

达势股份（01405.HK）深度研究报告

品牌势能成长，加速扩张赋能盈利拐点向上

- ❖ 达势股份是全球最大披萨品牌达美乐比萨（Domino's Pizza）在中国内地、中国香港和中国澳门的独家总特许经营商。达美乐自 1997 年进入中国，2017 年具备本土化管理经验高管加入达势，带领公司转型，多年发展成功打造出“本土化产品+高性价比+专注外送”的特色商业模式，成为中国前五大披萨品牌中增长最快的公司。截至 2023H1，公司 2022 年底以来在新城市开设的 6 家新门店保持了达美乐全球系统中全球前 30 天销售额前六名的记录，品牌发展势头强劲。
- ❖ 2019-2022 年公司收入年复合增速为 34.17%，19-22 年门店复合增速达到 29.9%。2023H1 公司实现收入 13.76 亿元，同比增速达 51.5%。目前公司处于新市场拓展/门店扩张期，收入快速增长。
- ❖ 按市场拆分来看，北上为成熟市场，随着公司在杭州、深圳等新城市扩张，新市场快速增长。2020-2021 年北京及上海市场收入 CAGR 为 21.3%，新增长市场收入 CAGR 为 77.7%；截至 2023H1，除北京及上海以外的新增长市场收入占比达到 45.1%。
- ❖ 按用餐选择划分来看，公司专注外送模式，外送订单占比高，2023H1 外送订单收入占比 63.6%。在北京及上海市场，外送订单占比 76.5%，相比 22 年同期-0.2pct；在新增长市场外送占比 47.8%，同比-14.5pct。新增长市场由于当前阶段新店较多且单个城市布局相对分散，外送占比相较于北京及上海此类成熟市场占比较低。
- ❖ 同店销售持续增长。2022 年公司同店销售额为 15.42 亿元，2020-2022 年复合增速为 40.8%。受益于公司品牌知名度提升，公司 2020 年以来同店销售保持着较快增长；22 年受疫情影响增速略有下降，2023H1 同店增速达 8.8%（去年疫情同店基数较高）。分市场看，北京及上海市场相对成熟，仍具备增长潜力增速稳健；新增长市场较多门店运营时间较短，仍在爬坡期，增速较快。
- ❖ 亏损收窄，盈利拐点在即，经调 EBITDA 率快速爬升。亏损或主要由于 1）门店人力成本支出较高且刚性（自建配送体系保证 30 分钟必达）；2）公司快速扩张新市场，开设新门店及中央厨房，新门店在运营初期销售规模较小，对公司利润贡献有限；3）此外公司对区域门店管理、信息技术系统、品牌建设等进行大量投资以支持门店扩张，2019 年以来公司经调净利润为负。随着公司品牌知名度提升，新门店盈利能力改善，公司亏损幅度持续收窄，2021 年起，经调整 EBITDA 扭亏为盈，2023H1 经调整 EBITDA 率为 9.2%，2023H1 公司经调净亏损-17.5 百万元，净利率-1.3%。
- ❖ 核心竞争力在于：产品本土化创新程度高，打造多种爆款口味，自带“网红”属性，2018 年以来公司共推出了 130 多种新菜单项目，通常每 6-12 周推出一款新比萨。专注外送构筑差异化服务优势，承诺 30 分钟必达，超时赠送免费披萨券。供应链方面，集中采购&中央厨房集约生产，打造品质稳、成本低优势。
- ❖ 盈利预测与估值：公司正处于品牌势能提升和门店快速扩张的成长期，同店销售额持续增长；叠加收入增长带来的规模效益，公司盈利能力爬升，预计拐点将至。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为-4300 万元/400 万元/1.38 亿元；参考可比公司，考虑公司成长性给予 2024 年 2 X PS 估值，目标价 64.91 港元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ 风险提示：食品安全风险，门店增长不及预期，宏观经济波动，单店经营不及预期，行业竞争加剧。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	2,024	2,922	3,873	5,109
同比增速(%)	25.5%	44.4%	32.5%	31.9%
归母净利润(百万)	-223	-43	4	138
同比增速(%)	52.7%	80.7%	109.5%	3284.0%
每股盈利(元)	-1.72	-0.33	0.03	1.06
市盈率(倍)	-29.1	-151.3	1,590.7	47.0
市净率(倍)	8.6	3.1	3.1	2.9

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为 2024 年 01 月 23 日收盘价

推荐（首次）

目标价：64.91 港元

当前价：55.00 港元

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

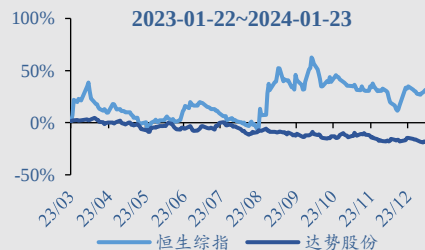
邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

公司基本数据

总股本(万股)	13006.77
已上市流通股(万股)	13006.77
总市值(亿港元)	71.54
流通市值(亿港元)	71.54
资产负债率(%)	45.97%
每股净资产(元)	16.23
12 个月内最高/最低价	77.30/42.00（港元）

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

公司处于品牌势能快速成长期，本文从横向角度分析其竞争优势，基于此在纵向角度结合国内比萨市场发展阶段测算其未来成长空间。1）首先从比萨行业特点出发，国内比萨市场渗透率低且较集中，产品结构易于同质化，本文重点分析达势的差异化竞争优势：产品本土化创新程度高，打造多种爆款口味，自带“网红”属性，2018年以来公司共推出了130多种新菜单项目，通常每6-12周推出一款新比萨。专注外送构筑差异化服务优势，承诺30分钟必达，超时赠送免费披萨券。供应链方面，集中采购&中央厨房集约生产，打造品质稳、成本低优势。2）类比同行，或者对标日韩，仍有较大开店空间。

投资逻辑

第一部分阐述达势股份成为达美乐中国特许经营商的历程、不同阶段的经营战略变化，分析其门店、日销售额、订单量等经营数据变化。

第二部分首先介绍中国比萨赛道规模及未来增长空间、驱动因素，其次基于比萨产品及赛道特点分析几大头部品牌异同及竞争优势。

第三部分从产品开发、外送策略、供应链管理等角度分析公司竞争优势。

关键假设、估值与盈利预测

本文关键假设：1）根据招股书，公司计划2023年和2024年将分别在一线/新一线/二线城市开设180家和240家门店，预计2025年和2026年将分别开设200-300家新店。优先在华东，华北和华南开店，门店扩张计划旨在持续增加公司市场份额。我们谨慎假设逐年开店加速，23-25年公司每年净新增180/240/300家门店。2）假设2023年-2025年一线城市，北上每日订单量保持在135单，新市场每日订单量为118/130/130单，yoy为15%/10%/0%，即24年之后保持在相对稳定状态。3）各项费用率假设稳健向下，则对应23-25年收入为29.22亿元/38.73亿元/51.09亿元，净利润为-4300万元/400万/1.38亿元。

公司正处于品牌势能提升和门店快速扩张的成长期，同店销售额持续增长；叠加收入增长带来的规模效益，公司盈利能力爬升，拐点将至。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为-4300万元/400万元/1.38亿元；参考可比公司，考虑公司成长性给予2024年2X PS估值，目标价64.91港元，首次覆盖给予“推荐”评级。

目 录

一、 专注外送的国内披萨龙头，品牌势能提升盈利拐点在即	6
（一） 背靠达美乐披萨，本土化创新模式打造披萨外送专家	6
（二） 门店网络扩张收入高增，品牌势能成长盈利拐点在即	8
二、 国内披萨市场渗透率低空间广，品牌差异化竞争定位多元	12
（一） 国内披萨渗透率空间广阔，外送&下沉市场驱动加速增长	12
（二） 必胜客占据龙头，竞争激烈品牌策略分化	13
三、 核心竞争力	15
（一） 披萨专家：SKU 丰富，本土化开发爆款频出	15
（二） 外送专家：30 分钟必达，自有骑手+智能数字化系统赋能	16
（三） 供应链管理：集中采购&中央厨房集约生产，打造品质稳、成本低优势	17
（四） 标准化开店流程：门店选址→产品制作和出品→门店运营和管理	18
四、 开店空间测算	19
五、 盈利预测与估值	20
六、 风险提示	21

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构 (截至 2023 年 6 月 30 日)	7
图表 3 公司管理层产业经验丰富	7
图表 4 达势股份股价累计涨跌幅	8
图表 5 2019-2022 年公司收入及增速	8
图表 6 2021H1-2023H1 公司收入及增速	8
图表 7 公司收入按市场划分 (百万元)	9
图表 8 公司收入按用餐选择划分	9
图表 9 公司分市场门店数量 (家)	9
图表 10 分市场每家门店平均日销售额 (元)	9
图表 11 公司分市场平均每日订单量 (个)	10
图表 12 公司分市场每笔订单平均金额 (人民币元)	10
图表 13 分市场同店销售额 (百万元)	10
图表 14 同店销售同比增速 (%)	10
图表 15 公司三大成本占比 (%)	11
图表 16 门店层面经营利润 (百万元)	11
图表 17 门店层面经营利润率 (%)	11
图表 18 公司经调净亏损 (百万元) 及净利率	12
图表 19 公司经调 EBITDA (百万元)	12
图表 20 2016-2027E 中国比萨餐厅市场规模	12
图表 21 2022 年全球每百万人口比萨门店数量	12
图表 22 2016-2027E 中国比萨市场规模按外送及堂食划分 (十亿元)	13
图表 23 中国比萨市场按城市等级划分 (十亿元)	13
图表 24 2022 年国内前五大比萨品牌对比	14
图表 25 国内主要披萨品牌定位及门店策略对比	14
图表 26 比萨品牌国内门店按城市等级分布	15
图表 27 达美乐微博评论截图	15
图表 28 达美乐小红书点单攻略	15
图表 29 达美乐比萨饼底种类	16
图表 30 达美乐部分热门比萨	16
图表 31 达美乐非比萨产品品类	16
图表 32 达美乐“30 分钟必达”	17
图表 33 达美乐订单跟踪页面	17

