53
二线城市	47	51	52	51	55
三线及以下城市	46	49	51	52	56
整体	48	52	53	53	56
YOY		8.3%	1.9%		5.7%
翻座率（倍）					
一线城市	2.8	2.6	2.6	2.6	2.5
新一线城市	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0
二线城市	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1
三线及以下城市	2.4	2.3	2.2	2.3	2.2
整体	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2.2. 太二：酸菜鱼龙头品牌

进击的酸菜鱼龙头。太二为公司 2015 年新设品牌，聚焦于老坛酸菜鱼，备受年轻消费者欢迎，短时间内迅速成长为知名品牌，2019 年位列“中国酸菜鱼十大品牌”排行榜首位，截至最后可行日期，微信官方账号关注人数 430 万人。

图 4：太二以酸菜鱼为主，同时提供配菜



老坛子酸菜鱼



蛋酥软糍粑

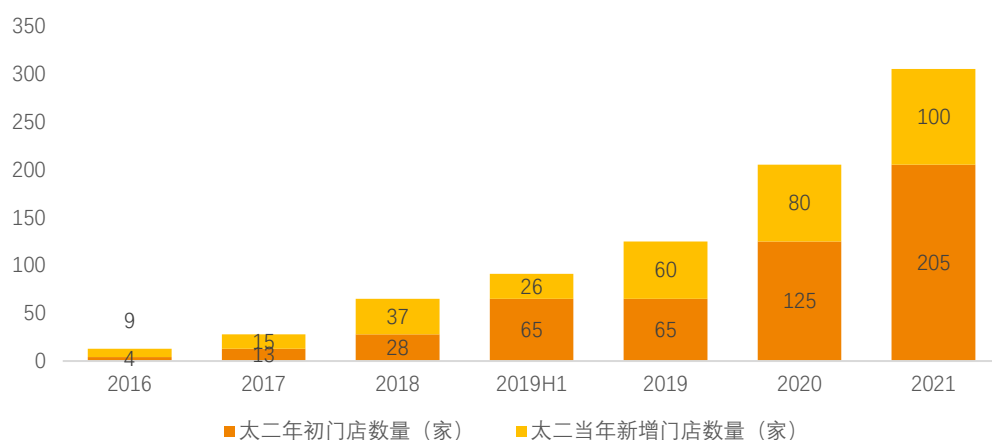
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

酸菜鱼风味独特，另类餐饮文化吸引年轻消费者。为保障食材质量，太二仅从佛山指定地点购买新鲜鲈鱼，酸菜在传统陶罐中腌制，并储存在最佳温度、湿度环境中。除独特的酸菜鱼风味外，太二还拥有独特而有趣的餐饮文化，通过引入注目的口号如“酸菜比鱼好吃”等加强同年轻人的互动。

门店数量迅速扩张，19 年拟开店 60 家。太二短时间内打响知名度，备受年轻人欢迎，拓

店顺利，且经营情况良好，除 17 年有一家店因租赁到期关店外，无其他关店。18 年以来，太二进入迅速扩张期，18 年/19H1 分别新开门店 37/26 家，19-21 年拟进一步加快开店步伐，分别开店 60/80/100 家。

图 5：太二拓店进展顺利，19-21 年拟加快开店步伐



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

经营情况：客单价稳步提升，翻座率表现亮眼。

从收入看，受益于餐厅数量迅速扩张，太二整体收入维持 100% 以上的增速水平。分城市看，一线城市拓店最为迅速，引领营收高增长，部分门店由于仍处爬坡期拖累 19H1 单店日销售额表现数据小幅下滑 3.9%；太二 18 年起进驻新一线城市，门店扩张及单店销售额表现均可圈可点；二线城市营收增速最快，单店日销售额领先于其他线城市；三线城市拓店速度及单店日销售额增速相对较慢。

从客单价看，17/18 全年以及 19H1 整体客单价均保持 5% 左右的增速，且各线城市均保持稳定增长。

从翻座率看，19H1 整体翻座率维持在 4.9 的较高水平，分城市看，一线城市由于门店数量的迅速扩张，翻座率有所下滑，但依旧维持在 5 的高水平，其余城市稳中有升。

表 4：太二经营情况

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2018/6/30	2019/6/30
收入 (千元)					
一线城市	50,897	171,472	373,234	159,426	347,739
YOY		236.9%	117.7%		118.1%
新一线城市	—	—	28,322	—	56,002
二线城市	—	8,731	37,198	11,497	59,025
YOY			326.0%		413.4%
三线及以下城市	16,913	63,823	101,478	47,144	74,437
YOY		277.4%	59.0%		57.9%
整体	67,810	244,025	540,232	218,067	537,203
YOY		259.9%	121.4%		146.3%
餐厅数量 (家)					
一线城市	9	18	40	23	54
新一线城市	—	—	7	—	15
二线城市	—	2	8	2	9
三线及以下城市	4	8	10	8	13
整体	13	28	65	33	91
各餐厅平均日销售额 (元)					
一线城市	23,817	35,443	39,659	40,691	39,085

新一线城市	——	——	30,919	——	33,454
二线城市	——	30,315	33,664	31,937	39,936
三线及以下城市	24,231	29,589	32,703	32,968	34,816
整体	23,919	33,506	37,168	38,190	37,866
YOY		40.1%	10.9%		-0.8%
各餐厅每日平均服务顾客（人）					
一线城市	359	493	535	552	508
新一线城市	——	——	422	——	448
二线城市	——	459	490	473	561
三线及以下城市	394	472	486	495	509
整体	367	485	514	532	507
YOY		32.2%	6.0%		-4.7%
顾客人均消费（元）					
一线城市	66	72	74	74	77
新一线城市	——	——	73	——	75
二线城市	——	66	69	68	71
三线及以下城市	62	63	67	67	68
整体	65	69	72	72	75
YOY		6.2%	4.3%		4.2%
翻座率（倍）					
一线城市	3.6	4.6	5.2	5.3	5.0
新一线城市	——	——	3.9	——	4.2
二线城市	——	4.3	4.8	4.5	5.5
三线及以下城市	3.6	4.0	4.2	4.3	4.3
整体	3.6	4.5	4.9	5.0	4.9

