

## 九毛九 (09922.HK)

## 三季度同店销售降幅筑底企稳，期待盈利拐点出现

优于大市

## ◆ 公司研究 · 海外公司快评

## ◆ 社会服务 · 酒店餐饮

## ◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇	0755-82132098	zhongxiaoyao@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100003
证券分析师：张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120002

## 事项：2024年10月18日晚间，公司发布2024年第三季度运营表现

## 国信社服观点：

**1、2024 三季度运营数据概览：**1) 主力品牌均维持稳健扩张，全年扩张目标具备较高可达成性。截至2024年三季度末，太二/怂/九毛九门店分别为654（直营642/加盟12家）/79/72家。据我们动态跟踪，2024年前三季度，太二/怂/九毛九分别新开68/24/4家门店，考虑公司已将太二/怂全年开店计划调整为新开93（内地80+内地以外13家）/25家，结合品牌开店季节性节奏，我们分析公司全年扩张计划具备较高可达成性。2) 坚持性价比，客单价环比小幅下降。2024年三季度，太二/怂/九毛九客单价分别为69/97/54元，环比Q2分别0/-7/-1元，其中怂客单价环比走低较多，主要系暑期单桌就餐人次增加所致。3) 同店销售降幅筑底，翻台率边际略有走高。2024年三季度，太二/怂/九毛九自营翻台率分别为3.6/3.0/2.8次，环比二季度（3.6/2.8/2.6次）企稳。同店销售方面，太二/怂/九毛九分别为-18.3%/-32.5%/-10.3%，整体表现仍承压，但环比二季度（-18.1%/-36.6%/-12.6%）降幅已呈现筑底迹象。

**2、优化品牌矩阵，创新店型寻求新增长。**2024年公司已分别出售那未大叔是大厨（高端粤菜）及3间位于中国内地的赖美丽餐厅（烤鱼品牌），同时于2月份宣布太二/山的山外面酸汤火锅开放加盟业务，聚焦发展核心品牌组合。7月30日，太二酸菜鱼宣布将与美团达成战略合作，太二预计今年开出50家品牌卫星店。据新浪财经报道，截至8月初，太二酸菜鱼已在广州、深圳、上海及厦门等多地开设30多家卫星门店，且未来将寻找更多适宜区域布局此类门店。太二的“卫星店”布局于街边，店面紧凑，门店面积估计在40-60平，店铺不设堂食，仅有外卖架供外卖员拿取，预计将与传统Mall店形成有力互补。

**3、投资建议：**基于对公司平台型企业逻辑的看好，我们年初对于公司的盈利预测为2024-2026年收入为70.93/83.20/97.18亿元，对应归母净利润为6.16/7.67/9.40亿元，但2024年以来外部经营环境面临较大压力，公司同店销售与盈利跟随同比大幅下滑，我们从最新偏中性假设出发下调公司2024-26年营业收入至63.15/72.81/87.38元，归母净利润至2.19/2.92/3.84亿元（利润下调幅度更大系成本的负杠杆效应），对应PE 20/15/12x。伴随经营端的承压，公司股价年初以来回撤也超40%，但我们同样也观测到公司调整菜单推出高性价比产品，优化门店与总部层面成本等努力，此外公司拓展的加盟店和卫星店新模式，成熟后也有望贡献新增长。考虑到公司2024年PE动态估值约20x，已处于上市以来底部位置，近期国内促消费政策组合拳接连出台，若后续翻台率实质性改善后，杠杆效应下公司有望展现出强利润弹性，且公司多品牌孵化战略持续推进，综上我们维持公司中线“优于大市”评级，静待盈利拐点到来。

**4、风险提示：**行业竞争加剧、并购整合风险、商誉减值风险、扩张速度不及预期等。

## 评论：

### ◆ 主力品牌维持稳健扩张，同店销售收入降幅筑底

2024年10月18日晚间，公司发布2024年第三季度运营表现，核心数据如下：

主力品牌均维持稳健扩张，全年目标具备较高可达成性。截至2024年三季度末，太二/怂/九毛九门店分别为654（直营642/加盟12家）/79/72家，较2023年底净增76/17/-5家。据我们动态跟踪，2024年前三季度，太二/怂/九毛九分别新开68/24/4家门店，考虑2024年中报时公司已将太二/怂全年开店计划调整为新开93（内地80+内地以外13家）/25家，结合品牌开店季节性节奏，我们分析公司全年扩张计划具备较高可达成性。

推行性价比，环比小幅下降。2024年三季度，太二/怂/九毛九客单价分别为69/97/54元，环比二季度分别0/-7/-1元，其中怂客单价环比走低较多，主要系暑期单桌就餐人次增加所致。

同店销售降幅筑底，翻台率边际略有走高。2024年三季度，太二/怂/九毛九自营翻台率分别为3.6/3.0/2.8次，环比二季度（3.6/2.8/2.6次）企稳。同店销售方面，太二/怂/九毛九分别为-18.3%/-32.5%/-10.3%，整体表现仍承压，但环比二季度（-18.1%/-36.6%/-12.6%）降幅已呈现筑底迹象。

表1：九毛九分季度经营数据概览

	餐厅数量			门店新增（直营）			翻台率（仅限自营）			客单价（元）			同店销售			
	太二	其中：加盟店	怂	九毛九	太二	怂	九毛九	太二	怂	九毛九	太二	怂	九毛九	太二	怂	九毛九
2024Q1	584	0	66	75	8	5	0	3.9	3.0	3.0	73	116	57	-13.9%	-34.8%	-4.1%
2024Q2	614	2	73	72	24	8	1	3.6	2.8	2.6	69	104	55	-18.1%	-36.6%	-12.6%
2024Q3	654	12	79	72	36	11	3	3.6	3.0	2.8	69	97	54	-18.3%	-32.5%	-10.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 优化品牌矩阵，创新店型寻求新增长

优化品牌矩阵，审慎扩张主力品牌。公司分别出售那未大叔是大厨及3间位于中国内地的赖美丽餐厅，以期更为聚焦发展餐厅最优组合，同时于2月份宣布开放加盟太二/山的山外面酸菜汤火锅业务。此外，下半年公司品牌扩张也将采取更审慎的策略，并将全年扩张目标调整为新开80家太二自营餐厅（中国内地）/13间太二餐厅（海外，自营）/25家怂火锅，较此前目标（太二中国内地80-100家自营、内地以外15-20家自营）有所下调。

图1：九毛九酸菜汤火锅加盟品牌“山的山外面”



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：太二酸菜鱼的“卫星店”



资料来源：大众点评，国信证券经济研究所整理

**加强店型创新，开设卫星店。**7月30日，太二酸菜鱼宣布将与美团达成战略合作，双方将在到家、到店等业务板块开展更多探索，太二酸菜鱼预计今年开出50家品牌卫星店。据新浪财经报道，截至8月初，太二酸菜鱼已在广州、深圳、上海及厦门等多地开设外卖“卫星店”，目前已开设30多家该类型门店，且未来规划持续扩张，寻找更多适宜区域布局此类门店。太二的“卫星店”以“太二老坛子酸菜鱼外卖店”为标识，布局于街边，店面紧凑，门店面积估计在40-60平，开放式的后厨，布局简单明朗，店铺不设堂食，仅有外卖架供外卖员拿取，门店充分凸显其外卖专营特色。

#### ◆ 投资建议

基于对公司平台型企业逻辑的看好，我们年初对于公司的盈利预测为2024-2026年收入为70.93/83.20/97.18亿元，对应归母净利润为6.16/7.67/9.40亿元，但2024年以来外部经营环境面临较大压力，公司同店销售与盈利跟随同比大幅下滑，我们从最新偏中性假设出发下调公司2024-26年营业收入至63.15/72.81/87.38元，归母净利润至2.19/2.92/3.84亿元（利润下调幅度更大系成本的负杠杆效应），对应PE 20/15/12x。伴随经营端的承压，公司股价年初以来回撤也超40%，但我们同样也观测到公司调整菜单推出高性价比产品，优化门店与总部层面成本等努力，此外公司拓展的加盟店和卫星店新模型，成熟后也有望贡献新增长。考虑到公司2024年PE动态估值约20x，已处于上市以来底部位置，近期国内促消费政策组合拳接连出台，若后续翻台率实质性改善后，杠杆效应下公司有望展现出强利润弹性，且公司多品牌孵化战略持续推进，综上我们维持公司中线“优于大市”评级，静待盈利拐点到来。

表2：九毛九最新盈利预测及核心数据预测

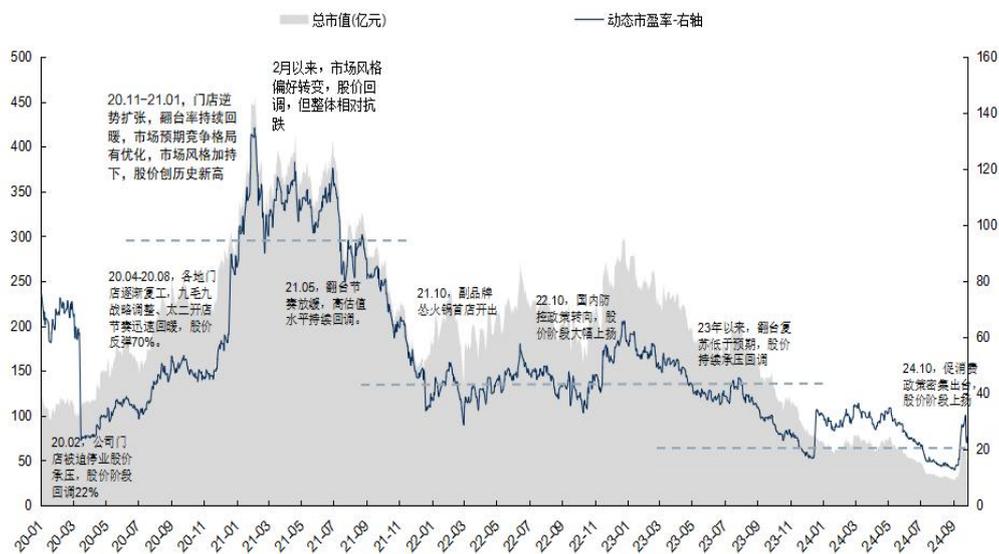
单位：千元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	1,164,256	1,469,183	1,892,821	2,687,287	2,714,830	127,058	4,005,722	5,985,850	6,315,072	7,281,278	8,737,500
yoy		26.19%	28.83%	41.97%	1.02%	-95.32%	3052.67%	49.43%	5.50%	15.30%	14.30%
九毛九											
餐厅数	128	139	147	143	98	83	76	77	75	76	77
太二											
餐厅数	13	28	65	126	233	350	450	560	680	770	835
翻座率	3.6	4.5	4.9	4.8	3.8	3.4	2.6	4.1	3.6	3.7	3.8
客单价	65	69	72	75	79	80	77	75	74	75	76
怂火锅											
餐厅数	0	0	0	0	2	9	27	62	92	130	175
人均消费	0	0	0	0	119	129	128	113	102	103	105
二、成本端											
					-1109.97%		63.87%	64.21%	64.30%	64.40%	
1、所用原材料及耗材 (%)	33.0%	34.9%	35.5%	36.7%	38.5%	1210.0%	36.1%	35.8%	35.7%	35.6%	35.5%
2、员工成本 (%)	28.1%	27.2%	27.7%	25.9%	27.5%	831.8%	28.3%	25.8%	25.4%	25.3%	25.2%
3、使用权折旧+租金 (%)	10.0%	9.4%	9.7%	9.8%	10.8%	345.9%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
本公司的权益股东	51,862	66,861	69,648	164,414	124,063	339,936	49,280	453,462	218,541	291,926	384,319
yoy									-52.9%	25.0%	23.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

宏观疫情等系统性风险、行业竞争加剧、并购整合风险、商誉减值风险、扩张速度不及预期等。

图3: 九毛九股价走势及复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**相关研究报告：**

《九毛九（09922.HK）-2023 年报点评-平台型企业逻辑继续兑现，拟提升中期分红比率至 40%以上》 ——2024-03-25

《九毛九（09922.HK）-运营效率改善显著，未来扩张展望积极》 ——2023-08-23

《九毛九（09922.HK）-2023H1 业绩预告点评-2023 年上半年归母净利润超 2.2 亿元，怱火锅扩张边际加速》 ——2023-07-26

《九毛九（09922.HK）-2022 财年业绩点评-经营符合预期，怱火锅成长接力元年》 ——2023-03-23

《九毛九（09922.HK）-怱火锅盈利能力有望迎来拐点》 ——2023-03-13

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2021	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1099	1327	2638	2509	2257	营业收入	4006	5986	6315	7281	8738
应收款项	505	644	698	835	968	营业成本	0	0	2684	3080	3652
存货净额	118	132	21	16	10	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	11	231	0	0	0	销售费用	1644	1425	1547	1769	2114
<b>流动资产合计</b>	<b>2585</b>	<b>2806</b>	<b>3829</b>	<b>3832</b>	<b>3707</b>	管理费用	1277	1855	2390	2643	3055
固定资产	732	1125	1048	970	892	财务费用	(14)	36	6	2	3
无形资产及其他	1563	1980	1485	990	495	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	362	465	465	465	465	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	164	145	145	195	245	其他收入	(1008)	(2032)	622	625	629
<b>资产总计</b>	<b>5407</b>	<b>6521</b>	<b>6972</b>	<b>6452</b>	<b>5803</b>	营业利润	90	638	310	412	541
短期借款及交易性金融负债	30	90	40	53	61	营业外净收支	4	(1)	0	0	0
应付款项	206	286	291	335	400	<b>利润总额</b>	<b>94</b>	<b>636</b>	<b>310</b>	<b>412</b>	<b>541</b>
其他流动负债	719	1027	2209	2529	3018	所得税费用	39	156	77	103	135
<b>流动负债合计</b>	<b>955</b>	<b>1403</b>	<b>2540</b>	<b>2918</b>	<b>3479</b>	少数股东损益	6	27	13	17	23
长期借款及应付债券	0	154	154	154	154	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>49</b>	<b>453</b>	<b>219</b>	<b>292</b>	<b>384</b>
其他长期负债	1253	1607	2143	2459	2489						
<b>长期负债合计</b>	<b>1253</b>	<b>1761</b>	<b>2297</b>	<b>2614</b>	<b>2644</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2208</b>	<b>3164</b>	<b>4837</b>	<b>5531</b>	<b>6122</b>	净利润	49	453	219	292	384
少数股东权益	25	21	34	52	74	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3174	3336	3500	3719	4007	折旧摊销	346	492	622	625	629
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5407</b>	<b>6521</b>	<b>8372</b>	<b>9302</b>	<b>10203</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(14)	36	6	2	3
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(100)	266	2012	549	456
每股收益	0.03	0.32	0.16	0.21	0.27	其它	6	27	13	17	23
每股红利	0.00	0.00	0.04	0.05	0.07	<b>经营活动现金流</b>	<b>302</b>	<b>1238</b>	<b>2866</b>	<b>1483</b>	<b>1491</b>
每股净资产	2.25	2.36	2.48	2.64	2.84	资本开支	0	(427)	(50)	(52)	(55)
ROIC	28%	73%	9%	-25%	-16%	其它投资现金流	(116)	381	0	0	0
ROE	2%	14%	6%	8%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>(28)</b>	<b>(1450)</b>	<b>(1552)</b>	<b>(1655)</b>
毛利率	100%	100%	57%	58%	58%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	45%	-5%	-3%	-1%	负债净变化	0	154	0	0	0
EBITDA Margin	36%	53%	5%	6%	6%	支付股利、利息	0	0	(55)	(73)	(96)
收入增长	-4%	49%	6%	15%	20%	其它融资现金流	(598)	(1290)	(50)	13	8
净利润增长率	-86%	820%	-52%	33%	31%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(598)</b>	<b>(982)</b>	<b>(105)</b>	<b>(60)</b>	<b>(88)</b>
资产负债率	41%	49%	58%	60%	61%	<b>现金净变动</b>	<b>(243)</b>	<b>228</b>	<b>1311</b>	<b>(129)</b>	<b>(252)</b>
息率	0.0%	0.0%	1.1%	1.5%	2.0%	货币资金的期初余额	1342	1099	1327	2638	2509
P/E	90.8	9.9	20.4	15.3	11.7	货币资金的期末余额	1099	1327	2638	2509	2257
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	0	2372	2355	963	966
EV/EBITDA	5	3	31	25	20	权益自由现金流	0	1208	2300	975	972

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032