

【广发批零社服&海外】达势股份 (01405.HK)

稳步推进开店目标，成熟市场同店保持增长

公司评级	买入
当前价格	50.90 港元
合理价值	71.92 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-12

核心观点: (除非特别注明, 否则单位为人民币)

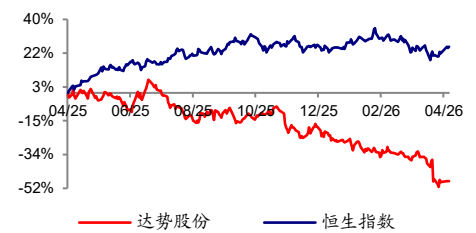
- **公司发布 25 年业绩, 符合预期。(1) 25H2:** 收入 28.1 亿元/YoY+23%, 经调整净利润 0.96 亿元/YoY+20%。**(2) 25 全年:** 收入 53.8 亿元/YoY+25%, 经调整净利润 1.88 亿元/YoY+43%。
- **成熟市场同店维持正增。** 25 年公司同店销售-1.5%, H1/H2 分别-1.0%/-1.9%, 主要是 22 年 12 月之后进入的新城新店高基数影响, 一线城市以及 22 年 12 月前进入市场同店维持正增。25 年门店日均销售额 1.24 万元/YoY-5.3%, 一线城市日销维持正增。24 年 12 月新进 6 个城市, 25 年新进 21 个城市, 截至期末共进入 60 个城市。
- **稳步推进开店目标, 26 年有所提速。** 25 年门店净增 307 家 (目标 300 家), 其中 H1/H2 分别净增 190/117 家, 期末门店数 1315 家。26 年门店目标开设 350 家, 截至 3 月 20 日净开 140 家门店, 另有 14 家门店在建、65 家门店已签约。
- **杠杆效应下, 25 年门店 OPM 有所下降, 总部费用率继续优化。** 25 年原材料成本占收入比 (下同) 27.3%/YoY+0.2pct; 员工成本 34.0%/YoY-1.0pct, 其中门店层面 28.0%/YoY+0.6pct, 主要系新市场门店投入较高人员配置、骑手成本增加, 总部层面 5.1%/-0.6pct, 以股份为基础的薪酬 0.9%/YoY-0.9pct。门店 OPM 13.7%/YoY-0.8pct, 经调净利率 3.5%/YoY+0.5pct。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 26-28 年经调整归母净利润 2.0/2.8/4.3 亿元, 公司品牌势能较强, 有较强扩张预期, 考虑公司盈利规模逐步释放, 仍处快速成长期, 估值方法切换为 PEG。参考可比公司, 给予公司 26 年 1.3xPEG, 对应合理价值 71.92 港元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动, 扩张及管理优化不及预期, 市场竞争加剧。

盈利预测: (单位: 人民币, 汇率采用 1 港币=0.88 人民币)

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	4,314	5,382	6,202	7,539	9,425
增长率 (%)	41.4%	24.8%	15.2%	21.5%	25.0%
EBITDA	726	268	925	1,081	1,333
NonGAAP 归母净利润	131	188	204	276	426
增长率 (%)	1,394.2%	43.3%	8.3%	35.5%	54.3%
NonGAAP EPS(元/股)	1.00	1.43	1.55	2.10	3.24
NonGAAP PE	68.1	43.9	28.8	21.3	13.8
NonGAAP ROE (%)	5.8%	7.7%	7.9%	9.8%	13.5%
EV/EBITDA	11.1	27.8	5.5	4.7	3.6

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

相关研究:

【广发批零社服&海外】达势股份 (01405.HK): 成熟市场同店维持正增, 盈利能力持续改善 2025-08-29

联系人:

罗艺

shluoyi@gf.com.cn

一、盈利预测和投资建议

我们对公司业务做如下假设：

(1) 门店：公司持续进入更多新城市，常有新城新店破销售记录，品牌势能持续提升，我们认为未来仍有较大加密空间，参考公司开店目标，假设26-28年公司整体净增门店350/400/450家。

(2) 单店日销：考虑到公司成熟市场同店及单店表现稳健，但整体日销或将受到22年12月之后进入新城市门店高基数影响，但影响有望逐步减少，预计26-28年平均单店日销增速分别为-8%/-3%/+2%。

综合上述假设，我们预计26-28年公司收入分别为**62.0、75.4、94.2亿元**，同比增速分别为**15%、22%、25%**。

表1：达势股份收入拆分及预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总收入	837	1104	1611	2021	3051	4314	5382	6202	7539	9425
YoY		32.0%	45.9%	25.4%	51.0%	41.4%	24.8%	15.2%	21.5%	25.0%
期末门店数(家)	268	363	468	588	768	1008	1315	1665	2065	2515
净增数(家)		95	105	120	180	240	307	350	400	450
单店日销(万元)	12,009	9,962	10,692	11,445	12,580	13,126	12,428	11,405	11,075	11,276
YoY		-17%	7%	7%	10%	4%	-5%	-8%	-3%	2%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

我们预计未来随着收入规模的扩大，OPM及总部费用均有进一步优化空间，对主要成本费用做如下假设：**(1) 原材料及耗材：**供应链建设完善，保持较稳定水平，假设26-28年占收入比重为27.4%/27.4%/27.3%。**(2) 员工薪酬开支：**25年员工成本占收入比为34.0%/YoY-1.0pct，预计后续将随着规模效应继续优化（总部层面应更为明显），预计26-28年分别为34.1%/33.8%/33.2%。**(3) 租金开支：**相对稳定，假设随着品牌势能提升、议价能力提升而小幅优化，26-28年占收入比重分别为10.2%/10.0%/9.5%。**(4) 折旧摊销：**相对固定，预计随着收入规模提升而摊薄（尤其是总部部分），预计26-28年厂房及设备折旧占收入比重分别为4.8%/4.8%/4.7%，无形资产摊销占收入比重分别为1.0%/1.0%/0.9%。

综合上述假设，预计26-28年公司经调整归母净利润分别为**2.0/2.8/4.3亿元**，对应净利率分别为**3.3%、3.7%、4.5%（vs.25年为3.5%）**。

表2: 达势股份主要成本费用拆分

单位: 百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
原材料及耗材成本	228	311	426	550	837	1170	1469	1699	2069	2577
占收入比重	27.3%	28.1%	26.4%	27.2%	27.4%	27.1%	27.3%	27.4%	27.4%	27.3%
员工薪酬开支	336	469	703	785	1179	1509	1830	2117	2546	3127
占收入比重	40.1%	42.5%	43.7%	38.8%	38.6%	35.0%	34.0%	34.1%	33.8%	33.2%
租金开支	105	137	180	216	308	428	540	630	755	900
占收入比重	12.6%	12.4%	11.2%	10.7%	10.1%	9.9%	10.0%	10.2%	10.0%	9.5%
厂房及设备折旧	58	77	99	121	159	209	261	298	359	444
占收入比重	6.9%	7.0%	6.1%	6.0%	5.2%	4.8%	4.9%	4.8%	4.8%	4.7%
无形资产摊销	36	40	43	47	51	54	59	65	75	89
占收入比重	4.3%	3.6%	2.7%	2.3%	1.7%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%
水电费	43	54	72	83	115	164	197	227	275	344
占收入比重	5.1%	4.9%	4.4%	4.1%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
广告及推广开支	62	86	122	117	159	218	269	309	373	463
占收入比重	7.4%	7.8%	7.6%	5.8%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	4.9%	4.9%
门店经营及维护开支	54	76	102	130	189	271	334	383	464	577
占收入比重	6.4%	6.9%	6.3%	6.4%	6.2%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%
其他开支	45	56	57	123	131	138	160	184	218	265
占收入比重	5.4%	5.1%	3.5%	6.1%	4.3%	3.2%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

我们选取港股餐饮公司海底捞、百胜中国, 以及美股餐饮公司百胜餐饮、麦当劳、达美乐, 作为公司可比公司。考虑公司盈利规模逐步释放, 且公司仍处于快速成长期, 我们将估值方法从PS估值法切换为PEG估值法。据Bloomberg, 当前海底捞/百胜中国26年经调整净利润对应PEG (G取25-28年经调整净利润CAGR) 分别为1.9/1.6x, 百胜餐饮/麦当劳/达美乐分别为2.6/3.1/2.4x。

达美乐具有较强的品牌势能, 且在中国市场仍处于上升期, 快速拓店的同时, 成熟市场门店仍能保持同店增长, 对标同行潜在展店空间较大, 未来盈利能力改善路径清晰, 具有较强成长性。参考可比公司, 给予26年1.3xPEG估值, 对应合理价值71.92港元/股, 维持“买入”评级。(采用即期汇率1港币=0.88人民币)

表3: 可比公司盈利预测及估值

股票简称	股票代码	货币单位	总市值 (亿元)	经调整净利润 (亿元)				GAGR (25-28年)	PEG		
				2025A	2026E	2027E	2028E		2026E	2027E	2028E
百胜中国	09987.HK	USD	176	9	10	11	12	9%	1.9	1.8	1.7
海底捞	06862.HK	CNY	717	41	46	51	54	10%	1.6	1.4	1.3
百胜餐饮	YUM.N	USD	444	17	18	20	22	9%	2.6	2.4	2.2
麦当劳	MCD.N	USD	2,199	87	94	102	109	8%	3.1	2.9	2.7
达美乐比萨	DPZ.O	USD	126	6	7	7	8	8%	2.4	2.3	2.1

