

消费服务

超配

中性

低配

餐饮头部品牌身处不同发展阶段

股票名称	代码	评级	目标价
海底捞	6862 HK	买入	HK\$24.80
九毛九	9922 HK	买入	HK\$17.75
呷哺呷哺	520 HK	持有	HK\$4.15

- **海底捞**：发展逻辑向“营收稳步增长，盈利能力出众”转变，预计市值大概率介于 944-1,787 亿港元区间，平均值 1,365 亿港元，当前市值处于我们测算区间下限；
- **九毛九**：我们测算其市值大概率介于 192-288 亿港元区间，目前九毛九市值略低于测算区间下限，具备一定投资价值；
- **呷哺呷哺**：预计市值大概率介于 27-58 亿港元区间，当前市值处于区间中值，风险收益比暂时不够明了。

海底捞发展逻辑从“遭遇瓶颈”向“营收稳步增长，盈利能力出众”转变：遭遇瓶颈后着手调整管理模式，在原有架构中增设区域教练层级，并充分放权于最为了解当地市场的前端管理人员，因地制宜调整单店模型开拓新需求，当前翻台率已恢复至 4 次/天水平，消费人次提升可观，海底捞经营能力的改善有目共睹。虽然当前暂未回归开店扩张逻辑，但中短期内，年消费人次有望维持 3.7-4 亿区间，营收具备一定可预见性。海底捞也有效平衡了服务质量与人工成本。在未来规模稳步扩张的预期下，人工成本占比依旧存在 1-2pcts 的下降空间。海底捞也在继续探索单店模型的优化举措，尝试进一步降低盈亏平衡点对应的翻台率，预计 2H23 恢复 10 余家前期关停门店的运营。可以合理预期，如果未来翻台率继续改善，海底捞有望重启扩张，重新寻求翻台与开店的平衡。我们预计市值大概率 944-1,787 亿港元区间，平均值 1,365 亿港元，当前市值处于我们测算区间下限。

九毛九：当前太二进展良好，总品牌也逐步步入正轨，九毛九集团的多品牌运营能力正在验证当中，我们基于各品牌 2024 年门店数量、翻座率与客单价测算九毛九市值区间。假设太二/总/九毛九品牌 2024 年门店数量分别 693/97/86 家，太二翻座率与客单价分别 3.25 次/天与 76.2 元、总品牌翻座率与客单价分别 2.90 次/天与 121.6 元、九毛九品牌翻座率与客单价分别 1.80 次/天与 58.9 元，我们测算各品牌单店营收分别为 915/ 1,431/ 911 万元、报表层面营业利润率~15%，由此计算 2024 年 EPS 为 0.54 元。九毛九仍处扩张期，可以给予一定估值溢价，如果按照 25-30 倍 2024 年 P/E，我们测算中性情况下，九毛九每股公允价值介于 14.79-17.75 港元区间，对应市值区间为 215-258 亿港元。我们进一步测算各品牌在不同翻台率与客单价下九毛九的市值区间，在最悲观情况下市值区间介于 192-231 亿港元；最乐观情况下市值区间介于 240-288 亿港元，由此我们认为九毛九市值大概率介于 192-288 亿港元区间，目前市值略低于测算区间下限，具备一定投资价值。

呷哺呷哺：呷哺品牌单店模型在南方的可复制性得到初步验证，但凑凑面临发展瓶颈，所推出的一系列变革能否捕获新需求暂未可知，当前大环境下较高的客单价也可能加大变革难度，未来发展存在不确定性。我们同样对呷哺市值进行敏感性测算，预计呷哺/凑凑品牌 2024 年门店数量分别 993/284 家；呷哺/凑凑的单店营收分别 354/ 1,246 万元、报表层面营业利润率分别 9.0%/3.9%，由此计算 2024 年 EPS 为 0.24 元。如果按照 12-17 倍 2024 年 P/E，我们测算中性情况下，呷哺呷哺每股公允价值将介于 3.11-4.40 港元区间，对应市值区间 34-48 亿港元。我们进一步测算二者在不同翻座/台率与客单价下呷哺呷哺的市值区间，在最悲观情况下市值区间介于 27-38 亿港元；最乐观情况下市值区间介于 41-58 亿港元，由此我们认为呷哺呷哺市值大概率介于 27-58 亿港元区间，当前其市值处于区间中值，风险收益比暂时不够明了。行业风险提示：竞争加剧；宏观经济下行；原材料价格上涨。

财务数据摘要

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xjiang@huaxingsec.com

股票名称	代码	评级	货币	股价		潜在 涨幅	市盈率(x)		EPS CAGR(%)	
				08/31/23	目标价		FY1E	FY2E	FY0-FY3E	
海底捞	6862 HK	买入	HK\$	21.35	24.80	+16%	24.6	22.4	49.4	
九毛九	9922 HK	买入	HK\$	12.58	17.75	+41%	32.2	21.3	175.3	
呷哺呷哺	520 HK	持有	HK\$	3.79	4.15	+9%	27.2	14.6	N/A	

资料来源: , 华兴证券

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

图表 1: 可比公司相对估值表

股票代码	公司名称	货币单位	现价	市值 (百万)	归母净利润YoY				P/E			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
H股												
9987.HK	百胜中国	港元	418.00	173,655	-55%	103%	20%	14%	50.9	24.6	20.5	17.9
9869.HK	海伦司	港元	7.90	10,009	N/A	N/A	30%	32%	N/A	28.8	22.5	17.1
2150.HK	奈雪的茶	港元	4.81	8,250	N/A	N/A	136%	52%	N/A	31.3	12.9	8.4
1458.HK	周黑鸭	港元	2.77	6,601	-93%	N/A	84%	27%	N/A	28.0	14.8	12.0
9658.HK	特海国际	港元	13.64	8,448	N/A	N/A	130%	36%	N/A	38.8	16.5	12.2
平均					-74%	103%	80%	32%	50.9	30.3	17.4	13.5
6862.HK	海底捞	港元	21.35	119,005	N/A	N/A	10%	13%	66.2	24.6	22.4	19.9
9922.HK	九毛九	港元	12.58	18,298	-86%	N/A	52%	31%	N/A	32.2	21.3	16.2
520.HK	呷哺呷哺	港元	3.79	4,117	N/A	N/A	86%	31%	N/A	27.2	14.6	11.1
平均					-86%	N/A	49%	25%	66.2	28.0	19.4	15.7

注：海底捞、九毛九、呷哺呷哺来自华兴预测，其余来自一致预期。

资料来源：，公司公告，华兴证券

图表 2: 海底捞每股公允价值与市值敏感性分析

2024年每股公允价值 & 总市值-敏感性分析							
差值 (百万元)		-1.9	-1.2	-0.5	0.0	0.5	1.2
单店营收 (百万元)		27.3	27.9	28.6	29.1	29.7	30.4
差值 (百万元)		-946	-957	-759	0.0	765	984
营业总收入 (百万元)		41,439	42,384	43,341	44,100	44,864	45,849
差值		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%
预计营业利润率		14.1%	14.3%	14.5%	14.7%	14.9%	15.1%
差值		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%
预计归母净利率		10.4%	10.6%	10.8%	11.0%	11.2%	11.4%
差值		-0.10	-0.06	-0.03	0.00	0.03	0.07
EPS (元)		0.77	0.80	0.84	0.87	0.90	0.94
每股股价	20倍2024年P/E	16.94	17.66	18.40	19.07	19.76	20.55
(港元)	30倍2024年P/E	25.41	26.49	27.60	28.61	29.64	30.83
总市值	20倍2024年P/E	94,435	98,453	102,580	106,315	110,130	114,562
(百万港元)	30倍2024年P/E	141,653	147,679	153,870	159,472	165,195	171,843

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 3: 九毛九集团市值敏感性分析

九毛九集团								
差值 (百万元)		-4.5%	-2.8%	-1.2%	0.0%	1.2%	2.9%	4.6%
营收 (百万元)		8,254	8,396	8,539	8,640	8,742	8,888	9,035
差值 (百万元)		-128	-83	-38	0	38	86	134
全品牌餐厅层面营业利润 (百万元) *		1,651	1,696	1,741	1,779	1,817	1,865	1,913
差值 (%)		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
全品牌餐厅层面营业利润率		20.0%	20.2%	20.4%	20.6%	20.8%	21.0%	21.2%
差值 (%)		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
报表层面营业利润率		14.8%	15.0%	15.2%	15.4%	15.6%	15.8%	16.0%
差值 (%)		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
归母净利率		8.5%	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%	9.5%	9.7%
差值 (%)		-5.7%	-3.8%	-1.8%	0.0%	1.8%	3.9%	6.1%
EPS (元)		0.48	0.50	0.52	0.54	0.56	0.58	0.60
每股股价	25倍2024年P/E	13.22	13.75	14.31	14.79	15.29	15.88	16.47
(港元)	30倍2024年P/E	15.86	16.51	17.17	17.75	18.35	19.05	19.77
总市值	25倍2024年P/E	19,223	20,006	20,807	21,518	22,242	23,093	23,962
(百万港元)	30倍2024年P/E	23,068	24,007	24,968	25,822	26,691	27,711	28,754

注: 假设 2024 年其他品牌餐厅层面营业亏损 150 万元。

资料来源: 公司公告, 华兴证券

图表 4: 呷哺呷哺市值敏感性分析

呷哺呷哺集团								
差值 (百万元)		-5.0%	-3.2%	-1.4%	0.0%	1.4%	3.2%	5.1%
营收 (百万元)		6,950	7,083	7,218	7,317	7,417	7,554	7,693
差值 (百万元)		-63	-42	-20	0	20	44	68
营业利润 (百万元)		393	414	436	456	476	499	523
差值 (%)		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
营业利润率		5.7%	5.8%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%
差值 (%)		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
归母净利率		2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%
差值 (%)		-4.8%	-3.2%	-1.6%	0.0%	1.6%	3.4%	5.3%
EPS (元)		0.19	0.20	0.22	0.24	0.25	0.27	0.29
每股股价	12倍2024年P/E	2.47	2.68	2.90	3.11	3.32	3.56	3.80
(港元)	17倍2024年P/E	3.50	3.79	4.10	4.40	4.70	5.04	5.39
总市值	12倍2024年P/E	2,680	2,910	3,146	3,374	3,607	3,864	4,129
(百万港元)	17倍2024年P/E	3,797	4,122	4,458	4,780	5,110	5,474	5,849

资料来源: 公司公告, 华兴证券

海底捞 (6862 HK, 买入, 目标价: HK\$24.80)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$24.80 当前股价: HK\$21.35

股价上行/下行空间 +16%

52 周最高/最低价 (HK\$) 24.70/11.10

市值 (US\$mn) 15,176

当前发行数量(百万股) 5,574

三个月平均日交易额 (US\$mn) 39

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

NP United Holding Ltd 32

ZY NP Ltd. 21

SP NP Ltd. 7

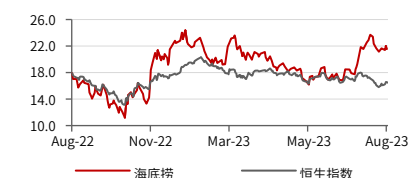
按 2023 年 8 月 31 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	24.80	25.25	-2%
2023E EPS (RMB)	0.79	0.83	-5%
2024E EPS (RMB)	0.87	0.88	-2%
2025E EPS (RMB)	0.98	0.97	1%

股价表现



资料来源: FactSet

管理变革行之有效，向下一发展阶段转变

- 发展逻辑从“遭遇瓶颈”向“营收稳步增长，盈利能力出众”阶段转变；
- 我们测算海底捞市值大概率介于 944-1,787 亿港元区间，平均值 1,365 亿港元，当前市值处于我们测算区间下限；
- 维持买入评级，下调目标价 2%至 24.80 港元，对应 26 倍 2024 年 P/E。

1H23 业绩优异，管理变革行之有效：1) 海底捞发布 1H23 业绩，营收/毛利润分别同比增长 24.6%/29.1%至 188.9/112.0 亿元，归母净利润 22.6 亿元（1H22 亏损 2.7 亿元），若剔除其他收益 2.3 亿元，归母净利润 20.3 亿元。2) 海底捞继续推动供应链变革，减少菜品到店后的加工工序以尽可能降低损耗，还将损耗率与门店绩效挂钩进一步加强管控，叠加菜品结构的不断优化，1H23 毛利率同比提升 2.0pcts 至 59.3%；也加大了兼职员工的雇佣比例，同样将其纳入店铺考核范围，1H23 员工成本占比同比改善 4.5pcts 至 30.5%，已接近 19 年水平，有效平衡服务质量与人工成本。开店放缓后折旧摊销费用占比降低 3.2pcts 至 8.0%，最终归母利润率 12.0%，剔除其他收益后 10.8%。

发展逻辑从“遭遇瓶颈”向“营收稳步增长，盈利能力出众”转变。海底捞遭遇瓶颈后着手调整管理模式，在原有架构中增设区域教练层级，并充分放权于最为了解当地市场的前端管理人员，**因地制宜的调整单店模型**，结合各地顾客偏好上新区域特色产品，也提供演唱大巴车、夜市小推车等个性化服务，还围绕节假日开展话题营销，**不断平衡标准化与受众开拓新需求**，7-8 月翻台率已恢复至 4 次/天水平，虽然客单价相比 21 年略有下降，但门店数高于 21 年同期，意味着消费人次的提升同样可观，**海底捞经营能力的改善有目共睹**。虽然当前暂未回归开店扩张逻辑，但中短期内，年消费人次有望维持 3.7-4 亿区间（1H23 消费人次持平于 1H21，2021 全年消费人次达 3.7 亿），**营收端具备一定可预见性**。**海底捞的控费举措同样行之有效**，降低店长的基本工资并提高分红比例以激励其改善门店盈利能力，店长在预测翻台率后灵活雇佣兼职员工排班，有效降低人工成本；同时，海底捞也加大了对优秀员工的现金奖励，进一步调动其积极性，提高业务水平，**持续探索服务质量与人工成本的最佳平衡点**。在营收稳步增长的预期下，未来人工成本占比依旧存在 1-2pcts 的下降空间。海底捞也在不断探索其他优化举措，尝试继续降低盈亏平衡点对应的翻台率，预计 2H23 恢复 10 余家前期关停门店的运营。可以合理预期，如果未来翻台率继续改善，海底捞有望重启扩张，重新寻求翻台与开店的平衡。

盈利预测与估值：我们基于 1H23 业绩下调海底捞 2023/24/25 年营收 1.7%/1.9%/1.9%至 402.2/441.0/478.6 亿元，预计分别同比增长 29.6%/9.6%/8.5%；下调归母净利润预测 4.9%/1.8%/1.3%至 44.0/48.4/54.6 亿元，对应 2023/24/25 年 EPS 分别为 0.79/0.87/0.98 元。我们继续基于海底捞 2024 年门店数（1,432 家）、翻台率与客单价假设（3.8 次/天与 106 元）计算市值区间，结合 20-30 倍 P/E，预计海底捞市值将大概率介于 944-1,787 亿港元区间，平均值 1,365 亿港元，当前其市值 1,198 亿港元处于测算区间下限。继续给予海底捞 26 倍 2024 年 P/E，对应新目标价 24.80 港元，较旧目标价下调 2%，较目前股价仍有 16%的上升空间。**风险提示：**门店运营与改善效果不及预期；宏观经济下行；原材料价格上涨；食品安全风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (RMBmn)	41,112	31,039	40,223	44,100	47,864
息税前利润 (RMBmn)	(3,332)	2,592	5,979	6,513	7,263
归母净利润 (RMBmn)	(4,163)	1,636	4,397	4,837	5,455
每股收益 (RMB)	(0.75)	0.29	0.79	0.87	0.98
市盈率 (x)	N/A	48.6	24.6	22.4	19.9