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2.3. 2 颗鸡蛋煎饼：初探加盟模式

快餐薄饼品牌。2 颗鸡蛋煎饼在传统煎饼的基础上注入现代元素，面向年轻客户提供健康、方便、快捷的方便食品。门店面积在 10-40 平方米，地址多位于商场、学校区域和公共交通枢纽。

轻资产加盟扩张。2 颗鸡蛋煎饼为公司旗下唯一开放加盟的餐饮品牌，2018 年开放加盟至今，加盟门店数量已经达到 41 家。公司鼓励内部员工成为加盟商或推荐加盟商合适人选，雇员加盟商数量达到 16 人，门店数量达到 23 家。公司向加盟商收取加盟费、设计服务费、餐厅经营保证金以及特许权使用费、采购费、其他服务费，对于雇员加盟商通常和面加盟费及餐厅经营保证金。

表 5：2 颗鸡蛋煎饼加盟费

	金额（元）
一次性费用	
加盟费	30000 或 50000 元
设计服务费	5000 或 6000 元
餐厅经营保证金	20000/30000/50000 元
持续付款	
特许权使用费（每月）	1500/3000/收入的 3%（2019 年 3 月 1 日之前） 收入的 5%（2019 年 3 月 1 日之后）
采购费	以采购金额为基准
其他服务费	以提供的实际服务为基准

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

经营情况：单店日销售额持续改善。随着新店进入成熟期，直营店平均日销售额与日服务顾客增长稳定，客单价维持稳定。加盟店尚处快速扩张爬坡期，平均日销售额与日服务顾

客还未达到直营店的水平。

表 6: 2 颗鸡蛋煎饼经营情况

	2017/12/31	2018/12/31	2018/6/30	2019/6/30
直营				
收入 (千元)	2,546	12,728	5,565	9,333
YOY		399.9%		67.7%
餐厅数量 (家)	8	15	12	20
餐厅平均日销售额 (元)	2,738	3,329	3,041	3,118
YOY		21.6%		2.5%
餐厅平均日服务顾客(人)	138	166	147	152
YOY		20.3%		3.4%
人均消费 (元)	20	20	21	20
加盟				
收入 (千元)		2,770		11,417
餐厅数量 (家)		14		35
餐厅平均日销售额 (元)		2,618		2,602
餐厅平均日服务顾客(人)		144		133
人均消费 (元)		18		20

