

买入

太二调改效果持续兑现，盈利能力改善

九毛九 (9922.HK)

2026-09-03 星期四

【投资要点】

➤ 营收下滑，利润改善

2026年上半年，公司实现收入/归母净利润分别为23.9/0.76亿元，同比分别-13.2%/+24.9%。分品牌看，太二/怂火锅/九毛九/其他分别实现营收17.95/2.65/1.76/1.53亿元，同比分别-7.8%/-36.4%/-22.0%/+5.8%，太二/怂火锅/九毛九/九毛九同店日均销售额同比分别+7.4%/-22.9%/-11.8%，较25H1的同比-18.0%/-18.9%/-19.7%，太二同店回正，九毛九跌幅收窄。

➤ 太二闭店步入尾声，九毛九和怂火锅尚需等待

截至2026年上半年，餐厅总数量为606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477/54/61/1/1/11/1家，较25年底分别净-22/-8/-2/持平/持平/-6/持平，上半年公司新开2间太二餐厅及2间九毛九餐厅，1间自营太二餐厅转为加盟餐厅，关闭42间餐厅。2026年，公司将继续聚焦太二模型的优化与迭代，以及九毛九、怂火锅的新模型打磨。

➤ 太二门店优化成效明显，门店经营利润率提升

2026年上半年，公司毛利率同比+1.1ppt至65.5%，受益于供应链采购优化、菜单结构调整以及损耗管控；员工成本占比同比+1.2ppt至31.3%，受门店鲜活转型用工数量增长影响；租金开支占比同比-0.8ppt至10.9%，受益部分核心门店营业额修复，以及门店网络优化、租金管控的综合影响。门店利润率层面，门店经营利润率同比+1.4ppt至13.2%，当中太二门店经营利润率+1.5ppt至14.9%，门店优化效果明显。

➤ 维持“买入”评级，目标价1.67港元/股

公司太二门店调改效果持续兑现，但九毛九和怂火锅调改效果尚需等待，我们下调盈利预测，预期26-28年公司实现归母净利润分别为1.68/2.27/2.84亿元，给予26年约12倍PE，对应目标价1.67港元/股，较现价有49.1%的涨幅空间，维持“买入”评级。

百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	6,074	5,233	4,999	5,361	5,885
同比增长(%)	1.5%	-13.8%	-4.5%	7.2%	9.8%
毛利率	64.4%	64.5%	65.6%	65.9%	65.9%
归母净利润	56	58	168	227	284
同比增长(%)	-87.7%	4.3%	188.0%	35.2%	25.5%
净利率	0.9%	1.1%	3.4%	4.2%	4.8%
每股盈利	0.04	0.04	0.12	0.16	0.20
PE	24.6	23.2	8.1	6.0	4.7

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**1.67 港元**

现价：**1.12 港元**

预计升幅：**49.1%**

重要数据

日期	2026-9-2
收盘价(港元)	1.12
总股本(亿股)	13.38
总市值(亿港元)	14.98
净资产(亿元)	30.74
总资产(亿元)	55.53
52周高低(港元)	1.12/2.42
每股净资产(元)	2.30

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

主要股东

管毅宏 39.41%

相关报告

九毛九(9922.HK)更新报告-20250415

九毛九(9922.HK)更新报告-20250825

九毛九(9922.HK)更新报告-20260416

研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email: liff@gzyq.com.hk

【报告正文】

➤ 营收下滑，利润改善

2026 年上半年，公司实现收入/归母净利润分别为 23.9/0.76 亿元，同比分别-13.2%/+24.9%。分品牌看，太二/怂火锅/九毛九/其他分别实现营收 17.95/2.65/1.76/1.53 亿元，同比分别-7.8%/-36.4%/-22.0%/+5.8%，太二/怂火锅/九毛九/其他同店日均销售额同比分别+7.4%/-22.9%/-11.8%，较 25H1 的同比-18.0%/-18.9%/-19.7%，太二同店回正，九毛九跌幅收窄。

从 ASP/翻台率表现来看，2026 年上半年太二（内地）/太二（其他地区）/怂火锅/九毛九（自营）ASP 分别为 68/149/106/58 元，翻台率分别为 3.5/3.6/2.0/2.3；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。26Q2 太二（内地）客单价环比提升，翻台率环比企稳。

➤ 太二闭店步入尾声，九毛九和怂火锅尚需等待

截至 2026 年上半年，餐厅总数量为 606 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 477/54/61/1/1/11/1 家，较 25 年底分别净-22/-8/-2/持平/持平/-6/持平，上半年公司新开 2 间太二餐厅及 2 间九毛九餐厅，1 间自营太二餐厅转为加盟餐厅，关闭 42 间餐厅。