图表 34 2022 年公司前五大供应商	17
图表 35 公司中央厨房产能（百万千克）及利用率	18
图表 36 公司外包员工薪酬及配送订单占比	19
图表 37 达美乐披萨有统一的门店设计	19
图表 38 达美乐开店空间测算	19
图表 39 达势股份盈利预测	20
图表 40 可比公司估值	21

一、专注外送的国内披萨龙头，品牌势能提升盈利拐点在即

（一）背靠达美乐比萨，本土化创新模式打造比萨外送专家

公司是达美乐比萨（Domino's Pizza）在中国内地、中国香港和中国澳门的独家总特许经营商。达美乐比萨成立于 1960 年，是全球最大的比萨公司（按 22 年全球零售额计算），并于 1997 年进入中国市场。达势股份结合达美乐商业模式，根据中国消费者需求进行本土化，打造出“本土化产品+高性价比+专注外送”的特色商业模式，成为中国前五大连锁比萨品牌中增长最快的公司。

图表 1 公司发展历程



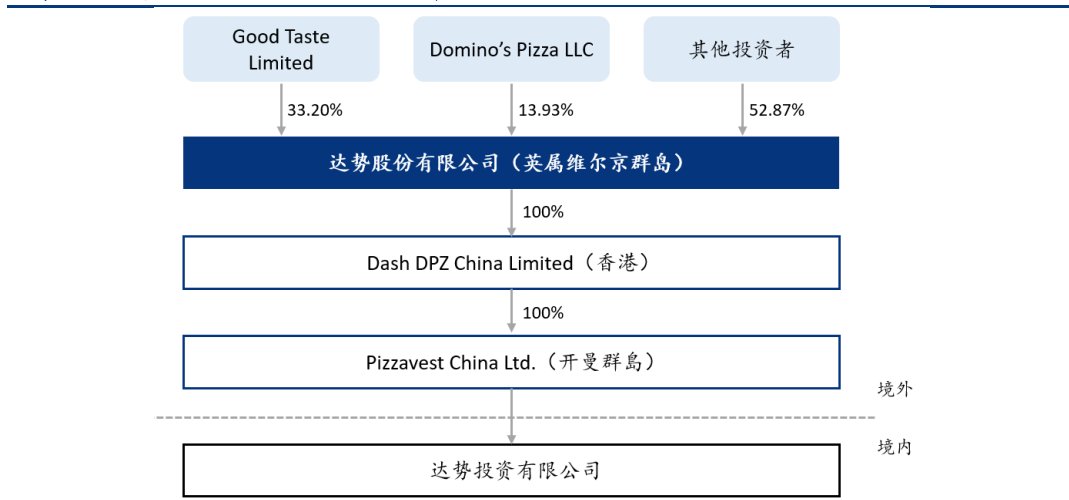
资料来源：公司招股书，公司财报，华创证券

公司发展历程主要分为以下两个阶段：

2010-2016：专注北京、上海市场。达势于 2010 年 12 月收购当时达美乐在北京、天津、上海、江苏、浙江的独家经营商 Pizzavest China；收购后主要专注于提高达美乐在北京和上海的份额；直至 2016 年 3 月扩张至杭州，在上海和北京以外的地区开设首家达美乐门店。

2017-至今：更换高管，推进本土化运营，门店网络快速扩大。公司搭建本土化高管团队调整商业模式，2017 年 5 月 CEO 王怡加入后带领公司对门店网络进行快速扩张，以进一步提升品牌知名度。2017 年 6 月公司与 Domino's International 续签总特许经营协议，将特许经营区域扩大至中国内地、中国香港和中国澳门。自 2018 年起公司门店数量翻了三番，各季度保持同店销售正增长。

股权结构稳定，品牌方持股彰显信心。截至 2023 年中报，公司董事兼副董事长 James Leslie Marshall 先生通过 Good Taste Limited 控股公司 33.20%，达美乐品牌方 Domino's, Inc.通过 Domino's Pizza LLC 持股公司 13.93%。公司股权结构稳定，与品牌方 Domino's, Inc.关系良好；此外 2020-2021 年 Domino's, Inc.多次向公司追加投资，合计 8910 万美元，表明其对中国市场的持续看好。

图表 2 公司股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日）


资料来源：公司财报，华创证券

管理层经验丰富，打造本土化商业模式。2017 年前后公司开始采用本土化的高级管理层，大部分现有的核心行政管理团队于 2017-2018 年期间加入。公司核心管理人员均有丰富的餐饮、金融及科技行业经验，CEO 王怡曾在麦当劳中国任职多个管理职位，负责区域市场门店经营管理、特许经营系统监管等；其他高管也曾在雅诗兰黛、可口可乐等知名公司任职。公司核心管理团队将达美乐模式的优势与中国的本土化特色相结合，实现门店网络的快速扩张，品牌知名度迅速提升。

图表 3 公司管理层产业经验丰富

名称	职位	加入集团时间	工作经历
王怡 (Aileen Wang)	执行董事兼首席执行官	2017 年 5 月	2004-2009 年任职于麦肯锡，专注零售行业策略及运营智能；2009-2017 年历任麦当劳中国上海市场总经理、华中地区总裁兼总经理、特许经营副总裁；2017 年加入达势股份任 CEO
钟军 (Alex Zhong)	首席运营官	2018 年 9 月	2010-2015 年任麦当劳中国广州市场总经理，2016-2018 年任 Urban Revivo 首席运营官
吴婷 (Helen Wu)	首席财务官	2021 年 2 月	2006-2010 年任 UBS Investment Banking 房地产部门董事；2010-2012 年任 Citigroup Investment Banking 亚洲工业组副总裁；2012-2016 年任 BofA Securities 全球投资银行业务董事，2017-2018 年任 CITIC CLSA 并购部门董事总经理；2018-2020 年任 Mogu Inc. 首席财务官
王毓璟 (Gening Wang)	首席营销官	2015 年 6 月	2004-2009 年任高露洁中国大陆及高露洁香港的高级品牌经理；2009-2013 年任麦当劳中国营销部高级总监；2013-2014 年任新文越婴童用品公司营销总监；2014-2015 年任雅诗兰黛中国营销品牌管理及客户关系管理总监

资料来源：公司招股书，华创证券

股价复盘：公司于 2023 年 3 月 28 日正式登陆港交所；6 月受益次新股弹性随指数反弹上涨；8 月底公司发布 2023 年中报，净利润扭亏，9 月 5 日纳入港股通，流动性提升，两大因素催化下股价上扬；10 月中旬阶段性触顶后开始回调。

图表 4 达势股份股价累计涨跌幅

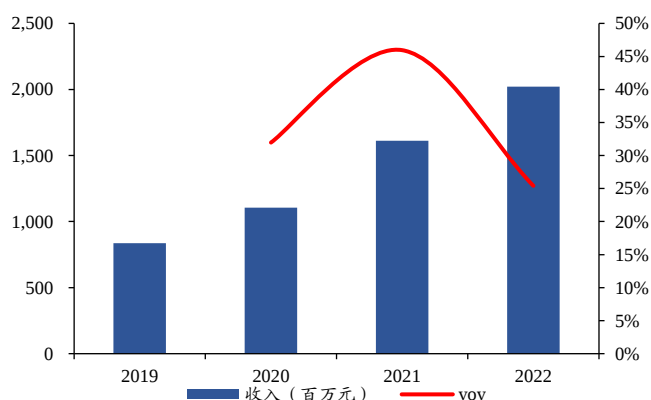


资料来源: Wind, 华创证券; 注: 数据区间为 2023.03.28-2023.12.22

(二) 门店网络扩张收入高增, 品牌势能成长盈利拐点在即

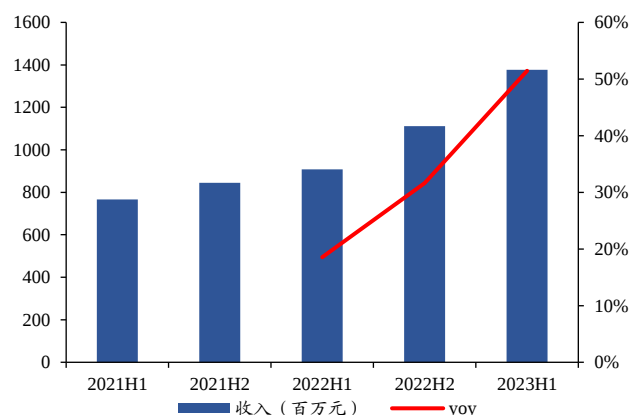
目前公司处于新市场拓展/门店扩张期, 收入快速增长。2019-2022 年公司收入年复合增速为 34.17%, 增长主要来自门店数量增加及单店日销的持续增长。2022 年受疫情影响公司北京及上海部分门店暂停营业, 增速略有回落。2023H1 公司实现收入 13.76 亿元, 同比增速达 51.5%。

图表 5 2019-2022 年公司收入及增速



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 6 2021H1-2023H1 公司收入及增速

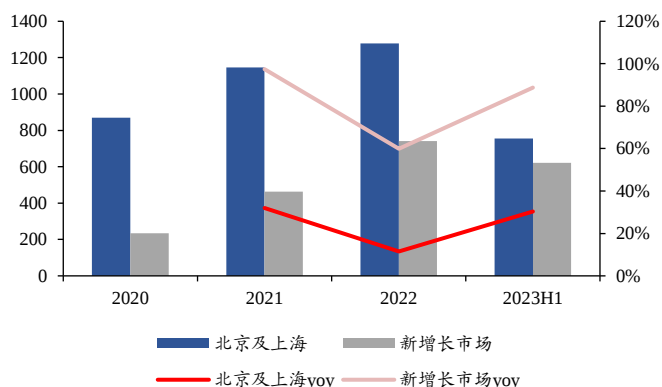


资料来源: 公司财报, 华创证券

新增长市场收入占比提升, 外送订单占比高。

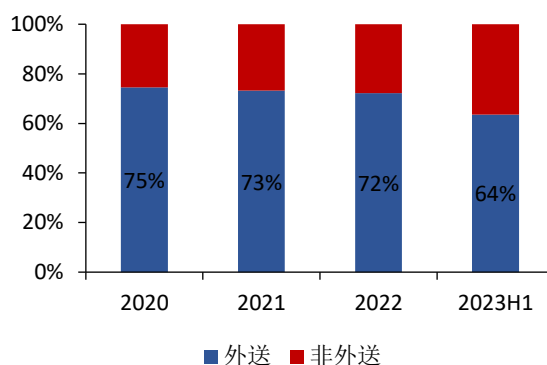
- 按市场拆分来看, 北京及上海市场运营历史较长, 2020 年在公司收入占比 78.7%; 随着公司在杭州、深圳等新城市扩张, 新市场快速增长。2020-2022 年北京及上海市场收入 CAGR 为 21.3%, 新增长市场收入 CAGR 为 77.7%; 截至 2023H1, 除北京及上海以外的新增长市场收入占比达到 45.1%。
- 按用餐选择划分来看, 公司专注外送模式, 外送订单占比高, 2023H1 外送订单收入占比 63.6%。在北京及上海市场, 外送订单占比 76.5%, 相比 22 年同期-0.2pct; 在新增长市场外送占比 47.8%, 同比-14.5pct。新增长市场由于当前阶段新店较多且单个城市布局相对分散, 外送占比相较于北京及上海此类成熟市场占比较低。

图表 7 公司收入按市场划分 (百万元)



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 8 公司收入按用餐选择划分



资料来源: 公司财报, 华创证券

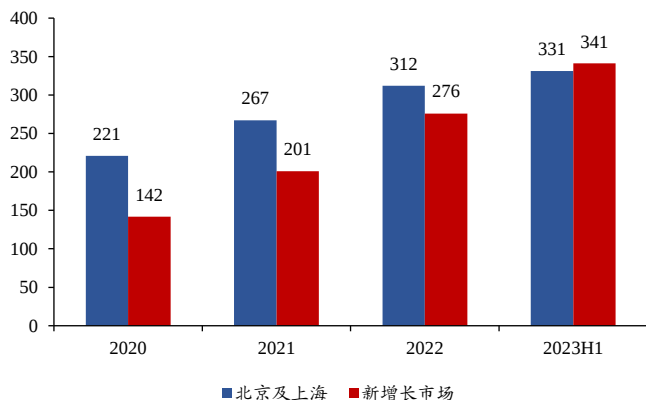
将各市场收入进一步拆分为门店数量及每家门店日销来看:

门店数量: 19-22 年门店 CAGR 增速达到 29.9%。截至 2023H1, 公司在北京及上海开设门店 331 家, 在新增长市场开设门店 341 家。公司采取走深走广的门店扩张策略, 在进一步提高现有市场渗透率的同时, 进入更多城市, 近几年在新增长市场开店数量较多。2023 年上半年公司净开门店 84 家, 在北京及上海净开店 19 家, 在新增长市场净开店 65 家, 其中包括在成都、青岛等六个新城市开设 24 家门店。

每家门店平均日销:

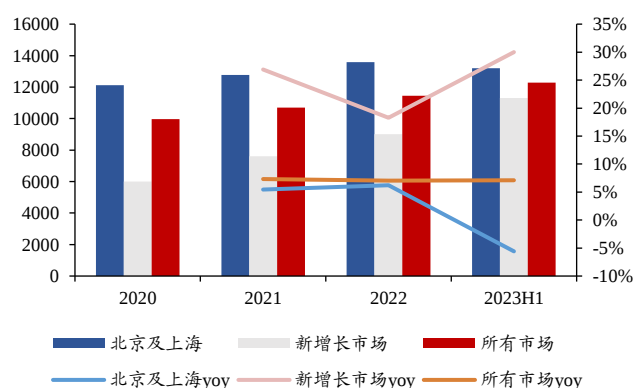
- **北京及上海市场:** 2020-2022 年每家门店平均日销稳步增长, 主要系公司更新升级菜单及积极营销推动日销增长; 2023H1 北京及上海市场每家门店平均日销同比下滑-5.6%至 1.3 万元, 主要因疫情期间的团购活动导致 22 年同期每笔订单金额较高, 23 上半年有所回落。
- **新增长市场:** 每家门店平均日销售额低于北京及上海市场门店。但随着达美乐品牌知名度提升, 以及门店运营时间增加带来外送订单占比提高&客群积累, 新增长市场的门店平均日销保持快速增长趋势。23H1 新市场单店日销同比增长 30%至 1.1 万元。

图表 9 公司分市场门店数量 (家)



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 10 分市场每家门店平均日销售额 (元)

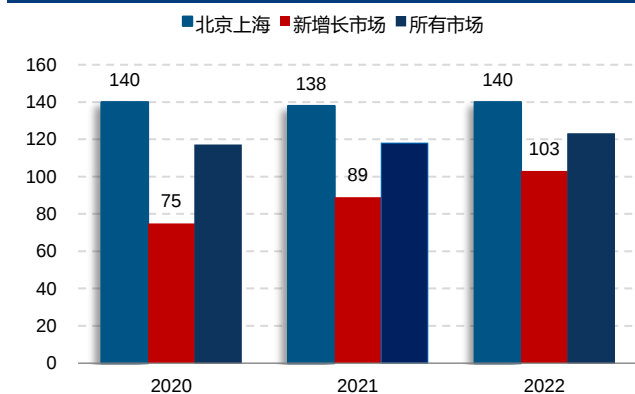


资料来源: 公司财报, 华创证券

从订单数&客单价角度来看, 20-22 年北京上海市场平均每日订单量稳定, 保持在 140

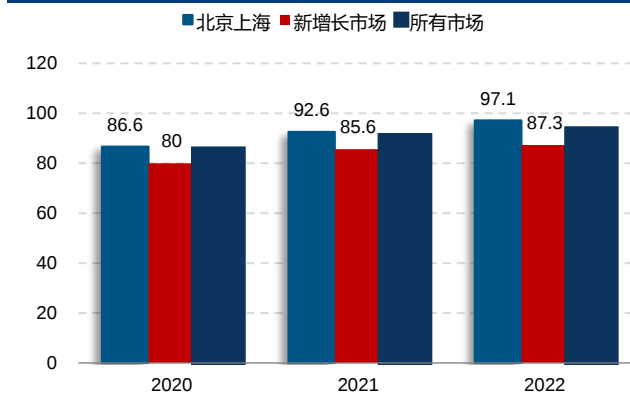
单左右,新市场随着门店逐步成熟和品牌力提升,平均每日订单量快速增长,由 2020 年的 75 单/日增长至 103 单/日。公司在所有市场每笔订单平均金额逐年提升,2020 年,北京、上海市场/新市场每笔订单平均金额为 86.6/80 元,2022 年增长至 97.1/87.3 元。

图表 11 公司分市场平均每日订单量 (个)



资料来源: 公司财报, 华创证券

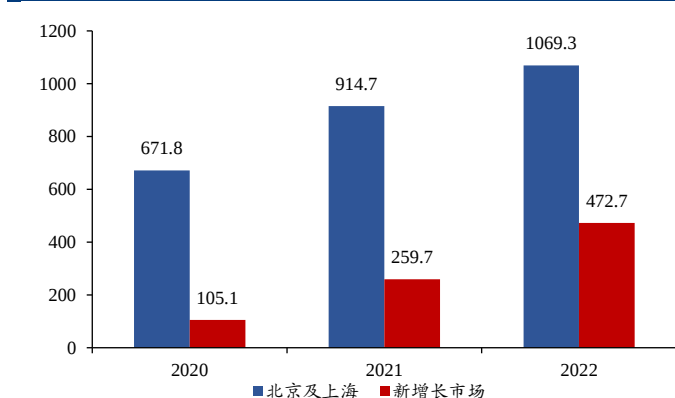
图表 12 公司分市场每笔订单平均金额 (人民币元)



资料来源: 公司财报, 华创证券

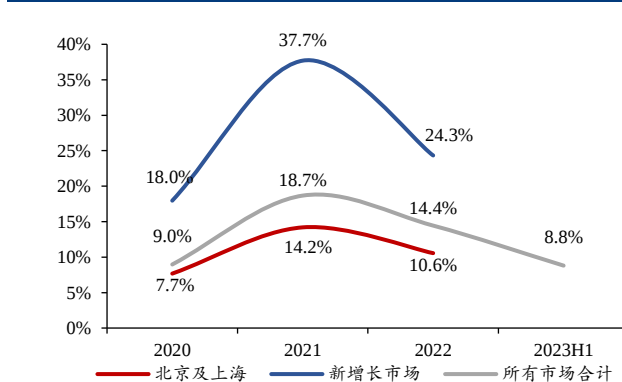
同店销售持续增长。2022 年公司同店销售额为 15.42 亿元, 2020-2022 年复合增速为 40.8%。受益于公司品牌知名度提升, 公司 2020 年以来同店销售保持着较快增长; 22 年受疫情影响增速略有下降, 2023H1 同店增速达 8.8% (去年疫情同店基数较高)。分市场看, 北京及上海市场相对成熟, 仍具备增长潜力增速稳健; 新增长市场较多门店运营时间较短, 仍在爬坡期, 增速较快。

图表 13 分市场同店销售额 (百万元)



资料来源: 公司财报, 华创证券

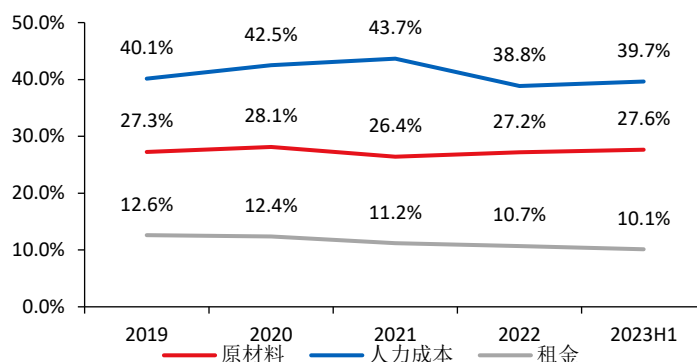
图表 14 同店销售同比增速 (%)



资料来源: 公司财报, 华创证券

品牌势能提升&运营效率提高, 原材料成本占比稳定, 人力、租金成本占比逐步下降, 主要因 1) 公司门店增长+日销提升带来的规模效应; 2) 品牌知名度提升增强公司能够和商业地产谈到更优惠的租金条件; 3) 近几年公司加强供应链集中采购管理, 优化公司数字化及自动化技术, 提高供应链管理及中央厨房运营效率。

图表 15 公司三大成本占比 (%)

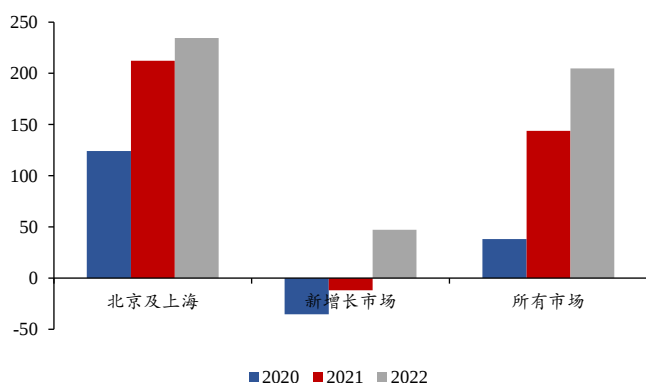


资料来源：公司财报，华创证券

公司与达美乐的特许经营权协议从 2017 年 6 月 1 日起，期限为 10 年，届满在满足条件下可选择续期额外两个 10 年。作为特许经营商，公司需向达美乐品牌支付三部分费用：（1）一次性总特许经营费：截至 2021 年底，该费用已经全额支付，且再续签时也无需额外支付；（2）门店特许经营费：公司在中国开设每家新门店时需支付的一次性固定费用，通常最多为 10000 美元。（3）特许权使用费：公司在国内经营门店获得的所有销售额需抽取 3% 作为品牌方的特许权使用费。此外作为公司使用达美乐品牌数字化软件的费用，公司还需在每家门店安装软件时支付软件许可费（目前最多 4000 美元）及后续每年的软件升级固定费用（目前最多 1000 美元）。

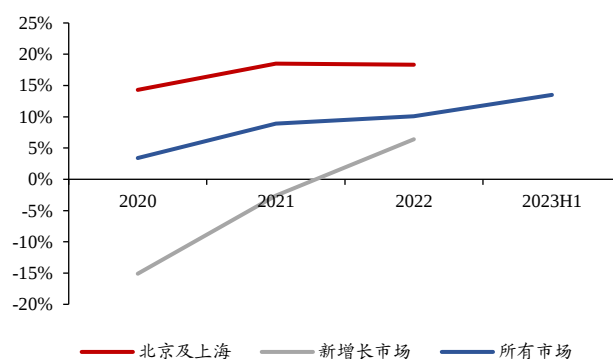
新增长市场规模成长推动门店经营净利率快速增长。随着公司在北京及上海以外的新增长市场门店规模扩张及新店爬坡，收入增长带来的规模效益摊薄运营成本，公司新增长市场门店层面经营利润率快速提升。2022 年公司实现新增长市场门店经营净利率转正，由 2020 年的-15.1% 爬升至 6.4%。预计随着公司门店网络的持续扩张及品牌知名度提升，门店经营利润率仍有较大增长空间。

图表 16 门店层面经营利润 (百万元)



资料来源：公司财报，华创证券

图表 17 门店层面经营利润率 (%)

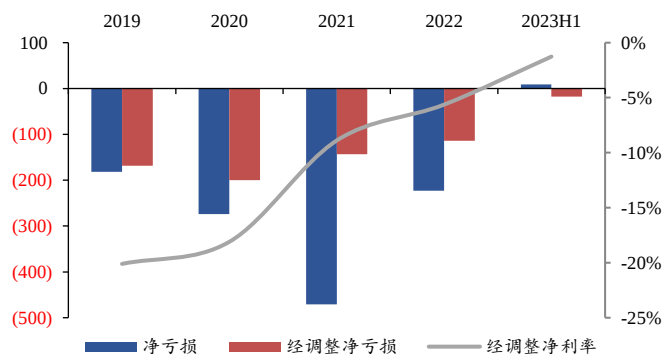


资料来源：公司财报，华创证券

亏损收窄，预计盈利拐点在即，经调 EBITDA 率快速爬升。亏损或主要由于 1) 门店人力成本支出较高且刚性（自建配送体系保证 30 分钟必达）；2) 公司快速扩张新市场，开设新门店及中央厨房，新门店在运营初期销售规模较小，对公司利润贡献有限；3) 此外公司对区域门店管理、信息技术系统、品牌建设等进行大量投资以支持门店扩张，

2019 年以来公司经调净利润为负。随着公司品牌知名度提升,新门店盈利能力改善,公司亏损幅度持续收窄,2021 年经调整 EBITDA 扭亏为盈,2023H1 经调整 EBITDA 率为 9.2%,2023H1 公司经调净亏损-17.5 百万元,净利率-1.3%。

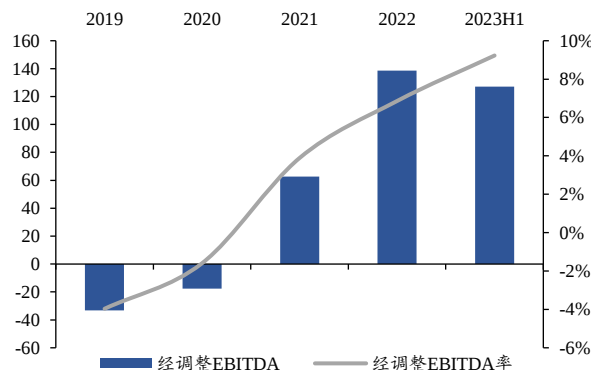
图表 18 公司经调净亏损 (百万元) 及净利率



资料来源: 公司财报, 华创证券

(备注: 图表 18 负值表示亏损金额)

图表 19 公司经调 EBITDA (百万元)



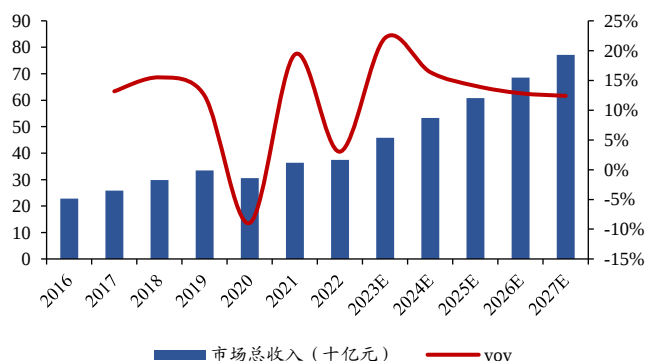
资料来源: 公司财报, 华创证券

二、国内比萨市场渗透率低空间广, 品牌差异化竞争定位多元

(一) 国内比萨渗透率空间广阔, 外送&下沉市场驱动加速增长

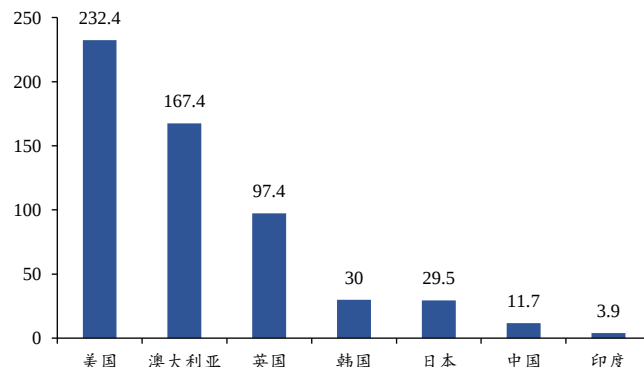
中国比萨市场规模稳健增长, 渗透空间广阔有望加速增长。随着中国城市化水平提高, 中国消费者可支配收入增加及中国年轻一代对西餐接受程度的不断提高, 中国比萨市场规模稳健增长。根据弗若斯特沙利文数据, 中国比萨市场收入规模从 2016 年的 228 亿元增长至 2022 年的 375 亿元, 年复合增速达 8.6%。当前我国比萨餐厅渗透率仍然较低, 2022 年日本/韩国每百万人口比萨门店数量分别为 29.5/30 家, 中国则为 11.7 家。中国与日韩等东南亚国家饮食文化相似, 随着比萨、西餐在一线及低线的普及, 以及外卖渗透率的进一步提高, 中国比萨市场空间广阔, 预计到 2027 年市场规模达 771 亿元, 2022-2027 年复合增速为 15.5%。

图表 20 2016-2027E 中国比萨餐厅市场规模



资料来源: 公司招股书, 华创证券

图表 21 2022 年全球每百万人口比萨门店数量



资料来源: 公司招股书, 华创证券

外送比萨市场增速高于堂食。比萨具有的快餐属性使外卖成为其重要的消费方式, 中国比萨外送市场随着外卖平台兴起快速增长。按用餐选择划分, 2022 年中国比萨中外送市场规模为 218 亿元, 2016-2022 年 CAGR 为 19.2%; 堂食市场规模为 157 亿元, 2016-

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/127031130106006034>