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

1.2.4. 新尝试: 怂&那末大叔是大厨

2019 年, 公司推出两大餐饮品牌怂和那末大叔是大厨, 扩充旗下餐厅菜系类别, 目前两个品牌自营门店数量各 1 家。

怂以年轻顾客为目标, 主打菜为四川冷锅串串, 也包括其他四川特产, 客单价介于 50-70 元之间。

图 6: 怂门店风格及主打菜冷锅串串



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

那末大叔是大厨以中高端顾客为目标, 主打精品粤菜, 客单价 120-150 元, 采用多层会员体系, 可为 VIP 客户提供私人用餐区以及定制菜单。

图 7: 那末大叔是大厨门店风格及主打菜精品粤菜

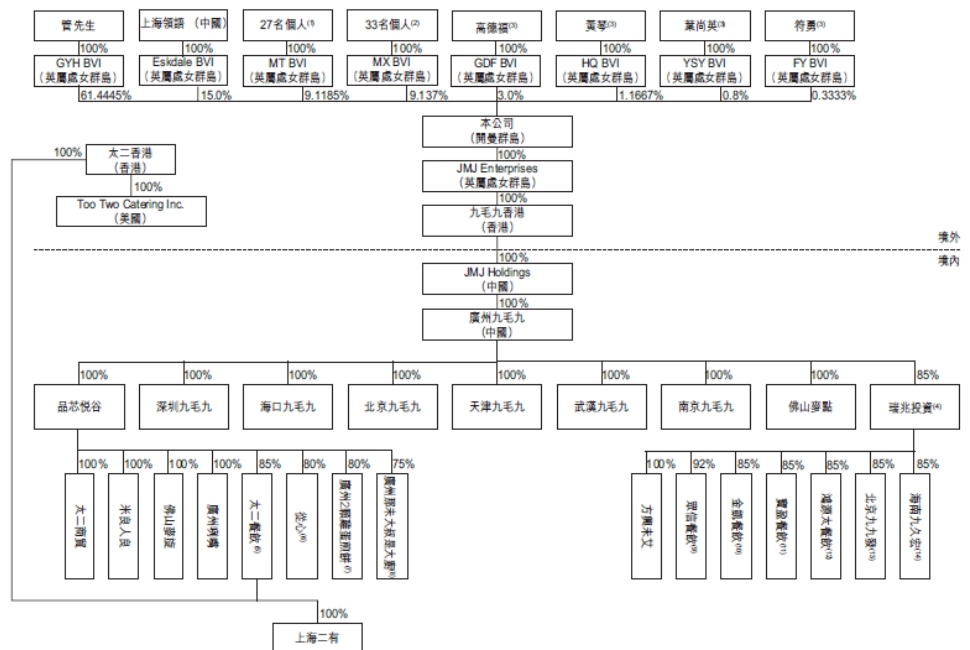


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 股权结构

19年6月,广州九毛九股东将全部股权转让给JMJ Holdings,广州九毛九成为JMJ Holdings全资子公司。

图 8：公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

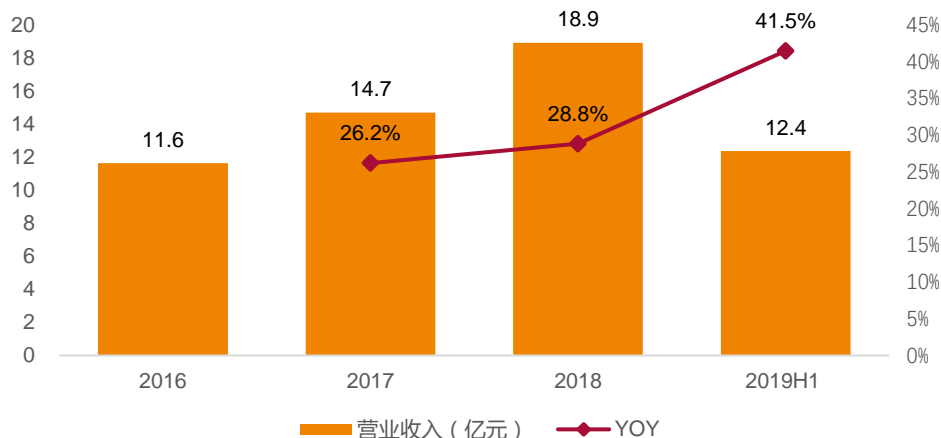
1.4. 财务

1.4.1. 收入端：多品牌、多业态并举

多品牌、多业态扩张，营收增长稳健。公司 17/18/19H1 营收增速均在 25%以上，主要有以下原因：①九毛九、太二等原有品牌餐厅门店网络持续铺陈加密，同店销售额稳步提升；

②多品牌路线，2017 年创设 2 颗鸡蛋煎饼，2019 年创设怱及那末大叔是大厨；③多业态路线，在堂食的基础上发展外卖业务。

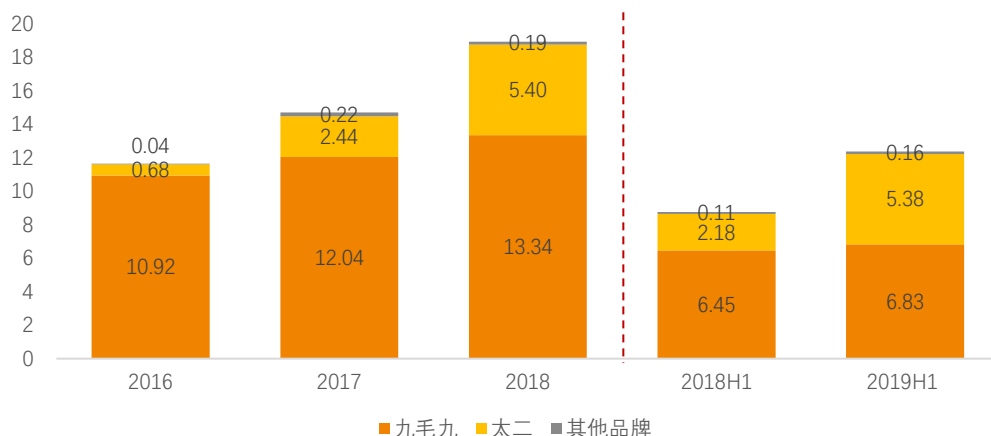
图 9：多品牌、多业态扩张，营收增长稳健



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分品牌：九毛九占比最高，太二成长迅速。九毛九为公司收入占比最高的品牌，进入发展稳定期，17/18/19H1 收入增速分别为 10.2%/10.8%/5.8%；太二开店数量与单店收入共振，17/18/19H1 收入增速分别为 10.2%/10.8%/5.8%。

图 10：九毛九占比最高，太二成长迅速（单位：亿元）

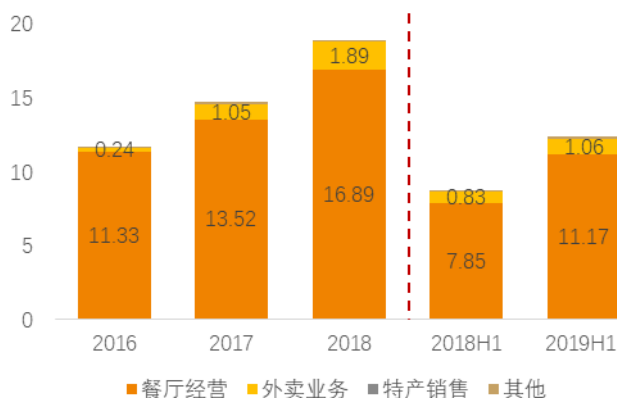


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

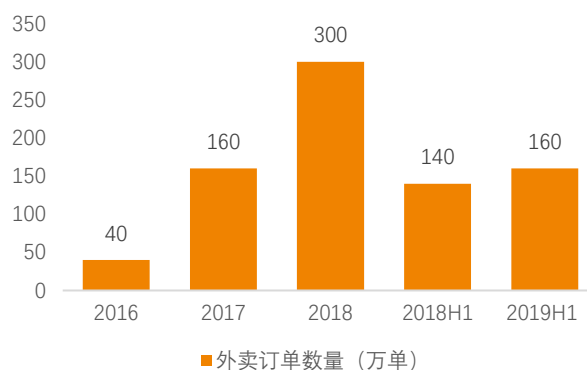
分业态：线上线下齐发力，外卖业务渐入正轨。餐厅经营 17/18/19H1 收入增速分别为 19.3%/24.9%/42.4%；线上外卖业务对线下业务形成有力补充，17/18/19H1 收入增速分别为 329.4%/80.3%/27.3%。

