

公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

九毛九 (9922 HK)

22年上半年经调整后初步净利润超预期。维持增持和目标价

- 剔除汇兑损失, 预期 22 年上半年初步经调整净利润同比下降不超过 62.5%, 比我们的预测高 4.8%
- 门店数量仍然少于 400 家, 扩张空间广阔
- 维持增持评级及目标价 21.1 港元

22年上半年经调整初步净利润超预期

太二的22年上半年经调整初步净利润(剔除外汇损失)预计同比下降不超过62.5%至7,000万人民币以上, 超过我们预测4.8%。算上外汇损失, 初步净利润为5,500万以上, 同比降幅不超过70.4%。22年上半年初步营收为人民币18.99亿元, 同比-6.1%, 比我们的预测少6.7%, 主要原因是由于一线和二线城市暂停堂食服务, 导致每家餐厅的营收比我们的预测少6.3%。经调整初步净利润超预期的主要原因是利润率以及经营去杠杆好于预期, 这显示了其严格的成本控制和业务模式的韧性。

餐厅扩张时间表将更为灵活

公司在22年上半年新开了37家餐厅, 其中太二餐厅35家, 总重庆火锅厂餐厅2家。管理层最近对120家新的太二餐厅和15家新的总重庆火锅厂给出了指引。管理层还表示, 其餐厅扩张的速度和时间表都将更为灵活和温和。保守起见, 我们目前预测太二于22财年新开店115家。我们的基本假设是当前的新冠封控措施不会大幅变严。鉴于广东21年下半年新冠有所反弹, 我们目前预计22年下半年每家餐厅的营收同比持平。我们假设23年上半年每家餐厅的营收大致与21年上半年相同。

维持增持评级和目标价21.1港元

22年上半年经调整初步净利润(剔除外汇亏损)比我们的预期高4.8%, 表明了良好的成本控制能力和经营去杠杆。我们认为, 酸菜鱼在全国范围内的广受欢迎、太二在这一细分市场的独特定位、较少的门店数量(<400家)和广东地区以外较低的门店密度, 都可以支撑太二未来的盈利增长。我们目前的预测的基本假设是, 在22年下半年的封控措施不会从现在的情况大幅升级, 23年上半年的经营环境将与21年上半年类似。基于此假设, 我们对22/23/24财年的每股盈利分别调整-4.6%/4.1%/3.8%。我们维持增持评级和目标价21.1港元。

主要催化剂: 翻台率好于预期; 封控措施低于预期

主要风险: 中国出现大规模的封控; 利润率低于预期

盈利预测及估值

12月31日年结(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	2,715	4,180	4,864	8,622	12,171
同比增长	1.0%	54.0%	16.4%	77.3%	41.2%
可归属净利润	124	340	281	780	1,148
摊薄每股盈利(人民币元)	0.09	0.23	0.19	0.54	0.79
同比增长	-43.8%	155.6%	-15.9%	177.3%	47.2%
市盈率(x)	168.6x	66.0x	78.4x	28.3x	19.2x
ROE	7.9%	11.1%	8.8%	21.3%	25.5%
净负债(现金)/股东权益	-58.8%	-42.8%	-50.5%	-62.5%	-80.1%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2022年8月1日

王钊熠 黄建文  
+852 3189 6711 +852 3189 6357  
bryanwang@cmschina.com.hk johnnywong@cmschina.com.hk

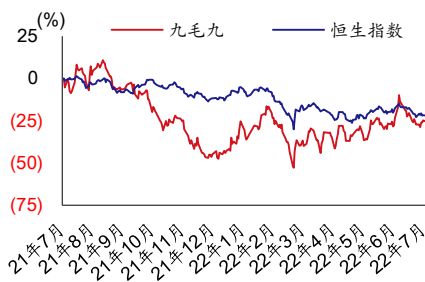
最新变动

九毛九昨晚发布了盈利预警, 调整后净利润(剔除汇兑亏损)比我们的预期高4.8%。维持增持及目标价21.1港元

增持

前次评级	增持
股价	17.6港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	21.1港元(+19.6%)
前次目标价	21.1港元

股价表现



数据来源: 彭博; 股价截至2022年8月1日

%	1m	6m	12m
9922 HK	(15.4)	6.1	(27.3)
恒生指数	(7.7)	(15.3)	(23.1)

行业: 消费

恒生指数 (2022/8/1)	20,166
国企指数 (2022/8/1)	6,877

重要数据

52周股价区间(港元)	10.82 - 27.5
市值(百万港元)	25,646
日均成交量(百万股)	6.23
每股净资产(人民币)	2.32

主要股东

管毅宏	40.65%
MX J LIMITED	4.98%
其他	8.18%
总股数(百万股)	1,453
自由流通股	46.19%

资料来源: 彭博

相关报告

1. 九毛九(9922 HK)-太二门店数量扩张空间广阔; 首次覆盖并给予买入评级(增持)(2022/7/25)

图表1: 业绩总结表

人民币百万元	22财年上半年 年预测	22财年上半年 年实际	不同%	同比%	与20财年上半年 相比
营业收入	2,036	1,899	-6.7%	-6.1%	100.0%
餐厅数量	491	489	-0.4%	16.7%	52.3%
单店收入	4.1	3.9	-6.3%	-19.5%	31.3%
归母净利润	67	55	-17.7%	-70.4%	164.0%
调整后归母净利润	67	70	4.8%	-62.5%	181.1%
<b>主要指标</b>					
净利润率	3.3%	2.9%	-0.4ppt	-6.3ppt	12.0ppt
经调整后净利润率	3.3%	3.7%	0.4ppt	3.7ppt	3.7ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表2: 预测调整表

单位: 百万人民币	2022E			2023E			2024E		
	旧预测	新预测	不同%	旧预测	新预测	不同%	旧预测	新预测	不同%
营业收入	5,016	4,864	-3.0%	8,428	8,622	2.3%	11,906	12,171	2.2%
太二	4,037	3,942	-2.4%	6,800	7,049	3.7%	9,163	9,491	3.6%
九毛九	671	644	-4.0%	832	814	-2.2%	995	974	-2.2%
其他	308	278	-9.6%	796	759	-4.6%	1,748	1,706	-2.4%
毛利润	3,240	3,147	-2.9%	5,402	5,532	2.4%	7,608	7,786	2.3%
毛利率	64.6%	64.7%	0.1ppt	64.1%	64.2%	0.1ppt	63.9%	64.0%	0.1ppt
餐厅利润	1,636	1,613	-1.4%	2,803	2,873	2.5%	3,936	4,032	2.4%
餐厅利润率	32.6%	33.2%	0.6ppt	33.3%	33.3%	0.1ppt	33.1%	33.1%	0.1ppt
归母净利润	295	281	-4.6%	749	780	4.1%	1,106	1,148	3.8%
归母净利润率	5.9%	5.8%	-0.1ppt	8.9%	9.0%	0.2ppt	9.3%	9.4%	0.1ppt
基本每股盈利(人民币)	0.20	0.19	-4.6%	0.52	0.54	4.1%	0.76	0.79	3.8%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表3: 目标价与估值表

九毛九估值表			
股价(港币)	17.6	日期	1/8/2022
港币/人民币汇率	0.86		
	FY22E	FY23E	FY24E
每股盈利(人民币)	0.19	0.54	0.79
市盈率	78.4x	28.3x	19.2x
同比增长	-15.9%	177.3%	47.2%
PEG	-4.9x	0.2x	0.4x
<b>目标价计算</b>			
目标市盈率	43.5x		
FY22E 每股盈利(人民币)	0.42		
目标价(港元)	21.1		
上升空间	19.6%		
股息率	0.3%		
总回报率	19.8%		

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

## 财务报表

### 资产负债表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业, 厂房及设备	445	572	642	828	921
使用权资产	1,216	1,444	1,484	1,654	1,669
与联营公司的投资	3	13	13	13	13
递延税项资产	87	82	82	82	82
其他非流动性资产	194	464	460	465	470
<b>非流动性资产总值</b>	<b>1,945</b>	<b>2,576</b>	<b>2,681</b>	<b>3,042</b>	<b>3,155</b>
库存	51	71	92	149	206
应收账款及预付款	293	409	518	834	1,155
其他流动性资产	673	738	738	738	738
银行结余及现金	1,844	1,342	1,704	2,598	4,199
<b>流动性资产总值</b>	<b>2,862</b>	<b>2,559</b>	<b>3,052</b>	<b>4,319</b>	<b>6,298</b>
<b>资产总值</b>	<b>4,806</b>	<b>5,135</b>	<b>5,733</b>	<b>7,360</b>	<b>9,454</b>
应付款项	348	370	351	483	778
租赁负债	317	391	500	679	858
银行借款	43	0	0	0	0
其他流动负债	41	44	62	106	150
<b>流动负债</b>	<b>749</b>	<b>805</b>	<b>914</b>	<b>1,267</b>	<b>1,786</b>
租赁负债	967	1,114	1,368	1,855	2,347
银行借款	-	-	-	-	-
递延税项负债	27	32	32	32	32
其他非流动性负债	3	47	47	47	47
<b>非流动性负债</b>	<b>997</b>	<b>1,193</b>	<b>1,447</b>	<b>1,934</b>	<b>2,425</b>
<b>总负债</b>	<b>1,746</b>	<b>1,998</b>	<b>2,361</b>	<b>3,201</b>	<b>4,211</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	3,017	3,083	3,293	4,014	4,999
非控股权益	44	55	79	145	243
<b>权益总额</b>	<b>3,060</b>	<b>3,138</b>	<b>3,372</b>	<b>4,159</b>	<b>5,242</b>
<b>权益与负债总额</b>	<b>4,806</b>	<b>5,135</b>	<b>5,733</b>	<b>7,360</b>	<b>9,454</b>

