

2025年8月26日
九毛九 (9922.HK)

公司动态分析

证券研究报告

餐饮

投资评级: **增持**
下调评级

6个月目标价 **3.0 港元**
股价 2025-8-25 **2.61 港元**

太二推出新店型

事件: 九毛九 2025 上半年实现总营业收入 27.5 亿元(人民币, 下同, 列明除外), 同比下降 10.1%; 实现净利润 0.59 亿元, 同比减少 13.7%。我们认为今年是公司调整转型的一年。考虑未来仍有门店关闭, 我们下调 25/26/27 年净利润至 1.0/1.1/1.3 亿元, (2024/8/27 预测为 2.9/3.2/3.6 亿元), 对应每 EPS 收益为 0.08/0.09/0.10 港元 (2024/8/27 预测为 0.24/0.27/0.29 港元)。目标价从 3.7 港元下调至 3.0 港元 (基于同业比较及 DCF 两个估值方法), 较当前股价有 14% 上涨空间。当前估值已接近公平水平, 评级从“买入”下调至“增持”。

报告摘要

太二推出新店型。25 年上半年太二餐厅收入 19.5 亿元, 同比下降 13.3%, 经营利润 2.6 亿元, 利润率 13.4%, 同比下降 0.4pct。截止 25 年 6 月底太二门店总数 566 家, 上半年净减少门店 68 家, 主要是公司对门店进行了优化调整, 关闭了盈利不佳的门店。上半年翻座率为 2.2 次/天, 人均消费从去年同期的 71 元略微提升至 73 元, 主要是鲜活菜品提升了客单价, 同店收入下降 19%。太二于上半年推出“5.0 鲜活模式”, 以活鱼、鲜鸡、鲜牛肉三大招牌为核心推出升级菜单, 同时部分门店装修换新, 后厨增设炒锅和厨师进行现场烹饪, 强调菜品的新鲜度。截止 7 月底, 调改门店已经达到 64 家, 管理层预计到年底将达到 150 家。根据业绩会披露, 从 7 月以来调改门店的日均销售较旧门店有 10% 增长, 门店升级初见成效。

怂火锅继续聚焦华南。25 年上半年怂火锅收入 4.2 亿元, 同比下降 3.5%, 实现经营利润 0.15 亿元, 同比下降 60%, 利润率 3.6%, 同比下降 5.0pct。截止 6 月底怂火锅门店数量达到 76 家, 上半年净减少 4 家门店。上半年翻座率 1.7 次/天, 同店收入同比下降 20.1%, 客单价从去年同期的 110 元下降至 99 元, 价格更亲民。怂火锅门店聚焦华南, 深耕当地以巩固品牌影响力。

其他品牌的发展。九毛九西北菜上半年收入 2.3 亿元, 同比下降 22%, 同店收入同比下降 19.8%, 经营利润 0.29 亿元, 同比下降 42%。截止 6 月底门店数量为 68 家, 上半年净减少 3 家。山外面贵州酸汤火锅上半年收入 0.14 亿元, 同比增长 24%, 门店从 24 年 6 月底的 7 家增加至 6 月底的 17 家, 其中有 14 家为加盟店。上半年翻座率 2.5 次/天, 同比下降 30%。公司致力于多品牌发展, 未来仍将继续孵化及推出新品牌。

毛利率提升, 净利率微降。25 年上半年毛利率 64.4%, 同比增加 0.2pct。人工成本占比达到 30.1%, 同比增加 0.9pct, 使用权资产折旧占比 9.7%, 同比增加 0.3pct, 两者均由于收入下降导致固定费用占比增加。专业服务减少和新开店开支减少, 使得其他开支减少, 叠加汇兑收益的弥补, 上半年净利率为 2.1%, 同比微降 0.1pct。

根据业绩会披露, 公司未来将保持谨慎的开店策略, 全年各品牌新开门店数为单个位数, 太二在下半年仍将继续门店优化。

我们认为今年是公司调整转型的一年。考虑未来仍有门店关闭, 我们下调 25/26/27 年净利润至 1.0/1.1/1.3 亿元, (2024/8/27 预测为 2.9/3.2/3.6 亿元), 对应每 EPS 收益为 0.08/0.09/0.10 港元 (2024/8/27 预测为 0.24/0.27/0.29 港元)。目标价从 3.7 港元下调至 3.0 港元 (基于同业比较及 DCF 两个估值方法), 较当前股价有 14% 上涨空间。当前估值已接近公平水平, 评级从“买入”下调至“增持”。

风险提示: 行业竞争加剧, 消费意愿不及预期, 原材料通胀。

(转下页...)

总市值(亿港元)	38.57
流通市值(亿港元)	38.57
总股本(亿股)	13.98
流通股本(亿股)	13.98
12个月低/高(港元)	2.3/3.6
平均成交(百万港元)	0.78

股东结构 (截止 2024-12-31)

管毅宏	39.2%
其他股东	60.8%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-9.40	11.88	-26.13
绝对收益	-10.68	19.25	17.74

数据来源: 彭博、港交所、公司

曹莹 行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

年结 31/12, 人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,006	5,986	6,074	5,115	4,904	5,213
增长率(%)		49.4%	1.5%	-15.8%	-4.1%	6.3%
净利润	55	480	45	99	111	126
增长率(%)		772.7%	-90.7%	120.6%	12.1%	13.8%
毛利率(%)	63.9%	64.2%	64.4%	64.4%	64.4%	64.4%
净利润率(%)	1.37%	8.02%	0.74%	1.93%	2.26%	2.42%
每股收益(港元)	0.04	0.36	0.04	0.08	0.09	0.10
每股净资产(港元)	2.52	2.64	2.48	2.51	2.56	2.61
市盈率	70.1	7.6	61.5	33.6	30.0	26.4
市净率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
净资产收益率(%)	1.7%	14.6%	1.4%	3.1%	3.4%	3.8%
股息率(%)	0.0%	2.5%	1.2%	1.5%	1.7%	1.9%

数据来源: 公司资料, 国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

年结31/12, 人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
餐厅收入						
太二	3,108	4,477	4,413	3,572	3,345	3,602
九毛九	606	630	546	422	403	403
怂火锅	259	807	894	806	832	874
其他品牌	32	73	220	315	324	334
餐厅经营利润						
太二	445	866	584	461	442	483
九毛九	78	111	84	49	44	44
怂火锅		99	77	29	30	34
其他品牌	-1	2	3	9	10	10
年结31/12, 人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,006	5,986	6,074	5,115	4,904	5,213
YoY		49.4%	1.5%	-15.8%	-4.1%	6.3%
原材料及消耗品	-1,447	-2,142	-2,162	-1,821	-1,746	-1,856
毛利	2,559	3,844	3,912	3,294	3,158	3,357
毛利率	63.9%	64.2%	64.4%	64.4%	64.4%	64.4%
其他收入	71	127	70	50	48	51
占收入比例	1.8%	2.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
职工薪酬	-1,134	-1,544	-1,747	-1,540	-1,477	-1,570
占收入比例	-28.3%	-25.8%	-28.8%	-30.1%	-30.1%	-30.1%
租金物业相关费用	-567	-667	-710	-600	-575	-611
占收入比例	-14.2%	-11.1%	-11.7%	-11.7%	-11.7%	-11.7%
其他门店层面费用	-422	-598	-707	-605	-580	-606
占收入比例	-10.5%	-10.0%	-11.6%	-11.8%	-11.8%	-11.6%
总部费用	-322	-440	-554	-342	-328	-349
占收入比例	-8.0%	-7.3%	-9.1%	-6.7%	-6.7%	-6.7%
财务费用	-	-50	-111	-102	-98	-104
占收入比例	0.0%	-0.8%	-1.8%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
其他收入/支出	-91	-34	-79	-23	-	-
占收入比例	-2.3%	-0.6%	-1.3%	-0.4%	0.0%	0.0%
除税前溢利	94	636	74	131	148	168
所得税	-39	-156	-29	-33	-37	-42
所得税率	41.5%	24.6%	39.5%	24.8%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东权益)	55	480	45	99	111	126
净利率	1.4%	8.0%	0.7%	1.9%	2.3%	2.4%
少数股东损益	6	27	-11	-3	-4	-4
净利润(不含少数股东权益)	49	453	56	102	115	130
EPS (港元)	0.04	0.36	0.04	0.08	0.09	0.10
市盈率 (倍)	70.1	7.6	61.5	33.6	30.0	26.4