图 11：线上线下齐发力，外卖业务渐入正轨（单位：亿元）

图 12：外卖订单数量快速增长



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

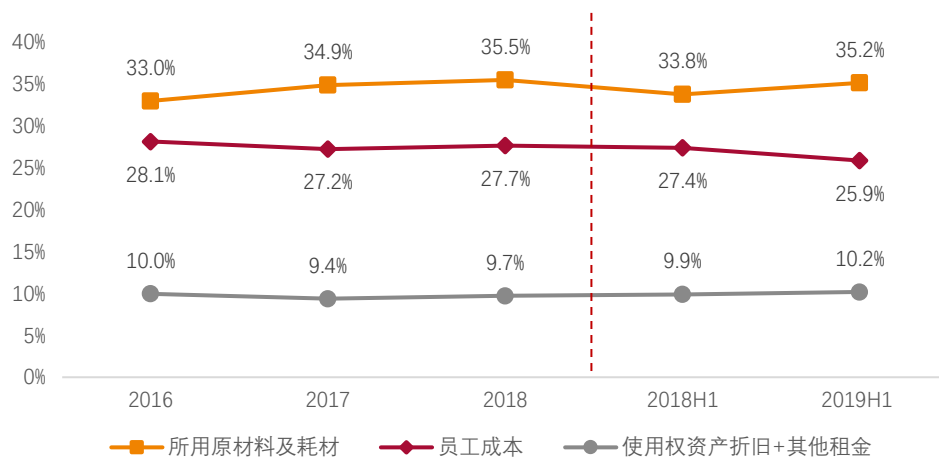


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4.2. 成本端：成本管控严格

公司成本主要包括原材料及耗材成本、员工成本、租金成本。近年原材料价格有所上涨，且太二原材料成本率高于九毛九，公司通过严格进行采购管控，原材料成本率仅小幅上升。用工成本上涨背景下，员工成本率有所下降，系太二员工成本率低于九毛九、太二营收占比上升所致。公司采用 IFRS 16 会计准则，故将使用权资产折旧和其他租金合并计算租金成本率，16-19H1 基本保持稳定。

图 13：成本管控严格，成本率基本稳定



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 14：主要原材料 CPI

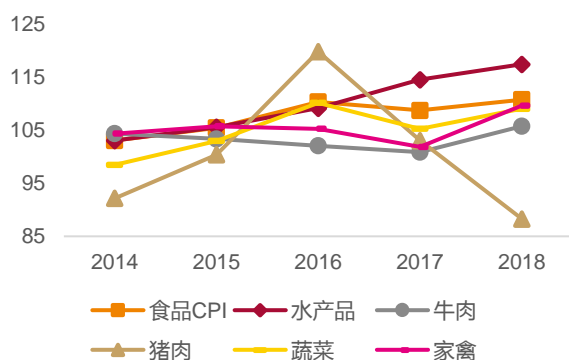
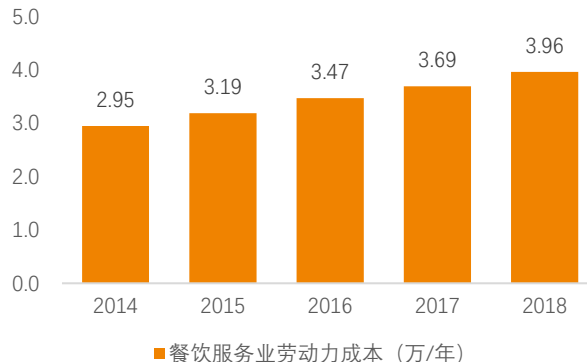


图 15：用工成本持续上涨



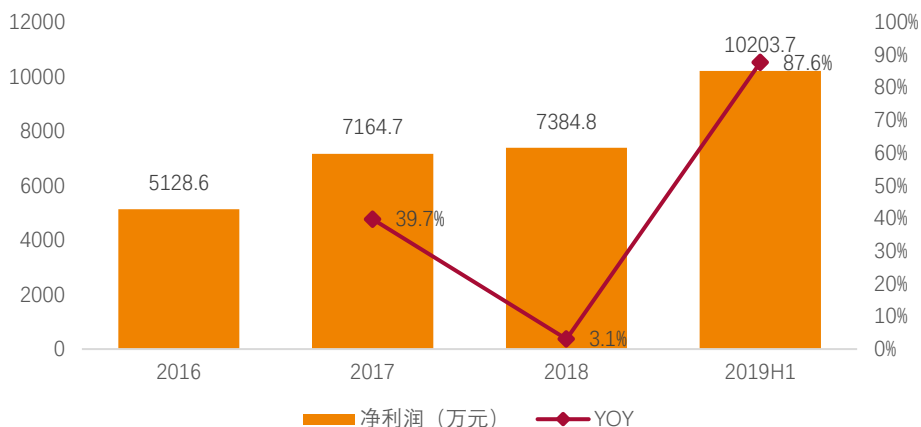
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4.3. 利润端：盈利能力持续改善

净利润：随着门店规模扩张，新开店逐步进入正轨，19H1 公司净利润同比大增 87.6%，超过 18 全年。

图 16：19H1 公司净利润同比大增 87.6%

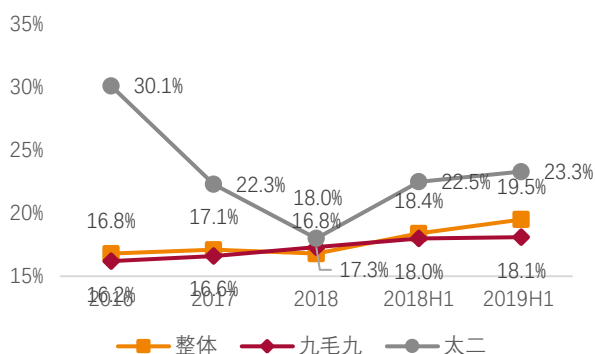


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

投资回收期：大部分餐厅经营一个月后实现收支平衡，太二现金投资回收期最短，为 7 个月，2 颗鸡蛋煎饼（自营）现金投资回收期为 15 个月，九毛九为 22 个月。

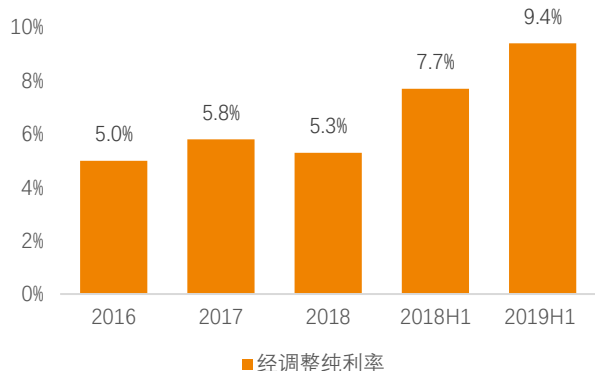
经营利润率：九毛九稳中有升，太二新开店逐步进入稳定期。16-18 年公司整体经营利润率基本稳定，19H1 较 18H1 提升 1.1PCT，主要因公司优化运营模式、提升运营效率所致。其中九毛九 16-19H1 经营利润率呈现稳中有升趋势，太二近两年大量新开店逐步进入稳定运营期，经营利润率改善。经调整纯利率呈现与经营利润率相同的趋势，16-19H1 分别为 5.0%/5.8%/5.3%/9.4%。

