今日焦點：

►九毛九(9922 HK,股價HK$2.70,市值38億港元)逆風猶存

1H25營收同比下降10%至28億元人民幣。分品牌看，太二/慫火鍋/九毛九營收分別下降13%/3%/23%，各佔總營收約71%/15%/8%。太二餐廳層面經營利潤率穩定在13.4%，而慫火鍋/九毛九分別同比下降5.0/4.2個百分點至3.6%/12.7%。淨利潤同比下降16%至6,100萬元，淨利率為2.2%，同比下降0.2個百分點。

圖1：1H25業績回顧

	1H24 RMB mn	1H24 % of Rev	1H25 RMB mn	1H25 % of Rev	1H25 YoY chg	Results comments
Revenue	3,064		2,753		-10%	Tai Er-13%, Song Hot Pot-3%, JiuMaoJiu-23%
Raw materials	(1,097)	-35.8%	(980)	-35.6%	11%	
Staff costs	(894)	-29.2%	(829)	-30.1%	-7%	
Depreciation of right of use assets	(287)	-9.4%	(268)	-9.7%	-6%	
Other rentals and related expenses	(66)	-2.2%	(55)	-2.0%	17%	
Depreciation of other assets	(140)	-4.6%	(147)	-5.3%	5%	
Utility expenses	(123)	-4.0%	(111)	-4.0%	10%	
Travelling and related expenses	(14)	-0.4%	(9)	-0.3%	36%	
Advertising and promotion expenses	(47)	-1.5%	(36)	-1.3%	24%	
Other expenses	(217)	-7.1%	(190)	-6.9%	13%	
Finance costs	(53)	-1.7%	(55)	-2.0%	3%	
Profit before taxation	88		78		-12%	
Income tax	(20)		(19)		-4%	
Net profit	72	2.4%	61	2.2%	-16%	

資料來源：公司數據，新華滙富研究

流量疲軟拖累同店銷售增長。太二/慫火鍋/九毛九翻檯率分別為2.2/1.7/1.5次，同比下降0.5/0.3/0.3次。有跡象顯示人均消費或已觸底，太二與九毛九人均消費同比微增3%與2%，分別達73元與57元。但高價位品牌壓力明顯，由於主動調整菜單，慫火鍋人均消費同比下降11%至99元。三大品牌同店銷售額均下降約20%。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,829	1.9%	28.8%
中資企業指數	9,248	1.9%	26.9%
紅籌指數	4,388	1.0%	16.1%
滬深300指數	4,469	2.1%	13.6%
上海A股	4,071	1.5%	0.4%
上海B股	268	0.7%	0.4%
深圳A股	2,548	1.8%	24.5%
深圳B股	1,342	0.0%	10.7%

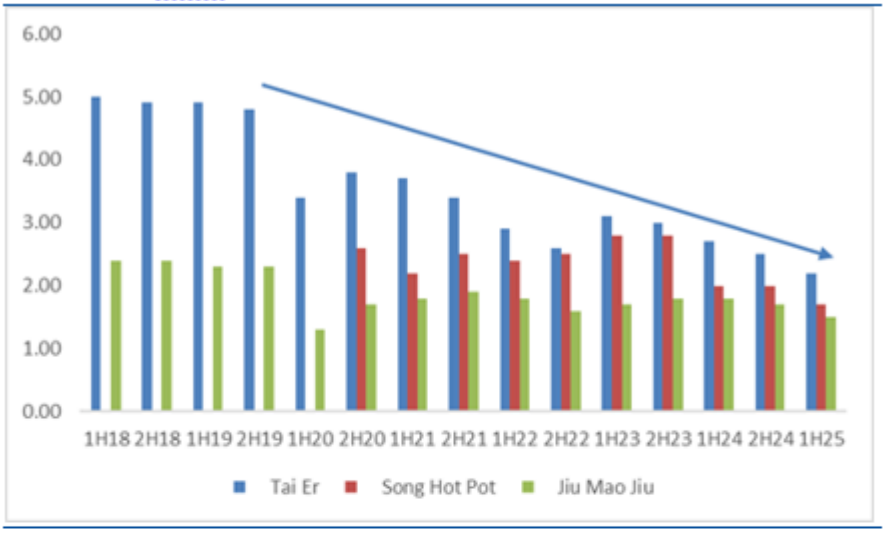
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	45,282	-0.8%	6.4%
標普500	6,439	-0.4%	9.5%
美國納斯達克指數	21,449	-0.2%	11.1%
日經平均指數	42,609	-0.5%	6.8%
英國富時指數	9,321	0.1%	14.1%
法國證商公會指數	7,843	-1.6%	6.3%
德國法蘭克福指數	24,273	-0.4%	21.9%

