

时尚餐饮崛起，本土龙头品牌快速奔跑

2020年03月31日

【投资要点】

- ◆ **餐饮行业细分优质赛道众多，本土连锁品牌大有可为。**随着市场需求的变化，快时尚餐厅逐渐崛起，近五年复合增长率达25%，预计未来五年仍将保持年复合20%以上的高速增长态势。龙头公司优势较为凸显，未来发展空间比较广阔。
- ◆ **九毛九是快时尚餐饮领军企业，多品牌矩阵初步成型。**旗下五大品牌特点鲜明，覆盖多层次、多年龄段的客群，实现有效互补。分品牌来看，“太二”发展速度很快，截至2019年6月末营收占比已经上升至43.5%，与“九毛九”品牌合计达到营收占比的98.7%。从经营情况来看，公司整体营收规模的成长一方面来自于快速扩张门店，另一方面则得益于单店经营表现的持续优化，加之近几年公司整体成本费用率维持较稳定态势。综合来看，公司营业收入和归母净利润均保持稳健增长。
- ◆ **本土品牌九毛九核心竞争力：**管理高效共赢，品牌孵化创新，标准化易复制。1) 公司各品牌运行独立、管理集中，有效促进各品牌的创新和品牌间的协同，此外通过员工持股、团队股权激励和有竞争力的薪酬激发上下员工的工作积极性。2) 公司不断探索内生新品牌的孵化，积累多品牌运营能力。其中新培育的太二品牌表现优异，翻座率水平高，投资回报期相对更短，已逐渐成为公司主要收入和利润来源。针对2颗鸡蛋煎饼品牌，公司探索自营+加盟模式，助力其快速扩张。3) 公司在前台制定标准化的经营模式，简化流程，提升效率。在中后端则通过中央厨房和稳定的供应链管理体系，保障食材供应的质和量。前端后台的高标准化使得公司门店具备快速复制能力。

【配置建议】

- ◆ 短期来看，疫情对餐饮行业有较大的不利影响。以九毛九为例，预计疫情影响下公司门店关闭时间在2个月左右，计算影响2020年餐厅经营收入约-16%，外卖收入方面，一方面由于门店关闭会把一部分需求导流到外卖上，另一方面太二广深部分门店于2月24日开通外卖服务，为期一个月，因此我们预计疫情对外卖收入会产生正向影响，费用方面，许多购物中心在疫情期间都为商户进行了减租免租等优惠，因此预计租赁相关费用有所下降，此外，后续门店开业以后在消毒杀菌，员工防疫方面预计也会有一定开支。
- ◆ 长期来看，随着市场需求的变化，快时尚餐厅逐渐崛起，细分行业龙头公司通过标准化的运营和供应链管理体系能够为规模扩张提供有力支撑。行业及相关公司值得长期关注。

【风险提示】

- ◆ 行业竞争加剧风险。
- ◆ 食品安全风险。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

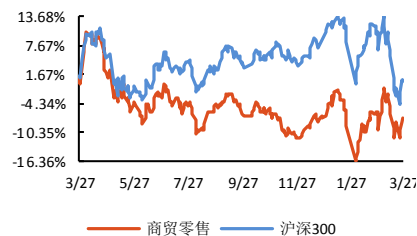
证券分析师：孙诗萌

证书编号：S1160520030001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《两年成为行业之首，用速度驱动“飞轮效应”》
2020.02.11
- 《疫情对于零售行业的影响》
2020.02.06
- 《2019社零总额增速8%，日化行业维持较高增速》
2020.01.20
- 《11月社零总额增速8.0%，增速环比有所回升》
2019.12.18
- 《经济增速换挡，关注细分行业机会》
2019.12.04

正文目录

1. 餐饮行业细分优质赛道众多，本土连锁品牌大有可为	4
1.1. 快时尚餐饮崛起，市场空间广阔	4
1.2. 九毛九旗下品牌在优质细分赛道表现出众	6
2. 九毛九概况：快时尚餐饮领军企业，多品牌矩阵初步成型	8
3. 核心竞争力：管理高效共赢，品牌孵化创新，标准化易复制	13
3.1. 高效的公司结构，共赢的公司文化，释放员工潜力	13
3.2. 不断探索内生新品牌的孵化，积累多品牌运营能力	15
3.2. 前端后台高标准化，门店具备快速复制能力	17
4. 配置建议	19
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1：我国餐饮行业市场规模及增速	4
图表 2：连锁&非连锁餐饮行业市场规模	5
图表 3：我国城镇化率	5
图表 4：我国城镇居民人均可支配收入	5
图表 5：我国已开业购物中心数量	6
图表 6：2018 购物中心各业态面积占比	6
图表 7：中式快时尚餐饮市场规模及增速	6
图表 8：2018 年中式快时尚餐厅前五名	6
图表 9：西北菜市场规模及增速	7
图表 10：2018 年西北菜行业前三名	7
图表 11：全国酸菜鱼餐厅门店数量	7
图表 12：全国酸菜鱼餐厅市场规模	7
图表 13：酸菜鱼餐厅主要品牌	8
图表 14：2018 年酸菜鱼市场前三名市场份额	8
图表 15：公司发展历程	8
图表 16：公司旗下五大品牌	9
图表 17：分品牌营收占比	10
图表 18：分业务营收占比	10
图表 19：公司门店分布	10
图表 20：九毛九分区域营收占比	11
图表 21：太二分区域营收占比	11
图表 22：公司餐厅数量及增速	11
图表 23：九毛九&太二餐厅数量及增速	11
图表 24：九毛九&太二翻座率（倍）	12
图表 25：九毛九&太二每日平均服务的顾客	12
图表 26：九毛九&太二客单价	12
图表 27：九毛九&太二同店销售增长	12
图表 28：成本费用占营收比重	13
图表 29：分品牌经营利润率	13
图表 30：公司近三年营收及增速	13
图表 31：公司近三年归母及增速	13

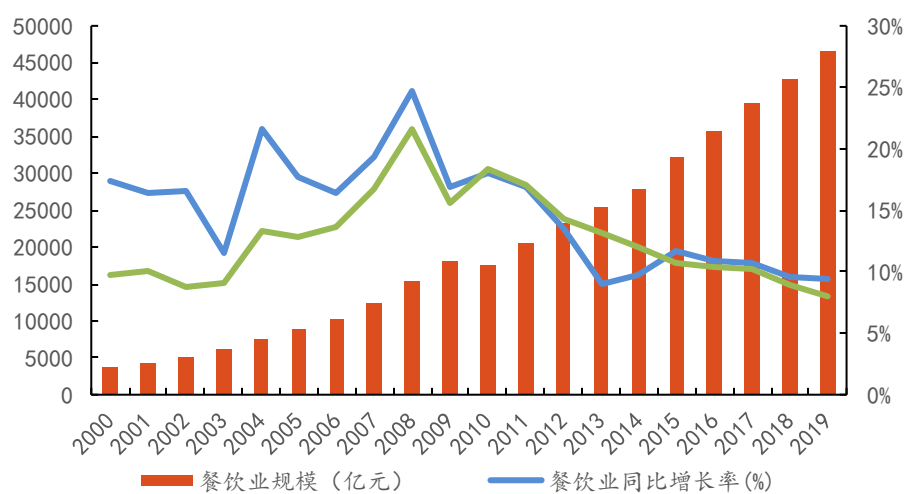
图表 32: 公司股权结构 (假设超额配股权未行使)	14
图表 33: 公司组织架构	15
图表 34: 员工人均薪酬的同行对比 (万/年)	15
图表 35: 员工成本占收入比重的同行对比	15
图表 36: 2019H 九毛九、太二经营数据的同行对比	16
图表 37: 大众点评餐饮消费年龄结构	16
图表 38: 太二品牌营销亮点举例	17
图表 39: 加盟模式收取的费用	17
图表 40: 2 颗鸡蛋煎饼经营情况	17
图表 41: 公司中央厨房的产能和利用率	18
图表 42: 公司前五大供应商采购金额及占比	18
图表 43: 募集资金计划投向	19
图表 44: 九毛九、太二未来门店数量	19

1. 餐饮行业细分优质赛道众多，本土连锁品牌大有可为

1.1. 快时尚餐饮崛起，市场空间广阔

我国餐饮行业规模大，行业集中度较低。根据国家统计局数据，我国餐饮行业规模从2000年的3753亿增长到2019年的46721亿，复合增速超14%，多数时期快于社零总额的增速，这主要是由于近年来居民生活水平不断提高，对餐饮等服务类体验类消费的需求相对于对商品类的消费需求更为强烈。由于餐饮业的产品复制性和替代性较强，进入门槛较低，竞争较为激烈，2018年，餐饮百强企业总营业收入达到2410.7亿元，占全国餐饮收入5.6%，相较于2014年百强收入占比6.9%，行业集中度处于较低水平。

图表 1：我国餐饮行业市场规模及增速



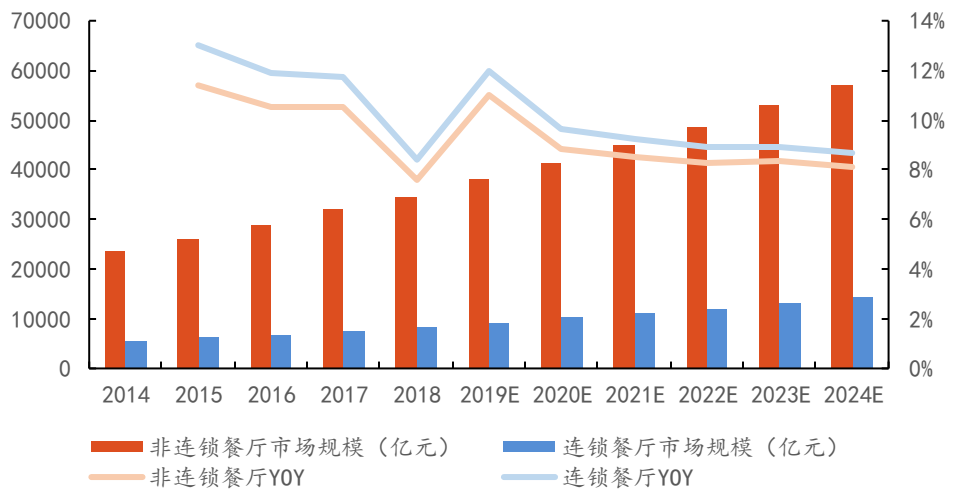
资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

餐饮品牌连锁化占比持续提升。连锁经营模式通过统一采购、集中加工配送、规模经营等方式可有效提高运营效率，降低采购等成本，目前这种模式已成为国际通行的餐饮经营模式。对于我国竞争日益激烈的餐饮市场环境来说，连锁经营也是抵抗风险，提升市场占有率的有效手段。然而由于中餐由于制作流程复杂、口味标准不一等特点，目前连锁化程度不高，2018年连锁餐厅占餐饮服务市场的比重不到20%，根据弗若斯特沙利文预测，未来随着消费者对品牌声誉、食品安全、服务质量等方面的重视，连锁餐厅的增长有望超过非连锁餐厅，到2024年占比超过20%。

快时尚餐厅逐渐崛起。随着我国城市化进程不断加快，人口逐步向城镇流动，截至2018年城市人口占总人口比重已接近60%，而随着社会经济不断发展，城镇居民的人均可支配收入也日益提高，对消费的需求在持续升级。购物中心作为城市商业的重要灵魂，数量也在不断增加，至2018年达到约5666家，同比增长10.4%。由于电商崛起在一定程度上改变着人们的消费习惯，如今百货商场中纯购物业态吸引客流能力逐渐变弱，当前购物中心对体验式业态（如餐饮、亲子等）格外重视，2018年购物中心餐饮业态面积占比达到近24%。购物中心的快速发展和业态结构的调整，为餐饮的新业态形式打下基础，同时居民生活节奏的加快，以及线上社交媒体的发展，使得消费者对于外出用餐环

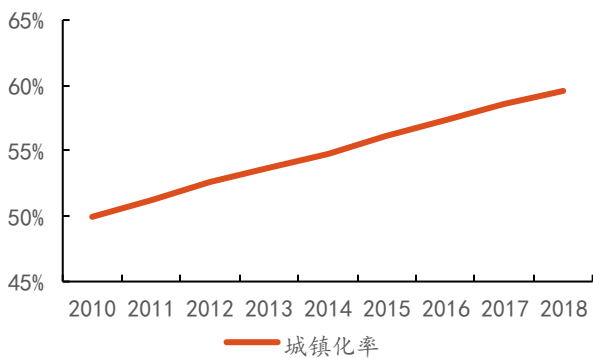
境和用餐时间都有了更高的要求。随着市场需求的变化，在传统正餐基础之上逐渐演化出一种新的“快时尚”业态，其特点主要体现在三个方面，一是用餐环境和用餐体验有时尚感，装修和氛围更加年轻化，一般都开在购物中心内；二是产品更新换代快，能够敏锐地把握大众口味的变化，且性价比高，人均消费 50-150 元左右；三是用餐时间和上菜速度快，一般用餐时间在一小时以内，符合消费者日益快捷的生活节奏。根据弗若斯特沙利文统计，近五年中式快时尚餐饮市场年复合增长率达 25%，远超行业平均增速水平，到 2018 年市场规模达到 1815 亿元，占餐饮服务市场约 4.2% 的市场份额。预计未来五年仍将保持年复合 20% 以上的高速增长态势。

图表 2：连锁&非连锁餐饮行业市场规模



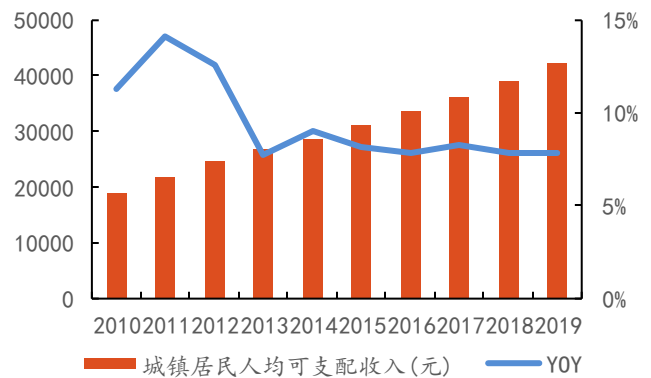
资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方财富证券研究所

图表 3：我国城镇化率



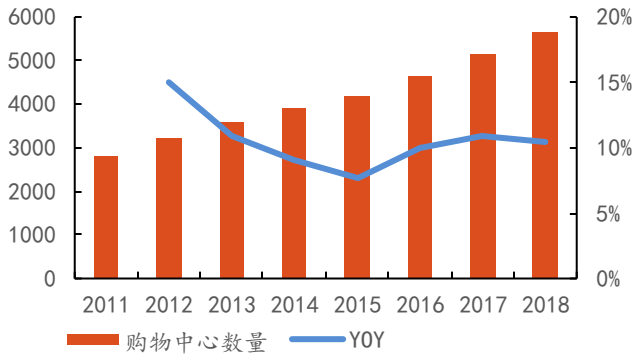
资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 4：我国城镇居民人均可支配收入



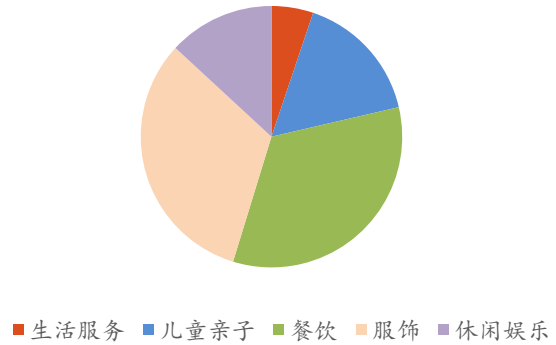
资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 5：我国已开业购物中心数量



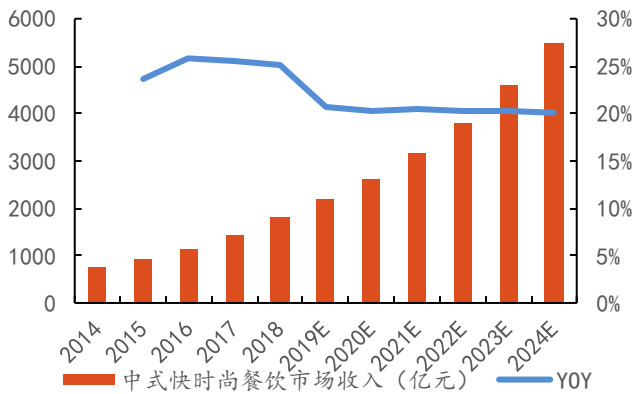
资料来源：前瞻产业研究，麦肯锡，东方财富证券研究所

图表 6：2018 购物中心各业态面积占比



资料来源：赢商大数据，东方财富证券研究所

图表 7：中式快时尚餐饮市场规模及增速



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东方财富证券研究所

图表 8：2018 年中式快时尚餐厅前五名

品牌	概况	2018 总收入 (亿元)	快时尚餐厅市场份额
西贝	1988 年成立的非上市公司，总部位于北京，专注于快时尚西北菜	53	2.9%
外婆家	1998 年成立的非上市公司，总部位于杭州市，专注于快时尚浙江菜	37	2.0%
九毛九	1995 年成立的上市公司，专注于快时尚西北菜及酸菜鱼	19	1.0%
避风塘	1998 年成立的非上市公司，总部位于上海，专注于快时尚粤菜	14	0.8%
绿茶	2008 年成立的非上市公司，总部位于杭州市，专注于快时尚浙江菜	14	0.8%
前五名合计	1988 年成立的非上市公司，总部位于北京，专注于快时尚西北菜	137	7.5%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

