

公司研究

太二客单价企稳回升，关注调改店进展

——九毛九（9922.HK）2025 年中报点评

增持（维持）

当前价：2.70 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

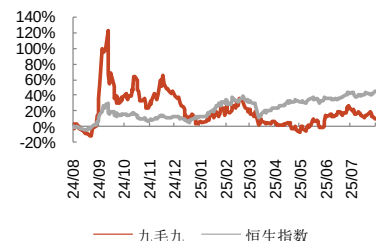
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.98
总市值(亿港元):	37.74
一年最低/最高(港元):	2.11/5.64
近 3 月换手率:	132.92%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.94	3.20	-35.03
绝对	-13.46	15.72	10.10

资料来源：Wind

相关研报

经营调整持续，24 年业绩承压——九毛九（9922.HK）2024 年年报点评（2025-08-25）
 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 2025 年中期业绩，25H1 实现营业收入 27.5 亿元，同比-10.1%；归母净利润 0.61 亿元，同比-16.0%。

25H1 各品牌收入承压，太二及九毛九客单价同比提升。从主要经营数据看，25H1 太二/怂火锅/九毛九分别实现经营收入 19.5/4.2/2.3 亿元，同比-13.3%/-3.4%/-22.6%。25H1 太二/怂火锅/九毛九门店层面经营利润率分别为 13.4%/3.6%/12.7%，同比-0.4/-5.0/-4.2pcts。

1) 太二：25H1 末自营门店数由 24H1 末的 612 家减少至 547 家，期间关闭部分经营不善门店并有 10 家转为加盟；自营门店翻座率为 2.2 次/天，较 24H1（2.7 次/天）同比下降 0.5 次/天；客单价同比小幅提升 2 元至 73 元，随着门店鲜货比例的提升以及品质升级等举措的推进，未来客单价有望小幅回升。25H1 太二同店收入同比-19.0%。

2) 九毛九：25H1 门店数量减少至 68 家；自营门店翻座率为 1.5 次/天，较 24H1（1.8 次/天）减少了 0.3 次/天；客单价同比提升 1 元至 57 元。25H1 九毛九同店收入同比-19.8%。

3) 怂火锅：25H1 净增至 76 家；翻座率为 1.7 次/天，较 24H1（2.0 次/天）减少了 0.3 次/天；客单价同比下降 11 元至 99 元，主要系公司在考虑市场状况和竞争格局后，对菜单及菜品价格进行了调整。25H1 怂火锅同店收入同比-20.1%。

面对挑战，公司积极优化餐厅网络，25H1 共关闭了 88 家表现不佳或租约到期的餐厅，并新开 10 家餐厅。

25H1 收入同比减少，抬升主要经营成本收入占比。25H1 毛利率为 64.4%，同比+0.2pcts，基本保持稳定。25H1 员工成本占收入比重为 30.1%，yoy+0.9pcts，主要系收入减少。25H1 租金成本（含使用权折旧）占收入比重为 11.7%，yoy+0.2pcts，主要受收入减少影响。综合来看，25H1 公司归母净利率为 2.2%，yoy-0.2pcts。

经营调整持续，调改门店效果初步显现。25H1 公司面临严峻的外部环境，客流量减少导致各品牌同店收入持续负增长。为此，公司做出一系列调整：1) 门店运营方面：采取更谨慎的开店策略，果断关闭经营不善的餐厅，将资源更聚焦于核心优质餐厅。2) 品牌建设方面：持续优化产品、环境与服务，深化门店品质与顾客体验。太二于上半年推出“5.0 鲜活模式”，以“活鱼、鲜鸡、鲜牛肉”为核心，配合更丰富的菜品结构与更舒适的用餐环境，取得了良好的市场反馈。3) 供应链方面：广州南沙供应链中心已于 25H1 开始试运行，在保障集团内部供应的同时，也在外部市场扩展销售渠道。

展望 25H2，随着太二新模型店数量增多、各品牌门店优化，同店表现有望边际改善；25H1 公司核心经营利润率环比 24H2 有所提升，处于筑底阶段，25H2 随着更多门店调改完成，核心经营利润率预计继续环比提升。

盈利预测、估值与评级：考虑到太二调改店效果较好，随着该类型门店数量增多，公司经营表现有望改善，我们上调九毛九 2025-2027 年归母净利润预测分别至 1.31/1.89/2.55 亿元（分别上调 5%/8%/15%），当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 27x/18x/14x。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	5,846	6,068	6,468
营业收入增长率	49.4%	1.5%	-3.7%	3.8%	6.6%
归母净利润（百万元）	453	56	131	189	255
归母净利润增长率	820.2%	-87.7%	135.1%	43.9%	35.0%
EPS（元）	0.32	0.04	0.09	0.14	0.18
P/E	8	62	27	18	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-25，1HKD=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
总收入	4,006	5,986	6,074	5,846	6,068	6,468
原材料及易耗品成本	-1,447	-2,142	-2,162	-2,081	-2,160	-2,302
毛利润	2,559	3,844	3,912	3,765	3,908	4,165
其他收入	71	127	70	59	59	59
员工成本	-1,134	-1,544	-1,747	-1,742	-1,796	-1,895
使用权资产折旧	-403	-485	-576	-543	-547	-565
其他租金及相关开支	-83	-139	-133	-123	-127	-136
水电开支	-149	-219	-253	-243	-253	-269
其他资产的折旧摊销	-190	-236	-292	-279	-287	-304
差旅及相关开支	-26	-39	-30	-29	-30	-32
广告及推广开支	-56	-85	-104	-88	-85	-84
外卖服务费	0	0	0	0	0	0
其他开支	-323	-439	-471	-409	-413	-427
经营利润	267	786	375	368	429	512
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	-15	-10	-10
财务成本	-81	-93	-111	-115	-118	-121
税前利润	94	636	74	179	257	348
所得税费用	-39	-156	-29	-39	-57	-76
本年利润	56	480	45	140	201	271
少数股东损益	-6	-27	11	-8	-12	-16
归母净利润	49	453	56	131	189	255

单位：百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,099	1,327	607	1,165	1,324	1,726
贸易及其他应收款项	505	644	770	600	565	677
存货	118	132	115	123	130	139
受限制银行存款	11	231	307	307	307	307
流动资产	2,585	2,806	2,309	2,704	2,836	3,359
物业、厂房及设备	737	1,129	1,190	1,142	1,088	1,019
使用权资产	1,571	2,008	2,090	1,996	1,943	1,921
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	21	14	4
其他	291	322	585	585	585	585
非流动资产	2,822	3,715	4,179	4,090	4,045	4,028
贸易及其他应付款项	460	697	623	654	502	730
租赁负债	443	539	602	863	871	876
银行贷款	30	90	306	190	240	290
现行税制	17	68	43	58	83	113
合约负债	4	8	20	0	0	0
流动负债	955	1,403	1,593	1,765	1,696	2,008
租赁负债	1,207	1,545	1,582	1,603	1,624	1,641
拨备	38	47	52	52	52	52
非流动负债	1,253	1,761	1,745	1,766	1,787	1,804
未分配利润和储备	3,174	3,336	3,152	3,255	3,378	3,538

母公司应占所有者权益	3,174	3,336	3,152	3,255	3,378	3,538
少数股东权益	25	21	-1	8	20	36
权益总额	3,199	3,357	3,151	3,263	3,398	3,574

单位：百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前利润	94	636	74	179	257	348
折旧及摊销	593	721	868	822	834	870
营运资金变动	9	-102	-105	114	-124	107
融资成本	81	93	105	115	118	121
支付所得税	-39	-156	-29	-39	-57	-76
其他	-55	-179	62	79	109	113
经营活动现金流	684	1012	976	1270	1138	1481
购买物业、厂房及设备	-370	-576	-528	-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	-13	-10	-10	-10
投资联营公司	0	0	0	0	0	0
其他	-207	436	-257	-58	-69	-83
投资活动现金流	-588	-150	-798	-368	-379	-393
租赁负债股本部分及利息部分付款	-441	-532	-631	-524	-577	-633
银行贷款变动	30	60	216	-116	50	50
支付股利	-71	-13	-196	-28	-66	-95
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	-294	-5	-6	-8
融资活动现金流	-481	-646	-905	-673	-599	-686

资料来源：Wind，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