

九毛九 (09922.HK)

受外部环境影响业绩承压，关注新门店、新菜单调整转变

事件：3 月 28 日，公司发布 2024 年业绩公告，2024 年，实现收入 60.74 亿元/同比+1.5%，归母净利润 0.56 亿元/同比-87.7%，核心经营利润 2.52 亿元/同比-60.1%。其中，2024H2，实现收入 30.09 亿元/同比-3.1%，归母净利润-0.16 亿元/同比-107.1%。分品牌看：2024 年，太二/九毛九/怂火锅/其他品牌分别实现收入 44.13/5.46/8.95/2.20 亿元，同比-1.4%/-13.2%/+11.0%/+201.4%。分服务类型看：餐厅经营/外卖/货品销售/其他业务分别实现收入 48.80/10.43/1.39/0.10 亿元，同比-3.7%/+15.8%/+719.2%/+806.9%。

审慎扩张太二及怂火锅餐厅网络，外部环境因素影响下门店经营承压。2024 年，公司审慎扩张太二及怂火锅餐厅网络，全年新开 150 家门店，包括 95 家太二门店（包含 11 家加盟店）、28 家怂火锅门店、20 家山外面门店（包含 16 家合作模式门店）、7 家九毛九门店（包含 1 家加盟店），并有 1 家太二直营店转加盟；全年关店 69 家。1) **太二：**截至 2024 年底，门店数目达到 634 家/同比+56 家，其中，中国内地/其他地区门店数目分别为 604/30 家，同比+44/+12 家；自营/加盟门店数目分别为 623/11 家。2024 年，自营门店整体/中国内地/其他地区的翻座率分别为 2.5/2.5/3.2 次，同比-0.5/-0.5/-0.7 次；翻台率分别为 3.5/3.5/4.4 次，同比-0.6/-0.6/-1.1 次；人均消费分别为 71/65/158 元，同比-4/-7/-14 元。2024 年，太二自营门店同店销售同比-18.8%，经营利润率为 13.2%/同比-6.1pct。2) **怂火锅：**截至 2024 年底，餐厅数目达到 80 家/同比+18 家。2024 年，翻座率/翻台率分别为 2.0/2.9 次，同比-0.8/-0.9 次；人均消费为 103 元，同比-10 元；同店销售同比-31.6%，经营利润率为 8.6%/同比-3.6pct。3) **九毛九：**截至 2024 年底，餐厅数目达到 71 家/同比-6 家，其中，直营/加盟门店数目为 70/1 家。2024 年，翻座率/翻台率分别为 1.7/2.7 次，同比-0.1/-0.2 次；人均消费为 55 元，同比-3 元；同店销售同比-13.0%，经营利润率为 15.4%/同比-2.2pct。2024 年，门店经营承压主要系外部环境变化及餐饮市场激烈竞争。

2024H2 继续审慎计提资产减值，当期业绩转负。2024H2，公司实现归母净利润-0.16 亿元/上年同期为 2.31 亿元，归母净利率-0.55%/同比-7.99pct。具体财务比率方面，2024H2，毛利率同比稳定为 64.6%，员工成本/使用权资产折旧/水电开支/广告及推广开支占收比分别为 28.3%/9.6%/4.3%/1.9%，同比+1.7/+1.3/+0.5/+0.2pct，人工、租金、水电费用率增加主要系同店销售下降，推广费用率增加主要系增加广告投入。由于公司考虑部分餐厅表现未及预期，审慎计提资产减值，物业、厨房及设备以及使用权资产的减值损失从 2023H1/2023H2 的 0.3/21.5 百万元增加至 2024H1/2024H2 的 39.4/72.2 百万元。

品牌组合持续优化，供应链能力持续增强，太二新门店、新菜单有望迎来新转变。1) **品牌组合持续优化：**公司在遵循多品牌及多概念策略向更多细分市场扩张的同时，持续优化品牌组合，于 2020 年推出怂火锅、2024 年 2 月推出新品牌山外面（截至 2024 年底拥有 20 家门店，其中，自营/加盟分别 4/16 家），也在 2024H1 及 2024 年 7 月出售那未大叔是大厨品牌及 3 间中国内地的赖美丽餐厅。2) **供应链能力持续增强：**2025 年，广州南沙供应链中心预计投入使用，将覆盖核心品牌的食材粗加工及外销产品生产，有效降低现有供应链产能压力。同时，2024 年，供应链中心成立商超销售业务及线上零售业务，未来将在保证餐饮品牌高品质供应同时，

增持（维持）

股票信息

行业	酒店餐饮
前次评级	增持
04 月 17 日收盘价（港元）	2.63
总市值（百万港元）	3,675.78
总股本（百万股）	1,397.63
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	27.07

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

研究助理 陈天明

执业证书编号：S0680123110020

邮箱：chentianming@gszq.com

相关研究

- 1、《九毛九 (09922.HK)：门店持续审慎扩张，同店销售同比下降影响当期业绩》 2024-09-21
- 2、《九毛九 (09922.HK)：多品牌展店推进，新品牌亮眼，经营效率提升》 2023-08-25
- 3、《九毛九 (09922.HK)：太二韧性强，怂加速扩张》 2023-03-23

拓展外部市场销售渠道。3) 太二新门店、新菜单: 2025 年 3 月, 太二品牌于广州推出全新升级迭代店型, 空间设计更加时尚, 并以鲜活为核心理念, 大幅调整菜单结构, 强调活鱼每日到店、牛肉鲜切现做、鲜鸡每日送达, 有望迎来品牌发展新转变。

投资建议: 公司作为中国领先的中餐厅品牌管理商及运营商, 具有多品牌运营管理能力, 且在持续进行品牌组合优化。当前环境下, 公司采取更审慎的扩张策略, 持续加强供应链能力建设, 引入加盟及合作新模式, 对现有品牌门店和菜品进行调整, 为未来加速扩张奠定坚实基础。考虑当前餐饮市场同店仍有压力, 且公司短期拓店速度放缓, 持续优化现有门店, 预计 2025-2027 年公司营收分别为 67.61/78.78/92.92 亿元, 归母净利润分别为 0.99/2.63/4.11 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 34.8x/13.2x/8.4x, 给予“增持”评级。

风险提示: 1) 门店扩张及管理不及预期; 2) 食品安全问题; 3) 加盟商管理问题; 4) 客单及翻台率持续下降。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,986	6,074	6,761	7,878	9,292
增长率 yoy (%)	49.4	1.5	11.3	16.5	17.9
归母净利润 (百万元)	453	56	99	263	411
增长率 yoy (%)	820.2	-87.7	78.3	164.4	56.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.32	0.04	0.07	0.19	0.29
净资产收益率 (%)	14.3	1.4	3.2	7.9	11.0
P/E (倍)	7.6	62.0	34.8	13.2	8.4
P/B (倍)	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 17 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2806	2309	2336	2489	2855
现金	1327	607	1108	998	1392
应收票据及应收账款	0	0	0	0	0
其他应收款	644	770	357	628	534
预付账款	0	0	0	0	0
存货	132	115	168	160	227
其他流动资产	703	817	703	703	703
非流动资产	3715	4179	4002	4131	4197
长期投资	8	29	27	24	22
固定资产	1129	1190	1219	1273	1322
无形资产	2034	2116	2211	2287	2307
其他非流动资产	544	845	545	546	547
资产总计	6521	6489	6338	6620	7052
流动负债	1403	1593	1401	1404	1402
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1403	1593	1401	1404	1402
非流动负债	1761	1745	1681	1681	1681
长期借款	154	74	74	74	74
其他非流动负债	1607	1671	1607	1607	1607
负债合计	3164	3337	3082	3085	3082
少数股东权益	21	-1	5	21	45
股本	0	0	0	0	0
资本公积	3336	3152	3083	3083	3083
留存收益	0	0	105	384	819
归属母公司股东权益	3336	3152	3251	3514	3925
负债和股东权益	6521	6489	6338	6620	7052

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1012	261	589	275	751
净利润	480	45	105	278	435
折旧摊销	721	101	111	123	133
财务费用	93	111	124	134	158
投资损失	2	4	0	0	0
营运资金变动	218	41	208	-260	25
其他经营现金流	-502	-41	41	0	0
投资活动现金流	-150	-523	21	-252	-199
资本支出	833	138	130	131	69
长期投资	2	-21	2	2	2
其他投资现金流	685	-406	154	-118	-128
筹资活动现金流	815	-390	-109	-134	-158
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	154	-81	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	161	-184	0	0	0
其他筹资现金流	500	-126	-109	-134	-158
现金净增加额	1677	-653	501	-111	394

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5986	6074	6761	7878	9292
营业成本	2142	2162	2427	2809	3311
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	2910	3284	3597	4082	4716
管理费用	242	247	283	327	399
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	93	111	124	134	158
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	127	-5	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-4	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	723	260	325	521	702
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	636	74	150	387	588
所得税	156	29	45	108	153
净利润	480	45	105	278	435
少数股东损益	27	-11	6	15	24
归属母公司净利润	453	56	99	263	411
EBITDA	1326	153	241	485	692
EPS (元)	0.32	0.04	0.07	0.19	0.29

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	49.4	1.5	11.3	16.5	17.9
营业利润(%)	160.8	-64.0	24.9	60.4	34.7
归属于母公司净利润(%)	820.2	-87.7	78.3	164.4	56.2
获利能力					
毛利率(%)	64.2	64.4	64.1	64.3	64.4
净利率(%)	7.6	0.9	1.5	3.5	4.7
ROE(%)	14.3	1.4	3.2	7.9	11.0
ROIC(%)	7.9	0.6	1.6	4.4	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	48.5	51.4	48.6	46.6	43.7
净负债比率(%)	33.5	55.5	38.8	38.9	24.7
流动比率	2.0	1.4	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.4	0.9	1.0	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.2	1.4
应收账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.04	0.07	0.19	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.19	0.42	0.20	0.54
每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.26	2.33	2.51	2.81
估值比率					
P/E	7.6	62.0	34.8	13.2	8.4
P/B	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	0.9	11.5	5.3	2.9	1.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com