

**持有**
**优化门店模型，关注经营拐点**
**九毛九 (9922.HK)**

2025-08-25 星期一

**【投资要点】**
**➤ 25H1 经营承压，Q2 环比有所改善**

公司经营业绩受到外部环境的影响，25H1 公司收入/归母净利润分别为 27.53/0.61 亿元，同比分别-10.14%/-16.05%。分品牌看，25H1 太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面分别实现营收 19.46/4.16/2.26/0.05/0.07/0.14 亿元，同比分别-13%/-3%/-22%/-74%/-12%/+24%。单看 25Q2，公司太二/怂火锅/九毛九同店日均销售额同比-13.7%/-14.3%/-18.5%，较 Q1 的同比-21.2%/-24.2%/-18.6%，跌幅有所收窄。

**➤ 审慎扩张策略，预计 25H2 继续闭店**

截至 25H1，餐厅总数量为 729 家，太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面数量分别为 566/76/68/1/1/17 家，分别净-68/-4/-3/持平/持平/-3 家，当中，公司闭店 88 间，主要由于相关租赁协议于期满后终止，及部分餐厅的表现未如理想；公司新开 10 间餐厅，包括 3 间太二餐厅、5 间怂火锅餐厅及 2 间山外面合作模式餐厅。25H1，公司以门店调优为主，预计下半年公司仍处于净闭店阶段，旨在提高门店经营效益。

**➤ 优化门店初显成效，关注经营拐点**

公司持续调改门店模型，主要调整方向以产品结构和鲜活食材为主，增加产品丰富度和鲜活度。25H1 完成调改的门店数为 22 家，截至 7 月底，已有 64 家门店完成调改，进一步加快门店调改速度，预计全年调改 150 家左右。新调改门店的营业额较去年底有明显改善，下半年或将带动公司经营改善。

**➤ 给予“持有”评级，目标价 3.1 港元/股**

公司主品牌仍处于调整期，但太二调改店的经营情况有边际改善趋势，后续进一步观察效果及持续性。我们预期 25-27 年公司实现归母净利润分别为 1.56/2.57/3.57 亿元，给予 3.1 港元/股目标价，对应 25 年约 25 倍 PE，较现价有 12.3% 的涨幅空间，给予“持有”评级。

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	5,986	6,074	5,633	5,912	6,561
同比增长	49.4%	1.5%	-7.3%	5.0%	11.0%
毛利率	64.2%	64.4%	64.4%	65.0%	65.2%
归母净利润	453	56	156	257	357
同比增长	820.2%	-87.7%	178.7%	65.0%	39.0%
净利润率	7.6%	0.9%	2.8%	4.3%	5.4%
每股盈利	0.31	0.04	0.11	0.18	0.26
PE	8.1	64.1	22.6	13.7	9.9

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**3.1 港元**  
 现价：**2.76 港元**  
 预计升幅：**12.3%**

**重要数据**

日期	2025-8-22
收盘价 (港元)	2.76
总股本 (亿股)	13.98
总市值 (亿港元)	38.6
净资产 (亿元)	31.7
总资产 (亿元)	60.1
52 周高低 (港元)	2.14/5.73
每股净资产 (元)	2.27

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**主要股东**

管毅宏 38.29%  
 景顺资产 6.34%  
 美国资本集团 5.21%

**相关报告**

九毛九(9922.HK)首发报告-20200416  
 九毛九(9922.HK)更新报告-20200826  
 九毛九(9922.HK)更新报告-20210330  
 九毛九(9922.HK)更新报告-20210909  
 九毛九(9922.HK)更新报告-20220118  
 九毛九(9922.HK)更新报告-20230118  
 九毛九(9922.HK)更新报告-20250415

**研究部**

姓名：冯浩  
 SFC：BU780  
 电话：0755-21519167  
 Email：fenhao@gyzq.com.hk

## 【报告正文】

### ➤ 1H25 经营承压，Q2 环比有所改善

公司经营业绩受到外部环境影响，25H1 公司收入/归母净利润分别为 27.53/0.61 亿元，同比分别-10.14%/-16.05%。分品牌看，25H1 太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面分别实现营收 19.46/4.16/2.26/0.05/0.07/0.14 亿元，同比分别-13%/-3%/-22%/-74%/-12%/+24%。单看 25Q2，公司太二/怂火锅/九毛九同店日均销售额同比-13.7%/-14.3%/-18.5%，较 Q1 的同比-21.2%/-24.2%/-18.6%，跌幅有所收窄。

从 ASP/翻台率表现来看，25Q2 太二（内地）/太二（其他地区）/怂火锅/九毛九（自营）ASP 分别为 67/155/98/57 元，同比分别+1.5%/0.6%/+4%/-2%/1.8%；25H1 太二（内地）/太二（其他地区）/怂火锅/九毛九（自营）翻台率分别为 3/3.8/2.4/2.3，25Q1 为 3.1/3.8/2.6/2.6。

