

**买入**
**26Q1 太二同店回正，基本面或迎来拐点**
**九毛九 (9922.HK)**

2026-04-16 星期四

**【投资要点】**
**➤ 经营承压，但 25H2 同店有所改善**

2025 年，公司收入/归母净利润分别为 52.33/0.58 亿元，同比分别 -13.84%/+4.29%。分品牌看，太二/怂火锅/九毛九/其他分别实现营收 37.20/7.82/4.27/3.04 亿元，同比分别 -15.7%/-12.6%/-21.9%/+38.5%，太二/怂火锅/九毛九同店日均销售额同比 -11.5%/-16.5%/-15.8%，较 25H1 的同比 -19.0%/-20.1%/-19.8%，跌幅有所收窄。根据公司最新披露的 26Q1 经营数据，太二品牌于中国内地的同店恢复增长，26Q1 同店同比+10.9%。

**➤ 2026 年将继续以调改和迭代门店为主**

截至 2025 年底，餐厅总数量为 644 家，太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面/潮那边数量分别为 499/62/63/1/1/17/1 家，分别净-135/-18/-8/持平/持平/-3/+1 家，当中，公司全年新开 26 间餐厅，包括 12 间太二（包括 3 间加盟）、7 间怂火锅、2 间九毛九（包括 1 间加盟）、4 间山外面加盟/合作模式及 1 间潮那边。2025 年，公司以门店调改为主，2026 年，公司将持续聚焦太二旧模型的调改，以及九毛九、怂火锅的新模型打磨。

**➤ 优化门店成效明显，期待经营拐点**

公司持续调改和升级门店模型，截至 26Q1，太二已于中国内地累计落地「鲜活」模式门店 273 家，基于调改门店的良好表现，公司计划 2026 年内完成中国内地门店的全面调改。此外，九毛九新模型门店也取得良好的市场反馈，后续将继续打磨和推广，公司计划 2026 年推进新模型门店不少于 10 家。

**➤ 给予“买入”评级，目标价 2.42 港元/股**

公司太二门店调改效果良好，九毛九和怂火锅亦步入调改节奏，2026 年期待迎来经营拐点。我们预期 26-28 年公司实现归母净利润分别为 1.97/2.67/3.34 亿元，给予 26 年约 15 倍 PE，对应目标价 2.42 港元/股，较现价有 24.1% 的涨幅空间，上调至“买入”评级。

目标价：**2.42 港元**  
 现价：**1.95 港元**  
 预计升幅：**24.1%**

**重要数据**

日期	2026-4-16
收盘价 (港元)	1.95
总股本 (亿股)	13.92
总市值 (亿港元)	27.14
净资产 (亿元)	32.17
总资产 (亿元)	58.23
52 周高低 (港元)	1.58/3.43
每股净资产 (元)	2.31

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

管毅宏	39.24%
景顺资产	5.80%

**相关报告**

九毛九(9922.HK)更新报告-20250415

九毛九(9922.HK)更新报告-20250825

**研究部**

姓名: 李芳芳

SFC: BJO038

电话: 0755-82846267

Email: liff@gyzq.com.hk

百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	6,074	5,233	5,107	5,591	6,167
同比增长	1.5%	-13.8%	-2.4%	9.5%	10.3%
毛利率	64.4%	64.5%	64.4%	64.2%	64.3%
归母净利润	56	58	197	267	334
同比增长	-87.7%	4.3%	238.8%	35.3%	25.2%
净利润率	0.9%	1.1%	3.9%	4.8%	5.4%
每股盈利	0.04	0.04	0.14	0.19	0.24
PE	43.4	41.0	12.1	8.9	7.1

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 经营承压，但 25H2 同店有所改善

2025 年，公司收入/归母净利润分别为 52.33/0.58 亿元，同比分别 -13.84%/+4.29%。分品牌看，太二/怂火锅/九毛九/其他分别实现营收 37.20/7.82/4.27/3.04 亿元，同比分别 -15.7%/-12.6%/-21.9%/+38.5%，太二/怂火锅/九毛九同店日均销售额同比 -11.5%/-16.5%/-15.8%，较 25H1 的同比 -19.0%/-20.1%/-19.8%，跌幅有所收窄。根据公司最新披露的 26Q1 经营数据，太二品牌于中国内地的同店恢复增长，26Q1 同店同比+10.9%。

从 ASP/翻台率表现来看，2025 年太二（内地）/太二（其他地区）/怂火锅/九毛九（自营）ASP 分别为 67/155/100/57 元，翻台率分别为 3.1/3.8/2.4/2.4；26Q1 太二（内地）/太二（其他地区）/怂火锅/九毛九（自营）ASP 分别为 67/145/108/58 元，翻台率分别为 3.5/3.6/2.1/2.3。26Q1 太二内地翻台率有明显回升，反映调改效果显现。

### ➤ 2026 年将继续以调改和迭代门店为主

截至 2025 年底，餐厅总数量为 644 家，太二/怂火锅/九毛九/赖美丽/赏鲜悦木/山外面/潮那边数量分别为 499/62/63/1/1/17/1 家，分别净-135/-18/-8/持平/持平/-3/+1 家，当中，公司全年新开 26 间餐厅，包括 12 间太二餐厅（包括 3 间加盟餐厅）、7 间怂火锅餐厅、2 间九毛九餐厅（包括 1 间加盟餐厅）、4 间山外面加盟/合作模式餐厅及 1 间潮那边餐厅。

2025 年，公司以门店调改为主，2026 年，公司将继续聚焦太二旧模型的调改和迭代，以及九毛九、怂火锅的新模型打磨，将审慎考虑。26Q1 太二新模型鲜活店与未升级常规店对比，新模型店同店同比表现比常规店高 11 个百分点，公司预计 2026 年同店模型门店利润率同比提升 2 个百分点，接近 16%。

图 1：公司门店数

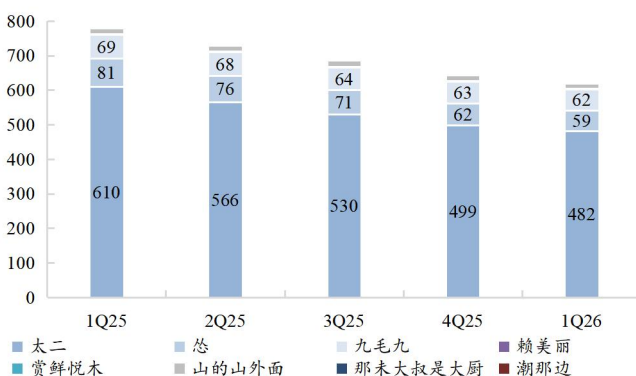
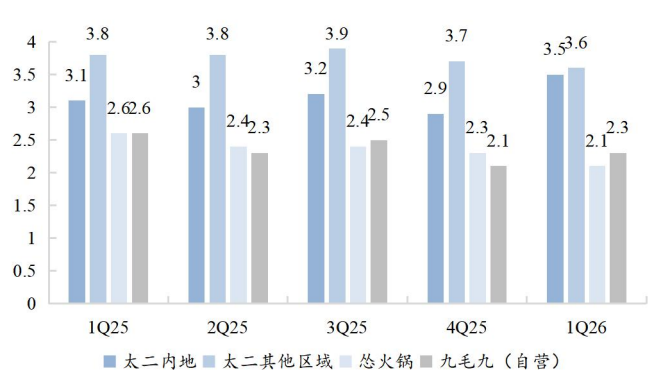
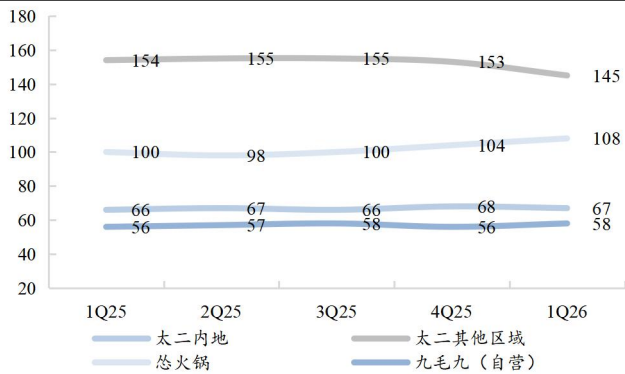


图 2：公司翻台率季度表现

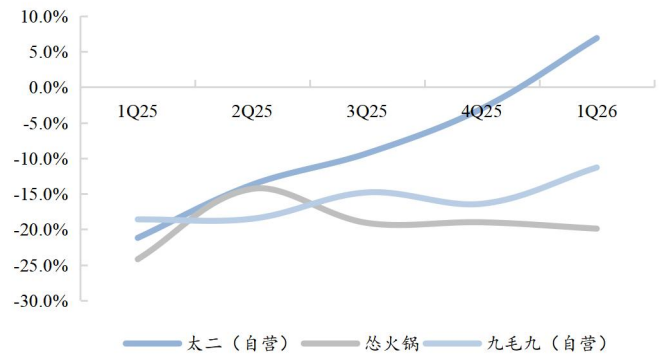


资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

**图 3：公司 ASP 季度表现（单位：人民币元）**


资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

**图 4：公司同店日均销售额同比表现**


资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 优化门店成效明显，期待经营拐点

公司持续调改和升级门店模型，截至 26Q1，太二已于中国内地累计落地「鲜活」模式门店 273 家，基于调改门店的良好表现，公司计划 2026 年内完成中国内地门店的全面调改。此外，九毛九新模型门店也取得良好的市场反馈，后续将继续打磨和推广，公司计划 2026 年推进新模型门店不少于 10 家。

**图 5：九毛九新模型门店聚焦山西饮食文化与餐饮场景的融合**


资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 给予“买入”评级，目标价 2.42 港元/股

公司太二门店调改效果良好，九毛九和怂火锅亦步入调改节奏，2026 年期待迎来经营拐点。我们预期 26-28 年公司实现归母净利润分别为 1.97/2.67/3.34 亿元，给予 26 年约 15 倍 PE，对应目标价 2.42 港元/股，较现价有 24.1% 的涨幅空间，

上调至“买入”评级。

**表 1：行业估值比较（截至 20260416）**

代码	简称	货币	股价	市值 (原始币种, 亿)	PE				PB			
					2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
9987.HK	百胜中国	HKD	391.80	1,375	19.0	17.3	16.0	14.5	3.3	3.0	2.7	2.4
6862.HK	海底捞	HKD	15.45	861	19.2	16.5	14.9	13.9	7.8	6.4	5.6	4.8
1405.HK	达势股份	HKD	50.20	66	42.0	31.0	20.8	15.1	2.4	2.1	1.9	1.7
0999.HK	小菜园	HKD	6.60	78	9.8	10.0	8.5	7.5	2.9	2.4	2.1	1.9
6831.HK	绿茶集团	HKD	8.50	57	10.6	7.8	6.1	4.9	3.0	2.3	1.8	1.4
<b>平均</b>					<b>20.1</b>	<b>16.5</b>	<b>13.3</b>	<b>11.2</b>	<b>3.9</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>2.4</b>
9922.HK	九毛九	HKD	1.95	27	41.0	12.1	8.9	7.1	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

### 【风险提示】

1. 市场竞争加剧；
2. 食品安全；
3. 品牌老化；
4. 食材成本大幅上涨等。

**【财务报表摘要】**

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至12月)						财务分析					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	6,074	5,233	5,107	5,591	6,167	盈利能力					
原材料及耗材	(2,162)	(1,859)	(1,820)	(2,000)	(2,200)	毛利率 (%)	64.4%	64.5%	64.4%	64.2%	64.3%
毛利	<b>3,912</b>	<b>3,374</b>	<b>3,287</b>	<b>3,591</b>	<b>3,967</b>	净利率 (%)	0.9%	1.1%	3.9%	4.8%	5.4%
员工成本	(1,747)	(1,542)	(1,509)	(1,583)	(1,701)	营运表现					
物业租金	(710)	(617)	(549)	(590)	(652)	实际税率 (%)	39.5%	30.4%	25.0%	25.0%	25.0%
水电开支	(253)	(220)	(225)	(245)	(263)	存货周转天数	17	18	18	17	17
其他资产折旧及摊销	(292)	(282)	(310)	(340)	(380)	应收周转天数	42	55	55	55	55
税前盈利	74	74	264	366	469	应付周转天数	36	77	77	77	77
所得税	(29)	(22)	(66)	(92)	(117)	偿债能力					
净利润	45	51	198	275	352	资产负债率	51.4%	44.8%	41.5%	45.0%	41.4%
少数股东损益	-11	-7	1	8	18	流动比率	1.45	1.56	1.68	1.64	1.99
归母净利润	56	58	197	267	334	速动比率	1.38	1.49	1.60	1.58	1.90
EPS	0.04	0.04	0.14	0.19	0.24	现金流量表					
资产负债表											
	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E		2024E	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及等价物	607	1,018	1,117	1,664	1,746	除税前利润	74	74	264	366	469
应收账款及票据	770	807	732	953	905	折旧及摊销	868	771	733	793	880
存货	115	87	115	115	142	支付所得税	(100)	(22)	(66)	(92)	(117)
总流动资产	2,309	2,208	2,259	3,027	3,089	经营性现金流	976	836	1,069	1,403	979
固定资产	1,190	1,338	1,438	1,357	1,212	资本开支	(528)	(334)	(396)	(244)	(220)
无形资产	26	29	29	29	29	其他投资活动	(270)	593	23	25	40
递延税项资产	162	170	170	170	170	投资性现金流	(798)	259	(373)	(219)	(180)
总资产	6,489	5,823	5,797	6,518	6,533	已付利息及股利	(202)	(52)	(24)	(79)	(107)
租赁负债	602	453	360	368	393	其他融资活动	(702)	(615)	(573)	(558)	(610)
应付帐款	213	575	197	651	282	融资性现金流	(905)	(666)	(597)	(637)	(717)
短期银行贷款	306	347	347	347	347	期初持有现金	1,327	607	1,035	1,134	1,681
总流动负债	1,593	1,420	1,341	1,848	1,555	期末持有现金	607	1,018	1,117	1,664	1,746
总负债	3,337	2,606	2,408	2,935	2,705						
股东权益	3,151	3,217	3,389	3,583	3,828						

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>