

达势股份(1405.HK)深度报告： 比萨外送专家，品质优先、加速扩张

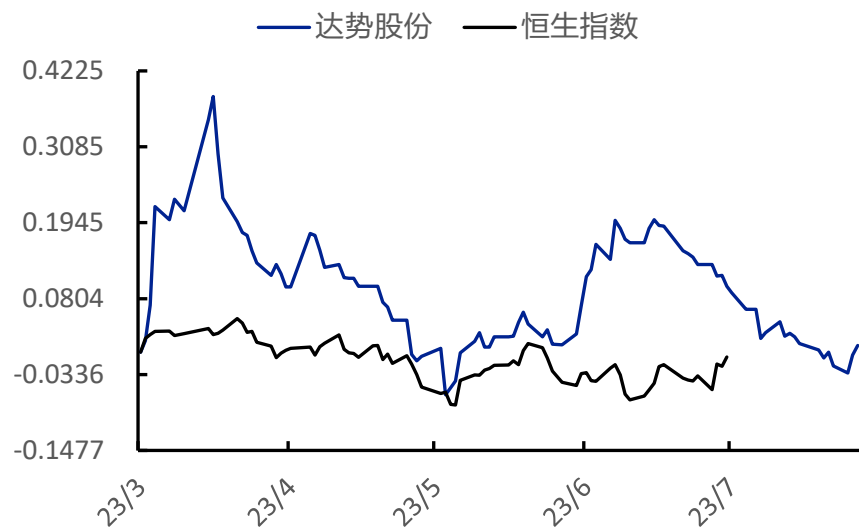
评级：增持(首次覆盖)

芦冠宇(证券分析师)
S0350521110002
lugy@ghzq.com.cn

李宇宸(联系人)
S0350121110026
liyc02@ghzq.com.cn

熊思雨(联系人)
S0350122070076
xionsy@ghzq.com.cn

最近市场走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
达势股份	-13.5%	-0.8%	
恒生指数	-2.4%	-4.7%	

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2020.79	2745.18	3629.53	4782.91
增长率(%)	25.41	35.85	32.21	31.78
归母净利润 (百万元)	-222.63	-97.56	-35.16	101.63
增长率(%)	52.74	56.18	63.97	389.09
摊薄每股收益 (元)	-1.71	-0.75	-0.27	0.78
ROE(%)	-29.56	-14.42	-5.30	12.94
P/E	-	-	-	53.52
P/B	-	8.04	8.21	6.92
P/S	-	1.98	1.50	1.14
EV/EBITDA	50.28	45.60	17.45	11.34

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

注: 货币单位为人民币, 计算PE时使用2023.08.23的港元兑人民币汇率, 即为0.93

- **达势股份为达美乐中国独家总特许经营商，达美乐为全球比萨龙头品牌，品牌生命周期仍处于早期阶段，未来成长空间大，目前公司处于门店加速扩张+同店销售额持续提升的黄金时期。基于我们的盈利预测2024年公司层面有望实现盈利，受益于同店提升，未来单店盈利能力可持续提升。据公司规划，至2026年底，我们预计门店数或超1500家。**
- **国内比萨市场渗透率低，开店空间充足；集中度高、连锁化率高。达美乐品牌市场份额持续快速提升，在外卖、一线城市优势明显。**
 - 1) **渗透率低：**2022年国内每百万人口仅有11.7家比萨门店，而日韩约有30家门店，国内对标日韩有约1.6倍空间，对标美国、澳大利亚有10倍以上空间，比萨门店仍拓展空间仍非常充足。
 - 2) **集中度高、一超多强：**2022年国内比萨市场CR5达50%，必胜客市场份额高达35.2%/位列第一。达美乐份额持续较快提升/由2017年的1.6%持续提升至2022年的5.3%（位列第三）；其2022年占据外卖市场的6.9%份额/位列第三，接近第二名的尊宝比萨，占据一线城市12.6%的份额/位列第二。
- **全球比萨成熟品牌生命周期于国内释放，达势股份处开店加速+同店销售额提升的黄金时期。**
 - 1) **开店加速：**
 - **节奏拐点：**2017年王怡加入任CEO后，强化高层领导力+此前公司深耕北上核心市场初步建立品牌力，公司门店持续加速扩张，截至2022年底，门店数量达588家。
 - **拓店空间：**据公司拓店节奏，2023-2026年分别开设180/240/200-300/200-300家新店，若按公司规划，2025、2026年开设新店数均取区间中值250家计算，我们预计至2026年底，公司门店数或超1500家，相较于截至2022年底的588家门店，尚有约1.6倍的开店空间。

2) 门店经营稳步向好:

- **同店销售额:** 成熟市场 (北京、上海) 门店销售额稳步增长, 2020-2022年可比口径下同店销售额平均增速为10.8%; 新市场同店销售额体量尚小、增长迅猛, 2020-2022年可比口径下同店销售额平均增速为26.7%。
 - **日销:** 成熟市场 (北京、上海) 单店平均日销持续提升至2022年的1.36万元; 其他新市场势头强劲, 单店日销持续提升至2022年的0.9万元, 且2022年新市场新开业门店日销已突破1万元。
 - **经营利润率:** 成熟市场 (北京、上海) 门店盈利能力较稳定, 2021/2022年门店层面经营利润率分别为18.5%/18.3%; 其他新增长市场2022年扭亏为盈至6.4%, 带动2022年整体门店层面经营利润率迅速提升至10.1%/同比提升6.7pct。
- **在全球多个市场连锁扩张大获成功, 前期品牌势能释放阶段股价均持续上涨。** 1) 门店: 截至2023年1月, 达美乐在美国大本营市场门店数达6400家, 此外, 其前十大国际市场门店规模均较庞大 (480-1758家), 其中亚洲市场包含印度/日本/中国/韩国, 门店数达1758/957/589/480家。2) 股价: 目前在其大本营美国市场+除中国以外的前十大国际市场中, 共有8个市场所对应的5家特许经营商成功上市, 其中有4家公司在前期品牌势能释放阶段, 股价均迎来了一段较长时间的持续上涨。
- **盈利预测与投资建议。** 达美乐在全球多个市场屡战屡胜, 彰显其优秀品牌力和产品本地化能力。达势股份系达美乐中国唯一特许经营商, 上市后门店加速扩张动力更充足, 同店销售额提升将带动门店端经营利润率持续提升, 公司层面盈利或迎明显改善, 盈利拐点将至。我们预计达势股份2023-2025年营收为27.45/36.3/47.83亿元, 同比增速35.85%/32.21%/31.78%, 实现归母净利润-0.98/-0.35/1.02亿元, 净利率为-3.6%/-1.0%/2.1%, 当前股价对应2025年PE为54倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 拓店不及预期; 比萨国内渗透不及预期; 产品本土化不及预期; 餐饮行业竞争加剧风险; 食品安全风险; 国内与国际市场并不具有完全可比性, 报告中相关数据仅供参考; 二级市场流动性风险。

1. 披萨行业：连锁化率高+渗透率低的优质细分餐饮赛道	7
1.1 国内比萨外卖市场增长迅猛，一线、新一线城市为主力市场	
1.2 国内比萨渗透率低、开店空间充足，连锁餐厅占据绝对主导	
1.3 国内比萨市场高度集中，达美乐在外卖、一线城市优势明显	
2. 达势股份：全球比萨龙头的国内特许经营商，门店盈利能力持续提升	11
2.1 达势股份：达美乐中国总特许经营商，母公司+核心高管持股彰显信心	
2.2 管理层：2017年核心领导层到位，公司开启加速扩张新征程	
2.3 财务表现：疫情下收入逆势高增，外卖、北京及上海市场贡献主要收入	
2.3 财务表现：公司盈利能力改善明显，门店盈利能力持续提升	
2.4 经营表现：日销、同店销售额持续提升，品牌势能持续向上	
2.4 经营表现：成熟市场订单量趋稳、客单价持续提升，新市场量价提升趋势明确	
3. 拓店空间：至2026年底或1500家，开店空间约1.6倍	18
3.1 拓店空间：至2026年底或1500家，尚有约1.6倍的开店空间	
4. 复盘达美乐海外：披荆斩棘，多个国家均取得亮眼成绩	20
4.1 达美乐全球：国际市场屡战屡胜，门店规模&股价表现亮眼	
4.2 达美乐日本：日本最大的外卖比萨品牌，2014-2022年营收CAGR 16%	
4.3 达美乐印度：印度最大的比萨品牌，2009-2022年营收CAGR 18%	

