

# 九毛九 (09922.HK)

## 2024 年经营承压，期待关店固本后的业绩回升

优于大市

### 核心观点

**24H2 归母业绩同比由盈转亏。**2024 年，公司收入 60.7 亿元/+1.5%，核心经营利润 2.5 亿元/-60.1%，归母净利润 5581 万元/-87.7%，成本负杠杆效应扰动利润表现。**2024H2**，公司收入 30.1 亿元/-3.1%；归母净利润亏损 1648 万元，同比由盈转亏（2024H2 盈利 2.3 亿元），系关店减值拖累。

**核心品牌同店销售承压，出售粤菜/烤鱼品牌明确经营重心。**2024 年，核心品牌**太二酸菜鱼**收入 44.13 亿元/-1.4%，期内门店新增 95 家（包含 11 家加盟）/关店 39 家，翻座率 2.5 次/-0.5 次，客单价 71 元/-4 元，同店下滑 18.8%；**怱火锅**收入 8.95 亿元/+11.0%，期内新开 28 家/关店 10 家。翻座率 2.0/-0.8 次，客单价 103 元/-10 元，同店销售同降 31.6%；**九毛九**收入 5.46 亿元/-13.2%，期内新增门店 9 家/关店 15 家。翻座率 1.7 次/-0.1 次，客单价 55 元/-3 元，同店销售同比-13%；新品牌方面**山外面**收入 2943 万元，新开 20 家餐厅（16 家合作模式），期内向第三方出售了那末大叔是大厨、赖美丽烤鱼品牌，聚焦核心品牌发展。

**人工&折旧摊销成本刚性，盈利能力下行明显。**2024 年，原材料成本占比为 35.6%/-0.2pct；员工成本为 28.8%/+3.0pct；使用权折旧&租金占比为 11.7%/+1.3pct，收入增速放缓下员工与租金成本偏刚性，成本占比走高拖累利润率。**2024H2**，原材料、员工、使用权折旧&租金占比分别同比+0.0/+1.7/1.3pct。2024 年，归母净利率为 0.9%/-6.7pct，净利率走低除上述三项成本费率上升外，其他资产折旧成本占比提升（+0.9pct）、部分关店减值亏损边际也拖累净利率表现。

**太二积极求变推出新店型适配需求变化，重申分红率不低于 40%承诺。**2024 年度，公司累计在资本市场回购 1.39 亿元股份，同时末期与特别股息派息率合计达到 92.5%（2023 年为 43.1%），对应最新收盘价股息率为 1.3%。公司同时表现维持派息率不低于 40%的承诺。此外，据财经网报道，近期**太二酸菜鱼**推出新店型，除装修风格焕新外，主打活鱼每日到店，菜品新增铜锅涮鲜牛肉、洪湖粉藕排骨汤等细分赛道走红单品。

**风险提示：**宏观承压、行业竞争加剧、商誉减值风险、扩张速度不及预期等。

**投资建议：**考虑阶段同店销售表现仍会扰动利润表现，兼顾门店扩张节奏更为审慎，我们下调 2025-26 归母净利润至 2.16/2.95 亿元（调整幅度-26%/-23%），新增 2027 年预测 3.55 亿元，对应 PE 17/13/11x。我们观测到 2024 年公司已优化部分低效能门店轻装上阵，目前积极求变推出新太二店型以适应消费市场变化，此外公司以低风险轻资产模式继续新品牌孵化拓展新曲线，维持中线“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,986	6,074	6,827	7,626	8,487
(+/-%)	49.4%	1.5%	12.4%	11.7%	11.3%
归母净利润(百万元)	453	56	216	295	355
(+/-%)	820.2%	-87.7%	286.6%	36.8%	20.2%
每股收益(元)	0.32	0.04	0.15	0.21	0.25
EBIT Margin	51.2%	46.0%	4.5%	6.5%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	13.6%	1.8%	6.5%	8.4%	9.3%
市盈率 (PE)	8	67	17	13	11
EV/EBITDA	35	22	26	19	17
市净率 (PB)	1	1	1	1	1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 海外公司财报点评

#### 社会服务 · 酒店餐饮

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

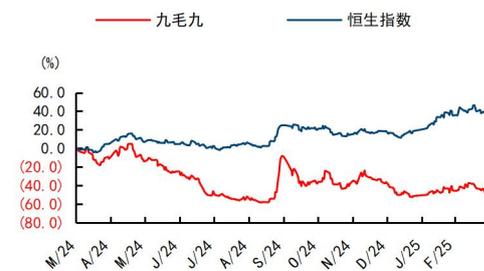
zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	2.88 港元
总市值/流通市值	4025/4025 百万港元
52 周最高价/最低价	5.76/2.14 港元
近 3 个月日均成交额	81.03 百万港元

#### 市场走势



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) - 三季度同店销售降幅筑底企稳，期待盈利拐点出现》——2024-10-21

《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

需求承压而成本刚性，24H2 归母业绩同比由盈转亏。2024 年，公司实现收入 60.7 亿元，同比+1.5%，核心经营利润 2.5 亿元，同比-60.1%，归母净利润 5581 万元，同比-87.7%，刚性成本负杠杆效应扰动了利润期内表现。2024H2，公司实现收入 30.1 亿元，同比-3.1%；归母净利润亏损 1648 万元，同比（2024H2 盈利 2.3 亿元）由盈转亏，关店减值拖累显著。

图1：九毛九 2016-2024 年收入及归母净利润表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：九毛九 2018-2024 下半年收入/归母净利润数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心品牌同店销售表现仍承压，太二/怱门店仍逆势扩张。2024 年，核心品牌太二酸菜鱼实现收入 44.13 亿元，同比-1.4%，期内门店新增 95 家（包含 11 家加盟）、净增 56 家维持韧性增长，但翻座率 2.5 次/-0.5 次，客单价 71 元/-4 元，需求承压下同店下滑 18.8%；怱火锅实现收入 8.95 亿元，同比+11.0%，期内门店新开 28 家、净增 18 家。翻座率 2.0/-0.8 次，客单价 103 元/-10 元，同店销售同样承压同降 31.6%；九毛九实现收入 5.46 亿元，同比-13.2%，期内新增门店 9 家、净关店 6 家。翻座率为 1.7 次/-0.1 次，客单价为 55 元/-3 元，同店销售同比-13%。新品牌方面，山外面餐厅实现收入 2943 万元，新开 20 家餐厅（16 家合作模式），同时向第三方出售了那未大叔是大厨、赖美丽烤鱼品牌。整体而言，公司旗下三大核心品牌期内表现均承压，量价端仍呈现一定压力。

图3：2022-2024 年九毛九分品牌收入情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：仅列举 2022 年以来数据系 2022 年开始怱品牌开始分列

图4：九毛九旗下品牌门店数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 九毛九旗下品牌门店翻座率数据



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 九毛九旗下品牌门店客单价数据



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**人工&折旧摊销成本刚性, 期间费率同比走高。2024年, 原材料成本占比为 35.6%, 同比-0.2pct; 员工成本为 28.8%, 同比+3.0pct; 使用权折旧&租金占比为 11.7%, 同比+1.3pct, 收入增速边际放缓下员工与租金成本偏刚性, 成本占比边际走高拖累了利润率。2024H2, 原材料、员工、使用权折旧&租金占比分别同比+0.0/+1.7/1.3pct。2024年归母净利率为 0.9%, 同比-6.7pct, 净利率走低除期间费率上升外, 其他资产折旧成本占比提升 (+0.9pct)、部分关店减值亏损 (+0.9pct) 边际也有所拖累。**

图7: 九毛九 2017-2024 年三项主要成本占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 九毛九 2018-2024H2 三项主要成本占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**承诺未来分红率不低于 40%, 太二推出新门店店型。2024 年度, 公司累计在资本市场回购 1.39 亿元股份, 同时公司拟派发末期股息每股 0.02 港元, 同时派发 30 周年特别股息每股 0.02 港元, 末期股息与特别股息派息率合计达到 92.5%。公司同时承诺, 未来拟维持不低于 40% 的派息率。据财经网报道, 太二酸菜鱼在广州推新店型, 除装修风格焕新外, 主打活鱼每日到店, 菜品新增铜锅涮鲜牛肉、洪湖粉藕排骨汤等近期餐饮细分赛道走红的单品, 以适应当下的消费环境。**

**投资建议:** 考虑到公司同店仍在触底企稳中, 预计利润短期仍会受成本的负杠杆效应, 兼顾公司门店扩张节奏也更为审慎, 基于以上几点我们下调 2025-26 归母净利润至 2.16/2.95 亿元 (调整幅度 -26%/-23%), 新增 2027 年预测为 3.55 亿元, 对应 PE 17/13/11x。伴随经营端的承压, 我们也观测到公司调整菜单积极上新、推出高性价比产品, 且针对低效能门店做了关店处理, 2025 年有望轻装上阵应对

市场变化。此外公司以轻资产等风险模式继续多品牌孵化，也有望贡献新成长看点，综上所述我们维持公司中线“优于大市”评级。

**表1: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	
9922. HK	九毛九	2.88	40.21	0.04	0.15	0.21	67.00	17.21	12.98	优于大市
6862. HK	海底捞	15.44	860.51	0.84	0.97	1.10	18.38	15.92	14.04	优于大市
9987. HK	百胜中国	50.35	188.93	2.76	3.10	3.43	18.24	16.24	14.68	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：除百胜中国以外，货币单位均为人民币；百胜中国货币单位为美元，其余为国信社服预测。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1327	0	2000	2000	2000	营业收入	5986	6074	6827	7626	8487
应收款项	644	0	531	471	395	营业成本	0	0	3072	3393	3751
存货净额	132	0	25	19	10	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	231	0	0	0	0	销售费用	1644	1425	1673	1830	2037
<b>流动资产合计</b>	<b>2806</b>	<b>0</b>	<b>2557</b>	<b>2489</b>	<b>2405</b>	管理费用	1277	1855	1775	1906	2079
固定资产	1125	0	50	100	151	财务费用	(14)	36	68	169	229
无形资产及其他	1980	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	465	6489	6489	6489	6489	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	145	0	0	50	100	其他收入	(2441)	(2684)	0	2	4
<b>资产总计</b>	<b>6521</b>	<b>6489</b>	<b>9095</b>	<b>9128</b>	<b>9145</b>	营业利润	638	74	240	328	395
短期借款及交易性金融负债	90	0	3531	5223	6512	营业外净收支	(1)	0	0	0	0
应付款项	286	0	349	386	426	<b>利润总额</b>	<b>636</b>	<b>74</b>	<b>240</b>	<b>328</b>	<b>395</b>
其他流动负债	1027	0	0	0	0	所得税费用	156	29	60	82	99
<b>流动负债合计</b>	<b>1403</b>	<b>0</b>	<b>3880</b>	<b>5609</b>	<b>6938</b>	少数股东损益	27	(11)	(36)	(49)	(59)
长期借款及应付债券	154	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>453</b>	<b>56</b>	<b>216</b>	<b>295</b>	<b>355</b>
其他长期负债	1607	0	0	(418)	(388)	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1761</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(418)</b>	<b>(388)</b>	净利润	453	56	216	295	355
<b>负债合计</b>	<b>3164</b>	<b>0</b>	<b>3880</b>	<b>5191</b>	<b>6550</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	21	(1)	(36)	(85)	(144)	折旧摊销	346	492	0	2	4
股东权益	3336	3152	3314	3535	3801	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6521</b>	<b>3151</b>	<b>7157</b>	<b>8641</b>	<b>10208</b>	财务费用	(14)	36	68	169	229
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	266	(7936)	(207)	(314)	155
每股收益	0.32	0.04	0.15	0.21	0.25	其它	27	(11)	(36)	(49)	(59)
每股红利	0.00	0.00	0.04	0.05	0.06	<b>经营活动现金流</b>	<b>1092</b>	<b>(7399)</b>	<b>(27)</b>	<b>(66)</b>	<b>455</b>
每股净资产	2.39	2.26	2.37	2.53	2.72	资本开支	0	1090	(50)	(52)	(55)
ROIC	78%	40%	3%	5%	6%	其它投资现金流	381	472	0	0	0
ROE	14%	2%	7%	8%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>399</b>	<b>1707</b>	<b>(1450)</b>	<b>(1552)</b>	<b>(1655)</b>
毛利率	100%	100%	55%	56%	56%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	51%	46%	4%	6%	7%	负债净变化	154	(154)	0	0	0
EBITDA Margin	57%	54%	5%	7%	7%	支付股利、利息	0	0	(54)	(74)	(89)
收入增长	49%	1%	12%	12%	11%	其它融资现金流	(1572)	4674	3531	1692	1289
净利润增长率	820%	-88%	287%	37%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1263)</b>	<b>4366</b>	<b>3477</b>	<b>1618</b>	<b>1200</b>
资产负债率	49%	51%	54%	59%	63%	<b>现金净变动</b>	<b>228</b>	<b>(1327)</b>	<b>2000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.0%	0.0%	1.3%	1.8%	2.2%	货币资金的期初余额	1099	1327	0	2000	2000
P/E	8.3	67.2	17.4	12.7	10.6	货币资金的期末余额	1327	0	2000	2000	2000
P/B	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0	企业自由现金流	0	(4663)	(26)	7	568
EV/EBITDA	2	2	26	19	17	权益自由现金流	0	(165)	3454	1572	1686

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