

餐饮行业 | 公司研究

2024年1月5日

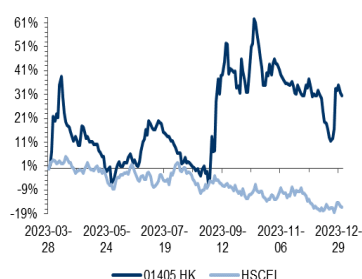
买入

首次覆盖

市场数据: 2024年1月4日

收盘价 (港元)	59.75
恒生中国指数 (HSCEI)	5649
52周最高/最低价 (港元)	77.3/42.0
市值 (百万港元)	7772
流通股 (百万股)	130
汇率 (港元/人民币)	0.9153

股价表现:



资料来源: 彭博

证券分析师

贾梦迪

A0230520010002

jiamd@swsresearch.com

聚焦外卖，快速扩张

达势股份 (01405 HK)

达势股份是达美乐比萨 (DPZ US-未覆盖) 在中国大陆、中国香港及中国澳门的独家总特许经营商，截至2023年12月26日，公司于中国大陆29个城市拥有761家直营门店。按照2022年的全球零售销售额计算，公司的全球特许权授予人达美乐比萨为全球最大的比萨公司。我们看好中国比萨市场的发展潜力、公司外送市场的优势地位，以及在新成长型市场的加速拓展战略。给予目标价72.3港币，对应21%的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

我国的比萨市场渗透率低，外送市场增速快于行业整体。按照每百万人口的比萨门店数量，中国的比萨市场渗透率仅为11.7，远不及美国(232.4)、澳大利亚(167.4)和英国(97.4)，低于同处亚洲的韩国(30)和日本(29.5)，存在较大的市场发展潜力。2022年，中国披萨的市场规模375亿元，其中外卖规模218亿元，超越堂食的157亿元。预计外送市场2022年至2027年的复合增长率为18.7%，超越堂食的10.4%，主要得益于比萨适合外送的产品属性，外送平台相较于堂食的快速发展等。

聚焦外卖，口味持续改善迎合国内需求。达美乐比萨聚焦外卖业务，不断引入科技强化外送便捷的优势，被称作“被比萨耽误的科技公司”，在澳大利亚，美国，印度，英国等的比萨市场排名第一。达势股份同样重视外送业务的发展，是中国比萨市场上唯一向消费者做出30分钟必达承诺的公司，2022年公司的外送单量占比72%，高于行业平均的50%。公司使用专有骑手配送，确保订单时效性。产品定价亲民，制作工艺上手拍现打现烤，推出金沙咸蛋黄嫩鸡比萨等本土化产品以满足中国消费者不断变化的口味。凭借完善的供应链体系支撑门店扩张，并通过“接二连三”、会员制度等模式提高用户粘性。同店收入自3Q17以来保持季度正增长。

盈利预测。预计公司2022至2025年的收入复合增长率为34%，2023至2025年的收入分别为28.7、37.6、48.7亿，收入增长主要由新增门店推动。预计2023年的经调整净亏损为6300万，2024年和2025年的经调整净利润分别为200万和1.4亿。

首次覆盖给予买入评级。我们使用单店估值法，中性假设下，预计2025年的门店数量达到1258家，单店日均销售额1.1万，门店净利润率9.5%，给予市盈率20倍，得出2025年的市值为105亿港元，贴现得出每股价值为72.3港币，较目前还有21%的上涨空间。

风险提示：门店扩张不及预期；尚未实现扭亏为盈；市场竞争加剧；食品安全问题

财务数据及盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1611	2021	2868	3756	4874
同比增长率 (%)	46%	25%	42%	31%	30%
归母净利润(百万元)	-471	-223	-63	2	144
同比增长率 (%)	-	-	-	-	148%
每股收益 (元/股)	-1.10	-0.88	-0.02	0.33	1.41
市盈率 (倍)	-	-	-	168	39
市净率 (倍)	-	-	-	-	-

Investment highlight:

Domino's Pizza China (DPC) is the exclusive master franchisee for Domino's Pizza, Inc. (DPZ – NR) in the Chinese mainland, the Hong Kong Special Administrative Region of China and the Macau Special Administrative Region of China. As of 26 December 2023, the company operates 761 directly-owned stores across 29 cities in mainland China. Domino's Pizza is globally recognized as the largest pizza company by retail sales in 2022. We expect the firm to benefit from the robust growth potential of the Chinese pizza market on the back of its advantageous position in the food delivery market and its accelerated expansion strategy in emerging markets. We derive a target price of HK\$72.3. With 21% upside, we initiate coverage with a BUY rating.

China's pizza penetration rate remains low, with faster growth for the delivery market. The penetration rate of the pizza market (the number of pizza stores per million people) in China is only 11.7, significantly lower than that of the U.S. (232.4), Australia (167.4), and the U.K. (97.4), also lower than other Asian countries such as South Korea (30) and Japan (29.5), indicating significant market development potential. The pizza sales in the Chinese market reached Rmb37.5bn in 2022, including a delivery scale of Rmb21.8bn which surpassed dine-in sales of Rmb15.7bn. We expect the pizza delivery market to grow at a Cagr of 18.7% from 2022-27E, outpacing dine-in growth of 10.4%, thanks to pizza's suitability for delivery and rapid development of delivery platforms.

Focusing on delivery, and launching localized products. Domino's Pizza, Inc. prioritizes its delivery business and incorporates technology to enhance convenience, which enabled it to earn the reputation of a "technology-enabled pizza company". It ranked first in Australia, the US, India, and the UK. DPC also emphasizes the delivery business and is the only one in the Chinese pizza market to commit to a 30-minute delivery. In 2022, 72% of the company's orders were for delivery, surpassing the industry average of 50%. The company uses dedicated riders to ensure order timeliness and adopts a value-for-money pricing policy. Using hand-tossed and made-to-order at the time a customer places an order, localized products such as the salted egg chicken pizza are introduced to meet the ever-changing tastes of Chinese consumers. Supported by a robust supply chain system, store expansion is facilitated, and user stickiness is increased through models like weekly "Jie Er Lian San" promotional events and membership systems. It has maintained a positive same-store sales growth since 3Q17.

Earnings forecast. We estimate the company's top-line growth at a Cagr of 34% from 2022-25E, with revenues of Rmb2.87bn, Rmb3.76bn, and Rmb4.87bn in 2023-25E, respectively, driven primarily by new store opening. We expect the adjusted net loss to narrow to Rmb63m in 2023E, and forecast adjusted net profits of Rmb2m in 24E and Rmb144m in 25E.

Initiate coverage with BUY. Based on the single-store valuation method, we anticipate the company's store count to reach 1,258 by 25E, with a daily average sales per store of Rmb11,000, a net profit margin of 9.5%. We apply a P/E ratio of 20x, and derive a fair market value of HK\$10.5bn in 25E, implying a target price of HK\$72.3. With a 21% upside, we initiate coverage of the stock with a BUY rating.

Risks. Slower-than-expected store openings; failure to achieve profitability; intensified market competition; food safety scandals.

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2022 至 2025 年的收入复合增长率为 34%，2023 至 2025 年的收入分别为 28.7、37.6、48.7 亿，收入增长主要由新增门店推动。

预计 2023 年的经调整净亏损为 6300 万，2024 年和 2025 年的经调整净利润分别为 200 万和 1.4 亿。公司在扩张门店外，也在不断控制门店成本，提升单店的盈利能力。2020 年公司在北京上海及新增长市场门店的利润率分别为 14.3%与-15.1%，2022 年已分别提升至 18.3%和 6.4%，主要受益于单店销售额增加，以及门店规模不断扩张带来的规模效应增强，预计未来的经营利润率有望进一步提升。

我们使用单店估值法进行估值，中性假设下，预计 2025 年的门店数量达到 1258 家，单店日均销售额 1.1 万，年均销售额 402 万，门店净利润率 9.5%，给予市盈率 20 倍，得出 2025 年的市值为 105 亿港币，折合每股 81 港币，采用 11.5%的贴现率，计算得出每股价值为 72.3 港币，较目前股价还有 21%的上涨空间。

核心假设

根据招股书的开店计划，预计 2023 至 2026 年的新增门店数量分别为 180、240、200-300、200-300 家。中性假设下，我们预计公司 2024 至 2026 年分别新开 240、250、250 家门店，2026 年的门店总数达 1508 家，2022 至 2026 年的门店数量复合增长率为 27%。悲观假设下，2024 至 2026 年各新开 200 家门店，2026 年的门店总数达 1368 家，门店数量复合增长率 24%。乐观假设下，2024 至 2026 年分别新开 250、300、300 家门店，2026 年的门店总数达 1618 家，门店数量复合增长率 29%。

有别于大众的认知

大众认为在国内必胜客市占率第一的竞争格局下，达势股份在赶超上遇到诸多难点，然而我们认为，达势股份自 2017 年引入本土高管后，实现了门店的加速扩张，产品方面推出了金沙咸蛋黄嫩鸡披萨等本土化产品以满足中国消费者不断变化的口味，定位方面聚焦外卖业务，“30 分钟必达”的优势凸显，与聚焦家庭聚餐场景的必胜客的目标客群存在一定区分。目前达势股份只覆盖了全国 29 个城市，新进入的城市的回收周期短，预计少于 12 个月。公司于 12 月 23 日到 24 日在唐山、西安、厦门、福州、长沙、南通、扬州和合肥开设新门店，新店开业前，达势股份的门店已经占据达美乐全球首月最佳开业销售额的前十位中九席，西安和长沙的新开门店已经打破中国门店单日销售额记录，其他新店也表现强劲。此外，达美乐披萨在澳大利亚，美国，印度，英国等国家已有成功的经验，中国的披萨市场渗透率较低，未来存在较大的发展空间。

股价表现的催化剂

同店收入增长超预期；利润率超预期。

风险提示

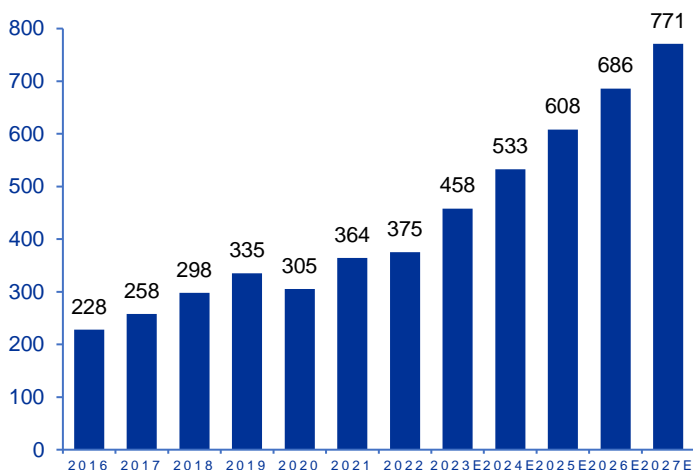
门店扩张不及预期；尚未实现扭亏为盈；市场竞争加剧；食品安全问题。

1. 中国比萨市场渗透率低，存在较大的发展空间

中国比萨市场近年来经历快速增长。根据弗若斯特沙利文，中国的比萨餐厅的市场规模由 2016 年的 228 亿元增长至 2019 年的 335 亿元，复合增长率 13.7%。2020 年受疫情影响，市场规模有所缩减。2022 年的市场规模恢复至 375 亿元，高于疫情前水平。未来受居民收入增长、大众对比萨等快餐的需求提升、外送食品的普及进程加快等因素影响，中国比萨市场规模 2023 年至 2027 年的复合增长率预计达 15.5%，2027 年的市场规模将达 771 亿元。

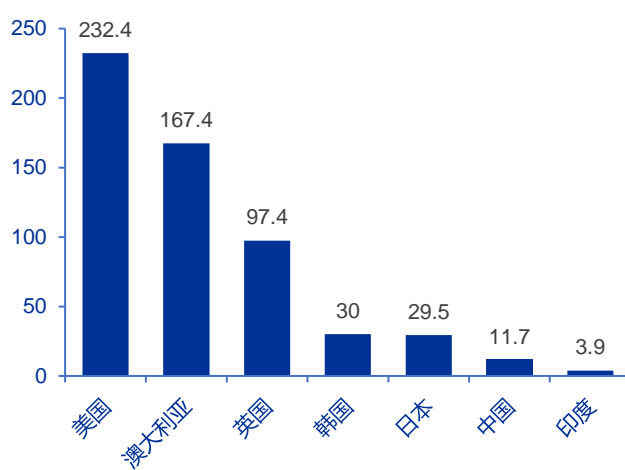
中国比萨市场的渗透率仅 11.7，低于欧美发达国家，存在较大发展潜力。按照每百万人口的比萨门店数量计算渗透率，中国与美国等西方国家及具有类似饮食习惯的韩国、日本等亚洲国家相比，比萨市场的渗透率较低，存在较大的发展潜力。在欧美国家中，美国的比萨市场渗透率高达 232.4；澳大利亚、英国的市场渗透率仅次于美国，分别为 167.4 和 97.4。在亚洲国家中，韩国、日本市场的渗透率分别为 30 和 29.5。而在发展中国家中，中国、印度的渗透率分别仅为 11.7 和 3.9。

图 1：中国比萨餐厅市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 2：全球每百万人口的比萨门店数量（个/百万人）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

1.1 比萨外送市场的规模和增速超过堂食市场

我国的比萨外送市场增速快于行业整体增速，预计 2027 年的比萨外送市场规模将达到 514 亿元。根据弗若斯特沙利文，比萨外送的市场规模由 2016 年的 76 亿元增长至 2019 年的 141 亿元，复合增长率高达 22.9%。2020 年受到疫情影响，外送市场同比增长 11.3% 至 157 亿元。外送市场的高增长主要得益于 (i) 比萨适合外送的产品属性；(ii) 外送平台的快速发展；(iii) 移动互联网用户数量的快速增长；(iv) 疫情期间的线上外卖用户规模迅速扩大。预计 2022 年至 2027 年的比萨外送市场将持续增长，复合增长率为 18.7%，2027 年的市场规模将达到 514 亿元。

比萨外送市场的规模超过堂食市场规模，未来比萨消费市场格局有望进一步向外送市场转变。2016 年至 2019 年的比萨堂食市场规模由 152 亿元增长至 194 亿元，复合增长率 8.5%，增速不及外送市场，但堂食市场总体规模仍大于外送。2020 年受疫情影响，堂食市场规模同

比下降 23.7%至 148 亿元，低于外送规模 157 亿元，2022 年的堂食市场规模有所恢复，但仍未达到疫情前水平。预计 2022 年至 2027 年的复合增长率达到 10.4%，2027 年的市场规模将达 257 亿元。

图 3：中国比萨的外送及堂食的市场规模（亿元）

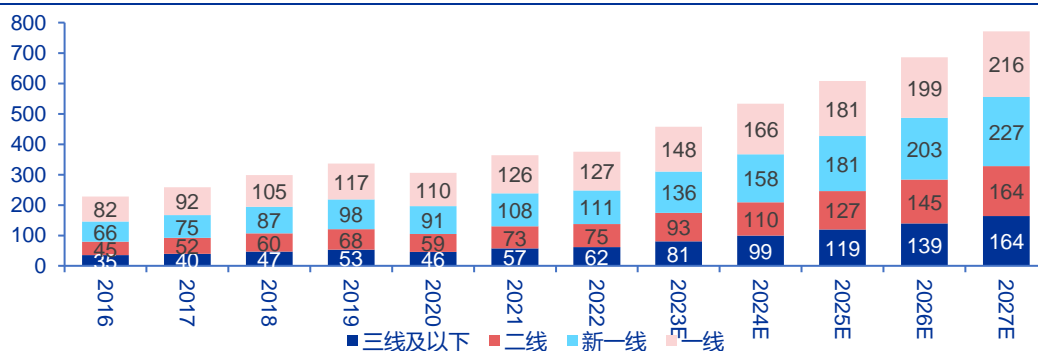


资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

1.2 低线市场增长迅速，连锁餐厅保持重要份额

目前我国比萨市场集中在一线和新一线城市，低线市场迅速拓展。2016 年至 2022 年我国一线和新一线市场的比萨规模占中国比萨市场总规模的平均比重为 64.4%，其中一线城市平均占比 35.1%，新一线市场规模略低于一线，平均占比 29.3%，二线和三线及以下市场规模平均占比分别为 19.9%和 15.6%，二线尤其是三线及以下城市存在较大的市场拓展空间。未来随着城市化进程的加快，虽然预计比萨市场仍将集中在一线和新一线城市，但是二线及以下城市的比萨市场有望继续拓展。预计 2023 年至 2027 年二线及以下市场总规模由 174 亿元增加至 328 亿元，占比由 38.0%增加至 42.5%。

图 4：中国比萨市场按城市等级划分的市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

连锁餐厅保持重要市场份额。按照市场规模计算，2022 年，连锁餐厅占整个中国比萨市场的 90.1%。预计连锁餐厅继续在中国比萨市场中占据主导地位，2027 年预期连锁餐厅市场规模将达 718 亿元，占整个比萨市场的 93.1%。

1.3 比萨市场的竞争格局

前五大公司的市场集中度高，主要被海外品牌占据。2022 年中国比萨市场的前五大参与者的市场份额总计 50%，市场集中度高。同是海外品牌的必胜客、达美乐和棒约翰的市占率分别为 35%，5%和 2%，市占率的差距或与进入中国市场的时间早晚和品牌定位有关，达美乐比必胜客晚进入中国市场 7 年，棒约翰又比达美乐晚进入中国市场 6 年。必胜客聚焦家庭聚餐场景，是第一家将比萨和西式休闲餐饮带到中国的连锁餐饮品牌，品牌提供一系列多元化的产品，包括比萨、牛排、意大利面、米饭等，在供应链端可以获得百胜中国的支持。达美乐中国专注于外卖业务，1997 年开设在中国的第一家门店，然而中国的外卖业务的快速发展主要始于 2012 年。达美乐对于外卖业务送得快的追求需要密集门店的支持，使得公司更聚集于区域化运营，相对影响全国布局的开店速度。作为全球三大比萨品牌之一，棒约翰中国采取与达美乐类似的“少量堂食+外送”模式，坚持“更好的比萨馅料，更好的比萨”，但其门店盈利能力参差不齐，产品创新速度缓慢且营销不足，在激烈的快餐竞争环境中，市场份额不断受到必胜客、达美乐等挤压，出现了连年亏损的现象。2018 年，棒约翰进行业务重组，经营有所好转，但市占率仍相对落后。

