

太二持续扩张，多品牌战略稳步发展

——九毛九(9922.HK)首次覆盖报告

增持|首次评级

报告要点:

● 九毛九：快时尚连锁餐饮，以太二为核心多品牌发展

公司成立于1995年，由传统面馆餐饮逐步扩张为快时尚连锁餐饮企业，目前旗下拥有九毛九（西北菜）、太二（酸菜鱼）、怂重庆火锅厂、那未大叔是大厨（粤菜）、赖美丽青花椒烤鱼等多品牌，定位年轻用户群，以太二为核心快速扩张。2021年公司实现营收41.8亿，其中太二实现收入32.9亿元，占比达到78.77%，构成公司收入主力。

● 品牌发展：太二持续扩张，新品牌增长可期

太二：大单品+小桌模式，精简SKU打造高效单店模型。酸菜鱼标准化程度高，行业规模逐年快速增长。太二为赛道龙头，通过优质产品服务以及多元化营销在高线城市建立强品牌势能加快扩张。门店精简SKU和用餐流程提高运营效率，21年经营利润率21.8%，翻座率为3.4领先行业。疫情影响下太二依然保持高速展店，20/21年新开店109/122家。我们以各区域门店布局较多的成熟市场为参考，测算开店空间约为1258家。**九毛九：**品牌进入成熟期进行迭代更新，未来有望稳健发展。九毛九主打西北菜，讲求性价比，2020年开始通过门店结构优化（仅保留广东、海南门店）、店面升级、丰富菜品体系等进行调整，21年经营利润率为12.9%，同比改善明显，后续有望持续稳健经营。**其他品牌：**加快培育新品牌，打造中长期增长曲线。怂火锅是公司重点孵化的新品牌，结合川渝、潮汕火锅特点，延续太二品牌营销+精简SKU的策略，不断优化门店模型，2021年已有9家门店，22年计划开设15家门店。赖美丽切入烤鱼赛道，目前开设有2家门店，仍处于品牌培育阶段。

● 投资建议与盈利预测

公司为快时尚餐饮企业龙头，坚持多品牌多概念发展策略，核心品牌太二处于快速扩张期；九毛九品牌调整初显成效，未来有望保持稳步增长；切入火锅、烤鱼等大赛道，通过太二运营中形成的强品牌势能+精简门店运营的方法论快速实现新品牌孵化，有望贡献新增量。预计公司2022-2024实现归母净利润2.77/7.04/10.89亿元，对应EPS0.19/0.48/0.75元/股，对应PE79x/31x/20x，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

食品安全问题、门店扩张不及预期、经营效率不及预期风险、宏观经济影响、疫情反复风险等。

基本数据

52周最高/最低价(港元):	27.50/10.82
港股流通股(百万股)	1,454
港股总股本(百万股):	1,454
流通市值(百万港元):	25,442.94
总市值(百万港元):	25,442.94

相关研究报告

报告作者

分析师	李典
执业证书编号	S0020516080001
电话	021-51097188-1866
邮箱	lidian@gyqz.com.cn

分析师	路璐
执业证书编号	S0020519080002
电话	021-51097188-2174
邮箱	lulu@gyqz.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2714.83	4179.70	4913.40	7696.28	10972.01
收入同比(%)	1.02%	53.96%	17.55%	56.64%	42.56%
归母净利润(百万元)	124.06	339.94	277.31	703.86	1088.94
归母净利润同比(%)	-24.54%	174.00%	-18.42%	153.82%	54.71%
每股收益(元)	0.09	0.23	0.19	0.48	0.75
市盈率(P/E)	176.68	64.48	79.04	31.14	20.13

资料来源：Wind, 国元证券研究所

目 录

1. 公司介绍：快时尚连锁餐饮，以太二为核心多品牌发展.....	5
2. 财务分析：营收高速增长，盈利能力不断优化.....	9
3. 品牌发展：太二持续扩张，新品牌增长可期.....	11
3.1 太二：大单品+小桌模式打造高效模型，加快扩张节奏.....	11
3.1.1 门店做减法优化运营效率，完善供应链提高标准化.....	12
3.1.2 打造高效单店模型，预计开店空间超千家.....	13
3.1.3 精准定位年轻客群，高线城市建立品牌势向下扩张.....	16
3.2 九毛九：品牌迭代更新，未来有望稳健发展.....	18
3.3 其他品牌：加快培育新品牌，打造中长期增长曲线.....	21
3.3.1 怂重庆火锅厂：挺进火锅赛道，有望快速成长.....	21
3.3.2 赖美丽：仍处培育初期，门店模型需不断完善.....	24
3.3.3 那未大叔是大厨：主打精品粤菜，定位中高端客户.....	26
4. 盈利预测与投资建议.....	27
5. 风险提示.....	28

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司门店分布.....	6
图 3：公司股权结构.....	7
图 4：公司运营结构和品牌团队持股情况.....	8
图 5：2016-2021 公司主营收入及同比（单位：百万元）.....	9
图 6：2016-2021 按品牌划分的营收占比.....	9
图 7：2016-2021 分品牌营业收入及同比（单位：百万元）.....	9
图 8：2016-2021 公司各品牌门店数变化（家）.....	9
图 9：2016-2021 公司主要成本项目占收入比重.....	10
图 10：2016-2021 净利润及净利率.....	10
图 11：2019-2021 分品牌经营利润率.....	10
图 12：中国酸菜鱼市场规模.....	11
图 13：一线城市酸菜鱼门店数量逐年增长（家）.....	11
图 14：太二菜单 SKU 精简.....	12
图 15：太二用餐流程精简.....	12
图 16：太二翻台率领先.....	13
图 17：太二用餐场景精简.....	13
图 18：2016-2021 年太二门店数量变化（家）.....	15
图 19：我国购物中心数量及预测（千家）.....	15
图 20：太二定位年轻群体，全方位打造品牌文化.....	17
图 21：门店设计采用漫画风，Slogan 独具个性.....	17
图 22：太二中医馆.....	18

图 23: 快闪店引打卡热潮	18
图 24: 太二公众号漫画、门店互动	18
图 25: 太二线上商城销售产品及公益活动	18
图 26: 2014-2024 年中国西北菜市场收入 (十亿元)	19
图 27: 2018 年 TOP3 西北菜餐厅市场份额	19
图 28: 西贝莜面村门店分布	19
图 29: 北疆饭店门店分布	19
图 30: 2016-2021 九毛九门店数量变动 (家)	20
图 31: 2016-2021 九毛九翻座率 (倍)	20
图 32: 九毛九品牌发展历程	21
图 33: 九毛九菜单升级	21
图 34: 九毛九新门店展示	21
图 35: 2021 年中式餐饮行业各菜系市场份额	22
图 36: 分类别火锅餐厅市场收入 (亿元)	22
图 37: 2020 年火锅市场前五大品牌市场份额占比	22
图 38: 中国火锅谱系	23
图 39: 2022 年火锅类型消费者偏好	23
图 40: 怂重庆火锅厂产品	23
图 41: 怂重庆火锅厂品牌理念	23
图 42: 怂重庆火锅厂门店分布	24
图 43: 怂重庆火锅厂店面	24
图 44: 中国烤鱼行业市场规模及预测	25
图 45: 烤鱼行业发展历程	25
图 46: 赖美丽 IP	26
图 47: 赖美丽菜单	26
图 48: 那未大叔是大厨菜单	26
图 49: 室内设计及部分供应菜式	26
表 1: 公司旗下餐饮品牌	5
表 2: 九毛九管理层	7
表 3: 酸菜鱼行业主要品牌	12
表 4: 公司中央厨房布局情况 (截止 2019H1)	13
表 5: 太二同店数据	14
表 6: 单店模型对比	14
表 7: 预期开店空间	16
表 8: 主要西北菜品牌	19
表 9: 九毛九同店数据	20
表 10: 主要连锁火锅品牌	24
表 11: 烤鱼类主要品牌	25
表 12: 公司收入拆分预测	27
表 13: 可比公司估值	27

表 14: 利润表假设 (百万元)	28
-------------------------	----

1. 公司介绍：快时尚连锁餐饮，以太二为核心多品牌发展

公司定位快时尚连锁餐饮，以多品牌及多概念策略作为发展基调。公司是中国领先的中餐厅品牌管理及运营者，运营多元化中式餐饮品牌，旗下有九毛九（西北菜）、太二（酸菜鱼）、怂重庆火锅厂、那未大叔是大厨（粤菜）、赖美丽青花椒烤鱼等多品牌。公司多数品牌以年轻顾客为目标客户群，在用餐氛围、门店装修、菜品打造以及营销推广等方面具备创新时尚特色。目前，公司以运营“太二”品牌为主，怂火锅将成为潜在增量，赖美丽处在投入孵化期，九毛九主品牌目前面临迭代更新。

表 1：公司旗下餐饮品牌

品牌	九毛九	太二	怂重庆火锅厂	那未大叔是大厨	赖美丽青花椒烤鱼
					
主打菜系/菜品	西北菜系为主	老坛子酸菜鱼	重庆麻辣火锅	精品粤菜	烤鱼
调性	放心餐桌	独特、有趣	开心制造厂	有品位的大厨	只用活鱼
目标顾客群	家庭、聚餐	年轻顾客	年轻顾客	中高端消费群体	年轻顾客
人均消费	50-70RMB	70-90RMB	130-155RMB	120-150RMB	90-110RMB
每间餐厅建筑面积	250-400 平方米	200-300 平方米	200-300 平方米	300-500 平方米	200-300 平方米
餐厅数量	自营：78	自营：380	自营：11	自营：1	自营：2
创立时间	1995	2015	2020	2019	2021

