

社会服务业

九毛九 (9922)

践行多品牌战略，打造平台型餐饮企业

——九毛九深度报告

刘越男(分析师) 徐乔威(分析师)
 021-38677706 021-38676779
 liuyuanan@gtjas.com xuqiaowei023970@gtjas.com
 证书编号 S0880516030003 S0880521020003

本报告导读:

太二同店稳定性、门店空间均有望超出市场预期，总、赖美丽有望扩展到100-200家门店。公司处于预期底部+边际改善，具备很好的投资价值。

摘要:

- 中短期看太二门店扩张，长期看九毛九品牌改革、其他品牌成熟、供应链成熟。由于疫情反复，下调公司2021-2023年净利润分别为3.5(-1.6)/5.9(-1.9)/8.9(-3.5)亿元，对应PE分别49/29/19倍，给予22年40倍，对应目标价19.49港元。维持公司增持评级。
- 太二成功之路：产品打磨到极致+标准化+营销。(1)产品打磨到极致：精选鲈鱼(肉质紧实、口感细腻、鱼刺少)、酸菜(使用山泉水腌制)、米饭(五常大米配农夫山泉水)等食材，客单价定位80元左右，体现高性价比。(2)标准化：精简SKU、流程标准化、简化服务内容，使得太二拓张起来较为容易。(3)营销：打造IP、反向营销、打造特色门店、公私域流量触达客户，持续保持热度。太二品牌势能良好，2022年开店提速(150家，高于2021年目标120家)。
- 供应链+管理体系+信息技术，打造公司核心竞争力。(1)公司供应链采用自建和外采结合模式，并逐步加大自建比例，完善全产业链的采购能力和央厨体系，奠定供应链优势。(2)公司重用年轻人，并通过股权捆绑员工利益，提升员工动力，组织架构合理清晰，便于多品牌协同运作和发展特色。(3)公司已启动IT中台战略，太二前端业务系统已全部自主研发，计划将现有研发成果推广到怂火锅和其他品牌，为集团多品牌服务。
- 公司新品牌表现较好的原因：大胆招募和任用年轻群体、管理层重视新品牌培育、重视产品。(1)公司觉得年轻人更懂年轻人，大胆任用年轻人做品牌创始人。(2)管理人重视新品牌培育，做新品牌时候会配齐团队(年轻人负责前端，老人负责运营)，董事长是最好的产品经理，了解每个品牌从初创到成功的发展历程，管总经常到新品牌门店看情况、督促产品精益求精。(3)公司觉得餐饮长期看产品，中短期看营销，先产品打磨成功以后再做营销、开店。
- 风险提示：疫情反复、开店不及预期、同店下滑明显等。

财务摘要(百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,469	1,893	2,687	2,715	4,391	6,599	9,469
(+/-)%		28.83	41.97	1.02	61.73	50.28	43.50
毛利润	251	318	482	348	847	1,422	2,118
净利润	67	70	164	124	348	590	885
(+/-)%		4.17	136.06	-24.54	180.88	69.39	49.92
PE				186.88	48.74	28.77	19.19
PS				13.06	3.87	2.57	1.79

评级: **增持**

当前价格(港元): 14.02

2022.01.12

交易数据

52周内股价区间(港元) 12.82-37.80
 当前股本(百万股) 1,453
 当前市值(百万港元) 20,377

52周内股价走势图



相关报告

《业绩符合预期，人经营利润率表现亮眼》
2021.8.25

《赖美丽烤鱼即将开业，有望复制太二的成功路径》
2021.8.16

《太二疫情下快速恢复，怂火锅稳健扩张》
2021.3.24

目 录

1. 太二成功之路：产品打磨到极致+标准化+营销.....	5
1.1. 产品：在好吃的基础上做高度标准化，做到好看、好吃、好玩	5
1.2. 标准化：精简 SKU、流程标准化、简化服务内容，打造容易扩张的单店模型	5
1.3. 营销：打造独特品牌文化，利用公私域流量进行宣传.....	6
1.4. 太二同店主要受疫情影响，后续有望恢复到 100%.....	10
1.5. 单店模型：太二成熟门店单店模型较好.....	11
1.6. 开店空间：太二国内开店有望达到 932 家	12
2. 怂、赖美丽有望持续验证，九毛九改革已初具成效	13
2.1. 怂：布局火锅大赛道，持续验证模型	13
2.2. 赖美丽：进军烤鱼赛道，主打活鱼鲜嫩弹牙.....	15
2.3. 九毛九：改革已初具效果.....	16
3. 核心竞争力：供应链+管理体系+信息化，构建公司竞争壁垒.....	17
3.1. 供应链：逐渐自建供应链，把控食品品质、提升毛利率	17
3.2. 组织架构：管理体系大胆创新，年轻人更懂年轻人	18
3.3. 信息化：启动 IT 中台战略，前端业务系统已全部自主研发..	21
4. 投资建议	21
4.1. 核心假设	21
4.2. 估值方法	22
5. 风险提示	22
5.1. 疫情反复风险	22
5.2. 开店不及预期	22
5.3. 同店下滑明显	22

图目录

图 1: 太二餐厅主打酸菜鱼.....	5
图 2: 太二电饭煲上面放农夫山泉.....	5
图 3: 太二自助茶饮标注配方.....	5
图 4: 太二店长说强调超过4人不接待.....	6
图 5: 太二利用微信公众号漫画推广新菜.....	6
图 6: 太二连续5年设立周年快闪店.....	6
图 7: 太二与“何英俊”跨界联名.....	6
图 8: 太二以微信为私域营销主阵地, 公域平台作为辅助.....	7
图 9: 太二利用私域流量进行沉淀.....	7
图 10: 太二在小红书、微博、抖音粉丝量较多.....	8
图 11: 微博中太二提升日常互动话题活跃度.....	8
图 12: 小红书中太二以攻略向内容为主.....	8
图 13: 抖音中太二主攻情景剧短视频.....	8
图 14: 太二微信群暗号兑换免费菜品.....	9
图 15: 太二微信群可以订位.....	9
图 16: 太二脑洞商店小程序以IP周边产品为最佳推荐位.....	9
图 17: 海伦司、太二、凑凑恢复情况领先同行.....	10
图 18: 太二在酸菜鱼同行中评分仍然第一.....	10
图 19: 太二外卖像飞碟.....	11
图 20: 太二增加了外卖包装盒.....	11
图 21: 对比国内连锁餐饮业态, 太二开店空间大.....	13
图 22: 产品拆分角度, 自有产品营收占据七成.....	14
图 23: 怂火锅食材颜值较高.....	14
图 24: 对标凑凑, 预计怂未来几年新开门店较快.....	14
图 25: 怂大众点评评分与凑凑差不多, 高于海底捞.....	14
图 26: 除上海丰盛里门店以外均是周边火锅排名第一第二.....	14
图 27: 赖美丽烤鱼上会有弹牙标签.....	15
图 28: 赖美丽烤鱼强调IP人物和“我只用活鱼”.....	15
图 29: 赖美丽第一家店评分较高.....	16
图 30: 赖美丽第二家店刚开业, 评分仍在爬坡期.....	16
图 31: 调整后的九毛九同店收入恢复情况已与太二类似.....	16
图 32: 九毛九装修更加喜庆、明亮、年轻.....	16
图 33: 公司开发出鲈鱼溯源系统, 把控食材品质.....	17
图 34: 太二有农业实验室.....	17
图 35: 公司开发出鲈鱼溯源系统, 把控食材品质.....	18
图 36: 太二拥有年轻开放的管理团队.....	18
图 37: 太二在公众号上高薪招聘厨师.....	19
图 38: 公司各品牌部门下面都有完整的组织架构.....	20
图 39: 九毛九已实现前台组件全部自主研发.....	21

表目录

表 1: 太二单店模型兼具高坪效和高净利率.....	12
表 2: 太二盈亏平衡期、投资回报期均优于餐饮行业龙头.....	12
表 3: 用店均覆盖人口测算公司开店空间为932家.....	12

表 4: 公司收购太二 3% 股权后品牌负责人均获得较好回报.....	20
表 5: 公司设立了 10 年维度的股权激励计划.....	20
表 6: 餐饮龙头 2021-2023 年预期净利润、PE.....	22

1. 太二成功之路：产品打磨到极致+标准化+营销

1.1. 产品：在好吃的基础上做高度标准化，做到好看、好吃、好玩

产品打磨到极致，打造高性价比。酸菜鱼口味已经打磨到极致，推出市场之前经历了 1 万次的试菜，运用大数据优化产品，远超一般品牌 500 次的试菜，体现了公司追求菜品极致的精神。酸菜鱼向佛山指定产地购买，选择肉质紧实、口感细腻、鱼刺少的鲈鱼，造型上推陈出新打造出了“撒菊花”的创意，使得酸菜鱼颜值上有明显提升，体现精细独特的烹饪理念；酸菜为中国陶罐腌制的酸菜，精选供应商独家生产，使用山泉水、还原重庆地窖的温度和湿度进行腌制，并根据温度及湿度进行适宜储存。米饭采用五常大米，用农夫山泉水、日本象印电饭煲烹饪。太二采用透明厨房，方便消费者看到加工过程，给消费者留下卫生、健康、高品质的印象。购物中心餐饮门店客单价普遍为 100 元左右，太二定价明确且克制，客单价为 80 元左右，体现高性价比。

图 1：太二餐厅主打酸菜鱼



数据来源：大众点评

图 2：太二电饭煲上面放农夫山泉



数据来源：草根调研、国泰君安证券研究

1.2. 标准化：精简 SKU、流程标准化、简化服务内容，打造容易扩张的单店模型

打造标准化流程。（1）精简 SKU：太二只有 20+SKU，酸菜鱼仅有一种味道，不加辣不减辣，配菜只有 4 种选择。（2）流程标准化：SKU 少，节省了人工成本和供应链压力。不开放辣度、味道的选择，提升了标准化程度，加快上菜速度。酸菜鱼制作流程高度标准化，仅需 3 名厨师，1 名负责烫鱼片、1 名负责准备酸菜底料、1 名负责接单摆位并放在传菜口，整个出餐过程仅需要 4-5 名员工，可以在 10 分钟内制作完成。自助茶水区的指示牌会告知搭配方式陈皮 3 个+洛神花 2 个，热水用最适宜的温度 62℃。（3）简化服务内容：消费者等位、点餐、倒茶、买单、开发票等均为自助，服务员只需要传菜、消费者有需求帮忙即可，服务内容较少；只设置 2-4 人桌，超过 4 人以上不接待。

图 3：太二自助茶饮标注配方

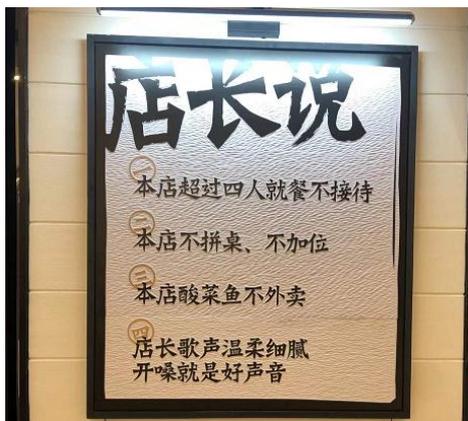


数据来源：草根调研、国泰君安证券研究

1.3. 营销：打造独特品牌文化，利用公私域流量进行宣传

打造独特品牌文化。(1) 打造 IP：设计“二老板”和“小二哥”的 IP 形象，通过漫画故事打造人物。(2) 反向营销：太二店长说强调原则“超过 4 人不接待、不拼桌不加位等”，塑造独特二文化。(3) 打造特色门店：周年打造快闪店，包括二周年庆快闪博物馆、三周年庆中医馆、四周年酸菜探索基地、五周年庆太二澡堂、六周年庆太二发廊；开设超级粉丝店。(4) 跨界联名：太二还与品牌形象猫咪“何英俊”登上上海时装周，实行跨界联名。

图 4：太二店长说强调超过 4 人不接待



数据来源：草根调研、国泰君安证券研究

图 5：太二利用微信公众号漫画推广新菜



数据来源：微信公众号

图 6：太二连续 5 年设立周年快闪店

图 7：太二与“何英俊”跨界联名



数据来源：餐饮 O2O



数据来源：微博

利用公私域流量进行宣传。太二利用公域平台微博、抖音、小红书、B站等进行品牌宣传，引流到微信生态进行私域运营。

图 8：太二以微信为私域营销主阵地，公域平台作为辅助



数据来源：云徙数盈

图 9：太二利用私域流量进行沉淀

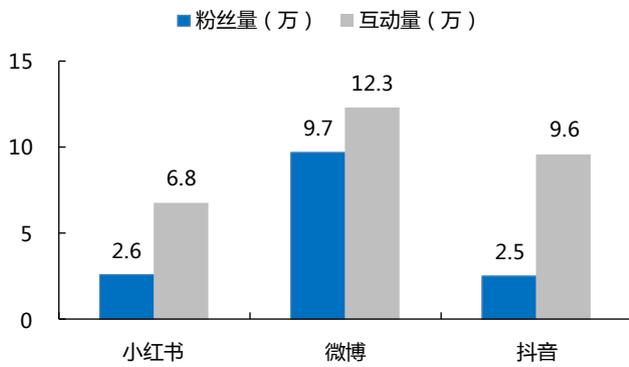


数据来源：云徙数盈

公域流量：太二将公域流量平台作为品宣阵地，刺激到店消费。太二在

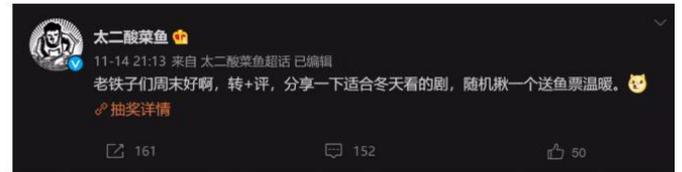
小红书、微博、抖音中的粉丝量分别为 2.6、9.7、2.5 万人，互动量分别为 6.8、12.3、9.6 万次。各平台的内容策划方向也有所不同，微博以提升日常互动话题活跃度为主，小红书以攻略向内容为主，抖音主攻情景剧短视频。

图 10: 太二在小红书、微博、抖音粉丝量较多



数据来源: 小红书、微博、抖音、国泰君安证券研究

图 11: 微博中太二提升日常互动话题活跃度



数据来源: 微博

图 12: 小红书中太二以攻略向内容为主



数据来源: 小红书

图 13: 抖音中太二主攻情景剧短视频



数据来源: 抖音

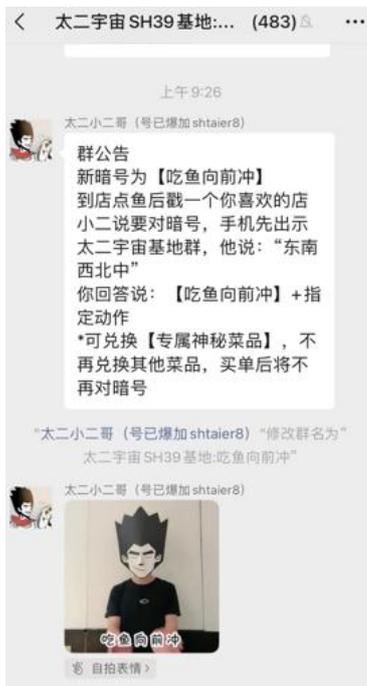
私域流量:太二已经拥有了“公众号+视频号+微信群+小程序”的流量闭环。2020 年太二公众号粉丝超过 700 万，2021H1 九毛九和太二品牌微信粉丝数量超过了 1600 万。

微信公众号&视频号:以四格漫画为主,通过段子和卡通人物形象创作自带传播力和影响力的内容。漫画内容天生自带喜感和强代入感,更容易激起读者的好奇心和互动欲望,可以加深品牌形象。视频号作为补充,可以将内容视频化,形式上更喜闻乐见。

微信群:私域运营重点,反复触达用户,引导消费者复购。(1)社群准入严格:需要门店就餐加工作人员微信,才能进入社群。(2)订座:微信群可以直接订位,只需要输入时间、地点、人数即可。(3)暗号:太

二会在微信群里不定时公布暗号，暗号为指定话术+指定动作，且一段时间会更新一次；2020年太二通过暗号送出15万份小菜，通过不断强化暗号存在，使得“暗号=白嫖”深入用户心智。(4) 活跃氛围：小二哥会将热衷发言的用户培养成水群助力，并通过不定期活动和摸鱼话题提升社群活跃度。(5) 引导消费者复购：活跃时间段集中于上午10:30-11:00，下午16:00-17:00饭点之前，这时小二哥通过拉人进群、发起话题、推送暗号等方式提升社群存在感，不断推动消费者产生二次消费。

图 14: 太二微信群暗号兑换免费菜品



数据来源：太二微信群

图 15: 太二微信群可以订位



数据来源：太二微信群

太二脑洞商店小程序:拓展零售业务,主要为增加曝光度。在小程序中,老坛酸菜、酸菜鱼自热锅、牛肉自热米饭是销量冠军,但IP周边产品太二毛毯、太二雨伞、何英俊地垫始终在最佳推荐位,太二通过这些方式增加自己在消费者面前的曝光度。

图 16: 太二脑洞商店小程序以 IP 周边产品为最佳推荐位

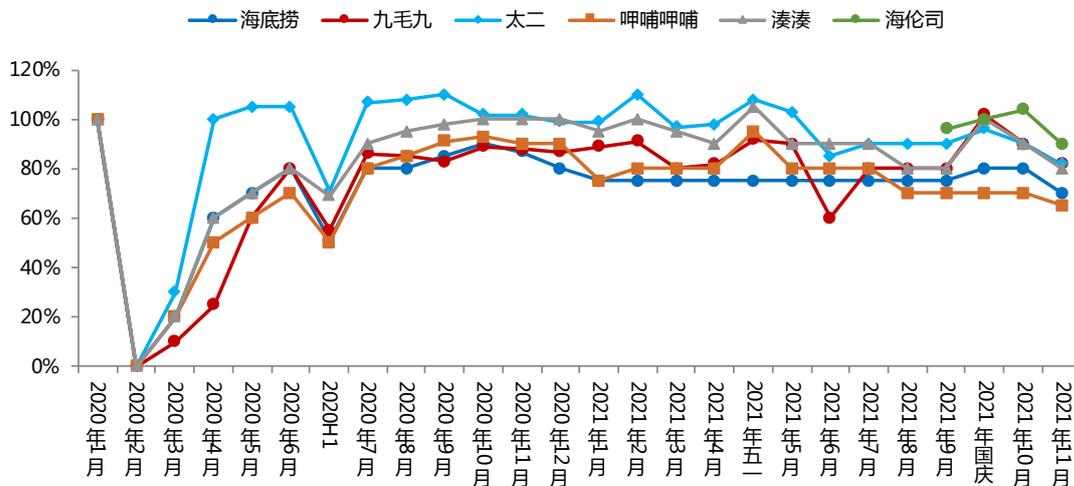


数据来源：太二脑洞小程序

1.4. 太二同店主要受疫情影响，后续有望恢复到 100%

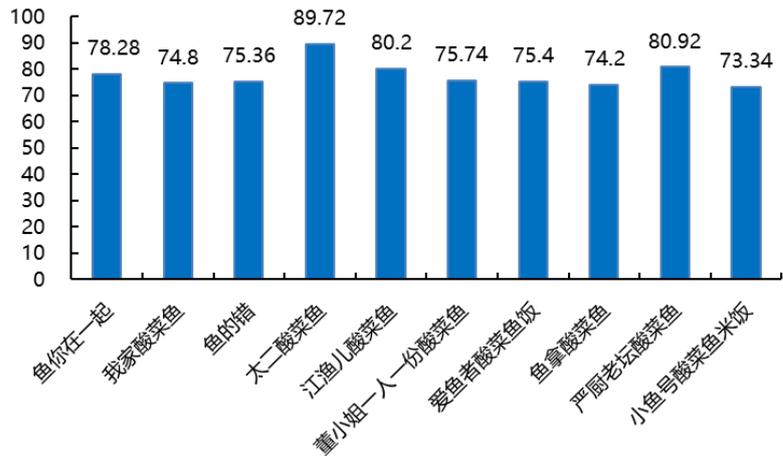
太二同店下降仅是疫情反复的影响，自身品牌力没有出现下滑。10月份海底捞/九毛九/太二/呷哺/凑凑/海伦司同店收入分别恢复到 2019 年同期的 80%/90%/90%/70%/90%/104%，11 月份分别恢复到 70%/82%/82%/65%/80%/90%，11 月份恢复情况相比 10 月均有 10% 左右的下滑；从商场的草根调研看，商场客流量同比 2019 年也下降了 20%-30%；我们认为这主要是 11 月份疫情反复带来的行业性影响，而不是太二本身的品牌力下滑，且餐饮龙头的客流下降情况低于商场平均水平。若疫情缓解，我们认为太二同店收入仍能恢复到 100%。

图 17：海伦司、太二、凑凑恢复情况领先同行



数据来源：公司调研、国泰君安证券研究

图 18：太二在酸菜鱼同行中评分仍然第一



数据来源：窄门餐眼、国泰君安证券研究

太二在门店扩张的过程中，同店收入有望保持稳定，因为太二有外卖的助力（占比 10%-12%）。若疫情好转，太二堂食有所恢复，太二可能会取消外卖；若同店出现一定的下滑，太二可以不取消外卖，维持同店收入的稳定性；若疫情持续，太二也会持续外卖业务，同店也可以保持稳定。

图 19：太二外卖像飞碟



数据来源：小红书

图 20：太二增加了外卖包装盒



数据来源：小红书

1.5. 单店模型：太二成熟门店单店模型较好

太二单店模型仍然优异，兼具高坪效和高净利率。由于2020、2021年受疫情影响，以2019年成熟门店单店模型为例。从坪效看，太二坪效为5.8万/平方米，略低于餐饮行业龙头海底捞，高于餐饮行业平均，这得益于太二精简SKU、流程标准化、简化服务内容，无4人以上消费者聚餐，减少了客户停留时间，提高翻座率，增加门店经营效率。从成本看，太二食材成本较高，主要由于太二选用食材较好；员工成本远低于行业龙头，一方面由于太二坪效较高，另一方面由于太二进行流程标准化并简化服务流程，消费者用餐过程自助化程度高，减少了对于员工的需要；租金成本占比较低，主要由于太二坪效较高。从经营利润率看，太二成熟门店的经营利润率为24%，高于其他餐饮行业龙头。从净利率看，太

二净利率为 13.4%，高于餐饮行业龙头。

表 1: 太二单店模型兼具高坪效和高净利率

成熟门店模型	海底捞	太二	九毛九	呷哺呷哺	凑凑
1、收入 (万元)	5,069	1,445	991	456	1,995
坪效 (万元/平方米)	6.3	5.8	2.8	2.1	3.1
2、食材成本 (万元/年)	2,145	578	367	168	710
食材占比	42.3%	40.0%	37.0%	36.9%	35.6%
3、员工薪酬 (万元/年)	1,246	217	228	118	515
员工薪酬占比	24.6%	15.0%	23.0%	25.9%	25.8%
4、租金 (万元/年)	204	145	109	54	237
租金占比	4.0%	10.0%	11.0%	11.8%	11.9%
5、折旧费用 (万元/年)	176	43	50	21	91
折旧费用占比	3.5%	3.0%	5.0%	4.7%	4.6%
6、水电 (万元/年)	172	43	50	16	70
水电占比	3.4%	3.0%	5.0%	3.5%	3.5%
7、经营利润	1,019	347	133	78	372
经营利润率	20.1%	24.0%	13.4%	17.2%	18.6%
8、总部费用	274	87	59	36	160
总部费率	5.4%	6.0%	6.0%	8.0%	8.0%
9、净利润	559	194	54	32	161
净利润率	11.0%	13.4%	5.5%	7.0%	8.1%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

太二门店的盈亏平衡期、投资回报期均优于餐饮行业龙头。太二门店的盈亏平衡时间仅为 1 个月，优于餐饮行业其他公司；门店投资回报期仅为 7 个月，优于餐饮行业其他公司。

表 2: 太二盈亏平衡期、投资回报期均优于餐饮行业龙头

	海底捞	九毛九	太二	奈雪	海伦司	行业平均
盈亏平衡时间	1-3 个月	1 个月	1 个月	3 个月以内	3 个月	3-6 个月
实现现金回报	6-13 个月	22 个月	7 个月	10-14 个月	9-12 个月	15-20 个月

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

1.6. 开店空间：太二国内开店有望达到 932 家

利用店均常住人口进行测算，预计公司国内开店空间在 932 家左右。将城市划分为一线/新一线/二线/三线及以下城市/港澳台，再根据区域划分为华南/华东/华北等区域。假设一线/新一线/二线/三线及以下城市店均覆盖人口分别为 40/100/100/150 万，对应门店空间分别为 186/175/207/358 家，国内的开店空间合计为 932 家，仍有 3 倍的成长空间。

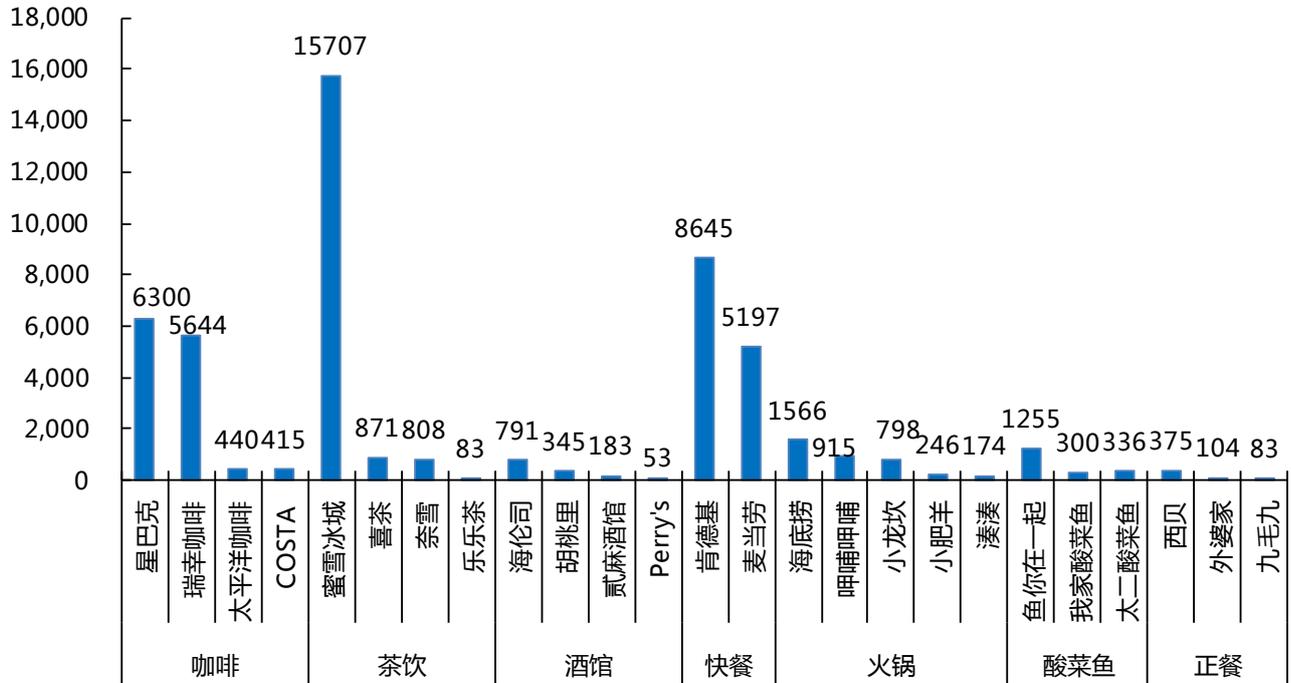
表 3: 用店均覆盖人口测算公司开店空间为 932 家

城市级别	门店数量	假设店均覆盖人口	门店空间
一线城市	133	40	186
新一线城市	83	100	175

二线城市	80	100	207
三线及以下城市	44	150	358
港澳台	2		5
合计	343		932

数据来源：窄门餐眼、Wind、国泰君安证券研究

图 21：对比国内连锁餐饮业态，太二开店空间大



数据来源：窄门餐眼、国泰君安证券研究

2. 怂、赖美丽有望持续验证,九毛九改革已初具成效

公司新品牌表现较好的原因:大胆招募和任用年轻群体、管理层重视新品牌培育、重视产品。(1)公司觉得年轻人更懂年轻人,大胆任用年轻人做品牌创始人,太二创始人为85后,怂创始人为90后,赖美丽创始人为95后。(2)管理人重视新品牌培育,做新品牌时候会配齐团队(年轻人负责前端,老人负责运营),董事长是最好的产品经理,了解每个品牌从初创到成功的发展历程,管总经常到新品牌门店看情况、督促产品精益求精。(3)公司觉得餐饮长期看产品,中短期看营销,先产品打磨成功以后再营销、开店,理念正确。

2.1. 怂：布局火锅大赛道，持续验证模型

怂火锅持续验证模型。怂火锅目前已经有9家门店,包括广州2家,深圳2家,海口1家,上海3家,杭州1家。广州、深圳、上海瑞虹店经营情况较好,海口店经营一般主要由于所在购物中心较老,上海其他门店仍处于爬坡过程,杭州店刚开业。

与太二类似,怂也做到好吃、好看、好玩。(1)好吃:定位川式麻辣锅

+潮汕鲜切牛肉，品质仍是核心，强调“灵魂是锅底，头牌是牛肉”，食材较好（自家炒制底料、澳洲和牛油等），食材上标注了涮煮时间；SKU较少，仅有2款锅底和60多个SKU；可免费自助茶饮（洛神花、陈皮等，与太二类似但不同）和冰淇淋。（2）好看：装修采用工业水泥钢管风，食材颜值较高（女生爱心蒜泥、球型澳洲和牛油等），服务员都是年轻帅气的年轻人，身后挂着娃娃。（3）好玩：关注公众号可以夹娃娃，每晚组织员工跳舞“Happy Time”，可以为顾客庆祝生日；设计了怂厂长、飒小妹等IP。

图 22：产品拆分角度，自有产品营收占据七成



数据来源：草根调研、国泰君安证券研究

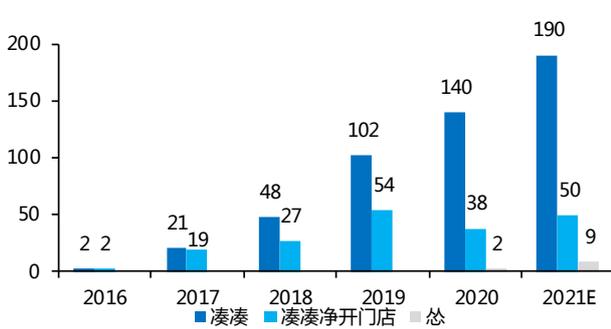
图 23：怂火锅食材颜值较高



数据来源：草根调研、国泰君安证券研究

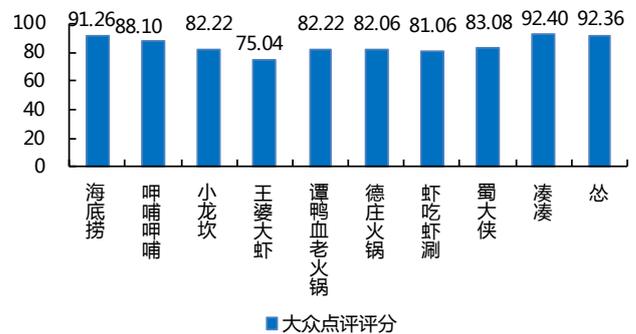
怂有望复制湊湊的成功路径。怂特点是优质食材、好看的摆盘、工业化场景、好玩的员工，大众点评评分与湊湊类似，高于海底捞（海底捞门店较多），除上海丰盛里门店以外均是周边火锅排名第一第二。我们认为怂开店节奏和门店空间有望跟湊湊类似，预计2022-2023年新开门店分别为10、50家。怂单店收入可达到2000万以上（相当于2家太二），对公司业绩增长有支撑。

图 24：对标湊湊，预计怂未来几年新开门店较快



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 25：怂大众点评评分与湊湊差不多，高于海底捞



数据来源：大众点评、国泰君安证券研究

图 26：除上海丰盛里门店以外均是周边火锅排名第一第二

<p>怱重庆火锅厂(太阳宫店) 4.6 详情 > 1129条 ¥164/人 口味:4.7 环境:4.8 服务:4.8 食材:4.8 点评榜单 虹口区火锅热门榜第2名</p>	<p>怱重庆火锅厂(马场店) 4.7 详情 > 4161条 ¥155/人 口味:4.8 环境:4.8 服务:4.9 食材:4.8 点评榜单 兴盛路/跑马场美食热门榜第1名</p>	<p>怱重庆火锅厂(龙华壹方城店) 4.7 详情 > 521条 ¥143/人 口味:4.7 环境:4.8 服务:4.8 点评榜单 龙华火锅热门榜第2名</p>
<p>怱重庆火锅厂(丰盛里店) 4.8 详情 > 715条 ¥165/人 口味:4.8 环境:4.8 服务:4.9 食材:4.8 点评榜单 静安区火锅服务榜第6名</p>	<p>怱重庆火锅厂(正佳广场店) 4.7 详情 > 1444条 ¥146/人 口味:4.7 环境:4.8 服务:4.8 食材:4.8 点评榜单 广州火锅热门榜第2名</p>	<p>怱重庆火锅厂(大悦城店) 4.4 详情 > 147条 ¥142/人 口味:4.3 环境:4.4 服务:4.5 食材:4.5 点评榜单 拱墅区火锅热门榜第2名</p>
<p>怱重庆火锅厂(美罗城店) 4.8 详情 > 760条 ¥163/人 口味:4.8 环境:4.9 服务:4.9 食材:4.8 点评榜单 徐汇区火锅服务榜第2名</p>	<p>怱重庆火锅厂(KK MALL店) 4.9 详情 > 1653条 ¥146/人 口味:4.8 环境:4.9 服务:4.9 点评榜单 罗湖区火锅热门榜第1名</p>	<p>怱重庆火锅厂(海口国贸店) 4.7 详情 > 802条 ¥123/人 口味:4.7 环境:4.8 服务:4.8 食材:4.8 点评榜单 国贸大道美食热门榜第1名</p>

数据来源：大众点评、国泰君安证券研究

2.2. 赖美丽：进军烤鱼赛道，主打活鱼鲜嫩弹牙

赖美丽烤鱼第二家门店已开业，持续孵化新品牌。赖美丽烤鱼第二家门店广州花城汇南区店于2021年12月30日开业，12月30日到1月2日全场68折，主打只卖活鱼（活鱼自家养殖，每天新鲜到店）。赖美丽产品更新完毕，目前处于继续开几家门店尝试阶段，第一家广州马场店经营情况良好。赖美丽烤鱼受到兄弟品牌帮助，烤鱼产品是太二研发团队贡献的，供应链很多资源是共享太二和怱的运营，门店管理人手都是从九毛九和太二调配。

主打活鱼烤鱼，首店表现良好。（1）菜品：精简SKU（仅23个），分为烤鱼、烧烤、小吃、甜品、饮品等，只卖江团鱼一种鱼，主打活鱼招牌，有四种口味青花椒、经典香辣、干烧肉末、番茄酸汤。（2）IP：人设出身于养鱼世家，爱笑爱吃烤鱼；延续了太二的卡漫逗趣风，标语包括“蒜了，明天会更好”、“强扭的番茄是酸的”、“我还是葱前那个少年”；店长说标有“鱼是自家养的”、“每天都是活鱼”、“鱼很弹牙，小心假牙”、“明天会更好”等字样。（3）茶铺：门店左侧开辟8平方米空间，开设美丽茶铺档口，方便顾客外带奶茶，奶茶包括美丽鱼翅奶茶、焦糖布丁烧奶茶、海底椰清补凉、手剥黄皮冰等。（4）定价：客单价为103元，定位大众餐饮。（5）营业时间：中午11点-下午2点，晚上5点-9点。（6）大众点评评分：第一家店评分4.8，广州川菜服务榜第一；第二家店刚开业，评分3.9（仅20条），仍在爬坡期。

烤鱼大赛道+成瘾性+无绝对龙头，赖美丽有望复制太二的成功路径。赖美丽很多风格模仿太二，定位大众餐饮，烤鱼和酸菜鱼品类上有相似之处，我们认为未来成功概率较大，有望进行快速开店复制。

图 27：赖美丽烤鱼上会有弹牙标签

图 28：赖美丽烤鱼强调 IP 人物和“我只用活鱼”



数据来源：草根调研、国泰君安证券研究



数据来源：草根调研、国泰君安证券研究

图 29：赖美丽第一家店评分较高



数据来源：大众点评

图 30：赖美丽第二家店刚开业，评分仍在爬坡期



数据来源：大众点评

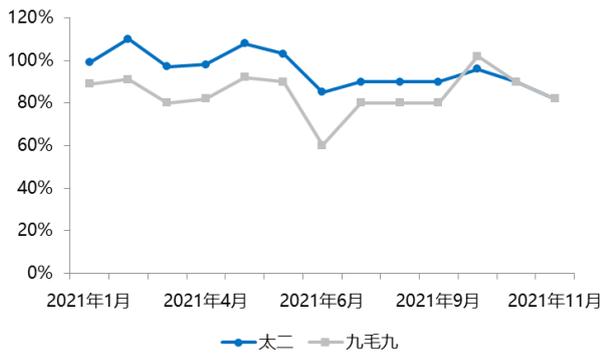
2.3. 九毛九：改革已初具效果

九毛九在管理、菜品、装修等方面做了一系列改变。(1)缩小管理半径：关闭了广东、海南以外门店 40 多家。(2)改变菜品：SKU 数量减少(从 60 个降到 40 个)、每年更新 20%-30%的菜品、菜单组合改变，西北菜元素更重、菜品标准化程度提高、菜品颜值提高。(3)改变装修风格：采用大红色，更加喜庆、年轻、明亮。

九毛九改革已初具效果，进入稳健发展期。九毛九门店在店面形象和菜品颜值方面都有提升，厨房流程和标准化程度有所改善。九毛九门店转型后新店比老店的坪效多 15%，可以减少 10%的人员，一家店可以少 3-4 人。调整后的九毛九 10、11 月恢复情况已经与太二类似。九毛九未来仍处于稳健发展期，后续完善以后会继续开店。

图 31：调整后的九毛九同店收入恢复情况已与太二类似

图 32：九毛九装修更加喜庆、明亮、年轻



数据来源：公司调研、国泰君安证券研究



数据来源：大众点评

3. 核心竞争力:供应链+管理体系+信息化,构建公司竞争壁垒

3.1. 供应链：逐渐自建供应链，把控食品品质、提升毛利率

公司供应链采用自建和外采结合模式，逐渐加大自建比例。(1)酸菜：传统工艺腌制，全部自制；(2)鲈鱼：在原材料成本中占比 60%，公司逐渐加大自采比例，2021H1 鲈鱼自采比例为 38%，未来目标做到 100%；(3)其他食材：主要依靠第三方采购，蜀海占比最高，未来公司将涉足辣椒、花椒、大米、菊花以及恁的火锅底料、牛肉等。2019H1 公司有 336 名供应商，每类主要食材有 3 名以上合格供应商，与主要供应商关系超过 3 年；餐厅要求每日检查清洁程度、员工卫生和健康状况以及食材的保质期，公司质量控制部门不时对餐厅进行定期及临时抽查；此外大多数餐厅采用透明厨房，以便于顾客监督各项操作程序。

图 33：公司开发出鲈鱼溯源系统，把控食材品质



数据来源：公司 2021H1 公开交流资料、国泰君安证券研究

图 34：太二有农业实验室



数据来源：公司 2021H1 公开交流资料、国泰君安证券研究

逐步完善全产业链的采购能力，不断向上游延伸。公司与上游鲈鱼供应商深度合作养鱼，由公司提出养殖要求，从源头入手（如鱼苗与鱼食的选择等）尽最大可能保证鲈鱼的品质，预计未来至 2022 年公司与供应商共同养殖的鲈鱼将满足旗下品牌太二对鲈鱼的全部采购需求。

完善中央厨房和物流配送体系，公司拥有位于广东、海南和湖北的 3 个中央厨房。截至 2020 年初，合计产能达 1860 万吨，各物流设施的服务半径约为 200 公里，为了满足不断加密的门店需求，公司于 2021 年起在位于佛山的中央厨房附近租赁新仓库，在广州逐步开始建立大型供

供应链中心，预计能够支撑 1000 家门店的需求。

12月25日九毛九全国供应链中心在广州南沙顺利奠基。该基地占地面积超过3.9万平方米，建筑面积超14万平方米，总投资额5亿元，预计2年后投产，2027年年产值超30亿元，能支撑1000家门店的需求。计划打造集原料仓储、食材加工、转运配送、人员培训和文化展示等功能于一体的综合性餐饮基地。基地还将承担供应链总部职能，覆盖九毛九集团旗下品牌全国门店的原材料、半成品等食材供应。

图 35: 公司开发出鲈鱼溯源系统，把控食材品质



数据来源：九毛九公众号、国泰君安证券研究

3.2. 组织架构：管理体系大胆创新，年轻人更懂年轻人

引进高级管理人员。2021H1 引入了资深人力资源专家唐智晖女士和新的人力资源总监，两位有共同的互联网行业背景。

重用年轻人，员工满意度高。新品牌的创业团队是新老结合模式，负责人是年轻人，运营负责人是资深人士（一般之前负责九毛九），因为公司觉得只有年轻人才更懂年轻人，运营是细节活动，需要资深人士坐镇；董事长是最好的产品经理，了解品牌创立成功的全过程，经常巡店并给产品提意见。太二品牌负责人是 85 后，怂和赖美丽的品牌负责人是 90 后，怂品牌的负责人曾经负责过不怕虎牛腩和怂冷锅串串 2 个项目，赖美丽的负责人曾经经营过茶饮，公司充分给予年轻人权限。门店服务员都是年轻人，运用好年轻人依靠的是中等偏上的收入水平、成就感、工作开心、自由年轻的团队文化、清晰快速的晋升路径（1 年左右可成为店长）、简单标准化的服务流程。太二的员工离职率为 80%，低于行业平均 120%。

图 36: 太二拥有年轻开放的管理团队



数据来源：公司 2021H1 公开交流资料、国泰君安证券研究

高薪挖厨师,为后续产品创新做准备。11月1日大二、怂微信公众号发文,计划开出百万年薪挖大厨,要求热爱菜品研发、有创新和钻研精神、5年以上产品研发经验。行业内大厨薪酬超过50万的比例较少,公司开出的高薪吸引力很强。

图 37: 大二在公众号上高薪招聘厨师

数据来源：大二微信公众号

赋予品牌经理及其团队股权,捆绑员工利益。大二/2颗鸡蛋煎饼/怂/那未大叔是大厨品牌团队分别持有其所管理品牌的12%/20%/20%/25%的股权。由于九毛九成立时间较长,公司正对其进行重组来提高股权激励。公司成立瑞兆投资作为新开业的九毛九餐厅持有的股权实体,九毛九品牌团队拥有瑞兆投资15%的股权。公司于2021年9月购买了湖州嘉俊

(员工持股平台, 持有太二 15%的股权) 3%的股权, 总代价为人民币 3 亿元, 对应经调整市盈率为 41.81 倍, 对应太二总市值为 101.91 亿元, 收购后公司持有太二股份从 85%增加到 88%。

表 4: 公司收购太二 3%股权后品牌负责人均获得较好回报

姓名	角色	持股比例	对应收购额 (万元)	职位
曹辉其	有限合伙人	19.00%	5700	太二产品研发总监
李嘉俊	普通及管理合伙人	15.67%	4701	
何成效	有限合伙人	14.37%	4310	太二总经理、执行董事
付天亮	有限合伙人	6.85%	2055	北京太二&深圳九毛九总经理和执行董事
其他	有限合伙人	44.11%	13234	
总计		100.00%	30000	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司还设立了 10 年维度的股权激励计划, 用于捆绑员工利益。截至目前, 该计划已授出了 545.3 万股, 占总股本的 0.4%。

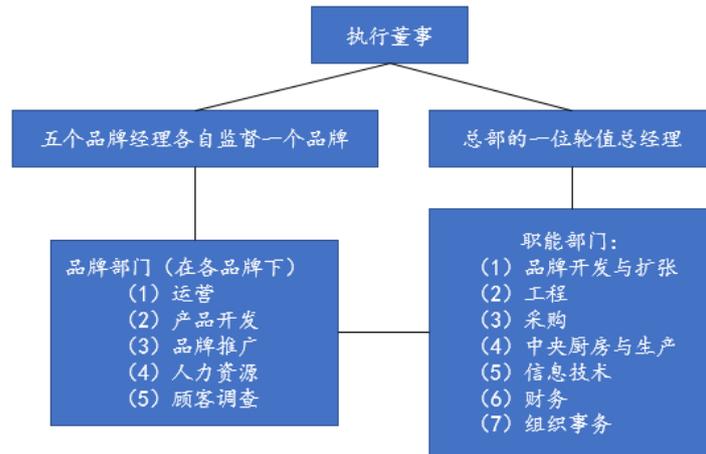
表 5: 公司设立了 10 年维度的股权激励计划

	股数 (万股)	占比	具体情况
购股权计划总股数	13334	9.2%	2019/12/6 设立
第一次授出股数	169.46	0.12%	2020/10/28 授出, 行权价 17.98 港元
第二次授出股数	375.83	0.26%	2021/10/29 授出, 行权价 20.24 港元
已授出股数合计	545.29	0.38%	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

“7+5”组织架构合理清晰, 便于公司统一协调和发展品牌特色。公司的组织架构分为品牌部门和职能部门两部分。7 个职能部门分别负责品牌开发拓展、工程、采购、中央厨房与生产、信息技术、财务以及组织事务, 为各品牌提供实际运营中的各项保障, 协调多品牌经营。5 个品牌部门分别负责运营、产品开发、品牌推广、人力资源、顾客调查, 品牌团队可以充分发挥能动性, 针对不同的目标客户探索更有品牌特色的发展路径。

图 38: 公司各品牌部门下面都有完整的组织架构

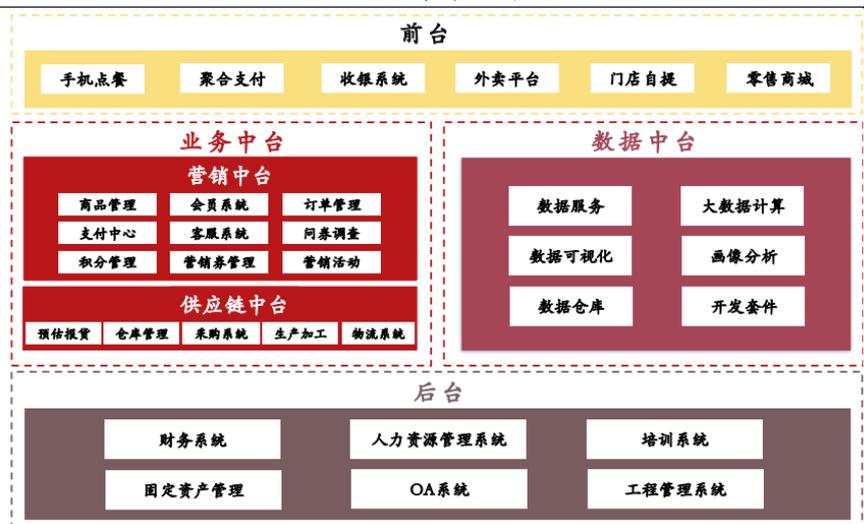


数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

3.3. 信息化: 启动 IT 中台战略, 前端业务系统已全部自主研发

启动 IT 中台战略, 前端业务系统已全部自主研发。IT 中台战略 2020 年 8 月份启动, 用了 3 个月时间搭建 IT 研发团队, 再用了 3 个月时间调研业务需求。2021H1 陆续上线了太二点餐、收银、开票、外卖、商城、会员的前端业务系统。目前太二的前端业务系统已经全部替换成自主研发的组件, 把前端流量和数据入口紧紧握在公司自己手上。公司还进一步开发了订单管理系统、报表集成系统等中台组件, 下半年计划一边继续开发中台核心组件和取得相关软件著作权, 一边把现有系统研发成果推广到怂火锅和其他品牌, 初步尝试为集团多品牌服务。

图 39: 九毛九已实现前台组件全部自主研发



数据来源：公司 2021H1 公开交流资料、国泰君安证券研究

4. 投资建议

4.1. 核心假设

- (1) 九毛九: 预计 2021-2023 年新开门店分别为-26/4/4 家, 翻座率分布为 2.0/2.1/2.1, 客单价分别为 59/61/62 元, 预计九毛九品牌 2021-2023 年收入分别为 7.3/5.9/6.5 亿元, 增速分别为 4%/-18%/9%。
- (2) 太二: 预计 2021-2023 年新开门店分别为 120/150/150 家, 翻座率分别为 4.1、4.3、4.3 (外卖换算成翻座率), 客单价分别为 81/84/86 元, 预计太二品牌 2021-2023 年收入分别为 35.1/53.4/74.9 亿元, 增速分别为 79%/52%/40%。
- (3) 总: 预计 2021-2023 年新开门店分别为 7/10/30 家, 翻座率分别为 3.5/3.8/3.8, 客单价分别为 123/126/130 元, 预计总品牌 2021-2023 年收入分别为 0.9/4.9/10.8 亿元, 同比增速分别为 1125%/435%/120%。

预计公司 2021-2023 年营收分别为 43.9/66.0/94.7 亿元, 增速分别为 62%/50%/44%, 归母净利润分别为 3.5/5.9/8.9 亿元, 增速分别为 181%/69%/50%。对应 PE 分别 49/29/19 倍。

4.2. 估值方法

根据相对估值法, 上市可比公司分别为海底捞、呷哺呷哺、奈雪的茶、海伦司, 2022 年平均 PE 为 41 倍。给予公司 2022 年 40 倍 PE, 对应合理价格 19.49 港元。

表 6: 餐饮龙头 2021-2023 年预期净利润、PE

	净利润				PE			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
海底捞	0.3	-7.5	32.0	35.2	2845.8	-112.6	26.4	24.0
奈雪的茶	-2.0	-2.0	1.7	3.7	-53.1	-52.6	61.9	28.4
海伦司	0.8	1.6	5.3	10.9	228.1	112.8	34.1	16.6
平均	-0.3	-2.6	13.0	16.6	1006.9	-17.5	40.8	23.0

数据来源: 国泰君安证券研究, 截止 2022/1/7

5. 风险提示

5.1. 疫情反复风险

目前, 全国部分地区如西安、深圳等地疫情风险级别提高。疫情反复, 各项管控措施对公司经营情况可能有所影响。

5.2. 开店不及预期

太二作为公司整体创收的主要品牌, 其收入增长主要依靠门店扩张, 若开店数量不及预期, 可能影响公司整体营收。

5.3. 同店下滑明显

太二同店主要受疫情影响, 同店恢复百分比下滑。若疫情的外部影响持

续，同店恢复可能面临更大压力。

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，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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的当地市场指数涨跌幅为基准。	增持	相对当地市场指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对当地市场指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对当地市场指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对当地市场指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于当地市场指数
	中性	基本与当地市场指数持平
	减持	明显弱于当地市场指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		

附：海外当地市场指数

亚洲指数名称	美洲指数名称	欧洲指数名称	澳洲指数名称
沪深 300	标普 500	希腊雅典 ASE	澳大利亚标普 200
恒生指数	加拿大 S&P/TSX	奥地利 ATX	新西兰 50
日经 225	墨西哥 BOLSA	冰岛 ICEX	
韩国 KOSPI	巴西 BOVESPA	挪威 OSEBX	
富时新加坡海峡时报		布拉格指数	
台湾加权		西班牙 IBEX35	
印度孟买 SENSEX		俄罗斯 RTS	
印尼雅加达综合		富时意大利 MIB	
越南胡志明		波兰 WIG	
富时马来西亚 KLCI		比利时 BFX	
泰国 SET		英国富时 100	
巴基斯坦卡拉奇		德国 DAX30	
斯里兰卡科伦坡		葡萄牙 PSI20	
		芬兰赫尔辛基	
		瑞士 SMI	
		法国 CAC40	
		英国富时 250	
		欧洲斯托克 50	
		OMX 哥本哈根 20	
		瑞典 OMXSPI	
		爱尔兰综合	
		荷兰 AEX	
		富时 AIM 全股	