数据来源: 公司财报, 国证国际预测

2. 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股和 A 股中餐饮相关公司作为可比公司。2026 年预测 PE 的平均值在 21.1x。考虑九毛九面临可能的困境反转, 我们给与 32x PE。2026 年预测 EPS 为 0.09 港元, 对应股价测算为 2.9 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 13%，短期给予 2% 增速，考虑行业的竞争激烈度，长期给予 1% 的增速。合理市值为 43 亿港元，对应价格为 3.1 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 3.0 港元，较最新的收盘价有 14% 的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
海底捞	6862.HK	829	HKD	49.4	51.7	55.6	60.7	66.2	16.8	16.0	14.9	13.7	12.5
yoy				227%	5%	8%	9%	9%					
百胜中国	9987.HK	1,346	HKD	64.6	71.2	73.3	79.3	85.3	20.8	18.9	18.4	17.0	15.8
yoy				87%	10%	3%	8%	8%					
达势股份	1405.HK	116	HKD	-0.3	0.6	1.4	2.5	3.9	191.9	82.5	47.3	29.6	
yoy				N/A	N/A	133%	75%	59%					
绿茶集团	6831.HK	52	HKD	3.2	3.8	5.2	6.5	8.3	16.1	13.6	10.0	8.0	6.3
yoy				1683%	18%	36%	25%	28%					
小菜园	0999.HK	135	HKD	5.8	6.4	8.1	9.9	12.0	23.2	21.2	16.6	13.7	11.3
yoy				124%	9%	28%	21%	22%					
蜜雪集团	2097.HK	1,814	HKD	34.5	48.7	58.1	67.7	78.7	52.6	37.2	31.2	26.8	23.0
yoy				57%	41%	19%	16%	16%					
平均估值									25.9	49.8	28.9	21.1	16.4

注：时间截止2025/8/25，预测值为Wind一致预测
资料来源：Wind，国证国际证券研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2026年EPS				
		0.07	0.08	0.09	0.10	0.12
PE	23x	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7
	26x	1.7	2.0	2.3	2.7	3.1
	29x	1.9	2.2	2.6	3.0	3.5
	32x	2.1	2.4	2.9	3.3	3.8
	35x	2.3	2.7	3.2	3.6	4.2
	38x	2.5	2.9	3.4	3.9	4.5
	41x	2.7	3.1	3.7	4.2	4.9

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; RMB 000)	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034
实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	5,986	6,074	5,115	4,904	5,213	5,406	5,597					
增长率%		1.5%	-15.8%	-4.1%	6.3%	3.7%	3.5%					
EBIT	721	264	234	246	272	310	351					
增长率%		-63.4%	-11.3%	5.2%	10.8%	13.7%	13.3%					
EBIT率%	12.0%	4.3%	4.6%	5.0%	5.2%	5.7%	6.3%					
有效税率%	24.6%	39.5%	24.8%	25.0%	25.0%	22.3%	19.5%					
EBIT x (1-有效税率)	544	160	176	184	204	241	282					
+ 折旧	236	292	273	262	278	289	299					
+ 营运资金变动	235	-135	119	6	-9	-5	-5					
- 资本支出	-576	-576	-200	-200	-200	-200	-200					
自由现金流, FCF	438	-260	368	252	274	324	376	383	391	399	407	415
增长率%		-159.3%	-241.7%	-31.5%	8.6%	18.2%	16.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份				1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子				1.0000	0.8850	0.7831	0.6931	0.6133	0.5428	0.4803	0.4251	0.3762
FCF现值				368	223	214	224	230	208	188	169	153
FY2025-34 FCF现值总额				1,978								
永续期价值现值				1,313								
企业价值				3,291								
+ 净现金				625								
- 少数股东权益				1								
DCF估值(HKD 000)				4,304								
假设:												
WACC				13%								
短期增长率				2%								
永续增长率				1%								

数据来源：Wind资讯，国证国际预测

3. 风险提示

行业竞争加剧、消费意愿不及预期，原材料通胀。

附表：财务报表预测
资产负债表

资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结31/12, 人民币百万					
现金及现金等价物	1,327	607	931	1,058	1,196
贸易应收款项	644	770	595	571	607
存货	132	115	104	100	106
受限制存款	231	307	307	307	307
其他流动资产	0	-0	-0	-0	-0
流动资产总额	2,806	2,309	2,447	2,546	2,726
物业、厂房及设备	1,129	1,190	1,106	1,045	966
使用权资产	2,008	2,090	1,514	1,037	529
租金按金	114	127	127	127	127
无形资产	26	26	26	26	26
商誉	-	-	-	-	-
于联营及合营企业投资	8	29	29	29	29
递延税项资产	116	162	162	162	162
其他非流动资产	314	556	556	556	556
非流动资产总额	3,715	4,179	3,521	2,982	2,396
总资产	6,521	6,489	5,968	5,527	5,122
贸易应付款项	697	623	556	533	566
合同负债	8	20	20	20	20
短期有息债务	90	306	306	306	306
应付即期税项	68	43	43	43	43
租赁负债	539	602	465	334	195
其他流动负债	0	-	-	-	-
流动负债总额	1,403	1,593	1,389	1,235	1,130
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	1,551	1,592	1,231	884	516
递延收入-非流动负债	-	-	-	-	-
递延税负债	-	-	-	-	-
其他非流动负债	210	153	153	153	153
非流动负债总额	1,761	1,745	1,383	1,037	668
总负债	3,164	3,337	2,773	2,272	1,798
股本	-	-	-	-	-
储备	3,336	3,152	3,199	3,262	3,335
少数股东权益	21	-1	-4	-8	-12
总股东权益	3,357	3,151	3,195	3,255	3,323

现金流量表

现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结31/12, 人民币百万					
息税前利润	721	264	234	246	272
所得税	-156	-29	-33	-37	-42
营运资本变动	235	-135	119	6	-9
折旧及摊销	712	855	771	739	786
其他	-498	22	-	-	-
经营性现金流净额	1,012	976	1,091	954	1,007
资本开支	-1,111	-1,073	-200	-200	-200
其他	960	275	-	-	-
投资性现金流净额	-150	-798	-200	-200	-200
新发股份	-126	-69	-	-	-
支付股息	-13	-193	-55	-51	-57
新增债务	214	135	-	-	-
利息支出	-53	-10	-102	-98	-104
租赁利息	-531	-642	-498	-477	-508
其他	-137	-126	-	-	-
筹资性现金流净额	-646	-905	-656	-627	-669
现金净变动	216	-726	236	127	138
现金期初余额	1,099	1,327	607	931	1,058
现金期末余额	1,315	600	843	1,058	1,196

数据来源: iFind资讯, 国证国际预测

利润表

利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结31/12, 人民币百万					
主营业务收入	5,986	6,074	5,115	4,904	5,213
原材料及消耗品	-2,142	-2,162	-1,821	-1,746	-1,856
其他收入	127	70	50	48	51
毛利	3,844	3,912	3,294	3,158	3,357
职工薪酬	-1,544	-1,747	-1,540	-1,477	-1,570
租金物业相关费用	-667	-710	-600	-575	-611
其他门店层面费用	-598	-707	-605	-580	-606
门店经营利润	1,161	818	598	574	621
其他费用	-440	-554	-342	-328	-349
财务费用	-50	-111	-102	-98	-104
其他收入/支出	-34	-79	-23	-	-
除税前利润	636	74	131	148	168
所得税	-156	-29	-33	-37	-42
净利润	480	45	99	111	126
归属母公司净利润	453	56	102	115	130
EPS (港元)	0.36	0.04	0.08	0.09	0.10
EBITDA	1,442	1,132	1,005	985	1,058

主要财务比率

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		1.5%	-15.8%	-4.1%	6.3%
除税前利润增长率 (%)		-88.4%	77.5%	12.5%	13.8%
净利润增长率 (%)		-90.7%	120.6%	12.1%	13.8%
盈利能力:					
毛利率 (%)	64.2%	64.4%	64.4%	64.4%	64.4%
净利率 (%)	8.0%	0.7%	1.9%	2.3%	2.4%
ROE (%)	14.6%	1.4%	3.1%	3.4%	3.8%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	48.5%	51.4%	46.5%	41.1%	35.1%
流动比率 (x)	2.00	1.45	1.76	2.06	2.41
利息覆盖倍数 (x)	28.74	10.20	9.81	10.04	10.14
营运能力					
存货周转天数	21	21	21	21	21
应收账款周转天数	35	42	42	42	42
应付账款周转天数	99	111	111	111	111
每股资料					
EPS (港元)	0.36	0.04	0.08	0.09	0.10
BPS (港元)	2.64	2.48	2.51	2.56	2.61
每股经营现金 (港元)	796,039.35	767,372.38	857,945.32	750,181.23	792,130.31
估值比率					
PE	7.57	61.53	33.61	29.98	26.36
PB	1.02	1.09	1.07	1.06	1.03

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010