图 17：公司经营利润率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 18：公司经调整纯利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

ROE：净利率、总资产周转率、权益乘数拉升 19H1 ROE。16-18 年公司 ROE 呈现下降趋势，19H1 ROE 回升，通过杜邦分析可发现，19H1 净利率较以往有明显改善，16-19H1 运营效率提升，总资产周转率持续提升，权益乘数先降后升，但杠杆率仍处于较低的水平，加杠杆空间充裕。

表 7：杜邦分析

	2016	2017	2018	2019H1
--	------	------	------	--------

ROE	41.7%	40.4%	36.0%	121.6%
净利率	4.4%	4.9%	3.9%	8.2%
总资产周转率	1.45	1.63	1.77	1.95
权益乘数	6.52	5.05	5.22	7.60

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4.4. 现金流

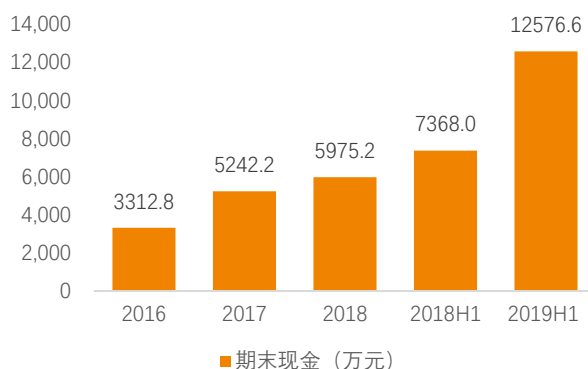
经营性现金流改善，账上现金明显增多。随着公司盈利能力的改善，经营性现金流表现向好，19H1 经营性现金流量净额占营收比重同比提升 1.3PCT 至 23.5%。19H1 报告期末现金 1.3 亿，较往年有明显增多。

图 19：经营性现金流改善



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 20：账上现金明显增多



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 餐饮行业：5 万亿市场，连锁化率提升

2.1. 餐饮市场：城镇化率提升叠加消费升级促市场规模扩张

城镇化率提升叠加新生消费群体崛起有望支撑餐饮消费人次长期增长。改革开放以来，我国不断推进城镇化进程，城镇化率稳步提升，2018 年城镇人口所占比重接近 60%，但与美国、日本、韩国 80% 以上的城镇化率相比仍有较大的提升空间，城镇人口的增多将持续为餐饮业贡献潜在消费群体。此外，年轻消费群体对于生活品质要求更高，餐饮为年轻消费群体社交、休闲、犒赏自己的重要消费场景，随着 95 后年轻群体逐渐迈入职场，拥有稳定收入来源，就业人群中成长于优越经济环境下的年轻人占比将进一步提升，为餐饮消费群体注入新鲜血液。

图 21：2018 年城镇化率接近 60%

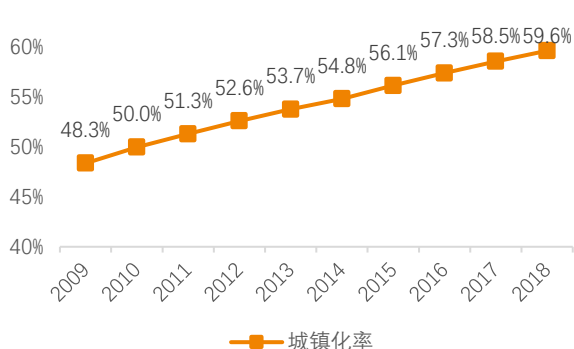
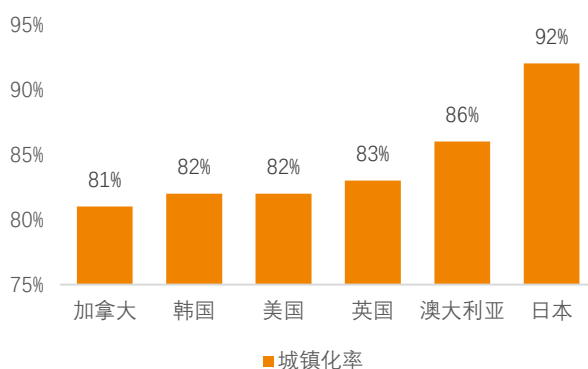


图 22：中国城镇化率与美国、日本等国相比仍有提升空间

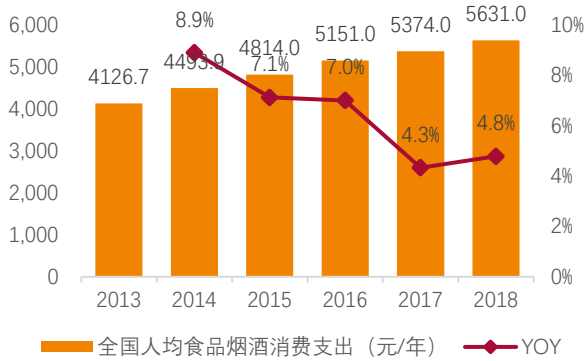


资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：世界银行，天风证券研究所

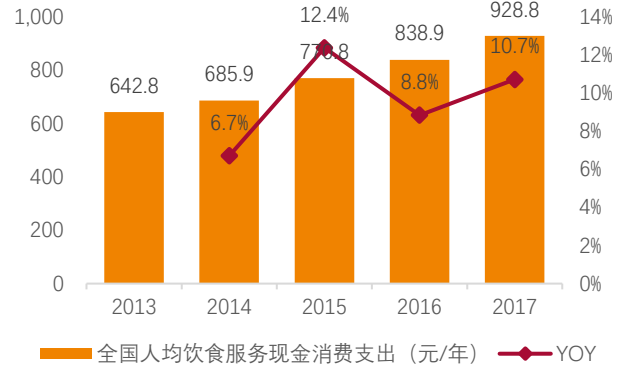
消费升级下餐饮消费客单价有望提升。随着人均收入水平的提升，居民在食品烟酒方面的消费支出稳步上升，进一步细分，饮食服务人均现金消费支出同样稳步增长且增速略高于食品烟酒整体，消费能力提升背景下，居民对生活品质的要求提高，外出就餐早已从简单果腹向追求菜品、口味、服务、就餐环境等多方面升级，人均餐饮消费支出有望持续提升以与高品质菜品、高质量服务、舒适环境相匹配。

