

消费

收盘价

港元 2.88

目标价

港元 2.79↓

潜在涨幅

-3.1%

2025 年 7 月 22 日

九毛九 (9922 HK)

2 季度运营压力持续，下调盈利预测，维持中性评级

④ **2 季度整体运营压力持续，同店销售仍呈下降态势：**根据公司最新公告，太二（仅限自营）/怱火锅/九毛九（仅限自营）2025 年 2 季度同店日均销售额分别同比下降 13.7%/14.3%/18.5%，降幅虽环比有所收窄，但尚未见拐点出现，反映出餐饮行业的激烈竞争环境。考虑到同店恢复与门店扩张压力仍存，我们下调了 2025-27 年盈利预测，目标价下调至 2.79 港元，维持**中性**评级。积极的一面是，我们看到公司核心品牌太二的门店调整初见成效，其同店有望在下半年出现边际改善，建议持续关注公司后续门店调整与单店模型优化进展。

④ **同店销售跌幅逐月收窄，客单价有企稳迹象：**虽然同店表现承压，但公司核心品牌太二同店同比跌幅自 1 季度的 21.2%收窄至 2 季度的 13.7%，且降幅逐月收窄，经营调整初见成效。客单价方面，2 季度太二（中国内地）、九毛九客单价环比上升 1.5%/1.8%，怱火锅则环比降 2.0%。公司正通过优化菜品结构等措施稳定客单价，虽然现时客流恢复仍有压力，但我们相信客单价的稳定有助于提升整体收入质量。

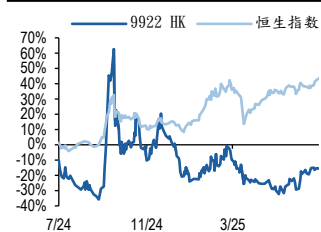
④ **继续推进太二门店优化：**截至 6 月底，公司总门店数为 729 家，2 季度环比净减少 51 家，其中太二门店净减少 44 家。我们相信这主要来自公司对低效门店的结构性调整。太二已经落地 57 家太二品牌的新模型餐厅，优化后的门店网络有望在下半年带来更加显著的运营提升。建议持续关注公司后续恢复趋势和成本端管理、门店结构优化的进展。

④ **下调收入及盈利预测，维持中性评级：**考虑到 2 季度运营数据弱于我们此前预期、同店修复缓慢，我们下调 2025-27 年收入预测至 56.1-63.4 亿元人民币，净利润预测下调至 1.5-3.0 亿元人民币，分别下调约 12-31%。我们仍基于 19 倍预测市盈率（滚动至 2026 年预测每股收益），给予目标价 2.79 港元，维持**中性**评级。

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)	5.54
52周低位 (港元)	2.19
市值 (百万港元)	4,025.17
日均成交量 (百万)	20.82
年初至今变化 (%)	(16.03)
200天平均价 (港元)	2.76

资料来源：FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	5,986	6,074	5,615	5,973	6,338
同比增长 (%)	49.4	1.5	-7.6	6.4	6.1
净利润 (百万人民币)	453	56	153	197	298
每股盈利 (人民币)	0.31	0.04	0.11	0.14	0.21
同比增长 (%)	820.9	-87.6	173.6	29.1	51.1
前EPS预测值 (人民币)			0.15	0.17	0.23
调整幅度 (%)			-31.3	-20.9	-11.6
市盈率 (倍)	8.4	67.8	24.8	19.2	12.7
每股账面净值 (人民币)	2.30	2.19	2.26	2.35	2.49
市账率 (倍)	1.15	1.20	1.16	1.12	1.06

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。

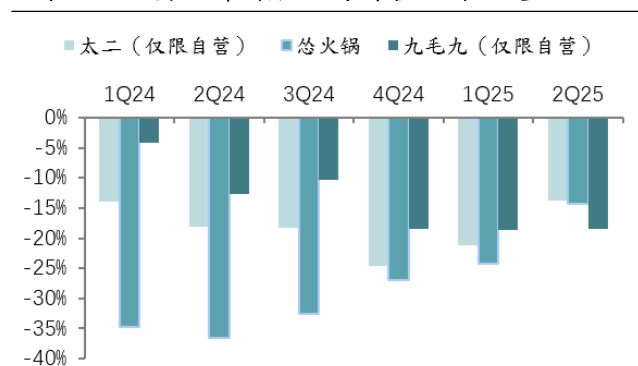
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：盈利预测变化

百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	5,615	6,012	-6.6%	5,973	6,291	-5.1%	6,338	6,726	-5.8%
太二	4,280	4,501	-4.9%	4,561	4,661	-2.1%	4,826	4,932	-2.1%
怱火锅	744	941	-20.9%	788	1,016	-22.4%	849	1,124	-24.5%
九毛九	562	562	0.0%	607	607	0.0%	646	658	-1.8%
经营利润	708	836	-15.3%	816	916	-10.9%	883	993	-11.1%
净利润	153	222	-31.3%	197	249	-20.9%	298	337	-11.6%
利润率									
毛利率	64.3%	64.6%	-0.3ppt	64.5%	64.8%	-0.3ppt	64.5%	65.0%	-0.5ppt
经营利润率	12.6%	13.9%	-1.3ppt	13.7%	14.6%	-0.9ppt	13.9%	14.8%	-0.9ppt
净利率	2.7%	3.7%	-0.9ppt	3.3%	4.0%	-0.7ppt	4.7%	5.0%	-0.3ppt

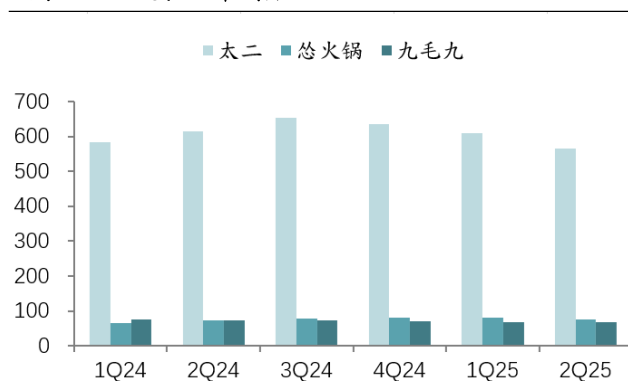
资料来源：交银国际预测

图表 2：主要品牌同店日均销售额同比变化



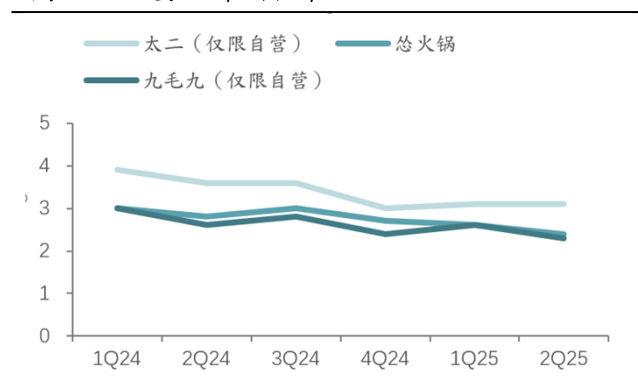
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3：主要品牌门店数



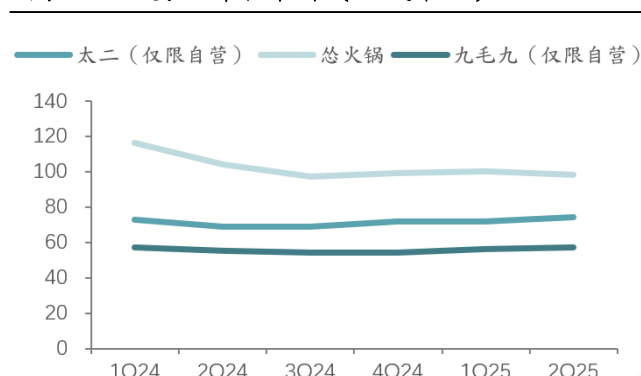
资料来源：公司资料，交银国际

图表 4：主要品牌翻台率



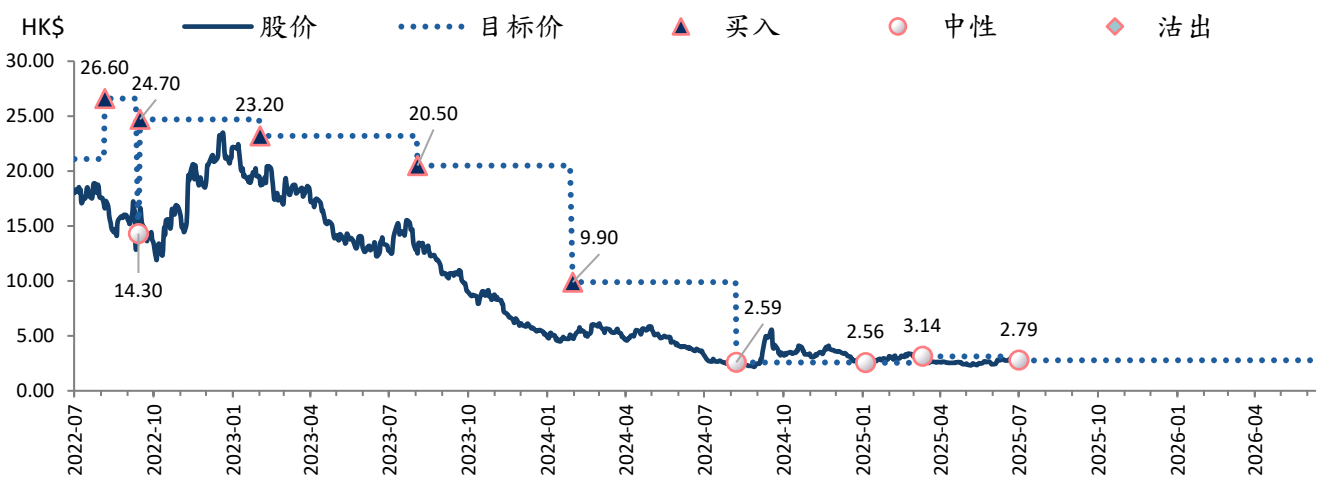
资料来源：公司资料，交银国际

图表 5：主要品牌客单价 (人民币元)



