



九毛九 (9922.HK): 估值已反映短期较弱的趋势，持续看好长期运营能力提升

九毛九 FY23 的收入与净利润同盈喜时公布的数据基本一致，但太二翻台率与公司整体经营利润率略低于市场预期，导致股价在业绩后大跌。我们认为当前的估值已基本反映了短期较弱的销售数据与市场情绪。我们认为，销售趋势一旦有所好转，将促使股价出现较大幅度的反弹。公司较强的多品牌运营能力以及不断优化的运营效率有望为长期利润增长打开空间，为股价在当前点位提供较强支撑。维持“买入”评级，下调目标价至 6.8 港元。

• **太二短期销售趋势较弱，但开店目标维持不变：**在较弱的市场环境下，太二 2H23 翻座率/翻台率环比 1H23 有所下降。管理层表示，太二 2024 年 1-2 月仍延续了 4Q23 较弱的销售趋势，同店销售与翻台率同比去年同期有所下降。尽管如此，管理层依然为太二制定 2024 年取得低单位数的同店销售增长的目标。公司维持 2024 年全年新开门店的指引不变，其中，太二 2024 年新开 95-120 家（内地 80-100 家，港澳台 15-20 家），怂火锅新开 35-40 家。考虑到公司渗透率较低以及性价比较高的特性，我们认为公司 2024 年全年门店扩张有较强的确定性。

• **经营效率有望持续提升，2024 年经营利润率有望同比扩张：**公司 2H23 经营利润率低于预期，主要原因包括翻台率环比下滑导致的经营负杠杆，以及新开店主要集中在 4Q23 导致较高的一次性费用。我们预计，公司未来将持续通过优化门店运营流程、降低单店员工数和提高运营标准化程度来提升门店经营效率。展望 2024 年，（1）原材料成本呈下行趋势，抵消客单价下行带来的压力，确保毛利率大概率保持稳定，（2）各品牌平均单店员工数减少的红利有望持续释放，（3）怂火锅门店经营利润率预计持续改善，（4）去年年末集中新开门店的翻台率与盈利能力将逐步提升。在同店销售增长和翻台率同比维持稳定的前提下，以上因素有望助力 2024 年经营利润率录得同比扩张。

• **九毛九品牌稳健向好，新品牌新模式有望带来增量：**九毛九品牌 2023 年的翻台率回升至 2.9x（过去四年最高）。尽管 2023 年收入不及 2019 年一半，但经营利润率提升至 18%，高于疫情前的水平。同时，新引入的加盟模式也将为公司未来门店扩张与盈利能力提升提供更大空间。相较太二，我们更看好山外面酸汤火锅短期加盟门店的扩张速度，主要是由于其客单价更低、标准化程度更高、初始投资规模更小以及开店范围更大（太二的加盟模式仅将加盟机会开放至中国新疆、西藏等城市、大洋洲部分城市及中国内地交通枢纽等地）。

• **投资风险：**餐饮需求放缓；太二品牌力下降；怂火锅开店增速不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,006	5,986	7,481	8,950	10,165
同比变动 (%)	-4.2%	49.4%	25.0%	19.6%	13.6%
归母净利润	49	453	588	715	810
同比变动 (%)	-85.5%	820.2%	29.6%	21.7%	13.3%
PE (X)	152.0	16.5	12.6	10.3	9.1
ROE (%)	1.6%	13.8%	16.5%	17.8%	17.9%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439
2024 年 3 月 25 日

评级

买入

目标价 (港元)	6.8
潜在升幅/降幅	+21.4%
目前股价 (港元)	5.6
52 周内股价区间 (港元)	4.4-19.3
总市值 (百万港元)	8,045
近 3 月日均成交额 (百万港元)	77.7

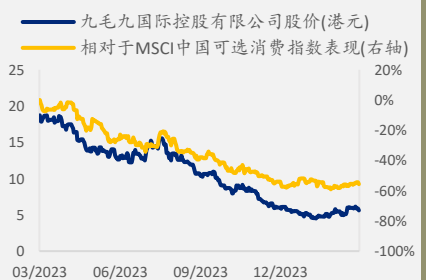
注：截至 2024 年 3 月 25 日收盘价



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◇ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 九毛九

利润表					
(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,006	5,986	7,481	8,950	10,165
同比	-4.2%	49.4%	25.0%	19.6%	13.6%
营业成本	-1,447	-2,142	-2,682	-3,207	-3,641
毛利	2,559	3,844	4,799	5,743	6,525
毛利率	63.9%	64.2%	64.1%	64.2%	64.2%
员工费用	-1,134	-1,544	-1,909	-2,264	-2,577
租金费用	-565	-710	-896	-1,079	-1,226
能源费用	-149	-219	-278	-332	-372
折旧与摊销	-190	-236	-292	-348	-398
其他经营收入及收益	-404	-584	-710	-838	-943
经营利润	116	551	714	881	1,010
经营利润率	2.9%	9.2%	9.5%	9.8%	9.9%
财务费用	25	58	46	58	69
其他营业外收入(支出)	-47	28	64	64	58
利润总额	94	636	825	1,004	1,137
所得税	-39	-156	-206	-251	-284
所得税率	-41.0%	-24.6%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
净利润	56	480	618	753	853
减: 少数股东损益	-6	-27	-31	-38	-43
归母净利润	49	453	588	715	810
归母净利率	1.2%	7.6%	7.9%	8.0%	8.0%
同比	-85.5%	820.2%	29.6%	21.7%	13.3%

资产负债表					
(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,099	1,327	1,740	2,154	2,758
其他货币资金	863	703	703	703	703
应收票据及应收账款	505	644	792	926	1,026
存货	118	132	178	199	244
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	2,585	2,806	3,414	3,982	4,731
固定资产	737	1,129	1,290	1,347	1,311
使用权资产	1,654	2,121	2,624	3,048	3,416
无形资产	25	26	28	27	25
附属机构投资	10	8	8	8	8
其他金融资产	154	137	137	137	137
递延所得税资产	115	116	116	116	116
其他非流动资产	127	177	177	177	177
非流动资产合计	2,822	3,715	4,380	4,861	5,190
租赁负债	443	539	572	663	742
应付票据及应付账款	188	209	300	309	383
短期借款	30	90	90	90	90
其他应付款	236	417	776	929	1,054
其他流动负债	58	147	151	155	158
流动负债合计	955	1,403	1,889	2,146	2,428
租赁负债	1,207	1,545	1,909	2,213	2,478
减值准备	38	47	47	47	47
其他非流动负债	8	169	169	169	169
非流动负债合计	1,253	1,761	2,125	2,429	2,694
股本	0	0	0	0	0
储备	3,174	3,336	3,727	4,178	4,667
少数股东权益	25	21	52	90	133
所有者权益合计	3,199	3,357	3,780	4,268	4,799

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表					
(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税前盈利	94	636	825	1,004	1,137
固定资产折旧	593	723	909	1,098	1,251
营运资金减少	9	49	255	8	54
税务费用	-88	-156	-206	-251	-284
财务费用	81	93	116	133	148
财务收入	-28	-64	-56	-67	-79
其他	22	-61	-30	-29	-23
经营活动产生的现金流量净额	684	1,220	1,814	1,895	2,204
资本开支	-370	-482	-444	-395	-349
无形资产投资	-11	-10	-10	-10	-10
财务收入	16	64	56	67	79
投资支付的现金和结构性存款	-116	381	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-68	2	0	0	0
其他	-39	-394	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-588	-438	-398	-337	-281
取得借款收到的现金	60	0	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	-440	-475	-806	-879	-997
偿还债务支付的现金	-30	60	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-71	-13	-196	-264	-322
筹资活动产生的现金流量净额	-481	-428	-1,002	-1,144	-1,319
现金及现金等价物净增加额	-384	354	413	414	604
期初现金及现金等价物余额	1,844	1,342	1,099	1,327	1,740
汇率损益	141	0	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,601	1,696	1,512	1,741	2,345

财务和估值比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.03	0.31	0.41	0.50	0.56
每股销售额	2.76	4.12	5.21	6.23	7.08
每股股息	0.01	0.13	0.18	0.22	0.25
同比变动					
收入	-4.2%	49.4%	25.0%	19.6%	13.6%
经营溢利	-73.0%	372.9%	29.6%	23.5%	14.6%
归母净利润	-85.5%	820.2%	29.6%	21.7%	13.3%
费用与利润率					
毛利率	63.9%	64.2%	64.1%	64.2%	64.2%
经营利润率	2.9%	9.2%	9.5%	9.8%	9.9%
归母净利率	1.2%	7.6%	7.9%	8.0%	8.0%
回报率					
平均股本回报率	1.6%	13.8%	16.5%	17.8%	17.9%
平均资产回报率	1.1%	8.0%	8.6%	9.0%	9.1%
资产效率					
应收账款周转天数	41.7	35.0	35.0	35.0	35.0
库存周转天数	23.8	21.3	21.1	21.5	22.2
应付账款周转天数	41.5	33.9	34.7	34.7	34.7
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.7	2.0	1.8	1.9	1.9
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
负债/权益	69.0%	94.2%	106.2%	107.2%	106.7%
估值					
市盈率 (x)	152.0	16.5	12.6	10.3	9.1
市销率 (x)	1.9	1.3	1.0	0.8	0.7
股息率	0.2%	2.6%	3.6%	4.3%	4.9%
EV/EBITDA(x)	24.0	7.8	5.7	4.3	3.3

