

【广发批零社服&海外】达势股份 (01405.HK)

品牌势能上升期，成长路径清晰

核心观点:

- **披萨外送专家，拓店与同店共振。**公司是达美乐披萨在中国大陆、中国香港和中国澳门的独家总特许经营商，截至 2024 年 11 月 15 日已在 33 个城市开设 1000 家门店，加速开店的同时，同店销售已实现连续 29 个季度的增长（截至 24Q3），在餐饮大环境承压背景下是少数能实现逆势增长的品牌。新城新店成绩斐然，屡创达美乐全球纪录，西安、长沙、厦门和合肥首店开业前 30 天总销售额均超 500 万元。
- **外送打造差异化，品牌势能强劲。**达美乐是中国唯一在所有销售渠道承诺 30 分钟必达的披萨品牌，配送效率高，超时补偿丰厚。产品上，公司通过完善的供应链建设稳定出品，提供丰富的高质价比产品，菜单具有较强创新活力。品牌方面，达美乐是全球披萨行业龙头，已在多个海外市场被验证成功，背靠强劲的品牌力有望实现快速发展。
- **盈利能力改善路径清晰，展店空间仍大。**公司单店 UE 持续优化，规模扩张带来各项成本费用的摊薄及盈利能力的非线性改善。未来两年拓店目标为每年 300-350 家，目标明确，我们测算达美乐到 2030 年中国大陆门店空间在 3000 家左右，是当前门店数的近 3 倍。
- **盈利预测与投资建议：**预计 24-26 年公司收入分别为 42.9、53.0、63.8 亿元，归母净利润分别为 0.31、0.57、0.95 亿元。达美乐具有较强的品牌势能，且在中国市场仍处于上升期，快速拓店的同时仍能保持同店增长，对标同行潜在展店空间较大，未来盈利能力改善路径清晰。参考可比公司，给予公司 2025 年 2.0 倍 PS 估值，对应合理价值为 87.69 港元/股，给予“买入”评级。（采用即期汇率 1 港币=0.93 人民币）
- **风险提示：**宏观经济波动，门店扩张及管理优化不及预期，市场竞争加剧，食品安全风险。

盈利预测：（除非特别注明，本文货币为人民币）

单位:人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,021	3,051	4,293	5,298	6,379
增长率 (%)	25.4%	51.0%	40.7%	23.4%	20.4%
EBITDA	227	401	603	717	859
归母净利润	-223	-27	31	57	95
增长率 (%)	-	-	-	84.2%	64.6%
EPS (元/股)	-	-0.20	0.24	0.44	0.72
市盈率 (P/E)	-	-	306.9	166.5	101.2
ROE (%)	-29.6%	-1.3%	1.4%	2.6%	4.0%
EV/EBITDA	-	17.6	15.3	12.9	10.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

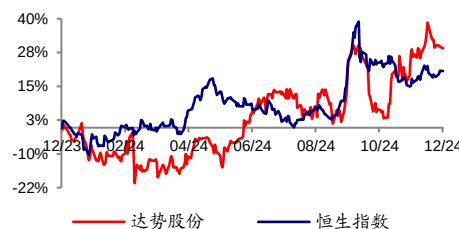
买入

当前价格	79.25 港元
合理价值	87.69 港元
报告日期	2024-12-27

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	130.50/130.50
总市值/流通市值 (百万港元)	10341.9/10341.9
一年内最高/最低 (港元)	85.00/48.85
30 日日均成交量/成交额 (百万)	0.29/23.53
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	3.66/21.92

相对市场表现



分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

SFC CE No. AOB364



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

分析师:

方心诣



SAC 执证号: S0260524050001



fangxinyi@gf.com.cn

请注意，方心诣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人:

罗艺

shluoyi@gf.com.cn

目录索引

一、披萨行业：成长期赛道，龙头差异化竞争.....	5
（一）规模持续扩张，有望加速渗透.....	5
（二）龙头差异化竞争，达美乐快速成长.....	7
二、达势股份：披萨外送专家，拓店与同店共振.....	9
（一）达美乐中国主特许经营商，步入加速发展阶段.....	9
（二）管理团队经验丰富，股权激励充分.....	9
（三）拓店速度加快，同店连续增长.....	11
三、竞争优势：外送打造差异化，品牌势能强劲.....	15
（一）高效配送，30 分钟必达.....	15
（二）标准化供应链，多元化菜单.....	16
（三）强品牌势能，持续积淀会员.....	18
四、未来看点：盈利能力改善路径清晰，展店空间仍大.....	21
（一）门店 OPM 及总部费用均有改善空间.....	21
（二）拓店目标明确，潜在开店空间较大.....	22
五、盈利预测和投资建议.....	24
（一）业务拆分及收入预测.....	24
（二）估值分析与投资建议.....	26
六、风险提示.....	28

图表索引

图 1: 中国披萨行业市场规模	5
图 2: 中国披萨连锁化率明显高于其他餐饮赛道	6
图 3: 2022 年每百万人口披萨门店数量 (家)	6
图 4: 美国是全球最大披萨市场	6
图 5: 中国奶酪零售市场规模快速提升	6
图 6: 中国披萨市场竞争格局 (收入口径, 2022 年)	7
图 7: 中国披萨市场竞争格局 (门店数口径, 2022 年)	7
图 8: 主要披萨品牌门店数对比 (截至 2024/12/2)	7
图 9: 达势股份发展历程	9
图 10: 达势股份股权结构 (截至 24 年 12 月 23 日)	10
图 11: 公司分地区门店及增速 (家)	11
图 12: 公司进驻城市数量	12
图 13: 公司加速开店的同时保持较低闭店率	12
图 14: 24H1 主要餐饮品牌同店销售增速	12
图 15: 公司及必胜客同店销售增速	13
图 16: 公司单店日均销售额 (元)	13
图 17: 公司单店日均订单量 (笔)	13
图 18: 公司每笔订单平均销售额 (元)	13
图 19: 公司外送占收入比例	14
图 20: 公司外送及非外送客单价对比 (元)	14
图 21: 公司部分新城新店首月销售表现优异	14
图 22: 消费者可线上追踪订单状态	15
图 23: 公司外包及自有骑手配送订单量占比	16
图 24: 公司门店面积普遍较小	16
图 25: 公司合格供应商数量 (个)	16
图 26: 公司前五大供应商采购金额占比	16
图 27: 公司中央厨房分布及产能情况 (单位: 百万公斤)	17
图 28: 消费者可选择多款饼底、任意增减配料	17
图 29: 达美乐菜单研发过程	18
图 30: 达美乐持续推出创新披萨和饼底	18
图 31: 主要披萨品牌全球门店数对比 (截至 24Q3)	18
图 32: 主要披萨品牌全球销售额对比 (24Q1-3)	18
图 33: 公司会员数快速提升	19
图 34: 公司会员销售占比持续提升	19
图 35: 公司各渠道收入占比	19
图 36: 公司常规性促销活动	20
图 37: 公司与知名 IP 开展限时联名活动	20
图 38: 公司总部费用率持续优化	22
图 39: 公司总部员工薪酬及折旧摊销率持续优化	22

图 40: 公司 2024-2026 年拓店目标明确.....	22
图 41: 24 年主要披萨品牌月度开店数.....	22
图 42: 公司收入保持快速增长.....	24
图 43: 24H1 公司归母净利润实现盈利.....	24
图 44: 达势股份上市至今股价及 PS (TTM)	27
表 1: 中国披萨市场龙头品牌对比.....	8
表 2: 达势股份高管团队简介.....	10
表 3: 达势股份股权激励计划梳理.....	11
表 4: 达美乐与外送平台超时补偿对比.....	15
表 5: 达美乐各系列 SKU 及价格 (元)	17
表 6: 达美乐/必胜客/肯德基单店模型对比.....	21
表 7: 各品牌各线城市渗透率及达美乐开店空间测算.....	23
表 8: 达势股份收入拆分及预测.....	25
表 9: 达势股份主要成本费用拆分.....	26
表 10: 可比公司盈利预测及估值.....	27

一、披萨行业：成长期赛道，龙头差异化竞争

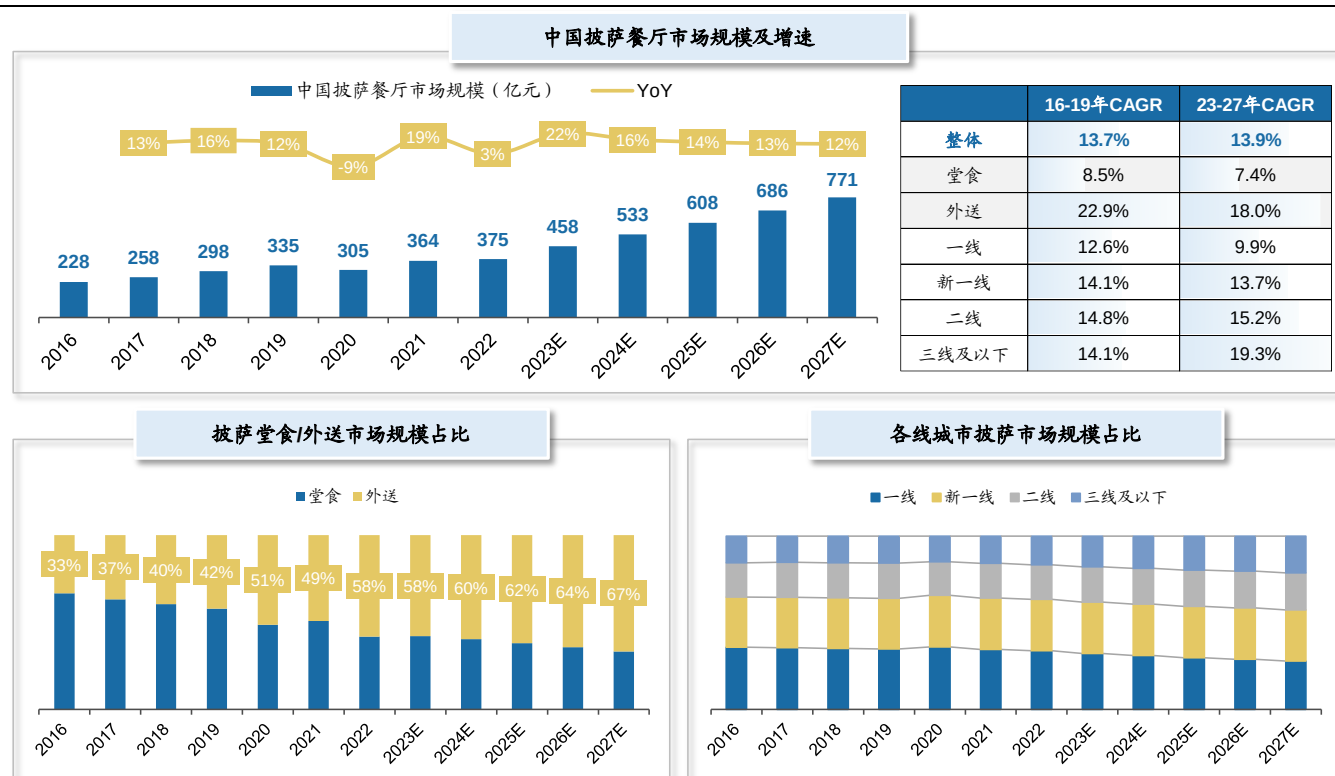
（一）规模持续扩张，有望加速渗透

披萨于1990年随必胜客进入中国，经历了二十余年的消费者教育、品牌发展，逐步成长为百亿级餐饮赛道。据弗若斯特沙利文（引自达势股份招股书），2023-2027年中国披萨餐厅市场规模预计由458亿元增至771亿元，CAGR为13.9%，与疫情前16-19年CAGR（13.7%）基本持平，仍维持较强的增长势能。

细分堂食和外卖，外卖化是美国披萨文化的重要组成部分，披萨产品属性也天然适合外卖，随着国内移动互联网兴起与外卖平台发展，披萨外送市场以更快的速度发展，据弗若斯特沙利文（引自达势股份招股书），2016-2019年披萨外送市场规模CAGR达22.9%，预计2023-2027年外送占比将由58%提升至67%，市场规模CAGR为18.0%，快于堂食的7.4%。

分城市看，低线城市增长潜力更大，弗若斯特沙利文预计2023-2027年三线及以下城市披萨市场规模CAGR为19.3%，快于一线/新一线/二线市场的9.9%/13.7%/15.2%，我们预计主要受整体消费水平提升、更多平价披萨出现、行业龙头加速渗透下沉市场影响。

图1：中国披萨行业市场规模



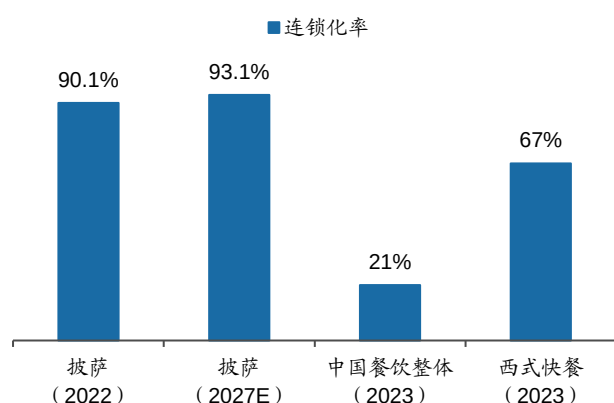
数据来源：弗若斯特沙利文（引自达势股份招股书），广发证券发展研究中心

披萨制作高度标准化，连锁化率领先。披萨主要由面饼、酱料、馅料和芝士等组成，原料相对简单，易于批量采购和集中加工；制作流程包括和面、醒发、面饼擀制、馅料添加、调味酱涂抹、烤制等，已形成较为成熟的SOP，标准化程度高。

因此，披萨行业连锁化率明显高于其他餐饮赛道，据弗若斯特沙利文（引自达势股份招股书），2022年披萨行业连锁化率为90.1%，并预计2027年有望提升至93.1%，而对比来看，23年中国餐饮整体连锁化率为21%（红餐网数据）、中国西式快餐连锁化率为67%（辰智公众号数据）。

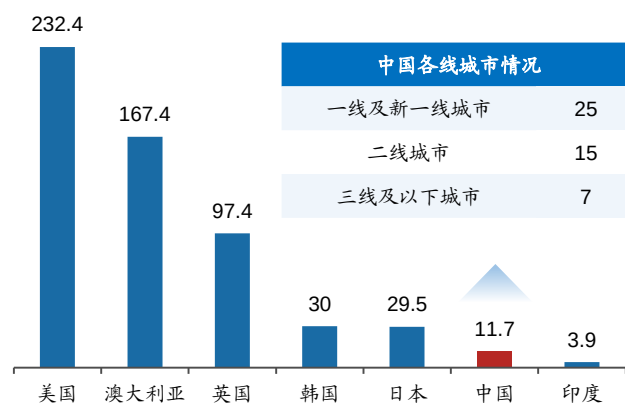
对标成熟市场，中国披萨赛道仍有较大成长空间。从门店密度来看，据弗若斯特沙利文（援引自达势股份招股书），2022年中国每百万人口披萨门店数为11.7家，而韩国/美国均为30家左右，约为中国的3倍，最成熟的美国市场为232.4家，为中国的近30倍。**从市场规模来看**，据达美乐2023年投资者日材料，2023年全球披萨市场规模为940亿美元，其中美国为410亿美元，而中国约65亿美元（按达势招股书数据换算）。我们认为受口感/味道、价格偏高等因素影响，披萨在中国市场的发展较炸鸡汉堡等赛道相对缓慢，随着中国消费者对奶酪的接受程度变高、消费水平提升、平价披萨也逐步增加，叠加外卖市场持续发展，披萨赛道规模有望持续提升。

图2：中国披萨连锁化率明显高于其他餐饮赛道



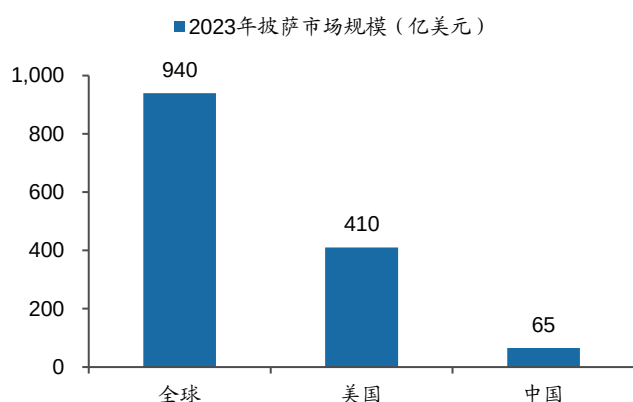
数据来源：弗若斯特沙利文（引自达势股份招股书），辰智公众号，红餐网，广发证券发展研究中心

图3：2022年每百万人口披萨门店数量（家）



数据来源：弗若斯特沙利文（引自达势股份招股书），广发证券发展研究中心

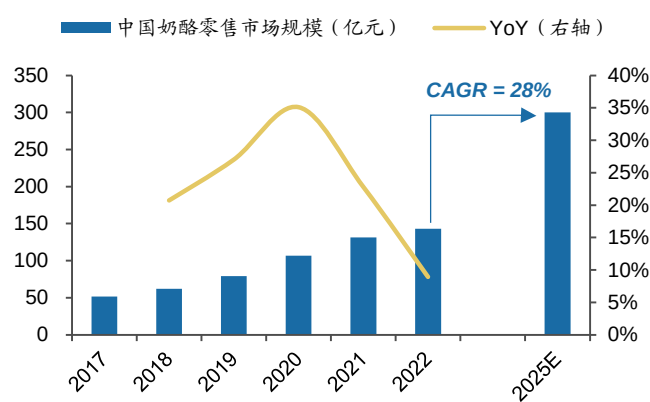
图4：美国是全球最大披萨市场



数据来源：达美乐 2023 年投资者日材料，弗若斯特沙利文（引自达势股份招股书），广发证券发展研究中心

备注：中国市场规模按 1 美元= 7.05 人民币汇率换算

图5：中国奶酪零售市场规模快速提升

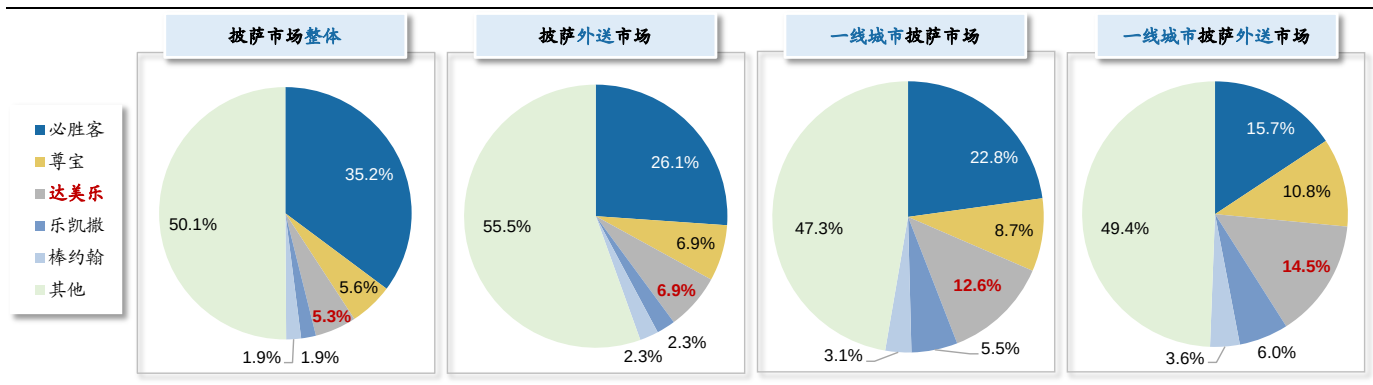


数据来源：妙可蓝多财报，广发证券发展研究中心

(二) 龙头差异化竞争，达美乐快速成长

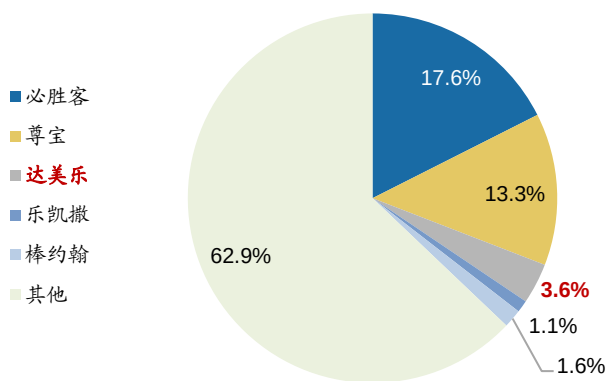
中国披萨市场主要品牌包括必胜客、尊宝、达美乐等。据弗若斯特沙利文（援引自达势股份招股书），（1）收入口径，2022年披萨市场整体CR5为49.9%，其中必胜客市占率35.2%，份额领先，尊宝、达美乐市占率分别为5.6%、5.3%；细分市场来看，披萨外送市场CR5为44.5%，其中必胜客/达美乐市占率分别为26.1%/6.9%；一线城市披萨市场CR5为52.7%，其中必胜客/达美乐市占率分别为22.8%/12.6%，可见达美乐优势更多体现在外送渠道、一线城市。（2）门店口径，2022年中国披萨市场CR5为37.1%，集中度低于收入口径，预计主因头部品牌客单价相对更高，其中必胜客/尊宝/达美乐市占率分别为17.6%/13.3%/3.6%。

图6：中国披萨市场竞争格局（收入口径，2022年）



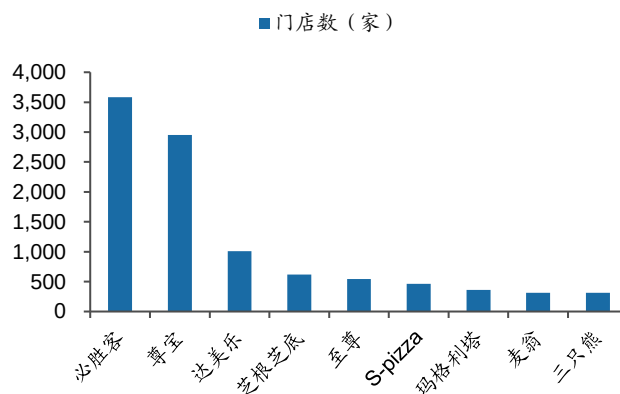
数据来源：弗若斯特沙利文（援引自达势股份招股书），广发证券发展研究中心

图7：中国披萨市场竞争格局（门店数口径，2022年）



数据来源：Wind，弗若斯特沙利文（援引自达势股份招股书），广发证券发展研究中心

图8：主要披萨品牌门店数对比（截至 2024/12/2）



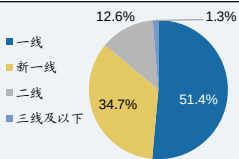
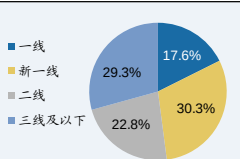
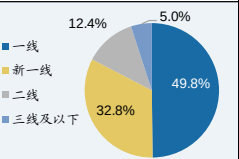
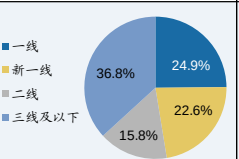
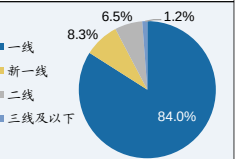
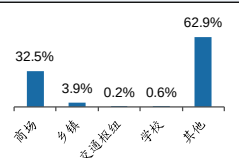
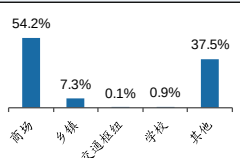
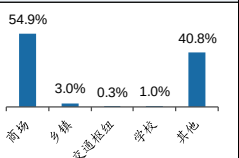
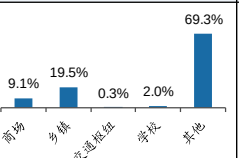
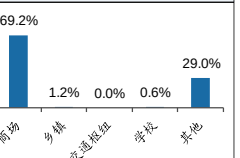
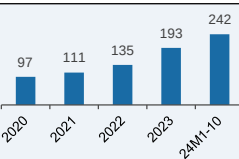
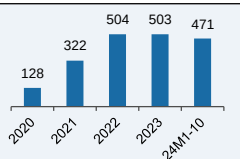
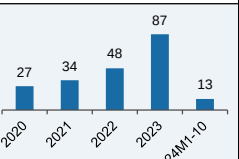
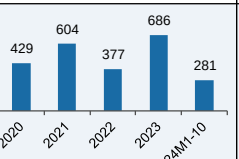
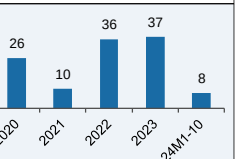
数据来源：窄门餐眼，广发证券发展研究中心

备注：为保持口径可比，均为窄门餐眼数据，或与公司披露口径有差异，统计时间为 2024/12/2

主要龙头形成差异化竞争。据弗若斯特沙利文（援引自达势股份招股书）及窄门餐眼，（1）**必胜客**：最早进入中国，其优势品类除了披萨外还有牛排等，通过家庭场景抢先占领消费者心智，门店数领先且各线城市分布相对均衡，以直营店为主（占比约95%），近年来拓店节奏稳健，增加更多入门价披萨、覆盖低客单价市场；（2）**尊宝**：成立于1998年，客单价相对较低（30元左右），通过加盟模式快速扩张（加盟店占比40%+），低线城市门店占比相对较高，三线及以下城市门店占比约37%；

(3) 达美乐：虽然1997年便已进入中国，但特许经营权曾几经易主，17年后才步入快速发展阶段，达美乐专注披萨品类、菜单丰富，早期聚焦北京上海，目前门店仍主要分布在一线及新一线城市，外送基因也使得达美乐在外送市场具备更大优势，达美乐近年来持续进驻更多城市、被更多消费者认知，品牌势能处于上升通道。

表1：中国披萨市场龙头品牌对比

品牌	达美乐	必胜客	棒约翰	尊宝	乐凯撒
Logo及门店					
成立时间	1960年成立，1997年进入中国	1958年成立，1990年进入中国	1984年成立，2003年进入中国	1998年	2009年
国家	美国	美国	美国	中国	中国
门店数	1000家（截至11月15日）	3583家	299家	2949家	169家
门店模式	全直营	直营为主 (截至24Q3直营店占比95%)	直营+加盟	直营+加盟 (截至23年6月直营店占比56%)	直营为主，24年1月推出特许经营模式
覆盖城市数	33个（截至24Q3）	326个	36个	259个	11个
门店区域分布					
门店各线城市分布					
门店选址分布					
新开店数（家）					
客单价	57.8元	68.1元	60.7元	32.6元	62.0元
22年收入	20亿元	132亿元	7亿元	21亿元	7亿元
外卖占比	75%	43%	71%	71%	71%
一线城市占比	80%	22%	57%	52%	100%
披萨SKU数	32个SKU，可选19种饼底	26个SKU，可选6-7种饼底	26个SKU，可选5种饼底	15个种不带卷边，6种带卷边（可选3-5种卷边）	16个SKU，可选1-4种饼底
招牌披萨	土豆培根、照烧牛肉土豆、果肉榴莲、金沙咸蛋黄嫩鸡、经典意式肉酱等	榴莲、薯角培根、超级至尊、经典夏威夷、豪华大满贯等	芝士牛肉、美式甜口、金枕榴莲果肉、牛肉多多等	苏丹王榴莲、海鲜、安格斯黑牛肉、奥尔良烤鸡、经典意式肉酱等	超奶芝菌菇培根、香芒醉鸡、美式土豆培根、苏丹王榴莲等

数据来源：弗若斯特沙利文（引自达势股份招股书），窄门餐眼，各品牌小程序，广发证券发展研究中心

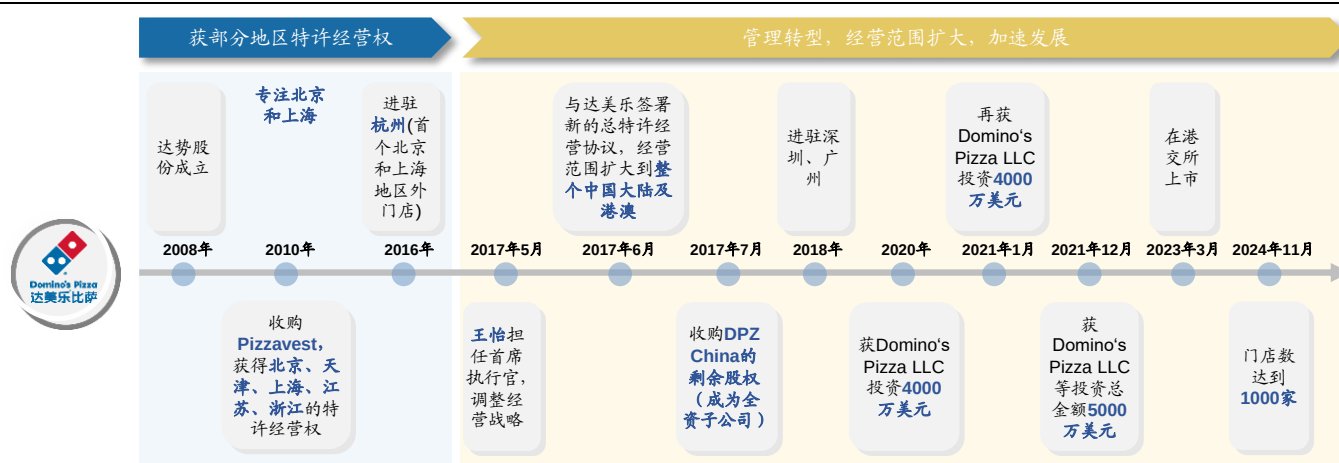
备注：门店、客单价相关数据统计自窄门餐眼，统计时间为 2024/12/2，或与公司披露数据有差异

二、达势股份：披萨外送专家，拓店与同店共振

（一）达美乐中国主特许经营商，步入加速发展阶段

达势股份成立于2008年，是达美乐披萨在中国大陆、中国香港和中国澳门的独家总特许经营商。达美乐披萨于1997年进入中国，在北京开设首店，由于特许经营权分散且几经易主，在中国市场发展相对缓慢。2010年达势股份收购Pizzavest，取得达美乐在北京、天津、上海、浙江和江苏的总特许经营权。完成收购后，公司专注于深耕北京和上海市场、打开知名度，直到2016年才进入第3个城市杭州，开始发展新增长市场。**2017年是公司发展的转折之年**，5月王怡加入公司并担任CEO，王总拥有麦当劳和麦肯锡背景，进入公司后逐步调整经营战略，采用本土化高管；同年6月，公司与达美乐全球签署新的总特许经营协议（初步期限10年，满足若干条件后达势股份可选择续期额外两个10年），经营范围扩大至中国大陆及港澳市场，**成为中国市场独家运营商后，达势股份得以用统一的产品、营销、供应链发展达美乐品牌，也能够形成一定规模效应**。自此，达美乐品牌在中国的发展步入新阶段，门店加速扩张，1997-2016年近二十年时间，达美乐只在中国市场的3个城市开了100家店，而截至2024年11月15日，达美乐已在33个城市开设1000家门店。

图9：达势股份发展历程

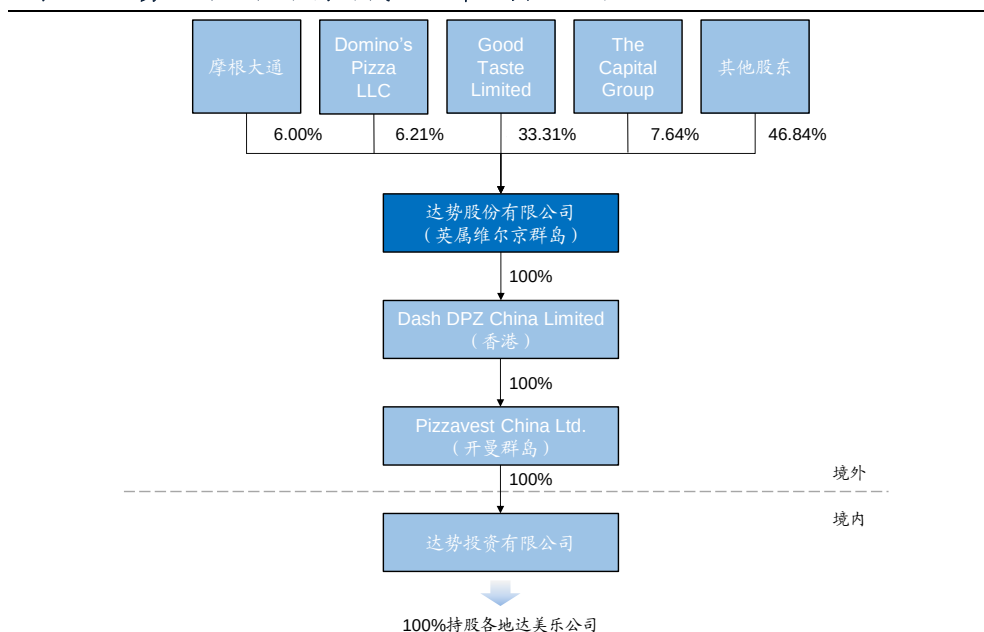


数据来源：公司官网，公司财报，公司招股书，广发证券发展研究中心

（二）管理团队经验丰富，股权激励充分

据公司财报，截至24年12月23日，公司第一大股东Good Taste Limited持股33.31%，其实控人为公司副董事长James Leslie Marshall；达美乐通过全资孙公司Domino's Pizza LLC持有公司6.21%股份，在公司董事会有席位（达美乐总裁Joseph先生任公司非执行董事），公司也是达美乐唯一持股的海外上市特许主经营商，2020-2021年间曾三次获达美乐投资，表明达美乐对中国市场发展较为看好，24年10月公司公告Domino's Pizza LLC售出约7.66%股份，有利于改善公司股票流动性。

图10: 达势股份股权结构（截至24年12月23日）



数据来源：公司招股书，公司财报，Bloomberg，广发证券发展研究中心

团队本土化，从业经验丰富，股权激励打造利益共同体。据公司招股书及财报，公司主要高管普遍有丰富的消费/餐饮、金融/咨询从业背景，其中现任首席执行官王怡（截至24Q2持股1.56%）曾在麦当劳中国任职近8年、在麦肯锡任职约6年，2017年5月加入公司后，提出4D战略，即高质量的门店开发（Development）、高质价比的美味披萨（Delicious Pizza at Value）、高效的外送体验（Delivery）和数字化能力（Digital），同时立足中国市场，采用本土化高管，坚持以外送为中心的模式，持续开发本土化菜单。公司现有四项股权激励计划，以限制性股份/购股权的形式充分绑定管理团队/核心员工及公司利益，激发团队活力，其中每年4月和10月公司会根据2022年第一次股份激励计划授出购股权。

表 2: 达势股份高管团队简介

姓名	职位	角色及责任	年龄	加入公司时间	履历
王怡	首席执行官	整体战略规划及业务方向	46岁	2017-05	复旦大学世界经济学士，范德堡大学经济学硕士。2004-2009年在麦肯锡担任助理和业务经理，专注零售行业及策略运营；2011-2017年在麦当劳中国连续任上海市场总经理、华中地区副总裁兼总经理、特许经营副总裁等。
钟军	首席运营官	监督运营	51岁	2018-09	深圳大学计算机科学学士。2010-2015年任麦当劳中国广州市场总经理，2016-2018年任Urban Revivo首席运营官。
吴婷	首席财务官	监督财务运营及资本管理	47岁	2021-02	上海外国语大学经济学学士，墨尔本大学金融硕士（荣誉）学位。2010-2012年任花旗投行亚洲工业组副总裁，2012-2016年任美银美林全球投行业务董事，2017-2018年任中信里昂证券并购部门董事总经理，2018-2020年任Mogu Inc.首席财务官。
徐歆奕	首席绩效官	监督财务、法务及供应链运营	48岁	2017-11	上海大学经济学学士，中国注册会计师。1998-2000年任上海肯德基财务分析师，2002-2004年任惠而浦财务经理，2004-2007年任Lagardere China财务行政总监，2007-2017年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	品牌营销及产品开发	44岁	2015-06	华东理工大学生化工程学士。2004-2009年任高露洁中国大陆及香港的高级品牌经理，2009-2013年任麦当劳中国营销部高级总监，2014-2015年任雅诗兰黛（上海）商贸有限公司（中国总部）营销品牌管理及客户关系管理总监。

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 3：达势股份股权激励计划梳理

激励计划名称	生效日	期限	激励对象	形式	可授出数目上限及占总股本（万）	截至 24H1 尚未行使数目（万）
2021 年计划	2021/1/1	10 年（除非根据条款提前终止）	11 位董事及雇员	股份	103.52（0.8%）	24.45
2022 年首次公开发售前计划	2022/9/9	10 年（除非根据条款提前终止）	45 位董事、高管及核心员工	购股权	665.84(5.17%)	622.02
2022 年第一次股份激励计划	2022/11/29 采纳	10 年或董事会提前终止	董事及雇员	股份/购股权	1200（9.33%）	968.84
2022 年第二次股份激励计划	2022/11/23 采纳	10 年或董事会提前终止	/	股份/购股权	300(2.30%)	/

