

九毛九国际 (9922 HK, 持有, 目标价: HK\$1.77)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$1.77 当前股价: HK\$1.73

股价上行/下行空间 +2%

52 周最高/最低价 (HK\$) 3.77/1.58

市值 (US\$mn) 311

当前发行数量(百万股) 1,398

三个月平均日交易额 (US\$mn) 2

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

GYH J Limited 39

按 2025 年 12 月 17 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

评级 持有 持有 N/A

目标价 (HK\$) 1.77 1.77 N/A

2025E EPS (RMB) 0.11 0.11 N/A

2026E EPS (RMB) 0.14 0.14 N/A

2027E EPS (RMB) 0.14 0.14 N/A

现价表现

资料来源: FactSet

酸菜鱼品类调整推展顺利, 11 月运营表现良好

- 酸菜鱼品类调整推展顺利;
- 公司 11 月同店收入同比有望转正;
- 维持盈利预测与持有评级, 维持 1.77 港元的目标价, 对应 12 倍 2026 年 P/E。

酸菜鱼品类调整推展顺利: 1) 我们近期发现, 上海太二酸菜鱼产品由鲈鱼更新为了黑鱼, 酸菜鱼的品类调整自 25 年初就已经开始, 先在北方低层级市场试点推行, 随后逐步向南方、向核心层级城市推进。目前, 上海地区的太二酸菜鱼已经基本调整完毕, 都已顺利切换成了黑鱼。向南已经推进至福建省, 广东地区因消费者对于鱼的品种有不同的偏好, 目前暂不做大面积的调整。2) 本次调整始于北方门店的客户反馈, 北方地区偏好黑鱼, 尽管相较于鲈鱼可能在口感上略逊, 但因为鱼腥味小, 更受北方消费者欢迎。同时由于黑鱼的成本约为鲈鱼的 50%, 且黑鱼的供应链更为成熟, 黑鱼在运输途中的存活率也更高, 所以公司顺应趋势做试点推广, 目前已经取得了不错的效果。3) 黑鱼替代鲈鱼可以将门店层面的毛利率提高几个点。也因为黑鱼的成本更低, 公司提升了酸菜鱼菜中鱼肉的含量。以 2-3 人份的酸菜鱼为例, 由原来使用鲈鱼时的 250g 鱼肉类提升至黑鱼的 350g, 分量提升 40%。我们认为用更大的分量换取小部分潜在的口感上的损失的合理的, 且在实际推行中也被证明是成功的。4) 未来随着黑鱼使用的进一步推广, 规模势必会带来成本优势, 公司的毛利率也有望进一步提升。

公司 11 月同店收入同比已经转正, 这与我们此前的预期一致。 根据前期三季度公告, 太二三季度同店收入的同比下滑幅度环比 1H25 就已经有所收窄, 9 月上旬已经收窄至最低个位数下滑, 已经基本接近持平。但 9 月受西贝预制菜事件影响, 购物中心餐饮区的客流量有所下滑, 大约持续了近一个月。国庆黄金周之后, 西贝预制菜事件对客流的冲击有所减弱, 太二的同店收入下滑幅度也同步有所收窄。至 11 月, 我们预计太二同店收入同比转正。虽然去年 10 月和 11 月的基数相对略低, 但整体的改善趋势明确。太二的门店模型仍在调整当中, 目前来看, 活鱼现杀业务对于出餐的标准化几乎没有影响。太二的菜单也做了更新, 但没有对专业厨师的需求, 原材料成本因活鱼现杀会略有上升 (包括原材料在门店层面的损耗率提高), 人工数量会相应的略微上升, 每个门店预计增加 3-4 人, 但因为客单价同步提升, 人工费用率的上升幅度预计有限。太二同时对杀鱼工做了激励制度, 以此确保效率的提升。公司计划今年对 200 家以上的太二门店进行调整, 明年继续调整剩余的 300 多家门店。

