

持有
积极求变，重新出发
九毛九 (9922.HK)

2025-04-15 星期二

【投资要点】

 目标价: **3.0 港元**

 现价: **2.62 港元**

 预计升幅: **14.5%**
重要数据

日期	2025-4-14
收盘价 (港元)	2.62
总股本 (亿股)	13.98
总市值 (亿港元)	36.6
净资产 (亿元)	31.5
总资产 (亿元)	64.9
52 周高低 (港元)	2.14/5.79
每股净资产 (元)	2.25

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

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

➤ 1Q25 经营仍承压，环比小幅改善

公司经营业绩仍受到外部环境影响，1Q25 主品牌太二/怂火锅/九毛九翻台率分别为 3.1/2.6/2.6 次/天，同比分别-0.8/-0.4/-0.4 次/天，环比 4Q24 分别+0.1/-0.1/+0.2 次/天；同店日均销售额同比分别-21.2%/-24.2%/-18.6%，降幅环比 4Q24 小幅改善；人均客单价分别为 72/100/56 元，同比分别-1.4%/-13.8%/-1.8%，环比 4Q24 分别 0%/+1.0%/+3.7%，亦有企稳迹象，公司品质和体验聚焦策略初现成效。

➤ 承压环境下审慎扩张，关店同时进行

集团坚持审慎扩张，同时关闭经营不佳的门店。1Q25 主品牌太二于香港新开设 1 家门店，新增 1 家加盟店，同时有 1 家直营店转为加盟模式，另外关闭 26 家直营店及 1 家加盟店；怂火锅新开 3 家门店，闭店 2 家；九毛九闭店 2 家，无新店开出。截至 1Q25 末，集团合计拥有门店数 780 家，其中太二（自营+加盟）/怂火锅/九毛九（自营+加盟）门店数分别为 610/81/69 家。

➤ 专注回归餐饮本质，提升顾客体验

为顺应市场变化，太二品牌大力推新、推行真心服务计划、25 年 3 月推出“鲜活”店型，进一步丰富顾客选择，以提升顾客满意度及用餐体验。怂火锅打破单一锅底，升级产品、小料台及用餐环境，价格更亲民，并通过联名活动、礼物升级和表演服务，增强粉丝粘性。

➤ 给予“持有”评级，目标价 3.0 港元/股

公司主品牌均处于调整期，效果及持续性需进一步观察，且仍受到外部环境影响。预期 25-27 年公司 EPS 分别为 0.1/0.15/0.24 元，给予 3.0 港元/股目标价，对应 26 年 19 倍 PE，较现价有 14.5%的涨幅空间，给予“持有”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业额	5,986	6,074	5,958	6,236	6,672
同比增长 (%)	49.4%	1.5%	-1.9%	4.7%	7.0%
毛利率	64.2%	64.4%	65.5%	67.2%	68.5%
归母净利润	453	56	136	206	342
同比增长 (%)	820.2%	-87.7%	143.9%	51.5%	65.7%
净利润率	7.6%	0.9%	2.3%	3.3%	5.1%
每股盈利	0.31	0.04	0.10	0.15	0.24
PE@2.62HKD	7.9	62.8	25.4	16.7	10.1

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 1Q25 经营仍承压，环比小幅改善

公司经营业绩仍受到外部环境影响，1Q25 主品牌太二/怂火锅/九毛九翻台率分别为 3.1/2.6/2.6 次/天，同比分别-0.8/-0.4/-0.4 次/天，环比 4Q24 分别+0.1/-0.1/+0.2 次/天；同店日均销售额同比分别-21.2%/-24.2%/-18.6%，降幅环比 4Q24 小幅改善；人均客单分别为 72/100/56 元，同比分别-1.4%/-13.8%/-1.8%，环比 4Q24 分别 0%/+1.0%/+3.7%，亦有企稳迹象，公司品质和体验聚焦策略初现成效。

