

九毛九 (09922.HK)

优化门店，梳理提质

买入（维持）

2025 年 05 月 30 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5,994	6,074	6,110	6,434	6,895
同比(%)	49.54	1.33	0.60	5.29	7.17
归母净利润（百万元）	453.46	55.81	135.26	163.63	202.98
同比(%)	820.17	(87.69)	142.37	20.97	24.05
EPS-最新摊薄（元/股）	0.32	0.04	0.10	0.12	0.15
P/E（现价&最新摊薄）	6.98	56.69	23.39	19.33	15.59

投资要点

- **2024 年同店承压主要系外因（餐饮平淡、消费力掣肘）、内部调整共同作用的结果。**分品牌看，2024 年九毛九/太二/怂火锅同店收入同比分别 -13%/-19%/-32%，九毛九由于客单价较低（2024 年九毛九/太二/怂火锅客单价分别为 55/71/103 元），受到经济下行影响相对更小。此外，开店节奏、菜品丰富度、预制菜舆论及装修风格亦对经营产生短期影响。**虽多歧路，但公司调整积极，边际改善：**（1）优化门店模型：整改装修，整体更加温馨时尚，更加适配家庭聚餐等场景；（2）优化菜单结构：更换非核心菜品，增加活鱼到店、门店现杀，以及热炒类、特色小吃甜点等。门店调改以太二先行，新店型表现可喜，趋势向好，后续怂火锅、九毛九或考虑升级调改。
- **优化门店，梳理提质。**有别于前序积极的拓店策略，2024 年以来公司放慢扩张脚步，侧重调改升级、梳理闭店，我们认为闭店或带来门店端经营利润率的直接提升。**2024 年归母净利润 0.56 亿元，受非经包括减值计提、汇兑损益、政府补助等因素扰动，核心经营利润为 2.52 亿元，我们认为 2025 年有望迎来修复：**（1）关闭经营利润率为负的门店，收窄亏损；（2）优化后新的门店模型有望贡献增量、改善门店结构及盈利水平。
- **供应链布局陆续落地，打开中长期天花板。**2025 年广州南沙供应链（中央厨房）有望投入使用，2026-2027 年期待上海、重庆等其他地区供应链布局，而后考虑加速门店的省外扩张蓝图。
- **盈利预测与投资评级：**基本面底部或已现，公司积极梳理调整，且趋势向好、拐点可期。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 1.35/1.64/2.03 亿元，同比增速分别为 142.37%/20.97%/24.05%，EPS 分别为 0.10/0.12/0.15 元，对应当前 PE23.39x、19.33x、15.59x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	2.48
一年最低/最高价	2.14/5.73
市净率(倍)	1.01
港股流通市值(百万港元)	3,176.36

基础数据

每股净资产(元)	2.26
资产负债率(%)	51.44
总股本(百万股)	1,397.63
流通股本(百万股)	1,397.63

相关研究

《九毛九(09922.HK): 2024H1 业绩点评：业绩承压，审慎扩张静待改善》
2024-08-27

《九毛九(09922.HK): 2024Q1 经营点评：基数扰动同店，股份回购彰显信心》
2024-04-22

九毛九三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,309.25	2,452.13	2,592.19	2,817.00	营业总收入	6,073.64	6,110.30	6,433.56	6,894.82
现金及现金等价物	606.97	927.38	1,083.86	1,287.95	营业成本	2,162.10	2,169.16	2,271.04	2,420.08
应收账款及票据	56.54	46.46	51.15	55.58	销售费用	-	-	-	-
存货	115.46	132.00	132.86	141.42	管理费用	-	-	-	-
其他流动资产	1,530.28	1,346.29	1,324.32	1,332.04	研发费用	2.76	3.52	3.53	3.74
非流动资产	4,179.37	4,167.84	4,201.05	4,229.05	其他费用	2,766.07	2,562.41	2,736.17	2,953.31
固定资产	1,185.27	1,181.86	1,170.97	1,145.97	经营利润	305.53	357.45	398.88	468.85
商誉及无形资产	2,065.32	1,942.52	1,835.14	1,727.33	利息收入	56.73	45.17	43.18	37.10
长期投资	28.75	37.95	49.14	61.28	利息支出	110.96	92.72	79.39	60.90
其他长期投资	400.50	498.79	632.91	776.59	其他收益	(120.56)	(90.44)	(97.70)	(112.02)
其他非流动资产	499.54	506.72	512.89	517.87	利润总额	74.01	219.47	264.97	333.02
资产总计	6,488.62	6,619.97	6,793.24	7,046.05	所得税	29.21	76.30	91.77	118.17
流动负债	1,592.74	1,663.24	1,752.35	1,879.35	净利润	44.80	143.17	173.20	214.86
短期借款	305.82	335.82	365.82	395.82	少数股东损益	(11.01)	7.92	9.58	11.88
应付账款及票据	213.12	224.58	229.17	245.38	归属母公司净利润	55.81	135.26	163.63	202.98
其他	1,073.80	1,102.84	1,157.37	1,238.15	EBIT	128.24	267.02	301.18	356.83
非流动负债	1,744.74	1,755.85	1,760.24	1,764.64	EBITDA	996.68	783.91	798.24	833.54
长期借款	73.61	84.72	89.12	93.51					
其他	1,671.13	1,671.13	1,671.13	1,671.13					
负债合计	3,337.47	3,419.08	3,512.59	3,643.99					
股本	-	-	-	-	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(0.53)	7.38	16.96	28.83	每股收益(元)	0.04	0.10	0.12	0.15
归属母公司股东权益	3,151.69	3,193.50	3,263.69	3,373.22	每股净资产(元)	2.26	2.28	2.34	2.41
负债和股东权益	6,488.62	6,619.97	6,793.24	7,046.05	发行在外股份(百万股)	1,397.63	1,397.63	1,397.63	1,397.63
					ROIC(%)	2.18	4.87	5.35	6.04
					ROE(%)	1.77	4.24	5.01	6.02
					毛利率(%)	64.40	64.50	64.70	64.90
					销售净利率(%)	0.92	2.21	2.54	2.94
					资产负债率(%)	51.44	51.65	51.71	51.72
					收入增长率(%)	1.33	0.60	5.29	7.17
					净利润增长率(%)	(87.69)	142.37	20.97	24.05
					P/E	56.69	23.39	19.33	15.59
					P/B	1.00	0.99	0.97	0.94
					EV/EBITDA	4.16	3.39	3.18	2.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年5月30日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。(注:由于港股报表披露差异,部分科目列示“-”)。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>