资料来源：公司招股书，公司官网，窄门餐眼，国元证券研究所 注：时间截至 2022.7.4

公司以九毛九品牌为基，孵化多品牌，目前进入以太二为主的快速扩张期。第一阶段：萌芽期。1995 年创始人管毅宏在海口成立首家面馆“山西面王”，2003 年开始将面馆业务扩展到广东广州，并于 2005 年确定品牌名称为“九毛九”。第二阶段：确定快时尚连锁餐饮的经营策略，以九毛九为主扩张。2010 年，公司从华南市场入手，在街边消费向购物中心转移时，九毛九抓住了第一波购物中心的红利，将开店策略逐步锁定在购物中心，由传统餐饮转型为快时尚连锁餐饮，至 2015 年，九毛九门店网络已遍布北京、深圳、天津、武汉等城市，门店数量超过 100 家。第三阶段：开启多品牌战略，以太二为主快速扩张。公司通过打造多品牌矩阵以吸引不同客户群，2015 年 7 月，太二品牌成立，切入酸菜鱼赛道，门店快速扩张，至 2021 年 8 月突破 300 家。此外，怂重庆火锅厂、那未大叔是大厨、赖美丽青花椒烤鱼等多个品牌也陆续孵化。

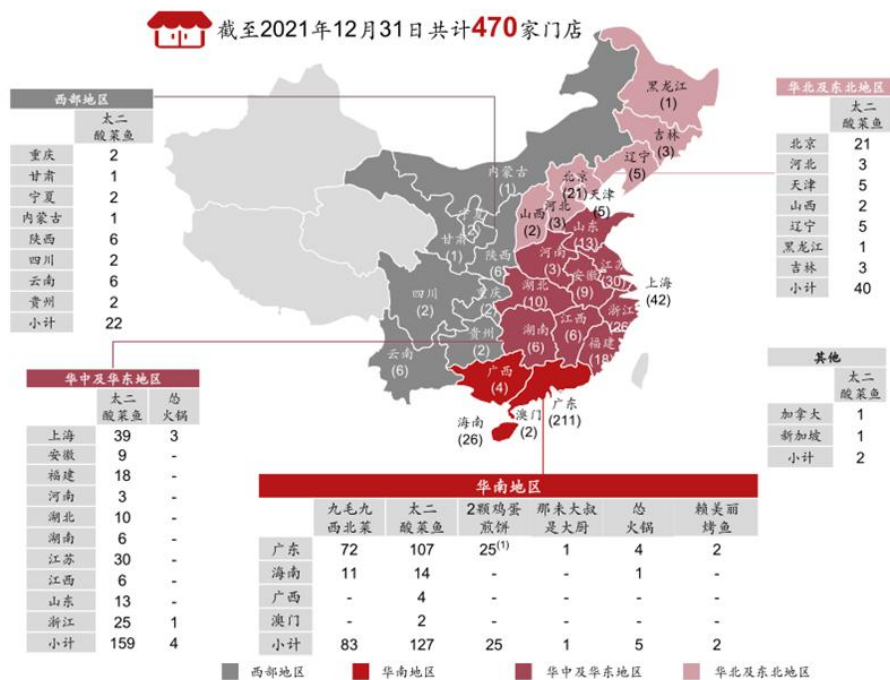
图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，国元证券研究所

门店主要集中在华南、华中、华东地区，华北及西部地区仍有较大拓店空间。截至2021年底，公司在国内外经营470家门店，其中，公司所在地广东省的门店分布最密集，共有243家店；上海共有42家门店，其中3家怂火锅都在核心商圈，39家太二酸菜鱼在核心商圈和外围商圈均有分布。此外，公司还在江苏、北京、浙江等人均消费水平较高的区域开设较多门店。海外拓店上，2021年太二在新加坡和加拿大各开设1家太二门店，未来将优先考虑在新加坡、美国及加拿大等华人人口庞大的国家扩张。

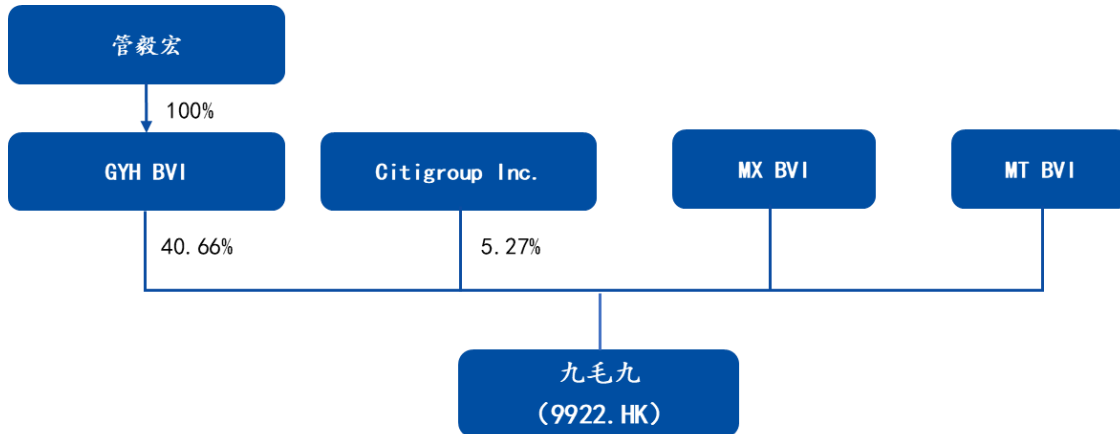
图 2：公司门店分布



资料来源：公司官网，国元证券研究所

股权较为集中，创始人管毅宏先生为第一大股东，持股 40.66%。截至 2021 年底，公司创始人管毅宏先生通过家族信托 GYH BVI 持有公司 40.66% 的股份，为公司实际控制人。第二大股东为 Citigroup，持股比例为 5.27%。MX BVI、MT BVI 为员工持股平台，两平台主要股东包括九毛九的现雇员、前雇员和个别第三方股东。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所 注：截止 2021 年 12 月 31 日

管理层在餐饮行业具有多年任职经历，从业经验丰富。创始人管毅宏于 2005 年创立九毛九集团，至今已有逾 25 年餐饮行业经验；李灼光先生为公司首席财务官、联席公司秘书，负责监督公司财务、战略投资及投资者关系；副总裁崔弄宇、太二餐饮总经理何成效曾就职于广州三元麦当劳，在供应链、品牌运营及管理方面有丰富的经验；技术总监付丹伟先生曾在华为、麦当劳、恒波商业等公司就职，在信息技术领域有丰富的的工作经验；胡中华先生担任开发总监，负责餐厅扩张及发展。

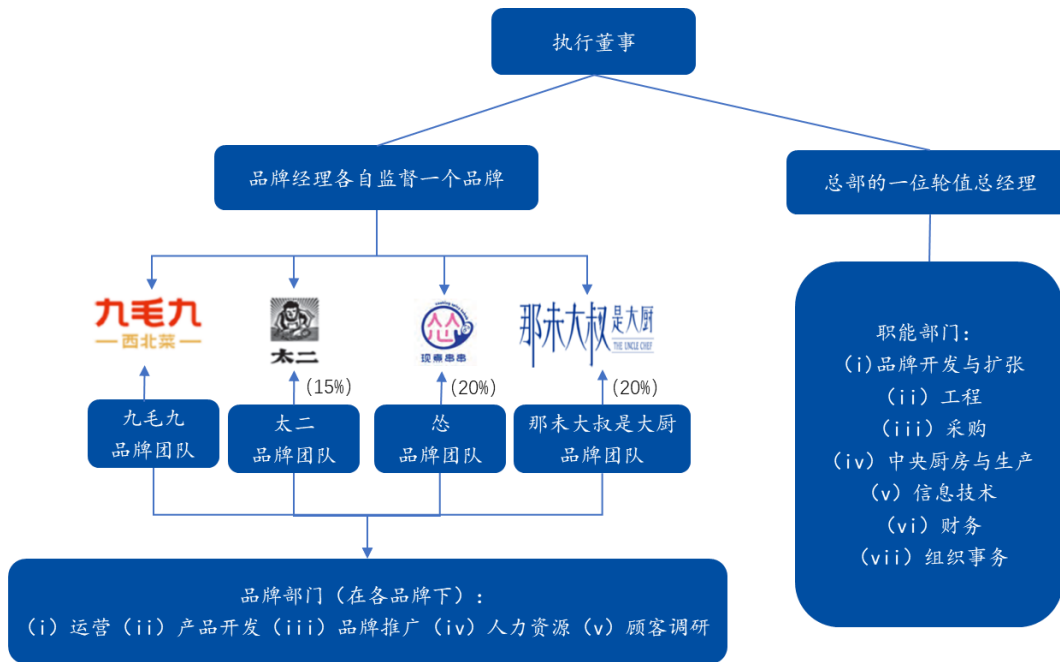
表 2：九毛九管理层

姓名	职位	背景履历
管毅宏	执行董事、董事会主席兼行政总裁	九毛九创始人，于 2005 年创立本集团，在餐饮业拥有 25 年的经验。自 2005 年 8 月，担任集团的行政总裁；自 2019 年 5 月，担任集团的执行董事。
李灼光	执行董事、首席财务官及副总裁	自 2013 年 1 月，一直担任集团财务总监；自 2019 年 12 月，任执行董事。
崔弄宇	副总裁	自 2020 年 5 月，担任集团的副总裁，负责监督集团的供应链及人力资源管理。
何成效	副总裁、太二餐饮总经理	自 2017 年 11 月，担任本公司附属公司太二餐饮总经理，负责统筹各品牌的品牌管理及运营业务；自 2020 年 5 月，担任集团的副总裁。在品牌及运营管理方面拥有超 21 年的丰富经验。
付丹伟	信息技术总监	自 2017 年 9 月，加入本集团并担任集团信息技术总监，主要负责监督公司的信息技术事宜。
胡中华	开发总监	自 2008 年 9 月，加入本集团；自 2014 年 1 月，担任集团开发总监，主要负责监督公司的餐厅扩张及发展。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

组织架构灵活，提升品牌团队自主性和积极性，深度绑定经营业绩。公司鼓励和支持自下而上的升级创新，品牌团队并行运作，独立开展餐厅运营、产品开发、营销推广等工作，通常分别由高管团队委派一名品牌经理监督并直接向执行董事汇报。品牌团队与品牌业绩表现深度绑定，拥有其管理品牌一定比例的股权，有效提高员工积极性和认同感，助力品牌成功孵化和健康运营。根据公司招股书，太二、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%及20%的股权。

图 4：公司运营结构和品牌团队持股情况



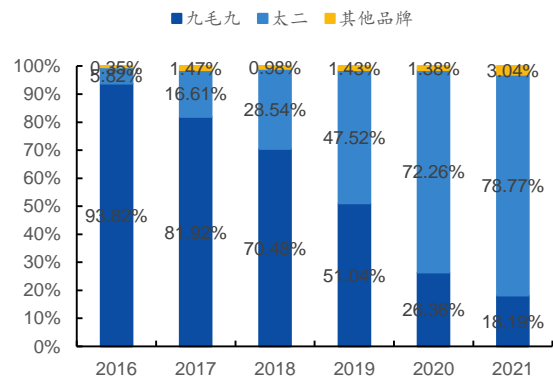
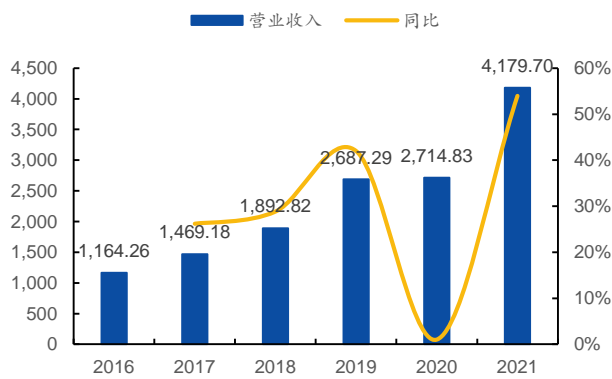
资料来源：招股说明书，国元证券研究所

2. 财务分析：营收高速增长，盈利能力不断优化

营收增速恢复明显，太二贡献主要收入，占比持续提升。公司 2021 年重回高速增长轨道，实现营收 41.80 亿元，同比增长 53.96%，主要受益于疫情得到控制以及太二突出的经营业绩。从各品牌来看，2020 年之前九毛九贡献公司主要收入来源，2020 年开始太二品牌收入占比快速提升，2021 年太二持续扩张，门店数量净增加 117 家，实现营收 32.92 亿元，收入占比由 2020 年的 72.26% 提升至 78.77%，贡献主要收入；九毛九 21 年实现营收 7.6 亿元，同比增长 6.28%。

图 5：2016-2021 公司主营收入及同比（单位：百万元）

图 6：2016-2021 按品牌划分的营收占比

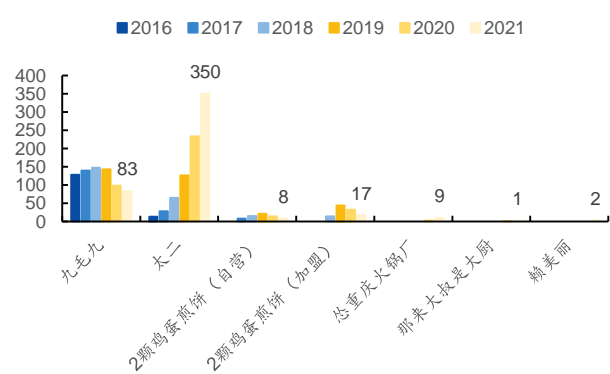
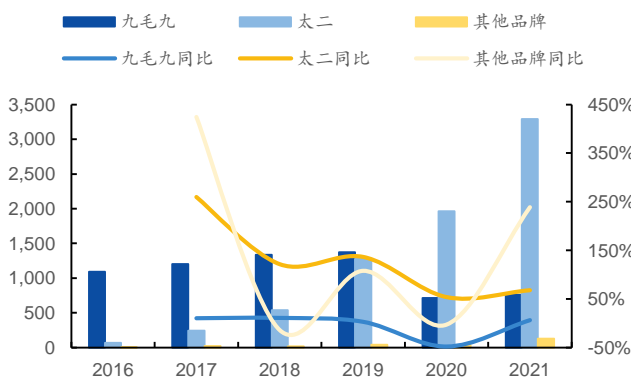


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 7：2016-2021 分品牌营业收入及同比（单位：百万元）

图 8：2016-2021 公司各品牌门店数变化（家）



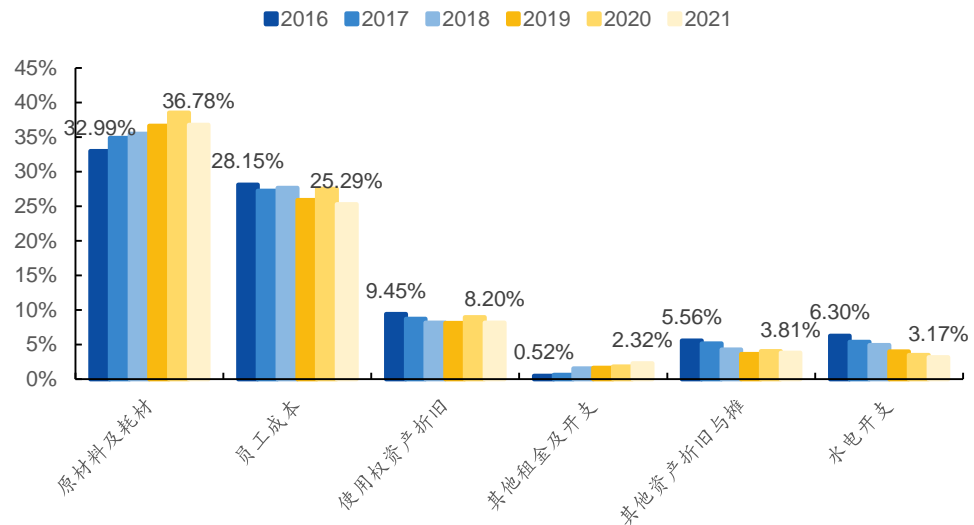
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

供应链持续优化，成本控制得当，原材料成本、员工成本占比降低。疫情以前原材料及耗材成本占比呈逐年递增趋势，与业务扩张趋势相符；2021 年原材料及耗材成本占比由 2020 年的 38.5% 下降至 36.8%，主要得益于公司供应链的进一步优化，随着自产比例的增加，太二品牌主要原材料鲈鱼和酸菜的采购成本降低。2021 年员工成本占比同样下降，由 2020 年的 27.55% 下降至 25.29%，主要是由于餐厅恢复营业，太二收入占比提升且员工成本占收入比重低于其他品牌。此外，2021 年公司使用权资

产折旧、其他资产折旧与摊销、水电开支的成本占比相比 2020 年均有所下降。

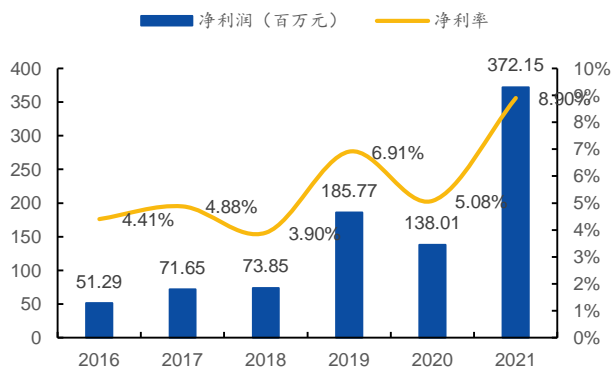
图 9：2016-2021 公司主要成本项目占收入比重



资料来源：公司公告，国元证券研究所

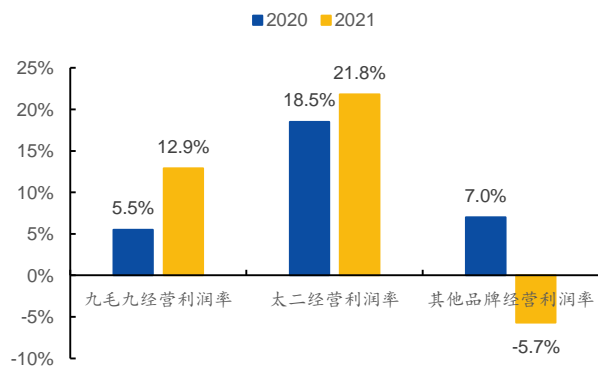
盈利能力逐渐恢复，净利润率超出疫前水平。公司 2021 年原材料成本管控得当，餐厅营业良好，盈利能力逐渐恢复。实现净利润 3.72 亿元，净利润率上升至 8.9%。分品牌看，太二门店陈敏经营利润率一直高于其他品牌，2021 年经营利润率为 21.8%，相比 2020 年有所改善；九毛九尚在调整升级期间，2021 年经营利润率为 12.9%；其他品牌则有所下滑，2021 年经营利润率下降至-5.7%，新品牌尚处于模型打磨调优阶段。

图 10：2016-2021 净利润及净利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 11：2019-2021 分品牌经营利润率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

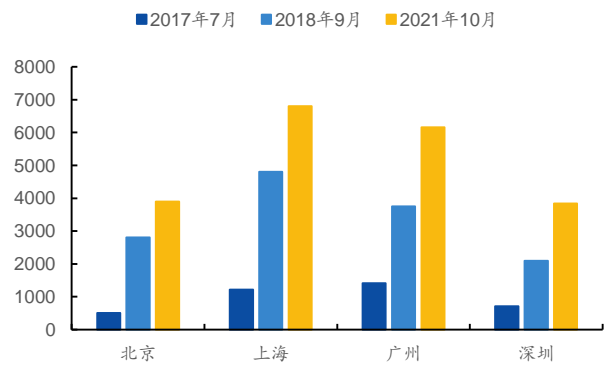
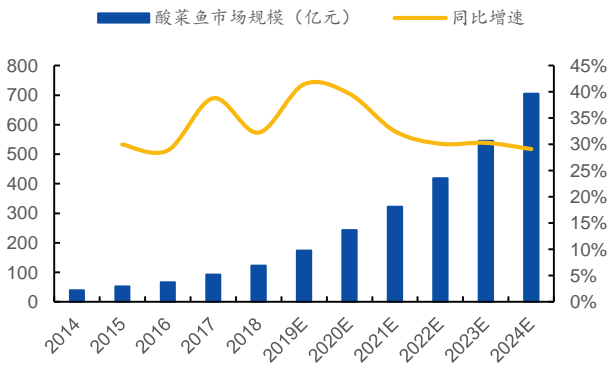
3. 品牌发展：太二持续扩张，新品牌增长可期

3.1 太二：大单品+小桌模式打造高效模型，加快扩张节奏

酸菜鱼制作标准化程度高，出餐快且易于扩张门店，酸辣口味+鱼类健康蛋白对消费者具有广泛吸引力，预计2024年酸菜鱼市场规模将达705亿。酸菜鱼是川菜中的代表产品，做法以酸辣味鱼片汤为底，加入四川辣椒及酸菜，酸辣味的重口感具备记忆度和一定成瘾性，带来用户粘性和高频复购。而鱼类属于健康的动物蛋白，营养价值高且口感爽滑，符合当下健康饮食的观念，具备广泛消费基础。从做法上看，酸菜鱼制作流程简单出餐快，仅需几步：片鱼-切酸菜-煨-焯-倒入熬制好汤底-淋上热油，对于厨师依赖度较低易于实现标准化进行扩张。根据沙利文统计数据，中国酸菜鱼市场规模从2014年40亿元快速增长至2018年123亿元，预计2024年有望达到705亿元，2018-2024年CAGR为33.7%，呈现高速增长。

图 12：中国酸菜鱼市场规模

图 13：一线城市酸菜鱼门店数量逐年增长（家）



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

资料来源：红餐网，国元证券研究所

国内酸菜鱼市场格局相对分散，太二市占率居首位，头部品牌中正餐和快餐形成差异化布局。根据沙利文数据，国内酸菜鱼市场有超过1000家餐厅运营者，市场竞争格局相对分散。2018年太二以5.4亿元收入排名第一，市占率为4.4%。其次分别为严厨老坛酸菜鱼、九锅一堂，市占率分别为3.9%、3%，CR3为11.2%。以2021年太二收入32.92亿元推算得市占率约为10.22%。从酸菜鱼行业头部品牌来看，正餐品牌餐品多以大单品形式为主，更注重门店服务，客单价更高。其中，太二以直营方式加强对于餐厅标准化运营，门店数快速增长至380家，位于正餐品牌首位。而以鱼你在一起为代表的快餐品牌，讲求出餐效率，满足一人食和外卖需求，与正餐品牌形成差异化布局，通过加盟方式实现快速拓店，门店数超千家。

表 3: 酸菜鱼行业主要品牌

序号	品牌	成立时间	门店数(家)	单价(元)	类型	经营方式	布局区域
1	太二酸菜鱼	2015年	380	91.98	正餐	直营	全国
2	鱼你在一起	2017年	1499	35.53	快餐	直营+加盟	全国
3	渝是乎	2015年	63	46.79	快餐	直营	北京、西安
4	江渔儿	2016年	276	71.44	正餐	直营+加盟	广东为主
5	姚姚酸菜鱼	2016年	56	87.22	正餐	直营+加盟	广东、福建、浙江为主
6	有家酸菜鱼	2013年	63	78.57	正餐	直营	江浙沪为主
7	严厨老坛酸菜鱼	2014年	99	75.72	正餐	直营+加盟	江苏、甘肃、河南为主
8	溪雨观酸菜鱼	2016年	82	83.19	正餐	直营+加盟	江浙沪为主
9	百岁我家酸菜鱼	2013年	92	81.66	正餐	直营+加盟	浙江、上海为主
10	山城外老坛酸菜鱼	2011年	45	75.05	正餐	直营+加盟	四川、陕西为主

资料来源：红餐网，窄门餐眼，国元证券研究所 注：统计时间截至 2022.7.4

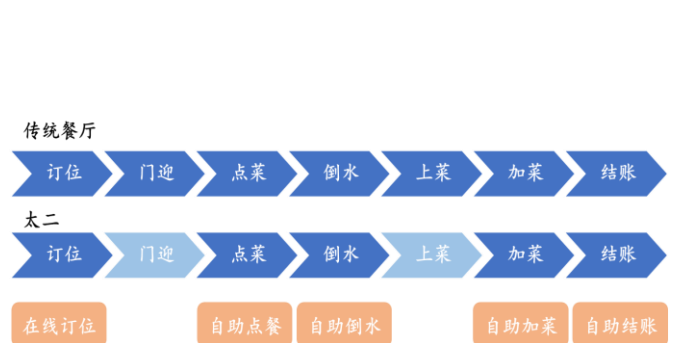
3.1.1 门店做减法优化运营效率，完善供应链提高标准化

精简化 SKU 和用餐流程，大单品+小桌模式提高门店运营效率。(1) 精简 SKU。太二主打大单品“酸菜鱼”和 20 余种其他菜品，酸菜鱼只提供 1~2 人份、3~4 人份以及土豪份三种选择，配菜类型 4-5 种，辣度统一并且只选用鲈鱼。剩余菜品中每季度会上 3-5 个新菜，保证菜品迭代更新。通过精简食物选择，减少客户选择时间，提升出餐效率且简化了原材料采购及物流。(2) 精简用餐和服务流程。相较于其余中式正餐餐厅，太二能够在线完成预定、等位、点餐等，到店后自助完成倒水、加菜等店内服务，就餐期间消费者与服务员基本只有门迎、上菜两个触点，简化就餐流程节约店内员工成本。(3) 精简就餐场景。太二只设置 2 人桌及 4 人桌，超过 4 位不接待，不接受拼桌和加位，剔除商务应酬、社交聚会、生日会等场景，只定位于纯吃饭餐饮店，消费者平均就餐时间约在 45 分钟，翻台率行业内处于领先。

图 14: 太二菜单 SKU 精简



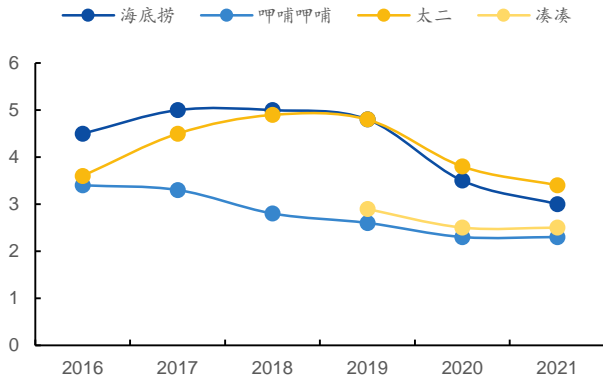
图 15: 太二用餐流程精简



资料来源：大众点评，国元证券研究所

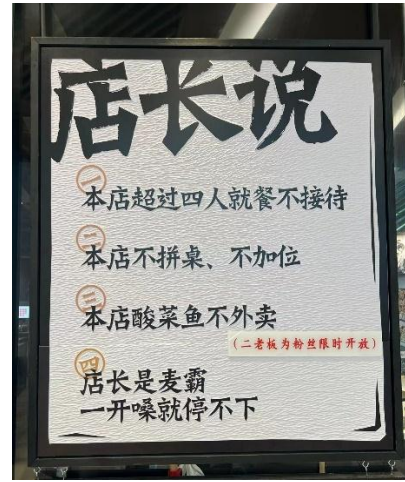
资料来源：腾讯网，国元证券研究所

图 16：太二翻台率领先



资料来源：各公司公告，国元证券研究所

图 17：太二用餐场景精简



资料来源：太二门店，国元证券研究所

严格筛选供应商，自建供应链把控大单品质量和成本。大单品策略下，太二的菜品口味和原材料成本主要受酸菜和鲈鱼影响，公司通过自建或合作建设供应链以增强对主要原材料的把控。酸菜供应方面，主要供应商是四川民福记和四川吉香居。鲈鱼方面，公司通过与 2 家鲈鱼供货商成立合营公司建立合作，其中一间合营公司自 2021 年 1 月起为公司供应鲈鱼，另一间合营公司预计将于 2022 年中前后开始供应，预计将逐步提升自给比例。

中央厨房+集中采购保证食材供应的及时性和标准化。公司目前在广东、湖北及海南均设有中央厨房，各配备 3 个仓库，包括冷冻仓库、冷仓库和常温仓库，物流设施服务半径约为 200 公里。公司还计划在华东和西南地区建立中央厨房，并且将进一步增强供应支持能力及改进集中采购系统。此外，目前亦使用独立第三方的供应中心提供标准化的食谱和流程制作半成品食材，供应商根据总部采购部门的指示向中央厨房或直接向餐厅运送食材，保证食材质量和统一配送，实现规模效应。

表 4：公司中央厨房布局情况（截止 2019H1）

	运营时间	产能 (百万吨)	产量 (百万吨)	利用率
广东	2016.12	7.3	6.6	90.40%
湖北	2015.12	0.9	0.8	86.80%
海南	2016.9	1.1	0.4	34.90%

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

3.1.2 打造高效单店模型，预计开店空间超千家

疫情影响下太二同店销售恢复迅速，经营展现较强韧性。除去 2020 年疫情影响外，太二同店销售额稳步增长，2019 年同比增长 4.03%，增速有所放慢主要由于太二业务逐渐扩张，下沉到三、四线城市。2021 年疫情后太二同店数据快速恢复，同比增长 5.67%，超过 19 年同期。

表 5: 太二同店数据

	2016 vs 2017		2017 vs 2018		2018 vs 2019		2019 vs 2020		2020 vs 2021	
同店销售(百万元)	43.64	58.61	181.40	195.32	438.97	456.68	977.33	886.76	1470.22	1553.56
同店销售增长率		34.29%		7.67%		4.03%		-9.27%		5.67%

资料来源: 公司公告, 九毛九招股书, 国元证券研究所

单店模型表现优秀, 经营利润率。极简的产品、服务以及场景带动太二翻台率领先同行业。毛利率来看, 公司精选原材料、保障品质, 供给鲜活鲈鱼, 食材成本稍高。门店集中于各购物中心等高势能点位, 但因翻座率领先, 租金费用率维持合理水平。人员成本来看, 轻服务的就餐模式减少对门店服务员的需求, 标准化的菜品制作流程减少后厨的准备难度并降低对厨师的依赖度, 相对较低。综合来看, 太二门店层面经营利润率约为 24%, 单店表现优质。

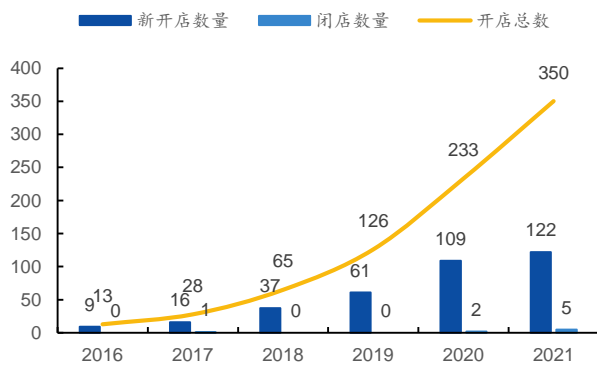
表 6: 单店模型对比

品牌	海底捞	太二	九毛九	呷哺呷哺
年收入(万元)	3,190.10	1,252.87	949.03	304.61
原材料成本(万元)	1,339.84	501.15	332.16	115.75
占比(%)	42.00%	40.00%	35.00%	38.00%
租金成本(万元)	27.12	25.06	28.47	12.18
占比(%)	0.85%	2.00%	3.00%	4.00%
员工成本(万元)	957.03	250.57	284.71	82.25
占比(%)	30.00%	20.00%	30.00%	27.00%
折旧摊销(万元)	287.11	137.82	113.88	45.69
占比(%)	9.00%	11.00%	12.00%	15.00%
水电费(万元)	95.70	37.59	37.96	10.05
占比(%)	3.00%	3.00%	4.00%	3.30%
门店经营利润(万元)	483.30	300.69	151.84	38.69
经营利润率(%)	15.2%	24.0%	16.0%	12.7%
翻座/台率	3.0	3.4	1.9	2.3
人均消费(元)	104.7	80.0	59.0	62.5
面积(m ²)	900~1200	200~300	250~400	200~300
坪效(万元/m ²)	3.04	5.01	2.92	1.22

资料来源: 各公司公告, 国元证券研究所

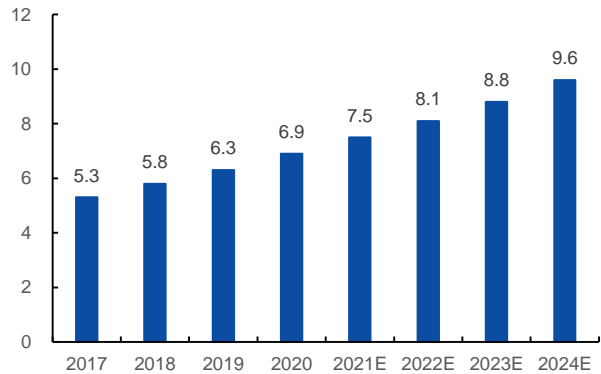
太二延续拓店节奏, 适当加大下沉比例, 依托核心商圈购物中心, 开店空间广阔。公司于 2021 年新开 122 家, 关 5 家门店, 净开店 117 家, 一线和新一线、二线、三线及以下城市新增数量分别占比 1/3。目前从总门店数来看, 一线、二线、三线及以下城市门店分布比例为 4:5:1, 未来会积极开拓新城市, 并适当加大下沉市场比重。根据公司 22 年中期业绩预告, 在上半年来一线城市受疫情影响较为严重的情况下, 太二仍新开设 35 家门店。公司餐厅最早抓住购物中心红利转型快时尚连锁餐饮, 伴随购物中心的拓展布局餐厅网络, 太二开店选址主要以交通便利及人流量较大的城市核心商业区为主。根据艾媒咨询数据, 我国购物中心数量由 2017 年 5300 家增长至 6900 家, 预计 2024 年有望达到 9600 家, 仍有较大的增长空间。

图 18：2016-2021 年太二门店数量变化（家）



资料来源：公司公告，九毛九招股书，国元证券研究所

图 19：我国购物中心数量及预测（千家）



资料来源：中国连锁经营协会，艾媒咨询，国元证券研究所

我们对公司未来开店空间进行测算：参考各省份常住人口以及门店数量，计算每万人保有门店量，按照华东、华北、华南、华中、西北、西南以及东北各区域进行划分，区域内现有每万人均门店保有量最高的省份预期增速假设为 10%，其余省份增长空间与保有量最高的省份 2021 年表现一致。参考窄门餐眼分地域的门店数据，截止 2022 年 7 月 22 日，太二在中国大陆门店数为 389 家，测算得预期门店数量约为 1258 家。

表 7：预期开店空间

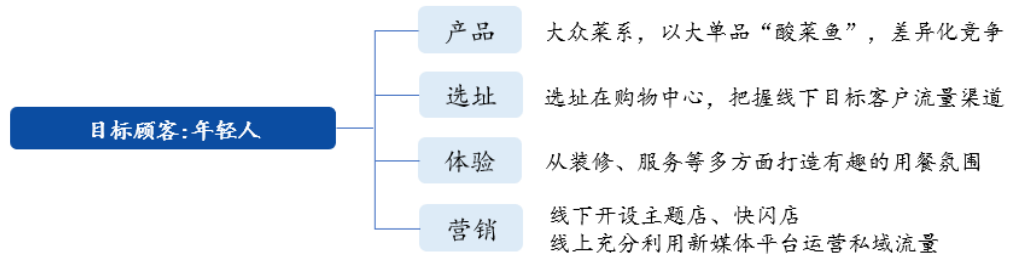
省份	现有门店数	常住人口（万）	预期门店数
广东	114	12684	186
上海	40	2489	44
江苏	32	8505	137
浙江	29	6540	105
福建	23	4187	67
北京	22	2189	24
海南	15	1020	17
湖北	12	5830	13
山东	12	10170	164
安徽	11	6113	98
陕西	8	3954	11
江西	8	4517	73
云南	8	4690	9
天津	7	1373	14
河北	7	7448	75
辽宁	7	4229	8
湖南	6	6622	14
广西	5	5037	74
四川	3	8372	14
河南	3	9883	21
吉林	3	2375	4
重庆	2	3212	5
贵州	2	3852	7
山西	2	3480	35
甘肃	2	2490	7
内蒙古	2	2400	24
宁夏	2	725	2
黑龙江	2	3125	5
合计	389	137513	1258

资料来源：国家统计局，窄门餐眼，国元证券研究所 注：窄门餐眼截至 2022.7

3.1.3 精准定位年轻客群，高线城市建立品牌势向下扩张

太二定位年轻客群，打造独树一帜的品牌文化。太二作为创新互联网餐饮品牌，定位清晰，目标客群为 90 后年轻一代。产品上，选择重口味、具备一定成瘾性的国民菜系酸菜鱼作为大单品，以“酸菜比鱼好吃”体现差异化；选址上，太二门店位于标准化程度高、设施齐全的商场或大型购物中心，把握线下流量渠道，吸引年轻人或周边写字楼的白领用餐，在高线城市积攒品牌势能后，开始向低线城市及外围商圈拓展。整体看，太二品牌定位清晰，运营思路明确，后续孵化的“怂”、“赖美丽”品牌同样采用塑造漫画人物、张贴彰显品牌特色的公告或标语等方式，与“太二”基因一脉相承。

图 20：太二定位年轻群体，全方位打造品牌文化



资料来源：国元证券研究所

门店运营上，店面设计、用餐氛围舒适有趣，采用符合年轻顾客喜好的木雕漫画风，打造原生 IP “二老板” 并作为店长形象和品牌 logo。通过拒绝拼桌、超过四人就餐不予接待、自助倒水等独特的店规为门店运营做减法，降低社交属性从而提升运营效率，自助服务减少客户打扰的同时降本提效。品牌辨识度高，店规与现餐饮行业高标准形成反差，制造品牌热度。

图 21：门店设计采用漫画风，Slogan 独具个性

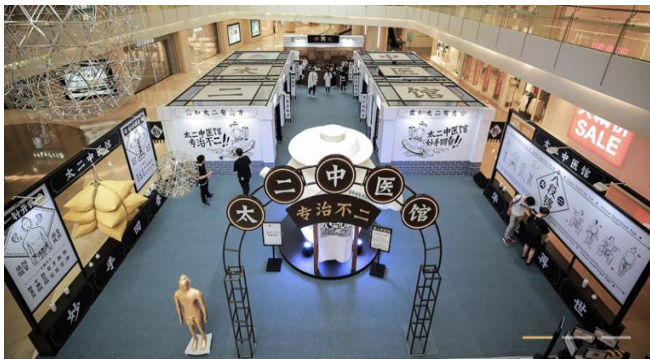


资料来源：公司门店，大众点评，国元证券研究所

营销策略上，线下开设快闪店、主题店进行品牌推广，线上公私域结合，通过公众号、微信群等进行内容、社群营销，在目标客群中塑造餐饮文化潮牌。线下在客流量大的购物中心跨界开设太二中医馆、澡堂、发廊等快闪店，提高品牌关注度，形成文化符号。线上充分主要利用微信进行私域营销，以生动直观的漫画内容讲述产品故事和品牌内涵，定期更新暗号以及兑换的福利，引导顾客持续复购。太二布局新零售在微信小程序、天猫销售茶包、速食面、方便火锅等食品，以及小二哥公仔等周边，作为品

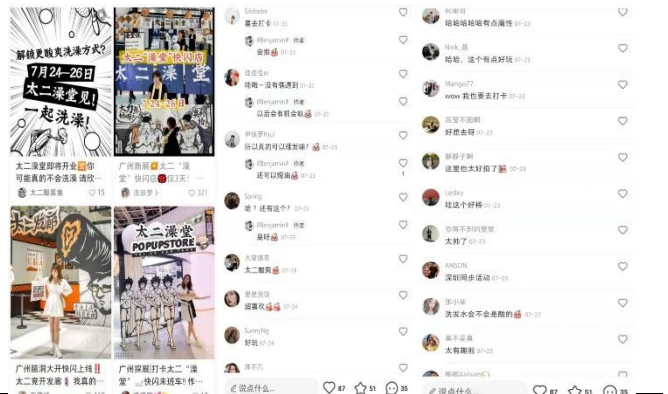
牌文化和特色产品的延伸，增加品牌曝光度和客户粘性。

图 22：太二中医馆



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 23：快闪店引打卡热潮



资料来源：小红书，国元证券研究所

图 24：太二公众号漫画、门店互动



资料来源：太二微信公众号，国元证券研究所

图 25：太二线上商城销售产品及公益活动

品类	商品	品类	商品
茶类	陈皮洛神花茶、太二茶水间 (荔枝乌龙、乌梅桂花乌龙、 麻花椒绿茶、葡萄乌龙茶)	酱	太二即时酸菜 太二酸菜酱、牛肉酱、脆 椒豆豉酱
	冷吃牛肉、香辣那把、香辣 海带		大米
小火锅	金汤肥牛、麻辣鸡自然小火 锅	大米	太二大力米
周边	小二号公仔、何英俊地毯、 联名棒球帽、联名袜子	拌面	酸菜牛肉、椒麻鸡肉、肉 臊豌杂拌面

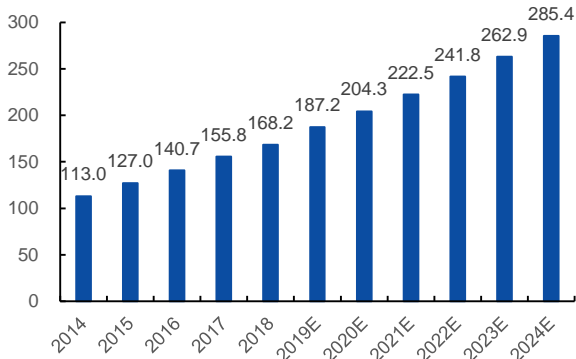
公益活动

资料来源：太二微信公众号，国元证券研究所

3.2 九毛九：品牌迭代更新，未来有望稳健发展

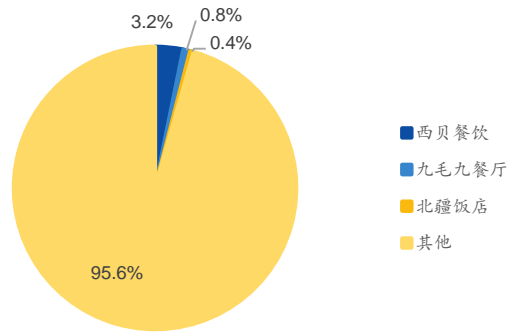
西北菜市场规模超 2000 亿，竞争格局分散，行业集中度低，连锁化率有较大的提升空间。中国西北菜包括中国西北五省（即陕西、甘肃、青海、宁夏及新疆）的传统美食，以牛羊肉类为主，多采用传统烹调方法，突出香味。从 2014 年到 2018 年，中国西北菜市场规模从 1139 亿元增长到 1682 亿元，年复合增长率为 10.2%，预计将于 2024 年增长至 2854 亿元，2019-2024 年复合增长率约为 9.2%。根据沙利文数据显示，国内西北菜市场约有 3 万家餐厅，90%以上为非连锁餐厅，2018 年 CR3 为 4.4%，其中西贝莜面村排名首位，市场份额为 3.2%，九毛九以 13 亿收入排名第二，市场份额为 0.8%，新疆饭店占 0.4%排名第三。

图 26: 2014-2024 年中国西北菜市场收入 (十亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国元证券研究所

图 27: 2018 年 TOP3 西北菜餐厅市场份额



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国元证券研究所

代表品牌中, 西贝莜面村门店数量领先, 九毛九更具有性价比, 主要布局于华南地区。与西贝相比, 九毛九和北疆饭店的平均价格较为便宜, 根据窄门餐眼数据, 西贝莜面村客单价为 98.14 元, 北疆饭店为 76.15 元, 九毛九为 64.06 元。餐厅布局上, 西贝莜面村在共有门店 358 家, 呈现全国布局, 北疆饭店则主要分布在江浙沪以及福建、山东地区, 九毛九则以华南地区作为重点布局, 门店分布在广东和海南, 其中广东 66 家, 海南 11 家。

表 8: 主要西北菜品牌

序号	品牌	成立时间	门店数(家)	单价(元)	经营方式	布局区域
1	西贝莜面村	1988 年	358	98.14	直营	全国布局
2	九毛九	1995 年	77	64.06	直营	广东、海南
3	北疆饭店	1998 年	63	76.15	直营+加盟	江浙沪、福建、山东为主

资料来源: 窄门餐眼, 国元证券研究所 注: 窄门餐眼数据截至 2022.8.1

图 28: 西贝莜面村门店分布



资料来源: 窄门餐眼, 国元证券研究所 注: 窄门餐眼数据截至 2022.8.1

图 29: 北疆饭店门店分布



资料来源: 窄门餐眼, 国元证券研究所 注: 窄门餐眼数据截至 2022.8.1

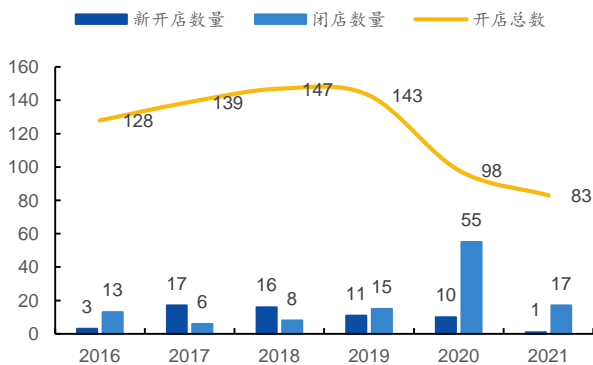
九毛九发展遭遇瓶颈，2020年开始进入调整期。九毛九主打西北菜，客单价在50-70元区间，定位于家庭聚餐。在多年发展后品牌进入成熟期开始出现品牌老化问题，收入增速逐步放缓，叠加2020年疫情冲击下，收入同减47.8%，翻座率下降至1.7，2021年有所改善，回升至1.9。同店销售逐年放缓，2020年同比下降34%。公司开始对九毛九品牌进行调整，2020年公司门店数由2019年143家降至2020年98家，关闭了客流量相对较少的九毛九餐厅，并停止了广东及海南省以外的九毛九餐厅经营，未来将继续优化门店结构，寻求品牌升级改造，解决品牌老化问题，提升品牌竞争力。

表 9：九毛九同店数据

九毛九	2016 vs 2017		2017 vs 2018		2018 vs 2019		2019 vs 2020		2020 vs 2021	
同店销售(百万元)	992.37	1074.00	1002.24	1046.79	1136.86	1139.14	558.39	368.78	297.39	370.12
同店销售增长率	8.23%		4.45%		0.20%		-33.96%		24.46%	

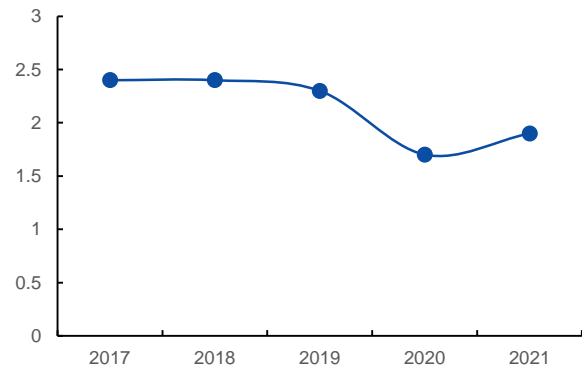
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 30：2016-2021 九毛九门店数量变动（家）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

