

2023年09月11日
达势股份(01405.HK)

ESSENCE

披萨新势力，发展加速度（更正）

达势股份是全球最大的披萨公司 Domino's Pizza 在中国区（包括港澳）的总运营商。截止 2022 年底，公司共经营 588 家直营门店，实现营收 20.21 亿元/+25.49%，净利润-2.23 亿元。公司虽持续亏损，但净利率已有明显改善，由 2019 年的-21.7%提升至 2022 年的-11.02%。

中国披萨市场呈现头部集中度高、连锁化率高、外送占比高的特点，但门店主要集中在一线及新一线城市，二线及以下市场渗透率仍有提升空间。2016 年至 2019 年，中国披萨市场收入规模 CAGR 达 13.7%。2022 年中国每百万人约有 11.7 家披萨门店（一线及新一线城市 25 家，二线、三线及以下城市 15、7 家），同期日韩达 20 家，二、三线及以下城市披萨渗透率仍有较大提升空间。2022 年以收入计算标准，前五大品牌占据 49.9% 的市场份额，其中必胜客中国以 35.2% 的比例遥遥领先。分城市来看，达美乐、尊宝披萨在部分一线城市的门店数接近甚至超过必胜客，但其他城市门店数均有所不及，在非一线城市其他品牌仍有较大的拓店空间。

达美乐牢牢把握外送需求，新增长市场（指北上之外市场）加速拓店，关注单店模型持续优化下公司整体盈利扭亏时间点。公司重视外送需求，从门店选址、自建调度系统、配置专职骑手等方面构建起成熟的外卖体系，坚持“30 分钟必达”的承诺。2019-2022 年外送收入占比持续稳定在 70% 左右。公司门店主要集中在北京、上海，过往开店速度并不快，利用上市募投资金，公司计划加快拓店速度，2023、24 年计划分别新开 180、240 家。单店模型方面，随着京沪以外市场门店的铺设开来，品牌力的提升有望带动新增长市场的单店日销不断向京沪水平靠近，同时租金、原材料等成本的优化带动公司门店层面经营利润率持续提升，已从 2020 年的 3.4% 提升至 2022 年的 10.1%，关注单店模型持续优化背景下公司扭亏为盈的转折点。

投资建议：我们预计 2023-2024 年公司营业收入同比+33.9%/+37% 至 27.07/37.09 亿元；净利润 2023-2024 年减亏，分别减至-2.20/-0.22 亿元。参考港股可比餐饮公司估值，给予公司 2023 年 2.6 倍 PS，对应目标市值 70.38 亿元（约 78.2 亿港元），目标价 60.15 港元，给予“买入-A”评级。

风险提示：公共卫生疾病爆发风险、宏观经济波动风险、市场竞争风险、汇率波动风险、预测假设不及预期。

注：更正同名报告摘要中关于公司营收的数据

公司深度分析

证券研究报告

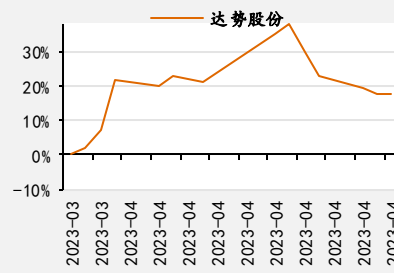
餐饮(HS)

投资评级	买入-A 首次评级
6 个月目标价	60.15 港元
股价 (2023-05-08)	52.00 港元

交易数据

总市值(亿港元)	67
流通市值(亿港元)	67
总股本(亿股)	1.3
流通股本(亿股)	1.3
12 个月价格区间	45.1/65.3 港元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

王朔

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030005

wangshuo2@essence.com.cn

万雨萌

联系人

wanyum@essence.com.cn

相关报告

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1611	2021	2706.8	3708.5	4953.3
净利润	-471.1	-222.6	-219.9	-21.9	171.6
每股收益(元)	-5.42	-2.34	-1.69	-0.17	1.32
市盈率(倍)	-14.85	-31.4	-31.8	-31.9	40.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 录

1. 达势股份：成长期披萨品牌，专注外卖业务拓展.....	5
1.1. 背靠全球最大披萨公司，管理团队快餐快餐行业经验丰富.....	5
1.2. 收入规模逆势增长，盈利能力不断改善.....	6
2. 国内披萨行业集中度高，低线城市渗透率仍有提升空间.....	8
2.1. 西餐市场规模快速发展，外送需求增长明显.....	8
2.2. 披萨外送比例持续提升，二三线城市渗透率提升仍有空间.....	10
2.3. 头部企业瓜分市场份额，店面分布聚集高线城市.....	13
3. 深耕外卖+发力新增长市场，单店模型持续优化.....	15
3.1. 门店选址+智能调度系统+自有骑手团队构建成熟的外卖体系.....	15
3.2. 单店模型优异，中央厨房产能利用率高.....	18
3.3. 巩固北上，发展新成长型市场.....	20
4. 投资建议.....	24
5. 风险提示.....	26

目 录

图 1. 达势股份发展历程.....	5
图 2. 全球发售后达势股份股权结构图.....	5
图 3. 达美乐收入及同比增长率.....	6
图 4. 达美乐经调整 EBITDA 及其利润率.....	7
图 5. 达美乐归母净利润.....	7
图 6. 达美乐毛利率及净利率.....	7
图 7. 达美乐各项成本开支占收入比例.....	7
图 8. 经营活动现金流量净额（亿元）.....	7
图 9. 中国餐饮收入及同比增长率.....	8
图 10. 2022 年中国餐饮分菜式收入占比.....	9
图 11. 外送行业规模及同比增长.....	9
图 12. 外送行业渗透率.....	9
图 13. 连锁餐厅占整体餐饮业比例.....	10
图 14. 连锁餐厅占西餐市场比例.....	10
图 15. 2016-2027 年（预计）中国披萨餐厅市场的市场规模（单位：十亿元）.....	10
图 16. 2022 年每百万人口披萨门店数量.....	11
图 17. 2022 年中国分城市每百万人口披萨门店数量.....	11
图 18. 2016-2027 年（预计）中国披萨餐厅市场按城市等级划分的市场规模（单位：十亿元）.....	11
图 19. 2016-2027 年（预计）中国披萨餐厅市场按外送及堂食划分的市场规模（单位：十亿元）及外送规模占比.....	12
图 20. 2022 年连锁餐厅占披萨市场比例.....	13
图 21. 2027 年（预计）连锁餐厅占披萨市场比例.....	13
图 22. 头部披萨企业门店分布情况.....	14
图 23. 头部披萨企业门店占比情况.....	14
图 24. 2019-2022 年达美乐外送收入情况（单位：亿元）.....	15
图 25. 2019-2022 年达美乐外送收入占比.....	15
图 26. 达美乐专职骑手数、专职骑手完成订单数及外包骑手完成订单数.....	15

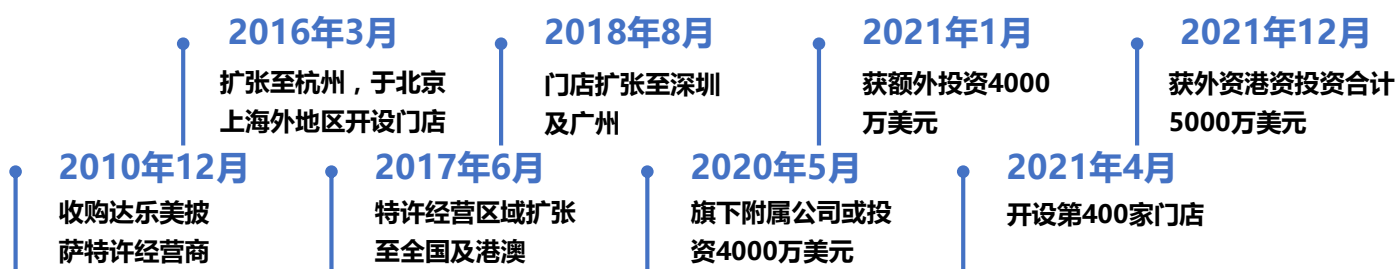
图 27. 达美乐专职骑手薪酬及外包骑手薪酬.....	15
图 28. 达美乐外卖体系.....	16
图 29. 达美乐自有线上渠道订单占比.....	17
图 30. 达美乐自有线上渠道活跃用户数量.....	17
图 31. 达美乐会员计划总会员数（万名）及同比增长.....	17
图 32. 达美乐活跃会员计划会员数（万名）及同比增长.....	17
图 33. 中央厨房功能.....	18
图 34. 达美乐门店层面经营利润及经营利润率.....	19
图 35. 达美乐同店销售增长率.....	19
图 36. 达美乐门店日均销售额.....	19
图 37. 达美乐每笔订单平均销售金额.....	19
图 38. 达美乐分城市门店日均销售额（元）.....	21
图 39. 达美乐分城市每笔订单平均销售金额（元）.....	21
图 40. 达美乐分城市门店经营利润（亿元）.....	22
图 41. 达美乐分城市门店经营利润率.....	22
图 42. 不同时间开业门店的日均销售额（元）.....	22
图 43. 募集资金用途.....	23
图 44. 初步资本开支的预期用途.....	23
表 1: 公司管理团队履历背景.....	6
表 2: 中国披萨市场按菜式划分复合年增长率.....	8
表 3: 中国披萨市场按城市划分复合年增长率.....	11
表 4: 中国披萨市场按外送及堂食划分复合年增长率.....	12
表 5: 2022 年按收益计算的中国比萨市场领先企业排名及市场份额.....	13
表 6: 头部披萨企业城市门店分布情况.....	13
表 7: 达美乐会员权益详情.....	17
表 8: 中央厨房产能及产能利用率.....	18
表 9: 达美乐门店层面成本拆分.....	19
表 10: 同行业公司三大成本开支数据对比.....	19
表 11: 达势股份门店数量变动.....	20
表 12: 达美乐门店分布情况.....	20
表 13: 达美乐、必胜客门店分布数量对比（截至 2023 年 4 月 15 日）.....	21
表 14: 达势股份收入及占比变动（单位：百万元）.....	21
表 15: 募集资金用于 2023、2024 年的部分门店网络扩张.....	23
表 16: 关键经营指标历史与预测.....	24
表 17: 可比公司估值.....	25
表 18: 2020 年~2025 年利润表历史与预测（单位：百万元）.....	27
表 19: 2020 年~2025 年资产负债表历史与预测（单位：百万元）.....	28
表 20: 2020 年~2025 年现金流量表历史与预测（单位：百万元）.....	29

1. 达势股份：成长期披萨品牌，专注外卖业务拓展

1.1. 背靠全球最大披萨公司，管理团队快餐快餐行业经验丰富

达势股份是国内增长最快的披萨公司，2022 年销售收入位列第三。按 2022 年的全球零售销售额计，达势股份的全球特许权授予人 Domino's Pizza, Inc. 是全球最大的披萨公司，截至 2023 年 1 月 1 日，在全球 90 多个市场拥有超 19800 家门店。2010 年 12 月，达势股份完成对 Pizzavest China Ltd (当时达美乐在北京、天津、上海、江苏和浙江的总特许经营商) 的收购，成为中国区总运营商。2017 年 6 月，与 Domino's International (Domino's Pizza, Inc. 的附属公司) 续签总特许经营协议，特许经营区域扩大至整个中国大陆、香港和澳门，初步期限为 10 年，满足条件可选择续期额外两个 10 年。