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源：，华兴证券

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xjiang@huaxingsec.com

图表 5: 利润表关键科目汇总

百万元		1H22	1H23	1H23 YOY
营收		15,155	18,886	24.6%
毛利率		57.3%	59.3%	2.0ppts
员工成本		-5,311	-5,769	8.6%
	占比	35.0%	30.5%	-4.5ppts
租金及其他经营费用		-169	-200	18.4%
	占比	1.1%	1.1%	-0.1ppt
折旧与摊销		-1,697	-1,506	-11.2%
	占比	11.2%	8.0%	-3.2ppts
其他收益及亏损		-69	227	N/A
	占比	-0.5%	1.2%	1.7ppts
归母净利润		-266	2,258	N/A
归母净利率		N/A	12.0%	N/A

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 6: 海底捞 2024 年单店营收敏感性分析（翻台率单位：次/天；客单价单位：元/人；单店营收单位：百万元）

2024年单店营收-敏感性分析									
翻台率			-0.15	-0.10	-0.05	0.00	0.05	0.10	0.15
			3.62	3.67	3.72	3.77	3.82	3.87	3.92
客单价	-2.5%	103.0	27.3	27.7	28.0	28.4	28.8	29.2	29.5
	-2.0%	103.5	27.4	27.8	28.2	28.6	28.9	29.3	29.7
	-1.5%	104.1	27.6	27.9	28.3	28.7	29.1	29.5	29.8
	-1.0%	104.6	27.7	28.1	28.5	28.8	29.2	29.6	30.0
	-0.5%	105.1	27.8	28.2	28.6	29.0	29.4	29.8	30.1
	0.0%	105.6	28.0	28.4	28.7	29.1	29.5	29.9	30.3
	0.5%	106.2	28.1	28.5	28.9	29.3	29.7	30.1	30.4
	1.0%	106.7	28.3	28.6	29.0	29.4	29.8	30.2	30.6
	1.5%	107.2	28.4	28.8	29.2	29.6	30.0	30.4	30.7
	2.0%	107.7	28.5	28.9	29.3	29.7	30.1	30.5	30.9
	2.5%	108.3	28.7	29.1	29.5	29.9	30.3	30.7	31.1

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 7: 海底捞每股公允价值与市值敏感性分析

2024年每股公允价值 & 总市值-敏感性分析								
差值（百万元）		-1.9	-1.2	-0.5	0.0	0.5	1.2	1.9
单店营收（百万元）		27.3	27.9	28.6	29.1	29.7	30.4	31.1
差值（百万元）		-946	-957	-759	0.0	765	984	995
营业总收入（百万元）		41,439	42,384	43,341	44,100	44,864	45,849	46,844
差值		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
预计营业利润率		14.1%	14.3%	14.5%	14.7%	14.9%	15.1%	15.3%
差值		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
预计归母净利率		10.4%	10.6%	10.8%	11.0%	11.2%	11.4%	11.6%
差值		-0.10	-0.06	-0.03	0.00	0.03	0.07	0.10
EPS（元）		0.77	0.80	0.84	0.87	0.90	0.94	0.97
每股股价	20倍2024年P/E	16.94	17.66	18.40	19.07	19.76	20.55	21.37
（港元）	30倍2024年P/E	25.41	26.49	27.60	28.61	29.64	30.83	32.05
总市值	20倍2024年P/E	94,435	98,453	102,580	106,315	110,130	114,562	119,108
（百万港元）	30倍2024年P/E	141,653	147,679	153,870	159,472	165,195	171,843	178,662

注：2024 年单店营收预测值选自图 2 中粗体数字。

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 8: 盈利预测调整表

百万元	调整前			调整后			变动百分比		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营收	40,930	44,950	48,786	40,223	44,100	47,864	-1.7%	-1.9%	-1.9%
毛利润	23,952	26,349	28,646	23,855	26,199	28,483	-0.4%	-0.6%	-0.6%
毛利率	59%	59%	59%	59%	59%	60%	0.8ppt	0.8ppt	0.8ppt
人工成本	12,484	13,710	14,880	12,268	13,230	14,264	-1.7%	-3.5%	-4.1%
占比	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%	30.0%	29.8%	0.0ppt	-0.5ppt	-0.7ppt
折旧摊销	1,791	1,864	2,053	2,954	3,162	3,381	65.0%	69.6%	64.6%
占比	4.4%	4.1%	4.2%	7.3%	7.2%	7.1%	3.0ppts	3.0ppts	2.9ppts
经营利润	6,471	7,254	7,892	5,599	6,480	7,228	-13.5%	-10.7%	-8.4%
经营利润率	15.8%	16.1%	16.2%	13.9%	14.7%	15.1%	-1.9ppts	-1.4ppts	-1.1ppts
归母净利润	4,626	4,926	5,385	4,397	4,837	5,455	-4.9%	-1.8%	1.3%
归母净利率	11.3%	11.0%	11.0%	10.9%	11.0%	11.4%	-0.4ppt	0.0ppt	0.4ppt
EPS (元)	0.83	0.88	0.97	0.79	0.87	0.98	-4.9%	-1.8%	1.3%

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 9: 可比公司相对估值表

股票代码	公司名称	货币单位	现价	市值 (百万)	归母净利润YoY				P/E			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
H股												
9922.HK	九毛九	港元	12.58	18,298	-86%	N/A	52%	31%	N/A	32.2	21.3	16.2
520.HK	呷哺呷哺	港元	3.79	4,117	N/A	N/A	86%	31%	N/A	27.2	14.6	11.1
9987.HK	百胜中国	港元	418.00	173,655	-55%	103%	20%	14%	50.9	24.6	20.5	17.9
9869.HK	海伦司	港元	7.90	10,009	N/A	N/A	30%	32%	N/A	28.8	22.5	17.1
2150.HK	奈雪的茶	港元	4.81	8,250	N/A	N/A	136%	52%	N/A	31.3	12.9	8.4
1458.HK	周黑鸭	港元	2.77	6,601	-93%	N/A	84%	27%	N/A	28.0	14.8	12.0
9658.HK	特海国际	港元	13.64	8,448	N/A	N/A	130%	36%	N/A	38.8	16.5	12.2
平均					-78%	N/A	77%	32%	50.9	30.1	17.6	13.6
6862.HK	海底捞	港元	21.35	119,005	N/A	N/A	10%	13%	66.2	24.6	22.4	19.9

资料来源：，公司公告，华兴证券

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
中国内地餐厅经营收入	27,958	36,727	40,381	43,916
非中国内地餐厅经营收入	1,032	1,288	1,339	1,382
外卖、调味料产品及食材销售等	1,952	2,116	2,284	2,459
其他收入	96	91	96	107
营业收入	31,039	40,223	44,100	47,864
营业成本	(12,906)	(16,368)	(17,901)	(19,381)
毛利润	18,132	23,855	26,199	28,483
管理及销售费用	(16,389)	(18,899)	(20,423)	(22,020)
息税前利润	2,592	5,979	6,513	7,263
息税折旧及摊销前利润	5,913	8,933	9,675	10,644
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(474)	(413)	(390)	(358)
税前利润	2,118	5,566	6,123	6,906
所得税	(480)	(1,169)	(1,286)	(1,450)
净利润	1,636	4,397	4,837	5,455
基本每股收益 (RMB)	0.29	0.79	0.87	0.98

