

## 买入

## 主品牌单店模型韧性强，怂品牌势能持续提升

### 九毛九 (9922.HK)

2023-03-23 星期四

### 投资要点

目标价: **24.8 港元**  
 现价: 18.88 港元  
 预计升幅: 31.4%

#### ➤ 疫情反弹影响经营表现，业绩符合此前盈利预警：

2022 财年公司收入同比-4.2%至 40.06 亿元人民币；净利润 0.56 亿元，同比-85.1%，主要受疫情反弹及汇兑损失（约 0.79 亿元）影响；净利润率 1.3%，如撇除汇兑影响，公司净利润率 3.4%，业绩符合此前业绩预警。

#### ➤ 太二门店数达 450 家，23 年将进军海外市场：

截至 22 年底，太二门店数达 450 家，报表期内实际开店 102 家，由于年底疫情放开，有 13 家门店顺延于 23 年春节前后开出。受疫情影响，太二全年实现收入 31.08 亿元，同比-5.6%；翻座及翻台率分别为 2.6/3.5 次/天（2021 年 3.4/4.4 次/天）；门店层面经营利润率 14.3%，单店模型具备经营韧性。23 年公司坚持稳健的开店策略，预期全年开店 120 家（不含去年暂缓开业的门店），其中海外市场将新开 15 家门店，迈出全球化探索第一步。

#### ➤ 怂火锅品牌势能持续提升，其他品牌择机开店：

22 年九毛九品牌实现收入 6.06 亿元，同比-20.4%，同店收入-11%，主要是疫情影响及门店数减少所致。期内，公司关闭 7 家门店，年底门店数达 76 家；门店层面经营利润率 12.9%，如考虑总部费用，也实现盈利，新门店模型得到初步验证。期内，怂火锅新开 18 家门店，开店目标超额完成。鉴于品牌势能持续提升，23 年预期将新开 25 家门店，继续验证门店模型、确立品牌势能。赖美丽烤鱼目前仍处于模型打磨阶段，在疫情放开、消费场景复苏背景下，将在合适商圈择机开店，持续迭代产品及品牌。

#### ➤ 维持“买入”评级，目标价 24.8 港元：

年初至今，餐饮消费加速回暖，公司将受益于线下消费场景复苏及降本增效效果的持续显现。预计 23/24 年公司 EPS 分别为 0.46/0.75 元，维持 24.8 港元的目标价，对应 23/24 年 48/29 倍 PE，我们看好公司稳健的经营管理风格，以及对新品牌的孵化及运营能力，维持“买入”评级。

### 重要数据

日期	2023/3/22
收盘价 (港元)	18.88
总股本 (百万股)	1,454
总市值 (百万港元)	27,451
净资产 (百万元)	3,199
总资产 (百万元)	5,407
52 周高低 (港元)	23.95/11.6
每股净资产 (元)	2.2

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

### 主要股东

管毅宏(37.34%)

### 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

### 研究部

姓名：陈欣

SFC: BLO515

电话：0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	4,180	4,006	6,957	10,155	13,140
同比增长	54.0%	-4.2%	73.7%	46.0%	29.4%
毛利率	63.2%	63.9%	64.3%	64.0%	63.8%
归母净利润	340	49	665	1098	1452
同比增长	174.0%	-85.5%	1249.5%	65.1%	32.2%
净利润率	8.1%	1.2%	9.6%	10.8%	11.0%
每股盈利	0.23	0.03	0.46	0.75	1.00
PE@18.88HKD	71.0	490.1	36.3	22.0	16.6

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

## 报告正文

疫情反弹影响经营表现，业绩符合此前盈利预警：

2022 财年公司收入同比-4.2%至 40.06 亿元人民币；净利润 0.56 亿元，同比-85.1%，主要受疫情反弹及汇兑损失（约 0.79 亿元）影响；净利润率 1.3%，如撇除汇兑损失，公司净利润率 3.4%，业绩符合此前业绩预警。

