

## 公司研究

## 经营调整持续，24 年业绩承压

## ——九毛九（9922.HK）2024 年年报点评

## 增持（维持）

当前价：2.88 港元

## 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

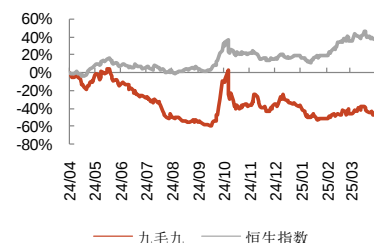
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

## 市场数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股)      | 13.98     |
| 总市值(亿港元):    | 40.25     |
| 一年最低/最高(港元): | 2.14/5.76 |
| 近 3 月换手率:    | 116.23%   |

## 股价相对走势



## 收益表现

| %  | 1M    | 3M     | 1Y     |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | -2.53 | -28.26 | -83.20 |
| 绝对 | -1.48 | -10.19 | -46.65 |

资料来源：Wind

## 相关研报

上半年业绩承压，建议持续跟踪调整进展——九毛九（9922.HK）2024 年中报点评（2024-08-27）

业绩显著改善，建议关注加盟进展——九毛九（9922.HK）2023 年年报点评（2024-03-23）

## 要点

**事件：**九毛九发布 2024 年年报业绩，24 年实现营业收入 60.7 亿元，同比+1.5%；归母净利润 0.6 亿元，同比-87.7%。其中，24H2 实现营业收入 30.1 亿元，同比-3.1%；归母净利润-0.2 亿元，同比由盈转亏。

**24 年总收入持续增长，经营利润率同比下降。**从主要经营数据看，24 年太二/九毛九/怂火锅分别实现经营收入 44.13/5.46/8.95 亿元，同比-1.4%/-13.2%/+11.0%。24 年太二/九毛九/怂火锅门店层面经营利润率分别为 13.2%/15.4%/8.6%，同比-6.1/-2.2/-3.6pcts。

1) 太二：24 年净增加门店 56 家，全国门店总数达到 634 家；翻座率为 2.5 次/天，较 23 年翻座率（3.0 次/天）同比下降 0.5 次/天；翻台率为 3.5 次/天，同比 23 年（4.1 次/天）减少 0.6 次/天；客单价同比小幅下降 4 元至 71 元。24 年太二同店收入同比-18.8%。

2) 九毛九：24 年九毛九品牌净减少 6 家门店；翻座率为 1.7 次/天，较 23 年翻座率（1.8 次/天）减少了 0.1 次/天；翻台率 2.7 次/天，同比 23 年减少 0.2 次/天；客单价同比下降 3 元至 55 元。24 年九毛九同店收入同比-13.0%。

3) 怂火锅：24 年净增门店 18 家；翻座率为 2.0 次/天，较 23 年翻座率（2.8 次/天）减少了 0.8 次/天；翻台率为 2.9 次/天，同比 23 年减少 0.9 次/天；客单价同比下降 10 元至 103 元，主要系 24 年打折促销增多。

4) 其他品牌：公司于 24 年 2 月推出新品牌山的山外面酸汤火锅，截至 24 年底共拥有 20 家门店；并于 24H1 及 24 年 7 月分别出售那未大叔是大厨餐厅及 3 间位于中国内地的赖美丽餐厅。

**24 年同店收入减少，抬升主要经营成本收入占比。**24 年毛利率达 64.4%，yoy+0.2pcts，与公司收入增速的趋势基本一致。24 年员工成本占收入比重为 28.8%，yoy+3.0pcts，主要系 23H2 实施的全面涨薪，以及同店收入减少。24 年租金成本（含使用权折旧）占收入比重为 11.7%，yoy+1.3pcts，主要受同店收入减少影响。综合来看，24 年公司核心经营利润率为 4.2%，yoy-6.4pcts，门店经营利润率承压。

**持续经营调整，静待效果显现。**24H2 公司面临诸多挑战，市场环境不佳导致各品牌同店收入持续负增长，部分门店出现连续多月现金流为负的情况，加盟店回本周期延长，且受到预制菜舆论影响品牌形象受损。为此，公司做出一系列调整：1) 经营策略上：公司收缩折扣，专注产品研发以提升质价比，加强员工激励。2) 门店运营方面：关闭部分经营不善的门店，优化门店人员配置，降低开店成本。3) 品牌建设上：调整怂火锅品牌定位，丰富太二菜品选择。

**展望 2025 年，**公司对国内门店采取谨慎态度，着重依据经营状况灵活调整；海外市场则预计每年稳健新开十几家门店。外卖业务因卫星店可开发区域有限，不会大规模扩张；公司将对加盟店严格评估，确保回本周期在 18 - 24 个月内。经营策略层面，公司将调整激励政策，优化提成方案，激发员工积极性。成本控制方面，人工成本收入占比预计与 2024 年持平，在维持员工数量前提下，从其他方面优化成本。针对预制菜舆论，25Q1 公司着手升级门店、强调食材新鲜度，致力于改善品牌形象，推动公司稳定发展。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司仍处于调整期，我们下调九毛九 2025-2026 年归母净利润预测分别至 1.25/1.75 亿元（前次分别为 3.16/3.88 亿元），引入 27 年归母净利润预测为 2.21 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 30x/21x/17x。公司作为平台型餐饮公司，品牌矩阵不断优化，我们仍看好公司发展潜力，维持“增持”评级。

**风险提示：**开店速度不及预期，新品牌孵化进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

| 指标         | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 5,986  | 6,074  | 6,310  | 6,716 | 7,269 |
| 营业收入增长率    | 49.4%  | 1.5%   | 3.9%   | 6.4%  | 8.2%  |
| 归母净利润（百万元） | 453    | 56     | 125    | 175   | 221   |
| 归母净利润增长率   | 820.2% | -87.7% | 124.6% | 39.5% | 26.3% |
| EPS（元）     | 0.32   | 0.04   | 0.09   | 0.13  | 0.16  |
| P/E        | 8      | 67     | 30     | 21    | 17    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-31，1HKD=0.9227CNY，注：2023-2024 年总股本数分别为 14.37/13.98 亿股

## 财务报表与盈利预测

| 单位：百万元       | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>总收入</b>   | <b>4,006</b> | <b>5,986</b> | <b>6,074</b> | <b>6,310</b> | <b>6,716</b> | <b>7,269</b> |
| 原材料及易耗品成本    | -1,447       | -2,142       | -2,162       | -2,246       | -2,384       | -2,573       |
| 毛利润          | 2,559        | 3,844        | 3,912        | 4,064        | 4,332        | 4,696        |
| 其他收入         | 71           | 127          | 70           | 59           | 56           | 53           |
| 员工成本         | -1,134       | -1,544       | -1,747       | -1,824       | -1,934       | -2,086       |
| 使用权资产折旧      | -403         | -485         | -576         | -590         | -618         | -653         |
| 其他租金及相关开支    | -83          | -139         | -133         | -145         | -154         | -167         |
| 水电开支         | -149         | -219         | -253         | -263         | -280         | -303         |
| 其他资产的折旧摊销    | -190         | -236         | -292         | -298         | -310         | -327         |
| 差旅及相关开支      | -26          | -39          | -30          | -31          | -33          | -35          |
| 广告及推广开支      | -56          | -85          | -104         | -108         | -115         | -125         |
| 外卖服务费        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他开支         | -323         | -439         | -471         | -489         | -521         | -563         |
| 经营利润         | 267          | 786          | 375          | 376          | 424          | 490          |
| 应占联营公司溢利     | -3           | -2           | -4           | -4           | -4           | -4           |
| 其他净收益或亏损     | -88          | -32          | -75          | -75          | -50          | -50          |
| 财务成本         | -81          | -93          | -111         | -121         | -133         | -144         |
| 税前利润         | 94           | 636          | 74           | 152          | 212          | 267          |
| 所得税费用        | -39          | -156         | -29          | -33          | -47          | -59          |
| <b>本年利润</b>  | <b>56</b>    | <b>480</b>   | <b>45</b>    | <b>118</b>   | <b>165</b>   | <b>208</b>   |
| 少数股东损益       | -6           | -27          | 11           | 7            | 10           | 13           |
| <b>归母净利润</b> | <b>49</b>    | <b>453</b>   | <b>56</b>    | <b>125</b>   | <b>175</b>   | <b>221</b>   |

| 单位：百万元       | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金         | 1,099        | 1,327        | 607          | 884          | 713          | 653          |
| 贸易及其他应收款项    | 505          | 644          | 770          | 689          | 600          | 795          |
| 存货           | 118          | 132          | 115          | 142          | 137          | 164          |
| 受限制银行存款      | 11           | 231          | 307          | 307          | 307          | 307          |
| <b>流动资产</b>  | <b>2,585</b> | <b>2,806</b> | <b>2,309</b> | <b>2,532</b> | <b>2,267</b> | <b>2,429</b> |
| 物业、厂房及设备     | 737          | 1,129        | 1,190        | 1,185        | 1,171        | 1,142        |
| 使用权资产        | 1,571        | 2,008        | 2,090        | 2,426        | 2,827        | 3,294        |
| 递延税项资产       | 115          | 116          | 162          | 194          | 233          | 279          |
| 租金按金         | 83           | 114          | 127          | 153          | 183          | 220          |
| 无形资产         | 25           | 26           | 26           | 20           | 15           | 7            |
| 其他           | 291          | 322          | 585          | 585          | 585          | 585          |
| <b>非流动资产</b> | <b>2,822</b> | <b>3,715</b> | <b>4,179</b> | <b>4,563</b> | <b>5,014</b> | <b>5,527</b> |
| 贸易及其他应付款项    | 460          | 697          | 623          | 742          | 533          | 843          |
| 租赁负债         | 443          | 539          | 602          | 696          | 750          | 792          |
| 银行贷款         | 30           | 90           | 306          | 190          | 240          | 290          |
| 现行税制         | 17           | 68           | 43           | 49           | 69           | 87           |
| 合约负债         | 4            | 8            | 20           | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债</b>  | <b>955</b>   | <b>1,403</b> | <b>1,593</b> | <b>1,677</b> | <b>1,592</b> | <b>2,012</b> |
| 租赁负债         | 1,207        | 1,545        | 1,582        | 2,014        | 2,182        | 2,317        |
| 拨备           | 38           | 47           | 52           | 52           | 52           | 52           |
| <b>非流动负债</b> | <b>1,253</b> | <b>1,761</b> | <b>1,745</b> | <b>2,177</b> | <b>2,345</b> | <b>2,481</b> |
| 未分配利润和储备     | 3,174        | 3,336        | 3,152        | 3,249        | 3,361        | 3,494        |

|             |              |              |              |              |              |              |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 母公司应占所有者权益  | 3,174        | 3,336        | 3,152        | 3,249        | 3,361        | 3,494        |
| 少数股东权益      | 25           | 21           | -1           | -8           | -18          | -30          |
| <b>权益总额</b> | <b>3,199</b> | <b>3,357</b> | <b>3,151</b> | <b>3,241</b> | <b>3,344</b> | <b>3,464</b> |

| 单位：百万元          | 2022A       | 2023A       | 2024E       | 2025E       | 2026E       | 2027E        |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 税前利润            | 94          | 636         | 74          | 152         | 212         | 267          |
| 折旧及摊销           | 593         | 721         | 868         | 888         | 928         | 980          |
| 营运资金变动          | 9           | -102        | -105        | 94          | -115        | 87           |
| 融资成本            | 81          | 93          | 105         | 121         | 133         | 144          |
| 支付所得税           | -39         | -156        | -29         | -33         | -47         | -59          |
| 其他              | -55         | -179        | -35         | 3           | 36          | 35           |
| <b>经营活动现金流</b>  | <b>684</b>  | <b>1012</b> | <b>879</b>  | <b>1224</b> | <b>1148</b> | <b>1454</b>  |
| 购买物业、厂房及设备      | -370        | -576        | -490        | -300        | -300        | -300         |
| 购买未上市股本证券的款项    | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 购买无形资产          | -11         | -10         | -10         | -10         | -10         | -10          |
| 投资联营公司          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 其他              | -207        | 436         | -375        | -58         | -69         | -83          |
| <b>投资活动现金流</b>  | <b>-588</b> | <b>-150</b> | <b>-875</b> | <b>-368</b> | <b>-379</b> | <b>-393</b>  |
| 租赁负债股本部分及利息部分付款 | -441        | -532        | -593        | -761        | -920        | -1075        |
| 银行贷款变动          | 30          | 60          | 216         | -116        | 50          | 50           |
| 支付股利            | -71         | -13         | -196        | -28         | -63         | -88          |
| 收购附属公司非控股权益     | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 股权融资            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 其他              | 2           | -162        | -78         | -5          | -6          | -8           |
| <b>融资活动现金流</b>  | <b>-481</b> | <b>-646</b> | <b>-652</b> | <b>-910</b> | <b>-939</b> | <b>-1121</b> |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（注：2024 年现金流量表为光大证券研究所预测）

## 行业及公司评级体系

| 评级                                                              | 说明                                                     |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 买入                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上                         |
| 增持                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；                      |
| 中性                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；                 |
| 减持                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；                      |
| 卖出                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；                        |
| 无评级                                                             | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。 |                                                        |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP