

## 新市场成为增长驱动力量，经调整盈利迎来拐点

2024 年 03 月 29 日

➤ **事件：**2024 年 3 月 27 日，达势股份 (1405.HK) 发布 2023 年度业绩，2023 年全年收入 30.51 亿元，yoy+51%；经调整净利润 878 万元，对应利润率 0.3%，上年同期经调整净亏损 1.14 亿元。2H 2023，公司实现收入 16.74 亿元，yoy+51%；经调整净利润 0.26 亿元，对应利润率 1.6%，首次实现半年度经调整层面利润转正。

➤ **新市场逐步成为增长驱动性力量，新门店表现亮眼。**2023 年公司进入 13 个新城市，年末城市覆盖数达到 29 个，全年净增门店 180 家，其中北京及上海/新市场分别净增 39/141 家；截止 2023 年末门店数达 768 家，北京及上海/新市场分别为 351/417 家。2023 年新增长市场收入增长 102.9%达到 15.06 亿元，占营收的 49.4%；而北京及上海 2023 年收入增长 20.8%达 15.45 亿元，占营收的 50.6%。新门店表现亮眼，2022 年 12 月至 2023 年 6 月进驻的济南、武汉、成都、青岛、温州及常州这 6 个城市截止 2023 年末门店数达 48 家，这 48 家门店预期投资回收期在 2-23 个月，预期平均投资回收期 9 个月。

➤ **经营数据进一步改善，下半年同店增速&门店 OPM 表现优异。**1) 2023 年全年同店增长+8.9%，1H23/2H23 分别为+8.8%/+9.0%，公司自 3Q2017 起已实现 26 个季度连续同店增长。2) 2023 年门店层面 OPM 为 13.8%，yoy+3.7pct，1H23/2H23 分别为+13.5%/+13.9%。3) 2023 年整体单店日销 1.258 万元，北京及上海/新市场分别为 1.288/1.229 万元，yoy-5.1%/+36.4%；新店效应对新增市场单店日销拉动显著，北京及上海单店日销受 2022 年高基数有所影响。

➤ **上调 2025-2026 年开店计划，2024 年新建设武汉中央厨房巩固供应链基础。**1) 2024 年开店约 240 家，截止 3 月 22 日已净开门店 55 家，35 家在建，88 家已签约或获批。2025-2026 年计划开店 300-350 家，较过往开店计划有所上调（过往计划 2025 年及 2026 年开设约 200-300 家新店）。2) 预计 2024 年 Q4 在武汉新建一家中央厨房，并计划对北部地区的中央厨房进行搬迁及升级工作，巩固供应链基础。

➤ **投资建议：**公司 UE 模型跑通，盈利迎来拐点，目前正处于开店“成长期”，尚有大量空白市场有待渗透。我们预计公司 2024-2026 年经调整净利润（不含董事薪酬、股票增值权及受限制股份单位变动及金融负债公允价值变动）为 0.46 亿元、1.30 亿元、2.84 亿元，对应利润率为 1.1%、2.5%、4.3%，经调整 EPS 对应 3 月 28 日收盘价 PE 分别为 132/47/21 倍。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.06 亿元、0.85 亿元、2.24 亿元，EPS 对应 3 月 28 日收盘价 PE 分别为 1066/71/27 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 行业竞争加剧风险；2) 食品安全风险；3) 拓店不及预期风险；4) 原材料成本大幅上涨影响盈利风险；5) 消费复苏不及预期风险。

## 盈利预测与财务指标

| 单位/百万人民币      | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 3,051 | 4,007 | 5,159 | 6,621 |
| 增长率(%)        | 51.0  | 31.3  | 28.8  | 28.3  |
| 经调整净利润        | 9     | 46    | 130   | 284   |
| (+/-)(%)      | -     | 420.1 | 183.7 | 119.2 |
| EPS(基于经调整净利润) | 0.07  | 0.35  | 0.99  | 2.18  |
| P/E(基于经调整净利润) | 687   | 132   | 47    | 21    |
| P/B           | 2.9   | 2.8   | 2.7   | 2.4   |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 03 月 28 日收盘价, 汇率 1HKD=0.9241RMB)

推荐

维持评级

当前价格:

50.15 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

## 相关研究

1. 达势股份 (1405.HK) 首次覆盖报告: 新兴比萨外送专家, 高成长开启-2023/10/15

## 公司财务报表数据预测汇总

| 资产负债表 (百万人民币)    | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,215</b> | <b>1,434</b> | <b>1,740</b> | <b>2,308</b> |
| 现金及现金等价物         | 587          | 744          | 977          | 1,451        |
| 应收账款及票据          | 10           | 13           | 16           | 21           |
| 存货               | 73           | 97           | 124          | 159          |
| 其他               | 545          | 580          | 623          | 677          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,931</b> | <b>3,196</b> | <b>3,419</b> | <b>3,634</b> |
| 固定资产             | 626          | 878          | 1,090        | 1,295        |
| 商誉及无形资产          | 2,196        | 2,208        | 2,220        | 2,230        |
| 其他               | 109          | 109          | 109          | 109          |
| <b>资产合计</b>      | <b>4,146</b> | <b>4,630</b> | <b>5,159</b> | <b>5,942</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1,017</b> | <b>1,474</b> | <b>1,897</b> | <b>2,434</b> |
| 短期借贷             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款及票据          | 154          | 203          | 260          | 334          |
| 其他               | 863          | 1,271        | 1,637        | 2,100        |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>1,030</b> | <b>1,030</b> | <b>1,030</b> | <b>1,030</b> |
| 长期借贷             | 200          | 200          | 200          | 200          |
| 其他               | 830          | 830          | 830          | 830          |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,047</b> | <b>2,503</b> | <b>2,926</b> | <b>3,463</b> |
| 普通股股本            | 879          | 879          | 879          | 879          |
| 储备               | 1,220        | 1,248        | 1,354        | 1,600        |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>2,099</b> | <b>2,127</b> | <b>2,233</b> | <b>2,479</b> |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,099</b> | <b>2,127</b> | <b>2,233</b> | <b>2,479</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>4,146</b> | <b>4,630</b> | <b>5,159</b> | <b>5,942</b> |

| 现金流量表 (百万人民币)  | 2023A       | 2024E       | 2025E       | 2026E        |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>536</b>  | <b>795</b>  | <b>881</b>  | <b>1,162</b> |
| 净利润            | -27         | 6           | 85          | 224          |
| 少数股东权益         | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 折旧摊销           | NA          | 375         | 427         | 475          |
| 营运资金变动及其他      | 563         | 415         | 369         | 463          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-732</b> | <b>-610</b> | <b>-620</b> | <b>-660</b>  |
| 资本支出           | -316        | -640        | -650        | -690         |
| 其他投资           | -416        | 30          | 30          | 30           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>217</b>  | <b>-50</b>  | <b>-50</b>  | <b>-50</b>   |
| 借款增加           | -218        | 0           | 0           | 0            |
| 普通股增加          | 524         | 0           | 0           | 0            |
| 已付股利           | 0           | 0           | 0           | 0            |
| 其他             | -89         | -50         | -50         | -50          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>43</b>   | <b>157</b>  | <b>233</b>  | <b>474</b>   |

| 利润表 (百万人民币)     | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>3,051</b> | <b>4,007</b> | <b>5,159</b> | <b>6,621</b> |
| 其他收入            | 34           | 0            | 0            | 0            |
| 营业成本            | 837          | 1,102        | 1,414        | 1,814        |
| 其他经营成本          | 2,247        | 2,885        | 3,622        | 4,500        |
| 管理费用            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 研发费用            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用            | 54           | 43           | 41           | 38           |
| 权益性投资损益         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他损益            | 55           | 30           | 30           | 30           |
| 除税前利润           | 2            | 7            | 113          | 299          |
| 所得税             | 29           | 1            | 28           | 75           |
| 净利润             | -27          | 6            | 85           | 224          |
| 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>-27</b>   | <b>6</b>     | <b>85</b>    | <b>224</b>   |
| EBIT            | 56           | 50           | 154          | 337          |
| EBITDA          | 56           | 425          | 581          | 812          |
| EPS (元)         | -0.20        | 0.04         | 0.65         | 1.72         |

| 主要财务比率         | 2023A  | 2024E  | 2025E   | 2026E  |
|----------------|--------|--------|---------|--------|
| <b>成长能力(%)</b> |        |        |         |        |
| 营业收入           | 50.97  | 31.35  | 28.76   | 28.32  |
| 归属母公司净利润       | 88.05  | 121.29 | 1393.18 | 164.92 |
| <b>盈利能力(%)</b> |        |        |         |        |
| 毛利率            | 72.57  | 72.50  | 72.60   | 72.60  |
| 净利率            | -0.87  | 0.14   | 1.64    | 3.38   |
| ROE            | -1.27  | 0.27   | 3.79    | 9.04   |
| ROIC           | -28.50 | 1.72   | 4.74    | 9.44   |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |         |        |
| 资产负债率(%)       | 49.37  | 54.07  | 56.72   | 58.29  |
| 净负债比率(%)       | -18.44 | -25.59 | -34.81  | -50.47 |
| 流动比率           | 1.19   | 0.97   | 0.92    | 0.95   |
| 速动比率           | 0.70   | 0.61   | 0.62    | 0.71   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |         |        |
| 总资产周转率         | 0.82   | 0.91   | 1.05    | 1.19   |
| 应收账款周转率        | 338.16 | 355.22 | 352.16  | 351.64 |
| 应付账款周转率        | 5.96   | 6.18   | 6.11    | 6.11   |
| 每股指标 (元)       |        |        |         |        |
| 每股收益           | -0.20  | 0.04   | 0.65    | 1.72   |
| 每股经营现金流        | 4.12   | 6.11   | 6.77    | 8.92   |
| 每股净资产          | 16.12  | 16.33  | 17.14   | 19.03  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |         |        |
| P/E            | -      | 1,066  | 71      | 27     |
| P/B            | 2.9    | 2.8    | 2.7     | 2.4    |
| EV/EBITDA      | 100.81 | 13.30  | 9.72    | 6.96   |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测 (备注: 由于 2023 财年现金流量表数据尚未完全披露, 因此部分数据暂用 NA 列示。)

## 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。本报告清晰准确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