资料来源：公司资料，交银国际

图表 6：九毛九 (9922 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 7：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
9992 HK	泡泡玛特	买入	245.40	300.00	22.2%	2025 年 06 月 25 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	26.75	34.47	28.9%	2025 年 03 月 21 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.37	9.78	16.8%	2025 年 02 月 26 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	17.10	22.91	34.0%	2025 年 03 月 27 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.19	33.30	18.1%	2024 年 11 月 06 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.67	12.30	41.9%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.61	4.00	-13.3%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	28.63	13.40	-53.2%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	11.18	10.40	-7.0%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	57.75	116.00	100.9%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	25.15	36.52	45.2%	2025 年 04 月 03 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	72.55	87.22	20.2%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	47.55	52.96	11.4%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	23.35	22.64	-3.1%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.88	2.79	-3.1%	2025 年 07 月 21 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	34.65	46.42	34.0%	2025 年 03 月 24 日	零售
2020 HK	安踏	买入	92.80	110.20	18.8%	2025 年 07 月 16 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	16.62	16.28	-2.0%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.52	0.90	73.9%	2025 年 03 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.20	2.98	-6.9%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 7 月 21 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	5,986	6,074	5,615	5,973	6,338
主营业务成本	(2,142)	(2,162)	(2,002)	(2,118)	(2,247)
毛利	3,844	3,912	3,612	3,855	4,091
销售及管理费用	(2,767)	(3,158)	(2,904)	(3,039)	(3,208)
经营利润	1,077	754	708	816	883
财务成本净额	(93)	(111)	(135)	(155)	(160)
应占联营公司利润及亏损	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
其他非经营净收入/费用	(346)	(565)	(340)	(365)	(282)
税前利润	636	74	229	293	436
税费	(156)	(29)	(69)	(88)	(131)
非控股权益	(27)	11	(8)	(8)	(8)
净利润	453	56	153	197	298
作每股收益计算的净利润	453	56	153	197	298

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,327	607	934	967	1,197
应收账款及票据	644	770	854	874	960
存货	132	115	111	129	128
其他流动资产	703	817	817	817	817
总流动资产	2,806	2,309	2,716	2,786	3,102
物业、厂房及设备	1,129	1,190	1,306	1,431	1,422
无形资产	2,034	2,116	2,254	2,422	2,376
其他长期资产	552	874	871	871	871
总长期资产	3,715	4,179	4,431	4,724	4,669
总资产	6,521	6,489	7,147	7,510	7,771
短期贷款	90	306	306	306	306
应付账款	697	623	629	655	707
其他短期负债	616	664	663	702	751
总流动负债	1,403	1,593	1,597	1,663	1,764
其他长期负债	1,761	1,745	2,289	2,458	2,411
总长期负债	1,761	1,745	2,289	2,458	2,411
总负债	3,164	3,337	3,887	4,121	4,175
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	3,336	3,152	3,253	3,374	3,573
股东权益	3,336	3,152	3,253	3,374	3,573
非控股权益	21	(1)	7	15	23
总权益	3,357	3,151	3,260	3,389	3,596

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	636	74	229	293	436
折旧及摊销	593	868	932	991	1,073
营运资本变动	(102)	(172)	(73)	(11)	(33)
税费	(107)	(29)	(69)	(88)	(131)
其他经营活动现金流	(8)	33	33	33	33
经营活动现金流	1,012	774	1,052	1,217	1,378
资本开支	(587)	(500)	(500)	(500)	(400)
其他投资活动现金流	436	0	0	0	0
投资活动现金流	(150)	(500)	(500)	(500)	(400)
负债净变动	(317)	(499)	(173)	(609)	(648)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(13)	(196)	(51)	(76)	(99)
其他融资活动现金流	(316)	(300)	0	0	0
融资活动现金流	(646)	(994)	(224)	(685)	(747)
汇率收益/损失	12	0	0	0	0
年初现金	1,099	1,327	607	934	967
年末现金	1,327	607	934	967	1,197

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.312	0.039	0.106	0.137	0.207
全面摊薄每股收益	0.312	0.039	0.106	0.137	0.207
每股账面值	2.296	2.194	2.264	2.348	2.487
利润率分析(%)					
毛利率	64.2	64.4	64.3	64.5	64.5
EBITDA利润率	21.9	17.2	18.5	19.5	20.0
EBIT利润率	18.0	12.4	12.6	13.7	13.9
净利率	7.6	0.9	2.7	3.3	4.7
盈利能力(%)					
ROA	7.0	0.9	2.1	2.6	3.8
ROE	13.5	1.8	4.7	5.8	8.3
其他					
流动比率	2.0	1.4	1.7	1.7	1.8
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 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

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有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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司及富卫集团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，而非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。