

2024年8月27日

九毛九 (9922.HK)

公司动态

证券研究报告

食品饮料

消费环境承压，利润下滑

九毛九集团2024年上半年收入为30.6亿元，同比增长6.4%，净利润为人民币0.68亿，同比下降71%。截止6月门店总数771家，较23年底净增加45家，主要是太二酸菜鱼和怂火锅。考虑当下的消费环境，我们下调24/25/26年净利润至2.4/2.9/3.2亿元，对应每EPS收益为0.20/0.24/0.27港元。维持“买入”评级。下调目标价至3.7港元，较当前股价有50%的上涨空间。

报告摘要

太二客流承压，多种措施应对。24年上半年太二餐厅收入22.4亿，同比下降1.6%，经营利润3.1亿，利润率13.8%，同比下降7.5pct。太二上半年新开门店38家，其中包括两家加盟店。翻座率为2.7次/天，人均消费从去年同期的75元下降至71元，主要是公司在消费环境承压的情况下加大了促销力度。同店收入下降15.5%，全年平均单店收入376万，同比下降18.5%。经营利润率为13.8%，受到客流下降的影响，24H1利润率环比23H2继续下降。太二今年开店计划国内80家，海外13家，门店的扩张增速较年初略有下降。海外门店平均翻座率为3.3次/天，人均消费为163元，翻座率和人均消费同比均有下降。

怂火锅转型综合火锅。24年上半年怂火锅收入4.3亿，同比下降5%，实现经营利润0.37亿，利润率8.6%，同比下降5.1pct。怂火锅门店数量达到73家，上半年净新开11家，公司目标今年全年新开25家，较年初计划有所下调。“怂重庆火锅”改名为“怂火锅”，从原来聚焦重庆牛油火锅赛道转型综合火锅，推出了轻辣、不辣锅底，以满足顾客需求。同时人均消费从去年的172元下降至163元，性价比进一步提升。

其他品牌的发展。公司24年在加盟模式上进行了更多尝试。首先是开放了太二酸菜鱼在西藏、新疆以及机场渠道的加盟，目前已有两家加盟店开业。另外，公司在24年2月推出了新品牌山外面酸汤火锅，目前已经有7家门店开业。九毛九西北菜上半年收入2.9亿，同比下降6.2%，同店收同比下降8.5%，经营利润0.49亿，同比下降18.7%。公司在24年先后出售了那末大叔和赖美丽烤鱼两个品牌，尝试超高端餐厅赏鲜悦木，目前有一家门店。在孵化新品牌方面，公司仍在做着努力。

毛利率提升，经营杠杆影响下净利率下降。24年上半年毛利率64.2%，同比增加0.4pct。由于原材料价格普遍下降，以及中央厨房的投入使用，产生了规模效应，使得毛利率不降反升。但是由于同店收入下滑，房租、人工等固定成本导致净利润下滑。公司调整了员工激励政策，更多与门店业绩挂钩，加大同级员工薪资差异，以激励优秀员工。

公司计划未来三年派息率不低于40%，今年已经回购1亿港元股份，未来预期还有约1亿回购额度。

我们看到消费环境仍有一定压力，考虑当下的消费环境，我们下调24/25/26年净利润至2.4/2.9/3.2亿元，对应每EPS收益为0.20/0.24/0.27港元。维持“买入”评级。下调目标价至3.7港元，较当前股价有50%的上涨空间。

风险提示：消费意愿复苏不及预期，行业竞争加剧，发生严重的食品安全问题。

人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,180	4,006	5,986	6,063	6,918	7,802
增长率(%)		-4.16%	49.42%	1.29%	14.10%	12.78%
净利润	372	55	480	236	294	325
增长率(%)		-85.22%	772.71%	-50.82%	24.58%	10.35%
毛利率(%)	63.22%	63.88%	64.21%	64.19%	64.19%	64.19%
净利润率(%)	8.90%	1.37%	8.02%	3.89%	4.25%	4.16%
每股收益(港元)	0.26	0.04	0.35	0.20	0.24	0.27
每股净资产(港元)	2.44	2.49	2.62	2.65	2.80	2.95
市盈率	9.0	62.3	6.7	12.2	9.8	8.9
市净率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
净资产收益率(%)	12.01%	1.74%	14.64%	6.99%	8.42%	8.79%
股息率(%)	0.41%	0.05%	2.59%	3.29%	4.10%	4.52%

数据来源：iFind 资讯，安信国际预测

投资评级：**买入**

目标价格：**3.7 港元**

现价(2024-8-26)：**2.49 港元**

总市值(百万港元)	3,512.28
流通市值(百万港元)	3,512.28
总股本(百万股)	1,410.55
流通股本(百万股)	1,410.55
12个月低/高(港元)	2.3/6.3
平均成交(百万港元)	52.45

股东结构 (截止 2023-12-31)

管毅宏	37.3%
其他股东	62.7%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-12.35	-44.75	-80.03
绝对收益	-7.78	-50.21	-80.91

数据来源：iFind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@eif.com.hk

1 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
餐厅收入						
太二	3,292	3,108	4,477	4,445	5,016	5,599
九毛九	760	606	630	567	569	580
怂火锅	87	259	807	904	1,179	1,462
其他品牌	40	32	73	147	154	162
餐厅经营利润						
太二	719	445	866	686	744	830
九毛九	98	78	111	88	88	90
怂火锅			99	67	83	102
其他品牌	2	-1	2	-7	-7	-7
人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	4,180	4,006	5,986	6,063	6,918	7,802
YoY		-4.2%	49.4%	1.3%	14.1%	12.8%
原材料及消耗品	-1,537	-1,447	-2,142	-2,171	-2,477	-2,794
毛利	2,642	2,559	3,844	3,892	4,441	5,008
毛利率	63.2%	63.9%	64.2%	64.2%	64.2%	64.2%
其他收入	64	71	127	66	75	85
占收入比例	1.5%	1.8%	2.1%	1.1%	1.1%	1.1%
职工薪酬	-1,057	-1,134	-1,544	-1,620	-1,674	-1,888
占收入比例	-25.3%	-28.3%	-25.8%	-26.7%	-24.2%	-24.2%
租金物业相关费用	-513	-567	-667	-698	-797	-899
占收入比例	-12.3%	-14.2%	-11.1%	-11.5%	-11.5%	-11.5%
其他门店层面费用	-337	-422	-598	-739	-1,061	-1,207
占收入比例	-8.1%	-10.5%	-10.0%	-12.2%	-15.3%	-15.5%
总部费用	-304	-322	-440	-413	-471	-531
占收入比例	-7.3%	-8.0%	-7.3%	-6.8%	-6.8%	-6.8%
财务费用	-2	-	-50	-105	-120	-136
占收入比例	0.0%	0.0%	-0.8%	-1.7%	-1.7%	-1.7%
其他收入/支出	12	-91	-34	-71	-	-
占收入比例	0.3%	-2.3%	-0.6%	-1.2%	0.0%	0.0%
除税前溢利	506	94	636	312	392	433
所得税	-134	-39	-156	-76	-98	-108
所得税率	26.4%	41.5%	24.6%	24.4%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东权益)	372	55	480	236	294	325
净利率	8.9%	1.4%	8.0%	3.9%	4.3%	4.2%
少数股东损益	32	6	27	-15	-19	-21
净利润(不含少数股东权益)	340	49	453	251	313	345
EPS (港元)	0.26	0.04	0.35	0.20	0.24	0.27
市盈率 (倍)	9.0	62.3	6.7	12.2	9.8	8.9

数据来源: 公司财报, 安信国际预测

2 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股、A 股中规模较大的餐饮企业，2025 年预测 PE 的平均值在 12.5x。考虑行业低谷期整体估值偏低，因此我们给予 PE 倍数 13x。2025 年预测 EPS 为 0.24 港元，对应股价测算为 3.2 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 15%，长期给予 2% 的增速。合理市值额为 60.7 港元，对应股价 4.3 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 3.7 港元，较最新收盘价有 43% 的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
海底捞	6862.HK	658	港元	15.5	49.3	54.1	60.5	66.8	42.5	13.3	12.2	10.9	9.9
yoy				N/A	218%	10%	12%	10%					
百胜中国	9987.HK	1,025	港元	37.3	70.4	71.4	78.4	86.5	27.5	14.6	14.4	13.1	11.9
yoy				-53%	89%	1%	10%	10%					
奈雪的茶	2150.HK	24	港元	-5.4	0.1	1.7	2.8	3.8		193.4	13.7	8.5	6.3
yoy				N/A	N/A	1313%	61%	35%					
海伦司	9869.HK	21	港元	-18.1	2.0	2.4	3.2	4.2		10.5	8.5	6.5	4.9
yoy				N/A	N/A	23%	32%	31%					
呷哺呷哺	0520.HK	10	港元	-3.7	-2.1								
yoy				N/A	N/A								
大家乐集团	0341.HK	47	港元	0.2	1.1	3.3	3.8	4.6	203.6	41.8	14.0	12.1	10.2
yoy				-94%	387%	200%	15%	19%					
全聚德	002186.SZ	26	人民币元	-3.0	0.6	0.7	1.0	1.2		45.3	36.2	24.9	20.9
yoy				N/A	N/A	25%	45%	19%					
广州酒家	603043.SH	82	人民币元	5.3	5.8	6.3	7.3	8.2	15.4	14.1	13.0	11.3	9.9
yoy				-6%	9%	8%	15%	13%					
平均估值									72.2	47.6	16.0	12.5	10.6

注：时间截止2024/8/26，预测值为iFind一致预测
资料来源：iFind，安信国际证券研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS				
		0.18	0.21	0.24	0.28	0.32
PE	4x	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3
	7x	1.2	1.4	1.7	2.0	2.3
	10x	1.8	2.1	2.4	2.8	3.2
	13x	2.3	2.7	3.2	3.6	4.2
	16x	2.8	3.3	3.9	4.5	5.2
	19x	3.3	3.9	4.6	5.3	6.1
	22x	3.9	4.6	5.4	6.2	7.1

数据来源：安信国际

图表 4：自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
(年结31/12; RMB 000)	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	4,006	5,986	6,063	6,918	7,802	8,709						
增长率%		49.4%	1.3%	14.1%	12.8%	11.6%						
EBIT	185	721	417	512	568	625						
增长率%		289.7%	-42.1%	22.7%	10.9%	10.0%						
EBIT率%	4.6%	12.0%	6.9%	7.4%	7.3%	7.2%						
有效税率%	41.5%	24.6%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%						
EBIT x (1-有效税率)	108	544	316	384	426	469						
+ 折旧	190	236	278	317	357	399						
+ 营运资金变动	-23	235	-43	-17	-18	-18						
- 资本支出	-370	-576	-256	-269	-269	-269						
自由现金流, FCF	-95	438	294	415	497	580	592	604	616	628	641	654
增长率%		-562.7%	-32.9%	41.1%	19.7%	16.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份			-	1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子			1.0000	0.8696	0.7561	0.6575	0.5718	0.4972	0.4323	0.3759	0.3269	0.2843
FCF现值			294	361	376	382	339	300	266	236	209	186
FY2024-33 FCF现值总额					2,949							
永续期价值现值					1,340							
企业价值					4,289							
+ 净现金					1,256							
- 少数股东权益					-21							
DCF估值 (HKD 000)					6,070							
假设:												
WACC					15%							
短期增长率					2%							
永续增长率					1%							

数据来源: iFind资讯, 安信国际预测

3 风险提示

消费意愿复苏不及预期, 发生严重的食品安全问题, 行业竞争加剧。

4 附录：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,099	1,327	1,346	1,570	1,840
贸易应收款项	505	644	582	664	749
存货	118	132	127	145	163
受限制存款	11	231	231	231	231
其他流动资产	-	0	0	0	0
流动资产总额	2,585	2,806	2,757	3,081	3,455
物业、厂房及设备	737	1,129	1,158	1,110	1,022
使用权资产	1,571	2,008	1,841	1,620	1,316
租金按金	83	114	114	114	114
无形资产	25	26	26	26	26
商誉	-	-	-	-	-
于联营及合营企业投资	10	8	8	8	8
递延税项资产	115	116	116	116	116
其他非流动资产	281	314	314	314	314
非流动资产总额	2,822	3,715	3,577	3,308	2,915
总资产	5,407	6,521	6,334	6,389	6,370
贸易应付款项	460	697	586	669	754
合同负债	4	8	8	8	8
短期有息债务	30	90	90	90	90
应付即期税项	17	68	68	68	68
租赁负债	443	539	495	438	360
其他流动负债	1	0	0	0	0
流动负债总额	955	1,403	1,248	1,273	1,280
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	1,215	1,551	1,424	1,260	1,034
递延收入-非流动负债	-	-	-	-	-
递延税负债	-	-	-	-	-
其他非流动负债	38	210	210	210	210
非流动负债总额	1,253	1,761	1,634	1,470	1,245
总负债	2,208	3,164	2,882	2,743	2,525
股本	-	-	-	-	-
储备	3,174	3,336	3,391	3,603	3,823
少数股东权益	25	21	6	-12	-33
总股东权益	3,199	3,357	3,397	3,591	3,791

现金流量表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
息税前利润	185	721	417	512	568
所得税	-39	-156	-76	-98	-108
营运资本变动	-23	235	-43	-17	-18
折旧及摊销	587	712	845	964	1,087
其他	-26	-498	-	-	-
经营性现金流净额	684	1,012	1,143	1,361	1,529
资本开支	-1,283	-1,111	-256	-269	-269
其他	695	960	-	-	-
投资性现金流净额	-588	-150	-256	-269	-269
新发股份	2	-126	-	-	-
支付股息	-71	-13	-196	-100	-125
新增债务	30	214	-	-	-
利息支出	-12	-53	-105	-120	-136
租赁利息	-429	-531	-567	-647	-730
其他	-	-137	-	-	-
筹资性现金流净额	-481	-646	-868	-868	-991
现金净变动	-384	216	19	224	270
现金期初余额	1,342	1,099	1,327	1,346	1,570
现金期末余额	958	1,315	1,346	1,570	1,840

数据来源: iFind资讯, 安信国际预测

利润表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	4,006	5,986	6,063	6,918	7,802
原材料及消耗品	-1,447	-2,142	-2,171	-2,477	-2,794
其他收入	71	127	66	75	85
毛利	2,559	3,844	3,892	4,441	5,008
职工薪酬	-1,134	-1,544	-1,620	-1,674	-1,888
租金物业相关费用	-567	-667	-698	-797	-899
其他门店层面费用	-422	-598	-739	-1,061	-1,207
门店经营利润	507	1,161	901	983	1,100
其他费用	-322	-440	-413	-471	-531
财务费用	-	-50	-105	-120	-136
其他收入/支出	-91	-34	-71	-	-
除税前利润	94	636	312	392	433
所得税	-39	-156	-76	-98	-108
净利润	55	480	236	294	325
归属母公司净利润	49	453	251	313	345
EPS (港元)	0.04	0.35	0.20	0.24	0.27
EBITDA	778	1,442	1,262	1,476	1,656

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		49.4%	1.3%	14.1%	12.8%
除税前利润增长率 (%)		577.0%	-51.0%	25.7%	10.4%
净利润增长率 (%)		772.7%	-50.8%	24.6%	10.4%
盈利能力:					
毛利率 (%)	63.9%	64.2%	64.2%	64.2%	64.2%
净利率 (%)	1.4%	8.0%	3.9%	4.3%	4.2%
ROE (%)	1.7%	14.6%	7.0%	8.4%	8.8%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	40.8%	48.5%	45.5%	42.9%	39.6%
流动比率 (x)	2.71	2.00	2.21	2.42	2.70
利息覆盖倍数 (x)	N/A	28.74	11.97	12.27	12.20
营运能力					
存货周转天数	24	21	21	21	21
应收账款周转天数	42	35	35	35	35
应付账款周转天数	105	99	99	99	99
每股资料					
EPS (港元)	0.04	0.35	0.20	0.24	0.27
BPS (港元)	2.49	2.62	2.65	2.80	2.95
每股经营现金 (港元)	0.53	0.79	0.89	1.06	1.19
估值比率					
PE	62.35	6.74	12.17	9.77	8.85
PB	0.95	0.91	0.90	0.85	0.81

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010