### 现金流量表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	177	506	419	1,162	1,710
财务成本	35	61	89	121	0
应占联营公司溢利	8	-1	0	0	0
折旧与摊销	354	502	869	1,112	1,395
营运资金变动	28	-105	-149	-241	-85
其他	-19	27	0	0	0
已付所得税及其它	-12	-133	-96	-272	-420
<b>经营活动现金流</b>	<b>571</b>	<b>856</b>	<b>1,132</b>	<b>1,881</b>	<b>2,601</b>
资本支出	-281	-343	-955	-1,461	-1,497
出售资产所得款项	0	49	0	0	0
提取原到期日超过三个月的银行存款	-673	-63	0	0	0
其他	-129	-134	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,084</b>	<b>-490</b>	<b>-955</b>	<b>-1,461</b>	<b>-1,497</b>
已付股息	-58	-56	-71	-59	-163
股权融资	2,885	0	0	0	0
债务融资(偿还)	-178	-43	0	0	0
其他	-283	-689	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,365</b>	<b>-789</b>	<b>-71</b>	<b>-59</b>	<b>-163</b>
<b>净现金流</b>	<b>1,852</b>	<b>-423</b>	<b>107</b>	<b>362</b>	<b>941</b>

### 利润表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	<b>2,715</b>	<b>4,180</b>	<b>4,864</b>	<b>8,622</b>	<b>12,171</b>
其他收入	84	64	66	73	80
原材料及易耗品成本	-1,046	-1,537	-1,783	-3,163	-4,465
员工成本	-748	-1,057	-1,269	-2,187	-3,087
物业租金及相关开支	-50	-97	-111	-199	-281
折旧与摊销	-354	-502	-609	-902	-1,198
水电开支	-95	-132	-154	-273	-385
其他开支	-232	-331	-477	-689	-970
<b>经营利润</b>	<b>275</b>	<b>588</b>	<b>528</b>	<b>1,282</b>	<b>1,864</b>
财务成本	-67	-75	-89	-121	-155
应占联营公司的溢利/(亏损)	-8	1	0	0	0
其他收益(成本)	-22	-7	-21	0	0
<b>税前利润</b>	<b>177</b>	<b>506</b>	<b>419</b>	<b>1,162</b>	<b>1,710</b>
所得税开支	-39	-134	-114	-315	-464
<b>净利润</b>	<b>138</b>	<b>372</b>	<b>305</b>	<b>846</b>	<b>1,246</b>
非控股权益	14	32	24	66	98
<b>本公司拥有人应占利润</b>	<b>124</b>	<b>340</b>	<b>281</b>	<b>780</b>	<b>1,148</b>
摊薄每股盈利(人民币)	0.09	0.23	0.19	0.54	0.79
每股股息(港元)	0.04	0.06	0.05	0.13	0.19

### 财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>同比增长率变化</b>					
收入	1.0%	54.0%	16.4%	77.3%	41.2%
毛利	2.3%	54.4%	16.3%	75.8%	40.7%
经营利润	-22.4%	113.9%	-10.1%	142.7%	45.4%
净利润	-24.5%	174.0%	-17.3%	177.3%	47.2%
每股盈利	-43.8%	155.6%	-15.9%	177.3%	47.2%
<b>利润率</b>					
毛利润率	64.6%	64.8%	64.7%	64.2%	64.0%
经营利润率	10.1%	14.1%	10.9%	14.9%	15.3%
净利润率	4.6%	8.1%	5.8%	9.0%	9.4%
<b>流动性</b>					
应收账款天数	15.1	15.3	17.4	14.3	14.9
库存天数	11.0	7.2	8.4	7.0	7.3
应付账款天数	57.9	42.6	36.9	24.1	25.8
现金周转天数	-31.8	-20.0	-11.2	-2.8	-3.6
<b>现金流与杠杆率</b>					
自由现金流	322	494	151	345	1,172
净负债率	-58.8%	-42.8%	-50.5%	-62.5%	-80.1%
股息分配比率	39.3%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
股息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.7%	1.1%
<b>回报分析</b>					
ROE	7.9%	11.1%	8.8%	21.3%	25.5%
资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.3	1.4
净利润率	4.6%	8.1%	5.8%	9.0%	9.4%
财务杠杆	2.1	1.6	1.7	1.8	1.9
ROA	2.6%	6.6%	4.9%	10.6%	12.1%
<b>估值倍数</b>					
P/E	168.6x	66.0x	78.4x	28.3x	19.2x
P/B	6.9x	7.0x	6.5x	5.3x	4.2x

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828