盈利预测与估值: 维持盈利预测与持有评级, 维持 1.77 港元的目标价, 对应 12 倍 2026 年 P/E: 公司当前处于调整期, 预计 4Q25 各品牌仍将继续关店, 或产生额外的减值计提。 由于尚存不确定性, 我们暂时维持 2025-27 年盈利预测不变, 并继续给予九毛九 12 倍 2026 年 P/E, 维持 1.77 港元目标价不变。**风险提示:** 上行风险—太二扩张进度与运营表现超预期; 总变革超预期; 下行风险—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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	5,986	6,074	5,580	5,699	5,863
息税前利润 (RMBmn)	785	375	316	356	376
归母净利润 (RMBmn)	453	56	155	189	198
每股收益 (RMB)	0.32	0.04	0.11	0.14	0.14
市盈率 (x)	41.0	96.3	14.4	11.8	11.2

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

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

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
太二餐厅	4,409	3,988	4,016	4,105
九毛九餐厅	546	540	563	569
怂餐厅	894	843	900	958
其他收入	225	209	219	231
营业收入	6,074	5,580	5,699	5,863
营业成本	(2,162)	(1,986)	(2,029)	(2,087)
毛利润	3,912	3,593	3,670	3,776
管理及销售费用	(3,135)	(2,932)	(2,972)	(3,048)
其中: 市场营销支出	(104)	(96)	(98)	(100)
其中: 管理支出	(3,031)	(2,836)	(2,874)	(2,948)
息税前利润	375	316	356	376
息税折旧及摊销前利润	942	958	1,008	1,037
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(111)	(123)	(125)	(135)
税前利润	74	173	211	221
所得税	(29)	(48)	(59)	(62)
净利润	56	155	189	198
基本每股收益 (RMB)	0.04	0.11	0.14	0.14

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,309	2,143	2,045	1,970
货币资金	607	563	449	351
应收账款	770	649	663	682
存货	115	114	116	119
其他流动资产	817	817	817	817
非流动资产	4,179	4,689	5,217	5,754
固定资产	1,190	1,392	1,599	1,805
无形资产	26	30	31	30
商誉	0	0	0	0
其他	2,963	3,267	3,587	3,919
资产	6,489	6,832	7,262	7,724
流动负债	1,593	1,546	1,563	1,585
短期借款	306	306	306	306
预收账款	0	0	0	1
应付账款	623	572	584	601
长期借款	0	0	0	1
非流动负债	1,745	2,103	2,478	2,878
负债	3,337	3,649	4,041	4,463
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	3,152	3,214	3,289	3,368
归属于母公司所有者权益	3,152	3,214	3,289	3,368
少数股东权益	(1)	(31)	(68)	(107)
负债及所有者权益	6,489	6,832	7,262	7,724

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	56	155	189	198
折旧摊销	868	786	797	816
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	217	(44)	(54)	(57)
营运资本变动	(184)	72	(4)	(6)
经营活动产生的现金流量	976	986	950	975
资本支出	(508)	(474)	(483)	(489)
收购及投资	(14)	(25)	(31)	(37)
处置固定资产及投资	0	0	0	1
其他	(276)	(795)	(811)	(827)
投资活动产生的现金流量	(798)	(1,295)	(1,325)	(1,354)
股利支出	(52)	(93)	(114)	(119)
债务筹集 (偿还)	216	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(1,069)	358	375	400
筹资活动产生的现金流量	(905)	265	261	281
现金及现金等价物净增加额	(720)	(44)	(114)	(97)
自由现金流	221	507	462	480

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	1.5	(8.1)	2.1	2.9
毛利润	1.8	(8.1)	2.1	2.9
息税折旧及摊销前利润	(30.6)	1.7	5.2	2.9
净利润	(87.7)	177.3	22.3	4.6
稀释每股调整收益	(87.3)	177.3	22.3	4.6
盈利率 (%)				
毛利率	64.4	64.4	64.4	64.4
息税折旧摊销前利润率	15.5	17.2	17.7	17.7
息税前利润率	6.2	5.7	6.2	6.4
净利率	0.9	2.8	3.3	3.4
净资产收益率	1.8	4.8	5.8	5.9
总资产收益率	0.9	2.3	2.6	2.6
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.2
速动比率	1.4	1.3	1.2	1.2
估值比率 (x)				
市盈率	96.3	14.4	11.8	11.2
市净率	1.7	0.7	0.7	0.7
市销率	0.4	0.4	0.4	0.4

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

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。

本报告仅供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于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%。