图 23：食品烟酒人均消费支出稳步提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

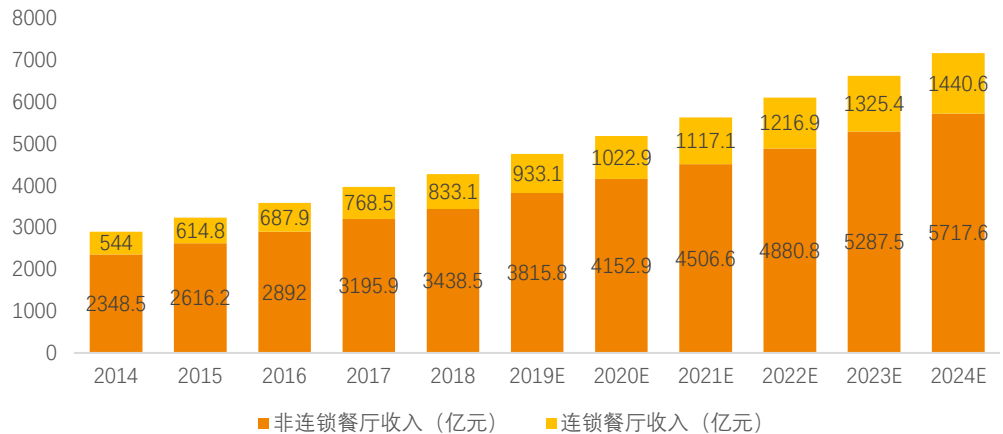
图 24：饮食服务人均现金消费支出增速略高于食品烟酒整体



资料来源：世界银行，天风证券研究所

18-24 年餐饮行业市场规模复合增速有望维持在 9%，连锁化率提高为大势所趋。根据弗若斯特沙利文，14-18 年餐饮行业市场规模复合增速为 10.2%，18 年市场规模 42716 亿元，18-24 年复合增速将达到 9.0%。中餐菜系、口味众多，在标准化和扩张性方面具有天然壁垒，近年随着消费者对于品牌、食品安全、服务关注度提升，餐饮行业连锁化率不断提升，18 年为 19.5%，24 年预计为 20.1%。

图 25：18-24 年餐饮行业市场规模复合增速有望维持在 9%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 细分餐饮市场：中式快时尚易复制，酸菜鱼人气高

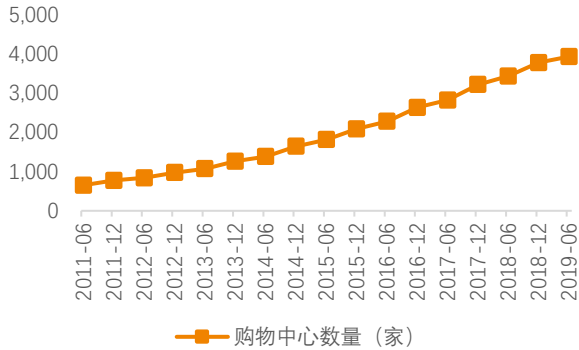
公司旗下餐饮品牌主要涉猎中式快时尚餐饮、西北菜和酸菜鱼。中式快时尚餐饮标准化程度高，异地复制能力强，18-24 年规模复合增速预计达 20.3%；酸菜鱼为高人气川菜品类，18-24 年规模复合增速预计达 33.7%，增速均远高于餐饮市场整体。

2.2.1. 中式快时尚餐饮：购物商场扩张，规模增速领先

购物中心扩张，中式快时尚餐饮标准化复制能力强，规模增速高于餐饮行业。中式快时尚

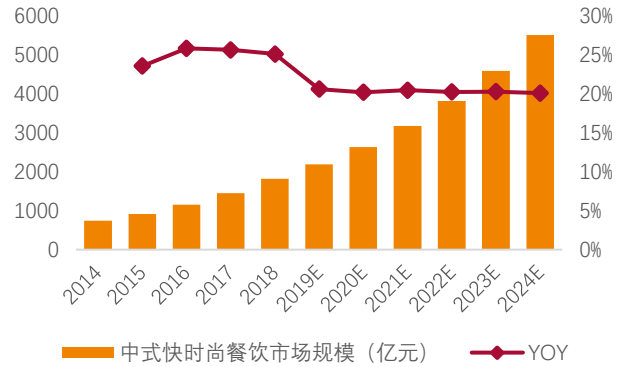
餐饮通常位于购物中心内，客单价位于 50-150 元之间，顾客用餐时间短，一般不超过 1 小时，翻台率通常在 2 以上。城镇化率提升，购物中心规模扩张，中式快时尚餐饮为中式餐饮中标准化程度较高的业态，异地复制能力强，市场规模增速明显高于餐饮行业整体，14-18 年为 25.0%，18-24 年预计为 20.3%。

