

## 公司研究

## 新进驻市场表现强劲， 盈利能力显著改善

## ——达势股份（1405.HK）2025 年半年报点评

## 增持（维持）

当前价：83.65 港元

## 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

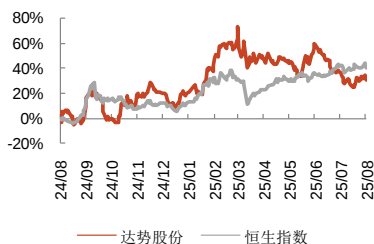
021-52523808

nieboya@ebscn.com

## 市场数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总股本(亿股)      | 1.31         |
| 总市值(亿港元):    | 109.53       |
| 一年最低/最高(港元): | 62.00/125.20 |
| 近 3 月换手率:    | 20.04%       |

## 股价相对走势



## 收益表现

| %  | 1M    | 3M     | 1Y     |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | -3.29 | -25.04 | -10.29 |
| 绝对 | -5.31 | -14.86 | 30.71  |

资料来源：Wind

## 相关研报

比萨专家，重振雄风——达势股份（1405.HK）投资价值分析报告（2025-04-06）

## 要点

**事件：**达势股份发布 25H1 业绩公告，25H1 实现收入 25.93 亿元，同比+27.0%；实现归母净利润 0.66 亿元，同比+504.4%。

**新进驻市场表现强劲。**2025H1 一线城市市场以及非一线城市市场分别实现收入 10.85 亿元 / 15.09 亿元，同比+7.2%/+46.6%，非一线城市市场增势强劲，收入占比同比+7.8 pct 至 58.2%。门店数量：2025H1 公司门店数量较 2024 年末新增 190 家至 1198 家，其中一线城市/非一线城市市场分别新增 6 家/184 家至 515/683 家。截至 2025H1 末，公司业务已扩展至国内 48 个城市，2025H1 共新进驻 9 个城市。在 2024 年 12 月新进驻的 6 个城市和 2025H1 进驻的 9 个城市中，公司共有 64 家门店，截至 25 年 8 月 15 日，以上 64 家门店中 24 家店已实现全额现金回报。公司计划 2025 年开设 300 家店，截至 25 年 8 月 15 日，公司已额外净开 43 家店，另有 27 家门店在建，35 家门店已签约，全年开店目标有望实现。

公司 2025H1 同店销售同比-1%，剔除 2022 年 12 月之后进驻的新市场中门店的影响，在过去几年所建立的相对较高基数之下，一线城市市场与非一线城市市场均录得同店正增速。2025H1 单店日均销售额 12915 元，yoy-4.4%，主要由于 2022 年 12 月后开设的高业绩或销售创纪录的门店的门店日均销售额因该等门店的销售额逐渐稳定而减少。

**规模效应下总部员工成本占比下降，净利率同比改善显著。**毛利率角度，2025H1 实现毛利率 72.7%，同比+0.1pcts。费用率角度，2025H1 整体员工成本占比同比-1.0pcts 至 33.8%，其中 1) 门店层面员工成本占比同比+0.3pcts 至 27.7%，主要系每家店门店层面员工平均人数增加；2) 公司层级员工成本占比同比-0.4pcts 至 5.1%，主要系规模效应显现；3) 以股份为基础的薪酬成本占比同比-1.0pcts 至 1.0%，主要系 25H1 授予的购股权数量减少。25H1 整体租金及其他相关开支（含使用权资产折旧）占比同比+0.1pcts 至 10.0%，同比基本保持稳定。25H1 折旧摊销相关费用/广告及推广费用占收入比重分别同比-0.3/-0.1pcts，我们估计主要源于规模优势。利润率角度，2025H1 实现门店层面利润率 14.6%，同比+0.1pcts，门店经营效率进一步提升；实现经调整净利率 3.5%，同比+1.0pcts，彰显盈利潜力。

**扩张势头强劲，品牌势能持续释放。**公司上半年取得亮眼成绩，得益于多方面的努力。门店布局上，25H1 公司持续推进全国化布局，覆盖城市数量进一步增加；新市场门店表现突出，沈阳首店创下全球门店首日销售额纪录，邯郸首店开业首日销售额与订单量亦表现抢眼，此类高势能新店为业务增长注入强劲动力。运营层面，通过产品创新（如推出“双顶”系列、意式牛肉披萨等贴合消费需求的新品）、高效配送服务及会员体系深化（借助社区营销、跨界合作等多渠道拉新），保障成熟市场同店销售连续 31 个季度正增长。成本管控上，公司依托规模效应优化集团层面人力成本占比，通过精准品牌营销降低广告推广费用浪费，同时合理控制租金及相关支出，为盈利提升奠定基础。展望未来，公司开店空间仍较大，且品牌势能持续释放下，业绩有望持续实现较快增长。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司新进驻市场门店表现强劲，规模效应不断释放，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润分别至 1.48/2.29/3.23 元（分别上调 18%/15%/13%），折合 EPS 为 1.13/1.75/2.47 元，对应 PE 分别为 68X/44X/31X，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、食品安全问题、门店扩张不及预期。

**公司盈利预测与估值简表**

| 指标         | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 3,051 | 4,314 | 5,422 | 6,678 | 8,053 |
| 营业收入增长率    | 51%   | 41%   | 26%   | 23%   | 21%   |
| 归母净利润（百万元） | -27   | 55    | 148   | 229   | 323   |
| 归母净利润增长率   | -88%  | NA    | 169%  | 55%   | 41%   |
| EPS（元）     | -0.20 | 0.42  | 1.13  | 1.75  | 2.47  |
| P/E        | NA    | 183   | 68    | 44    | 31    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-28 注：HKD/CNY=0.9227，2023-2027 年总股本数分别为 1.30/1.31/1.31/1.31/1.31 亿股

## 财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元)     | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入           | 3,051  | 4,314  | 5,422  | 6,678  | 8,053  |
| 原材料及易耗品成本     | -837   | -1,170 | -1,470 | -1,811 | -2,184 |
| 毛利润           | 2,214  | 3,144  | 3,952  | 4,867  | 5,870  |
| 其他收入          | 34     | 15     | 15     | 15     | 15     |
| 员工成本          | -1,179 | -1,509 | -1,881 | -2,310 | -2,778 |
| 使用权资产折旧       | -237   | -307   | -386   | -471   | -569   |
| 其他租金及相关开支     | -71    | -121   | -146   | -174   | -201   |
| 水电开支          | -115   | -164   | -206   | -254   | -306   |
| 其他资产的折旧摊销     | -210   | -263   | -324   | -393   | -459   |
| 门店经营及维修开支     | -189   | -271   | -336   | -414   | -499   |
| 广告及推广开支       | -159   | -218   | -271   | -334   | -403   |
| 其他开支          | -131   | -138   | -142   | -147   | -151   |
| 经营利润          | -43    | 168    | 273    | 385    | 518    |
| 公允价值变动损益-金融负债 | 119    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他净收益或亏损      | -20    | -11    | -11    | 0      | 0      |
| 财务成本          | -55    | -58    | -65    | -79    | -87    |
| 税前利润          | 2      | 100    | 198    | 306    | 431    |
| 所得税费用         | -29    | -44    | -49    | -76    | -108   |
| 本年利润          | -27    | 55     | 148    | 229    | 323    |
| 少数股东损益        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归母净利润         | -27    | 55     | 148    | 229    | 323    |
| 资产负债表 (百万元)   | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 货币资金          | 587    | 1,069  | 842    | 809    | 1,014  |
| 预付款项及其他应收款项   | 122    | 185    | 201    | 274    | 299    |
| 存货            | 73     | 115    | 122    | 169    | 181    |
| 受限制银行存款       | 432    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 流动资产          | 1,215  | 1,369  | 1,165  | 1,253  | 1,495  |
| 物业、厂房及设备      | 626    | 808    | 1,055  | 1,285  | 1,509  |
| 使用权资产         | 967    | 1,305  | 1,694  | 2,059  | 2,301  |
| 递延税项资产        | 53     | 108    | 130    | 156    | 187    |
| 无形资产          | 1,229  | 1,211  | 1,194  | 1,176  | 1,159  |
| 其他            | 56     | 75     | 75     | 75     | 75     |
| 非流动资产         | 2,931  | 3,508  | 4,147  | 4,751  | 5,232  |
| 贸易及其他应付款项     | 725    | 925    | 928    | 1,155  | 1,357  |
| 租赁负债          | 229    | 289    | 342    | 382    | 413    |
| 银行贷款          | 0      | 200    | 200    | 200    | 200    |
| 即期所得税负债       | 18     | 40     | 45     | 69     | 97     |
| 合约负债          | 45     | 63     | 79     | 79     | 79     |
| 流动负债          | 1,017  | 1,517  | 1,593  | 1,885  | 2,147  |
| 租赁负债          | 809    | 1,079  | 1,290  | 1,461  | 1,599  |
| 银行贷款          | 200    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 非流动负债         | 1,030  | 1,116  | 1,327  | 1,498  | 1,636  |
| 未分配利润和储备      | 1,220  | 1,361  | 1,509  | 1,738  | 2,061  |
| 母公司应占所有者权益    | 2,099  | 2,243  | 2,391  | 2,621  | 2,944  |
| 权益总额          | 2,099  | 2,243  | 2,391  | 2,621  | 2,944  |

| 现金流量表 (百万元)     | 2023A       | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 税前利润            | 2           | 100         | 198         | 306         | 431         |
| 折旧及摊销           | 447         | 570         | 711         | 865         | 1028        |
| 营运资金变动          | 106         | 96          | -20         | 107         | 165         |
| 融资成本            | 55          | 58          | 65          | 79          | 87          |
| 支付所得税           | -29         | -44         | -67         | -78         | -111        |
| 其他              | -45         | 39          | 32          | 21          | 26          |
| <b>经营活动现金流</b>  | <b>536</b>  | <b>818</b>  | <b>918</b>  | <b>1299</b> | <b>1625</b> |
| 购买物业、厂房及设备      | -288        | -373        | -525        | -580        | -643        |
| 购买无形资产          | -29         | -43         | -37         | -37         | -37         |
| 已收利息            | 12          | 25          | 26          | 22          | 25          |
| <b>投资活动现金流</b>  | <b>-732</b> | <b>42</b>   | <b>-536</b> | <b>-595</b> | <b>-655</b> |
| 租赁负债股本部分及利息部分付款 | -277        | -353        | -600        | -728        | -757        |
| 银行贷款变动          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他              | 494         | -29         | 0           | 0           | 0           |
| <b>融资活动现金流</b>  | <b>217</b>  | <b>-382</b> | <b>-600</b> | <b>-728</b> | <b>-757</b> |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

|         | 评级  | 说明                                                       |
|---------|-----|----------------------------------------------------------|
| 行业及公司评级 | 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上                           |
|         | 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；                        |
|         | 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；                   |
|         | 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；                        |
|         | 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；                          |
|         | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。   |
| 基准指数说明： |     | A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。 |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited  
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP