

评级：买入（维持）

市场价格：5.64 港元

分析师：苏畅

执业证书编号：S0740523110001

Email: suchang@zts.com.cn

分析师：张友华

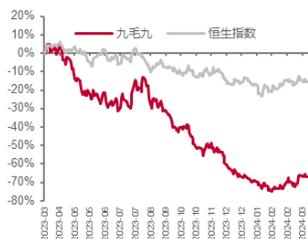
执业证书编号：S0740523110006

Email: zhangyh@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,437
流通股本(百万股)	1,437
市价(港元)	5.64
市值(百万港元)	8,102
流通市值(百万港元)	8,102

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《门店经营回暖，“怂”火锅加速扩张》 2023.08.29
- 《“怂”火锅单店模型优秀，中长期成长空间打开》 2023.03.23
- 《疫情导致业绩承压，新老品牌孕育生机》 2022.08.24
- 《餐饮行业的“三好学生”》首次覆盖 2022.03.29

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,008	5,994	7,872	9,740	11,689
增长率 yoy%	-4.10%	49.54%	31.32%	23.74%	20.00%
归母净利润(百万元)	49	453	617	770	924
增长率 yoy%	-85.50%	820.17%	36.05%	24.79%	20.06%
每股收益(元)	0.03	0.32	0.43	0.54	0.64
每股现金流量	0.48	0.94	1.17	1.19	1.38
净资产收益率	2%	14%	17%	18%	18%
P/E	155.1	16.9	12.4	9.9	8.3
P/B	2.4	2.3	1.9	1.6	1.4

备注：股价使用 2024 年 03 月 28 日收盘价

投资要点

- **核心观点：受制于消费力的回落和品牌势能下滑，23H2 公司主力品牌同店恢复走弱。但考虑公司市值自 23 年年中以来已经大幅回调，我们认为当下估值水平具备较高的配置价值。此外，公司 Q4 以来积极采取措施应对外部环境变化，待同店重回升通道后，有望催化估值上行。**
- **调整盈利预测，维持“买入”评级。**受 23 年下半年消费力下滑及品牌势能下降影响，公司主要品牌经营层面承压。考虑当前整体消费环境较弱，公司各品牌同店表现尚未企稳，基于相对保守的假设，我们下调公司 2024-2025 年归母净利润分别为 6.2/7.7 亿元（此前 24-25 年预测为 8.5/10.9 亿元），调整后 24-25 年业绩增速为 36.1%/24.8%。考虑公司自 2023 年年中以来回调较深，当前估值层面性价比突出，维持“买入”评级。
- **23H2 经营层面走弱，业绩低于我们此前预期。**1) 公司 23 年营收为 59.9 亿元，同比增长 49.4%，归母净利润为 4.5 亿元，同比增长 820.2%。23H2 营收为 31.1 亿元，同比增长 47.5%，归母净利润为 2.3 亿元，同比扭亏。23H2 业绩低于我们此前预期(我们预期 2.8 亿元)，主要原因在于下半年消费力下滑，主力品牌太二和怂火锅客流下滑，同店表现较弱。2) 分品牌来看，九毛九 2023 年营收 6.3 亿元，同比增长 3.9%，门店层面经营利润 1.1 亿元，同比增长 41.9%。九毛九 23H2 营收 3.1 亿，同比增长 6.3%，门店层面经营利润 0.5 亿元，同比提升 20.3%；太二 2023 年营收 44.8 亿元，同比增长 41.0%，门店层面经营利润 8.7 亿元，同比增长 94.6%。2023H2 营收为 22.9 亿元，同比增长 44.0%，门店层面经营利润 4.0 亿元，同比增长 99.0%；“怂”火锅 2023 年营收 8.1 亿元，同比增长 210.4%，门店层面经营利润 0.99 亿元。2023H2 营收 4.5 亿元，同比增长 155.0%，经营利润为 0.50 亿元，同比扭亏。3) 从门店数量看，2023 年公司门店为 726 家，其中太二 578 家，净增长 128 家，全年开店略超预期，怂火锅 62 家，净增长 35 家，符合预期。
- **下半年同店恢复度下滑，门店端经营利润率承压。**由于下半年整体消费市场走弱叠加品牌势能下滑影响，公司主力成长品牌同店恢复度均呈现不同程度下降：2023 年太二同店销售额恢复至 2019 年 67%，我们推算 23H2 同店恢复度环比下降约 5%（23H1 恢复至 19 年 69%，推算逻辑为：全年恢复度*2-上半年恢复度。由于同店样本并不一致，可能与实际情况略有出入，下同）；2023 年怂火锅同店销售额同比提升 10.6%，我们推算 23H2 同店同比下滑 4.2%（23H1 为增长 25.4%），环比恢复度下滑约 30%。受此影响，23H2 太二经营利润率为 17.4%，环比下降 3.9pct，怂火锅 23H2 经营利润率为 11.1%，环比下降 2.6pct。
- **积极调整经营策略，静待同店回升。**23Q4 以来，为应对消费环境的改变，公司主动调整经营策略，包括降低客单价提升性价比、加快菜单更新频率、拥抱新营销渠道促进客流回升。尽管当前外部消费环境仍然存在较大的不确定性，但公司管理层拥有长达数十年的餐饮品牌运营经验，我们看好管理层的调整能力，亦期待管理层的积极应对能够重塑太二的品牌活力。
- **风险提示事件：门店扩张速度不及预期；服务质量与品牌风险；疫情反复。**

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。