本土品牌尊宝比萨和乐凯撒的市占率分别为 6%和 2%。与达美乐相似，尊宝比萨同样主营外卖，但价格相对低廉。尊宝的开店模式是以直营模式巩固基本盘，再通过加盟商以外卖型门店为主发展广东以外的城市点位。价格低廉、轻量化店型、低加盟门槛是尊宝得以迅速扩张的重要原因，2022 年尊宝比萨门店总数约 2200 家，仅次于必胜客。乐凯撒成立于 2010 年，坚持“全直营，不加盟”的经营方式，是红杉资本在中国投资的第一家餐饮企业，乐凯撒在 2011 年首创了榴槤比萨，目前的门店数量在上述品牌中最少，覆盖城市数量同样最低。

表 1: 2022 年中国比萨市场企业排名及市场份额 (按收入计算)

排名	公司	收入 (亿元)	市场份额 (%)	餐厅数量	创立时间	客单价	覆盖省份数量	覆盖城市数量	品牌属性
1	必胜客	132	35%	2,903	1990 年	76 元	34	315	海外品牌
2	尊宝比萨	21	6%	~2,200	2016 年	34 元	30	221	本土品牌
3	达美乐中国	20	5%	588	1997 年	59 元	13	30	海外品牌
4	乐凯撒	7	2%	~175	2010 年	64 元	5	12	本土品牌
5	棒约翰	7	2%	~265	2003 年	62 元	17	37	海外品牌
	前五名	187	50%						
	其他	188	50%						
	总计	375	100%						

资料来源：弗若斯特沙利文，窄门餐眼，申万宏源研究

图 5: 中国比萨市场前五大公司



资料来源：弗若斯特沙利文，达美乐微信小程序，新浪财经，百度百科，乐凯撒官网，申万宏源研究

一线城市的市场集中度更高。2022年必胜客在一线城市的收入为29亿元，排名第一，市场份额23%。达美乐中国超越尊宝比萨，位居第二，市场份额较尊宝比萨高出4个百分点为13%。

表 2：2022 年中国一线城市比萨市场企业排名及市场份额

排名	公司	一线城市总收入 (亿元)	一线城市整体市 场份额 (%)	一线城市外送收入 (亿元)	一线城市外送市 场份额 (%)
1	必胜客	29	23%	13	16%
2	达美乐中国	16	13%	12	15%
3	尊宝比萨	11	9%	9	11%
4	棒约翰	7	6%	5	6%
5	乐凯撒	4	3%	3	4%
	前五名	67	53%	42	51%
	其他	60	47%	41	49%
	总计	127	100%	83	100%

资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

从外送市场来看，必胜客的市场份额有所下降，2022年达美乐中国的市占率高出总体市场占有率2%。作为比萨市场的细分市场，比萨外送市场的集中度同样不低，2022年前五大竞争者的市占率为45%，其中必胜客外送收入57亿元，外送市场份额26%，较整体市场份额35%下滑9个百分点。尊宝比萨排名第二，2022年实现收入15亿元，外送市场份额高出整体市场份额1个百分点至7%。达美乐中国居于市场第三，2022年实现收入15亿元，外送市场占有率高出总体市场占有率2个百分点至7%。

表 3：2022 年中国比萨市场企业排名及市场份额（按外送收入计算）

排名	公司	收入 (亿元)	市场份额 (%)
1	必胜客	57	26%
2	尊宝比萨	15	7%
3	达美乐中国	15	7%
4	乐凯撒	5	2%
5	棒约翰	5	2%
	前五名	97	45%
	其他	121	56%
	总计	218	100%

资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2. 达势股份概览

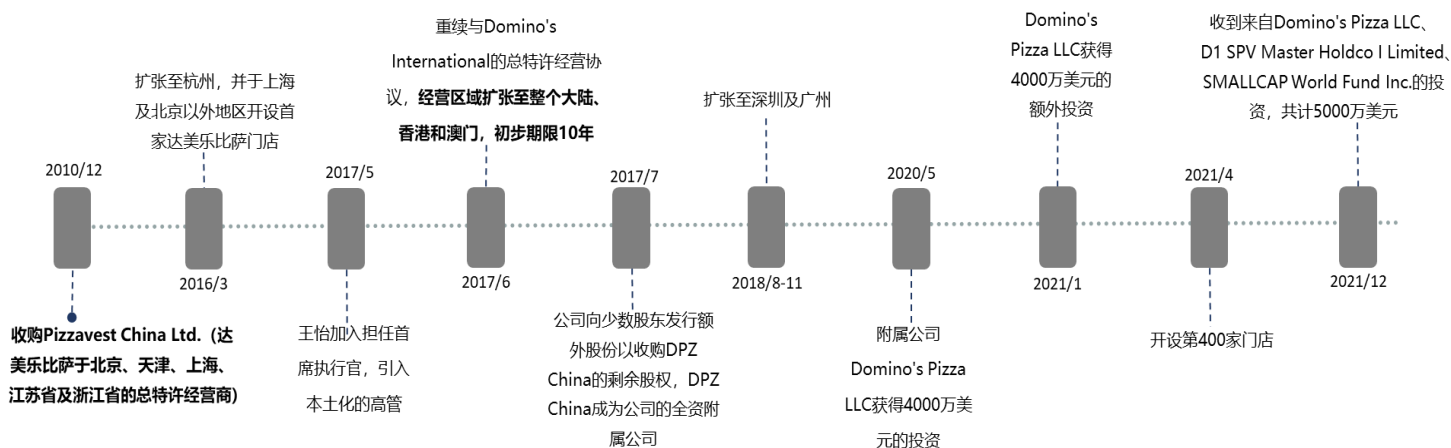
2.1 品牌根基深厚，国内迅速扩张

达势股份是达美乐比萨 Domino's Pizza, Inc. (DPZ US-未评级) 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总特许经营商。截至2023年12月26日，公司于中国大陆个城市拥有家直营门店。收入口径排名中国第三，位列必胜客和尊宝披萨之后。

根据弗若斯特沙利文，按照 2022 年的零售销售额计算，公司的全球特许经营权授予人达美乐比萨为全球最大的比萨公司，截至 2023 年 6 月 30 日，于全球 90 多个市场拥有超过 19,800 家门店。

1996 年，中国台湾商人拿到了达美乐比萨于北京、天津及河北三河的特许经营权，1997 年 5 月在北京海淀区正式开设中国第一家门店，所在的公司 Pizzavest China 后来又拿到上海、江苏省及浙江省的特许经营权。2009 年，Krasovec 先生及其他联合创始人安排与 Domino's Pizza Inc. 的执行主管会面，后者为其引荐了 Pizzavest China。2010 年，公司收购 Pizzavest China，以北京、天津、上海、江苏和浙江为起点致力于达美乐比萨在中国的品牌发展。2017 年，特许经营区域拓宽至整个大陆和港澳地区，王怡加入公司，以及更多本土高管加入，达势股份的高级管理层逐渐完成了本土化转变。同年，公司进一步拓展经营权范围至整个中国大陆、中国香港和中国香港，门店规模迅速扩张，且逐步在新一线、二三线城市开设门店。

图 6: 达美乐比萨的历史沿革



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

门店区域分布方面，北京和上海的门店占据最大比重，但是已从 2019 年的 67% 下降到 2022 年的 53%，收入占比从 2019 年的 84% 下降到 2022 年的 63%，呈现连年下降趋势。与此同时，新成长型市场的门店数量占比和收入占比也在上升。

图 7: 门店数量占比

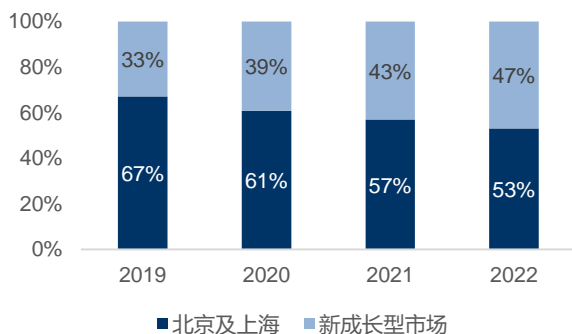
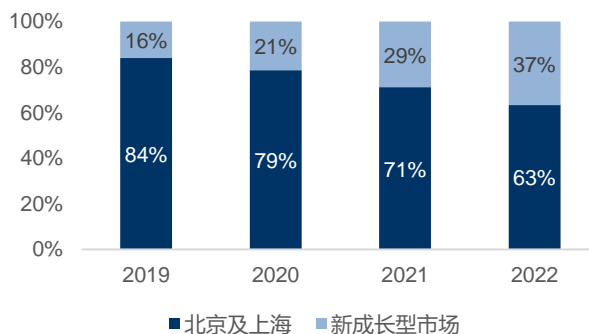


图 8: 收入占比



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2.2 管理团队经验丰富

公司董事会经验丰富实力雄厚。公司董事会由九人组成，包括一名执行董事，五名非执行董事和三名独立非执行董事，在食品、航运、教育等领域拥有多年资深经验，且均为大型企业的联合创始人或担任过高级管理职位。除执行董事兼首席执行官王怡及两名独立非执行董事，董事会均为海外人士。