➤ 承压环境下审慎扩张，关店同时进行

集团继续坚持谨慎开店原则，同时关闭经营不佳的门店。1Q25 主品牌太二于香港新开设 1 家门店，新增 1 家加盟店，同时有 1 家直营店转为加盟模式，另外关闭 26 家直营店及 1 家加盟店；怂火锅新开 3 家门店，闭店 2 家；九毛九闭店 2 家，无新店开出。截至一季度末，集团合计拥有门店数 780 家，其中太二（自营+加盟）/怂火锅/九毛九（自营+加盟）门店数分别为 610/81/69 家。

图 1：公司门店数

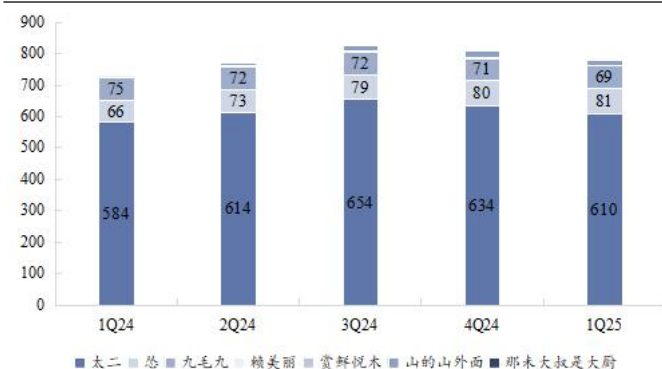


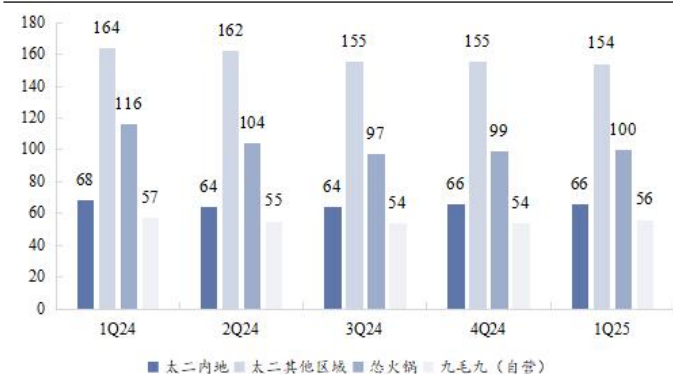
图 2：公司翻台率季度表现



资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

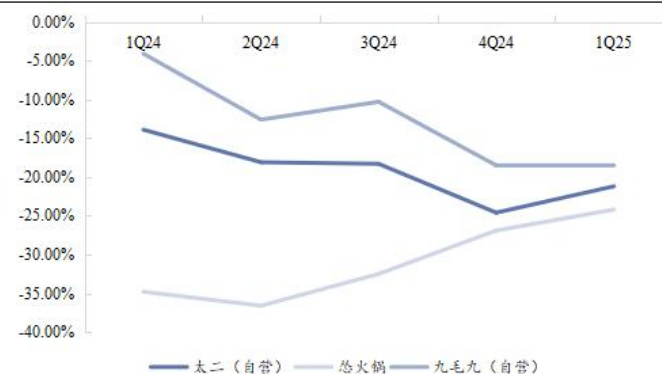
资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

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

➤ 太二积极求变，应对市场变化

2024 年太二品牌在诸多挑战下通过一系列措施积极求变，顺应市场变化。包括大力推新，丰富顾客选择；推出真心服务计划，提升顾客服务满意度及用餐体验；探索加盟模式和外卖卫星店；2025 年 3 月在广州推出全新升级迭代店型，以鲜活为核心理念，调整产品结构和空间设计。同时，为确保资源的有效利用，果断关闭经营不善门店，集中精力聚焦存量高质门店。

图 5：太二于 3 月推出全新“鲜活”店型



资料来源：公司 2024 年业绩演示材料、国元证券经纪（香港）整理

➤ 给予“持有”评级，目标价 3.0 港元/股

公司主品牌均处于调整期，效果及持续性需进一步观察，且仍受到外部环境影 响。预期 25-27 年公司 EPS 分别为 0.1/0.15/0.24 元，给予 3.0 港元/股目标价， 对应 26 年 19 倍 PE，较现价有 14.5% 的涨幅空间，给予“持有”评级。

表 1：行业估值比较（20250414）

公司名称	代码	收盘价 2025/4/14	市值（百 万港元）	PE（2025E）	股息率 （TTM，%）	2025年初至今 涨跌幅（%）
海底捞	6862.HK	17.6	98,214	17.6	5.1	10.8
九毛九	9922.HK	2.6	3,662	25.4	1.5	-23.6
呷哺呷哺	0520.HK	0.7	739	NA	NA	-32.0
达势股份	1405.HK	97.3	12,726	94.8	NA	24.7
谭仔国际	2217.HK	1.5	1,966	NA	5.0	87.2
百胜中国	9987.HK	356.8	133,634	18.0	1.6	-4.2
茶百道	2555.HK	8.2	12,043	12.9	2.6	-25.1
特海国际	9658.HK	15.7	10,197	25.4	NA	-28.7
古茗	1364.HK	17.2	40,810	20.5	NA	84.5
小菜园	0999.HK	10.0	11,765	15.9	3.4	9.5
海伦司	9869.HK	1.7	2,113	12.6	17.7	-34.3
奈雪的茶	2150.HK	1.0	1,673	NA	NA	-27.9
蜜雪集团	2097.HK	435.0	165,134	29.5	NA	50.0
大家乐集团	0341.HK	7.2	4,153	14.3	8.0	-8.3
大快活集团	0052.HK	5.2	667	NA	6.8	-15.3

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	5,958	6,236	6,672	盈利能力					
原材料及耗材	(2,142)	(2,162)	(2,058)	(2,047)	(2,104)	毛利率 (%)	64.2%	64.4%	65.5%	67.2%	68.5%
毛利	3,844	3,912	3,900	4,189	4,568	净利率 (%)	7.6%	0.9%	2.3%	3.3%	5.1%
员工成本	(1,544)	(1,747)	(1,686)	(1,762)	(1,812)	营运表现					
物业租金	(624)	(710)	(686)	(694)	(723)	实际税率 (%)	24.6%	39.5%	25.0%	25.0%	25.0%
水电开支	(219)	(253)	(242)	(241)	(248)	存货周转天数	17	17	17	17	16
其他资产折旧及摊销	(236)	(292)	(305)	(285)	(273)	应收周转天数	35	42	42	42	42
税前盈利	636	74	183	285	479	应付周转天数	34	36	36	36	36
所得税	(156)	(29)	(46)	(71)	(120)	偿债能力					
净利润	480	45	137	214	360	资产负债率	48.5%	51.4%	50.9%	50.8%	50.6%
少数股东损益	27	-11	1	8	18	流动比率	2.00	1.45	1.44	1.50	1.60
归母净利润	453	56	136	206	342	速动比率	1.91	1.38	1.36	1.43	1.52
EPS	0.31	0.04	0.10	0.15	0.24						

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	655	668	1,115	除税前利润	636	74	183	285	479
应收账款及票据	644	770	617	835	718	折旧及摊销	721	868	861	842	849
存货	132	115	124	122	135	支付所得税	(107)	(29)	(46)	(71)	(120)
总流动资产	2,806	2,309	2,213	2,442	2,786	经营性现金流	1,012	976	1,237	1,003	1,485
固定资产	1,129	1,190	1,294	1,266	1,227	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	29	29
递延税项资产	116	162	162	162	162	投资性现金流	(150)	(528)	(368)	(215)	(191)
总资产	6,521	6,489	6,587	6,817	7,228	已付利息及股利	(66)	(196)	(52)	(95)	(144)
租赁负债	539	602	531	538	562	其他融资活动	(580)	(972)	(769)	(679)	(703)
应付账款	209	213	189	211	200	融资性现金流	(646)	(1,168)	(821)	(774)	(847)
短期银行贷款	90	306	306	306	306	现金变化	216	(720)	48	14	447
总流动负债	1,403	1,593	1,534	1,625	1,744	期初持有现金	1,099	1,327	607	655	668
租赁负债	1,545	1,582	1,653	1,673	1,750	期末持有现金	1,327	607	655	668	1,115
其他非流动负债	216	163	163	163	164						
总负债	3,164	3,337	3,350	3,462	3,658						
股东权益	3,357	3,151	3,237	3,355	3,571						

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>