



九毛九 (9922.HK): 短期翻台率难见起色, 门店扩张恐受限, 下调至“持有”

公司1H24各个主品牌的线下客流都面临较大的压力, 翻台率大幅下滑。客单价下降与翻台率下滑带来显著的经营负杠杆, 导致门店经营利润率恶化。管理层决定采取更审慎的开店策略, 并下调2024年的开店指引。我们预计2H24翻台率仍将持续承压, 且不排除公司进一步下修开店指引, 甚至较大规模关店的可能。基于宏观经济及餐饮行业短期较大的不确定性, 我们抱着谨慎的态度下调九毛九至“持有”评级, 并下调目标价至2.81港元。

- 主要品牌翻台率预计持续承压:** 我们此前预计公司1H24主动下调太二与怂火锅的客单价有望吸引更多客流, 从而抵御餐饮行业需求下滑的影响。然而, 太二及怂火锅1H24的翻台率同比皆录得大幅下降, 且2Q24低于1Q24。管理层表示7-8月暑期旺季的客流依然较弱, 预计3Q24的同店销售下降幅度与2Q24相近, 但4Q24有望在低基数下边际改善。公司2H24将减小折扣力度, 更聚焦产品的质量, 希望通过调整菜品吸引更多客流(尤其是年轻人与家庭), 客单价有望环比2Q24小幅回升。我们预计公司短期较难实施立竿见影的产品策略来恢复客流, 预计主要品牌短期翻台率将继续承压。
- 采取更审慎的门店扩张策略:** 面对较为挑战的市场竞争环境, 公司决定放慢开店节奏并下调2024年的开店指引, 目标全年新开93家太二自营门店(年初目标至少133家)及25家怂火锅(年初目标至少35家)。另外, 公司预计2024年新增12家太二加盟店以及25家山外山加盟店。公司将怂火锅疲弱的翻台率归咎于之前快速的扩张, 并将于2H24关停部分低效门店。管理层相信太二门店长期依然有较大的扩张空间, 但我们认为短期疲弱的门店客流将拖慢太二门店扩张的步伐。
- 通过降本增效及员工激励来应对负杠杆:** 得益于原材料价格的下降以及供应链效率的提升, 1H24毛利率在客单价大幅下滑的情况下同比小幅扩张。管理层预计2H24毛利率继续保持同比稳定。然而, 客单价与翻台率同时大幅下降带来的经营负杠杆, 令1H24核心经营利润率同比大幅下滑7.2ppt。因此, 公司积极采取降本增效措施, 减少门店员工数, 并通过激励机制将员工的收入与门店业绩挂钩, 激发员工的积极性。我们相信公司的降本增效措施将在2H24缓解负杠杆对门店经营利润率的压力, 但公司要在2H24维持经营利润为正依然难度不小。
- 短期较弱趋势下, 估值性价比不高:** 我们大幅下调了2024-2026年收入与净利润预测。下调后, 九毛九目前的估值为13.3x 2025E P/E, 但考虑到中国餐饮行业恶劣的竞争环境以及公司较弱的翻台率与同店销售增长趋势, 我们认为公司目前估值性价比并不高, 估值回升有待翻台率同比显著改善。基于15x 2025 P/E, 我们下调九毛九目标价至2.81港元, 并下调至“持有”评级。
- 投资风险:** 餐饮需求放缓; 太二品牌力下降; 怂火锅开店增速不及预期。

林闲嘉

 首席消费分析师
 richard_lin@spdbi.com
 (852) 2808 6433

桑若楠, CFA

 消费分析师
 serena_sang@spdbi.com
 (852) 2808 6439
 2024年8月26日

评级

持有

目标价(港元)	2.81
潜在升幅/降幅	+12.9%
目前股价(港元)	2.49
52周内股价区间(港元)	2.3-14.0
总市值(百万港元)	3,512
近3月日均成交额(百万港元)	52.5

