

# 达势股份 (01405)

证券研究报告

2024年08月04日

## 开店黄金期的披萨外送龙头，盈利能力超预期改善

### 披萨赛道规模增速快于餐饮行业整体，渗透率提升下龙头成长空间广阔

中国披萨市场 2022/2027E 规模约 375/771 亿，预计未来 5 年 CAGR 将达到 15.5%，增速快于餐饮行业整体，渗透率提升预计为行业规模增长的一大驱动力、受益于年轻群体奶酪甜口接受度的提升及疫期外卖市场的快速渗透，2022 年国内每百万人口披萨门店数量仅为 11.7 家、尚不足日韩一半水平。因目前披萨赛道连锁化率及集中度高于其他餐饮赛道，龙头成长空间广阔。

### 达势定位披萨外送专家，处快速成长期，兼具快速开店、同店增长、盈利提升

达势股份是全球最大披萨品牌达美乐的国内特许经营商、中国第三大披萨公司。1997 年进入中国市场，早期深耕北京、上海，2017 年开始加速扩张，且自 2017Q3 以来已连续 27 个季度实现同店销售正增长。公司 23 年实现营收 30.5 亿元（2019-23CAGR38%），2023 年底门店数达 768 家（2019-23CAGR30%），快速开店下同店保持正增长、20-23 年同店销售增长率分别 9%/19%/14%/9%；23 年门店经营利润率为 13.8%/yoy+3.7pct，归母净利/经调整净利-0.27/0.09 亿元，盈利能力持续改善。

北京、上海成熟市场贡献超五成营收，19-23 年营收 CAGR 22%至 15.5 亿，门店数量 CAGR 18%至 351 家、单店日销 CAGR 2%至 1.29 万元。新兴市场快速拓店、增长迅速，19-23 年营收 CAGR 83%至 15.1 亿，门店数量 CAGR 48%至 417 家、单店日销 CAGR 20%至 1.23 万。

### 深耕一线城市外卖市场品牌势能强，供应链为持续拓展蓄力

1) **产品好吃有嚼劲**：央厨支持冷藏面团（较代工冷冻面团口感好、较门店现做效率高）、且有达美乐预拌粉保密配方支持，不断本土化推新下自 2018 年已推出超过 120 种新菜式。定价综合性价比高，提供广泛价格区间选择，据窄门餐眼，达美乐人均单价（57.86 元）低于必胜客（69.88 元）等。2) **外卖优势最快**：我们认为披萨品类契合非堂食场景（到店加分享场景不占优），达美乐主打外卖 30 分钟送达且 91%订单 23 分钟送达，数千名自有骑手、外卖销售占比 59%。外卖加密有更好的配送体验（同心圆式门店扩张）和央厨支持（三河上海东莞三个辐射周边 350 公里）、因此加密会稀释同店的问题被弱化（跟堂食餐饮品牌有明显差别）。3) **组织管理赋能**：CEO（麦肯锡加麦当劳经验）17 年到任后管理改善发展提速、17Q3 至今连续 27 个季度同店销售增长为正。管理框架完整，中后台体系赋能。

### 单店模型出色且仍有优化空间，处在开店黄金期、空间广阔

公司整体门店经营利润率持续提升，23 年加权单店营收 450 万元（平均单店日销 1.26 万），经营利润率升至 13.8%、略超必胜客。公司新市场迅速增长，23 年平均单店日销同比+36.4%（高于整体+10.0%），部分新市场表现亮眼，如成都首店首日销售额高达 16 万/青岛首店首月销售额高达 400 万。开店空间方面，根据招股书公司拟于 23/24 年开设 180/240 家新店、25/26 年均拟开设 200-300 家新店，对应 2026 年目标门店数 1408-1608 家、存翻倍空间。基于各线城市门店密度测算，仅二线及以上城市总门店数或可达 2300 家，开店空间广阔。

**盈利预测与投资建议**：我们认为，作为披萨赛道龙头，公司具备较强成长性，有望在中国市场实现不断扩张，看好后续的门店拓展及降本提效&总部费用摊薄下的盈利能力改善，预计 24/25/26 年实现收入 39.8/51.4/65.7 亿元、同比 +30.6%/+28.9%/+27.9%，实现经调整净利润 0.5/1.1/2.6 亿元、同比 +449.8%/+133.2%/+128.6%，考虑公司处于开店提速&同店正增长的开店成长黄金期，且利润率有逐步改善预期，参考同业 PSG 水平给予 24 年目标 PSG0.07X，对应目标市值 87.4 亿人民币、对应目标价为 72 港币，首次覆盖给予“增持”评级，建议关注。

**风险提示**：新店爬坡不及预期，食品安全风险，原材料价格上涨的风险，竞争加剧风险

### 投资评级

行业 非必需性消费/旅游及  
休闲设施

6 个月评级 增持（首次评级）

当前价格 70 港元

目标价格 72 港元

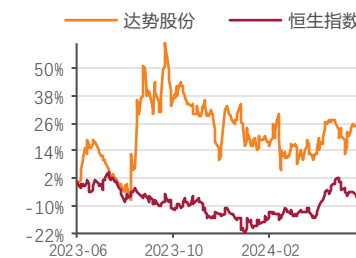
### 基本数据

港股总股本(百万股)	130.45
港股总市值(百万港元)	8,707.34
每股净资产(港元)	17.82
资产负债率(%)	49.37
一年内最高/最低(港元)	77.30/42.60

### 作者

何富丽 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521120003  
hefuli@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 达势股份：全球最大披萨品牌特许经营商，区域扩张加速成长</b>	<b>5</b>
1.1. 发展历程：区域披萨外送专家，加速全国性网络布局	5
1.2. 股权结构：达美乐母公司持股，股权激励彰显发展信心	5
1.3. 业务简析：北上市场为主力贡献，新兴市场增长迅速、盈利持续改善	7
1.4. 美国市场：先发卡位外送赛道，竞争优势不断强化	11
<b>2. 行业分析：披萨行业高连锁化率高集中度，龙头成长空间广阔</b>	<b>13</b>
2.1. 商业模式：披萨消费兼具休闲属性与便捷性，标准化程度高易复制	13
2.2. 行业空间：渗透率提升空间大，行业规模稳步提升	14
2.3. 竞争格局：国内披萨行业集中度高，头部企业聚焦高线城市	19
<b>3. 竞争优势：披萨外送专家，供应链为持续拓展蓄力</b>	<b>20</b>
3.1. 品牌力：深耕一线城市外卖市场、物超所值战略构筑强大品牌优势	20
3.2. 持续运营力：智能化系统赋能“30分钟必达”供应链，人才储备培养科学系统	22
3.3. 管理组织力：本土化管理层加速业务扩张，数字化社区提高用户忠诚度。	24
<b>4. 成长看点：单店模型盈利能力持续优化，处开店黄金期</b>	<b>25</b>
4.1. 单店模型：持续优化，利润率仍有提升空间	25
4.2. 开店空间：90%募集资金用以拓店，预计未来开店仍有翻倍以上空间	26
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>28</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构（截至 2023/12/31）	6
图 3：公司营收及同比增速（百万）	7
图 4：公司归母净利及同比增速（百万）	7
图 5：公司经调整净利及同比增速（百万）	8
图 6：公司归母净利率、经调整净利率	8
图 7：公司主要门店成本费用率	8
图 8：公司门店经营利润及同比增速（百万）	9
图 9：公司门店经营利润率	9
图 10：公司总部费用率	9
图 11：公司外送/非外送收入占比	9
图 12：公司同店销售增长率	9
图 13：公司分地区收入及增速（百万）	10
图 14：公司分地区收入占比	10
图 15：每家门店平均每日订单量	10
图 16：每笔订单平均销售金额（万元）	10
图 17：公司门店分布情况	11
图 18：公司分地区门店数（家）	11

图 19: 2014-2022 年达美乐美国营业收入 (亿美元) 及增速 .....	12
图 20: 2014-2022 年达美乐美国归母净利润 (亿美元) 及增速 .....	12
图 21: 必胜客、达美乐和棒约翰美国门店数量 (家) .....	13
图 22: 2016 年至 2027 年 (预计) 中国披萨市场的市场规模 (十亿元) .....	14
图 23: 披萨市场规模占比提升 .....	15
图 24: 中国奶酪零售市场规模 (亿元) .....	15
图 25: 中国外送市场规模 (亿元) .....	16
图 26: 2022 年每百万人口披萨门店数量 (家) .....	16
图 27: 2022 年中国分城市每百万人口披萨门店数量 (家) .....	16
图 28: 2022 年中国餐饮业按经营模式细分规模 (十亿元) (为预计值) .....	17
图 29: 2016 年至 2027 年 (预计) 中国披萨市场按外送及堂食划分的市场规模 (十亿元) .....	17
图 30: 2016 年至 2027 年 (预计) 中国披萨市场按城市等级划分的市场规模 (十亿元) .....	18
图 31: 2019 年中国快餐前五大品牌市场份额 .....	19
图 32: 2022 年中国萨前五大品牌市场份额 .....	19
图 33: 截止 2023 年 1 月, 达美乐在各国家门店数 .....	20
图 34: 中国披萨品牌口味好评对比分析 .....	20
图 35: 2022 年一线城市披萨行业竞争格局 .....	21
图 36: 2020-2023 年 8 月披萨头部品牌开店节奏 .....	21
图 37: “周二周三披萨 7 折”活动后两大价格带代表产品 .....	21
图 38: 达势向前五大供应商的购买额及占比 .....	22
图 39: 达势合格供应商数量 .....	22
图 40: 中央厨房产能 (百万公斤) .....	22
图 41: 中央厨房利用率 .....	22
图 42: OMS 云功能示意图 .....	23
图 43: WMS 云整合 TMS 云示意图 .....	23
图 44: “外送 30 分钟必达” 宣传海报 .....	23
图 45: 达美乐订单实时追踪示意图 .....	23
图 46: 公司层级员工平均薪酬水平 (万元) .....	24
图 47: 门店及中央厨房层级员工平均薪酬水平 (万元) .....	24
图 48: 达美乐会员及活跃会员人数 (百万人) .....	25
图 49: 达美乐选址分布 .....	26
图 50: 必胜客选址分布 .....	26
图 51: 上市资金用途 .....	27
图 52: 公司门店扩张资本支出用途 .....	27
表 1: 公司股权激励及现金分红计划 .....	6
表 2: 达势股份高管团队简介 .....	6
表 3: 公司单店日销数据拆分 .....	11
表 4: 美国主要披萨企业品牌定位 .....	12
表 5: 中国餐饮市场不同业态的需求端对比 (2022 年市场规模中除披萨为实际值, 其余	

均为预计值) .....	13
表 6: 中国餐饮市场不同业态的供给端对比 .....	14
表 7: 2016 年至 2027 年 ( 预计 ) 中国披萨市场按外送及堂食划分的市场规模年复合增长率 .....	18
表 8: 2016 年至 2027 年 ( 预计 ) 中国披萨市场按城市等级划分的市场规模年复合增长率 .....	18
表 9: 2022 年中国披萨前五大品牌对比 .....	19
表 10: 披萨行业前五参与者基础款披萨所处价格带对比 .....	21
表 11: 达美乐合作优质供应商及所购产品/服务 .....	22
表 12: 单店模型对比 ( 基于 23 年数据测算 ) .....	26
表 13: 开店空间测算 .....	27
表 14: 达势股份盈利预测表 .....	28
表 15: 可比公司估值对比 .....	29

# 1. 达势股份：全球最大披萨品牌特许经营商，区域扩张加速成长

## 1.1. 发展历程：区域披萨外送专家，加速全国性网络布局

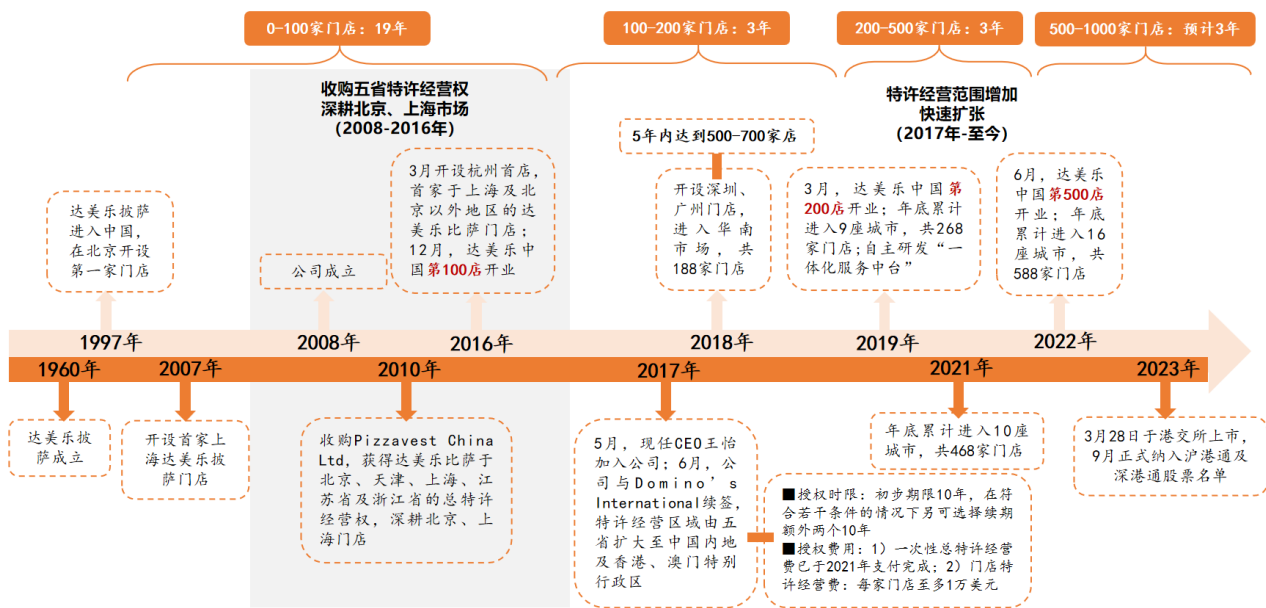
公司坚持直营扩张，打造全国性披萨外送专家。Domino's Pizza, Inc 创立于 1960 年，专注于以具有竞争力的价格提供纯手工制作的优质披萨，提供方便的订购及高效的外送服务，历经 60 余年发展已成为全球最大的披萨品牌（按 2022 年的全球零售销售额计算）。公司作为其中国地区特许经营商，延续品牌披萨外送专家的特色定位，是中国唯一在所有销售渠道承诺提供“30 分钟必达”服务的披萨公司。达美乐披萨 1997 年首次进入中国市场，2017 年特许经营区域扩大至中国境内后加速扩张，2018 年初-2022 年门店数量翻了三番，在中国前五大披萨品牌中增长最快，以 2022 年总销售额及外卖销售额计，为中国第三大披萨公司。

回顾公司历史，我们将其发展历程分为两阶段：

1) 收购五省特许经营权+深耕北京、上海市场阶段（2008-2016 年）：达美乐中国特许经营权曾几经易主导致早期发展缓慢（最初由 PizzaVest 快餐集团所有，2006 年台湾晶华酒店收购台湾及北京达美乐全部股权，2011 年，达势股份从晶华手里购入北京达美乐）。公司 2010 年 12 月收购 Pizzavest China Ltd（原达美乐的中国大陆特许经营商）后获得达美乐披萨于北京、天津、上海、江苏省及浙江省的总特许经营权，深耕分别于 1997 年、2007 年开始运营的北京、上海门店，2016 年 12 月开业第 100 家中国门店、历时 19 年达成该里程碑，该阶段扩张乏力或与管理层非餐饮主业背景有关。

2) 特许经营范围增加+快速扩张阶段（2017 年-至今）：2017 年 5 月，餐饮业经营经验丰富的现任 CEO 王怡女士加入公司，调整公司战略后一改此前发展颓势，6 月续签特许经营协议并将许可区域扩大至中国内地及中国香港、中国澳门地区，2018 年立下未来五年内达到 500-700 家门店规模的快速扩张目标，并辅以中后台系统研发等支持举措。第 2 个“100 店”用时 3 年，又历时 3 年提前达成“500 店”里程碑。截至 2023 年 6 月 30 日，已于中国大陆的 20 个城市直营 672 家门店，其中位于北京及上海的门店 331 家、占比 49%。从资本市场看，公司 2023 年 3 月 28 日登陆港交所、同年 9 月纳入港股通。

图 1：公司发展历程

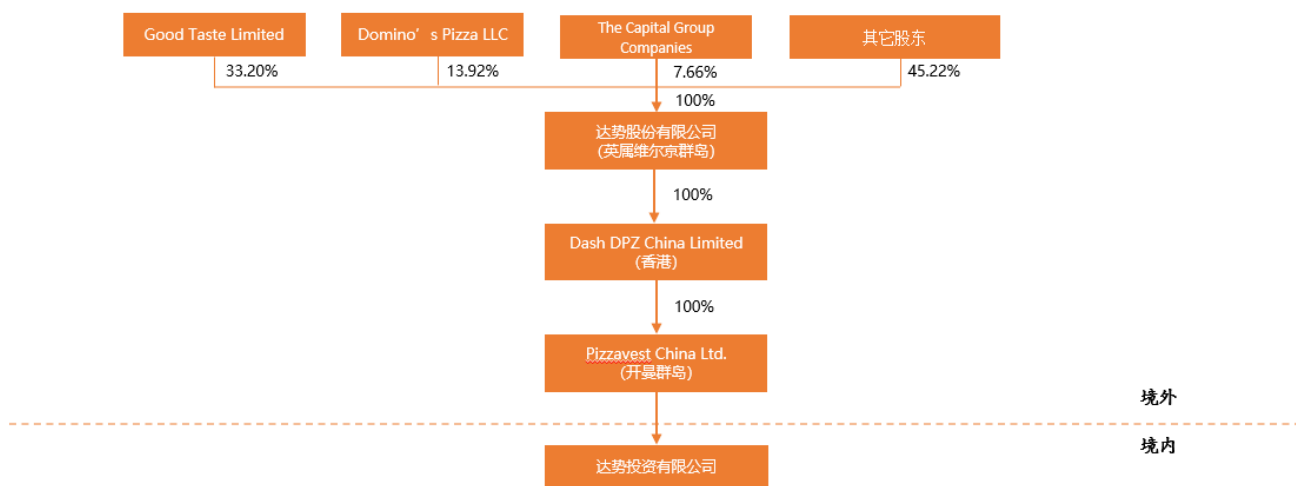


资料来源：招股说明书、公司公告、达美乐官网等、天风证券研究所

## 1.2. 股权结构：达美乐母公司持股，股权激励彰显发展信心

**公司股权结构稳定，高管团队持股激发积极性。**截至 2023/12/31，公司董事兼副主席 James Leslie Marshall 通过家族信托旗下公司 Good Taste Limited 持股 33.20%为第一大股东，James Leslie Marshall 为公司实控人、2013 年通过投资实体首次持有公司少数权益、后重组由 Good Taste Limited 持有，2019 年 4 月 Good Taste Limited 向另一股东购买股份成为控股股东。第二大股东 Domino's Pizza LLC 持股 13.92%、为达美乐母公司全资附属公司 Domino's Inc 全资持有；The Capital Group 持股 7.66%。公司多次通过股权激励计划及花红计划增强高管团队与公司利益的一致性，上市后首次股权激励合计向 6 位雇员售出 26.32 万股份、合计占公告日期已发行股本的 0.2%。

图 2：公司股权结构（截至 2023/12/31）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：公司股权激励及现金分红计划

激励计划	授予对象	合计授予股权数（万）	授予股权占比
2021 年计划	11 位董事及其他雇员	103.52	0.80%
2022 年 IPO 前计划	45 位董事、高级管理层及核心员工	665.84	5.17%
2022 年现金花红计划	12 位高级管理层及其他关键雇员，大多工作 5 年以上	现金奖金总额约 230 万-560 万美元，其中不超过 200 万美元将于上市日期 6 个月内支付，其余于上市日期 6 个月后支付，需雇员届时仍在职	
2022 年一次性股份增值花红计划	首席执行官	于上市日期一周年后的 60 天内支付，支付金额与公司上市后增量市值挂钩，需届时仍在职	
2022 年第一次股份激励计划	6 位雇员	26.32	0.20%
2022 年第二次股份激励计划		可能授予 300 万股，未正式实施	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**核心管理团队本土化，具多年餐饮及快消龙头工作背景，执行能力强。**公司现有核心管理成员大多自 2017 年起陆续加入团队，团结稳定。执行董事兼首席执行官王怡拥有餐饮行业的丰富管理经验，曾于麦当劳中国担任多个管理职位约 8 年，负责整体战略规划及业务方向；首席财务官吴婷从事银行业超 10 年，在领导大型资本市场交易及为并购交易的买卖双方提供建议方面有丰富经验；首席运营官钟军负责监督运营，首席绩效官徐歆奕负责监督财务、法务及供应链运营，首席营销官王毓璟负责品牌营销及产品开发，均有麦当劳或其他餐饮、消费龙头工作背景。结合达美乐品牌的全球实践和对中国餐饮市场的本土化了解，核心管理团队各司其职，领导公司迅速开启并落实扩张策略。

表 2：达势股份高管团队简介

姓名	职务	持股比例	任职时间	简介
----	----	------	------	----

Frank Paul Krasovec	董事长，负责管理与 CEO 沟通董事会决策	2.13%	2008/4	1965/1966 获俄亥俄大学商业学士/工商管理硕士学位 公司联合创始人之一，是一位经验丰富且事业成功的企业家，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行业创立了非常成功的公司；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将其变现。
James Leslie Marshall	副董事长，向董事会提供战略建议	33.20%	2019/4	1993/1998 获剑桥大学文学硕士学位/International Institute for Management Development(IMD)工商管理硕士学位 公司第一大股东，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（世界领先的干散货航运公司之一）的创始人及首席执行官。 2000/6 获复旦大学获得世界经济学士学位，2004/6 获范德堡大学经济学硕士学位
王怡	首席执行官，负责整体战略规划及业务方向	2.52%	2017/5	2004/8-2009/8 任麦肯锡助理和业务经理，专注于零售行业以及策略及运营职能；2011/6-2012/10 任麦当劳上海市场总经理；2012/11-2014/12 任麦当劳中国华中地区副总裁兼总经理；2015/1-2017/5 任当劳中国特许经营副总裁
钟军	首席运营官，负责监督运营		2018/9	1993/7 获深圳大学计算机科学学士学位 2010/6-2015/5 任麦当劳中国广州市场总经理；2015/12 月-2016/8 任广州千千氏工艺品有限公司首席运营官；2016/9-2018/7 任 UR 首席运营官
吴婷	首席财务官，负责监督财务运营及资本管理		2021/2	1999/6 获上海外国语大学经济学学士学位，2003/3 获墨尔本大学金融硕士（荣誉）学位 2006/7-2010/5 任瑞银投资银行房地产部门董事；2010/6-2012/6 任花旗集团投资银行亚洲工业组副总裁；2012/6-2016/5 任美银美林全球投资银行业务董事；2017/7-2018/4 任中信里昂证券并购部门董事总经理；2018/4-2020/3 任 Mogu Inc 首席财务官
徐歆奕	首席绩效官，负责监督财务、法务及供应链运营		2017/11	1998/6 获上海大学经济学学士学位 2002/3-2004/1 任惠而浦（中国）股份有限公司财务经理；2004/1-2007/8 任 Lagardere China 财务行政总监；2007/9-2017/4 任可口可乐装瓶投资集团中国财务总监
王毓璟	首席营销官，负责品牌营销及产品开发		2015/6	2001/7 获华东理工大学生化工程学士学位 2004/11-2009/2 任高露洁中国大陆及高露洁香港的高级品牌经理；2009/2-2013/9 任麦当劳中国营销部高级总监；2013/9-2014/8 任新文越婴童用品（上海）有限公司营销总监；2014/9-2015/3 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

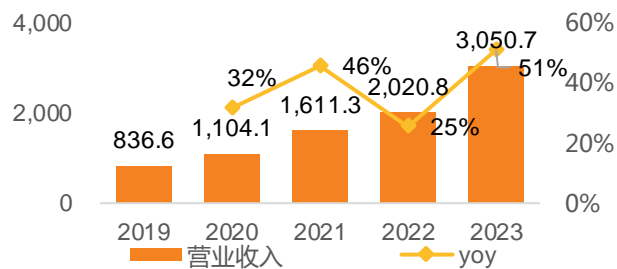
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.3. 业务简析：北上市场为主力贡献，新兴市场增长迅速、盈利持续改善

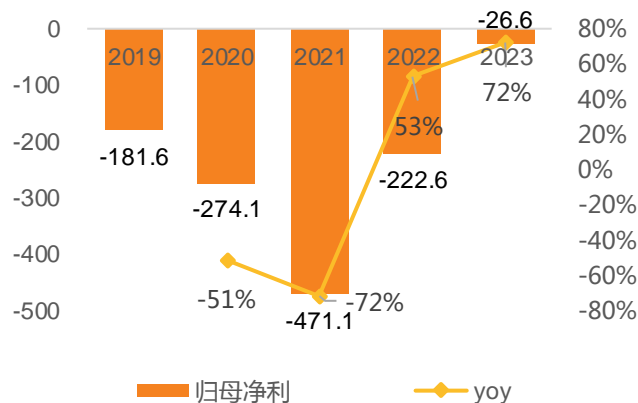
公司 23 年营收同比 +51% 至 30.5 亿元，归母净利/经调净利分别 -0.27/0.09 亿元、经调净利实现扭亏。2019-2022 年公司营收 CAGR 34% 至 20.2 亿，疫情期间收入逆势高增，得益于公司加速拓店及以外卖为主的业务优势，23 年营收同比大幅提升 51% 至 30.5 亿元，主要由开店&同店正增长贡献。2019-2022 年归母净利和经调整净利均处于亏损状态，分别于 2021/2020 年达到史低 -4.7/-2.0 亿元，主要为总部费用及新开门店影响业绩释放。随规模效应显现及新店爬坡情况较佳，2023 年经调净利实现转正。

图 3：公司营收及同比增速（百万）

图 4：公司归母净利及同比增速（百万）

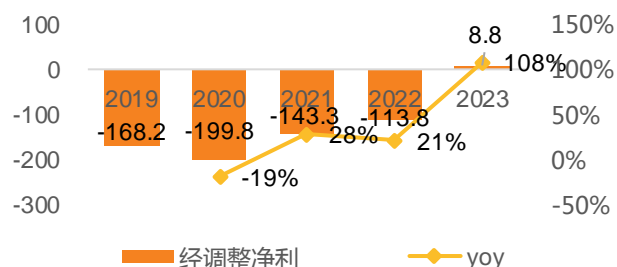


资料来源：公司公告，天风证券研究所



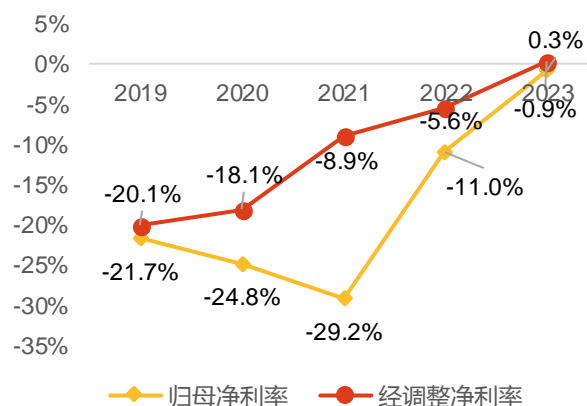
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司经调整净利及同比增速 (百万)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

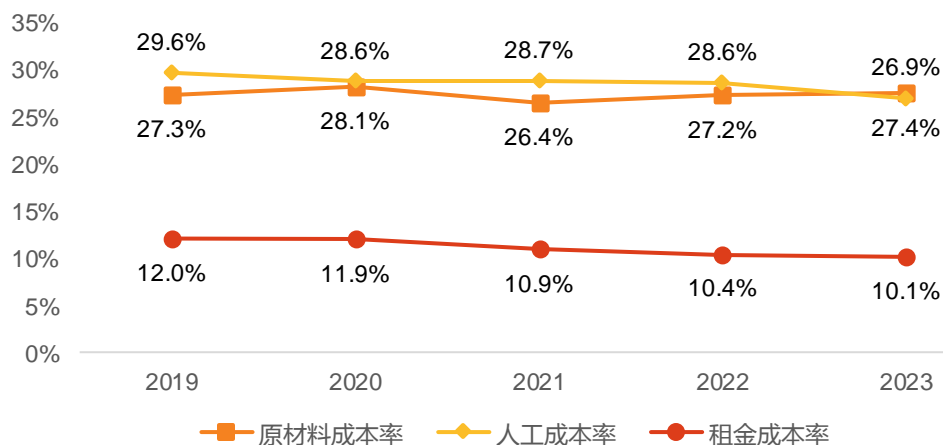
图 6：公司归母净利润率、经调整净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 23 年门店原材料/人工/租金成本率 27.4%/26.9%/10.1%、较 19 年+0.1/-3.0/-1.9pct，门店经营利润率 13.8%、较 19 年+9.4pct。1) 2019-23 年公司原材料成本率基本稳定，在 26.4%-28.1%的区间范围内小幅波动；2) 2020 年门店人工成本率同比下降 1pct 至 28.6%，后基本保持稳定，23 年在收入增长、门店运营效率提升的带动下同比下降 1.7pct 至 26.9%；3) 2019-23 年门店租金成本率从 12.0%逐年下降至 10.1%，主要受益于收入增长及物业议价能力随品牌势能增强而提升。4) 23 年门店经营利润 4.20 亿元/yoy+105.1%，门店经营利润率同比提升 3.7pct 至 13.8%、较 19 年+9.4pct。

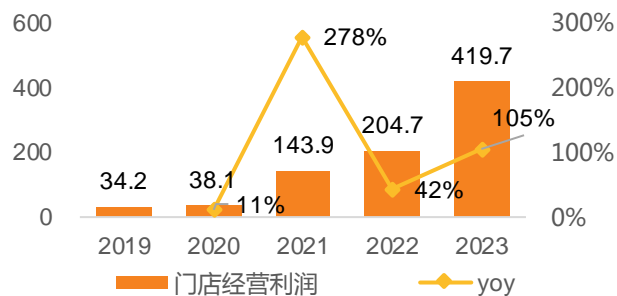
图 7：公司主要门店成本费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

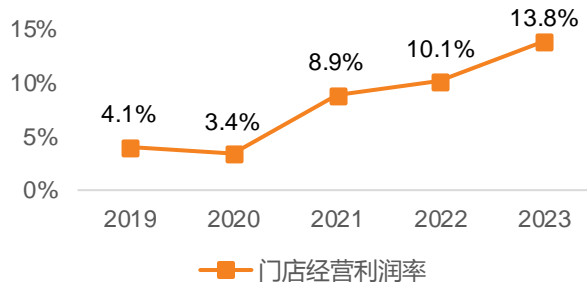


图 8：公司门店经营利润及同比增速（百万）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

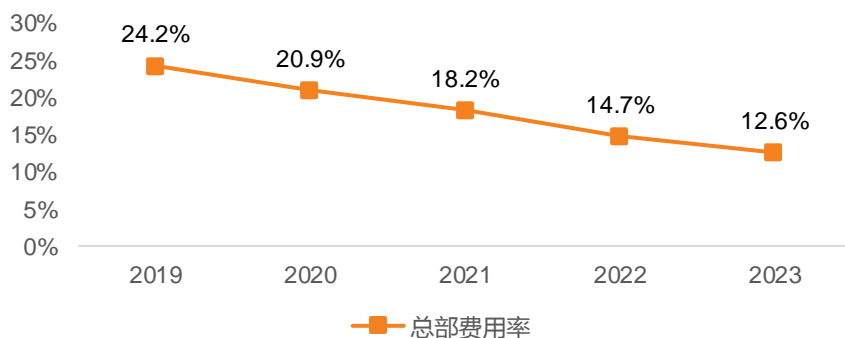
图 9：公司门店经营利润率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019-2023 年公司总部费用率（经调净利率-所得税率-门店经营利润率）下降 11.6pct 至 12.6%，未来仍有优化空间。2019-23 年总部人工成本率（扣除以股份为基础的薪酬）下降 2.2pct 至 7.3%，主要因规模经济及运营效率逐渐提升；其他公司层面费用率包含折旧摊销率、广告及推广开支率、财务成本率等，随规模效应显现整体于 20-22 年稳中有降。

图 10：公司总部费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所（注：经调净利率-所得税率-门店经营利润率）

公司早期深耕北京、上海，市场成熟度及知名度更高，发展相对领先，已经拥有较好的盈利水平，目前仍为利润主要贡献来源；新市场快速拓店、成长态势较佳，逐渐爬坡进入正常运营期，2022 年门店经营利润率转正。

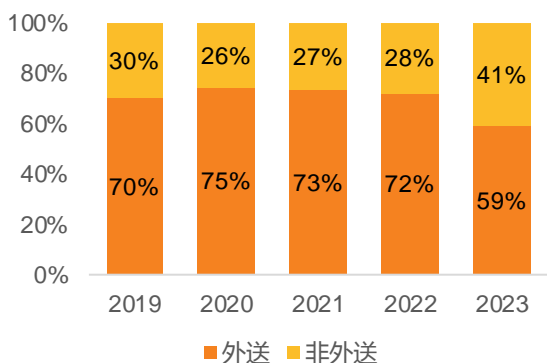
1) **整体市场**：2020-22 年加权单店营收 CAGR+5%至 383 万元，同店销售增长率 9%/19%/14%、超必胜客水平（-14%/7%/-6%），未受扩张稀释；23 年加权单店营收同比+18%至 450 万元（23 年平均单店日销+9.9%至 1.3 万元），同店销售增长率 9%、基本与必胜客持平；公司自 2017Q3 以来已连续 27 个季度实现同店销售正增长。从业务结构来看，2019-2022 年外送订单销售额占比均超 70%（必胜客 22 年外卖销售额占比 43%），23 年公司全部市场外送占比降至 59%。

2) **北京及上海成熟市场**：2019-23 年营收 CAGR 22%至 15.5 亿、23 年收入占比 50.6%，22 年经营利润率 18.3%（19 年为 13.4%）。20-22 年加权单店营收 CAGR+1%至 442 万元，同店销售增长率 8%/14%/11%；23 年加权单店营收同比+6%至 466 万元（23 年平均单店日销同比-5.1%至 1.3 万元）。

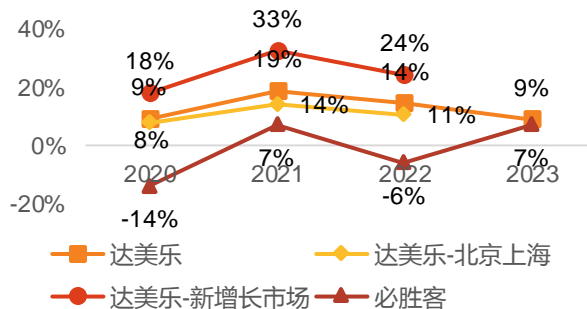
3) **新增长市场**：2019-23 年营收 CAGR 83%至 15.1 亿、23 年收入占比 49.4%，22 年经营利润率 6.4%（19 年为-14.6%）。20-22 年加权单店营收 CAGR+23%至 311 万元，同店销售增长率 18%/33%/24%、较成熟市场翻倍有余；23 年加权单店营收同比+40%至 435 万元（23 年平均单店日销同比+36.4%至 1.2 万元）。

图 11：公司外送/非外送收入占比

图 12：公司同店销售增长率

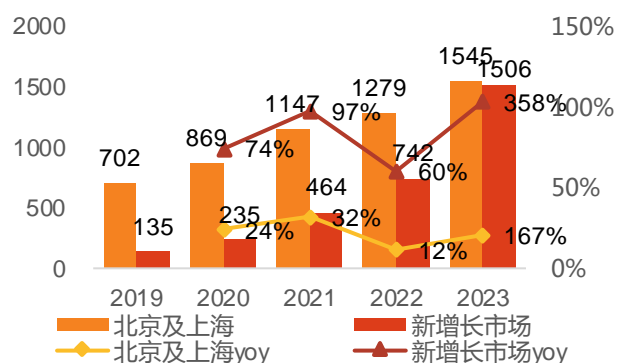


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



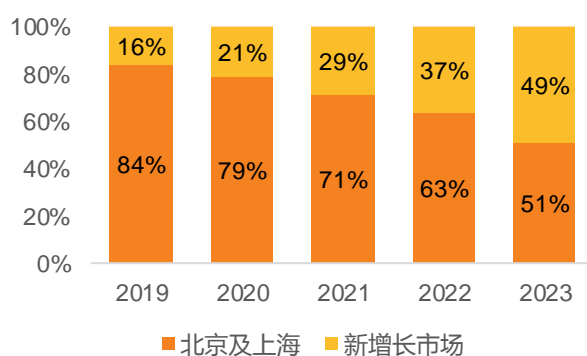
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所 (注: 新增长市场为除北京、上海外的市场总和, 下同)

图 13: 公司分地区收入及增速 (百万)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 14: 公司分地区收入占比



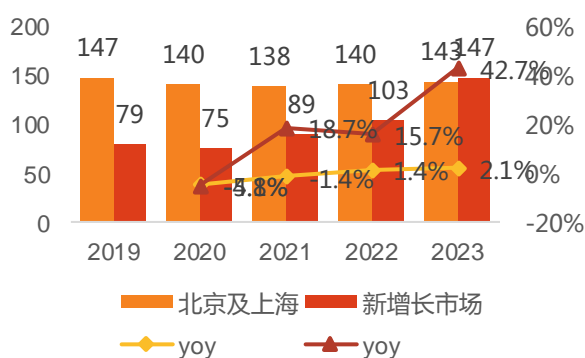
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

拆分单店表现来看, 成熟市场订单量趋稳、主要依靠客单价提升, 新增长市场呈现量价齐升趋势, 23 年客单价同比下降因客单价较高的外卖业务及团购活动占比疫情后有所回落。

1) **北京及上海成熟市场:** 疫情期间 (2020-2022 年) 日均订单量均维持在 140 单左右、较为稳定, 单店销售额增长主要由客单价驱动, 客单价 19-22 年 CAGR 6%至 97.1 元、增速略高于新增长市场。23 年日均订单量同比提升 2.1%至 143 单、基本恢复至 2019 年全年平均水平, 客单价同比下降 9.9%至 90.2 元。

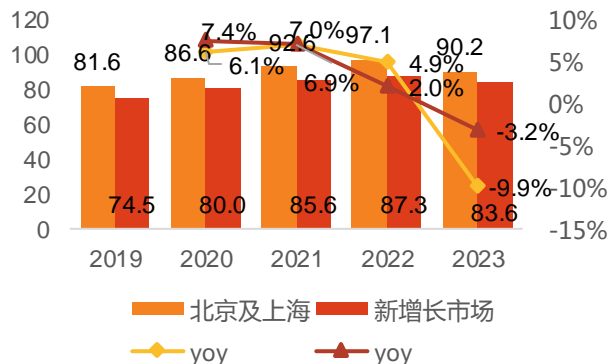
2) **新增长市场:** 日均订单量从 2019 的 79 单增至 2022 年的 103 单、对应 CAGR 9%, 客单价从 2019 年的 74.5 元提升至 2022 年的 87.3 元、对应 CAGR 5%。23 年订单量同比提升 42.7%至 147 单, 已经超过北京及上海成熟市场; 客单价同比下降 3.2%至 83.6 元。

图 15: 每家门店平均每日订单量



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 16: 每笔订单平均销售金额 (万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

市场担心，疫情期间单笔金额更高的外卖消费场景崛起是驱动公司同店及单店增长的主要原因，我们认为，外卖占比提升的结构性贡献有限，本质驱动力在于不断提升的品牌力及产品力，这一趋势在疫后也有望延续。从数据来看，20-22 年公司单门店平均日销售额 CAGR 为 7.2%，期间外送订单平均日销售额 CAGR 为 5.5%、外送订单占比-2pct 至 72%，而期间非外送订单平均日销售额 CAGR 为 11.8%、非外送订单占比+2pct 至 28%，表明外卖部分对公司实际日销增长的驱动贡献有限，我们认为非外送部分的亮眼表现得益于不断提升的品牌知名度、不断升级的产品组合获得了消费者的认可，而这一增长趋势在疫后同样有望延续。

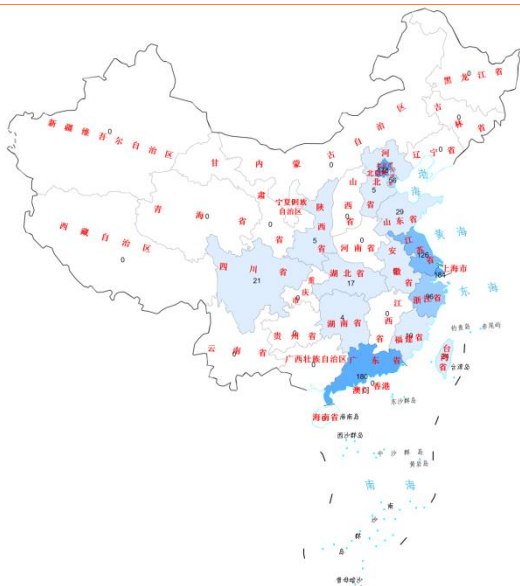
表 3：公司单店日销数据拆分

	2020	2021	2022	CAGR
外送订单的平均日销售额（万）	0.742	0.783	0.827	5.5%
外送订单占比	74%	73%	72%	
非外送订单的平均日销售额（万）	0.254	0.286	0.318	11.8%
非外送订单占比	26%	27%	28%	
每家门店平均日销售额（万）	0.996	1.069	1.145	7.2%

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

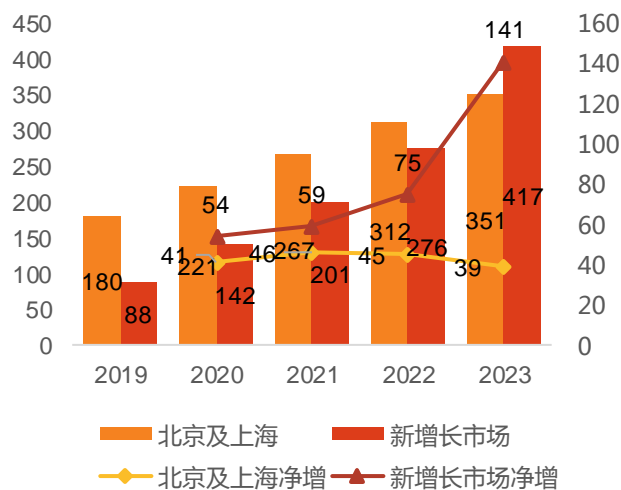
历年闭店率不超 2.1%，23-26 年门店数预期超翻倍。2019 年至 2023 年，公司整体门店数量由 19 年的 268 家拓展至 23 年的 768 家，净增 500 家，其中 1) 北京及上海成熟市场的门店数量由 19 年的 180 家拓展至 23 年的 351 家，净增 171 家；2) 新增长市场的门店数量由 19 年的 88 家拓展至 23 年 417 家、占比超 50%，净增 329 家；合计进驻城市数量由 2019 年的 9 个增加至 23 年的 29 个。公司开店质量较高，2019-2022 年闭店率（期内关闭门店/期初门店数）分别为 1.6%/1.1%/0.8%/2.1%（v.s.必胜客 4.1%/3.4%/4.2%/4.0%），且 2020-2022 年关闭的 16 家门店中有 14 家为租约未续签、后搬迁至服务同一配送半径的临近位置。公司预计 2023/2024 年开设 180/240 家新店，2025/2026 年均开设 200-300 家新店。23 年净开门店 180 家，完成 23 年开店计划的 100%，符合预期节奏。

图 17：公司门店分布情况



资料来源：窄门餐眼，天风证券研究所（截至 2024 年 7 月 5 日，公司合计 940 家门店，覆盖 15 个省份、44 座城市）

图 18：公司分地区门店数（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

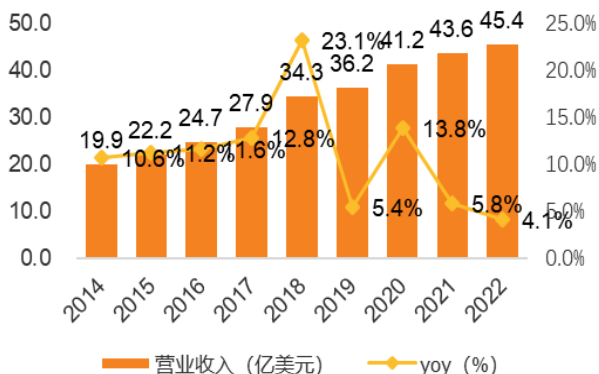
### 1.4. 美国市场：先发卡位外送赛道，竞争优势不断强化

达美乐美国：美国披萨外送龙头。1960 年达美乐首店设于美国密歇根州，其后于 1967 年开设第一家特许经营门店、1983 年开设第一家海外门店，2004 年于美国纽交所上市。从规模来看，1970-90 年代高速扩张，04-10 年门店数量 CAGR 仅 0.03%；10 年后达美乐

依托数字技术驱动业务，开店速度稳健，11-22 年门店数量 CAGR2.9%，于 2022 年门店数量达 6686 家，超越必胜客成为规模第一；从市占份额来看，2004 年达美乐占美国披萨配送市场份额 20%，2022 年占比 32%，稳步提升且常年维持龙一地位。

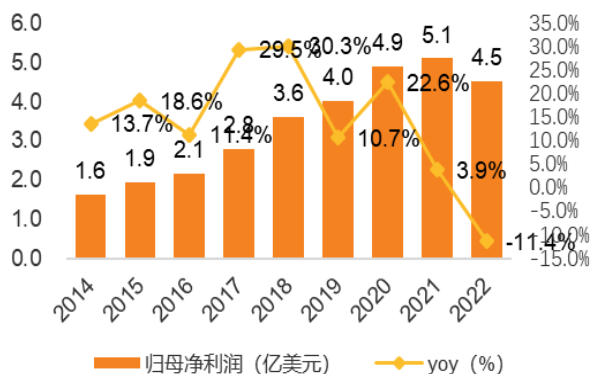
**营收业绩增长稳健，享估值溢价。**2022 年达美乐美国实现 45.4 亿美元营收，14-22 年 CAGR 达 10.8%，门店扩张拉动营收稳步增长；22 年归母净利润达 4.5 亿美元，14-22 年 CAGR 达 13.6%，整体呈高速增长态势，22 年 yoy-11.4%，主因 21 年公司对达势股份 0.49 亿美元的额外投资产生了 0.37 亿美元的未实现收益以及 2022 年美国宏观经济导致的大宗商品、人力和燃料等成本负担增加。从资本市场来看，近五年达美乐美国 PE (TTM) 维持在 30X 左右，享估值溢价。

图 19：2014-2022 年达美乐美国营业收入（亿美元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：2014-2022 年达美乐美国归母净利润（亿美元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**对比同业，达美乐在美国披萨市场通过差异化卡位外送赛道、较高的运营效率&门店选址搭建高密度配送网络&数字化配送体系保障配送效率，又进一步通过规模优势强化配送效率，使其保持美国披萨外送赛道稳固的龙一地位。**

**品牌定位差异化、卡位并深耕外送赛道：**达美乐从创立之初就采取差异化竞争策略，以当时市场不看好的披萨外送业务切入市场，1973 年首次提出“30 分钟必达，否则免费”的承诺，其遥遥领先同业的配送速度和服务质量吸引了大量美国消费者、快速积累披萨配送市场份额；80 年代在电视广告端大力推广，让便利外送的形象深入人心；另一方面其通过简化菜单、改良设备和技术升级确保出品效率，再结合数字技术优化配送服务体验，不断精进披萨配送业务。如今外卖配送已成为主流的餐饮服务模式，2022 年配送业务占美国 QSR 披萨市场（堂食、外卖、自提和免下车）43%，达美乐披萨配送市占 32%，早期积累的优势使其龙一地位稳固。

表 4：美国主要披萨企业品牌定位

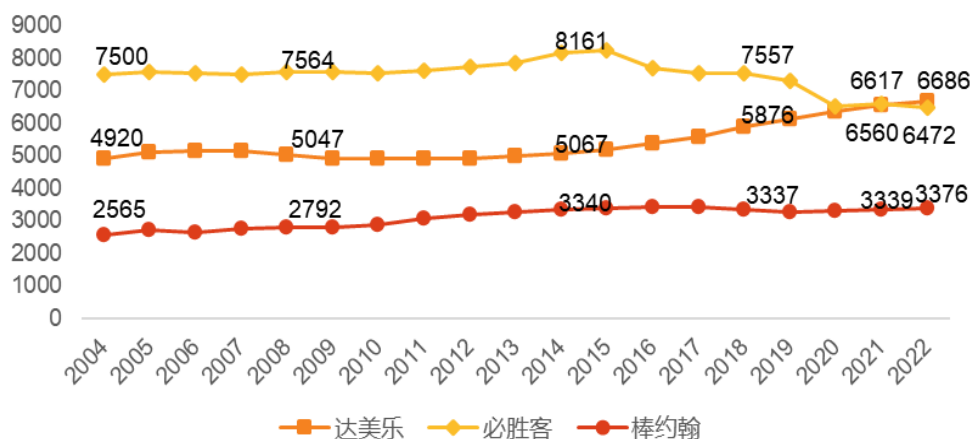
美国披萨品牌	品牌定位
必胜客	高端、堂食
达美乐	中高端、外送、便捷
棒约翰	高端、原料高级
小凯撒	高端、到店自提

资料来源：彭博社，pitchgrade，天风证券研究所

**多措并举提升外送效率：**1) 运营效率高。1973 年开始承诺 30 分钟外送必达，但此时达美乐门店数量不足 200 家，因此早期达美乐只售卖 12 和 16 英寸的披萨和可乐，并通过“大红炉”、瓦楞纸箱等提升产品效率，缩短出品时间；2) 配送网络密度高。早期达美乐瞄准大学生市场，1978 年 75%的门店位于大学城；据 2004 年招股书，达美乐门店覆盖了绝大多数家庭住户，基于核心客群选择门店位置使其逐渐编织出高密度的配送网络，确保配送效率；3) 配送数字化。2000 年后达美乐逐渐运用多种数字技术提高配送效率，07 年率先推出移动端订购，并率先推出 Pizza Tracker 系统，方便消费者持续跟踪订单全程，始终着力于提高配送服务体验。

**门店规模效应不断增强外送效率优势：**世界现存三大披萨巨头必胜客、达美乐和棒约翰分别于 1958、1960、1984 年在美国开设第一家门店，达美乐是最早一批进入美国快餐披萨市场的企业，占领先发优势。1967 年后，达美乐通过特许经营模式，压缩开店成本（约必胜客的 1/5）得以高速开店，1983 年达 1000 家门店，1989 年规模达 5000+，依托中央厨房支撑搭建规模效应；据招股书，2004 年达美乐美国门店数 4920 家，市场规模 TOP2；15-22 年门店扩张再次提速，CAGR 达 4.0%，2022 年美国门店 6686 家，首次超越必胜客成为第一，形成强健稳固的规模效应。

图 21：必胜客、达美乐和棒约翰美国门店数量（家）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

## 2. 行业分析：披萨行业高连锁化率高集中度，龙头成长空间广阔

### 2.1. 商业模式：披萨消费兼具休闲属性与便捷性，标准化程度高易复制

需求端业态对比来看，相较快餐，披萨刚需属性更弱，偏休闲体验、客单价更高；相较火锅和酸菜鱼等中式休闲餐，披萨天然适合外卖更具消费便捷性，更能满足一人食及家庭室内聚餐需求，但对于偏商务的轻正餐需求承载力较弱。披萨相较于快餐刚需属性更弱，偏向于休闲体验，客单价也更高。与火锅和酸菜鱼相比，披萨既可满足单人餐、工作餐，也提供社交聚餐场景，此外，披萨出餐时间较短，堂食与外送服务兼顾，具有较高的便利度；但与中式休闲餐饮相比，非亲友聚餐的商务需求则更弱，此外披萨的喜爱度及渗透率仍有待提高。

表 5：中国餐饮市场不同业态的需求端对比（2022 年市场规模中除披萨为实际值，其余均为预计值）

业态	2022 年市场规模（亿元）	平均客单价（元）	消费频次	消费时间段及场景	便利度	成瘾性
披萨	375	53.43	中等	午餐、晚餐；提供个人餐、工作餐，也可满足聚餐需求（偏家庭亲友聚餐）	用餐时间较短，外带/外送方便	中等
火锅	7077	83.71	中等	午餐、晚餐，多为聚餐（家庭亲友、商务）	用餐时间长，多为堂食	较高
酸菜鱼	419	58.16	中等	午餐、晚餐，多为聚餐、工作餐	用餐时间较长，多为堂食	较高
西式快餐	3309	26.99	较高	早餐、午餐、晚餐；多为个人餐、工作餐	用餐时间短，外带方便，基本不需要餐具，可以即走即吃	较低
中式快餐	8954	24.23	较高	午餐、晚餐，部分品牌包含早餐；多为个人餐、工作餐	用餐时间较短，外带较为方便	较低

资料来源：弗若斯特沙利文，红餐网，智研咨询，天风证券研究所

需求端的讨论为市场空间的探讨奠定了基础，同时还需进一步关注供给的难易程度，考虑供给能力是否会对需求的释放形成制约。供给端对比来看，我们认为披萨具有易标准化的产品，可复制性强，且物业选址要求相对低（商场店占比仅约四成）拓店选择范围广。以达美乐为代表的披萨品牌产品多为披萨、意面、焗饭等，整体品类较为集中，烹饪手段较为简单，是其完备供应链搭建的基础。在中央厨房统一加工后，门店只需对收到的半加工或已加工食材简单处理即可出餐，烹饪手法较为简单，也较易保持出品的稳定和标准化，这奠定了其更易实现连锁化的基础，也与我国餐饮市场未来标准化的发展趋势相契合。

表 6：中国餐饮市场不同业态的供给端对比

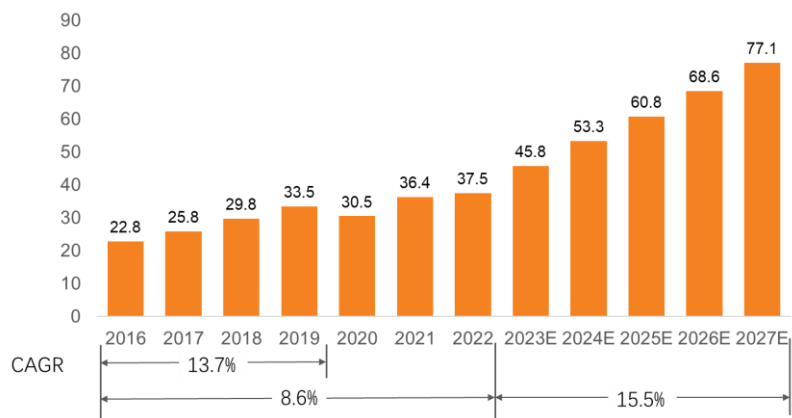
业态	代表品牌	现有门店 (家)	近三年平均净开店 (家)	物业选址	供应链	门店产品质控难度	员工技能要求	标准化	可复制性
披萨	达美乐	708	107	商场店占比 36%	较为简单，由中央厨房对原材料进行加工再将处理好的半加工或加工后食材运送至门店备餐	工艺简单，简单处理即可出餐，易保证口味统一	要求较低，制作流程简单	较高	较高
传统中餐	陶陶居	31	4	商场店占比 83%	较为复杂，原材料分为统一采购、指定供应商采购和自主采购，其中统一采购占比较低。	工艺较为复杂，需要现炒现做，较难保持口味统一	要求较高，有一定的技术难度	标准化难度较高	中等
火锅	海底捞	1363	201	商场店占比 87%	相对复杂，但供应链较为完善，由总部集中管理供应商并为所有门店采购，多家子公司负责相关原材料的供应与加工	工艺较为简单，简单处理即可出餐	要求较低，处理流程简单	较高	较高
酸菜鱼	太二	505	111	商场店占比 89%	大单品，原材料种类较为简单，由中央厨房对原材料进行加工再将处理好的半加工或加工后食材运送至门店备餐	工艺简单，简单处理即可出餐，易保证口味统一	要求较低，制作流程简单	较高	较高

资料来源：窄门餐眼，各公司公告，天风证券研究所（陶陶居开店数据为新开）

## 2.2. 行业空间：渗透率提升空间大，行业规模稳步提升

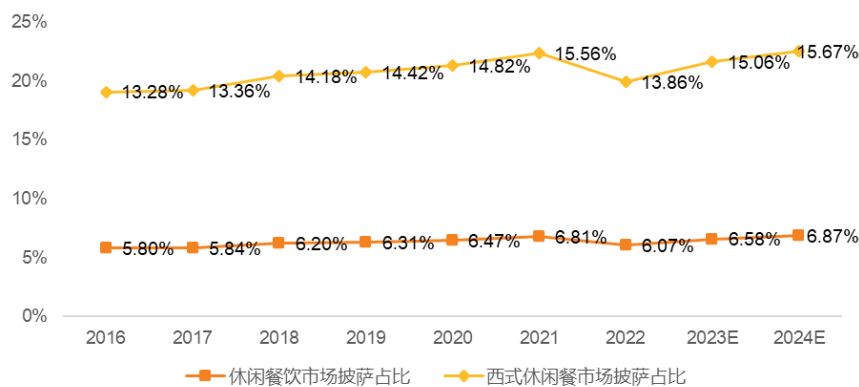
根据弗若斯特沙利文的预测数据，2022/2027E 中国披萨市场规模约 375/771 亿，预计 2022-2027 年 CAGR 将达到 15.5%，行业增速较快。2016-2022/2022-2027 年，中国披萨市场收入复合年增长率分别为 8.6%/15.5%，对比 22-24 年赛道增速情况，披萨/休闲餐/西式快餐/中式快餐年复合增长率分别约为 19.2%/12.1%/11.8%/11.8%。披萨赛道相较其他业态行业增速更快，具有较大发展潜力。随着中国城市化水平不断提高，中国消费者可支配收入增加、对西餐接受程度不断提高，推动了中国披萨市场的渗透率提升。此外，随着“Z 世代”逐渐成为市场消费主力，披萨产品休闲体验与消费便捷属性也与其消费生活习惯相契合，进一步助推披萨市场发展扩张。

图 22：2016 年至 2027 年（预计）中国披萨市场的市场规模（十亿元）



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

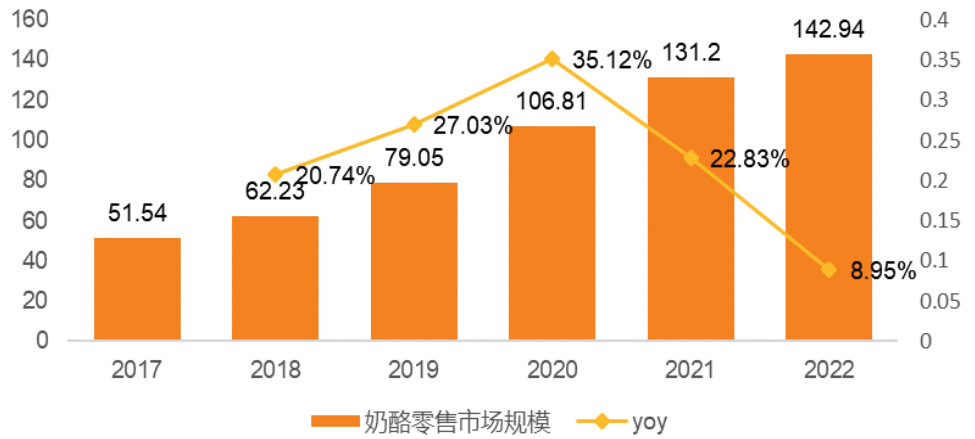
图 23：披萨市场规模占比提升



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

我们认为西式餐饮领域中，披萨在国内早期发展速度及规模体量不及炸鸡汉堡，主要因早期偏甜的口味受众更窄以及客单价相对更贵，伴随口味受众度尤其在 Z 世代群体获得喜爱度的提升，渗透率有望不断提升。1) 口味来看，炸鸡汉堡属于油炸品类，和中国人口味契合度更高，民众更容易接受并喜爱，油炸物高糖油高热量的特性使人易成瘾，复购率高；披萨以奶酪为原料基础、口感偏甜，早期在国内饮食习惯中接受度略低，但目前披萨主要原料奶酪在国内受众群体大幅扩张。据妙可蓝多公司公告，2017-2022 年中国奶酪零售市场规模 CAGR23%至 142.9 亿元，规模高速扩张。2) 客单价来看，炸鸡汉堡客单价相较于披萨更便宜，更容易下沉。而披萨早期作为偏高端的舶来品，更多作为节庆、生日等偶尔消费的“大餐”，但目前随着消费者教育的完成和普及、品牌门店的丰富，消费场景已由高端餐厅走向街边、外卖，基于此，披萨的消费层次逐渐由高端走向大众，收获了更多消费者的认可。

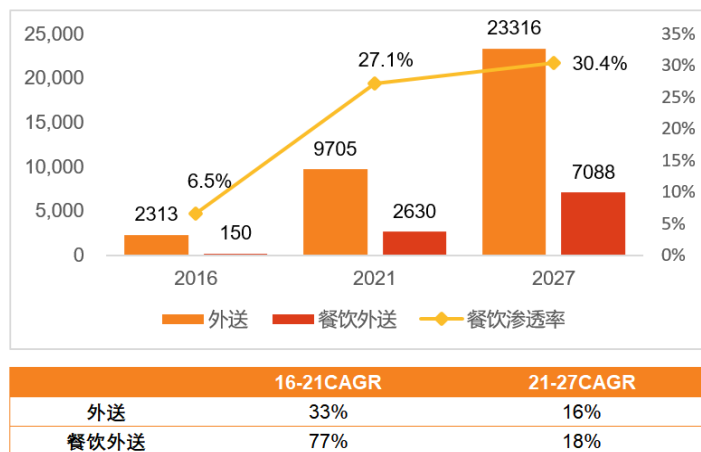
图 24：中国奶酪零售市场规模（亿元）



资料来源: Euromonitor, 妙可蓝多公司公告, 天风证券研究所

其次，外卖市场的快速发展同样助推了披萨赛道的成长。得益于疫情加速消费习惯养成、互联网普及率提升及生活节奏推动便利性需求，中国外送市场增长迅速，2016-2021/2021-2027 年规模复合年增长率分别为 33%/16%。餐饮行业外送渗透率也从 2016 年的 6.5% 上升至 2021 年的 27.1%、预计 2027 年可达 30.4%，对应 2016-2021/2021-2027 年规模复合年增长率分别为 77%/18%。而披萨品类天然适合外卖，有望受益于外送市场的崛起：1) 制作标准化，出餐快速稳定；2) 形状二维不易变形、固体形态不易洒漏，配送方便；3) 加热方便。

图 25: 中国外送市场规模 (亿元)



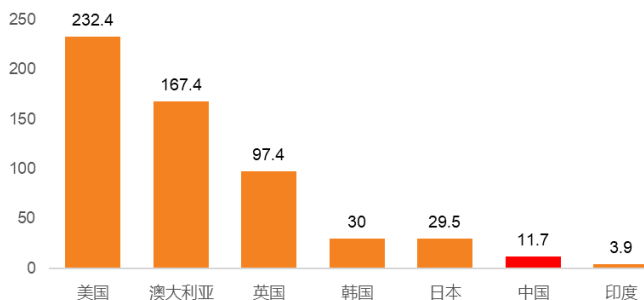
资料来源: 弗若斯特沙利文, 天风证券研究所

渗透率数据来看，目前国内披萨门店人口覆盖度仅不到日韩一半水平，提升空间大。相较其他国家或地区，中国披萨市场渗透率较低，2022 年每百万人口披萨门店数量仅为 11.7 家，远低于欧美国家水平，较饮食习惯相近的日韩两国也较大差距。聚焦中国披萨市场内部，一线/新一线/二线及以下城市每百万人口披萨门店数量分别为 25/15/7 家，发达地区渗透率较高，低线城市发展空间较大，未来随着城镇化的不断推进，西餐文化的不断推广，披萨在下沉市场的渗透与拓展具有较大潜力。

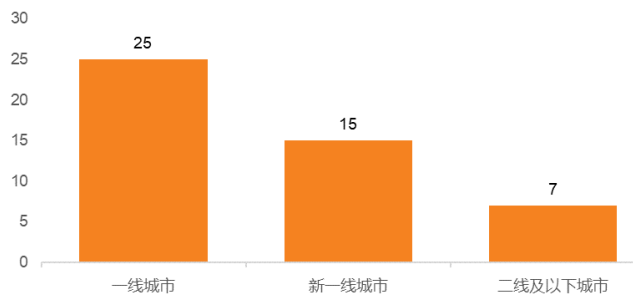
图 26: 2022 年每百万人口披萨门店数量 (家)

图 27: 2022 年中国分城市每百万人口披萨门店数量 (家)





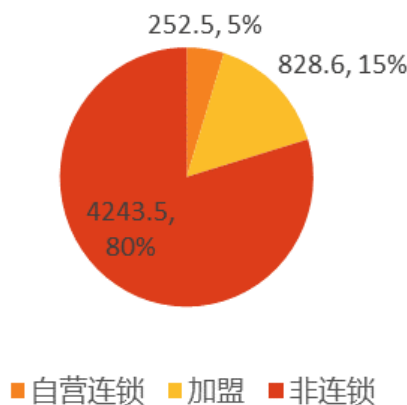
资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

中国披萨市场以连锁餐厅为主导，2022/2027E 连锁餐厅占整个中国披萨市场的 90.1%/93.1%。与之相比，2022 年中国餐饮市场整体连锁餐厅比例仅为 20.3%，可见中国披萨市场连锁化率明显高于行业大盘，这与披萨产品本身门店加工工序简单、可复制性强、标准化程度高等特点密切相关。同时披萨行业头部企业集中，预计其完善的供应链体系和管理制度进一步为其连锁化扩张赋能。

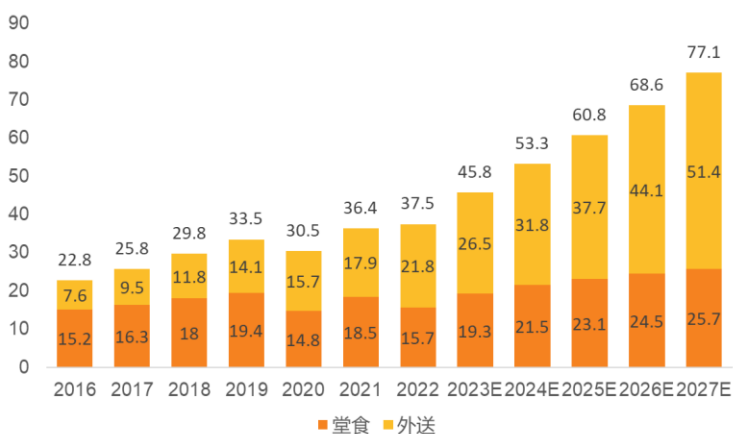
图 28：2022 年中国餐饮业按经营模式细分规模（十亿元）（为预计值）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务看：外卖占比高，2022/2027E 外卖收入规模占中国披萨市场的 58.1%/66.7%。2022/2027E 中国披萨外送市场收入规模分别约 218/514 亿元，占市场规模比分别为 58.1%/66.7%，复合年增长率分别为 19.2%(2016 年-2022 年)/18.7%(2022 年-2027 年)。披萨市场外送的快速增长主要得益于披萨产品易加热、外送对其口感影响较小等特点。同时披萨行业头部企业集中，其中大多自有配送平台和配送时长承诺，整体外送速度较快，进一步促进披萨外送市场规模增加。

图 29：2016 年至 2027 年（预计）中国披萨市场按外送及堂食划分的市场规模（十亿元）



资料来源:公司公告,弗若斯特沙利文,天风证券研究所

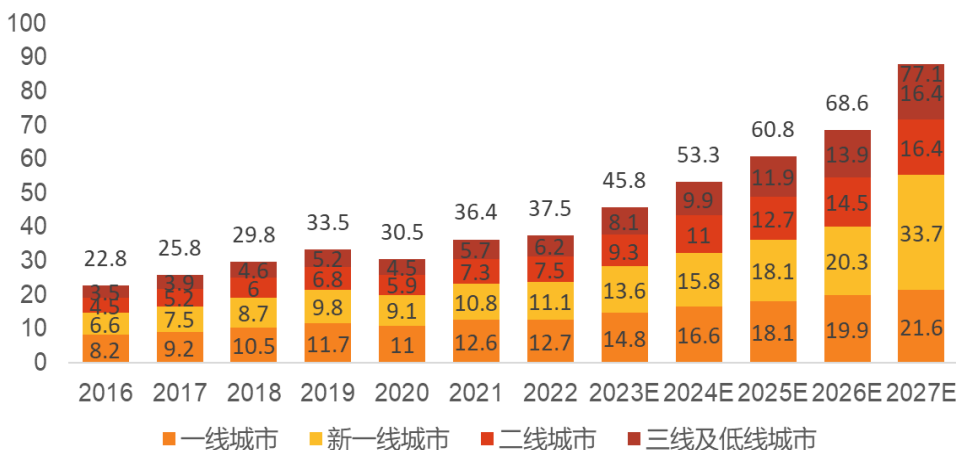
表 7: 2016年至2027年(预计)中国披萨市场按外送及堂食划分的市场规模年复合增长率

	2016-2019	2016-2022	2022-2027E
堂食	8.5%	0.5%	10.4%
外送	22.9%	19.2%	18.7%
总计	13.7%	8.6%	15.5%

资料来源:公司公告,弗若斯特沙利文,天风证券研究所

分地区看:中国披萨市场主要集中在一线及新一线城市,2022年占比分别为33.9%/29.6%;二线及以下城市预计未来五年行业增速达19.1%,具有较大发展潜力。2022年,一线和新一线城市披萨市场规模分别达127/111亿元,合计收益占市场的63.5%。未来,中国披萨市场预计仍将集中在一线和新一线城市,预计于2027年将占中国披萨市场总量的57.5%。此外,2022-2027年,二线、三线及低线城市预计更具市场潜力,复合年增长率分别为16.9%/21.3%,高于一线和新一线城市。由于国内高线城市国际化程度较高,对西餐的接受度也更高,所以其披萨市场占比较大。未来随着城镇化的不断推进,低线城市披萨市场具有较大发展潜力。

图 30: 2016年至2027年(预计)中国披萨市场按城市等级划分的市场规模(十亿元)



资料来源:公司公告,弗若斯特沙利文,天风证券研究所

表 8: 2016年至2027年(预计)中国披萨市场按城市等级划分的市场规模年复合增长率

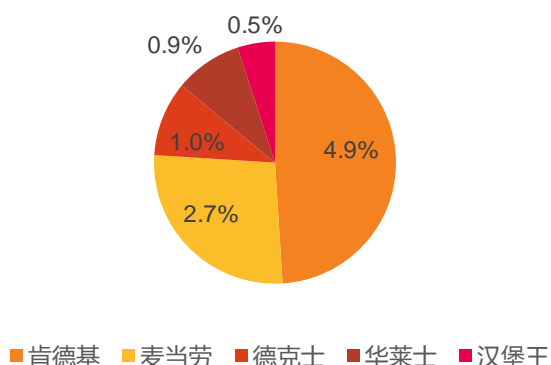
	2016-2019	2016-2022	2022-2027E
一线城市	12.6%	7.6%	11.2%
新一线城市	14.1%	9.1%	15.4%
二线城市	14.8%	8.9%	16.9%
三线及低线城市	14.8%	10.0%	21.3%
总计	13.7%	8.6%	15.5%

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

### 2.3. 竞争格局：国内披萨行业集中度高，头部企业聚焦高线城市

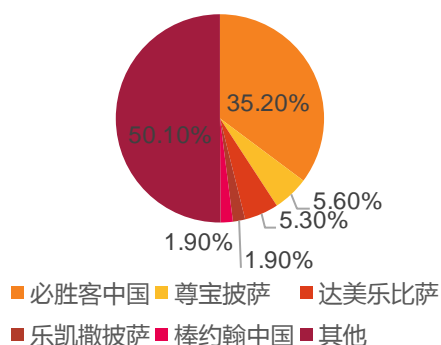
**国内披萨赛道市场集中度高，头部品牌聚焦一线城市。**2022 年中国披萨市场 CR5 达到 49.9%，远超餐饮行业整体水平，市场高度集中。2022 年，一线城市占中国披萨市场的 33.9%。按收益计算，必胜客 2022 年在一线城市总收益达 29 亿/占一线城市 22.8%的市场份额；达美乐披萨是一线城市的第二大披萨公司，总收益达 16 亿/占一线城市 12.6%的市场份额，仅次于必胜客；其他例如尊宝披萨、乐凯撒披萨、棒约翰中国也分别占据了一线城市 8.7%/5.5%/3.1%的市场份额。

图 31：2019 年中国快餐前五大品牌市场份额



资料来源：达势股份招股书、百胜中国招股书，天风证券研究所

图 32：2022 年中国萨前五大品牌市场份额



资料来源：达势股份招股书、百胜中国招股书，天风证券研究所

**外资品牌占主导，各品牌着力打造差异化优势。**在披萨赛道上，必胜客作为较早进入中国市场的强势品牌；在品牌力的影响下覆盖地区数量和门店数量都遥遥领先于其他品牌；尊宝披萨则以低至 30-40 元区间内的客单价主打性价比路线，覆盖省份均匀分布；乐凯撒披萨以创新产品进入消费者视野，又以良好的消费者口碑和独特竞争优势逐步打开了市场；棒约翰中国作为三大外来品牌之一，有自身的原料选择、产品研发的优势；达美乐专注外送业务，22 年超过 72%的收益来自外送订单，远高于约 49%的行业平均。

表 9：2022 年中国披萨前五大品牌对比

	必胜客中国	尊宝披萨	达美乐披萨	乐凯撒披萨	棒约翰中国
成立/进入中国时间	1958/1990 年	1998 年	1960/1997 年	2010 年	1984/2003 年
品牌性质	外资	本土	外资	本土	外资
品牌卖点	家庭化的欢乐餐厅	性价比高	外送 30 分钟必达	榴莲披萨创造者	追求外送高满意度
特色产品	超级至尊披萨	安格斯黑金牛肉披萨	照烧风味牛肉土地披萨	金枕榴莲披萨	黄金脆芝底超级棒约翰
22 年收益（十亿元）	13.2	2.1	2	0.7	0.7
市场份额	35.20%	5.60%	5.30%	1.90%	1.90%
22 年外送收益（十亿元）	5.7	1.5	1.5	0.5	0.5
市场份额	26.1%	6.9%	6.9%	2.3%	2.3%
外送收益占比	43.2%	71.4%	75.0%	71.4%	71.4%
22 年一线城市总收益（十亿元）	2.9	1.1	1.6	0.7	0.4
市场份额	22.8%	8.7%	12.6%	5.5%	3.1%
一线城市外送收益（十亿元）	1.3	0.9	1.2	0.5	0.3

市场份额	15.7%	10.8%	14.5%	6%	3.6%
客单价 (元)	74.77	33.57	58.72	63.75	63.4
口碑评分	82.46	81.16	84.8	90.38	80.32
门店数量	3101	2608	719	194	294
覆盖省份	34	31	11	5	17
门店分布	二线城市以上为主 (45.73%)	二线城市以上为主 (49.31%)	一线城市为主 (64.95%)	一线城市为主 (84.54%)	一线城市为主 (52.38%)

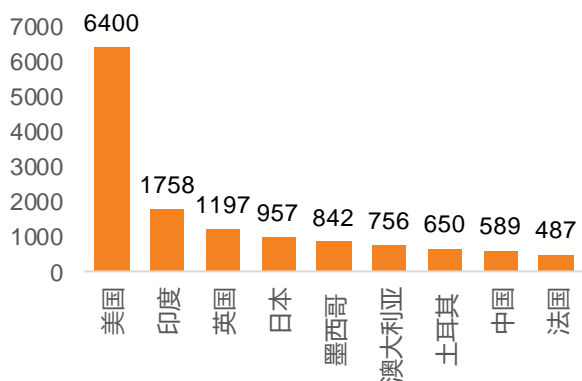
资料来源：达势股份招股书，窄门餐眼，钛媒体，尊宝官网，中国连锁经营协会，天风证券研究所（口碑评分、门店数量、覆盖省份、门店分布数据更新时间截止 23 年 9 月 5 日）

### 3. 竞争优势：披萨外送专家，供应链为持续拓展蓄力

#### 3.1. 品牌力：深耕一线城市外卖市场、物超所值战略构筑强大品牌优势

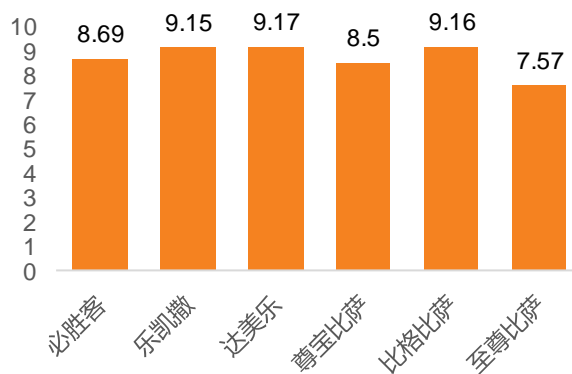
**全球最大披萨公司独家特许经营，品牌生命周期成熟可复制。**达美乐全球授予人 Domino's Pizza, Inc. 为全球最大的披萨公司（按 2022 年的全球零售销售额计算），截止 2023 年 1 月 1 日，于全球 90 多个市场拥有超过 19,800 家门店。公司商业模式的成熟被其他市场的成功不断证明，并在中国消费者的好评中获得再次认证。根据窄门餐眼基于品牌口碑发布的评分，公司评分 84.38 分超过竞争对手（必胜客/尊宝披萨 82.52/80.04 分）。2020 年上半年中国披萨大数据调研中，达美乐以 9.17 的高分位列披萨品牌口味第一名（必胜客/尊宝披萨 8.69/8.50 分），并以 9.07 的分数在披萨品牌满意度中位列第二（必胜客/尊宝披萨 8.66/8.55 分）。

图 33：截止 2023 年 1 月，达美乐在各国门店数



资料来源：达美乐官网，天风证券研究所

图 34：中国披萨品牌口味好评对比分析



资料来源：NCBD 餐宝典（截至 2020 年 6 月 4 日），2020 年中国披萨差评大数据分析与研究报告，天风证券研究所

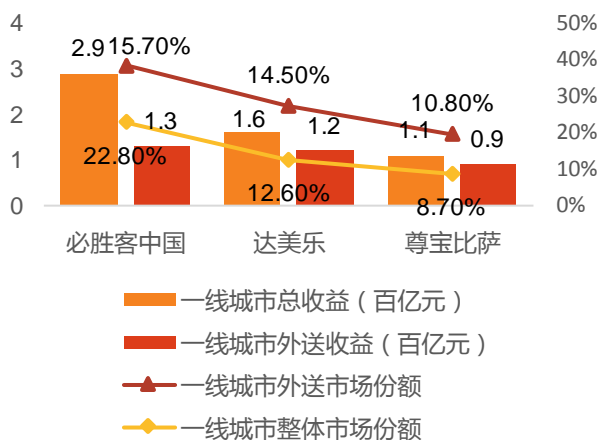
**我们认为，公司品牌达美乐较强的品牌力得益于其优质好吃的产品、深耕一线城市卡位外送需求的强品牌认知、低价策略在消费者的口碑：**

**产品好吃有嚼劲，不断本土化推新。**达美乐产品广受消费者青睐，归功于其优质食材及专门的准备过程，公司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，使披萨口感更好，尤其是相较使用冷冻面团的竞争对手而言。公司持续开发菜单并进行本土化，自 2018 年起，已推出超过 120 种新菜式（例如金沙咸蛋黄嫩鸡披萨等），自此获得客户高度好评。

**深耕一线城市，卡位外送赛道，是唯一承诺 30 分钟必达、超时送免费披萨券的品牌，是有补偿措施的硬性规定，有效保障消费者认知。**公司深耕一线城市，20-22 年维持高扩店速度，门店数量 221/267/312 家，截止 2024 年 7 月 13 日，公司在北京上海门店数仅次于必胜客，共 362 家（必胜客/尊宝披萨/比格披萨/棒约翰为 407/76/81/143 家）。按收益计算，于 2022 年公司为一线城市的第二大披萨公司，一线市场总收益 16 亿元，市场份额 12.6%，一线市场外送收益 12 亿元，市场份额 14.5%，与外送市场第一大参与者必胜

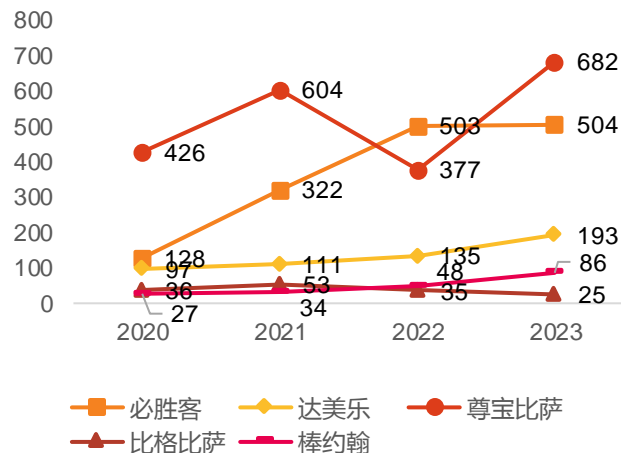
客中国仅相差 1.2%。得益于披萨品类契合非堂食场景（饼类可即走即食到店场景不占优），且公司提出“30 分钟必达，超时送免费披萨券”的承诺，平均订单完成时间约为 23 分钟。

图 35：2022 年一线城市披萨行业竞争格局



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 36：2020-2023 年 8 月披萨头部品牌开店节奏



资料来源：窄门餐眼，天风证券研究所

综合性价比高，坚持物超所值定价政策，提供广泛价格区间选择。公司菜单所提供的披萨价格低于较多竞争者，据窄门餐眼，达美乐人均单价（57.86 元）低于必胜客（69.88 元）、比格披萨（72.35 元）、棒约翰（60.28 元）。“周二周三披萨七折”活动后，多达 5 款 9 寸披萨包括经典风味“经典意式肉酱披萨”、招牌新品“摩洛哥风情浓溢鸡腿肉披萨”只需要 27.3 元。而必胜客最便宜的单品意式肉酱披萨和爆香大粒鸡披萨也需要 39 元。除了提供可接近具有竞争力的低价披萨，达美乐还为追求更优质披萨的顾客提供改变饼底和配料做升级，菜单的多元化让达美乐能够向不同收入水平的广泛顾客提供服务。

表 10：披萨行业前五参与者基础款披萨所处价格带对比

	达美乐	必胜客	尊宝披萨	比格披萨	棒约翰
低于 30 元区间	2	1	3	0	0
30-50 元区间	11	6	26	1	6
50 元以上	19	14	3	12	24

资料来源：达美乐小程序，必胜客小程序，尊宝披萨小程序，比格披萨小程序，棒！约翰小程序、天风证券研究所（注：为不完全统计，仅供参考）

图 37：“周二周三披萨 7 折”活动后两大价格带代表产品

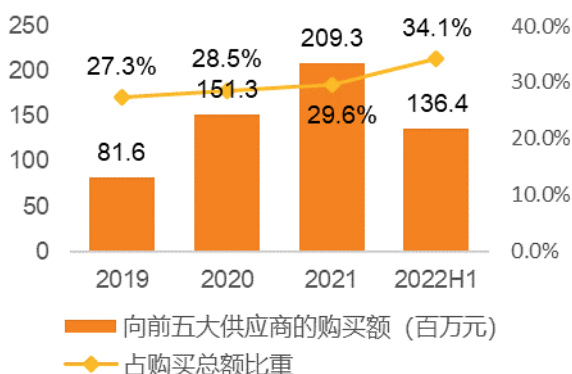


资料来源：达美乐披萨公众号，天风证券研究所

### 3.2. 持续运营力：智能化系统赋能“30分钟必达”供应链，人才储备培养科学系统

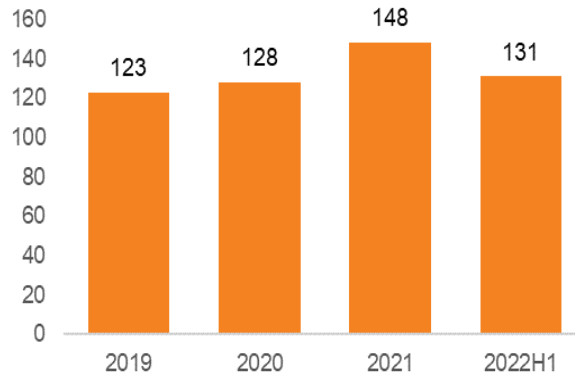
**上游采购——标准化选择审查供应商，确保采购品质+成本效益。**公司实施集中采购政策，目前绝大多数产品的采购于国内完成，同时进口奶酪、土豆制品和披萨酱，公司使用标准化的系统选择供应商，并与供应商展开磋商获得更加有利的价格和采购条款。尽管中国食品原料价格有所上升，公司仍能有效控制成本，原材料及耗材成本占收益比重较平稳。

图 38：达势向前五大供应商的购买额及占比



资料来源：达势股份招股说明书，天风证券研究所

图 39：达势合格供应商数量



资料来源：达势股份招股说明书，天风证券研究所

表 11：达美乐合作优质供应商及所购产品/服务

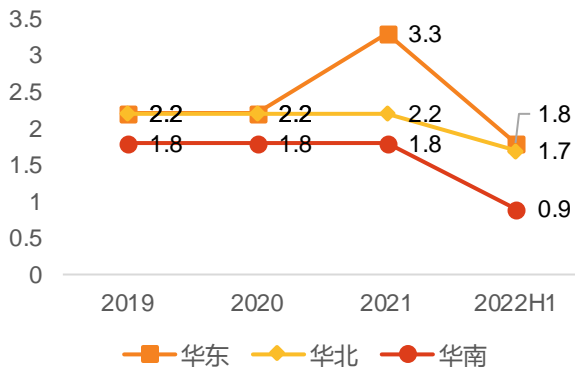
供应商	所购产品/服务
圣农	禽蛋，冻品
酒总易快得	设备设施
麦西恩	冻品、点心面食
上海紫丹食品包装印刷	包装耗材
裕农	蔬果净菜
宝立客滋	复合调味料

资料来源：窄门餐眼，澎湃新闻，天风证券研究所

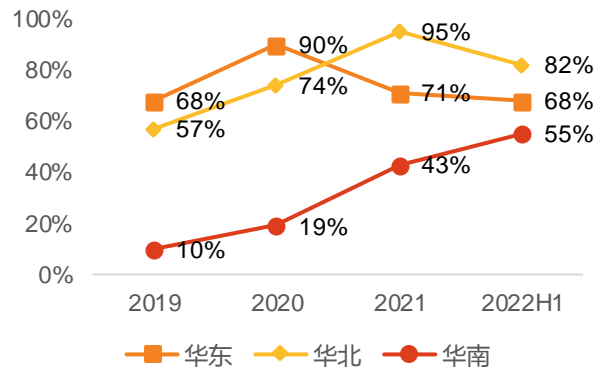
**中游加工——三大中央厨房产能+利用率不断提升，保障标准化扩张、降低门店人工依赖，24/25 年计划新建武汉/成都投运。**公司在河北三河、上海、广东东莞设立三大中央厨房，分别为华北、华东、华南地区的门店提供披萨面团制作、食品加工、分配、储存的服务，保证所有门店披萨面团质量始终如一，并且降低了门店端的人力成本，在中央厨房的支持下，门店端简化备餐程序，减少人员需求。每家门店通常配有一名门店经理、一至两名店内全职员工、十名兼职员工。2022H1 华北/华东/华南厨房的产能为 1.7/1.8/0.9 百万公斤，利用率为 82%/68%/55%。后续随着中央厨房规模扩大、设备增加，以及门店网络的增长，产能与利用率水平有望进一步提升。

图 40：中央厨房产能 (百万公斤)

图 41：中央厨房利用率



资料来源：达势股份招股说明书，天风证券研究所



资料来源：达势股份招股说明书，天风证券研究所

**物流——科技赋能仓储物流管理，保障流程透明、高效。**公司与大型本地及跨区域第三方物流提供商合作，将商品从供应商转移到中央厨房及门店，三个中央厨房各自有两到三家物流提供商提供服务。公司与上海科箭三度合作，打造一体化供应链管理平台：WMS 云实现仓库全条码化管理并与 ERP 系统对接；OMS 云进行从订单接收到费用结算的全生命周期管理；AMS 云帮助仓库安排月台及劳动力资源，高效调度车队和供应商；TMS 云实现多方协同的运输流程监管；TOS 云赋予运输车辆路径优化、订单匹配、智能物流配送等能力。

图 42：OMS 云功能示意图



资料来源：科箭软件微信公众号，德利得供应链服务公众号，天风证券研究所

图 43：WMS 云整合 TMS 云示意图



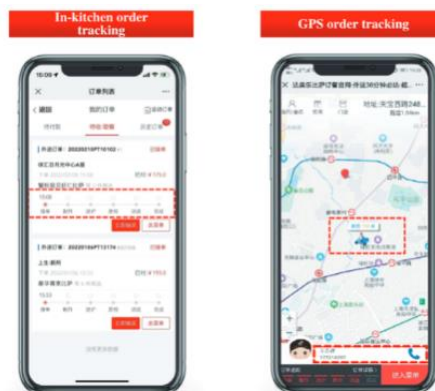
资料来源：科箭软件微信公众号，河南科德智能公众号，物流技术与应用公众号，欧贝智远公众号，云时空公众号，天风证券研究所

**下游备餐及配送——智能订单调度系统+专职骑手队伍保证外送 30 分钟必达。**根据弗若斯特沙利文报告，达美乐是中国唯一一家在所有销售渠道提供 30 分钟必达承诺的披萨公司，在过往记录期间，达美乐约 90%的外送订单完成送达承诺，平均订单完成时间约为 23 分钟。

图 44：“外送 30 分钟必达”宣传海报



图 45：达美乐订单实时追踪示意图



资料来源：达美乐官方微博，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

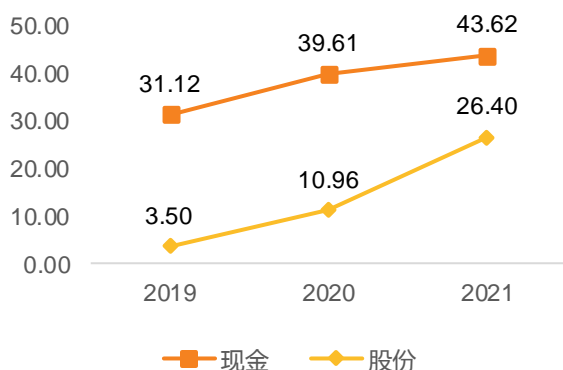
我们认为，披萨具有适合加密的外卖模型。外卖加密有更好的配送体验（同心圆式门店扩张）和央厨支持（三河上海东莞三个辐射周边 350 公里）、因此加密会稀释同店的问题被弱化（这与堂食餐饮品牌有明显差别），体现在疫后 23 年同店销售仍有 9% 的正增长。因此我们判断在目标市场，一旦披萨市场认知和渗透率提升，达美乐的模型就容易随着加密进入开店加速、同店增长和盈利提升的正循环，即使到一定密度后加密对同店小有影响但对提升区域整体顾客覆盖度及体验也是正向作用。

市场担心，国内美团饿了么等成熟外送平台的存在会使餐饮品牌之间的外送效率拉平，但我们认为，其自有骑手配送时效更具稳定性（雨天及高峰期时效性也能得到较好保障），随门店密度提升配送效率有望进一步提升，且整体自有骑手并没有带来额外的成本劣势。

达势配送的高效率及稳定性来自：1）专职驻守骑手，仅配送门店订单可加强控制、无需协调其他商家订单，自有骑手为优化配送路线形成基础数，2）智能订单调度系统实现智能配备骑手、匹配骑手与订单、路线优化（提前优化+配送数据更新）；3）可利用达美乐全球系统的配送技术，具协同效应，如其他特许经营商已在探索使用无人机、机器人及无人驾驶送餐车等，达美乐被誉为恰巧做披萨业务的科技公司（2012 年在英国率先尝试无人机送餐、2016 年研制出第一代自动披萨送餐车）。成本方面，门店人员结构灵活，店员在高峰时期可担任骑手，骑手也可兼任店内其他角色，且本身门店偏小，灵活用工占比也更高，整体员工成本率较同业并无额外负担，23 年达势门店人工成本率 26.9%、低于必胜客。

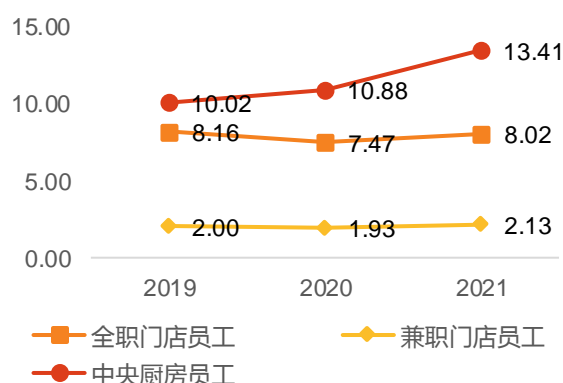
人才管理——专业化培训，快速晋升，派发股权激励和业绩奖励。公司为新员工提供为期 8 周的入职培训，也为在职员工提供持续培训，截至 2022 年底平均每位员工的受训时数为 32.85 小时。公司鼓励员工内部晋升，餐厅员工最快可通过 18 个月的培训和考核成为餐厅经理，向上还有区域经理等更高职位，员工积极性得到较大激励。公司为员工提供业内标准工资，并为雇员及董事派发股权激励，2020/2021/2022 年分别确认 33.2/90.8/39.7 百万元；门店管理团队奖金与门店业绩挂钩，骑手奖金与订单量及高峰期或恶劣天气工作的情况相关。

图 46：公司层级员工平均薪酬水平（万元）



资料来源：达势股份招股说明书，天风证券研究所

图 47：门店及中央厨房层级员工平均薪酬水平（万元）



资料来源：达势股份招股说明书，天风证券研究所

### 3.3. 管理组织力：本土化管理层加速业务扩张，数字化社区提高用户忠诚度。

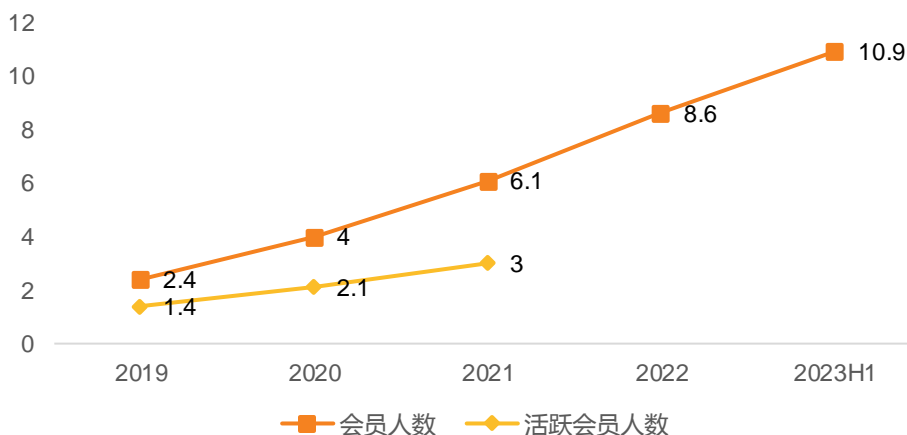
本土化高级管理层，管理框架完整，中后台体系赋能。2017 年王怡担任首席执行官（具有麦肯锡加麦当劳经验），随后首席绩效官徐歆奕、首席运营官钟军等人也先后加入，



组成了年富力强的新管理团队，CEO17 年到任后管理改善和发展提速、17Q3 至今连续 27 个季度同店销售增长为正。公司在门店层级的管理结构自下而上分别为见习经理、助理经理、餐厅副理、餐厅经理，层级清晰、便于管理；在公司层级有高级管理人员、区域经理及其他职能团队，包括门店开发、IT、市场营销、产品设计、财务、法律等中后台体系，为达美乐业务拓展与创新提供支持。

**建立达美乐会员社区，扩大线上线下占有量。**达美乐通过会员计划提高客户忠诚度，19-22 年间会员人数以 CAGR53%的速度增长，至 2023 年 6 月共有会员 1.09 千万人；活跃会员计划会员人数相应增加，至 2022 年 6 月共有 320 万活跃会员。公司使用定制的客户数据中台（CDP）分析消费者趋势及喜好，并转化为促销活动及折扣，产生更多销售额。

图 48：达美乐会员及活跃会员人数（百万人）



资料来源：达势股份招股说明书，天风证券研究所

## 4. 成长看点：单店模型盈利能力持续优化，处开店黄金期

### 4.1. 单店模型：持续优化，利润率仍有提升空间

**单店模型优异，整体经营利润率略超必胜客，新市场门店表现不断优化。**公司整体门店经营利润率持续提升、截至 23 年达 13.8%、较必胜客略高。其中新增长市场增长迅速，成都首店 3 月开店后最高日营业额高达 16 万，以及西安、长沙、厦门及合肥的四家新店首 30 天的销售额均超过人民币 500 万元，2023 年稳居全球前四位，预期部分地区门店平均回收期少于 1 年，远低于此前新增长市场平均水平（38 个月）。

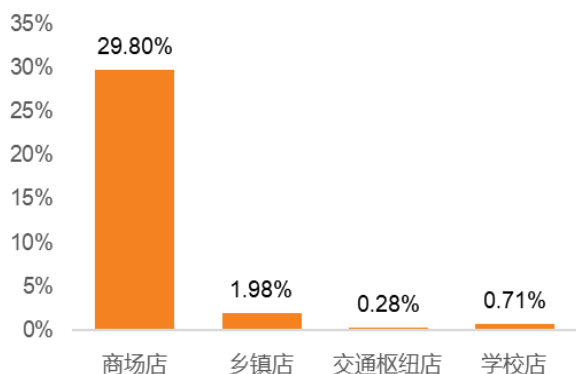
**1) 收入端：**公司业务模式以外卖为主，单店面积小（达美乐 125m<sup>2</sup> v.s. 必胜客 240 m<sup>2</sup>）、单店投入少（达美乐 150 万元 v.s. 必胜客 130-200 万元），且客单价约为必胜客的 78%，单店收入水平低于必胜客，但以必胜客约 52%的面积实现了 85%的单店营收，单店坪效 3.67 万元/m<sup>2</sup>、高于必胜客 2.25 万元/m<sup>2</sup>。

**2) 成本端：对比必胜客来看，1) 原材料成本率较必胜客低 3.9pct，**或因现有扩张集中在三大中央厨房服务半径以内且优先加密已开展业务的城市群、央厨密度高、配送成本较低，且达美乐 SKU 数目较少；**2) 员工方面，**公司灵活配备门店员工以抵消自有配送的额外成本，包括根据预期需求滚动排班、雇佣大量兼职（每一轮班约 2 名全职管理人员及/1 名全职/10 名兼职员工）、提供培训使非管理人员兼任员工与骑手职能，员工成本率较必胜客低 2.4pct；**3) 租金方面，**虽门店面积小且对点位要求小，商场店分布比例 29.8%（必胜客 55.6%），但品牌势能及议价能力略弱，租金成本率较必胜客高 0.1pct；**4) 折旧摊销率、水电成本率基本与必胜客持平；5) 加速扩张及新市场拓展阶段所需宣传成本较高，广告及推广成本率较必胜客高 1.4pct；6) 门店经营及维护开支率主要为 3%的特许权费及其他门店经营维护开支；其他开支率主要为达美乐的一次性门店特许经营费摊销，较无此项开支的必胜客高 1.8pct。**

我们认为门店各项成本费用率仍存优化空间，因公司仍处品牌势能上升阶段，有能力与

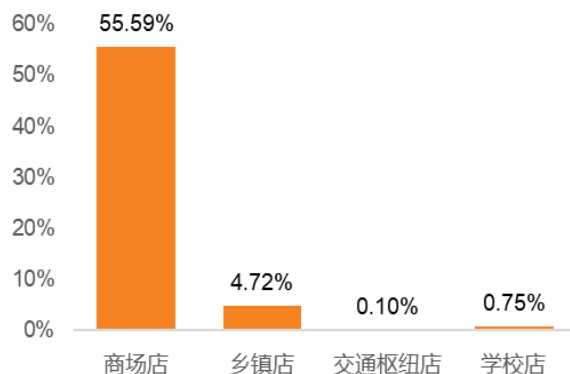
供应商、物业谈判更优惠的条款；门店、总部端的人工成本及折旧摊销等固定费用随规模经济及精细化管理运营效率提升，有望逐步摊薄。

图 49：达美乐选址分布



资料来源：窄门餐眼，天风证券研究所（截至 2023 年 9 月 2 日）

图 50：必胜客选址分布



资料来源：窄门餐眼，天风证券研究所（截至 2023 年 9 月 2 日）

表 12：单店模型对比（基于 23 年数据测算）

	达美乐	达美乐-新增长市场	达美乐-成熟市场	必胜客	肯德基
初始投资（万元）	150	150	150	130-200	130-200
投资回收期（月）	<36	<36	24-36	24-36	24
营业面积（m <sup>2</sup> ）	125	125	125	240	180
员工人数	20-30	20-30	20-30	20-40	20-40
平均营业时间	365	365	365	365	365
平均日订单量	145	147	143	132	359
单笔订单金额（元）	87	84	90	112	51
平均日销售额（元）	12,580	12,285	12,881	14,767	18,348
年收入（万元）	459	448	470	539	670
坪效（万元/m <sup>2</sup> ）	3.67	3.59	3.76	2.25	3.72
原材料成本	126	123	129	144	207
原材料成本率	27.4%	27.4%	27.4%	31.3%	31.0%
员工成本（万元）	124	124	124	135	170
员工成本率	26.9%	27.5%	26.3%	29.3%	25.3%
租金成本（万元）	45	44	46	45	60
租金成本率	9.8%	9.8%	9.8%	9.7%	9.0%
折旧摊销（万元）	23	27	20	23	33
折旧摊销率	5.1%	6.0%	4.2%	5.1%	5.0%
水电成本（万元）	17	19	16	17	23
水电成本率	3.8%	4.3%	3.3%	3.6%	3.4%
广告及推广开支（万元）	24	31	17	17	23
广告及推广成本率	5.2%	6.9%	3.6%	3.8%	3.5%
门店经营及维护开支（万元）	28	33	24	25	34
门店经营及维护成本率	6.2%	7.3%	5.1%	5.4%	5.1%
其他开支（万元）	8	8	8	0	0
其他开支率	1.8%	1.8%	1.8%	0.0%	0.0%
经营利润率	13.8%	9.0%	18.5%	11.8%	17.7%

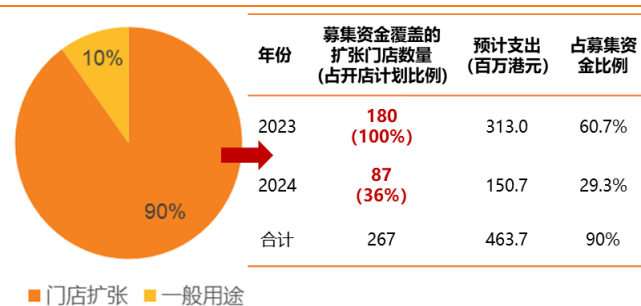
资料来源：各公司公告，天风证券研究所测算（注：基于 23A 数据测算；假设美元汇率为 7.2；其他开支主要为门店特许经营使用费的无形资产摊销）

## 4.2. 开店空间：90%募集资金用以拓店，预计未来开店仍有翻倍以上空间

90%上市募集资金用于门店扩张，可支持 267 家新门店投入。公司持续落实开店扩张策略，

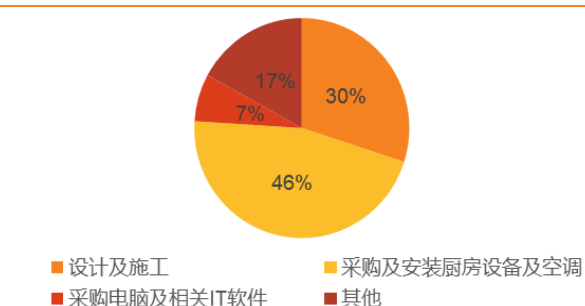
深化现有市场渗透的同时加速进入新市场，计划于 23/24 年主要在邻近三个现有中央厨房及将开设新中央厨房的二线及以上城市开设 180/240 家门店，保证供应链效率的同时进一步加强品牌知名度。预计单店平均投资成本 150 万元，涉及新店设计施工、厨房设备和空调、电脑和相关 IT 软件等，公司拟使用 90% 的上市募集资金支持 23/24 年的拓店计划，分别可覆盖 180/87 家门店，后备资金充足。

图 51：上市资金用途



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 52：公司门店扩张资本支出用途



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**测算二线及以上城市开店天花板超 2300 家、较 23 年门店数仍有超 2 倍增长空间：**

1) 截至 2023 年 9 月 2 日，北京/上海地区达美乐门店分别为 163/174 家，以 2022 年常住城镇人口计，北京/上海地区每百万人口披萨门店数量为 8.5/7.9 家。考虑公司仍有加密空间，参考在广州、深圳具相对区域优势的尊宝披萨的一线城市密度约 9.5 店/百万人，可得一线城市门店天花板为 713 家。

2) 公司预期 2022-2023 年合计开设 300 家门店的 46%/39%/14% 分别位于一线/新一线/二线城市，加速布局新一线及二线城市的空白市场。考虑到不同级别城市存在消费水平差距，参考肯德基、必胜客及尊宝披萨各线城市的门店密度进行测算。肯德基已进入中国 30 余年，消费者教育及低线城市认知度更强，因此达美乐在越低线城市的理论密度较肯德基的差距越大；尊宝披萨以加盟形式较早进入下沉市场，三线及以下门店比例 34.4%，新一线、二线城市达美乐的理论密度应更高。参考必胜客 & 尊宝披萨当前在高线的密度孰高、预期达美乐未来在二线及以上可达到类似密度，即假设达美乐一线/新一线/二线城市的门店密度为每百万人口披萨门店数量 9.5/5.7/4.1 家，对应一线/新一线/二线门店天花板数为 713/922/679 家。公司二线及以上城市开店空间合计 2314 家。

3) 公司当前意向拓展范围为二线及以上城市，据弗若斯特沙利文，未来三线及以下低线城市的披萨市场增长潜力更大，长期而言公司或有可能向低线城市扩张，进一步打破门店天花板。

表 13：开店空间测算

	门店数 (家)	人口数 (万)	每百万人口门店数量 (家)	较一线城市门店密度比例
<b>肯德基</b>				
一线城市	1598	7507	21.3	
新一线城市	2349	16180	14.5	68%
二线城市	2134	16564	12.9	61%
<b>必胜客</b>				
一线城市	501	7507	6.7	
新一线城市	917	16180	5.7	85%
二线城市	675	16564	4.1	61%
<b>尊宝披萨</b>				
一线城市	713	7507	9.5	
新一线城市	573	16180	3.5	37%
二线城市	426	16564	2.6	27%
<b>达美乐 (预计)</b>				
一线城市	713	7507	9.5	
新一线城市	922	16180	5.7	60%
二线城市	679	16564	4.1	43%

合计 2314

资料来源：各公司公告，Wind，窄门餐眼等，天风证券研究所（注：成熟市场门店数为截至 2023.9.2 数据；肯德基、尊宝披萨为截至 2023.9.10 数据；人口数为各地区 2022 年常住城镇人口，部分城市的人口由可得的最初城镇化率及 2022 年常住人口数相乘/可得的最初常住城镇人口数得到）

## 5. 盈利预测与投资建议

**预测假设：收入端，1) 开店方面**，假设 24-26 年成熟市场、新增长市场、公司整体分别净开直营店 30/30/30、210/260/320、240/290/350 家，**2) 单店表现方面**，假设 24-26 年成熟市场平均单店日销售额保持稳定，对应平均单店营收 475/475/475 万元、每年增长 2%/0%/0%；假设 24-26 年新增长市场平均单店日销售额为 1.23/1.23/1.24 万元，对应平均单店营收 430/430/434 万元。**业绩端**，预计得益于收入端扩张带来的运营杠杆下降，以及总部费用摊薄效应的逐步显现，净利率有望逐步提升，假设 24-26 年经调净利率分别 1.2%/2.2%/3.9%。

表 14：达势股份盈利预测表

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
——成熟市场							
收入（百万元）	869	1,147	1,279	1,545	1,739	1,882	2,024
yoy		32.0%	11.5%	20.8%	12.6%	8.2%	7.6%
期末门店数量	221	267	312	351	381	411	441
净开店		46	45	39	30	30	30
加权单店营收（万）	433	470	442	466	475	475	475
yoy		8.5%	-6.0%	5.5%	2.0%	0.0%	0.0%
每家门店平均日销售额（万）	1.21	1.28	1.36	1.29	1.32	1.32	1.32
平均营业天数	358	368	325	362	360	360	360
——新增长市场							
收入（百万元）	235	464	742	1,506	2,244	3,255	4,547
yoy		97.4%	59.9%	103.0%	49.0%	45.0%	39.7%
期末门店数量	142	201	276	417	627	887	1,207
净开店		59	75	141	210	260	320
加权单店营收（万）	204	271	311	435	430	430	434
yoy		32.4%	15.0%	39.7%	-1.1%	0.0%	1.0%
每家门店平均日销售额（万）	0.60	0.76	0.90	1.23	1.23	1.23	1.24
平均营业天数	340	355	345	354	350	350	350
——公司整体							
收入（百万元）	1,104	1,611	2,021	3,051	3,984	5,137	6,571
yoy		45.9%	25.4%	51.0%	30.6%	28.9%	27.9%
经营利润率	3.4%	8.9%	10.1%	13.8%	13.3%	14.3%	15.5%
归母净利润	-274	-471	-223	-27	-7	80	247
yoy		71.9%	-52.7%	88.1%	-72.4%	-1190.6%	208.4%
归母净利率	-24.8%	-29.2%	-11.0%	-0.9%	-0.2%	1.6%	3.8%
经调净利润	-200	-143	-114	9	48	113	257
yoy		-28.3%	-20.6%	107.7%	449.8%	133.2%	128.6%
经调净利率	-18.1%	-8.9%	-5.6%	0.3%	1.2%	2.2%	3.9%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**盈利预测与投资建议：**我们认为，作为披萨赛道龙头，公司具备较强成长性，有望在中国市场实现不断扩张，看好后续的门店拓展及降本提效&总部费用摊薄下的盈利能力改善，预计 24/25/26 年实现收入 39.8/51.4/65.7 亿元、同比+30.6%/+28.9%/+27.9%，实现经调整

净利润 0.5/1.1/2.6 亿元、同比+449.8%/+133.2%/+128.6%，参考同业 PSG 水平给予 24 年目标 PSG0.07X，对应目标市值 87.4 亿人民币、对应目标价为 72 港币，考虑公司处于开店提速&同店正增长的开店成长黄金期，且利润率有逐步改善预期，首次覆盖给予“增持”评级，建议关注。

表 15：可比公司估值对比

公司 名称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS				营收 CAGR	PSG
		2024/8/4	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E		
海底捞	612.0	414.5	467.8	508.6	552.2	1.5	1.3	1.2	1.1	10.0%	0.13
九毛九	34.7	59.9	75.0	90.1	104.4	0.6	0.5	0.4	0.3	20.4%	0.02
百胜中 国	819.9	777.5	848.6	930.8	1014.3	1.1	1.0	0.9	0.8	9.3%	0.10
同庆楼	48.1	49.0	55.6	62.9	70.3	1.0	0.9	0.8	0.7	12.8%	0.07
平均						1.0	0.9	0.8	0.7	13.1%	0.08

资料来源：wind，天风证券研究所

## 6. 风险提示

**新店爬坡进程不及预期：**宏观经济波动或影响居民消费信心及能力，可能阻碍公司新店经营爬坡进程。

**食品安全风险：**食品安全问题会引发消费者对品牌的负面认知，且餐企将受到监管机构的处罚，对公司积累的口碑和竞争优势是沉重打击。

**原材料价格上涨的风险：**餐饮及食品生产行业依赖于稳定供货商，需要向上游采购大量农畜水产，原材料价格波动将挤压企业利润。

**行业竞争加剧的风险：**随着餐饮品牌迭代加速，行业竞争愈发激烈，餐企需警惕由此引发的市场份额争夺、利润率压缩及品牌忠诚度下降等风险。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10% - 10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5% - 5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com