

达势股份 (01405.HK)

因市而谋，逆势扩张

买入（维持）

2025 年 06 月 30 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,051	4,314	5,367	6,689	8,215
同比(%)	50.74	41.41	24.40	24.64	22.81
归母净利润（百万元）	(26.60)	55.20	128.59	196.21	256.47
同比(%)	88.05	307.48	132.97	52.59	30.71
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.20)	0.42	0.98	1.50	1.96
P/E（现价&最新摊薄）	(468.31)	225.72	96.89	63.49	48.58

投资要点

■ **达势股份为达美乐比萨在中国大陆、香港及澳门的独家总特许经营商。**早期由于经营权分散，且几经易主经营不稳、日常经营本土化程度不足，发展稍显滞后。**2017 年 5 月现任首席执行官王怡加入公司，启动内部改革：聘用本地高层、调整经营战略，扩张门店、布局外送、优化菜单。**多措并举下，截至 2024 年底，公司门店已成功扩展至 39 个城市，门店总数达 1008 家。门店快速扩张的同时，公司营收也实现高速增长，2020-2024 年营收 CAGR 高达 41%，同店销售连续 30 个季度保持正增长。

■ **因市而谋，比学赶超。**（1）比萨作为一种舶来品，20 世纪 90 年代进入中国市场，2022 年全球连锁比萨店/中国连锁比萨店市场规模分别为 538.86 亿美元/375 亿元，2016-2022 年 CAGR 分别为 6%/9%，中国增速高于世界平均水平，且横向对标，门店数量提升空间较大。（2）达美乐市占率稳居全球第一，2024 年达 33%。2017 年后达美乐于国内市场奋起直追，据沙利文报告，2024 年市占率已超越尊宝位居第二。（3）我们认为公司竞争优势在于：**①兼具高效便捷的特点与国际品牌调性，适配高线城市消费者即时需求，又满足下沉市场改善需要；②具备特殊配方的专用预拌粉，面饼松软有嚼劲；同时 SKU 种类丰富、产品定价合理；③外送打造差异化，自建配送网络，控制半径、智能调度、灵活用工，坚守“三十分钟必达，迟到送免费比萨券”；**2023 年前公司外送订单占比维持在 72%以上，远高于行业平均水平（49%-59%）。

■ **拓店红利延续，单均金额修复在望。**（1）公司仍处拓店红利期，现阶段战略侧重开店：2021-2024 年净新增门店 105/120/180/240 家，环比逐步加速；据公司公告，**2025/2026 年计划进一步净开店 300/350 家；**中期维度，我们认为 2027 年公司的门店数量有望达 2000 家、2029-2030 年门店数可达 3000 家，对标必胜客中国，仍有较大空间。同时公司将重点发力空白区域和下沉市场，改善现有城市结构，预计 2027 年后三线及以下城市占比提升至 8-10%（2024 年底不到 5%）。（2）2023/2024 年单均销售金额同比-7%/-5%，主要系新店供不应求、业务结构调整所致，解读理应更加正面。我们认为短期而言该趋势预计延续（但不会出现大幅下滑）；中长期而言，随着新开门店日益成熟、外送订单占比修复，单均金额有望企稳回升。（3）打磨会员体系，挖潜优质客群，公司保持每季度新增 300-400 万、每年新增 1000 万左右会员的节奏平稳扩张，2024 年底会员数量达 2450 万人，同比增长 68%，会员收入贡献达 27.83 亿元，同比增长 54%，收入占比达 64.5%。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.29/1.96/2.56 亿元，同比增速为 133%/53%/31%。对应 2025-2026 年 PEG 为 0.73x、1.21x，考虑到公司步入产品密集上市期，后市增长动能及空间充足，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争，原材料成本上涨，产品销售不达预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	104.60
一年最低/最高价	62.00/125.20
市净率(倍)	5.56
港股流通市值(百万港元)	12,492.60

基础数据

每股净资产(元)	17.18
资产负债率(%)	54.00
总股本(百万股)	130.88
流通股本(百万股)	130.88

相关研究

《达势股份(01405.HK): 门店稳步扩张，盈利持续改善》

2025-04-30

《达势股份(01405.HK): 2024 年业绩公告点评：新增长市场势能强劲，经营效率持续提升》

2025-03-31

内容目录

1. 日拱一卒，功不唐捐	5
1.1. 风霜雨霁，玉汝于成.....	5
1.2. 境外控股，境内运营.....	6
1.3. 逆势扩张，盈利拐点已现.....	8
2. 因市而谋，比学赶超	10
2.1. 国内连锁比萨业态市场空间可观.....	10
2.2. 全球龙头，比学赶超.....	12
2.3. 因市而谋，外送基因及面饼技术具备差异化.....	13
3. 拓店红利延续，单均金额修复在望	17
3.1. 拓店红利期，下沉与加密并进.....	17
3.2. 新城新店进入稳态，单均金额修复在望.....	18
3.3. 打磨会员体系，挖潜优质客群.....	19
4. 盈利预测及风险提示	20
4.1. 盈利预测.....	20
4.2. 估值与投资建议.....	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1:	达美乐产品矩阵丰富, 大众化比萨性价比出众	5
图 2:	达美乐及达势股份历史复盘	6
图 3:	境外控股, 境内运营 (截至 2024 年底)	7
图 4:	核心管理层背景梳理 (截至 2024 年底)	7
图 5:	2020-2024 年营收 CAGR 高达 41%	8
图 6:	同店销售连续 30 个季度保持正增长	8
图 7:	新增长市场门店数量加速扩容	8
图 8:	2024 年底新增长市场销售额占比达 62%	8
图 9:	门店层面各项成本占收入比重	9
图 10:	门店经营利润及利润率	9
图 11:	总特许经营协议涉及的相关费用	10
图 12:	特许经营费用及占比	10
图 13:	公司盈利能力持续增强	10
图 14:	比萨为西式快餐重要分支	11
图 15:	全球比萨市场增速稳健	11
图 16:	2010-2024 年各地区比萨零售额 CAGR 对比	11
图 17:	全球连锁比萨店销售额及增速	12
图 18:	中国比萨餐厅市场规模及增速	12
图 19:	2021 年每百万人比萨门店数量 (家)	12
图 20:	全球比萨连锁店市占率	13
图 21:	全球主要连锁比萨店对比	13
图 22:	2022 年中国比萨连锁店市占率 (按收益计算)	13
图 23:	国内主要连锁比萨店对比	13
图 24:	中国城镇化率持续提升	14
图 25:	外卖用户城市分布	14
图 26:	农村人均可支配收入持续提升	15
图 27:	农村人均消费支出增速高于城镇	15
图 28:	2025 年全球餐饮品牌价值前十强	15
图 29:	公司产品 SKU 丰富, 定价合理 (单位: 个)	15
图 30:	中国比萨餐厅外送及堂食市场规模	16
图 31:	比萨餐厅外送业务增速有望高于整体	16
图 32:	兼职员工占比维持在 7 成及以上	17
图 33:	2023 年前外送订单占比远高于行业平均水平	17
图 34:	公司仍处拓店红利期	17
图 35:	门店数量仍有较大提升空间	17
图 36:	2024 年公司进驻城市数已提升至 39 个	18
图 37:	各家比萨餐厅门店城市分布	18
图 38:	低线城市比萨餐厅规模增速或更高	18
图 39:	新店占比持续提升	19
图 40:	单店每日订单数量及单均销售额增速对比	19
图 41:	达美乐会员数量持续增加, 2024 年已达 2450 万人	20
图 42:	活跃会员数持续提升	20

图 43: 2024 年会员贡献收入比重达 64.5% 20

表 1: 公司营收测算汇总 (百万元) 21

表 2: 可比公司估值对比 (估值日 2025/6/27) 21

1. 日拱一卒，功不唐捐

达势股份为达美乐（Domino's Pizza）在中国大陆、香港及澳门的独家总特许经营商。1997 年达美乐进入中国市场，于北京开设首店，彼时主要由台湾 Pizzavest 运营，门店仅覆盖少部分核心城市。达势股份于 2008 年成立、2010 年通过收购 Pizzavest 获得京津沪及江浙地区独家经营权。2017 年达势股份获得中国大陆及港澳全域特许经营权，同时随着首席执行官王怡加入公司，大刀阔斧启动内部改革：聘用本地高层、调整经营战略，扩张门店、布局外送、优化菜单。多措并举下，门店加速开张。

达美乐现有产品矩阵丰富，性价比出众。公司菜单覆盖比萨主食、配餐及饮品三大类，共有 30 余种比萨 SKU、接近 20 种饼底和卷边可供消费者自行 DIY，覆盖 39/59/69 元以上三个价格带，大众化比萨性价比出众。

图1：达美乐产品矩阵丰富，大众化比萨性价比出众

比萨类	配餐类	饮品类
甄选尊享  小龙虾酥香嫩鸡比萨  海参鲍鱼大虾比萨 售价：69元以上 经典系列  豪华尊享比萨  意式腊肠比萨  多重浓芝士比萨 售价：59元以上 物超所值  浓香脆鸡菠萝比萨  韩式炸鸡滋香比萨 售价：39元以上 比萨饼皮  火山饼底  双层芝士卷边  红薯薯泥流心卷边 售价：17-19元	牛排/三文鱼  嫩滋整切肋眼牛排  芝士炬烤嫩汁三文鱼 售价：49-124元 售价档次：中等（三文鱼）高等（牛排） 肉食小吃  甘滋广式双腊肠卷  烤翅拼盘  秘制飘香半鸡 售价：16-46元 售价档次：中等偏低 汤/饭/面类  奶油蘑菇汤  香溢双肠荟萃炒饭  意大利风情肉酱面 售价：16-29元 售价档次：低等 甜点类  甜心菠萝蛋糕  巧克力熔浆蛋糕 售价：10-17元 售价档次：低等	冰饮（杯）  柑桔柠三果VC饮(冷)  春茗茉莉轻乳茶(冷) 售价：13元 售价档次：低等 品牌饮料  可口可乐(330ML)  零度可乐(330ML)  可口可乐(1.25L)  冰露纯悦水(550ML) 售价：5-13元 售价档次：低等