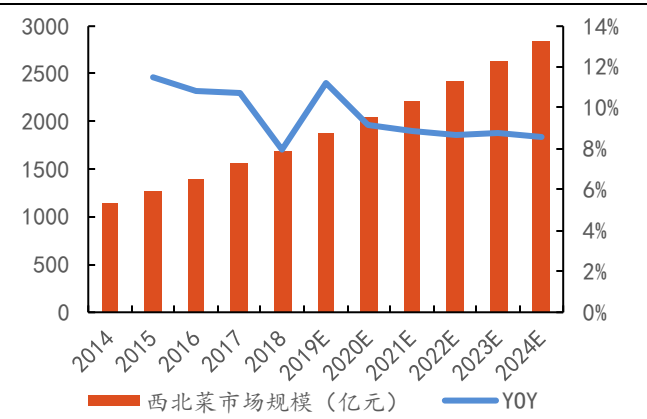
2018 年我国快时尚餐厅前五名合计市占率 7.5%，其中九毛九为港股上市公司，其他公司均未上市。前五名中，西贝与九毛九都主营西北菜，在菜品和定位方面有一定相似之处，不过九毛九在山西面食方面更为突出，而西贝在内蒙古肉食方面有一定优势，且西贝在西北菜的市占率更高。外婆家、绿茶主营快时尚浙江菜，避风塘主营粤菜。九毛九旗下各品牌门店基本都为开设在购物中心的快时尚餐厅，目前我国快时尚餐饮行业位居前三名，在华南地区快时尚餐饮行业位列第一，龙头优势较为凸显，未来发展空间比较广阔。下文我们将着重以九毛九为例，研究本土快时尚餐饮龙头品牌的市场空间和核心竞争力。

1.2. 九毛九旗下品牌在优质细分赛道表现出众

九毛九深耕西北菜系，行业排名第二。西北菜主要包括我国西北五省（陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆）的传统美食，主打面食、牛羊肉类，地域特色浓厚。根据《中国餐饮报告（2017）》，西北菜呈强势崛起之势，增速仅次于火锅，排在餐饮细分菜系增幅榜的第二名，体现了消费者对于口味亲民、价格实惠的菜品认可。2018 年我国西北菜市场规模达到 1682 亿元，五年复合增速 10.2%，预计未来五年将保持年增速 9.2%，到 2024 年西北菜市场规模将达到 2854 亿元。目前我国西北菜市场格局分散，共有约 3 万家西北菜餐厅，其中 90% 以上为非连锁餐厅。九毛九品牌深耕西北菜市场多年，招牌菜干香焖面、

二斤大骨头等深入人心，在选材、工艺方面打造严格、完善的标准化体系，就餐环境干净舒适，门店设置具有互动性的“明档面吧”，推出刀削面等面艺表演，在消费者心中具有较高的差异化、知名度和认可度，2018年以西北菜市场份额计算排名全国第二。

图表 9：西北菜市场规模及增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

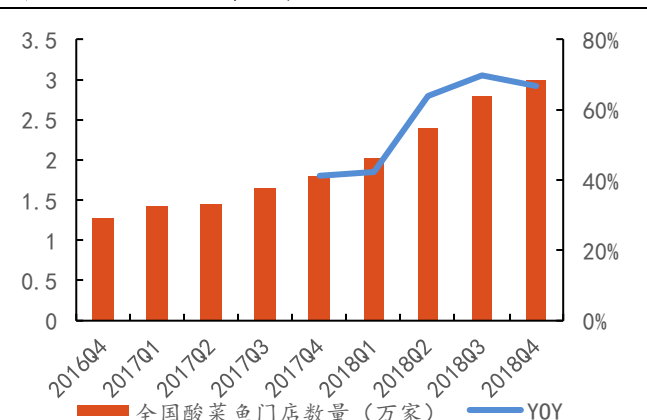
图表 10：2018年西北菜行业前三名

品牌	2018 总收入 (亿元)	西北菜市场份额
西贝	53	3.2%
九毛九	13	0.8%
北疆饭店	7	0.4%
前三名合计	73	4.3%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

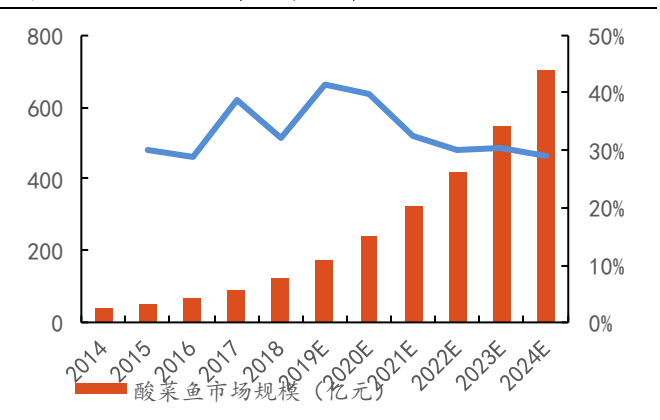
太二领衔快速爆发的酸菜鱼市场。酸菜鱼是川菜的经典菜品，在美团点评消费者最喜爱的菜品中排名前五，相比于其他肉类，鱼肉本身在消费者中接受度较高，酸菜与辣椒的辅佐又可将鱼肉腥味完全去除，因此受众群体非常广泛，具有很强的国民度和关注度。近年来行业参与者面对行业痛点的巧妙创新也推动着行业不断发展，传统酸菜鱼过度追求麻辣、多油，而随着人们对于健康的重视程度加深以及口味偏好的变化，许多餐厅也都推出了相对清淡和“可以喝汤”的酸菜鱼菜品；而对于传统酸菜鱼刺多、分量易浪费等痛点，也可以通过改变鱼的品种得以解决。面对新时代消费者的需求升级，行业内参与者不断寻求差异化经营道路，共同推动了酸菜鱼这个大单品的爆发，当前酸菜鱼整个产业仍处于快速成长期，2016年全国酸菜鱼门店数为1.3万家，至2018年末已接近3万家，两年复合增长率超50%，从市场规模来看，2018年我国酸菜鱼市场收入规模达123亿元，近五年复合增长率32.3%，预计未来五年酸菜鱼市场将继续飞速成长，市场规模复合增速将维持33.7%左右。当前酸菜鱼餐厅市场格局分散，有超1000个相关餐厅品牌，其中，公司旗下的太二以招牌老坛子酸菜鱼为核心，选料优质新鲜，门店风格独特有趣，深受年轻人喜爱。2018年太二市场份额排名第一，在中国餐饮营销力峰会评出的2019年中国酸菜鱼十大品牌榜上排名第一。

图表 11：全国酸菜鱼餐厅门店数量



资料来源：美团点评，东方财富证券研究所

图表 12：全国酸菜鱼餐厅市场规模



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 13：酸菜鱼餐厅主要品牌

品牌	创立时间	创立地点	市场方向	门店特点
九锅一堂	2010	重庆	年轻人 群市场	健康，能喝汤的酸菜 鱼
严厨老坛 酸菜鱼	2014	苏州	正餐	口味选择多样
太二酸菜 鱼	2015	广州	年轻人 群市场	限量供应，4人以上 不接待
渝是乎酸 菜小鱼	2015	北京	年轻人 群市场	可按斤、按份出售， 兼顾正餐快餐
姚酸菜鱼	2016	深圳	年轻人 群市场	轻奢，蒂芙尼蓝主题 色
鱼你在一 起	2016	北京	快餐	小份制、快餐化、5 分钟上餐

资料来源：美团点评，东方财富证券研究所

图表 14：2018 年酸菜鱼市场前三名市场份额

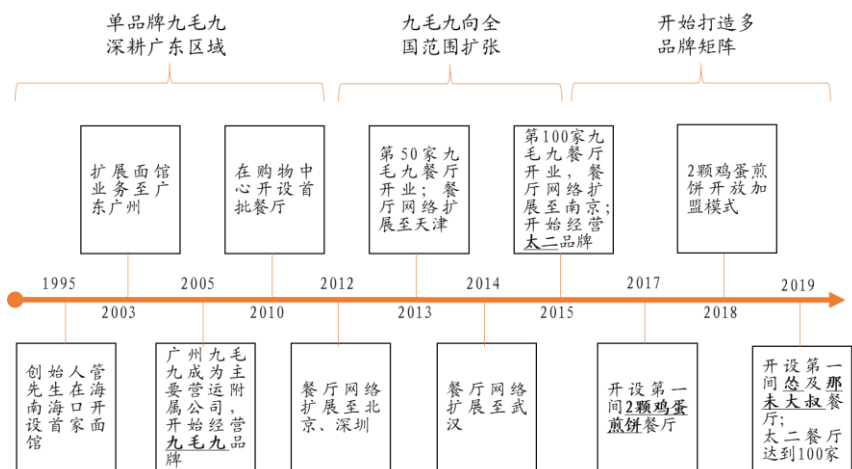
品牌	餐厅数 量	2018 总收入 (亿元)	市场份 额
太二	65	5.4	4.4%
严厨酸菜 鱼	100	4.7	3.9%
九锅一堂	80	3.6	3.0%
前三名合 计		13.77	11.3%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 九毛九概况：快时尚餐饮领军企业，多品牌矩阵初步成型