2026 年下半年，公司将继续聚焦太二模型的优化与迭代，以及九毛九、怂火锅的新模型打磨。太二 6.0 模型于 2026 年 7 月在广州落地首家门店，目前处于测试验证阶段，顾客反馈积极。相比 5.0/5.5 模型，6.0 强化川菜元素表达，增加低价位菜品与炖煮类产品，重构点餐页与门店陈列，提升鲜活川菜定位感知及运营效率。九毛九新模型已开设 7 家，表现优于旧模型，下半年将聚焦打磨单店模型、优化产品结构与文化体验，计划 2027 年加快调改进度。怂火锅上半年以止血为主，关闭低效门店并优化成本结构，下半年将聚焦麻辣火锅主航道，优化产品质价比与服务体验，通过会员唤醒与品牌活动提升客流。

图 1：公司门店数

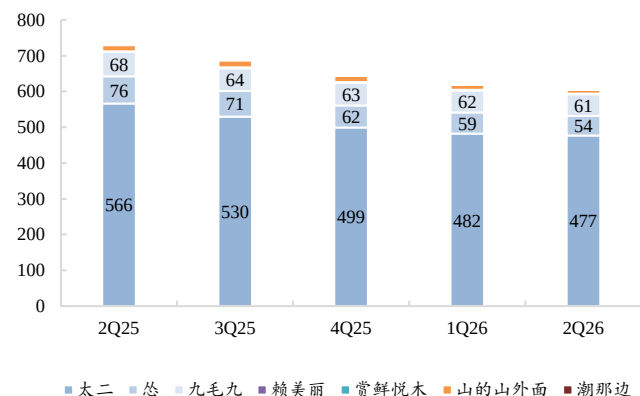
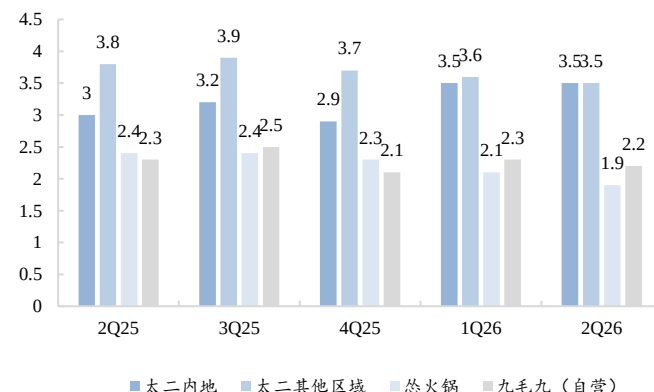


图 2：公司翻台率季度表现



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）

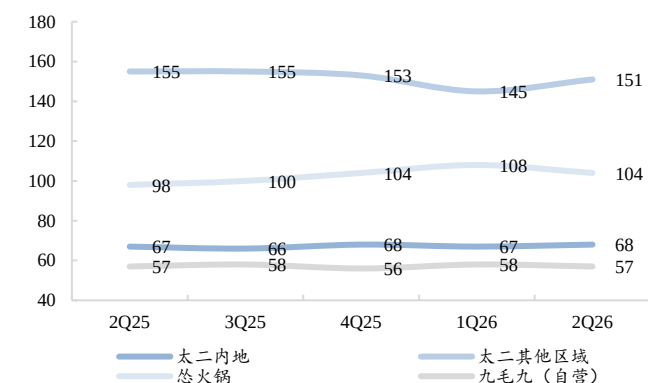
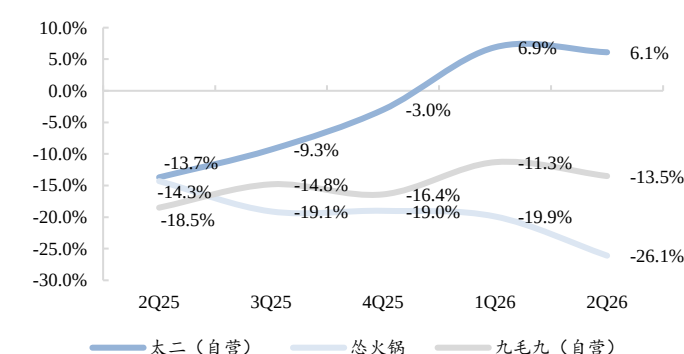


图 4：公司同店日均销售额同比表现



资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

➤ 太二门店优化成效明显，门店经营利润率提升

2026 年上半年，公司毛利率同比+1.1 ppt 至 65.5%，受益于供应链采购优化、菜单结构调整以及损耗管控；员工成本占比同比+1.2 ppt 至 31.3%，受门店鲜活转型用工数量增长影响；租金开支占比同比-0.8 ppt 至 10.9%，受益部分核心门店营业额修复，以及门店网络优化、租金管控的综合影响。门店利润率层面，门店经营利润率同比+1.4 ppt 至 13.2%，当中太二门店经营利润率+1.5 ppt 至 14.9%，门店优化效果明显。