图表 2: 九毛九 2023 年上半年及全年盈利情况

百万人民币	1H22A	1H23A	YoY	2H22A	2H23A	YoY	2022A	2023A	YoY
营业收入	1,899	2,879	52%	2,107	3,106	47%	4,006	5,986	49%
-餐厅	1,535	2,426	58%	1,669	2,640	58%	3,203	5,066	58%
-外卖	356	446	25%	431	455	6%	787	901	14%
-其他	8	7	-12%	7	11	52%	15	18	18%
营业成本	-664	-1,042	57%	-783	-1,100	40%	-1,447	-2,142	48%
毛利润	1,235	1,837	49%	1,323	2,007	52%	2,559	3,844	50%
毛利率	65.1%	63.8%		62.8%	64.6%		63.9%	64.2%	
人工成本	-544	-718	32%	-590	-827	40%	-1,134	-1,544	36%
人工成本占比	28.6%	24.9%		28.0%	26.6%		28.3%	25.8%	
租金成本	-273	-295	8%	-292	-416	42%	-565	-710	26%
租金成本占比	14.4%	10.2%		13.9%	13.4%		14.1%	11.9%	
其他成本	-318	-450	41%	-425	-589	38%	-743	-1,038	40%
营业利润	101	375	273%	16	176	n.m.	116	551	373%
营业利润率	5.3%	13.0%		0.8%	5.6%		2.9%	9.2%	
餐厅利润	278	575	107%	238	502	110%	517	1,077	108%
餐厅利润率	14.6%	20.0%		11.3%	16.2%		12.9%	18.0%	
财务支出	2	-43	n.m.	23	100	337%	25	58	128%
附属机构盈利	-2	-3	35%	-1	1	-165%	-3	-2	-33%
其他收入/支出	-5	-4	-17%	-39	34	-188%	-44	30	-168%
税前盈利	96	325	241%	-1	311	n.m.	94	636	n.m.
所得税	-33	-87	164%	-6	-69	n.m.	-39	-156	304%
净利润	63	238	281%	-7	242	n.m.	56	480	n.m.
净利率	3.3%	8.3%		-0.3%	7.8%		1.4%	8.0%	
少数股东权益	-5	-16	237%	-2	-10	n.m.	-6	-27	319%
归母净利润	58	222	285%	-8	231	n.m.	49	453	n.m.
归母净利率	3.0%	7.7%		-0.4%	7.4%		1.2%	7.6%	
调整后净利润	69	248	259%	0	254	n.m.	69	502	n.m.
调整后净利率	3.6%	8.6%		0.0%	8.2%		1.7%	8.4%	

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、浦银国际预测

图表 3: SPDBI 财务预测变动: 九毛九 (9922.HK)

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	9,082	12,052	n.a.
新预测	7,481	8,950	10,165
变动	-17.6%	-25.7%	n.a.
归母净利润			
旧预测	947	1,338	n.a.
新预测	588	715	810
变动	-38.0%	-46.6%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 九毛九 (9922.HK)