表 4: 董事

姓名	年龄	职位	加入集团的日期	获委任日期	角色及责任
王怡	45	执行董事兼首席执行官	2017年5月	2021年6月2日	整体战略规划及业务方向
Frank Paul Krasovec	79	非执行董事兼董事长，联合创始人	2008年4月	2008年6月2日	向董事会提供战略建议
James Leslie Marshall	56	非执行董事兼副董事长	2019年4月	2019年4月18日	向董事会提供战略建议
Zohar Ziv	70	非执行董事，联合创始人	2008年4月	2008年11月24日	向董事会提供战略建议
Matthew James Ridgwell	58	非执行董事	2019年4月	2019年4月18日	向董事会提供战略建议
Joseph Hugh Jordan	49	非执行董事	2020年9月	2020年9月1日	向董事会提供战略建议
David Brian Barr	59	独立非执行董事	2016年12月	2015年12月2日	向董事会提供战略建议
施振康	56	独立非执行董事	2018年7月	2018年7月24日	向董事会提供独立意见及判断
王励弘	55	独立非执行董事	2022年3月	2022年3月18日	向董事会提供独立意见及判断

资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

公司的高级管理层由五人组成，经验丰富，基本均在麦当劳、可口可乐等食品行业巨头有过丰富的工作经验。首席执行官王怡曾在麦肯锡咨询任职，后在麦当劳担任数年的高级管理职务。首席运营官钟军曾在包括麦当劳在内的多家食品、日化、零售担任管理职务。首席财务官吴婷具有丰富的银行业经验，精于领导大型资本市场交易，曾在花旗、瑞银、美银美林、中信里昂证券等金融机构任职。首席绩效官徐歆奕，曾在可口可乐等多家大型企业担任财务管理人员。首席营销官王毓璟具有丰富的食品市场营销经验，曾在雅诗兰黛、麦当劳等多家企业担任营销高级管理人员。

表 5: 高级管理层

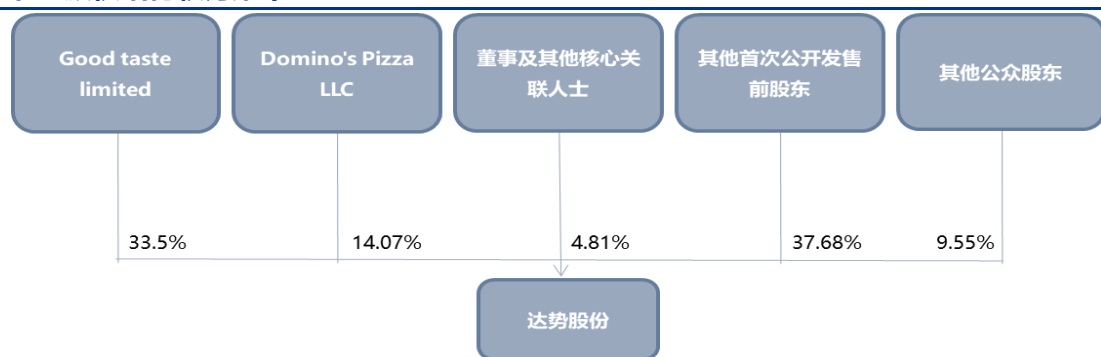
姓名	年龄	职位	加入集团的日期	角色及责任
王怡(Aileen Wang)	45	首席执行官	2017年5月31日	整体战略规划及业务方向
钟军(Alex Zhong)	50	首席运营官	2018年9月3日	监督运营
吴婷(Halen Wu)	46	首席财务官	2021年2月22日	监督财务运营及资本管理
徐歆奕(Michael Xu)	47	首席绩效官	2017年11月27日	监督财务、法务及供应链运营
王毓璟(Gening Wang)	43	首席营销官	2015年6月9日	品牌营销及产品开发

资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2.3 股权结构

公司的股权结构较为集中。最大的股东为 Good taste limited，持股 33.5%，为非执行董事兼副董事长 James Marshall 的家族信托基金，第二大股东为全球特许权授予人 Domino's Pizza LLC，持股 14.07%，曾多次追加对公司的投资，董事及其他核心关联人士持股 4.81%，IPO 前股东和其他公众股东分别持股 37.68%和 9.55%。

图 9: 股权结构较为集中

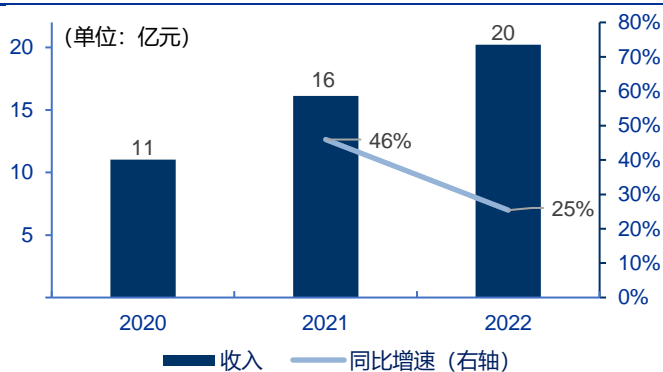


资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2.4 收入稳步增长，盈利能力不断改善

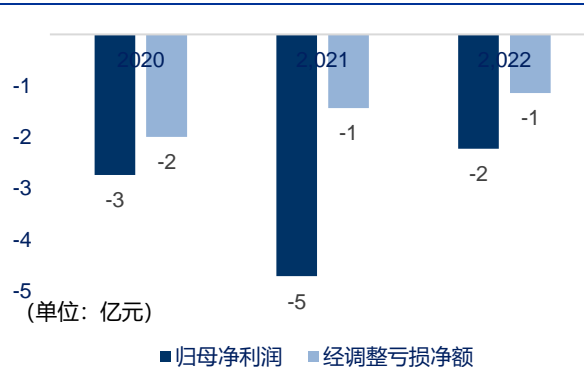
2020 年至 2022 年公司的收入复合增长率为 35%，2022 年达到 20 亿元，主要受益于门店数量的复合增长率 27%，其次为同店收入的增长。2020 年至 2022 年的归母净亏损分别为 3 亿、5 亿、2 亿，加回股权激励费用、上市费用、金融资产股权变动等的经调整亏损净额分别为 2 亿、1 亿、1 亿，亏损主要由于优先扩张门店的战略，导致新店及新增长市场的门店占比较高，例如截至 2022 年 12 月 31 日，开业三年或以下的门店占比 54%，门店因需要时间提高销售额及收回开店成本而于初期并不盈利，以及公司层级对业务进行大量的支持扩张的投资，例如对门店发展、区域门店管理及信息技术功能的人才储备以及品牌建设活动等。

图 10: 达势股份的收入 (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 11: 达势股份的归母净利润 (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2023 年上半年的收入同比增长 52%至 13.8 亿元，主要受益于门店数量同比增长 32%，同店收入增长 8.8%。经调整亏损净额收窄至 1745 万元，主要受益于门店层面的经营利润率同比提高 4.3 个百分点至 13.5%。归母净利润 875 万元，实现扭亏为盈。

3. 公司竞争优势

3.1 品牌优势

3.1.1 达美乐品牌在多个国家的比萨市场市占率第一

全球餐饮品牌价值位列第四。根据英国品牌评估机构 Brand Finance 发布的 2022 年“全球餐饮品牌价值 25 强”排行榜，达美乐品牌位列第四，排在星巴克、麦当劳、肯德基之后。

表 6: Brand Finance 全球餐饮品牌价值 25 强 (2022 年)

排名	品牌	所属国家	排名	品牌	所属国家
1	Starbucks	美国	14	Chick-fil-A	美国
2	McDonald's	美国	15	Jack In The Box	美国
3	KFC	美国	16	Olive Garden	美国
4	Domino's Pizza	美国	17	Costa	英国
5	Subway	美国	18	Texas Roadhouse	美国
6	Taco Bell	美国	19	Papa John's	美国
7	Pizza Hut	美国	20	Popeyes	美国
8	Dunkin'	美国	21	Chili's	英国
9	Wendy's	美国	22	Jollibee	菲律宾
10	海底捞	中国	23	Cracker Barrel	美国
11	Tim Hortons	加拿大	24	Denny's	美国
12	Burger King	美国	25	Greggs	英国
13	Chipotle	美国			

资料来源: Brand Finance, 申万宏源研究

以美国, 印度, 英国等市场为例, 达美乐比萨在进入各国的时间上普遍晚于必胜客, 但其市占率目前占据榜首。

表 7: 达美乐与必胜客进入各国年份

	澳大利亚	美国	印度	英国
达美乐	1983	1960	1996	1985
必胜客	1970	1958	1996	1973

资料来源: 弗若斯特沙利文, 达美乐官网, 申万宏源研究

表 8: 2021 年达美乐和必胜客在各国的市占率及排名

达美乐					
地区	全球	澳大利亚	美国	印度	英国
市占率	20%	25%	20%	70%	44%
排名	1	1	1	1	1
必胜客					
地区	全球	澳大利亚	美国	印度	英国
市占率		7%	11%	27%	23%
排名	2	2	2	2	3

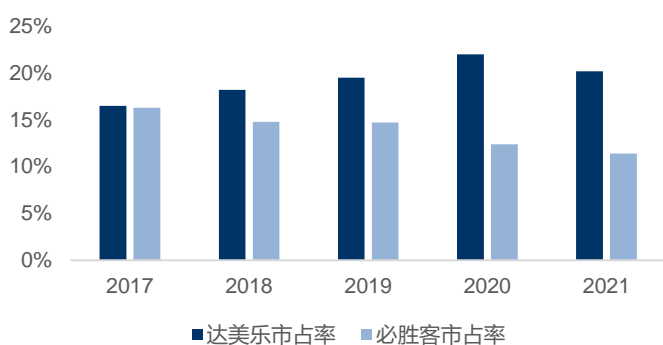
资料来源: 弗若斯特沙利文, 雅虎, franchisebuyer, statista, scmp, reuters, secondmeasure, IBISWorld, 谷歌, 申万宏源研究
注: 澳大利亚的市占率数据是 2016 年

3.1.1.1 美国市场

达美乐披萨通过深度整合科技，在美国市场实现了市场份额的逐年上升，并在 2018 年以 18.2% 的市场占有率成功超越其主要竞争对手必胜客，自此稳居行业首位。与以堂食为主的必胜客不同，达美乐披萨从创立之初就明确以外卖为其核心业务，使其更早地投身于科技转型。公司不仅发展相关技术，还紧密配合现代消费者的数字化消费习惯。例如，公司创新推出的“AnyWare”平台，允许消费者通过多种方式如短信、电视和智能手表来订购披萨；并与人工智能助手，如 Amazon Echo、Google Home 和 Siri 合作，处理电子化订单。

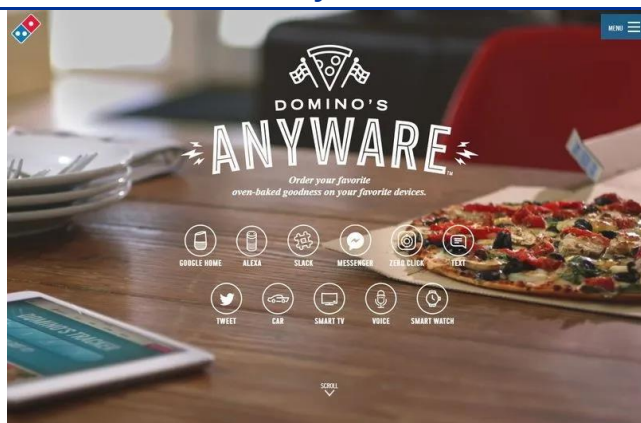
近些年来，由于人们对线上订餐的需求显著上升，以及全球疫情引发的外卖需求增长，达美乐披萨的市场份额得以进一步增加。

图 12: 达美乐和必胜客在美国的市占率



资料来源：IBISWorld，申万宏源研究

图 13: 达美乐披萨的“AnyWare”平台



资料来源：达美乐官网，申万宏源研究

3.1.1.2 印度市场

印度作为达美乐比萨在全球的第二大市场，达美乐比萨已经占据了其比萨市场的 70%，在印度拥有超过 1700 家门店，并且在不断扩张。而必胜客截至 2023 年 9 月仅在印度开设 850 家门店。达美乐在印度继续发挥快速外送等优势，注重提供优质的服务和一致的品质，保障食材新鲜度，确保比萨的制作过程符合标准，并与政府合作，向铁路客运送比萨。此外，得益于占据印度人口三分之二的千禧一代，达美乐具有庞大的受众群体，以发展更大的市场。达美乐根据印度当地口味和偏好进行了调整，推出了适应印度口味的比萨，包括使用当地香料和蔬菜的特色配方推出的印度干酪、烤鸡菜肴等。同时，达美乐推出了素食比萨、无酒精饮料和特殊饮食要求的选项，如无麸质比萨。产品的丰富性与灵活性使得他们能在印度市场够吸引更广泛的受众群体。作为国际连锁品牌，达美乐比萨在印度市场通过广告、促销活动和社交媒体等渠道积极进行市场推广，增加了品牌的曝光度。应对印度区域的通胀问题。达美乐比萨积极采取低价策略，提供物美价廉的产品，以吸引更多普通消费者。这种策略帮助达美乐在竞争激烈的印度市场中保持竞争力。

3.1.1.3 日本市场

在日本，自从 2013 年收购达美乐日本以来，达美乐已经成为日本比萨市场的领导者，计划每年开设 40-50 家门店，中期的门店数量达 2000 家，而必胜客截至 2023 年 9 月仅拥有 500 多家门店。在日本市场，达美乐比萨采取了一系列措施来适应市场需求和提供优质服务。首先，他们根据日本消费者的口味偏好进行了产品调整，推出了更多海鲜口味、蔬菜口味和日式风味的比萨，例如北海道奶酪和浓奶油汁、特制海鲜、日本米饭碗等等，以迎合当地消费者的口味和文化偏好。作为一家全球知名的比萨连锁品牌，达美乐比萨在日本市场具有较高的品牌知名度和认可度。此外，达美乐比萨注重提供优质的服务体验，致力于提供快速、准时的送餐服务，2018 年发起“20 分钟任务”，旨在当市场普遍配送时间 30 分钟以上的情况下独树一帜。同时，达美乐比萨日本采用“外带半价”的促销活动，培养用户的消费习惯。这种关注需求和提供良好服务的态度，赢得了日本本土消费者的忠诚和口碑。达美乐比萨还采用加盟商的方式在日本市场拓展，目前 80% 左右的达美乐门店为加盟店。通过与当地加盟商合作，达美乐比萨能够更快地进入不同地区，扩大品牌的影响力和市场份额。这种合作模式也有助于适应当地市场的特点和需求，提供更加贴近消费者的服务。

3.1.1.4 达美乐比萨在新兴国家市场快速拓张

截至 2022 年底，达美乐全球门店中，印度、英国超过了 1000 家，日本、墨西哥、澳大利亚、土耳其、中国、加拿大的门店数量超过了 500 家；2022 年全球范围内新开设的 1032 家门店主要分布于巴西、俄罗斯、墨西哥等新兴国家。

表 9: 2022 年底达美乐主要市场的门店数目

市场 (国家)	门店数目 (截止 2022 年底)
印度	1758
英国	1197
日本	957
墨西哥	842
澳大利亚	756
土耳其	650
中国	589
加拿大	585
法国	487
韩国	480

资料来源：达美乐比萨 2022 年财报，申万宏源研究

3.1.2 产品定价亲民，定位明确

产品价格亲民，“接二连三”等活动成功吸引大批消费者。作为达美乐比萨在中国大陆，中国港澳地区的独家特许经营商，达势股份目前的菜单涵盖比萨、小食、饮品等数百款产品。主营产品比萨分为三个定价梯度：39 元起的物超所值系列，59 元起的经典风味系列和 69 元起的甄选尊享系列，在价格适中的同时，还举行“接二连三”的促销活动，在周二和周三两天

购买比萨可享受 7 折优惠。除了比萨本身的活动价，还可以通过第三方银行优惠券、满减优惠券、积分抵扣、达美乐电子预付卡几项优惠的叠加来抵扣。

基于比萨的速食、易于分享的特质，达势股份对于其产品的定位亦相当明确：适中的定价与工作日的优惠活动对于在医院、写字楼等需要外送食品作为工作餐的客户有吸引力，比萨便于食用，就餐时间短则加深了其竞争优势；在周末，比萨善于分享的特质同样帮助达美乐比萨在家庭用餐中积攒了良好的口碑。

图 14: 达势股份的三个定价梯度及其代表产品

物超所值系列	经典风味系列	甄选尊享系列
<p>摩洛哥风情浓溢鸡腿肉比萨</p>  <p>NEW 下单人人有礼 9" ¥39 12" ¥68</p> <p>+</p>	<p>金臻滋享松板肉比萨</p>  <p>猪颈肉比萨升级 9" ¥59 12" ¥88</p> <p>+</p>	<p>大满贯牛肉海鲜比萨</p>  <p>NEW 原价免外送费 9" ¥72 12" ¥101</p> <p>+</p>
<p>德克萨斯风味烤肉似锦比萨</p>  <p>下单人人有礼 9" ¥39 12" ¥68</p> <p>+</p>	<p>照烧风味牛肉土豆比萨</p>  <p>招牌 下单人人有礼 9" ¥59 12" ¥88</p> <p>+</p>	<p>新西兰羔羊腿肉比萨</p>  <p>下单人人有礼 9" ¥78 12" ¥107</p> <p>+</p>
<p>奥"荔"给嫩烤鸡腿比萨</p>  <p>下单人人有礼 9" ¥49 12" ¥78</p> <p>+</p>	<p>金沙咸蛋黄嫩鸡比萨</p>  <p>下单人人有礼 9" ¥59 12" ¥88</p> <p>+</p>	<p>苏丹王榴莲多多比萨</p>  <p>苏丹王榴莲 下单人人有礼 9" ¥78 12" ¥107</p> <p>+</p>
<p>浓香脆鸡菠萝比萨</p>  <p>下单人人有礼 9" ¥49 12" ¥78</p>	<p>豪华尊享比萨</p>  <p>下单人人有礼 9" ¥59 12" ¥88</p>	<p>金尊鲍鱼扇贝比萨</p>  <p>下单人人有礼 9" ¥78 12" ¥107</p>