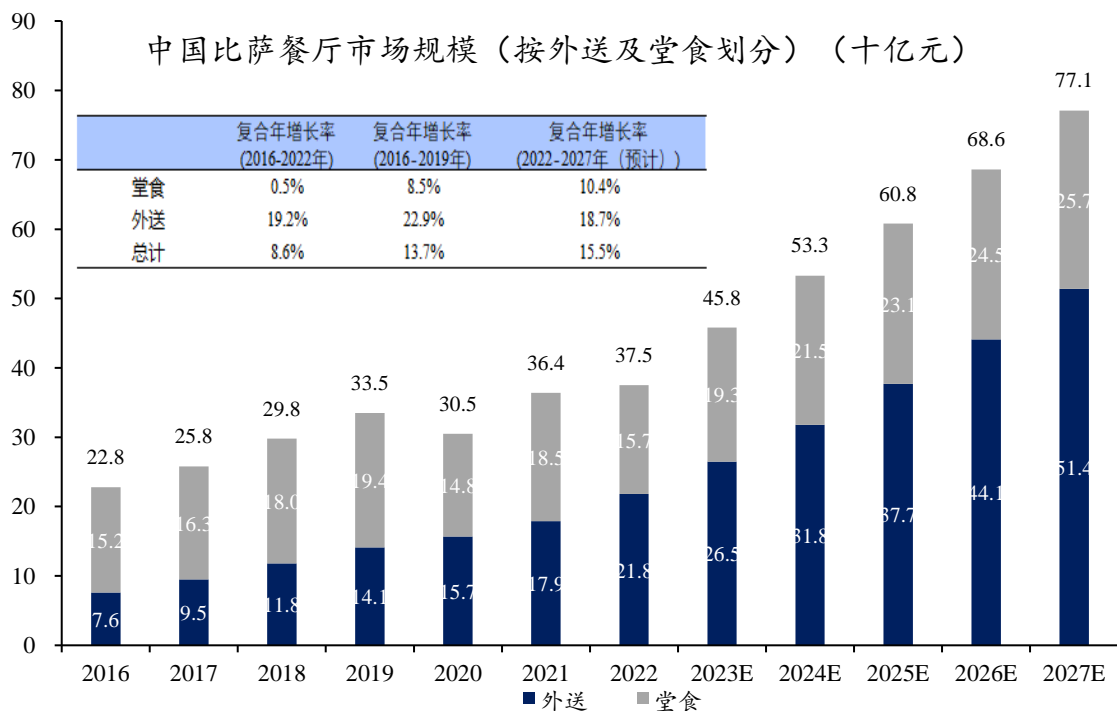
5. 盈利预测与投资建议.....	24
5.1 盈利预测与投资建议	
5.2 拓店速度对业绩的敏感性测算	
6. 风险提示.....	27

一、披萨行业：连锁化率高+渗透率低的优质细分餐饮赛道

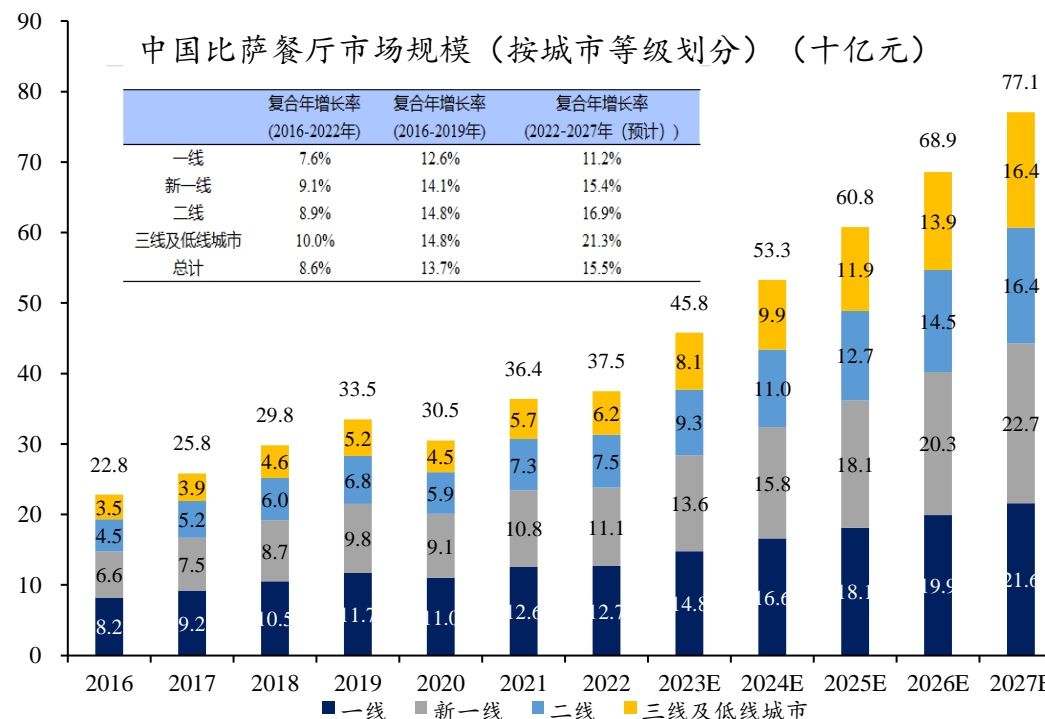
1.1 国内比萨外卖市场增长迅猛，一线、新一线城市为主力市场

- **中国比萨市场规模近400亿元，疫情前后持续双位数增长。**据弗若斯特沙利文，2022年中国比萨餐厅市场规模达375亿元，预计至2027年扩大至771亿元，2022-2027年CAGR为15.5%，超过疫情前2016-2019年CAGR13.7%。
- **外卖市场规模反超堂食，增长势头强劲。**受益于疫情影响消费习惯、比萨与外卖匹配度高（短平快、易于切分）、国内外卖平台迅速发展等，比萨外卖市场规模自2020年起反超堂食市场、景气度明显更高。据弗若斯特沙利文，2022年中国比萨外卖市场规模达218亿元/占比58%，预计至2027年外卖/堂食市场规模扩大至514/257亿元，2022-2027年CAGR分别达18.7%/10.4%。
- **一线、新一线为主力市场，低线城市增长潜力大。**据弗若斯特沙利文，2022年比萨一线、新一线市场占比达63.5%；未来下沉市场更具增长潜力，比萨渗透率有望迅速提升，预计2022-2027年二线、三线及以下城市比萨市场规模CAGR分别达16.9%/21.3%，合计占比由36.5%提升至42.5%。

图表：2020年起比萨外卖市场规模反超堂食、景气度更高



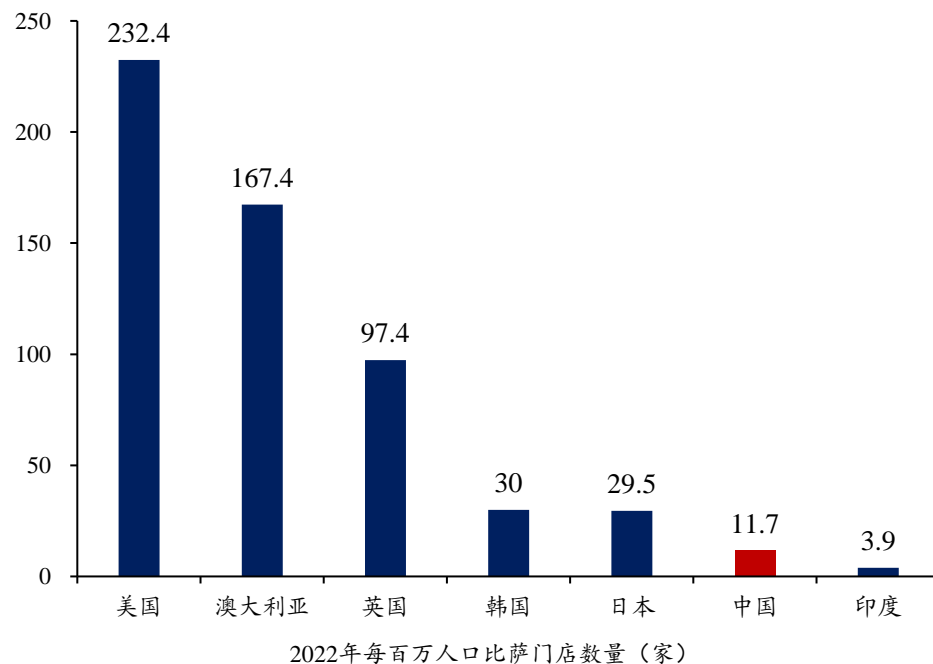
图表：一线、新一线市场占比过半，低线城市增速更快



1.2 国内比萨渗透率低、开店空间充足，连锁餐厅占据绝对主导

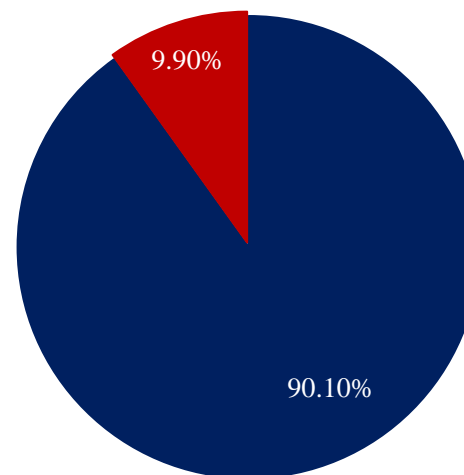
- **比萨国内渗透率低，对标日韩有1.6倍提升空间，开店空间充足。**与饮食文化相近的日韩相比，国内比萨市场渗透率较低；据弗若斯特沙利文，2022年日韩每百万人口约有30家比萨门店，而国内对应仅有11.7家门店，对标日韩有1.6倍空间。中长期看，国内比萨门店仍拓展空间仍非常充足。
- **国内比萨连锁化率高达90%，竞争充分、格局成型。**比萨为较易实现标准化复制的品类，国内以连锁餐厅占据绝对主导，经过充分竞争格局已基本成型。据弗若斯特沙利文，2022年，国内比萨市场连锁化率高达90.1%（按市场规模算），预计至2027年提升至93.1%。

图表：国内比萨渗透率低

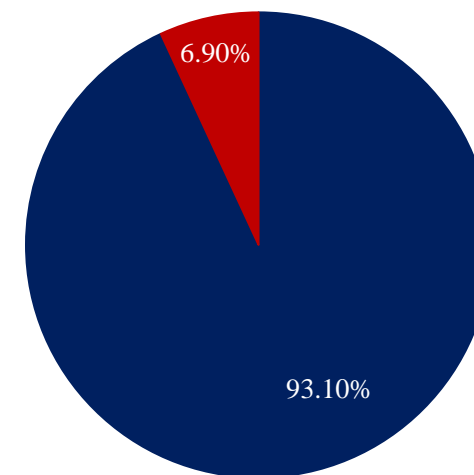


图表：国内比萨连锁化率高达90%+

2022年中国比萨市场规模划分



2027年中国比萨市场规模划分（预计）



1.3 国内比萨市场高度集中，达美乐在外卖、一线城市优势明显

- **国内比萨市场高度集中，一超多强格局形成。**据弗若斯特沙利文，2022年国内比萨市场CR5近50%（为49.9%），头部品牌瓜分市场多数份额，且呈现一超多强的竞争格局，其中必胜客因布局国内市场最早（1990年），市场份额高达35.2%/位列第一，遥遥领先其他品牌。
- **达美乐份额持续较快提升，并在外卖、一线城市优势明显。**据弗若斯特沙利文，公司特许经营的达美乐比萨品牌，市场份额由2017年的1.6%持续提升至2022年的5.3%（位列第三）。达美乐门店面积较小（达美乐平均 125 m² VS 必胜客 200-400 m²），专注于比萨外卖，2022年占据外卖市场的6.9%份额/位列第三，接近第二名的尊宝比萨；此外，达美乐在一线城市优势明显，2022年占据12.6%的份额/位列第二，超越尊宝比萨。

图表：国内比萨市场高度集中

排名	公司	市场份额	成立/入驻国内于中国的餐厅数量
1	必胜客中国	35.2%	1990年 ~2900
2	尊宝比萨	5.6%	1998年 ~2200
3	达美乐比萨	5.3%	1997年 588
4	乐凯撒比萨	1.9%	2010年 ~175
5	棒约翰中国	1.9%	2000年 ~265
前五名		49.9%	

图表：2022年达美乐占据6.9%的外卖份额/位列第三

排名	公司	外卖市场份额
1	必胜客中国	26.1%
2	尊宝比萨	6.9%
3	达美乐比萨	6.9%
4	乐凯撒比萨	2.3%
5	棒约翰中国	2.3%
前五名		44.5%

图表：2022年达美乐占据一线城市12.6%份额/位列第二

排名	公司	一线城市市场份额
1	必胜客中国	22.8%
2	达美乐比萨	12.6%
3	尊宝比萨	8.7%
4	乐凯撒比萨	5.5%
5	棒约翰中国	3.1%
前五名		52.7%

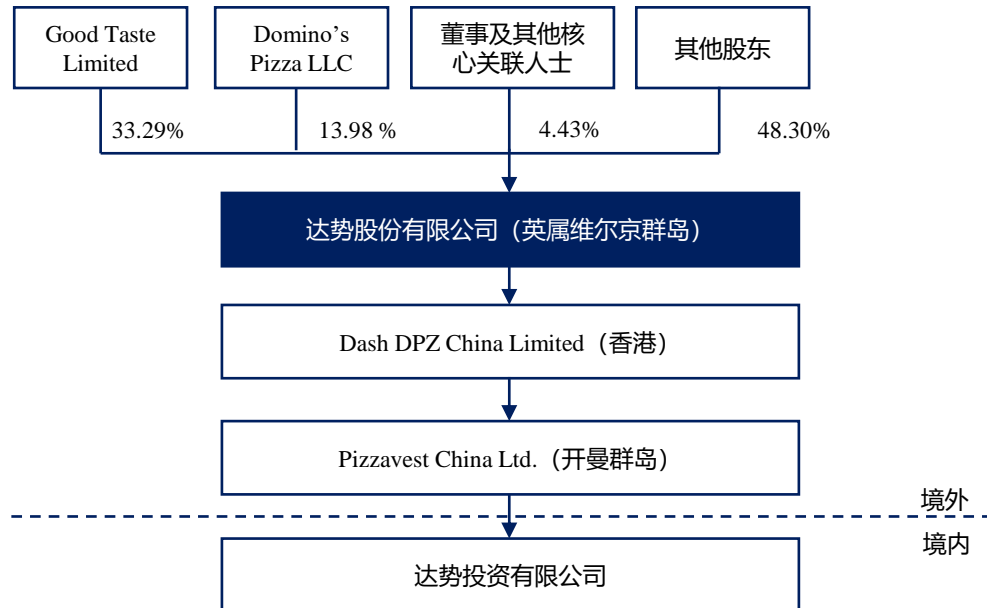
注：达美乐1997年进入中国开设第一家门店
按照2022年收益计算

二、达势股份：全球比萨龙头的国内特许经营商，门店盈利能力持续提升

2.1 达势股份：达美乐中国总特许经营商，母公司+核心高管持股彰显信心

- **达美乐中国独家总特许经营商，特许权使用费率3%**。2010年底，达势股份收购Pizzavest China Ltd（当时达美乐在北京、天津、上海、江苏及浙江的总特许经营商），自此开始经营达美乐比萨门店；并于2017年6月通过续签总特许经营协议，将特许经营区域扩大至整个中国大陆、香港和澳门。
- 据协议，公司向达美乐集团支付的特许经营费用包括三部分：1) 一次性总特许经营费（已于2021年底支付完毕）；2) 门店特许经营费（开店的一次性固定费用，最多1万美元/店）；3) 特许权使用费（所有门店销售额*3%，2020-2022年特许权使用费率均为3.1%）。
- **达美乐母公司持股赋能，核心高管持股彰显信心**。截至2023年4月11日，公司控股股东 Good Taste Limited持股 33.3%，达美乐母公司全资附属的Domino's Pizza Inc通过全资控股Domino's Pizza LLC 对公司持股 14%；达美乐母公司也因看好中国市场发展，近年来不断追加对公司的投资。此外，公司以王怡为代表的多位董事合计持股4.4%，彰显长期发展信心。

图表：达势股份股权结构（截至2023年4月11日）



图表：达美乐母公司不断追加对公司的投资

时间	投资金额
2020年5月	4000万美元
2021年1月	4000万美元
2021年12月	908万美元

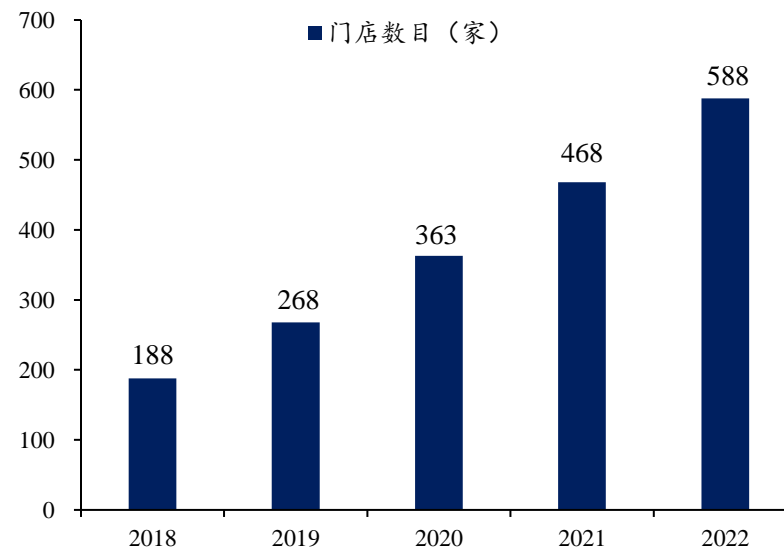
2.2 管理层：2017年核心领导层到位，公司开启加速扩张新征程

- 2017年新CEO王怡加入，高管团队逐渐到位，公司门店网络持续加速扩张。公司于2010年底收购达美乐大陆地区特许经营权，此后达美乐国内扩张节奏较为缓慢，深耕北京、上海市场，直至2016年才向外扩张至杭州。2017年5月，伴随王怡加入公司任CEO，强化了公司的高层领导力，公司发展自此步入快车道。王怡曾任麦当劳特许经营副总裁，在特许经营本土化方面有着丰富的经验，其上任后快速扩展门店网络，门店数量由2018年底的188家逐年加速扩张至2022年底的588家；此外，她还采用以外送为中心的模式，并持续开发本土化的菜单。

图表：高管团队行业经验丰富（截至2023年4月11日）

姓名	职务	加入公司日期	职责	个人简历
王怡	执行董事兼首席执行官	2017年5月	整体战略规划及业务方向	曾任麦当劳中国多个管理职位约8年，最高至麦当劳特许经营副总裁，负责制定特许经营系统及监管特许经营商表现；曾任麦肯锡咨询业务经理，专注于零售行业以及策略及运营职能；此外，是青年总裁组织上海分会的成员。
钟军	首席运营官	2018年9月	监督运营	在消费品行业拥有丰富的经验，曾任Urban Revivo、广州千千氏工艺品有限公司的首席运营官，以及麦当劳中国广州市场的总经理。
吴婷	首席财务官	2021年2月	监督财务运营及资本管理	曾任Mogu Inc. 首席财务官；此外，有超过10年的银行业经验，在领导大型资本市场交易方面经验丰富，曾任CITIC CLSA并购部门的董事总经理、BofA Securities全球投资银行业务董事等。
徐歆奕	首席绩效官	2017年11月	监督财务、法及供应链运营	曾任可口可乐装瓶投资集团中国的财务总监、Lagardere China的财务行政总监等，为中国注册会计师。
王毓璟	首席营销官	2015年6月	品牌营销及产品开发	有近20年的营销经验，曾任雅诗兰黛（中国总部）营销品牌管理以及客户关系管理总监、新文越婴童用品（上海）营销总监、麦当劳中国营销部高级总监等。

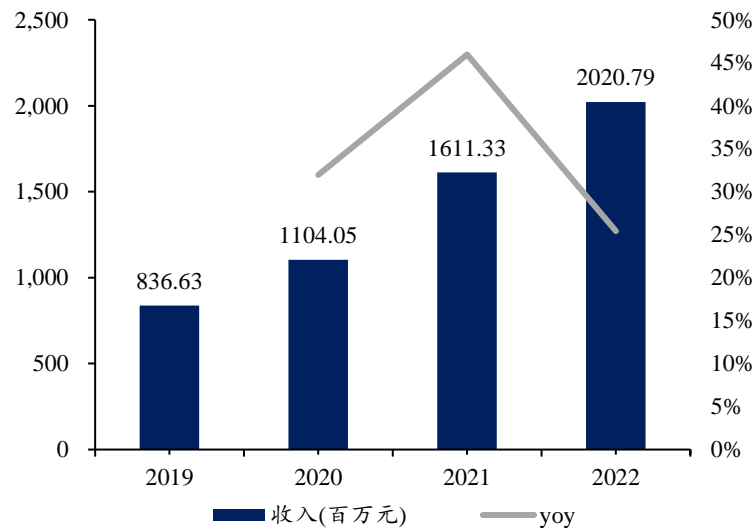
图表：门店持续加速扩张



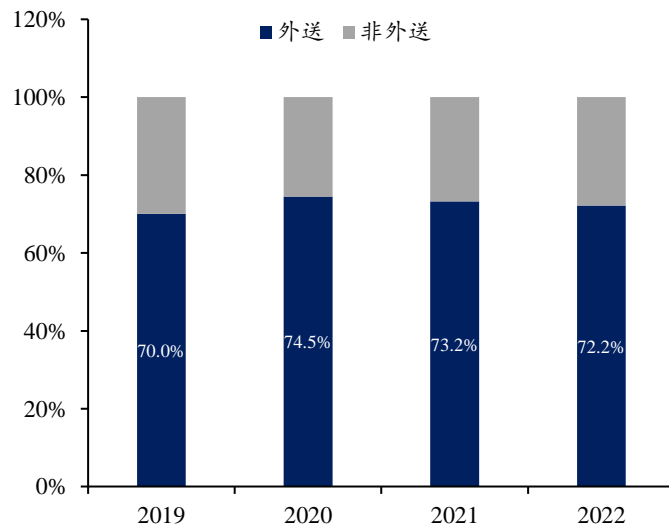
2.3 财务表现：疫情下收入逆势高增，外卖、北京及上海市场贡献主要收入

- **2019-2022年收入CAGR 30%+，疫情下逆势高增。**公司在2020、2021年疫情下，收入同比逆势高增32%/46%，2022年实现收入20.21亿元/同比+25.4%，增速放缓主因为其自2022年3月中旬以来在上海、深圳及北京的部分门店经营因政府封控及出行限制受到不利影响（4月上海绝大部分门店停业约半个月，深圳门店3月停业一周，北京5月起暂停堂食一个多月）
- **外卖收入占比70%+：**2019-2022年，外卖收入占比均70%+；且外卖收入增长较堂食更快，2019-2022年，外卖/堂食收入CAGR达36%/31%。
- **北京、上海市场贡献主要收入：**公司北京、上海市场贡献60%以上的收入，但新增长市场势头强劲，2019-2022年，新增长市场/北京及上海收入CAGR达77%/22%，新增长市场收入占比亦由2019年的16.1%持续较快提升至2022年的36.7%。

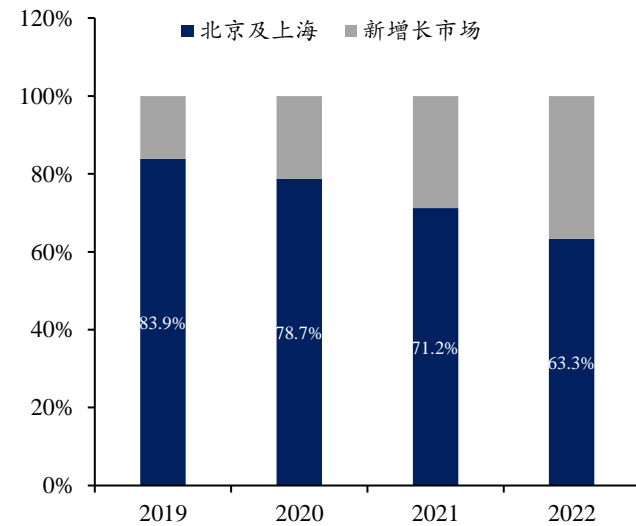
图表：2019-2022年收入CAGR达34%



图表：外卖收入占比维持70%+的高位



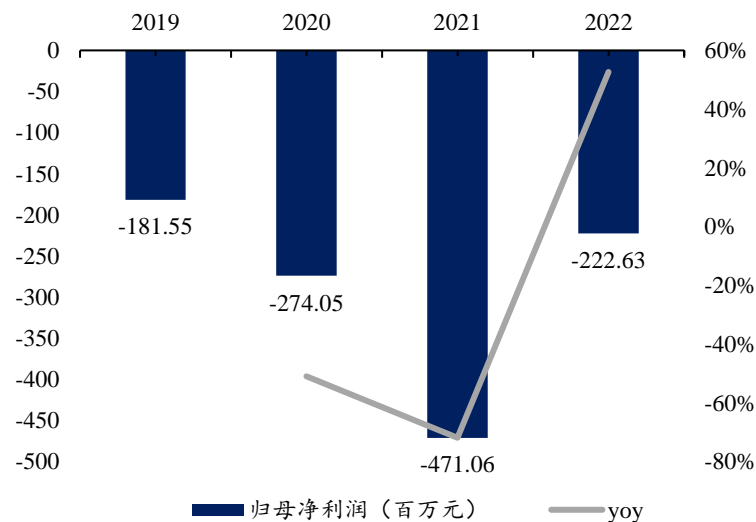
图表：新增长市场收入占比持续较快提升



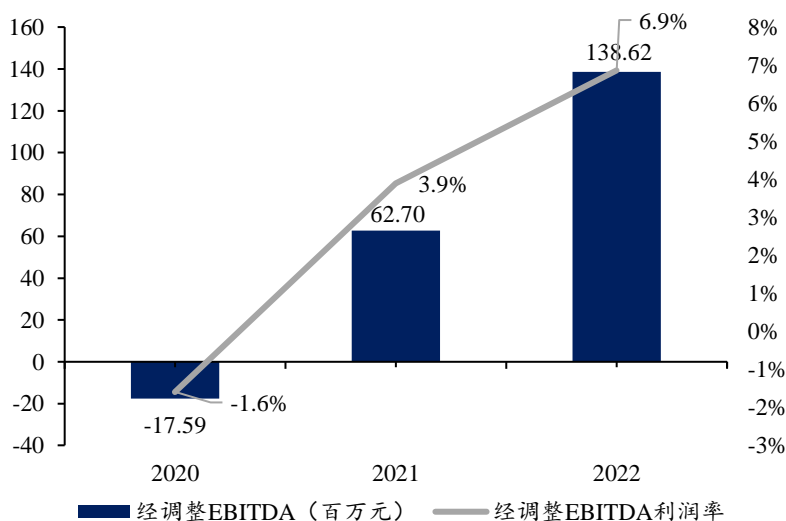
2.3 财务表现：公司盈利能力改善明显，门店盈利能力持续提升

- **归母净利润亏损明显收窄，经调整EBITDA持续改善。**受疫情及门店快速扩张影响，目前集团层面暂未实现盈利，2022年录得净亏损2.23亿元，同比明显收窄。公司的经调整EBITDA已于2021年由负转正至0.63亿元，并于2022年稳步增长至1.39亿元，经调整EBITDA利润率对应提升至6.9%，集团层面盈利能力改善明显。
- **门店盈利能力持续提升，北上以外的新增长市场已实现盈利。**北京及上海成熟市场门店盈利表现优秀，2021/2022年门店层面经营利润率分别为18.5%/18.3%，较为稳定；北京、上海以外的新增长市场近年来门店盈利提升亮眼，2021年经营利润率大幅收窄至-2.6%，2022年扭亏为盈至6.4%，由此带动所有市场门店层面经营利润率由2020年的3.4%显著提升至2022年的10.1%。

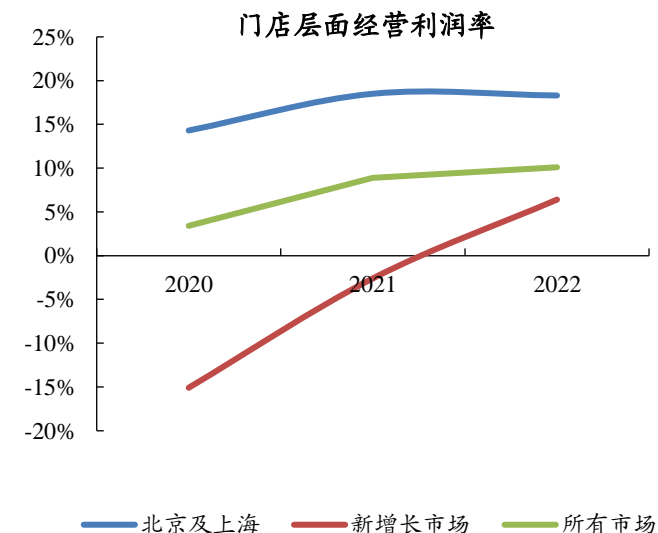
图表：2022年净亏损明显收窄



图表：经调整EBITDA持续改善



图表：2022年，新增长市场扭亏为盈

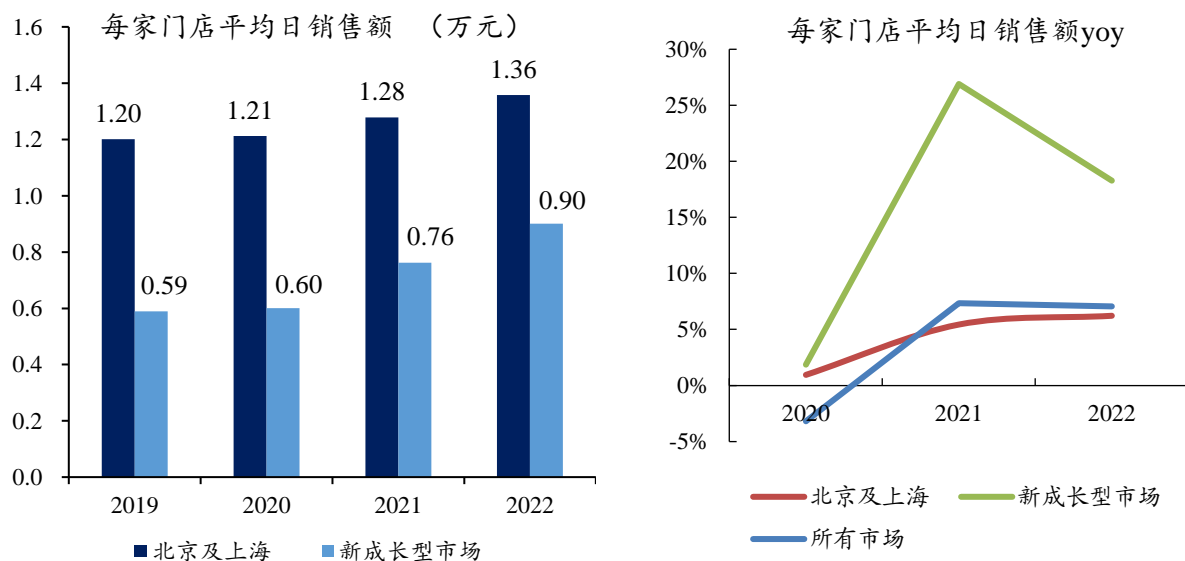


2.4 经营表现：日销、同店销售额持续提升，品牌势能持续向上

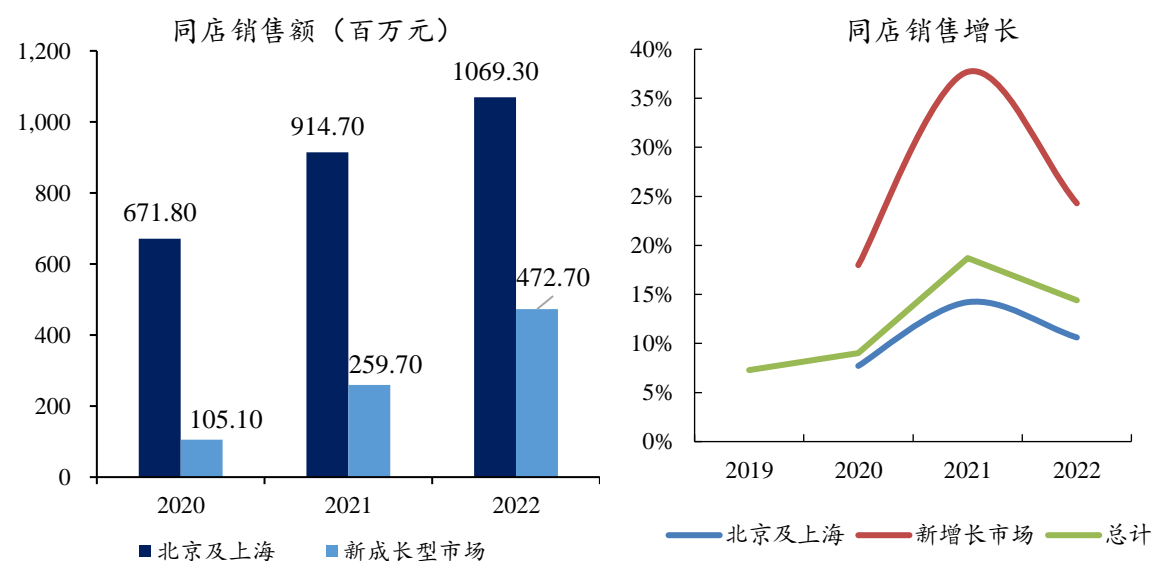
■ 日销、同店稳步提升，单店盈利能力持续提升，品牌势能持续向上。

- **日销**：成熟市场（北京、上海）门店平均日销均在1万元以上，由2019年的1.2万元持续提升至2022年的1.36万元；新市场日销明显偏低，但提升势头强劲，逐渐向成熟市场靠拢，由2019年的0.59万元持续提升至2022年的0.9万元，且2022年新市场新开业门店日销已突破1万元。
- **同店**：成熟市场（北京、上海）门店销售额稳步增长，2020-2022年可比口径下同店销售额增速均值为10.8%；新市场同店销售额体量尚小、增长迅猛，2020-2022年可比口径下同店销售额增速均值为26.7%。