### ➤ 审慎扩张策略，预计 25H2 继续闭店

截至 25H1，餐厅总数量为 729 家，太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面数量分别为 566/76/68/1/1/17 家，上半年分别净-68/-4/-3/持平/持平/-3 家，当中，公司闭店 88 间，主要由于相关租赁协议于期满后终止，及部分餐厅的表现未如理想；公司新开 10 间餐厅，包括 3 间太二餐厅（包括 1 间加盟餐厅）、5 间怂火锅餐厅及 2 间山外面合作模式餐厅。此外，10 间自营太二餐厅转为加盟餐厅。

25H1，公司以门店调优为主，下半年仍处于净闭店阶段，太二门店预计关闭 40-50 家，旨在提高门店经营效益。怂火锅和九毛九未来亦往食材鲜活的理念，提升经营质量。

图 1：公司门店数

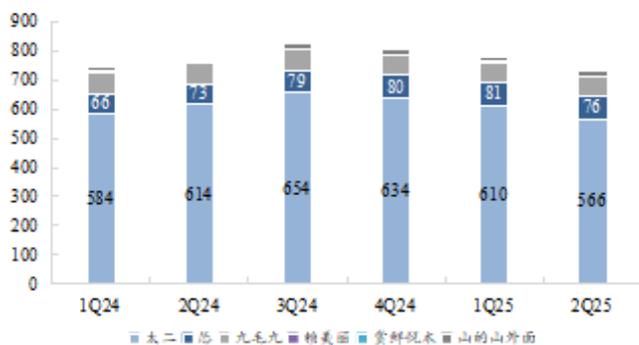
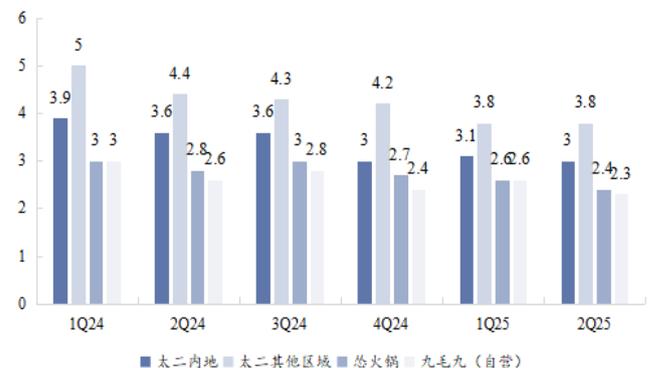
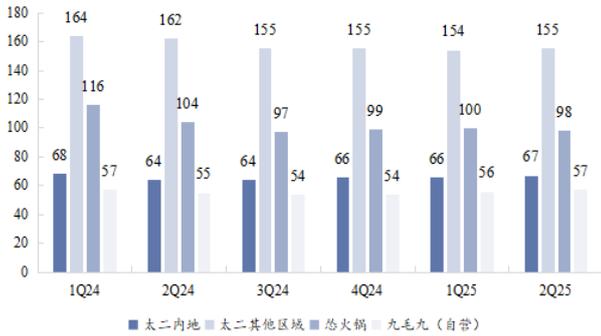


图 2：公司翻台率季度表现

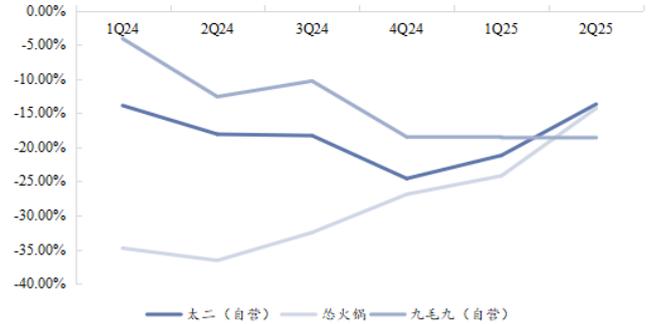


资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

**图 3：公司 ASP 季度表现（单位：人民币元）**


资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

**图 4：公司同店日均销售额同比表现**


资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 优化门店初显成效，关注经营拐点

公司持续调改门店模型，主要调整方向以产品结构和鲜活食材为主，增加产品丰富度和鲜活度。产品方面，增加鲜鸡和鲜牛等更有锅气的主打产品，对菜品高频调整的同时，增加产品丰富度，sku 为 33 个左右。鲜活食材方面，进门就能看到新鲜的食材陈列，比如菜心、白玉丝瓜、青花椒、干辣椒等，且增加活鱼现杀和炒锅岗，主打极致的新鲜岗。