公司是国内领先的快时尚餐饮连锁企业，发展历史最早可以追溯到 1995 年，创始人管毅宏在海口开设首家面馆，2005 年公司开始经营“九毛九”品牌并在此后几年深耕广东区域，开出多家门店，2012 年公司开始了全国扩张的步伐，先是将经营网络扩展至北京、深圳等一线城市，随后在天津、武汉、南京等二线城市也开始布局，2015 年公司全国门店数达到 100 家。同年，公司开始经营“太二”品牌，并在此后几年探索“2 颗鸡蛋煎饼”、“怂”及“那未大叔”等品牌，逐渐扩充品牌矩阵。截至 2019 年 12 月，公司共经营 143 家“九毛九”门店，121 家“太二”门店，62 家（其中 41 家为加盟店）“2 颗鸡蛋煎饼”门店，以及“怂”和“那未大叔”各 1 家门店。

图表 15：公司发展历程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司旗下五大品牌特点鲜明，覆盖多层次、多年龄段的客群，实现有效互补。主打品牌“九毛九”以西北菜为特色，满足家庭聚餐场景，定位在人均 50-70 元的大众消费。另一主打品牌“太二”以老坛酸菜鱼为招牌菜，餐厅风格独特、有趣，店内随处可见“宇宙认证第二好吃”、“超过四人就餐不接待”等霸气标语和活泼俏皮的插画，十分贴合年轻顾客追求新奇、个性的心理，人均 70-90 元的价位符合都市年轻人外出尝鲜的心理价位。“2 颗鸡蛋煎饼”主打中式特色小吃（煎饼）的消费升级，相比于传统街边煎饼铺，“2 颗鸡蛋煎饼”的连锁化品牌发展更能够保障产品的食材新鲜和干净卫生，“芥末金枪鱼煎饼”、“榴莲香蕉煎饼”等独特口味也更能满足年轻人的需求。“怂”主打四川冷锅串串，由客人自选串串再由厨师煮制上桌，夜店风格的装潢为年轻人营造一个可以轻松自嘲、舒缓压力的时尚聚会场所，定价方面，所有串串 2 元/串，人均 50-70 元左右。“那未大叔”主打精品粤菜，用食材破坏最少的方式烹调，保留食材清鲜滋味，定位中高端，人均消费 120-150 元。

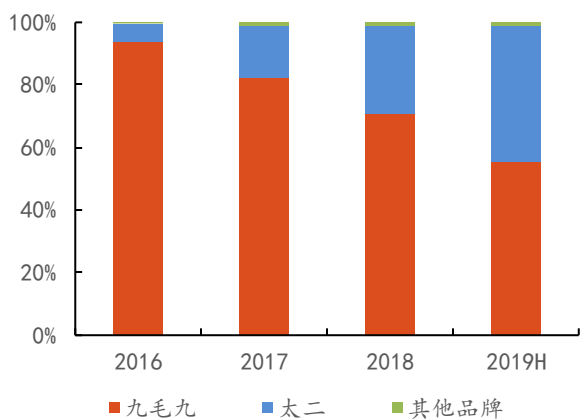
分品牌来看，“太二”发展速度很快，截至 2019 年 6 月末营收占比已经上升至 43.5%，“九毛九”品牌营收占比逐渐下降至 55.2%，二者合计占比达到 98.7%，其他品牌包括“2 颗鸡蛋煎饼”、“怂”、“那未大叔”等，当前占比较小。分业务来看，公司主要从事餐厅经营业务，除此之外还顺应消费者需求，提供外卖服务和特产销售。近几年外卖业务收入占整体营收比重呈上升趋势，截至 2019 年 6 月末，外卖业务占比约 8.6%。

图表 16：公司旗下五大品牌

品牌	九毛九	太二	2 颗鸡蛋煎饼	怂	那未大叔 是大厨
标志					
主打菜系/ 菜品	中国西北菜系为主并融合中国其他地区的饮食风格 	老坛子酸菜鱼 	中式煎饼 	四川冷锅串串 	精品粤菜
餐厅调性/ 氛围	放心餐桌 	独特、有趣 	健康、便捷 	时尚聚会场所 	有品位的大厨
目标顾客群	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 (RMB)	50 - 70 元	70 - 90 元	20 - 30 元	50 - 70 元	120 - 150 元
餐厅建筑面 积	250 - 400 平方米 (约 45 桌, 容纳 180 位顾客)	200 - 300 平方米 (约 33 桌, 容纳 110 位顾客)	10 - 40 平方米	120 - 200 平方米	300 - 500 平方米
截至 2019 年 12 月餐厅数 量	直营: 143	直营: 121	直营: 21 加盟: 41	直营: 1	直营: 1

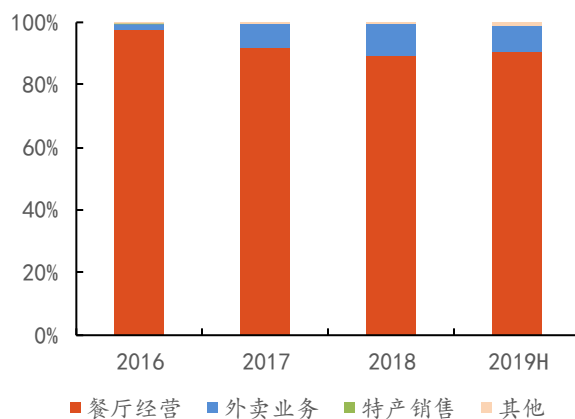
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 17: 分品牌营收占比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

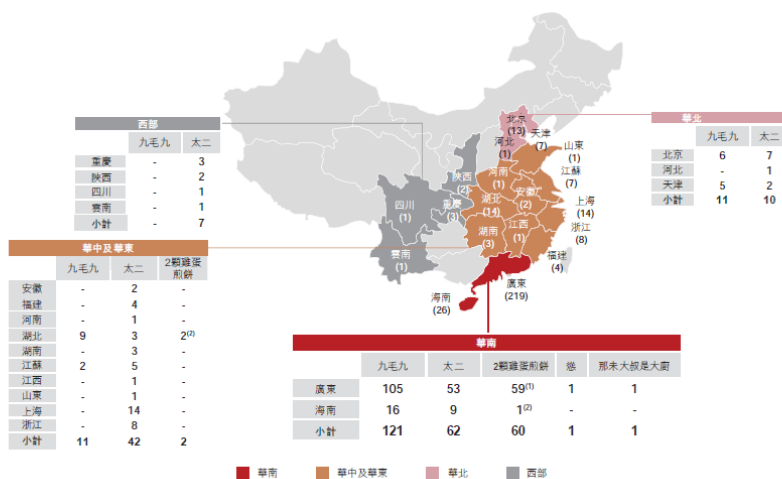
图表 18: 分业务营收占比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

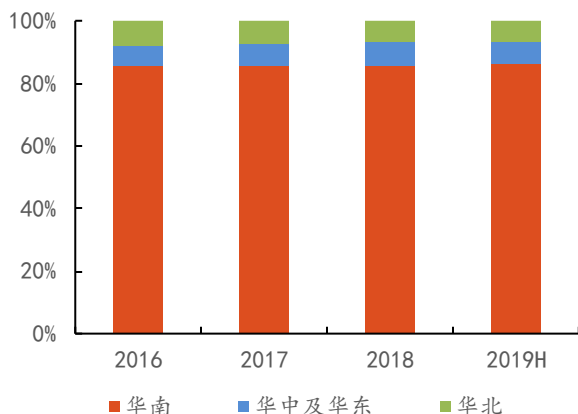
分区域来看, 公司门店网络已经在全国范围铺开。公司门店覆盖 39 个城市, 遍及 15 个省份和 4 个直辖市。华南地区是公司深耕多年的区域, 九毛九品牌有 84.6% 的门店开在华南地区, 太二也有 51.2% 的门店开在此区域, 从营收占比也能看出, 截至 19H, 华南地区贡献了九毛九 85.9% 的营收, 贡献了太二 67.5% 的营收。2018 年以来, 太二逐步在华中及华东地区扩展经营网络, 截至 19 年末太二在华中及华东地区共开设 42 家店, 占太二当前总门店数的 34.7%, 19 年上半年华中及华南地区贡献了太二 23.4% 的营收。

图表 19: 公司门店分布



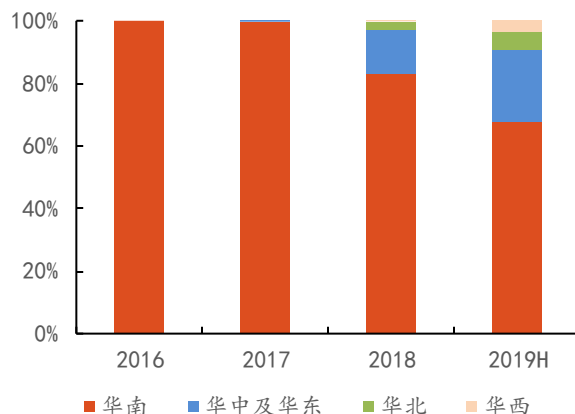
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 20：九毛九分区域营收占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

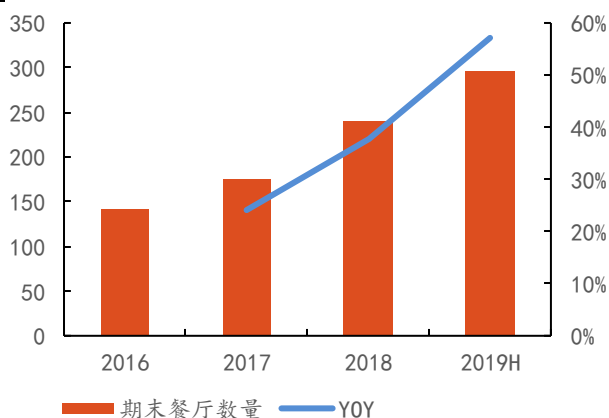
图表 21：太二分区域营收占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

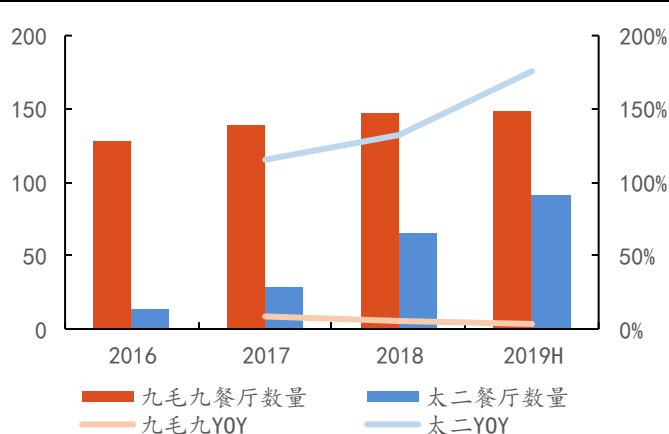
从经营情况来看，公司最初以九毛九品牌起家，形成良好的口碑和品牌效应，并培育新品牌太二作为第二增长曲线。公司整体业绩规模的成长一方面来自于快速扩张门店，另一方面则得益于单店经营表现的持续优化。门店扩张方面，近三年餐厅数量增速持续上升，2019年6月末门店数量同比增速超50%，其中九毛九品牌扩张较为稳健，近几年保持个位数增长，而太二作为后起之秀，门店数量增速较快，2019H同比增速达175.8%。单店经营方面，九毛九品牌作为基本盘运营稳健，翻座率维持在2.4左右，客单价受益于菜单结构的不断改进也保持着增长态势。相比之下，太二的表现则更为亮眼，基于其不断高涨的品牌知名度和受欢迎程度，太二翻座率持续提升，2019H太二翻座率达4.9倍，为餐厅行业较高水平，太二单店每日平均服务的客户数也逐渐超过九毛九，2019H达到507位/日。客单价方面，太二的定位相对比九毛九高端，顾客人均消费也更高，且基于菜品结构的调整而保持上升态势，2019H达到约75元/人。综合来看，两大品牌的单店运营效率均在持续提升，太二的提升势头更为强劲，2019H九毛九、太二的同店销售同比增长分别为1.7%和4.5%。

图表 22：公司餐厅数量及增速



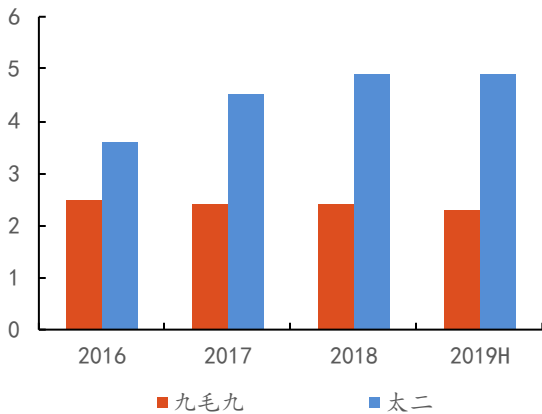
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 23：九毛九&太二餐厅数量及增速



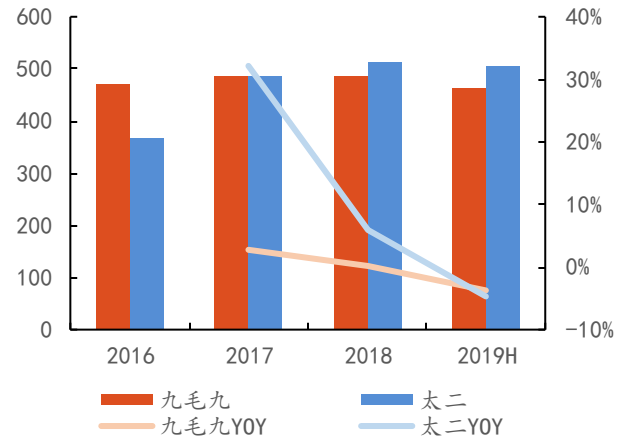
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 24：九毛九&太二翻座率（倍）



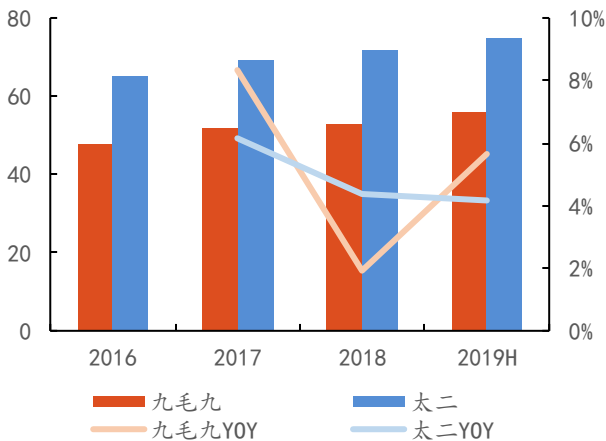
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 25：九毛九&太二每日平均服务的顾客



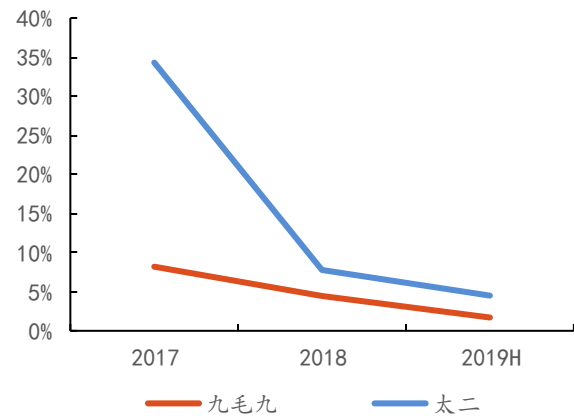
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 26：九毛九&太二客单价



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 27：九毛九&太二同店销售增长

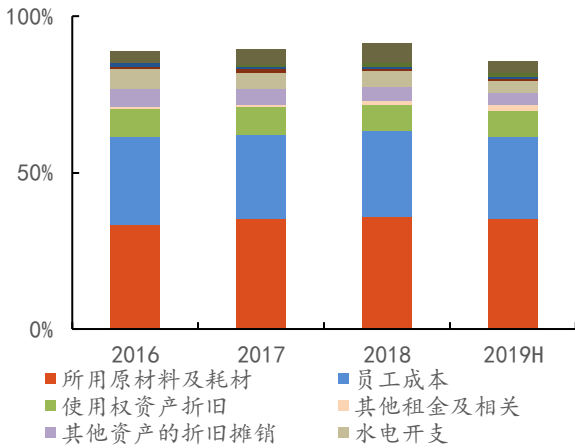


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

从成本费用来看，公司的成本费用主要包括材料、员工成本、使用权资产折旧等，近几年整体成本费用率维持较稳定态势。其中，原材料成本占比略有上升，主要是由于太二餐厅的收入增加，而太二餐厅所用原材料和耗材占收入的比例高于九毛九所致。其他资产折旧及摊销以及水电开支方面，由于太二的翻新成本以及水电费占收入的百分比相较九毛九而言较低，所以这两项费用占比持续下降。员工成本占比、物业租赁相关费用占比近三年较为稳定。将经营利润界定为扣除原材料成本、员工成本、使用权资产折旧、其他租金及相关开支、其他资产折旧及摊销、水电开支及外卖服务费后的所得，分品牌来看，九毛九经营利润率由于持续提升运营效率而呈逐渐上升趋势，截至19H达到18.1%，太二经营利润率由2016年的30.1%下滑至2018年的18%，主要是鲈鱼等原材料价格的上涨使得原材料成本占比上升，以及为扩大规模加速了管理团队员工储备使得员工成本上升所致。2019H太二经营利润率回升到23.3%，同比上年同期上升0.8pct，主要是由于完成了管理团队的招募工作使得员工成本占比下降。其他品牌尚处于培育阶段，经营利润率为负。2019H公司综合经营利润率19.5%，较上年同期上升1.1pct。

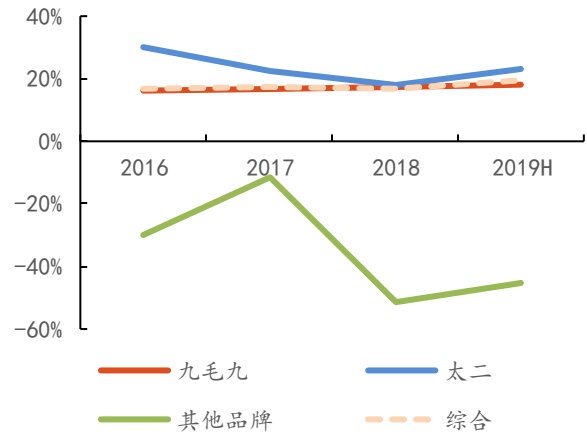
综合来看，公司营收呈快速增长态势，2018 年营收规模达 18.9 亿元，两年复合增长率 27.5%，2019H 同比增速上升至 41.5%。2018 年归母净利润实现 6964.8 万元，两年复合增长率 15.9%，2019H 同比增速上升至 80.9%。

图表 28：成本费用占营收比重



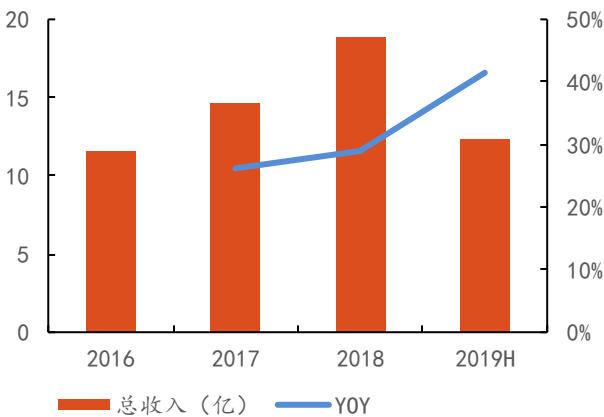
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 29：分品牌经营利润率



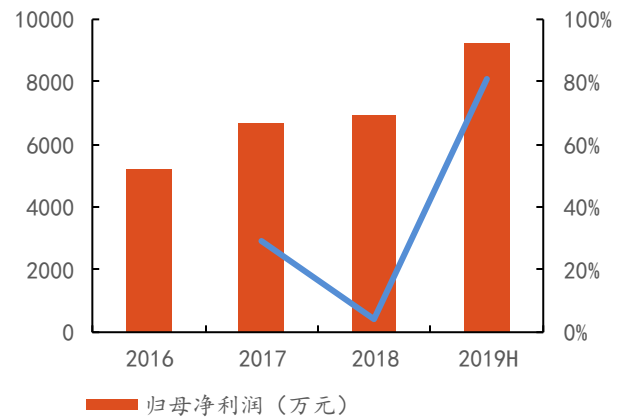
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 30：公司近三年营收及增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 31：公司近三年归母及增速



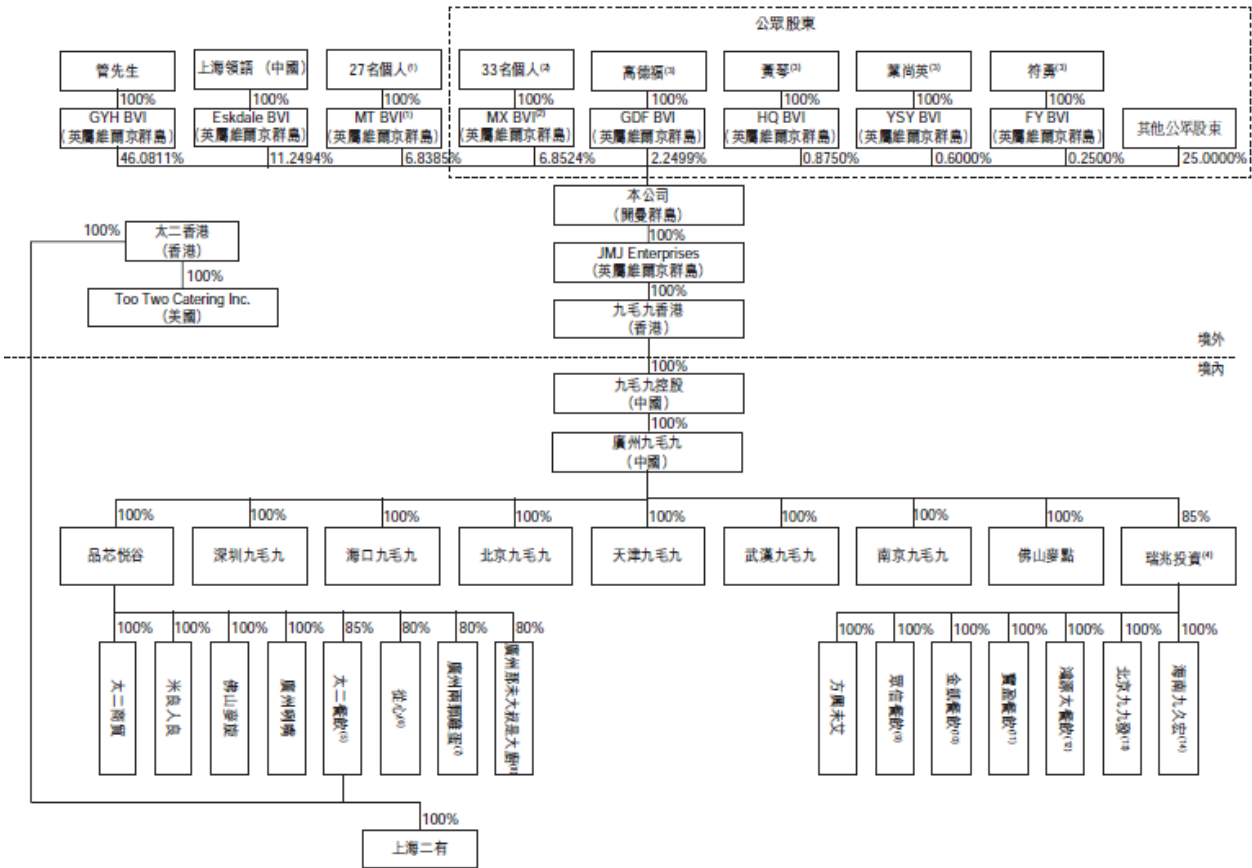
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3. 核心竞争力：管理高效共赢，品牌孵化创新，标准化易复制

3.1. 高效的公司结构，共赢的公司文化，释放员工潜力

创始人股权集中，同时员工持股比例高。上市后，公司创始人管毅宏先生通过 GYH BVI 持有 46.08% 股权，为公司实际控制人，负责制定公司整体发展战略及业务计划，监督公司管理及战略发展。MT BVI 和 MX BVI 为公司员工持股平台，合计持有公司 13.69% 股权。

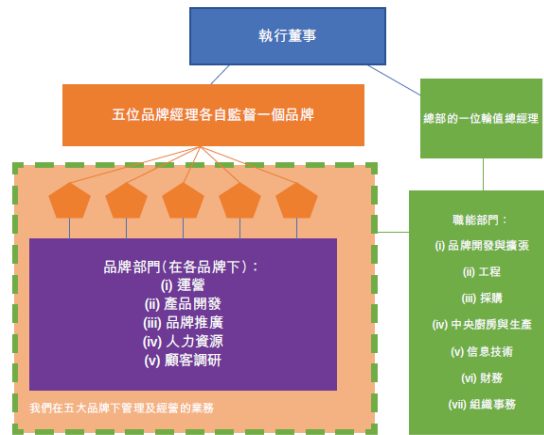
图表 32：公司股权结构（假设超额配股权未行使）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