注: 截至2024年8月26日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究



图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,006	5,986	6,096	6,867	7,593
同比变动 (%)	-4.2%	49.4%	1.8%	12.7%	10.6%
归母净利润	49	453	187	243	276
同比变动 (%)	-85.5%	n.m.	-58.7%	30.1%	13.5%
PE (X)	67.3	7.3	17.5	13.3	11.7
ROE (%)	1.6%	13.8%	5.6%	7.1%	7.7%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 九毛九

利润表 (百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,006	5,986	6,096	6,867	7,593
同比	-4.2%	49.4%	1.8%	12.7%	10.6%
营业成本	-1,447	-2,142	-2,166	-2,439	-2,695
毛利润	2,559	3,844	3,930	4,429	4,898
毛利率	63.9%	64.2%	64.5%	64.5%	64.5%
员工费用	-1,134	-1,544	-1,785	-1,984	-2,190
租金费用	-565	-710	-808	-937	-1,026
能源费用	-149	-219	-254	-284	-317
折旧与摊销	-190	-236	-286	-329	-367
其他经营收入及收益	-404	-584	-613	-642	-702
经营利润	116	551	184	252	295
经营利润率	2.9%	9.2%	3.0%	3.7%	3.9%
财务费用	25	58	38	40	40
其他营业外收入(支出)	-47	28	23	33	33
利润总额	94	636	245	325	368
所得税	-39	-156	-61	-81	-92
所得税率	-41.0%	-24.6%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
净利润	56	480	183	243	276
减: 少数股东损益	-6	-27	4	0	0
归母净利润	49	453	187	243	276
归母净利率	1.2%	7.6%	3.1%	3.5%	3.6%
同比	-85.5%	n.m.	-58.7%	30.1%	13.5%

资产负债表 (百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,099	1,327	1,414	1,414	1,854
其他货币资金	863	703	703	703	703
应收票据及应收账款	505	644	527	792	666
存货	118	132	119	169	160
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	2,585	2,806	2,763	3,078	3,382
固定资产	737	1,129	1,208	1,174	1,088
使用权资产	1,654	2,121	2,551	2,836	3,069
无形资产	25	26	28	27	25
附属机构投资	10	8	8	8	8
其他金融资产	154	137	137	137	137
递延所得税资产	115	116	116	116	116
其他非流动资产	127	177	177	177	177
非流动资产合计	2,822	3,715	4,224	4,475	4,621
租赁负债	443	539	558	619	670
应付票据及应付账款	188	209	202	261	251
短期借款	30	90	90	90	90
其他应付款	236	417	561	640	711
其他流动负债	58	147	151	155	158
流动负债合计	955	1,403	1,562	1,765	1,880
租赁负债	1,207	1,545	1,863	2,067	2,236
减值准备	38	47	47	47	47
其他非流动负债	8	169	169	169	169
非流动负债合计	1,253	1,761	2,079	2,283	2,452
股本	0	0	0	0	0
储备	3,174	3,336	3,327	3,486	3,653
少数股东权益	25	21	18	18	18
所有者权益合计	3,199	3,357	3,345	3,504	3,671

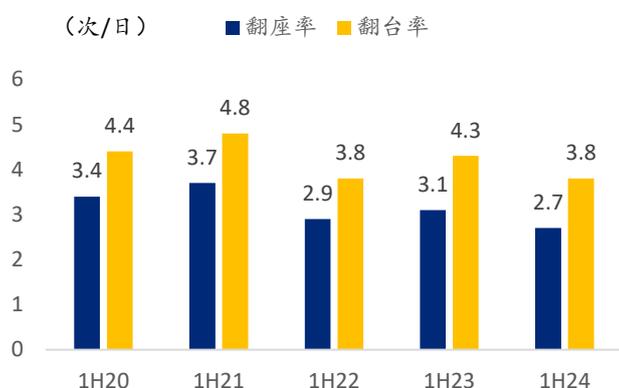
E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表 (百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税前盈利	94	636	245	325	368
固定资产折旧	593	721	862	993	1,094
营运资金减少	9	-102	268	-177	195
税务费用	-88	-107	-61	-81	-92
财务费用	81	93	114	125	134
财务收入	-28	-64	-47	-49	-50
其他	22	-164	-16	-21	-14
经营活动产生的现金流量净额	684	1,012	1,365	1,114	1,636
资本开支	-370	-576	-356	-285	-269
无形资产投资	-11	-10	-10	-10	-10
财务收入	16	70	47	49	50
投资支付的现金和结构性存款	-116	381	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-68	-84	0	0	0
其他	-39	70	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-588	-150	-319	-245	-230
取得借款收到的现金	60	287	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	-440	-795	-762	-785	-857
偿还债务支付的现金	-30	-73	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-71	-66	-196	-84	-110
筹资活动产生的现金流量净额	-481	-646	-958	-869	-967
现金及现金等价物净增加额	-384	216	87	0	439
期初现金及现金等价物余额	1,844	1,342	1,099	1,327	1,414
外汇损益	141	12	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,601	1,570	1,186	1,327	1,854

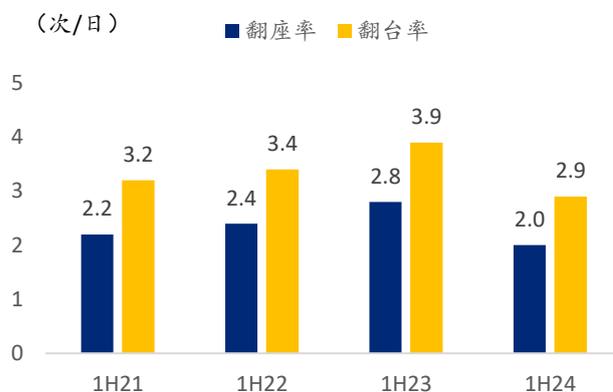
财务和估值比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.03	0.31	0.13	0.17	0.20
每股销售额	2.76	4.12	4.31	4.86	5.37
每股股息	0.01	0.13	0.06	0.08	0.09
同比变动					
收入	-4.2%	49.4%	1.8%	12.7%	10.6%
经营溢利	-73.0%	372.9%	-66.6%	36.8%	17.2%
归母净利润	-85.5%	n.m.	-58.7%	30.1%	13.5%
费用与利润率					
毛利率	63.9%	64.2%	64.5%	64.5%	64.5%
经营利润率	2.9%	9.2%	3.0%	3.7%	3.9%
归母净利率	1.2%	7.6%	3.1%	3.5%	3.6%
回报率					
平均股本回报率	1.6%	13.8%	5.6%	7.1%	7.7%
平均资产回报率	1.1%	8.0%	2.7%	3.3%	3.6%
资产效率					
应收账款周转天数	41.7	35.0	35.0	35.0	35.0
库存周转天数	23.8	21.3	21.1	21.5	22.2
应付账款周转天数	41.5	33.9	34.7	34.7	34.7
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.7	2.0	1.8	1.7	1.8
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
负债/权益	69.0%	94.2%	108.9%	115.5%	118.0%
估值					
市盈率 (x)	67.3	7.3	17.5	13.3	11.7
市销率 (x)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
股息率	0.4%	5.9%	2.6%	3.4%	3.9%
EV/EBITDA(x)	5.7	1.9	3.3	2.6	1.4

图表 2：太二翻座率及翻台率



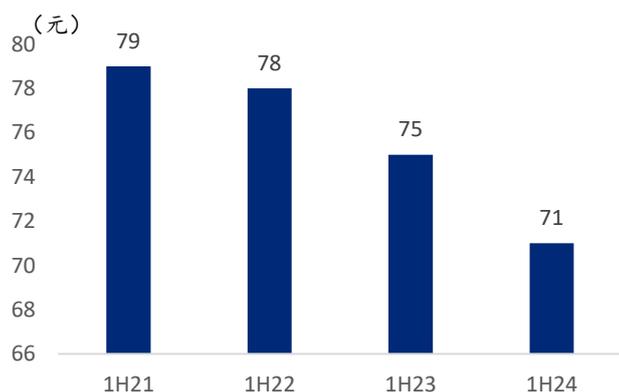
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3：怂火锅翻台率及翻座率



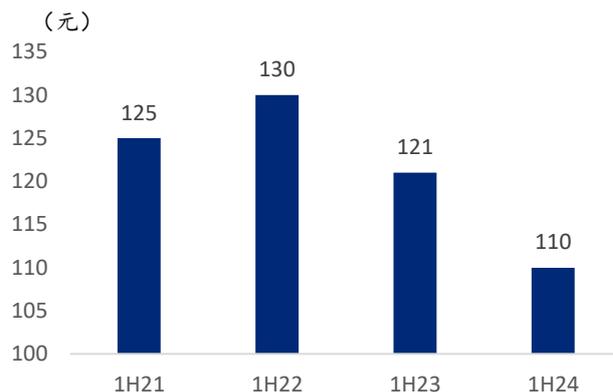
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 4：太二客单价



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 5：怂火锅客单价



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 6：SPDBI 财务预测变动：九毛九 (9922.HK)

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	7,481	8,950	10,165
新预测	6,096	6,867	7,593
变动	-18.5%	-23.3%	-25.3%
归母净利润			
旧预测	588	715	810
新预测	187	243	276
变动	-68.2%	-66.0%	-65.9%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 九毛九 (9922.HK)



注: 截至 2024 年 8 月 26 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: SPDBI 消费行业覆盖公司

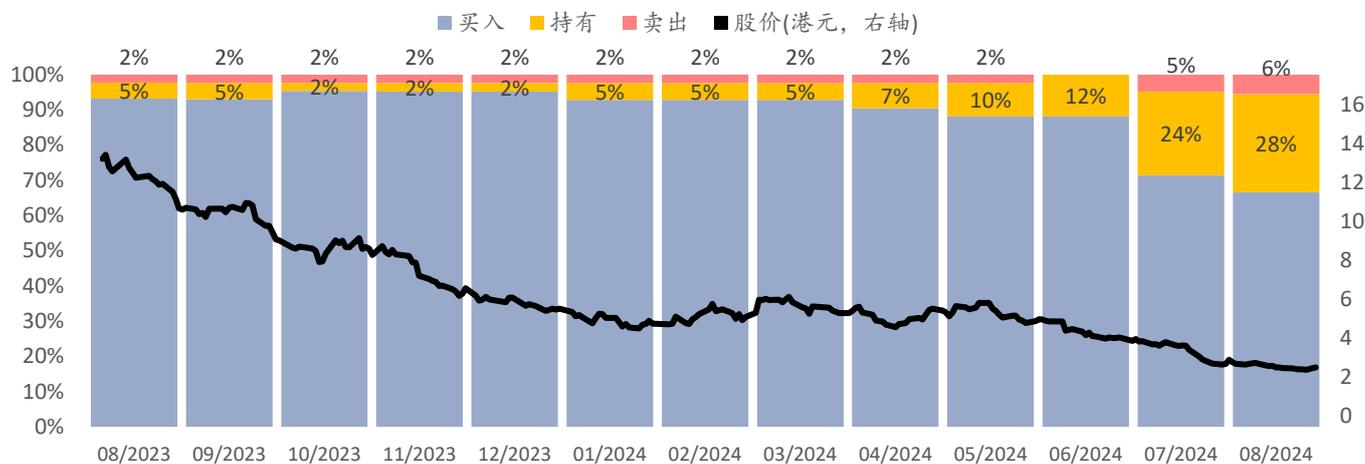
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	14.3	持有	14.5	2024年8月16日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	71.5	买入	101.0	2024年3月27日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024年8月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.9	买入	3.76	2024年8月15日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.4	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	30.5	买入	38.8	2024年8月6日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	263.8	买入	302.5	2024年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	11.9	持有	14.0	2024年5月16日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.7	买入	20.8	2024年5月21日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	15.6	买入	26.7	2024年5月21日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.5	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.2	买入	26.3	2024年8月5日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	23.1	买入	43.2	2024年6月19日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	53.2	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.6	买入	11.2	2024年8月1日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	43.8	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	57.8	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.5	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	22.8	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	12.2	买入	21.1	2024年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.6	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.5	买入	4.65	2024年4月19日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	12.0	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.1	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.4	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	47.0	买入	60.6	2024年8月21日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	83.5	买入	129.1	2024年4月21日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	38.9	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	49.1	持有	48.9	2024年8月25日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	40.1	持有	60.6	2024年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	17.5	买入	22.8	2024年7月8日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	22.8	买入	28.0	2024年8月21日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	29.1	买入	35.4	2024年8月21日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	24.0	持有	26.8	2024年7月8日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	11.5	持有	14.0	2024年7月8日	酒店

注: 美股截至 2024 年 8 月 23 日收盘价, 港股及 A 股截至 2024 年 8 月 26 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

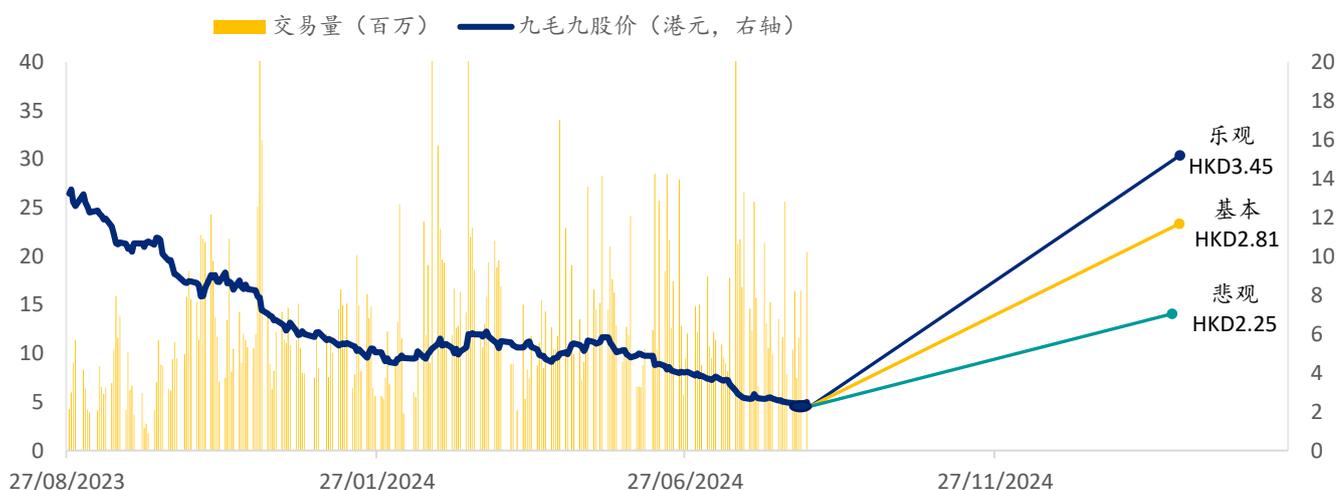
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9：九毛九市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：九毛九 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入和利润率增长好于预期

目标价：3.45 港元
概率：25%

- 太二 2024 年净开店数量达 120 家；
- 太二 2024 年翻座率达到 3.5 以上；
- 怂火锅 2024 年净开店 40 家；
- 2024 年集团经营利润率达到 5%。

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：2.25 港元
概率：20%

- 太二 2024 年净开店数量 50 家；
- 太二 2024 年翻座率不及 2.5；
- 怂火锅 2024 年净开店 15 家；
- 2024 年集团经营利润率不及 2.5%。

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