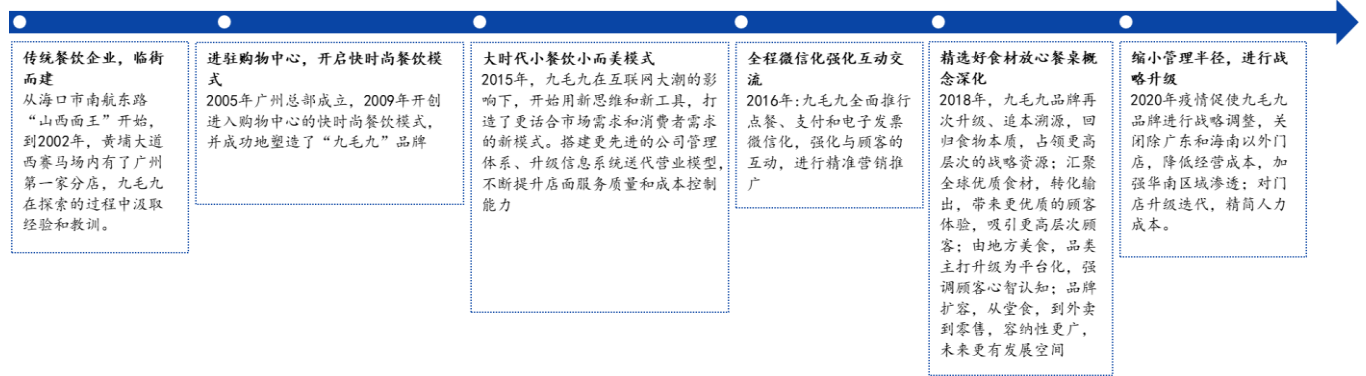
图 31：2016-2021 九毛九翻座率（倍）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

通过优化门店结构、改造菜单品类、升级门店解决品牌老化问题。关闭除广东、海南省之外的九毛九餐厅，进一步降低租金、原材料及其他经营开支，释放经营压力；调整部分菜单组合及价格，适当增加顾客人均消费；进行门店升级迭代，精简人力成本，减少门店员工数量，且在疫情期间提供精选食品的外卖业务。2021年，九毛九整合出全新发展方向，品牌核心战略迭代升级为“九毛九西北菜，三代人都喜爱”，先缩小品牌管理半径，加强华南区域渗透，对模式重、品牌老化问题做针对性改善，转型升级后做再新一轮扩张。在菜品改造上，九毛九在面食基础上增加了各种大菜和小吃，推出三大招牌和六大必点，丰富门店产品体系，包含山西老醋鲈鱼、新疆大盘鸡、西北烤羊排、牛肉汤等具备西北特色风味菜品。在门店形象升级上，将中式传统经典转换为以红色调为主的年轻潮流风格。2021年对华南大部分门店进行更新改造，采用红色新形象，增加就餐空间，提高顾客用餐舒适性。

图 32：九毛九品牌发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 33：九毛九菜单升级



资料来源：大众点评，国元证券研究所

图 34：九毛九新门店展示



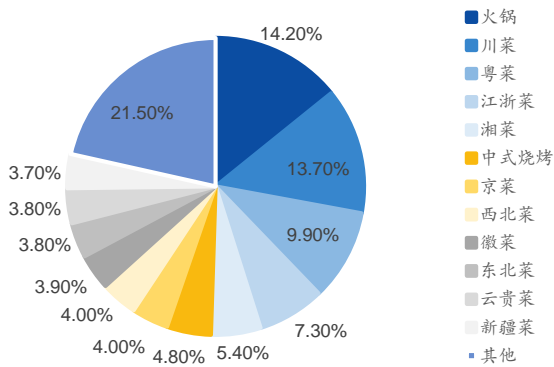
资料来源：搜狐新闻，国元证券研究所

3.3 其他品牌：加快培育新品牌，打造中长期增长曲线

3.3.1 怂重庆火锅厂：挺进火锅赛道，有望快速成长

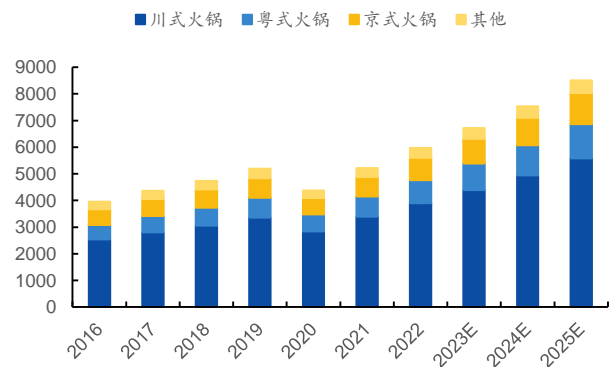
火锅为中式餐饮第一大品类，赛道空间大增长稳定，标准化程度高，市场格局分散，新品牌具备成长空间。根据 2020 年收入计，火锅占中国内地整体中式餐饮市场的 14.1%，超过川菜 13.7%，粤菜 9.9% 以及其他细分领域，市场规模由 2016 年 3955 亿元增加至 2019 年 5188 亿元，复合增长率为 9.5%，预计 2025 年有望增长至 8501 亿元，2020-2025 年复合增长率达到 14.2%。竞争格局上，火锅行业市场相对分散，根据沙利文数据，2020 年我国火锅门店数超过 40 万家，CR5 为 7.9%，其中海底捞以 5.8% 领先，呷哺呷哺占 1.2%，七欣天、捞王以及巴奴毛肚火锅分别占 0.3%，市场竞争格局相对分散，新品牌有较大的成长空间。

图 35：2021 年中式餐饮行业各菜系市场份额



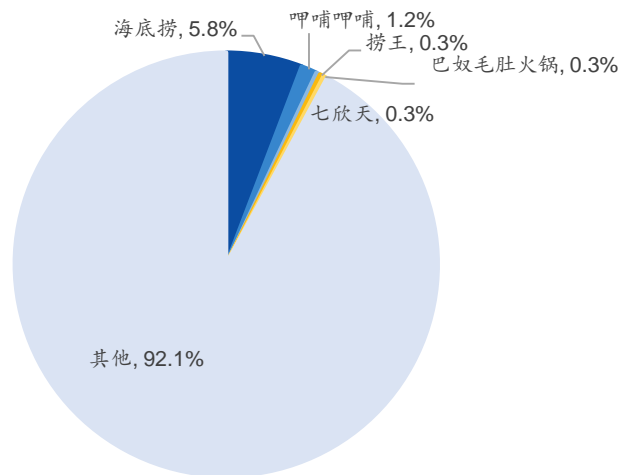
资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 36：分类别火锅餐厅市场收入（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 37：2020 年火锅市场前五大品牌市场份额占比



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

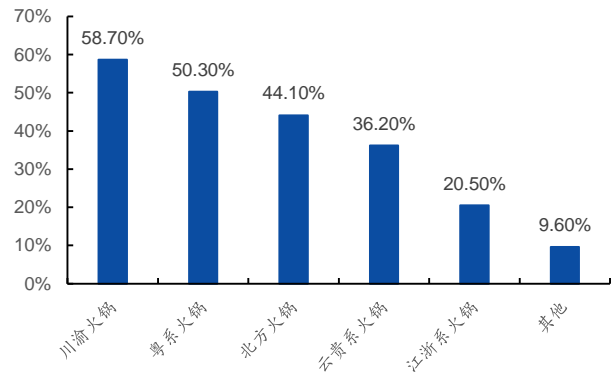
火锅品类繁多，消费群体基础广泛，其中川渝火锅最受欢迎。火锅按类型大致被划分为七大系列，包括北方火锅、川渝火锅、粤系火锅等，七大系列下具体又分为 30 多个品种。多样化组合丰富了火锅赛道品类多样性，且火锅具备受众广、利润高、门槛低、标准化、易复制等综合优势。从消费者偏好来看，川渝火锅用户基础较高。

图 38：中国火锅谱系



资料来源：美团，国元证券研究所

图 39：2022 年火锅类型消费者偏好



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

怂火锅以牛肉为核心产品，精简 SKU 提升运营效率，打造兼具川渝、潮汕饮食特色的个性火锅。怂重庆火锅厂创立于 2020 年，融合重庆火锅和潮汕牛肉火锅，是在怂冷锅串串基础上发展起来定位于年轻人的火锅品牌。与海底捞等其他品牌火锅相比，怂火锅菜单走极简 SKU 路线，仅提供牛油辣搭蔬果汤和认怂锅两种锅底，并搭配有 40 余款涮菜以及 4 款小吃，提升门店运营效率并实现标准化，助力单店过渡至连锁。

图 40：怂重庆火锅厂产品



资料来源：公司官网,国元证券研究所

图 41：怂重庆火锅厂品牌理念



资料来源：公司官网,国元证券研究所

延续太二开店模式，打造品牌势能抢占消费者心智。截止 2021 年底已开设 9 间门店，分别在海口、广州、深圳、上海和杭州。开店模式与太二类似，核心战略是品牌势能优先于开店速度，即利用太二在全国布局的经验和资源，实行先占领品牌势能高地再往下打的开店策略。初期开店速度较慢，随着门店经营成熟将加快开店节奏，选址围绕北上广深和其他一些中心城市，根据 22 年中期业绩公告显示，上半年已新开 2 家怂火锅餐厅。相较于太二多选址在和核心商圈的购物中心，怂火锅定位更年轻化，选址上也将会在更多消费场景做尝试，不断打磨优化门店模型。

图 42：怱重庆火锅厂门店分布



资料来源：窄门餐眼，国元证券研究所 注：时间截止 2022.8.1

图 43：怱重庆火锅厂店面



资料来源：公司官网，国元证券研究所

表 10：主要连锁火锅品牌

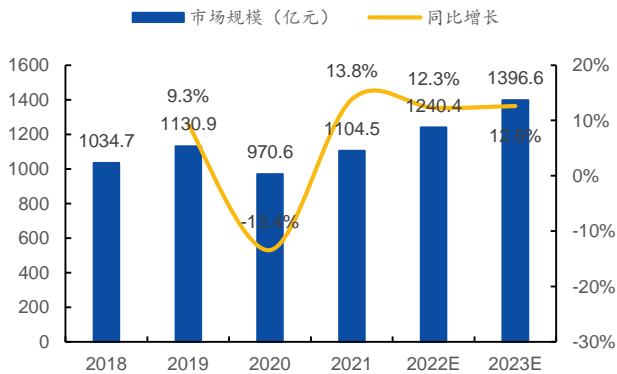
序号	品牌	门店数(家)	单价(元)	翻座/台率	布局区域
1	海底捞火锅	1293	106.4	3.0	全国布局
2	呷哺呷哺	816	69.51	2.3	全国布局
3	凑凑	197	148.11	2.5	全国布局
4	怱重庆火锅厂	13	148.17	2.5	广东、上海、海南、浙江、内蒙