各品牌运行独立、管理集中。为促进各品牌的创新和品牌间的协同，公司五个品牌各有一个品牌经理监督，各品牌实现并行运作，同时由一名驻留在总部的轮值总经理负责整合行政管理的服务平台（平台下设7个职能部门，分别负责品牌开发扩张、工程、采购、中央厨房生产、信息科技、财务和组织事务），为各品牌的营运和管理提供强有力的支持，同时为各品牌在食品安全、选址、采购等方面制定统一标准和程序。每个品牌架构项下都分别设立五个职能部门，包括运营、产品开发、品牌推广、人力资源和顾客调研，满足每个品牌不同的发展需求。**品牌团队也有股权激励，充分调动品牌经理和员工的工作积极性。**截至19年12月，公司向太二、2颗鸡蛋煎饼、悠及那未大叔的品牌团队分别授予其管理品牌15%、20%、20%及25%的股权。对于历史较为悠久的九毛九餐厅来说，公司成立了非全资附属公司瑞兆投资，经营及管理部分九毛九餐厅，目前九毛九品牌团队拥有15%瑞兆投资的股权，公司计划将现有的九毛九餐厅逐步全部转让予瑞兆投资，从而更好地为品牌团队提供股权激励。

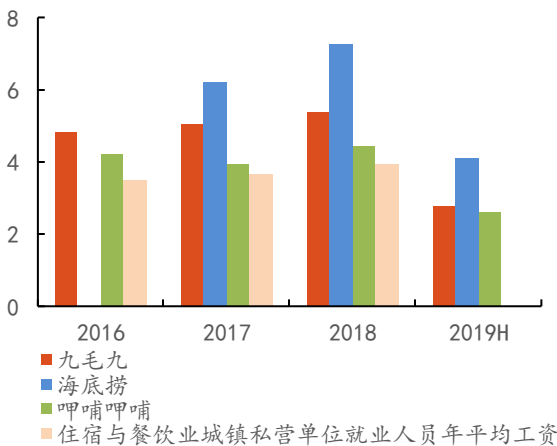
图表 33：公司组织架构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

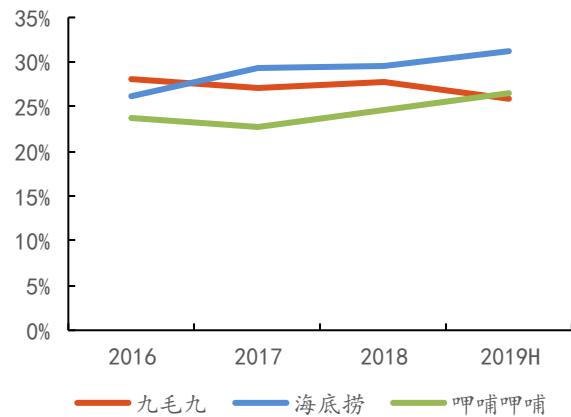
为员工提供有竞争力的薪资水平。如果将员工薪酬简单计算为当年员工成本除以员工总数，那么同行对比来看，公司员工人均薪酬在呷哺呷哺和海底捞之间，远高于国家统计局公布的住宿与餐饮行业员工年薪的平均水平。然而如果将公司员工成本率与同行进行对比，却又能发现公司员工成本率呈下降趋势，与海底捞和呷哺呷哺趋势相反，2019H 公司员工成本率已降至三者最低。这主要是由于公司太二门店占比不断升高，而在太二门店中，公司在保证消费者服务体验的情况下，不断提升数字化水平，消费者可通过手机下单、付款、开具收据等，既让消费者享受到了不被打扰的宁静，亦简化了员工的工作量，优化员工结构，提升了人效。因此公司可以为员工提供不断上升的人均薪资激发工作热情，同时又能保证整体的员工成本率稳中有降。

图表 34：员工人均薪酬的同行对比（万/年）



资料来源：各公司公告，国家统计局，东方财富证券研究所

图表 35：员工成本占收入比重的同行对比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.2. 不断探索内生新品牌的孵化，积累多品牌运营能力

公司坚持摸索多品牌运营之路。纵观国内外餐饮连锁巨头，大多旗下拥有数个聚焦不同细分市场的餐饮品牌，多品牌运营一方面帮助公司分担业务风险，更重要的是能够为公司拓宽顾客群，提升集团的市场份额，此外，还能在供应链采购端突出集团的规模优势，提高议价能力。公司深耕餐饮行业多年，面对

不断变化的餐饮趋势和顾客的喜好，也在持续地探索新品牌、新业态的内生孵化。目前公司主要运营五个品牌，覆盖不同的细分餐饮赛道，定位朋友小聚、白领便餐、家庭聚餐等不同的消费场景。诚然，在公司探索的历史中，不乏类似不怕虎牛腩、椰语堂等不甚成功的案例，但更为重要的是，公司在近年来坚持多点开花地尝试，而太二正是公司孵化第二增长曲线过程中脱颖而出的典型代表。

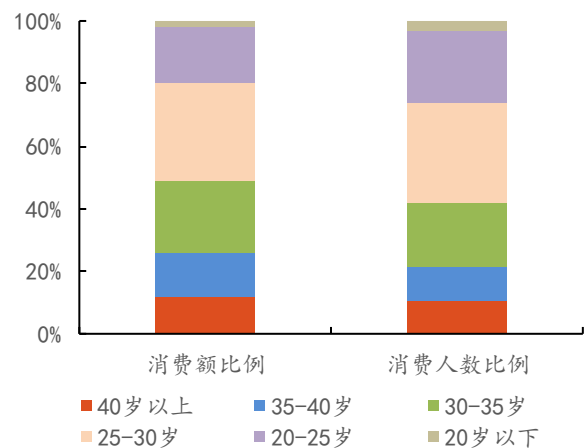
内生孵化的太二表现优异，逐渐成为公司主要收入来源。自 2015 年公司开出第一家太二门店，至今仅仅四年时间，太二已成为拥有 121 家连锁门店的网红品牌，吸引了众多都市年轻消费群体排队打卡，太二实现每日翻座率 4.9%，远超九毛九的翻座率水平，且与优秀的同行海底捞相比都毫不逊色。受业态和品类的影响，太二经营利润率水平也超过同行，这使得太二的投资回收期相对更短，仅需 7 个月就能收回成本，而九毛九虽然与太二在单店的前期投入（室内设计装修、厨房家具设备等）上大致相当，分别约为 240 万（九毛九）和 230 万（太二），但是经营利润率的差别使得九毛九投资回收期长达 22 个月。总之，公司新培育的品牌太二不仅成为公司新的营收增长点，而且根据我们预计 2020 年就将在整体营收规模上超越九毛九，为公司贡献近 60% 的收入。

图表 36：2019H 九毛九、太二经营数据的同行对比

	九毛九	太二	海底捞	呷哺呷哺
同店日均销售额	25,984	37866	143700	13036
客单价	56	75	104	57
同店日均服务顾客数	464	507	1376	227
同店翻座率	2.3	4.9	5.2	2.4
餐厅平均座位数	202	103	265	95
坪效（年）	29182	55284	65563	19032
经营利润率	18.1%	23.3%	11.6%	18.1%

资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

图表 37：大众点评餐饮消费年龄结构



资料来源：美团点评，东方财富证券研究所

紧跟年轻化趋势，关注年轻人需求。太二的成功除了深挖酸菜鱼的优质赛道，还得益于独具个性的餐厅氛围和品牌形象对年轻消费者的吸引力。目前 80 后和 90 后人口已突破 4 亿人，占全国总人口的近三分之一，他们正是当前餐饮消费的主力军，大众点评 APP 的消费人数比例中，20-35 岁的年轻人占比均为 74%。这类人群对于消费额的贡献占比也超过七成。这部分崛起的消费群体对餐饮的需求也在不断发生变化，比如相比于过去的“大而全”的传统菜式，年轻人更热衷于“单品化，小而精”的新鲜体验，更追求颜值、创意与互动参与感，更关注效率和健康，同样也重视性价比。这些新的消费特点和心理需求考验着老牌餐饮店的反应速度和应对能力，因为年轻化并不简单意味着在 logo、装修、菜品摆盘等方面用时尚元素进行堆砌，更重要的是在于对年轻消费群体心理洞察的深入和真正想要与年轻消费者沟通的态度。太二的品牌打造颇为成功，在于品牌在理念、故事、文案、服务、活动上做到了形神兼备，让消费者产生了共鸣。目前公司除了推出有态度、有个性的太二品牌，还在孵化经营满足年轻人对中式小吃消费升级需求的 2 颗鸡蛋煎饼，以及主打冷锅串串，为年轻人提供时尚聚会场所的怂。