图表：成熟市场门店平均日销1万元+，新市场日销提升更快



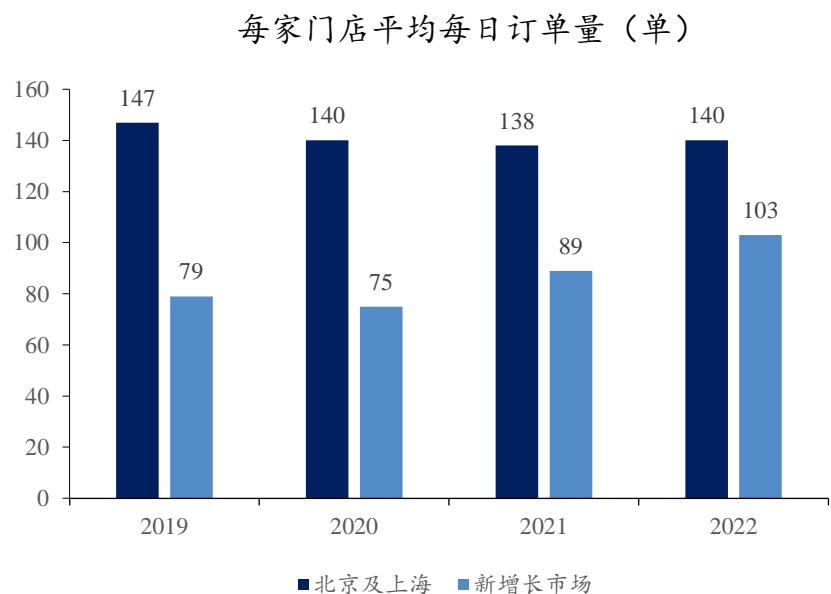
图表：成熟市场同店销售额稳步提升，新市场提升迅速



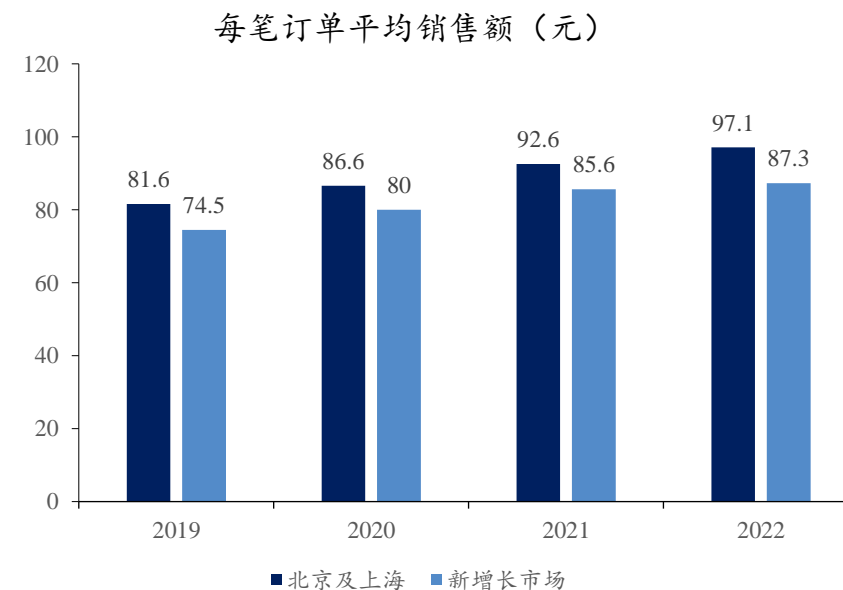
2.4 经营表现：成熟市场订单量趋稳、客单价持续提升，新市场量价提升趋势明确

- 日均订单量、客单价双升，新市场提升趋势明确，逐渐趋近成熟市场。
- 日均订单量：成熟市场（北京、上海）每家门店日均订单量近年稳定在140单上下，新市场日均订单量由2019年的79单提升至2022年的103单。
- 客单价：各类市场近年单笔订单平均销售额持续提升，背后驱动力略有不同。成熟市场品牌知名度已经建立，单笔订单平均销售额由2019年的81.6元持续提升至2022年的97.1元，主要受益于品牌菜单开发及本土化、组合产品的积极营销及升级策略；而其他新市场由2019年的74.5元持续提升至2022年的87.3元，除上述因素外，还显著受益于当地品牌知名度的提升，带动当地客户每笔订单购买更多产品。

图表：成熟市场日均订单量趋稳，新市场自2020年起持续提升



图表：各类市场客单价持续提升



三、拓店空间：至2026年底或1500家，开店空间约1.6倍

3.1 拓店空间：至2026年底或1500家，尚有约1.6倍的开店空间

- **至2026年拓店空间：**截至2022年底，公司门店数量达588家。据公司拓店节奏，2023-2026年分别开设180/240/200-300/200-300家新店，若按公司规划，2025、2026年开设新店数均取区间中值250家计算，我们预计至2026年底，公司门店数或超1500家，相较于截至2022年底的588家门店，尚有约1.6倍的开店空间。

注：覆盖人口特指覆盖城镇人口，城镇人口数据截至2022年底，极海数据统计必胜客、达美乐门店数均截至2023年6月5日

四、复盘达美乐海外：披荆斩棘，多个国家均取得亮眼成绩

4.1 达美乐全球：国际市场屡战屡胜，门店规模&股价表现亮眼

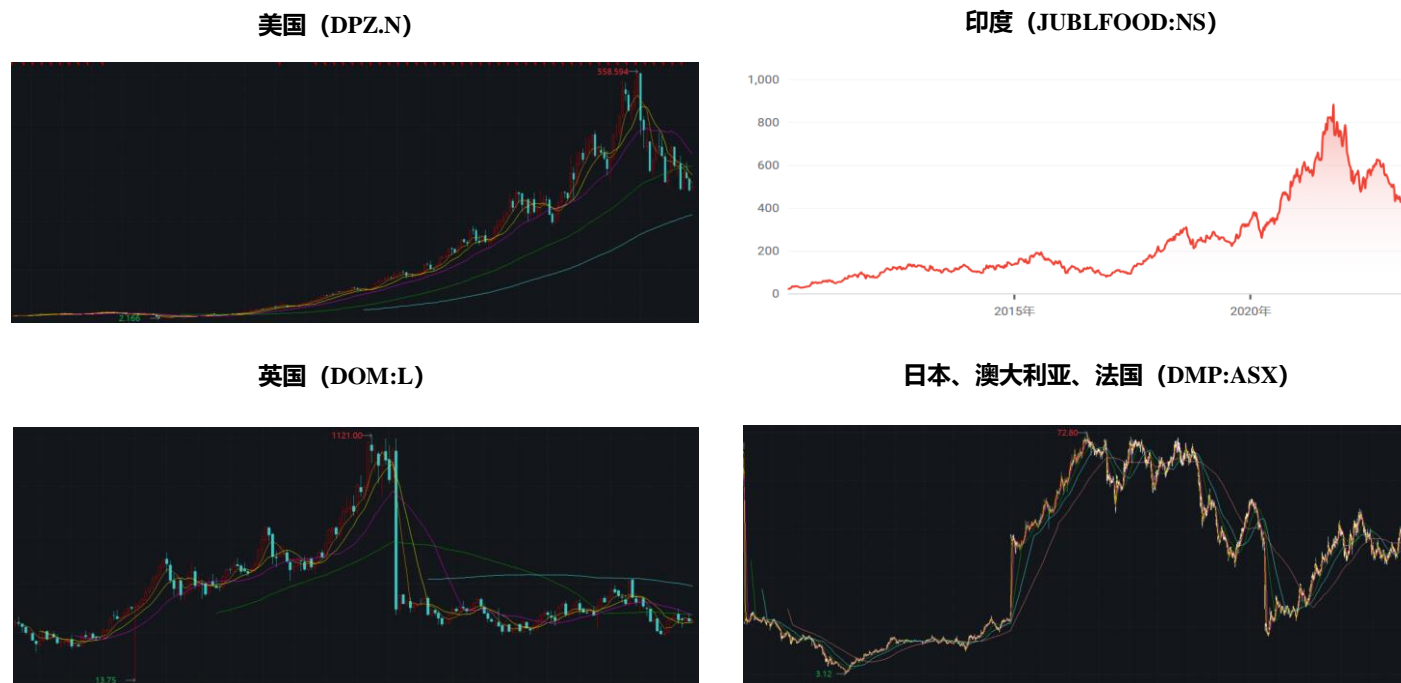
- 在全球多个市场连锁扩张大获成功，前期品牌势能释放阶段股价均持续上涨。
- **门店：**截至2023年1月，达美乐在美国大本营市场门店数达6400家，此外，其前十大国际市场门店规模均较庞大（合计占国际门店总数的63%），其中亚洲市场包含印度/日本/中国/韩国，门店数分别达1758/957/589/480家。
- **股价：**目前在达美乐大本营美国市场+除中国以外的前十大国际市场中，共有8个市场所对应的5家特许经营商成功上市，其中有4家公司在前期品牌势能释放阶段，股价均迎来了一段较长时间的持续上涨。