数据来源：公司官网，公司官方小程序，东吴证券研究所

1.1. 风霜雨霁，玉汝于成

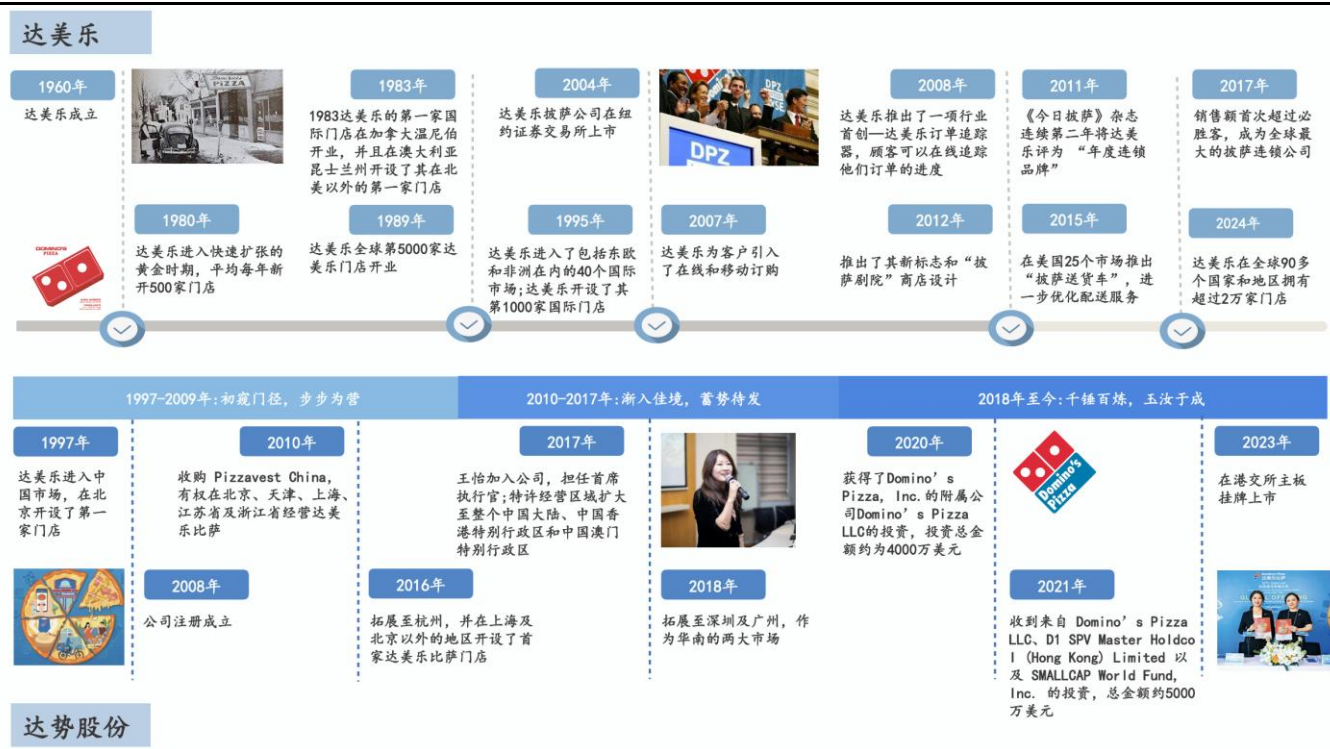
复盘公司历史，大致可分为三个阶段：

（1）1997-2009 年：初窥门径，步步为营。1960 年达美乐成立，20 世纪 80 年代进入快速扩张期，平均每年新开 500 家门店，1989 年达美乐全球第 5000 家门店开业。1997 年达美乐首次进入中国市场，于北京开设第一家门店，但早期经营权由台湾 Pizzavest 及其子公司持有，仅覆盖北京、上海等核心城市。

(2) **2010-2017 年：渐入佳境，蓄势待发。**2008 年 Frank Paul Krasovec 等具有跨国餐饮经验的投资人成立达势股份，并于 2010 年通过收购 Pizzavest 正式获得京津沪及江浙地区的独家经营权。但由于①早期经营权分散，且几经易主；②日常经营主要由外资团队管理，本土化程度稍显不足，发展速度稍显滞后：1998 年达美乐进入印度，至 2017 年印度门店数已达 1000 家，市占率 54%；而 1997 年进入的中国市场，至 2017 年市占率仍不到 5%，门店数不到 100 家。

(3) **2018 年至今：千锤百炼，玉汝于成。**重大转折发生在 2017 年 5 月，首席执行官王怡加入公司，开始聘用本地高级管理层，同时聚焦 4D 战略：**①Development：门店策略上，遵循“洋葱圈”理论，推行快速扩张策略；②Delivery：经营模式上，确立以外送为中心的战略；③Delicious：开发本土化菜单，产品矩阵完备且大众化比萨性价比出众；④Digital：数字化赋能运营提效。**同年 6 月与 Domino's International 签订覆盖中国大陆及港澳的全域特许经营协议（10+10+10 年期限），同步完成对 DPZ China 的 100% 股权收购。2018 年 8 月、11 月公司成功扩张至深圳及广州，标志着全国化布局取得重大突破。由点及面、精耕细作，2023 年公司于香港成功上市，截至 2024 年底，公司门店已成功扩展至 39 个城市，门店总数达 1008 家。

图2：达美乐及达势股份历史复盘

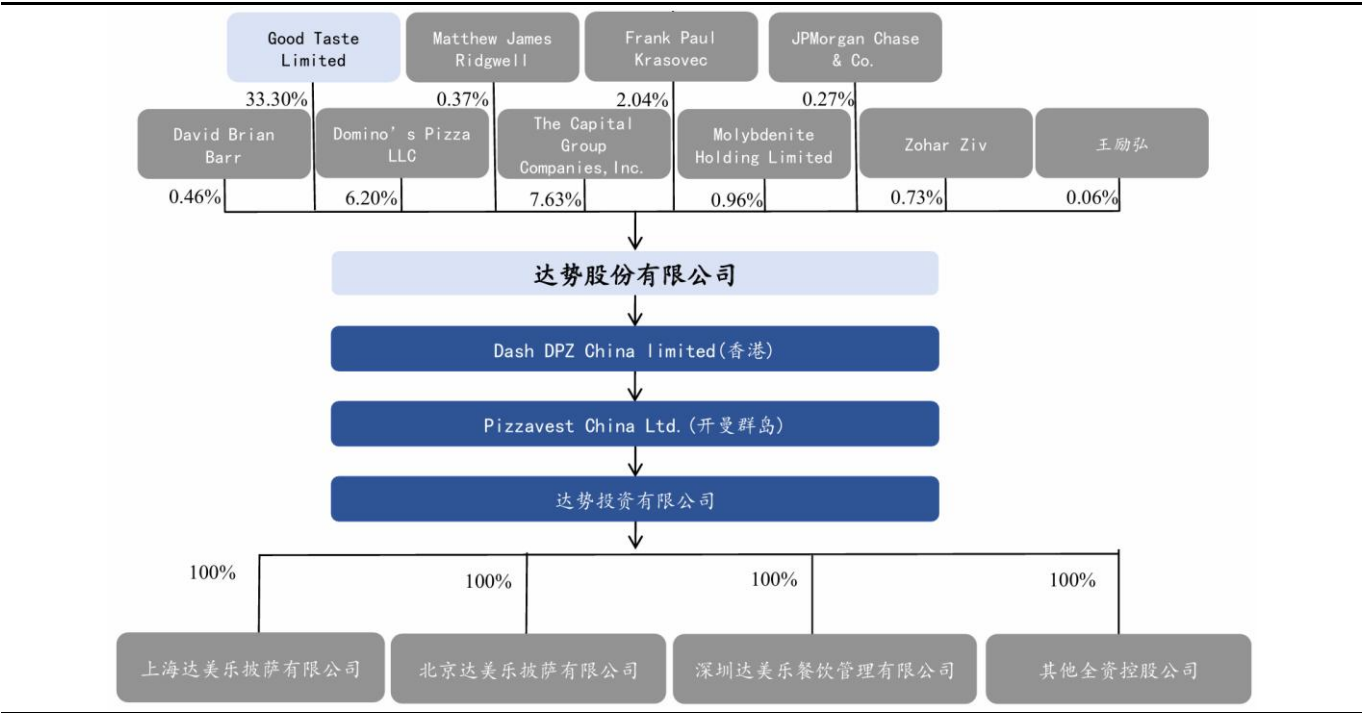


数据来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 境外控股，境内运营

境外控股，境内运营。截至 2024 年底，Good Taste Limited 为第一大股东，持股比例达 33.30%，公司通过两家境外全资子公司 Dash DPZ China、Pizzavest China 实现对境内运营主体的完全控制，“境外控股、境内运营”结构清晰。

图3：境外控股，境内运营（截至 2024 年底）



数据来源：公司公告，招股说明书，东吴证券研究所

核心管理层均具备丰富的跨国餐饮企业运作经验，了解本土需求、兼具国际视角。

图4：核心管理层背景梳理（截 2024 年底）

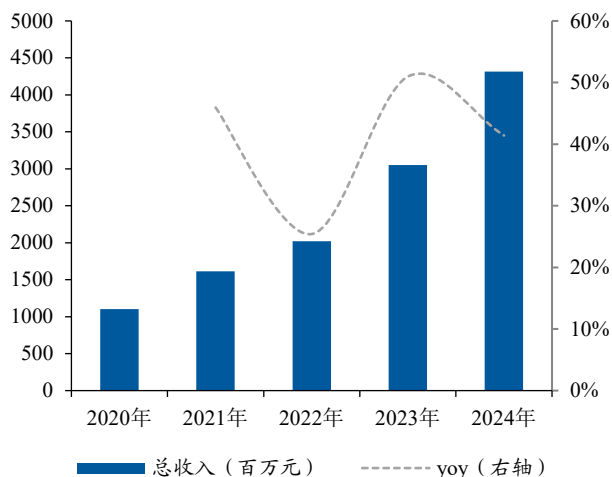
姓名	职务	职责	年龄	履历
王怡	执行董事	整体战略规划及业务方向	47	曾于 2004 年至 2009 年任职于美国麦肯锡咨询公司担任助理和业务经理；曾任职于麦当劳中国，2009 年至 2011 年作为亚太、中东和非洲地区外聘的 fast-track leadership program 候选人；2011 年任上海市场总经理；2012 年至 2014 年担任中国华中地区副总裁兼总经理；2015 年至 2017 年担任特许经营副总裁。2017 年 5 月加入达势股份，担任首席执行官，现任达势股份首席执行官兼执行董事。
钟军	首席运营官	监督集团运营及研发	52	2016 年至 2018 年担任 Urban Revivo 首席运营官。2015 年至 2016 年担任广州千千氏工品有限公司首席运营官。2010 年至 2015 年担任麦当劳中国广州市场总经理。2018 年 9 月加入达势股份，现任达势股份首席运营官。
吴婷	首席财务官	监督集团财务运营和资本管理	48	2018 年至 2020 年担任 Mogu Inc. 的首席财务官。2017 年至 2018 年担任 CITIC CLSA 并购部门董事总经理。2012 年至 2016 年担任 BofA Securities 全球投资银行业务董事。2010 年至 2012 年担任 Citi group Investment Banking 亚洲工业组副总裁，2006 年至 2010 年担任 UBS Investment Banking 房地产部门董事。2021 年加入达势股份，目前担任首席财务官及联席公司秘书之一。
徐歆奕	首席绩效官	监督集团的财务、法务及供应链运营	49	1998 年至 2000 年担任上海肯德基的财务分析师；2000 年至 2001 年担任霍尼韦尔（中国）的高级财务分析师；2002 年至 2004 年，担任惠而浦（中国）的财务经理；2004 年至 2007 年担任 Lagardere China 的财务行政总监；2007 年到 2017 年担任可口可乐装瓶投资集团中国的财务总监；2017 年 11 月加入本集团。
王毓琛	首席营销官	监督集团品牌营销和产品开发	45	2014 年至 2015 年担任雅诗兰黛（上海）营销品牌管理及客户关系管理总监。2013 年至 2014 年担任新文越婴童用品（上海）有限公司营销总监。2009 年至 2013 年担任麦当劳中国营销部高级总监。2015 年 6 月加入达势股份，现任首席营销官。

数据来源：公司公告，招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 逆势扩张，盈利拐点已现

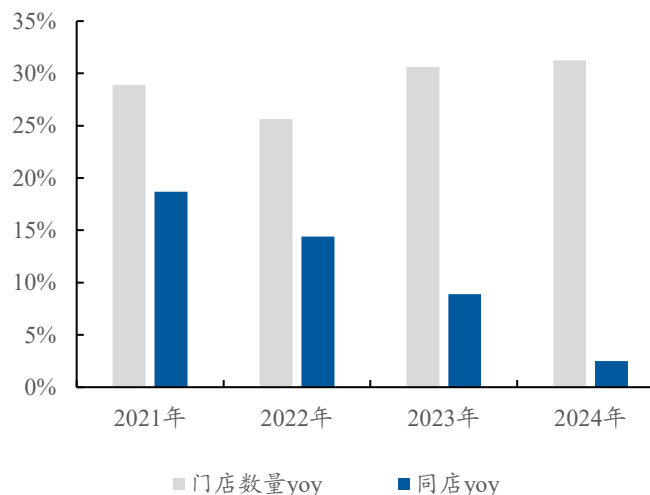
在中国大陆餐饮消费市场承压的背景下，公司逆势扩张，2020-2024 年营收 CAGR 高达 41%：（1）门店数量：2017 年以来公司采取积极的拓店战略，2021-2024 年门店数分别同比净新增 105/120/180/240 家，截至 2024 年底，公司门店数已达 1008 家；（2）同店表现：2021-2024 年公司同店分别增长 18.7%/14.4%/8.9%/2.5%，同店销售连续 30 个季度保持正增长。

图5：2020-2024 年营收 CAGR 高达 41%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

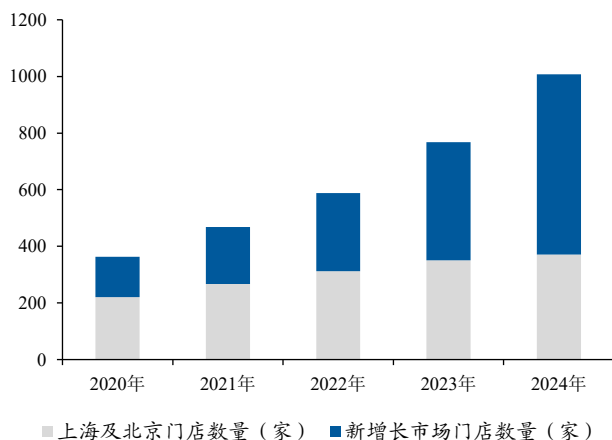
图6：同店销售连续 30 个季度保持正增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

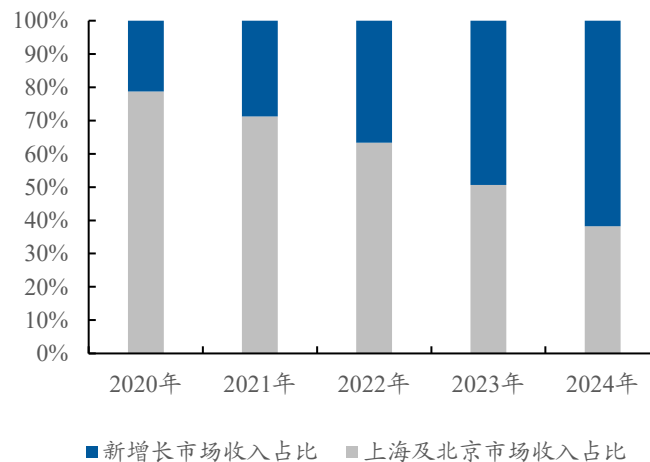
新增长市场势如破竹，门店数量及销售额已超越北上传统市场。2020-2024 年新增长市场（截至 2024 年底，新增长市场包括 37 个城市）门店数量净增 495 家，销售额 CAGR 高达 83%，截至 2024 年底，北上传统市场/新增长市场销售额占比分别为 38%/62%，新市场已成为公司营收主要来源及增长主要驱动。

图7：新增长市场门店数量加速扩容



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2024 年底新增长市场销售额占比达 62%

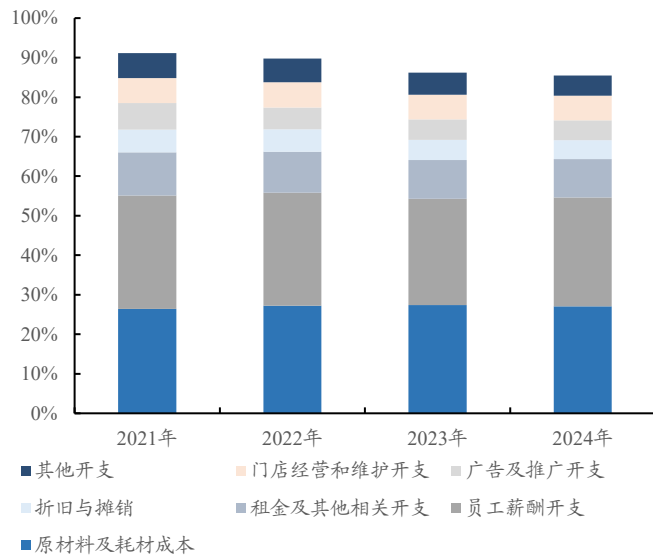


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利端，品牌势能已起、叠加新增长市场租金成本较低，门店层面经营效率持续提

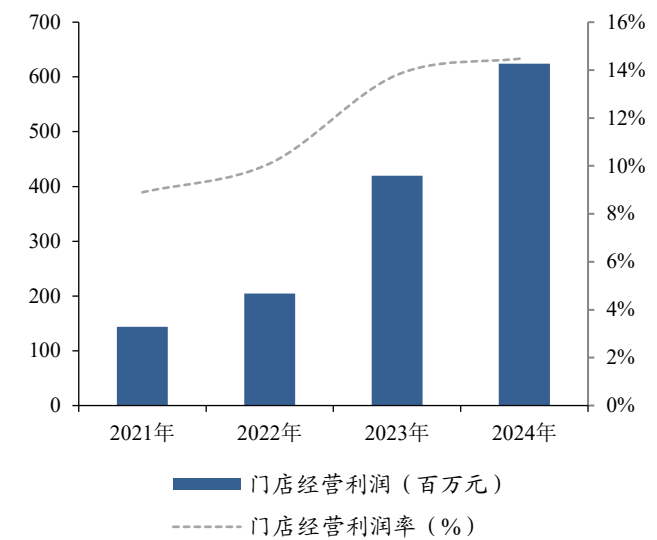
升。2021-2024 年广告推广/员工薪酬/租金占总收入比重分别-1.7/-1.2/-1.2pct，门店层面经营利润率相应提升 6pct 至 15%，截至 2024 年底，门店层面经营利润已达 6.24 亿元。

图9：门店层面各项成本占收入比重



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：门店经营利润及利润率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

其中，特许经营费率水平合理，随着门店扩张、销售额增长，对经营影响趋弱。根据 2017 年 6 月 1 日签署的总特许经营协议，（1）公司需向特许权授予人支付特许经营相关费用：①一次性总特许经营费 13.2 亿元（至 2021 年底已全额支付，其中现金支付 0.9 亿元+股权支付 12.30 亿元）；②门店特许经营费：新店费用不超过 1 万美元/家；③特许权使用费：达美乐中国所有门店当月总销售额的 3%（相对合理，百胜中国特许权使用费亦为 3%）。

（2）同时，公司需向品牌方支付的软件相关费用：①软件许可费：新店费用最高不超过 4000 美元/家；②年度升级费（固定年费）：不超过 1000 美元/年。

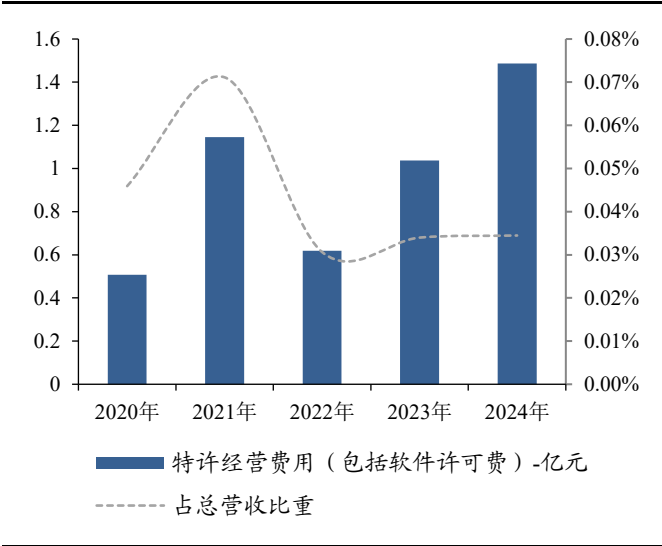
综合以上，2020-2024 年公司向 Domino's Pizza,Inc.集团支付的费用总额分别为 0.51/1.15/0.62/1.04/1.49 亿元，且根据协议，2025-2027 年该笔费用上限不超过 2.9/4.1/6.1 亿元。

图11：总特许经营协议涉及的相关费用

费用类型	具体项目	金额
特许经营相关费用	①一次性总特许经营费	13.2亿元 (至2021年底已全额支付：现金支付0.9亿元+股权支付12.30亿元)
	②门店特许经营费	新店费用不超过1万美元/家
	③特许权使用费	所有门店当月总销售额的3%
软件相关费用	①软件许可费	新店费用最高不超过4000美元/家
	②年度升级费	不超过1000美元/年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

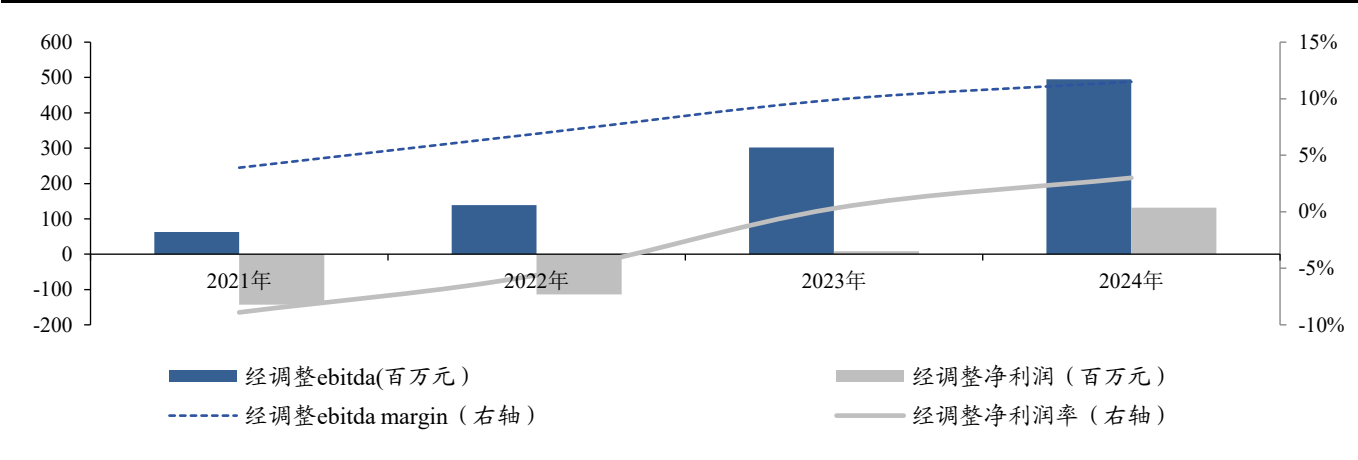
图12：特许经营费用及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

集团层面，随着降本增效措施推进、规模效应显现，公司盈利能力持续增强，拐点已至。2021-2024 年公司经调整 EBITDA margin 由 3.9%增至 11.5%，2024 年度实现经调整 EBITDA/净利润 4.95/1.31 亿元。

图13：公司盈利能力持续增强



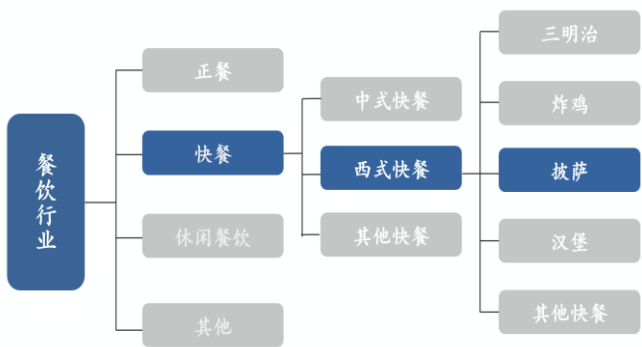
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 因市而谋，比学赶超

2.1. 国内连锁比萨业态市场空间可观

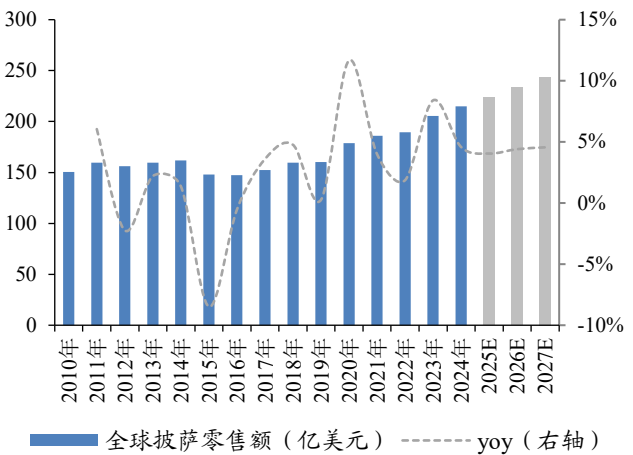
比萨作为西式快餐的重要分支，近年来受益于：（1）发达国家城镇化率提升、即时餐饮需求走强；（2）新兴市场可支配收入增长、改善需求兴起，全球比萨行业零售额由2010 年的 150.55 亿美元增至 2024 年的 214.79 亿美元，期间 CAGR 为 3%，增速稳健。

图14：披萨为西式快餐重要分支



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

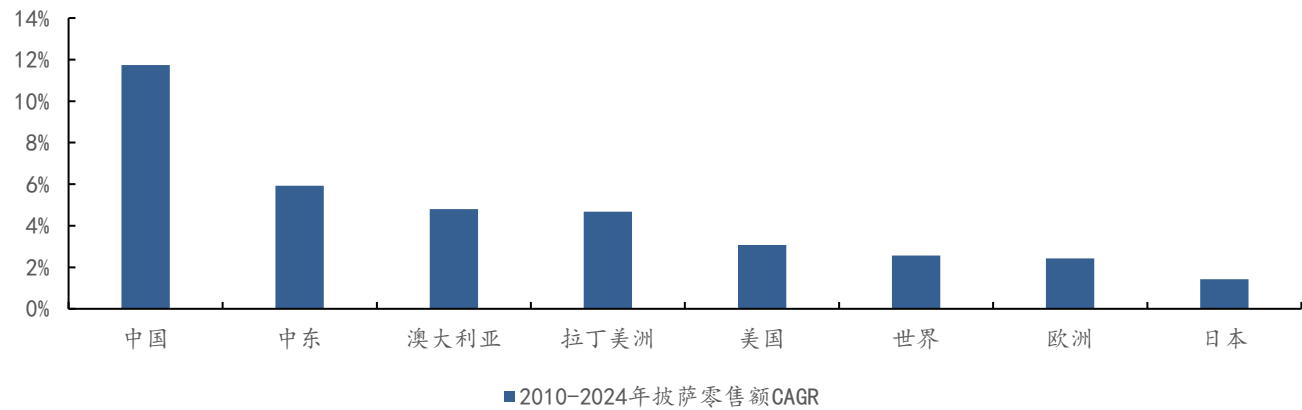
图15：全球披萨市场增速稳健



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

披萨作为一种舶来品，20世纪90年代方进入中国市场（彼时必胜客在北京东直门开设第一家门店，初期定位高端西餐，人均消费接近普通家庭月食品支出的1/3左右，象征“精致生活”、消费者需“穿正装、按西餐礼仪”用餐）。虽进入时间相对较晚，但呈高速增长扩容态势：2010-2024年国内披萨行业零售额CAGR高达12%，同期世界平均水平仅3%，美日欧分别为3%/1%/2%。

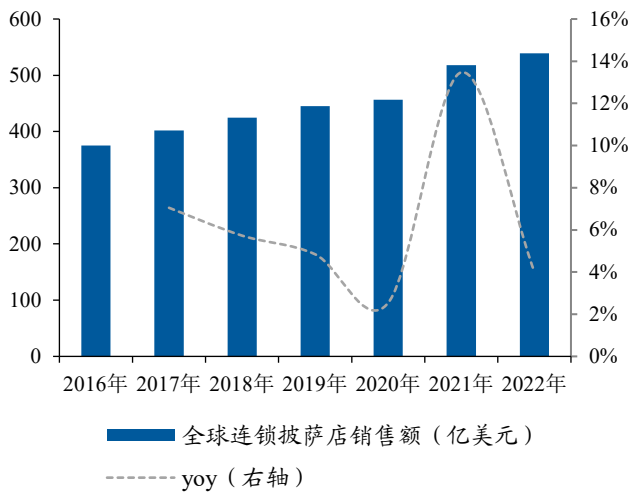
图16：2010-2024年各地区披萨零售额CAGR对比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

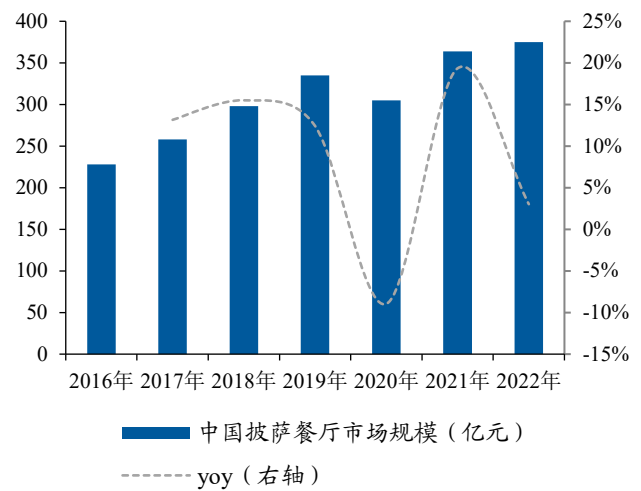
落地到连锁披萨店，2022年为例，全球连锁披萨店/中国连锁披萨店市场规模分别为538.86亿美元/375亿元，2016-2022年CAGR分别为6%/9%，中国连锁披萨店增速高于世界平均水平。

图17: 全球连锁披萨店销售额及增速



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

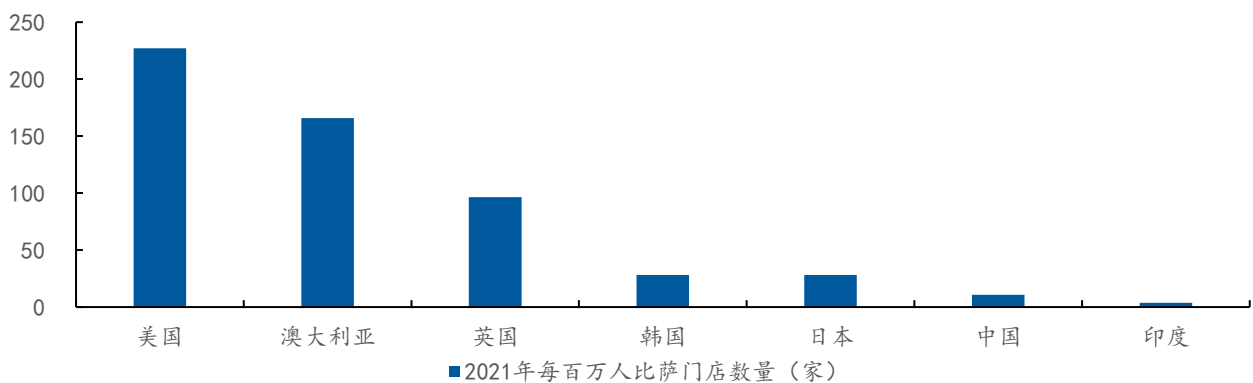
图18: 中国披萨餐厅市场规模及增速



数据来源: F&S, 招股说明书, 东吴证券研究所

再看空间, 横向对比, 国内披萨门店数量提升空间较大。2021 年为例, 中国每百万人披萨门店数量为 11 家, 仅为美国/英国/日本的 5%/11%/39%。

图19: 2021 年每百万人披萨门店数量 (家)

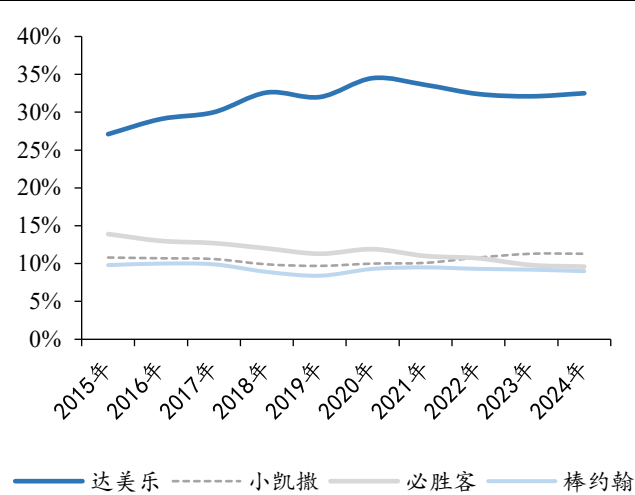


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2.2. 全球龙头, 比学赶超

竞争格局而言, 达美乐于全球市场断层式领先。达美乐市占率稳中有升, 稳居全球披萨连锁业态第一, 2024 年达美乐/小凯撒/必胜客/棒约翰市场份额分别为 33%/11%/10%/9%, 门店数量、销售额均实现领先。

图20：全球比萨连锁店市占率



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

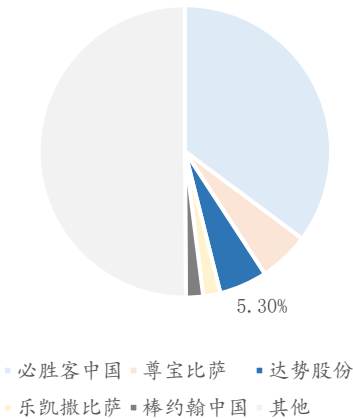
图21：全球主要连锁比萨店对比

	棒约翰	必胜客	达美乐
			
成立时间	1984年	1958年	1960年
门店数量	6019	19786	21358
主要经营模式	加盟	加盟	加盟
占有率	9.00%	9.60%	32.50%
销售额 (亿美元)	1.48	10.08	13.50

数据来源：红餐大数据，官方店小程序，东吴证券研究所（注：销售额与市占率为 2024 年数据，门店数量为 25Q1 数据，单位：家）

2017 年后于国内市场亦比学赶超，现已成为龙头之一。2017 年后达美乐奋起直追，截至 2022 年，按收益计算市占率达 5.3%，仅次于必胜客 35.2%、尊宝 5.6%。2017、2018、2019、2020、2021 年公司的市场份额稳步增长，分别为 1.6%、2.0%、2.4%、3.6% 及 4.4%。据沙利文报告，2024 年公司市占率已超越尊宝位居第二。

图22：2022 年中国比萨连锁店市占率（按收益计算）



数据来源：F&S，招股说明书，东吴证券研究所

图23：国内主要连锁比萨店对比

	必胜客	达美乐	尊宝	棒约翰
				
开店时间	1990年（中国）	1997年（中国）	1998年	2003年（中国）
门店数量（家）	3973	1170	2895	268
城市覆盖率	86.86%	22.07%	70.17%	15.38%
主要经营模式	直营	直营	加盟	直营
一线城市占比	18.63%	43.93%	24.25%	50.37%
新一线城市占比	29.35%	35.30%	22.56%	33.21%
二线城市占比	22.15%	18.46%	15.54%	13.06%
三线城市占比	15.20%	2.22%	17.31%	2.61%
三线城市以下占比	14.67%	0.09%	20.34%	0.75%

数据来源：红餐大数据，官方店小程序，东吴证券研究所（注：数据截至 2025 年 6 月）

2.3. 因市而谋，外送基因及面饼技术具备差异化

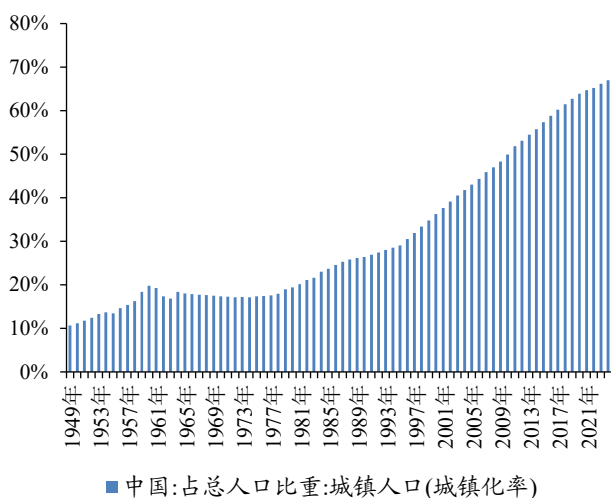
（1）兼具高效便捷的特点与国际品牌调性，“因市而谋”：国内比萨行业的发展主

要受益于高线城市的“懒人经济”及下线城市改善需求。

① 高效便捷,适配高线城市消费者需求。中国城镇化率持续提升,2024 年已达 67%。高线城市居民追求高效、便捷的生活方式,愿意付费购买各类节省时间和精力及产品与服务,以提升生活质量及工作效率:根据艾瑞咨询数据统计,一二线城市消费者在外卖用户中占比逾七成。

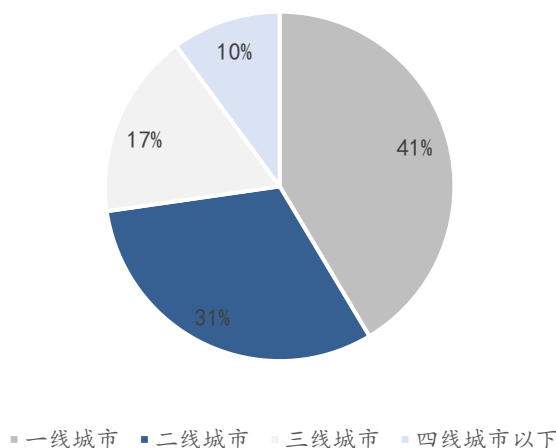
而达美乐可为消费者提供多种线上订购渠道,包括官网、微信小程序、官方 app 以及饿了么、美团外卖等第三方平台,已实现网上订餐渠道全覆盖。同时高度自动化的订单处理系统、数字化的“Pizza Tracker”订单跟踪系统能够减少人为处理错误、同时让用户能够实时了解订单的制作及配送动态,较高的配送效率亦大幅节省时间、满足高线用户的即时需求。

图24: 中国城镇化率持续提升



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

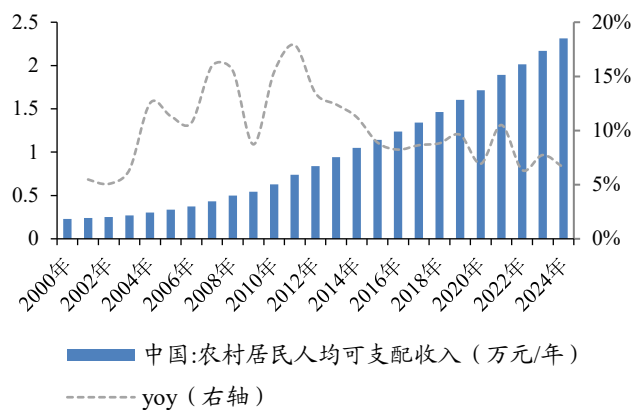
图25: 外卖用户城市分布



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所 (注: 2025 年 5 月统计, N=3000)

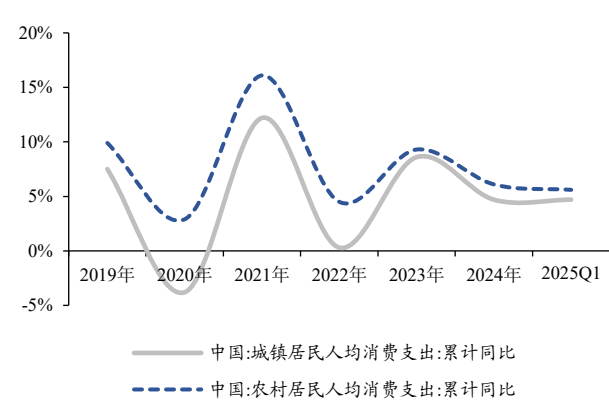
② 国际品牌调性,满足下沉市场改善需求。我国农村居民人均可支配收入持续增长,人均消费支出增速持续高于城镇,下沉市场表现出较强韧性与较高的边际消费欲望,改善需求持续走强。比萨本为“舶来品”,达美乐具备国际品牌调性,开拓下沉市场具备天然优势,有望承接低线城市的改善需求:2025 年全球餐饮品牌价值排行榜中,达美乐凭 66.91 亿美元的品牌价值位居第七,为比萨品类第一。

图26：农村人均可支配收入持续提升



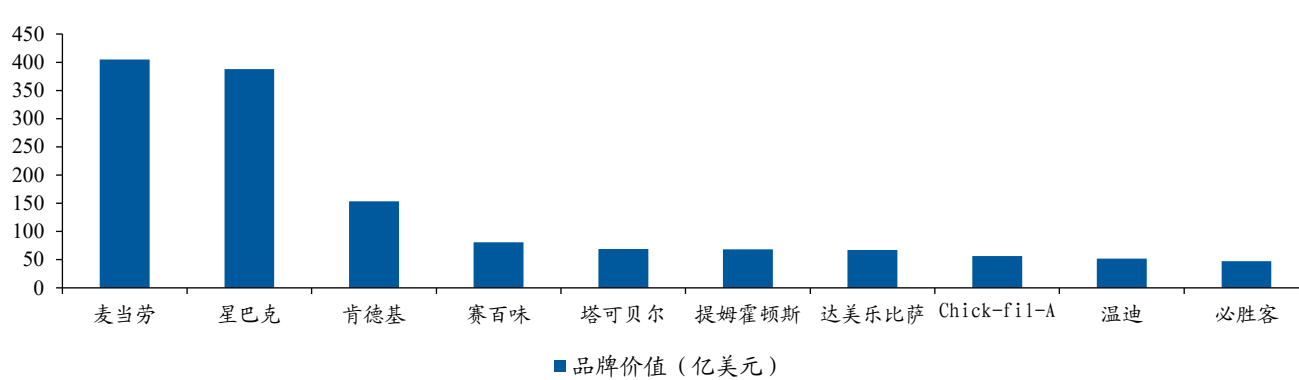
数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

图27：农村人均消费支出增速高于城镇



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

图28：2025 年全球餐饮品牌价值前十强



数据来源：品牌金融(Brand Finance)，食品饮料企业动态，东吴证券研究所

（2）**专有面饼技术，产品矩阵丰富、价格定位合理。**达美乐具备特殊配方的专用预拌粉，面饼松软有嚼劲，30-40 分钟后饼底依旧能够保持松软状态，老年人及幼童均能食用。横向对比，SKU 种类丰富，产品定价合理：拥有 30 余种比萨 SKU+接近 20 种饼底和卷边选择供消费者自行 DIY、覆盖 39/59/69 元三个价格带。

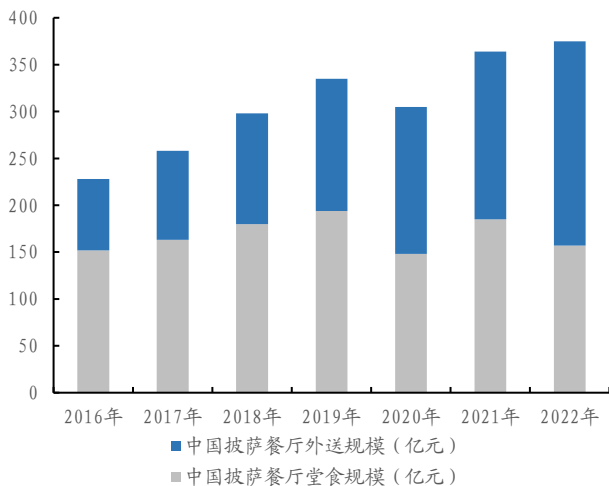
图29：公司产品 SKU 丰富，定价合理（单位：个）

	必胜客	达美乐	尊宝	棒约翰
				
人气比萨	超级至尊比萨	美式风情土豆培根比萨	经典苏丹王榴莲比萨	超级棒约翰比萨
比萨 SKU	22	35	16	27
饼底数量	9	18	2	5
小食数量	19	32	17	25
客单价/元	53.18	56.59	31.53	55.17

数据来源：官方小程序，东吴证券研究所

(3) 外送打造差异化, 坚守“三十分钟必达, 迟到送免费比萨券”的承诺。据 F&S 数据, 2022 年中国比萨餐厅行业中, 外送规模已达 218 亿元, 占比高达 58%, 增速亦有望持续高于行业整体。

图30: 中国比萨餐厅外送及堂食市场规模



数据来源: F&S, 招股说明书, 东吴证券研究所

图31: 比萨餐厅外送业务增速有望高于整体

	2016 年-2022 年 CAGR	2022 年-2027ECAGR
中国比萨餐厅总市场规模	8.6%	15.5%
餐厅堂食规模	0.5%	10.4%
餐厅外送规模	19.2%	18.7%

数据来源: F&S, 招股说明书, 东吴证券研究所

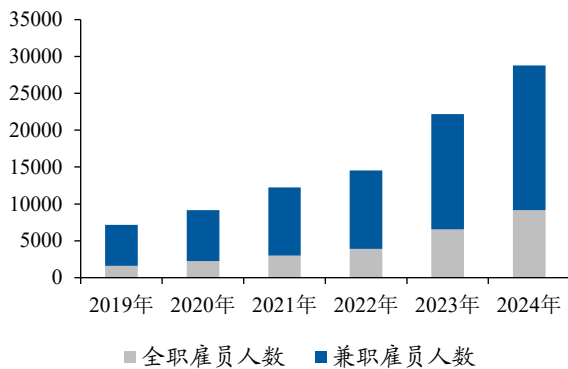
与竞争对手依赖第三方配送平台不同, 达美乐坚持自建配送网络, 智能调度、灵活用工: ①**控制半径**: 通过 GIS 分析订单热力与交通数据, 将配送范围限定在“30 分钟商圈”, 即配送半径基本控制在 1.5km 以内 (必胜客约 3-4km);

②**智能调度**: 公司持续投入其自研系统, 打造的智能调度平台能够根据订单、车辆、地点等信息, 自动计算最优成本排线方案, 超前预测订单、动态规划路径, 压缩配送时长。

③**灵活用工**: 达美乐员工结构中, 兼职员工占比一向维持在 7 成及以上, 灵活调度、弹性用工, 骑手皆为兼职员工, 采取时薪制, 实现低成本覆盖订单波峰。

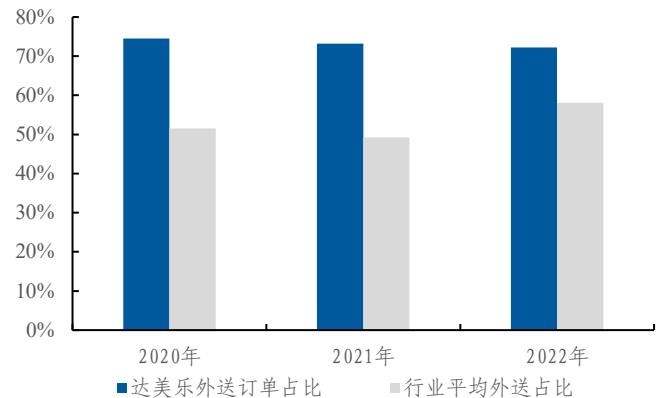
2023 年前公司外送订单占比维持在 72% 以上, 远高于行业平均水平 (49%-59%)。2023-2024 年受到新增长市场新开门店堂食及外带需求较旺、优先供给堂食需求影响 (通常在 18-24 个月 after 门店供应压力稍缓、而后开启外送), 外送占比短期受扰动; 随着门店扩张加密、新开门店日益成熟, 外送占比有望逐步修复。

图32：兼职员工占比维持在7成及以上



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：2023年前外送订单占比远高于行业平均水平



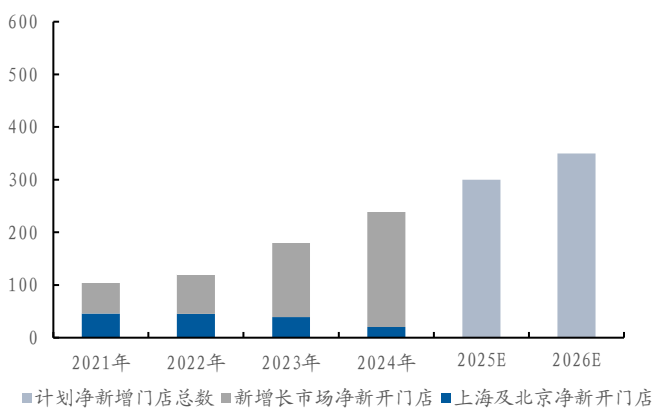
数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

3. 拓店红利延续，单均金额修复在望

3.1. 拓店红利期，下沉与加密并进

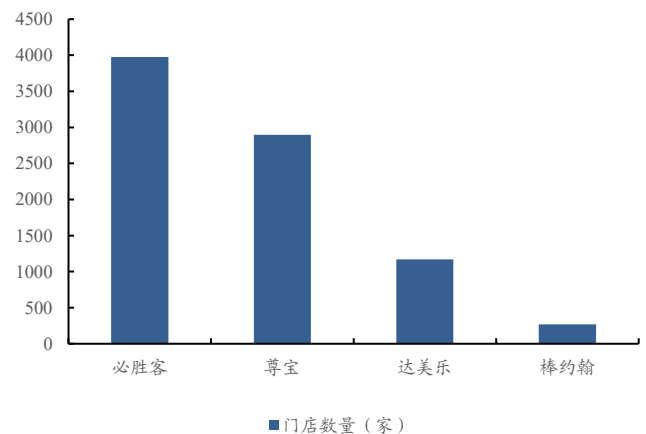
公司仍处拓店红利期，现阶段战略侧重开店：（1）2021-2024 年净新增门店 105/120/180/240 家，环比逐步加速；据公司公告，2025/2026 年计划进一步净开店 300/350 家，大部分新店或为加密型门店。截止 25Q1，已开设&签约&装修的门店数已占全年新开目标的 61%。中期维度，我们认为 2027 年公司的直营店数量有望达 2000 家、2029-2030 年直营门店数达 3000 家，对标必胜客中国，仍有较大空间。

图34：公司仍处拓店红利期



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

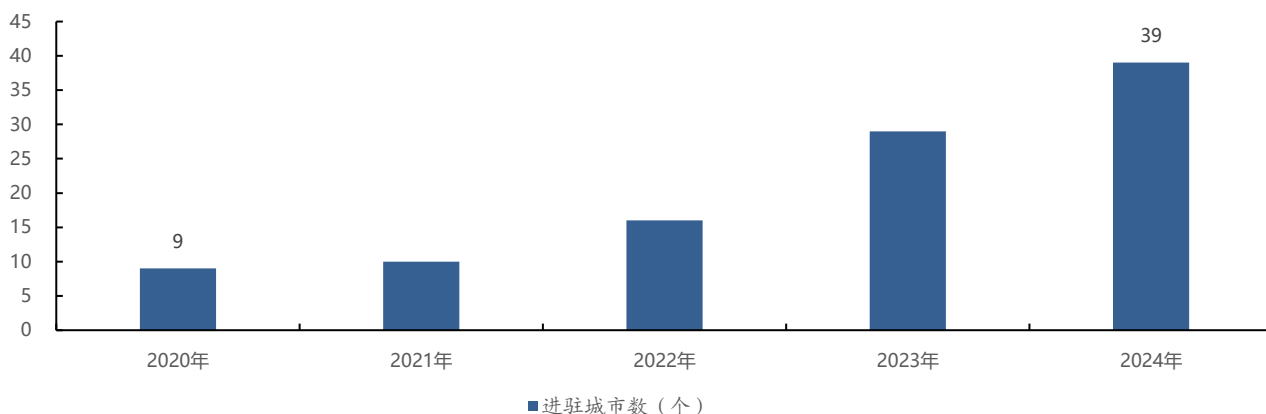
图35：门店数量仍有较大提升空间



数据来源：红餐大数据，东吴证券研究所（注：数据截至 2025 年 6 月）

（2）门店类型而言，下沉市场开拓空间充足。近年来公司积极拓点，进驻城市数由 2020 年的 9 个增至 2024 年的 39 个，但区域分布而言，仍较为集中。

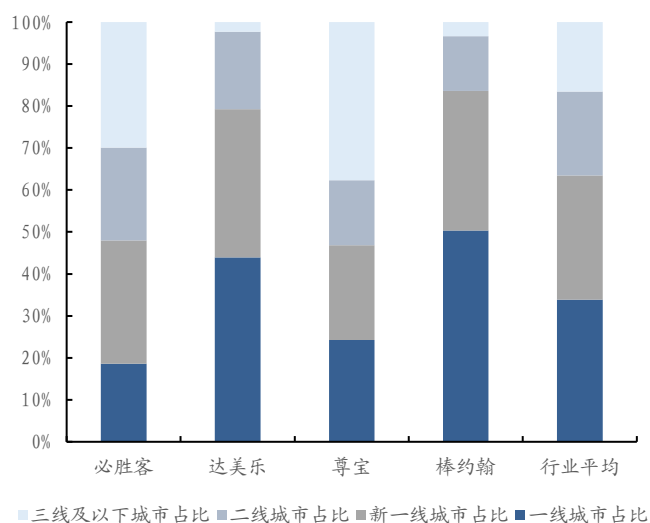
图36：2024 年公司进驻城市数已提升至 39 个



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

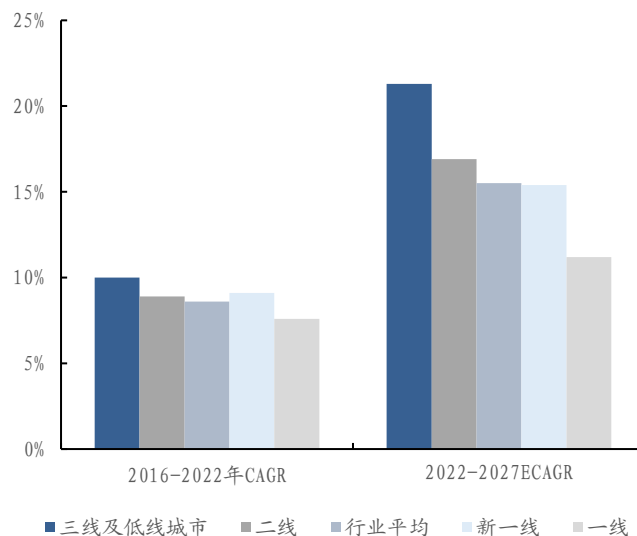
据红餐大数据（截至 2025 年 6 月），公司大部分门店仍集中在二线及以上城市（近 98%，高于行业 83%），三线及以下城市占比仍低于 5%。考虑到下线城市比萨餐厅市场增长动能充足（据 F&S 统计，预计 2022-2027E 行业规模 CAGR 三线及以下城市>二线>新一线>一线），公司将重点发力空白市场、下沉市场拓展，预计 2027 年后三线及以下城市占比提升至 8-10%。

图37：各家比萨餐厅门店城市分布



数据来源：红餐大数据，东吴证券研究所（注：数据截至 2025 年 6 月）

图38：低线城市比萨餐厅规模增速或更高



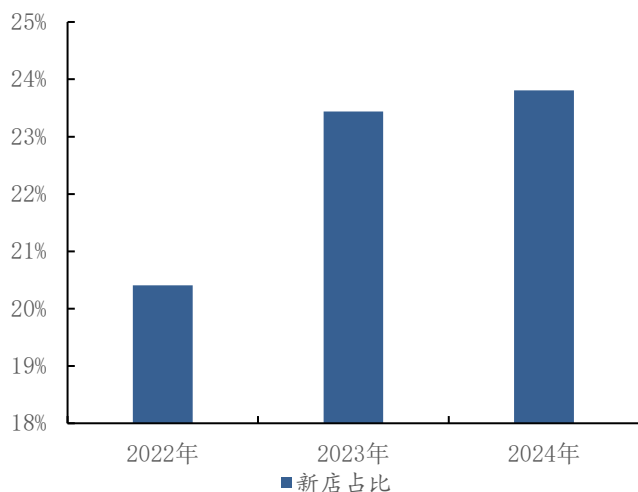
数据来源：F&S，招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 新城新店进入稳态，单均金额修复在望

单均销售金额承压系新店供不应求、业务结构调整所致，解读理应更加正面。2023-2024 年入驻的新城新店，堂食及外带订单较旺、供不应求，新开门店优先满足此类线下需求，通常于 18-24 个月后方能逐渐开启外送。由于达美乐外送订单金额满 88 元可免

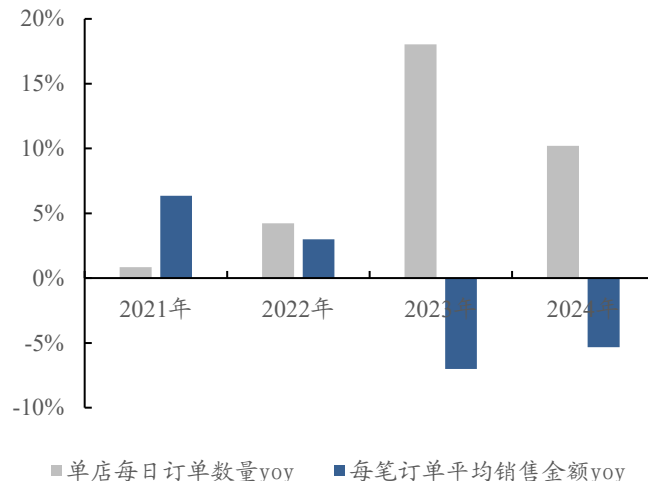
配送费（标准配送费 8 元，活动期间或降至 5 元），故外送单均销售额一般较堂食更高。新店以单均金额较低的堂食或外带为主，随着新店占比提升（由 2022 年的 20% 提升至 2024 年的 24%），单均金额出现下滑：2022-2024 年单店每日订单数量同比分别 4.2%/18.0%/10.2%，同期每笔订单平均销售金额同比分别 3.0%/-7.0%/-5.3%。我们认为短期而言该趋势预计延续（但不会出现大幅下滑），解读理应更加正面；中长期而言，随着新开门店日益成熟、外送订单占比修复，单均金额有望企稳回升。

图39：新店占比持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图40：单店每日订单数量及单均销售额增速对比



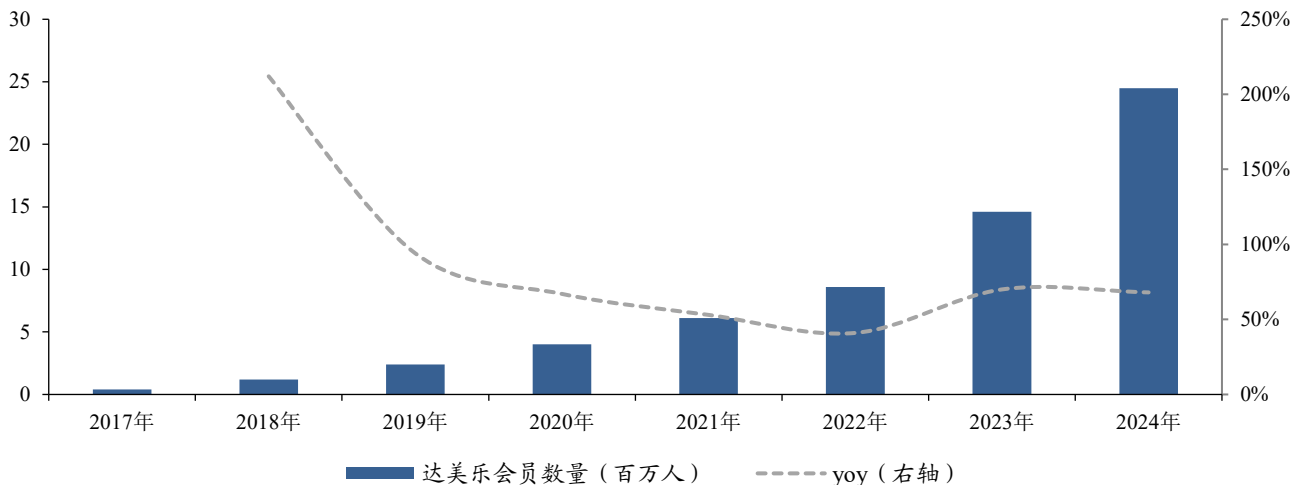
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 打磨会员体系，挖潜优质客群

达美乐的会员体系打磨成熟，分为三个等级：初享、心享和尊享，不同等级的会员享受的权益逐级提升，客户可通过推荐新客户及消费获得积分，升级会员、享受抵扣，同时享受新会员礼、生日礼、专属优惠等待遇，每周二三会员亦可享受 7 折比萨优惠。

公司最近 2 年保持每季度新增 300-400 万会员（年新增 1000 万会员）的节奏平稳扩张。2024 年底国内会员数量 2450 万人，同比增长 68%，至 25Q1 会员数已达 2700 万。

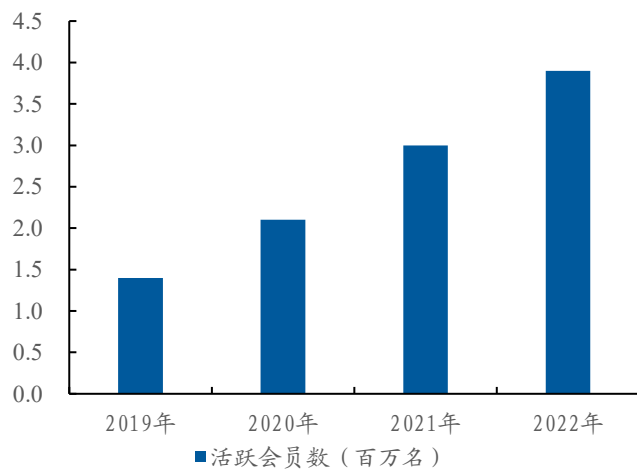
图41：达美乐会员数量持续增加，2024 年已达 2450 万人



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

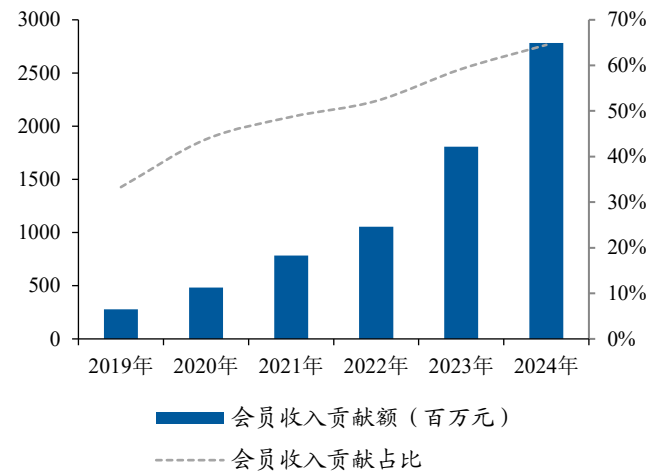
会员体系加强优质客群绑定，有效提升用户粘性 & 复购率：2024 年会员收入贡献达 27.83 亿元，同比增长 54%，收入占比达 64.5%。

图42：活跃会员数持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图43：2024 年会员贡献收入比重达 64.5%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测及风险提示

4.1. 盈利预测

收入预测：公司仍处拓店红利期，2025/2026 年有望净开店 300/350 家，下沉市场、空白市场仍有较大空间；叠加随着新门店逐步成熟、外送订单占比回升，公司单均销售额有望企稳。我们看好公司未来发展，预计 2025-2027 年营收同比增速为 24%/25%/23%，其中北上传统优势市场维持平稳增长，2025-2027 年营收同比增速为

3%/3%/3%；新增长市场已成为公司增长主要来源，2025-2027 年营收同比增速为 38%/35%/30%。

业绩预测：随着新城新店逐步进入成熟期，外送订单占比、单均销额企稳、公司盈利水平有望高位稳定。我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 73%/73%/73%，2025-2027 年归母净利润为 1.29/1.96/2.56 亿元，同比增速为 133%/53%/31%。

表1：公司营收测算汇总（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	3,051	4,314	5,367	6,689	8,215
YOY	51.0%	41.4%	24.4%	24.6%	22.8%
毛利率	72.6%	72.9%	73.1%	73.2%	73.4%
上海及北京市场收入					
收入	1,545	1,649.60	1,703	1,756	1,810
YOY	20.8%	6.76%	3.2%	3.1%	3.1%
新增长市场收入					
收入	1,506	2,664.50	3,664	4,933	6,405
YOY	103.0%	76.97%	37.5%	34.6%	29.8%

数据来源：公司公告，Wind、东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 53.67/66.89/82.15 亿元，同比增速分别为 24%/25%/23%；2025-2027 年公司归母净利润为 1.29/1.96/2.56 亿元，同比增速为 133%/53%/31%。

对应 2025 年 6 月 27 日，2025-2026 年 PEG 为 0.73x、1.21x，公司处于连锁餐饮业赛道，可比公司包括海底捞、百胜中国（同为西餐餐饮，更为类似）等，考虑到公司仍处拓店红利期，随着新开门店成熟、外送订单占比及单笔订单金额有望修复，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：可比公司估值对比（估值日 2025/6/27）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	PE				PEG			
				2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
6862. HK	海底捞	15.16	845	16.32	17.43	14.93	13.73	0.07	3.75	1.55	1.56
9987. HK	百胜中国	345.60	1283	20.94	20.06	17.16	15.81	0.24	1.97	3.75	1.86
	平均							0.16	2.86	2.65	1.71
1405. HK	达势股份	104.60	137	-468	225.72	96.89	63.49	-5.32	0.73	0.73	1.21

数据来源：Wind、东吴证券研究所；其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

5. 风险提示

市场竞争的风险：企业面对海内外的竞争，如若不能尽快提升自身研发，提升品牌知名度，保持及加强竞争优势，或面临市占率下降的风险。

原材料成本上涨：若原材料价格大幅上涨，公司净利润将受到影响。

产品销售不达预期的风险：如若产品推广不达预期，或对公司收入及利润产生影响。

达势股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,368.56	2,021.78	2,571.75	3,325.68	营业总收入	4,314.09	5,366.81	6,689.07	8,215.17
现金及现金等价物	1,069.10	1,403.18	1,703.32	2,467.16	营业成本	1,169.80	1,444.70	1,791.43	2,185.55
应收账款及票据	12.96	18.43	21.49	26.43	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	114.55	147.95	171.95	215.87	管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	171.95	452.22	674.99	616.22	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3,507.57	3,519.75	3,580.70	3,659.33	其他费用	30.86	128.80	180.60	295.75
固定资产	807.81	873.74	953.71	1,033.44	经营利润	153.61	247.18	396.56	519.71
商誉及无形资产	2,516.60	2,462.84	2,443.83	2,442.73	利息收入	22.30	21.38	14.03	17.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	79.14	70.08	86.03	98.04
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	2.84	33.29	29.40	23.66
其他非流动资产	183.16	183.16	183.16	183.16	利润总额	99.61	231.77	353.97	462.36
资产总计	4,876.13	5,541.53	6,152.44	6,985.00	所得税	44.41	103.18	157.75	205.89
流动负债	1,517.00	2,049.78	2,460.45	3,032.51	净利润	55.20	128.59	196.21	256.46
短期借款	200.00	206.67	275.56	367.41	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	248.65	301.96	361.56	454.15	归属母公司净利润	55.20	128.59	196.21	256.46
其他	1,068.35	1,541.15	1,823.33	2,210.95	EBIT	156.45	280.47	425.96	543.36
非流动负债	1,115.90	1,115.90	1,115.90	1,115.90	EBITDA	726.33	603.54	750.49	872.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	1,115.90	1,115.90	1,115.90	1,115.90					
负债合计	2,632.89	3,165.67	3,576.34	4,148.40					
股本	130.88	130.88	130.88	130.88	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.42	0.98	1.50	1.96
归属母公司股东权益	2,243.23	2,375.85	2,576.10	2,836.60	每股净资产(元)	17.18	18.15	19.68	21.67
负债和股东权益	4,876.13	5,541.53	6,152.44	6,985.00	发行在外股份(百万股)	130.88	130.88	130.88	130.88
					ROIC(%)	3.66	6.19	8.69	9.95
					ROE(%)	2.46	5.41	7.62	9.04
					毛利率(%)	72.88	73.08	73.22	73.40
					销售净利率(%)	1.28	2.40	2.93	3.12
					资产负债率(%)	54.00	57.13	58.13	59.39
					收入增长率(%)	41.41	24.40	24.64	22.81
					净利润增长率(%)	307.48	132.97	52.59	30.71
					P/E	225.72	96.89	63.49	48.58
					P/B	5.54	5.24	4.84	4.39
					EV/EBITDA	11.56	18.66	14.70	11.87

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年6月27日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。(注:由于港股报表披露差异,部分科目列示“0”)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>