

新兴比萨外送专家，高成长开启

2023年10月15日

➤ **达势股份是达美乐比萨在中国大陆、中国香港和中国澳门的独家特许经营商。**达势成立于2008年，并于2010年初步完成了对达美乐中国的经营权整合。公司此前发展相对缓慢，2017年5月，王怡女士加入达势担任首席执行官并调整经营战略，自此公司发力开店，优化运营。截至2023年6月30日，达势业务覆盖国内20个城市，直营672家门店，2023H1年实现营收13.76亿元(yoy+51.45%)。

➤ **国内比萨市场渗透率低，外送比萨快速发展。**中国比萨市场2016-2019年CAGR达13.7%，并在2022年规模达到375亿，占西餐/餐饮市场的5.3%/0.9%。目前，外卖发展快&一二线城市为主是比萨市场的两个特点，2022年国内一二线比萨市场规模占比83%，外卖规模已超堂食。对标海外，我国比萨渗透率相对较低，每百万人口比萨门店数量分别为11.7家，其中一线及新一线每百万人口约有25家比萨门店，而二线及三线（或者三线以下城市）分别为15家及7家，低于饮食文化与我国相似的韩国（30家）、日本（29.5家）等东亚国家。比萨作为舶来品，目前在国内的渗透率仍低，我们认为找到适合国人需求的产品及交付形式，有着强运营管理能力公司仍有很大的发展机会。

➤ **公司看点：1) 好产品+稳定交付+数字化赋能；2) UE模型跑通；3) 渗透空间大的高成长阶段；4) 经验丰富的管理层&股权激励绑定。**我们认为公司目前处于门店模型跑通&同店维持增长&快速拓店的成长期，是餐饮企业较好的投资阶段：1) 达势通过优质的产品 & 稳定的交付获消费者肯定，目前UE模型跑通且持续优化，同店自2018年以来持续增长，2023H1在去年高基数的情况下同店依然实现8.8%的增速；2) 目前还有大量空白市场尚未覆盖：截至2023H1公司门店仅为672家，其中北京及上海地区门店就占据49.3%，覆盖城市仅为20个；3) 管理团队经验丰富，且公司已发布四项股权激励计划绑定管理团队利益。

➤ **投资建议：**公司UE模型逐步跑通，目前尚有大量空白市场有待渗透，管理层过去四年以来始终团结一致，带来达势稳定快速的发展；伴随公司进入扩张期，收入、利润有望迎来快速增长，我们预计公司2023-2025年营收增速分别为49.7%、30.8%、30.1%；净利润为-0.94亿元、-0.34亿元、0.66亿元，2023-2025年对应10月13日收盘价PS分别为2.8/2.2/1.7倍；参考美股可比处于成长期餐饮企业估值往往高于行业整体，我们认为公司成长空间大，给予高于港股行业平均的2023年3.5倍PS，目标价88.77港元，首次覆盖给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 拓店不及预期风险；2) 食品安全风险；3) 行业竞争加剧风险；4) 原材料成本大幅上涨影响盈利风险；5) 管理层变动风险；6) 单店模型等模型拆分和测算可能不准确风险。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,021	3,026	3,959	5,152
增长率 (%)	25.4	49.7	30.8	30.1
净利润	-223	-94	-34	66
增长率 (%)	/	/	/	293.2
EPS	-1.71	-0.72	-0.26	0.51
P/E	/	/	/	130
P/S	3.6	2.8	2.2	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：2022年10月13日收盘价，汇率1HKD=0.91747RMB）

推荐

首次评级

当前价格：

72.00 港元

目标价：

88.77 港元


分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

研究助理 李华熠

执业证书：S0100123090003

邮箱：lihuayi@mszq.com

目录

1 达势股份：新兴比萨外送专家	3
1.1 发展回顾：1997 年达美乐入华，2010 年达势取得经营权，2017 年起高速发展	3
1.2 股权结构：控股股东持股比例超 30%，IPO 前品牌方三次投资看好公司发展	4
1.3 管理团队经验丰富，四项股权激励绑定利益	7
2 国内比萨行业渗透率仍低，外送模式增速高	11
2.1 国内比萨渗透率低，外送市场规模已超堂食	11
2.2 比萨行业连锁化率高，头部品牌主要聚焦一二线城市	13
2.3 适合国人需求的产品及交付形式，或将加速行业渗透	14
3 公司看点：渗透空间大的高成长阶段，UE 模型跑通	15
3.1 产品好+稳定交付+数字化赋能，持续提升顾客体验	15
3.2 UE 模型跑通	17
3.3 处于渗透空间大的高成长阶段	21
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测假设与业务拆分	24
4.2 估值分析	25
4.3 投资建议	26
5 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	29

1 达势股份：新兴比萨外送专家

1.1 发展回顾：1997 年达美乐入华，2010 年达势取得经营权，2017 年起高速发展

达势股份是达美乐比萨在中国大陆、中国香港特别行政区和中国澳门特别行政区的独家特许经营商。达美乐主打外送模式，向客户提供 30 分钟必达承诺，目前是全球最大的比萨公司（按 2022 年全球销售额计算），截至 2023 年二季度，达美乐于全球 90 多个市场拥有超过 20200 多家门店。而达势是达美乐比萨在中国大陆、中国香港特别行政区和中国澳门特别行政区的独家特许经营商。达美乐 1997 年进入中国，发展历程主要经历两个阶段：

1997-2016 年：达美乐进入中国，历经所有权变更，但发展缓慢。达美乐 1997 年进入中国市场，但彼时其中国经营权归 Pizzavest 集团所有，2006 年北京及中国台湾的经营权也曾易主于中国台湾的晶华酒店集团，经营权的分散导致达美乐进入中国后发展缓慢。2008 年 4 月 30 日达势成立，由 Frank Paul Krasovec 先生（目前担任集团执行董事兼董事长）、Zohar Ziv 先生（目前担任集团非执行董事）及若干其他联合创始人（为本集团独立第三方）联合创办，旨在中国经营餐饮业务，并将达美乐比萨作为潜在商机之一。2009 年 Krasovec 先生及其他联合创始人利用其业务关系及网络，与达美乐比萨的执行主管会面，寻求将达美乐比萨品牌引入中国大陆。在达美乐比萨的引荐下，于 2010 年 12 月，达势收购 Pizzavest China Ltd.（彼时有权于北京、天津、上海、江苏省及浙江省经营达美乐比萨）初步完成了对达美乐中国的经营权的整合。早期公司管理团队多为外籍人士且缺少行业经验，导致 1997-2016 年期间达美乐中国发展节奏相对缓慢，至 2016 年才扩张至杭州，也是公司在中国大陆范围内上海及北京地区以外的首家门店。

图1：达美乐中国发展历程



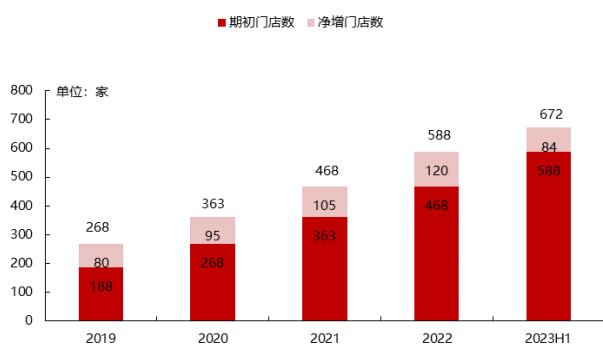
资料来源：招股说明书，公司官网，民生证券研究院绘制

2017 年至今：新 CEO 上任，续签特许经营协议，调整战略加速扩张，并成功 IPO。2017 年 5 月，王怡女士加入达势，担任首席执行官，并调整经营战略；次月达势与达美乐续签特许经营协议并扩大经营范围至中国香港和中国澳门，初步期限为 10 年，可选择续期额外两个 10 年（须符合若干条件）。多数核心管理

层 2017-2018 年加入，公司门店进入加速扩张阶段，2020-2022 年期间门店净增 320 家，并于 2023 年 3 月 28 日实现港股 IPO 上市。

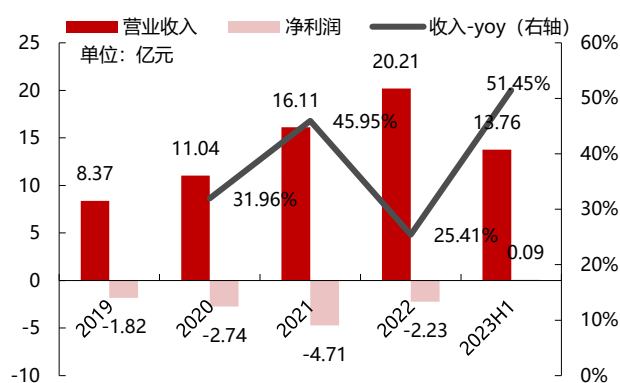
达势主要业务为与达美乐品牌方签订特许经营协议在中国经营达美乐餐厅。 特许经营协议主要支付 1) 一次性特许经营费 (已支付); 2) 门店特许经营费: 开设每家新店一次性固定费用, 至多 1 万美元; 3) 特许权使用费: 门店销售额的 3%。目前达势在中国所有餐厅均为直营, 截至 2023 年 6 月 30 日, 公司业务覆盖 20 个城市 672 家门店, 2023H1 年实现营收 13.76 亿元 (yoy+51.45%); 公司过往处于高速发展及品牌势能培育阶段, 历史期间仍处于亏损状态。

图2: 2019-2023H1 公司直营门店数



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图3: 2019-2023H1 公司营收及利润情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.2 股权结构: 控股股东持股比例超 30%, IPO 前品牌方三次投资看好公司发展

IPO 前品牌方达美乐 3 次注资, 看好达势在中国发展。 公司首次公开发售前经历 10 轮融资, 投资人包括跨国投资公司、家族企业以及个人投资者等; 品牌方达美乐通过其全资运营附属公司 Domino' s Pizza LLC 于 2020 年 5 月、2021 年 1 月各向达势投资 4000 万美元, 2021 年 12 月再度与独立第三方向公司投资合计 5000 万美元, 看好公司在国内的发展。

表1: 达势 IPO 前融资 (除 Good Taste Limited 及 Domino' Pizza LLC 外, 均为独立第三方)

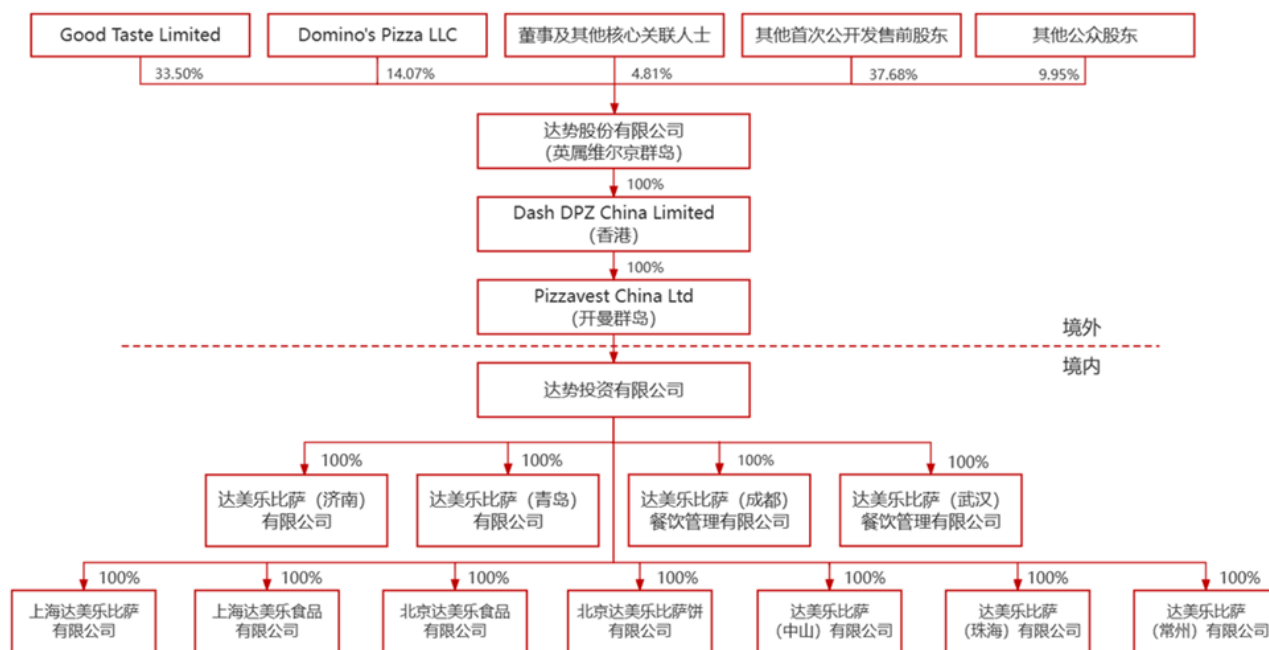
轮次	首份购股协议日期	最后付款日期	已筹集款项 (百万美元)	每股成本 (\$)	备注
A 轮	2008 年 8 月 29 日	2008 年 8 月 29 日	2.9	1.00	-
B 轮	2008 年 9 月 22 日	2011 年 3 月 18 日	14.0	2.48	-
C 轮	2011 年 6 月 29 日	2013 年 2 月 4 日	10.3	1.91	-
D 轮	2013 年 3 月 4 日	2013 年 9 月 26 日	6.2	1.50	James Leslie Marshall 先生于 2013 年 3 月通过一家投资实体首次持有达势少数权益, 该实体权益重组由 Good Taste Limited 持有, Good Taste Limited 向另一股东购买股份并于 2019 年 4 月成为公司的控股股东。
E 轮	2014 年 5 月 1 日	2014 年 8 月 1 日	17.1	1.65	-

2017年融资	2017年6月26日	2018年1月22日	23.4	3.07	-
2018年融资	2018年3月27日	2018年11月14日	20.0	3.41	-
2020年融资(第一笔)	2020年4月27日	2020年5月4日	40.0	4.62	获得达美乐的附属公司 Domino' s Pizza LLC 投资, 总金额约为 40 百万美元。
2020年融资(第二笔)	2020年4月27日	2021年1月29日	40.0	4.91	获得 Domino' s Pizza LLC 额外投资, 总金额约为 40 百万美元。
2021年融资	2021年12月6日	2021年12月10日	50.0	6.95	收到来自 Domino' s Pizza LLC、D1 SPV Master Holdco I(Hong Kong) Limited 及 SMALLCAP World Fund, Inc.的投资, 总金额约 50 百万美元。

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

紧随全球发售后, 控股股东 Good Taste Limited 持股超 30%, 品牌方达美乐持股 14.07%, 董事及其他核心关联人士持股占比 4.81%。公司 IPO 发售股份占全球发售完成后已发行股份的 9.95%, 紧随全球发售后, 公司董事兼副主席 James Leslie Marshall 通过其家族信托的全资子公司 Good Taste Limited 持有达势 33.50%股份, 为公司控股股东。品牌方三次注资, 获得公司全球发售后 14.07%的股份, 董事及其他核心关联人士持股占比达 4.81%, 其他首次公开发售前股东持股占比 37.68%。

图4: 达势股份公司架构 (紧随全球发售后)



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

首次发售前投资者除 Good Taste Limited, Domino' s Pizza LLC 以外均为公司的独立第三方。据公司披露, 发售后预期公众持股数量约为 47.63%, 刨除 IPO 发行股份占比为 9.95%, 其他首次公开发售前股东占比 37.68%, 包含 Nordant Industrial Corp.持股 4.42%, D1 SPV Master Holdco I (Hong Kong) Limited 持股 4.08%等。

表2：达势股权架构（紧随全球发售后）

控股股东	股权占比	说明
控股股东		
Good Taste Limited	33.50%	副董事长 James Leslie Marshall 于 2013 年 3 月通过一家投资实体首次持有公司少数权益，该实体权益重组由 Good Taste Limited 持有，当时 Good Taste Limited 向另一股东购买股份并于 2019 年 4 月成为公司的控股股东。
首次公开发售前投资者		
Domino' s Pizza LLC	14.07%	达美乐全资子公司 ，2020 年 5 月、2021 年 1 月各向达势投资 4000 万美元，2021 年 12 月再度与独立第三方向公司投资合计 5000 万美元。在 2020 及 2021 年的投资中获得股份占全球发售完的 14.07%，并承诺发售完成后不少于 360 日期间内不会转让有关持有人持有的任何股份。
Nordant Industrial Corp.	4.42%	独立第三方 ，以持有其他公司股份为唯一目的的控股公司。
D1 SPV Master Holdco I (Hong Kong) Limited	4.08%	独立第三方 ，D1 Capital Partners L.P.（管理私人投资公司及于全球公众及私人公司投资账户）的子公司。
Alpha Wave Special Opportunities, LP	2.18%	独立第三方 ，全球投资管理公司 Alpha Wave Global, LP 的管理公司。
Moraine Master Fund LP	2.05%	独立第三方 ，全球投资管理公司 Alpha Wave Global, LP 的管理公司。
Alpha Wave Ventures II, LP	1.96%	独立第三方 ，其控股公司 Alpha Wave Ventures GP 为 Alpha Wave Global, LP 的合资企业。
SMALLCAP World Fund, Inc.	1.68%	独立第三方 ，开放式多元化投资公司。
Matthew James Pringle 先生	1.07%	独立第三方 ，纽西兰居民，于 FMCG 全球市场经营且于其个人投资组合中持有多种投资。
Barth 家族信托	0.82%	独立第三方 ，Avery B.及 Andrew F. Barth 的个人家族信托。
High Tide (Bermuda) Ltd.	0.66%	独立第三方 ，一家根据百慕大法律注册成立的股份投资公司。
Upton Corporation	0.65%	独立第三方 ，一家于英属维尔京群岛注册成立的股份投资公司。
NCT Capital Limited	0.58%	独立第三方 ，根据英属维尔京群岛法律注册成立的一家投资控股公司。
Pensco Trust Company, LLC CUSTODIAN FBO Scott M. Probst, SEP IRA	0.49%	独立第三方 ，领先的自主 IRA 託管人，帮助个人及机构持有私募股权、房地产、票据及另类资产。
Circle C Enterprises, Inc.	0.48%	独立第三方 ，加利福尼亚 S 类公司，旨在进行业务投资及咨询业务。
Jaws Equity Owner 102 LLC	0.46%	独立第三方 ，为投资私人成长型公司而创立，为 Barry S. Sternlicht（个人）的家族办公室一部分。
其他首次公开发售前投资者	14.32%	独立第三方 ；包括合共 145 位各自于本文件日期持有的股份低于公司已发行股本总额 0.5% 的股东。
董事及高级管理层		
Frank Paul Krasovec 先生	2.03%	非执行董事兼董事长，达势联合创始人之一。
FPK Dash, LLC	0.10%	为一家于美国德克萨斯州注册成立的公司， 由 Frank Paul Krasovec 先生控股。
Molybdenite Holding Limited	0.78%	王怡女士（执行董事兼首席执行官）的家族信托 ，王女士的全资公司控制大多数股权；Molybdenite Holding Limited 的余下权益由王女士直接持有。
Zohar Ziv 先生	0.71%	董事之一 ，达势联合创始人之一。
David Brian Barr 先生	0.43%	董事之一
Matthew James Ridgwell 先生	0.35%	董事之一
施振康	0.04%	董事之一
王励弘	0.02%	董事之一

其他高级管理层	0.76%	包括钟军先生、吴婷女士、徐歆奕先生及王毓璟女士，直接或透过各自于英属维尔京群岛的特殊目的公司持有的公司权益。
其他		
其他首次公开发售前股东	1.37%	指首次公开发售前股东（控股股东除外）、首次公开发售前投资者、董事及高级管理层，且包括合共 24 位各自于发售日前持有的股份低于已发行股本总额 0.5% 的股东。
其他公众股东	9.95%	
总计	100%	

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.3 管理团队经验丰富，四项股权激励绑定利益

非执行董事兼董事长 Frank Paul Krasovec 先生及非执行董事 Zohar Ziv 先生为联合创始人之一，公司董事会成员投资、餐饮、快消等行业经验丰富。公司董事会包括一名执行董事、五名非执行董事及三名独立非执行董事；其中 Frank Paul Krasovec 先生及 Zohar Ziv 先生为达势的联合创始人并担任本集团的非执行董事，Krasovec 先生从达势成立以来一直担任董事长。董事会成员在投资、餐饮、快消等行业经验丰富，为公司经营提供专业化的建议。

表3：公司董事会成员投资、餐饮、快消等行业经验丰富

姓名	职位	背景
王怡	执行董事兼首席执行官	负责整体战略规划及业务方向，王女士入职达势前在麦当劳中国多个管理职位有 8 年工作经验，最高职位到达麦当劳中国特许经营副总裁；早期曾在在麦肯锡担任过助理和业务经理；是青年总裁组织上海分会的成员。
Frank Paul Krasovec	非执行董事兼董事长	达势联合创始人之一，负责管理及与首席执行官沟通董事会决策，自达势成立以来一直担任董事长。Krasovec 先生在媒体/电信、促销产品、能源产品和服务以及房地产开发和管理等多个行业创立了非常成功公司，帮助在房地产、风险投资、食品和饮料行业进行了大量投资并套现。
James Leslie Marshall	非执行董事兼副董事长	Marshall 先生于航运业拥有逾 20 年的高级管理职位及运营管理经验。为 Berge Bulk Limited（世界领先的乾散货航运公司之一）的创始人及首席执行官；目前于多个私人企业担任董事职务，包括 Berge Bulk Limited 的多个运营附属公司以及控股股东之一 Good Taste Limited。
Zohar Ziv	非执行董事	达势联合创始人之一；Ziv 先生是一位活跃的董事、顾问及投资者，在多个行业拥有超过 25 年的广泛的执行管理经验。
Matthew James Ridgwell	非执行董事	Ridgwell 先生在多个行业的高级管理职位拥有超过 30 年经验。自 2013 年以来一直为多个实体（包括控股股东 Good Taste Limited）提供投资建议。目前于多个私营企业担任董事职位。
Joseph Hugh Jordan	非执行董事	Jordan 先生在食品和饮料行业拥有超过 15 年的经验。在特许权授予方达美乐工作了十年，并于 2022 年 5 月 1 日起担任达美乐的总裁，负责监管美国及全球支持业务。曾就职于 PepsiCo North America、百事可乐、飞利浦电子和联合利华。
David Brian Barr	独立非执行董事	Barr 先生在食品和饮料行业经验丰富，担任多家企业的董事会成员。是 Franworth LLC（一家专注于发展创业型加盟商的公司）的合伙人和联创，也曾创立了 PMTD Restaurants LLC（提供预制食品和饮料零售的公司）。
施振康	独立非执行董事	施先生在酒店行业以及食品和饮料行业经验丰富。曾于任 OYO Hotels 的合伙人和首席运营官；在百事可乐有 20 多年工作经验，最高职位到达首席运营官和副总裁，负责监管百事可乐公司在大中华区的业务。青年总裁组织上海分会的成员。
王励弘	独立非执行董事	王女士自 2020 年 1 月起一直担任瑞思教育开曼有限公司的董事长兼首席执行官。曾任贝恩资本私募股权亚洲有限公司董事总经理，就职过摩根士丹利，摩根大通证券（亚太）有限公司。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

以 CEO 王怡女士为首的职业经理人团队经验丰富且专业度高。2017 年王怡女士加入达势，担任首席执行官，加强公司领导力并调整经营战略，同时公司采用了本土化的高级管理层（过往管理层为外籍人士）。年富力强的新管理团队整体处于 40-50 岁之间，大多数于 2017-2018 年加入，且过去四年以来始终团结一致；CEO 王怡女士曾在麦当劳中国拥有 8 年工作经验，最高职位达到麦当劳中国特许经营副总裁，钟军先生、吴婷女士、徐歆奕先生、王毓璟女士等职业经理人在其所负责的领域均有着较为丰富的经验及较高的专业度。在新管理团队带领下，公司开始对门店网络快速扩展，并采用以外送为中心的模式、技术及持续开发本土化菜单；自 2018 年初起公司门店数量增长 3 倍，各季度同店销售保持正增长。

表4：以 CEO 王怡女士为首的职业经理人团队经验丰富且专业度高。

姓名	年龄	职位	角色及背景
王怡	45 岁	首席执行官	负责整体战略规划及业务方向 ，王女士入职达势前在麦当劳中国多个管理职位有 8 年工作经验，最高职位到达麦当劳中国特许经营副总裁；早期曾在在麦肯锡担任过助理和业务经理；青年总裁组织上海分会的成员。2004 年 6 月从范德堡大学获得经济学硕士学位，2000 年 6 月从复旦大学获得世界经济学学士学位。
钟军	50 岁	首席运营官	负责公司运营及研发 ，钟先生在消费品行业拥有丰富的经验，曾担任麦当劳中国广州市场的总经理，Urban Revivo 首席运营官。1993 年 7 月从深圳大学获得计算机科学学士学位。
吴婷	46 岁	首席财务官	负责财务运营及资本管理，联席公司秘书之一 ；吴女士在领导大型资本市场交易以及为并购交易的买卖双方提供建议方面有经验丰富。曾担任 Mogu Inc.(NYSE: MOGU)的首席财务官、中信里昂证券并购部董事总经理、BofA Securities (前称美银美林) 全球投资银行业务董事、花旗集团投资银行亚洲工业组副总裁瑞、银投资银行房地产部门董事，并拥有超过 10 年的银行业经验。2003 年 3 月从墨尔本大学获得金融硕士（荣誉）学位及于 1999 年 6 月从上海外国语大学获得经济学学士学位。
徐歆奕	47 岁	首席绩效官	负责监督财务、法务及供应链运营 ，徐先生曾担任可口可乐装瓶投资集团中国财务总监、Lagardere China 的财务行政总监、惠而浦（中国）股份有限公司财务经理。在走上管理岗位前，徐先生曾担任霍尼韦尔（中国）有限公司高级财务分析师及上海肯德基有限公司的财务分析师。徐先生是中国注册会计师协会于 2001 年 6 月授予的注册会计师，1998 年 6 月从上海大学获得经济学学士学位。
王毓璟	43 岁	首席营销官	负责品牌营销及产品开发 ，王女士拥有近 20 年的营销经验。加入达势前曾担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，也曾担任过麦当劳中国营销部高级总监，高露洁中国大陆及高露洁中国香港的高级品牌经理。2001 年 7 月从华东理工大学获得生化工程学士学位。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司多次发布股权激励及现金花红计划，绑定核心董事及管理团队利益。公司目前有四项股份激励计划，即 2021 年计划、2022 年首次公开发售前计划、2022 年第一次股份激励计划及 2022 年第二次股份激励计划；同时，公司向管理层及高级员工发放一次性首次公开发售现金花红计划，对管理团队及核心员工充分激励，我们梳理如下：

1) 公司于 2021 年 1 月 1 日采纳 2021 年股份激励计划（有效期 10 年），授予王怡、Frank Paul Krasovec、James Leslie Marshall、Zohar Ziv、Matthew James Ridgwell、David Brian Barr、施振康、王励弘及其他 3 为承受人（非董事）发行在外受限制股份单位相关股份 1,035,236 股份，约占紧随全球发售完成后已发行股份的 0.80%。

表5：2021 年股份激励计划

承受人	受限制股份数	占紧随全球发售完成后的百分比	截至 2023H1 尚未行使股份数
王怡	250,012	0.19%	0
James Leslie Marshall	41,580	0.03%	30,789
Frank Paul Krasovec	27,369	0.02%	20,175
Zohar Ziv	27,369	0.02%	20,175
Matthew James Ridgwell	27,369	0.02%	20,175
David Brian Barr	27,369	0.02%	20,175
施振康	27,369	0.02%	20,175
王励弘	27,369	0.02%	20,175
其他 3 位承受人	579,430	0.45%	471,516
合计	1,035,236	0.80%	623,355

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2) 2022 年 9 月 9 日首次公开发售前计划生效，授予包括董事、高级管理层及本集团其他雇员在内的 45 位承授人 6,658,375 股，约占全球发售完成后已发行股份的 5.17%，行使价 46 港元/股，截至 2023 年 6 月 30 日，无购股权已获行使。

表6：2022 年首次公开发售前计划（截至 2023 年 6 月 30 日尚无购股权已获行使）

承受人	受限制股份数	占紧随全球发售完成后的百分比
王怡	2,034,006	1.58%
吴婷	269,207	0.21%
钟军	538,413	0.42%
徐歆奕	538,413	0.42%
王毓璟	538,413	0.42%
其他高级管理层及集团雇员	2,739,923	2.12%
合计	6,658,375	5.17%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3) 于 2022 年 11 月 15 日，董事会批准对 12 位现有高级管理层及其他关键雇员的一次性首次公开发售现金花红计划，现金花红总额将介乎约 2.3 百万美元至 5.6 百万美元；同时及针对首席执行官的一次性股份增值挂钩花红计划，按公司上市时融资后首次公开发售股权估值的 0.5% 计算，并根据紧接上市日期一周年前五个交易日的平均收市价，按公司市值增减的 0.8% 向上或向下调整。全球发售完成后，花红计划方可实施。

4) 2022 年 11 月 29 日公司通过书面决议案有条件采纳 2022 年第一次股份激励计划，此次激励计划可能发行的股份数目为 12,000,000 股，占上市日期已发行股份约 9.33%。2023 年 4 月 12 日，向六名参与者授出 263,255 股股份，行使价位 63.6 港元/股，占公司截至 4 月 12 日股份数的 0.20%。2023 年 10 月 3 日，向 9 名股权承受人授出 1,112,720 股股份，行使价为 63.11 港元/股，占公司截至 10 月 3 日已发行股份数的 0.856%。

5) 2022 年 11 月 23 日公司通过书面决议案采纳 2022 年并将于上市日期起

生效的 2022 年第二次股份激励计划，此次激励计划可能发行的股份数目为 3,000,000 股，目前尚无任何授予及发行新股。

截至 2023 年 6 月 30 日，据 2021 年计划及 2022 年首次公开发售前计划，CEO 王怡女士以个人形式将持有公司全球发售完成后 1.57% 的股份（含已授予但尚未归属），并以信托的形式持有公司 0.96% 的股份，合计占比达 2.53%。

表7：截至 2023 年 6 月 30 日，董事所登记在册的相关权益及占比（暂不包含管理团队）

董事姓名	权益性质	权益占比	备注
王怡	实益拥有人	1.57%	指根据 2022 年首次公开发售前计划授予王女士的 2,034,006 股购股权相关股份。
	于控股公司之权益/ 全权信托创办人	0.96%	王怡女士（执行董事兼首席执行官）的家族信托（其中王女士为控人）通过信托的全资公司控制大多数股权；Molybdenite Holding Limited 的余下权益由王女士直接持有。
Frank Paul Krasovec	实益拥有人	2.03%	包括根据 2021 年计划授予的相关股份。
	于控股公司之权益	0.10%	指 Krasovec 先生控股的公司 FPK Dash, LLC 所持股份。
James Leslie Marshall	实益拥有人	0.02%	指根据 2021 年计划授予的相关股份。
	于控股公司之权益	33.20%	Marshall 先生其家族信托全资子公司 Good Taste Limited 所持股份。
Zohar Ziv	实益拥有人	0.72%	包括根据 2021 年计划授予的相关股份。
Matthew James Ridgwell	实益拥有人	0.37%	包括根据 2021 年计划授予的相关股份。
David Brian Barr	实益拥有人	0.45%	包括根据 2021 年计划授予的相关股份。
施振康	实益拥有人	0.06%	包括根据 2021 年计划授予的相关股份。
	配偶权益	0.10%	Laura Christine Tong 女士（施先生的配偶）持有 124,536 股股份。施先生被视为于 Tong 女士所持股份中拥有权益。
王励弘	实益拥有人	0.04%	包括根据 2021 年计划授予的相关股份。

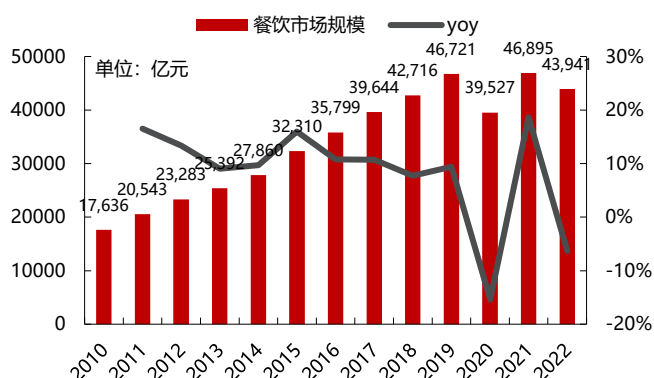
资料来源：公司财报，民生证券研究院（注：1）含股权激励计划授予但未归属股份；2）根据 2023 年 6 月 30 日已发行股份数 129,915,870 计算。）

2 国内比萨行业渗透率仍低，外送模式增速高

2.1 国内比萨渗透率低，外送市场规模已超堂食

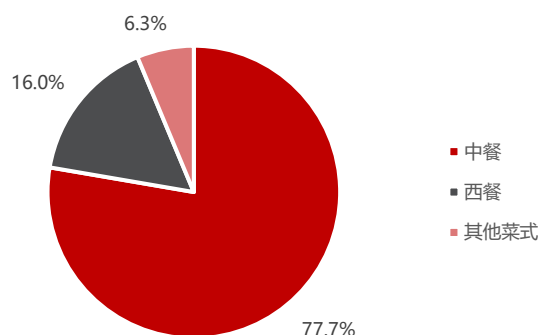
中国比萨市场 2022 年规模达 375 亿，占西餐/餐饮市场的 5.3%/0.9%。伴随人均可支配收入增加及城镇化水平提升，中国消费者外出及外送就餐日益普及，中国餐饮市场持续增长，2016-2019 年餐饮市场 CAGR 达 9.3%，并在 2019 年规模达到 4.67 万亿元；尽管 2020-2022 年受到 COVID-19 影响，但 2022 年恢复至 4.39 万亿元，餐饮市场具备较强的韧性。2022 年中餐/西餐/其他菜式分别占餐饮市场的 77.7%/16.0%/6.3%，比萨作为西餐市场的细分赛道，通常供应比萨（通常可以按照饼皮、尺寸、酱汁及配料进行定制）、主食（面包、三明治、米饭和面食等）、小食（炸鸡、薯条、烤肉、甜品等）及饮料，据弗若斯特沙利文数据，2016-2019 年我国比萨市场 CAGR 达 13.7%，并在 2022 年达到 375 亿，占西餐/餐饮市场的 5.3%/0.9%。

图5：中国餐饮市场规模及 yoy



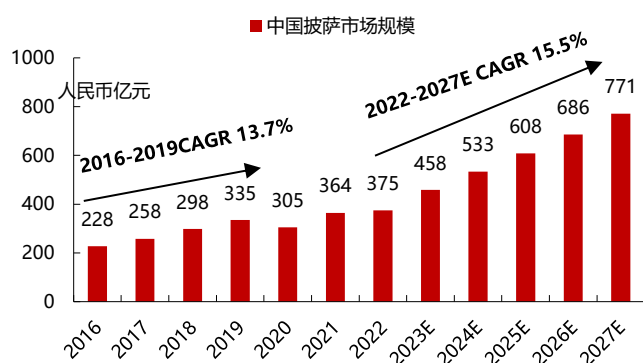
资料来源：国家统计局，Wind，民生证券研究院

图6：2022 年中国餐饮市场结构



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，民生证券研究院

图7：中国比萨市场规模 2022 年达 375 亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，民生证券研究院

图8：2022 年比萨占西餐/餐饮份额的 5.3%/0.9%

5.3%
2022 年披萨市场
占西餐市场比例

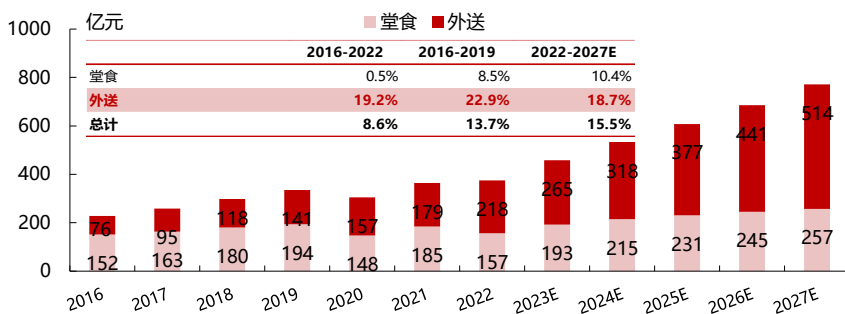
0.9%
2022 年披萨市场
占餐饮市场比例

资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，公司招股说明书，民生证券研究院

目前比萨外送模式已超堂食，且主要聚焦在一二线城市。据弗若斯特沙利文数

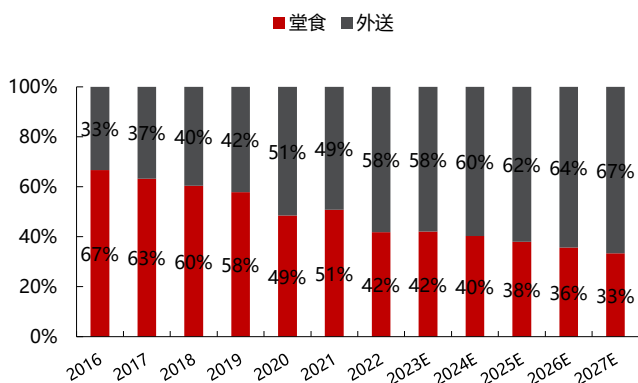
据，2016-2019 年我国外卖市场 CAGR 达 37.2%，外卖市场的快速发展促进居民外卖消费习惯逐步养成，而比萨作为较适合外送的品类，外送比萨占比也持续提升，并于 2020 年首次超越堂食市并保持高于行业平均增速持续发展，截至 2022 年外送比萨占比达 58.1%。而从分布上来看，一二线城市仍是比萨消费的主力，2022 年市场规模占比合计达到 83%。

图9：2016-2027E 中国比萨市场按外送及堂食划分市场规模



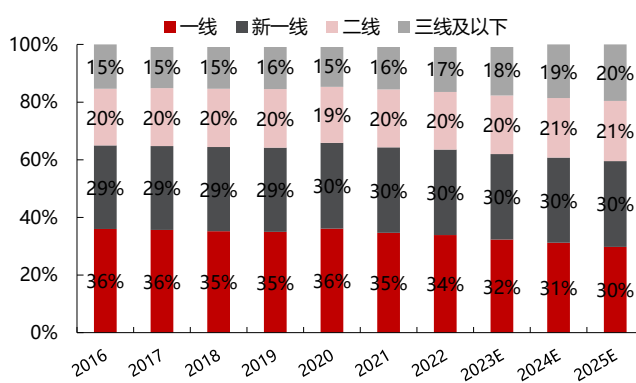
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，民生证券研究院

图10：2016-2027E 中国比萨市场按外送及堂食占比



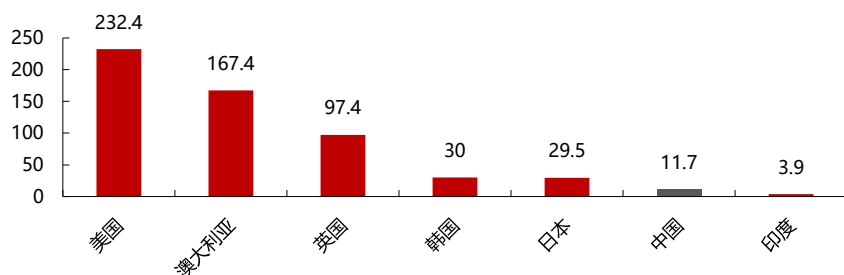
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，民生证券研究院

图11：2016-2025E 中国比萨市场城市分布占比



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，民生证券研究院

对标海外，我国比萨行业渗透率仍低。比萨作为舶来品，在我国发端于 1990 年必胜客在北京珠市口开出的第一家店，尽管比萨进入中国市场已经超 30 年，但目前渗透率仍不高。据弗若斯特沙利文数据，2022 年美国、澳大利亚及英国，每百万人口比萨门店数量分别为 232.4、167.4 及 97.4 家；在饮食文化与我国相似的韩国、日本，这一指标也分别达到了 30 家及 29.5 家，而我国每百万人口比萨门店数量仅为 11.7 家，其中一线及新一线每百万人口约有 25 家比萨门店，而二线及三线（或者三线以下城市）这一指标分别为 15 家及 7 家，发展相对滞后。

图12：2022 年每百万人口比萨门店数量


资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，民生证券研究院

2.2 比萨行业连锁化率高，头部品牌主要聚焦一二线城市

行业连锁化率达 90.1%，龙头必胜客凭借先发优势，占据 35.2% 的市场份额。相比于中餐及其他餐饮品类，比萨的工序操作更易标准化，连锁餐厅更易在行业中占据主导地位，据弗若斯特沙利文数据，2022 年比萨行业连锁餐厅占比高达 90.1%，行业前五大公司为必胜客、尊宝、达美乐、乐凯撒、棒约翰，CR5 达到 49.9%。百胜中国旗下必胜客 1990 年最早进入中国市场主打“家庭聚餐场景”，广泛扩张实现了国内比萨消费的初步普及教育，占据市占率 35.2% 的龙头地位；市占率第二的尊宝比萨于 1998 年在深圳开出首店（当时为其前身“小飞象”），并凭借价格优势主打垂直品类实现快速扩张；1997 年进入中国市场的达美乐 2022 年市占率位列第三；而棒约翰于 2003 年进入中国市场，乐凯撒品牌于 2010 年在深圳创立。

表8：2022 年比萨行业市场份额

排名	公司	收益 (亿元)	市占率	于中国的餐厅数量
1	必胜客中国	132	35.2%	~2900
2	尊宝比萨	21	5.6%	~2200
3	达美乐中国	20	5.3%	588
4	乐凯撒比萨	7	1.9%	~175
5	棒约翰中国	7	1.9%	~265
Top5			49.9%	
其他			59.1%	

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，民生证券研究院

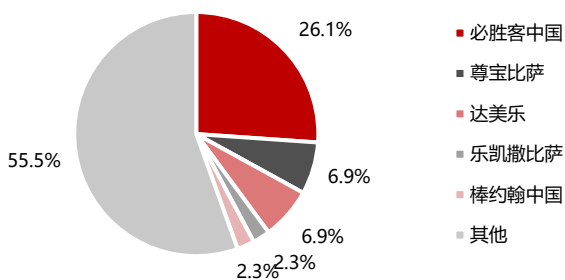
目前，达美乐在外送领域及一线城市优势更明显。从分布来看，必胜客及尊宝比萨实现了更为广泛的门店渗透，门店分布从一线至五线城市均有；达美乐目前国内多数地区尚未渗透，门店仍主要位于一线及新一线城市，截至 2022 年达美乐在一线城市市占率位于第二位，且在外送领域市占率已与尊宝齐平。

表9: Top5 比萨品牌对比

公司	门店数	客单价(元)	覆盖城市	一线	新一线	二线	三线及以下(含其他)	品牌特色
必胜客中国	3157	73.09	318	16.22%	29.59%	21.67%	32.52%	1990年进入中国, 主打西餐及大店, 多品类, 不仅包含比萨品类, 还包含牛排、意面等。
尊宝比萨	2639	33.36	229	27.13%	22.02%	16.41%	34.44%	1998年在深圳开出首店, 主打比萨品类及小店, 聚焦广东, 广东门店占比高达42%。
达美乐中国	740	58.69	30	63.65%	27.70%	4.86%	3.79%	1997年进入中国, 2017年开始高速发展, 主打比萨品类及外送, 目前主要渗透一线及新一线城市。
乐凯撒比萨	196	63.52	12	84.18%	8.67%	6.12%	1.03%	2010年于深圳创立, 主打比萨品类, 广东门店占比高达79%。
棒约翰中国	294	63.4	36	52.38%	30.95%	10.88%	5.79%	2003年进入中国, 主打比萨品类。

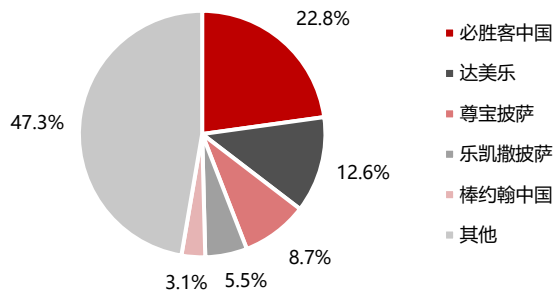
资料来源: 窄门餐眼(截至2023.10.06), 民生证券研究院(注: 1)本表门店数/客单价/城市划分均为第三方统计口径; 2)一线代表一线城市门店占总门店比例, 其他线级城市同理。)

图13: 2022年按外送收益计算的比萨行业市场份额



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股说明书, 民生证券研究院

图14: 2022年一线城市前五大参与者市场份额



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股说明书, 民生证券研究院测算

2.3 适合国人需求的产品及交付形式, 或将加速行业渗透

比萨作为舶来品, 我们认为找到适合国人需求的产品及交付形式是实现行业加速渗透&找到竞争优势的关键。参考同为舶来品的咖啡和西式快餐, 星巴克最早进入中国市场, 凭借国内咖啡行业开拓者及教育者身份, 定义了早期中国咖啡行业的范式, 也奠定了其咖啡行业的龙头地位; 但瑞幸打破常规, 通过小店模式下“普适的口味+大众的价格”实现自身过万的门店数量, 也带动了国内咖啡行业的加速渗透。肯德基 1987 年进入中国, 凭借高效运营管理及本土化开发, 也成为国内快餐行业龙头, 据弗若斯特沙利文数据, 在 2019 年肯德基市场份额是第二名的 1.8 倍, 且 2023H1 门店数量达到 9562 家; 但塔斯汀通过高的性价比及“中式汉堡”的差异化依旧实现了国内 6233 家的门店体量(据极海, 截至 2023.10.10)。必胜客 1990 年最早进入中国市场, 以“欢乐餐厅”的场景实现了国内比萨消费的初步普及教育, 但我们认为中国消费市场广阔, 找到适合国人需求的产品形式, 且有较强运营管理能力的公司有可能依然存在大发展机会, 行业渗透率也可能随着新的产品及形式出现实现渗透率加速提升。

3 公司看点：渗透空间大的高成长阶段，UE 模型跑通

3.1 产品好+稳定交付+数字化赋能，持续提升顾客体验

专注比萨领域，产品获得消费者认可。1) 产品及口味上来看，达美乐专注比萨领域，提供超过 30 种比萨，除了受到世界各地认可的“经典美式”、“西式风味”，还根据中国人口味开发大量高度本土化菜品如“照烧风味牛肉土豆比萨”、“金沙咸蛋黄嫩鸡比萨”等；为保证比萨口感，公司使用非冷冻的优质新鲜面团，顾客点单后现场手拍制作，并原创卷边如“芝士卷边”、“红薯薯泥流心卷边”等新吃法，提供目前市场上最多可选择的饼底。除了比萨，达美乐还提供全面的意面、小食、甜品和汤类，作为补充，多样化顾客选择。自 2018 年以来，公司已推出 130 多个新菜单项目，通常 6-12 周推出一款新比萨，保持稳定的产品推新。2) 价格上来看，公司价格大多数低于国际品牌，并高于本地可比品牌，其客单价处于比萨行业整体中部区间同时（详见表 9）；同时公司设置不同的价格区间，物超所值比萨 28 元起”“经典风味比萨 59 元起”和“甄选尊享比萨 69 元起”等系列，让顾客有更多选择；公司一贯的“接二连三”营销活动（周二周三比萨 7 折）在给顾客带来高性价比产品同时，留下深刻的记忆点。3) 综合来看，持续在比萨领域深耕并提供口味优质价格合适的产品，达美乐在比萨同行业公司中取得顾客的认可，其口碑评分领先于同行。

图15：公司受欢迎部分比萨款式



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图16：公司受欢迎部分非比萨产品



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图17: 达美乐提供多种饼底和配料可供选择



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

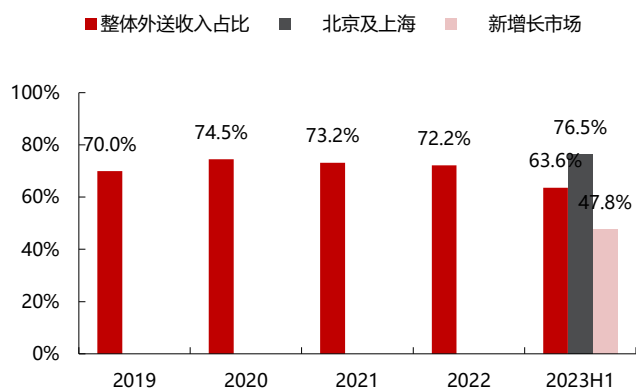
图18: 达美乐口碑评分在行业中处于领先地位



资料来源: 窄门餐眼, 民生证券研究院 (注: 评分统计截至 2023.10.07)

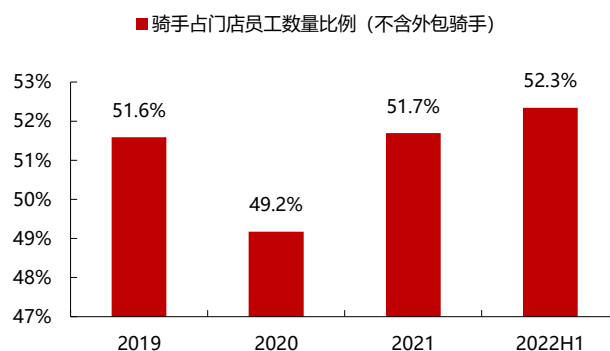
主打自有骑手“30分钟必达”，产品稳定交付。外送是达美乐品牌 DNA 的一部分，23H1 公司 63.6%的销售来源于外送订单。为保证顾客体验，达美乐外送订单承诺“30分钟必达”，小程序端下单可实现实时监控，如外送超时，将为顾客赠送一张免费的比萨优惠券；据过往记录期间（截至招股说明书披露），公司约 90%的订单于 30 分钟内送达，平均订单完成时间约为 23 分钟。外送产品稳定交付的背后，是公司自有骑手配送模式，公司骑手均为专职骑手（含全职及兼职），使公司保留对端到端外送体验及交付的控制，也可确保食品安全。公司骑手数量占据公司员工数量的 50%左右，门店员工结构灵活度高，允许团队成员根据客户需求在店内承担不同职责，高峰时期店内员工亦可根据需要充当骑手。

图19: 2019-2023H1 公司外送收入占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院 (注: 截至目前部分新市场尚未开放外送。)

图20: 骑手数量占据公司员工数量的 50%左右



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

数字化赋能, 提高运营效率&保证消费者体验。公司自有开发数字化系统赋能运营, 例如: 智能订单调度系统, 可预测门店需求进行骑手调度, 并实现骑手与订单的自动匹配, 确定最佳配送路线, 是实现“30分钟必达”&保证消费者体验的重要因素; 公司通过专有客户数据平台 (CDP) 分析线上渠道交易, 了解消费者偏好; 通过 ERP 系统数字化整合采购及物流流程管理等。数据驱动公司交付能力持

续优化,提高运营效率,也使得公司能够收集顾客订单信息,为门店选址,产品开发等多维度赋能。

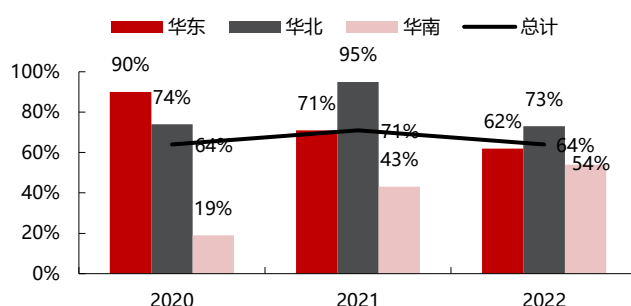
建立中央厨房完善供应链,夯实门店基础。公司已建立健全供应链,以标准化的系统选择及审查供应商,并为华北、华东、及华南三个大区设立中央厨房,为周围 350 公里半径内达美乐门店服务,以实现比萨面团制作,食品加工,分配及存储等功能,目前中央厨房利用率仍有提高空间(2022 年总利用率为 64%),伴随未来门店加密,有望实现成本及效率的进一步优化。

图21: 达势三大中央厨房及覆盖范围

中央厨房名称	覆盖范围
河北三河中央厨房	覆盖华北运营,为北京及天津等地区门店服务。
上海中央厨房	覆盖华东运营,为上海、杭州、江苏、南京、无锡及宁波等地区门店提供服务。
广东东莞中央厨房	覆盖华南运营,为广州、深圳、佛山及东莞等地区门店服务。

资料来源:招股说明书,民生证券研究院

图22: 达势三大中央厨房利用率



资料来源:招股说明书,民生证券研究院(注:2021年华东中央厨房利用率下降及2022年华北中央厨房利用率下降主要系添置设备提高产能。)

3.2 UE 模型跑通

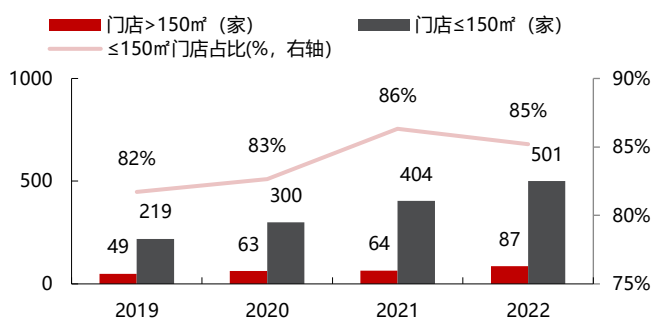
门店设计向外送优化,面积相对较小;单店员工 20 至 30 名,其中全职员工 5-6 名,骑手数量 50%左右。达美乐中国所有门店提供堂食服务,但在保证租金成本的同时向外带外送优化,因此门店面积相对较小,且厨房占据门店一半面积左右;截至 2022 年末,公司所有门店平均面积为 125 m²,店内平均座位数为 28 个。单店初始投资成本在 150 万元左右,包含门店设计及装修、设备采购、开店前期租金&品牌授权费用等,一家新店的准备周期在 4-6 个月。为最大限度提高运营效率,门店按动态及灵活的方式配备员工,通常配备 20 至 30 名团队成员,其中全职员工 5-6 名左右(全职员工数 5-6 名为我们测算值,详见图 25),骑手数量 50%左右(详见图 20)并采取轮班工作制度。

图23: 门店设计向外送优化,部分门店配有取餐点



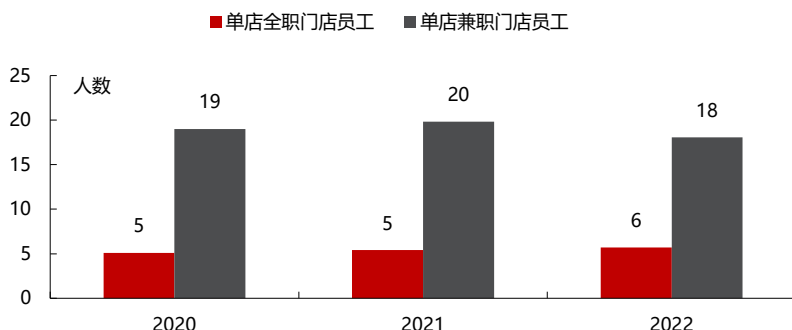
资料来源:招股说明书,民生证券研究院

图24: 达美乐≤150 m²门店占比超 80%



资料来源:招股说明书,民生证券研究院

图25：2020-2022 年单店全职/兼职平均员工数



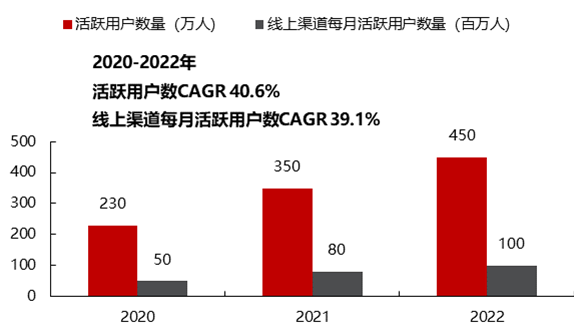
资料来源：招股说明书，民生证券研究院测算（注：单店雇员数=总雇员数/门店数）

经营数据稳步向上，盈利能力优化。公司经营向上表现在以下几个方面：

1) 会员数量持续提升：伴随公司门店数量持续增加，品牌势能向上，公司会员数量也稳步提升，截至 2022 年活跃用户及线上渠道每月活跃用户数分别达到 450 万及 100 万，2020-2022 年 CAGR 分别达 40.6%和 39.1%。

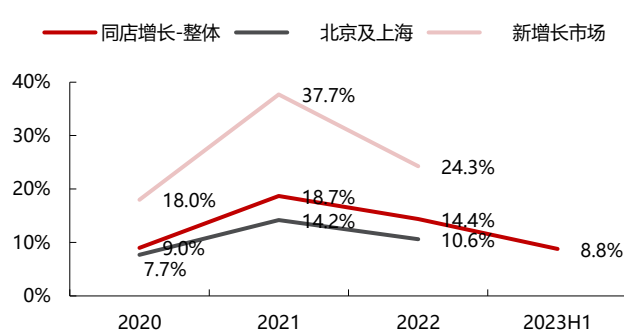
2) 同店稳定增长：公司新 CEO 上任及战略调整后，能公司自 2018 年初起各季度保持同店销售正增长，2020-2022 及 2023H1 公司整体同店增长分别达到 9.0%/18.7%/14.4%/8.8%。即便是发展成熟的北京及上海地区 2022 年也实现了 10.6%的同店增长；相比于北京等上海成熟门区域，处于发展期新的市场有着更高的同店表现。

图26：达美乐用户数量快速增长



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图27：2020-2023H1 公司同店持续增长

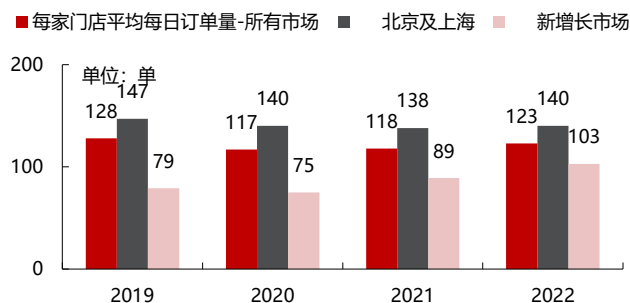


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3) 整体单店日销 2020 年以来持续向上。从量的角度来看，2020 年疫情后公司单量有所回落，2022 年整体平均水平恢复至 123 单左右；其中北京及上海成熟市场日均单量相对较高，2022 年达 140 单；新增市场发展势头更猛，2022 年新增市场日均单量已经超 2019 年水平。从价的角度来看，公司客单价呈现稳步上升趋势，2022 年，每笔订单平均销售金额维持在 93.2 元，新市场价格相对较低主要是由于部分城市尚未开放外送，而外外送订单价格相对较高。量价结合来看，公司单店日销 2020 年以来稳步向上，2022 年整体平均达到 1.14 万元/天，北京及上

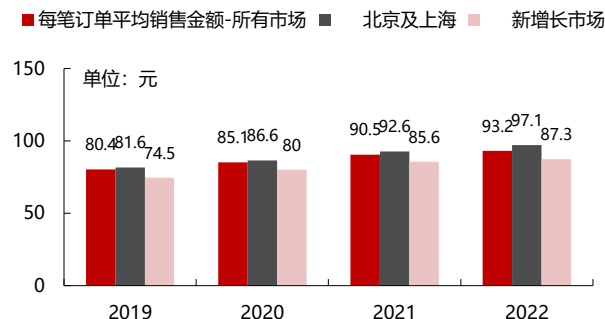
海/新市场也分别达到 1.36/0.90 万元/天。

图28: 2019-2022 年达美乐中国订单数



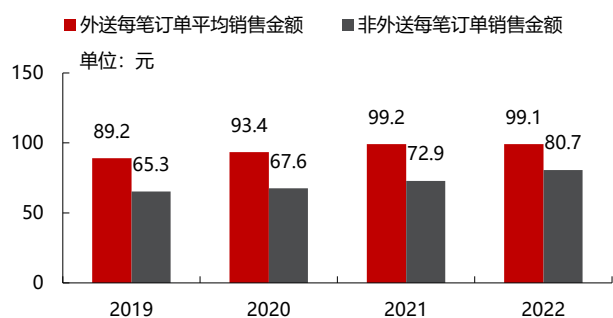
资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图29: 2019-2022 年达美乐中国客单价



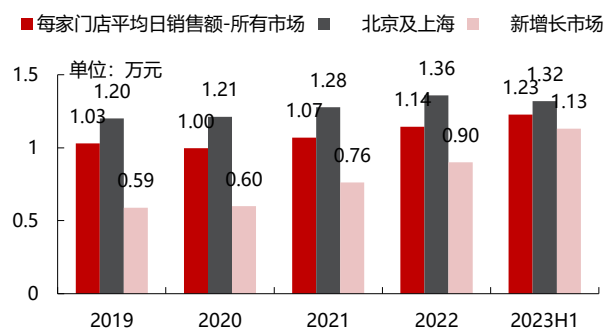
资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图30: 外送订单平均销售金额更高



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

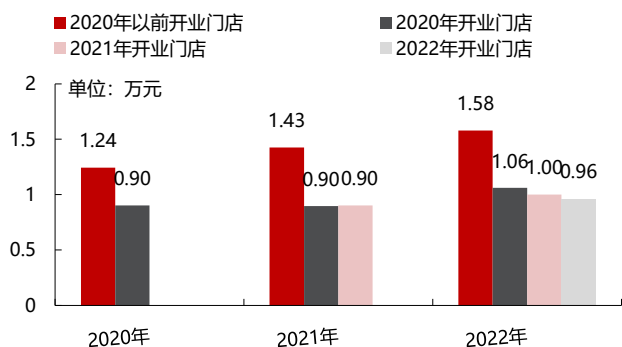
图31: 2019-2022 年达美乐中国单店日销



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

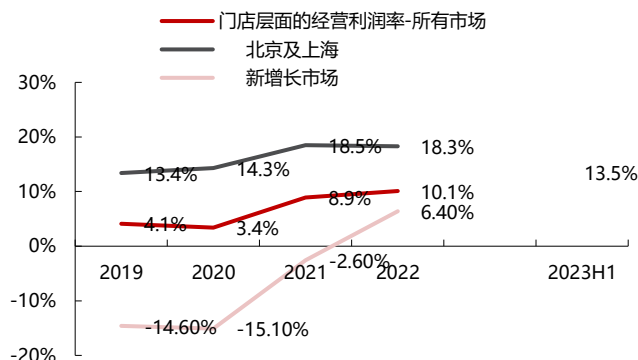
4) 门店经营利润率持续改善。我们回溯北京及上海的门店平均销售变化, 门店加密及品牌势能的提升, 公司老店日销历呈现上行趋势。达势多数新市场门店开拓时间较晚, 目前仍处于日销向上爬坡期阶段, 因此新市场整体门店经营利润率低于北京及上海 (2022 年北京及上海门店经营利润率达到 18.3%, 而新市场仅达到 6.4%), 我们认为伴随门店发展逐步从成熟, 整体门店经营利润率仍有改善空间。

图32: 单店日销随着门店爬坡稳定增长



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

图33: 2019-2023H1 达美乐中国门店经营利润率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

5) 品牌势能已初显, 部分新城市新开店投资回收期显著缩短。尽管新市场整

体利润率不及北京及上海，但部分新市场的亮眼表现证明公司的品牌势能已经初步显现。据招股说明书披露，公司于往记录期间所开设的大部分门店首次收支平衡期为 1-3 个月，而门店的一般现金投资回报期约为 3-4 年；2022 年公司在北京及上海的门店现金回报期预期为 36 个月，同期新市场的现金回报期预期为 38 个月。近期新城市新开门店表现亮眼，截至 2023H1，公司在六个新城市共开 24 家门店，其中有 6 家目前在达美乐比萨全球系统中保持全球前 30 天销售额前 6 名记录(单店平均日销 4.67 万元)，公司预期该六个城市的 24 家门店投资回报期将少于 12 个月，且截至 2023 年 7 月 1 日，其中 7 家门店已实现回报。

UE 模型拆解：据公司披露口径，门店经营利润测算为收入减去以薪金为基础的开支、原材料及耗材成本、租金、厨房及设备折旧、无形资产摊销、水电、广告及推广开支、门店经营及维护开支及其他开支等。我们基于公告披露数据及以上口径，对单店模型进行拆解如图 32（鉴于多数项目仅披露含中央厨房的成本，此处门店模型测算含部分中央厨房成本）。公司 UE 模型自 2019 年以来持续改善，2023H1 整体门店经营利润率达到 13.5%，门店 EBITDA 利润率达到 18.7%。

图34：达势股份 UE 模型拆解

达势股份单店模型 (基于财报数据测算)										
单位: 百万元, CNY	2019年	2020年	2021年	2022年	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	备注
营业收入(百万元)	836.63	1,104.05	1,611.33	2,020.79	766.56	844.77	908.79	1,112.00	1,376.37	目前所有门店均为直营，取门店收入
调整门店数(家)		316	416	528	389	442	488	548	630	测算指标：调整门店数=(期初门店数+期末门店数)/2
期间平均单店营收(万元)		350	388	383	197	191	186	203	218	测算指标：平均单店营收=营业收入/调整门店数
每家门店平均日销售额(元)	10292	9962	10692	11445	10854	10513	11462	11149	12275	披露数据，其中21H2为测算
每家门店平均日订单量(单)	128	117	118	123	122	—	120	—	—	披露数据
每笔订单平均销售金额(元)	80.4	85.1	90.5	93.2	89	—	95.1	—	—	披露数据
原材料(百万元)	228.06	310.5	425.58	549.72	203.57	222.01	247.19	302.53	380.45	披露数据
毛利率	72.7%	71.9%	73.6%	72.8%	73.4%	73.7%	72.8%	72.8%	72.4%	毛利率=1-原材料/营业收入
租金(百万元)	101.03	132.10	175.36	210.87	83.42	91.95	103.02	107.85	136.18	门店及中央厨房层面使用权资产折旧及可变租赁付款、短期租金及其他相关开支
租金占营收比	12.1%	12.0%	10.9%	10.4%	10.9%	10.9%	11.3%	9.7%	9.9%	
单店租金(万元)		41.9	42.2	39.9	21.4	20.8	21.1	19.7	21.6	单店租金=门店及中央厨房使用权资产折旧/调整门店数
门店及中央厨房层面员工薪酬(百万元)	247.60	316.01	462.60	577.29	217.94	244.65	262.32	314.97	369.89	披露数据
员工薪酬占营收比	29.6%	28.6%	28.7%	28.6%	28.4%	29.0%	28.9%	28.3%	26.9%	
单店人工成本(万元)		100.2	111.3	109.3	56.0	55.4	53.8	57.5	58.7	单店人工=门店及中央厨房员工薪酬/调整门店数
折旧(百万元)	57.74	76.93	98.66	120.69	46.86	51.8	56.67	64.02	72.24	披露数据
折旧占营收比	6.9%	7.0%	6.1%	6.0%	6.1%	6.1%	6.2%	5.8%	5.2%	
单店折旧(万元)		24.38	23.74	22.86	12.05	11.73	11.61	11.68	11.47	单店折旧=折旧/调整门店数
无形资产摊销(百万元)	36.11	40.21	43.03	47.48	20.84	22.19	23.48	24	25.54	披露数据
摊销占营收比	4.3%	3.6%	2.7%	2.3%	2.7%	2.6%	2.6%	2.2%	1.9%	
门店及中央厨房水电开支(百万元)	42.736	53.71	71.544	82.83	33.64	37.904	37.256	45.574	—	披露数据
水电费用率	5.1%	4.9%	4.4%	4.1%	4.4%	4.5%	4.1%	4.1%	—	
门店经营及维护开支(百万元)	53.73	75.72	101.83	129.75	48.23	53.60	57.68	72.07	84.94	披露数据
门店经营及维护开支费用率	6.4%	6.9%	6.3%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.5%	6.2%	
其中：特许权费用(百万元)	24.51	33.76	49.33	61.85	23.52	25.82	27.80	34.05	—	披露数据
特许权费率	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	—	
门店经营开支(百万元)	19.96	31.39	40.43	53.80	19.07	21.36	23.25	30.55	—	披露数据
门店经营开支占营收比	2.4%	2.8%	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%	—	
门店维护开支(百万元)	4.85	6.28	8.82	10.16	3.97	4.85	4.46	5.70	—	披露数据
门店维护开支占营收比	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	—	
其他(百万元)	4.41	4.28	3.25	3.95	1.67	1.57	2.17	1.78	—	
广告和产品促销开支(百万元)	61.53	86.27	121.86	116.81	59.63	62.23	53.87	62.94	81.08	披露数据
营销费用率	7.4%	7.8%	7.6%	5.8%	7.8%	7.4%	5.9%	5.7%	5.9%	
测算门店经营利润	8.10	12.60	110.87	185.36	52.43	58.44	67.31	118.05	—	营业收入减各项成本
测算门店经营利润率	0.97%	1.14%	6.88%	9.17%	6.84%	6.92%	7.41%	10.62%	—	
测算CoP	-3.12%	-2.31%	-2.05%	-0.96%	-2.53%	-1.62%	-1.76%	-0.30%	—	
公司披露门店经营利润(百万元)	34.22	38.07	143.93	204.69	71.84	72.08	83.33	121.36	186.29	披露数据
披露门店经营利润率	4.09%	3.45%	8.93%	10.13%	9.37%	8.53%	9.17%	10.91%	13.53%	披露数据
+ 厂房及设备折旧- 门店层面									70.29	披露数据
+ 无形资产摊销- 门店层面									0.84	披露数据
披露门店层面EBITDA									257.42	披露数据
门店层面EBITDA利润率(%)									18.70%	披露数据

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

注：1) 基于招股说明书&财报测算，测算门店利润率与公司披露存在差异主要在于：折旧摊销及广告费用公司层级占比较小，据财报口径未进行分析；基于披露口径将中央厨房等其他成本纳入门店进行核算等。

2) “—”代表未披露或未基于未披露数据未测算。

达势北京及上海门店经营利润率处于连锁餐饮靠前水平，关注整体门店利润率变化。与必胜客相比，公司毛利率更高，两者 2023H1 门店利润率持平，达势

小店模型相对更轻，利润率仍有上行空间（参考敏感度分析）。与主要连锁餐饮品牌相比，2021-2022 年公司北京及上海门店经营利润分别达到 18.5%/18.3%，处于行业较为领先的水平；关注新市场门店利润率优化带来的整体利润率提升。

图35：达势股份 UE 模型敏感度分析及必胜客 UE 模型对比

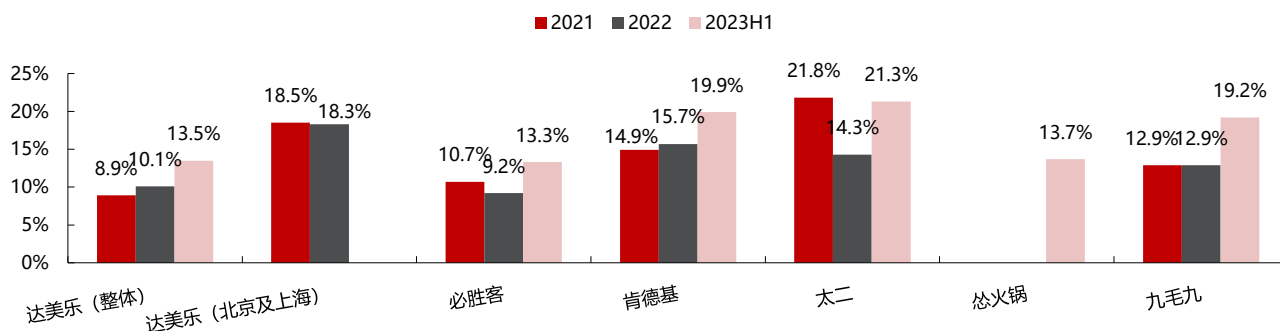
	达美乐(2023H1整体)	达美乐整体 (悲观假设)	达美乐整体 (乐观假设)	说明	必胜客(2023H1)
收入(百万元)	1376.4				8256.9
调整门店数 (家)	630	处于盈亏平衡单店日销	北京及上海门店2022年平均日销达到1.36万元		2842.5
期间平均单店营收 (万元)	218.5	171.1	247.5	期间按182天测算	290.5
每家门店平均日销售额 (万元)	1.20	0.94	1.36	2023H1整体日销1.2万为测算数，与披露数存在误差。	1.60
毛利率	72.4%	72.4%	72.4%	均按照2023H1整体毛利率假设。	69.2%
单店人工 (万元)	58.7	55.0	60.0	日销增加则骑手配送需求增加，历史半年度单店人工处于55.4-58.7之间，对应日销处于1.05-1.23万，基于历史数据根据日销上下浮动。	84.1
人工占营收比	26.9%	32.1%	24.2%		28.9%
单店租金 (万元)	21.6	21.6	21.6	参考2023H1数据。	78.4
租金占营收比	9.9%	12.6%	8.7%		27.0%
单店折旧 (万元)	11.5	11.5	11.5	参考2023H1数据。	
折旧占营收比	5.2%	6.7%	4.6%		
摊销占营收比	1.9%	2.6%	1.9%	参考历史半年度数据处于1.9%-2.7%之间	
单店水电开支 (万元) -估算	8.7	6.8	9.9	公司未披露门店层面数据，按费用率估算	
水电费用率	4.0%	4.0%	4.0%	参考历史数据处于4.1%-4.4%之间。	
单店经营及维护开支 (万元)	13.5	13.5	13.5	参考2023H1数据。	
门店经营及维护开支费用率	6.2%	7.9%	5.4%		
广告和产品促销开支 (万元)	12.9	12.9	12.9	参考2023H1数据。	
营销费用率	5.9%	7.5%	5.2%		
单店其他差异合计 (万元)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	成本测算包含了部分中央厨房，根据测算差额适当调整。	
门店经营利润 (万元)	29.6	0.6	47.6		38.6
披露门店经营利润率	13.5%	0.3%	19.2%		13.3%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

注：1) 必胜客按照 2023 年 6 月 30 日汇率 1USD=7.262CNY 换算。

2) 敏感度分析的乐观及悲观假设单店成本基于整体门店，理论上高于新市场而低于北京及上海，因此基于 2022 年北京及上海门店的营收测算门店利润率略高于公司披露数据；而公司新市场实现盈利的门店日销也低于我们的悲观假设。

图36：2021-2023H1 主要连锁餐饮品牌经营利润率对比



资料来源：达势股份公司公告，百胜中国财报，九毛九财报，民生证券研究院

3.3 处于渗透空间大的高成长阶段

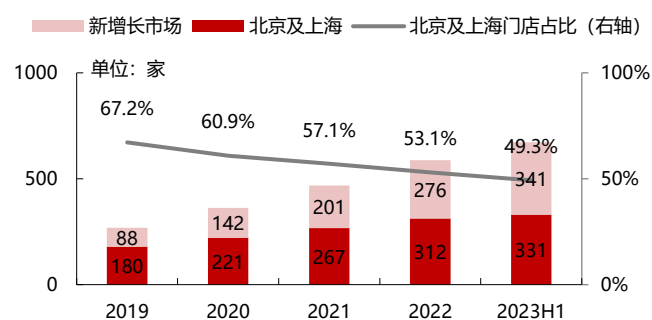
截至 2023H1 公司仅覆盖 20 个城市，还有大量的空白市场有待拓展。据招股说明书披露，截至 2023 年 3 月 6 日，公司仅覆盖 17 个城市共 604 家门店，北京及上海门店数就达到 313 家，多数地区门店仅为个位数。截至 2023H1 公司覆盖城市仅为 20 个，还有大量的空白市场有待拓展。

表10：截至 2023 年 3 月 6 日达美乐中国门店城市分布

城市	门店数量	城市	门店数量	城市	门店数量
北京	155	南京	34	珠海	1
上海	158	苏州	16	中山	2
深圳	71	无锡	8	武汉	3
广州	52	宁波	6	济南	1
天津	47	佛山	6	成都	1
杭州	37	东莞	6		
合计		604			

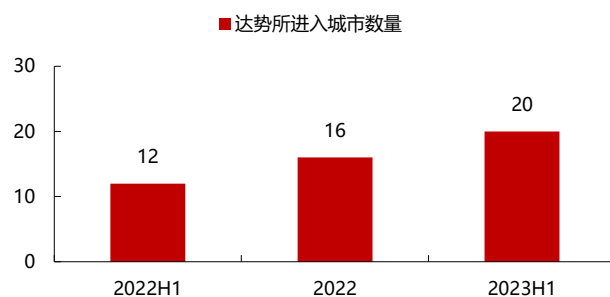
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图37：达势北京及上海门店占比较高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

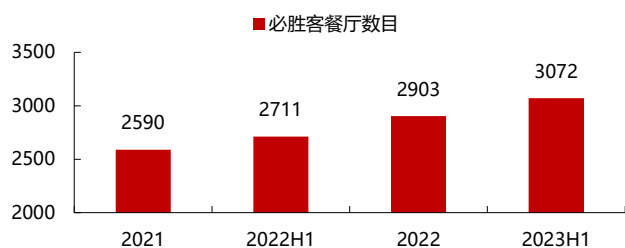
图38：截至 2023H1 达势仅覆盖 20 个城市



资料来源：公司公告，民生证券研究院

对标必胜客&尊宝比萨的渗透力，达势目前处于快速发展阶段，未来仍有大发展潜力。同处于比萨行业的必胜客，在过去二三十年的发展过程中，针对过往国人对于西餐“高端”的观念，在核心地区开店定位“家庭及聚餐”消费场景，2023H1门店达 3072 家；据窄门餐眼，截至 10 月 10 日，必胜客在一二线城市门店数量达到 2130 家。目前，达美乐在北京及上海的门店数量已经接近必胜客，相比于大店模式堂食必胜客，达美乐的小店外送模式选址&消费场景门槛更低，甚至可以渗透至社区；因此我们认为选址门槛更低的达美乐达到及超越目前必胜客门店数是有潜力的。从比萨品类渗透力来看，尊宝比萨仅在广东地区一个省份就开出 1106 家门店（截至 2023.10.10），我们认为比萨受到市场教育而持续扩容的潜力大。据招股说明书披露，公司 2023 年及 2024 年将开设 180 家、240 家新店，并预期将分别于 2025 年及 2026 年开设约 200 家至 300 家新店，处于快速渗透的高速成长阶段。

图39: 2021-2023H1 必胜客门店数量



资料来源: 百胜中国财报, 民生证券研究院

图40: 必胜客一二线城市&北京及上海门店数量

城市级别	门店数
一线城市	512
新一线城市	934
二线城市	684
合计	2130
北京及上海	344

资料来源: 窄门餐眼 (截至 2023.10.10), 民生证券研究院

图41: 尊宝比萨全国门店分布

门店分布情况



资料来源: 窄门餐眼 (截至 2023.10.10), 民生证券研究院

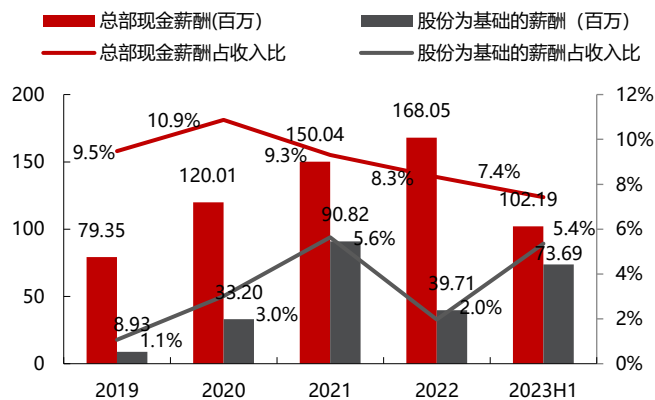
图42: 参考尊宝比萨, 比萨品类仍有很强的渗透潜力

尊宝比萨门店数Top5省份	门店数
广东	1106
福建	279
湖南	250
湖北	203
重庆	122
Top5合计	1960
总门店数	2639

资料来源: 窄门餐眼 (截至 2023.10.10), 民生证券研究院

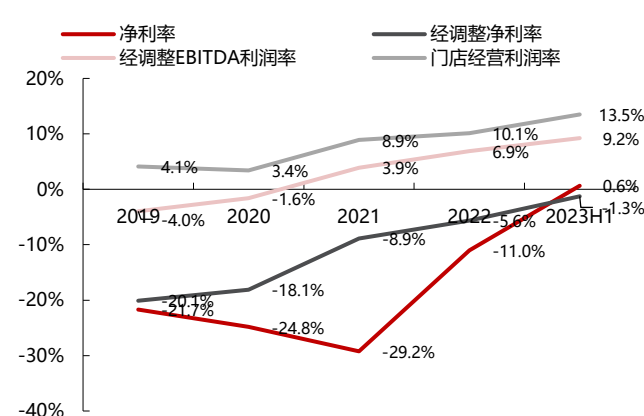
门店扩张下, 总部费用有所摊薄, 关注利润率改善。公司总部费用主要是总部员工薪酬及基于以股份为基础的薪酬, 办公室租赁及其他等费用占比相对较少, 伴随门店扩张, 总部的费用率有望得到摊薄, 看好公司的盈利能力改善。

图43: 2020 年以来总部现金薪酬占收入比持续下降



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图44: 2019-2023H1 公司盈利能力持续改善



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

- 1) 开店：据招股说明书披露，公司 2023 年及 2024 年将开设 180 家、240 家新店，并预期将分别于 2025 年及 2026 年开设约 200 家至 300 家新店。我们假设公司 2023-2025 年北京及上海分别新开 45/40/40 家，新增市场分别新开 135/200/250 家，合计新开 180/240/290 家，即 2023/2023/2025 年末门店数分别为 768/1008/1298 家。
- 2) 订单量：北京及上海市场发展相对成熟且去年为高基数，考虑门店加密的分流影响，我们假设 2023-2025 年每单店日订单量分别为 139/139/138 单；疫后消费市场复苏，公司 2021-2022 年开始进入多个新市场，新市场表现亮眼，投资回收期显著缩短，鉴于过往基数较低，且门店多处于爬坡期，单量是主要的驱动增长因素，因此我们假设 2023-2025 年新市场单店每日订单量分别为 127/128/129 单。
- 3) 客单价：鉴于 2023 年大环境下主要连锁餐饮品牌客单价均有所下调，且疫情后线下到店堂食/自取场景恢复，北京及上海外送订单占比可能小幅下降（外送客单价较高），我们假设 2023 年北京及上海门店客单价有所回落，并自 2024 年起小幅正常增长，假设 2023-2025 年客单价分别为 96.6/97.1/98.1 元。新进入市场需求良好，且部分门店尚未开放外送，鉴于外送订单价格高于堂食及自取价格，我们认为部分门店外送开通后，新市场与北京及上海市场的客单价差距将逐步缩小，假设 2023-2025 年客单价同分别为 89.9/90.4/91 元。
- 4) 毛利率：公司历史毛利率水平较为稳定，2019-2022 年毛利率分别为 72.74%/71.88%/73.59%/72.80%，假设 2023-2025 年毛利率分别为 72.30%/72.30%/73.00%。
- 5) 员工薪酬：伴随收入增加，员工薪酬比率呈小幅下降趋势，2023-2025 年合计职工薪酬费用率假设为 38.03%/35.60%/34.59%。
- 6) 其他成本费用：假设整体 2023-2025 年使用权资产折旧占营收比例 8.14%/8.18%/7.96%。折旧占收入比 5.15%/5.16%/5.15%。摊销为 0.6/0.6/0.6 亿元。水电开支占营收比例 4.00%/4.10%/4.10%。广告及产品促销费用率 5.79%/5.80%/5.77%。门店经营及维护开支占收入比 6.37%/6.37%/6.20%。

表11：达势股份营收预测

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	836.63	1,104.05	1,611.33	2,020.79	3,025.64	3,958.66	5,151.93
YoY		31.96%	45.95%	25.41%	49.73%	30.84%	30.14%
北京及上海	702.16	869.20	1,146.96	1,278.63	1,616.93	1,831.48	2,035.83
新增长市场	134.47	234.85	464.37	742.16	1,408.71	2,127.18	3,116.11
门店数量 (家)							
所有市场	268	363	468	588	768	1008	1298
北京及上海	180	221	267	312	357	397	437
新增长市场	88	142	201	276	411	611	861
每家门店平均日销售额 (元)							
所有市场	10292	9962	10692	11445			
北京及上海	12,009	12,122	12,781	13,576	13,427	13,495	13,561
新增长市场	5,892	6,002	7,617	9,009	11,392	11,563	11,761
每家门店平均每日订单量 (单)							
所有市场	128	117	118	123			
北京及上海	147	140	138	140	139	139	138
新增长市场	79	75	89	103	127	128	129
每笔订单平均销售金额(元)							
所有市场	80.4	85.1	90.5	93.2			
北京及上海	81.6	86.6	92.6	97.1	96.6	97.1	98.1
新增长市场	74.5	80.0	85.6	87.3	89.9	90.4	91.0

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

4.2 估值分析

我们选取港美上市餐饮公司达美乐比萨、百胜餐饮、麦当劳、墨式烧烤，Wingstop，百胜中国，海底捞作为可比公司进行比较。美股可比公司 2023/2024 年 PS 平均为 6.3/5.6 倍，其中，成长性较好的 Wingstop 取得了高于行业平均的估值水平。港股可比公司 2023/2024 年 PS 平均值为 2.2/2.0 倍，达势目前处于仍有大量市场可以渗透的高成长阶段，估值水平高于港股平均。

表12: 可比公司 PS 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	2022-2024E	每股销售额(元)			PS (倍)		
			营收 CAGR	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
DPZ	达美乐比萨	350.17	2.93%	125.72	127.68	138.60	2.8	2.7	2.5
YUM	百胜餐饮	116.25	6.94%	23.59	25.43	27.96	4.9	4.6	4.2
MCD	麦当劳	246.19	8.03%	31.27	34.64	37.43	7.9	7.1	6.6
CMG	墨式烧烤	1,793.68	13.34%	307.72	354.04	403.96	5.8	5.1	4.4
WING	Wingstop	174.85	18.07%	11.93	14.50	16.63	14.7	12.5	10.5
美股平均值							7.2	6.3	5.6
9987.HK	百胜中国	387.17	16.72%	165.18	195.73	219.10	2.3	2.0	1.8
6862.HK	海底捞	18.95	25.14%	5.74	7.67	8.75	3.3	2.5	2.2
港股平均值							2.8	2.2	2.0
1405.HK	达势股份	66.06	39.96%	18.59	23.27	30.45	3.6	2.8	2.2

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 美股货币单位为美元, 港股为人民币; 可比公司数据采用 Wind/bloomberg 一致预期, 港股取 2023 年 10 月 13 日收盘价, 美股取 2023 年 10 月 12 日收盘价。

4.3 投资建议

公司是国内新兴的比萨外送专家, 主打“30 分钟必达”稳定交付, 产品获得消费者好评。截至 2023H1 公司仅覆盖国内 20 个城市, 还有大量空白市场有待渗透, 目前处于高成长阶段; 门店 UE 跑通, 2022 年北京及上海区域门店经营利润率达到 18.5%, 2023H1 整体门店经营利润率达到 13.5%。管理层经验丰富, 且公司发布四项股权激励计划绑定团队利益。公司进入扩张期, 收入、利润有望迎来快速增长, 我们预计公司 2023-2025 年营收增速分别为 49.7%、30.8%、30.1%; 净利润为-0.94 亿元、-0.34 亿元、0.66 亿元, 2023-2025 年对应 10 月 13 日收盘价 PS 分别为 2.8/2.2/1.7 倍; 参考美股处于成长期餐饮企业估值往往高于行业整体, 我们认为公司成长空间大且处于高速增长阶段, 给予高于港股行业平均的 2023 年 3.5 倍 PS, 目标价 88.77 港元, 首次覆盖给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 拓店不及预期风险。在向更广泛的市场扩张过程中,如果门店表现低于预期,将对公司营收及利润产生较大负面影响。

2) 食品安全风险。食品安全问题及负面新闻,对公司品牌、客流将产生严重负面影响。

3) 行业竞争加剧风险。百胜中国投资者日上,行业龙头必胜客发布开店计划,未来三年将进一步加速开店,保持每年 400-500 家净新增门店;竞争加剧可能对公司客流,营收及利润产生一定负面影响。

4) 原材料成本大幅上涨影响盈利风险。原材料价格的大幅上涨将挤压企业的利润空间。

5) 管理层变动风险。核心管理层大多数于 2017-2018 年加入,且过去四年以来始终团结一致,带来公司稳定快速发展,如果管理层变动或将对公司产生影响。

6) 单店模型等模型拆分和测算可能不准确风险。本文内单店模型等测算基于一定假设条件,存在不准确风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	689	1,170	1,234	1,595
现金及现金等价物	544	986	992	1,305
应收账款及票据	8	9	14	16
存货	67	71	109	119
其他	69	104	119	155
非流动资产合计	2,581	2,672	2,845	3,040
固定资产	496	577	731	855
商誉及无形资产	2,007	2,017	2,036	2,108
其他	78	78	78	78
资产合计	3,270	3,841	4,079	4,635
流动负债合计	795	1,461	1,732	2,223
短期借贷	0	200	200	200
应付账款及票据	127	260	227	329
其他	669	1,001	1,305	1,693
非流动负债合计	1,721	1,721	1,721	1,721
长期借贷	200	200	200	200
其他	1,521	1,521	1,521	1,521
负债合计	2,516	3,182	3,453	3,944
普通股股本	655	655	655	655
储备	130	37	2	69
归属母公司股东权益	753	660	625	691
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	753	660	625	691
负债和股东权益合计	3,270	3,841	4,079	4,635

现金流量表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	298	700	634	1,052
净利润	-223	-94	-34	66
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	359	399	427	464
营运资金变动及其他	162	394	241	522
投资活动现金流	-207	-371	-534	-645
资本支出	-211	-490	-600	-660
其他投资	3	119	66	15
筹资活动现金流	-225	113	-94	-94
借款增加	20	200	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-245	-87	-94	-94
现金净增加额	-112	442	6	313

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,021	3,026	3,959	5,152
其他收入	3	0	0	0
营业成本	550	838	1,097	1,391
员工薪酬	785	1,151	1,409	1,782
其他经营成本	765	1,169	1,471	1,829
研发费用	0	0	0	0
财务费用	60	80	82	82
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-65	119	66	15
除税前利润	-201	-94	-34	83
所得税	22	0	0	17
净利润	-223	-94	-34	66
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-223	-94	-34	66
每股销售收入 (元)	19	23	30	40
EPS (元)	-2	-1	0	1

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力(%)				
营业收入	25.41	49.73	30.84	30.14
归属母公司净利润	/	/	/	293.23
盈利能力(%)				
毛利率	72.80	72.30	72.30	73.00
净利率	-11.02	-3.09	-0.86	1.28
ROE	-29.56	-14.19	-5.47	9.57
偿债能力				
资产负债率(%)	76.97	82.83	84.67	85.08
净负债比率(%)	-45.71	-88.85	-94.65	-130.89
流动比率	0.87	0.80	0.71	0.72
速动比率	0.78	0.75	0.65	0.66
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.85	1.00	1.18
应收账款周转率	313.98	353.23	353.23	353.23
应付账款周转率	4.37	4.33	4.50	5.00
每股指标 (元)				
每股收益	-1.71	-0.72	-0.26	0.51
每股经营现金流	2.29	5.38	4.87	8.09
每股净资产	5.79	5.07	4.81	5.32
每股销售收入	18.59	23.27	30.45	39.62
估值比率				
P/E	/	/	/	130
P/B	11.4	13.0	13.7	12.4
P/S	3.55	2.84	2.17	1.67

插图目录

图 1: 达美乐中国发展历程	3
图 2: 2019-2023H1 公司直营门店数	4
图 3: 2019-2023H1 公司营收及利润情况	4
图 4: 达势股份公司架构 (紧随全球发售后)	5
图 5: 中国餐饮市场规模及 yoy	11
图 6: 2022 年中国餐饮市场结构	11
图 7: 中国比萨市场规模 2022 年达 375 亿元	11
图 8: 2022 年比萨占西餐/餐饮份额的 5.3%/0.9%	11
图 9: 2016-2027E 中国比萨市场按外送及堂食划分市场规模	12
图 10: 2016-2027E 中国比萨市场按外送及堂食占比	12
图 11: 2016-2025E 中国比萨市场城市分布占比	12
图 12: 2022 年每百万人口比萨门店数量	13
图 13: 2022 年按外送收益计算的比萨行业市场份额	14
图 14: 2022 年一线城市前五大参与者市场份额	14
图 15: 公司受欢迎部分比萨款式	15
图 16: 公司受欢迎部分非比萨产品	15
图 17: 达美乐提供多种饼底和配料可供选择	16
图 18: 达美乐口碑评分在行业中处于领先地位	16
图 19: 2019-2023H1 公司外送收入占比	16
图 20: 骑手数量占据公司员工数量的 50%左右	16
图 21: 达势三大中央厨房及覆盖范围	17
图 22: 达势三大中央厨房利用率	17
图 23: 门店设计向外送优化, 部分门店配有取餐点	17
图 24: 达美乐≤150 m ² 门店占比超 80%	17
图 25: 2020-2022 年单店全职/兼职平均员工数	18
图 26: 达美乐用户数量快速增长	18
图 27: 2020-2023H1 公司同店持续增长	18
图 28: 2019-2022 年达美乐中国订单数	19
图 29: 2019-2022 年达美乐中国客单价	19
图 30: 外送订单平均销售金额更高	19
图 31: 2019-2022 年达美乐中国单店日销	19
图 32: 单店日销随着门店爬坡稳定增长	19
图 33: 2019-2023H1 达美乐中国门店经营利润率	19
图 34: 达势股份 UE 模型拆解	20
图 35: 达势股份 UE 模型敏感度分析及必胜客 UE 模型对比	21
图 36: 2021-2023H1 主要连锁餐饮品牌经营利润率对比	21
图 37: 达势北京及上海门店占比较高	22
图 38: 截至 2023H1 达势仅覆盖 20 个城市	22
图 39: 2021-2023H1 必胜客门店数量	23
图 40: 必胜客一二线城市&北京及上海门店数量	23
图 41: 尊宝比萨全国门店分布	23
图 42: 参考尊宝比萨, 比萨品类仍有很强的渗透潜力	23
图 43: 2020 年以来总部现金薪酬占收入比持续下降	23
图 44: 2019-2023H1 公司盈利能力持续改善	23

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 达势 IPO 前融资 (除 Good Taste Limited 及 Domino'Pizza LLC 外, 均为独立第三方)	4
表 2: 达势股权架构 (紧随全球发售后)	6

表 3: 公司董事会成员投资、餐饮、快消等行业经验丰富	7
表 4: 以 CEO 王怡女士为首的职业经理人团队经验丰富且专业度高。	8
表 5: 2021 年股份激励计划	9
表 6: 2022 年首次公开发售前计划 (截至 2023 年 6 月 30 日尚无购股权已获行使)	9
表 7: 截至 2023 年 6 月 30 日, 董事所登记在册的相关权益及占比 (暂不包含管理团队)	10
表 8: 2022 年比萨行业市场份额	13
表 9: Top5 比萨品牌对比	14
表 10: 截至 2023 年 3 月 6 日达美乐中国门店城市分布	22
表 11: 达势股份营收预测	25
表 12: 可比公司 PS 数据对比	26
公司财务报表数据预测汇总	28

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026