注: 截至 2024 年 3 月 25 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

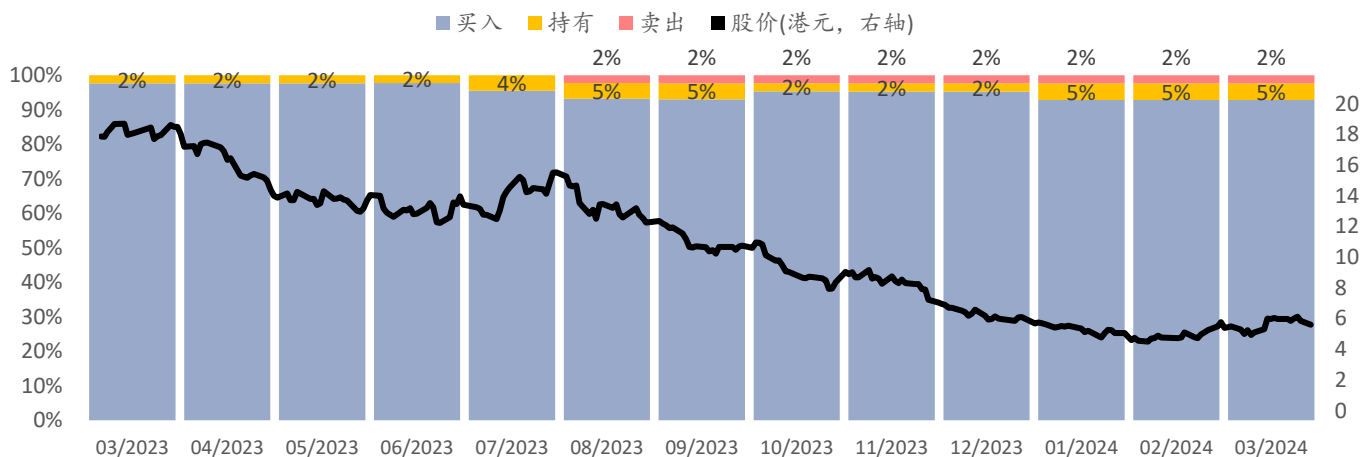
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	20.2	买入	24.8	2024年3月20日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	81.0	买入	85.2	2024年1月5日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2024年3月14日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.3	买入	8.4	2023年12月16日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.0	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	37.9	买入	67.7	2024年2月7日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	298.4	买入	528.2	2024年2月7日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.1	持有	14.0	2023年1月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.0	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.6	买入	6.8	2024年3月25日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	24.1	买入	23.7	2024年3月14日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	35.8	买入	47.0	2024年3月19日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	64.2	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	11.6	买入	16.7	2024年3月4日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	53.2	买入	46.4	2024年1月24日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	82.8	持有	71.1	2024年1月24日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.0	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.4	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	19.4	买入	23.9	2024年1月16日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.1	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.5	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.4	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.3	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.3	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.7	买入	7.8	2023年9月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	94.3	买入	125.9	2023年12月11日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	43.3	买入	43.0	2024年1月11日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	57.3	持有	70.1	2023年12月11日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	62.0	持有	76.5	2023年12月11日	化妆品

注：截至2024年3月25日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

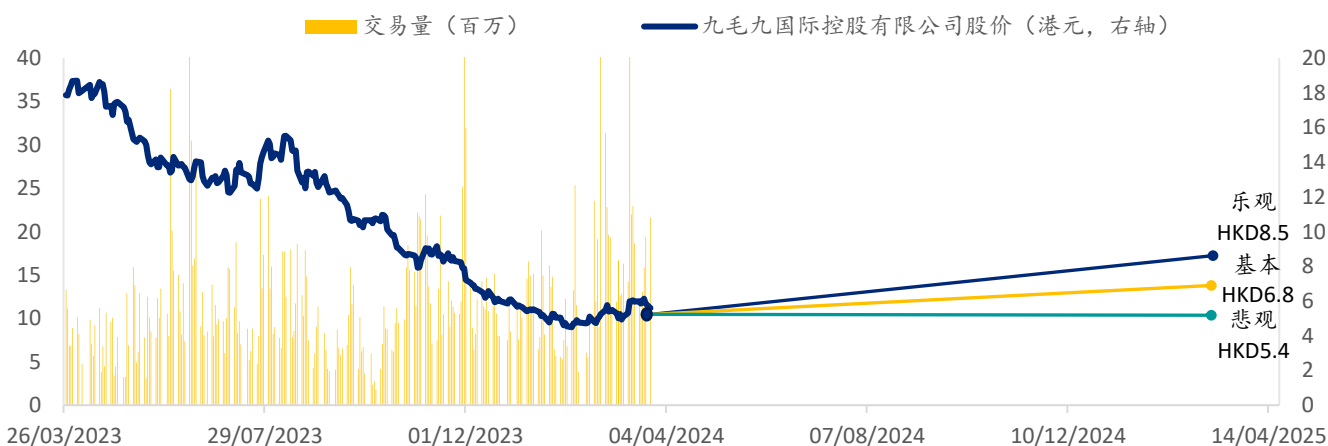
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 九毛九市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 九毛九 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 8.5 港元

概率: 25%

- 太二 2024 年净开店数量达 200 家;
- 太二 2024 年翻座率达到 3.5x 以上;
- 怂火锅 2024 年净开店 60 家;
- 2024 年集团经营利润率同比扩张 80bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 5.4 港元

概率: 20%

- 太二 2024 年净开店数量 80 家;
- 太二 2024 年翻座率不及 2.8x;
- 怂火锅 2024 年净开店 10 家;
- 2024 年集团经营利润率同比持平。

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