太二门店随着剩余门店调改推进、更多新模型门店步入成熟期，以及一次性开办费用影响减弱，预计太二内地门店端的经营利润率仍有进一步提升空间，为集团整体盈利修复奠定基础。

➤ 维持“买入”评级，目标价 1.67 港元/股

公司太二门店调改效果持续兑现，但九毛九和怂火锅调改效果尚需等待，我们下调盈利预测，预期 26-28 年公司实现归母净利润分别为 1.68/2.27/2.84 亿元，给予 26 年约 12 倍 PE，对应目标价 1.67 港元/股，较现价有 49.1% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值比较（截至 20260902）

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	353.00	1,206	16.7	15.0	13.7	12.6	2.9	2.7	2.4	2.2
6862.HK	海底捞	HKD	11.53	643	14.3	13.0	11.8	10.8	5.7	5.0	4.5	4.1
1405.HK	达势股份	HKD	31.12	41	26.1	19.7	13.7	10.2	1.4	1.3	1.2	1.1
0999.HK	小菜园	HKD	7.42	87	11.0	12.7	10.7	9.2	3.1	2.8	2.5	2.1
6831.HK	绿茶集团	HKD	5.08	34	6.4	4.8	3.8	3.1	1.9	1.3	1.0	0.8
平均					14.9	13.0	10.7	9.2	3.0	2.6	2.3	2.0
9922.HK	九毛九	HKD	1.12	15	23.2	8.1	6.0	4.7	0.42	0.40	0.38	0.36

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	4,999	5,361	5,885	盈利能力					
原材料及耗材	(2,162)	(1,859)	(1,722)	(1,828)	(2,007)	毛利率 (%)	64.4%	64.5%	65.6%	65.9%	65.9%
毛利	3,912	3,374	3,277	3,533	3,878	净利率 (%)	0.9%	1.1%	3.4%	4.2%	4.8%
员工成本	(1,747)	(1,542)	(1,508)	(1,581)	(1,699)						
物业租金	(710)	(617)	(549)	(591)	(652)	营运表现					
水电开支	(253)	(220)	(211)	(225)	(247)	实际税率 (%)	39.5%	30.4%	25.0%	25.0%	25.0%
其他资产折旧及摊	(292)	(282)	(298)	(330)	(363)	存货周转天数	17	18	18	17	17
税前盈利	74	74	225	313	403	应收周转天数	42	55	55	55	55
所得税	(29)	(22)	(56)	(78)	(101)	应付周转天数	36	77	77	77	77
净利润	45	51	169	234	302	偿债能力					
少数股东损益	-11	-7	1	8	18	资产负债率	51.4%	44.8%	41.2%	44.9%	41.3%
归母净利润	56	58	168	227	284	流动比率	1.45	1.56	1.68	1.61	1.95
EPS	0.04	0.04	0.12	0.16	0.20	速动比率	1.38	1.49	1.60	1.55	1.86
资产负债表						现金流量表					
	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E		2024E	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及等价物	607	1,018	1,062	1,578	1,604	除税前利润	74	74	225	313	403
应收账款及票据	770	807	700	916	857	折旧及摊销	868	771	724	789	871
存货	115	87	104	106	129	支付所得税	(100)	(42)	(56)	(78)	(101)
总流动资产	2,309	2,208	2,162	2,896	2,885	经营性现金流	976	1,007	1,017	1,367	915
固定资产	1,190	1,338	1,450	1,379	1,251						
无形资产	26	29	29	29	29	资本开支	(528)	(356)	(396)	(244)	(220)
递延税项资产	162	170	170	170	170	其他投资活动	(270)	435	23	24	38
总资产	6,489	5,823	5,708	6,403	6,362	投资性现金流	(798)	79	(373)	(220)	(182)
租赁负债	602	453	359	366	391						
应付帐款	213	575	155	620	231	已付利息及股利	(202)	(56)	(24)	(67)	(91)
短期银行贷款	306	347	347	347	347	其他融资活动	(702)	(612)	(575)	(563)	(617)
总流动负债	1,593	1,420	1,284	1,795	1,480	融资性现金流	(905)	(668)	(600)	(630)	(707)
总负债	3,337	2,606	2,349	2,878	2,626	期初持有现金	1,327	607	1,018	1,062	1,578
股东权益	3,151	3,217	3,359	3,525	3,737	期末持有现金	607	1,018	1,062	1,578	1,604

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>