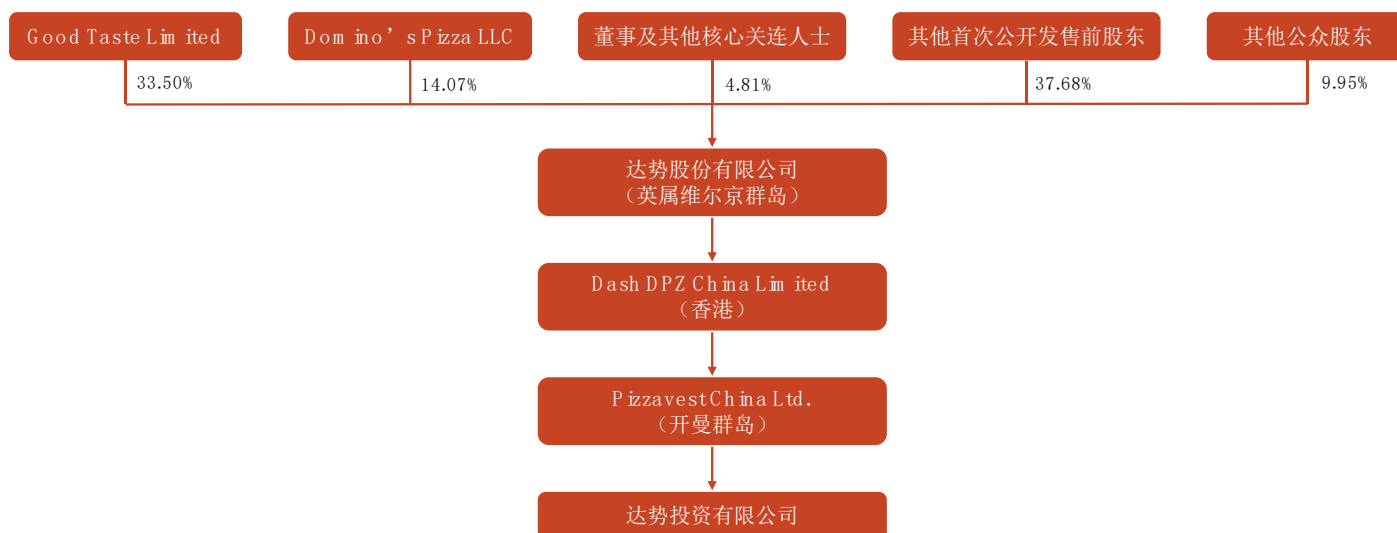
图1.达势股份发展历程



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

公司股权结构稳定，Good Taste 为第一大股东。达势股份的控股股东 Good Taste Limited (GTL) 持股 33.5%。公司第二大股东 Domino's Pizza LLC 持股 14.07%。Domino's Pizza LLC 是 Domino's, Inc. 的全资运营附属公司，而 Domino's, Inc. 是 Domino's Pizza, Inc. (DPI) 的直接全资附属公司。DPI 创建于 1960 年，是目前全球最大的披萨公司，达势股份为 DPI 的中国区运营商。

图2.全球发售后达势股份股权结构图



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

公司管理团队于快餐、快消行业有着丰富的从业经验。达美乐的管理团队大多都有快餐、快消类公司的从业背景，CEO 王怡曾任麦当劳中国特许经营副总裁，管理团队中还有成员曾在 Urban Revivo、可口可乐、雅诗兰黛等著名快消公司任职。管理层对于快餐、快消行业有着较为深刻的认知。

表1: 公司管理团队履历背景

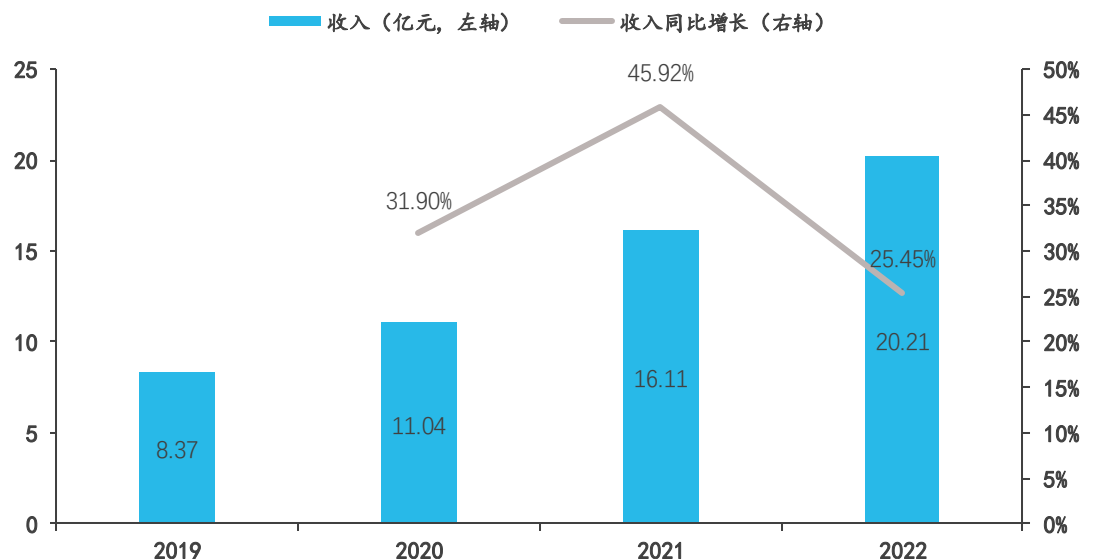
姓名	持股比例	职位	任职时间	职责	履历背景
王怡	0.78%	执行董事兼首席执行官	2017年5月	公司的整体战略规划及业务方向	曾任麦当劳中国特许经营副总裁、麦肯锡咨询公司业务经理等。青年总裁组织上海分会的成员。
Frank Paul Krasovec	2.03%	董事长、非执行董事、联合创始人	2008年4月	向董事会提供战略建议	TopGolf China and Southeast Asia 和 Swiftarc Ventures 的联合创始人；现任 Swiftarc Ventures 的执行主席、Southwestern University 和 Austin Theater Alliance 的董事会成员。
钟军		首席执行官	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首席运营官。
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；并有超过 10 年的银行业经验，曾任 CITIC CLSA 并购部门董事总经理、BofA Securities 亚洲工业组董事
徐歆奕	0.76%	首席绩效官	2017年11月	监督财务、法务及供应链运营	曾任可口可乐企业管理（上海）有限公司的财务总监、Lagardere China 的财务行政主管；获中国注册会计师证书。
王毓璟		首席营销官	2015年6月	整体品牌及营销事宜	拥有超过 10 年的营销经验，曾任雅诗兰黛（上海）商贸有限公司营销和品牌管理部以及客户关系管理部总监。

资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

1.2. 收入规模逆势增长，盈利能力不断改善

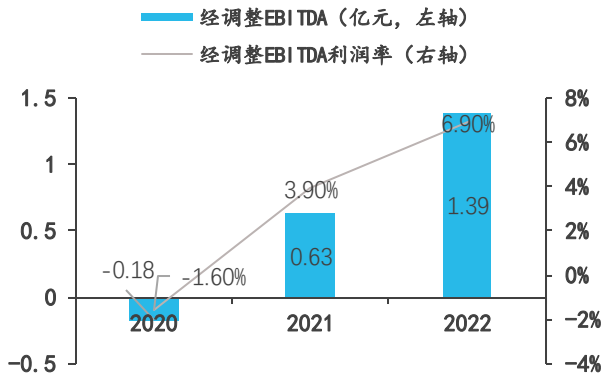
疫情之下公司收入规模逆势增长，经调整 EBITDA 由负转正并实现增长。2022 年，公司收入由 16.11 亿元增加至 20.21 亿元，同比增长 25.45%；经调整 EBITDA 由 0.63 亿元增加至 1.39 亿元，同比增长 120.63%，经调整 EBITDA 利润率为 6.90%/+3pct；归母净利润-2.23 亿元，相比 2021，22 年亏损有所缩窄，主要是新增长市场（指北上之外市场，下同）的盈利能力有所改善所致。

图3.达美乐收入及同比增长率



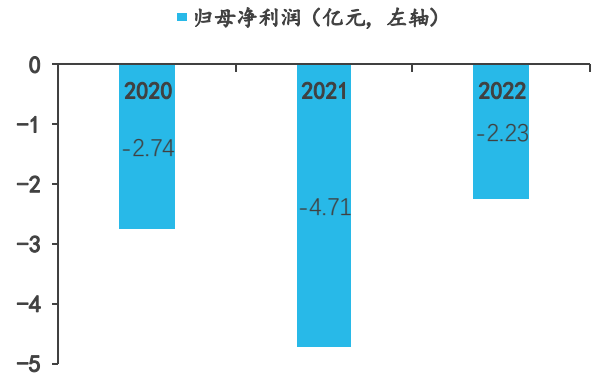
资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图4.达美乐经调整 EBITDA 及其利润率



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

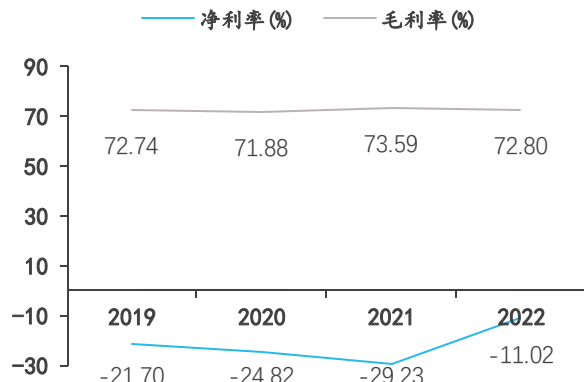
图5.达美乐归母净利润



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

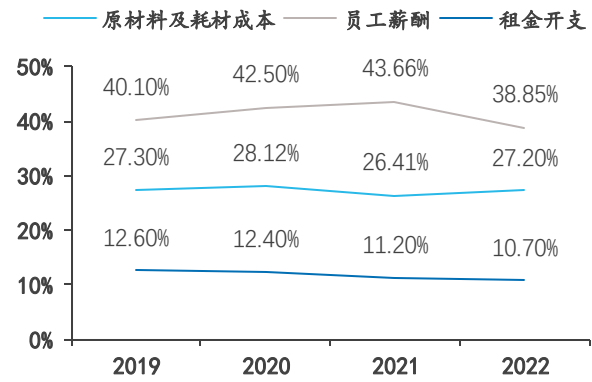
2022 年公司员工薪酬及租金开支下降，净利率改善。2020-2022 年租金开支占比持续下降，主要是由于收入强劲增长，且随品牌知名度的提高谈判能力有所增强。2020-2022 年原材料及耗材成本增加与收入增长趋势一致。2020-2021 年员工薪酬占比上涨，主要是由于公司层级的员工薪酬增加所致；2021-2022 年员工薪酬下降，主要是由于公司层级以股份为基础的薪酬有所减少所致。盈利能力方面，2022 年公司毛利率保持稳定，净利率为-11.02%/+18.21pct，净利率回升主要是受员工薪酬及租金开支占比下降所致。同时，公司 2022 年实现经营活动现金流量净额 2.98 亿元/-10.2%，同比 2019 年增长 140.32%，经营活动现金流量充足，可满足公司日常经营及未来扩张计划。

图6.达美乐毛利率及净利率



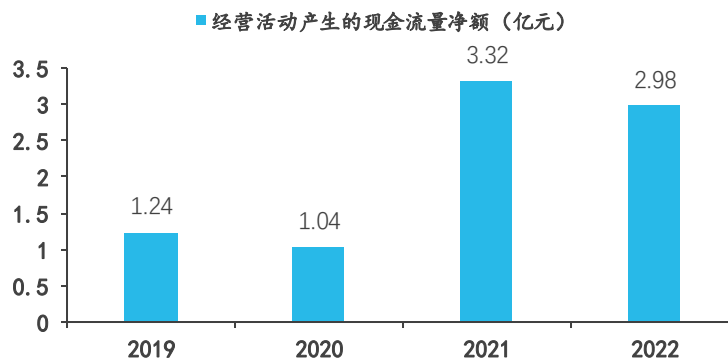
资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图7.达美乐各项成本开支占收入比例



