

达势股份：比萨外送第一品牌， 高性价比连锁餐饮成长股

证券分析师： 郭梦婕
分析师登记编号： S1190500000001

证券分析师： 肖依琳
分析师登记编号： S1190500000001

研究助理： 林叙希
一般证券业务登记编号： S1190500000002

报告摘要

- **达势股份：达美乐中国区特许经营商，迈入门店快速扩张期，盈利能力改善可期。**达势背靠全球最大披萨品牌达美乐，是达美乐在中国内地及中国香港、澳门的独家特许经营商。1997年达美乐进入中国市场，2017年公司扩大特许经营范围并新聘本土化管理团队，以“高效外送、高性价比以及本土化改良”为主打特色。2023年公司实现收入30.5亿元，2019-2023年收入CAGR达38.2%。截止2024年底公司拥有超1000家门店，相较2017年100+家门店来看扩店增长明显。2019-2023年达美乐同店增长CAGR为12.7%，对比其他西式快餐品牌同店恢复明显，且2023年公司门店层面经营利润率为13.7%，相较于2020年提升10.3pct。2023年以来多家新开门店前30天销售额破达美乐全球记录，部分门店投资回报周期缩短至5个月。随新门店收入爬坡以及运营效率持续优化，2024年成功扭亏为盈，24H1公司净利率达2.5%，未来盈利能力仍有进一步提升空间。
- **国内披萨行业正处成长期，渗透率有望逐步提升。**2022年中国披萨行业规模达375亿元，2017-2022年披萨市场规模CAGR为7.8%。高性价比、且拥有主食高复购特点的披萨，具备较强的需求稳定性，品类生命周期长、且适合外卖配送，可标准化程度高适合连锁化扩张。目前国内下沉市场披萨渗透率较低，未来还有较大扩容空间。对标日本在中性假设下预计我国中期披萨门店数可开到24556家，对应的渗透率可达17.4家/百万人，开店空间为7773家，主要增量在下沉市场。竞争格局来看，2022年披萨行业CR5达50%，达美乐以5.3%的市占率位居第三，早期头部品牌120+的较高客单价、其消费场景的局限性导致披萨的消费者普及度受限，也给到高性价比本土品牌切入赛道的机会。
- **回顾达美乐成为全球第一大披萨品牌之路，美国达美乐带来的成功经验与启示：**达美乐自2004年美股上市至今，股价涨幅超64倍，2023年达美乐实现收入44.8亿美元，净利润5.2亿美元，2013-2023年收入CAGR为9.5%，利润CAGR为13.8%。美国达美乐已成功打造极致单店模型，并保持优秀持续的单店增长，并在2012年堡垒战略实施以来，2011-2023年达美乐美国门店数量复合增长约2.5%，同店复合增长5.9%；国际门店数量复合增长约9.1%，同店复合增长4.6%。我们认为美国达美乐的成功在于：1) 切入差异化外卖赛道，极致效率优化店型，堡垒战略助力单店增长。2) 与时俱进多次率行业数字化创新，打造穿越周期的护城河。3) 打造共同成长和互利互惠的加盟商管理机制，全球多个国际经销商实现当地品牌龙头地位。目前达美乐拥有以澳洲、印度、英国为代表的8家当地上市经销商，其中我们复盘了日本达美乐的成功经验，在公司产品创新与数字化驱动下，2019-2021年日本达美乐年均扩张110家门店，2019-2021年单店收入CAGR达9.1%，收入体量稳步扩张，成为日本当地披萨龙头品牌。
- **门店潜能待挖掘，品质服务卓越，效率外送领先。**公司的核心优势主要在于：1) 30分钟必达实现极致服务效率。公司坚持30分钟必达承诺，门店设计以外卖业务为中心，严卡从接单、出餐到配送的每个环节时长，持续技术投入保障配送过程中产品品质不变；为保持配送竞争力，公司采用专职骑手提升配送服务及时可靠性，门店人员身兼多岗保障门店运作效率、减少员工薪酬成本。2) 产品卡位高性价比，持续创新打造多个爆品口味。公司菜单充分本土化适应口味需求，SKU数量位列行业第一。同时提供多价格带以及小食丰富个性化选择，客单价约58元具备超高性价比。3) 极致供应链管理方式，打造低成本优势。公司对原材料采购品质、价格、稳定性要求高，中央厨房有效简化门店加工流程，ERP系统确保产需匹配，为稳定供应提供保障。4) 线上服务引流打造私域流量，捕捉消费趋势。公司打造轻门店，重线上模式，搭建客户数据平台驱动数据洞察提供个性化服务。目前国内达美乐拥有1000家门店，主要分布在1、2线城市，尚有大量下沉市场待渗透，预计2024年将扩张至1000家，对标必胜客3246家门店还有近2倍空间，从运营模式来看，达美乐店型更小、初始投入更低，远期开店预计可超过必胜客。

报告摘要

- **盈利预测：**公司UE模型逐步优化，且仍有大量新兴市场处于渗透早期，未来随公司门店扩张加速，规模效应进一步提升，业绩有望迎来弹性增长。预计未来3年门店数量翻倍，收入CAGR达30%+。我们预计公司2024-2026年收入分别为42.6/52.2/63.7亿元，分别同比+39.6%/+22.5%/+22.2%，归母净利润分别为0.5/0.8/1.0亿元，分别同比+289.7%/+57.0%/+20.8%，对应PS分别为2.3/1.8/1.4X，考虑到比萨行业前景广阔，公司作为比萨行业龙头企业正处于高速发展初期，在同行业内具备较高成长性，首次覆盖给予2025年2.3倍PS估值，对应股价98.5港元/股（采用即期汇率1港元=0.93元）给予“买入”评级。
- **风险提示：**开店进程不及预期风险；宏观经济波动至餐饮消费下降风险；行业竞争加剧风险；食品安全问题；限售解禁风险等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3051	4260	5216	6372
(+/-%)	51.0%	39.6%	22.5%	22.2%
归母净利润(百万元)	-27	50	79	96
(+/-%)	88.1%	289.7%	57.0%	20.8%
摊薄每股收益(元)	-0.22	0.39	0.61	0.73
市盈率(PE)	-281.59	204.95	130.56	108.09
EV/EBITDA	15.4	28.3	26.9	30.0
净资产收益率ROE	-1.3%	2.3%	3.5%	4.1%

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算（截止2024/12/30）

目录

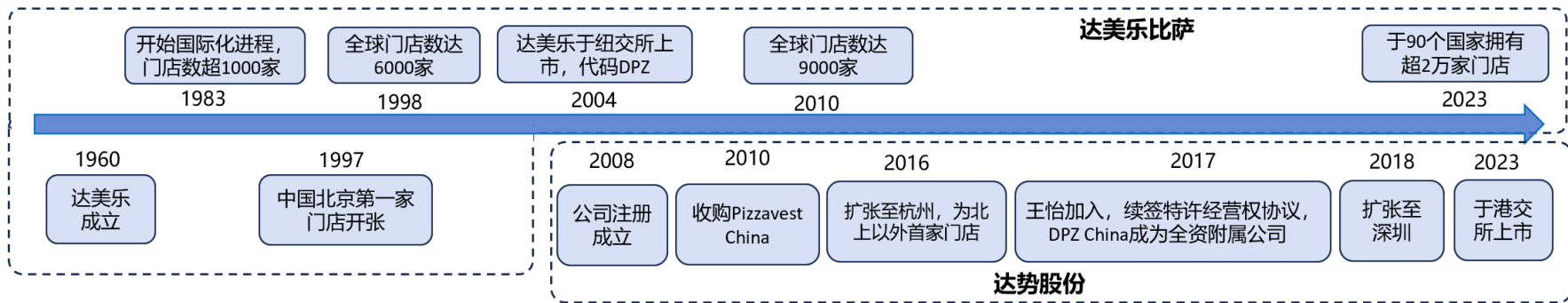
- 1、比萨行业龙头，以风帆之势头快速扩张
- 2、中国比萨行业蕴能广阔，消费潜力有待释放
- 3、他山之石：海外达美乐的成功经验
- 4、门店空间潜能待挖掘，单店效益持续优化
- 5、美味与速度并进，竞争优势明显
- 6、盈利预测

1、比萨行业龙头，以风帆之势头快速扩张

1.1 达势股份：比萨行业龙头企业，面向全国高速扩张

- **比萨行业龙头企业，背靠全球最大比萨公司。**达势股份是Domino's Pizza, Inc. 的全球特许权授权人，在中国大陆、香港特别行政区和澳门特别行政区拥有独家总特许经营权。公司全球特许权授权人Domino's Pizza, Inc. 是全球最大的比萨公司，于1960年成立，目前已成功进军全球90多个市场，拥有超过21000+家门店。
- **达美乐在中国发展经历了两个阶段：1) 分裂割据期，达势股份初入局（1997-2015）：**达美乐早在1997年便进入中国，但在发展早期达美乐经营权几经易主，最早由PizzaVest所有，2006年晶华又收购了北京的股权，早期达美乐经营权较为分散，难以形成有效合力。2010年Frank P. Krasovec等联合创始人成立达势股份完成对于Pizzavest China Ltd.（有权于北京、天津、上海等地经营达美乐）的收购并正式开始经营达美乐门店，但届时核心团队均为外国人士，达美乐扩张速度偏缓。**2) 管理层换血，特许经营权集中，达势股份高速发展（2016-至今）：**转折点发生在新核心管理团队的加入，2017年王怡加入达势股份后，公司完成对DPZ China 100%股权收购。**2017年6月，公司与Domino's International 续签总特许经营协议**，特许经营区域扩张至整个中国大陆、中国香港、中国澳门。协议初步为期10年，可选择续期额外两个10年。在新管理层的领导下达美乐一改颓势，全国化门店版图扩张提速，成为中国前五大比萨品牌中增长最快的公司。2023年3月，达势股份于港交所成功上市，其门店数从2019年的268家迅速增长至2024年H1的914家，并在2022年成为中国第三大比萨公司。

图表1：公司发展历史



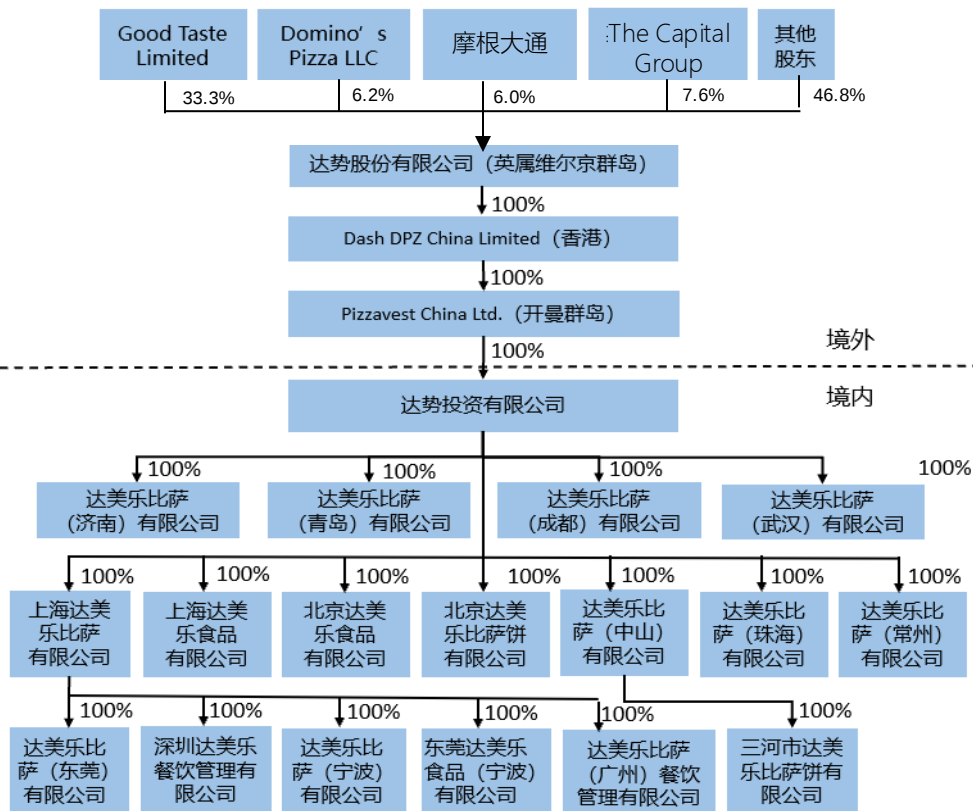
资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

1.1 股权结构：达美乐集团多次注资，上市后股权结构稳定

图表2：公司股权结构图

■ 公司股权结构稳定，Good Taste和Domino's Pizza 分别为第一、二大股东。公司股权结构中家族信托Good Taste Limited持股占比33.33%，实控人为达势副董事长James Leslie Marshall；达美乐通过全资孙公司Domino's Pizza LLC持有公司股份，Domino's Pizza LLC于24年10月减持约7.66%股份，最新持股比例为6.21%。

■ 未来每年需向总部缴纳特许经营费用，金额合理。根据特许经营协议，公司需向达美乐集团支付一次性特许经营费、门店特许经营费、特许权使用费及软件等其他费用，2020-2022年，公司共向达美乐集团支付2.3亿元，总特许经营费已于2021年全额结清。未来公司向总部支付的特许经营费主要为每家新店不超过1.4万美元的固定费用和每月经营门店销售额的3%，2023-2027年公司需支付费用分别不得超过1400、2000、2900、4100和6100万元。



资料来源：招股说明书，Ifind，太平洋研究院整理

1.1 核心管理层：王怡掌舵，达势开启新征程

■ **王怡加入担任首席执行官，核心管理团队拥有丰富消费品行业经验。**2017年5月，王怡女士加入达势股份担任首席执行官，负责公司整体战略规划及业务方向。王怡女士过去拥有丰富快餐业管理经验，加入达势股份前曾作为领导人管培项目候选人加入麦当劳中国，在麦当劳中国任管理职务超8年，在麦当劳期间拥有从基层到总部各层级管理经验，对美式快餐各方面具备资深履历；加入麦当劳中国之前曾在麦肯锡任职，其加入加强了公司整体的领导力并调整了公司经营战略，门店网络迅速扩展。紧随王怡女士加入，公司核心管理团队更新迭代，核心管理层具备丰富消费品行业经验。

图表3：公司核心管理层履历

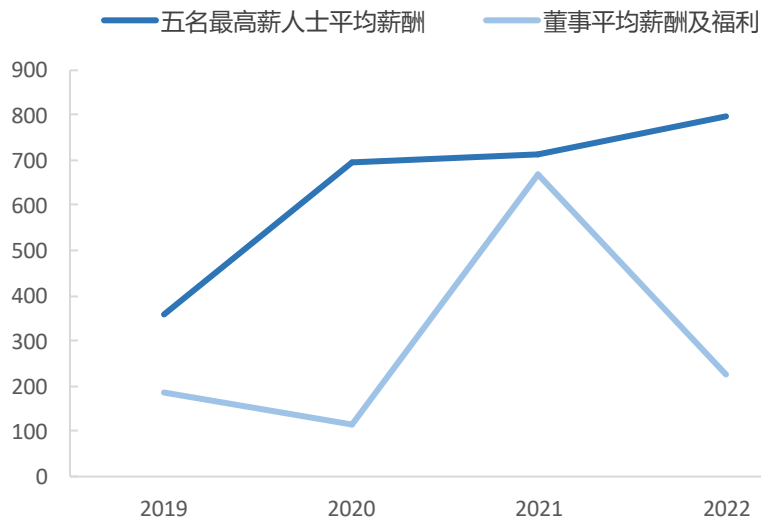
姓名	职位	加入时间	角色及责任	履历
王怡	首席执行官	2017.05	整体战略规划及业务方向	2009年加入麦当劳，在麦当劳中国任管理职位超八年。2015-2017年担任特许经营副总裁，负责制定特许经营系统及监管特许经营商表现。2012-2014年，担任中国华中地区副总裁兼总经理，2011-2012年，担任上海市场总经理，期间全权负责盈亏责任、门店开设及运营，2009至2011年作为外派 fast-track leadership program 候选人完成培训计划。在加入麦当劳前，2004-2009年在麦肯锡咨询公司担任助理和业务经理。
钟军	首席运营官	2018.09	监督运营	拥有丰富消费品行业经验。2016-2018年担任Urban Revivo首席运营官。2015-2016年担任广州千千氏工艺品有限公司首席运营官。2010-2015年担任麦当劳中国广州市场的总经理。
吴婷	首席财务官	2021.02	监督财务运营及资本管理	拥有丰富领导大型资本市场交易以及为并购交易的买卖双方提供建议方面经验。2018-2020年担任 Mogu Inc.的首席财务官，此前在CITIC CLSA (2017-2018年)、BofA Securities (2012-2016年)、Citigroup Investment Banking (2010-2012年) 和UBS Investment Banking (2006-2010年) 等机构担任高级职务。
徐歆奕	首席绩效官	2017.11	监督财务、法务及供应链运营	2007-2017年担任可口可乐装瓶投资集团中国财务总监。2004-2007年担任Lagardere China的财务行政总监。2002-2004年担任惠而浦（中国）财务经理。2000-2001年担任为霍尼韦尔（中国）高级财务分析师。
王毓璟	首席营销官	2015.06	品牌营销及产品开发	拥有丰富食品零售经验。2014年-2015年担任雅诗兰黛（上海）营销品牌管理以及客户关系管理总监。2013年-2014年担任新文越婴童用品（上海）营销总监。2009-至2013年担任麦当劳中国营销部高级总监。其职业生涯始于全球知名快速消费品公司。

资料来源：招股说明书，ifind，太平洋证券研究院整理

1.1 核心管理层：王怡掌舵，达势开启新征程

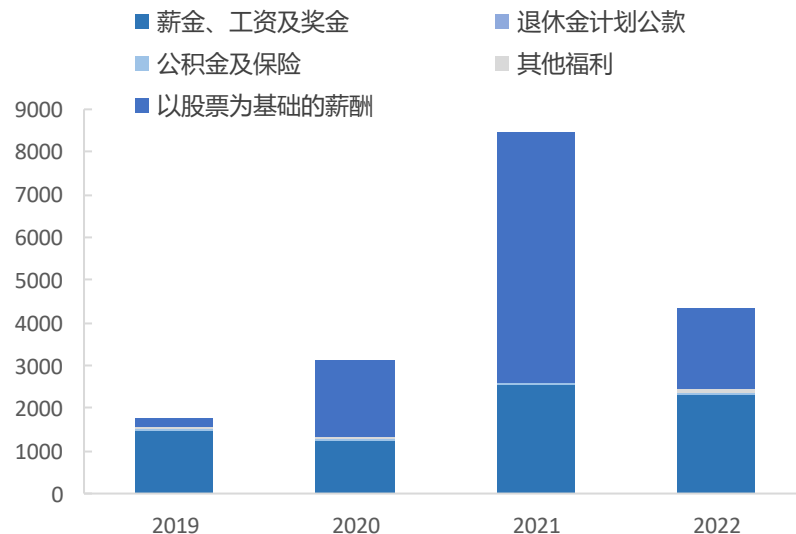
- **高薪锁住顶尖人才，提高核心决策质量。**公司前五名最高薪人士平均薪酬从2019年的356.0万元提升至2022年的795.0万元，董事平均薪酬和福利2021和2022年分别达666.7万元和225.6万元，其中王怡2020至2023年酬金分别达1857.5、4966.7、378.2、8125.2万元，高薪激励高级管理层实现或超越公司设定的业绩目标，确保高级管理者专注于公司的长期发展，从而做出更加深思熟虑和有利于公司未来的决策。公司主要管理人员薪酬2019-2023年分别为1780.1、3133.8、8536.5、4353.2、13580.4万元，其中以股票为基础的薪酬占比分别达10.6%、56.9%、69.4%、43.5%、73.8%，保证长期激励和利益一致性。

图表4：公司高层平均薪酬



资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

图表5：公司主要管理人员薪酬（万元）



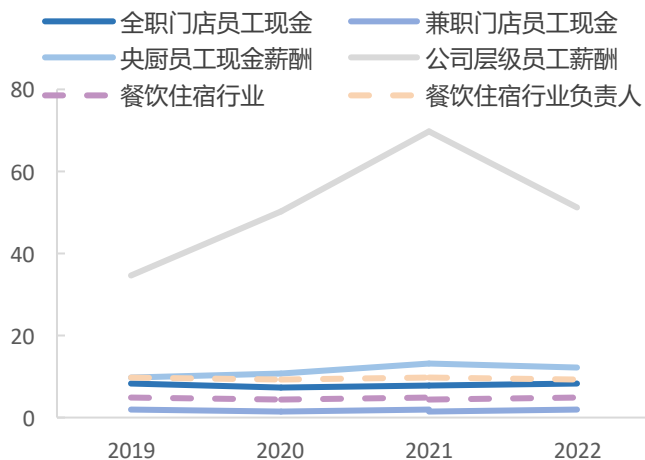
资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

1.1 核心管理层：王怡掌舵，达势开启新征程

- **公司薪酬具备较强市场竞争力，保障基层员工稳定。**从全体员工层面来看，2022年公司全职门店员工、兼职门店员工、央厨员工、公司层级员工薪酬分别为8.2、2.2、12.4、51.2万元，全职及兼职门店员工薪酬分别同比增长1.8%和4.3%，而同期全国餐饮住宿行业及餐饮住宿行业负责人平均薪酬为5.2、10.0万元，2023年同比变动+0.4%和-0.5%，公司薪酬在行业内具备一定竞争力，保证基层人员稳定。
- **内部晋升渠道通畅，激励员工斗志。**达美乐集团在管理层选拔上一贯对于内部员工存在偏好和明确的机制。在达美乐集团很多高层甚至国家和集团CEO均起步于基层，有些最初职级仅是配送员。在中国晋升渠道也较为清晰明确，全职员工从加入达美乐起，通过对于员工当前职级表现、学习掌握情况和个人所做出的贡献，最短每3个月可申请一次职级晋升，有机会经过18个月的专业培训和评估后，迅速成长为餐厅经理。在晋升为餐厅经理后，具备个人突出贡献和价值的员工可进一步晋升为区经理和大区经理等更高级别的职位，内部清晰通畅的晋升渠道充分调动员工潜力。

图表6：公司各层级员工薪酬及行业平均薪酬（万元）

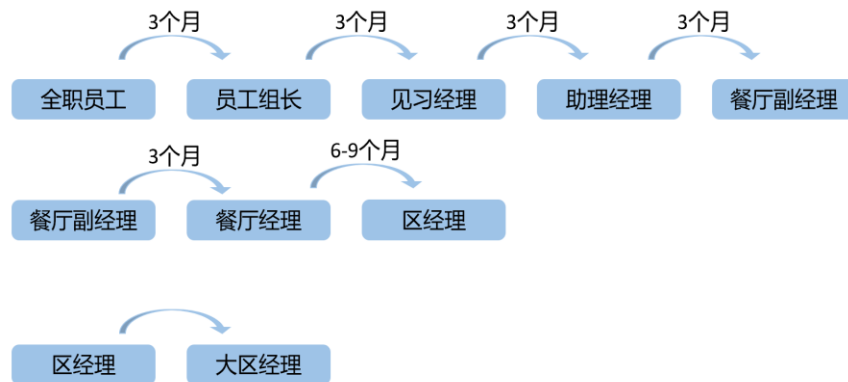
图表7：公司各层级晋升流程



结合当职级表现及学习掌握状况，由上级报名职级晋升

需进行述职报告，展现个人价值贡献，向区经理或大区经理汇报

各地区总经理、总监挑选人员进行述职报告，设定考察目标，成功达成则可晋升大区候选人



资料来源：招股说明书，国家统计局，太平洋证券研究院整理

资料来源：达美乐招募，太平洋证券研究院整理

1.1 股权激励：多次股权激励及花红计划推行，绑定核心成员利益

■ **多次股权激励覆盖各层级员工，花红计划绑定核心高层利益。**2021年以来，公司多次推行股权激励及花红计划，实现从高层到基层雇员、集团内外核心成员利益，促进公司长期发展。1) **股权激励计划方面**，截至上市前，2021年计划、2022年首次公开发售前计划累计约769万股，2022年第一次及第二次股份激励计划累计约不超过1500万股，承受人包括从公司董事、高级管理层，到各层级员工、集团内外核心人员。2) **花红计划方面**，2022年公司推行现金花红计划及股份增值花红计划，分别向最多12位高级管理层和关键雇员，及首席执行官支付一次性现金花红，进一步实现高层和核心员工的利益深度绑定。多次计划提升各层级雇员工作动力，促进公司长期发展。

图表8：公司历次股权激励计划情况

计划名称	时间	股份数	占比	计划详情
2021年计划	2021.1.1	103.5万股	占全球发售完成后已发行股份的0.8%	王怡获股占比0.19%，归属期为上市后一年内；其余7位管理层共获得股0.16%，归属期为43周至1年；其他3位非董事承受人获0.45%，归属期上市后6个月至47个月。
2022年首次公开发售前计划	2022.9.9	665.8万股	占全球发售完成后已发行股份的5.17%	股份由45位承受人持有，包括董事、高级管理层及集团其他雇员，归属期为4年
2022年第一次股份激励计划	2022.11.29	不超过1200万股	不超过上市日期已发行股份的9.33%	合资格参与者包括集团内任何成员公司、控股公司、控股公司附属公司（除集团成员外）或联营公司的员工、董事或高级人员。承受人最高配额不超过已发现股份总数的1%。
2022年第二次股份激励计划	2022.11.23	不超过300万股 /		合资格参与者扩展至集团内外的顾问、咨询人、分销商、承包商、客户、供应商、代理、业务合作伙伴等。

图表9：公司历次花红计划情况

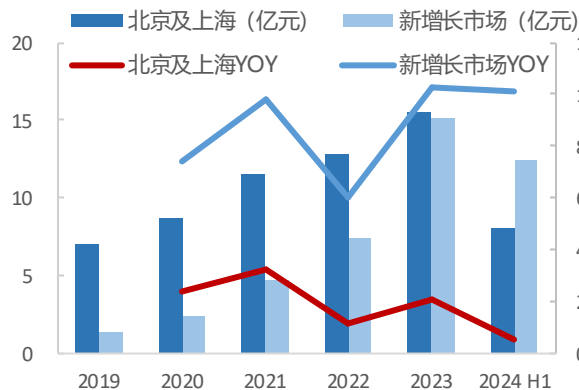
计划名称	时间	计划详情
现金花红计划	2022.11.15	向最多12位现有高级管理层及其他关键雇员支付一次性现金花红，总额介于230万美元至560万美元，其中不超过200万美元将于上市后六个月内支付。
股份增值花红计划	2022.11.15	上市日期后一年内向首席执行官支付一次性现金花红，付款基于上市后首次公开发行股权估值0.5%，并依上市前一周年最后五个交易日平均收市价，按公司市值增减的0.8%上下调整。

资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

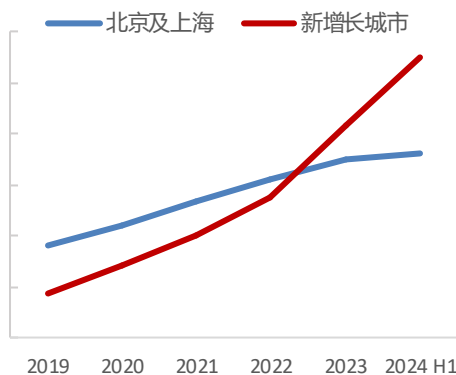
1.2 业绩复盘：收入持续高增，门店扩张及单店销售助力成长

- **收入实现多年高增长，新增张市场表现强劲。**公司经营表现强劲，2019-2023年营业收入从8.4亿元增长至30.5亿元，CAGR达38.2%，其中北京及上海营收从7.0亿元增长至15.5亿元，CAGR为21.8%，新增长城市从1.4亿元增长至15.1亿元，CAGR为82.7%。2024H1公司营收达20.415亿元，同比+48.3%，其中北京及上海和新增长城市营收分别为7.96亿元及12.45亿元，同比+4.76%和100.85%，新增长城市势能较足，其占总营收比从2019年的16.1%提升至2024年H1的61.0%。
- **商业版图迅速扩张，单店营收稳步提升。**公司近年来持续扩店拓展全国市场，以北京和上海为核心市场，围绕生产基地逐步扩张商业版图，截至24H1已在全国拥有914家门店，北京和上海门店数及新增长城市门店数分别从2019年的180家和88家提升至2024年H1的363家和551家，从2019年的进驻9个城市发展为2024年H1的33个城市。公司单店平均日销售额稳步提升，2023年单店日销售额为12580元，19-23年CAGR为5.1%，受2022年封城期间高基数影响北上单店营收略有下滑，但总体仍保持向上趋势；新增长市场单店营收持续高增，19-23年CAGR达20.2%。

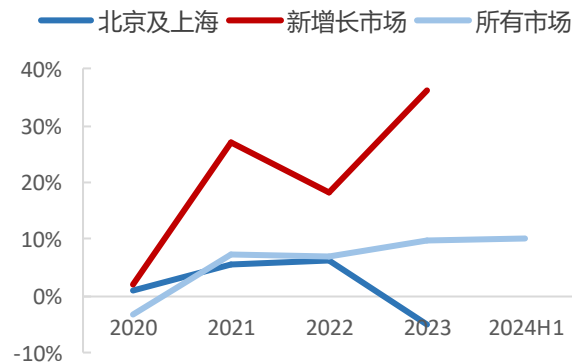
图表10：公司分地区营收及同比增速



图表11：公司分市场门店数



图表12：公司分市场单店销售额同比增长

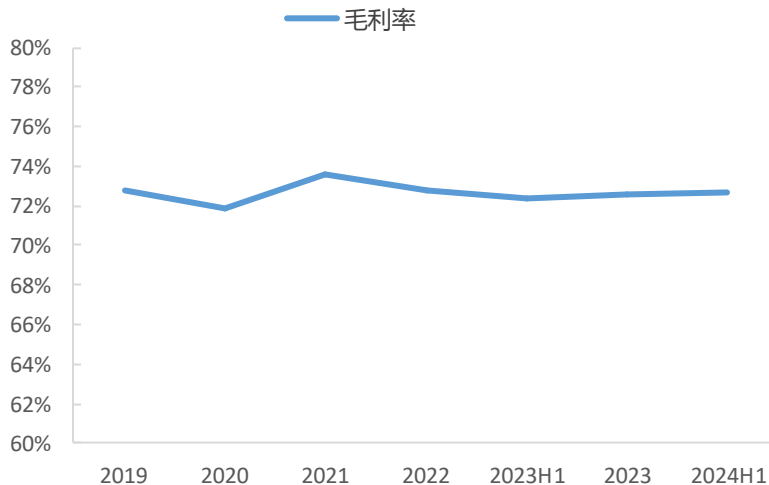


资料来源：公司公告，招股说明书，太平洋证券研究院整理

1.2 业绩复盘：毛利率水平稳定，净利润扭亏为盈

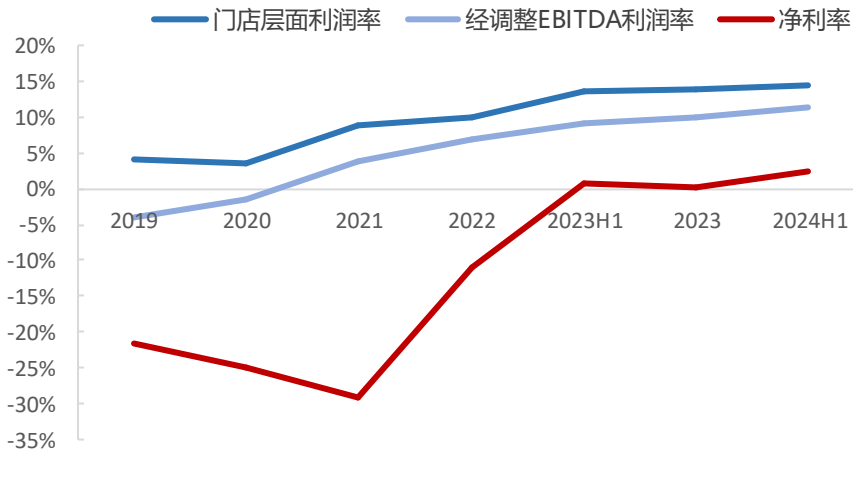
- **毛利率水平较为稳定。**公司主要经营成本为原材料及耗材成本，扣除原材料及耗材成本的毛利率水平2019-2024年H1分别为72.7%、71.9%、73.6%、72.8%、72.46%和72.7%，总体水平较为稳定，展现公司较强成本控制能力。
- **规模效益逐步显现，净利润2023年H1扭亏为盈。**伴随公司前期投入逐步进入收获期，规模效益下已初步展现出盈利能力。分利润率来看，其门店层面利润率始终维持正值且逐年提升，从2019年的4.1%提升至2024年H1的14.5%，提升了10.4pct。经调整EBITDA成功在2021年扭亏为盈，从2019年的-4.0%提升至2024年H1的11.4%提升15.4pct。净利润在2023年H1实现盈利，2023年净利率达0.3%，至2024年H1净利率2.5%。我们认为伴随新增长市场逐步展现出盈利能力，将进一步带动整体净利率水平增长，未来规模效益下，单位成本将进一步降低，盈利能力有较大想象空间。

图表13：公司历年毛利率水平



资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

图表14：公司门店层面净利率、经调整EBITDA利润率及净利率水平



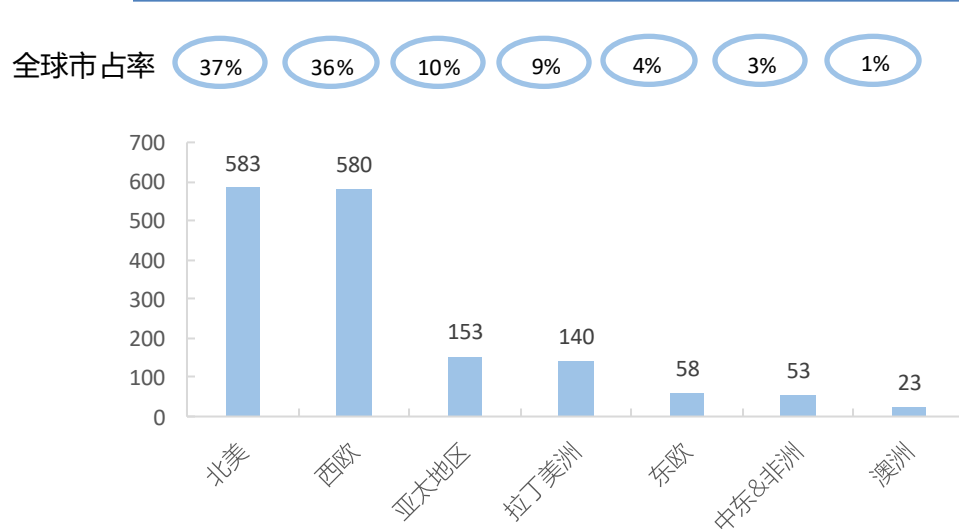
资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

2、中国比萨行业蕴能广阔，消费潜力有待释放

2.1 比萨发展历程：国际品牌主导教育国内市场，比萨消费逐步全国化

- **北美与欧洲为全球主要比萨消费地区。**比萨起源于十八世纪的意大利那不勒斯，于19世纪后期通过意大利移民传至美国，经由当地本土化改良以及食品加工企业的发展推动，美国目前成为全球最大的比萨消费市场，据Statista统计，目前北美占据全球37%的市场份额，其次为西欧占据36%的市场份额，而亚太地区由于各地饮食选择丰富，比萨消费仅占到全球10%左右的市场份额。
- **国际品牌打开中国比萨市场，比萨消费逐步全国化：**比萨进入中国已有30余年历史，主要分为三个阶段：1) 以“必胜客”、“达美乐”等国际品牌为主导的阶段，定位高端、产品线丰富；2) 乐凯撒、尊宝比萨等本土品牌开始崛起，在外来品牌完成市场教育的情况下，它们更加注重发掘消费者的新需求，从细分赛道切入市场；3) 比萨品牌开始从区域走向全国，越来越多本土比萨企业开始涌现。

图表15：比萨全球市场规模（单位：亿美元）



图表16：中国比萨市场发展时间线

- 1990 必胜客在北京开出第一家餐厅，开始培育中国比萨行业
- 1997 达美乐进军中国市场，外卖比萨的概念开始兴起
- 1998 中国第一家本土连锁比萨品牌尊宝比萨的前身——“小飞象”比萨在深圳开业，比萨平价化趋势加速
- 2002 中国本土品牌比格比萨创立，定位大众消费、时尚自助餐
- 2003 棒！约翰进入中国市场，与必胜客、达美乐呈现外来品牌三足鼎立之势
- 2006 比萨玛尚诺正式进驻中国大陆，第一家餐厅“Marzano”坐落在上海新天地
- 2009 中国本土品牌乐凯撒成立于深圳，首创榴莲比萨，开启比萨创新市场。此后，小龙虾比萨、烤鸭比萨、麻辣火锅比萨等层出不穷
- 2011 掌上比萨成立，主打一人食小比萨
- 2013 大师比萨品牌成立，2019年开始进行食品工业化，专注无需解冻就可以微波加热的冷冻比萨
- 2014 慕玛比萨在杭州成立，主攻比萨外送市场

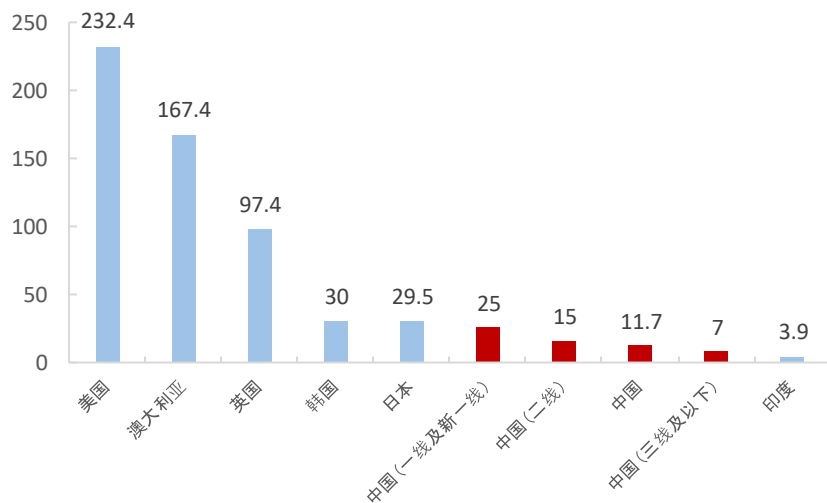
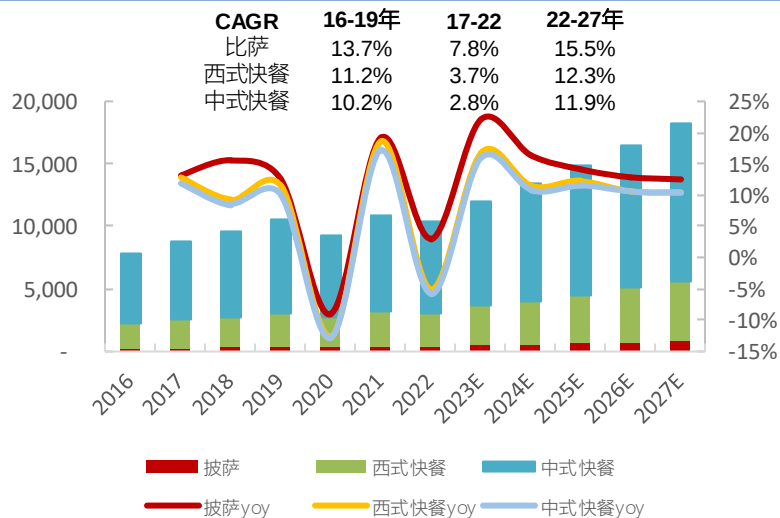
资料来源：红餐网，公司官网，Statista，太平洋研究院整理

2.2 比萨行业近400亿元规模，比萨门店覆盖率还有较大下沉空间

- **比萨行业目前处于成长期，在西式快餐中规模占比不大但增速快于整体：**根据沙利文数据，2022年比萨市场规模375亿元，规模仅占西式快餐整体的14.0%。但增速来看，2017-2022年比萨市场规模CAGR为7.8%，高于同期西式快餐的3.7%以及中式快餐的2.8%。沙利文预计2023年比萨市场规模458亿元，同增22.1%，预计到2027年将达771亿元，22-27年CAGR预计为15.5%。
- **对标海外，我国比萨门店覆盖率较低，下沉空间大：**从全国范围来看，我国每百万人口比萨门店数量为11.7家，对比饮食结构相似的韩国和日本，这一指标分别达30家和29.5家，是我国的2.6/2.5倍，对比更加成熟的欧美市场，美国/澳大利亚/英国达232.4/167.4/97.4家，分别是我国的19.9/14.3/8.3倍；而分区域来看，一线及新一线城市的覆盖度为25家，接近日韩，差距较大的是二线及低线城市，分别为15家和7家，因此我国比萨市场的下沉空间较大。

图表17：比萨、西式快餐、中国快餐市场规模及成长性（亿元）

图表18：2022年每百万人口比萨门店数量对比（单位：家）



资料来源：弗若斯特沙利文，招股说明书，太平洋证券研究院整理

2.3 品类洞察，比萨具备长生命周期特征

■ **品类自身属性决定市场空间以及竞争壁垒，选准品类有助于简化连锁餐饮经营模式：**结合海外经验来看，餐饮公司中长期能跑出来的品类主要是以汉堡、比萨为核心单品的西式连锁餐饮（麦当劳、达美乐、百胜）、以及以单品类运营的连锁业态（如日本的泉盛、吉野家，中国的九毛九酸菜鱼、海底捞火锅）。比萨作为西式快餐的子品类，具备显著的需求稳定性，其产品属性与汉堡类似，具备长生命周期特征，且行业进入门槛较高，是一个长坡厚雪的赛道。

■ **比萨具有较强的需求稳定性，品牌生命周期长：**

- **1) 口味迭代速度较慢：**西式快餐通常以标准化、统一化的菜单为特点，全球连锁的运营模式使得其产品的口味变化和迭代速度相对缓慢，其中比萨主要在配料和风味上进行口味创新。而对比其它餐饮业态，中餐菜系丰富，菜品SKU多，地域差别较大，有流行度变化风险；茶饮对新品需求度高，且消费客群以10-30岁年轻群体为主，时尚风险度较高。

图表19：餐饮业态对比

餐饮类别	主营产品	口味迭代速度	可标准化程度	复购率	连锁化率	行业集中度
西式快餐	汉堡	较慢，主要在配料和酱料上创新	高	较高	西式快餐连锁化率61%	西式快餐CR5=39.3%
	意面	慢，传统风味占据主导地位	高	低，在中国普及程度不如汉堡和比萨，且品牌知名度较低		
	比萨	较慢，主要在配料和风味上创新	高	较高		
中餐	火锅	较快，潮汕火锅、麻辣火锅、台式火锅等	适中，食材和调料的多样性需求使得完全标准化较为困难	高	20%	CR5=7.9%
茶饮	奶茶	快，新品需求度高	高	高	52%	CR5=44.2%
卤制品	休闲卤制品	较慢，传统卤制风味占据主导，主要在食材上创新	适中，卤制过程中对时间和火候的控制需要一定的技巧	较低，定位主要是休闲食品，冲动型消费	26%	CR5=21%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

2.3 比萨赛道存在进入壁垒，资金与耐心的双重考验

■ 比萨具有较强的需求稳定性，品牌生命周期长：

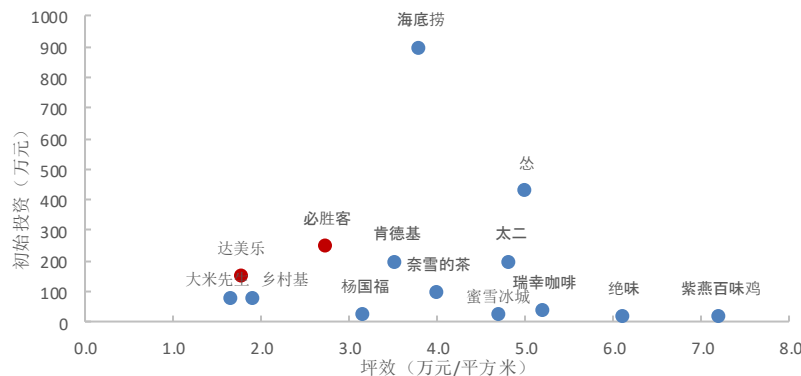
- **2) 主食属性提高复购率：**相较于主要应用在休闲场景、更加借助于冲动消费的卤制品，比萨以面饼、奶酪和各式配料组合，具备主食属性，且易于定制化满足个性化需求，通常被作为快速便捷的午餐或晚餐，主食属性促进了消费者的忠诚度和复购行为，从而提高比萨的复购率。
- **3) 高性价比：**比萨菜单的简洁性意味着较少的原材料种类和库存管理成本，同时标准化程度高降低了供应链上采购和物流的复杂性，此外，相比于中餐，比萨的制作工艺简单，厨师可提高出餐效率，规模效应下可降低人工成本，这些因素导致比萨商家能在保持利润的同时提供有竞争力的价格。
- **从商业模式的视角来看，比萨赛道存在一定的进入门槛，长坡厚雪。**相较其它餐饮业态，比萨行业：1) 坪效较低（约1.5-3万元/平方米）；2) 单店投资金额高（约100-300万元）；3) 投资回收期久（约需36-48个月），导致很难吸引资金实力有限、追求快速资本回报的投资者进入该行业，形成一定的进入壁垒。

图表20：不同餐饮品类对比

餐饮品类	门店面积（平方米）	单店投资（万元）	投资回收期（月）
比萨	100-300	100-300	36-48
西式快餐	60-250	100-300	10-24
中式快餐	60-250	30-120	7-18
火锅	>200	300-1000	10-20
现制茶饮	20-60	30-200	10-24
现制咖啡	20-60	45-200	7-24
卤制品	10-15	15-30	12-20

资料来源：各公司公告，太平洋证券研究院整理

图表21：餐饮龙头品牌坪效、初始投资金额对比



2.4 竞争格局：一超多强格局，必胜客以35.2%的市场份额遥遥领先

- **比萨市场集中度高，呈一超多强格局，必胜客以35.2%的市场份额坐拥龙头地位：**以CR5作为恒量集中度的指标，2022年中国比萨市场CR5达50%，高于西式快餐（39%）以及中式快餐（3.3%）；而与海外对比，集中度与美国（CR5为50%）、日本（CR5为52%）相当。从龙头市占率来看，中国市场必胜客份额达35.2%，遥遥领先其它竞争对手，达美乐以5.3%的份额暂居第三，而美国、日本市场则是达美乐市占率第一，份额分别达18.2%、25.6%。
- **必胜客凭借先发优势+强品牌力+行业壁垒高占据市场制高点，拉开与第二梯队的差距。**1) 先发优势：必胜客于1990年进入中国市场，是最早打开中国比萨市场的品牌，早期定位高端以及家庭聚会的消费场景，背靠母公司百胜中国大规模扩张门店，目前已有超3000多家门店。2) 强品牌力：必胜客作为全球知名的比萨连锁品牌，成立于1958年，至今已有60多年的历史。在中国市场，必胜客注重营销策略，通过广告、促销和社交媒体等多渠道提升品牌知名度和影响力，吸引了大量消费者，在消费者心中形成了强烈的品牌忠诚度。而同样具备强品牌力的达美乐由于特许经营权频繁更迭，开店缓慢，2010-2017年只开了不到100家门店。直到2017年，达势股份获得达美乐在中国内地、中国香港和中国澳门的独家特许经营商，王怡、钟军、王毓璟等组成的新管理团队，带领达美乐中国迅速扩张门店网络。3) 行业壁垒较高：如前文所述，比萨行业单店投资金额高、投资回收期长、运营管理难度高使得其进入门槛高。

图表22：中国比萨行业主要玩家概况

品牌	经营模式	中国大陆开业时间	营收 (亿元, 2022)	市场份额	一线城市市场份额	一线城市外送市场份额	客单价	门店总数	覆盖城市数
必胜客	直营+加盟	1990年	132	35.2%	22.8%	15.7%	63.09	3639	327
尊宝比萨	直营+加盟	1998年	21	5.6%	8.7%	10.8%	32.3	2952	258
达美乐	直营	1997年	20	5.3%	12.6%	14.5%	57.54	1032	44
乐凯撒	直营 2024年1月起开放加盟	2009年	7	1.9%	5.5%	6.0%	61.34	170	11
棒！约翰	直营+加盟	2003年	7	1.9%	3.1%	3.6%	58.53	305	36

资料来源：窄门餐眼（截至2024年12月18日），公司官网，太平洋研究院整理

2.4 竞争格局：新兴品牌通过专攻细分市场，为比萨行业注入新活力

■ **第二梯队通过细分市场和高性价比切入赛道，拓展比萨市场空间：**必胜客早期高达120+的较高客单价以及其消费场景的局限性，使得比萨在国人的渗透率不足，消费频次相对较低，导致比萨的普及程度受限。在此背景下，其他品牌开始寻求市场机会。达美乐和棒！约翰分别于1997、2003年进入中国市场，本土品牌尊宝、乐凯撒借助细分市场切入赛道，他们通过实施差异化战略、提供高性价比的产品、开发细分品类等方式，积极寻求市场突破。例如，尊宝凭借性价比策略以及加盟模式实现快速扩张；乐凯撒首创榴莲比萨，依靠口味创新占据一席之地。这些策略不仅吸引新的消费群体，还有效培养了消费者对比萨主食化习惯，进一步拓展市场需求空间。

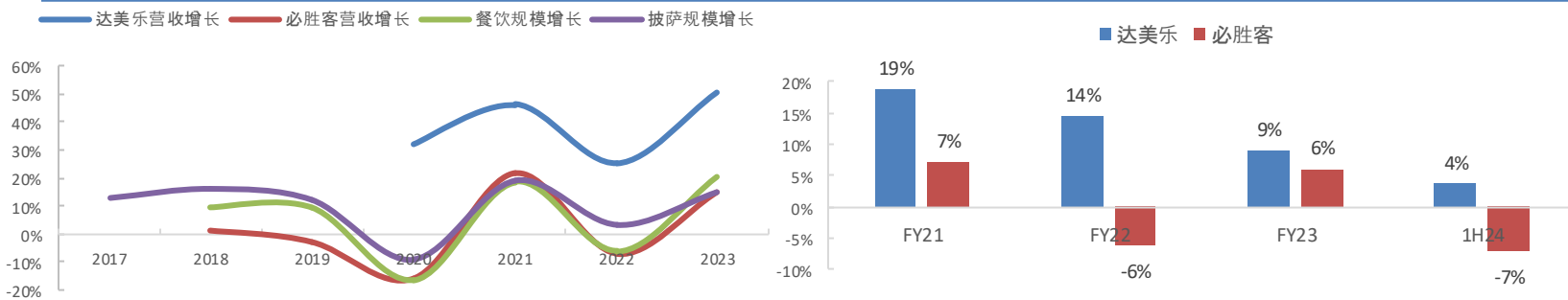
图表23：中国比萨行业主要玩家对比

	必胜客	达美乐	尊宝比萨	乐凯撒	棒！约翰
产品线	比萨、牛排、意面	比萨为主	比萨为主	比萨为主	比萨为主
产品定位	高品质、家庭式享受	快速、便捷的外卖服务	“小朋友爱吃的比萨”	榴莲比萨的创造者	“更好的馅料，更好的比萨”
网红产品	经典意式肉酱面、香草凤尾虾、超级至尊比萨	美式风情土豆培根比萨、超级豪华比萨、经典意式肉酱比萨	经典苏丹王榴莲比萨、奥尔良烤鸡比萨、蟹黄风味海鲜比萨	榴莲大满贯、榴莲牛乳冰淇淋、烤5种稀有榴莲拼盘	超级棒约翰比萨、意式肉酱比萨、夏威夷阳光比萨
消费人群	主要是家庭和年轻一代	忙碌的都市人群和外卖需求旺盛的市场	对比萨品质有较高要求的消费者	追求新鲜、独特口味的消费者	棒状食品的消费者
价格带	29-109	28-97	29.9-65.9	49.9-169	39-104
产品sku	31	32	18	22	28
饼底和卷边/配菜	6/1	16/10	1/1	4/1	3/-
外送比例	43%	72%	71%	71%	71%
门店数量	3279	793	2764	196	307
品牌资源投放	品牌形象塑造、产品研发和品质控制	提升配送效率和服务质量	提升产品品质和口感差异化	产品研发、品牌推广和特色口味开发	原材料选择、制作工艺和口感研发
不同层级分布	一线17.82% 新一线30.32% 二线22.66% 三线及以下29.2%	一线50.89% 新一线35.12% 二线12.6% 三线及以下1.39%	一线24.83% 新一线22.59% 二线15.79% 三线及以下36.78%	一线84.12% 新一线8.24% 二线6.47% 三线及以下1.18%	一线50.16% 新一线32.46% 二线12.46% 三线及以下4.91%
门店选址情况	购物中心58%、住宅21%、办公楼20%	购物中心30%、住宅35%、办公楼34%	购物中心9%、住宅75%、办公楼15%	购物中心14%、住宅29%、办公楼57%	56%购物中心

2.4 竞争格局：达美乐主要分布在高线城市，一线城市份额排第二

- **达美乐从第二梯队突围可期，领先的竞争优势有望占领更多的市场份额：**截至2022年底，第二梯队尊宝比萨、达美乐、乐凯撒、棒！约翰分别占据5.6%、5.6%、1.9%、1.9%市场份额。尊宝比萨主要以外卖为主，利用加盟模式快速拓店，主要分布在华南地区。乐凯撒是榴莲比萨的创造者，以榴莲比萨作为核心大单品。棒！约翰是全球比萨连锁品牌，但由于营销和品牌推广不足，在中国发展缓慢。我们认为达美乐在第二梯队有明显的竞争优势：
- 1) **市场定位优势：**达美乐价格定位中端，客单价57.54元，比必胜客低9%，与乐凯撒、棒约翰相近。中端定位结合其强品牌力能够吸引广泛的消费群体，包括价格敏感型消费者和追求品质的中产阶级，而尊宝比萨采取性价比策略，客单价32.3元，主要吸引价格敏感型群体。
 - 2) **产品研发优势：**从主产品比萨SKU来看，达美乐/必胜客/棒！约翰分别为32/31/28个，丰富度领先，其中达美乐提供更广泛的饼底+卷边选择，满足消费者更多个性化需求。而从研发端来看，达美乐研发团队可以在全球范围内共享产品创新，还能根据不同地区的独特需求和口味进行本地化调整。研发端优势使得达美乐可以迅速响应市场变化，具备更强的产品力。
 - 3) **外送服务优势：**达美乐外送占比72%，远高于必胜客的43%，虽然与尊宝、乐凯撒、棒约翰相近，但达美乐自建配送系统并持续优化，平均送达时间23分钟，在业内领先。外送的优势使其在疫情期间获益，20-23年收入增速高达32%/46%/25%/51%，平均同店增长率达13%，远高于必胜客。在疫情结束后，达美乐外卖业务依旧高增，同店增长幅度高于必胜客，1H24达美乐/必胜客同店增速分别+4%/-7%，表明消费者对外送服务有粘性，疫情加速培育外送市场。

图表24：达美乐、必胜客营收及餐饮、比萨规模增长情况（%） 图表25：达美乐和必胜客同店增长情况



资料来源：公司官网，窄门餐眼（截至2024年12月18日），极海，国家统计局，红餐大数据，太平洋研究院整理

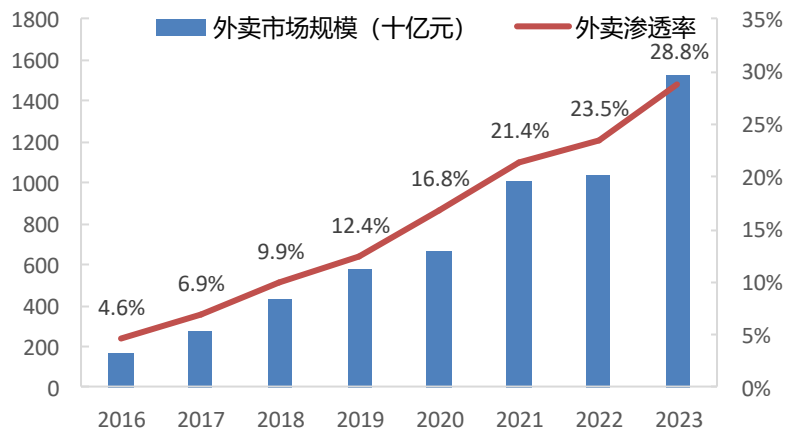
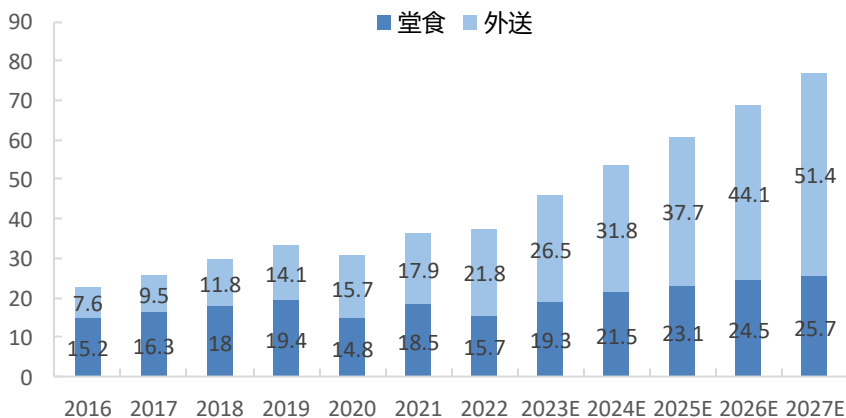
2.5 外送渠道的快速扩张是比萨行业增长的核心驱动因素

➤ **比萨外送渠道占比萨整体的66.7%，2016-2019年比萨外送CAGR高达22.9%，**外送渠道增长快于行业整体：2022年比萨外送规模为218亿元，占比58.1%，显著高于国内餐饮外卖的23.5%。2017-2022年比萨外送CAGR高达18.1%，同期堂食CAGR仅为-0.7%，2020年外送渠道的销售额首次超过堂食，预计未来外送渠道依旧是核心增长动力。根据沙利文数据，预计22-27年外送增速将达18.7%，堂食为10.4%，比萨外送规模预计于2027年达514亿元，届时外送市场占比将达66.7%。外送渠道的高速发展主要原因有：

- 1) **比萨产品属性适合外卖：**比萨标准化程度高，定位是西式快餐，易切分的特性适合分享类聚餐场景，这种需求天然与外卖相契合。
- 2) **外卖渗透率提升：**在互联网企业推动下，中国外卖市场高速发展，渗透率从2016年的4.6%上升至2023年的28.8%。
- 3) **疫情加速外卖的渗透：**疫情减少人们外出就餐的频率，倒逼餐饮品类加速线上化进程，2023年外卖渗透率已达28.8%，相比2019年的12.4%高16.5pcts。

图表26：中国比萨市场按堂食及外送划分的市场规模及成长性（十亿元）

图表27： 外卖市场规模及渗透率

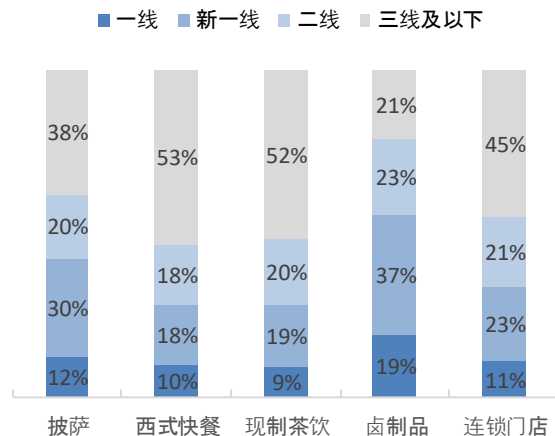


资料来源：艾媒咨询，弗若斯特沙利文，公司招股书，太平洋研究院整理

2.6 比萨下沉市场渗透率快速提升，但仍位于较低水平

- **一线及新一线以42%的门店占比获得63%的市场份额：**经过我们测算，从门店分布来看，比萨门店一线/新一线/二线/三线及以下分别占比12%/30%/20%/38%，高线城市门店密度较高，一线及新一线合计占比42%大于西式快餐（28%）、现制茶饮（28%）以及整个连锁门店（34%），但小于卤制品（60%），下沉空间较大。而从市场规模来看，目前比萨市场主要集中在一线及新一线，2022年二者合计占比63%。
- **下沉市场增长潜力大且预计增速最快：**分城市等级观测门店保有量，一线/新一线/二线/三线及以下的比萨占比西式快餐分别为2.9%/3.7%/2.5%/1.7%，若达到一线城市比萨门店的渗透率，三线及以下有70%的增长空间。按沙利文数据，16-19年不同等级城市发展较为均衡，一线/新一线/二线/三线及以下增速分别为12.6%/14.1%/14.8%/14.8%，预计在22-27年三线及以下城市比萨的市场规模增速将最快，CAGR达21.3%，预计同期一线/新一线/二线分别为11.2%/15.4%/16.9%。

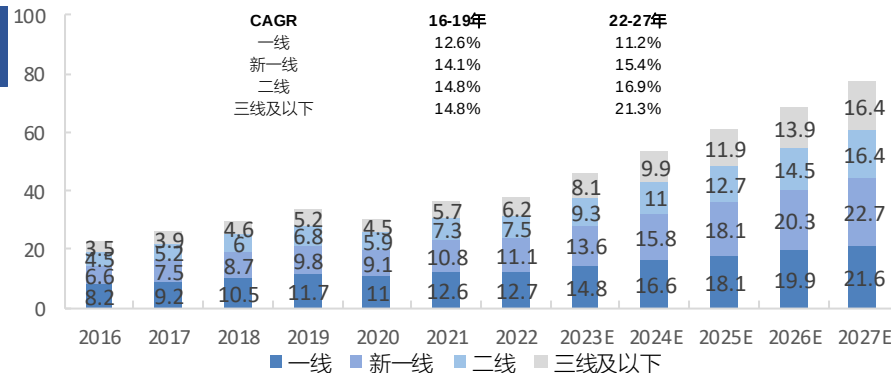
图表28：门店分布占比



图表29：每百万人口比萨、西式快餐店数（单位：家）

每百万人口门店数	一线	新一线	二线	三线及以下
比萨	25	25	15	7
西式快餐	870	680	610	413
比萨/西式快餐	2.9%	3.7%	2.5%	1.7%
增长空间	70%	117%	45%	-

图表30：中国比萨市场按城市等级划分的市场规模及成长性（十亿元）



资料来源：红餐大数据，公司招股书，太平洋研究院整理

2.7 比萨连锁化率高达90.1%，易标准化的特点利于门店快速复制

- **比萨是一个标准化程度较高的品类：**比萨、西式快餐与茶饮在烹饪简易程度、原材料种类和采购及库存管理等方面均展现出显著的高度标准化特征。这主要归因于它们的产品制作流程简单、快速，原材料种类相对较少且固定，对食材的储存要求相对较低，使得库存管理更加便捷和高效，易于建立采购的规模优势。相比之下，烘焙、火锅和中式快餐由于产品多样，对烹饪技艺和服务品质有一定要求，且原材料种类繁多、品质要求各异，库存管理复杂且成本高昂，导致业态标准化程度相对较低。
- **中国比萨行业连锁化率高达90.1%，门店可复制性强：**比萨作为一种标准化程度较高的快餐产品，其制作流程、原料配比和口味风格都相对固定，确保不同门店提供一致的品质和体验，这种标准化降低了运营复杂性和成本，同时提高了效率，因此，比萨门店可复制性强，天然具备连锁化的基因，连锁品牌可以通过规模效应形成竞争优势，此外，比萨行业规模较小且有一定进入门槛，故比萨行业连锁化率高。根据沙利文数据，连锁餐厅占中国比萨市场的90.1%（销售规模口径），预计到2027年，中国连锁比萨餐厅的市场规模将达718亿元，占中国比萨市场的93.1%。