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

备注: 截至2026/4/9, 盈利预测来自Bloomberg一致预期

二、风险提示

（一）宏观经济波动

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

（二）门店扩张及管理优化不及预期

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

（三）市场竞争加剧

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

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	1,369	1,386	1,304	1,333	1,516
现金及现金等价物	1,069	1,001	936	966	1,153
应收账款及票据	13	17	17	21	27
存货	115	132	118	115	107
其他	172	235	233	231	229
非流动资产合计	3,508	4,261	4,411	4,541	4,671
固定资产净值	808	1,038	1,148	1,238	1,328
长期投资	0	0	0	0	0
商誉及无形资产	2,517	2,956	2,996	3,036	3,076
其他	183	267	267	267	267
资产总额	4,876	5,647	5,715	5,874	6,187
流动负债合计	1,517	1,537	1,473	1,436	1,412
短期借款	200	0	0	0	0
应付账款及票据	249	279	236	218	215
其他	1,068	1,257	1,237	1,217	1,197
非流动负债合计	1,116	1,673	1,653	1,633	1,613
长期借款	0	199	179	159	139
其他非流动负债	1,116	1,474	1,474	1,474	1,474
总负债	2,633	3,210	3,127	3,069	3,025
普通股股本	883	889	889	889	889
储备	1,356	1,547	1,699	1,916	2,272
其他	5	0	0	0	0
归母权益总额	2,243	2,436	2,588	2,805	3,161
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,243	2,436	2,588	2,805	3,161
负债及股东权益合计	4,876	5,647	5,715	5,874	6,187

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	4,314	5,382	6,202	7,539	9,425
营业成本	1,170	1,469	1,699	2,069	2,577
毛利	3,144	3,913	4,503	5,470	6,848
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	0	0	0	0	0
行政管理费用	0	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	2,991	3,650	4,213	5,064	6,209
营业利润	154	263	290	406	639
利息收入	22	17	21	21	21
利息支出	79	83	109	132	165
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	3	6	15	15	15
除税前利润	100	203	217	310	510
所得税	44	61	65	93	153
合并净利润	55	142	152	217	356
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	55	142	152	217	356
NonGAAP 归母净利润	131	188	204	276	426

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	818	-	819	957	1,167
合并净利润	55	-	152	217	356
折旧与摊销	570	-	620	660	680
营运资本变动	94	-	-47	-36	-19
其他非经营性调整	99	-	94	117	150
投资活动现金流净额	42	-	-755	-775	-795
处置固定资产收益	0	-	15	15	15
资本性支出	-416	-	-770	-790	-810
投资资产支出	432	-	0	0	0
其他	25	-	0	0	0
融资活动现金流净额	-382	-	-130	-152	-185
长期债权融资	-285	-	-20	-20	-20
股权融资	5	-	0	0	0
支付股利	0	-	0	0	0
其他	-102	-	-110	-132	-165
现金净增加额	482	-	-66	30	187
期初现金余额	587	-	1,001	936	966
期末现金余额	1,069	-	936	966	1,153

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	41.4%	24.8%	15.2%	21.5%	25.0%
营业利润增长率	-	71.1%	10.5%	39.7%	57.4%
NonGAAP 业绩增速	1,394.2	43.3%	8.3%	35.5%	54.3%
获利能力					
毛利率	72.9%	72.7%	72.6%	72.6%	72.7%
NonGAAP 净利率	3.0%	3.5%	3.3%	3.7%	4.5%
NonGAAP ROE	5.8%	7.7%	7.9%	9.8%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	54.0%	56.9%	54.7%	52.2%	48.9%
有息负债率	4.1%	3.5%	3.1%	2.7%	2.3%
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1
利息保障倍数	2.0	3.2	2.8	3.2	4.0
营运能力					
应收账款周转天数	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	28.9	30.2	25.0	20.0	15.0
应付账款周转天数	61.9	64.7	50.0	38.0	30.0
每股指标					
NonGAAP EPS	1.00	1.43	1.55	2.10	3.24
每股净资产	17.18	18.54	19.67	21.32	24.03
每股经营现金流	6.27	6.79	6.22	7.28	8.87
估值比率					
NonGAAP PE	68.1	43.9	28.8	21.3	13.8
PB	4.0	3.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.1	27.8	5.5	4.7	3.6

广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

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

法律主体声明

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

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

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

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

重要声明

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

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

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

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

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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