资料来源：窄门餐眼，公司公告，国元证券研究所 注：窄门餐眼数据截止 2022.8.1

3.3.2 赖美丽：仍处培育初期，门店模型需不断完善

烤鱼市场规模超千亿，竞争格局相对分散，口味存在同质化问题，产品和服务创新是实现差异化关键。根据艾媒咨询，2021 年中国烤鱼行业市场规模达 1104.5 亿元，较 2020 年上升 13.8%，预计 2023 年中国烤鱼市场规模有望达到 1396.6 亿元。烤鱼市场历经萌芽期、品牌化和全国化阶段，在 2021 年步入差异化发展新阶段，头部品牌相继涌现。半天妖、愿者上钩以及探鱼以 1135/507/245 家门店数领先，其中门店数超过千家仅有半天妖，行业格局较为分散。而探鱼则以直营为主，并率先将烤鱼引入商场店，强化顾客消费体验。烤鱼菜品做法易复制，蒜香、酱香、香辣等传统口味高度重合，行业同质化问题较为明显，品牌往往在产品层面通过“聚焦”模式和“烤鱼+”两类模式实现差异化创新，例如探鱼重视研发推出鲜青椒烤鱼、升级炉烤技术等，并推出 LAB 体验店创新服务模式实现品牌升级。

图 44：中国烤鱼行业市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

图 45：烤鱼行业发展历程



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

表 11：烤鱼类主要品牌

品牌	门店数 (家)	店铺位置	客单价 (元)	门店形式	主要分布城市
半天妖	1135	街边为主	69.58	直营+加盟	二三线为主，新一线及四线为辅
愿者上钩	507	街边为主	67.55	直营+加盟	一线为主，新一线、二线为辅
探鱼	245	商场为主	90.93	直营	一线为主，新一线、二线为辅
鱼酷	228	商场为主	91.14	直营	新一线为主，一线、二线、三线为辅
江边城外	131	商场为主	102.91	直营	一线为主，新一线为辅
炉鱼	88	商场为主	82.47	直营+加盟	新一线、二线为主，一线、三线为辅

资料来源：艾媒咨询，窄门餐眼，国元证券研究所 注：窄门餐眼数据截至 2022.7.4

赖美丽切入烤鱼赛道，延续品牌 IP+精简 SKU 策略，供应链有望与太二实现协同效应。公司于 2021 年 8 月在广州新品牌“赖美丽青花椒烤鱼”，品牌文化延续太二漫画风格，设计出身烤鱼世家的 IP 赖美丽，客户仍定位于年轻消费者，以漫画品牌故事的方式与怂火锅联动宣传，深化消费者对品牌记忆点，目前广州开设 2 家门店，品牌处于培育初期。菜单选择依旧保持精简，烤江团鱼作为主打餐品，包含青花椒口味、经典香辣、番茄酸汤以及干烧肉末口味，配有餐前菜、烤鱼配菜、小吃、主食、饮品等，合计 SKU 不超过 30 道。赖美丽强调活鱼供应，公司利用太二鲈鱼养殖基地自养江团鱼，降低原材料成本，保证产品品质和供应，供应链形成协同效应，实现降本增效。

图 46：赖美丽 IP



资料来源：赖美丽官微，国元证券研究所

图 47：赖美丽菜单



资料来源：大众点评，国元证券研究所

3.3.3 那未大叔是大厨：主打精品粤菜，定位中高端客户

公司于 2019 年推出那未大叔是大厨，主营轻奢大厨精品粤菜，专注于价格敏感度较低的中高端顾客，目前仅在广州开设有 1 家自营店。根据沙利文数据显示，2021 年中式餐饮菜系市场份额占比中，粤菜以 9.9% 位于第三，仅次于火锅和川菜。餐厅菜品种类不超过 35 种，以主菜+烧腊+点心为主，顾客人均消费在 120-150 元，门店面积约为 380 平方，2021 年餐厅收入为 1240.2 万元，同比增长 27%，翻座率为 1.7。

图 48：那未大叔是大厨菜单



资料来源：大众点评，国元证券研究所

图 49：室内设计及部分供应菜式



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

(1) 太二：由于 2022 年上半年受疫情影响，预计公司 2022-2024 年新增门店数为 120/150/150，对应收入 39.79/62.98/89.96 亿元，同比增长 20.86%/58.30%/42.82%。

(2) 九毛九：品牌处于调整期，门店结构持续优化中，预计 2022-2024 年新增门店数为 -10/5/5 家，对应收入为 6.35/7.81/8.72 亿元，同比增长 -16.45%/22.88%/11.73%。

(3) 其他：总重庆火锅厂是公司主推的新品牌，预计 2022-2024 年新增门店 15/20/25 家，赖美丽烤鱼保持平稳增长，预计 2022-2024 年新增门店 1/3/5 家，那末大叔是大厨门店数量保持不变。其他品牌整体收入为 2.99/6.17/11.04 亿元，同比增长 135.45%/106.28%/78.92%。

表 12：公司收入拆分预测

	2021	2022E	2023E	2024E
太二				
收入（百万元）	3292.18	3978.84	6298.42	8995.56
yoy	67.81%	20.86%	58.30%	42.82%
九毛九				
收入（百万元）	760.46	635.40	780.76	872.34
yoy	6.28%	-16.45%	22.88%	11.73%
其他品牌				
收入（百万元）	127.06	299.16	617.11	1104.10
yoy	238.77%	135.45%	106.28%	78.92%

资料来源：国元证券研究所

预计公司 2022-2024 实现归母净利润 2.77/7.04/10.89 亿元，对应 EPS0.19/0.48/0.75 元/股，对应 PE79x/31x/20x，首次覆盖给予“增持”评级。

表 13：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (港元)	总市值 (百万港元)	EPS				PE			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
6862.HK	海底捞	15.14	84,390.36	-0.75	0.18	0.48	0.69	-20.19	84.11	31.54	21.94
0520.HK	呷哺呷哺	3.25	3,530.02	-0.27	0.20	0.27	0.35	-12.04	16.25	12.04	9.29
9987.HK	百胜中国-S	365.60	153,552.00	14.73	7.93	13.07	15.66	24.82	46.10	27.97	23.35

资料来源：ifind，国元证券研究所 注：盈利预测采用 ifind 一致预期，收盘价、总市值日期为 2022.8.2

表 14: 利润表假设 (百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	2687.29	2714.83	4179.70	4913.40	7696.28	10972.01
yoy	41.97%	1.02%	53.96%	17.55%	56.64%	42.56%
所用原材料及耗材	(985.31)	(1,045.78)	(1,537.37)	-1819.92	-2809.14	-3949.92
%营业收入	36.67%	38.52%	36.78%	37.0%	36.5%	36.0%
员工成本	(696.72)	(747.85)	(1,056.87)	-1358.06	-2001.03	-2852.72
%营业收入	25.93%	27.55%	25.29%	27.6%	26.0%	26.0%
使用权资产折旧	(218.99)	(243.04)	(342.55)	-441.71	-631.10	-899.70
%营业收入	8.15%	8.95%	8.20%	9.0%	8.2%	8.2%
物业租金及相关开支	(44.30)	(49.81)	(96.89)	-124.80	-177.01	-252.36
%营业收入	1.65%	1.83%	2.32%	2.5%	2.3%	2.3%
其他资产折旧及摊销	(97.38)	(110.59)	(159.14)	-208.33	-307.85	-438.88
%营业收入	3.62%	4.07%	3.81%	4.2%	4.0%	4.0%
水电开支	(107.87)	(94.66)	(132.35)	-173.93	-246.28	-351.10
%营业收入	4.01%	3.49%	3.17%	3.5%	3.2%	3.2%
差旅及相关开支	(16.10)	(16.69)	(23.62)	-31.45	-46.18	-65.83
%营业收入	0.60%	0.61%	0.57%	0.6%	0.6%	0.6%
广告及推广开支	(19.75)	(21.40)	(47.72)	-65.84	-100.05	-142.64
%营业收入	0.73%	0.79%	1.14%	1.3%	1.3%	1.3%
融资成本	(66.68)	(67.42)	(75.31)	-98.27	-138.53	-197.50
%营业收入	2.48%	2.48%	1.80%	2.0%	1.8%	1.8%
其他收入	12.27	83.93	64.236	53.48	67.21	61.64
其他开支	(159.04)	(194.18)	(259.81)	-204.35	-219.45	-227.87
其他收益及亏损	(4.99)	(28.18)	11.42	-7.25	-8.00	-1.27
物业、厂房及设备以及使用权资产确认的减值损失	(2.02)	(23.41)	(18.80)	-14.74	-18.99	-17.51
应占联营公司的(亏损)/溢利	1.73	(8.24)	0.98	-1.84	-3.03	-1.30
税前利润	259.15	176.61	505.92	416.38	1056.85	1635.04
所得税	(73.38)	(38.60)	(133.77)	-108.26	-274.78	-425.11
净利润	185.77	138.01	372.15	308.12	782.07	1209.93
少数股东损益	21.36	13.94	32.22	30.81	78.21	120.99
归母净利润	164.414	124.06	339.94	277.31	703.86	1088.94

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

5. 风险提示

食品安全问题、门店扩张不及预期、经营效率不及预期风险、宏观经济影响、疫情反复风险等。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188