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图8.经营活动现金流量净额 (亿元)



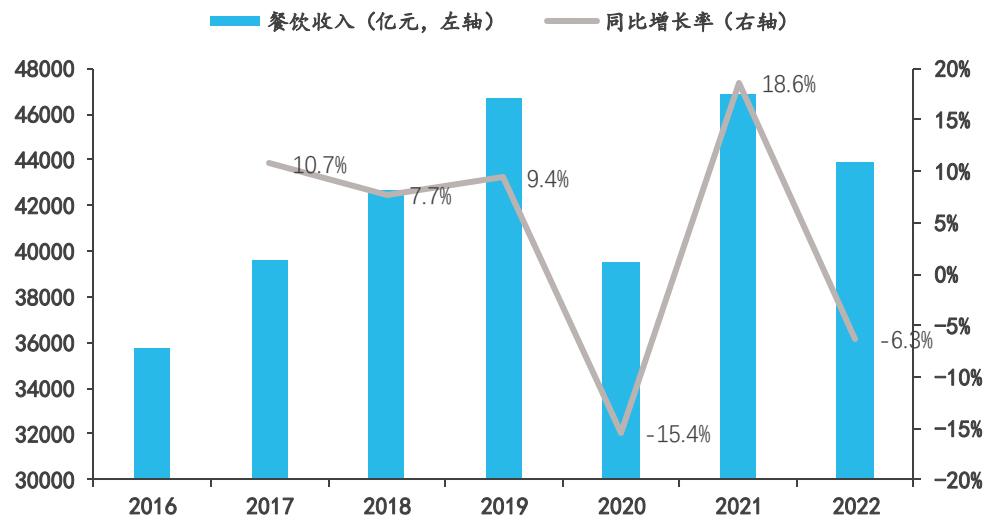
资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

2. 国内披萨行业集中度高，低线城市渗透率仍有提升空间

2.1. 西餐市场规模快速发展，外送需求增长明显

受可支配收入及城市化水平提升、外出就餐及外送渗透率提高以及食品安全改善及监管环境良好推动，中国餐饮业收入规模快速增长。中国餐饮业指为消费者提供预制食品及餐饮场所的商业活动。中国餐饮业收益规模从 2016 年的 35799 亿元增长至 2019 年的 46721 亿元，复合年增长率为 9.3%。2020 年受疫情影响餐饮业规模减少至 39527 亿元，但在 2022 年恢复至 43941 亿元。弗若斯特沙利文预计未来中国餐饮业将保持快速稳定增长并于 2027 年达到 76586 亿元，2022 年至 2027 年复合年增长率预计为 11.8%。

图9.中国餐饮收入及同比增长率



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

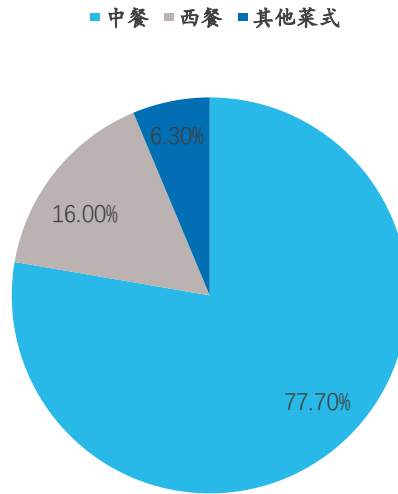
西餐市场规模增长迅速，预计 2022 年至 2027 年将以 13.2% 的复合年增长率增长。中国餐饮业按菜式可划分为中餐、西餐及其他菜式。2022 年，中餐占中国餐饮市场总量的 77.7%，其次是西餐，占比 16.0%，而其他菜式占比 6.3%。中餐厅及西餐厅的人均消费一般分别介于 15-150 元及 30-200 元之间。西餐及其他菜式过往比中餐发展更快。2016 年至 2019 年，西餐细分市场 11.7% 的复合年增长率超过了中餐同期 8.5% 的复合年增长率。2022 年至 2027 年，弗若斯特沙利文预计西餐细分市场将以 13.2% 的复合年增长率增长。

表2：中国披萨市场按菜式划分复合年增长率

	复合年增长率 (2016 年至 2019 年)	复合年增长率 (2022 年至 2027 年 (预计))
中餐	8.5%	-
西餐	11.7%	13.2%

资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

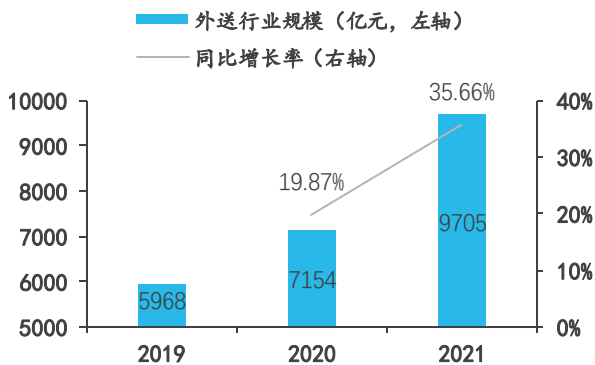
图10.2022年中国餐饮分菜式收入占比



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

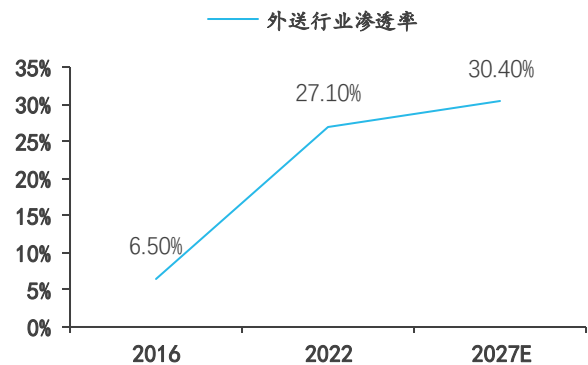
外送行业规模发展迅速，2016-2019年复合年增长率为37.2%，渗透率快速提升。2019、2020、2021年，外送行业持续增长，外送收入分别达到5968亿元、7154亿元及9705亿元，弗若斯特沙利文预计2022-2027年外送行业规模将以14.4%的复合年增长率增长至23316亿元。外送渗透率方面，外送占比从2016年的6.5%上升至2022年的27.1%，弗若斯特沙利文预计2027年外送渗透率将达30.4%。外送渗透率的增长主要是由于疫情推动、移动互联网普及率提升以及中国消费者生活节奏提高影响。

图11.外送行业规模及同比增长



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

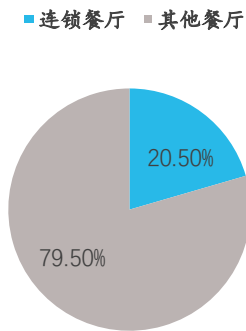
图12.外送行业渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

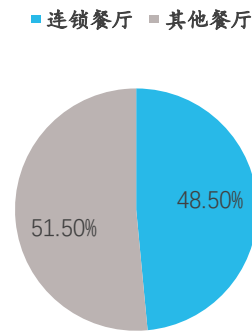
2022年，连锁餐厅占中国整体餐饮业份额的20.5%，占西餐细分市场股份的48.5%。与独立餐厅相比，连锁餐厅拥有众多优势，包括门店网络的大量铺设可加速提升品牌知名度及增加门店销量；餐厅管理更加有序，消费者对于连锁餐厅的菜品质量及安全性更有信任感；规模效应明显，可更好获取资本及人才并提高成本效率。连锁餐饮的优势预计能使其保持在西餐市场的份额。

图13.连锁餐厅占整体餐饮业比例



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

图14.连锁餐厅占西餐市场比例

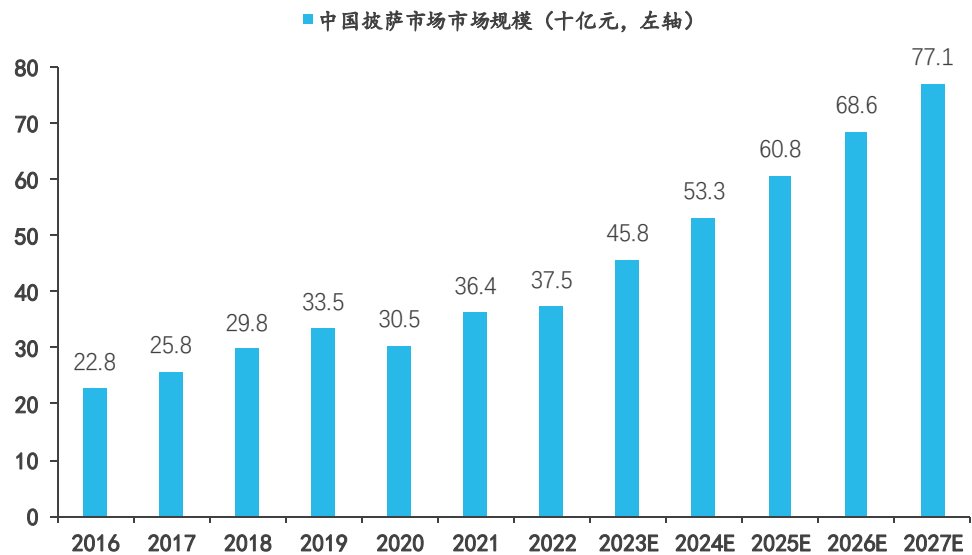


资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

2.2. 披萨外送比例持续提升，二三线城市渗透率提升仍有空间

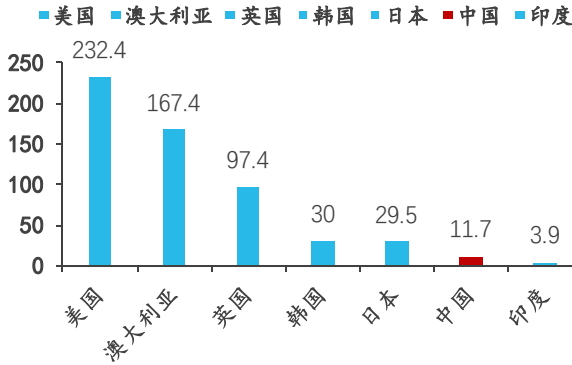
中国披萨市场规模持续增长，低线城市渗透率仍有提升空间。2016年至2019年，中国披萨市场收入规模从228亿元增长至335亿元，复合年增长率为13.7%。2022年至2027年，弗若斯特沙利文预计中国披萨市场规模将以15.5%的复合年增长率增长并将于2027年达到771亿元。中国城市化水平提高、消费者可支配收入增加以及对西餐接受程度不断提高，推动了中国披萨市场的增长。渗透率方面，根据弗若斯特沙利文的资料，2022年中国每百万人约有11.7家披萨门店，其中一线及新一线城市每百万人约有25家披萨门店，二线及三线（或三线以下城市）每百万人约有15家及7家披萨门店，而同期日本及韩国每百万人约有29.5家及30.0家门店。中国与日韩等东亚国家饮食文化相似，未来很可能达到接近日韩每百万人拥有的披萨门店密度，渗透率仍有上涨空间。

图15.2016-2027年（预计）中国披萨餐厅市场的市场规模（单位：十亿元）



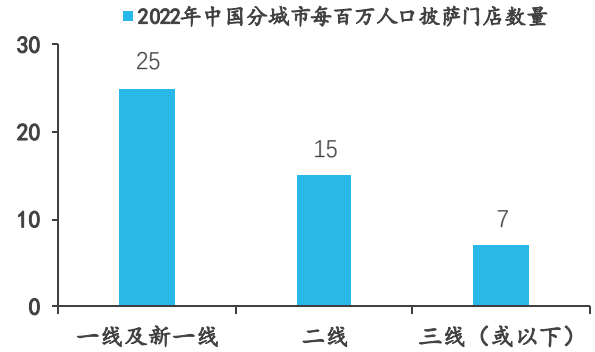
资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

图16.2022年每百万人口披萨门店数量



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

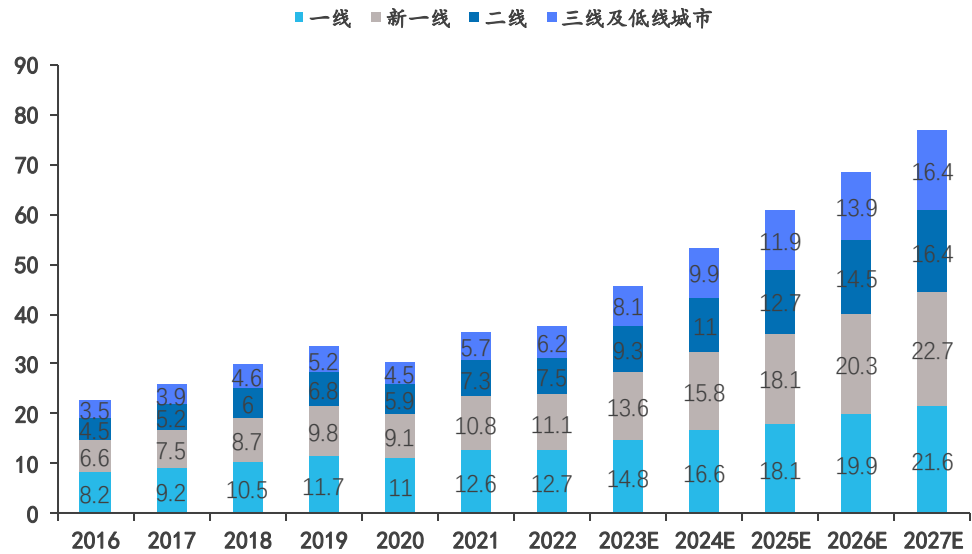
图17.2022年中国分城市每百万人口披萨门店数量



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

中国披萨市场目前主要集中在一线和新一线城市，低线城市正加速追赶。市场规模方面，根据招股书，2022年一线和新一线城市创造了中国披萨市场63.5%的收益，弗若斯特沙利文预计未来中国披萨市场仍将集中于一线和新一线城市，2027年将占中国披萨市场总量的57.5%。增长率方面，2016-2019年，各线城市的复合年均增长率均保持在12%以上，随低线城市披萨市场的进一步发展，预计2022-2027年三线及低线城市复合年均增长率可达21.3%。

图18.2016-2027年（预计）中国披萨餐厅市场按城市等级划分的市场规模（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

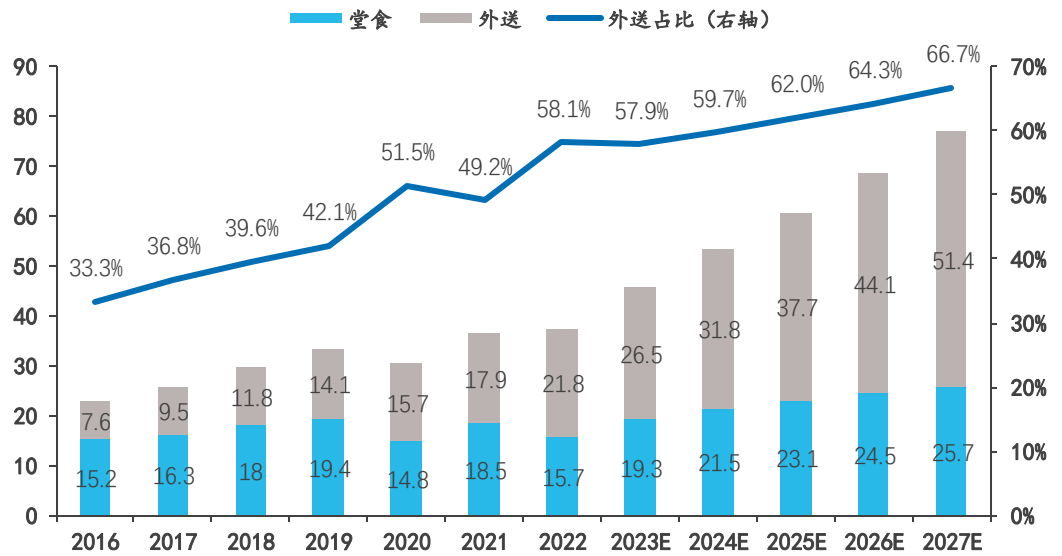
表3：中国披萨市场按城市划分复合年均增长率

	复合年均增长率 (2016年至2022年)	复合年均增长率 (2016年至2019年)	复合年均增长率 (2022年至2027年(预计))
总计	8.6%	13.7%	15.5%
一线	7.6%	12.6%	11.2%
新一线	9.1%	14.1%	15.4%
二线	8.9%	14.8%	16.9%
三线及低线城市	10.0%	14.8%	21.3%

资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

按外送及堂食划分，外送占比持续上涨，年复合增长率远超堂食。2016年至2019年，外送细分市场收益规模从76亿元增至141亿元，复合年增长率为22.9%。2020年中国披萨外送市场规模为157亿元。2022-2027年，弗若斯特沙利文预计外送细分市场将以18.7%的复合年增长率增长至514亿元。披萨品类具有份量较大，食用口感受配送时间影响较小，配送泼洒风险小等特点，是非常适合作为外送产品，疫情期间的居家餐饮进一步加速其发展，2020年外送披萨占比过半，弗若斯特沙利文预计外送占比将持续提升并于2027年达到66.7%。

图19.2016-2027年（预计）中国披萨餐厅市场按外送及堂食划分的市场规模（单位：十亿元）及外送规模占比



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

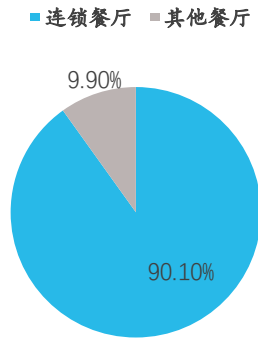
表4：中国披萨市场按外送及堂食划分复合年增长率

	复合年增长率 (2016年至2022年)	复合年增长率 (2016年至2019年)	复合年增长率 (2022年至2027年(预计))
合计	8.6%	13.7%	15.5%
堂食	0.5%	8.5%	10.4%
外送	19.2%	22.9%	18.7%

资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

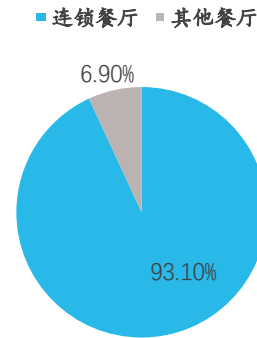
中国披萨市场以连锁餐厅为主，预期未来连锁餐厅将保持其在中国披萨市场的主导地位。按市场规模计算，2022年连锁餐厅占中国披萨市场的90.1%，以绝对优势占据主导地位。2027年，弗若斯特沙利文预计中国披萨市场连锁餐厅的市场规模将达718亿元，或占整个中国披萨市场的93.1%，将继续保持其主导地位。

图20.2022年连锁餐厅占披萨市场比例



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

图21.2027年（预计）连锁餐厅占披萨市场比例



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

2.3. 头部企业瓜分市场份额，店面分布聚集高线城市

中国披萨市场高度集中,2022年前五大披萨企业的总收益占比49.9%,总外送收益占比44.5%,一线城市收益占比52.7%,一线城市外送收益占比50.6%。必胜客中国作为第一大披萨企业,2022年总收益占比35.2%,外送收益占比26.1%,一线城市收益占比22.8%,一线城市外送收益占比15.7%,各项数据均为行业最高。整体来看,披萨行业市场市场份额集中于头部五大企业,而前五大企业中必胜客中国遥遥领先,市场头部集中态势明显。

表5: 2022年按收益计算的中国比萨市场领先企业排名及市场份额

	总收益(十亿元)	市场份额	外送收益(十亿元)	市场份额	一线城市收益(十亿元)	一线城市整体市场份额(十亿元)	一线城市外送收益(十亿元)	一线城市外送市场份额(十亿元)
必胜客中国	13.2	35.2%	5.7	26.1%	2.9	22.8%	1.3	15.7%
尊宝披萨	2.1	5.6%	1.5	6.9%	1.6	12.6%	1.2	14.5%
达美乐中国	2.0	5.3%	1.5	6.9%	1.1	8.7%	0.9	10.8%
乐凯撒披萨	0.7	1.9%	0.5	2.3%	0.7	5.5%	0.5	6.0%
棒约翰中国	0.7	1.9%	0.5	2.3%	0.4	3.1%	0.3	3.6%
前五名	18.7	49.9%	9.7	44.5%	6.7	52.7%	4.2	50.6%
其他	18.8	50.1%	12.1	55.5%	6.0	47.3%	4.1	49.4%
总计	37.5	100.0%	21.8	100.0%	12.7	100.0%	8.3	100.0%

资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

头部披萨企业门店分布多集中于一线、新一线城市。必胜客中国和尊宝披萨在中国的门店数量最多,而达美乐中国、棒约翰和乐凯撒开店数量相对较少。其中,必胜客中国的门店在一二三线城市分布较为平均,在新一线的占比最大;尊宝披萨在一线城市占比最大,新一线与二三线城市门店数量差距不大。达美乐中国、棒约翰和乐凯撒的门店基本分布在一线城市,其中达美乐中国在新一线城市也有一定布局,棒约翰在新一线和二线城市也有一定布局,乐凯撒几乎所有门店都在一线城市。

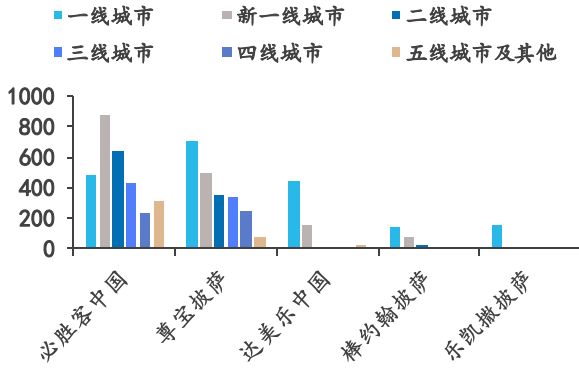
表6: 头部披萨企业城市门店分布情况

	必胜客中国	尊宝披萨	达美乐中国	棒约翰披萨	乐凯撒披萨
一线城市	482	701	442	148	151
新一线城市	874	498	159	76	11
二线城市	636	354	14	30	11
三线城市	435	339	3	14	2
四线城市	232	250	1	4	0