图表31：代表性餐饮业态标准化程度对比

	比萨	西式快餐	中式快餐	茶饮	烘焙	火锅
烹饪简易程度	*** 工序较少且固定，主要包括面团制作、酱料涂抹、配料添加和烘烤，可用设备精准控制	*** 工序简单且快速，主要肉类烘烤、面包烘烤和组装等步骤，可用设备精准控制	* 菜品多样导致工序复杂，烹饪涉及蒸炸炒煮等，依赖厨师的个人技艺和经验	*** 制作流程简单且固定，主要包括泡茶、调配和加料等步骤	* 产品种类众多（如面包、蛋糕、饼干等）导致工序复杂，具体配方和制作流程因产品而异	*** 工序简单，火锅底料可以标准化制作
原材料种类	*** 主要原材料包括面团、酱料、奶酪和各种配料（如蔬菜、肉类等）。种类有限且易于储存和运输	*** 原材料种类相对固定，主要包括面包、肉（半成品）、蔬菜、酱料等	* 原材料种类繁多且品质要求各异，标准化管理难度较大	*** 原材料主要包括茶叶、水果、奶制品和各种添加剂，种类相对较少且易储存	** 原材料种类较多，包括面粉、糖、油、蛋等基础原料以及各种添加剂和装饰料，管理复杂度较高。	* 原材料种类多样，包括各种肉类、海鲜、蔬菜、豆制品以及汤底和调料等，管理复杂度较高。
采购、库存管理	*** 易于实现统一采购和配送，有助于建立采购的规模优势	*** 原材料储存要求统一，便于集中采购和库存管理	* 涉及多种食材和调料，且新鲜度要求高，对食材处理和储存要求严格	*** 原材料储存要求相对较低（除了一些易腐的水果和奶制品），库存管理相对简单。	* 多种原材料和半成品，库存管理复杂度较高，	* 库存管理涉及多种食材和调料，且新鲜度要求高，管理难度较大
服务流程	*** 服务流程简单，包括顾客接待、点餐、制作、送餐和结账等步骤	*** 服务流程非常简洁且高度标准化（如自助点餐、快速制作、递送），确保顾客体验的快捷和一致性	** 服务流程可能因菜品多样和烹饪时间差异而难以统一，需要员工具备较高的灵活性和沟通能力	*** 服务流程非常简单且高度标准化（如顾客接待、点单、制作、递送）	*** 服务流程主要包括顾客接待、产品介绍、称重和结账等步骤，这些步骤相对简单	* 服务流程相对复杂，且需要员工具备较高的服务意识和团队协作能力

注：***、**、* 分别代表标准化程度高、中等、低。

资料来源：太平洋研究院整理

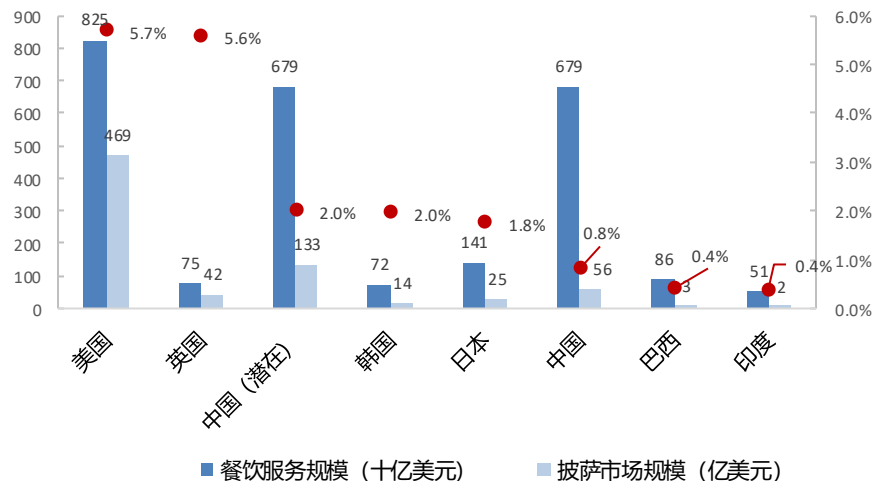
2.8 比萨潜在空间探讨：对标日韩，中国比萨市场具备千亿规模潜力

- **比萨的潜在市场空间达千亿：**比萨目前在中国仍是一个利基市场，2022年市场规模375亿元，仅占餐饮规模的0.8%，但其成长性高于大部分餐饮业态，预计未来增速（22-25年CAGR）达17.5%，仅次于现制咖啡的25.0%以及现制茶饮的20.2%。展望其未来潜在市场空间，我们以“比萨规模/餐饮市场规模”为比较基准，测算代表性国家的比萨占比。经过测算，结果主要分为三个梯队：
- 1) 欧美国家占比高，美国/英国比萨占比达5.7%/5.6%；2) 东亚发达国家占比居中，日韩分别达2.0%/1.8%；3) 而发展中国家中国、巴西、印度占比均小于1%。
 - 展望中国比萨潜在市场空间，保守假设餐饮规模不变，比萨占比提升至日韩水平即2%，测算得中国比萨的潜在市场空间达133亿美元（约944亿人民币），有望成为千亿赛道。

图表32：餐饮业态规模、增速对比

餐饮品类	市场规模（亿元）	历史增速 (16-19年CAGR)	未来增速 (22-25年CAGR)
比萨	375	13.7%	17.5%
现制咖啡	1348	26.6%	25.0%
现制茶饮	2137	91.5%	20.2%
西式快餐	2683	11.2%	13.5%
卤制品	3691	6.5%	~9.7%
火锅	4876	7.9%	~9%
中式快餐	7280	10.2%	12.8%

图表33：代表性国家比萨占比对比



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，太平洋研究院整理

2.8 比萨潜在空间探讨：解码千亿市场规模驱动力

■ 我们认为比萨赛道千亿规模是个可支撑的锚点，核心驱动因素如下：

- **1) 需求端增长动力足：**比萨作为一种全球化的食品，凭借其便捷性、口味多样性以及易定制的特点，在全球范围内有广泛的接受度，这为行业的规模扩张提供了坚实的市场基础。而中国本身已有起风之势，16-19年行业增速已达13.7%。
- **2) 强品牌力玩家对市场的培育：**汉堡在国人中的高接受度，与麦肯作为两大在全球范围内都具备强品牌力的玩家对市场教育、投入大量的营销费用密不可分，而达美乐和必胜客作为全球比萨龙头企业，同样也具备全球知名的强品牌力，通过强大的品牌影响力、创新的营销策略以及广泛的市场覆盖能力，可以有效提升消费者对比萨产品的认知度和接受度，从而推动比萨市场的扩张和消费习惯的形成。
- **3) 业态可复制性强：**相较于其他餐饮业态，比萨行业具有明显的标准化生产优势，不仅保证了产品质量和口味的一致性，还降低了管理和运营的复杂性，有利于现有品牌的快速扩张，也为新进入者提供了明确的成长路径，这有助于实现规模经济和门店的快速复制扩张。
- **4) 供应链和技术创新的推动：**比萨行业的发展受益于冷链物流技术的进步和食品生产自动化的提升，这些技术创新降低了生产和配送成本，提高了效率，从而为行业规模的扩大创造了条件。此外，数字化订单和配送平台的兴起也为比萨行业带来了新的增长点，而比萨本身快餐性的产品属性适配外送渠道，使得比萨销售能够更好地适应移动互联网时代的消费习惯。

3、他山之石：海外达美乐的成功经验

3 美国达美乐：深耕比萨行业60年，全球比萨龙头品牌

■ **达美乐创立于1960年，历经60年成为全球比萨连锁龙头。** 1960年达美乐在美国密歇根州创立，并于1967年开设第一家特许经营店，通过外送模式开拓连锁门店，逐步成长为美国最大的比萨连锁企业，公司经过60年发展已形成以交付为导向，以轻店型门店扩张，专注于高性价比的比萨、其他小食开发，以及高效垂直供应链系统的商业模式。复盘达美乐总部自2004年上市至今的股价，公司在2010年-2011年拥有明显超额收益，2011年后基本保持年均30%左右的涨幅。背后催化主要来自于：1) 公司全球门店扩店速度提升，堡垒策略的顺利推进为高质门店扩张奠定基础，10-22年门店数量扩张CAGR由前十年的3.0%提速到6.5%；2) 战略具备前瞻性并持续锐意进取，在口味配方、品牌形象、数字化管理上及时纠偏并持续巩固自身在效率上构建的护城河，在行业迈入成熟期后依然实现稳步扩张，超越必胜客成为全球第一大比萨品牌。

图表34：公司各阶段股价复盘



资料来源：达美乐官网，Bloomberg，太平洋研究院整理

3.1 美国达美乐带来的成功经验与启示

■ 回顾达美乐成为全球第一大披萨品牌之路，达美乐已成功打造极致单店模型，并保持优秀持续的单店增长，达美乐带来的成功经验与启示？

- 1) 切入差异化外卖赛道打造30分钟必达卖点，极致效率优化店型，堡垒战略助力单店增长。公司成立早期便切入外卖赛道实现差异化突围，并持续优化效率和供应链能力。2011年提出堡垒战略，实现密集开店的同时同店仍然保持增长。
- 2) 与时俱进，多次率先行业数字化创新，打造穿越周期的护城河。公司始终顺应最前沿趋势持续优化，多次率先行业推出数字化技术创新，如推出POS和ERP系统、比萨全程追踪系统、智能手机app进一步优化订单交付，率先行业捕捉互联网红利。推出数字化选址、引入Profisee等做出更科学决策。
- 3) 打造共同成长和互利互惠的加盟商管理机制，全球多个国际经销商实现当地品牌龙头地位。

图表35：美国达美乐启示总结

优秀持续的
同店增长，
开店低门槛、可复制

• 受益堡垒战略的成功，密集开店未影响单店增长。公司通过堡垒战略进一步提升配送效率，同时方便消费者到店自取，并增加品牌曝光度，2011-2022年达美乐美国门店数量复合增长约2.85%，同店复合增长6.31%；国际门店数量复合增长约9.56%，同店复合增长4.85%，执行该策略以来仅有2022年出现负增长。
• 早期定位比萨外送，轻店型模式实现极致单店模型。门店面积只有90-120平，平均单店投入低于竞品，低维护成本、低翻新成本，易于门店复制扩张。海外内外关店率保持在2%以内（除2020年突发疫情冲击）。

极致的效率&科技赋能

• 早期通过极简产品、开设中心店，投入高效生产设备等方式提升效率
• 而后借助科技辅助成长，顺应最前沿趋势持续优化，多次率先行业推出数字化技术创新。1) 科技创新保证优质交付，收割消费者心智。互联网快速发展时期，公司率先推出比萨全程追踪以及DIY创意系统，实现派单智能化。2011年推出在智能手机渗透率快速提升但暂未完全普及时，率先行业推出智能手机APP实现移动端在线下单。2) 依据数字化做出更科学决策。公司早期数字化选址系统，配合最佳外卖路线指引经销商科学开店；引入Profisee系统积攒用户数据，精准了解消费者偏好，并优化订购方式。自行研发POS和ERP pulse系统，为管理人员提供运营数据以提供更优的决策。

切入外卖差异化赛道，从人无我有到人有我优

• 早期是美国第一家主打外送的比萨品牌，不断优化改良配送环节，保证配送时效
• 在美国外卖渗透率快速提升以及智能手机APP普及阶段，外卖差异化定位获得先发优势，获取更多行业红利

共同成长和互利互惠的
加盟商管理机制

• 严格加盟商质量便于管理，赋能优质加盟商。早期每年拿出供应链50%的税前盈利返给加盟商，确保不会自购食材，严控食材安全与口味标准化；及时关闭表现不好的门店。超过95%的加盟商曾在达美乐体系内工作，且必须要在公司担任总经理或主管至少1年，限制加盟商参与其他业务。使得公司关店率维持低位，海外关店率除了在2020疫情期间有较大上升之外，基本都是在2%以内。公司加盟商从2004年的1300家减少至2022年的725家。但单个加盟商开店数量从3.4家提升至8.4家。

资料来源：达美乐官网，Bloomberg，太平洋研究院整理

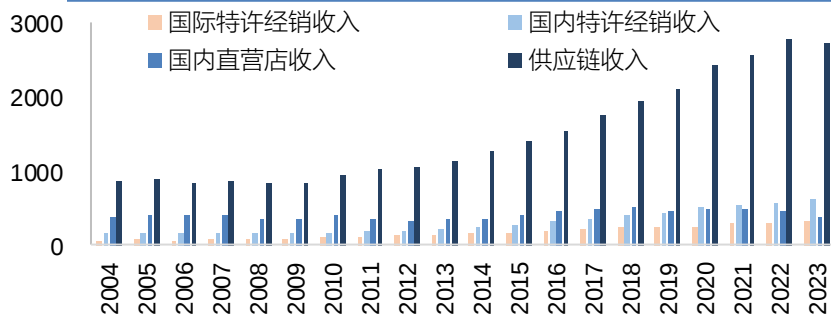
3.1.1 美国达美乐：优质加盟商为收入提供保障，单店与扩店水平稳步增长

- 达美乐扩店与单店水平稳步增长，特许加盟费为公司主要收入来源，通过规模经济扩大盈利空间。达美乐的主要盈利方式是按照加盟商的销售收入收取特许权使用费和管理费。在美国境内达美乐直接参与管理加盟商，达美乐在海外设立主加盟商，并由后者持有达美乐在该国的特许权使用权。达美乐收入取决于加盟商的销售额，所以保证加盟商的盈利能力从而激励其不断扩张是达美乐的核心，激进的全球扩张模式使得达美乐能够以有限的资本开支和运营资金迅速扩大其品牌足迹。达美乐比萨通过对技术和数据的使用来保证其优质的配送效率，配合堡垒策略来提升公司竞争力和顾客对品牌的忠诚度，不断提升门店收入增长。截至2023年底，达美乐在全球拥有2.06万家门店，加盟门店占比近99%，其中32%左右的门店开设在美国，2023年达美乐实现收入44.8亿美元，净利润5.2亿美元，2013-2023年收入CAGR为9.5%，利润CAGR为13.8%。

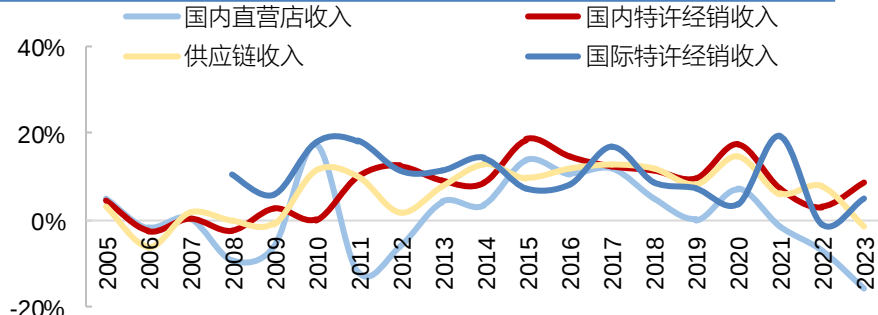
图表36：达美乐门店扩店、业绩及股价表现情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
美国门店数目	5008	5092	5143	5155	5047	4927	4929	4907	4928	4986	5067	5200	5371	5587	5876	6126	6355	6560	6686	6566
国际门店数目	2749	2987	3223	3469	3726	4072	4422	4835	5327	5900	6562	7330	8440	9269	10038	10894	11289	12288	13194	13737
总门店数	7757	8079	8366	8624	8773	8999	9351	9742	10255	10886	11629	12530	13811	14856	15914	17020	17644	18848	19880	20591
门店增长	330	322	287	258	149	226	352	391	513	631	743	901	1281	1045	1058	1106	624	1204	1032	711
营收(百万美元)	1,446.5	1,511.6	1,437.3	1,462.9	1,425.1	1,404.1	1,570.9	1,652.2	1,678.4	1,802.2	1,993.8	2,216.5	2,472.6	2,788.0	3,432.9	3,618.8	4,117.4	4,357.4	4,537.2	4479.4
利润(百万美元)			106.2	37.9	54.0	79.7	87.9	105.4	112.4	143.0	162.6	192.8	214.7	277.9	362.0	400.7	491.3	510.5	452.3	519.1
营收yoy		4.5%	-4.9%	1.8%	-2.6%	-1.5%	11.9%	5.2%	1.6%	7.4%	10.6%	11.2%	11.6%	12.8%	23.1%	5.4%	13.8%	5.8%	4.1%	-1.3%
利润yoy				-64.3%	42.5%	47.6%	10.3%	19.9%	6.6%	27.2%	13.7%	18.6%	11.4%	29.4%	30.3%	10.7%	22.6%	3.9%	-11.4%	14.8%
年度涨跌幅	32%	38%	18%	-19%	-64%	78%	90%	113%	39%	62%	37%	20%	45%	20%	32%	20%	32%	48%	-38%	21%

图表37：达美乐各业务收入情况（百万美元）



图表38：达美乐各业务增长情况

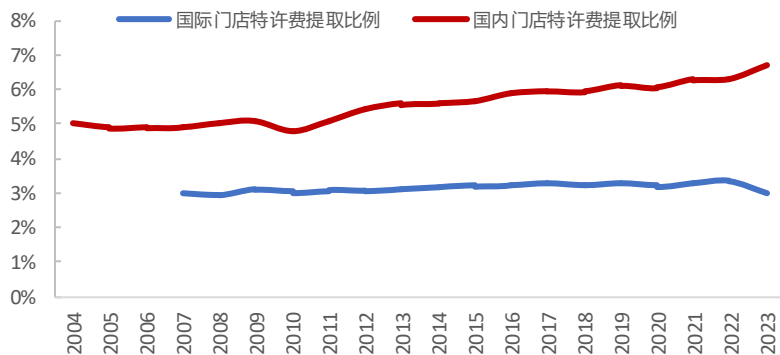


资料来源：达美乐官网，太平洋研究院整理

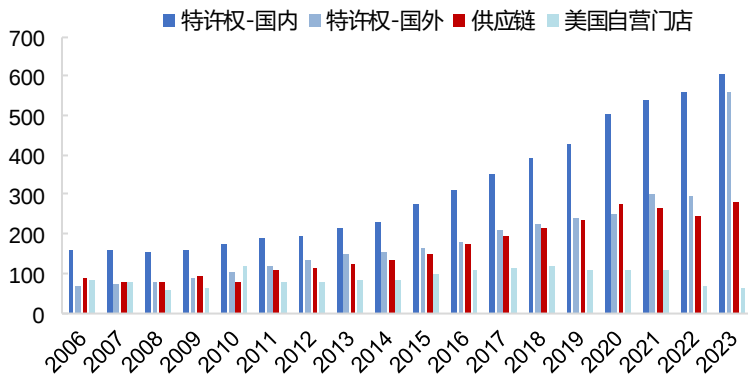
3.1.2 业务结构：供应链业务收入占比最大，特许加盟费为主要的盈利来源

■ 特许经销收入虽然占比较低，却是公司主要的利润来源。达美乐的主要盈利方式是按加盟商的收入收取特许权使用费和管理费，从公司的特许经销提取比例来看，国内提取比例为6%左右（其中约5.5%的销售特许权使用费，另外还有一定的技术费），海外门店提取比例平均约为3%。2023年美国/国际加盟商的特许经销收入6.1/3.1亿美元，占公司总收入比重约13.5%/6.9%，合计占公司总收入比重约19%。由于特许权使用费和管理费对公司而言基本是纯利润业务，所以从毛利润占比来看，美国/国际特许经销收入占公司毛利润40.3%/37.1%，合计占公司毛利润约77.4%，另外供应链毛利润占比为18.5%，自营门店毛利润占比仅为4.1%。

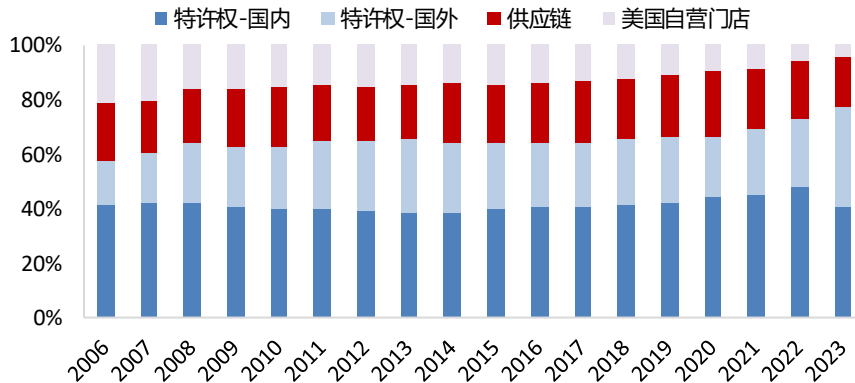
图表39：达美乐特性经销提取比例



图表40：达美乐各业务毛利润情况



图表41：达美乐各业务毛利润占比情况

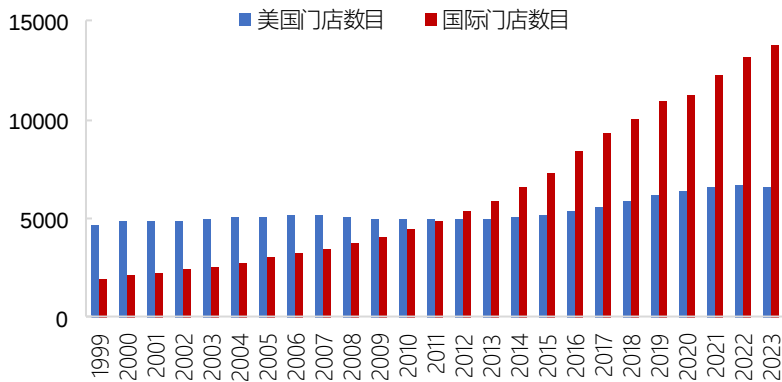


资料来源：达美乐官网，太平洋研究院整理

3.1.2 业务结构：供应链业务收入占比最大，特许加盟费为主要的盈利来源

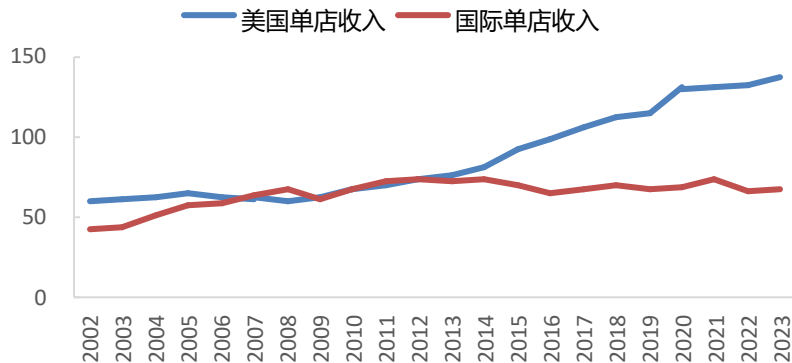
■ 达美乐美国国内单店收入是海外门店的约2倍体量。2023年达美乐海外门店和国内门店销售规模分别为90/92亿美元，由于海外高速扩张，国际门店与国内门店单店收入在2012年开始分化，国内门店单店收入持续上升，海外门店自2012年以来，因扩张速度较快，单店收入略有下滑并在2016年以后开始保持稳定。2023年美国门店单店收入约137万美元，国际门店单店收入约67万美元，美国门店单店收入是国际门店的2倍。2023年必胜客单店收入为67万美元，肯德基单店收入为113万美元，麦当劳单店收入60万美元，相比其他品牌来看达美乐的单店收入仍处于领先水平。

图表43：达美乐海内外门店数量变化

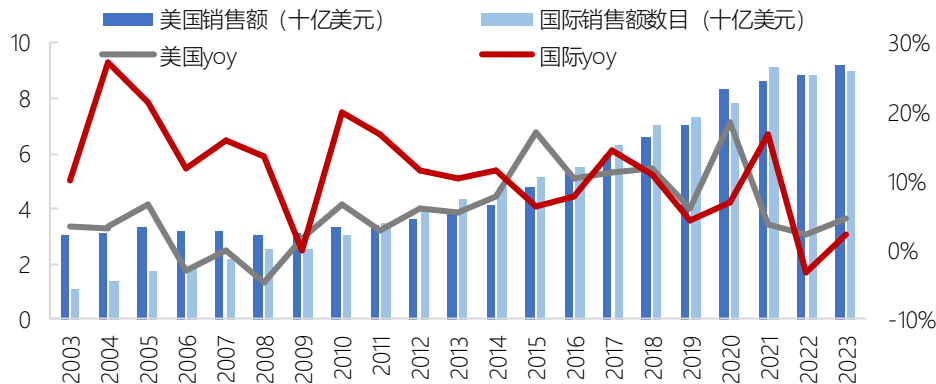


资料来源：达美乐官网，太平洋研究院整理

图表42：达美乐海内外单店收入变化



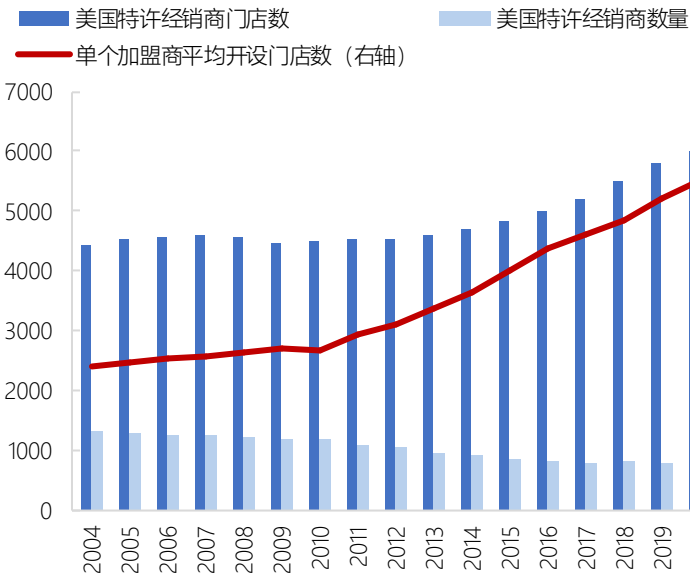
图表44：达美乐海内外总销售额变化



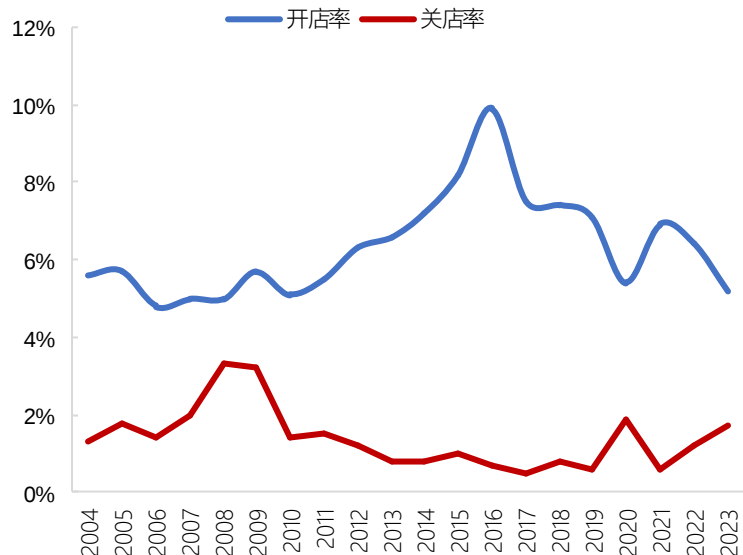
3.1.2 业务结构：供应链业务收入占比最大，特许加盟费为主要的盈利来源

■ **不断优化经销商体系，关店率维持低位。**达美乐95%以上的经营者是公司自身体系出身，并且大多数特许经营商专门经营达美乐门店，达美乐的扩张主要依靠现有加盟商来推动发展。通过不断巩固美国的特许经销商体系，特许经销商从2004年的1300家减少至2023年的735家，目前美国特许经销商平均经营从2004年的3家提升至2023年9家门店。从关店率来看，自2012年执行堡垒战略以来，达美乐国内关店率保持在1%以下，并且有不断降低的趋势，国内门店关店率要远远好于海外门店。海外关店率除了在2020疫情期间有较大上升之外，基本都是在2%以内。

图表45：达美乐美国特许经销商及门店数量



图表46：达美乐开店及关店率情况

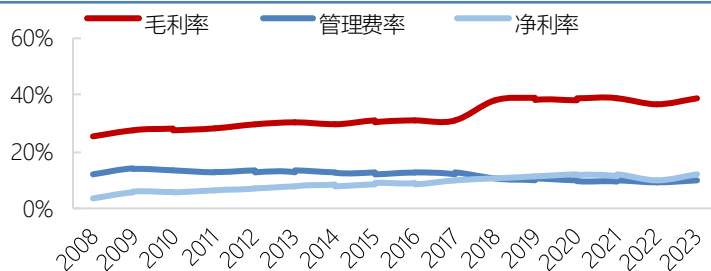


资料来源：达美乐官网，太平洋研究院整理

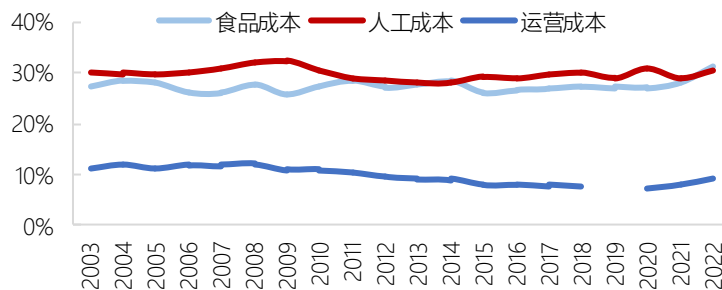
3.1.3 盈利结构：盈利能力持续提升，门店盈利受到原材料影响较大

- **达美乐盈利能力自2007年以来持续提升。**公司自2007年以后公司盈利能力水平不断提升，2022年公司毛利率和净利率分别为28.7%及11.2%，净利率自2007年依赖提升接近8.6pct，其中主要是由于规模效应及营收结构变化下，毛利率自2007年以来提升了3.2pct，另外管理费率自2007年的12.6%下降至9.2%，降低了3.4pct，二者合计提升公司净利率约6.6pct。
- **供应链毛利率稳定，美国自营门店盈利能力受原材料和人工成本影响较大。**分业务来看，国内和国际特许经营权收入100%毛利润化，供应链毛利率常年保持在10%左右，这主要是因为达美乐的供应链收入采用成本加成原则，所以整体表现较为稳定。另外公司自营门店毛利率波动较大，主要与原材料成本及劳动力成本有关。

图表47：达美乐盈利能力情况

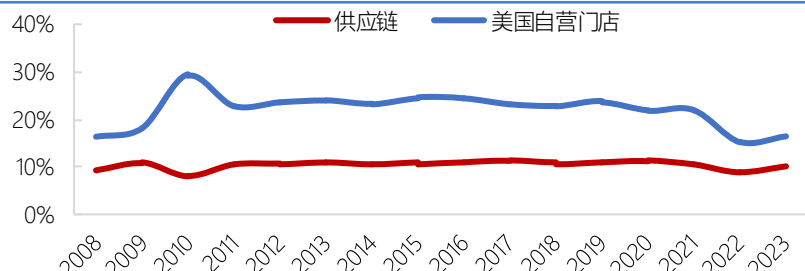


图表49：达美乐成本占收入比重

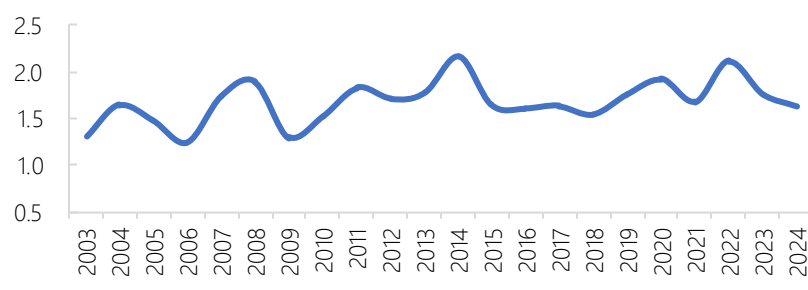


资料来源：达美乐官网，wind，太平洋研究院整理

图表48：达美乐各业务毛利率



图表50：美国奶酪价格（美元/磅）



3.2.1 回顾1960-1970年：成立之初聚焦外送模式，实现差异化突围

- **1960-1970年：成立之初比萨已是美国仅次于汉堡的第二大快餐品类，达美乐依靠外送为主的轻资产模式差异化突围。**
达美乐创始人Tom以约900万美元收购了一家名为“DomNick”的比萨店，达美乐成立时，比萨在美国是市场空间仅次于汉堡的第二大快餐品类。行业中已经有具备一定品牌影响力的头部比萨品牌，例如必胜客拥有100+家门店主打堂食，小凯撒拥有50家门店左右主打外卖自取，市面少有外送服务方式的比萨品牌。达美乐创始人创新性决定专注于比萨外送业务，用高效配送的方式解决消费者的担忧并打开堂食以外的消费场景，与市面上成熟的比萨品牌差异化竞争。
- **达美乐的早期发展背后离不开美国比萨工业化的推动，比萨成为国民食物，比萨文化流行。**1) **食品工业技术的不断进步推动比萨成为家庭日常主食。**20世纪60年代冰箱在美国家庭中完成普及，各地比萨店、超市售卖冷藏的生比萨，当时美国食品工业体系已经非常发达，比萨也逐步从餐厅走进千家万户。由意大利裹腹用的传统主食改造为肉菜、芝士等配料为主的大众餐饮品类。2) **比萨餐厅连锁化发展。**连锁餐厅的发展推动。1958年、1960年必胜客、达美乐先后成立，至1971年必胜客开到1000家门店，达美乐突破200家+。3) **外送化进一步提升比萨的可触达率。**60年代美国发明保温性能不错且便宜的瓦楞纸比萨盒，后历经改良，经由外部开孔+内部涂铝涂层的方式保温、排热气，以保证面饼温度且不会软榻影响口感，通过外送的便捷方式触达消费者。

聚焦外送模式，差异化定位突围

- **外送利于轻资产运营，门店模型跑通：**门店面积只有90-120平，平均单店投入15万美金，资金投入是必胜客的20%，单店日销却是必胜客的75%，低维护成本、低翻新成本，易于门店复制扩张。1967年7月，安娜堡的达美乐开业后实现盈利，创始人决定在密歇根大学附近尝试占领部分比萨市场，1967年年底6家门店扭亏为盈。
- **消费人群差异化定位，聚焦学生人群：**区别于必胜客定位正餐形式的“休闲餐厅”，主要消费人群为白领青年，堂食聚餐为主。早期达美乐开店大多围绕大学城，由于校园推广费较低，公司广告费用基本投放至大学校园，1978年前基本75%的门店位于大学城，大学生年轻人位主要消费群体。
- **持续提升外送效率：**始终坚持送达速度和服务质量，并摸索出了越来越多的技巧，例如事先准备好比萨上的配料，设计保温的配送纸盒，另外公司通过加大门店密度来保证送达速度，并推出第一代配送保证“超半小时即半价”，达美乐的效率形象开始广为传播。

C端生比萨普及教育消费者

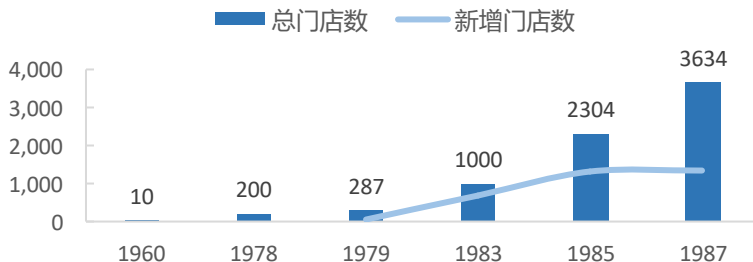


资料来源：公司官网，招股说明书，Foodaily每日食品，太平洋研究院整理

3.2.2 回顾1970-1990年：加速开店扩张阶段，进一步提升运营效率构筑壁垒

- **建立特许经营管理体系，加速开店扩张，1987年达美乐的门店扩张到3600家，近十年时间保持每年平均开店近500家的节奏。** 1970年初达美乐计划以每年50%的速度门店扩张，1973年公司成立比萨饼学院培养潜在加盟商，并通过收购推动扩张，1978年收购Pizza Co, Inc. 获得23家新的比萨门店，1979年并购Pizza Enterprises, Inc增加50家比萨门店，1979年店面数量已经达到287家。1978年底公司宣布国际扩张计划，随后1983年在加拿大开设第一家国际特许经营店，同年达美乐门店数量约1000家。1985年开始进入英国、日本市场。达美乐1985年全球门店达到2300家门店，而同期必胜客有4000家门店，为了应对必胜客的竞争，1987年达美乐的门店扩张到3600家，近十年时间保持每年平均开店近500家的节奏。
- **为支撑扩店速度并持续抢占派送市场份额，公司进一步提升运营效率，构建外送竞争壁垒：**1) **设立中央供应系统：**公司推出加速比萨烘焙的设备，设立中心店给零售店减少工作量，极大程度简化了后厨加工程序，也能更好应对高峰销售期。同时通过中央供应系统可以规模化采购原材料获得更低价格，平均一个中心店可服务168家门店。2) **提升配送效率：**提出“30分钟必达，否则免费”的外送口号，为提升加工与配送效率，公司在1989年前只售卖12寸及16寸的比萨以及可乐饮料，并投资“大红炉”制作设备，可以同时烤90张比萨。3) **严控加盟商管理体系，保证门店运营质量：**公司早期对加盟商收取其收入的2.5%作为授权费，收入的2%作为广告费，收入的1%的作为账目费，同时每年拿出供应链50%的税前盈利返给加盟商，确保加盟商不会自购食材，严格把控食材安全与口味标准化要求。1981年公司采取防御性管理策略，关注表现不好的门店重点培育以提升销售额。

图表51：1987年之前达美乐总门店数量变化



图表52：达美乐30分钟必达的广告标语

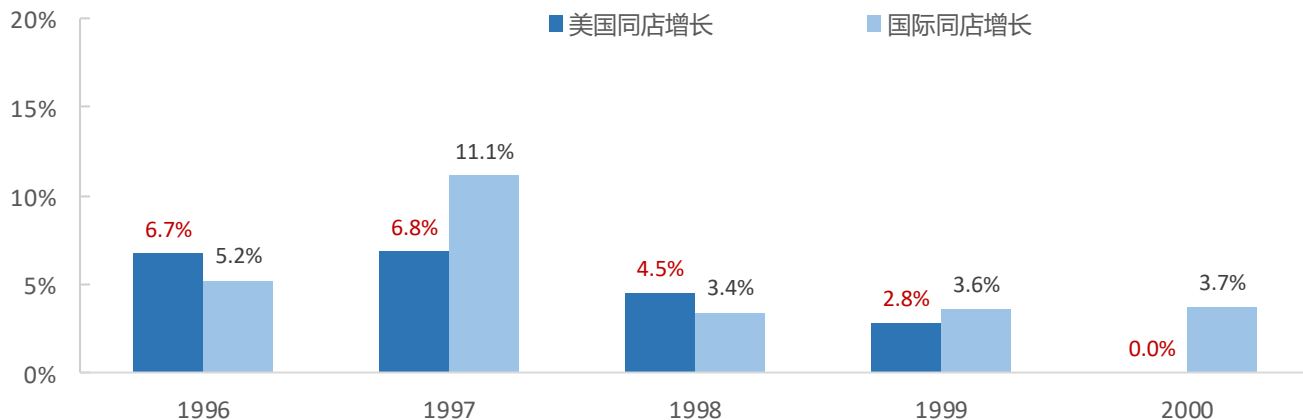


资料来源：公司官网，招股说明书，Foodaily每日食品，太平洋研究院整理

3.2.3 回顾1990-2000年：比萨行业趋于内卷，内部忧患爆发

- 1990-2000年比萨行业增长放缓、头部竞争加剧，公司内部又由于前期开店过快而管理未能及时匹配导致同店增长下滑，部分新开店出现亏损，内部人员动荡。1989-1990年年均开店均不超过300家，1991年关闭155家门店，国际特许经销商从16家削减至9家。
- 内部：1) 30分钟必达舆论承压。公司前期为了保证30分钟必达的承诺，1989年发生20多起配送员驾驶事故，导致公司交货承诺受到民众的抵制。2) 前期过快开店导致新店亏损，裁员+关店+削减开支的方式盈利。1989年销售额的下滑导致公司开始削减公共关系、国际营销部门等人员以维持盈利能力，1998年更换ceo后削减总部100个行政职位，关闭146家表现不佳的门店，同时加快新加盟店扩张，两年时间内增加758家新门店。3) 人事动荡。1989年创始人打算出售公司并离开达美乐，直到1991年创始人重返公司计划将达美乐拉回正轨。1998年创始人Tom把控股权出售给贝恩资本，次年David A. Brandon 接替Tom成为公司董事长兼CEO。

图表53：达美乐海内外同店增长情况



资料来源：达美乐官网，招股说明书，Foodaily每日食品，太平洋研究院整理

3.2.3 回顾1990-2000年：比萨行业趋于内卷，内部忧患爆发

- 1990-2000年比萨行业增长放缓、头部竞争加剧，公司内部又由于前期开店过快而管理未能及时匹配导致同店增长下滑，部分新开店出现亏损，内部人员动荡。1989-1990年年均开店均不超过300家，1991年关闭155家门店，国际特许经销商从16家削减至9家。
- 外部：1) 90年代开始比萨行业增速放缓。80年代美国比萨行业销量年均增长10%左右，到1994年销量增长放缓至2%。2) 必胜客、小凯撒进入外送市场，头部企业陷入价格战。1986年必胜客花费0.75亿美元启动外卖，1988年外送业务已占其总销售量的25%，1986年达美乐几乎占据比萨外送的全部市场，而1989年至1992年间，必胜客外送份额增长到19.8%；小凯撒于1995年进入外送市场，将旗下3900家门店提供派送服务，占据85%门店。除此以外头部开始纷纷下场卷价格，1992年必胜客采取套餐和“买一送一”策略，推出巨型产品“大足”比萨，21块饼组成售卖9-11美元，占到95年公司总销售额的23%。达美乐同样推出“达美乐终结者”，30块饼同样售卖9-11美元。小凯撒建立“价值小童”概念，提出“两个比萨，一个价钱”策略，营造充分价格优势。

图表54：达美乐与比萨品牌发展对比

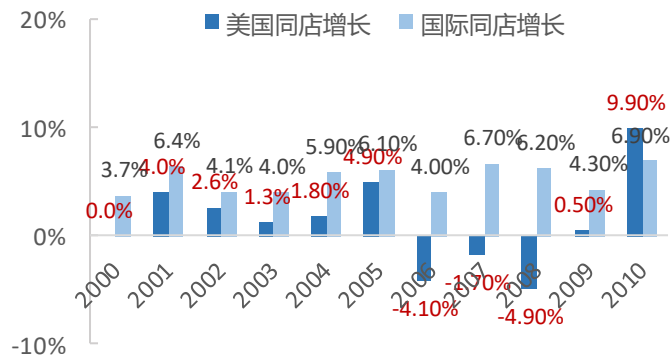
门店数 销售额：亿美元	1967	1978	1980	1983	1985	1990	1995	2000
比萨行业			80年代美国比萨行业年均销售增长10%			1994年开始增速放缓至2%，开始价格战，必胜客、小凯撒和达美乐CR3占到50%		
达美乐 (1960年成立，主打外送)	开放第一个加盟店	200店	不到1000店	1000店 (国际化：第一个海外店)	3000店 10.8亿 (86年前占据派送市场全部份额)	5000店 26.5亿 (92年派送市场份额跌到46%)	6000+店 30亿 (95年占据派送市场35%份额)	6977店 36亿
必胜客 (1958年成立，主打堂食)	145店	3000+店 8亿			5000店 21.5亿 (86年花费0.75亿美元启动外卖，88年外卖收入占比25%)	40亿 (92年派送份额占到19.8%)	1万店 51亿 (95年占据派送市场35%份额)	1.2万店 50亿
小凯撒 (1959年成立，主打到店自提)	1962年开放加盟 1969年50个店 主打性价比		226店 0.64亿		3.4亿 (第3名)	2400店 10亿	92年4000家 21亿 (92或93年超过达美乐，95年进入派送市场，85%的门店提供外送)	1999年后开始收缩业绩
棒约翰 (1984年成立，主打堂食)		后起之秀，主打质量更好的pizza			1店	1991年 110店 0.4亿	878店 4.6亿	2817店 17.5亿

资料来源：公司官网，招股说明书，Foodaily每日食品，太平洋研究院整理

3.2.4 回顾2000-2010年：行业需求低迷，竞争白热化，公司内部调整优化

- **2000年-2010年期间比萨行业增长放缓至复合增速2.5%，行业竞争加剧、行业洗牌：**据Technomic数据，2002-2007年美国快餐业CAGR为6.4%，其中比萨行业仅有2.5%的增长。鸡肉类食品取代比萨成为仅次于汉堡的日常食物，部分知名比萨品牌退出。达美乐2007年同店销售额同比下降1.7%，2008年下降4.9%；必胜客2008年Q4同店下降1%，2009年同店下降12%；同时棒约翰2008年同店销售额下降2%。
- **2004-2010年期间公司收入CAGR为1.4%，门店数量CAGR放缓至3.2%（美国国内门店数量基本持平），股价下跌38%，公司内部积极调整应对：**1) **增加甜点、鸡肉类小食，丰富比萨口味：**2001年公司增加首款甜点产品：奶酪面包和肉桂面包扭条，当年公司整体销售额同比增长6.8%至37.8亿美元。而后达美乐不断地在菜单中添加新品。2) **改善比萨配方。**在2009年主要的比萨口味评比中，达美乐比萨的口味获得倒数第一，公司在价格和获取便利度上做到了极致，但在味道上有明显的不足。2008年开始达美乐秘密研发并改进比萨配方，花两年时间测试15种酱汁以及近50种脆皮调味组合，并对高复购以及流失客户进行调研，改进可能的比萨配方组合。3) **全面拥抱数字化（加盟商数字化管理、线上下单、订单可视化等）：**2002年公司自行研发POS和ERP pulse系统，强行要求所有加盟商必须使用统一的Pulse系统有效监督所有的特许经营者。2007年，首创在线下单和移动下单，推出“达美乐追踪者”（Domino's Tracker）软件，从下单到面团发酵、包装和派送，顾客可以了解订单全过程。2008年率先行业推出“比萨跟进”（Pizza Builder）系统，消费者可以DIY比萨会员系统，2C数据驱动，建立顾客的“比萨档案”。

图表55：2000-2010年达美乐同店变化



图表56：1996-2000年达美乐同店增长变化

门店数 销售额：亿美元	2000	2008	2012
比萨行业 2002-2007年比萨行业规模CAGR为2.5% 查克E.奶酪、圆桌比萨、教父比萨和比萨酒店 同店：1) 达美乐：2006年同比-4.1%、2007年同比-1.7%、2008年同比-4.9% 2) 必胜客：2008年Q4同比-1%、2009年同比-12% 3) 棒约翰：2008年同比-2%			
达美乐 (1960年成立，主打外送)	6977店 36亿	8773店 55亿	1万店 74亿
必胜客 (1958年成立，主打堂食)	1.2万店 50亿	1.3万店	1.37万店 112亿
小凯撒 (1959年成立，主打到店自提)	1999年后开始收缩业绩		3500店 14.5亿
棒约翰 (1984年成立，主打堂食)	2817店 17.5亿	3380店 22.6亿	3800店 26亿

资料来源：达美乐官网，《达美乐—创意比萨巨头如何使用客户创新客户体验》，《华尔街日报》，Foodaily每日食品，太平洋研究院整理

3.2.5 回顾2010年-至今：打造极致客户体验走出泥沼，实现二次辉煌

■ 全面拥抱数字化提升客户体验，科技的便捷与新颖成为达美乐的一大亮点。

- 1) 产品研发与客户反馈形成沟通闭环，精准研发。2012年达美乐推出“思想烤炉”脸书平台，顾客和粉丝可以在那里向达美乐提出改善企业的建议，公司根据顾客的差评重新设计比萨配方对产品进行重新改造，并在2012年推出研发3年时间的平底比萨。

■ 全面拥抱数字化提升客户体验，科技的便捷与新颖成为达美乐的一大亮点。

- 1) 产品研发与客户反馈形成沟通闭环，精准研发。2012年达美乐推出“思想烤炉”脸书平台，顾客和粉丝可以在那里向达美乐提出改善企业的建议，公司根据顾客的差评重新设计比萨配方对产品进行重新改造，并在2012年推出研发3年时间的平底比萨。

- 2) 借助科技辅助成长，顺应最前沿趋势持续优化，多次率先行业推出数字化技术创新。此前公司推出“Domino's Tracker”和“Pizza Builder”应用方便客户直接下单，3d生成定制diy比萨，并全程追踪订单保证了顾客的用餐体验。2011年在智能手机未完全普及时，变推出手机APP实现移动端在线下单，2013年推出增强型订购平台，客户只需点击5次，30s即可重新订购食物。2014年公司推出siri-“Dom”实现智能语音下单，2015年推出Translator App，顾客将手机扫描“胃”的部位，即可定制属于自己胃的比萨。同年公司推出智能手表订餐，并在配送上推出比萨车DXP，车内改造烤箱完成加工到送餐全程，2016年研发比萨自助送餐车机器人DRU，安装定位和探测系统，送达目的地后顾客可通过密码解锁完成自助取餐。2015年公司美国及国际同店大幅增加，其中国内增长12%，国际增长7.8%。公司在科技应用上加投入力度以赢得消费者的忠诚度，至今IT已成为公司内部最大的部门，2014年公司数字化订单占比50%，2022年上升至80%。

图表57：达美乐数字化应用及配送方式展示



2015年推出DXP烤箱送餐车

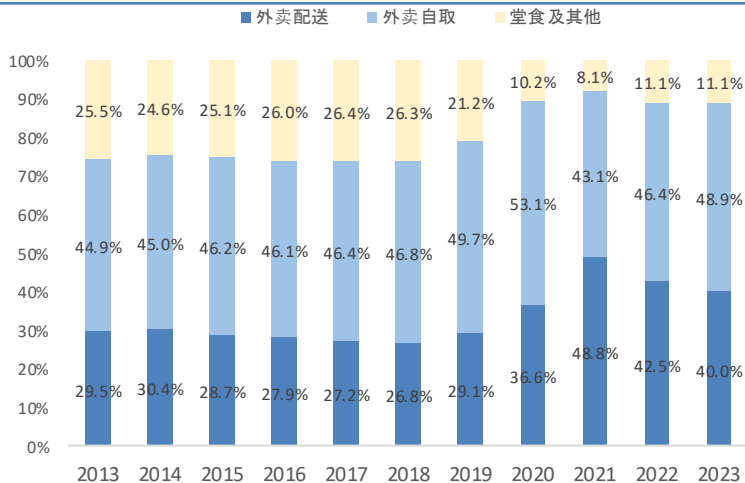
2016年推出DRU自助送餐

资料来源：公司官网，《达美乐—创意比萨巨头如何使用客户创新客户体验》，《华尔街日报》，bloomberg，太平洋研究院整理

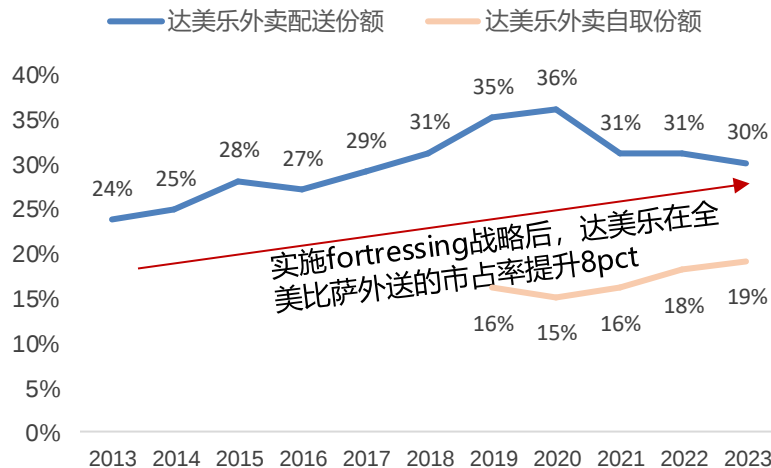
3.2.5 回顾2010年-至今：堡垒战略强化优势，成为全球第一大比萨品牌

■ **提出fortressing战略，提高行业门槛，加密门店后同店仍保持稳定增长。**2010年达美乐重点放在单店日销额以及盈利的提升，开始试点堡垒（fortressing）战略，在现有店面服务的市场上增加店面数量，以加快送餐速度，让到店自取更加方便。顾客对比萨外卖最大的不满是收到食物时不够热或不够新鲜，新方案的目标是缩小送餐范围，提高每间店每小时的送餐数量以及速度，并保证在规定范围内不引入新加盟商。2011-2023年达美乐美国门店数量复合增长约2.5%，同店复合增长5.9%；国际门店数量复合增长约9.1%，同店复合增长4.6%，执行该策略以来仅有2022年同店出现负增长。2023年达美乐在全美比萨第三方配送收入总额中占到30%，较2013年的23.6%提升6pct，从而使得达美乐在美国比萨的市占率从2014年的13.5%提升至2023年的21.9%。在英国该策略同样成功，在埃克塞特，达美乐增加了一家店，店的总数达到三家，由于缩短派送时间，总销量上升，从2013年到2018年，达美乐在当地的销售量增长了106.5%；在诺丁汉，自2013年以来，达美乐在当地增加了4家店，区域的总销量从2013年到2018年增长76.8%。

图表58：美国比萨市场不同购买渠道占比变化



图表59：达美乐在美国市场的外卖及自取业务份额变化

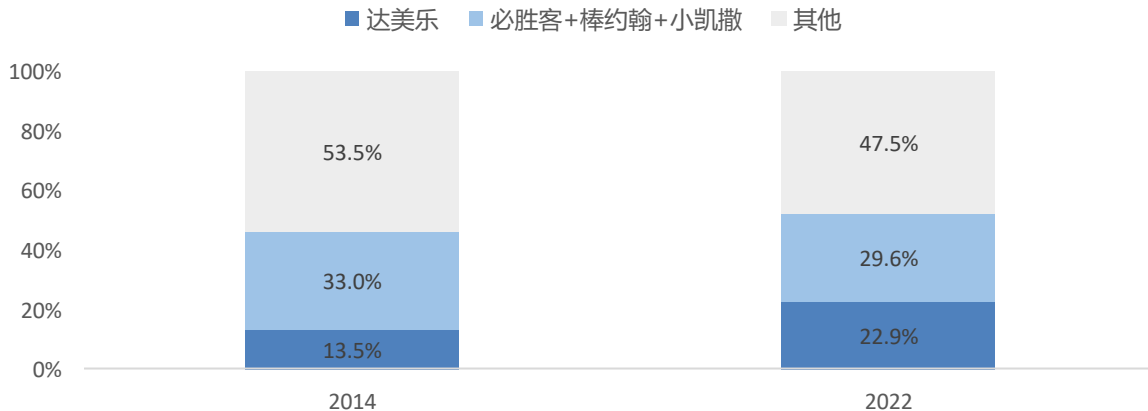


资料来源：公司官网，招股说明书，太平洋研究院整理

3.2.5 回顾2010年-至今：堡垒战略强化优势，成为全球第一大比萨品牌

■ **2017年反超必胜客成为全球第一大品牌，盈利能力同步提升。**据CNBC报道，2017年必胜客和达美乐的市场份额差距不足1%，必胜客对年轻人缺乏吸引力一，而年轻人的比萨消费占比最大，同时必胜客在数字技术创新方面也很落后。达美乐、棒约翰超过60%的订单来自网上，必胜客的线上下单量不足50%，且早期达美乐、棒约翰建立了强大的忠实顾客系统来鼓励顾客持续在网上下单，而必胜客直到2017年才推出。2017年达美乐同店增长7.7%，必胜客全年同店增长仅2%左右。2017年达美乐零售额超过必胜客，达美乐零售额122亿美元，必胜客120亿美元。2014-2018年达美乐销售额CAGR为12%，而必胜客，棒约翰销售额持平。2018年，达美乐毛利率同比上升6.6pct至37.9%。必胜客下降3pct至35.2%，棒约翰从8.5%下降到1.9%。

图表60：美国比萨市场品牌市占率变化

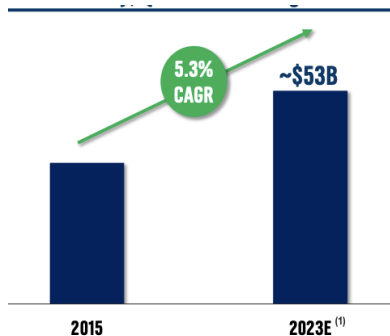


资料来源：达美乐官网，CNBC，太平洋研究院整理

3.2.5 回顾2010年-至今：全球比萨消费稳步增长，达美乐实现国际化扩张

- **比萨消费全球化，全球比萨渗透率稳步增长。**据欧睿数据，全球比萨消费来看，2015-2023年全球比萨规模实现5.3%的复合增长，至2023年已到达530亿美元，其中北美、西欧为全球主要的比萨消费市场，分布占到全球消费额的37%、36%。全球比萨食用渗透率的提升为达美乐的扩张奠定基础。1983年公司在加拿大开设第一家特许经营商后开启国际化扩张之路，截至2023年底，公司海外共拥有13737家门店，共有8家主特许经营商在当地上市。
- **严格管理并支持全球经销商发展，注重达美乐品牌形象的维护。**公司对经销商的管理要求较严格，除了收取授权费、广告费，确保经销商不会自购食材以外，达美乐选择经销商多从内部人员考虑，超过95%的经销商曾在达美乐体系内工作，且必须要在公司担任总经理或主管至少1年，在签订长期合同之前观察其运营表现和财务业绩，并限制加盟商参与其他业务，让其经营注意力集中在达美乐品牌上。同时，要求所有加盟商必须按照协议规范经营门店，要求所有门店都安装自主开发的PULSE系统，通过现场管理实时收集数据，为管理人员提供运营数据以提供更优的决策，并为加盟商提供持续的支持。

图表61：全球比萨行业规模变化（亿美元）



图表63：达美乐全球各地门店及销售占比情况



图表64：达美乐全球各地店铺分布

国家	2023年门店数量 (家)
印度	1916
英国	1254
日本	1015
墨西哥	894
澳大利亚	747
土耳其	689
中国	771
加拿大	605
法国	489
韩国	480

资料来源：欧睿，statistics，达美乐官网，bloomberg，太平洋研究院整理

3.2.5 回顾2010年-至今：全球比萨消费稳步增长，达美乐实现国际化扩张

- 达美乐海外拥有8家当地上市经销商，前五大市场以印度、英国、日本、墨西哥、澳大利亚为代表。其中最大的国际总特许经营商为Domino's Pizza Enterprise Ltd，在13个市场经营3,751家店（主要覆盖澳大利亚、新西兰、比利时、法国等地），约占国际门店总数的28%。其中公司最大的国际总特许经营商Domino's Pizza Enterprise Ltd（ASX:DMP）在13个市场经营3,751家店，约占国际商店总数的28%，主要覆盖澳大利亚、新西兰、比利时、法国等地方，其余四家分别为Jubilant FoodWorks（目前约2552家门店，主要覆盖印度等地）、Domino's Pizza Group PLC（目前约1261家门店，主要覆盖地区为英国及周边）、Alsea SAB de CV（目前约1401家门店，主要覆盖墨西哥）、DP Eursia-DPEU（目前约859家门店，覆盖地区有土耳其等）。包括去年在香港上市的中国区主经销商达势股份在内，达美乐共有8家主特许经营经销商在当地上市。
- 前四大经销商澳洲、印度、英国、墨西哥近15年收入均保持双位数的复合增长，当地上市后至今股价分别上涨17/22/47/23倍。澳洲经销商、印度经销商、英国经销商为体量最大的经销商，07-22年澳洲与英国经销商收入CAGR分别为19%/12%，11-22年印度经销商收入CAGR为18.5%，股价分别自上市至2024年2月上涨17倍、22倍、47倍。印度经销商、以及澳洲经销商所包含的地区中日本扩店速度较快，2007-2022年印度、日本门店数量CAGR分别为17%/12%。

图表65：达美乐全球经销商及门店分布

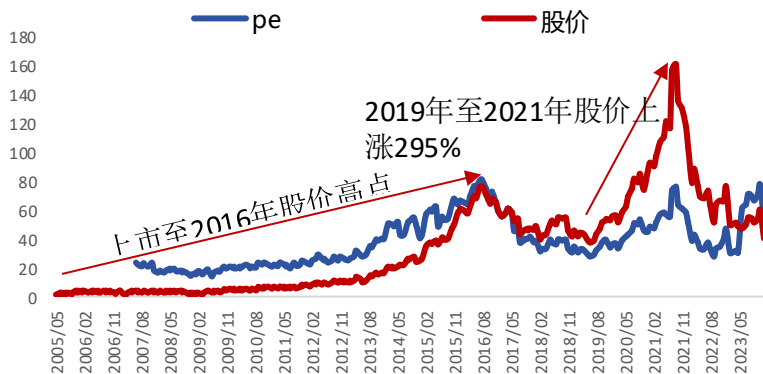
国际市场 门店情况	经销商	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	07-22年 扩店 CAGR	20-22年 收入 CAGR	上市至 24年初 累计涨 跌幅
印度	JUBLFOOD	176	227	296	364	439	552	677	830	989	1106	1126	1195	1312	1313	1495	1758	1916	17%	/	21.6倍
英国	DOM:L	467	512	562	616	670	720	771	811	868	947	1042	1100	1126	1144	1169	1197	1254	6%	12%	46.8倍
日本	DMP:ASX	180	181	179	182	205	245	287	354	432	472	503	550	642	742	882	957	1015	12%	19%	17.2倍
墨西哥	ALSEA:ASX	566	592	589	590	577	581	590	604	622	655	701	760	801	779	802	842	894	3%	17%	22.5倍
澳大利亚	DMP:ASX	405	412	411	426	450	464	505	547	571	623	670	693	698	709	724	756	747	4%	19%	17.2倍
土耳其	DPEU:L	84	106	132	162	220	284	360	425	460	477	508	535	550	506	605	650	689	15%	/	-41.21%
中国	达势股份														363	472	589	771			
加拿大		277	296	319	341	354	368	380	386	402	438	472	487	520	541	568	585	605	5%	4%	
法国	DMP:ASX	121	140	154	180	195	215	227	239	259	325	370	387	404	431	457	487	489	10%	19%	17.2倍
韩国		289	305	329	345	358	372	390	405	417	433	444	447	462	466	475	480	480	3%	19%	17.2倍
前五大地区合计		1794	1924	2037	2178	2341	2562	2830	3146	3482	3803	4042	4298	4579	4687	5072	5510	5850			
占比国际门店		52%	52%	50%	49%	48%	48%	48%	48%	48%	45%	44%	43%	42%	42%	41%	42%	43%			

资料来源：Bloomberg，达美乐官网，太平洋研究院整理（股价截止至2024年2月）

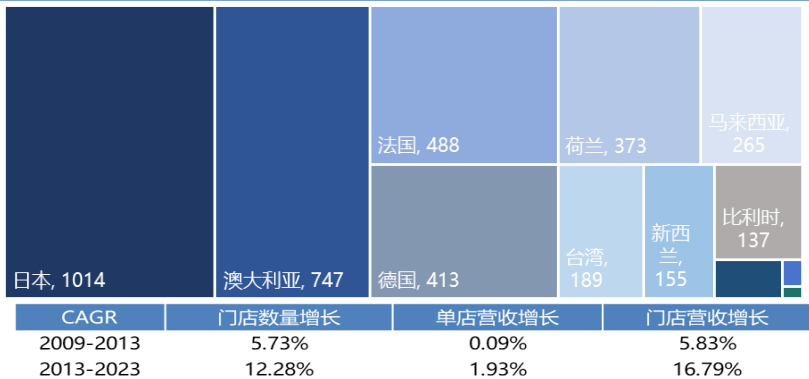
3.3 经销商视角：DPE是达美乐全球最大经销商，2013年后迎来加速发展

- **公司简介：**Domino 's Pizza Enterprise Ltd是达美乐比萨品牌在全球最大的特许经营商。公司在澳大利亚、新西兰、比利时、法国、荷兰、日本、德国、卢森堡、台湾、马来西亚、新加坡和柬埔寨拥有达美乐品牌和网络的独家总特许经营权。2023年公司总营收超过15亿美元，2009-2023年公司收入为CAGR17.8%，公司营收主要来源于向加盟商供应食品饮料和服务，收入结构稳定。公司自上市至2024年股价上涨17倍。
- **历史发展：**（1）1993-2005年：获得特许经营权，立足澳洲。1993年澳洲当地公司购买了达美乐在澳洲和新西兰的总特许经营权，并在1995年将两个品牌合并更名为Domino 's Pizza。随后公司在澳大利亚和新西兰持续拓展市场，2005年在澳洲证券交易所上市。（2）2005-2013年：扩大经营范围，门店在海外持续扩张，拥抱数字化。2006年公司收购达美乐在法国、比利时、荷兰和摩纳哥公国现有业务。2009年在澳洲推出适用于苹果手机的应用程序，并于2011年推出在线订购移动网站和安卓订购应用程序。（3）2013-2023年：扩店贡献增长，进入高速增长时代。2013年公司收购达美乐在日本的业务。2019年Domino 's Pizza Enterprises收购丹麦的Domino' s Pizza territory，2021年收购Domino 's Pizza Taiwan，2022年收购了马来西亚、新加坡和柬埔寨的Domino' s Pizza 业务。2013年后公司通过并购、引入加盟的方式加速开店，2013-2023年公司门店数量CAGR为12.3%，单店收入CAGR为1.9%，2013年后的收入增长主要来自于门店数量的扩张。2022年由于马来西亚和柬埔寨等新兴市场业务日销额较低影响导致单店营收有所下滑。

图表66：公司股价及pe复盘



图表67：2023年末公司门店分地区情况

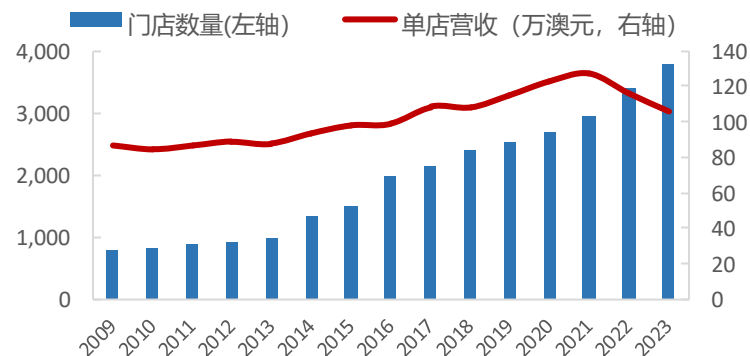


资料来源：Bloomberg，DPE公司公告，太平洋研究院整理

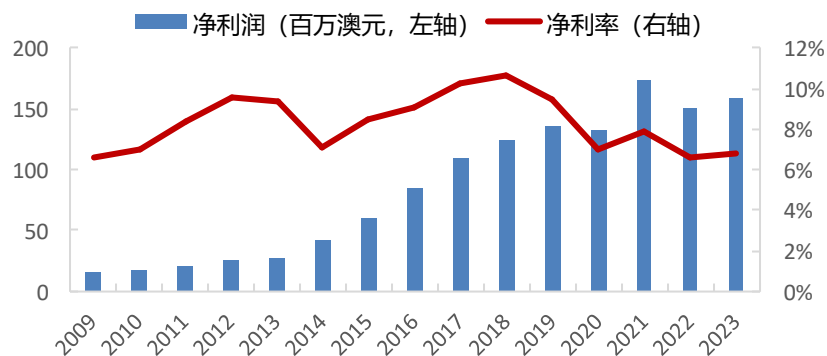
3.3 经销商视角：DPE是达美乐全球最大经销商，2013年后迎来加速发展

- DPE在澳新、欧洲、亚洲地区等多地拥有特许经营权，分别营收占比为34%/31%/35%，公司已在澳洲、日本等多个地方成为当地龙头品牌，回顾Domino's Pizza Enterprise Ltd发展历史，主要进行以下几方面举措构建当地竞争力：
- **因地制宜的食品创新：**公司在菜品上立足于澳洲本土饮食文化的同时也会尝试融合不同文化风味，如基于意大利饼底和墨西哥馅料的比萨；公司在进入日本后引入味噌、咖喱等风味，并加入鲑鱼、纳豆等符合当地饮食习惯的食材。2019年，公司对日本市场进行了最大规模的菜单升级，迎合日本家庭小型化趋势聚焦一人户家庭，2019财年公司日本门店的线上销售额提高22.2%至5.9亿美元，同店销售额增长8.4%。
- **持续推进的数字创新：**2011年公司推出在线订购的手机app，2013年公司在线订单由2006年的1%的占比提升至50%以上。2015年公司推出GPS司机追踪器帮助客户追踪订单情况，2019年公司在澳洲市场引入DOM Pizza Checker保障门店的比萨质量，并与谷歌合作使客户可通过智能音响订购比萨。为了保证客户可以拿到最新最热的比萨，公司不仅使用机器学习预测可能性的订单，还通过推广Just time cooking，指导门店在何时应准备餐点，以便客户达到取餐时比萨新鲜出炉。
- **高效配送提供便捷性：**2016年Domino's Pizza Enterprise Ltd 宣布 3 Ten计划，将商店的订单平均运行时间（约25分钟）减少至10分钟，将降低三分之一以上的送货成本。目前日本门店平均配送时间约17分钟。

图表68：DPE达美乐门店数量及单店营收变化



图表69：DPE达美乐盈利水平变化

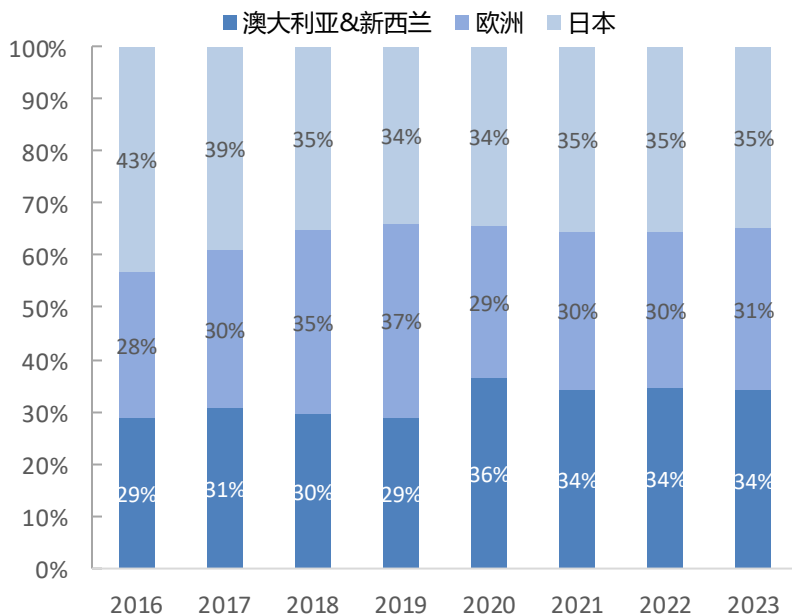


资料来源：Bloomberg，DPE公司公告，太平洋研究院整理

3.3.1 DPE经销商：日本市场占DPE营收的35%，成为日本比萨龙头

■ 日本是DPE营收占比最大、发展最快的地区，目前公司已成功成为日本比萨行业龙头企业。Domino's Pizza Japan成立于1985年，同年于东京惠比寿开设第一家门店，也是日本第一家比萨连锁店；2004年开启加盟模式；2010年贝恩资本收购Domino's Pizza Japan；2013年8月，Domino's Pizza Japan被Domino's Pizza Enterprises收购75%股份，剩余的25%股份于2017年被收购，成为Domino's Pizza Enterprises全资子公司。2023财年日本地区约占DPE营收的35%。在日本达美乐销售额遥遥领先其它竞争对手，截至2022年日本达美乐拥有门店数1000家，销售额为840亿日元，门店数量与销售额均是行业第二名PIZZA-LA的近1倍体量。日本目前是达美乐在美国以外的第三大市场，仅次于英国和印度。

图表70：DPE分地区收入占比



图表71：日本比萨市场主要玩家

	客户名称	开店时间	门店数量	销售额（亿日元）
1	达美乐	1985	1000	840
2	PIZZA-LA	1987	592	426
3	必胜客	1973	540	361
4	那不勒斯的窑炉	2005	103	55
5	Pizza 10.4	1988	88	24

图表72：达美乐日本资本事件梳理

1985	日裔美国人Higa拿下日本达美乐的特许经营权，达美乐进军日本市场
2004	开启特许经营模式
2010	贝恩资本收购达美乐日本，彼时在日本和大阪有179家门店
2013	Domino's Pizza Enterprises (DPE) 以2.82亿澳元从贝恩资本收购达美乐日本75%股份，彼时经营259家门店，是DPE最大的一笔收购
2017	DPE从贝恩资本收购剩余的25%股份，达美乐日本成为其全资子公司

资料来源：Bloomberg，DPE公司公告，太平洋研究院整理（注：2022年起日本营收包含台湾地区的收入，2021.8.31集团完成对台湾达美乐收购）

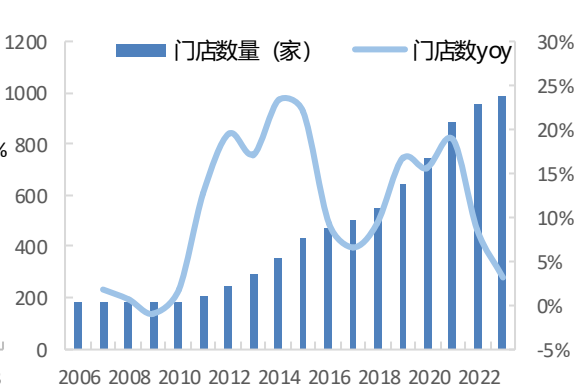
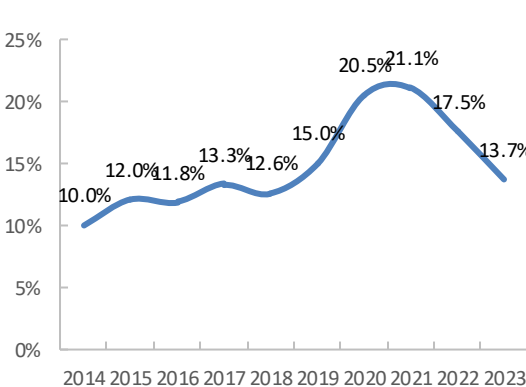
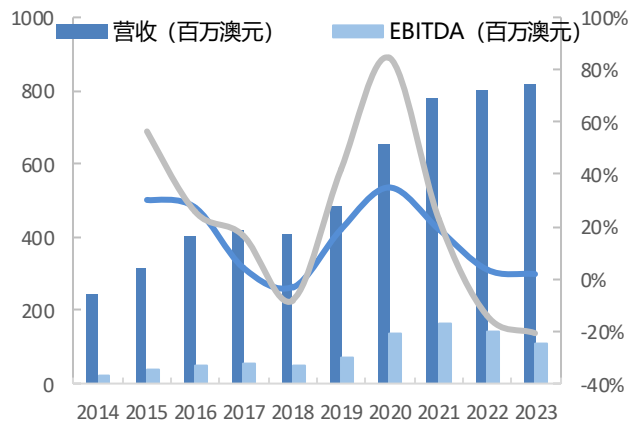
3.3.2 日本达美乐：门店扩张支撑日本达美乐业绩增长

- 提出fortressing战略，提高行业门槛，加密门店后同店仍保持稳定增长。
- DPE全资收购后加速开店，门店扩张支撑业绩增长：达美乐日本营业收入从2014财年的2.4亿澳元提升至2021财年的7.8亿澳元，CAGR达18.2%，EBITDA从2014财年的0.2亿澳元提升至2021财年的1.6亿澳元，CAGR达31.4%。复盘历史业绩可以分为两个阶段：
 - 1) 2018年前，拓店速度较慢，营收增长稳健。2014年至2018年公司年均扩张50家左右门店，门店数量CAGR=11.6%，收入及EBITDA增长相对较慢，CAGR分别为13.9%及20.5%。
 - 2) 2018年至今，DPE收购少数股权，此后迈入门店扩张阶段，业绩增长明显。2018年起DPE完成对日本25%特许经营权收购，公司管理层开始加速开店，2019-2021年年均扩张110家门店，门店数量同比增长16.7%/15.6%/18.9%，而在规模效应下，EBITDA利润率从18年的12.6%提升到21年的21.1%；在此期间，门店扩张叠加疫情推动单店营收增长，2019-2021年收入CAGR为26.8%，EBITDA增长水平远高于营收，CAGR达50.2%。2022-2023财年由于日元贬值、成本上升以及开店过快而产生管理问题，收入与利润承压，2022年起台湾及日本业务合并为亚太区，2023财年亚太区营业收入8.2亿澳元，同比增长1.6%，EBITDA利润率为13.7%，同比下滑3.8pcts，EBITDA为1.1亿澳元，同比下降20.6%。

图表73：达美乐日本营收及息税折旧摊销前利润

图表74：达美乐日本EBITDA Margin

图表75：达美乐日本门店数量



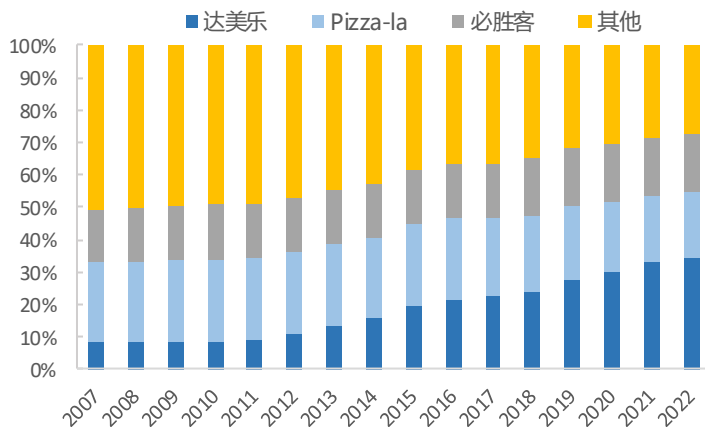
资料来源：DPE公司公告，太平洋研究院整理，注：财年截止至6月；注：2022年起营收统计为亚太地区

3.3.2 日本达美乐：当地具备先发优势，直营特许双轨战略行之有效

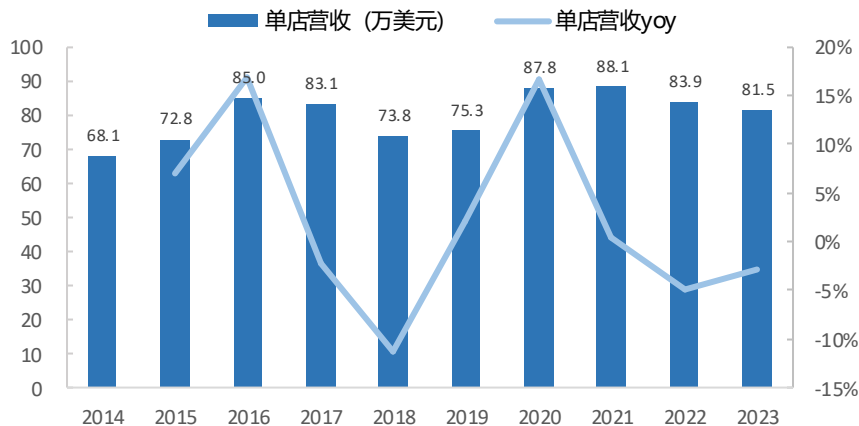
■ 复盘达美乐成为日本比萨行业龙头的原因，从公司自身来看，我们认为主要有以下几点因素：

- **先发优势，利用强品牌力占领消费者心智。**达美乐于1985年进军日本市场，在日本东京开了第一家门店，虽然必胜客比达美乐更早进入日本市场，但必胜客早期拓店缓慢且并未开放外卖业务，达美乐开启了日本外卖比萨的商业模式。达美乐作为一个国际品牌，本身具备极强的品牌力，在日本比萨行业导入阶段承担消费者教育的角色，占领日本消费者的心智，为其业绩的爆发打下了坚实的基础。
- **直营+加盟并举加快拓店节奏，单店营收增长提升收入空间。**公司通过开放加盟、进入空白市场、加密店铺等方式迅速拓店，其店铺数分别于2015年及2018年超过Pizza-là和必胜客，成为日本店铺数第一的比萨品牌，2022年达美乐已经在日本所有的都道府县开设门店。截至2023年10月，达美乐在日本的门店数量已经达到1000家，其中有626家门店是加盟模式，目标是开2000家门店。达美乐日本单店营收从2013年的49万美元增加至2021年的105万美元，CAGR达9.9%，其中在2018年DPE100%控股达美乐日本后，管理层采取一系列有效战略执行，比如加大产品创新、丰富产品品类、加码数字化发展、推广营销活动等，单店营收增速加快，2019-2021年单店收入CAGR达9.1%，进一步提升公司收入规模。

图表76：日本比萨外送行业分品牌门店数



图表77：达美乐日本单店营收及同比增速



资料来源：DPE公司公告，太平洋研究院整理，注：财年截止至6月

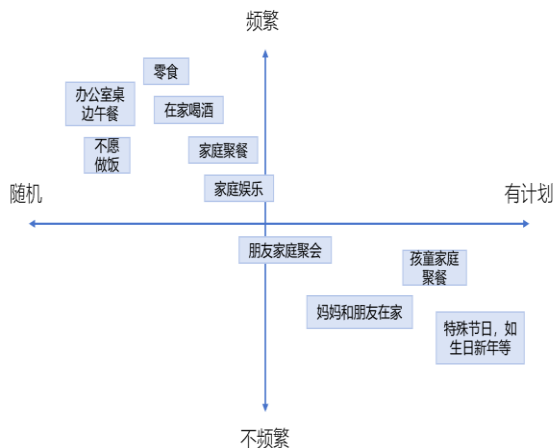
3.3.3 日本达美乐：成功实现本土化，始终围绕客户体验打造极致效率

- **产品SKU及规格丰富，本土化改良满足当地需求。**通过与日本其余披萨头部企业产品对比，达美乐日本与其余品牌价格相当，但拥有更多的产品规格，提供从适合一人食的P规格披萨到适合5-6人食用的L规格披萨；提供40款披萨馅饼，6款饼底，以及48款配菜，给予更多搭配和组合空间，而必胜客的配菜数量就只有28种；创新方面，公司持续研发探索，推出披萨盖饭、章鱼小丸子披萨等产品，并通过推出一人食披萨套餐、节日限定产品等拓展用户基数。
- **持续投入数字化研发，提升客户交付体验。**达美乐日本不断优化下单流程及加载体验，2004年便推出了业内首个独具特色的电商平台，并于2010年推出Domino's APP，支持消费者手机订购披萨，2015年达美乐推出GPS精准配送，2016年推出GPS司机跟踪服务。2018年公司宣布“3TEN”项目，目标3分钟外卖和10分钟的送货，2021年，配送时长前五中四个为日本市场，所有门店平均配送时间约17分钟。
- **创新营销策略，不断拓展市场和巩固顾客基础。**除著名的“30分钟必达”及“3TEN”项目外，公司也积极推进营销活动，增加品牌曝光率和客户回头率，如2018年9月其推出优惠券APP以吸引新顾客并增强既有用户的忠诚度，推出外送50%优惠进一步提高了订单量。

图表78：达美乐日本、必胜客及Pizza-l a产品信息

	必胜客	达美乐	Pizza-l a
规格	S (15cm) M (26cm) L (31cm)	P (18cm) S (23cm) M (27cm) L (32cm)	P (22.8cm) M (25.4cm) L (33cm)
披萨数量	45种	40种	47种
披萨价格带	1380-2420日元	2499-3800日元	1320-1980日元
披萨核心品类	玛格丽特披萨、美味4拼披萨、照烧鸡肉蛋黄酱披萨、土豆蛋黄酱香肠披萨等	四喜欢乐披萨、达美乐豪华披萨、美式披萨、玛格丽特披萨、热带风情披萨等	照烧鸡披萨、玛格丽特披萨、原味芝士披萨等
饼底种类数	5种	6种	3种
配菜数量	28种	48种	37种
配菜品类	鸡肉、焗烤、沙拉、甜点	意面、披萨盖饭、披萨三明治、鸡肉、汤、沙拉、甜点	意面、焗烤、鸡肉、沙拉、甜点
优惠活动	外卖立减20%	所有商品半价	外卖立减15%-20%
超值套餐	1个披萨 (S) +2款小食 1100-1300日元	1个披萨 (P)+2款小食990-1380日元	/

图表79：达美乐日本覆盖消费场景



图表80：达美乐日本部分营销活动海报

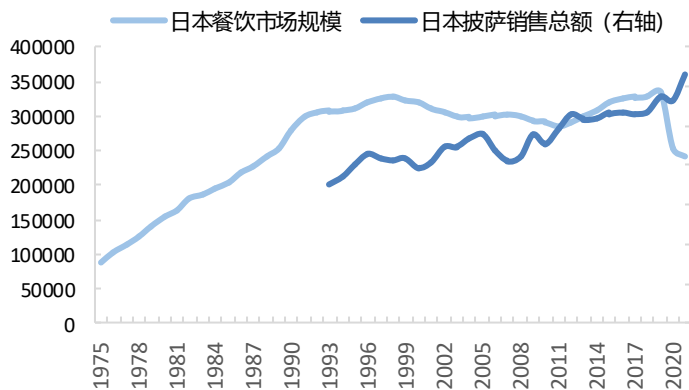


资料来源：DPE公司公告，各公司官网，太平洋研究院整理

3.3.4 日本比萨行业：比萨高渗透率，在经济降速期逆势增长

- 再从行业角度来看来看，比萨在日本的食用渗透率较高，并在经济降速期逆势增长。随着日本经济泡沫破裂，餐饮市场规模于1998年见顶回落，但日本比萨的销售规模逆势上涨，2021年规模3149亿日元，1993-2021年CAGR达2.08%，近五年（2016-2021年）的CAGR达3.36%，可见比萨在日本的渗透率提升极具韧性，这对同属东亚文化、饮食结构较为相似的中国市场有极大的借鉴意义。复盘日本比萨行业发展历程，我们认为比萨在日本高渗透率的原因主要有以下几点：
- 1) 行业多品牌格局，共同推动比萨的普及率：1973年必胜客在日本开设第一家门店，当时是一家郊区比萨餐厅，在八十年代随着达美乐在日本的开业，打开了日本外送比萨的市场，本土品牌纷纷成立，比如芝加哥比萨工厂、Pizza La、青木比萨等，截至2022年，日本比萨门店数约3600家。多个品牌在日本开设门店显著提升了比萨的可触达率，这不仅丰富了消费者的选择，还通过竞争和创新促进了日本比萨市场的整体发展。
 - 2) 比萨在日本已实现本土化改良：a. 在风味创新上，融合了日本饮食习惯，在toppings中增加了蛋黄酱、麻薯、木炭烤肉、咖喱、芥末、味增、照烧、墨鱼汁等；b. 在饼皮上，增加了奶酪饼底，米饭饼底等；c. 针对“一人食”的消费趋势，必胜客、达美乐推出“Hut Melts”、“My Dominos”等套餐。

图表81：日本比萨市场规模VS餐饮市场规模走势（亿日元）



图表82：2022年一线城市外卖市场份额

年份	发展历程
1973	日本必胜客由美国必胜客、朝日啤酒和住友商事株式会社合资成立，第一家商店在东京Myogadani 开业
1985	达美乐在日本东京惠比寿开第一家门店
1986	芝加哥比萨工厂东京涩谷区开设第一家店
1987	Pizza La 在日本东京丰岛区开业
1987	青木比萨在爱知县名古屋市开业
1989	Pizza Royal Hut在岐阜、兵庫、冈山、广岛、四国4县营业
1991	日本肯德基设立新的必胜客事业部并开始营业

图表83：必胜客“Hut Melts”套餐

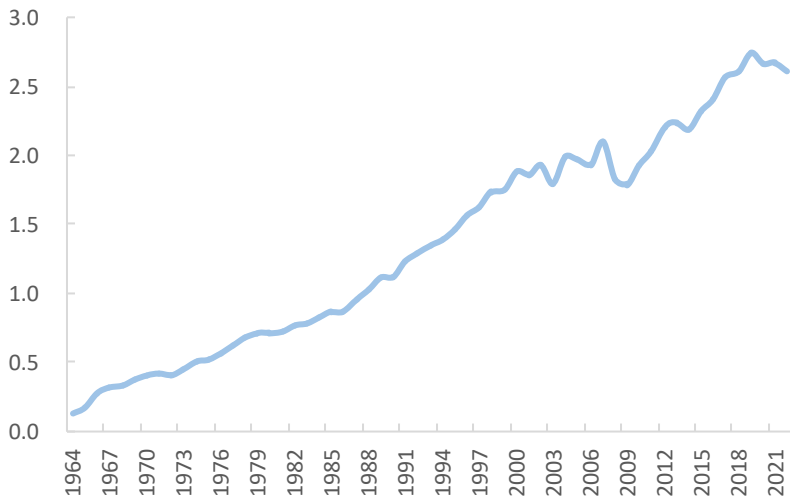


资料来源：日本食品服务协会，日本比萨行业协会，公司官网，太平洋研究院整理

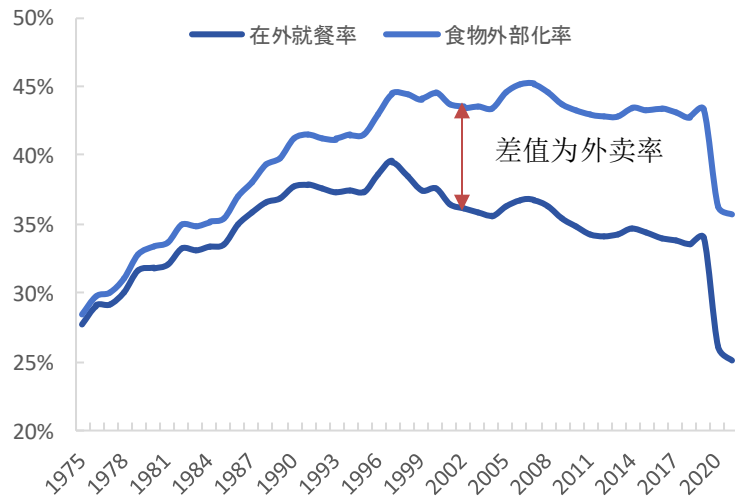
3.3.4 日本比萨行业：比萨高渗透率，在经济降速期逆势增长

- **3) 日本口味西化：**日本在明治维新时期大量引进并学习西方文化，其中便包含了饮食文化。根据日本Recruit公司外食市场报告和NRC报告《“日本人的饮食”调查》，在外出就餐中，西餐占比达26%以上，与日式传统饮食相当。以比萨的原料——奶酪为例，日本的人均奶酪消费量从1964年的0.12kg/人持续稳定增长至2022年的2.61kg/人，日本社会对西方文化的高接纳度为比萨渗透率的提升打下了坚实的基础。
- **4) 受益于外卖的渗透率提升：**比萨作为一个与外卖绑定性强的品类，其发展与外卖行业的发展具有极高的相关性，复盘日本过去社会结构的演变，家庭小型化、单身化趋势以及经济降速造成的“失落三十年”使得外食比例下降，外卖率上升。从绝对值来看，根据Statista数据，2022年日本外卖市场规模达7489亿日元；从外卖渗透率来看，经过我们测算，日本外卖率从1990年的3.4%上升至2021年的10.5%。

图表84：日本人均奶酪消费量（单位：千克/人）



图表85：日本食物外部化率、在外就餐率（%）

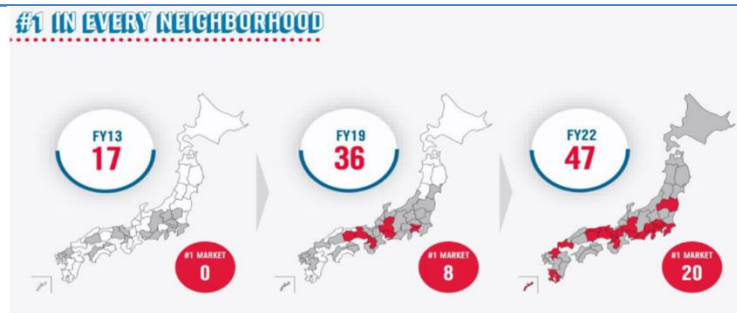


资料来源：日本食品服务协会，日本外食协会，太平洋研究院整理

3.3.4 日本比萨行业：比萨高渗透率，在经济降速期逆势增长

- **截至2022年达美乐在日本已覆盖全部47个都道府县，并在其中20个地区市场占有率第一。**纵观达美乐在日本的发展史，开店是促使达美乐成为日本比萨龙头的核心，我们提炼出达美乐在日本做下沉市场的策略，希望对达美乐在中国目前加速扩店提供借鉴意义。
- **公司战略：**1) 大规模扩张与深度渗透：达美乐设定了在日本市场开设2000家门店的目标，大城市与下沉市场全方位布局；2) 高触达性选址策略：强调“快速”与“便利”，门店参考“便利店式”“选址方法，考虑消费者的日常生活路径，如居民区、商业区、交通枢纽等；3) 强化“30分钟必达”品牌“logo”：无论高线还是下沉市场，力求提供一致的产品质量和服务标准，以强化品牌形象。
- **下沉开店策略：**1) 提供紧凑型店面模式（面积约为80-100平方米，工作日营业时间为16:00至22:00）；2) 鼓励门店经理成为特许经营者：a. 使员工具备自驱力：提供内部晋升的路径，提高员工成长空间和潜在的经济回报；b. 特许经营者质量的保证：门店经理对品牌、产品和市场有深入了解，确保新开设门店能够维持高质量标准；c. 门店网络的快速扩张：内部晋升的策略鼓励了更多门店经理追求成为特许经营者，从而加速品牌的门店网络扩张；d. 可持续的循环：成功的特许经营者成为榜样，进一步激励其他员工追求晋升，形成正向的自我增强的循环机制。
- **产品营销策略：**1) 杠杆策略定价：同时提供高端价位和亲民价位产品，覆盖更广泛的消费群体，满足不同顾客的预算和需求；2) 半价策略：相比于“第二份免费”策略，适合各种用餐场景，无论单人还是多人，都能享受真实优惠；3) 组合销售：提供小尺寸比萨与多样小食的搭配，价格低于单品总和，给予顾客个性化用餐体验。

图表86：达美乐日本门店发展情况



资料来源：达美乐官网，太平洋研究院整理

3.3.5 对标日本：以分城市层级渗透率测算，中国开店增量空间为7773家

■ 中期来看，中性测算比萨门店数可达24556家，约有46%的开店空间：2022年中国比萨门店总数为16783家，分城市层级测算比萨门店开店空间，预计在中性假设下，中期比萨门店数可开到24556家，对应的渗透率可达17.4家/百万人，开店空间为7773家，约46%增幅，其中一线/新一线/二线/三线及以下分别为539/1306/1679/4249家，主要增量在下沉市场。测算关键假设如下：

- 1) 一线及新一线城市：2022年一线及新一线门店密度为每百万人25家，考虑一线城市人均GDP为25563美元，已经超越部分日韩城市，故悲观、中性、乐观假设渗透率可以达到日韩水平（30家/百万人）的100%/105%/110%，即30/31.5/33家/百万人，则一线城市可达2490/2614/2739家门店，开店空间为415/539/664家，新一线城市可达6027/6328/6629家门店，开店空间为1004/1306/1607家。
- 2) 二线城市：悲观、中性、乐观假设渗透率可以达到一线及新一线城市的80%/90%/100%，即20/22.5/25家/百万人，则目标门店数可达4478/5037/5597家，开店空间有1119/1679/2239家。
- 3) 三线及以下城市：目前渗透率只有7家/百万人，远低于高线城市，悲观、中性、乐观假设渗透率可以达到全国比萨门店密度（11.7家/百万人）的90%/100%/110%，则预计开店总数为9519/10577/11634家，开店空间为3191/4249/5306家。

图表87：比萨开店空间测算

城市层级	常住人口 (百万人)	门店密度 (家/百万人)	门店数量	悲观			中性			乐观		
				目标门店密度	预计门店总数	开店空间	目标门店密度	预计门店总数	开店空间	目标门店密度	预计门店总数	开店空间
一线城市	83.00	25	2075	30	2490	415	31.5	2614	539	33	2739	664
新一线城市	200.89	25	5022	30	6027	1004	31.5	6328	1306	33	6629	1607
二线城市	223.88	15	3358	20	4478	1119	22.5	5037	1679	25	5597	2239
三线及以下城市	903.98	7	6328	10.53	9519	3191	11.7	10577	4249	12.87	11634	5306
总计	1411.75	11.7	16783	16.0	22513	5730	17.4	24556	7773	18.8	26600	9816

资料来源：公司招股书，Frost & Sullivan，太平洋研究院整理

3.3.6 达美乐中长期展望：开店拥有4.5倍增长空间，收入规模有望提升至160亿

- **测算达美乐开店及盈利空间：**对标美国、日本及澳洲达美乐来看，在中性假设下中国中长期达美乐开店数量为3683家，离2023年门店数量（768家）水平还有3.8倍的增长空间，对应中长期收入规模有望提升至159亿元，对比2023年收入来看拥有4.2倍增长空间。盈利水平有望随收入规模提升得以逐步优化，对标海外EBITDA margin来看中国达美乐盈利水平有望提升至15%，对应EBITDA为23.9亿元。
- **估值空间：加速扩店阶段估值在40-60X左右，扩店稳定后估值稳定在30X左右。**对标美国总部以及澳洲经销商估值来看，日本、澳洲加速扩店的2013-2015年，Domino's Pizza Enterprise Ltd估值最高达到60x，美国在2010年后扩店速度基本保持低个位数增长，估值稳定在30X附近。

图表88：达美乐中长期空间估算

												中国中长期空间测算					
												悲观	中性	乐观			
比萨行业门店总数量		约29000家		近4000家 (2020年3644家)				近4500家		约16783家		约24556家					
达美乐市占率		22.9%		25%				18%		5.6%		10%		15%		20%	
达美乐门店数量		6686家		1000家				897家		821家 (截至2023年底)		2456家		3683家		4911家	
单店水平		131.6万美元		85.2万美元				100万美元		47.7万美元左右 (2022年)		50万美元		60万美元		70万美元	
总门店营收		88亿美元		8亿美元				13.6亿美元		20.21亿元 (2022年)		88.4亿元		159.1亿元		237.5亿元	
平均盈利水平 (EBITDA Margin)		17.5%		19.7%				19.2%		4.2% (2023H1)		10%		15%		20%	
门店盈利水平		16%										15%-20%					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
日本门店数yoy	0.6%	-1.1%	1.7%	12.6%	19.5%	17.1%	23.3%	22.0%	9.3%	6.6%	9.3%	16.7%	15.6%	18.9%	8.5%	4.5%	
日本同店yoy								5.7%	4.6%	-4.6%	-8.9%	8.9%	15.5%	3.3%	-13.2%	-6.4%	
澳洲门店数yoy	4.6%	-0.5%	0.2%	-2.2%	0.7%	1.5%	2.4%	3.0%	5.3%	7.0%	8.4%	5.4%	-2.7%	3.0%	5.0%	11.7%	
澳洲同店yoy			-3.2%	2.2%	2.9%	-1.4%	7.1%	4.8%	0.8%	9.6%	-0.4%	6.2%	6.6%	3.7%	-8.9%	-8.4%	
PE估值 (Domino's Pizza Enterprise Ltd)	14.8	20.8	22.1	22.8	25.3	39.5	40.4	64.0	64.2	37.1	30.0	34.1	45.4	57.4	40.5	76.6	
美国门店数yoy	-2.1%	-2.4%	0.0%	-0.4%	0.4%	1.2%	1.6%	2.6%	3.3%	4.0%	5.2%	4.3%	3.7%	3.2%	1.9%	1.1%	
美国同店yoy	-2.4%	4.1%	6.4%	3.5%	5.4%	4.3%	6.2%	14.1%	6.9%	7.0%	6.4%	1.7%	14.3%	0.4%	0.4%		
总营收yoy	-2.6%	-1.5%	11.9%	5.2%	1.6%	7.4%	10.6%	11.2%	11.6%	12.8%	23.1%	5.4%	13.8%	5.8%	4.1%		
PE估值 (Domino's Pizza Enterprise)	6.3	10.0	11.5	20.2	21.6	28.4	32.4	32.1	36.9	32.2	29.8	30.6	30.8	41.7	28.6	29.0	

资料来源：Frost & Sullivan, 达美乐官网, DPE公司公告, 窄门餐眼, Bloomberg, Wind, 太平洋研究院整理 (注：EBITDA Margin取2020-2022年平均水平)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

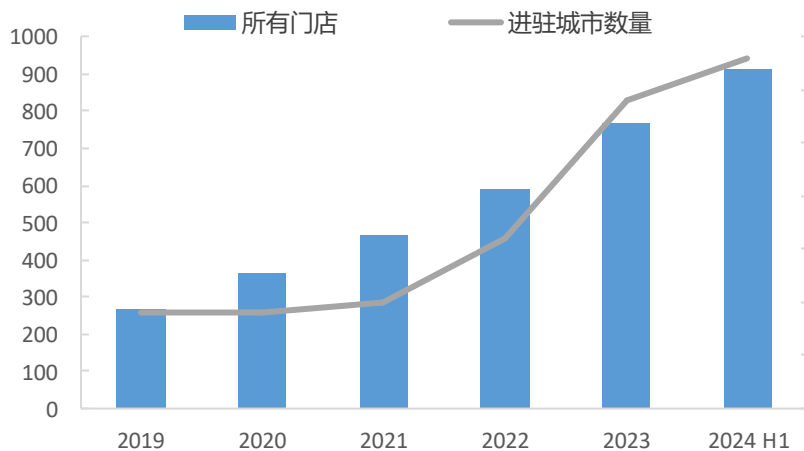
4、门店空间潜能待挖掘，单店效益持续优化

4.1 开店优势：门店翻倍，开拓市场辉煌篇章

■ **达势股份背靠全球第一大披萨公司，具备较强品牌实力。**公司背靠全球最大披萨公司，在全球有着广泛的知名度和良好的品牌形象，其业务模式在多个国家具备成熟经验，公司可获得来自达美乐共享的产品、技术、资金及经验扶持。背靠达美乐集团，公司具备较强品牌基础，达美乐自1997年在北京开设第一家门店进入中国市场，此后以北京和上海为大本营，门店逐步于全国遍地开花，王怡加入达势股份后门店布局加速，2018年成功进入深圳市场，2019年成功入驻9个城市，2022年起开启二线及三线城市加速下沉，2023年成功入驻成都、青岛、合肥、长沙、西安等多个城市，截至2024年6月30日，累计覆盖33个城市。

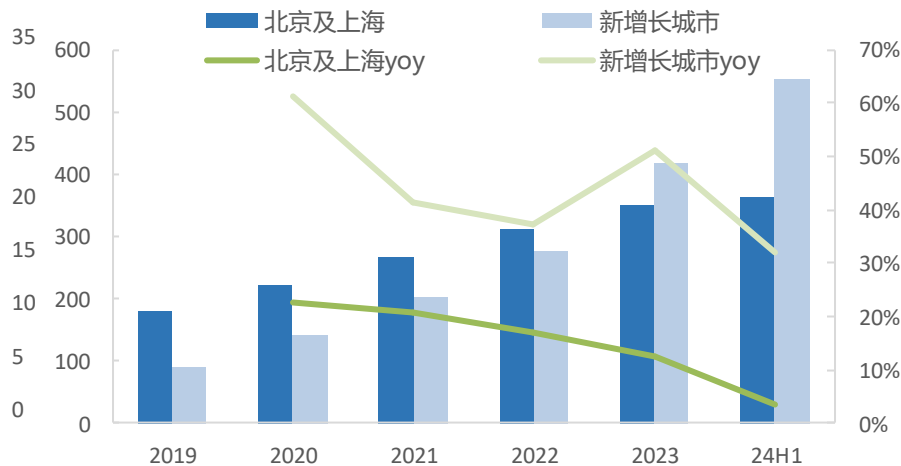
■ **门店迅速扩张，门店数三年内翻倍。**公司过往门店数和进驻城市数以高速增长，2019-2024年上半年，公司门店数从268家提升至914家，CAGR达31.3%，截至2024年6月30日，公司门店数共达914家。分市场来看，北京和上海门店数及新增长城市门店数分别从2019年的180家和88家提升至2024年的363家和551家，CAGR达16.9%和50.3%，2024年H1的363家和551家，同比增长达9.7%和61.6%，新增长城市门店总数首次于2023年H1超过北京和上海门店总数。

图表89：达美乐中国历年门店数及同比增速



资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋研究院整理

图表90：达美乐中国历年分区域门店数及同比增速

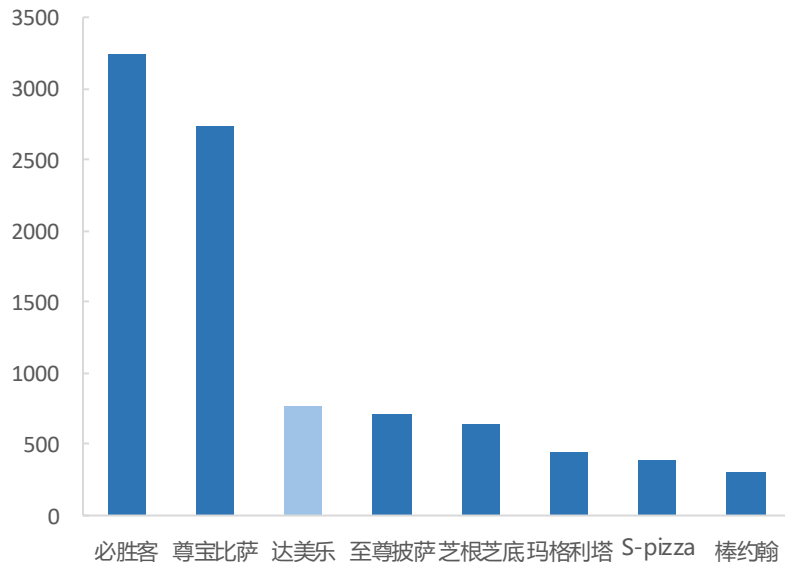


资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋研究院整理

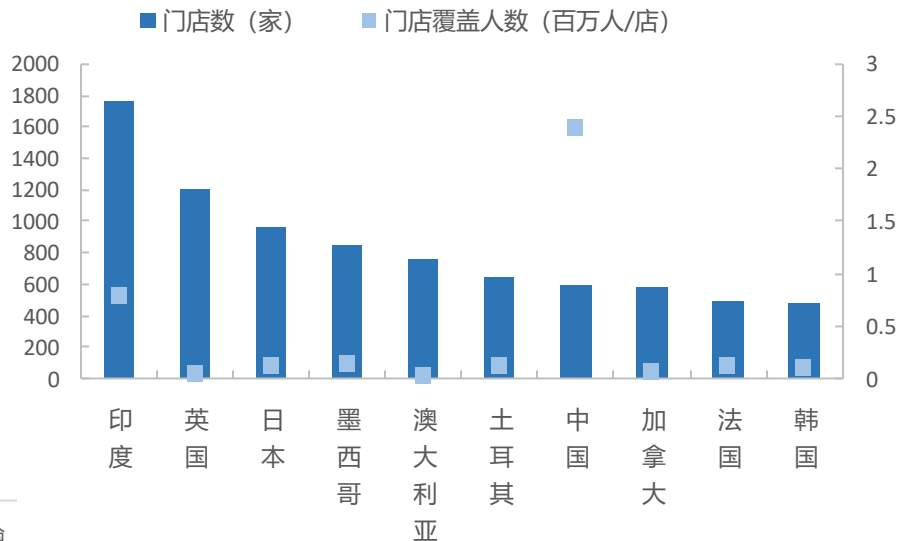
4.1 开店优势：门店翻倍，开拓市场辉煌篇章

■ **对比其他品牌和海外市场，门店数空间上限高。**与国内主流比萨品牌相比，达美乐门店数位列第三，仍远低于必胜客的3246家和尊宝比萨的2739家。和达美乐全国市场相比，作为人口第二大国的中国市场，达美乐中国门店数仅位列第七，而同属亚洲市场的印度、日本分别拥有1758和957家门店；门店覆盖密度上来看，中国门店密度远低于其他市场，同为亚洲的印度和日本市场门店密度分别为80、13万人/店，其余欧美市场门店密度也多在10万人/店以内，而中国市场每家店则覆盖240万人。综合来看，门店数上限较高，仍有巨大提升空间。

图表91：中国主要比萨品牌门店数（家）



图表92：达美乐全球市场门店数及门店密度

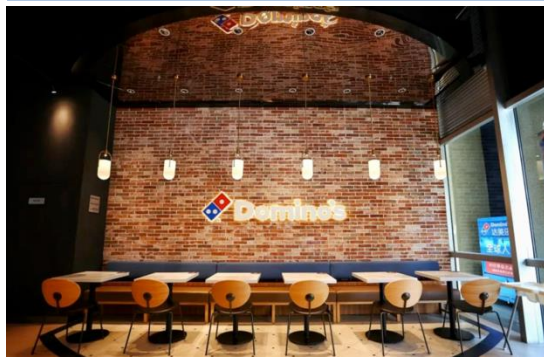


资料来源：窄门餐眼，达美乐官网，太平洋研究院整理

4.1 开店优势：门店数仍未饱和，空间上限高

- **消费场景以外送模式为主，门店面积小，选址更为灵活。**达美乐消费场景主要以外送为主，堂食为辅，与必胜客等比萨品牌相比，达美乐消费场景“快餐”属性更强，店面设计主打休闲、简约、快速。在这种模式下，公司的门店布局使得门店面积相较以堂食为主的比萨品牌更小，门店平均面积为125平方米，85%门店面积在150平方米以下，店内座位数仅为约28个。近年由于公司加速新增长市场布局，为打造新市场品牌影响部分城市首店面积约200平，但整体选址策略上仍然以外送逻辑为首要考量因素。在这种模式的驱动下，达美乐无需选择曝光度高但租金昂贵的门店，进而在人流密集场所布局门店时更具灵活性。
- **门店布局策略下，单店效益更高。**从坪效水平上来看，达美乐坪效约4.2万元/平方米，坪效水平优越，高于必胜客的1.9万元/平方米和肯德基的3.1万元/平方米。

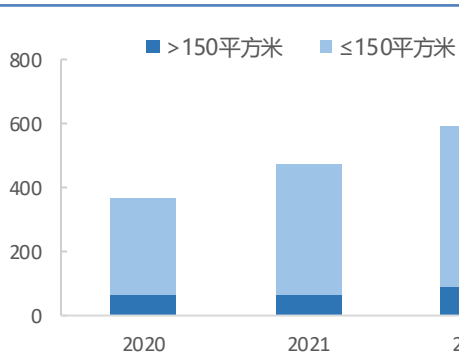
图表93：达美乐门店设计布局



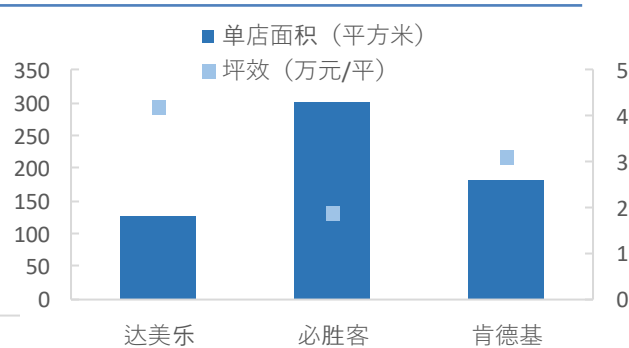
图表94：各比萨品牌主要消费场景

品牌	消费渠道	堂食场景
达美乐	外卖为主，堂食为辅	环境休闲，简约店面设计，提供快餐式快速就餐体验
必胜客	堂食为主，外卖占比增加	餐厅设计以家庭友好和温馨的就餐氛围为特点，适合家庭聚餐和朋友聚会
乐凯撒	堂食为主	休闲、放松的多人休闲聚会，打造轻西餐模式
棒约翰	堂食为主，外卖为辅	年轻时尚，提供便捷高效的用餐选择
尊宝比萨	外卖为主，堂食为辅	店面设计温馨活泼，提供快餐式就餐体验

图表95：达美乐分面积店铺数



图表96：达美乐、必胜客、肯德基单店面积及坪效

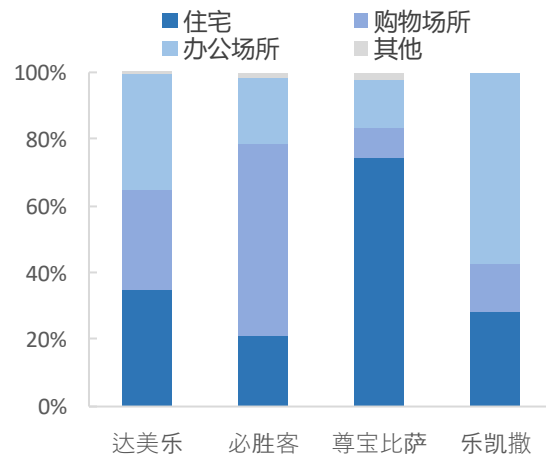


资料来源：Moka，公司招股说明书，CFB官网，界面新闻，百胜公司公告，中国特许加盟展，太平洋研究院整理

4.1 开店优势：门店数仍未饱和，空间上限高

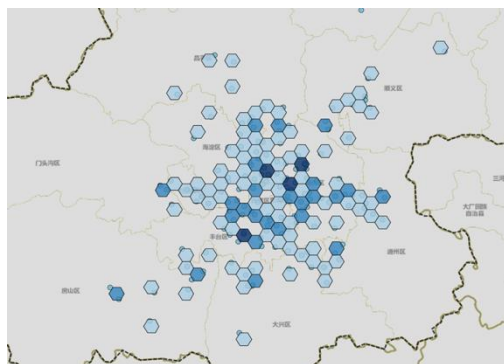
- **客群丰富度较高，拓店空间广。**达美乐门店位置在住宅区、商超或办公场所都呈现均匀分布，其门店占比分别为34.91%，30.19%和34.43%，而其他比萨品牌门店往往对单一选址依赖程度较深，必胜客有约57%的门店集中在购物场所，客群主要来源于购物和休闲活动带来的客流，尊宝有约74%的门店位于住宅区域，客群主要为周边居民，故而相比之下达美乐选址更为均衡，在多种区域设立门店可以覆盖更广泛的顾客群体，包括家庭、购物者以及上班族，销售机会更具多样化，未来拓店空间更为广阔。
- **北上仍未饱和，尚有加密空间。**以北京门店分布为例，达美乐门店布局颇具规划，门店布局主要以1.5km为半径逐步覆盖整个城区和部分卫星城人流密集区域，单一覆盖半径内门店重合度较低，相比必胜客目前北京门店已较为密集，达美乐门店仍然具备一定加密空间，以外送为基础的业务模式使得其在非核心地段仍具备一定门店布局空间，部分区域仍存在尚未完全覆盖的空白市场，预计门店数有进一步增加空间。

图表97：达美乐及其他主要比萨品牌门店位置分布



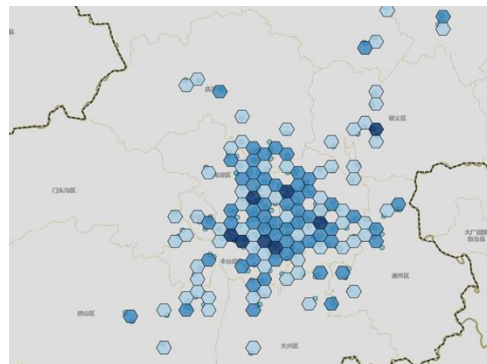
资料来源：极海，太平洋研究院整理

图表98：达美乐北京门店分布



资料来源：GeoQ，达美乐官网，太平洋研究院整理

图表99：必胜客北京门店分布



资料来源：GeoQ，必胜客官网，太平洋研究院整理

4.1 开店空间：新城市拓展力度加速，下沉市场大有可为

■ **22年起加速新城市拓店进程，23年进驻城市数翻倍。**公司加大对于新增长市场拓店力度投入，近两年成功进入安徽、福建、河北、湖南、山东、陕西、四川等市场，其进驻城市数从2021年的10个增长至2024年上半年的33个，2023年末成功将门店延伸至三线及以下城市，于多地顺利开设首店，全国化下沉布局初具版图，预计未来新增长市场将成为公司营收提升重要引擎。

■ **选址为奠定新城市门店表现重要因素之一。**近年来，公司在进军新城市时门店均取得不俗表现，我们结合杭州门店历年选址及近年公司进军的新城市，分析公司在新增长城市拓店布局思路。我们认为公司在发展新市场时主要经历三个阶段：1) 新进入时公司偏向于选择市区中心繁华地带，门店面积通常较大以配合初期堂食需求，选址集中于商场，主要为打开市场基础建立品牌认知；2) 随着门店数增长，公司从城市中心延伸门店，布局非核心区域人流密集区域；3) 伴随营业时间较长的单店跑通，公司于部分业绩较好门店附近进行门店加密，提升市场占有率。

图表103：达美乐分城市层级门店数和进驻城市数

划分	2019	2020	2021	2022	2023
总计	268	363	468	588	770
门店数					
一线	211	286	372	431	482
新一线	56	74	89	145	225
二线	1	3	7	12	54
三线					4
其他					5
总计	9	9	10	16	32
进驻城市数					
新一线	4	4	4	4	4
二线	4	4	5	8	13
三线	1	1	1	4	10
其他					3
					2

图表104：达美乐分杭州历年门店选址



图表105：达美历年分城市门店数

城市	2019	2020	2021	2022	2023
北京	81	100	124	153	170
上海	99	121	143	159	180
深圳	24	44	64	70	75
广州	7	21	41	49	57
天津	17	25	35	45	51
杭州	17	22	26	34	43
南京	14	18	18	34	41
苏州	8	9	9	14	18
无锡	1	3	7	8	14
宁波			1	5	15
佛山				6	13
东莞				6	12
珠海				1	7
中山				2	5
武汉				1	10
济南				1	8
成都					10
青岛					9
温州					6
常州					6
昆山					4
嘉兴					3
福州					2
廊坊					2
南通					2
扬州					1
三河					1
合肥					1
厦门					1
唐山					1
长沙					1
西安					1
总计	268	363	468	588	770

资料来源：达美乐官网，招股说明书，京东智图，窄门餐眼，太平洋研究院整理（注：2023年门店数为2024年1月2日结合达美乐官网统计）

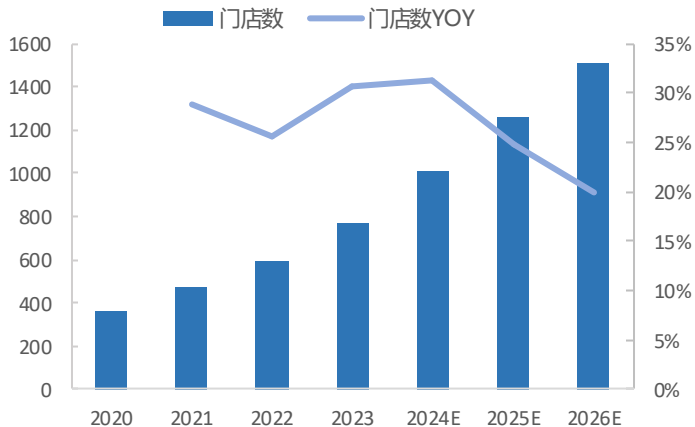
4.1 开店空间：空间上限高，新增长市场潜力大

- **募资用于拓店提供资金保障，开店模式可复制性强。**根据募集资金计划，资金用途中有90%的资金用于2023年及2024年门店开设及中央厨房建设，为未来拓店提供资金保障。过去公司开店成功率较高，2020-2022年公司开店成功率分别为97%，97%和92%，闭店主要原因为门店位置迁移，极少因营收不佳而导致闭店，可见过往开店模式已得到充分成功验证，门店存活率较高，预计未来开店仍将保持较高成功率。
- **门店扩张计划稳步推进，预计达成率高。**公司已计划于2023和2024年分别开设约180和240家门店，2025和2026年分别开设300和350家门店。过往公司开店目标达成率高，我们认为该计划实现具备较高成功率，预计2026年门店数大概率突破1500家。

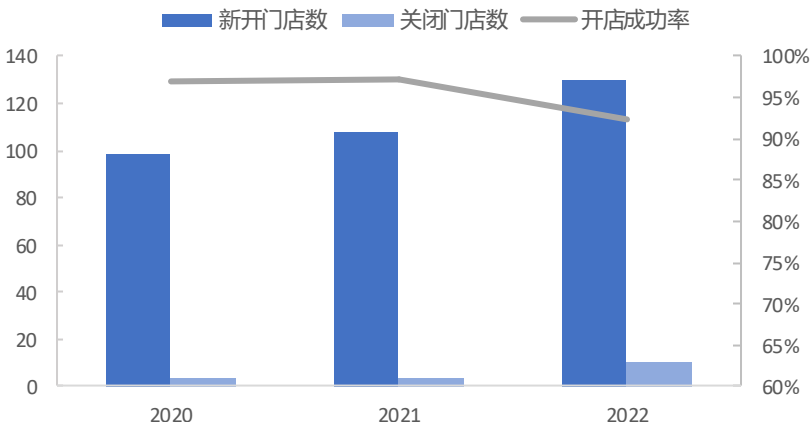
图表106：公司募集资金用途

年份	门店数量	估计投资额 (百万港元)	占所得款项净额 的百分比
2023年	180	313	60.7%
2024年	87	150.7	29.3%
总计	267	463.7	90.0%

图表107：达美乐开店计划



图表108：达美乐开店成功率较高



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

4.1 开店空间测算：预计门店容量超4000家

■ 根据测算结果，我们认为，达美乐的门店容量在4000家以上：

- 1) 我们根据较为成熟的北京及上海市场目前店铺数及人口数量测算出当前门店密度，并假设北上广深预计理想门店密度将略高于日本全国门店密度，预计为10/10/11/11万人/店，测算得北上广深四个一线城市的门店容量。
- 2) 由于一线及以下城市人均可支配收入、城区人口密度依次略有降低，我们依次假设公司分别覆盖新一线、二线及三线100%、100%、80%和60%的城市，假设有效人口覆盖率分别为100%、90%、80%、70%，假设新一线、二线及三线的理想门店密度分别为13、15、17万人/店，和人口覆盖率，并得出达美乐总体门店容量为4064家。

图表109：达美乐分层级员工数（人）

	目前店铺数 (家)	人口数量 (万)	当前门店密度 (万人/店)	人口覆盖率	理想门店密度 (万人/店)	门店容量 (家)
北京	170	2184	12.847	100%	10	218
上海	179	2475	13.827	100%	10	248
广州	57	1873	32.867	100%	11	170
深圳	74	1766	23.867	100%	11	161
合计	480	8299			10.4	797

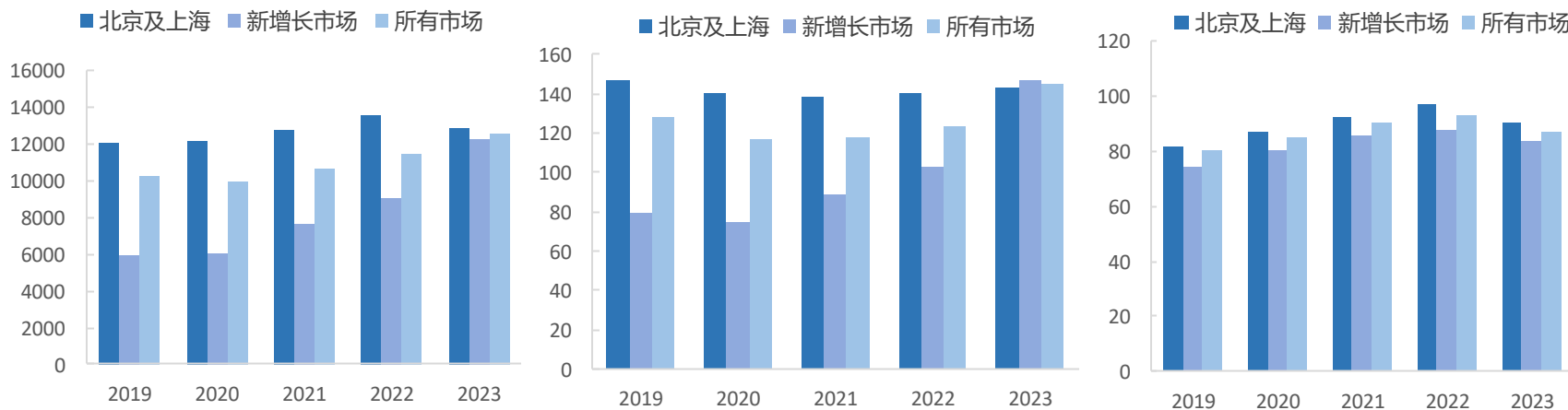
	城市个数	城市覆盖率	人口数量 (万)	人口覆盖率	理想门店密度	门店容量
一线	4	100%	8299	100%	10.4	798
新一线	15	100%	20131	90%	13	1394
二线	30	80%	22446	80%	15	958
三线	70	60%	37024	70%	17	915
合计			87899		21.63	4064

资料来源：国家统计局，达美乐官网，ifind，太平洋研究院整理

4.2.1 单店空间：北京上海门店稳健，新增长市场加速提升

- **北京上海单店销售额稳健，增长主要由单笔订单平均销售额拉动。**总体来看北京及上海门店表现步入成熟期，单店日销售额从2019年的1.2万元增长至2023年的1.3万元，19-23年CAGR为2%，2023年日均销售额略有下降系2022年封锁期间团购活动暂时提高每笔订单平均销售额导致基数较高。拆分来看，日订单量较为稳定，销售额增长主要由单笔订单销售额拉动，2019-2023年单笔订单平均销售额从81.9元增长至90.2元，CAGR达3%。
- **新增长市场单店销售额加速爬坡，订单量及单笔订单销售额双增。**新增长市场单店日销售额历年来保持双位数增长，日销不断与北京上海市场缩小距离，从2019年的0.59万元提升至2023年的1.2万元，19-23年CAGR达20%。订单量从2019年的79笔提升至2023年的147笔，19-23年CAGR达17%，2023年订单量已接近北京和上海订单数水平。单笔订单平均销售额从2019年的74.5元提升至2023年的83.6元，19-23年CAGR达5.4%。我们认为新增长市场订单量和每笔订单平均销售额增长将有所延续，随着市场逐步成熟有望接近于成熟的北京上海市场水平，单店销售额有较大提升潜力。

图表110：达美乐每家门店平均日销售额（元） 图表111：达美乐每家门店平均每日订单量（笔） 图表112：达美乐每笔订单平均销售额（元）

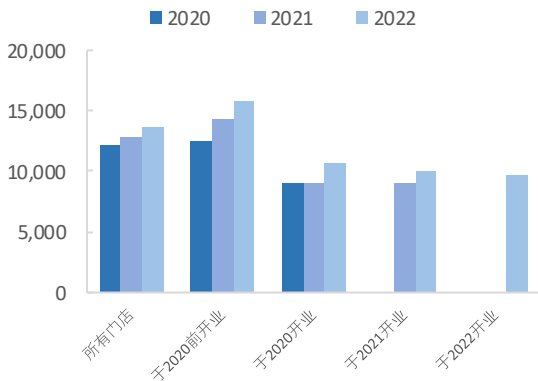


资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋研究院整理

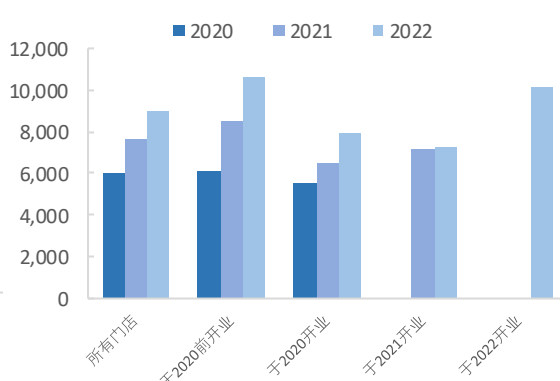
4.2.2 单店空间：日均销售额随店龄稳步增长，新增长市场外送占比仍可提升

- **日均销售额随开业时间增长，新店享品牌光环效应。**分店龄来看，随着店铺逐渐成熟，受益于开业时间变长后在附近消费者中品牌知名度的提升，北京及上海门店的日均销售额表现稳定并且持续增长，2020年前开业门店日均销售额从2020年的1.2万元增长至2022年的1.6万元，CAGR达12.6%，新增长市场日均销售额逐年提升显著，2020年前开业门店日均销售额从2020年的6109元增长至2022年的1.1万元，CAGR达31.5%。得益于成功的选址策略，宁波、东莞、中山等地新店均享得临近成熟市场所积累的品牌光环效益，2022年新增长市场开业新店表现亮眼，录得较高初步销售额，于2022年开业的新增长市场门店日均销售额达1.0万元，接近于2020年开业门店开业三年后日均销售额水平。
- **对比同业竞对，单店仍然有较大提升空间。**根据我们测算，2022年必胜客和肯德基单店日均销售额分别为16154、15659元，而达美乐仅为11445元，我们认为公司单店收入仍然有很大提升空间。1) 新增长市场大部分门店仍处于收入爬坡期，单店收入有望进一步提升至接近北京上海门店水平；2) 公司比萨和小食新品迎合升级策略，伴随产品组合提升单笔订单销售额存在进一步提升空间；3) 随着运营成熟及技术优化，公司订单处理效率及配送效率有望进一步提升，带动单店效益提升。

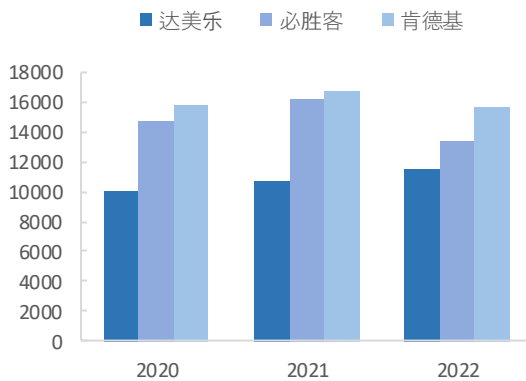
图表113：分店龄北京及上海市场每家店
铺日均销售额（元）



图表114：分店龄新增长市场每家店铺日均销售
额（元）



图表115：达美乐、必胜客、肯德基历年单店日
均销售额（元）



资料来源：招股说明书，各公司公告，太平洋研究院整理

4.2.2 单店空间：日均销售额随店龄稳步增长，新增长市场外送占比仍可提升

- 公司加大对于新增长市场力度投入，多个新城市首店破全球记录。2023年以来年内收回投资成本的比例达到67%，投资回报周期缩短至5个月，新开门店日均销售额是整体门店日均销售额的1.6倍以上：
- 2023年公司进驻济南、武汉、成都、青岛、温州、常州及嘉兴7个城市，新增48家门店，新店开设后年内每家门店平均日销售额为32354元，相较于公司2023年整体每家门店平均日销售额增长1.6倍，平均预期投资回报期缩短至9个月。至2024Q1，2023年开设的48家门店中有32家门店已收回成本。其中嘉兴于23年10月进驻开设3家门店，日销售额46068元，投资回报周期缩短至5个月。
- 2023年底-2024年初进驻华北、华中、华南及华东8个城市，其中西安、长沙、厦门及合肥门店打破青岛门店记录，首30天销售额超500万元。24年H1继续进驻江门、台州、金华及惠州4个城市，该12个城市的42家门店已有18家收回成本。

图表116：达美乐多店连续打破世界纪录

图表117：达美乐新城市首店人气爆棚刷新纪录

店名	开业时间	销售额情况
济南首店	2022.12.24	月销在120万左右
青岛万象城店	2023.4.29	创造全球前30天销售纪录，月销超400万，目前冬季月销在110万左右，夏季可达140-150万
温州新店	2023.4.29	成为全球前30天销售纪录第二名，5月中国门店成功占据前30天销售额榜单的所有前六名
嘉兴新店	2023.9	两家新开门店在全球销售纪录中排名第五和第七，中国门店成功占据前30天销售额的所有前八名和第十名
长沙首店	2023.12.23	开业第二日以30万的销售额打破全球单店单日销售纪录
西安首店	2023.12.24	开业首日日销32万，在上午10点达销量第一，晚上6点成为全球第一；1月2日销售额达37万，再次刷新世界纪录



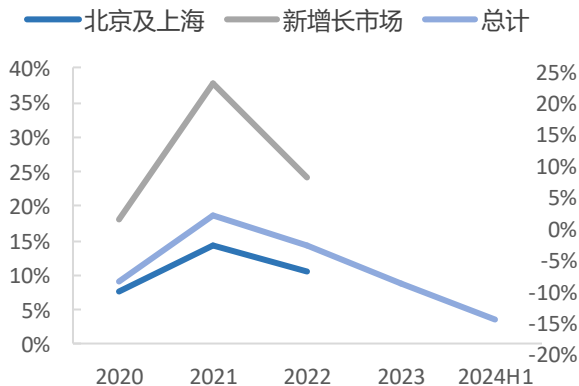
资料来源：极海，餐企老板内参，太平洋研究院整理

资料来源：达美乐公众号，太平洋研究院整理

4.3 同店空间：同店销售连续增长揭示强劲市场表现，对比海外增长可期

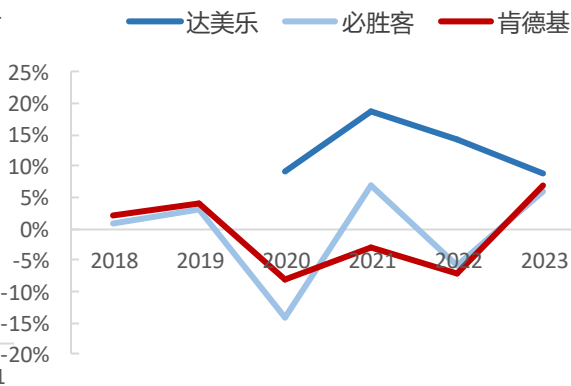
- **同店销售稳步增长。**公司2020年-2024年H1同店销售增长率分别为9%、18.7%、14.4%、8.9%、3.6%，分市场来看，2020至2022年北京及上海同店增长率分别为7.7%、14.2%、10.6%，成熟市场同店仍表现出较高成长性；新增长市场增长率分别为18.0%、37.7%、24.3%，表现亮眼，展现持续提升的盈利能力。2019-2023年达美乐同店增长CAGR为12.7%，必胜客和肯德基该数据分别为-2.1%和-2.9%。
- **对比海外门店未来增长延续可期。**对比达美乐澳洲经销商DPE同店销售增长率，除2022及2023年受俄乌战争影响增长率出现小幅负增，历年来均实现稳步增长，2013年至2023年同店增长率CAGR为5.7%，展现出达美乐强大的品牌力和持续的营收提升能力，预计中国达美乐同店仍将延续增长率稳增。

图表118：达美乐同店销售增长率



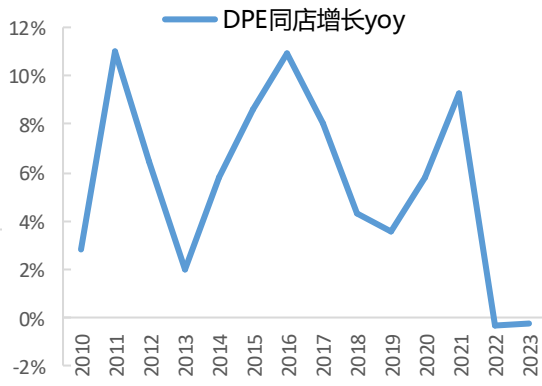
资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋研究院整理

图表119：达美乐、必胜客、肯德基同店增长率



资料来源：公司公告，招股说明书，公司公告太平洋研究院整理

图表120：DPE同店销售增长率



资料来源：DPE公司公告，太平洋研究院整理

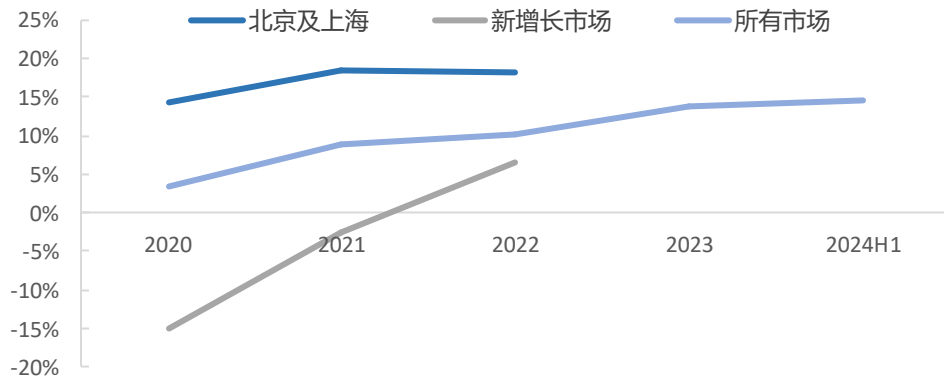
4.3 盈利空间：伴随规模优势显现，未来盈利前景可期

■ 门店经营利润率稳步增长，新增长市场盈利能力大幅提升。2023年公司单店收入为388万元，2020-2023年CAGR达8.5%。随着规模效益逐步凸显及合理控费，多项费用占比出现下降，带动整体经营利润率提升。其中，2023年门店层级薪酬开支、租金、厂房折旧、广告推广开支均有较2020年超1pct的下降。2023年门店层面经营利润率为13.7%，相较于2020年提升10.3pct，其中2020至2022年北京及上海市场门店经营利润率从14.3%提升至18.3%，已初步展现出稳定盈利能力，新增长市场门店经营利润率从-15.1%提升至6.4%，共提升了21.5个pct，并已成功于2022年扭亏为盈，目前新增长市场大多数门店仍处于开店初期，盈利能力提升空间明显。

图表122：公司门店单店模型

(百万元)	2020A	2021A	2022A	2023A
单店收入	3.04	3.44	3.44	3.97
yoy	-2.6%	13.2%	-0.2%	15.6%
门店数	363	468	588	768
1.原材料及耗材成本	0.86	0.91	0.93	1.09
%	28.1%	26.4%	27.2%	27.4%
毛利	2.19	2.53	2.50	2.88
毛利率	71.9%	73.6%	72.8%	72.6%
2.门店层级薪酬开支	0.87	0.99	0.98	1.07
%	28.6%	28.7%	28.6%	26.9%
全职门店员工薪酬	0.38	0.43	0.47	
%	12.5%	12.6%	13.6%	
兼职门店员工薪酬	0.37	0.42	0.40	
%	12.1%	12.3%	11.7%	
外包骑手相关开支	0.09	0.10	0.08	
%	2.8%	2.9%	2.4%	
中央厨房员工薪酬	0.04	0.03	0.03	
%	1.2%	1.0%	0.9%	0.4%
3.租赁相关费用	0.38	0.38	0.36	0.39
%	12.4%	11.2%	10.4%	9.8%
4.厂房及设备折旧	0.21	0.20	0.20	0.20
%	7.0%	5.8%	5.7%	5.1%
5.广告及推广开支	0.24	0.23	0.19	0.20
%	7.8%	6.7%	5.5%	5.1%
6.门店经营及维护开支	0.21	0.22	0.22	0.25
%	6.9%	6.3%	6.4%	6.2%
7.其他费用	0.18	0.21	0.21	0.22
%	6.0%	6.0%	6.0%	5.6%
门店层面经营利润	0.10	0.31	0.35	0.55
门店层面经营利润率	3.4%	8.9%	10.1%	13.8%

图表121：公司门店经营利润率



资料来源：公司公告，招股说明书，太平洋研究院整理

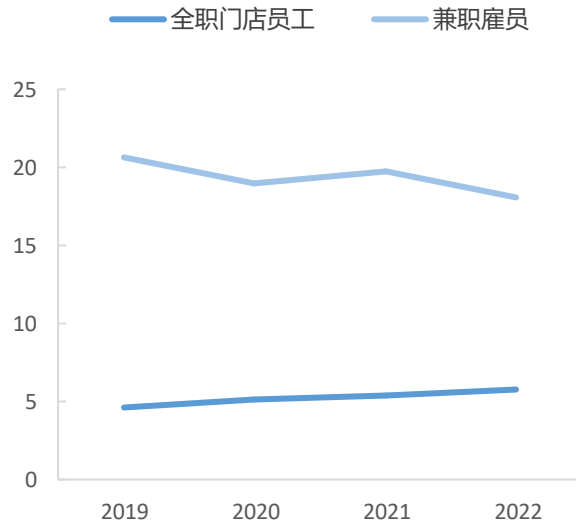
4.3 盈利空间：伴随规模优势显现，未来盈利前景可期

► **对比成熟品牌，达美乐成本仍有优化空间。**2022年快餐业态内来看，达美乐门店层面经营利润率已优于必胜客的9.2%，但仍然低于肯德基的15.7%；各餐饮业态来看，达美乐经营利润率仍处于较低水平。基于公司核心业务模式更偏向于有限服务快餐厅，我们认为达美乐成本方面仍有优化空间。1) **员工薪酬开支：**公司2022年员工薪酬开支占单店收入的28.6%，而肯德基仅为25.2%，公司门店平均兼职员工数从2019年的20.7人下降至18.1人，全职门店员工稳中略升，从2019年的4.6人上升至2022年的5.7人，我们认为公司新开门店员工熟练度有提升空间，订单处理效率有望加快，兼职员工数可进一步降低。2) **折旧摊销：**伴随公司单店销售额逐步提升，我们认为单店层面折旧摊销费用占比仍有下降空间。3) **其他费用：**广告开支及水电费等仍具备优化空间。

图表123：2022年各餐饮业态单店模型

	达美乐	必胜客	肯德基	太二	海底捞	奈雪的茶
单店收入(百万)	3.44	4.81	5.64	6.88	20.73	4.03
门店面积	125.00	300.00	180.00	250.00	900.00	200.00
坪效 (万/平方)	2.75	1.60	3.13	2.75	2.30	2.02
单店日平均销售额 (元)	11445	13359	15659	18862	56782	11943
客单价	58.41	70.74	33.73	77.00	103.20	34.30
订单数	123.00	188.84	464.24	244.96	550.21	348.20
原材料及耗材成本	0.93	1.52	1.75	2.55	8.19	1.33
%	27.20%	31.56%	31.01%	37.00%	39.50%	33.00%
员工薪酬开支	0.98	1.42	1.42	1.24	6.11	1.28
%	28.57%	29.50%	25.24%	18.00%	29.50%	23.00%
员工平均薪酬 (元)	35693	42990	40650	41307	78384	55671
物业租金及其他成本	1.17	1.43	1.58	0.00	0.00	0.00
%	34.13%	29.76%	28.01%	0.00%	0.00%	0.00%
租金及折旧摊销成本	0.55	0.21	0.25	0.96	1.87	0.87
%	16.13%	15.00%	16.00%	14.00%	9.00%	17.50%
其他成本	0.62	0.21	0.19	1.15	0.83	3.10
%	17.99%	14.76%	12.01%	16.70%	4.00%	14.70%
门店层面经营利润	0.35	0.44	0.89	0.98	3.73	0.48
门店层面经营利润率	10.10%	9.20%	15.70%	14.30%	18.00%	11.80%

图表124：公司单店员工数 (人)



资料来源：各公司公告，达势股份招股说明书，渠道调研，太平洋研究院整理

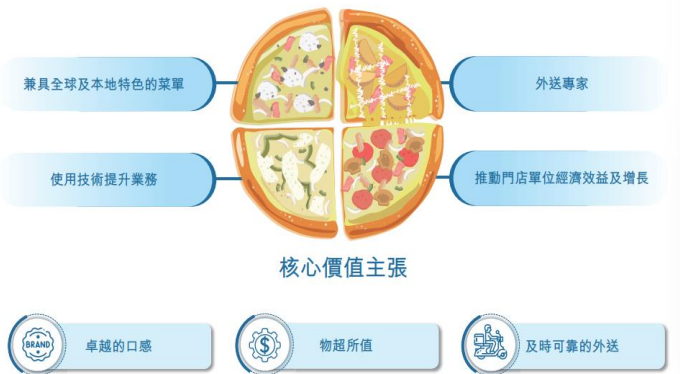
资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

5、美味与速度并进，竞争优势明显

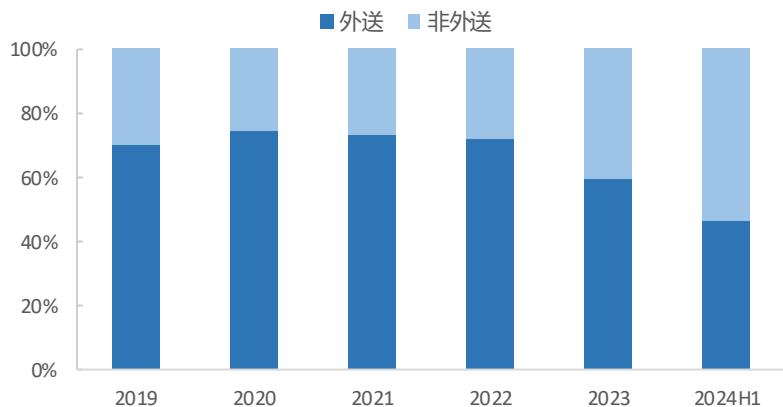
5.1 核心价值主张：产品物超所值，外送服务及时可靠

- **公司核心价值主张以外卖服务为根基，体现差异化优势。**公司致力于提供美味、物超所值的比萨，并专注于外送的商业模式，2022年及2023年公司分别有72%及59.2%的收入来自外送，远高于同行58%的平均水平。这种模式的成功建立在几个关键要素之上：
 - **1) 产品优势：**公司背靠达美乐集团拥有较强研发实力，比萨、饼底、小食SKU数均为第一，口味方面兼具全国与本土特色，比萨个性化定制程度高，同时产品价格也颇具性价比，深受消费者喜爱。
 - **2) 供应链优势：**公司对供应商高标准严要求，中央厨房模式简化门店流程，提供效率保障，产能设计具备一定超前性为未来开店预留充足储备。
 - **3) 外送优势：**公司坚定履行30分钟必达承诺，从厨房到配送的各环节提升效率，极致优化各环节流程，延续达美乐集团科技基因配备智能调度系统提升配送效率，采用灵活用工策略，搭建自有骑手团队，配送速度远远领先同行。
 - **4) 线上服务优势：**公司打造轻门店，重线上模式，全渠道下单模式获客，积极线上营销和打造会员系统增强客户粘性和品牌曝光率。

图表125：达势股份核心价值主张



图表126：达美乐外送及非外送收入占比



资料来源：公司公告，招股说明书，太平洋研究院整理

5.2 产品优势：致力于成为比萨专家，产品独具优势

- **比萨SKU数行业第一，产品研发能力强。**公司背靠达美乐集团拥有丰富比萨产品储备及创新经验。公司拥有的比萨和饼底SKU数均为业内第一，目前公司比萨SKU数达38个，饼底数达20种，而业内产品较为丰富的必胜客和棒约翰也仅分别有19、24种比萨和7、7种饼底，达美乐比萨数和饼底数均遥遥领先同行水平，给予消费者更多口味选择空间。同时，公司新品推出速度快，自2018年以来已推出超130种新菜单，平均6-8周推出一款新比萨，在业内推新速度较为领先。
- **产品兼具全球及本土化特色，适应消费口味。**公司致力于成为比萨专家，产品兼具全球及本地化特色，除了经典西式风味比萨，公司持续完善本土化的比萨和饼底，以迎合消费者口味。比萨方面，23年公司新品包括泰式绿咖喱鸡肉比萨、烤鸭比萨、蟹粉扇贝虾仁比萨等，如果味榴莲、小龙虾酥香嫩鸡比萨均已成为畅销单品。饼底方面，公司具备丰富创新能力，除了其经典的经典手拍、轻巧薄脆、芝心卷边饼底，也将当下年轻人潮流及口味趋势融合入比萨口味，推出蒜香黄油风味奶酪双层饼底、荔浦芋泥燕麦双层饼底等，为业内首创。

图表127：达美乐饼底详情



图表128：各比萨品牌SKU数量

	达美乐	必胜客	乐凯撒	棒约翰	尊宝比萨
比萨	38	19	17	24	17
饼底	20	7	3	7	/
牛排	1	1	2		1
意面和饭	8	9	3	11	12
小食	31	19	11	22	14
饮料	10	6	10	7	7
甜点	6	1		7	/
沙拉		1		1	/
汤	2	2		2	1

图表129：各比萨品牌产品特点及趋势

	达美乐	必胜客	乐凯撒	棒约翰	尊宝比萨
产品特点	专做“比萨专家”，丰富比萨产品搭配丰富小食配餐	以比萨为主的全餐	主打榴莲特色比萨的全餐	以比萨为主的全餐	以比萨为主的快餐
核心单品	美国风情土豆培根比萨、经典意式肉酱比萨等	经典意式肉酱面、超级至尊比萨、金枕榴莲多多比萨等	金枕榴莲比萨、爆肉榴莲比萨等	榴莲芝士条、超级棒约翰比萨、夏威夷阳光比萨等	苏丹王榴莲比萨、奥尔良烤鸡比萨等
比萨推新速度	18年至全球发售日共推出130款新品、平均6-12个周推出一款比萨	每2个月左右上新一款，半年左右更新一次菜单，23年6月菜单上新27款新品	菜单较为固定	每2个月左右上新一款	菜单较为固定
新品趋势	兼具全球及本地化特色，开发多款比萨馅及饼底满足个性需求	顺应国内本土化口味趋势	主打榴莲特色，产品可定制化	顺应本土化趋势，上新节日主题产品，造型创新推出非传统比萨类产品	/
23年部分新品情况	泰式绿咖喱鸡肉比萨、烤鸭比萨、蟹粉扇贝虾仁比萨、金尊鲍鱼扇贝比萨	爆香大粒鸡比萨等五款鸡肉比萨、香榴莲臭豆腐比萨、孜然羊肉比萨、意式肉酱牛肉比萨	推出DIY比萨，自选配料增加产品自由度	新年星愿星型比萨、一口奥利奥比萨卷、双重芝士比萨、心型两拼比萨	/

资料来源：美团，达美乐官网，太平洋研究院整理

资料来源：窄门餐眼，达美乐官网，CFB集团官网，各品牌公众号及微博，赢商网，太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

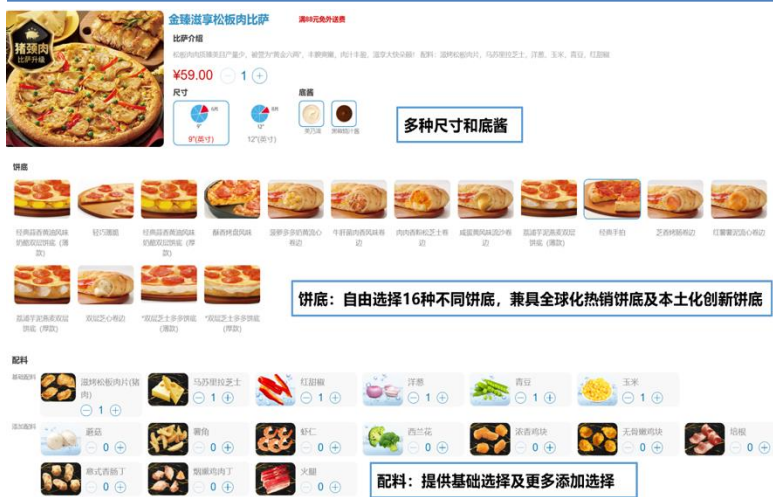
守正 出奇 宁静 致远

5.2 产品优势：致力于成为比萨专家，产品独具优势

■ 提供多档价格及选配，满足多元消费选择：

- 1) **比萨尺寸**：提供从7寸到12寸多种尺寸，满足从1-2人食到多人聚餐不同消费人数需求；
- 2) **多档价格**：公司比萨最低仅28元起，比萨从物超所值比萨、经典风味比萨到甄选尊享比萨，价格依次提升，9寸比萨价格覆盖39-78元价格区间，12寸比萨涵盖68-107元价格区间，同时消费者也可以自行选配饼底口味；
- 3) **比萨口味**：在下单界面，公司提供充分个性化选择空间，选配丰富度为业内第一。部分产品提供多种底酱选择、20种口味饼底可随意组合，同时配料分为基础配料添加配料，可充分定制配料种类和分量；
- 4) **配套小食**：此外，公司小食丰富，提供各类配菜，包括意面和饭、小食、甜点、饮料和汤类，SKU数达31个，远超同行水平，价格涵盖从6-49元区间，可作为替代主食或比萨配餐，进一步提升客户选择空间。

图表130：达美乐官网选餐界面



资料来源：达美乐官网，太平洋研究院整理

图表131：达美乐各品类价格区间

品类	细分品类	价格区间
比萨	甄选尊享	9寸69-78元 12寸98-107元
	经典风味	9寸59元 12寸88元 7寸28元
	物超所值	9寸39-49元 12寸68-78元
	饼底	部分饼底+19元
面饭	牛排	49元
	意面、烩饭、炒饭	27-30元
	小食	12-46元
	甜品	10-17元 6-13元
	饮料	部分第二杯半价
	汤类	16-18元

资料来源：达美乐官网，太平洋研究院整理

5.2 产品优势：致力于成为比萨专家，产品独具优势

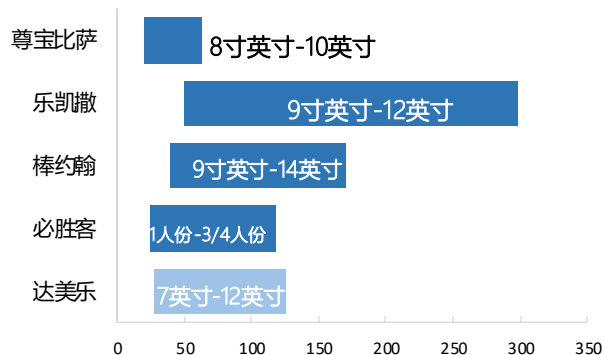
- **周二周三比萨七折，增强对消费者吸引力。**在周二和周三，通过公司自有渠道（官网、微信及APP）订餐可享受比萨7折优惠，同时每年2-3次举行Mega Week超级周买一送一活动。对于消费者来说可以以更便宜的价格享受到相同的产品，通过折扣活动扩大对于价格敏感消费人群的吸引力。
- **产品“物超所值”，具备高性价比。**达美乐在拥有强产品口味及丰富度的壁垒之上，价格仍具较强性价比。人均客单价为58.5元，仅为必胜客客单价的约80%，低于乐凯撒和棒约翰的客单价63.8元和62.8元，但高于尊宝比萨的33.5元。达美乐最低价比萨为28元，与必胜客最低价比萨的24.9元接近，但尺寸更大，达美乐为7英寸而必胜客为1人份大小。我们认为在相似定位的品牌中达美乐价格颇具性价比，充分体现其“物超所值”的核心主张。

图表133：达美乐周二周三仅需七折

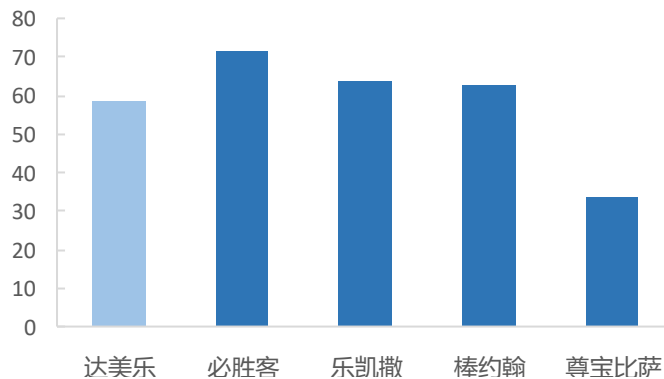


资料来源：必应，美团，招股说明书，太平洋研究院整理

图表132：各比萨品牌比萨尺寸和价格区间（元）



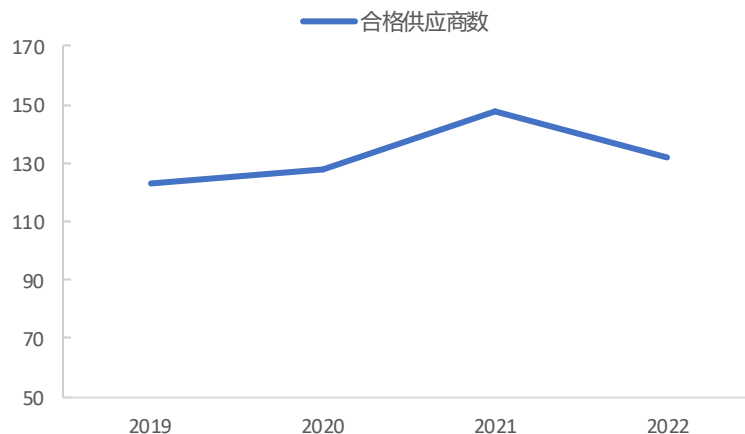
图表134：各比萨品牌人均客单价水平（元/人）



5.3 供应链管理：采购流程精细严格，前五大供应商占比合理

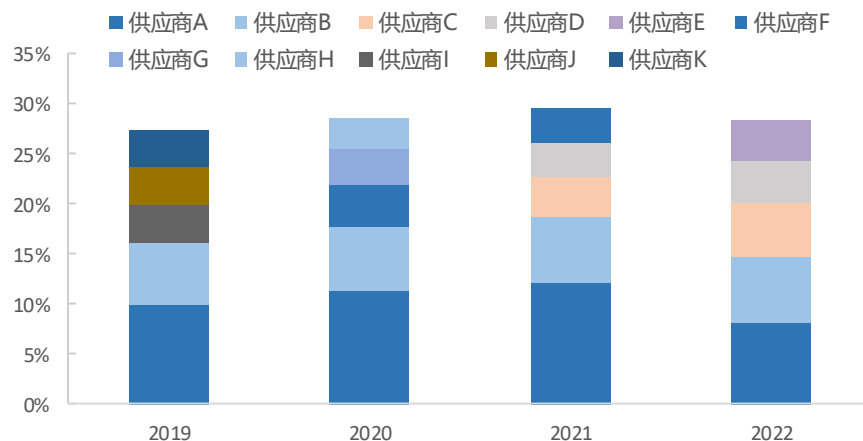
- **精细化采购流程，确保品质可靠，供应稳定，价格合理。**达势股份得以提供物超所值的比萨和实现及时可靠的配送来源于完善的供应链体系建设。其供应链主要包括采购、中央厨房加工、餐厅备餐、派送四个阶段。采购阶段，公司主要原材料包括用于制作比萨和其他食品的乳制品、鸡肉、猪肉、酱料、调味品等，比萨核心原料生面团均为中央厨房加工生产。公司对品质要求严格，在审核供应商阶段会进行资质审核、样品测试、试产等程序，并对供应商按风险等级进行分类，正式列入合格供应商后每两年进行依次风险评估。价格管理方面，公司合同期限灵活，一般签订一年期合同，并对特定食材或产品签订多个供应商，利用规模优势保障供应的稳定性以及控制合理价格。
- **前五大供应商占比合理。**在这套供应商管理体系下，2019至2022年，公司合格供应商数量从123个提升至132个，总体增长较为稳定，与供应商业务关系持续时间一般为3年。2019-2023年，公司前五大供应商占比分别为27.3%、28.5%、29.6%、28.3%、32.2%，占比较为合理，不存在利益相关方及过度依赖单一供应商现象。

图表135：达美乐合格供应商数量



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图表136：达美乐中央厨房职能

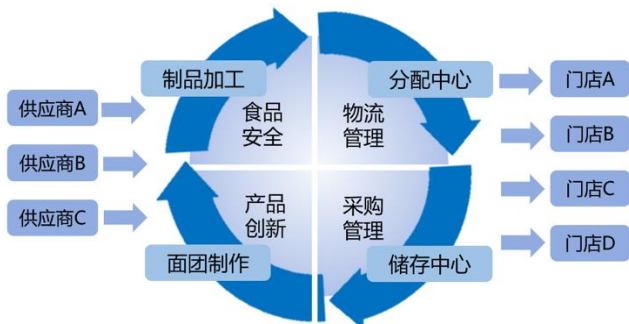


资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

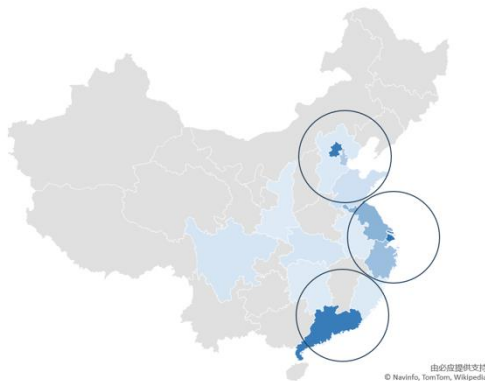
5.3 中央厨房：简化加工流程保障稳定供应，产能较为富足

- **中央厨房简化门店加工流程，ERP系统确保供需匹配，为稳定供应提供保障。**作为供应商和门店的中间集结地，中央厨房负责比萨面团的制作、食品加工、分配及储存中心。同时，公司通过布局整合门店及中央厨房的ERP数字化企业资源规划系统确保对实际需求保持高敏感。通过中央厨房实现食品标准化加工，公司得以提供口味品质如一的产品，确保门店供应的稳定。此外，门店仅需对中央厨房提供的半加工食品进行少量加工便可迅速出餐，提升了门店运作效率，降低新设门店初始资本投入。目前公司拥有河北三河、上海、广东东莞三大中央厨房，分别覆盖华北、华东、华南地区辐射中央厨房250km内门店，并计划在潜在新市场开设更多中央厨房。
- **产能持续提升，储备较足应对未来扩店规划。**公司产能持续提升，华东、华北、华南中央厨房产能分别从2019年的220、220、180万千克提升至2022年的420，330，180万千克，2022年产能利用率分别为62%，73%，54%，产能布局具备一定超前性，通过测算2022年产能可支撑公司门店数达914家，产能储备至2024年H1开店需求。

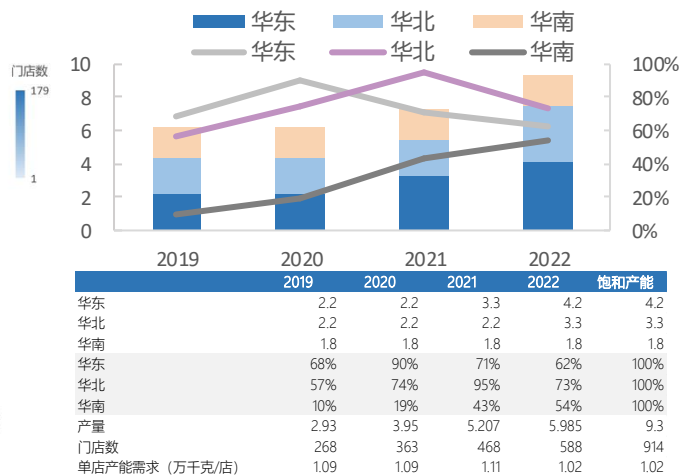
图表137：达美乐中央厨房职能



图表138：达美乐以中央厨房250km为半径布局门店



图表139：达美乐各中央厨房产能（百万千克）及产能利用率



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理（注：门店截至2023年12月31日）

5.4 外送优势：达美乐坚持履行30分钟极速必达承诺

- **外送为达美乐品牌核心DNA，坚持30分钟必达承诺。**公司外送服务在市场上保持较强竞争力，提供从下单时间起30分钟必达的承诺，如果30分钟未达则赠送免费比萨优惠券一张，体现了公司对于承诺的重视和履行。过往订单平均送达时间仅为23分钟，消费者几乎不用担心因为外送时间过长而影响比萨食用口感，保障最佳消费体验。公司得以履行30分钟必达的承诺来源于各个流程环节的极致规划。
- **厨房布局适配外卖模式，提升出餐及取餐效率。**达美乐门店设计以外卖业务为中心，平均门店面积仅为125平方米，但厨房区域却通常占约一半的门店面积，同时烤箱和电热包也采用输送带式，致力于提升生产能力和生产效率，以达成30分钟必达的承诺。部分门店外配有取餐点，客户和骑手可在取餐点直接提取订单，尽力减少不必要的取餐流程，提升订单完成效率。
- **严格控制出餐时间，保障每一个环节时间极致时间压缩。**为达成30分钟出餐的承诺，公司在每个环节都精确规划时长，由于比萨饼制作较为标准化，在接到订单后，平均制作时间仅为2分钟，烘烤时间较为固定，平均上炉时间仅为9-11分钟，出炉后约1分钟时间打包。预留给骑手的配送时长约15分钟，包括约8分钟的配送时间和7分钟的意外预留时间。各环节时间精准控制保障了极致的送达效率。
- **外包装和外卖设备投入确保全流程完美口感质量。**公司继承母公司自主设计及科技基因，为了保证配送期间比萨不会因为配送颠簸影响品质或在配送期间变凉，公司采用自主设计瓦楞纸盒保证散热过程中比萨不会因为受潮而变得不好吃，外包装采用立式保温袋确保温度，同时，在配送设备上公司也积极研发创新，如设计出可以在配送过程中加热的电动自行车，使消费者收到比萨时比萨仍保持新鲜出炉口感。

图表140：达美乐厨房布局



图表141：达美乐门店外设有自助取餐柜



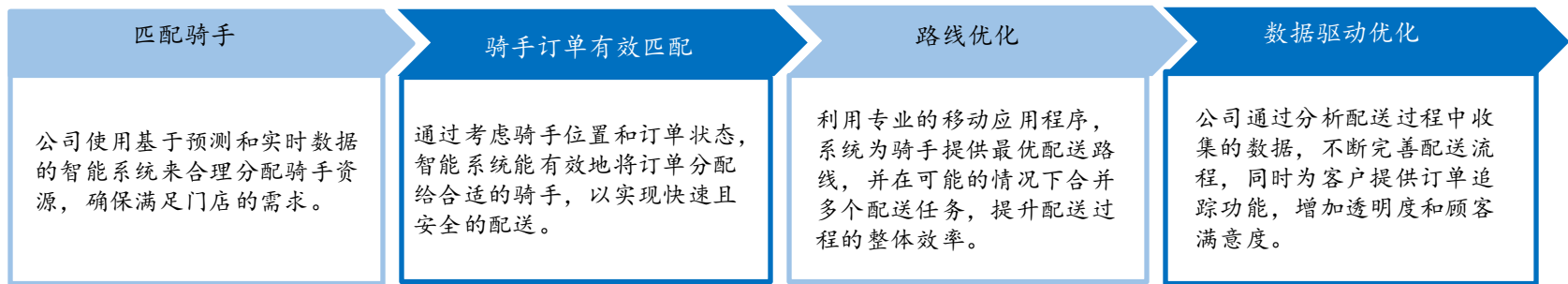
资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

5.4 外送优势：智能调度系统，优化配送体验效率

► 延续达美乐集团科技基因，配备先进智能调度系统优化调度配送过程效率。公司智能调度系统具备以下几个功能：

- 1) 智能配备骑手：系统根据预测的门店需求智能地配备骑手，这依赖于数据洞察力和管理团队的本地专长，确保门店有适当数量的骑手应对预测需求。
 - 2) 骑手与订单有效匹配：智能系统为骑手高效配匹配订单，确保订单能够及时且安全地送达。系统综合骑手位置和订单状态，实现有效配对。
 - 3) 路线优化：系统为骑手提供优化的配送路线和清晰的导航，提高配送效率。还能自动识别多单配送的机会，提升整体效率。
 - 4) 数据驱动优化：数字化的调度和配送流程使得可以收集和分析配送数据，不断完善配送能力。客户也能实时跟踪订单位置。
- 通过智能调度系统，门店有效减少了等待时间和空闲时间，确保每个订单都能被迅速处理和配送，降低了因人力过剩而产生的不必要薪资支出，同时也避免了人手不足导致的服务质量下降。通过为骑手提供最佳路线和多单配送的规划，配送时间得到明显缩短，客户满意度得到提升。此外顾客能实时跟踪订单，为他们提供更透明的服务流程和更好的服务体验。

图表142：达美乐智能调度系统

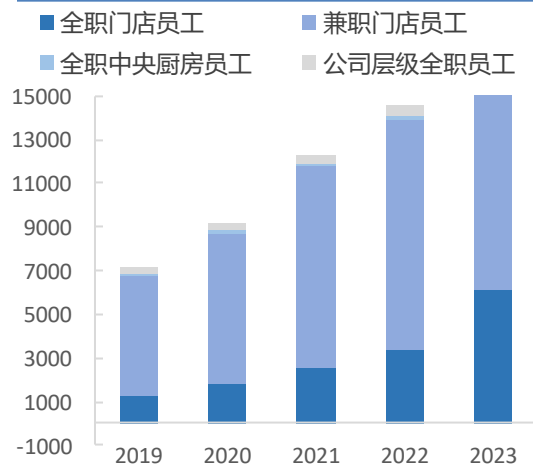


资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

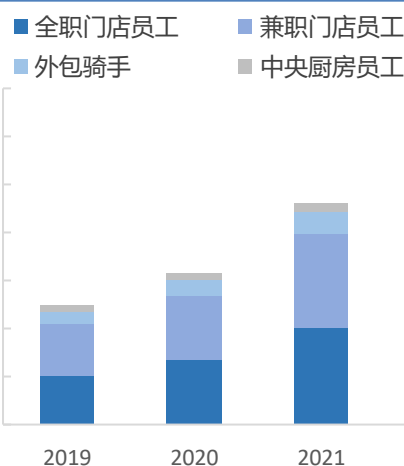
5.4 外送优势：灵活用工策略，高效打造骑手精英团队

■ **自建骑手团队，灵活用工提升配送效率。**1) 公司自建专职骑手团队。公司主要配送人员为专职骑手，专门配送达美乐的订单确保配送过程及时可靠，保障餐品品质。同时自有骑手团队也能让公司了解配送过程的实际数据以更好进行路线规划、骑手分配，反哺配送效率的提升。2) **门店员工承担多职能提升效率。**达美乐门店非管理人员身兼多个职位，在日常营业种门店团队大约由两位全职管理人员，一位全职员工及十名左右兼职员工组成，员工既是门店员工又是配送骑手，灵活用工保障了在用餐高峰期合理的人员调度，以实现团队效率及效益最大化。公司历年来均有超98%的员工属门店层级，2023年公司全职门店员工和兼职门店员工数分别为6536人及15635人，占比分别为29.4%和70.6%，而百胜中国全职兼职比则约为1:2，薪酬开支方面全职门店员工和兼职门店员工开支分别为2.7亿元和2.3亿元，占比分别为47%和40%，合理运用兼职员工在保障效率的基础下大幅减少了员工薪酬成本。3) **第三方骑手补充运力。**在用餐高峰期，公司也会聘请第三方外包骑手人员填补人员空缺，进一步提升效率。2022年外包骑手和全职及兼职员工完成订单数分别为4600万单和10239万单，占比分别为31%和69%。

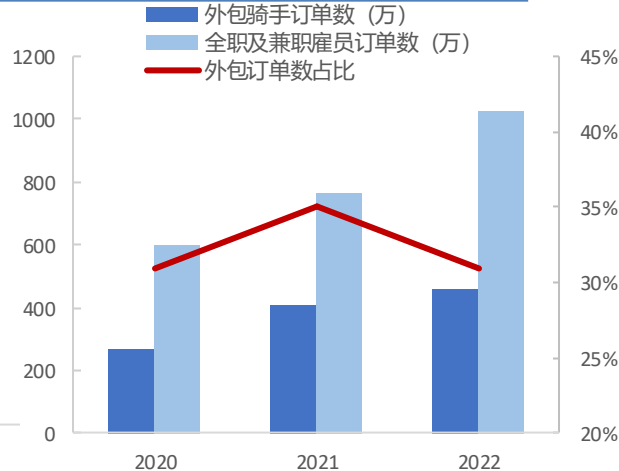
图表143：达美乐分层级员工数（人）



图表144：门店及中央厨房层级薪酬开支（万元）



图表145：达美乐外包及员工完成订单数（万）

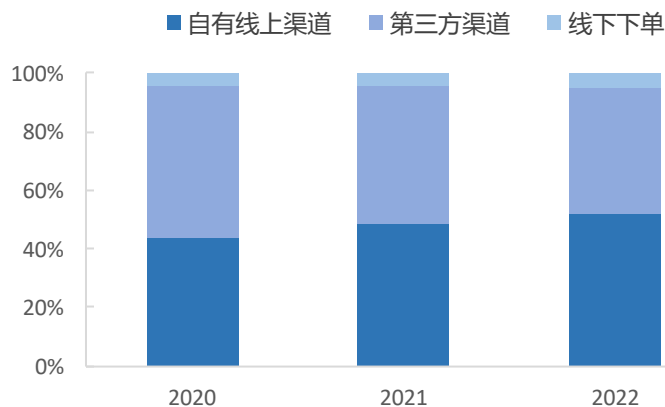


资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

5.5 线上服务：全渠道下单途径，提升客户体验

- **打造轻门店，重线上模式，走出差异化战略。**公司业务由于以外送为核心，核心服务和营销手段主要通过线上渠道展开，具备多重优势。1) **灵活性和扩展性：**线上模式不受地理位置限制，具备更强复制性，更容易传播和裂变，扩展市场范围。2) **便捷客户体验：**线上渠道便于顾客访问，顾客可以随时随地通过网站或移动应用下单，随时浏览最新资讯和优惠内容，提供了便利和无缝的购物体验。
- **全渠道下单途径，提升客户体验。**除了门店线下订餐，公司拥有APP、网站、小程序、公众号等多线上渠道，客户也可以通过第三方下单，全渠道订餐一方面可以为客户提供便捷性，使得客户在任何时间场合都能订购披萨，另一方面也为后台数据提供支撑，便于分析客户喜好以更好推出产品。2020-2022年，均有约95%的订单来自线上渠道，其中2022年自由线上渠道及第三方渠道分别占比52.2%和43.2%，远高于行业平均水平。公司自有线上订餐系统界面主要包括进入首页、浏览披萨、浏览小食和订单结算界面，相较第三方外卖平台产品信息更为全面直观，消费者可随意选择披萨饼底及增减配料并浏览相关图片，订单界面可精确追踪至厨房内订单制作、进炉、质检等一系列进度，进入配送环节后可随时查看骑手派送实时位置，进一步有效提升消费体验。

图表146：达美乐各下单渠道收入占比



图表147：达美乐线上系统订餐界面及流程

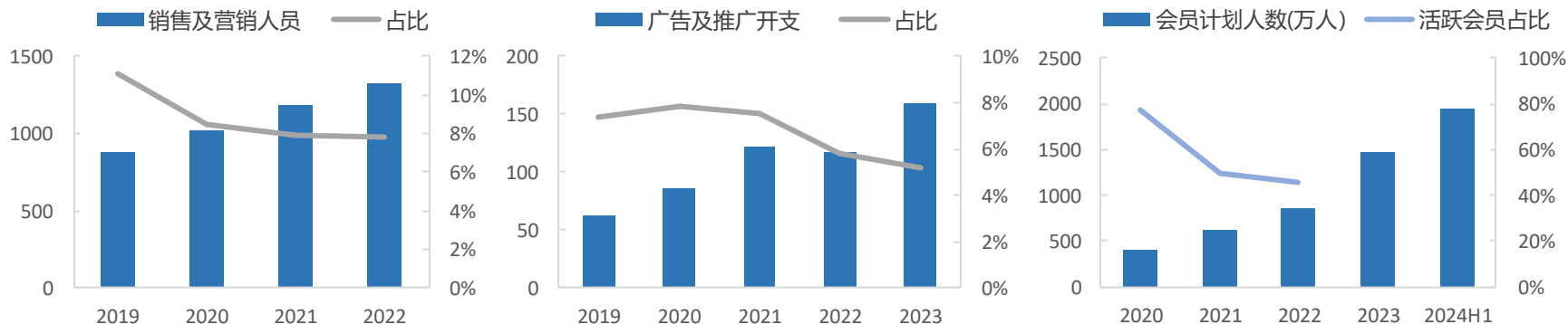


资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

5.5 线上服务：数字营销铸就品牌忠诚

- **重视线上渠道营销，吸引顾客。**公司主要运用微信公众号和微博账号发布新菜单、宣传视频和活动信息，截至2023年12月21日微信粉丝数已达964万。除了自身社交媒体账号，公司也通过发布有趣内容和小游戏吸引顾客，如2021年7月推出的与东京奥运会相关的微信小游戏，成功参与者可解锁免费比萨优惠券。此外，公司还在多个平台购买广告，如微信、今日头条和网易云音乐等，计划随着公司规模扩大，在更多样化的线上渠道投放广告。公司销售及营销人员薪酬从2019年的877.0万元提升至2022年的1320.8万元，广告及推广开支从2019年的6150万元提升至2023年的15920万元，2023年占收入占比5.2%，高于同行投入水平。
- **会员计划培育客户忠诚度，提升客户粘性。**公司着力推行会员计划，通过加入会员可享受除常规优惠活动外的额外定制奖励，下单也可获得积分用于兑换奖赏，培育客户忠诚度和复购率。2023年公司会员计划人数1460万名，19-23年CAGR达54%，2024H1会员人数1940万，会员计划效果卓越。
- **专客户数据平台驱动客户洞察，提供个性化服务。**通过自建的专有的客户数据平台(CDP)，达美乐能够追踪和收集来自其独有线上渠道的数据，包括应用程序、网站、微信小程序和公众号的交易信息，深入理解客户的个性化需求，包括偏好的产品、位置和就餐时间等，进而提供个性化的推荐和促销活动。同时进一步反哺菜单开发、定价策略和经营战略。

图表148：达美乐销售及营销人员薪酬（万元） 图表149：达美乐广告及推广开支（百万元） 图表150：达美乐会员计划人数及活跃会员占比



资料来源：公司公告，招股说明书，太平洋研究院整理

6、盈利预测

6.1 收入预测

■ 根据测算，我们认为2024-2026年公司营收分别可达42.6、52.2、63.7亿元，同比分别增长39.6%、22.5%、22.2%。

- 1) 门店数假设：根据公司2024至2026年开店规划，我们假设北京及上海门店增长速度将逐步放缓，新增长城市门店扩张加速提升，预计2024至2026年北京及上海门店数分别为373、391、415家，新增长城市门店数分别为635、917、1243家。
- 2) 营业天数假设：预计2024至2026年北京及上海营业天数稳定在330天，新增长城市营业天数稳定在300天。
- 3) 单店假设：我们认为北京及上海订单数已近乎上限，2024至2026年订单数分别同比0%/-2%/-1%，2024至2026年单笔订单销售额分别同比-1%/0%/0%。新增长城市由于城市逐步下沉，预计2024-2026年门店日均订单量分别增同比+20%/-6%/-3%，预计每笔订单平均销售额相应下降，2024-2026年分别同比-4%/-1%/-1%。

图表151：达势股份收入拆分预测

(百万元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	1611.33	2020.79	3050.72	4259.74	5216.34	6372.07
yoy	45.95%	25.41%	50.97%	39.63%	22.46%	22.16%
门店数 (个)	468	588	768	1008	1308	1658
日销额 (元)	10692.00	11445.00	12580.00	13583.78	12907.59	12497.93
年运营天数 (天)	91	93	87	83	82	81
1.北京及上海收入	1147.00	1279.00	1545.12	1569.83	1611.07	1690.05
yoy	31.99%	11.51%	20.81%	1.60%	2.63%	4.90%
占比	71.18%	63.29%	50.65%	36.85%	30.88%	26.52%
门店数 (个)	267	312	351	373	391	415
日销额 (元)	12781.00	13576.00	12882.36	12753.54	12485.98	12340.61
年运营天数 (天)	336	302	330	330	330	330
2.新增长市场收入	464.00	742.00	1505.60	2689.90	3605.28	4682.02
yoy	97.45%	59.91%	102.91%	78.66%	34.03%	29.87%
占比	28.80%	36.72%	49.35%	63.15%	69.12%	73.48%
门店数 (个)	201	276	417	635	917	1243
日销额 (元)	7617.00	9009.00	12285.00	14120.23	13105.34	12555.71
年运营天数 (天)	303	298	300	300	300	300

资料来源：公司公告，招股说明书，太平洋研究院整理

6.2 盈利预测

- 根据测算，我们认为2024-2026年单店收入分别为4.23/3.99/3.84万元，门店层面经营利润分别为61/58/55万元，利润率分别为14.5%/14.5%/14.4%
- 1) **原材料及耗材成本**：公司原材料和供应商管理优秀，我们预计原材料及耗材成本将维持稳定水平，2024-2026年分别占比27.3%/27.3%/27.3%
- 2) **员工薪酬开支**：我们认为随着公司门店数逐步增长，以及客单价及每笔订单销售额的逐步提升，薪酬开支将进一步摊薄。预计2024-2026年单店员工薪酬开支占营收比分别为27.4%/27.0%/26.9%：**a) 员工薪酬假设**：我们假设员工薪酬将保持稳定增长，公司2024-2026年员工平均薪酬分别同比+8%/持平/持平。**b) 单店员工人数假设**：随着公司管理日益成熟，2024-2026年分别为6.0/5.8/5.6人/店，伴随员工熟练度提升及订单处理效率优化，兼职员工数量略有降低，分别为20/19/18人/店；随着门店规模扩张，中央厨房人数分别增加至193/208/223人，公司层级员工数分别增加至1855/1915/1975人。**c) 员工薪酬开支**：根据全职、兼职、中央厨房、公司各层级员工平均薪酬、单店员工人数及门店数计算得出员工薪酬总开支。
- 3) **租金开支**：我们预计公司单店使用权资产折旧将维持稳定水平，2024-2026年分别为31/30/29万/店，租金开支保持稳定，2023-2025年占公司总营收比分别为9.8%/9.8%/9.8%。
- 4) **厂房及设备折旧**：公司每家门店初期投入约150万元，单店设备折旧在20万元/年左右，我们认为该项金额将保持稳定，伴随公司效益提升占比分别降低4.7%/4.5%/4.4%。
- 5) **广告及推广开支**：伴随公司全国化进程步入正轨，广告推广费用整体保持稳定，2024-2026年分别占比5.0%/5.0%/5.1%

6.2 盈利预测

图表152：达势股份单店模型拆分及预测

(百万元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
单店收入	3.44	3.44	3.97	4.23	3.99	3.84
yoy	13.2%	-0.2%	15.6%	6.4%	-5.6%	-3.6%
门店数	468	588	768	1008	1308	1658
1.原材料及耗材成本	0.91	0.93	1.09	1.15	1.09	1.05
%	26.4%	27.2%	27.4%	27.3%	27.3%	27.3%
毛利	2.53	2.50	2.88	3.07	2.90	2.79
毛利率	73.6%	72.8%	72.6%	72.7%	72.7%	72.7%
2.门店层级薪酬开支	0.99	0.98	1.07	1.16	1.08	1.03
%	28.7%	28.6%	26.9%	27.4%	27.0%	26.9%
3.租赁相关费用	0.38	0.36	0.39	0.41	0.39	0.38
%	11.2%	10.4%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
4.厂房及设备折旧	0.20	0.20	0.20	0.20	0.18	0.17
%	5.8%	5.7%	5.1%	4.7%	4.5%	4.4%
5.广告及推广开支	0.23	0.19	0.20	0.21	0.20	0.20
%	6.7%	5.5%	5.1%	5.0%	5.0%	5.1%
6.门店经营及维护开支	0.22	0.22	0.25	0.26	0.26	0.26
%	6.3%	6.4%	6.2%	6.2%	6.5%	6.8%
7.其他费用	0.21	0.21	0.22	0.23	0.22	0.21
%	6.0%	6.0%	5.6%	5.3%	5.4%	5.4%
门店层面经营利润	0.31	0.35	0.55	0.61	0.58	0.55
门店层面经营利润率	8.9%	10.1%	13.8%	14.5%	14.5%	14.4%

资料来源：ifind，公司公告，招股说明书，太平洋研究院整理

7 投资建议

图表153：连锁餐饮上市公司营收及估值对比

	营业收入 (亿元)					营业收入YOY						
	2022			2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
百胜中国	656.0			773.3	827.3	896.3	967.9	5.4%	17.9%	7.0%	8.3%	8.0%
海底捞	310.4			414.5	457.3	483.5	511.0	-24.5%	33.6%	10.3%	5.7%	5.7%
百胜餐饮	459.7			498.6	536.2	572.5	609.5	4.0%	3.0%	6.0%	7.0%	6.0%
麦当劳	1557.9			1795.1	1852.7	1883.3	2022.9	0.0%	10.0%	2.0%	2.0%	7.0%
墨式烧烤	580.0			695.1	806.0	913.5	1033.2	14.0%	14.0%	15.0%	13.0%	13.0%
达美乐	305.1			315.5	338.2	358.2	383.8	4.0%	-1.0%	6.0%	6.0%	7.0%
棒约翰	141.1			150.7	146.0	148.1	153.1	2.0%	2.0%	-4.0%	2.0%	4.0%
平均数	551.2	572.9	663.2	709.1	750.8	811.6		3.9%	15.8%	6.9%	5.9%	8.1%
达势股份	20.2			30.5	42.6	52.2	63.7	25.4%	51.0%	39.6%	22.5%	22.1%
	P/S					P/E						
	2022	2023		2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
百胜中国	2.5	1.6		1.6	1.5	1.4	53.3	20.9	20.5	18.9	17.1	
海底捞	3.6	1.8		1.8	1.7	1.6	80.5	16.4	17.6	16.0	14.7	
百胜餐饮	5.1	4.8		4.8	4.5	4.2	29.2	25.7	23.5	21.3	19.1	
麦当劳	8.2	7.9		8.0	7.8	7.3	24.5	25.0	24.6	23.1	21.3	
墨式烧烤	3.9	5.6		7.0	6.2	5.5	40.9	49.7	51.9	44.0	37.0	
达美乐	2.6	3.0		3.0	2.8	2.6	28.6	28.2	24.6	23.3	21.0	
棒约翰	1.3	1.1		0.6	0.6	0.6	43.8	28.2	18.0	16.6	14.3	
平均数	3.9	3.7		3.8	3.6	3.3	43.0	27.7	25.8	23.3	20.6	
达势股份		2.3		2.3	1.8	1.5		-356.0	194.0	118.6	97.1	

资料来源：各公司公告，ifind，Bloomberg，太平洋研究院整理（百胜中国数据根据汇率1元人民币=0.14美元计算，同比数据采取公司公告数据；百胜餐饮、麦当劳、墨式烧烤、达美乐、棒约翰2021-2023数据采用当年平均人民币对美元汇率计算，2024E-2026E均采用2024年平均人民币对美元汇率计算）

7 投资建议

- 我们认为随着规模效益扩大，公司盈利能力具备较大提升潜力。公司UE模型逐步优化，且仍有大量新兴市场处于渗透早期，未来随公司门店扩张加速，规模效应进一步提升，业绩有望迎来弹性增长。预计未来3年门店数量翻倍，收入CAGR达30%+。我们预计公司2024-2026年收入分别为达42.6/52.2/63.7亿元，毛利率水平维持稳定，预计2024-2026年公司毛利率分别为73%/73%/73%。除税前利润率分别为2.4%/2.0%/2.0%；归母净利润分别为0.5/0.8/1.0亿元，归母净利率分别为1.2%/1.5%/1.5%；对应EPS分别为0.39/0.61/0.73元/股，PS分别为2.3/1.8/1.5X。考虑到比萨行业前景广阔，公司作为比萨行业龙头企业正处于高速发展初期，在同行业内具备较高成长性，首次覆盖给予2025年2.3倍PS估值，对应股价98.5港元/股（采用即期汇率1港元=0.93元）给予“买入”评级。

图表154：达势股份盈利预测与估值简表（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
收入	1,611.3	2,020.8	3,050.7	4,259.7	5,216.3	6,372.1
yoy	45.9%	25.4%	51.0%	39.6%	22.5%	22.2%
毛利	1,185.7	1,471.1	2,213.9	3,096.8	3,792.3	4,632.5
毛利率 (%)	73.6%	72.8%	72.6%	72.7%	72.7%	72.7%
除税前溢利	-478.1	-200.9	2.3	100.9	102.9	124.3
除税前溢利率 (%)	-29.7%	-9.9%	0.1%	2.4%	2.0%	2.0%
归属于母公司净利润	-471.1	-222.6	-26.6	50.5	79.2	95.7
yoy	-71.9%	52.7%	88.1%	289.7%	57.0%	20.8%
净利率 (%)	-29.2%	-11.0%	-0.9%	1.2%	1.5%	1.5%
EPS	-5.42	-2.34	-0.22	0.39	0.61	0.73
PS				2.3	1.8	1.5

资料来源：ifind，公司公告，招股说明书，太平洋研究院整理（数据截止至2024/12/30）

8 风险提示

- 开店进程不及预期风险；
- 宏观经济波动至餐饮消费下降风险；
- 行业竞争加剧风险；
- 食品安全问题；
- 限售解禁风险等。

资料来源：ifind，公司公告，招股说明书，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，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口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。