商品價格		收市	每日升跌	今年累升
金價	(美元/盎司)	3,365	-0.2%	28.7%
銅價	(美元/盎司)	2,137	3.5%	19.7%
銀價	(美元/盎司)	38	-0.8%	33.8%
原油	(美元/桶)	64	1.8%	-9.9%
銅價	(美元/盎司)	9,796	0.8%	11.7%
鋁價	(美元/盎司)	2,624	1.9%	2.9%
鉑價	(美元/盎司)	1,345	-1.1%	49.0%
鋅價	(美元/盎司)	2,818	1.1%	-5.4%
小麥	(美分/蒲式耳)	506	0.4%	-8.4%
玉米	(美分/蒲式耳)	412	0.2%	-7.3%
糖	(美分/磅)	N/A	N/A	
黃豆	(美分/蒲式耳)	1,047	-1.0%	1.7%
PVC	(美元/噸)	N/A	N/A	-10.1%
CRB 指數		301	1.1%	3.0%
BDI				95.0%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	147.8	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.9	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		171.7	1.1	8.3
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	183.4		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.7	0.1	

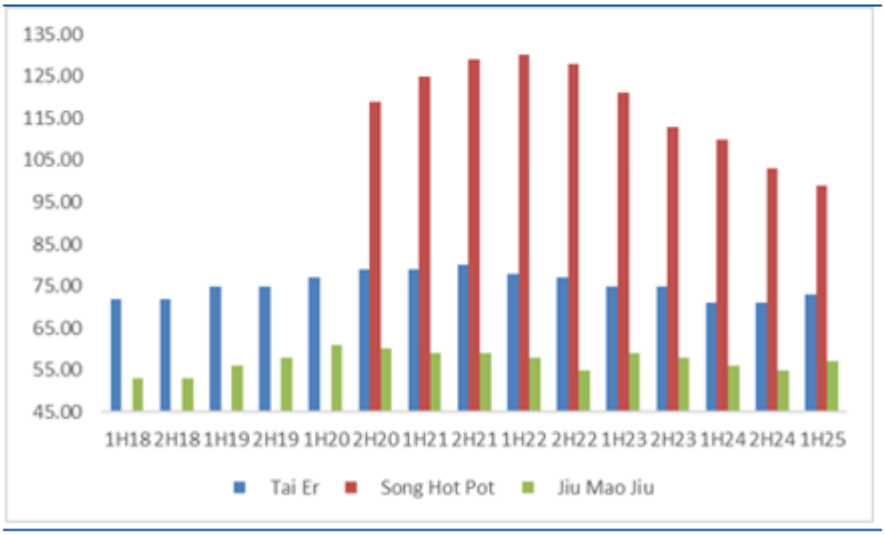
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 – 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	14	-1.3%

圖 2：各品牌翻座率



資料來源：公司數據，新華滙富研究

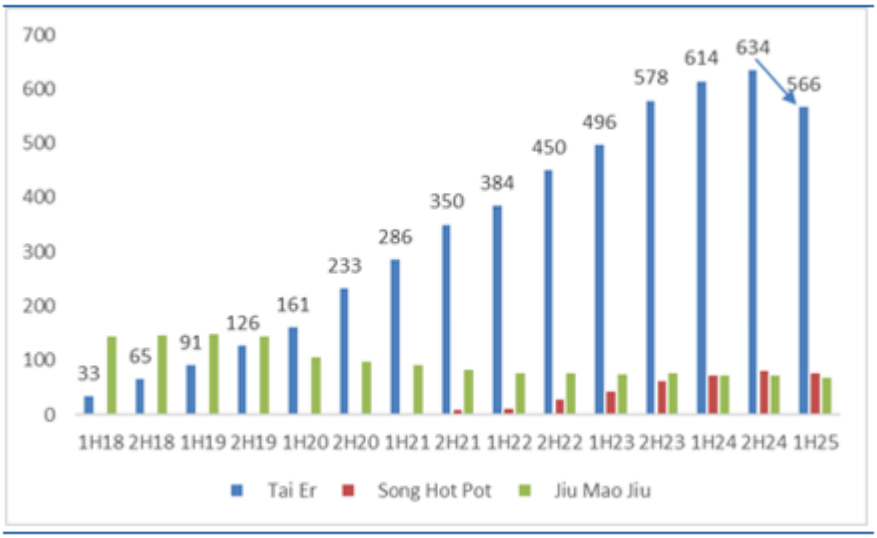
圖 3：各品牌人均消費



資料來源：公司數據，新華滙富研究

旗下品牌門店規模均見收縮。總門店數較上半年減少78家至729家，其中太二/慫火鍋/九毛九/其他分別為566/76/68/19家，較上半年減少68/4/3/3家。太二當前門店數量已低於2023年下半年水準。由於該品牌在2023年下半年擴張速度最為迅猛，預計2H25太二將繼續減少低效門店。與此同時，太二正通過增加雞肉、牛肉等品類及推出更多口味，逐步推進門店升級。截至7月底，已完成64家門店改造，計畫至2025年底改造150家，並於2026年底實現全部門店升級。值得注意的是，慫火鍋與山外面均首次出現門店數量下滑，反映出集團全品牌線均面臨一定的經營挑戰。

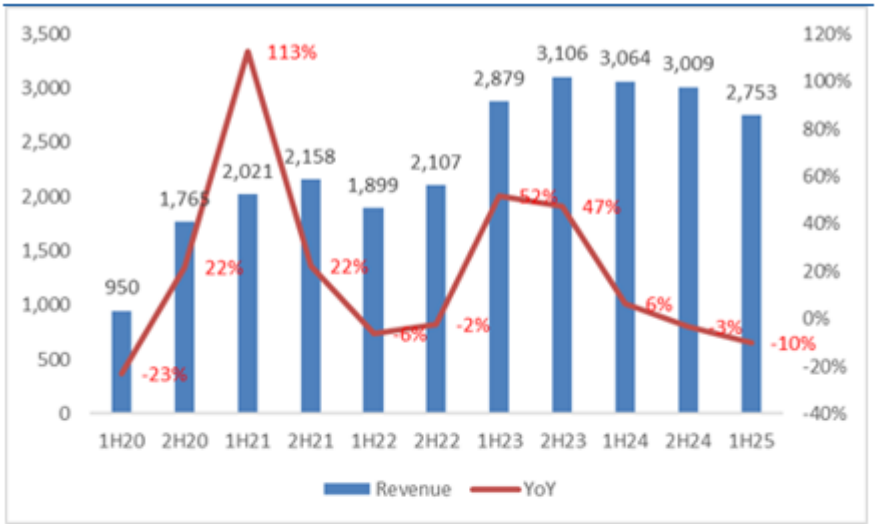
圖 4：各品牌門店數量



資料來源：公司數據，新華滙富研究

我們觀點：儘管人均消費穩定，但太二同店銷售額已連續四個季度呈雙位數下滑，主要因爲餐飲市場競爭激烈及其對單一菜品的過度依賴。同時，慫火鍋與山外山（貴州酸湯火鍋）表現持續疲軟。以堂食為主的門店模式也限制了其從外賣平台價格戰引發的訂單需求增長中獲益。鑑於缺乏增長動力缺失，九毛九短期內預計持續承壓。該股2025年預測市盈率為30倍。

圖 5：收入（百萬人民幣）及同比增長



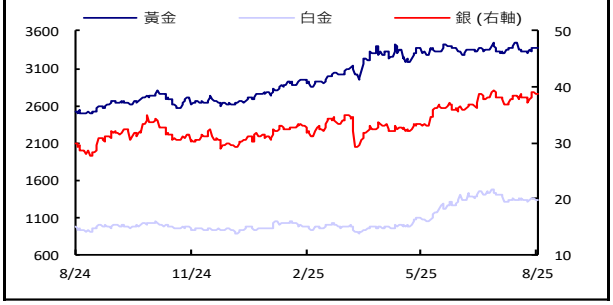
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 6：淨利潤（百萬人民幣）及淨利率

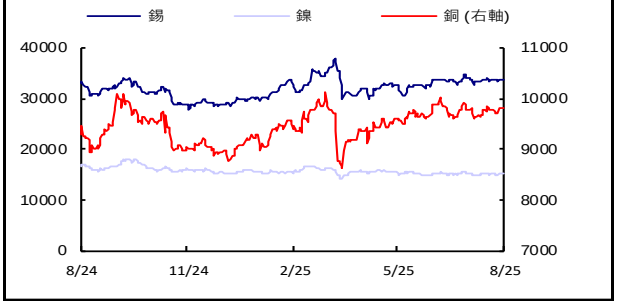
資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

貴金屬	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
黃金（盎司）	3374	2.0	27.7	34.0
白金（盎司）	1339	0.4	49.8	37.6
銀（盎司）	39	8.0	32.4	29.0

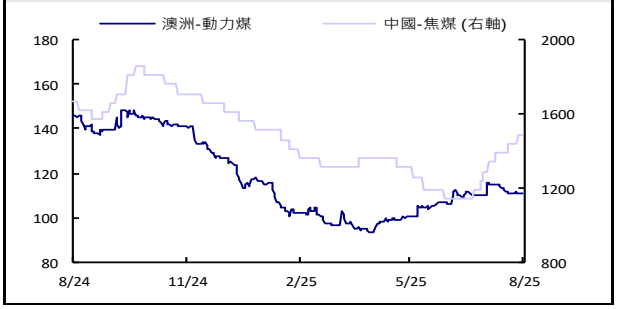


有色金屬	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
銅（噸）	9797	(0.7)	11.7	5.5
鎳（噸）	15100	(0.8)	(15)	(9.9)
錫（噸）	33809	0.3	16.3	2.7

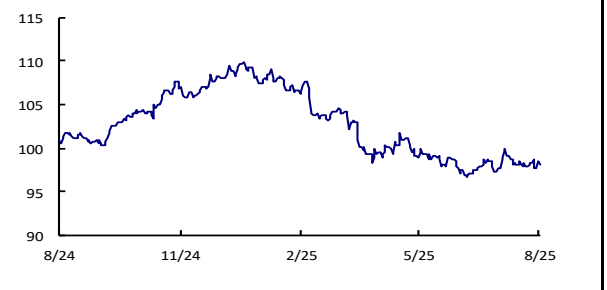


能源	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
原油（桶）	64.8	(0.5)	(9.6)	(16.3)
天然氣（百萬英熱）	2.7	(22.0)	(25.8)	37.8

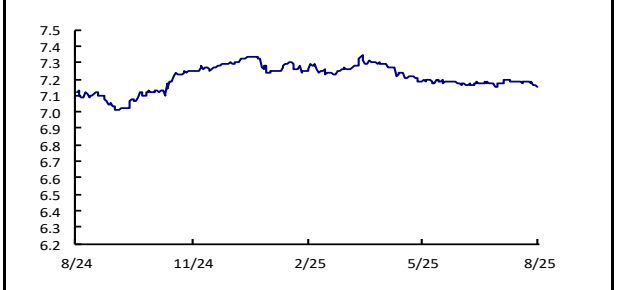
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國－焦煤（RMB/t）	1490.0	30.7	(7.5)	(10.8)
澳洲動力煤（US$/t）	111.3	13	(11.1)	(23.6)



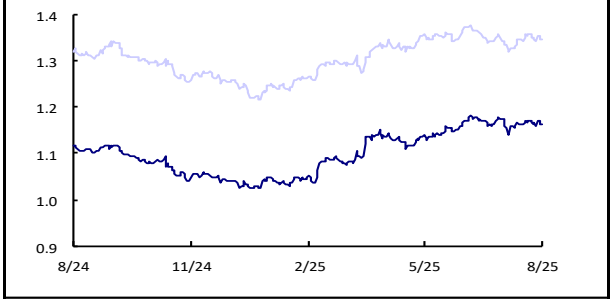
	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.4	1.6	(9.3)	(2.4)



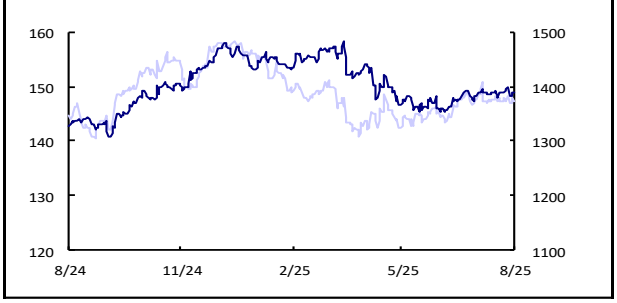
	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
人民幣	7.2	(0.1)	(2.0)	0.4



	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(1.4)	12.2	4.1
英鎊	1.3	(2.0)	7.5	2.0



	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
日元	147.8	2.6	(6.0)	2.3
韓圜	1389.5	2.7	(6.0)	4.6



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
新屋銷售	月		25年8月25日
耐久財訂單	月		25年8月26日
消費者信心指數	月		25年8月26日
首次申請失業保險金人數	週		25年8月28日
國內生產毛額	季		25年8月28日
批發庫存	月		25年8月29日
個人收入與支出	月		25年8月29日
採購經理人指數	月		25年9月2日
工廠訂單	月		25年9月3日
貿易收支	月		25年9月4日
就業報告	月		25年9月5日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月11日
商業庫存	月		25年9月16日
零售業銷售額	月		25年9月16日
工業生產指數	月		25年9月16日
新屋開工與營建許可	月		25年9月17日
成屋銷售量	月		25年9月23日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年8月31日
外匯儲備	季		25年9月7日
貿易收支	月		25年9月8日
M2貨幣供應量	月		25年9月9日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月10日
零售業銷售額	月		25年9月15日
工業生產報告	月		25年9月15日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		25年8月26日
M2貨幣供應量	月		25年8月29日
零售業銷售額	月		25年9月1日
採購經理人指數	月		25年9月3日
外匯儲備	月		25年9月5日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
失業率報告	月		25年9月16日
消費者物價指數	月		25年9月22日
國內生產毛額	季		25年10月31日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員	電郵	電話
王學宏 (Howard Wong)	Howard.wong@sunwahkingsway.com	(852)22837307
劉恩妍 (Ensley Liu)	Ensley.liu@sunwahkingsway.com	(852)22837618

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

上市法團名稱	大股東名稱	買入 / 賣出或涉及的股份數目	每股的平均價
港華智慧能源有限公司	弘康人寿保险股份有限公司	4,700,000(L)	HKD 4.1317
中國太平洋保險(集團)股份有限公司 - H股	Schroders PLC	3,672,200(L)	HKD 36.7203
中國建築興業集團有限公司	王曉光	50,000(L)	HKD 1.4800
中國鋁罐控股有限公司	連運增	25,000,000(L)	HKD 0.7920
仍志集團控股有限公司	陳子康	400,000(L)	HKD 0.4900
光大證券股份有限公司 - H股	CSCEC CAPITAL (HONG KONG) LIMITED	6,032,800(L)	HKD 11.7591
圓通國際快遞供應鏈科技有限公司	楊新偉	100,000(L)	HKD 1.2100
大禹金融控股有限公司	Allied Group Limited	160,000(L)	HKD 0.1489
大禹金融控股有限公司	李成煌	160,000(L)	HKD 0.1489
大禹金融控股有限公司	李成輝	160,000(L)	HKD 0.1489
大禹金融控股有限公司	李淑慧	160,000(L)	HKD 0.1489
宏信建設發展有限公司	詹静	500,000(L)	HKD 1.3980
康達國際環保有限公司	周偉	5,000,000(L)	HKD 0.3000
康達國際環保有限公司	周錦榮	2,000,000(L)	HKD 0.3000
康達國際環保有限公司	常清	2,000,000(L)	HKD 0.3000
康達國際環保有限公司	彭永臻	2,000,000(L)	HKD 0.3000
廣東中盈盛達融資擔保投資股份有限公司 - H股	Dragon Pearl Hong Kong Investment Development Limited	1,258,000(L)	HKD 0.3200
廣東中盈盛達融資擔保投資股份有限公司 - H股	Hong Kong Wellknow n Development Limited	1,258,000(L)	HKD 0.3200
廣東中盈盛達融資擔保投資股份有限公司 - H股	吳志堅	1,258,000(L)	HKD 0.3200
恒安國際集團有限公司	許清池	100,000(L)	HKD 25.0000
敏華控股有限公司	Man Wah Investments Limited	362,400(L)	HKD 4.8300
敏華控股有限公司	黃敏利	362,400(L)	HKD 4.8300
浙江同源康醫藥股份有限公司 - B - H股	南京毅达投资管理有限公司	140,000(L)	HKD 15.5100
浙江同源康醫藥股份有限公司 - B - H股	南京毅达资本管理企业（有限合伙）	140,000(L)	HKD 15.5100
浙江同源康醫藥股份有限公司 - B - H股	江苏毅达股权投资基金管理有限公司	140,000(L)	HKD 15.5100
遠大醫藥集團有限公司	周超	45,500(L)	HKD 9.4300
金石控股集團有限公司	Huayu Holdings Limited	90,000(L)	HKD 0.6700
金石控股集團有限公司	曾婧雯	90,000(L)	HKD 0.6700
電視廣播有限公司	Silchester International Investors LLP	207,300(L)	HKD 4.1271

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam