

九毛九国际 (9922 HK, 持有, 目标价: HK\$2.15)

买入

持有

卖出

25 年 12 月至今运营良好, 26 年或许是基本面转折点

目标价: HK\$2.15 当前股价: HK\$2.27

股价上行/下行空间 -5%

52 周最高/最低价 (HK\$) 3.58/1.58

市值 (US\$mn) 405

当前发行数量(百万股) 1,392

三个月平均日交易额 (US\$mn) 1

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

GYH J Limited 40

按 2026 年 1 月 29 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\$)	2.15	1.77	21%
2025E EPS (RMB)	0.05	0.11	-55%
2026E EPS (RMB)	0.12	0.14	-14%
2027E EPS (RMB)	0.16	0.14	11%

股价表现



资料来源: FactSet

- 我们预计公司 25 年收入 51.3 亿元, 同比下滑 15.5%, 预计归母净利润~7,000 万元;
- 公司 25 年 12 月同店收入同比表现良好, 与我们此前的预期一致;
- 维持持有评级, 上调目标价 21%至 2.15 港元, 对应 17 倍 2026 年 P/E。

结合公司前期发布的 4Q25 经营表现, 我们预计九毛九 25 年收入 51.3 亿元, 同比下滑 15.5%; 净利润端压力较大, 尤其是 2H25, 原因主要是闭店多发生于 25 年, 会产生减值等影响, 外加已有店铺的调改会产生相关的一次性开办费用, 这也会直接影响到利润 (25 年年中时预期调整 100-150 家门店, 最终实际调整 240 家门店, 额外的门店调整都发生在 2H25)。我们预计 25 年归母净利润~7,000 万元。

公司 25 年 12 月同店收入同比表现良好, 与我们此前的预期一致。公司前期发布 4Q25 经营表现, 11 月太二同店收入同比已经转正, 12 月延续了该趋势, 同店收入同比增长约为高单位数。我们预计 26 年 1 月前两周, 同店收入同比双位数增长, 新店和老店皆转正, 其中新模型同比增长约为 20%。前期店铺层面的积极调整成效已现, 加之自 25 年 11 月底以来的营销投入, 共同带来了同店收入的恢复。

25 年全年的基数为前低后高, 所以 26 年 1 月份前两周同店的快速增长可能无法线性外推至全年。我们暂时对太二品牌 26 年的增速持保守态度, 但公司的宣传和推流仍在继续, 后续有望推出川菜馆模型, 同时迭代已有店铺的装修风格, 或许会在今年逐步撬动客流总量的持续增长。且如果 26 年上半年的调整顺利, 下半年不排除开店的可能。如果开店, 对于收入将会产生明显的贡献, 目前为止, 我们预计公司 26 年收入与 25 年基本持平, 因为部分闭店虽然发生在 25 年, 但闭店为逐月进行, 部分门店如果关闭的较晚, 依然会于 25 年内贡献收入, 但 26 年闭店完成之后这部分收入也会消失, 又因为店铺调整数量较大, 我们预计 26 年的增长也会因此被抵消。因此, 我们预计九毛九 2026 年营收小幅增长 1.1%。

于利润端, 伴随门店翻台改善, 我们预计太二店铺层面 OPM 从 2025 年的~13%稳步改善 2ppts 至 26 年~15%。考虑 26 年所需调改门店有所减少, 且 1Q26 规划调改门店费用已准确计提, 我们预计今年减值损失也将有所收窄。我们预计九毛九 2026 年归母净利率边际改善 1.8ppts 至 3.1%。

盈利预测与估值: 维持持有评级, 上调目标价 21%至 2.15 港元, 对应 17 倍 2026 年 P/E: 我们下调 2025-27 年营收预测 8.0%/ 8.9%/ 7.8%至 51.3/ 51.9/ 54.1 亿元, 下调 2025/26 年归母净利润预测 55.4%/ 14.0%至 0.7/ 1.6 亿元, 但上调 2027 年预测 10.5%至 2.2 亿元。考虑公司盈利能力未来有望改善, 我们给予九毛九 17 倍 2026 年 P/E (之前 12 倍), 上调目标价 21%至 2.15 港元。**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	5,134	5,191	5,406
息税前利润 (RMBmn)	785	375	290	377	449
归母净利润 (RMBmn)	453	56	69	163	219
每股收益 (RMB)	0.32	0.04	0.05	0.12	0.16
市盈率 (x)	41.0	95.9	46.4	17.9	13.3

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

图表 1: 盈利预测调整表

百万元	调整前			调整后			变动百分比		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,580	5,699	5,863	5,134	5,191	5,406	-8.0%	-8.9%	-7.8%
毛利率	64.4%	64.4%	64.4%	64.2%	64.2%	64.2%	-0.2ppt	-0.2ppt	-0.2ppt
人工成本	1,674	1,693	1,735	1,540	1,542	1,600	-8.0%	-8.9%	-7.8%
占比	30.0%	29.7%	29.6%	30.0%	29.7%	29.6%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
折旧摊销	786	797	816	713	658	634	-9.2%	-17.4%	-22.3%
占比	14.1%	14.0%	13.9%	13.9%	12.7%	11.7%	-0.2ppt	-1.3ppts	-2.2ppts
归母净利润	155	189	198	69	163	219	-55.4%	-14.0%	10.5%
归母净利率	2.8%	3.3%	3.4%	1.3%	3.1%	4.0%	-1.4ppts	-0.2ppt	0.7ppt
EPS (元)	0.11	0.14	0.14	0.05	0.12	0.16	-55.2%	-13.6%	11.0%

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)	2024A	2025E	2026E	2027E
太二餐厅	4,409	3,778	3,826	4,036
九毛九餐厅	546	465	486	491
怂餐厅	894	699	679	666
其他收入	225	193	200	213
营业收入	6,074	5,134	5,191	5,406
营业成本	(2,162)	(1,838)	(1,858)	(1,935)
毛利润	3,912	3,296	3,333	3,471
管理及销售费用	(3,135)	(2,688)	(2,640)	(2,692)
其中: 市场营销支出	(104)	(88)	(89)	(93)
其中: 管理支出	(3,031)	(2,600)	(2,551)	(2,599)
息税前利润	375	290	377	449
息税折旧及摊销前利润	942	790	840	878
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(111)	(123)	(125)	(135)
税前利润	74	77	182	244
所得税	(29)	(22)	(51)	(68)
净利润	56	69	163	219
基本每股收益 (RMB)	0.04	0.05	0.12	0.16

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,309	2,743	3,221	3,714
货币资金	607	1,223	1,694	2,157
应收账款	770	598	604	629
存货	115	105	106	111
其他流动资产	817	817	817	817
非流动资产	4,179	4,029	3,969	3,948
固定资产	1,190	1,292	1,429	1,563
无形资产	26	30	31	30
商誉	0	0	0	0
其他	2,963	2,707	2,509	2,355
资产	6,489	6,772	7,190	7,662
流动负债	1,593	1,504	1,514	1,542
短期借款	306	306	306	306
预收账款	0	0	0	1
应付账款	623	529	535	557
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	3,606	3,992	4,419
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	3,152	3,179	3,244	3,332
归属于母公司所有者权益	3,152	3,179	3,244	3,332
少数股东权益	(1)	(14)	(46)	(89)
负债及所有者权益	6,489	6,772	7,190	7,662

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	56	69	163	219
折旧摊销	868	713	658	634
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	217	(17)	(46)	(63)
营运资本变动	(184)	89	(2)	(7)
经营活动产生的现金流量	976	862	792	808
资本支出	(508)	(407)	(414)	(419)
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)	(130)	(154)	(158)
投资活动产生的现金流量	(798)	(562)	(598)	(613)
股利支出	(52)	(41)	(98)	(131)
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)	317	277	269
现金及现金等价物净增加额	(720)	616	471	463
自由现金流	221	451	373	384

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	1.5	(15.5)	1.1	4.1
毛利润	1.8	(15.7)	1.1	4.1
息税折旧及摊销前利润	(30.6)	(16.2)	6.3	4.6
净利润	(87.7)	23.7	135.9	34.4
稀释每股调整收益	(87.3)	23.7	135.9	34.4
盈利率 (%)				
毛利率	64.4	64.2	64.2	64.2
息税折旧摊销前利润率	15.5	15.4	16.2	16.2
息税前利润率	6.2	5.6	7.3	8.3
净利率	0.9	1.3	3.1	4.0
净资产收益率	1.8	2.2	5.0	6.6
总资产收益率	0.9	1.0	2.3	2.9
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.4	1.8	2.1	2.4
速动比率	1.4	1.8	2.1	2.3
估值比率 (x)				
市盈率	95.9	46.4	17.9	13.3
市净率	1.7	1.0	0.9	0.9
市销率	0.5	0.6	0.6	0.5

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%。