

消费

收盘价

港元 2.62

目标价

港元 2.56↓

潜在涨幅

-2.3%

2025 年 1 月 24 日

九毛九 (9922 HK)

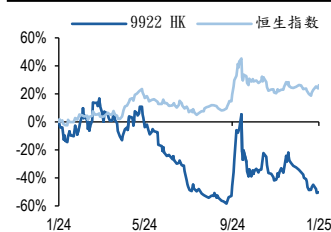
公司表现持续承压；积极策略调整预计 3 月底落地

- ④ **2024 年 4 季度同店销售持续下滑。**太二品牌同店销售同比下滑 24.6%，幅度较 3 季度的 18.3% 进一步加深；九毛九品牌呈现同样的趋势，下滑 18.5%；怱火锅品牌跌幅则较 3 季度的超 30% 有所缓和，4 季度下跌 26.9%。公司 4 季度整体表现呈逐月下降的趋势，而往年 12 月的表现好于 11 月。
- ④ **翻台率和闭店共同负作用于太二品牌表现；客单价有所回稳。**翻台率方面，太二品牌之中国内地门店表现较弱，翻台率从 3 季度的 3.6 下滑至 3.0，其中华东和东北地区表现较弱，华南地区表现稳定，为未来公司开店之首选。公司于 4 季度持续闭店，其中太二门店环比净减少 20 家，其中 19 家为中国内地自营门店。截至 2024 年底，公司拥有太二直营之中国内地门店 593 家，港澳台及海外直营为 30 家，加盟店 11 家。一/二/三线城市的闭店比例分布相若，未来公司将就剩余负表现门店与物业进行减租安排。公司于下半年逐渐退出餐饮行业激烈的价格战，加强产品创新和员工激励措施，引领太二品牌内地市场的客单价止跌回稳至 66 元人民币。
- ④ **太二品牌正进行积极调整，预计 3 月底落地。**公司正积极调整运营策略，积极调整太二门店原本的黑白风格，加强菜单设计和菜品创新，并且加强新鲜食材之菜品的推广以应对预制菜的舆论。同时，保持主打菜品（酸菜鱼）的产品质量，维持在酸菜鱼行业的领导地位。在人力成本方面，公司于 2024 年上半年缩减单店人工至 20 人，预计 2025 年人工成本保持稳定。
- ④ **维持中性，微调目标价。**公司于 2024 年持续关闭表现不佳的门店，2025 年的经营表现应稳于 2024 年。同时，公司海外业务发展稳定，贡献长期竞争优势。然而，公司从原本清晰的开店目标调整为谨慎的动态调整策略，则反映对行业未来环境的谨慎态度，加上餐饮行业竞争仍未见缓和迹象，预期公司短期前景仍然面临挑战。我们进一步下调财务预测以反映谨慎预期。微调目标价至 2.56 港元，基于 8 倍 2025 年市盈率，维持**中性**。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	6.13
52周低位 (港元)	2.19
市值 (百万港元)	3,616.54
日均成交量 (百万)	10.26
年初至今变化 (%)	(23.62)
200天平均价 (港元)	3.18

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	4,006	5,986	6,499	6,958	7,744
同比增长 (%)	-4.2	49.4	8.6	7.0	11.3
净利润 (百万人民币)	49	453	201	430	659
每股盈利 (人民币)	0.03	0.31	0.14	0.30	0.45
同比增长 (%)	-85.5	820.9	-55.7	114.5	53.0
前EPS预测值 (人民币)			0.18	0.30	0.39
调整幅度 (%)			-21.9	-1.3	17.4
市盈率 (倍)	72.3	7.9	17.7	8.3	5.4
每股账面净值 (人民币)	2.18	2.30	2.30	2.54	2.86
市账率 (倍)	1.12	1.07	1.07	0.97	0.86

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 九毛九 (9922 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9922 HK	泡泡玛特	买入	91.50	103.65	13.3%	2024 年 11 月 27 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	7.11	9.39	32.0%	2024 年 11 月 28 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	23.35	37.29	59.7%	2024 年 11 月 28 日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	27.59	33.30	20.7%	2024 年 11 月 06 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	15.50	16.04	3.5%	2024 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.10	12.30	51.9%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	5.31	4.00	-24.7%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	17.91	13.40	-25.2%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	8.20	10.40	26.8%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	57.90	116.00	100.3%	2024 年 03 月 27 日	纺服代工
000333 CH	美的集团	买入	72.82	89.90	23.4%	2024 年 11 月 04 日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	25.45	37.59	47.7%	2024 年 10 月 30 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	44.46	52.96	19.1%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	20.80	27.01	29.9%	2024 年 08 月 20 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.62	2.56	-2.3%	2025 年 01 月 24 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	44.75	60.00	34.1%	2024 年 12 月 16 日	零售
2020 HK	安踏	买入	81.50	104.28	28.0%	2025 年 01 月 10 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	15.82	14.89	-5.9%	2024 年 08 月 19 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.51	1.01	97.1%	2024 年 08 月 14 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.94	3.06	4.0%	2024 年 11 月 05 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 1 月 24 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	4,006	5,986	6,499	6,958	7,744
主营业务成本	(1,447)	(2,142)	(2,346)	(2,512)	(2,788)
毛利	2,559	3,844	4,153	4,446	4,956
销售及管理费用	(2,042)	(2,767)	(3,432)	(3,314)	(3,409)
经营利润	517	1,077	721	1,132	1,547
财务成本净额	(81)	(93)	(117)	(132)	(147)
应占联营公司利润及亏损	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他非经营净收入/费用	(338)	(346)	(280)	(294)	(331)
税前利润	94	636	322	704	1,067
税费	(39)	(156)	(99)	(226)	(335)
非控股权益	(6)	(27)	(22)	(48)	(73)
净利润	49	453	201	430	659
作每股收益计算的净利润	49	453	201	430	659

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,099	1,327	1,928	1,882	2,315
应收账款及票据	505	644	424	719	553
存货	118	132	133	151	164
其他流动资产	863	703	703	703	703
总流动资产	2,585	2,806	3,188	3,455	3,736
物业、厂房及设备	737	1,129	1,002	1,077	1,284
无形资产	1,596	2,034	1,818	2,211	2,737
其他长期资产	490	552	762	762	762
总长期资产	2,822	3,715	3,581	4,050	4,782
总资产	5,407	6,521	6,770	7,505	8,518
短期贷款	30	90	90	90	90
应付账款	460	697	571	786	720
其他短期负债	465	616	879	614	622
总流动负债	955	1,403	1,540	1,490	1,432
其他长期负债	1,253	1,761	1,846	2,239	2,764
总长期负债	1,253	1,761	1,846	2,239	2,764
总负债	2,208	3,164	3,385	3,729	4,196
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	3,174	3,336	3,341	3,684	4,157
股东权益	3,174	3,336	3,341	3,684	4,157
非控股权益	25	21	44	92	165
总权益	3,199	3,357	3,384	3,776	4,322

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	94	636	322	704	1,067
折旧及摊销	593	721	1,255	938	816
营运资本变动	9	88	92	(97)	86
税费	(88)	(156)	(99)	(226)	(335)
其他经营活动现金流	75	33	33	33	33
经营活动现金流	684	1,322	1,603	1,352	1,666
资本开支	(381)	(500)	(500)	(500)	(500)
其他投资活动现金流	(207)	0	0	0	0
投资活动现金流	(588)	(500)	(500)	(500)	(500)
负债净变动	(411)	(207)	(306)	(812)	(547)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(71)	(13)	(196)	(87)	(186)
其他融资活动现金流	2	(374)	0	0	0
融资活动现金流	(481)	(594)	(502)	(899)	(732)
汇率收益/损失	141	0	0	0	0
年初现金	1,342	1,099	1,327	1,928	1,882
年末现金	1,099	1,327	1,928	1,882	2,315

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.034	0.312	0.138	0.296	0.453
全面摊薄每股收益	0.034	0.312	0.138	0.296	0.453
每股账面值	2.184	2.296	2.300	2.537	2.862
利润率分析(%)					
毛利率	63.9	64.2	63.9	63.9	64.0
EBITDA利润率	17.6	21.9	18.0	22.0	23.5
EBIT利润率	12.9	18.0	11.1	16.3	20.0
净利率	1.2	7.6	3.1	6.2	8.5
盈利能力(%)					
ROA	0.9	7.0	3.0	5.7	7.7
ROE	1.5	13.5	5.9	11.4	15.2
其他					
流动比率	2.7	2.0	2.1	2.3	2.6
存货周转天数	22.0	22.0	22.0	22.0	22.0
应收账款周转天数	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转天数	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。