五线城市及其他	307	74	24	3	0
总数	2966	2216	643	275	175

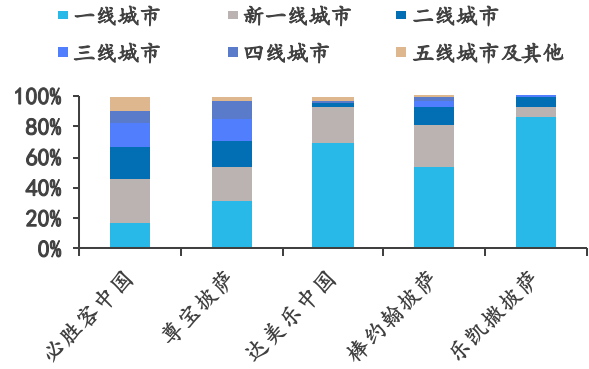
资料来源：窄门餐眼，安信证券研究中心

图22.头部披萨企业门店分布情况



资料来源：窄门餐眼，安信证券研究中心

图23.头部披萨企业门店占比情况



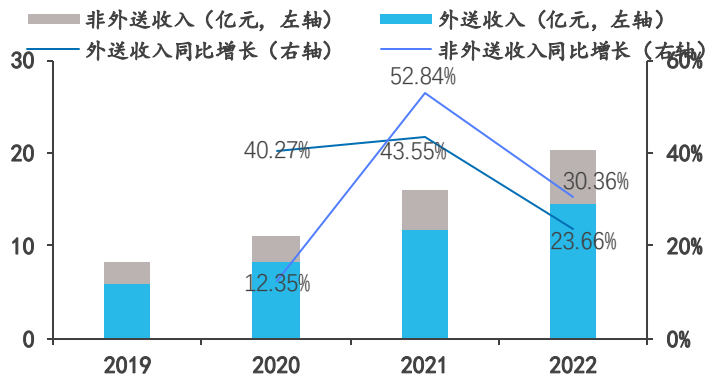
资料来源：窄门餐眼，安信证券研究中心

3. 深耕外卖+发力新增长市场，单店模型持续优化

3.1. 门店选址+智能调度系统+自有骑手团队构建成熟的外卖体系

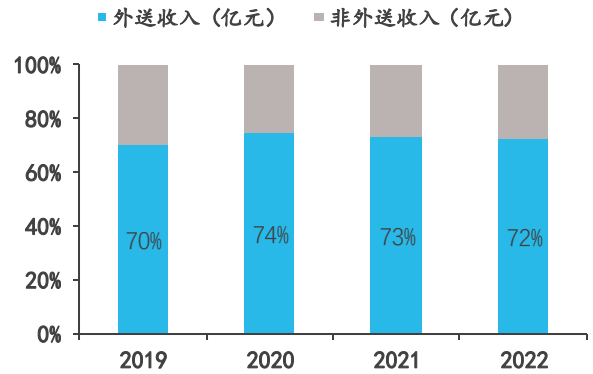
2019-2022 年外送收入占比持续稳定在 70%~74%。根据招股书，2022 年达美乐约 72% 的销售来自外送订单，远高于约 58% 的行业平均水平。外送收入的高占比为进一步完善并支持达美乐在外送方面的领导地位提供了丰富的经验。受疫情影响，消费者对外送及外带服务的需求增长，2020~2022 年外送占比较疫情前有明显提升。

图 24.2019-2022 年达美乐外送收入情况（单位：亿元）



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

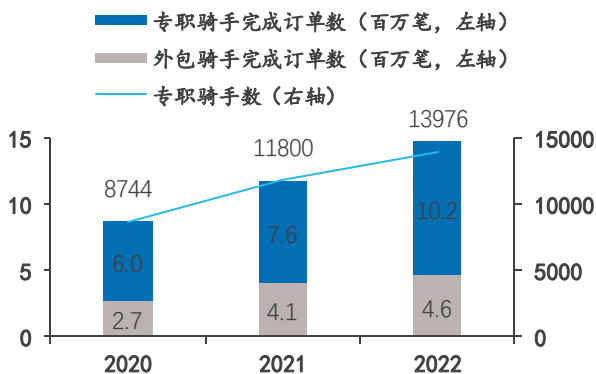
图 25.2019-2022 年达美乐外送收入占比



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

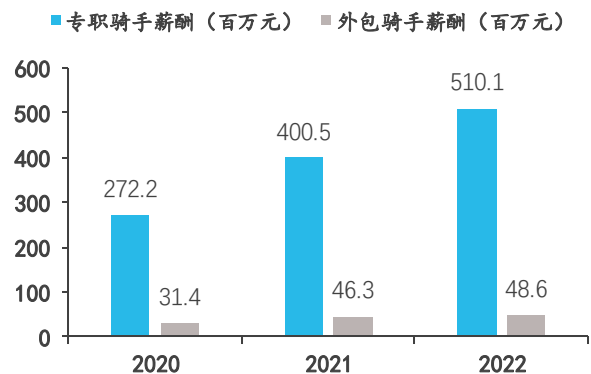
为外送业务专门优化门店位置及设计，并配备专职骑手队伍以提升配送效率。达美乐从外送业务角度对门店网络进行布局，让门店的配送区域覆盖高密度住宅及商业区，通过优化门店的配送半径并简化厨房设计及备餐程序，最大化效率，确保客户下单 30 分钟内收到外送订单。门店人员配置方面，按动态灵活的方式配备员工，各门店通常配备 20 至 30 名团队成员，日常轮班中门店团队由大约两名全职管理人员、一名全职员工及十名兼职员工组成，管理人员监督门店整体运营，非管理人员身兼多个岗位，既是员工又是骑手。达美乐配有专业骑手队伍，既包括专职骑手也包括外包骑手。专职骑手是指于当班期间驻守达美乐门店，且仅配送达美乐门店订单的骑手，达美乐门店所有全职及兼职员工均为专职骑手，2022 年门店专职骑手数达 13976 人/+18.4%。外包骑手是通过第三方外送服务提供商按需聘用的，以保证在高峰期保持充足和灵活的骑手数量，公司与外包人员并无任何直接的劳动合同关系。2022 年专职骑手完成订单数 1020 万笔/+34.2%，外包骑手完成订单数 460 万笔/+12.2%，专职骑手薪酬 51010 万元/+27.4%，外包骑手薪酬 4860 万元/+5.0%。

图 26.达美乐专职骑手数、专职骑手完成订单数及外包骑手完成订单数



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图 27.达美乐专职骑手薪酬及外包骑手薪酬



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

达美乐通过智能订单调度系统提升配送效率，帮助实现 30 分钟必达的承诺。达美乐部署智能订单调度系统，可根据门店订单状态及骑手返回门店途中的位置有效为订单匹配骑手，确保骑手可于订单准备好后尽快取餐。智能订单调度系统也可以规划最佳配送路线，包括在不影响外送服务质量的情况下一次处理多个外送订单，有助于有效管理骑手，实现 30 分钟必达的承诺。达美乐通过提供 30 分钟必达的承诺向客户提供与众不同的外送体验，倘若未能履行承诺便会赠送客户优惠券。根据弗若斯特沙利文报告，达美乐是中国唯一一家在所有销售渠道提供 30 分钟必达承诺的披萨公司。根据招股书，2021 年，达美乐约 90% 的外送订单完成送达承诺，平均订单完成时间约为 23 分钟。

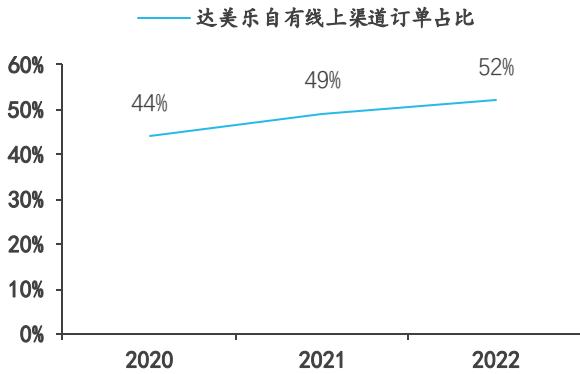
图28.达美乐外卖体系

外送专长	门店设计	战略规划门店网络+厨房效率最大化+无缝提取外送订单
	30分钟必达	2021年平均订单完成时间为23分钟，超过91%外送订单实现
专职骑手车队	保留对端到端外送体验的控制+确保食品安全	
	能够获得有关外送的数据，帮助改善外送业务	
	收取配送费，但在下单金额超过一定数额时免收配送费	
智能订单调度及配送	智能配备骑手	根据预测门店需求，自动配备适当数量骑手
	骑手订单匹配	考虑骑手与客户的相对位置和店内订单有效匹配
	路线优化	优化路线及提供清晰的导航指引，为骑手赋能
	数据驱动优化	收集有关配送过程表现的数据，并对其进行分析

资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

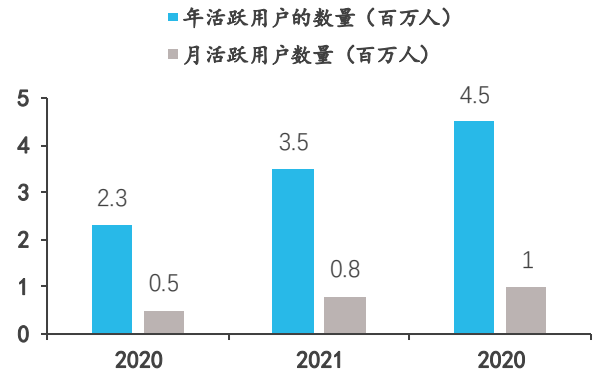
搭建完善的自有线上渠道，包括达美乐专有的应用程序及网站、微信小程序和微信公众号，以构建与客户直接的沟通营销渠道。达美乐可以利用自有线上渠道生成的数据更好地了解及服务客户。自有线上渠道的用户群一直快速增长，2020、2021 及 2022 年，活跃用户的数量分别为 230 万人、350 万人及 450 万人，2020-2022 年的复合年增长率为 40.6%。2020、2021 及 2022 年，达美乐线上渠道的月活跃用户数量分别为 50 万人、80 万人及 100 万人，2020-2022 年的复合年增长率为 39.11%。根据招股书，2021 及 2022 年，达美乐分别有 96.0%、95.6% 的外送、堂食及外带订单来自线上渠道，远高于行业平均水平（低于 70%）。在所有的线上渠道中，达美乐自有线上渠道产生的订单占比日益提高，2020 年、2021 年及 2022 年占比分别约 44%、49% 及 52%。

图29.达美乐自有线上渠道订单占比



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

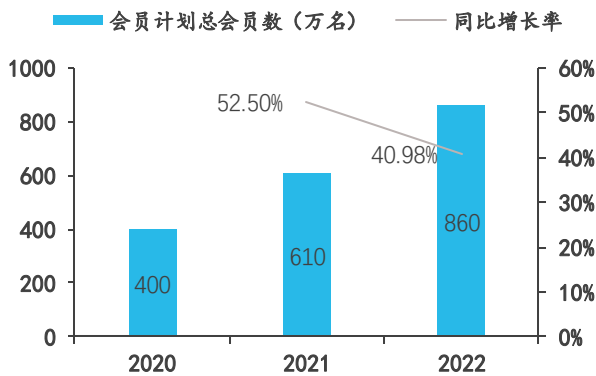
图30.达美乐自有线上渠道活跃用户数量



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

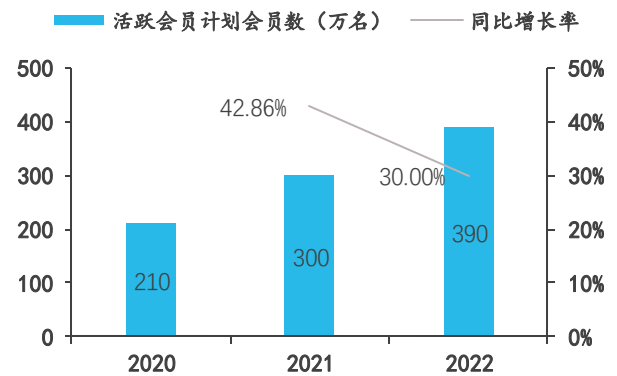
通过会员计划培养客户的忠诚度，客户能通过达美乐专有应用程序及网站、微信小程序及微信公众号入会。会员计划中，顾客可通过下单获得奖励积分，积分可用于兑换奖励（如订单折扣或打折食品）。除兑换积分外，客户也可以获得根据喜好定制的促销活动。截至2020年、2021年及2022年末，会员计划分别吸引400万、610万及860万名会员，2020-2022年的复合年增长率为47%。活跃会员计划会员人数相应增加，截至2020年、2021年及2022年末，公司分别有210万、300万及390万名活跃会员计划会员。

图31.达美乐会员计划总会员数（万名）及同比增长



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

图32.达美乐活跃会员计划会员数（万名）及同比增长



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

表7：达美乐会员权益详情

会员等级	等级变动的评定标准	会员权益					积分抵扣规则
		会员积分	双倍庆生	相聚有礼	升级礼	尊享积分	
初享达人	1) 新入会会员/初享达人当笔消费倒推的连续12个自然月内累计获得积分<300; 2) 心享达人或尊享VIP在该会员等级有效期内累计获得积分<300。	✓	✓	✓			
心享达人	1) 300≤新入会会员/初享达人当笔消费倒推的连续12个自然月累计获得积分<1000; 2) 300≤尊享VIP或心享达人在该会员等级有效期内累计获得积分<1000。	✓	✓	✓	✓		150积分=8元人民币抵扣金额 250积分=15元人民币抵扣金额 400积分=30元人民币抵扣金额 600积分=60元人民币抵扣金额 800积分=80元人民币抵扣金额 1000积分=110元人民币抵扣金额
尊享VIP	1) 新入会会员/初享达人当笔消费倒推的连续12个自然月内无等级变动，且累计获得积分≥1000; 2) 心享达人会员当笔消费倒推的连续12个自然月内无等级降级，且累计获得积分≥1000; 3) 尊	✓	✓	✓	✓	✓	

享VIP会员，在该会员等级有效期内重新累计获得积分 ≥ 1000 。

资料来源：达美乐微信小程序，安信证券研究中心

3.2. 单店模型优异，中央厨房产能利用率高

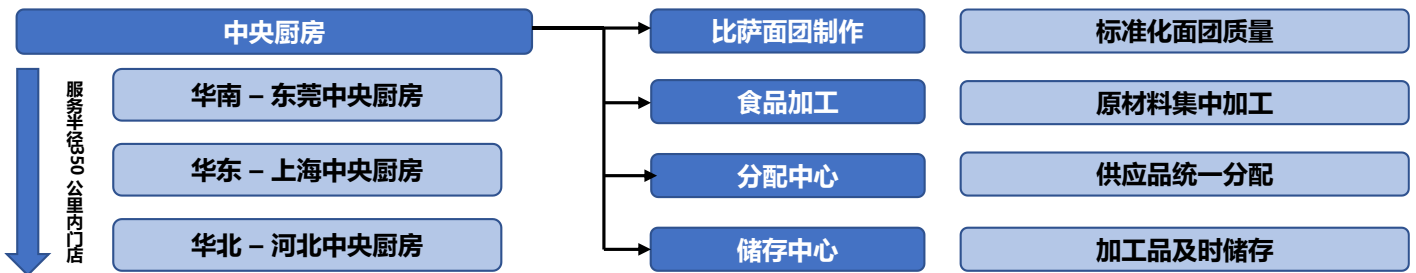
2022年中央厨房产能提高至930万公斤，中央厨房产能利用率平均可达64%。截至2022年底，达美乐在中国共有三个中央厨房，分别是上海中央厨房、河北三河中央厨房和广东东莞中央厨房，覆盖华东、华北及华南地区。每家中央厨房可保障半径350公里内的门店供应。上海中央厨房（服务华东地区）的产能利用率从2020年起持续下降，主要是由于扩大中央厨房产能所致。河北三河中央厨房（服务华北地区）的产能利用率从2020年的74%提高至2021年的95%，随后2022年因扩大中央厨房的产能而下降至73%。广东东莞中央厨房（服务华南地区）的产能利用率从2020年的19%提高至2022年的54%，主要是由于达美乐门店网络增长、扩大生产所致。根据招股书，公司预期新店的供应需求仍将由现有央厨满足，在门店网络扩张超过现有央厨的服务半径后（350公里），公司会继续考虑新建中央厨房以满足不断扩大的门店网络。

表8：中央厨房产能及产能利用率

	2019年		2020年		2021年		2022年	
	产能（百万千克）	利用率	产能（百万千克）	利用率	产能（百万千克）	利用率	产能（百万千克）	利用率
华东	2.2	68%	2.2	90%	3.3	71%	4.2	62%
华北	2.2	57%	2.2	74%	2.2	95%	3.3	73%
华南	1.8	10%	1.8	19%	1.8	43%	1.8	54%
总计	6.2	48%	6.2	64%	7.3	71%	9.3	64%

资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

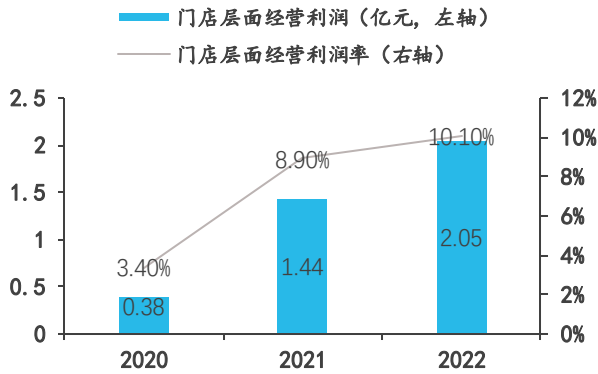
图33.中央厨房功能



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

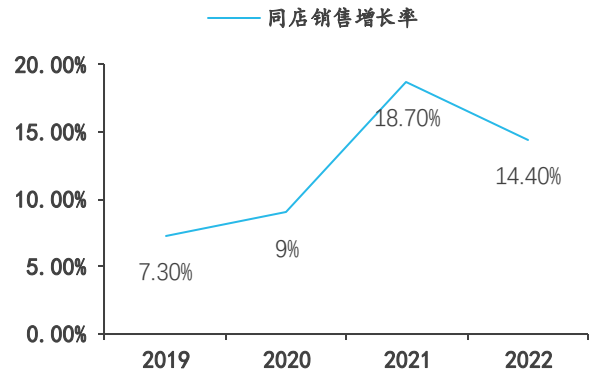
门店层面盈利能力持续优化，租金成本持续优化，薪酬成本仍处高位。2020-2022年达美乐门店层面的经营利润及经营利润率不断提升，2022年达美乐门店层面经营利润为2.05亿元/+42.36%，门店层面经营利润率为10.1%/+1.2pct。门店层面经营利润率的提高主要由于新旧门店销售额均有所增加以及门店网络扩张所带来的规模效应。2020-2022年达美乐同店销售额保持增长态势，2022年的同店销售增长率为14.4%，该增长主要是由于达美乐品牌知名度的提升以及受疫情影响外送需求提升所致。2020-2022年达美乐门店日均销售额及单笔订单销售额持续增长，2022年门店日均销售额11445元/+7.04%，单笔订单销售额93.2元/+2.98%，门店日销售额的增长来源于订单数量的增加以及单笔订单销售额增长两方面。成本及开支方面，门店层面三项主要开支（员工薪酬、租金开支、原材料及耗材）占收入的比例在2020-2022年均基本保持稳定。

图34.达美乐门店层面经营利润及经营利润率



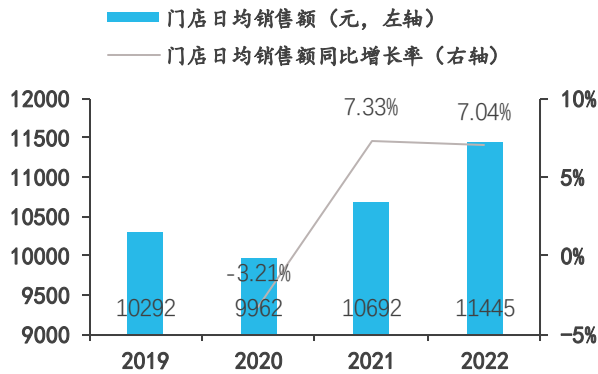
资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图35.达美乐同店销售增长率



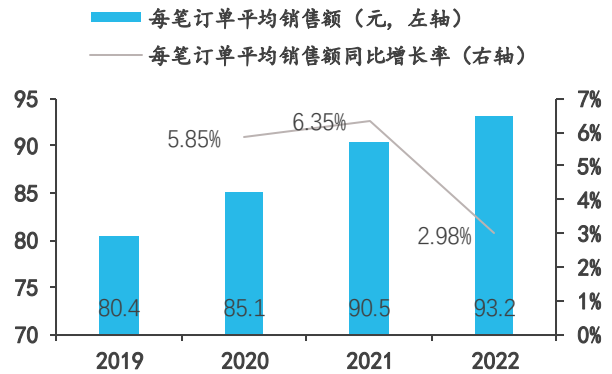
资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图36.达美乐门店日均销售额



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图37.达美乐每笔订单平均销售金额



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

表9：达美乐门店层面成本拆分

	门店收入 (亿元)	门店层面经营利润率	以薪金为基础的开支占比	租金开支占比	原材料及耗材成本占比	厂房及设备折旧占比	无形资产摊销占比	水电费占比	广告及推广开支占比	门店经营及维护开支占比
2020	11.04	3.40%	28.60%	11.90%	28.10%	6.97%	3.64%	4.87%	7.82%	6.86%
2021	16.11	8.90%	28.70%	10.90%	26.40%	6.13%	2.67%	4.44%	7.57%	6.32%
2022	20.21	10.10%	28.60%	10.40%	27.20%	5.97%	2.35%	4.10%	5.78%	6.42%

注：(1) 门店层面经营利润指收益减门店层面产生的运营成本，包括以薪金为基础的开支、原材料及耗材成本、使用权资产折旧、厂房及设备折旧、无形资产摊销、可变租赁付款、短期租金开支、水电费、广告及推广开支、门店经营及维护开支及其他开支。

(2) 租金开支包括使用权资产折旧、可变租赁付款、短期租金及其他相关开支

资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

2022年达美乐净利率改善明显，原材料及耗材占比、租金及相关开支占比显著低于同行业公司平均水平。横向对比达美乐与海底捞、九毛九、百胜中国、海伦司、奈雪的茶等同行知名公司，2019年达美乐的净利率最低，员工开支占比显著高于平均水平；而2022年，达美乐的净利率已上升到中间水平，员工开支占比只略高于平均水平，随着达美乐对员工薪酬的持续管理，该项开支占比有望进一步降低。其他成本方面，达美乐的原材料及耗材占比、租金及相关开支占比在疫情前后均低于平均水平。纵向对比，2022年达美乐三大成本开支占比均有所下降，其中原材料及耗材成本较为稳定，员工开支、租金开支占比下降明显，这是因为公司持续管理员工薪酬，品牌力提升致租金议价能力增强等所致。

表10：同行业公司三大成本开支数据对比

收入 (亿元)		净利率		原材料及耗材占比		员工开支占比		租金及相关开支占比	
2019	2022	2019	2022	2019	2022	2019	2022	2019	2022

百胜中国餐厅	\$79.3	\$91.1	15.97%	14.10%	31.28%	31.13%	22.80%	26.22%	29.94%	28.58%
海底捞	265.56	310.90	12.23%	6.81%	42.32%	41.51%	30.10%	32.94%	0.90%	0.88%
九毛九	26.87	40.06	9.64%	2.35%	36.67%	36.13%	25.93%	28.31%	9.80%	12.14%
达美乐	8.37	20.21	-21.70%	-9.94%	27.26%	27.20%	40.15%	38.85%	12.61%	10.71%
奈雪的茶	25.01	42.92	-1.71%	-12.04%	36.60%	33.00%	30.01%	31.74%	15.54%	15.47%
海伦司	5.65	15.59	18.58%	-103.67%	34.68%	36.04%	16.34%	64.35%	11.81%	25.70%
平均	-	-	5.5%	-17.07%	34.80%	34.17%	27.56%	37.07%	13.43%	15.58%

注：租金及相关开支包括使用权资产折旧和其他租金及相关开支。

资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

3.3. 巩固北上，发展新成长型市场

达美乐门店集中分布于北京上海，新增长城市开店空间大。截至 2022 年末，达美乐在中国的 16 个城市拥有 588 家直营门店，较 2021 年末净增 120 家。其中北京、上海 312 家，占比 53.1%，较 2021 年末净增 45 家；新增长市场（指北上之外市场）276 家，占比 46.9%，较 2021 年末净增 75 家。截至 2023 年 4 月 15 日，在达美乐门店数量占比前七的城市中，除上海外其他城市均未达到必胜客的门店分布密度，仍然存在加密空间。根据招股书，公司计划于 2023 年开设 180 家新店，2024 年开设 240 家新店，2025 及 2026 年开设 200 至 300 家新店。就地理位置而言，将专注于在中国的一线、新一线及二线城市开设门店，根据招股书，公司预期于 2022 年及 2023 年已开设及计划开设的 300 家门店的 46%、39%及 14%将分别位于中国一线、新一线及二线城市。

表11：达势股份门店数量变动

	2019	2020	2021	2022
期初门店数量	188	268	363	468
期内新开门店数量	83	98	108	130
期内关闭门店数量	3	3	3	10
期末门店数量	268	363	468	588

资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

表12：达美乐门店分布情况

	2019	2020	2021	2022
北京	81	100	124	153
上海	99	121	143	159
深圳	24	44	64	70
广州	7	21	41	49
天津	17	25	35	45
杭州	17	22	26	34
南京	14	18	18	34
苏州	8	9	9	14
无锡	1	3	7	8
宁波	-	-	1	5
佛山	-	-	-	6
东莞	-	-	-	6
珠海	-	-	-	1
中山	-	-	-	2
武汉	-	-	-	1
济南	-	-	-	1
总门店数量	268	363	468	588

资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

表13：达美乐、必胜客门店分布数量对比（截至 2023 年 4 月 15 日）

	北京	上海	深圳	广州	天津	杭州	南京
达美乐	156	162	71	53	47	37	34
必胜客	174	149	89	70	80	92	68

资料来源：窄门餐眼，安信证券研究中心

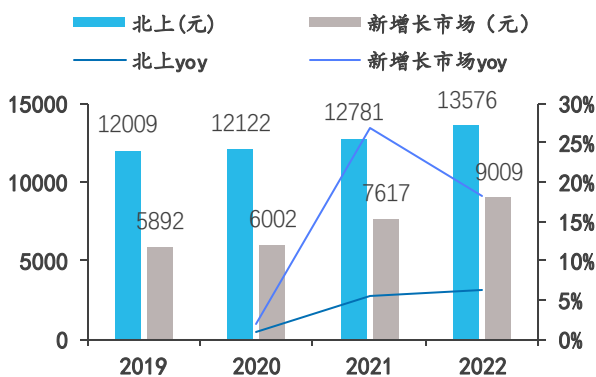
新增长市场门店日销与北上差距日益缩小，随着门店的加大铺设，品牌力持续提升，新增长市场创收能力有望持续提升。2022 年，北上的门店收入为 12.79 亿元/+11.51%，占总收入比例为 63.29%/-7.91pct，占比与 19、20、21 年相比呈下降趋势。2022 年，新增长市场的门店收入为 7.42 亿元/+59.91%，占总收入比例为 36.71%/+7.91pct，占比与 19、20、21 年相比呈上升趋势。门店日均销售额方面，20、21、22 年北上的日均销售额分别为 12122 元/+0.94%、12781 元/+5.44%、13576 元/+6.22%，新增长市场的日均销售额分别为 6002 元/+1.87%、7617 元/+26.91%、9009 元/+18.27%，近三年新增长市场的日销增长率均高于北上。此外，日均销售额会受到门店经营时长的影响，2020 年前开业门店的盈利能力明显高于新开业门店。新增长市场呈现出高于北上的发展势头，未来渗透新增长市场将是达美乐的发展方向之一。

表14：达势股份收入及占比变动（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022
北京与上海	702	869	1147	1279
新增长市场	135	235	464	742
总计	837	1104	1611	2021
北上占比	83.87%	78.71%	71.20%	63.29%
新增长市场占比	16.13%	21.29%	28.80%	36.71%

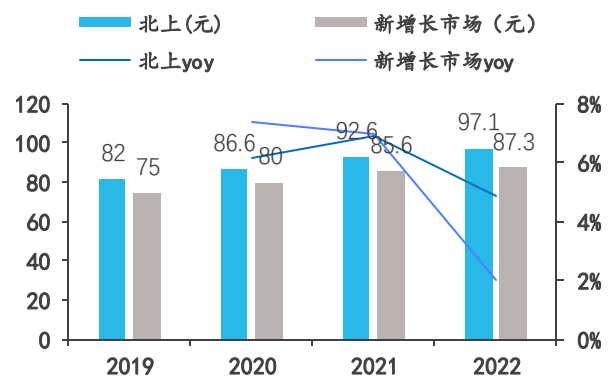
资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图38.达美乐分城市门店日均销售额（元）



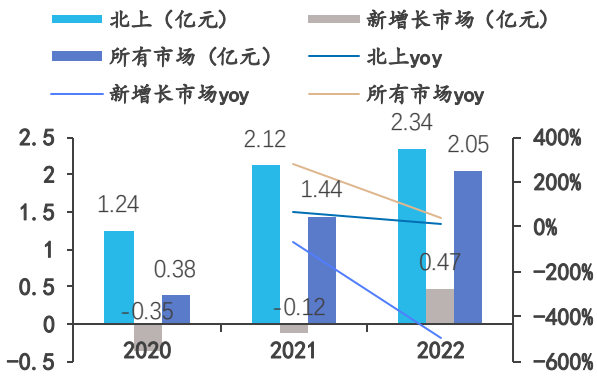
资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图39.达美乐分城市每笔订单平均销售金额（元）



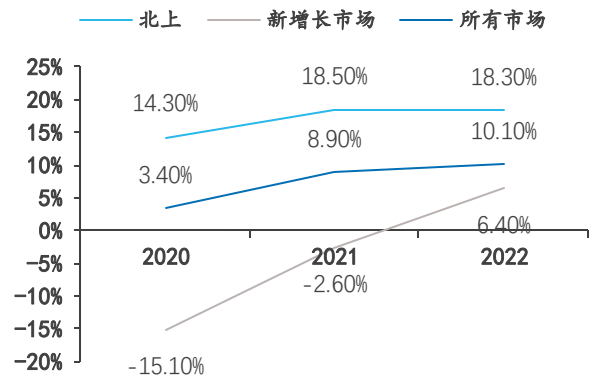
资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图40.达美乐分城市门店经营利润（亿元）



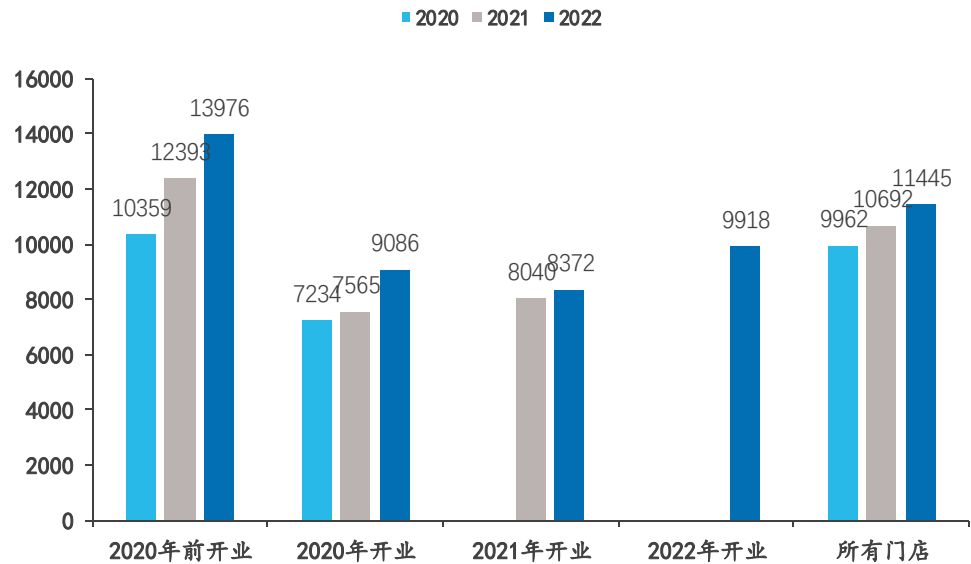
资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图41.达美乐分城市门店经营利润率



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

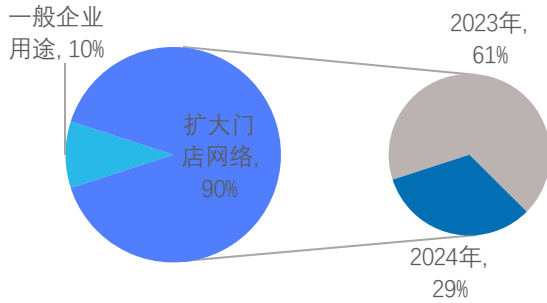
图42.不同时间开业门店的日均销售额（元）



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

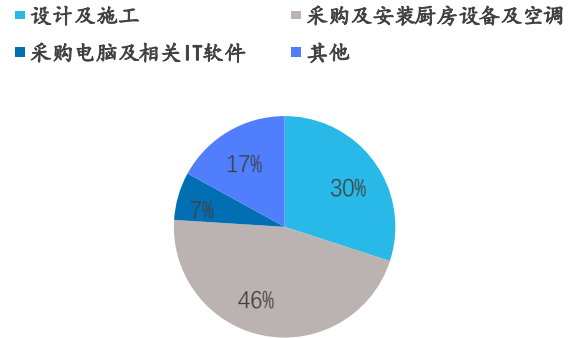
公司将持续加大门店扩张力度，90%的上市募集资金将于未来两年用于扩张门店网络。公司未来将专注于在一线、新一线及二线城市开设门店，包括深化现有城市的渗透率及将业务扩张至新城市两种方式。具体来讲，根据招股书，达美乐计划于2023年及2024年在邻近华北、华东及华南的三个现有中央厨房以及将开设新中央厨房的城市分别开设约180家及240家新店。其中上市募集资金所得款项净额的90%将用于扩大门店网络，可覆盖2023年的全部180家及2024年计划240家中的87家（每家门店约人民币1.5百万元）。

图43.募集资金用途



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

图44.初步资本开支的预期用途



资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

表15：募集资金用于2023、2024年的部分门店网络扩张

	门店数量	估计投资额 (百万港元)	占所得款项净额的百分比
2023	180	313.0	60.7%
2024	87	150.7	29.3%
总计	267	463.7	90%

注：2024年的门店数量仅包括计划使用全球发售所得款项提供资金进行的新门店开设。

资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心

4. 投资建议

假设 1: 假设 2023-2025 年公司每年新开店 180/240/250 家，门店数量达到 768/1008/1258 家；

假设 2: 假设 2023-2025 年新增长市场门店日均订单量同比+12%/+8%/+5%，新增长市场日销逐渐接近北上市场水平，主要系北上市场持续开店，门店密度较新增长市场更大，单店销售额增长或受到一定压制，而新增长市场随着门店的拓展，品牌力逐渐增强，且新增长市场披萨市场竞争相对较小，同时根据招股书，新市场的门店首次收支平衡期以及现金投资回收期也较北上市场更短，我们认为新增长市场（此处指的主要包括北上之外的一线及二线城市市场）的日均订单量可逐渐接近北上水平，但每笔订单平均销售额仍低于北上市场水平。

假设 3: 假设 2023-2025 年每笔订单平均销售额每年同比增加 3%；

我们预计 2023-2025 年公司营业收入同比+33.9%/+37%/+33.5%至 27.07/37.09/49.53 亿元；净利润 2023-2024 年减亏，分别减至-2.20/-0.22 亿元。

表16：关键经营指标历史与预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
门店数量	268	363	468	588	768	1008	1258
净增门店数				120	180	240	250
北京及上海	180	221	267	312	332	352	372
新增长市场	88	142	201	276	436	656	886
门店城市占比							
北京及上海	67.16%	60.88%	57.05%	53.06%	43.23%	34.92%	29.57%
新增长市场	32.84%	39.12%	42.95%	46.94%	56.77%	65.08%	70.43%
门店日均销售额（元）							
北京及上海	12009	12122	12781	13576	13983	14403	14835
新增长市场	5892	6002	7617	9009	10393	11561	12503
门店日均订单量							
北京及上海	147	140	138	140	140	140	140
新增长市场	79	75	89	103	115	125	131
新增长市场 yoy		-5%	19%	16%	12%	8%	5%
每笔订单平均销售额（元）							
北京及上海	81.6	86.6	92.6	97.0	99.9	102.9	106.0
新增长市场	74.5	80.0	85.6	87.5	90.1	92.8	95.6
分市场门店收入（百万元）							
北京及上海	702	869	1147	1279	1485.9	1625.5	1772.2
新增长市场	135	235	464	742	1220.9	2083.0	3181.2
总收入（百万元）	837	1104	1611	2021	2706.8	3708.5	4953.3

资料来源：达势股份招股书，安信证券研究中心预测

参考港股可比餐饮公司估值，给予公司 2023 年 2.6 倍 PS，较同经营披萨餐厅以及定位快餐赛道的百胜中国 2023 年 PS 略高，主要考虑到达美乐目前在中国门店仍较少，成长性较百胜中国更强。对应目标市值 70.38 亿元，目标价 60.15 港元，给予“买入-A”评级。

表17：可比公司估值

公司名称	证券代码	股价 (港元)	市值 (亿港元)	总收入 (单位：亿元)			PS (倍)		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
奈雪的茶	9987.HK	7.55	129.49	42.92	72.68	97.61	2.72	1.60	1.19
百胜中国	6862.HK	477.20	1,993.97	666.44	788.49	881.55	2.69	2.28	2.04
海底捞	9922.HK	19.10	1,064.63	311.41	433.64	497.77	3.08	2.21	1.92
九毛九	2150.HK	16.44	239.12	40.08	73.06	101.28	5.37	2.95	2.12
海伦司	9869.HK	11.22	142.14	15.59	25.07	32.14	8.21	5.10	3.98
						平均值	4.41	2.83	2.25

资料来源：收入预测为 Wind 一致预期，安信证券研究中心

5. 风险提示

1) 公共卫生疾病爆发风险。

传染病或传染性疾病（如 COVID-19 疫情）、动物疾病、食源性疾病的爆发、传播或蔓延，将对行业经济产生负面影响，导致客流量及消费者支出减少，并严重阻碍公司门店计划，对公司运营产生重大不利影响。

2) 宏观经济波动风险。

中国或公司经营所在的其他地区出现经济下行（无论是实际的或预期的）、经济增长率进一步下滑或经济前景的不确定性，均可能对消费者支出产生重大不利影响，进而可能对公司的业务、财务状况及经营业绩产生重大不利影响。

3) 市场竞争风险。

中国披萨市场在食品质量和口味一致性、物超所值、客户服务、门店位置、优质食材供应、外送、外带及堂食服务的可获得性及质量、品牌认知度等方面竞争激烈。此外，新的竞争对手可能会不时出现，将会进一步加剧竞争。

4) 汇率波动风险。

人民币兑换为港元、美元及其他货币的价值受中国政治经济状况变化、中国的外汇政策等因素影响。人民币的任何大幅升值或贬值都可能对公司的收益、盈利及财务状况，股份及派付股息的价值产生重大不利影响。

5) 预测假设不及预期。

本报告在业绩测算时对多项数据进行了预测假设，若实际市场表现不及我们预测假设，会导致最终预测结果与实际情况出现偏差。

表18：2020年~2025年利润表历史与预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	1104	1611	2021	2706.8	3708.5	4953.3
原材料及易耗品成本	310.5	425.6	549.7	730.8	1001.3	1337.4
of 收入	28%	26%	27%	27%	27%	27%
员工薪酬开支	469.8	704.0	785.6	1013.1	1301.0	1613.4
of 收入	43%	44%	39%	37%	35%	33%
使用权资产折旧	128.4	162	190.6	247.7	323.2	401.8
of 收入	11.6%	10.1%	9.4%	9.1%	8.7%	8.1%
厂房及设备折旧	76.9	98.7	120.7	157.6	206.9	258.2
of 收入	7.0%	6.1%	6.0%	5.8%	5.6%	5.2%
无形资产摊销	40.2	43	47.5	62.3	81.6	104.0
of 收入	3.6%	2.7%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%
水电费	53.8	71.7	83	108.3	148.3	198.1
of 收入	4.9%	4.5%	4.1%	4%	4%	4%
广告及推广开支	86.3	121.9	116.8	216.5	296.7	396.3
of 收入	7.8%	7.6%	5.8%	8.0%	8.0%	8.0%
门店经营及维护开支	75.7	101.8	129.8	169.5	222.5	277.7
of 收入	6.9%	6.3%	6.4%	6.3%	6.0%	5.6%
租赁物业及其他开支	8.1	18	25.8	34.6	47.3	63.2
of 收入	0.7%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他支出-其他	56.3	57	122.8	106.8	52.8	52.8
指定按公允价值计入损益之金融负债之公允价值变动收益/(亏损)	13.9	201.3	1.9			
其他收入-经营	15.9	4.4	41.7	16.1	19.5	20.4
其他经营净收益	-6.2	-1.8	-11.5	-5.6	-6.3	-6.3
财务收入/(费用)净额	-61.9	-87.7	-78.3	-70	-60	-50
除税前溢利	-268.1	-479.1	-201.3	-199.9	-19.9	214.5
所得税	6.4	-7.1	21.7	20.0	2.0	42.9
所得税率	-2.4%	1.5%	-10.8%	-10.0%	-10.0%	20.0%
净利润(不含少数股东权益)	-274.1	-471.1	-222.6	-219.9	-21.9	171.6

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

表19：2020年~2025年资产负债表历史与预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产						
现金及现金等价物	257.4	656.7	544.2	1187.48	953.42	753.96
受限制存款及现金	3.0	2.2	0.2	1.82	1.42	1.15
应收账款及票据	3.6	4.6	8.3	10.83	14.83	19.81
预付款项、按金及其他应收款项(流动)	85.5	84.1	69.2	108.27	148.34	198.13
存货	25.7	36.5	66.9	81.20	111.26	148.60
流动资产合计	375.3	784.0	688.8	1389.60	1229.26	1121.66
非流动资产						
物业、厂房及设备	361.6	427.1	496.0	649.63	890.05	1188.80
预付款项、按金及其他应收款项(非流动)	31.4	31.4	40.5	54.14	74.17	99.07
商誉及无形资产	1284.7	1254.0	1242.4	1242.40	1242.40	1242.40
其中：无形资产	1284.7	1254.0	1242.4	1242.40	1242.40	1242.40
递延税项资产		28.6	37.2	48.72	66.75	89.16
非流动资产其他项目	595.8	637.6	764.8	1028.59	1409.25	1882.27
非流动资产合计	2273.5	2378.7	2580.8	3023.48	3682.62	4501.70
总资产						
	2648.7	3162.7	3269.6	4413.08	4911.89	5623.36
流动负债						
短期借款	30.0	180.0		0.00	0.00	0.00
融资租赁负债(流动)	128.0	141.2	180.2	243.61	333.77	445.80
应付账款及票据	73.7	124.7	126.7	162.41	222.51	297.20
其他应付款项及应计费用	322.3	358.4	440.7	541.36	741.71	990.67
应付税项	6.4	21.5	16.6	27.07	37.09	49.53
流动负债其他项目	17.3	23.2	31.1	40.60	55.63	74.30
流动负债合计	577.7	849.0	795.4	1015.05	1390.70	1857.51
非流动负债						
长期借款	180.0	0.0	200.0	200.00	200.00	200.00
融资租赁负债(非流动)	501.5	540.1	650.0	866.18	1186.73	1585.07
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债(非流动)	275.1	784.4	858.9	1082.72	1483.42	1981.34
非流动负债其他项目	40.2	31.2	12.2	27.07	37.09	49.53
非流动负债合计	996.8	1355.8	1721.1	2175.97	2907.24	3815.94
总负债						
	1574.5	2204.8	2516.5	3191.02	4297.94	5673.45
股东权益						
股本	582.7	651.5	655.1	1300.00	1300.00	1300.00
储备	491.5	319.2	110.9	-511.96	-1318.09	-2175.58
留存收益	-397.5	-868.5	-1091.2	-219.87	-21.85	171.60
其他储备	16.6	44.0	40.0	40.02	40.02	40.02
归属于母公司股东权益其他项目	0.0	-12.8	-12.8	-12.83	-12.83	-12.83
归属于母公司股东权益	1074.2	957.9	753.1	595.36	-12.76	-676.79
股东权益合计	1074.2	957.9	753.1	595.36	-12.76	-676.79
总负债及总权益						
	2648.7	3162.7	3269.6	3786.38	4285.19	4996.66

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

表20：2020年~2025年现金流量表历史与预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
将净利润调整为经营活动的现金流量						
除税前利润	-267.7	-478.1	-200.9	-199.9	-19.9	214.5
资产减值准备	6.9	4.7	8.4	10.0	12.0	14.0
折旧与摊销	245.6	303.7	358.8	467.6	611.7	764.1
出售物业、厂房及设备的亏损(收益)	0.8	2.4	5.2	8.0	11.0	15.0
重估盈余	13.9	201.3	1.9	101.6	51.7	76.6
利息支出	63.1	89.5	81.7	80.0	70.0	60.0
利息收入	-2.7	-3.5	-6.2	-7.0	-8.0	-9.0
存货的减少(增加)	-4.6	-10.8	-30.4	-27.1	-37.1	-49.5
应收帐款减少(增加)	-1.3	-1.0	-3.8	-2.4	-3.1	-2.7
预付款项、按金及其他应收款项减少(增加)	-26.8	7.4	7.8	7.6	7.7	7.6
应付帐款增加(减少)	39.9	129.5	2.1	65.8	33.9	49.8
预收账款、按金及其他应付款增加(减少)			62.1	62.1	62.1	62.1
经营资金变动其他项目	36.5	93.4	46.8	70.1	58.4	64.3
经营活动产生的现金	103.5	338.5	333.4	636.4	484.9	560.6
已付税项		-6.4	-35.2	-50.0	-70.0	-90.0
经营活动产生的现金流量净额	103.5	332.1	298.2	586.4	414.9	470.6
投资活动						
购买物业、厂房及设备支付的现金	-127.6	-170.8	-195.2	-292.7	-390.2	-406.5
出售物业、厂房及设备收到的现金	4.9	1.2				
购买无形资产及其他资产支付的现金	-30.9	-14.0	-15.4	-14.7	-15.0	-14.9
已收利息及股息(投资)	1.2	1.9	3.4	2.6	3.0	2.8
投资活动产生的现金流量净额	-152.4	-181.7	-207.2	-304.8	-402.3	-418.6
筹资活动						
新增借款	145.0	0.0	200.0			
偿还借款		-30.0	-180.0			
发行股份	272.6	569.3		626.7		
已付利息(融资)	-47.0	-63.2	-65.0	-64.1	-64.6	-64.3
融资活动产生的现金流量净额其他项目	-137.0	-233.1	-179.6	-206.3	-193.0	-199.6
融资活动产生的现金流量净额	233.6	243.0	-224.6	356.2	-257.5	-264.0
现金净流量						
现金及现金等价物净增加额	184.7	393.3	-133.6	637.8	-244.9	-211.9
现金及现金等价物的期初余额	83.7	257.4	656.7	544.2	1187.5	953.4
现金及现金等价物的期末余额其他项目	-11.0	5.9	21.2	5.4	10.8	12.5
现金及现金等价物的期末余额	257.4	656.7	544.2	1187.5	953.4	754.0

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于恒生指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于恒生指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034