图 26: 购物中心数量持续扩张



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 中式快时尚餐饮市场规模增速高于餐饮行业整体

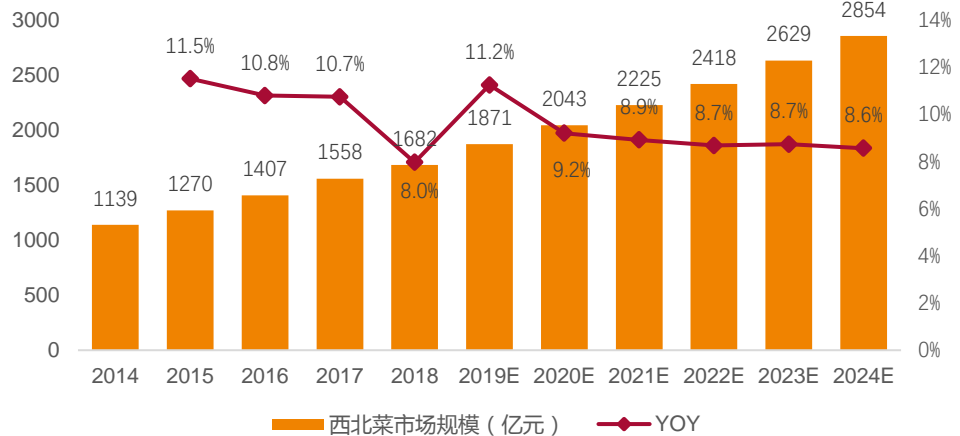


资料来源: 世界银行, 天风证券研究所

2.2.2. 西北菜市场: 传统美食, 复合增速约 10%

西北菜包括西北五省（陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）传统美食，14-18 年西北菜市场规模复合增速 10.2%，18 年达到 1682 亿元，预计 24 年将达到 2854 亿元，18-24 年复合增速预计 9.2%。

图 28: 18-24 年西北菜市场复合增速预计 9.2%

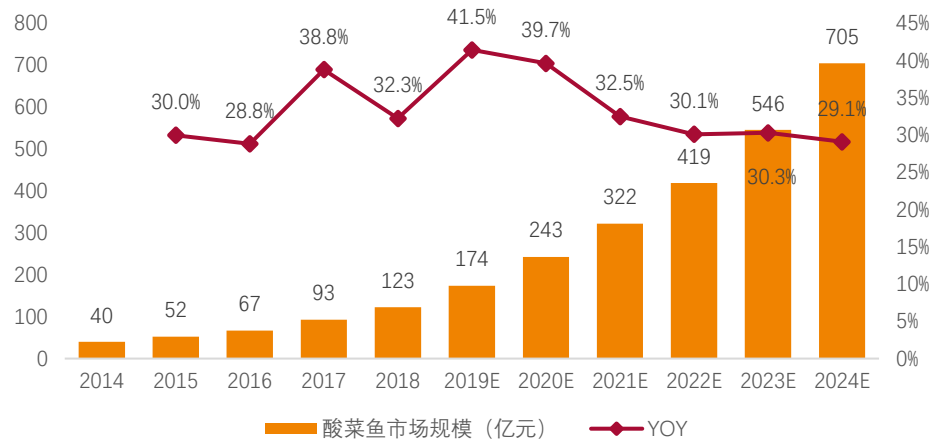


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

2.2.3. 酸菜鱼市场: 高人气细分品类, 复合增速超过 30%

酸菜鱼为健康高人气菜品，市场规模复合增速超过 30%。酸菜鱼为川菜中高人气品类，以其独特酸辣口味和高蛋白营养价值备受消费者欢迎。14-18 年复合增速 32.3%，18 年市场规模 123 亿，18-24 年复合增速预计为 33.7%。

图 29: 18-24 年酸菜鱼市场复合增速预计 33.7%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3. 市场地位：华南地区快时尚餐饮龙头，酸菜鱼领军品牌

华南地区快时尚餐饮龙头，酸菜鱼领军品牌。2018年，九毛九及太二收入合计位列中式快时尚餐饮企业第三位，华南地区更是位列第一，市占率5.2%。公司主要品牌九毛九在西北菜细分市场中位列第二，太二在酸菜鱼细分市场中拔得头筹。

表 8：各细分餐饮市场竞争格局

排名	公司	公司说明	收入 (2018年, 亿元)	市场份额
中式快时尚餐饮				
1	公司 A	于 1988 年成立的非上市公司, 总部位于北京, 专注快时尚餐饮及西北菜	53	2.9%
2	公司 B	于 1998 年成立的非上市公司, 总部位于浙江省杭州市, 专注快时尚餐饮及浙江菜	37	2.0%
3	广州九毛九集团		19	1.0%
4	公司 C	于 1998 年成立的非上市公司, 总部位于上海, 专注快时尚餐饮及粤菜	14	0.8%
5	公司 D	于 2008 年成立的非上市公司, 总部位于浙江省杭州市, 专注快时尚餐饮及浙江菜	14	0.8%
CR5			137	7.5%
华南地区中式快时尚餐饮				
1	广州九毛九集团		16	5.2%
2	公司 A	于 1988 年成立的非上市公司, 总部位于北京, 专注快时尚餐饮及西北菜	7	2.3%
3	公司 E	于 2009 年成立的非上市公司, 总部位于广东省深圳市, 专注快时尚餐饮及四川菜	4	1.3%
CR3			27	8.8%
西北菜				
1	公司 A	于 1988 年成立的非上市公司, 总部位于北京, 专注快时尚餐饮及西北菜	53	3.2%
2	九毛九		13	0.8%
3	公司 F	于 1998 年成立的非上市公司, 总部位于江苏省苏州市, 专注西北菜	7	0.4%
CR3			73	4.3%
酸菜鱼				
1	太二		5.4	4.4%
2	公司 G	于 2015 年成立的非上市公司, 总部位于江苏省苏州市, 专注酸菜鱼	4.7	3.9%

3	公司 H	于 2010 年成立的非上市公司，总部位于重庆市，专注酸菜鱼	3.6	3.0%
CR3			13.8	11.2%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 核心竞争力：高标准化、品牌创新激励、食品质量控制严格

3.1. 高标准化

23 年深耕餐饮行业，公司已建立起高标准化、易复制的业务模式，主要体现在：

①**精简的食物选择**：公司限制每个品牌菜肴数量，不仅可以简化采购及物流流程，而且可以精准控制所需食材、烹饪方法、菜肴食品品相。

②**中央厨房**：公司在广东、湖北、海南设有中央厨房，并租用行业领先的第三方供应链供应中心，供应中心依据标准化食谱及流程制成半成品。中央厨房及集中采购体系不仅可以确保食物风味、统一食物质量，而且可以产生规模效益，提升经营效率。

表 9：中央厨房产能、产量情况

	2016			2017			2018			2019H1		
	产能 (吨)	产量 (吨)	利用率	产能 (吨)	产量 (吨)	利用率	产能 (吨)	产量 (吨)	利用率	产能 (吨)	产量 (吨)	利用率
广东	390	320	82.5%	1460	560	38.6%	1460	1030	70.9%	730	660	90.4%
海南	70	20	25.9%	180	120	68.1%	180	150	83.9%	90	80	86.8%
湖北	220	30	15.0%	220	80	35.6%	220	90	42.8%	110	40	34.9%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

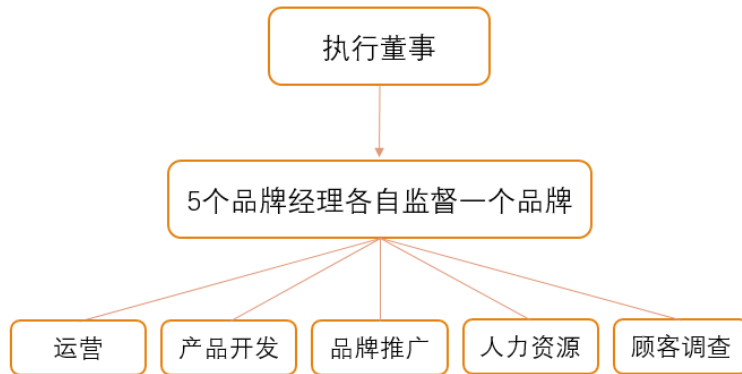
③**标准化运营程序**：餐厅运营各程序均建立起统一的标准流程，包括食材及供应品验收、食材及供应品清洗消毒、食品加工、食品准备、食品装盘及装饰。

④**员工培训**：公司提供全面的员工线上、线下培训，总部设有培训中心，为各级员工提供统一培训，同时员工可以通过电子学习平台学习在线课程。培训提升员工服务质量、经营、管理能力，同时为公司长久发展储备足够的管理人员及一线餐厅员工。

3.2. 员工持股激励品牌创新

公司从高管团队中选拔并任命品牌经理，向品牌经理及其团队授予股权激励，激发品牌团队潜能，鼓励自下而上进行品牌升级及创新。太二、2 颗鸡蛋煎饼、怂及那末大叔是大厨的品牌团队分别持有其管理品牌股份的 15%、20%、20%、25%，九毛九管理团队持有九毛九权益实体瑞兆投资 15% 股权。各品牌架构下设运营、产品开发、品牌推广、人力资源、顾客调研 5 大职能部门支持品牌发展。

图 30：品牌组织架构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 食品安全及品质控制

一方面，消费者对于食品安全及食品质量要求不断提升，另一方面，食品安全及质量控制为连锁餐饮品牌得以快速有效扩张的根本。公司在采购、食品加工、仓储及物流、餐厅经营等环节实施严格的食品安全及质量控制标准，并于 2013、2014 年相继成立质量检验部及品质控制部。

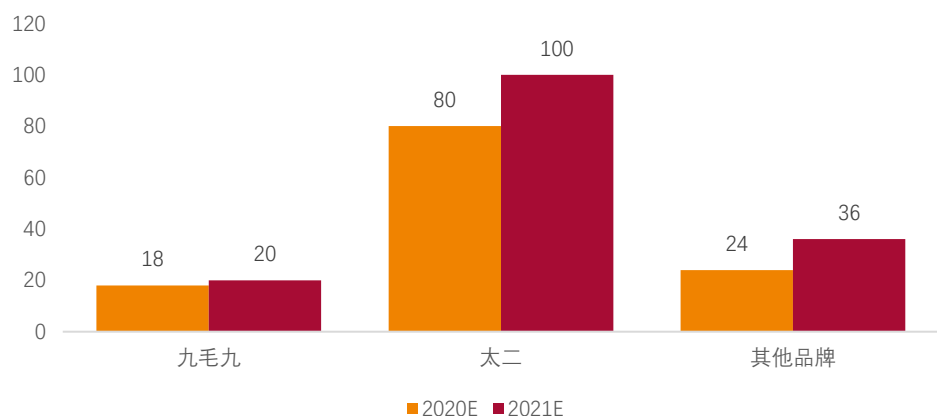
- ①**采购**：对不同食材及供应品设立质量检验标准，对颜色、气味、味道、形状等方面进行检验。
- ②**食品加工**：参与生产活动的人员需遵循严格的卫生标准，质量检测人员对于半熟品进行检测，确保符合质量标准才可以进行下一步生产。
- ③**仓储及物流**：根据标准将食材储存在适当温度及其他条件下，并记录日志。
- ④**餐厅经营**：制定食物烹制手册，列出操作程序及质量标准，确保菜品味道、卖相、品质、卫生达标。

4. 募集资金用途

公司本次募集资金将用于餐厅网络扩张，增强餐厅供应及支持能力、改进集中采购系统，偿还贷款，补充营运资金。

餐厅网络扩张：①20/21 年分别开设 18/20 家九毛九餐厅；②20/21 年分别开设 80/100 家，主要在一线、新一线、省会城市；③20/21 年分别开设 24/36 家其他品牌餐厅。

图 31：餐厅网络扩张计划



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

增强餐厅供应及支持能力、改进集中采购系统：公司将在 2021 年前于佛山建设 1 家新的中央厨房，并对现有中央厨房进行翻新及设备升级。

投资建议：公司为国内领先中式快时尚餐饮品牌管理及运营者，旗下自创 5 大品牌覆盖西北菜、粤菜、川菜、小吃等多品类。深耕餐饮行业 23 年，品牌优势突出，建立起高标准化、易复制的业务模式与严格的食物安全及质量控制体系，快速异地复制实现规模扩张。公司拟于港股上市，募集资金将用于门店扩张、建设佛山中央厨房等，届时门店网络将进一步加密，佛山中央厨房的建成也将打破供应品产能瓶颈，支持门店扩张，长期增长可期，建议关注。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com