图表 38：太二品牌营销亮点举例



太二的入门“店规”，加深品牌印象，提升翻台率和服务效率

太二的用餐流程，加强仪式感，营造独特用餐体验

专属的配色，形象、字体和版画，强化品牌调性。

“酸菜探索基地”快闪店，以互动的方式让消费者体验太二酸菜的独特标准和工艺

资料来源：亚洲吃面公司，公开资料，东方财富证券研究所

探索自营+加盟模式，助力快速扩张。2 颗鸡蛋煎饼除了自营模式以外，公司 2018 年开始开放加盟模式，以减少前期投入并加速品牌扩张进程。为保证加盟餐厅的服务质量，公司在加盟商选择、培训、平台系统、餐厅运营、采购、宣传推广等方面均设立了严格标准，同时公司会对加盟商进行持续监督。公司还鼓励内部员工成为加盟合伙人，截至 2019 年 6 月末，源自雇员加盟商所经营的 2 颗鸡蛋煎饼的餐厅收入占加盟总收入的 67.5%。公司加盟协议的定价条款较为灵活，前期以较低费用吸引更多加盟商，随着模式逐渐成熟逐步调升部分费用。对比自营和加盟门店在 2018 和 2019H 的经营情况，加盟门店的扩张速度明显快于自营，在客单价上也逐渐拉平，不过自营模式平均每日服务的顾客数较多，因此在单店日销售上表现更好。未来公司将继续自营+加盟并行的方式，预计 2019/2020/2021 年自营和加盟门店数分别达到 27/35/47 和 60/100/300 家。

图表 39：加盟模式收取的费用

一次性付款	
加盟费	3 万/5 万
设计服务费	5 千/6 千
餐厅经营保证金 (不确认为公司收入)	2 万/3 万/5 万
持续付款	
特许权使用费(每月)	1.5 千/3 千/收入的 3% (2019 年 3 月之前)或收入的 5% (2019 年 3 月之后)
采购费	以采购金额为基准
其他服务费	以所提供的实际服务为基准

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 40：2 颗鸡蛋煎饼经营情况

	2018		2019H	
	自营	加盟	自营	加盟
收入(万元)	1272.8	277.0	933.3	1141.7
餐厅数量	15	14	20	35
平均每日销售额(元)	3329	2618	3118	2602
平均每日服务的顾客	166	144	152	133
顾客人均消费(元)	20	18	20	20
收入(万元)	1272.8	277.0	933.3	1141.7

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.2. 前端后台高标准化，门店具备快速复制能力

前端：标准化的经营模式，简化流程，提升效率。在菜品选择上，尽量限制每个品牌的菜品数量，以简化后端的采购及物流。例如，太二菜单保持在 23 种菜品以内，九毛九菜单未来也计划从 80 种菜品精简到 40 种。在员工培训上，公司设计了线上线下全面的培训计划，让员工能够快速学会关于操作程序、信

息技术、企业文化等各方面的知识和技能。持续的培训确保了公司的管理团队及一线员工有足够的人才配置，能够支撑新餐厅的快速扩张。在运营程序上，公司将餐厅经营程序分为五大环节：食材验收、食材清洗消毒、食品加工、食品准备、食品装盘装饰，并就各个步骤提供易于遵守的指导及程序，以便于公司在餐厅设计、菜品、定价、食品标准、设备维护、前厅后厨清洁卫生等各方面都能实现流程化标准化。

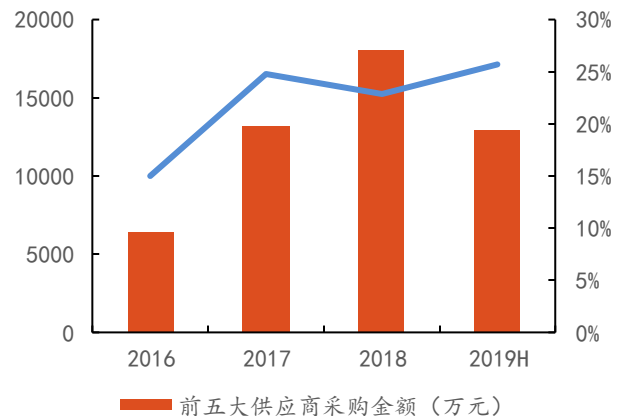
中后端：中央厨房和稳定的供应链管理体系，保障食材供应的质和量。为确保菜品口味质量的一致性，公司在门店主要所在地广东、湖北及海南均设有中央厨房，中央厨房目前生产大部分半成品，并向第三方供应中心采购少量半成品，门店层面仅需要简单烹制，有助于门店进一步提升运营效率。公司制定了严格的食材和供应商选择标准，一般会在经过反复测试及实验后，确定某一特定区域提供的食材最为合适，然后仅从该区域进行采购，例如食材中的鲈鱼全部来自佛山，大米全部来自黑龙江等。同时，公司会与供应商签订协议，保证一年内采购价格不变，以此来降低原材料价格波动对利润的影响。为减少供应中断的可能，公司各类食材通常有至少三名供应商，且与主要供应商平均有超过3年的业务往来关系。2019H公司共有336名供应商，前五大供应商采购金额占比约26%，供应集中度不高，依赖风险较小。

图表 41：公司中央厨房的产能和利用率

产能（百万吨）	2016	2017	2018	2019H
广东	3.9	14.6	14.6	7.3
海南	0.7	1.8	1.8	0.9
湖北	2.2	2.2	2.2	1.1
利用率	2016	2017	2018	2019H
广东	82.5%	38.6%	70.9%	90.4%
海南	25.9%	68.1%	83.9%	86.8%
湖北	15.0%	35.6%	42.8%	34.9%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 42：公司前五大供应商采购金额及占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

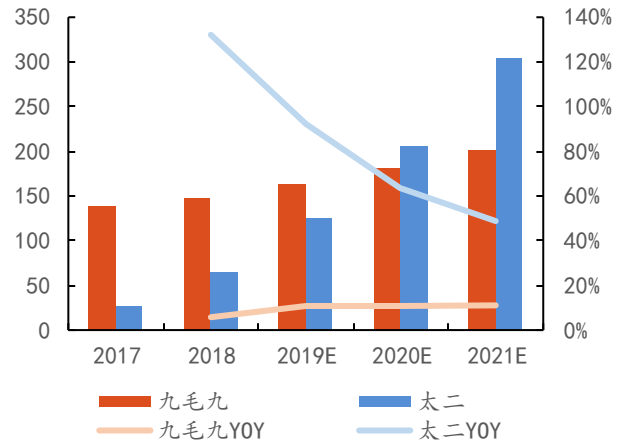
自有资金加募集资金为门店快速扩张提供资金保障。公司2020/2021年计划新开18/20家九毛九门店,80/100家太二门店,以及24/36家其他品牌门店,据招股说明书披露的各品牌单店投资成本计算,公司实现开店计划需要前期投入2.77/5.65亿元。公司2020年1月15日上市,募集资金约21亿元,根据募投计划,有约14亿元用于2020/2021年开店,资金满足扩张要求。同时公司经营性现金流状况也较好,2018年经营性现金流净额3.73亿,占营收比重维持在20%左右,截至2019H公司账面现金及等价物1.26亿元,自有现金流加募集资金能够为门店快速扩张提供足够的资金支持。

图表 43：募集资金计划投向

资金用途	计划分配比例	具体计划
门店扩张	72%	<ul style="list-style-type: none"> • 9%用于开设九毛九餐厅，2020、2021 分别开设 18、20 家门店。 • 48%用于开设太二餐厅，2020、2021 分别开设 80、100 家门店。 • 10%用于开设其他品牌餐厅，2020、2021 分别开设 24、36 家门店。 • 5%用于 2022 年的门店扩张。
中后台供应能力和系统	7%	<ul style="list-style-type: none"> • 4%用于在 2021 年前在佛山开设一家新的中央厨房。 • 3%用于翻新现有中央厨房、升级设备
偿还贷款	11%	偿还公司在招商银行香港分行和广州分行的贷款
补充流动资金	10%	用作运营资金及一般企业用途。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 44：九毛九、太二未来门店数量



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4. 配置建议

短期来看，疫情对餐饮行业有较大的不利影响。以九毛九为例，据招股说明书，九毛九品牌七、八月通常销售较高，太二则无明显季节性，预计疫情影响下公司门店关闭时间在 2 个月左右，计算影响 2020 年餐厅经营收入约-16%，外卖收入方面，一方面由于门店关闭会把一部分需求导流到外卖上，另一方面太二广深部分门店于 2 月 24 日开通外卖服务，为期一个月，因此我们预计疫情对外卖收入会产生正向影响，费用方面，许多购物中心在疫情期间都为商户进行了减租免租等优惠，因此预计租赁相关费用有所下降，此外，后续门店开业以后在消毒杀菌，员工防疫方面预计也会有一定开支，总体上我们预计考虑疫情影响因素，2020 年餐饮公司营收减少约 14pct。

长期来看，随着市场需求的变化，快时尚餐厅逐渐崛起，细分行业龙头公司通过标准化的运营和供应链管理体系能够为规模扩张提供有力支撑。行业及相关公司值得长期关注。

5. 风险提示

行业竞争加剧风险。 餐饮行业进入门槛相对不高，产品模仿性和替代性较强，细分品牌之间的竞争可能会日趋激烈。

食品安全风险。 如果在经营过程中出现行业性食品安全问题，将对餐饮公司的品牌和经营产生不利影响，并可能面临处罚和赔偿等情形。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。