

达势股份 (01405.HK)

通达万家，食势难挡

买入 (首次)

2023年12月12日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007

liyzzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,021	2,994	3,914	5,128
同比	25.4%	48.1%	30.8%	31.0%
归属母公司净利润(百万元)	-223	-84	35	150
同比	-	-	335.5%	76.3%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	-1.71	-0.64	0.27	1.15
P/E(现价&最新股本摊薄)	-	-	199	47

关键词: #产能扩张 #规模经济 #市占率上升 #稀缺资产

投资要点

- 达势股份: 达美乐比萨中国独家特许经营商, 盈利拐点将临。**达势凭借战略决策优秀管理层+强产品力的标准化经营体系+背靠全球最大比萨品牌达美乐平台在中国成功打造高势能品牌, 2022年公司营收20.2亿元(2020~2022年CAGR为35%), 截至2023年6月门店达到672家。公司正处高速扩张期, 门店不断向新一线及以下城市扩张, 我们预计公司2025年门店数将突破1,300家, 伴随收入规模效应与成本费用率优化, 公司盈利拐点将临, 利润弹性空间可期。
- 比萨行业: 高标准化的好赛道, 头部品牌大有可为。**据Frost & Sullivan数据, 2022年中国比萨市场规模375亿(2016-22年CAGR为8.6%)。从竞争格局看, 2022年行业收入CR5为49.9%, 其中必胜客市占率35.2%、达势股份市占率5.3%位列第三。对标日韩, 2022年两国每百万人拥有约30家比萨店, 而中国仅为其1/3左右。得益于市场复苏与比萨文化普及, Frost & Sullivan预计中国比萨市场有望于2027年达到771亿元(2022-2027年CAGR达15.5%), 行业连锁化、口味本土化与消费便捷化趋势加速, 市场集中度进一步提升之下龙头企业有望优先受益。
- 品牌高势能发展期, 成长可期。**1) 产品口味优良: 公司饼底与馅料种类行业第一, 自2018年以来推出130个SKU, 口味本土化爆款频出。2) 服务精准高效: 通过门店精准布局+自建专业车队+智能订单调度系统打造“30分钟必达”外送招牌, 约90%订单30分钟内送达, 每单平均耗时23分钟, 充分保证消费者体验。3) 品牌高黏性: 通过线上线下营销及宽价格区间满足多元消费需求, 不断转化私域流量。2022年总会员/活跃会员数量达860/390万人, 2年CAGR达47%/36%。4) 单店/同店指标优异、门店快速扩张: 2023H1公司整体单店日销销售额1.2万元, 其中新增长市场得益于订单快速放量, 店均日销同比2022H1增速达30%。整体同店自2017Q3以来连续正增长, 2023H1门店经营利润率达到13.5%(较2020年提升10.1cpt)。公司持续扩张业务版图, 计划2023-25年分别新增180/240/300家门店, 2030年门店目标为3,000家。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2023-2025年营收为29.9/39.1/51.3亿元, 同比增长48.1%/30.8%/31.0%。我们预计2023-2025年归母净利为-0.8/0.4/1.5亿元, 当前市值对应3年动态PS为2.4/1.8/1.4倍。我国比萨市场快速成长, 连锁化&便捷化&本土化方兴未艾, 达势为行业领导企业, 单店模型优质, 同店持续增长, 未来门店进一步向新增长市场扩张, 渗透率有望快速提升, 我们看好公司中长期业绩良好成长性, 参考可比公司, 考虑估值切换因素我们给予达势2024年2.4x PS估值, 目标价80港元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动致餐饮行业增长乏力; 门店扩张及单店经营不及预期; 行业竞争加剧风险; 食品安全与负面新闻等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	59.45
一年最低/最高价	42.00/77.30
市净率(倍)	3.66
港股流通市值(百万港元)	7,729.62

基础数据

每股净资产(港元)	16.23
资产负债率(%)	45.97
总股本(百万股)	130.02
流通股本(百万股)	130.02

相关研究

内容目录

1. 达势股份：达美乐独家运营商，盈利拐点将临	5
2. 比萨行业：高标准化的好赛道，市场空间快速扩容	8
2.1. 行业发展势头迅猛，龙头玩家大有可为	8
2.2. 便捷化与本土化共振，龙头加速扩张	9
2.2.1. 外卖为比萨行业增长主要驱动，本土化口味是企业破局关键	9
2.2.2. 达美乐兼具美味与标准化属性，后起之秀市场份额有望快速提升	10
3. 品牌高势能，成长空间可期	12
3.1. 产品力为基：不断推陈出新，构建多元产品矩阵	12
3.1.1. 饼底与馅料种类行业第一，兼具本土化优良口味	12
3.1.2. 持续建设供应链确保品质稳定而优良	13
3.2. 服务为要：外卖专家地位稳固，数字化赋能成长	14
3.2.1. 坚持外送招牌，30分钟必达	14
3.2.2. 创新技术增强消费者体验、精准锁定消费需求	15
3.3. 品牌为翼：强消费者黏性，推动公域流量转私进程	16
4. 门店运营高效，从1到N天涯咫尺	18
4.1. 单店模型稳健，经营利润率不断提升	18
4.2. 扩张计划：成长路径清晰，空间广阔	20
4.2.1. 新增长市场为主要增长引擎	20
4.2.2. 渗透率有望快速提升，远期空间可期	21
5. 盈利预测与投资建议	23
6. 风险提示	25

图表目录

图 1:	公司经调净亏损大幅收窄 (单位: 百万元)	5
图 2:	新增长市场门店 2023H1 超过京沪 (单位: 家)	5
图 3:	公司发展历程	5
图 4:	公司股权结构 (截至 2023 年 3 月)	7
图 5:	2016-2027E 我国比萨市场分地区收入结构 (单位: 十亿元)	8
图 6:	我国各地区比萨店数量占比 (截至 2022 年 7 月)	9
图 7:	全国比萨市场品牌集中度 (截至 2022 年, 以品牌全国总收入计)	9
图 8:	国内部分连锁大型比萨品牌	9
图 9:	2016-2027E 我国比萨市场分用餐选择收入结构 (单位: 十亿元)	10
图 10:	公司饼底风味独特丰富	12
图 11:	公司推出鲍鱼、烤鸭等中国本土化比萨	12
图 12:	公司分用餐选择收入结构	14
图 13:	公司多途径压缩外卖时间	14
图 14:	公司 2022 年底员工数量 (单位: 人)	15
图 15:	全职配送订单数量占比	15
图 16:	公司自有下单渠道提供全流程服务	15
图 17:	公司构建客户数据平台赋能销售业务	16
图 18:	公司在多个平台开展宣传工作	16
图 19:	公司会员及活跃会员数量 (单位: 万人)	17
图 20:	公司分下单渠道收入结构 (单位: 百万元)	17
图 21:	门店标准化外观、就餐区和厨房设计	18
图 22:	单店日均销售额 (单位: 元)	18
图 23:	店均日订单 (单位: 单)	18
图 24:	订单均价 (单位: 元)	19
图 25:	公司历年门店经营利润率及同店增速	19
图 26:	公司 2023-2024 年新增门店城市分布预期	20
图 27:	技术赋能完善“央厨+门店”体系	20
图 28:	公司全国门店数预计 (单位: 家)	21
图 29:	青岛、温州等新增长市场门店经营火热	21
图 30:	2022 各国每百万人口比萨门店数量 (单位: 家)	21
图 31:	2022 年各国达美乐比萨门店数量 (单位: 家)	21
图 32:	头部比萨品牌中国门店数 (截至 2023 年 10 月)	22
图 33:	中国每百万人拥有的达美乐门店有较大扩张潜力 (单位: 家)	22
表 1:	高管团队拥有丰富行业和管理经验	6
表 2:	公司推出多项激励计划	7
表 3:	消费者口味趋于多元化、本土化	10
表 4:	达势股份在一线市场占比更高 (2022 年)	11
表 5:	公司 SKU 矩阵丰富 (截至 2023 年 12 月 9 日)	12
表 6:	公司 2022 年前五大供应商所占比例	13
表 7:	公司中央厨房产能储备充足	13

表 8: 公司产品价格区间宽广.....	17
表 9: 公司单店模型测算.....	19
表 10: 公司收入拆分.....	23
表 11: 公司成本费用拆分.....	24
表 12: 可比公司估值对比 (截至 2023 年 12 月 12 日)	25

1. 达势股份：达美乐独家经营者，盈利拐点将临

达美乐独家经营者，快速扩张的比萨专家。达势股份为全球最大比萨品牌达美乐在中国独家特许经营商，疫情之下公司逆势扩张，同店快速增长，2022 年公司营收 20.2 亿元（2020~2022 年 CAGR 为 35%），3 年同店平均增速达到 14%。2023 年以来，公司持续加注新增长市场，截至 2023 年 6 月门店达到 672 家，其中新增长市场门店达 341 家，首次超过北上市场。公司 2020-2023H1 经调净亏损持续收窄，伴随公司收入规模增长与成本费用率优化，我们预计公司将在 2024 年实现盈利。

图1：公司经调净亏损大幅收窄（单位：百万元）

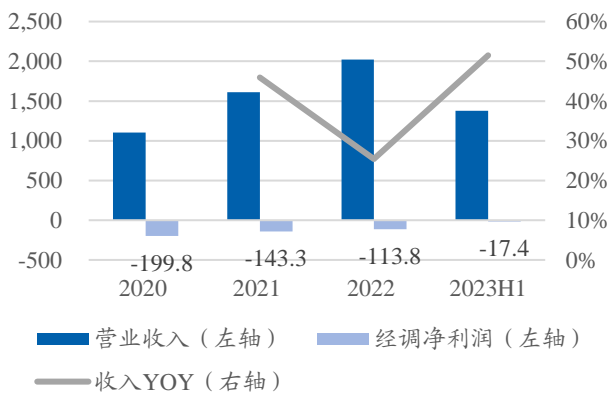
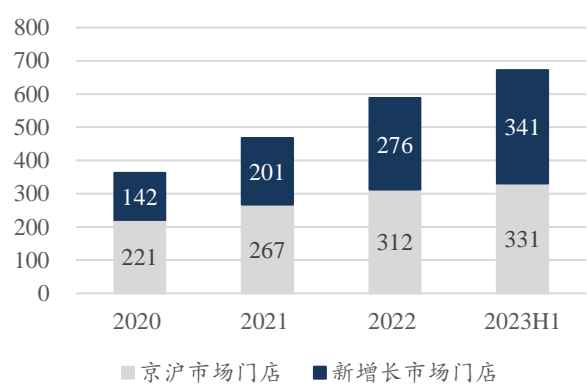


图2：新增长市场门店 2023H1 超过京沪（单位：家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

达势股份的发展主要可分为两大阶段。**1) 创建期 (2008 年-2017 年)**: 2008 年公司成立，并在 2010 年通过收购 Pizzavest China Ltd. 获得达美乐在中国部分地区特许经营权，并先后布局京沪江浙市场，2017 年 6 月公司门店约 80 家。**2) 快速发展期 (2017 年-至今)**: 2017 年 5 月王怡加入公司担任 CEO，随后达势股份拿下达美乐品牌中国大陆及中国港澳地区特许经营权，得益于本土化与国际化兼具的战略与运营策略改革，公司发展走上快车道，截至 2023 年 6 月底，公司在 20 个城市设有达美乐门店 672 家（较 2017 年同期门店增长超过 700%），目前为中国第三大比萨品牌，扩张速度领先行业。

图3：公司发展历程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

CEO 领衔，核心团队当打之年。公司管理层经营自主权较高，首席执行官兼执行董事王怡先后履职麦肯锡5年、麦当劳8年，在麦当劳担任特许经营副总裁一职负责加盟系统搭建工作。“双麦”背景使得王怡兼具消费品顶层战略思维与实业工作经验，运营管理经验丰富。目前，公司高管均具有丰富的从业经验，高效推动达美乐品牌在中国的本土化进程。首席运营官钟军负责公司运营与研发业务，其曾任 Urban Revivo 的首席运营官。首席财务官吴婷主要负责财务运营和资本管理，历任多家投行及蘑菇街 CFO 等职，在并购交易方面经验丰富。

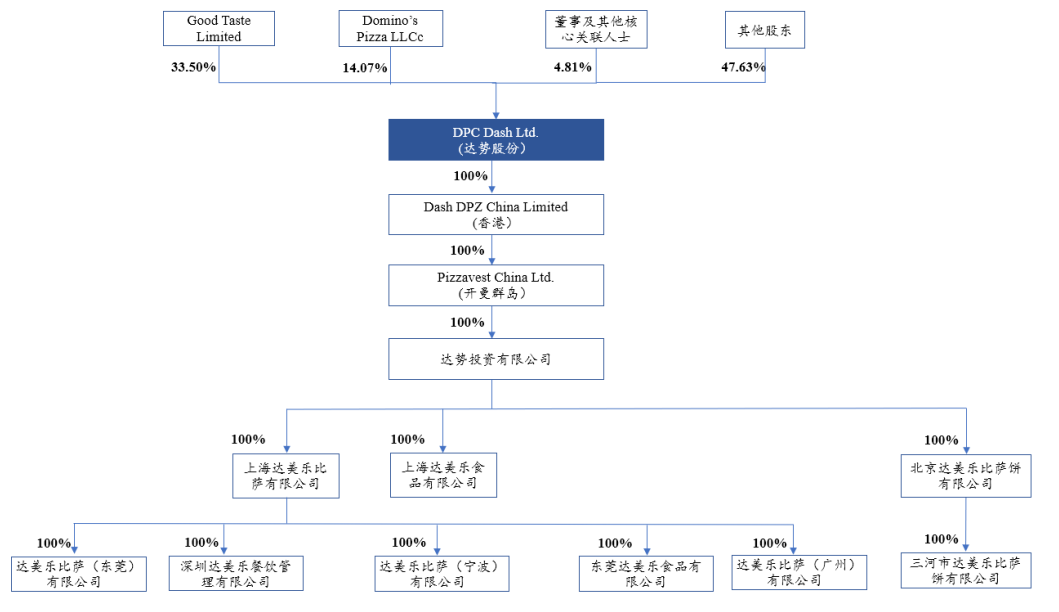
表1: 高管团队拥有丰富行业和管理经验

姓名	职务	年龄	简介
王怡	执行董事兼首席执行官	45	2017年5月加入集团，负责公司整体战略及业务方向，在食品饮料行业管理经验丰富。于09至17年在麦当劳中国先后担任上海市场总经理、中国华中地区副总裁兼总经理、特许经营副总裁多个管理职位。于04年8月至09年8月在麦肯锡咨询公司任职专注零售行业。
钟军	首席运营官	50	18年9月加入集团，负责监督运营及研发，在消费品行业拥有丰富的经验。于16年9月至18年7月担任 Urban Revivo 首席运营官。于15年12月至16年8月担任广州千千氏工艺品有限公司首席运营官。于10年6月至15年5月担任麦当劳中国广州市场总经理。
吴婷	首席财务官	46	21年2月加入集团，负责监督财务运营和资本管理，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着丰富的经验。于18年4月至20年3月担任 Mogu Inc. 的首席财务官。于03年至18年先后担任 UBS Investment Banking 房地产部门董事、Citigroup Investment Banking 亚洲工业组副总裁、BofA Securities 全球投资银行业务董事、CITIC CLSA 并购部门董事总经理。
徐歆奕	首席绩效官	47	17年11月加入集团，负责监督财务、法务及供应链运营。于07年9月到17年4月担任可口可乐装瓶投资集团中国的财务总监。于04年1月至07年8月担任 Lagardere China 的财务行政总监。于02年3月至04年1月担任惠而浦（中国）股份有限公司的财务经理。
王毓璟	首席营销官	43	15年6月加入集团，负责监督品牌营销及产品开发，拥有近20年的营销经验。于14年9月至15年3月担任雅诗兰黛（上海）商贸有限公司营销品牌管理以及客户关系管理总监。于13年9月至14年8月担任新文越婴童用品（上海）有限公司营销总监。于09年2月至13年9月担任麦当劳中国营销部高级总监。于04年11月至09年2月担任高露洁中国大陆及高露洁香港的高级品牌经理。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

股权结构分散，多位高管持有股权。截至2023年3月，公司非执行董事兼副董事长 James Leslie Marshal 通过 Good Taste Limited 持股 33.5%，为达势股份的最大股东。达势是达美乐集团在全球非美国本土市场中唯一持股的特许经营商，集团通过 Domino's Pizza LLC 持有达势 14.07% 股权，公司董事及其他核心关联人士共持有 4.81% 的股权。

图4: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

多项股权激励紧密团结利益相关方。公司 2021 年以来制定多项激励计划 (包括现金、股权及购股权等奖励), 参与人从首席执行官、包含兼职在内的全体员工到分销商等合作企业成员, 覆盖范围广泛, 有效激励公司及利益相关方。截至 2023 年 6 月底, CEO 王怡个人及其信托合计持有公司股份比例为 2.53%。

表2: 公司推出多项激励计划

计划名称	参与人	计划大致内容
2021 年计划 (2021 年 1 月)	公司董事 8 人及非董事 3 人	计划授出的发行在外受限制股份单位相关股份数目为 1,035,236 股股份, 约占紧随全球发售完成后已发行股份的 0.80% 。授出日期集中在 2022-23 年, 归属期多为 43 周至 1 年, 部分以上市后时间计算。
2022 年首次公开发售前计划 (2022 年 9 月)	合计 45 位承授人, 职级涵盖从首席执行官到部门副主任的各中高层管理	计划授出购股权 6,658,375 股 (行权价 46 港元/股), 约占紧随全球发售完成后已发行股份的 5.17% , 授出日期为 2022 年 11 月 21 日, 归属期间为 4 年。各职级的奖励为首席执行官/其他核心高管 (除首席财务官)/首席财务官/副总裁和总经理/高级部门主任/部门主任/部门副主任对应 1.58%/0.42%/0.21%/0.15%/0.09%/0.05%/0.03%。
现金花红计划 (2022 年 11 月)	最多 12 位现有高管及重要员工	现金花红总额约 230-560 万美元 , 其中 200 万美元将于上市日期后六个月内支付, 其余款项将于上市日期后六个月结束后支付。
股份增值花红计划 (2022 年 11 月)	首席执行官王怡	奖励额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, 以零为下限。
2022 年第一次股份激励计划	参与者包括公司控股公司及其附属公司、联营公司的全体员工 (含兼职)	股份或购股权奖励, 最高不超过 1,200 万股股份, 即上市日期已发行股份的 9.33% (不超过 10%) , 承授人最高配额不得超过已发行股份总数的 1%。
2022 年第二次股份激励计划	较前次新增顾问、咨询人、分销商、承包商等公司合作企业的成员。	股份或购股权奖励, 最高不超过 300 万股股份 (仅包含现有股份, 未发行新股)。

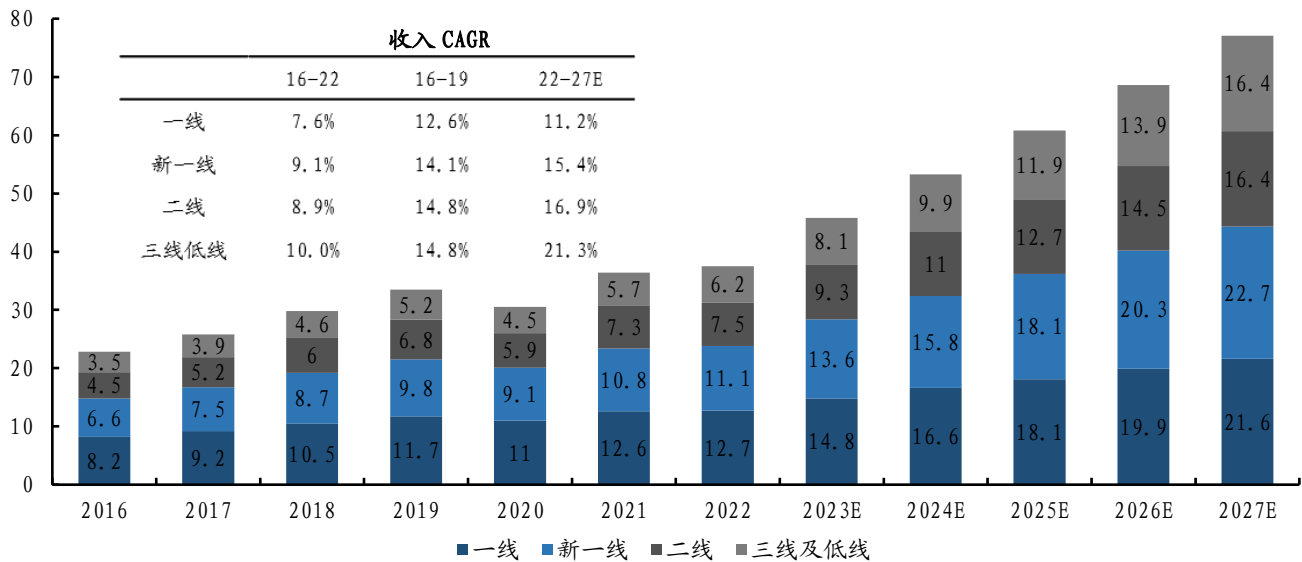
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

2. 比萨行业：高标准化的好赛道，市场空间快速扩容

2.1. 行业发展势头迅猛，龙头玩家大有可为

中国比萨行业有望在2022年后进入新一轮高速增长期。根据Frost & Sullivan报告，2022年中国比萨市场375亿（2016-22年CAGR为8.6%）。对标日韩，2022年两国每百万人拥有约30家比萨门店，而中国仅为其1/3左右。得益于疫后市场复苏、比萨文化普及，新一线及以下市场渗透率有望不断提升，Frost & Sullivan预计中国比萨市场规模有望于2027年达到771亿元（2022年-2027年CAGR将达到15.5%），从收入结构来看，当前市场份额最大的一线及新一线城市仍将保持稳健增长，二三线城市规模将快速提升，2027年二三线城市份额将达到43%（较2022年提升6pct）。

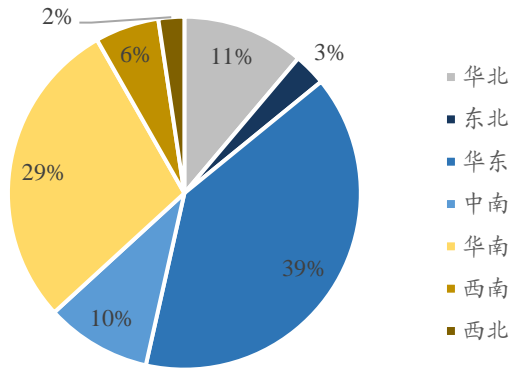
图5：2016-2027E我国比萨市场分地区收入结构（单位：十亿元）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

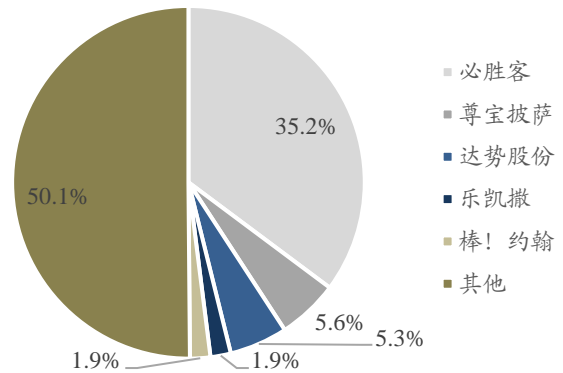
全国比萨门店分布主要集中华南、华东地区，必胜客市场份额领先，头部品牌大有可为。据窄门餐眼数据，我国比萨店主要分布在广东/上海/江苏/浙江等华南、华东地区，我们推测与当地经济发展水平更高，且对西式餐饮具有更高接受度有关。从竞争格局来看，必胜客1990年进入中国市场，全国化与本土化能力较强，先发优势明显，2022年必胜客在全国比萨市场份额达35.2%，行业CR5为49.9%。伴随我国比萨消费群体快速扩张，头部品牌均有望受益标准化与连锁化红利，行业集中度有望进一步提升。

图6: 我国各地区比萨店数量占比 (截至 2022 年 7 月)



数据来源: 窄门餐眼, 东吴证券研究所

图7: 全国比萨市场品牌集中度 (截至 2022 年, 以品牌全国总收入计)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图8: 国内部分连锁大型比萨品牌



数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

2.2. 便捷化与本土化共振, 龙头加速扩张

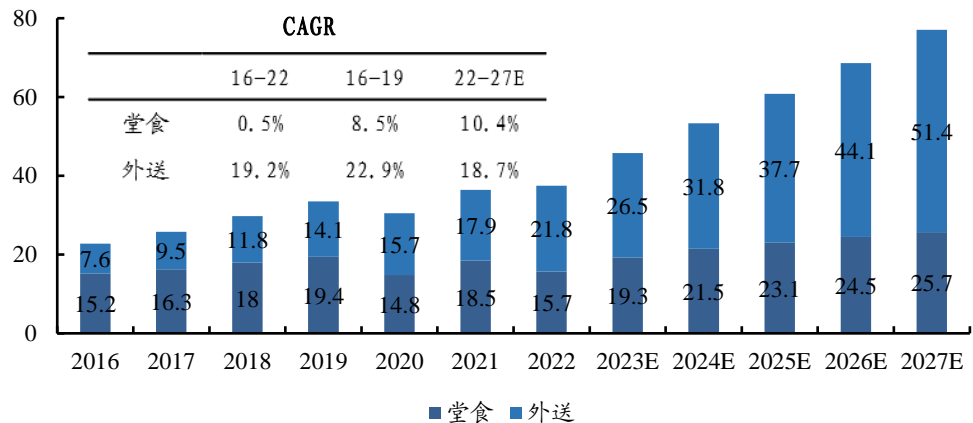
2.2.1. 外卖为比萨行业增长主要驱动, 本土化口味是企业破局关键

随着消费者对餐饮便利性重视度的提高, 比萨外卖需求不断增长。以较为成熟的美国市场为例, 2022 年美国比萨行业总营收/外卖营收分别为 407/173 亿美元 (2017-2022 年外卖 CAGR 4.9%, 同期行业收入 CAGR 为 2.3%), 外卖份额不断提升。

中国外卖消费习惯明显, 比萨外卖比例持续提高。近十年来我国餐饮外卖市场规模快速增长, 疫情三年亦加速了外卖消费习惯的培养, 受众广泛。据中国网信中心 2022 年数据, 我国外卖市场规模已达 1.1 万亿元。聚焦比萨行业, Frost & Sullivan 数据显示, 2022 年行业外卖营收规模超过堂食, 达 218 亿元。未来这一差距将不断拉大, 2027 年我国比萨外卖市场规模有望达到 514 亿元 (2022-2027 年 CAGR 达 18.7%, 占整体收入

比例达到 67%)。

图9：2016-2027E 我国比萨市场分用餐选择收入结构（单位：十亿元）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

本土化成为行业共识。一方面，国际品牌加速本土化进程。以必胜客为例，在菜单层面，其推出了多款符合中国人口味的单品，如方形的九合一比萨、鲍鱼为配料的鲍旺财比萨、小龙虾比萨等，并新增了 5 种比萨配料、6 种酱汁和 10 种面包碎口味；在门店设置层面，其持续丰富相关矩阵，设置如 Bistro、小型店和 Express 等特色门店，以迎合中国年轻消费者个性化趋势；达美乐比萨产品择优选取在全球受欢迎品种进行搭配，通过口味、配料改良等方式使得产品更加符合中国消费者偏好，好吃是达美乐比萨具备行业竞争力的重要标签。**另一方面，中国比萨品牌也在陆续崛起。**比如乐凯撒就聚焦国人饮食习惯，将榴莲比萨作为主要细分市场，从对国际品牌亦步亦趋的模仿转为强调自主创新，最终快速成长成为国内前五的比萨品牌之一。

表3：消费者口味趋于多元化、本土化

品牌名	消费者推荐菜单前五
必胜客	牛排、鸡翅、意面、超级至尊比萨、榴莲多多比萨
达美乐	美国风情土豆培根比萨、照烧风味牛肉土豆比萨、果肉榴莲比萨、法式黑松露牛肉比萨、夏威夷风情比萨
棒！约翰	榴莲芝士条、0.1 超级棒约翰、BBQ 鸡翅、魔鬼辣鸡翅、藤椒风味鸡肉比萨
比格比萨	榴莲比萨、葡式蛋挞、羊肉串、奶油蘑菇汤、新西兰冰淇淋
乐凯撒	金枕榴莲比萨、爆果肉榴莲比萨、乐小翅鸡中翅、牛油果霜、拉丁烤肠
玛格丽塔	烤翅、蛋挞、培根比萨、榴莲比萨、鸡肉比萨
慕玛比萨	牛肉 BBQ 比萨、黄金榴莲比萨、牛肉 BBQ 比萨、奥尔良脆鸡比萨、川香麻辣棒棒腿
尊宝比萨	苏丹王黄金果肉榴莲比萨、榴莲比萨、新奥尔良烤鸡肉比萨、超级豪华比萨、超级豪华比萨（10 英寸）

数据来源：红餐网，东吴证券研究所

2.2.2. 达美乐兼具美味与标准化属性，后起之秀市场份额有望快速提升

达美乐全国化潜力可期。达势股份在 2017 年改革落地后进入快速扩张期，2022 年

全国门店营收达到 20 亿元,一线城市(占比整体营收 80%)与外卖(占比整体营收 75%)为品牌重要标签。公司以较短时间实现一线城市份额领先地位,我们认为其优势在于门店运营高标准化程度、产品美味度与品牌效应。伴随公司持续全国化扩张,其市场份额进一步快速增长。

表4: 达势股份在一线城市占比更高(2022年)

公司	一线城市营收 (亿元)	总份额	一线城市外卖营收 (亿元)	外卖份额
必胜客	29	22.8%	13	15.7%
达势股份	16	12.6%	12	14.5%
尊宝比萨	11	8.7%	9	10.8%
乐凯撒	7	5.5%	5	6.0%
棒!约翰	4	3.1%	3	3.6%
前五名合计	67	52.7%	42	50.6%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

3. 品牌高势能，成长空间可期

3.1. 产品力为基：不断推陈出新，构建多元产品矩阵

3.1.1. 饼底与馅料种类行业第一，兼具本土化优良口味

饼底种类丰富且口感优良。据 Frost & Sullivan 数据，截至 2022 年底达势所提供的比萨饼底及配料种类数量稳居市场第一。以饼底为例，截至 2023 年 5 月公司共拥有 13 种饼底，而必胜客为 8 种。公司采用冷藏发酵+冷藏储存，相较于同行热发酵+冷冻储存其面团质量稳定、新鲜，且更能增添饼底风味，顾客下单后现场手拍成饼，饼底口感更好。

馅料不断推陈出新，产品矩阵多元发展。公司从美国经典产品、日韩创新单品以及中国本土饮食习惯中汲取灵感，依据中国消费者口味创新设计多种产品，借助完善的研发机制成功推出果肉榴莲比萨、小龙虾酥香嫩鸡比萨及照烧风味土豆牛肉比萨等爆款产品。此外菜单还提供意面、炸物等多品类小吃，自 2018 年以来公司已推出 130 个 SKU，通常每六至十二周即研发出一款新比萨，受到消费者高度评价。

图10：公司饼底风味独特丰富



数据来源：达美乐比萨点餐 APP，东吴证券研究所

图11：公司推出鲍鱼、烤鸭等中国本土化比萨



数据来源：达美乐比萨点餐 APP，东吴证券研究所

表5：公司 SKU 矩阵丰富（截至 2023 年 12 月 9 日）

品类	种数 (个)	部分代表菜品	价格 (元/份)
比萨	甄选尊享	新西兰羔羊腿肉比萨	9 寸 78, 12 寸 107
	经典风味	照烧风味牛肉土豆比萨	9 寸 59, 12 寸 88
	物超所值	德克萨斯风味烤肉似锦比萨	9 寸 39, 12 寸 68
牛排	1	肋眼整切嫩滋牛排	49
面饭	4	意大利风情肉酱面	29

焗饭	1	咖喱牛腩焗饭	29
炒饭	2	香溢双肠荟萃炒饭	27
		秘制飘香半鸡	38
		滋滋烤牛肉串	18
小食	27	蜜汁烤翅（4个）	26
		洋葱黄金圈	13
		香蒜香烤大面包	15
		巧克力熔浆蛋糕	17
甜品	4	香甜菠萝芝士派（4个）	13
		招牌蛋挞（2个）	10
饮料	10	生椰玫瑰瓜沁饮	13
汤类	2	奶油蘑菇汤	16

数据来源：达美乐比萨点餐 APP，东吴证券研究所

3.1.2. 持续建设供应链确保品质稳定而优良

背靠达美乐集团，平台效应显著。以 2022 年比萨市场零售额计算，达美乐为全球最大的比萨品牌。达势作为其中国市场独家特许经营商，依托全球采购平台确保原材料品质稳定且优良。近年来，达势合格供应商数量在 140 个左右，业务持续时间一般为 3 年。2022 年前五大供货商采购总金额为 2.710 亿元，占总采购额的 28.3%。在价格管理方面，公司长期分析监控价格波动，通过设置灵活合作期限、统一采购提高议价权和多个供应商同时供货的方式有效控制成本。

表6：公司 2022 年前五大供应商所占比例

供应商	所购产品	业务开始年份	采购金额（万元）	所占比例
供应商 A	乳制品及酱料	2011	7,774.4	8.1%
供应商 B	调味品	2017	6,278.1	6.6%
供应商 C	肉制品	2020	5,253.7	5.5%
供应商 D	酱料	2020	3,970.9	4.1%
供应商 E	肉制品	2020	3,827.5	4.0%
总计			27,104.6	28.3%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

打造央厨配送网络，支撑门店高效运营。中央厨房主要负责食材及其他供应品的集中采购、加工、分配及质量控制，为半径 350 公里范围内门店提供服务，通过标准化大规模生产保障风味稳定性并提高营运效率。此外，依托公司 ERP 系统，央厨能根据门店需求，对食材采购和分配工作做出及时调整，进一步压缩产品成本。公司对车队设备、流程等制定有统一标准，确保运输过程中产品质量。公司近三年央厨产能利用率整体维持在 70%左右，产能储备充足，足以支撑门店进一步扩张。

表7：公司中央厨房产能储备充足

位置	2020 年利用率	2021 年利用率	2022 年利用率
华东-上海	90%	71%	62%
华北-河北三河	74%	95%	73%
华南-广东东莞	19%	43%	54%
总计	64%	71%	64%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

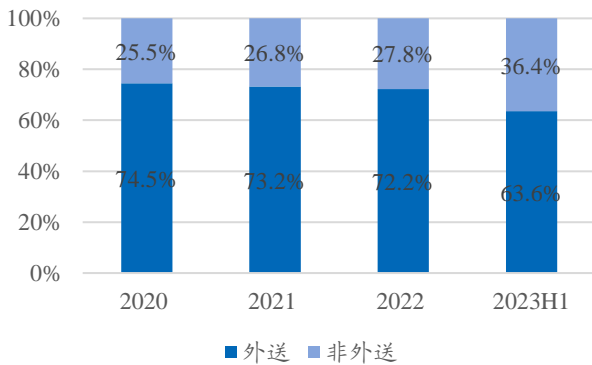
3.2. 服务为要：外卖专家地位稳固，数字化赋能成长

3.2.1. 坚持外送招牌，30 分钟必达

传承品牌核心基因，提供优质服务保证。线上快速订购和及时可靠送达是全球达美乐品牌核心基因之一，也是公司在中国的发展重点，2022 年达势股份外卖营收占总营收的 72%，显著高于 58% 的行业平均水平。而外送时间很大程度上决定了比萨热度、新鲜度与口味，据 Frost & Sullivan 数据，公司目前是中国唯一承诺“外送 30 分钟必达”的比萨品牌，对于超时订单则提供免费的比萨优惠券，公司约 90% 的订单能准时送达，每单平均耗时 23 分钟。实现这一差异化的优质外送服务模式主要是通过以下几点：

1) 完善门店布局和店面设计。公司合理规划各门店配送范围，尽量保证对高密度商业区和居民区全覆盖，优化门店配送半径。门店中则不断简化厨房设计及备餐程序以实现效率最大化。

图 12：公司分用餐选择收入结构



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 13：公司多途径压缩外卖时间

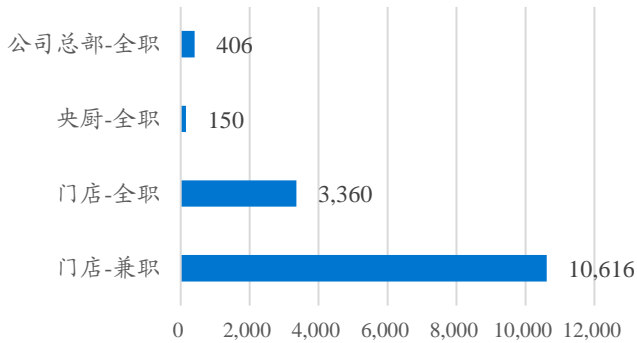


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2) 部署智能订单调度系统。该系统能预测门店需求，智能配备闲忙时骑手数量；配送时可根据门店订单状态及骑手往返门店途中的位置有效为订单匹配骑手，规划最佳配送路线；根据历史配送情况不断优化配送能力。

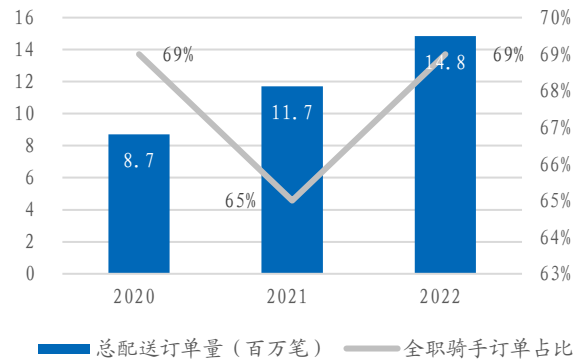
3) 专业化骑手车队。公司自建配送体系，其优势在于：时效性更高、保温性更好、监管性更强，通过对骑手长期培训，以品牌专送保证端到端服务效率与体验。（注：公司骑手分为全职与外包兼职，上岗时均统一着装，品牌专送。）

图14: 公司 2022 年底员工数量 (单位: 人)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图15: 全职配送订单数量占比



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

3.2.2. 创新技术增强消费者体验、精准锁定消费需求

在前端: 整合直营和第三方渠道, 增强消费者体验。公司一方面持续优化微信小程序等线上直营渠道的页面设计和用户体验, 打造贯穿“浏览菜单—选择产品—个性化定制—支付结算—订单追踪”整个购买流程的远程下单系统; 另一方面统一其在第三方平台的定价、配送等要素, 通过贩卖标准化产品和服务, 增强消费者对品牌信任感。

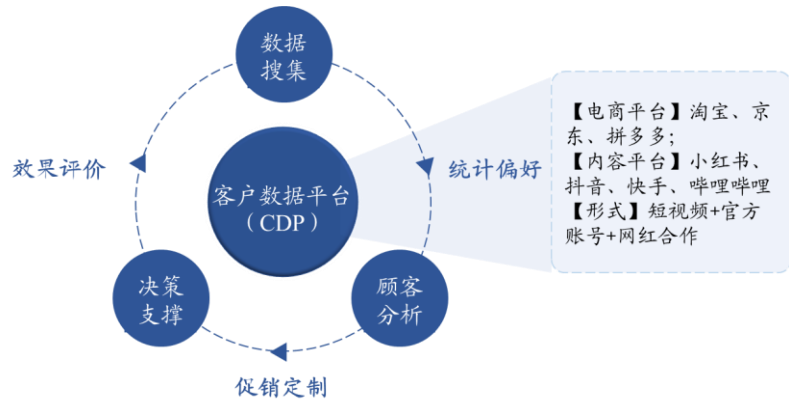
图16: 公司自有下单渠道提供全流程服务



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

在后端: 持续构建专有的客户数据平台 (CDP), 精准锁定消费需求。公司从自有在线渠道收集相关数据, 刻画消费者喜好, 从而实现下述两种效果。i) 微观洞察。CDP 可以统计不同客户对各产品的偏好程度, 进而为其提供个性化购买建议和促销方案。ii) 宏观洞察。CDP 可以描绘市场整体的变化趋势, 在更高维度指导公司开展新品研发、菜品定价、战略制定等工作。

图17: 公司构建客户数据平台赋能销售业务

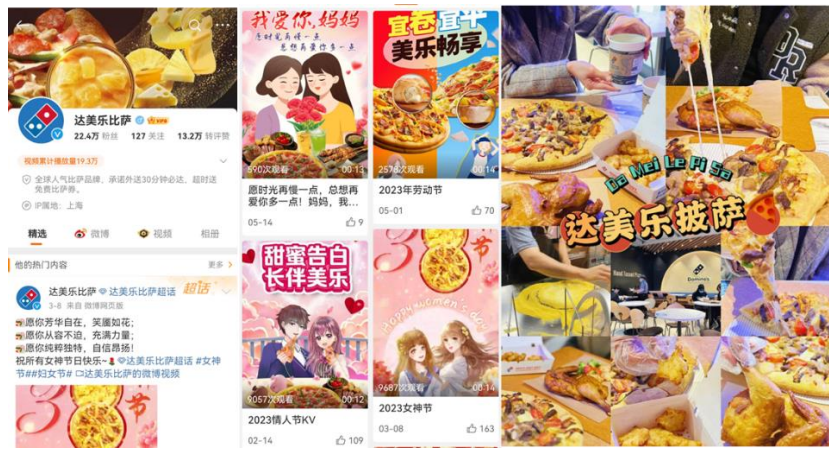


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

3.3. 品牌为翼: 强消费者黏性, 推动公域流量转私进程

线上线下共同发力吸引公域流量。i) 线下: 在通过基本的门店服务提高品牌知名度基础上, 公司持续加强跨界宣传活动, 如和银行合作举办促销活动, 并在新店周围投放更多广告。ii) 线上: 公司设有官方微信公众账号和微博账号, 并在今日头条、网易云音乐等多个平台投放广告。此外, 很多忠实客户也在社交媒体渠道上(如小红书)主动推广公司产品。公司重视宣传的互动性和新颖性, 充分利用短视频、小游戏等新兴宣传形式, 进一步吸引公众注意。

图18: 公司在多个平台开展宣传工作



数据来源: 微博, 小红书, 东吴证券研究所

强力折扣营销+宽价格区间覆盖不同消费者。i) 推出周二周三七折活动以及每年四、九、十二月的超级周比萨买一送一活动, 通过大幅折扣吸引消费者尝试, 从而培养顾客消费习惯, 推动品牌扩张。ii) 设有物超所值比萨、经典风味比萨和甄选尊享比萨三个档次, 提供不同饼底和配料, 以此构建多样化价格选择, 满足不同层次顾客消费需求。

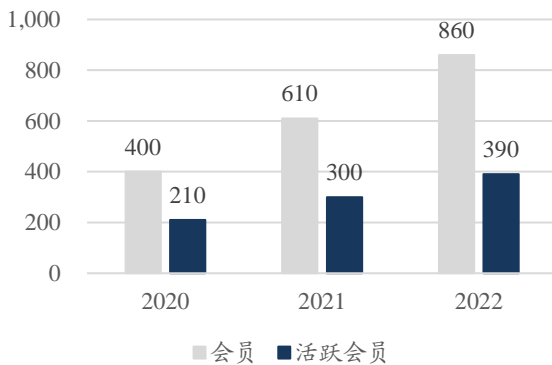
表8: 公司产品价格区间宽广

品牌名称	人均(元)	比萨价格区间(元)
必胜客	78	39-109
达美乐	58	28-126
棒! 约翰	63	39-122
乐凯撒	71	46-249
尊宝比萨	36	22.9-55.9

数据来源: 窄门餐眼, 东吴证券研究所

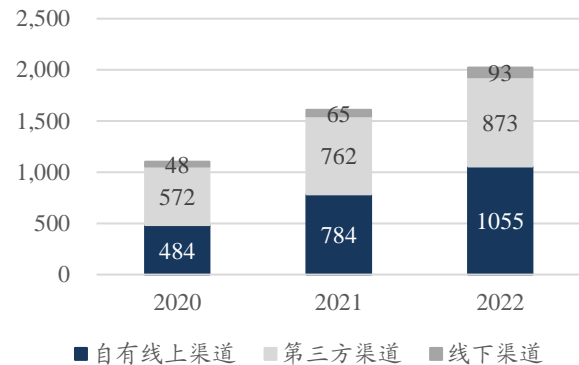
会员服务日益完善, 持续推动私域建设。公司自有 APP 提供专属会员计划, 为顾客提供积分和个性化促销服务, 持续转化私域流量。2022 年自有线上渠道收入占比为 52.2%, 较 2021 年同期+3.5pct。公司会员增速迅猛, 2022 年总会员/活跃会员数量达 860/390 万人, 2 年 CAGR 达 47%/36%。活跃会员是指过去 1 年在线上渠道至少下单 1 次的会员, 其年均消费频次为 3 次, 除去一次客后, 一年购买频次为 4+次。

图19: 公司会员及活跃会员数量(单位: 万人)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图20: 公司分下单渠道收入结构(单位: 百万元)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

4. 门店运营高效，从1到N天涯咫尺

4.1. 单店模型稳健，经营利润率不断提升

标准化门店设计，强化品牌效应。公司单店初始投资额约150万元，为控制租金成本与发挥外卖优势，门店平均面积仅125平方米（150平以上门店仅占比15%），平均座位数为28个，其中厨房通常约占门店面积的一半。门店外部通常突出达美乐元素，如采用公司标志以及经典的红蓝配色，内部则以暖色调为主，以打造年轻、温暖的氛围。公司门店平均首次盈亏平衡期为3个月，投资回收期为3~4年。

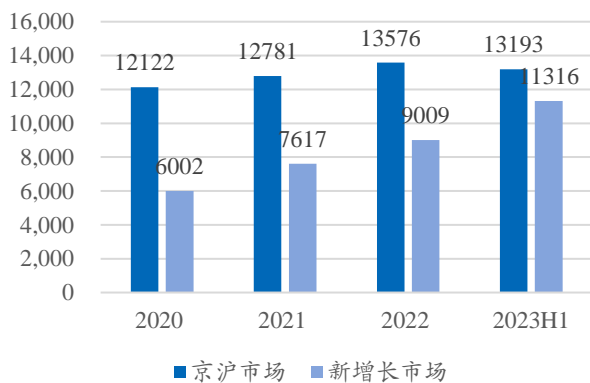
图21：门店标准化外观、就餐区和厨房设计



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

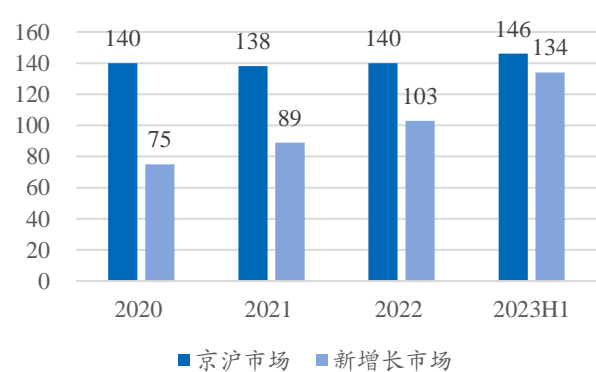
北上单店稳健，新增长市场收入快速增长。2023H1公司新增长市场单店日销1.1万元（较2022年全年增长26%），得益于公司门店持续在当地市场扩张，品牌势能提升之下门店订单量快速增长。2023H1北上单店日销达到1.3万元。2020~2023H1同店持续高增，2023H1门店经营利润率13.5%，较2020年提升10.1pct。

图22：单店日均销售额（单位：元）



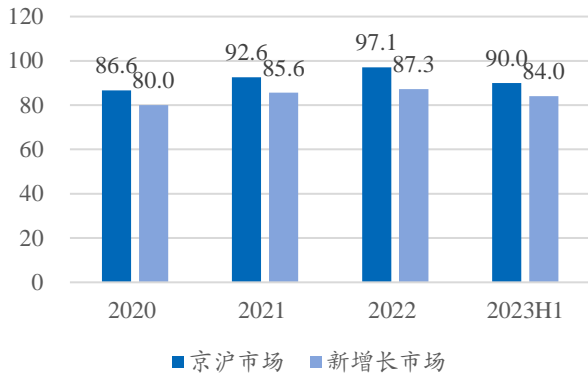
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图23：店均日订单（单位：单）



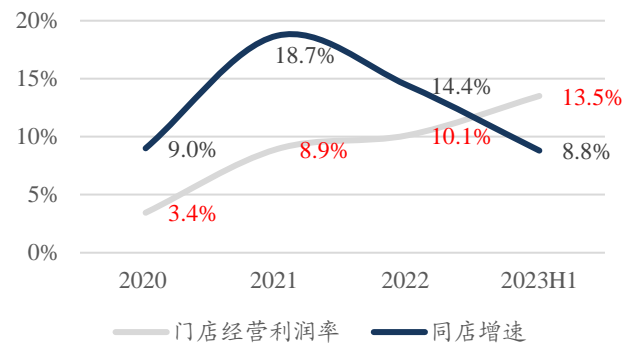
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图24: 订单均价 (单位: 元)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图25: 公司历年门店经营利润率及同店增速



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

单店利润率有望持续上行。目前公司品牌势能处于高位, 伴随其不断进入新增长市场, 新店爬坡完成、加密带来的规模效应、更低人力租金成本对销售收入、成本费用项目均有积极正向作用, 我们预计 2025 年公司门店经营利润率将达到 16.3%。

我们对远期稳态单店进行测算, 考虑每年因通胀带来的订单价提升及新增长市场门店占比提升对店效的稀释, 中性假设下我们预计远期单店年收入有望稳定在 390 万以上。同时, 乐观和保守假设分别在中性假设的单店年收入 $\pm 20\%$, 在保守到乐观的假设区间内, 门店经营利润率在 5.7~27.1% 区间内变动, 经营杠杆效应较强。

表9: 公司单店模型测算

单位: 万元	2023E	2024E	2025E	远期 (保守)	远期 (中性)	远期 (乐观)
单店年收入 (万元)	390	390	393	315	393	472
面积 (平方米)	125	125	125	125	125	125
坪效 (万元/平方米)	3.1	3.1	3.1	2.5	3.1	3.8
原材料成本	107.2	106.1	105.8	88.1	103.5	121.8
/收入	27.5%	27.2%	26.9%	28.0%	26.3%	25.8%
职工薪酬	105.3	103.2	102.5	98.4	98.4	98.4
平均员工数 (人)	30	28	27	24	24	24
人均年薪	3.5	3.7	3.8	4.1	4.1	4.1
/收入	27.0%	26.5%	26.1%	31.3%	25.0%	20.8%
租金费用	38.6	37.8	37.4	38.0	35.0	35.0
/收入	9.9%	9.7%	9.5%	12.1%	8.9%	7.4%
折旧摊销	20.3	20.3	20.3	18.0	18.0	18.0
/收入	5.2%	5.2%	5.2%	5.7%	4.6%	3.8%
广告宣传费用	21.8	20.7	20.1	19.7	19.7	19.7
/收入	5.6%	5.3%	5.1%	6.3%	5.0%	4.2%
运营及维护费用	24.2	23.4	23.6	18.9	23.6	28.3

	/收入	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
水电开支及杂项支出		19.5	19.5	19.7	15.7	19.3	23.1
	/收入	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.9%	4.9%
单店经营利润		53.0	59.0	64.1	17.9	76.0	127.8
餐厅层面经营利润率		13.6%	15.1%	16.3%	5.7%	19.3%	27.1%

注：除特别说明外，各成本费用项目单位均为万元人民币。

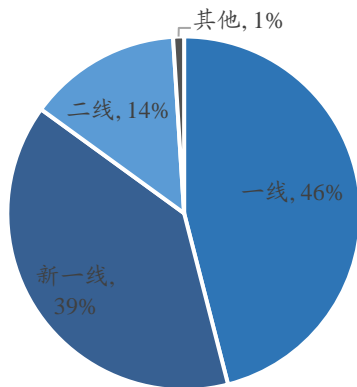
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所测算

4.2. 扩张计划：成长路径清晰，空间广阔

4.2.1. 新增长市场为主要增长引擎

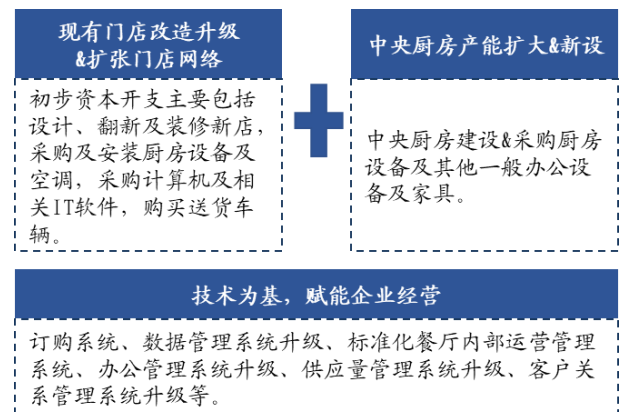
公司募资 5.15 亿港元，其中 90%用于 2023~2024 两年央厨及门店网络扩张、10%企业一般用途。除现有央厨扩大产能外，公司将进一步新建央厨，并计划在 2023、2024 年分别新增 180 家、240 家门店，85%的新增门店都将位于一线及新一线城市。我们预计 2025 年底公司门店数将达到 1,308 家（2025 年新开 300 家），其中新增长市场门店将达到 885 家，占比整体超过 67%，是公司业绩的主要增长引擎。

图26：公司 2023-2024 年新增门店城市分布预期



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图27：技术赋能完善“央厨+门店”体系

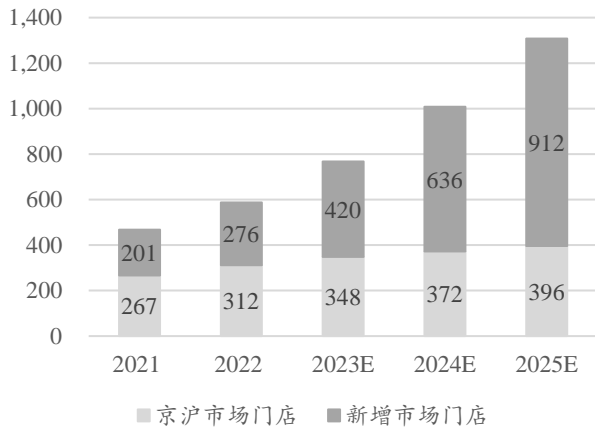


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司开店成功率高。截至 2022 年底，公司门店共 588 家，其中超过 50%门店为 3 年内新增（2020-2022 年共计开设 320 家）。得益于稳定的单店模型与选址，公司 3 年累积闭店仅 16 家，其中 14 家为更换店址但仍服务同一社区，实际关店数仅 2 家。

新增长市场门店处高势能阶段，首店效应显著。2023 年以来公司陆续在武汉、成都、青岛、温州、常州等地开设门店，这些新增长城市投资回收期快则 2-3 个月慢则 20 个月，常州三店同开，预计 8-12 个月回本，显著快于过往 3-4 年的回收期。目前，达美乐全球系统门店首月销售额排名前 10 名记录中达势占据 9 席，青岛万象城店首月销售收入突破 400 万元，位列榜首。

图28: 公司全国门店数预计 (单位: 家)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所预计

图29: 青岛、温州等新增长市场门店经营火热

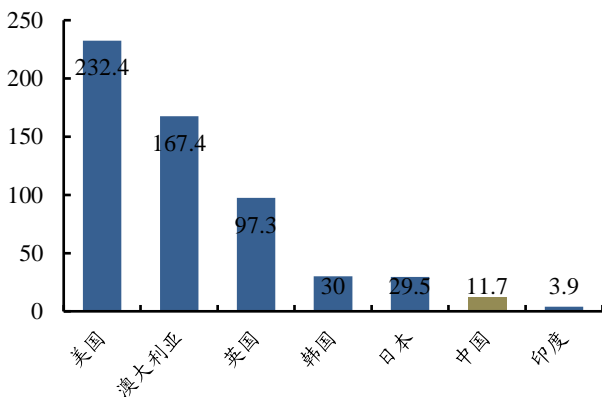


数据来源: 公司 2023H1 业绩 PPT, 东吴证券研究所

4.2.2. 渗透率有望快速提升, 远期空间可期

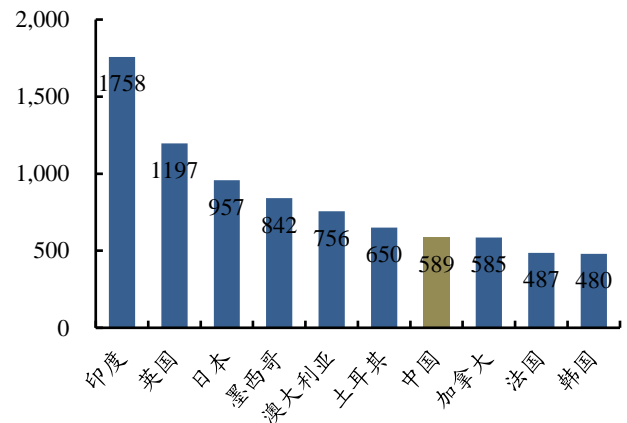
对标海外, 我国比萨门店密度仍有较大提升空间; 聚焦达美乐品牌, 中国是其重要增长引擎。2022 年中国/日韩每百万人比萨门店数量分别为 11.7 家和 30 家, 我国比萨门店渗透率约为日韩市场的 1/3。截至 2023 年 10 月, 我国必胜客、尊宝、达美乐等品牌门店分别为 3,249/2,646/723 家, 横向比较全球各国达美乐品牌门店, 中国达美乐门店数处于靠后位置, 2022 年中国每百万人拥有达美乐门店仅 0.3 家, 低于日韩 (7.0 家、9.2 家) 等发达国家, 公司及达美乐集团预计中国每百万人拥有的达美乐门店数有望在 2030 年达到 2.1 家, 远期目标有望达到 3.5 家 (分别对应门店数量 3,000 家、5,000 家)。

图30: 2022 各国每百万人口比萨门店数量 (单位: 家)



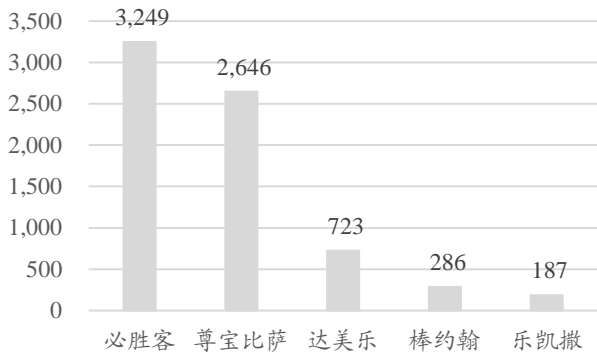
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图31: 2022 年各国达美乐比萨门店数量 (单位: 家)



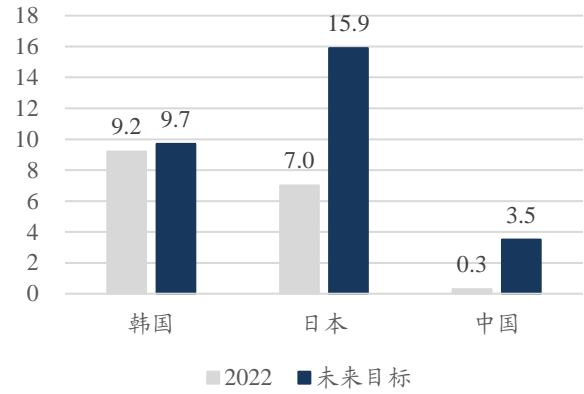
数据来源: 达美乐集团公告, 东吴证券研究所

图32: 头部比萨品牌中国门店数 (截至 2023 年 10 月)



数据来源: 久谦, 东吴证券研究所

图33: 中国每百万人拥有的达美乐门店有较大扩张潜力 (单位: 家)



数据来源: 公司招股 PPT, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

门店端：伴随达势持续加密京沪市场，并不断向新增长市场扩张，公司 2023 年底门店数量将达 768 家，2024~2025 年分别新增 240 家/300 家，并主要分布于公司新增长市场，我们预计公司 2025 年总门店数达到 1,308 家（2023~2025 年 CAGR 为 31%），其中北上/新增长市场分别为 396、912 家，新增长市场门店占比达到 70%。

表10：公司收入拆分

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,611.3	2,020.8	2,993.5	3,914.2	5,127.9
yoy	45.9%	25.4%	48.1%	30.8%	31.0%
其中：北上市场收入	1147.0	1279.0	1543.3	1674.0	1799.8
yoy	32.0%	11.5%	20.7%	8.5%	7.5%
/营业收入	71.2%	63.3%	51.6%	42.8%	35.1%
门店数（家）	267	312	348	372	396
净增		45	36	24	24
单店收入（万元）	429.6	409.9	443.5	450.0	454.5
yoy	9.3%	-4.6%	8.2%	1.5%	1.0%
店均日销（万元）	1.28	1.36	1.30	1.30	1.32
yoy	5.4%	6.2%	-3.9%	0.0%	1.0%
平均经营天数	336	302	340	345	345
店均日订单（单）	138	140	141	141	141
订单均价（元）	92.6	97.1	92.2	92.2	93.2
新增长市场收入	464.0	742.0	1450.2	2240.2	3328.1
yoy	97.4%	59.9%	95.4%	54.5%	48.6%
/营业收入	28.8%	36.7%	48.4%	57.2%	64.9%
门店数（家）	201	276	420	636	912
净增	59	75	144	216	276
单店收入（万元）	230.8	268.8	345.3	352.2	364.9
yoy	39.5%	16.5%	28.4%	2.0%	3.6%
店均日销（万元）	0.76	0.90	1.08	1.10	1.12
yoy	26.9%	18.3%	19.8%	2.0%	2.0%
平均经营天数	303	298	320	320	325
店均日订单（单）	89	103	129	130	131
订单均价（元）	85.6	87.3	83.8	84.6	85.5

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所测算

收入端：基于门店持续扩张、门店爬坡完成经营天数上行、新增长市场订单量价齐增等假设，我们预计公司 2025 年北上市场收入将达到 18.0 亿元（2023-25 年 CAGR 为 8%），平均单店年收入为 455 万元；新增长市场收入将达到 33.3 亿元（2023-25 年 CAGR

为 51%，营收占比达到 65%)，平均单店年收入为 365 万元。

利润端：考虑公司单店收入快速增长、新增长市场更低费用支出、总部费控优化等假设，公司人力成本、租金成本等门店/总部费用率有望快速下行，我们预计公司归母净利润将在 2024 年实现转正。

表11: 公司成本费用拆分

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,611.3	2,020.8	2,993.5	3,914.2	5,127.9
yoy	45.9%	25.4%	48.1%	30.8%	31.0%
营业成本	425.6	549.7	823.2	1064.7	1379.4
毛利	1185.7	1471.1	2170.3	2849.5	3748.5
毛利率	73.6%	72.8%	72.5%	72.8%	73.1%
门店及央厨员工成本	28.7%	28.6%	27.0%	26.5%	26.0%
总部员工成本	14.9%	10.3%	12.5%	10.0%	10.0%
租金及折旧	17.3%	16.7%	15.4%	14.5%	13.8%
无形资产摊销	2.7%	2.3%	1.8%	1.5%	1.3%
水电	4.4%	4.1%	3.8%	3.8%	3.8%
广告及推广	7.6%	5.8%	5.6%	5.3%	5.1%
门店经营及维护开支	6.3%	6.4%	6.2%	6.0%	6.0%
其他开支	3.5%	6.1%	5.0%	4.0%	3.5%
财务成本	5.4%	3.9%	2.1%	2.0%	2.0%
除税前利润	-478.1	-200.9	-41.8	88.7	214.1
所得税费用	7.1	21.7	41.8	53.2	64.2
归母净利润	-471.1	-222.6	-83.6	35.5	149.9
归母净利润率	-29.2%	-11.0%	-2.8%	0.9%	2.9%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所测算

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 29.9/39.1/51.3 亿元，同比增长 48.1%/30.8%/31.0%。2023-2025 年归母净利润为-0.8/0.4/1.5 亿元，当前市值对应 3 年动态 PS 为 2.4/1.8/1.4 倍。我们选取多家港股上市餐饮企业作为可比公司，包括火锅龙头海底捞、中式快时尚餐饮领导品牌九毛九、连锁酒馆龙头海伦司、高端现制茶饮奈雪的茶、肯德基&必胜客等西式餐饮品牌母公司百胜中国。达势股份 2023-25 年营收增速处行业中上游，动态 PS 略高于可比公司平均值，估值显著低于同处快速成长期的海伦司。

我国比萨市场快速成长，连锁化&便捷化&本土化方兴未艾，达势为行业领导企业，凭借战略决策能力优秀管理层+强产品力的标准化经营体系+背靠全球最大比萨品牌达美乐平台成功经营高势能品牌，单店模型优质，渗透率有望快速提升，我们看好公司中长期业绩良好成长性，参考可比公司，考虑估值切换因素我们给予达势 2024 年 2.4 倍 PS 估值，对应目标价 80 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表12: 可比公司估值对比 (截至 2023 年 12 月 12 日)

	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				营业收入同比增速			PS			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
海底捞	735	311	404	510	592	29.8%	26.1%	16.2%	2.4	1.8	1.4	1.2
海伦司	49	16	15	16	19	-4.7%	9.9%	14.8%	3.1	3.3	3.0	2.6
奈雪的茶	50	43	63	86	108	45.8%	37.3%	25.5%	1.2	0.8	0.6	0.5
九毛九	84	40	66	92	118	64.9%	39.2%	28.7%	2.1	1.3	0.9	0.7
百胜中国	1,155	681	786	877	967	15.5%	11.6%	10.2%	1.7	1.5	1.3	1.2
平均									2.1	1.7	1.4	1.2
达势股份	70	20	30	39	51	48.1%	30.8%	31.0%	3.5	2.4	1.8	1.4

注: 可比公司营收均采用 Wind 一致预期。全文如无特殊注明, 相关数据货币单位均为人民币, 港元汇率 2023 年 12 月 12 日的 0.9118。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

6. 风险提示

宏观经济波动致餐饮行业增长乏力。行业受宏观经济因素影响, 宏观经济的不景气可能影响行业的增速。

门店扩张及单店经营不及预期。公司现有增长动力主要源于单量和订单价的提升。鉴于公司持续提高扩张速度、门店密度增速迅猛, 未来客户分流或会较为严重, 进而影响旗下各门店销量, 最终导致公司业绩不及预期。

行业竞争加剧风险。当前比萨市场正处快速发展阶段, 品牌与资本相继入局, 赛道内玩家在服务、产品质量、味道、营销及门店点位方面竞争激烈。行业加速发展或导致品牌迭代与竞争格局变化。

食品安全与负面新闻等风险。公司作为比萨企业, 可能面临出现食品安全问题的风险, 负面新闻可能对公司的客流和品牌产生不良影响。

达势股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	689	1,229	1,423	1,576	营业收入	2,021	2,994	3,914	5,128
现金	544	986	1,125	1,202	减:营业成本	550	823	1,065	1,379
存货	67	83	111	140	员工成本	785	1,182	1,429	1,846
其他流动资产	78	160	187	234	折旧及摊销	359	449	548	682
非流动资产	2,581	2,864	3,235	3,664	其他租金及相关开支	26	66	78	92
使用权资产	765	1,018	1,358	1,758	门店经营及维护开支	130	186	235	308
固定资产	496	559	619	678	水电支出	83	114	149	195
无形资产	1,242	1,219	1,189	1,156	广告及推广开支	117	168	207	262
其他非流动资产	78	67	68	71	其他开支	123	150	157	179
资产总计	3,270	4,093	4,658	5,240	财务成本净额	-78	-63	-78	-103
流动负债	795	1,008	1,253	1,548	除税前利润	-201	-42	89	214
租赁负债-流动	180	240	320	414	减:所得税费用	22	42	53	64
应付账款	127	190	245	318	净利润	-223	-84	35	150
其他流动负债	488	578	688	816	少数股东损益	-	-	-	-
非流动负债	1,721	1,093	1,378	1,516	归属母公司净利润	-223	-84	35	150
长期借款	200	200	200	0	EBIT	-123	21	167	317
租赁负债-非流动	650	865	1,154	1,494	EBITDA	236	470	715	999
其他非流动负债	871	28	24	21	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	2,517	2,101	2,631	3,064	每股收益(元)	-1.71	-0.64	0.27	1.15
少数股东权益	-	-	-	-	每股净资产(元)	5.79	15.32	15.59	16.74
归属母公司股东权益	753	1,991	2,027	2,177	发行在外股份(百万股)	130	130	130	130
负债和股东权益	3,270	4,093	4,658	5,240	ROE(%)	-29.6%	-4.2%	1.8%	6.9%
					毛利率(%)	72.8%	72.5%	72.8%	73.1%
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	销售净利率(%)	-11.0%	-2.8%	0.9%	2.9%
经营活动现金流	298	709.8	1,055	1,418	资产负债率(%)	77.0%	51.3%	56.5%	58.5%
投资活动现金流	-207	-176.4	-508	-674	收入增长率(%)	25.4%	48.1%	30.8%	31.0%
筹资活动现金流	-225	-112.1	-432	-697	归母净利增长率(%)	-	-	335.5%	76.3%
汇率变动对现金的影响	21	21	23	31	P/E	-	-	199	47
现金净增加额	-113	442	139	77	P/B	9	4	3	3

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2023年12月12日的0.9118,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>