资料来源：达势股份官网，申万宏源研究

图 15: 达美乐比萨的“接二连三”等活动



资料来源：达势股份官网，达美乐 APP，申万宏源研究

3.1.3 口味持续改善，迎合国内需求

为贴合中国消费者饮食习惯，公司采取持续性产品创新策略，打造本土化多样化产品。达势股份在制作工艺上采用冷藏发酵面团，手拍现打现烤的方式制作比萨，口味更佳。从原材料的选择、面团制作到烘焙技术均有着严格的规定标准。公司在继承达美乐比萨菜单的同时，也在不断地更新菜单，以更加契合国内消费者的需求。公司战略性设计、测试并推出新产品，以满足中国消费者不断变化的口味。自 2018 年起，达势股份已推出超过 130 种新菜式，例如金沙咸蛋黄嫩鸡比萨、龙虾比萨、烤鸭比萨、大阪烧比萨等多种创新口味的比萨给与客人多样化的用餐体验。此外，公司还推出了包裹各种卷边、双层饼底在内的多种选项让客人 DIY，除了有在美国市场上提供的经典手拍、薄脆和烤盘风味之外，中国消费者在购买时可选择荔浦芋泥双层、经典蒜香黄油风味双层饼底等多种卷边；除了比萨之外，公司还结合中国蛋炒饭推出了香溢双肠荟萃炒饭等主食，并且在设计上推出生肖兔慕斯蛋糕、长草颜周边等诸多产品，迎合国内客户群的不同口味，满足消费者的需求，进一步实现产品的本土化和创新化。

图 16: 达势股份的部分创新食品



资料来源：达势股份官网，申万宏源研究

3.1.4 三种等级积分制、优惠制会员制度提升用户粘性

为提高消费者粘性，增加用户忠诚度，达美乐采用了三种等级的会员计划。目前达美乐主要通过自有订餐渠道提供会员服务，消费者可选择通过达美乐自有订餐渠道或授权的合作方注册成为会员。消费者可通过累计积分的方式进行会员升级，以享受更多优惠与权益。此外，达美乐曾在 2020 年至 2021 年 3 月期间推出历史会员回馈礼活动，以进一步维持会员粘性。截至 2022 年末，达美乐共拥有 860 万名会员，同比增长 41%。

表 10: 达美乐会员权益及等级变动标准

会员等级	会员权益					等级变动的评定标准
	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	√	√	√	√		①300≤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；②300≤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。
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、申万宏源研究

3.2 核心外送业务贯彻“半小时送达”口号

达美乐坚持“30 分钟必达”，着力提升外送服务品质，打造品牌亮眼标志。1973 年，经过长期的市场研究，美国达美乐比萨提出“30 分钟必达，否则免费”的口号，30 分钟主要考虑到比萨更适合热着吃，以及 30 分钟是当时大多数消费者的“心理承受极点”。之后达美乐比萨的工作的核心要点就在于如何实现 30 分钟的承诺，例如根据外卖消费者的画像来选址并为骑手制定最省时的外卖配送路线。

达美乐比萨不断引入科技，强化外送业务便捷性的优势。公司总部的员工中，有约一半的员工进行数据研究和软件开发的工作，研究技术优化各个渠道的用户订餐体验和送餐流程。2007 年，当同行还在用电话接单时，达美乐比萨已经推出了网页与手机订餐服务。2012 年，达美乐在英国率先尝试无人机送餐。2014 年，达美乐比萨分别推出了“比萨英雄”与“比萨跟进”两款 App，前者通过 3D 形式支持消费者对比萨的在线定制，后者可以显示比萨的实时配送进度。2016 年，达美乐比萨在研制出第一代自动比萨送餐车的同时，推出了 App 一键下单功能。对于科技的重视使得达美乐比萨也被称作“被比萨耽误的科技公司”。

图 17: 达美乐比萨的各类外送方式

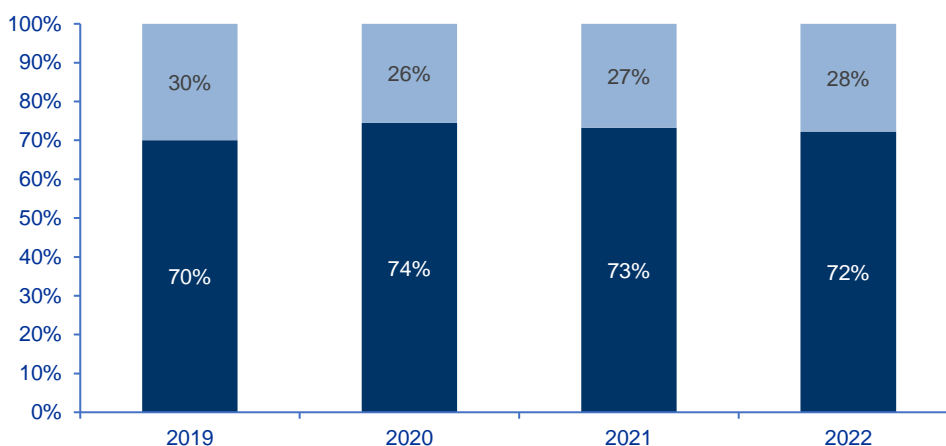


资料来源：达美乐公司官网，申万宏源研究

除此之外，达美乐比萨同样注重与第三方外送公司的合作，这能够令自身的外送业务更具优势。2023 年 7 月 12 日，达美乐比萨宣布与优步 Eats 和 Postmates 合作，客户可以在这些第三方 APP 上订购达美乐比萨产品，达美乐比萨的股价当日上涨超过 11%。

作为达美乐比萨的特许经销商，达势股份同样重视外送业务的发展。公司的“4D 口号 (delicious food, delivery, digital, development)”中，delivery 排在了重要位置，公司亦保留了达美乐比萨的半小时送达口号，并将其变更为“半小时不送达送比萨券”，是中国比萨市场上唯一向消费者做出“30 分钟必达”承诺的公司。截至 2022 年底，达势股份 90% 的订单于 30 分钟内完成，平均订单时长为 23 分钟。除此之外，公司的外卖业务占比同样远超同行，在近几年公司业务收入中，外卖业务占比均超过 70%。在 2022 年，公司外送单量占全部单量的比重达到了 72%，而行业平均水平只有 50%。在保障如此庞大的外送业务规模的同时保障订单速度，源自于公司对于外送业务的重视以及公司在外送领域所具有的诸多优势。

图 18: 达势股份近年的外送收入占比超过 70%



资料来源：达势股份招股书，申万宏源研究

3.2.1 为外送业务优化门店位置及设计

公司建立完整门店网络，优化选址，为消费者带来方便快捷的消费体验。达势股份在门店选址时进行精心设计，战略性规划门店网络，详细分析周边消费人群、街道、社区和路况等，使门店配送区域覆盖高密度住宅及商业区，并优化门店配送半径，做到“30 分钟必达”。在门店内部，公司简化厨房设计和备餐程序，设置订单收集区以提高外卖配送效率，并持续优化外卖配送体系和治理，以在确保食品质量的前提下快速高效处理大量订单。

3.2.2 选择专有骑手配送，确保订单时效性

达势股份开辟自有专门配送服务版块，保障服务质量，提升配餐效率，优化用户体验。2019 至 2021 年，公司会员数的复合年增长率达到 60%，平均订单完成时间为 23 分钟，公司在北京和上海的比萨外送服务及整体服务排名市场第一。为贯彻落实半小时送达的口号，公司所有的外送订单均会选择自有的骑手进行派送，这样带来的优势有：(i)自有骑手方便管理协调配单，贯彻尽快送达原则，服务态度更好；(ii)自有骑手配单均为达美乐的产品，不会出现串味情形；(iii)自有骑手空闲时可帮助店铺处理杂物，减少人工成本；(iv)自有骑手可减少对第三方订单软件依赖程度，第三方抽成佣金比例亦更少。

2019年，公司自主研发，利用“APP、微信公众号、小程序、web端等联合线下门店”的新零售模式，对系统进行微服务化、模块化的升级改造，提升系统稳定性及业务高效衔接，以数字化建设赋能全渠道布局。公司利用智能订单调度系统根据门店订单量和经营状态，以及骑手返回门店途中的位置，综合红绿灯及距离等因素，有效为订单匹配骑手，以确保骑手可以在订单准备好之后尽快取餐，并且在不影响服务质量的同时配送多个订单。智能订单调度系统的使用有助于公司及门店高效配餐，有效管理骑手，在服务质量不打折扣的前提下确保实现“30分钟必达”的承诺。

为满足庞大的外卖订单分派和自有骑手的管理协调，公司同样拥有一支专业的软件团队分析外卖订单数据，加快订单分配效率，并且以这些外卖数据为蓝本进行数据分析，以此为公司创造价值。例如，基于现有的外卖数据，公司可以分析目标客户群的用餐时间段和用餐喜好，并以此进行差异化推送（赠送优惠券、开展针对性活动等），从而增强用户粘性，拓展客户群。

3.3 完整的供应链体系持续优化运营成本

为保证餐品新鲜度、品质与安全性，公司建立了完善的供应链体系，形成了完善的**采购—加工—备餐—派送的一体化运作模式**，并且采取了诸多技术手段预测采购成本，优化采购价格。

图 19：达势股份的供应链模式



资料来源：申万宏源研究

标准化选择供应商。公司有一套专门选择供应商的标准，包括资质审核，样品测试与试生产等步骤。公司还会基于产品类型、采购数量、供应商经营情况等多个因素定期评估现有的供应商，并且在这些因素上进行价格管理，从而控制采购成本。

运营中央厨房节省成本。公司在华北、华东及华南地区经营三个中央厨房及每个中央厨房附带的仓库。三个中央厨房分别在河北三河（负责京津地区）、上海（负责长三角地区）、东莞（负责珠三角地区），为350Km半径内的达美乐门店提供(i)标准化披萨面团制作；(ii)米饭、肉类等原材料加工；(iii)设备、半成品及成品食材等材料的分配；(iv)存储设备与食材等服务。从经济角度出发，中央食堂可以集中采购原材料，使得食品制作过程标准化，在保证餐品品质的同时降低成本，中央厨房雇佣的专业的的工作人员与采购的大型、复杂的餐饮设备还能够减少门店的资本开支，从而提高业务的可拓展性。例如，达美乐的面团于中央厨房制作并新鲜配送

至门店，其后于接单后进行手工揉制，确保始终如一的高质量，使得比萨口感更好，尤其是相较于使用冷冻面团的竞争对手而言。

图 20：达势股份现存店铺及中央厨房供应示意



资料来源：达势股份官网、申万宏源研究

物流运输设施丰富。公司雇佣大型的本地及跨区域物流合作伙伴，将比萨面团及其他原材料和配料运送至门店。公司与物流合作伙伴及其车队，尤其是冷链运输车队，制定了一套统一的严格要求及标准。公司还会对这些第三方物流商提出严格的要求与规定，例如公司要求第三方物流商必须配备运输车辆的冷藏室，并且会对这些冷藏室的温度做出记录，以保证它们的温度参数严格满足公司的标准。

致力供应链数字化。公司使用 ERP 系统数字化整合采购运输物流等多个流程的综合管理。具体而言，公司可以利用数字化系统进行滚动预测、计算采购需求以补充仓库备品，公司还能够提高仓储效率、分拣准确率的同时降低管理成本。

4. 单店模型

一家达美乐披萨门店的面积在 120-150 平方米，厨房通常约占门店面积的一半，店内平均座位数 28 个。投入成本约 150 万，主要包括新店设计、翻新及装修，厨房设备及空调采购及安装，以及计算机及相关 IT 软件采购。门店通常配备 20 至 30 名员工轮班工作。

收入层面，2022 年的日均销售额在 11,500 元左右。店铺级别费用层面，2022 年的营费用主要是原材料成本率 27.2%，员工成本率 28.6%，租金成本率 10.4%，折旧摊销率 5.7%，推广成本率 5.5%，持续运营成本率 6.4%和水电费用率 6%等。2022 年平均的餐厅层面经营利润率为 10.1%。

达势股份的盈亏平衡期和现金回收期与必胜客类似，甚至更优。达势股份单店的平均盈亏平衡期为 1-3 个月，北京上海只需 1 至 2 个月，回本周期基本在 3-4 年，北京上海 2 至 3 年，有些新宣发的城市更短，例如 2022 年 12 月到目前为止公司新进入济南、武汉、成都、青岛、温州、常州六个城市，截至 2023 年 6 月 30 日止六个月，有关六个城市每家门店平均日销售

额为 46,660 元，预期六个新市场的 24 家门店的平均回报期将少于 12 个月，其中截至 2023 年 7 月 31 日，7 家门店已实现回报。

表 11: 达势股份与必胜客的对比

	必胜客	达势股份
成立时间	1990 年	1997 年
收入 (2022 年)	132 亿元	20 亿元
市场份额 (按 2022 年收入)	35%	5%
餐厅数量 (截至 1H23)	3,072	672
客单价 (元)	100-120	93
覆盖省份数量 (截至 1H23)	34	11
覆盖城市数量 (截至 1H23)	317	20
会员人数 (截至 1H23)	1450 万	1090 万
单店面积	100-300 平方米	120-150 平方米
单店投入 (万)	210	150
单店年收入 (万)	420	420
盈亏平衡期	3 个月	1 至 3 个月, 北京上海 1 至 2 个月
现金回收期	3 年	3 至 4 年, 北京上海 2 至 3 年

资料来源：达势股份招股书、百胜中国财报，申万宏源研究

5. 盈利预测

我们预计公司 2022 至 2025 年的收入复合增长率为 34%，2023 至 2025 年的收入分别为 28.7、37.6、48.7 亿，收入增长主要由新增门店推动。根据招股书的开店计划，预计 2023 至 2026 年的新增门店数量分别为 180、240、200-300、200-300 家。中性假设下，我们预计公司 2024 至 2026 年分别新开 240、250、250 家门店，2026 年的门店总数达 1508 家，2022 至 2026 年的门店数量复合增长率为 27%。悲观假设下，2024 至 2026 年各新开 200 家门店，2026 年的门店总数达 1368 家，门店数量复合增长率 24%。乐观假设下，2024 至 2026 年分别新开 250、300、300 家门店，2026 年的门店总数达 1618 家，门店数量复合增长率 29%。

表 12: 门店数量预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
悲观假设								
净新增数量	80	95	105	120	180	200	200	200
总门店数量	268	363	468	588	768	968	1168	1368
中性假设								
净新增数量	80	95	105	120	180	240	250	250
总门店数量	268	363	468	588	768	1008	1258	1508
乐观假设								
净新增数量	80	95	105	120	180	250	300	300
总门店数量	268	363	468	588	768	1018	1318	1618

资料来源：达势股份招股书，申万宏源研究

开店区域方面，公司优先扩张已有门店的城市群，例如东部环绕上海的城市、南部环绕深圳及广州的城市，以及北部环绕北京的城市，优先考虑城市的扩张再考虑郊区的扩张。考虑到公司 30 分钟送达的保证，达势股份通常避免在与现有门店的 30 分钟服务半径重叠的半径内开设新店，主要按照同心圆开设门店，可以降低分流并使品牌认知度最大化。

预计 2023 年的经调整净亏损为 6300 万，2024 年和 2025 年的经调整净利润分别为 200 万和 1.4 亿。公司在扩张门店外，也在不断控制门店成本，提升单店的盈利能力。2020 年公司在北京上海及新增长市场门店的利润率分别为 14.3% 与 -15.1%，2022 年已分别提升至 18.3% 和 6.4%，主要受益于单店销售额增加，以及门店规模不断扩张带来的规模效应增强，预计未来的经营利润率有望进一步提升。

食材成本方面，公司有望通过以下措施控制毛利率：(i)加强与优质供货商的关系，以获得具有竞争力的原材料及耗材价格；(ii)利用集中采购及强大的品牌知名度，提高与原材料及耗材供货商的议价能力；(iii)升级 ERP 系统，确保准确评估库存，及采购工作与门店的实际需求相匹配；(iv)持续监控原材料市场价格并通过批量订单或预付款战略性优化库存水平及采购成本。

员工成本率方面，公司将继续利用智能人员配置及智能订单调度系统。智能人员配置系统根据预期需求将员工分配至门店，有助于防止人员配置过剩，从而能够控制门店层面的薪酬开支。同样，公司的智能订单调度系统确定最佳外送路线，包括在单一行程中汇总多个外送订单，使骑手能够更有效地送货，并使公司能够控制骑手的人数和相关开支。随着公司完善这些系统并执行其他技术，我们预期达势股份将更好地控制门店层面的员工薪酬开支。

租金成本率方面，随着公司在全国范围内的持续增长及品牌知名度的提升，租赁谈判中的议价能力将增强，使公司能够获得更高的租金优惠，并进一步优化其租赁期限结构。

6. 估值

公司近两年预计亏损，无法对标可比公司的 2023 年和 2024 年估值给相应的折价溢价去估值，目前达势股份对应的 25 年 PE 估值是 49 倍，远超同行的估值。

表 13: 可比公司估值

公司	股票代码	市值(亿港元)	P/E (X)			收入 (亿人民币/美元)					净利润 (亿人民币/美元)					
			23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	19A	20A	21A	22A	23E	24E	25E
海底捞	06862 HK	792	16	14	12	371	415	472	525	23	7	-12	13	44	51	58
九毛九	09922 HK	83	14	9	7	45	65	89	116	2	0	4	2	5	9	12
呷哺呷哺	00520 HK	26	21	8	6	53	63	77	91	3	0	1	-2	1	3	4
百胜中国	09987 HK	1,352	22	19	17	98	108	120	133	7	6	7	5	8	9	11
奈雪的茶	02150 HK	54	25	11	7	47	61	84	104	-0	0	-1	-3	2	5	7
海伦司	09869 HK	46	14	11	9	20	15	16	18	1	1	0	-3	3	4	5
达势股份	01405 HK	78	-	-	49	20	29	38	50	-2	-3	-5	-2	-1	-0	1

资料来源：彭博，申万宏源研究

注：市场数据为截至 1 月 3 日的收盘价对应的数据

我们使用单店估值法进行估值，中性假设下，预计 2025 年的门店数量达到 1258 家，单店日均销售额 1.1 万，年均销售额 402 万，门店净利润率 9.5%，给予市盈率 20 倍，得出 2025 年的市值为 105 亿港币，折合每股 81 港币，采用 11.5% 的贴现率，计算得出每股价值为 72.3 港币，较目前股价还有 21% 的上涨空间。乐观假设下，预计 2025 年的门店数量 1318 家，单店日均销售额 1.2 万，门店净利润率 11%，市盈率 22 倍，计算得出每股价值为 105 港币，较目前有 76% 的上涨空间。悲观假设下，预计 2025 年的门店数量 1168 家，单店日均销售额 9000 元，门店净利润率 7%，市盈率 18 倍，计算得出每股价值为 36 港币，较目前有 39% 的下跌空间。

表 14: 单店估值

	乐观假设	中性假设	悲观假设
2025 年底门店数量	1318	1258	1168
门店年均销售额 (万元)	438	402	329
门店净利润率	11%	9.5%	7%
门店净利润 (万元)	48	38	23
市盈率 (倍)	22	20	18
2025 年估值市值 (亿元)	140	96	48
2025 年估值市值 (亿港币)	153	105	53
股数 (亿)	1.3	1.3	1.3
2025 年每股价值 (港币)	117	81	41
贴现率	11.5%	11.5%	11.5%
2024 年每股价值 (港币)	105	72.3	36
收盘价 (港币)	60	60	60
涨幅空间	76%	21%	-39%

资料来源：彭博，申万宏源研究

7. 催化剂及风险提示

股价表现的催化剂

同店收入增长超预期；利润率超预期。

风险提示

门店扩张不及预期导致收入不及预期。 餐饮公司的收入增长主要靠新增门店的增长，如果扩张策略未达到预期效果，收入将不及预期。公司需要审慎评估市场需求和竞争环境，制定适当的扩张计划，并确保拥有足够的资源和能力来支持新门店的运营。

往期记录产生净亏损，日后未必能够盈利。 公司过去采取了优先扩张门店的战略，导致新店和新增长市场的门店占比较高。新门店需要时间提高销售额并收回开店成本，因此在初期并不盈利。如果公司无法有效管理和提高这些门店的盈利能力，将会对整体盈利能力产生负面影响。新市场竞争状态和消费者偏好可能与现有市场不同，导致销量和收益增长速度会低于预期。开设新店的初始运营成本可能高于预期。公司在门店发展、区域门店管理和信息技术功能等方面

进行了大量的投资，例如新建中央厨房、供应链系统、物流系统和质量控制系统均需要时间和资源的投入。虽然这些投资有助于支持公司的扩张和品牌建设，但如果这些投资无法带来预期的收益，将会对公司的盈利能力造成压力。

市场竞争加剧导致单店收入减少。在中国比萨市场，公司面临着激烈的竞争，并且市场竞争存在加剧的可能性。竞争主要体现在食品质量和口味一致性、低价格战、客户服务、门店位置、食材供给、配送服务及堂食服务的可获得性及质量、品牌认知度等方面。一些业主和开发商可能会向公司的竞争对手提供优先权或给予理想地点的独家经营权。竞争对手也可能会在公司门店的附近开设门店。新的竞争对手也会不时出现，如果提供类似的竞品，竞争将进一步加剧。这些因素都会影响单店预期产生的收入。

附录：管理团队

表 15: 管理团队简介

姓名	公司职位	年龄	履历	职务及职责
王怡 (Alieen Wang)	执行董事、 首席执行官	44 岁	王女士在麦当劳（中国）担任多个管理职位约 8 年，期间于 2012 年至 2014 年担任中国华中地区总经理，于 2015 年至 2017 年担任特许经营副总裁。于 2017 年加入本集团，担任首席执行官。	制定公司整体战略规划及业务方向
Frank Paul Krasovec	非执行董事、 联合创始人、 董事长	78 岁	Norwood Investments 的首席执行官，在媒体/电信、促销及能源产品等多行业创立了非常成功的公司。Krasovec 先生身兼数职，除本公司外，还是 TopGolf China and Southeast Asia 等公司的联合创始人、Southwestern University 等高等教育组织的董事会成员。	向董事会提供战略建议
James Lesslie Marshall	非执行董事、 副董事长	55 岁	Berge Bulk Group 的创始人、Marshall Foundation 的董事长。目前在括 Good Taste Limited 等多个私人企业担任董事职务，剑桥大学文学硕士，IMB 工商管理硕士。	向董事会提供战略建议
Zohar Ziv	非执行董事	69 岁	在多行业拥有广泛的执行管理经验，2004 年至 2005 年担任 EMAK 的首席财务官，2006 年至 2007 年担任 Deckers 的首席财务官、财务和执行副总裁、首席运营官，2016 年至 2022 年担任 Shoes For Crews 的董事。	向董事会提供战略建议
Matthew James Ridgwell	非执行董事	57 岁	在多行业拥有广泛的执行管理经验，2010 年至 2021 年担任投资管理服务公司 Stahl Associates Pte Ltd 等多公司的董事，台北上市公司长亨精密的非执行董事，牛津大学东方研究文学学士、IMD 工商管理硕士。	向董事会提供战略建议
Joseph Hugh Jordan	非执行董事	48 岁	在食品和饮料行业拥有超 15 年的经验，在公司特许权授予人母公司司 Domino' s Pizza, Inc(NYSE: DPZ)工作 10 年。2011 年加入 DPZ 担任创新副总裁，2015 年至 2018 年担任高级副总裁、首席营销官，2018 年至 2022 年担任执行副总裁，监管国际业务，2022 年晋升总裁，监管美国及全球业务。	向董事会提供战略建议
David Brian Barr	独立非执行董事	58 岁	在食品和饮料行业拥有丰富经验，曾创立了 PMTD Restaurants LLC(预制食品饮料零售公司)，目前担任 Franworth LLC(特许经营服务公司)的合伙人、联合创始人以及多家企业的董事会成员。	向董事会提供独立意见及判断
施振康	独立非执行董事	55 岁	在食品和饮料行业拥有丰富经验，曾在百事可乐工作 20 余年，担任首席运营官和副总裁，负责监管大中华区业务。	向董事会提供独立意见及判断
王励弘	独立非执行董事	54 岁	2001 年至 2005 年任职于摩根大通证券(亚太)，2005 年至 2006 年任职于摩根士丹利，2011 年至 2019 年担任贝恩资本私募股权亚洲公司任董事总经理，2020 年起担任 REDU 董事长兼首席执行官。	向董事会提供独立意见及判断
钟君 (Alex Zhong)	首席运营官	49 岁	在消费品行业拥有丰富经验。2010 年至 2015 年担任麦当劳中国广州市场总经理，2015 年至 2016 年担任广州千千氏工艺品有限公司的首席执行官，2016 年至 2018 年担任 Urban Revivo 服装公司的首席执行官。	监督运营及研发
吴婷(Helen Wu)	首席财务官、 联席公司秘书	45 岁	在大型资本市场交易、提供并购建议具有丰富经验。拥有 10 余年的银行业经验，曾担任中信里昂证券并购部门的董	监督财务运营及资本管理

事总经理、美银美林亚洲工业组董事、花旗集团投资银行亚洲工业组副总裁等。2018年至2020年担任 Mogu Inc.(NYSE: MOGU)的首席财务官。

2002年至2004年担任惠而浦(SSE:600983)的财务经理,2007年至2017年担任可口可乐企业管理(上海)有限公司的财务总监。

监督财务、法务及供应链运营

拥有超过10余年的营销经验,曾担任高露洁中国高级品牌经理、麦当劳中国营销部高级主管。2014年至2015年担任雅诗兰黛(上海)商贸有限公司营销和品牌管理部、客户关系管理部总监。

整体品牌及营销事宜

资料来源:达势股份招股说明书,申万宏源研究

财务数据

损益表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	1611	2021	2868	3756	4874
原材料及易耗品开支	-426	-550	-780	-1022	-1326
其他收入	4	42	26	20	20
其他开支	-57	-123	-130	-140	-140
员工开支	-703	-785	-1133	-1484	-1925
广告推广开支	-122	-117	-169	-222	-288
门店经营维护开支	-102	-130	-184	-241	-313
水电开支	-72	-83	-118	-154	-200
折旧及摊销	-142	-168	-164	-164	-164
租金及相关开支	-1	-7	-13	-13	-17
EBITDA	63	138	233	315	489
财务成本	-88	-78	-50	-87	-120
税前利润(亏损)	-478	-201	-41	24	166
所得税	7	-22	-22	-22	-22
年内利润(亏损)	-471	-223	-63	2	144
经调整净亏损(利润)	-143	-114	-3	42	184

资料来源：达势股份财报，申万宏源研究

现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	-478	-201	-41	24	166
折旧及摊销	304	359	354	354	354
财务成本	-88	-78	-50	-87	-120
营运资本变动	132	46	-9	-6	-7
经营所得现金	332	298	332	438	611
资本性支出 CAPEX	-185	-211	-290	-380	-395
其他投资所得现金	3	3	0	0	0
投资活动所得现金	-182	-207	-290	-380	-395
负债净变动	-30	20	0	0	0
其他融资所得现金	273	-245	-50	-87	-120
融资活动所得现金	243	-225	-50	-87	-120
净现金流	393	-134	-8	-29	96

资料来源：达势股份财报，申万宏源研究

资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	784	689	743	776	949
现金及现金等价物	657	544	536	507	602
贸易及其他应收款项及预付款项	89	77	138	178	229
存货	37	67	69	90	117
物业、厂房及设备	427	496	645	885	1139
固定和其他资产	1952	2085	1871	1658	1444
总资产	3163	3270	3260	3318	3532
流动负债	849	795	849	905	975
借款	180	0	0	0	0
贸易应付款项	125	127	180	236	306
其他流动负债	544	669	669	669	669
非流动负债	1356	1721	1721	1721	1721
总负债	2205	2516	2570	2626	2696

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股东权益	958	753	690	692	836
股本	651	655	655	655	655
储备	44	40	40	40	40
负债和所有者权益综合	3163	3270	3260	3318	3532

资料来源：达势股份财报，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

- 买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；
- 增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；
- 持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
- 减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；
- 卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。