资产负债表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,507	15,901	20,888	26,352
货币资金	6,621	11,107	15,764	20,925
应收账款	2,298	2,923	3,144	3,347
存货	1,142	1,426	1,535	1,635
其他流动资产	446	446	446	446
非流动资产	10,933	10,160	9,254	8,208
固定资产	5,645	4,904	3,992	2,904
无形资产	105	105	105	105
商誉	85	85	85	85
其他	4,255	4,223	4,230	4,271
资产	21,439	26,061	30,142	34,560
流动负债	7,232	8,123	8,385	8,614
短期借款	2,341	2,141	1,941	1,741
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,321	1,675	1,832	1,984
长期借款	232	204	176	148
非流动负债	6,361	6,146	6,350	6,436
负债	13,983	14,631	15,068	15,355
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	7,443	11,417	15,061	19,192
归属于母公司所有者权益	7,443	11,417	15,061	19,192
少数股东权益	13	13	13	13
负债及所有者权益	21,439	26,061	30,142	34,560

现金流量表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,636	4,397	4,837	5,455
折旧摊销	3,321	2,954	3,162	3,381
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	(480)	(1,169)	(1,286)	(1,450)
其他	738	161	159	159
营运资本变动	549	238	127	148
经营活动产生的现金流量	6,245	7,751	8,285	9,143
资本支出	1,714	(1,467)	(1,503)	(1,541)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(2,736)	(114)	(64)	(72)
投资活动产生的现金流量	(757)	(1,580)	(1,567)	(1,614)
股利支出	(550)	(579)	(1,348)	(1,480)
债务筹集 (偿还)	(2,998)	(228)	(228)	(228)
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(1,440)	(963)	(562)	(728)
筹资活动产生的现金流量	(4,988)	(1,770)	(2,138)	(2,436)
现金及现金等价物净增加额	534	4,486	4,657	5,161
自由现金流	7,222	6,082	6,573	7,385

关键假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
中国大陆门店数量	1,349	1,375	1,410	1,446
其他地区门店数量	22	22	22	22

财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
YoY (%)				
营业收入	(24.5)	29.6	9.6	8.5
毛利润	(21.6)	31.6	9.8	8.7
息税折旧及摊销前利润	386.0	51.1	8.3	10.0
净利润	139.3	168.8	10.0	12.8
稀释每股调整收益	139.3	168.8	10.0	12.8
盈利率 (%)				
毛利率	58.4	59.3	59.4	59.5
息税折旧摊销前利润率	19.0	22.2	21.9	22.2
息税前利润率	8.3	14.9	14.8	15.2
净利率	5.3	10.9	11.0	11.4
净资产收益率	22.0	38.5	32.1	28.4
总资产收益率	7.6	16.9	16.0	15.8
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.5	2.0	2.5	3.1
速动比率	1.3	1.8	2.3	2.9
估值比率 (x)				
市盈率	48.6	24.6	22.4	19.9
市净率	10.7	9.5	7.2	5.6
市销率	3.5	2.7	2.5	2.3

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券

九毛九国际 (9922 HK, 买入, 目标价: HK\$17.75)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$17.75 当前股价: HK\$12.58

股价上行/下行空间 +41%

52 周最高/最低价 (HK\$) 23.95/11.52

市值 (US\$mn) 2,333

当前发行数量(百万股) 1,455

三个月平均日交易额 (US\$mn) 22

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

GYH J Limited 37

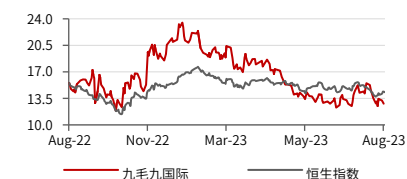
按 2023 年 8 月 31 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	17.75	23.37	-24%
2023E EPS (RMB)	0.36	0.40	-11%
2024E EPS (RMB)	0.54	0.57	-5%
2025E EPS (RMB)	0.71	0.76	-7%

股价表现



资料来源: FactSet

当前市值略低于测算区间下限, 具备一定投资价值

- 预计 2023 年营收同比增长 61.4%至 64.7 亿元, 归母净利率恢复至 8.0%;
- 我们测算九毛九市值大概率介于 192-288 亿港元区间, 平均值为 240 亿港元, 当前市值略低于测算区间下限, 具备一定投资价值;
- 维持买入评级, 下调目标价 24%至 17.75 港元, 对应 30 倍 2024 年 P/E。

预计 2023 年营收同比增长 61.4%至 64.7 亿元, 归母净利率恢复至 8.0%: 1) 我们结合太二近期发展趋势预计 7 月同店恢复至 2019 年~90%水平, 8 月有望继续改善, 我们预计 2023 年翻座率同比增长 23%至 3.2 次/天, 结合其 133 家的净开店指引 (13 家为 22 年底装修完毕, 今年投入运营), 预计太二 2023 年营收同比增长 60.0%至 49.6 亿元。2) 怂品牌 7 月翻座率恢复同比增长, 我们预计 2023 全年翻座率 2.8 次/天, 结合新开 30 家门店至 57 家的假设, 预计 2023 年怂品牌营收同比增长 182.0%至 7.3 亿元, 营收占比提升~5pcts 至 11.5%, 继续贡献增量。3) 在九毛九品牌营收稳步增长~13%预期下, 我们预计 2023 年整体营收快速增长 61.4%; 假设 2023 全年汇兑损益边际收窄, 预计九毛九归母净利率恢复至 21 年~8%的水平。

我们测算九毛九集团市值大概率介于 192-288 亿港元: 1) 我们预计太二/怂/九毛九品牌 2024 年门店数量分别 693/97/86 家; 我们基于三个品牌的翻座率与客单价测算各自的单店营收与门店层面营业利润率: 假设太二翻座率与客单价分别 3.25 次/天与 76.2 元、怂品牌翻座率与客单价分别 2.90 次/天与 121.6 元、九毛九品牌翻座率与客单价分别 1.80 次/天与 58.9 元 (详见表 10-12), 我们测算各品牌单店营收分别为 915/1,431/911 万元、门店层面营业利润率分别~22%/17%/19%。考虑总部与中后台运营费用, 我们预计九毛九集团报表层面营业利润率~15%, 由此计算 2024 年 EPS 为 0.54 元。九毛九仍处扩张期, 可以给予一定的估值溢价, 如果按照 25-30 倍 2024 年 P/E, 我们测算中性情况下, 九毛九每股公允价值将介于 14.79-17.75 港元区间, 对应市值区间为 215-258 亿港元。2) 我们进一步测算各品牌在不同翻台率与客单价下九毛九的市值区间, 在最为悲观 (太二/怂/九毛九品牌翻座率分别 3.19/2.84/1.74; 客单价分别 74.3/118.6/57.4 元) 情况下市值区间介于 192-231 亿港元; 最为乐观 (太二/怂/九毛九品牌翻座率分别 3.31/2.96/1.86; 客单价分别 78.1/124.6/60.4 元) 情况下市值区间介于 240-288 亿港元, 由此我们认为九毛九市值将大概率介于 192-288 亿港元区间, 平均值为 240 亿港元 (表 14)。