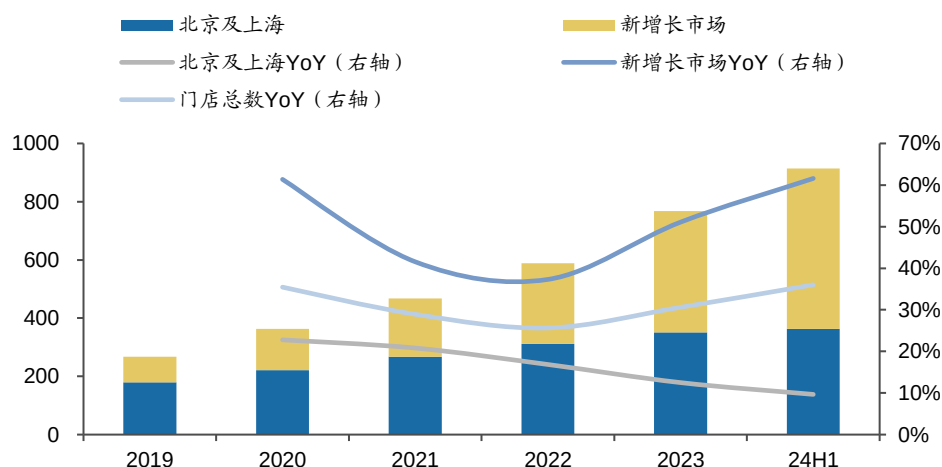
数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

（三）拓店速度加快，同店连续增长

核心市场趋于稳健，发力新增长市场。据公司招股书及财报，公司发展初期专注于北京及上海门店经营及扩张，打造了具有较高经济效益及配送效率的门店网络，17年后随着特许经营权范围扩大，公司逐步进驻更多城市，23年公司新进驻13个城市、进驻城市数达29个，年底新增长市场门店首次超过北京及上海；24H1公司继续进驻4个新城市，截至24H1北京及上海门店363家/YoY+10%，较23年底净增13家，新增长市场门店551家/YoY+62%，较23年底净增134家。据达势股份官网，截至24年11月15日，公司门店数已达成千店里程碑，较年初净增232家，接近此前提出的24年净增240家门店目标，预计年底能顺利达成。

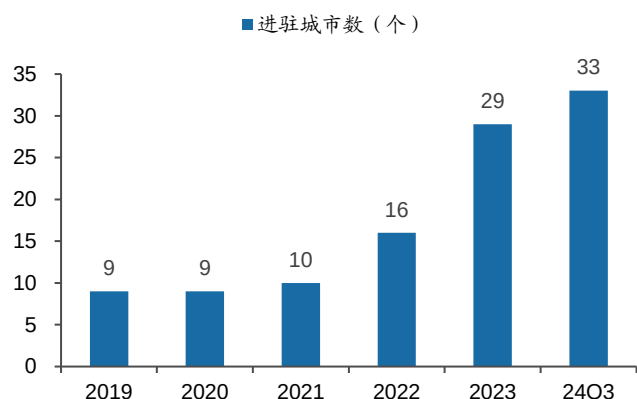
加速开店的同时，也保持较低的闭店率。据公司招股书，2019-2022年公司合计新开419家门店、关闭19家门店，每年闭店率均不超过2%，其中2020-2022年关闭的16家门店中，有14家是因为租约问题未续签，后续均搬迁至服务同一30分钟配送半径的邻近位置，侧面验证公司门店经营质量较高。

图11：公司分地区门店及增速（家）



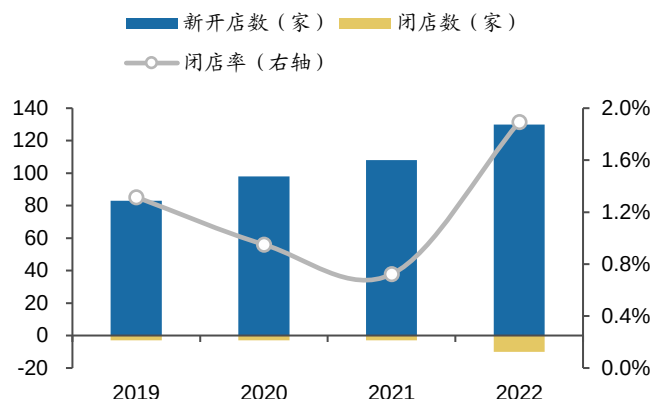
数据来源：公司财报，公司招股书，广发证券发展研究中心

图12: 公司进驻城市数量



数据来源: 公司财报, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图13: 公司加速开店的同时保持较低闭店率

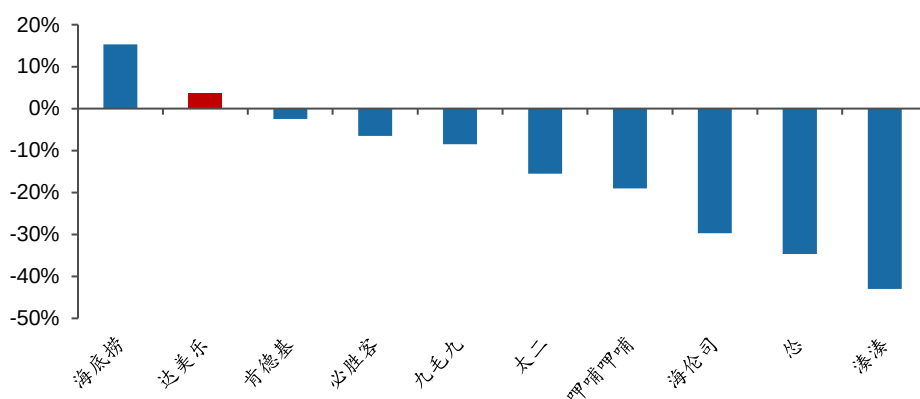


数据来源: 公司财报, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

备注: 闭店率按当期闭店数/期初期末门店平均数计算

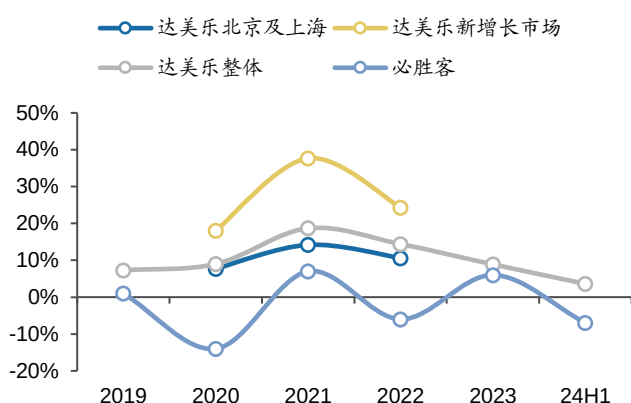
同店逆势保持增长, 日销稳步提升。据公司财报及官网, 截至24Q3公司已实现连续29个季度同店销售增长, 在餐饮大环境承压的24年, 公司是24H1少数实现同店逆势增长的餐饮公司, 随着品牌势能持续释放, 经营表现优于同行; 24H1公司整体单店日均销售额达1.35万元, 近年来新增长市场日销水平快速提升, 单店日均销售额已由19年的0.60万元提升至23年的1.23万元, CAGR达20%, 预计主要受新城新店强劲表现带动; 北京及上海成熟市场表现相对稳健, 单店日销自19年以来保持在1.2万元以上, 23年为1.29万元。

图14: 24H1主要餐饮品牌同店销售增速



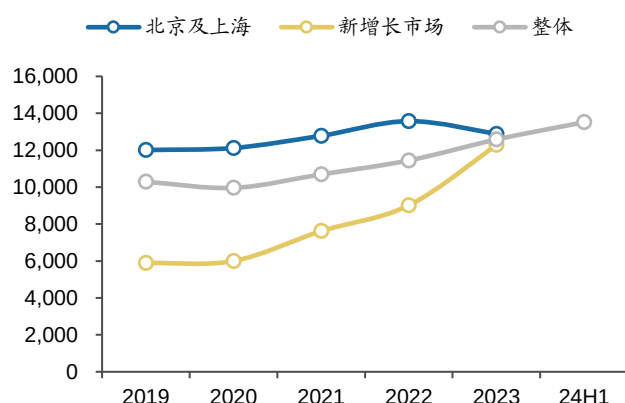
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图15: 公司及必胜客同店销售增速



数据来源: 各公司财报, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图16: 公司单店日均销售额(元)

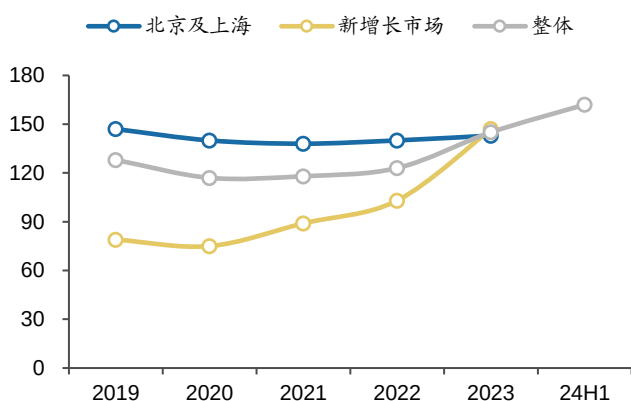


数据来源: 公司财报, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

拆分量价来看, 订单量持续提升, 单均价短期受外送占比下降影响。据公司财报和招股书, (1) **订单量**: 北京及上海成熟市场单店日均订单量保持在140笔左右, 新增长市场单店日均订单量由19年的79笔增至23年的147笔, 超过北上成熟市场的143笔; 24H1公司整体单店日均订单量162笔/YoY+15.7%。(2) **单均价**: 公司外送及非外送(堂食和外带)单均价差异较大, 2022年外送单均价接近100元, 而非外送为81元, 差距接近20元, 主要因为外送订单金额达到88元可减免8元配送费, 促使消费者点得更多。23年北京及上海/新增长市场每笔订单平均销售额分别为90.2/83.6元, 我们预计北京及上海、新增长市场之间单均价的差异主要来自外送收入占比差异, 23年以来公司单均价持续下降也主要受到外送占比下降影响。

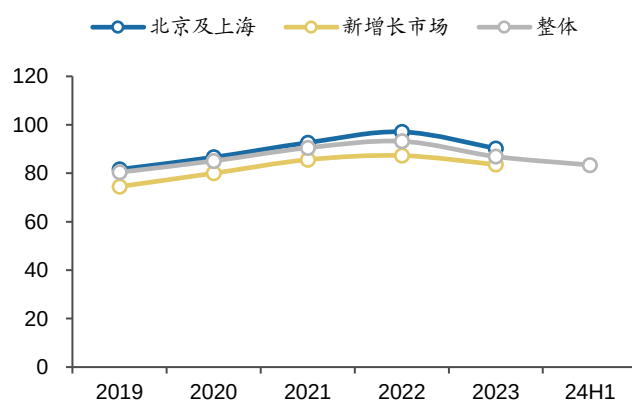
成熟市场外送占比企稳, 新增长市场外送主要受线下客流较大影响。外送是公司主要销售渠道, 也是达美乐品牌的基因之一, 据公司招股书和财报, 2019-2022年公司外送收入占比保持在70%以上; 23年以来, 北京和上海外送占比仍稳定在70%+, 但随着公司进入更多新城市、新城新店热度较高, 线下客流量大, 公司策略性暂不开放新增长市场部分门店外送, 优先满足堂食及外带需求, 导致新增长市场外送占比有所下降(23年为42%, 24H1预计更低), 但有助于快速建立在当地的品牌力和认知度, 我们预计随着公司持续渗透新进驻城市、完善“30分钟配送半径”门店网络, 线下客流逐步趋于稳定后, 外送占比有望回升。

图17: 公司单店日均订单量(笔)



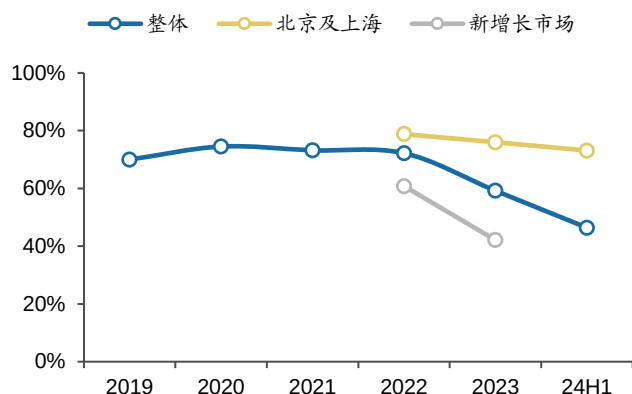
数据来源: 公司财报, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图18: 公司每笔订单平均销售额(元)



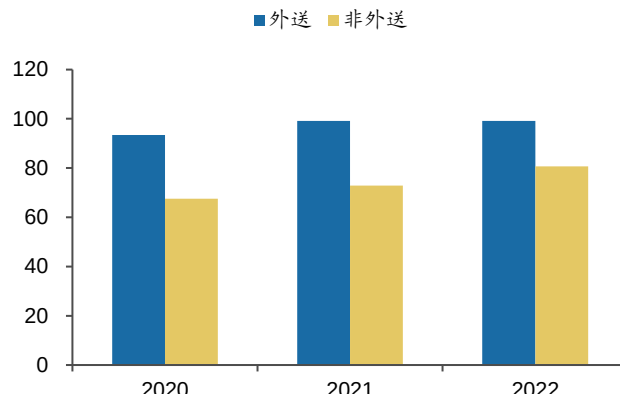
数据来源: 公司财报, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图19: 公司外送占收入比例



数据来源: 公司财报, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图20: 公司外送及非外送客单价对比(元)



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

新城新店成绩斐然, 屡创达美乐全球纪录。据公司23年业绩会材料, 达美乐全球系统开业前30天销售额排名中, 前19名均为公司门店, 公司在西安、长沙、厦门和合肥开设的首店, 开业前30天总销售额均超过500万元, 我们计算23年公司北京及上海门店平均年销售额约466万元, 即意味着上述新城新店在开业首月就达到了成熟门店一年的销售额, 充分彰显达美乐强劲的品牌力及异地扩张能力。达美乐在中国市场进驻的城市仍较少(截至24H1仅33个), 品牌认知度及势能处于上升期, 在大多城市仍处于供不应求状态, 新城新店的成功有望继续复制; 另一方面, 有别于其他品牌门店开业后逐步爬坡的成长曲线, 达美乐部分新城新店销售额在开业迅速达到高点后, 预计会随着首店效应逐渐淡化、门店网络持续加密而从回归相对正常水位, 后续通过内生增长来驱动常态化成长。

图21: 公司部分新城新店首月销售表现优异



数据来源: 公司23年业绩会材料, 广发证券发展研究中心

三、竞争优势：外送打造差异化，品牌势能强劲

（一）高效配送，30 分钟必达

配送效率高，超时补偿丰厚。达美乐品牌在海外发展初期便通过外送“30分钟必达”的承诺渗透消费者心智、奠定了差异化优势，这也成为达美乐品牌的基因之一，达美乐在中国的发展也充分沿袭了这一特色与优势。消费者对外送准时性有较高要求，配送时间过长也会影响餐品口味，相较第三方平台在高峰期可能出现配送延迟的情况，公司平均配送时长较短，据公司招股书，公司约90%的外送订单在30分钟内送达，平均订单完成时间为23分钟。**达美乐也是中国唯一在所有销售渠道承诺30分钟必达的披萨品牌**，未在30分钟内送达将赠送1张9寸披萨券（价值约78元），超时补偿较美团、饿了么平台更为丰厚。

图22：消费者可线上追踪订单状态



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 4：达美乐与外送平台超时补偿对比

品牌/平台	超时补偿方式	具体内容
达美乐	若下单30分钟内未送达，送9寸披萨券	仅限兑换9"经典手拍/轻巧薄脆/酥香烤盘风味饼底比萨（价值约78元），可在官网/微信公众号及小程序/官方APP使用。
美团	准时宝现金补偿（商家投保）	订单实际送达时间超出预计最晚时间10-20分钟，赔偿3元；超时20-30分钟，赔偿4元，超时130分钟以上，赔偿6元。
饿了么	慢必赔外卖红包（商家赠送或自己购买）	超时10-14分钟赔付外卖金额10%，超时15-29分钟赔付外卖金额30%，超时30分钟及以上赔付外卖金额70%。

数据来源：达美乐官网，美团，饿了么，广发证券发展研究中心

何以确保配送效率？据公司招股书及财报，

（1）专职骑手团队：公司所有骑手均为专职骑手（仅配送公司门店订单），门店非管理人员既是员工、又是骑手，能够灵活调度，高峰期还会雇佣部分第三方外包骑手（轮班至公司门店时不配送其他品牌订单），通过及时可靠的配送保持食物的温热与新鲜。

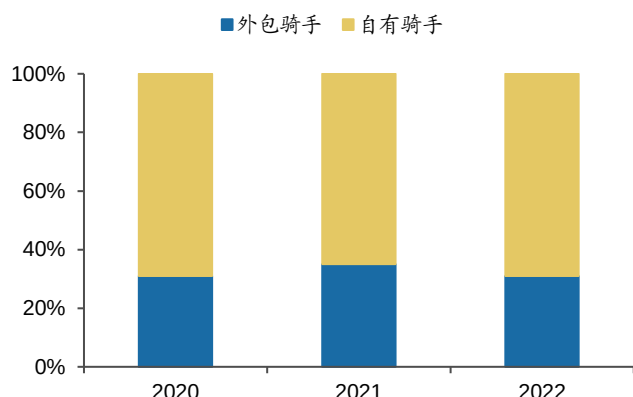
（2）部署智能订单调度系统：人员配置方面，可通过预测门店需求为门店配备数量适当的骑手；订单分配方面，考虑骑手与客户相对位置及门店内订单状态有效匹配最适合的骑手进行配送；路线优化方面，选择最高效的路线、尽可能识别每次配送多份订单的机会，从而提升整体配送效率。此外，公司掌握骑手外送过程相关数据，通过分析，公司可持续自我优化、提升配送能力。

（3）合理的门店设计：选址上，基于30分钟必达的承诺，公司在特定城市内会尽量按同心圆开设门店、避免服务半径重叠（通常为1.5公里）；门店设计上，为满足以外送为重心的业务模式，公司门店面积相对较小，截至22年底公司门店平均面积为125平米、平均座位数28个，此外公司门店通常设有专门区域供骑手和客户提取外送和外带订单，上海部分门店外还设有取餐箱，便于取单。

（4）标准化出餐：公司餐品制作流程较为标准化，多数使用烤箱烤制，同时厨

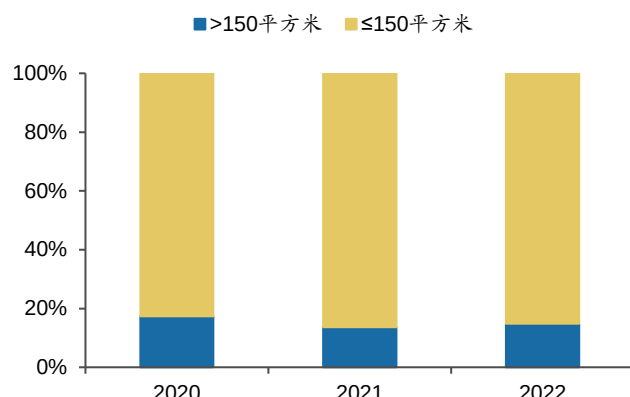
房动线设计合理、无需折返，最大化提升出餐效率。

图23: 公司外包及自有骑手配送订单量占比



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图24: 公司门店面积普遍较小

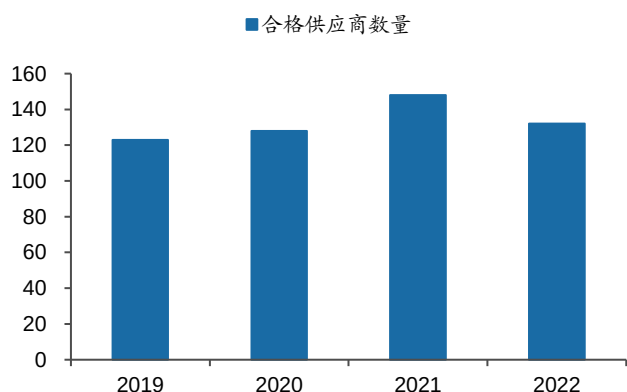


数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

(二) 标准化供应链, 多元化菜单

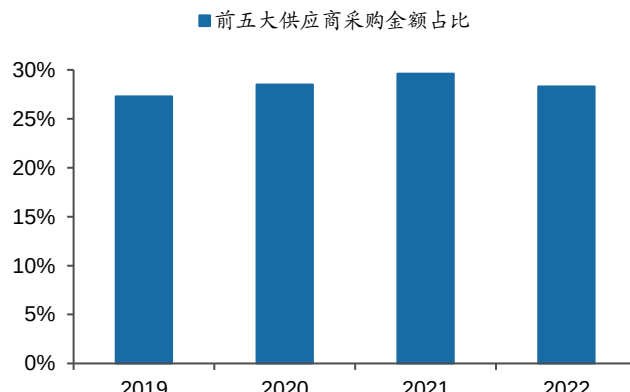
供应链建设完善, 出品稳定。据公司招股书及财报, **(1) 采购端:** 公司原材料须满足达美乐全球及公司自身标准, 以确保产品口感, 绝大多数原材料由本土供应商提供, 仅奶酪、土豆制品和披萨酱为进口。公司严格筛选供应商, 新供应商需通过资质审核、样品测试和试产等程序, 才能被列入合格供应商名单, 截至22年底公司有132个合格供应商, 公司也会在合格供应商之间进行竞争性招标。**(2) 加工端:** 公司目前在三河、上海和东莞设有3个中央厨房, 分别覆盖华北、华东和华南地区门店, 并计划于24Q4在武汉新开1家中央厨房, 以支持中西部地区门店; 中央厨房承担披萨面团制作、食品加工、分配和储存功能, 从而提高门店产品标准化程度, 22年华北/华东/华南中央厨房产能分别为330/420/180万公斤, 产能利用率分别为73%/62%/54%。**(3) ERP系统:** 数字化整合采购及物流管理, 能够追踪供应链全阶段库存, 确保中央厨房能够及时响应门店需求变化, 保证供应链灵活性。

图25: 公司合格供应商数量(个)



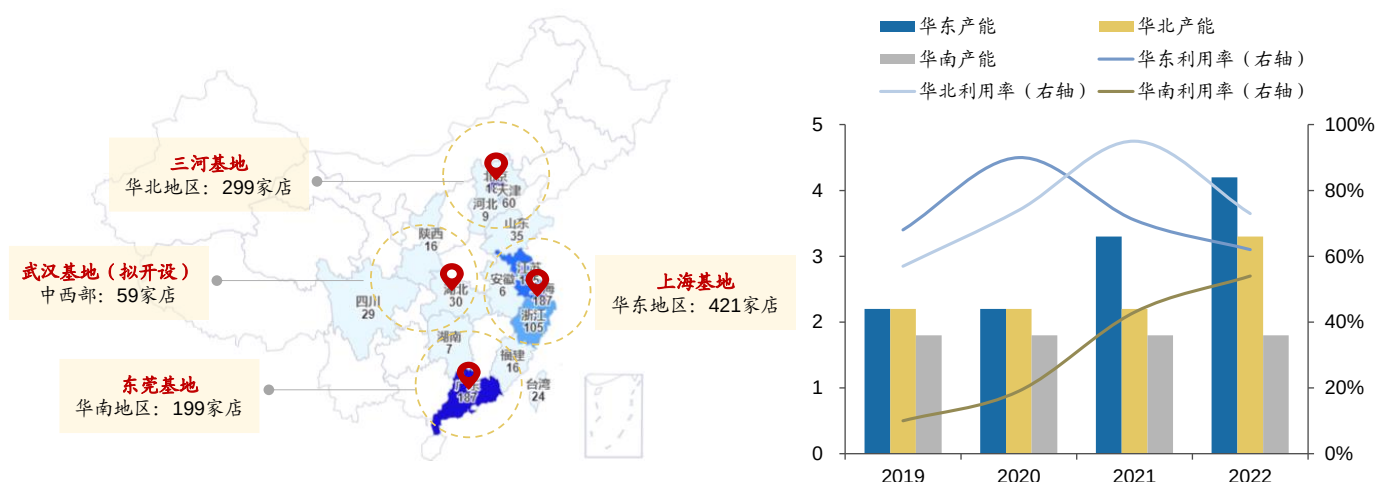
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图26: 公司前五大供应商采购金额占比



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图27：公司中央厨房分布及产能情况（单位：百万公斤）



数据来源：窄门餐眼，公司招股书，公司官网，广发证券发展研究中心

备注：地图上门店数来自窄门餐眼，或与公司口径有差异（中国台湾并非公司经营区域），统计时间为 2024/12/18；四大区域门店数来自公司官网，数据截至 24Q3

菜单丰富，质价比高。据达美乐点单小程序，公司披萨分为物超所值、经典风味、甄选尊享三个系列，在价格带上形成一定区分度（同尺寸差价约10-20元），每个系列均有10款左右产品，合计33款，同时可搭配19种不同饼底/卷边，选择较为丰富，配料也可任意增减，通过给予消费者定制化选择来满足差异化口味；公司产品相对具有质价比，9寸披萨均价60元左右，每周二周三享7折优惠后价格40元出头，考虑到披萨具有分享属性、9寸披萨基本需要2-3人才能吃完，人均可低至10-20元。

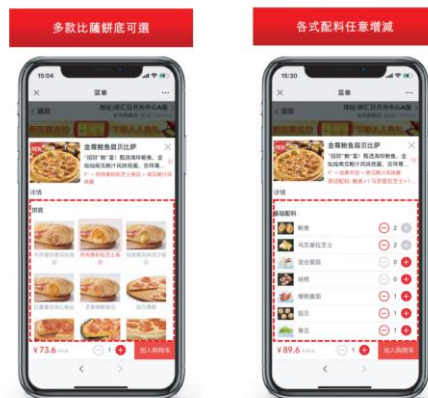
表5：达美乐各系列SKU及价格（元）

系列	SKU数	尺寸	价格区间	均价	周二周三价格
物超所值	10	7寸	28	28.0	19.6
		9寸	39-49	43.8	30.7
		12寸	68-78	72.8	51.0
经典风味	9	9寸	59	59.0	41.3
		12寸	88	88.0	61.6
甄选尊享	14	9寸	69-88	74.4	52.1
		12寸	98-109	95.0	66.5
合计	33	7寸	28	28.0	19.6
		9寸	39-88	60.9	42.6
		12寸	68-109	86.1	60.3

数据来源：达美乐点餐小程序，广发证券发展研究中心

备注：统计时间为 2024/12/18，每周二周三为 7 折优惠

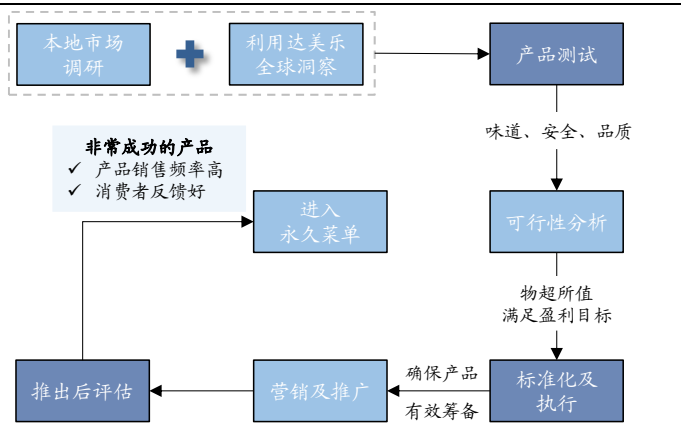
图 28：消费者可选择多款饼底、任意增减配料



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

研发流程标准化，持续创新注入活力。据公司招股书，菜单开发由产品开发团队带队，完成新品研发后，营运部门对新品营运效率进行判断，供应链团队考虑原材料利用、采购和食品安全问题，财务部门关注产品盈利情况，通过产品测试和可行性分析后，需确立原材料采购和加工的标准化程序，进行营销及推广，并评估消费者反馈，判断是否在菜单中保留。公司菜单创新活力强、更新速度较快，每6-12周推出一份新披萨，24年公司推出了金尊猫山王榴莲披萨、法式勃艮第风味牛肉披萨等新品，创新的黑金蜜汁叉烧卷边和火山饼底也给予了消费者更多搭配选择。

图29：达美乐菜单研发过程



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图30：达美乐持续推出创新披萨和饼底

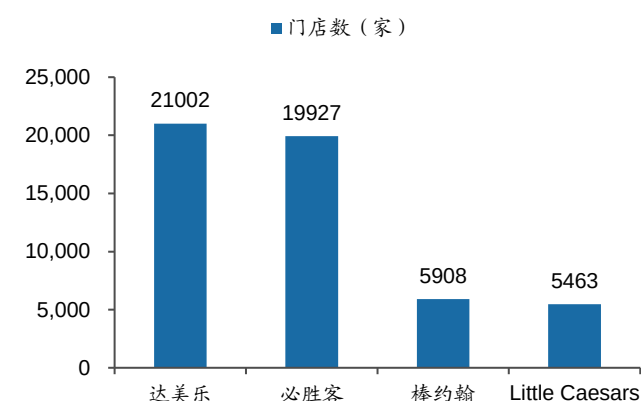


数据来源：公司 24H1 业绩会材料，广发证券发展研究中心

（三）强品牌势能，持续积淀会员

达美乐是全球披萨行业龙头，品牌力强劲。达美乐于1960年在美国成立，是全球披萨行业龙头，据达美乐2023年投资者日材料，达美乐是全球排名第一的披萨品牌，零售额与门店数均占据领先地位，23Q3 TTM全球零售额约180亿美元，我们计算全球市占率达19%；门店数方面，据各公司财报，截至24Q3达美乐全球门店数达21002家，领先必胜客、棒约翰、Little Caesars等品牌。达美乐已在多个海外市场被验证成功，在中国的发展阶段仍处于相对早期，我们认为背靠达美乐强劲的品牌力以及总部多维赋能，公司有望实现快速发展。

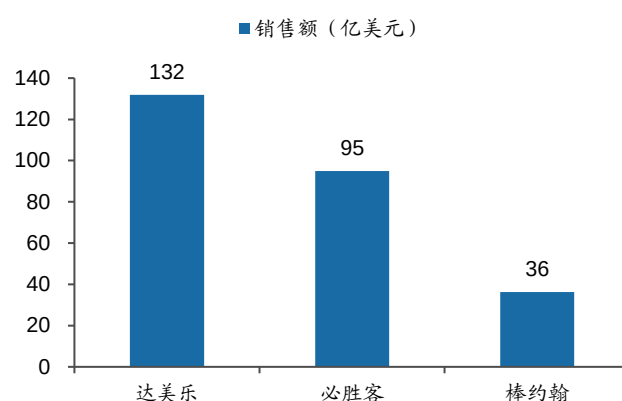
图31：主要披萨品牌全球门店数对比（截至24Q3）



数据来源：各公司财报，窄门餐眼，广发证券发展研究中心

备注：Little Caesars 数据截至 23 年底，数据来自窄门餐眼

图32：主要披萨品牌全球销售额对比（24Q1-3）

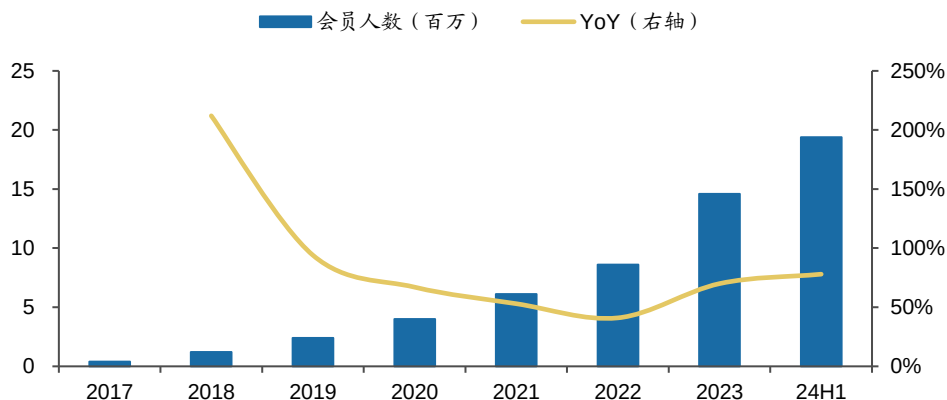


数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

持续积淀品牌会员。会员权益方面，公司设置初享/心享/尊享三级会员，消费1元对应1积分，其中尊享会员可享受点单1.5倍积分，积分可用于抵扣金额（最高10%，即100积分抵扣10元）或抽奖等，价值感相对较高，有助于提升会员忠诚度。据公司24H1业绩会材料，公司会员人数快速增加，由17年的40万人增至23年的1460万人，CAGR达82.1%，24H1进一步净增480万人至1940万人，带动公司会员销售占比持续提升，24H1已达63.6%。

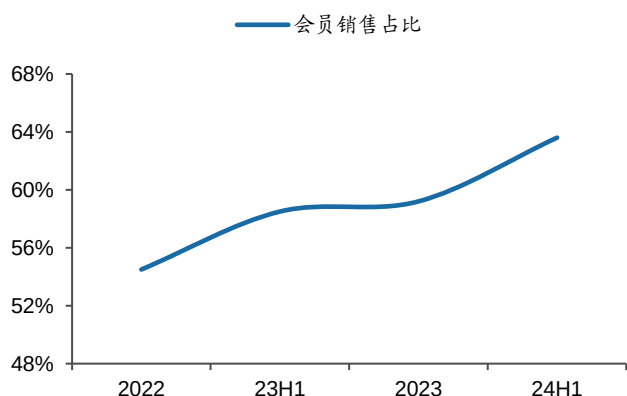
自有渠道销售占比提升，有望提振盈利能力。会员体系的完善及会员的积淀也带动公司自有渠道销售占比提升，据公司招股书，2022年公司自有线上渠道销售占比已超过50%，由于第三方渠道需支付订单金额的1-6%的费用及其他推广服务费，我们预计自有渠道占比提升将有助于改善成本费用。

图33：公司会员数快速提升



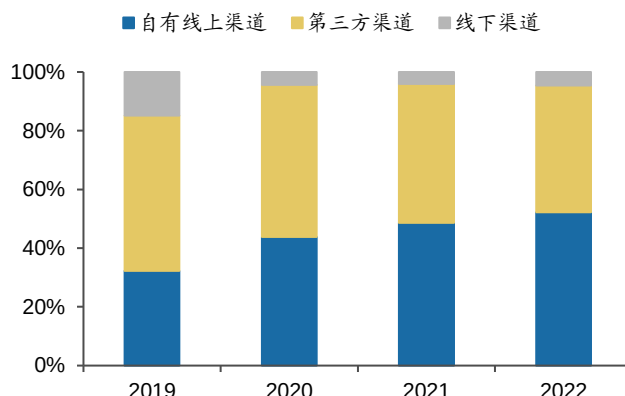
数据来源：公司 24H1 业绩会材料，广发证券发展研究中心

图34：公司会员销售占比持续提升



数据来源：公司财报，公司招股书，广发证券发展研究中心

图35：公司各渠道收入占比



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

常规性促销与限时联名结合，CDP助力定制化营销。营销方面，公司推出多种营销活动，提高品牌曝光度，常规性促销包括每周的“接二连三”（披萨享7折优惠）、每年固定数次的“买一送一”等，此外公司也会与知名IP限时联名，例如24年公司 与白荆回廊、Hello Kitty合作。公司通过数据分析及客户数据平台（CDP）分析客户 喜好及消费趋势，开展定制化营销活动，从而提升营销活动效果。

图36：公司常规性促销活动



数据来源：达美乐公众号，广发证券发展研究中心

图37：公司与知名IP开展限时联名活动



数据来源：公司 24H1 业绩会材料，广发证券发展研究中心

四、未来看点：盈利能力改善路径清晰，展店空间仍大

（一）门店 OPM 及总部费用均有改善空间

日销提升带动门店OPM持续改善。据公司财报，24H1公司整体日销水平已达1.35万元左右（vs21年为1.07万元），带动OPM提升至14.5%（vs21年为8.9%），主要受部分相对固定的成本费用被摊薄影响，例如折旧摊销、员工成本（全职员工数量基本固定）等，另外随着品牌势能的提升，我们也预计公司在租金上的议价能力有望提升，有希望在相同物业条件下降低租金、或在相同预算下进驻更好的点位。

表6：达美乐/必胜客/肯德基单店模型对比

	达美乐				必胜客	肯德基
	2021	2022	2023	24H1	24H1	24H1
单店面积（平米）	~125	~125	~125	~125	200-300	180
初始投资额（万元）	~150	~150	~150	~150	~120	~150
员工数（人）	20-30	20-30	20-30	20-30		
投资回收期（月）	<36	<36	<36	<36	24-36	~24
盈亏平衡期（月）	1-3	1-3	1-3	1-3	<3	<3
单位：万元						
年收入	390	418	459	493	502	642
日销	1.07	1.14	1.26	1.35	1.38	1.76
坪效（万元/平米/年）	3.12	3.34	3.67	3.95	2.01	3.57
原材料成本	103	114	126	135	164	203
占收入%	26.4%	27.2%	27.4%	27.3%	32.7%	31.6%
员工成本	112	119	124	135	140	162
占收入%	28.7%	28.6%	26.9%	27.4%	27.9%	25.3%
租金成本	43	43	45	47		
占收入%	10.9%	10.4%	9.8%	9.6%		
折旧摊销	23	24	23	24		
占收入%	5.8%	5.7%	5.1%	4.8%		
广告及推广开支	26	23	24	26		
占收入%	6.7%	5.5%	5.2%	5.3%		
门店经营及维修	25	27	28	31		
占收入%	6.3%	6.4%	6.2%	6.3%		
其他成本费用	25	25	26	24	133	163
占收入%	6.3%	6.0%	5.6%	4.8%	26.6%	25.4%
门店经营利润	35	42	63	72	64	114
门店经营利润率	8.9%	10.1%	13.8%	14.5%	12.8%	17.8%

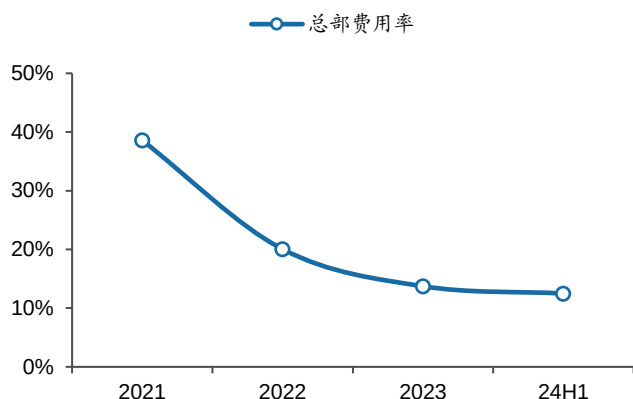
数据来源：各公司财报及业绩会材料，广发证券发展研究中心

备注 1：达美乐单店年收入按日销×365 计算，必胜客、肯德基 24H1 数据简单按×2 估算年度数据

备注 2：必胜客、肯德基未披露原材料、员工成本之外细项数据，均包含在其他中，数据按 1 美元=7.3 人民币换算

总部费用亦有优化空间。据公司财报及业绩会材料，公司24H1总部费用率已优化至12.5%（按税前利润率-OPM计算），其中总部员工薪酬及总部层面折旧摊销占收入比重有明显下降，随着公司整体收入规模提升显著摊薄。考虑到总部员工及折旧摊销相对稳定，未来随收入规模扩大仍有进一步优化空间。

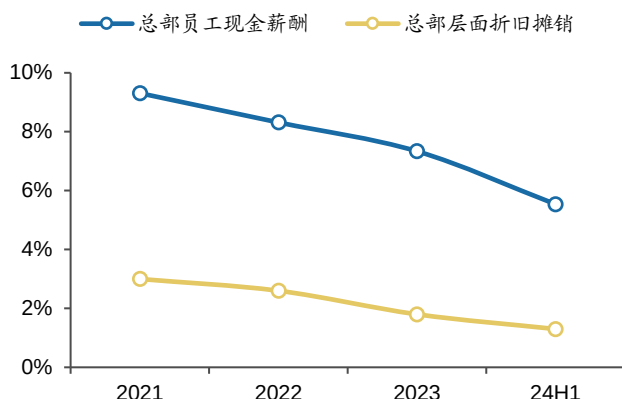
图38: 公司总部费用率持续优化



数据来源: 公司各期财报及业绩会材料, 广发证券发展研究中心

备注: 简单按照税前利润率-OPM 计算

图 39: 公司总部员工薪酬及折旧摊销率持续优化

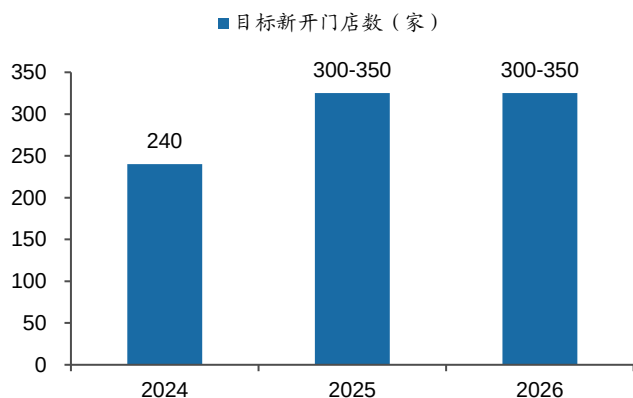


数据来源: 公司各期财报及业绩会材料, 广发证券发展研究中心

(二) 拓店目标明确, 潜在开店空间较大

未来两年拓店目标为每年300-350家。据公司24H1业绩会transcript, 公司24年拓店目标为240家, 截至24年11月15日已完成净增232家, 预计年底达成目标无虞, 25-26年拓店目标上调至每年300-350家(此前招股书中提出目标为200-300家), 公司在维持较稳健门店经营水平的前提下加速拓店、覆盖更广阔市场。

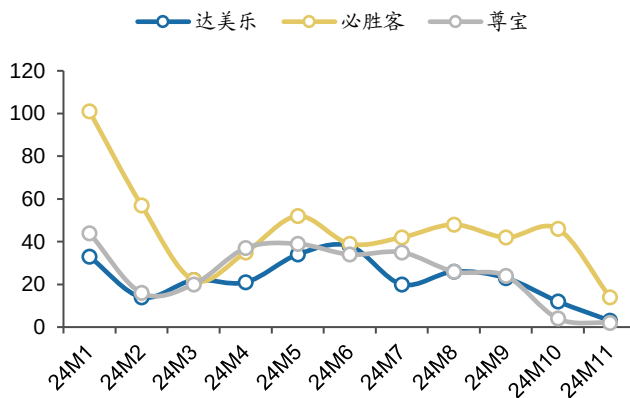
图40: 公司2024-2026年拓店目标明确



数据来源: 公司 24H1 业绩会 transcript, 广发证券发展研究中心

心

图 41: 24 年主要披萨品牌月度开店数



数据来源: 窄门餐眼, 广发证券发展研究中心

备注: 统计时间为 2024/12/20, 或与公司口径有差异

如何看达美乐未来在中国开店空间? 据各公司财报及窄门餐眼,

(1) 尚有较多空白市场有待拓展: 截至24H1达美乐仅进入33个城市, 而必胜客已覆盖327个城市、尊宝也已进驻258个城市, 达美乐仍具较大拓展空间。

(2) 已进驻市场可持续加密: 对于布局已经较为成熟的一线城市尤其是北京和上海, 我们认为达美乐的机会在于, 在核心商圈树立品牌形象、培养好消费者心智后, 可进一步向城市外圈拓展, 满足更多区域的30分钟外送服务半径; 对于相对不那么成熟的城市, 达美乐在进驻后让当地消费者和商业物业所有者逐步熟悉这个品

牌，未来也有希望在更多好的点位进行布局。

参考同业各线城市门店及渗透率（需考虑到其他品牌仍在拓店，例如必胜客22-23年分别净增313/409家，保持较快拓展速度），我们假设：

（1）一线城市：北京和上海是达美乐优势区域，目前渗透率分别为每百万人8.5/7.5家，必胜客目前分别为每百万人9.7/8.8家，考虑到公司已在北京树立品牌形象、正持续往城市外圈拓展、满足更多外送需求，假设潜在渗透率可达到每百万人10.0家；目前达美乐广州和深圳渗透率分别为每百万人3.4/4.3家，相对具有优势的尊宝渗透率可达16.9/19.1家，必胜客分别为4.9/5.5家，考虑到一线城市披萨认知度高，达美乐进驻广深时间相对较晚、仍有较大拓展空间，但预计渗透率将低于北上，因此假设广深渗透率可达每百万人8.0家。

（2）新一线城市及二线城市：是达美乐未来主要拓展市场，近两年进驻的较多新城新店表现优秀，预计随着品牌认知度持续提升，有进一步拓展空间，目前达美乐/必胜客/尊宝新一线城市渗透率分别为每百万人2.2/6.5/4.1家，二线城市渗透率分别为每百万人0.8/4.8/2.8家，假设达美乐新一线城市/二线城市潜在渗透率可达每百万人7.5/5.0家，其中新一线城市超过必胜客当前水平，主要考虑新一线城市对达美乐而言的战略地位相对更重要（必胜客同样也会兼顾更下沉的市场），二线城市渗透率基本对标必胜客当前水平。

（3）三线及以下城市：受披萨认知度、外送发展程度、中央厨房布局等影响，我们认为达美乐中期侧重点仍在相对高线城市，预计三线及以下城市占比相对较低，当前达美乐/必胜客/尊宝渗透率分别为每百万人0.0/1.0/1.1家，假设达美乐潜在渗透率可达到每百万人0.2家。

我们认为达美乐在中国市场仍处于品牌势能上升期，根据上述假设测算达美乐到2030年中国大陆门店空间在3000家左右，是当前门店数的近3倍。

表7：各品牌各线城市渗透率及达美乐开店空间测算

	人口数 (百万)	必胜客		尊宝		肯德基		达美乐（目前）		达美乐（潜在空间）	
		门店数	渗透率	门店数	渗透率	门店数	渗透率	门店数	渗透率	门店空间	渗透率假设
一线城市	83.3	622	7.5	733	8.8	1865	22.4	513	6.2	760	9.1
北京	21.9	213	9.7	27	1.2	506	23.1	186	8.5	219	10.0
上海	24.9	220	8.8	49	2.0	590	23.7	187	7.5	249	10.0
广州	18.8	92	4.9	318	16.9	340	18.1	64	3.4	151	8.0
深圳	17.8	97	5.5	339	19.1	429	24.1	76	4.3	142	8.0
新一线城市	161.8	1058	6.5	667	4.1	2756	17.0	354	2.2	1214	7.5
二线城市	165.6	791	4.8	466	2.8	2485	15.0	127	0.8	828	5.0
三线及以下城市	998.9	1019	1.0	1086	1.1	3914	3.9	14	0.0	200	0.2
合计	1409.7	3490	2.5	2952	2.1	11020	7.8	1008	0.7	3002	2.1

数据来源：窄门餐眼，Wind，广发证券发展研究中心

备注 1：门店数均来自窄门餐眼，或与公司口径有差异，统计时间为 2024/12/20

备注 2：城市分级来自第一财经新一线城市研究所 2020 年发布的《2020 城市商业魅力排行榜》

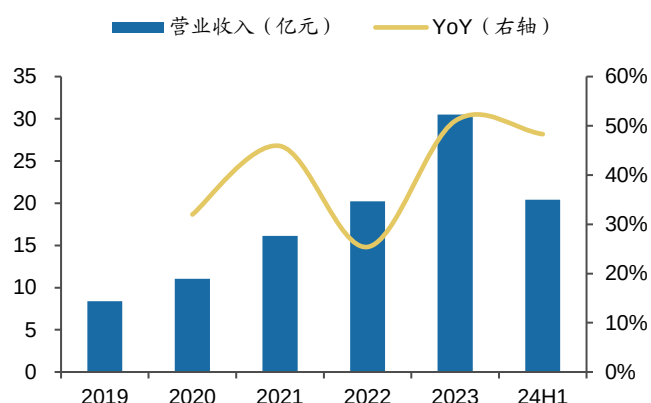
备注 3：渗透率是指每百万人口对应门店

五、盈利预测和投资建议

（一）业务拆分及收入预测

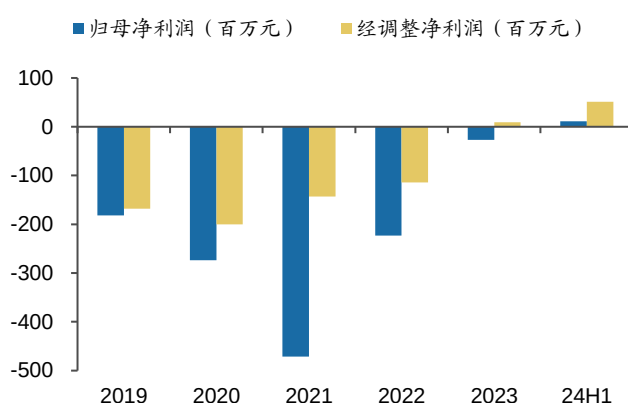
收入保持高增，关注盈利改善。19年以来，公司拓店与同店共振带动收入持续快速增长，据公司财报，19-23年收入由8.4亿元增至30.5亿元，CAGR达38%，24H1收入20.4亿元/YoY+48%；利润端，23年公司首度实现经调整净利润盈利，24H1净利润继续提升，规模扩张带来各项成本费用的摊薄及盈利能力的非线性改善。

图42：公司收入保持快速增长



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图43：24H1 公司归母净利润实现盈利



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

展望未来，考虑到餐饮行业基本面暂无明显改善，公司上半年经营数据一定程度上受新城新店拉动，暂不考虑消费环境可能改善带来的积极影响，我们对公司业务做如下假设：

（1）门店：参考公司开店目标，假设24-26年公司整体净增门店240/300/350家，其中北京及上海分别净增20/20/20家，新增长市场分别净增220/280/330家。

（2）日均单量：北京及上海市场日均单量基本保持在140笔左右，假设24-26年基本保持，分别为141/140/140笔；24年新增长市场预计受新城新店效应拉动而逆势提升，后续暂不考虑其他城市首店效应对经营数据的短期拉升作用，简单假设逐步向城市市场回归，预计24-26年分别为176/165/155笔。

（3）单均价：考虑到公司单均价与外卖占比相关性较高，24年北京及上海、新增长市场外卖占比均有下降，预计单均价对应有所下降；后续北京及上海成熟市场门店网络加密有望带动外送服务半径扩大，新增长市场预计受持续进入新城市影响，外卖占比或短期保持相对较低水平，我们预计24-26年北京及上海单均价分别为89/89/89元，新增长市场单均价分别为80/78/76元。

综合上述假设，我们预计24-26年公司收入分别为42.9、53.0、63.8亿元，同比增速分别为40.7%、23.4%、20.4%。

表8: 达势股份收入拆分及预测

单位: 百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	837	1104	1611	2021	3051	4293	5298	6379
YoY		32.0%	45.9%	25.4%	51.0%	40.7%	23.4%	20.4%
1. 北京及上海								
营业收入	702	869	1147	1279	1545	1621	1701	1791
YoY		23.8%	32.0%	11.5%	20.8%	4.9%	5.0%	5.3%
期末门店数(家)	180	221	267	312	351	371	391	411
净增数(家)		41	46	45	39	20	20	20
单店日销(万元)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
日均单量(笔)	147	140	138	140	143	141	140	140
单均价(元)	82	87	93	97	90	89	89	89
2. 新增长市场								
营业收入	134	235	464	742	1506	2672	3596	4588
YoY		74.6%	97.7%	59.8%	102.9%	77.5%	34.6%	27.6%
期末门店数(家)	88	142	201	276	417	637	917	1247
净增数(家)		54	59	75	141	220	280	330
单店日销(万元)	0.6	0.6	0.8	0.9	1.2	1.4	1.3	1.2
日均单量(笔)	79	75	89	103	147	176	165	155
单均价(元)	75	80	86	87	84	80	78	76

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

我们预计随着收入规模的扩大, OPM及总部费用均有进一步优化空间, 对主要成本费用做如下假设: (1) **原材料及耗材**: 供应链建设完善, 保持较稳定水平, 假设24-26年占收入比重保持在27.3%。(2) **员工薪酬开支**: 24H1门店层面员工薪酬占收入比重同比略增0.5pp至27.4%, 预计受由于门店员工较为稳定, 假设24H2及25-26年均与24H1持平; 总部层面员工薪酬受规模扩张的摊薄影响, 24H1占收入比重为5.5%/YoY-1.9pp, 预计24-26年分别为5.9%/5.7%/5.6%。(3) **租金开支**: 相对稳定, 假设随着品牌势能提升、议价能力提升而小幅优化, 24-26年占收入比重分别为9.9%/9.8%/9.8%。(4) **折旧摊销**: 相对固定, 预计随着收入规模提升而摊薄(尤其是总部部分), 预计24-26年厂房及设备折旧占收入比重分别为4.8%/4.8%/4.7%, 无形资产摊销占收入比重分别为1.3%/1.3%/1.2%。

综合上述假设, 预计24-26年公司归母净利润分别为0.31、0.57、0.95亿元, 对应归母净利率分别为0.7%、1.1%、1.5%。

表9：达势股份主要成本费用拆分

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
原材料及耗材成本	228	311	426	550	837	1171	1446	1741
占收入比重	27.3%	28.1%	26.4%	27.2%	27.4%	27.3%	27.3%	27.3%
员工薪酬开支	336	469	703	785	1179	1512	1858	2229
占收入比重	40.1%	42.5%	43.7%	38.8%	38.6%	35.2%	35.1%	34.9%
租金开支	105	137	180	216	308	427	522	625
占收入比重	12.6%	12.4%	11.2%	10.7%	10.1%	9.9%	9.8%	9.8%
厂房及设备折旧	58	77	99	121	159	207	253	299
占收入比重	6.9%	7.0%	6.1%	6.0%	5.2%	4.8%	4.8%	4.7%
无形资产摊销	36	40	43	47	51	54	70	78
占收入比重	4.3%	3.6%	2.7%	2.3%	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%
水电费	43	54	72	83	115	158	195	234
占收入比重	5.1%	4.9%	4.4%	4.1%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
广告及推广开支	62	86	122	117	159	226	279	336
占收入比重	7.4%	7.8%	7.6%	5.8%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%
门店经营及维护开支	54	76	102	130	189	269	332	396
占收入比重	6.4%	6.9%	6.3%	6.4%	6.2%	6.3%	6.3%	6.2%
其他开支	45	56	57	123	131	141	174	209
占收入比重	5.4%	5.1%	3.5%	6.1%	4.3%	3.3%	3.3%	3.3%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）估值分析与投资建议

我们选取港股餐饮公司海底捞、百胜中国，以及美股餐饮公司百胜餐饮、麦当劳、达美乐，作为公司可比公司。考虑到公司处于成长期，规模仍在快速爬坡，采用PS可比公司估值法，据Bloomberg，当前海底捞/百胜中国25年收入对应PS分别为1.5/1.7倍，百胜餐饮/麦当劳/达美乐分别为4.7/8.0/3.0倍。

达美乐具有较强的品牌势能，且在中国市场仍处于上升期，快速拓店的同时仍能保持同店增长，在餐饮行业整体承压背景下是少数能实现逆势增长的品牌，对标同行潜在展店空间较大，未来盈利能力改善路径清晰。参考可比公司，给予公司2025年2.0倍PS估值，对应合理价值为87.69港元/股，给予“买入”评级。（采用即期汇率1港币=0.93人民币）

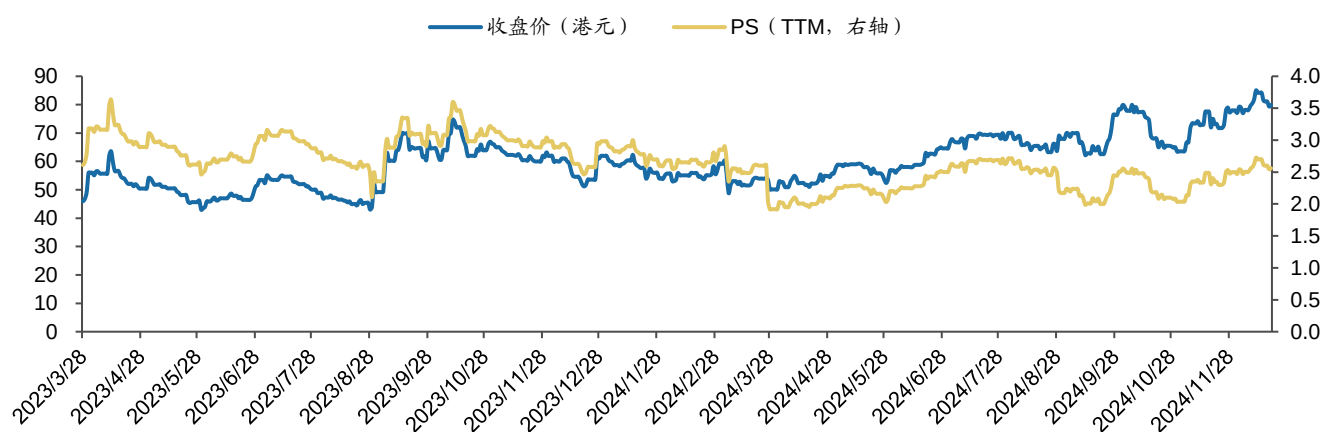
表 10: 可比公司盈利预测及估值

股票简称	股票代码	货币单位	总市值	营业收入 (亿元)				PS		
			(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
百胜中国	09987.HK	USD	184	110	113	122	132	1.6	1.5	1.4
海底捞	06862.HK	CNY	846	415	456	490	526	1.9	1.7	1.6
百胜餐饮	YUM.N	USD	380	71	75	80	86	5.0	4.7	4.4
麦当劳	MCD.N	USD	2113	255	260	265	285	8.1	8.0	7.4
达美乐	DPZ.N	USD	149	45	47	50	54	3.1	3.0	2.8

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

备注: 可比公司盈利预测采用 Bloomberg 一致预期, 港股市值截至 2024/12/27, 美股市值截至 2024/12/26

图44: 达势股份上市至今股价及PS (TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、风险提示

（一）宏观经济波动

餐饮企业发展程度受经济发展水平、国民消费行为影响，若宏观经济波动导致国民收入水平下降、消费力下降、消费预期悲观，将会影响人们去餐厅就餐，从而对公司业绩造成负面影响。

（二）门店扩张及管理优化不及预期

门店扩张是公司收入增长的重要驱动因素，而管理优化则可提升公司门店运行效率，从而带动整体利润率提升，若公司门店扩张及管理优化不及预期，将对公司收入及利润造成负面影响。

（三）市场竞争加剧

餐饮行业竞争程度较高，市场上品牌众多、行业集中度较低，若公司无法在产品、服务等层面实现创新，充分满足消费者需求，公司市占率将有所下滑风险。

（四）食品安全风险

食品安全是餐饮行业红线，若发生严重的食品安全问题，一方面会面临相关部门处罚风险，另一方面将使得品牌逐步失去消费者的信任，品牌力、消费者吸引力将大幅下降。

资产负债表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	689	1,215	1,193	1,183	1,196
现金及现金等价物	544	587	554	542	557
应收账款及票据	8	10	13	15	16
存货	67	73	81	80	77
其他	69	545	545	545	545
非流动资产合计	2,581	2,931	3,021	3,111	3,211
固定资产净值	496	626	696	746	806
长期投资	0	0	0	0	0
商誉及无形资产	2,007	2,196	2,216	2,256	2,296
其他	78	109	109	109	109
资产总额	3,270	4,146	4,214	4,293	4,407
流动负债合计	795	1,017	1,028	1,028	1,025
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	127	154	163	161	155
其他	669	863	865	867	870
非流动负债合计	1,721	1,030	1,030	1,030	1,030
长期借款	200	200	200	200	200
其他非流动负债	1,521	830	830	830	830
总负债	2,516	2,047	2,058	2,058	2,055
普通股股本	655	879	879	879	879
储备	130	1,224	1,277	1,357	1,473
其他	-32	-4	0	0	0
归母权益总额	753	2,099	2,156	2,236	2,352
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	753	2,099	2,156	2,236	2,352
负债及股东权益合计	3,270	4,146	4,214	4,293	4,407

利润表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,021	3,051	4,293	5,298	6,379
营业成本	550	837	1,171	1,446	1,741
毛利	1,471	2,214	3,121	3,852	4,638
其他收入	3	0	0	0	0
营销费用	0	0	0	0	0
行政管理费用	0	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	1,622	2,275	2,994	3,682	4,406
营业利润	-148	-61	128	170	232
利息收入	6	19	24	20	20
利息支出	66	70	78	101	113
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	16	14	-5	-13	-13
除税前利润	-201	2	68	77	126
所得税	22	29	37	19	32
合并净利润	-223	-27	31	57	95
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-223	-27	31	57	95

现金流量表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	298	536	594	730	859
合并净利润	-223	-27	31	57	95
折旧与摊销	359	447	480	560	640
营运资本变动	46	87	-1	-1	-1
其他非经营性调整	116	29	83	113	125
投资活动现金流净额	-207	-732	-575	-663	-753
处置固定资产收益	0	0	-5	-13	-13
资本性支出	-211	-316	-570	-650	-740
投资资产支出	0	-428	0	0	0
其他	3	12	0	0	0
融资活动现金流净额	-225	217	-74	-101	-113
长期债权融资	-148	-218	0	0	0
股权融资	0	524	0	0	0
支付股利	0	0	0	0	0
其他	-77	-89	-74	-101	-113
现金净增加额	-112	43	-33	-11	15
期初现金余额	657	544	587	554	542
期末现金余额	544	587	554	542	557

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	25.4%	51.0%	40.7%	23.4%	20.4%
营业利润增长率	-	-	-	33.4%	36.1%
归母净利增长率	-	-	-	84.2%	64.6%
获利能力					
毛利率	72.8%	72.6%	72.7%	72.7%	72.7%
净利率	-11.0%	-0.9%	0.7%	1.1%	1.5%
ROE	-29.6%	-1.3%	1.4%	2.6%	4.0%
偿债能力					
资产负债率	77.0%	49.4%	48.8%	47.9%	46.6%
有息负债率	6.1%	4.8%	4.7%	4.7%	4.5%
流动比率	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
利息保障倍数	-2.0	-0.7	1.6	1.6	1.9
营运能力					
应收账款周转天数	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
存货周转天数	43.8	31.5	25.0	20.0	16.0
应付账款周转天数	83.0	66.2	50.0	40.0	32.0
每股指标					
每股收益	-	-0.20	0.24	0.44	0.72
每股净资产	-	16.14	16.53	17.13	18.03
每股经营现金流	-	4.12	4.55	5.60	6.58
估值比率					
PE	-	-	306.9	166.5	101.2
PB	-	3.6	4.4	4.3	4.1
EV/EBITDA	-	17.6	15.3	12.9	10.7

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。