图 1：公司收入及增速

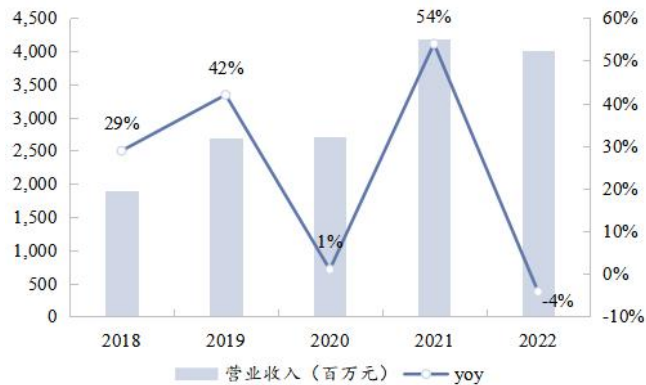


图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

太二门店数达 450 家，23 年将进军海外市场：

截至 22 年底，太二门店数达 450 家，报表期内实际开店 102 家，考虑到年底疫情放开，有 13 家门店顺延于 23 年春节前后开出。受疫情影响，太二全年实现销售收入 31.08 亿元，同比-5.6%；翻座及翻台率分别为 2.6/3.5 次/天（vs 2021 年 3.4/4.4 次/天）；同店收入-22.3%；门店层面经营利润 4.45 亿元，同比-38.1%，经营利润率 14.3%，门店层面经营利润率 14.3%，单店模型具备经营韧性。23 年公司坚持稳健的开店策略，预期全年开店 120 家（不含去年暂缓开业的门店），其中海外市场将新开 15 家门店，迈出全球化探索第一步。

图 3：太二销售收入、增速、经营利润率

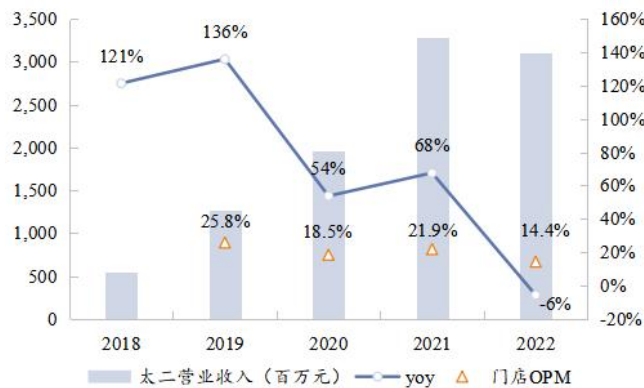
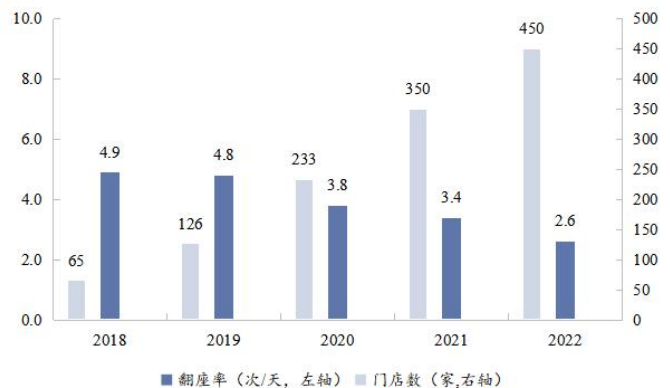


图 4：太二翻座率及门店数



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

### 九毛九品牌蓄势待发，调整后门店模型渐具韧性：

22年九毛九品牌实现收入6.06亿元，同比-20.4%，主要是疫情影响及门店数减少所致。期内，公司关闭7家门店，截至年底，九毛九品牌门店数达76家。翻座/翻台率分别为1.6/2.4次/天（2021年为1.9/2.8次/天）；同店收入-11%；门店层面经营利润0.78亿元，同比-20.3%；经营利润率12.9%，与去年同期持平。如考虑总部费用，九毛九品牌也仍实现盈利，在净关店及艰难的市场环境下属实不易，新门店模型得到初步验证。23年九毛九品牌将边开新店，同时关闭经营不达预期的门店，保持总体门店规模平稳。

图5：九毛九销售收入、增速、经营利润率

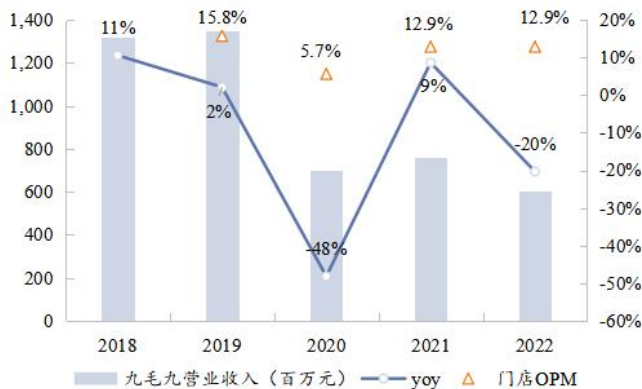
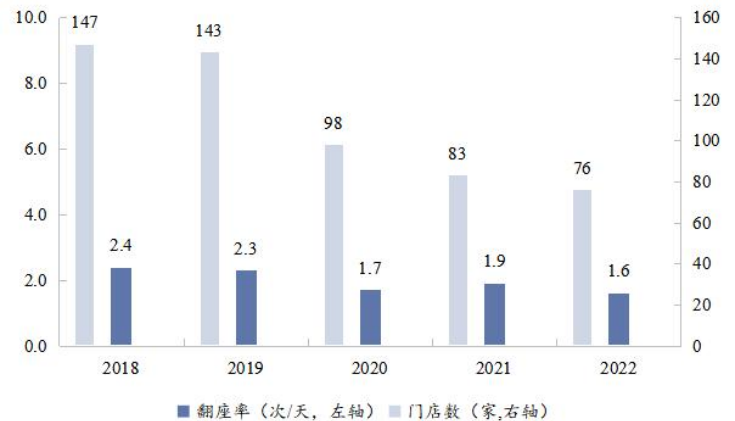


图6：九毛九翻座率及门店数



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

### 怂火锅品牌势能持续提升，赖美丽烤鱼将择机开店：

22年怂火锅新开18家门店，年底门店数达27家，开店目标超额完成。鉴于品牌势能持续提升，23年怂火锅预期将新开25家门店，继续验证门店模型、确立品牌势能。赖美丽烤鱼目前仍处于模型打磨阶段，在疫情放开、消费场景复苏背景下，将在合适商圈择机开店，持续迭代产品及品牌。

### 维持“买入”评级，目标价24.8港元：

年初至今，餐饮消费加速回暖，公司将受益于线下消费场景复苏及降本增效效果的持续显现。预计23/24年公司EPS分别为0.46/0.75元，维持24.8港元的目标价，对应23/24年48/29倍PE，我们看好公司稳健的经营管理风格，以及对新品牌的孵化及运营能力，维持“买入”评级。

图 7: 公司 PE Band



资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理



## 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						
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	4,180	4,006	6,957	10,155	13,140	<b>盈利能力</b>					
营业成本	(1,537)	(1,447)	(2,486)	(3,660)	(4,752)	毛利率 (%)	63.2%	63.9%	64.3%	64.0%	63.8%
<b>毛利</b>	<b>2,642</b>	<b>2,559</b>	<b>4,470</b>	<b>6,495</b>	<b>8,388</b>	净利率 (%)	8.1%	1.2%	9.6%	10.8%	11.0%
员工薪金	(1,057)	(1,134)	(1,668)	(2,277)	(2,936)						
使用权资产折旧及相关开支	(439)	(486)	(683)	(947)	(1,250)	<b>营运表现</b>					
水电开支	(132)	(149)	(255)	(385)	(479)	有效税率 (%)	26.4%	41.0%	26.0%	26.0%	26.0%
应占联营公司损益	1	(3)	(3)	(3)	(3)	存货周转率	25.2	15.3	15.4	15.6	15.3
其他资产D&A	(159)	(190)	(287)	(394)	(499)	资产周转率	0.84	0.76	1.13	1.28	1.30
<b>税前盈利</b>	<b>506</b>	<b>94</b>	<b>1,016</b>	<b>1,677</b>	<b>2,220</b>	应收账款周转率	11.9	8.8	8.8	8.8	8.8
所得税	(134)	(39)	(264)	(436)	(577)						
<b>净利润</b>	<b>372</b>	<b>56</b>	<b>752</b>	<b>1,241</b>	<b>1,643</b>	<b>偿债能力</b>					
少数股东损益	(32)	(6)	(87)	(143)	(191)	资产负债率	38.9%	40.8%	43.3%	43.8%	44.1%
归母净利润	340	49	665	1098	1452	流动比率	3.18	2.71	2.29	2.26	2.31
EPS	0.23	0.03	0.46	0.75	1.00	速动比率	3.09	2.58	2.15	2.12	2.17
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022E	2023E	2024E	2025E
现金及等价物	1,342	1,099	1,165	1,929	2,726	净利润	372	56	752	1,241	1,643
应收账款及票据	409	505	1,083	1,236	1,764	融资成本	(75)	(81)	(97)	(123)	(158)
存货	71	118	204	266	354	折旧与摊销	354	502	593	826	1,130
<b>总流动资产</b>	<b>2,559</b>	<b>2,585</b>	<b>3,315</b>	<b>4,294</b>	<b>5,706</b>	<b>营运性现金流</b>	<b>856</b>	<b>684</b>	<b>1,427</b>	<b>2,532</b>	<b>2,972</b>
固定资产	572	737	1,111	1,483	1,780	资本开支	(336)	(370)	(656)	(760)	(790)
无形资产	18	25	25	25	25	其他投资活动	(154)	(18)	20	22	32
其他非流动资产	1,985	2,061	2,498	3,103	3,870	<b>投资性现金流</b>	<b>(490)</b>	<b>(388)</b>	<b>(636)</b>	<b>(738)</b>	<b>(758)</b>
<b>总资产</b>	<b>5,135</b>	<b>5,407</b>	<b>6,949</b>	<b>8,904</b>	<b>11,380</b>	股息	(49)	(71)	(13)	(173)	(285)
应付帐款	141	188	378	456	626	其他融资活动	(740)	(582)	(712)	(858)	(1,133)
其他流动负债	663	767	1,068	1,446	1,842	<b>融资性现金流</b>	<b>(789)</b>	<b>(653)</b>	<b>(725)</b>	<b>(1,030)</b>	<b>(1,418)</b>
<b>总流动负债</b>	<b>805</b>	<b>955</b>	<b>1,446</b>	<b>1,901</b>	<b>2,468</b>	<b>现金变化</b>	<b>(423)</b>	<b>(357)</b>	<b>67</b>	<b>764</b>	<b>797</b>
租赁	1,114	1,207	1,520	1,951	2,503	期初持有现金	1,844	1,342	1,099	1,165	1,929
拨备	32	38	38	38	38	期末持有现金	1,342	1,099	1,165	1,929	2,726
<b>总负债</b>	<b>1,998</b>	<b>2,208</b>	<b>3,011</b>	<b>3,898</b>	<b>5,016</b>						
少数股东权益	55	25	111	255	446						
<b>股东权益</b>	<b>3,138</b>	<b>3,199</b>	<b>3,938</b>	<b>5,006</b>	<b>6,364</b>						

# 投资评级定义和免责条款

## 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>