盈利预测与估值: 维持买入评级, 下调目标价 24%至 17.75 港元, 对应 30 倍 2024 年 P/E: 我们基于九毛九 1H23 业绩下调 2023-25 年营收 6.6%/5.9%/6.1%至 64.7/86.4/109.8 亿元, 下调归母净利润预测 10.6%/5.1%/7.4%至 5.2/7.8/10.3 亿元, 对应 2023-25 年 EPS 分别为 0.36/0.54/0.71 元。太二当前进展良好, 怂品牌也逐渐步入正轨, 九毛九集团的多品牌运营能力正在验证当中, 目前其市值 182 亿港元略低于测算区间下限, 具备一定的投资价值。我们给予九毛九 30 倍 2024 年 P/E, 对应新目标价为 17.75 港元, 较旧目标价下调 24%, 较目前股价仍有 41%的上升空间。**风险提示:** 太二扩张进度与运营表现不及预期; 怂推行效果不及预期; 九毛九品牌转型效果不及预期; 原材料价格上涨; 食品安全风险; 宏观经济下行。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (RMBmn)	4,180	4,006	6,466	8,640	10,977
息税前利润 (RMBmn)	588	274	958	1,333	1,736
归母净利润 (RMBmn)	340	49	516	783	1,028
每股收益 (RMB)	0.23	0.03	0.36	0.54	0.71
市盈率 (x)	100.8	449.5	32.2	21.3	16.2

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 华兴证券

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

图表 10: 太二 2024 年单店营收敏感性分析（翻座率单位：次/天；客单价单位：元/人；单店营收单位：百万元）

2024年单店营收-敏感性分析									
翻座率			-0.06	-0.04	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.06
			3.19	3.21	3.23	3.25	3.27	3.29	3.31
客单价	-2.5%	74.3	8.8	8.8	8.9	8.9	9.0	9.0	9.1
	-2.0%	74.7	8.8	8.9	8.9	9.0	9.0	9.1	9.1
	-1.5%	75.0	8.9	8.9	9.0	9.0	9.1	9.1	9.2
	-1.0%	75.4	8.9	9.0	9.0	9.1	9.1	9.2	9.2
	-0.5%	75.8	8.9	9.0	9.1	9.1	9.2	9.2	9.3
	0.0%	76.2	9.0	9.0	9.1	9.2	9.2	9.3	9.3
	0.5%	76.6	9.0	9.1	9.1	9.2	9.3	9.3	9.4
	1.0%	76.9	9.1	9.1	9.2	9.2	9.3	9.4	9.4
	1.5%	77.3	9.1	9.2	9.2	9.3	9.3	9.4	9.5
	2.0%	77.7	9.2	9.2	9.3	9.3	9.4	9.5	9.5
	2.5%	78.1	9.2	9.3	9.3	9.4	9.4	9.5	9.6

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 11: 怂品牌 2024 年单店营收敏感性分析（翻座率单位：次/天；客单价单位：元/人；单店营收单位：百万元）

2024年单店营收-敏感性分析									
翻台率			-0.06	-0.04	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.06
			2.84	2.86	2.88	2.90	2.92	2.94	2.96
客单价	-2.5%	118.6	13.7	13.8	13.9	14.0	14.1	14.1	14.2
	-2.0%	119.2	13.7	13.8	13.9	14.0	14.1	14.2	14.3
	-1.5%	119.8	13.8	13.9	14.0	14.1	14.2	14.3	14.4
	-1.0%	120.4	13.9	14.0	14.1	14.2	14.3	14.4	14.5
	-0.5%	121.0	13.9	14.0	14.1	14.2	14.3	14.4	14.5
	0.0%	121.6	14.0	14.1	14.2	14.3	14.4	14.5	14.6
	0.5%	122.2	14.1	14.2	14.3	14.4	14.5	14.6	14.7
	1.0%	122.8	14.2	14.3	14.4	14.5	14.6	14.7	14.8
	1.5%	123.4	14.2	14.3	14.4	14.5	14.6	14.7	14.8
	2.0%	124.0	14.3	14.4	14.5	14.6	14.7	14.8	14.9
	2.5%	124.6	14.4	14.5	14.6	14.7	14.8	14.9	15.0

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 12: 九毛九品牌 2024 年单店营收敏感性分析（翻座率单位：次/天；客单价单位：元/人；单店营收单位：百万元）

2024年单店营收-敏感性分析									
翻台率			-0.06	-0.04	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.06
			1.74	1.76	1.78	1.80	1.82	1.84	1.86
客单价	-2.5%	57.4	8.6	8.7	8.8	8.9	9.0	9.1	9.2
	-2.0%	57.7	8.6	8.7	8.8	8.9	9.0	9.1	9.2
	-1.5%	58.0	8.7	8.8	8.9	9.0	9.1	9.2	9.3
	-1.0%	58.3	8.7	8.8	8.9	9.0	9.1	9.2	9.3
	-0.5%	58.6	8.8	8.9	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4
	0.0%	58.9	8.8	8.9	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4
	0.5%	59.2	8.8	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5
	1.0%	59.5	8.9	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5
	1.5%	59.8	8.9	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5
	2.0%	60.1	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	9.6
	2.5%	60.4	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	9.6

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 13: 太二&怂&九毛九单店营收与餐厅层面营业利润敏感性分析

太二品牌							
差值 (百万元)	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.4
单店营收 (百万元)	8.8	8.9	9.1	9.2	9.3	9.4	9.6
差值 (百万元)	-101	-102	-71	0.0	71	103	104
营收 (百万元)	6,071	6,172	6,273	6,344	6,415	6,518	6,623
差值 (%)	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
餐厅层面营业利润率	21.4%	21.6%	21.8%	22.0%	22.2%	22.4%	22.6%
差值 (百万元)	-96	-63	-28	0	28	64	101
餐厅层面营业利润 (百万元)	1,299	1,333	1,368	1,396	1,424	1,460	1,497

怂品牌							
差值 (百万元)	-0.6	-0.4	-0.2	0.0	0.2	0.4	0.7
单店营收 (百万元)	13.7	13.9	14.1	14.3	14.5	14.7	15.0
差值 (百万元)	-23	-23	-16	0.0	17	24	24
营收 (百万元)	1,326	1,349	1,372	1,389	1,405	1,429	1,453
差值 (%)	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
餐厅层面营业利润率	16.4%	16.6%	16.8%	17.0%	17.2%	17.4%	17.6%
差值 (百万元)	-19	-12	-6	0	6	13	20
餐厅层面营业利润 (百万元)	217	224	231	236	242	249	256

九毛九品牌							
差值 (百万元)	-0.5	-0.3	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.5
单店营收 (百万元)	8.6	8.8	9.0	9.1	9.3	9.5	9.6
差值 (百万元)	-16	-16	-13	0.0	13	17	17
营收 (百万元)	738	754	771	783	796	813	830
差值 (%)	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
餐厅层面营业利润率	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.2%	19.4%	19.6%
差值 (百万元)	-13	-9	-4	0	4	9	14
餐厅层面营业利润 (百万元)	136	140	145	149	153	158	163

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 14: 九毛九集团市值敏感性分析

九毛九集团								
差值 (百万元)		-4.5%	-2.8%	-1.2%	0.0%	1.2%	2.9%	4.6%
营收 (百万元)		8,254	8,396	8,539	8,640	8,742	8,888	9,035
差值 (百万元)		-128	-83	-38	0	38	86	134
全品牌餐厅层面营业利润 (百万元) *		1,651	1,696	1,741	1,779	1,817	1,865	1,913
差值 (%)		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
全品牌餐厅层面营业利润率		20.0%	20.2%	20.4%	20.6%	20.8%	21.0%	21.2%
差值 (%)		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
报表层面营业利润率		14.8%	15.0%	15.2%	15.4%	15.6%	15.8%	16.0%
差值 (%)		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
归母净利率		8.5%	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%	9.5%	9.7%
差值 (%)		-5.7%	-3.8%	-1.8%	0.0%	1.8%	3.9%	6.1%
EPS (元)		0.48	0.50	0.52	0.54	0.56	0.58	0.60
每股股价	25倍2024年P/E	13.22	13.75	14.31	14.79	15.29	15.88	16.47
(港元)	30倍2024年P/E	15.86	16.51	17.17	17.75	18.35	19.05	19.77
总市值	25倍2024年P/E	19,223	20,006	20,807	21,518	22,242	23,093	23,962
(百万港元)	30倍2024年P/E	23,068	24,007	24,968	25,822	26,691	27,711	28,754

注：假设 2024 年其他品牌餐厅层面营业亏损 150 万元。

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 15: 盈利预测调整表

百万元	调整前			调整后			变动百分比		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,926	9,178	11,690	6,466	8,640	10,977	-6.6%	-5.9%	-6.1%
毛利率	64.1%	64.3%	64.5%	63.9%	64.2%	64.4%	-0.2ppt	-0.1ppt	-0.1ppt
人工成本	1,759	2,331	2,969	1,610	2,151	2,733	-8.5%	-7.7%	-7.9%
占比	25.4%	25.4%	25.4%	24.9%	24.9%	24.9%	-0.5ppt	-0.5ppt	-0.5ppt
折旧摊销	847	1,059	1,274	768	987	1,218	-9.3%	-6.8%	-4.4%
占比	12.2%	11.5%	10.9%	11.9%	11.4%	11.1%	-0.3ppt	-0.1ppt	0.2ppt
经营利润	971	1,364	1,830	958	1,333	1,736	-1.3%	-2.3%	-5.1%
营业利润率	14.0%	14.9%	15.7%	14.8%	15.4%	15.8%	0.8ppt	0.6ppt	0.2ppt
归母净利润	578	826	1,110	516	783	1,028	-10.6%	-5.1%	-7.4%
归母净利率	8.3%	9.0%	9.5%	8.0%	9.1%	9.4%	-0.4ppt	0.1ppt	-0.1ppt
EPS (元)	0.40	0.57	0.76	0.36	0.54	0.71	-10.6%	-5.1%	-7.4%

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 16: 可比公司相对估值表

股票代码	公司名称	货币单位	现价	市值 (百万)	归母净利润YoY				P/E			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
H股												
6862.HK	海底捞	港元	21.35	119,005	N/A	N/A	10%	13%	66.2	24.6	22.4	19.9
520.HK	呷哺呷哺	港元	3.79	4,117	N/A	N/A	86%	31%	N/A	27.2	14.6	11.1
9987.HK	百胜中国	港元	418.00	173,655	-55%	103%	20%	14%	50.9	24.6	20.5	17.9
9869.HK	海伦司	港元	7.90	10,009	N/A	N/A	30%	32%	N/A	28.8	22.5	17.1
2150.HK	奈雪的茶	港元	4.81	8,250	N/A	N/A	136%	52%	N/A	31.3	12.9	8.4
1458.HK	周黑鸭	港元	2.77	6,601	-93%	N/A	84%	27%	N/A	28.0	14.8	12.0
9658.HK	特海国际	港元	13.64	8,448	N/A	N/A	130%	36%	N/A	38.8	16.5	12.2
平均					-74%	N/A	71%	29%	58.6	29.0	17.8	14.1
9922.HK	九毛九	港元	12.58	18,298	-86%	N/A	52%	31%	N/A	32.2	21.3	16.2

注：海底捞、九毛九、呷哺呷哺来自华兴预测，其余来自一致预期。

资料来源：，公司公告，华兴证券

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
太二餐厅	3,098	4,958	6,344	7,651
九毛九餐厅	605	683	783	892
怂餐厅	259	731	1,389	2,276
其他收入	44	93	125	158
营业收入	4,006	6,466	8,640	10,977
营业成本	(1,447)	(2,336)	(3,096)	(3,911)
毛利润	2,559	4,130	5,545	7,067
管理及销售费用	(2,040)	(2,863)	(3,800)	(4,808)
其中：市场营销支出	(56)	(71)	(99)	(132)
其中：管理支出	(1,985)	(2,792)	(3,701)	(4,676)
息税前利润	274	958	1,333	1,736
息税折旧及摊销前利润	688	1,561	2,189	2,795
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(81)	(90)	(116)	(144)
税前利润	94	792	1,202	1,577
所得税	(39)	(209)	(318)	(417)
净利润	49	516	783	1,028
基本每股收益 (RMB)	0.03	0.36	0.54	0.71

资产负债表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,585	3,238	4,212	5,561
货币资金	1,099	1,502	2,185	3,220
应收账款	505	720	963	1,223
存货	118	152	202	255
其他流动资产	863	863	863	863
非流动资产	2,822	3,401	3,889	4,277
固定资产	737	959	1,200	1,453
无形资产	25	27	28	28
商誉	0	0	0	0
其他	2,061	2,414	2,660	2,796
资产	5,407	6,638	8,101	9,837
流动负债	955	1,239	1,483	1,745
短期借款	30	30	30	30
预收账款	0	0	0	0
应付账款	460	743	985	1,244
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	1,253	1,751	2,289	2,871
负债	2,208	2,990	3,772	4,616
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	3,174	3,557	4,136	4,897
归属于母公司所有者权益	3,174	3,557	4,136	4,897
少数股东权益	25	91	192	324
负债及所有者权益	5,407	6,638	8,100	9,837

现金流量表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	49	516	783	1,028
折旧摊销	593	768	987	1,218
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	50	(208)	(316)	(415)
营运资本变动	(53)	34	(50)	(54)
经营活动产生的现金流量	684	1,386	1,823	2,326
资本支出	(381)	(479)	(580)	(681)
收购及投资	(8)	(17)	(20)	(24)
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(199)	(851)	(876)	(901)
投资活动产生的现金流量	(588)	(1,347)	(1,475)	(1,606)
股利支出	(13)	(134)	(203)	(267)
债务筹集（偿还）	30	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(498)	498	539	582
筹资活动产生的现金流量	(481)	363	335	315
现金及现金等价物净增加额	(243)	403	683	1,035
自由现金流	215	906	1,241	1,644

财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
YoY (%)				
营业收入	(4.2)	61.4	33.6	27.0
毛利润	(3.2)	61.4	34.3	27.4
息税折旧及摊销前利润	(31.8)	127.0	40.3	27.7
净利润	(85.5)	948.4	51.7	31.2
稀释每股调整收益	(85.5)	948.4	51.7	31.2
盈利率 (%)				
毛利率	63.9	63.9	64.2	64.4
息税折旧摊销前利润率	17.2	24.1	25.3	25.5
息税前利润率	6.8	14.8	15.4	15.8
净利率	1.2	8.0	9.1	9.4
净资产收益率	1.6	14.5	18.9	21.0
总资产收益率	0.9	7.8	9.7	10.5
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.7	2.6	2.8	3.2
速动比率	2.6	2.5	2.7	3.0
估值比率 (x)				
市盈率	449.5	32.2	21.3	16.2
市净率	6.9	4.6	3.8	3.2
市销率	4.2	2.6	1.9	1.5

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券

呷哺呷哺 (520 HK, 持有, 目标价: HK\$4.15)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$4.15 当前股价: HK\$3.79

股价上行/下行空间 +9%

52 周最高/最低价 (HK\$) 10.26/3.59

市值 (US\$mn) 525

当前发行数量(百万股) 1,086

三个月平均日交易额 (US\$mn) 6

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

Ying Qi Investments 41

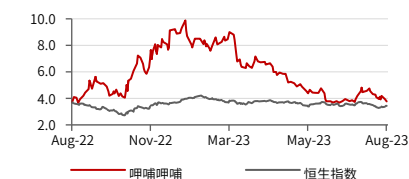
按 2023 年 8 月 31 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (HK\$)	4.15	4.93	-16%
2023E EPS (RMB)	0.13	0.22	-41%
2024E EPS (RMB)	0.24	0.28	-16%
2025E EPS (RMB)	0.31	0.34	-8%

股价表现



资料来源: FactSet

当前市值处于测算中值，风险收益比暂时不够明了

- 呷哺单店模型在南方市场得到初步验证，湊湊需求基本已被现有门店满足；
- 我们测算呷哺呷哺市值将大概率介于 27-58 亿港元区间，当前市值 41 亿港元，处于区间中值，风险收益比暂时不够明了；
- 维持持有评级，下调目标价 16%至 4.15 港元，对应 16 倍 2024 年 P/E。

呷哺品牌拓展顺利，湊湊发展承压：1) 根据业绩会，呷哺品牌 1H23 新开 89 家门店，且新店翻座率达 2.7 次/天，单店模型在南方市场的可复制性得到初步验证，9-10 月将继续调整菜单，向付费会员提供更具性价比的菜品以提高其复购频次；也在成本端付诸努力，除缩小门店面积控制人工与租金费用以外，还进一步提高兼职员工占比至 50%+，并将租售比纳入店长考核范围（新开店铺租售比~10% vs 呷哺品牌整体~15%），降低盈亏平衡点对应的翻座率。我们预计呷哺品牌 23 年净开 110 家门店至 911 家，开展会员促销活动将导致客单价同比下滑~9%至 58 元，但翻座率有望从 22 年的 2.0 改善至 23 年的 2.5 次/天，由此我们预计呷哺品牌 23 年营收同比增长 36.3%至 30.7 亿元，分部利润率有望继续改善。2) **湊湊品牌：**7 月翻台率继续同比下滑，需求基本已被现有门店满足，进一步扩张需寻找新需求。湊湊也着手优化菜单，满足消费者对菜品分量的差异化需求，并将推新频率从季度缩短至双月、丰富菜品与锅底 SKU，未来也将为付费会员提供折扣，尝试以此扩大受众、提高复购。但能否捕获新需求有待验证，当前大环境下较高的客单价也可能加大变革难度，未来存在不确定性。我们预计湊湊 2H23 仅净开 10 家门店，23 年全年门店数量同比增长 35 家至 259 家，驱动营收同比增长 38.9%至 30.8 亿元，但在翻台率改善有限预期下（预计 23 年翻台率同比改善 0.2 至 2.1 次/天），分部利润率可能依旧承压。

我们测算呷哺呷哺市值大概率介于 27-58 亿港元：1) 我们预计呷哺/湊湊品牌 24 年门店数量分别 993/284 家；我们基于二者翻座/台率与客单价测算单店营收与报表层面营业利润率：假设呷哺翻座率与客单价分别 2.55 次/天与 58 元、湊湊品牌翻台率与客单价分别 2.14 次/天与 143 元（表 17-18），我们测算呷哺/湊湊单店营收分别为 354/ 1,246 万元、报表层面营业利润率分别 9.0%/3.9%，由此计算 2024 年 EPS 为 0.24 元。如果按照 12-17 倍 2024 年 P/E，我们测算中性情况下，呷哺每股公允价值将介于 3.11-4.40 港元区间，对应市值区间为 34-48 亿港元。2) 我们进一步测算二者在不同翻座/台率与客单价下呷哺的市值区间，在最悲观（呷哺翻座率 2.49 次/天，客单价 57 元；湊湊翻台率 2.08 次/天，客单价 139 元）情况下市值区间介于 27-38 亿港元；最乐观（呷哺翻座率 2.61 次/天，客单价 60 元；湊湊翻台率 2.20 次/天，客单价 146 元）情况下市值区间介于 41-58 亿港元，由此我们认为呷哺市值大概率介于 27-58 亿港元区间，平均值 43 亿港元。

盈利预测与估值：维持持有评级，下调目标价 16%至 4.15 港元，对应 16 倍 2024 年 P/E：我们基于 1H23 业绩下调 2023-25 年营收 3.3%/ 0.8%/ 0.1%至 64.1/ 73.2/ 80.7 亿元；下调归母净利润预测 41.4%/ 15.6%/ 8.4%至 1.4/ 2.6/ 3.4 亿元；呷哺呷哺盈利能力有望继续改善，给予 16 倍 2024 年 P/E，对应新目标价 4.15 港元，较旧目标价下调 16%。**当前公司市值 41 亿港元，处于我们测算区间中值，风险收益比暂时不够明了，维持持有评级。风险提示：**上行风险—呷哺与湊湊品牌扩张速度快于预期；下行风险—原材料价格上涨；变革成效低于预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (RMBmn)	6,147	4,725	6,407	7,317	8,066
息税前利润 (RMBmn)	86	(256)	280	456	574
归母净利润 (RMBmn)	(293)	(353)	138	256	336
每股收益 (RMB)	(0.27)	(0.33)	0.13	0.24	0.31
市盈率 (x)	N/A	N/A	27.2	14.6	11.1

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源：，华兴证券

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

图表 17: 呷哺品牌 2024 年单店营收敏感性分析（翻座率单位：次/天；客单价单位：元/人；单店营收单位：百万元）

2024年单店营收-敏感性分析									
翻座率			-0.06	-0.04	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.06
			2.49	2.51	2.53	2.55	2.57	2.59	2.61
客单价	-2.5%	56.8	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5
	-2.0%	57.1	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	3.6
	-1.5%	57.4	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6
	-1.0%	57.7	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6
	-0.5%	58.0	3.4	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6
	0.0%	58.2	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6
	0.5%	58.5	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6
	1.0%	58.8	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6	3.7
	1.5%	59.1	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7
	2.0%	59.4	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7
	2.5%	59.7	3.5	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 18: 凑凑品牌 2024 年单店营收敏感性分析（翻台率单位：次/天；客单价单位：元/人；单店营收单位：百万元）

2024年单店营收-敏感性分析									
翻台率			-0.06	-0.04	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.06
			2.08	2.10	2.12	2.14	2.16	2.18	2.20
客单价	-2.5%	139.0	11.8	11.9	12.0	12.1	12.3	12.4	12.5
	-2.0%	139.7	11.9	12.0	12.1	12.2	12.3	12.4	12.5
	-1.5%	140.5	11.9	12.0	12.2	12.3	12.4	12.5	12.6
	-1.0%	141.2	12.0	12.1	12.2	12.3	12.4	12.6	12.7
	-0.5%	141.9	12.0	12.2	12.3	12.4	12.5	12.6	12.7
	0.0%	142.6	12.1	12.2	12.3	12.5	12.6	12.7	12.8
	0.5%	143.3	12.2	12.3	12.4	12.5	12.6	12.8	12.9
	1.0%	144.0	12.2	12.3	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9
	1.5%	144.7	12.3	12.4	12.5	12.6	12.8	12.9	13.0
	2.0%	145.5	12.3	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9	13.1
	2.5%	146.2	12.4	12.5	12.6	12.8	12.9	13.0	13.1

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 19: 呷哺&凑凑单店营收与报表层面营业利润敏感性分析

呷哺品牌							
差值 (百万元)	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
单店营收 (百万元)	3.4	3.4	3.5	3.5	3.6	3.7	3.7
差值 (百万元)	-62	-62	-45	0.0	45	63	64
营收 (百万元)	3,347	3,409	3,471	3,516	3,561	3,625	3,689
差值 (%)	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
报表层面营业利润率	8.4%	8.6%	8.8%	9.0%	9.2%	9.4%	9.6%
差值 (百万元)	-35	-23	-11	0	11	24	38
报表层面营业利润 (百万元)	282	294	307	318	329	342	355

凑凑品牌							
差值 (百万元)	-0.7	-0.4	-0.2	0.0	0.2	0.4	0.7
单店营收 (百万元)	11.8	12.0	12.3	12.5	12.6	12.9	13.1
差值 (百万元)	-67	-68	-51	0.0	51	69	70
营收 (百万元)	3,352	3,419	3,487	3,537	3,588	3,657	3,727
差值 (%)	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
报表层面营业利润率	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%	4.3%	4.5%
差值 (百万元)	-27	-18	-9	0	9	19	30
报表层面营业利润 (百万元)	111	120	129	138	147	157	168

资料来源: 公司公告, 华兴证券

图表 20: 呷哺呷哺市值敏感性分析

呷哺呷哺集团								
差值 (百万元)		-5.0%	-3.2%	-1.4%	0.0%	1.4%	3.2%	5.1%
营收 (百万元)		6,950	7,083	7,218	7,317	7,417	7,554	7,693
差值 (百万元)		-63	-42	-20	0	20	44	68
营业利润 (百万元)		393	414	436	456	476	499	523
差值 (%)		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
营业利润率		5.7%	5.8%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%
差值 (%)		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
归母净利率		2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%
差值 (%)		-4.8%	-3.2%	-1.6%	0.0%	1.6%	3.4%	5.3%
EPS (元)		0.19	0.20	0.22	0.24	0.25	0.27	0.29
每股股价	12倍2024年P/E	2.47	2.68	2.90	3.11	3.32	3.56	3.80
(港元)	17倍2024年P/E	3.50	3.79	4.10	4.40	4.70	5.04	5.39
总市值	12倍2024年P/E	2,680	2,910	3,146	3,374	3,607	3,864	4,129
(百万港元)	17倍2024年P/E	3,797	4,122	4,458	4,780	5,110	5,474	5,849

资料来源: 公司公告, 华兴证券

图表 21: 呷哺呷哺盈利预测调整表

百万元	调整前			调整后			变动百分比		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,627	7,375	8,072	6,407	7,317	8,066	-3.3%	-0.8%	-0.1%
毛利率	62%	62%	62%	62%	62%	62%	0.3ppt	0.4ppt	0.5ppt
人工成本	1,861	2,064	2,264	1,954	2,180	2,404	5.0%	5.6%	6.2%
占比	28.1%	28.0%	28.0%	30.5%	29.8%	29.8%	2.4ppts	1.8ppts	1.8ppts
折旧摊销	958	1,007	1,044	972	1,033	1,075	1.5%	2.6%	2.9%
占比	14.5%	13.7%	12.9%	15.2%	14.1%	13.3%	0.7ppt	0.5ppt	0.4ppt
经营利润	414	519	614	280	456	574	-32.3%	-12.3%	-6.5%
营业利润率	6.2%	7.0%	7.6%	4.4%	6.2%	7.1%	-1.9ppts	-0.8ppt	-0.5ppt
归母净利润	235	303	367	138	256	336	-41.4%	-15.6%	-8.4%
归母净利率	3.5%	4.1%	4.5%	2.1%	3.5%	4.2%	-1.4ppts	-0.6ppt	-0.4ppt
EPS (元)	0.22	0.28	0.34	0.13	0.24	0.31	-41.4%	-15.6%	-8.4%

资料来源：，公司公告，华兴证券

图表 22: 可比公司相对估值表

股票代码	公司名称	货币单位	现价	市值 (百万)	归母净利润YoY				P/E			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
H股												
9922.HK	九毛九	港元	12.58	18,298	-86%	N/A	52%	31%	N/A	32.2	21.3	16.2
6862.HK	海底捞	港元	21.35	119,005	N/A	N/A	10%	13%	66.2	24.6	22.4	19.9
9987.HK	百胜中国	港元	418.00	173,655	-55%	103%	20%	14%	50.9	24.6	20.5	17.9
9869.HK	海伦司	港元	7.90	10,009	N/A	N/A	30%	32%	N/A	28.8	22.5	17.1
2150.HK	奈雪的茶	港元	4.81	8,250	N/A	N/A	136%	52%	N/A	31.3	12.9	8.4
1458.HK	周黑鸭	港元	2.77	6,601	-93%	N/A	84%	27%	N/A	28.0	14.8	12.0
9658.HK	特海国际	港元	13.64	8,448	N/A	N/A	130%	36%	N/A	38.8	16.5	12.2
平均					-78%	N/A	66%	29%	58.6	29.8	18.7	14.8
520.HK	呷哺呷哺	港元	3.79	4,117	N/A	N/A	86%	31%	N/A	27.2	14.6	11.1

注：海底捞、九毛九、呷哺呷哺来自华兴预测，其余来自一致预期。

资料来源：，公司公告，华兴证券

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
呷哺品牌收入	2,254	3,073	3,516	3,882
凑凑品牌收入	2,220	3,083	3,537	3,907
营业收入	4,725	6,407	7,317	8,066
营业成本	(1,799)	(2,422)	(2,758)	(3,033)
毛利润	2,926	3,985	4,558	5,033
管理及销售费用	(3,302)	(3,897)	(4,322)	(4,701)
息税前利润	(256)	280	456	574
息税折旧及摊销前利润	708	1,252	1,488	1,649
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(79)	(90)	(98)	(104)
税前利润	(351)	191	358	469
所得税	20	(46)	(87)	(114)
净利润	(353)	138	256	336
基本每股收益 (RMB)	(0.33)	0.13	0.24	0.31

资产负债表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,532	2,440	2,686	3,925
货币资金	301	568	1,149	1,780
应收账款	265	608	389	710
存货	614	913	797	1,083
其他流动资产	352	352	352	352
非流动资产	2,778	2,736	2,542	2,271
固定资产	961	888	762	582
无形资产	2	2	1	1
商誉	0	0	0	0
其他	398	433	475	525
资产	4,310	5,177	5,228	6,196
流动负债	1,775	2,425	2,162	2,800
短期借款	59	59	59	59
预收账款	0	0	0	0
应付账款	243	422	335	497
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	1,014	1,146	1,244	1,321
负债	2,789	3,571	3,406	4,121
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	1,458	1,535	1,736	1,970
归属于母公司所有者权益	1,458	1,535	1,736	1,970
少数股东权益	64	71	86	105
负债及所有者权益	4,310	5,177	5,228	6,196

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券

现金流量表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	(353)	138	256	336
折旧摊销	964	972	1,033	1,075
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	20	(46)	(87)	(114)
其他	204	(13)	56	52
营运资本变动	45	(5)	6	(28)
经营活动产生的现金流量	882	1,099	1,366	1,455
资本支出	(178)	(352)	(404)	(446)
收购及投资	(465)	(35)	(42)	(51)
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(132)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(642)	(387)	(446)	(496)
股利支出	(60)	(60)	(55)	(102)
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(654)	(384)	(284)	(225)
筹资活动产生的现金流量	(715)	(444)	(339)	(328)
现金及现金等价物净增加额	(620)	267	581	631
自由现金流	(194)	214	403	509

关键假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
呷哺品牌门店数量	801	911	993	1,058
凑凑品牌门店数量	224	259	284	304

财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
YoY (%)				
营业收入	(23.1)	35.6	14.2	10.2
毛利润	(23.1)	36.2	14.4	10.4
息税折旧及摊销前利润	(37.8)	76.9	18.9	10.8
净利润	(20.4)	139.0	86.0	31.4
稀释每股调整收益	(20.4)	139.0	86.0	31.4
盈利率 (%)				
毛利率	61.9	62.2	62.3	62.4
息税折旧摊销前利润率	15.0	19.5	20.3	20.4
息税前利润率	(5.4)	4.4	6.2	7.1
净利率	(7.5)	2.1	3.5	4.2
净资产收益率	(24.2)	9.0	14.7	17.1
总资产收益率	(8.2)	2.7	4.9	5.4
流动资产比率 (x)				
流动比率	0.9	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.5	0.6	0.9	1.0
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	27.2	14.6	11.1
市净率	3.0	2.3	2.1	1.8
市销率	0.8	0.6	0.5	0.5

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取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，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。