图表：达美乐总部美国与前十大国际市场门店数

不同市场	门店数
美国 (DPZ.N)	6400
印度 (JUBLFOOD:NS)	1758
英国 (DOM:L)	1197
日本 (DMP:ASX)	957
墨西哥 (ALSEA:MX)	842
澳大利亚 (DMP:ASX)	756
土耳其 (DPEU:L)	650
中国 (1405.HK)	589
加拿大	585
法国 (DMP:ASX)	487
韩国	480

注：门店数截至2023年1月，括号内为上市公司的股票代码

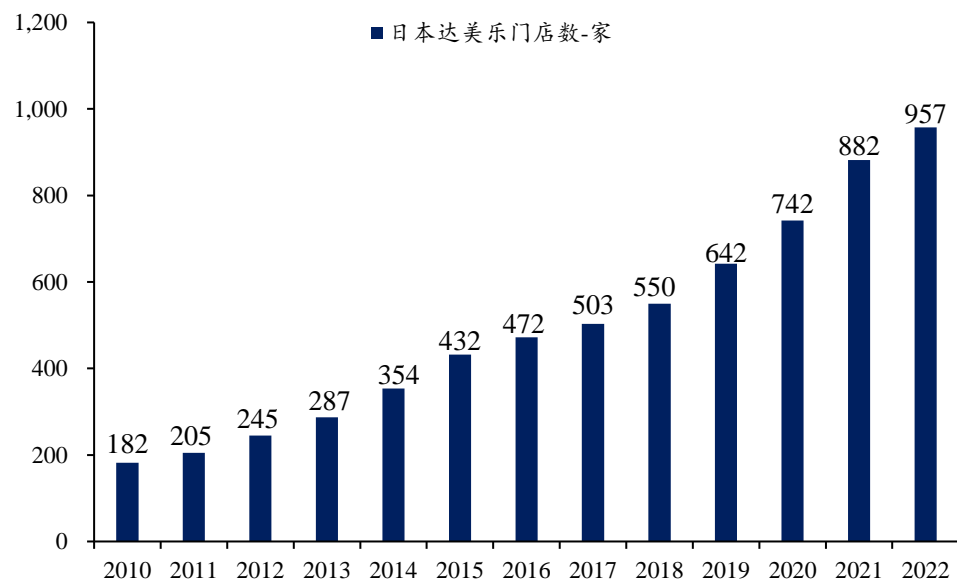
图表：大多数在国际市场特许经营达美乐的上市公司的股价，在前期都迎来了较长时间的持续上涨



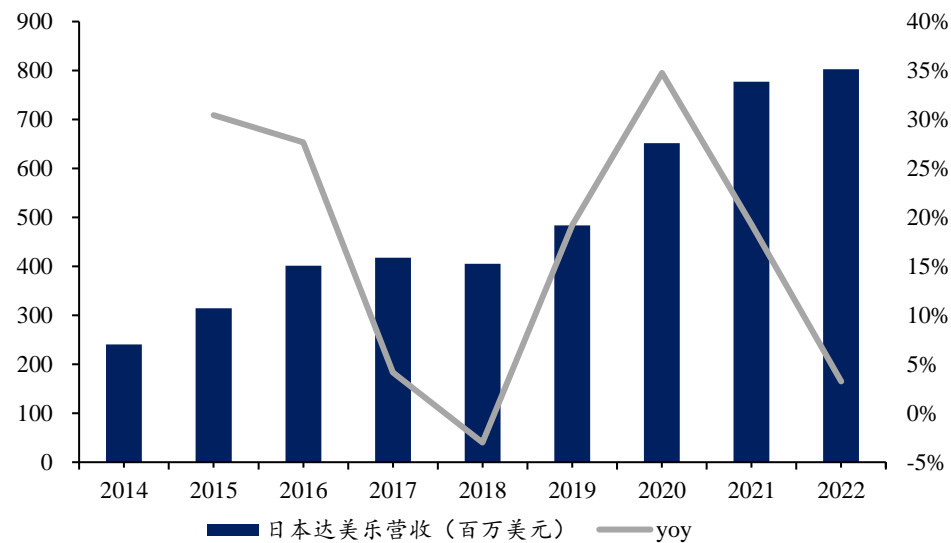
4.2 达美乐日本：日本最大的外卖比萨品牌，2014-2022年营收CAGR 16%

- **日本近1000家门店，2014-2022年营收CAGR 16%。**截至2022年，达美乐在日本市场拥有957家门店，收入亦伴随门店加速扩张而持续快速增长，2014-2022年达美乐日本营收CAGR达16%。
- **达美乐凭借本土化创新+显著的外送优势维持快速增长。**据日本美通时报2022年3月报道，达美乐是日本比萨外卖行业销量和门店数双第一的品牌。
- **本土化产品：**持续进行菜单本土化创新，提供丰富的新口味组合，包括比萨饼米碗（加入米饭）、夏季最受欢迎的Quattro配黄油咖喱鸡等。
- **显著的外送优势：**日本外卖整体尚不成熟，达美乐自2018年起推出“20分钟外送任务”，将其与竞争对手区分开来，此后不断缩短外送时间，强化品牌外送心智；2021年达美乐全日本平均送达时间为16分21秒，在2018-2021年里，外送的送达时间降低33%。

图表：2022年达美乐日本门店数量近1000家



图表：2014-2022年达美乐日本营收CAGR达16%



注：2022年营收包含达美乐日本+中国台湾地区，2021.08.31集团完成对达美乐台湾的收购

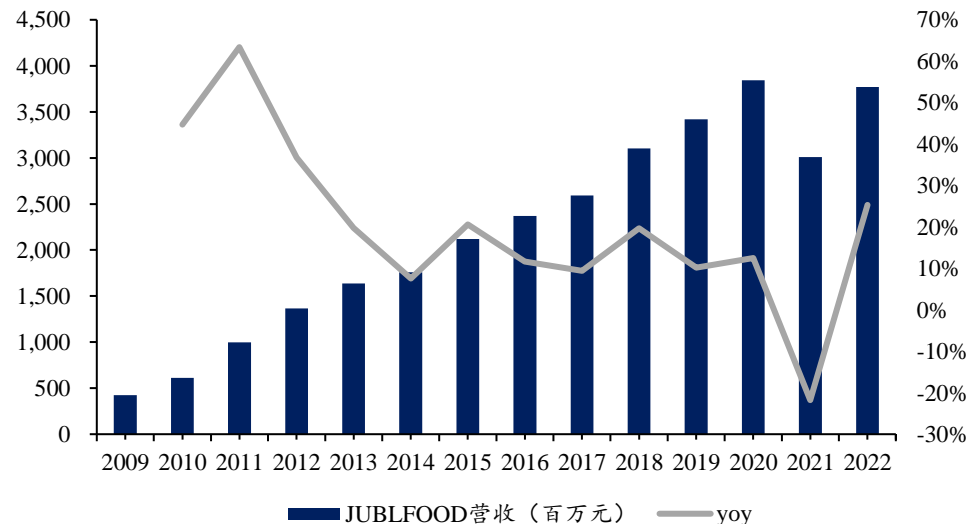
4.3 达美乐印度：印度最大的比萨品牌，2009-2022年营收CAGR 18%

- **达美乐为印度最大的比萨品牌（市占率70%+），门店规模远超必胜客。**根据达美乐官网公开信息，达美乐在印度市占率高达70%，截至2022年，达美乐在印度拥有1758家门店，相较必胜客的413家门店，门店规模优势显著。2009-2022年，达美乐印度公司（JUBLFOOD）营收CAGR达18%。
- **印度市场表现火热，源自达美乐产品本土化的胜利。**首先印度饮食偏英式，以饼类食物为主，比萨非常符合他们的传统饮食习惯，因此无须过多进行消费者教育；其次，比萨口味亦相对印度化，包含大量的鸡肉、咖喱配方。

图表：2022年达美乐印度门店数量1700+家



图表：2009-2022年，达美乐印度公司（JUBLFOOD）营收CAGR达18%



五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测与投资建议

盈利预测核心假设:

北京及上海:

我们预计2023-2025年北京及上海市场收入同比增速29%/21%/22.6%，因品牌处势能向上期，未来三年门店将加速扩张，截至2022年末门店数达312家，我们预计2023-2025年分别净增54/72/90家，至366/438/528家，单店日销持续小幅提升，分别为1.39/1.41/1.44万元。

新增长市场:

我们预计2023-2025年新增长市场收入同比增速47.7%/49.1%/43%，因品牌处势能向上期，未来三年门店加速扩张，截至2022年末门店数达276家，我们预计2023-2025年分别净增126/168/210家，至402/570/780家，单店日销持续小幅提升，分别为0.92/0.96/0.98万元。

毛利率:

我们预计2023-2025年毛利率相对稳定，维持73%水平。

员工成本率:

我们预计新店陆续爬坡，同店销售额持续提升下，刚性员工成本将被进一步摊薄，2023-2025年员工成本率有望持续下行，分别为35.6%/33.9%/32.1%。

使用权资产折旧率:

我们预计新店陆续爬坡，同店销售额持续提升下，使用权资产折旧将被进一步摊薄，2023-2025年使用权资产折旧率有望小幅降低，分别为9.1%/8.9%/8.7%。

达美乐在全球多个市场屡战屡胜，彰显其优秀品牌力和产品本地化能力。达势股份系达美乐中国唯一特许经营商，上市后门店加速扩张动力更充足，同店提升将带动门店端经营利润率持续提升，公司层面盈利或迎明显改善，盈利拐点将至。我们预计达势股份2023-2025年营收为27.45/36.3/47.83亿元，同比增速35.85%/32.21%/31.78%，实现归母净利润-0.98/-0.35/1.02亿元，净利率为-3.6%/-1.0%/2.1%，当前股价对应2025年PE为54倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表：达势股份盈利预测

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2020.79	2745.18	3629.53	4782.91
yoy		35.85%	32.21%	31.78%
归母净利润	-222.63	-97.56	-35.17	101.61
净利率	-11.0%	-3.6%	-1.0%	2.1%
北京及上海收入	1278.63	1649.09	1995.43	2445.94
yoy		29.0%	21.0%	22.6%
净增门店数量 (家)	45	54	72	90
单店日销 (元)	13576	13867	14146	14430
yoy		2.1%	2.0%	2.0%
新增长市场收入	742.16	1096.09	1634.10	2336.98
yoy		47.7%	49.1%	43.0%
净增门店数量 (家)	75	126	168	210
单店日销 (元)	9009	9189	9560	9848
yoy		2.0%	4.0%	3.0%
毛利率	72.8%	73.0%	73.0%	73.0%
员工成本率	38.8%	35.6%	33.9%	32.1%
使用权资产折旧率	9.4%	9.1%	8.9%	8.7%
净利润率	-11.0%	-3.6%	-1.0%	2.1%

5.2 拓店速度对业绩的敏感性测算

- 2023年公司营收同比或增长30%+, 净亏损率或在5%以内。截至2022年底, 北京及上海、其他市场门店数分别达312/276家, 公司门店数合计达588家。基于我们的盈利预测, 假设2023年北京及上海、其他市场的单店日销分别为1.39/0.92万元, 毛利率为73%时, 经我们敏感性测算, 预计2023年净增门店数在164家 (占2022年总门店数的28%) 以上时, 公司营收同比或增长30%以上, 净亏损率有望在5%以内。

图表: 2023年北京及上海净增门店数对营收、归母净利润的敏感性测算

北京及上海净增门店数	营业收入 (百万元)	yoy	归母净利润 (百万元)	归母净利率
45	2722.66	34.73%	-120.08	-4.41%
46	2725.16	34.86%	-117.58	-4.31%
47	2727.66	34.98%	-115.09	-4.22%
48	2730.15	35.10%	-112.59	-4.12%
49	2732.65	35.23%	-110.09	-4.03%
50	2735.14	35.35%	-107.6	-3.93%
51	2737.64	35.47%	-105.1	-3.84%
52	2740.14	35.60%	-102.61	-3.74%
53	2742.63	35.72%	-100.11	-3.65%
54	2745.13	35.84%	-97.61	-3.56%
55	2747.62	35.97%	-95.12	-3.46%
56	2750.12	36.09%	-92.62	-3.37%
57	2752.62	36.21%	-90.13	-3.27%
58	2755.11	36.34%	-87.63	-3.18%
59	2757.61	36.46%	-85.13	-3.09%
60	2760.1	36.59%	-82.64	-2.99%

注: 假设2023年其他市场净增门店数维持盈利预测里的126家恒定不变。

图表: 2023年其他市场净增门店数对营收、归母净利润的敏感性测算

其他市场净增门店数	营业收入 (百万元)	yoy	归母净利润 (百万元)	归母净利率
110	2718.66	34.53%	-124.08	-4.56%
112	2721.97	34.70%	-120.77	-4.44%
114	2725.28	34.86%	-117.46	-4.31%
116	2728.59	35.03%	-114.15	-4.18%
118	2731.9	35.19%	-110.85	-4.06%
120	2735.2	35.35%	-107.54	-3.93%
122	2738.51	35.52%	-104.23	-3.81%
124	2741.82	35.68%	-100.92	-3.68%
126	2745.13	35.84%	-97.61	-3.56%
128	2748.44	36.01%	-94.31	-3.43%
130	2751.74	36.17%	-91	-3.31%
132	2755.05	36.34%	-87.69	-3.18%
134	2758.36	36.50%	-84.38	-3.06%
136	2761.67	36.66%	-81.07	-2.94%
138	2764.98	36.83%	-77.77	-2.81%
140	2768.28	36.99%	-74.46	-2.69%

注: 假设2023年北京及上海净增门店数净增门店数维持盈利预测里的54家恒定不变。

六、风险提示

- **拓店不及预期：**若拓店速度不及预期或影响公司收入增长。
- **比萨国内渗透不及预期：**如国内消费者对比萨的喜爱度降低，或将导致公司订单量减少。
- **产品本土化不及预期：**若产品本土化程度不够，较难迎合国内消费者的口味，或将导致公司订单量减少。
- **餐饮行业竞争加剧风险：**不同业态餐饮竞争激烈，公司如未能有效应对或将丧失部分市场份额。
- **食品安全风险：**若门店快速扩张过程中疏忽质量管理，出现食品安全事件，品牌形象因此受损，将影响公司业绩成长性。
- **国内与国际市场并不具有完全可比性，**报告中相关数据仅供参考。
- **二级市场流动性风险。**

达势股份盈利预测表

证券代码: 01405

股价: 45.00

投资评级: 增持(首次覆盖)

日期: 20230824

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	544	711	730	1020	营业收入	2021	2745	3630	4783	每股指标				
应收款项	8	9	14	16	营业成本	550	741	980	1291	EPS	-2.05	-0.75	-0.27	0.78
存货净额	67	68	95	103	营业税金及附加	-	-	-	-	BVPS	6.92	5.21	5.10	6.04
其他流动资产	69	91	117	149	销售费用	-	-	-	-	估值				
流动资产合计	689	879	955	1288	管理费用	-	-	-	-	P/E	-	-	-	53.5
固定资产	496	471	448	425	财务费用	-78	-96	-109	-134	P/B	-	8.0	8.2	6.9
在建工程					其他费用/(-收入)					P/S	-	2.0	1.5	1.1
无形资产及其他	2007	1806	1626	1463	营业利润					财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	-	-	-	-	营业外净收支					盈利能力				
资产总计	3270	3234	3106	3254	利润总额	-201	-88	-32	88	ROE	-30%	-14%	-5%	13%
短期借款	-	-	-	-	所得税费用	22	10	3	-13	毛利率	73%	73%	73%	73%
应付款项	127	210	225	336	净利润	-223	-98	-35	102	期间费率	0%	0%	0%	0%
预收帐款					少数股东损益	-	-	-	-	销售净利率	-11%	-4%	-1%	2%
其他流动负债	669	627	497	411	归属于母公司净利润	-223	-98	-35	102	成长能力				
流动负债合计	795	837	723	747	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	25%	36%	32%	32%
长期借款及应付债券	200	200	200	200	经营活动现金流	298	253	118	414	利润增长率	53%	56%	64%	389%
其他长期负债	1521	1521	1521	1521	净利润	-223	-98	-35	102	营运能力				
长期负债合计	1721	1721	1721	1721	少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.62	0.85	1.17	1.47
负债合计	2516	2558	2444	2468	折旧摊销	168	226	204	185	应收账款周转率	313.98	317.00	320.00	323.00
股本	655	130	130	130	公允价值变动	306	108	120	145	存货周转率	10.63	11.00	12.00	13.00
股东权益	753	677	663	786	营运资金变动	46	18	-172	-18	偿债能力				
负债和股东权益总计	3270	3234	3106	3254	投资活动现金流	-207	-11	-11	-11	资产负债率	77%	79%	79%	76%
					资本支出	-211	-	-	-	流动比	0.87	1.05	1.32	1.72
					长期投资	-	-	-	-	速动比	0.78	0.97	1.19	1.58
					其他	3	-11	-11	-11					
					筹资活动现金流	-225	-96	-109	-134					
					债务融资	20	0	0	0					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-245	-96	-109	-134					
					现金净增加额	-112	167	18	290					

注: 股价单位为港币, 财报货币单位为人民币, 港元兑人民币汇率采用2023.08.23的即期汇率0.93

商社小组介绍

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：研究助理，北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：研究助理，香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：研究助理，对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：分析师，本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：研究助理，中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

分析师承诺

芦冠宇，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 商社研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597