25H1 完成调改的门店数为 22 家，截至 7 月底，已有 64 家门店完成调改，进一步加快门店调改速度，预计全年调改 150 家左右。目前来看，新调改门店经营表现稳定，整体客单价较旧店高，但客流也有明显的提升，带动营业额较去年底有明显改善（7 月预计有 30%+），下半年或将带动公司经营改善。

**图 5：太二新门店增设明档厨房**


资料来源：公开市场资料、国元证券经纪（香港）整理

➤ 给予“持有”评级，目标价 3.1 港元/股

公司主品牌仍处于调整期，但太二调改店的经营情况有边际改善趋势，后续进一步观察效果及持续性。我们预期 25-27 年公司实现归母净利润分别为 1.56/2.57/3.57 亿元，给予 3.1 港元/股目标价，对应 25 年约 25 倍 PE，较现价有 12.3% 的涨幅空间，给予“持有”评级。

**表 1：行业估值比较 (20250822)**

公司名称	代码	收盘价 (港元)	市值 (亿港元)	营业收入增速		归母净利润增速		PE	
				FY1	FY2E	FY1	FY2E	FY1	FY2E
百胜中国	9987.HK	357.0	1316	3.0%	4.0%	10.2%	3.0%	20.1	18.0
达势股份	1405.HK	86.6	113	41.4%	26.3%	307.5%	132.6%	170.8	80.6
海底捞	6862.HK	14.3	795	3.1%	4.8%	4.7%	7.6%	17.4	14.3
呷哺呷哺	0520.HK	0.8	9	-19.7%	-18.2%	-100.9%	58.9%	-	-
<b>九毛九</b>	<b>9922.HK</b>	<b>2.76</b>	<b>39</b>	<b>1.5%</b>	<b>-7.3%</b>	<b>-87.7%</b>	<b>178.7%</b>	<b>64.1</b>	<b>22.6</b>

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

**【风险提示】**

1. 市场竞争加剧；
2. 食品安全；
3. 品牌老化；
4. 食材成本大幅上涨等。

**【财务报表摘要】**
**财务报表摘要**

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至12月)

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	5,986	6,074	5,633	5,912	6,561	盈利能力					
原材料及耗材	(2,142)	(2,162)	(2,004)	(2,072)	(2,283)	毛利率 (%)	64.2%	64.4%	64.4%	65.0%	65.2%
毛利	3,844	3,912	3,629	3,840	4,278	净利率 (%)	7.6%	0.9%	2.8%	4.3%	5.4%
员工成本	(1,544)	(1,747)	(1,691)	(1,691)	(1,819)	营运表现					
物业租金	(624)	(710)	(512)	(512)	(581)	实际税率 (%)	24.6%	39.5%	25.0%	25.0%	25.0%
水电开支	(219)	(253)	(233)	(240)	(263)	存货周转天数	17	17	17	17	16
其他资产折旧及摊销	(236)	(292)	(295)	(288)	(297)	应收周转天数	35	42	42	42	42
税前盈利	636	74	209	352	499	应付周转天数	34	36	36	36	36
所得税	(156)	(29)	(52)	(88)	(125)	偿债能力					
净利润	480	45	156	264	375	资产负债率	48.5%	51.4%	49.2%	47.3%	47.2%
少数股东损益	27	-11	1	8	18	流动比率	2.00	1.45	1.52	1.65	1.76
归母净利润	453	56	156	257	357	速动比率	1.91	1.38	1.44	1.57	1.67
EPS	0.31	0.04	0.11	0.18	0.26						
资产负债表						现金流量表					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
现金及等价物	1,327	607	761	767	1,247	除税前利润	636	74	209	352	499
应收账款及票据	644	770	541	835	692	折旧及摊销	721	868	684	671	734
存货	132	115	118	132	148	支付所得税	(107)	(29)	(52)	(88)	(125)
总流动资产	2,806	2,309	2,237	2,550	2,904	经营性现金流	1,012	976	1,168	797	1,368
固定资产	1,129	1,190	1,304	1,273	1,210	资本开支	(576)	(528)	(396)	(244)	(220)
无形资产	26	26	26	26	26	其他投资活动	426	0	28	31	31
递延税项资产	116	162	162	162	162	投资性现金流	(150)	(528)	(368)	(213)	(189)
总资产	6,521	6,489	6,406	6,507	6,902	已付利息及股利	(66)	(196)	(52)	(93)	(154)
租赁负债	539	602	486	442	465	其他融资活动	(580)	(972)	(594)	(486)	(544)
应付帐款	209	213	178	226	220	融资性现金流	(646)	(1,168)	(645)	(579)	(698)
短期银行贷款	90	306	306	306	306	期初持有现金	1,099	1,327	607	761	767
总流动负债	1,403	1,593	1,475	1,542	1,645	期末持有现金	1,327	607	761	767	1,247
总负债	3,164	3,337	3,150	3,080	3,255						
股东权益	3,357	3,151	3,256	3,427	3,648						

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>