

公司研究

比萨专家，重振雄风

——达势股份（1405.HK）投资价值分析报告

要点

餐饮企业巨头，行业创新典范。达势股份是达美乐比萨在中国大陆、中国香港和中国澳门的独家特许经营商，2023 年以来新增长市场扩张提速，截至 2024 年 12 月底，公司在中国大陆拥有 1008 家门店。股权结构较为集中，管理团队拥有丰富的行业和管理经验，薪酬激励体系完善。2019-2024 年，公司营业总收入从 8.37 亿元提升至 43.14 亿元，处于快速增长阶段，受益于线下堂食客单量提升、租金成本进一步下降，公司营业总收入和归母净利润逐步提升。

餐饮市场回暖，西式快餐增长空间广阔，产业链协同效应显著。中国比萨市场快速增长，增长潜力较大。根据弗若斯特沙利文数据，2016-2022 年中国比萨餐厅市场规模以 8.6% 的复合增速持续增长，2022 年比萨餐厅市场规模达到 375 亿元。尽管我国比萨行业近年来发展迅速，但从比萨餐厅的渗透率来看，2022 年我国每百万人拥有的比萨餐厅数量为 11.7 家，而美国、澳大利亚、英国分别为 232.4 家、167.4 家和 97.4 家，我国比萨业还有较大的增长空间。

“4D”模型助力公司重振雄风。**Delicious:** 达美乐产品性价比较高，比萨产品矩阵丰富。小食产品可增加消费者选择，客单价逐步提升。达美乐为消费者提供了独特的定制化服务，在业内首度推出卷边比萨，提供芝士、香肠、红薯泥等多种选项，公司发明了双层饼底，属于行业内首创。**Delivery:** 达美乐是中国首家承诺 30 分钟必达的比萨公司，疫情期间公司快速占领比萨外卖市场。**Digital:** 数字化提升运营效率，有超过 95% 的订单从数字化渠道下达。**Development:** “洋葱圈”理论助力公司快速扩店。

门店扩张加速，利润优化空间大。达势股份门店布局以上海和北京为主，逐渐向新城市扩张。新增长市场提供更强增长动力，2024 年公司在中国大陆开设 240 家新店，2025-2026 年预计分别新开 300 和 350 家门店。达美乐中国首店的高成功率，我们认为除了“首店效应”外，主要归功于有效的市场推广、品牌力的提升。伴随非一线城市扩张，达美乐门店经营利润率改善空间大。公司的成本优化持续进行，其盈利能力已经超越了必胜客；但与肯德基成熟的西式餐饮店模型相比，公司仍有进步和提升的空间。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.26/1.99/2.86 亿元，折合 EPS 为 0.96/1.52/2.19 元，对应 PE 分别为 102X/64X/45X。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，总部费用持续摊薄，公司盈利能力爬升，首次覆盖给予“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、特许经营协议不能续期风险。

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% |
| 净利润（百万元） | -27 | 55 | 126 | 199 | 286 |
| 净利润增长率 | -88% | NA | 128% | 58% | 44% |
| EPS（元） | -0.20 | 0.42 | 0.96 | 1.52 | 2.19 |
| P/E | NA | 232 | 102 | 64 | 45 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-03 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

增持（首次）

当前价：106.30 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

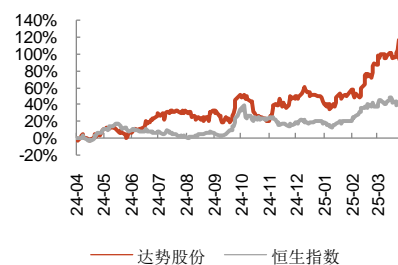
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 1.31 |
| 总市值(亿港元) | 139.10 |
| 一年最低/最高(港元) | 50.00/125.20 |
| 近 3 月换手率 | 16.83% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | -6.52 | 19.92 | 50.32 |
| 绝对 | -8.83 | 38.56 | 89.08 |

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

收入方面:公司 2023/2024 年实现收入 30.51/43.14 亿元,截至 24 年底共有 1008 家门店,较 23 年底净增加 240 家。公司在新增长市场处于快速扩店期,广大新一线城市和二线城市具有较为充足的潜在消费者,随着品牌势能的提升,预计门店数量将持续加速扩大。预计 2025-2027 年年净增加门店数分别为 300/350/450 家。考虑到高基数和消费环境影响,预计 25-27 年同店销售额增速逐步放缓,预计分别为 1.5%/1.0%/0.5%。我们预计 2025-2027 年达势股份的营业收入分别为 54.22/66.78/80.53 亿元,营业收入同比增速分别为 25.7%/23.2%/20.6%。

成本及支出方面: 1) **原材料成本收入占比:** 2024 年公司原材料成本收入占比为 27.1%。公司推出大量种类的定制化产品,整体产品矩阵丰富程度仍在提升,对于原材料采购成本具有上升压力,但考虑到中央厨房建成后,随着采购量的增大,公司有望享受更高的食材折扣,综合来看,预计 2025-2027 年原材料收入占比基本稳定,预计保持在 27.1%。 2) **员工成本收入占比:** 2024 年公司员工成本收入占比为 35.0%,随着单店及整体收入规模的提升,门店全职员工和总部员工成本有望逐步摊薄,预计 2025-2027 年员工成本收入占比分别为 34.9%/34.8%/34.7%。 3) **租金相关成本收入占比:** 2024 年租金相关成本收入占比为 9.9%。随着门店数量增多,租金议价能力增强,我们预计 2025-2027 年租金相关开支收入占比逐渐降低,分别为 9.8%/9.7%/9.6%。

我们与市场观点的不同之处

市场担心达势股份较好的同店销售额增长来自疫情期间外卖需求的提升,但实际上疫情之后达势股份同店销售额仍持续增长。公司在快速扩张的背景下仍做到了同店销售额的增长,主要来自其优秀的首店表现,以及有效的市场推广、品牌力的提升。我们对公司的核心优势进行了详细分析,并且列举了其他海外地区达美的经营例子进行对比和借鉴,分析其盈利能力和开店数量提升空间。

股价上涨的催化因素

1) 展店速度超市场预期。 2) 线下客流恢复超市场预期。

盈利预测、估值及评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.26/1.99/2.86 亿元,折合 EPS 为 0.96/1.52/2.19 元,对应 PE 分别为 102X/64X/45X。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,总部费用持续摊薄,公司盈利能力爬升,首次覆盖给予“增持”评级。

目 录

| | |
|---|-----------|
| 1、餐饮企业巨头，行业创新典范..... | 6 |
| 1.1 立足京沪，战略转型 | 6 |
| 1.2 股权结构稳定，管理团队经验丰富 | 7 |
| 1.3 逆势强劲增长，利润超预期改善 | 8 |
| 2、西式快餐增长空间广阔，产业链协同效应显著 | 11 |
| 2.1 市场规模：中国比萨行业成长提速，外送市场规模超越堂食 | 11 |
| 2.2 竞争格局：中国比萨市场集中度高，达美乐位列前三 | 12 |
| 2.3 对标海外：比萨行业渗透率仍有较大提升空间 | 14 |
| 3、“4D”模型助力公司重振雄风..... | 16 |
| 3.1 “Delicious”：美味+超值，定制化产品丰富选择 | 16 |
| 3.2 “Delivery”：三十分钟必达，极致配送效率成制胜关键..... | 17 |
| 3.3 “Digital”：数字化提升运营效率 | 18 |
| 3.4 “Development”：“洋葱圈”理论助力高效扩店，“千店计划”雄心勃勃..... | 19 |
| 4、门店扩张加速，利润优化空间大 | 20 |
| 4.1 巩固京沪、辐射周边，开店空间较大..... | 20 |
| 4.2 伴随非一线城市扩张，达美乐门店利润率改善空间大 | 23 |
| 5、盈利预测和估值 | 26 |
| 5.1 关键假设及盈利预测 | 26 |
| 5.2 相对估值 | 27 |
| 5.3 绝对估值 | 28 |
| 5.4 估值结论与投资评级 | 29 |
| 6、风险提示..... | 30 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司历史沿革..... | 6 |
| 图 2: 公司约 1/2 的市场不开放外卖..... | 7 |
| 图 3: 公司股权结构 (截至 2024.6.30) | 8 |
| 图 4: 2019-2024 年公司营业总收入及同比增速..... | 9 |
| 图 5: 2019-2024 年公司的分市场营业收入及同比增速..... | 9 |
| 图 6: 2019-2024 年公司门店数量 (家) | 9 |
| 图 7: 2019-2024 年公司进驻城市数量 (个) | 9 |
| 图 8: 2019-2024 年公司的门店经营利润率情况..... | 10 |
| 图 9: 2019-2024 年门店层面三大成本费用率情况..... | 10 |
| 图 10: 2019-2024 年公司经调整净利润及其经调整利润率..... | 10 |
| 图 11: 2019-2024 年公司层级开支及其占收入比..... | 10 |
| 图 12: 特许权费及其占收入比..... | 11 |
| 图 13: 2016-2027 年中国比萨餐厅市场规模 (按外送和堂食划分, 亿元) | 12 |
| 图 14: 2016-2027 年中国比萨餐厅市场规模 (按城市等级划分, 亿元) | 12 |
| 图 15: 2023 年 9 月以来, 全国比萨门店数呈上升趋势..... | 12 |
| 图 16: 比萨品牌持续进行门店下沉..... | 12 |
| 图 17: 2022 年中国比萨市场企业市场份额 (按总市场规模计算) | 13 |
| 图 18: 2022 年中国比萨市场企业市场份额 (按外送规模计算) | 13 |
| 图 19: 2022 年各国每百万人口比萨门店数量 | 14 |
| 图 20: 日本餐饮行业市场规模及其同比增速 | 14 |
| 图 21: 日本比萨销售总额及其同比增速 | 15 |
| 图 22: 日本比萨行业前三名公司市占率 | 15 |
| 图 23: 2004-2024 年达美乐在日本的门店数及其同比增速 | 16 |
| 图 24: 日本及中国每百万人口达美乐比萨门店数量 (家) | 16 |
| 图 25: 达美乐比萨拥有多款饼底 | 17 |
| 图 26: 订单完成后随机抽取小食 | 17 |
| 图 27: 2019-2024 年达势股份每笔订单平均销售金额变化情况 (元) | 17 |
| 图 28: 达势股份外送业务比例变化..... | 18 |
| 图 29: 2022-2023 年达势股份分市场外送比例 | 18 |
| 图 30: 达势股份外包骑手订单数及占外送订单数比 | 18 |
| 图 31: 达势股份外包骑手及美团平台骑手平均每单薪酬..... | 18 |
| 图 32: 达势股份实时追踪配送情况..... | 19 |
| 图 33: 达势股份“洋葱圈”理论示意图 | 19 |
| 图 34: 达势股份中央厨房配送范围..... | 20 |
| 图 35: 中国比萨五大品牌的开店数量 (按城市等级划分, 家) | 21 |
| 图 36: 必胜客和达美乐的门店分布数量对比 (家) | 21 |
| 图 37: 达势股份门店扩张策略..... | 21 |
| 图 38: 按面积划分的门店数量 (家) | 22 |
| 图 39: 新增长市场首店开店情况 | 22 |

| | |
|---|----|
| 图 40: 达美乐比萨门店的标准店面及用餐区 | 23 |
| 图 41: 达美乐门店标准化厨房 | 23 |
| 图 42: 2015-2024 财年澳欧亚达美乐经营情况 | 25 |
| 图 43: 2009-2024 财年澳欧亚达美乐同店销售增长率情况 | 25 |
| 图 44: 2015-2024 年 美国达美乐自营餐厅利润率 | 25 |

表目录

| | |
|--|----|
| 表 1: 公司管理层情况 | 8 |
| 表 2: 中国比萨行业品牌介绍 (截至 2025 年 3 月 10 日) | 13 |
| 表 3: 热门比萨价格对比 (无折扣) | 16 |
| 表 5: 达势股份与必胜客单店经营模型对比 | 24 |
| 表 6: 达势股份、必胜客、肯德基单店模型财务对比 | 24 |
| 表 7: 达美乐配送成本分析 | 24 |
| 表 8: 达势股份收入预测 (百万元, 家) | 26 |
| 表 9: 主要成本及支出占收入的比重 | 27 |
| 表 10: 餐饮行业主要上市公司 PE 估值表 | 28 |
| 表 11: 绝对估值核心假设表 | 28 |
| 表 12: 现金流折现及估值表 | 29 |
| 表 13: 敏感性分析表 (港元) | 29 |

1、餐饮企业巨头，行业创新典范

达势股份是达美乐比萨在中国大陆、中国香港和中国澳门的独家特许经营商，2023年3月于港交所上市。截至2024年12月底，公司在中国大陆的39个城市直营1008家门店。达势股份的全球特许权售予人Domino's Pizza, Inc.是全球最大的比萨公司之一，截至2024年12月29日，在全球90多个市场拥有超过21300家门店，中国在达美乐十大国际市场中心门店数量排名第3。

1.1 立足京沪，战略转型

- **初入中国 (1997-2009年)**：1997年达美乐进入中国，在北京开设了第一家门店。2008年4月30日达势股份成立，该阶段达美乐中国特许经营权由Pizzavest Co., Ltd. (总部位于中国台湾) 持有，12年期间共开设18家门店。
- **深耕京沪 (2010-2017年)**：2010年12月，公司收购Pizzavest China Ltd. (为达美乐比萨当时于北京、天津、上海、江苏省及浙江省的总特许经营商)。2016年3月公司扩张至杭州，并于上海及北京以外地区开设首家达美乐比萨门店，期间门店数量逐渐增加到100家。
- **转折点 (2017年)**：2017年5月，王怡女士 (麦当劳背景) 加入公司并担任CEO，带来了管理和战略上的重大改变。同年6月，公司将特许经营区域从北京及上海周边扩展到全国，包括中国香港和中国澳门。
- **加速发展 (2017年至今)**：在王怡女士的领导下，公司组建了新的高管团队，并确立了“4D”商业模式。2021年9月，首次进入宁波市场，并随后迅速扩展至济南、武汉、成都等多个城市。2023年3月28日，达势股份港股IPO成功上市。截至2024年12月31日，达美乐比萨在中国大陆共拥有1008家门店。

图 1：公司历史沿革



资料来源：达势股份招股说明书，达美乐美国总公司年报，达势股份公司公告，光大证券研究所

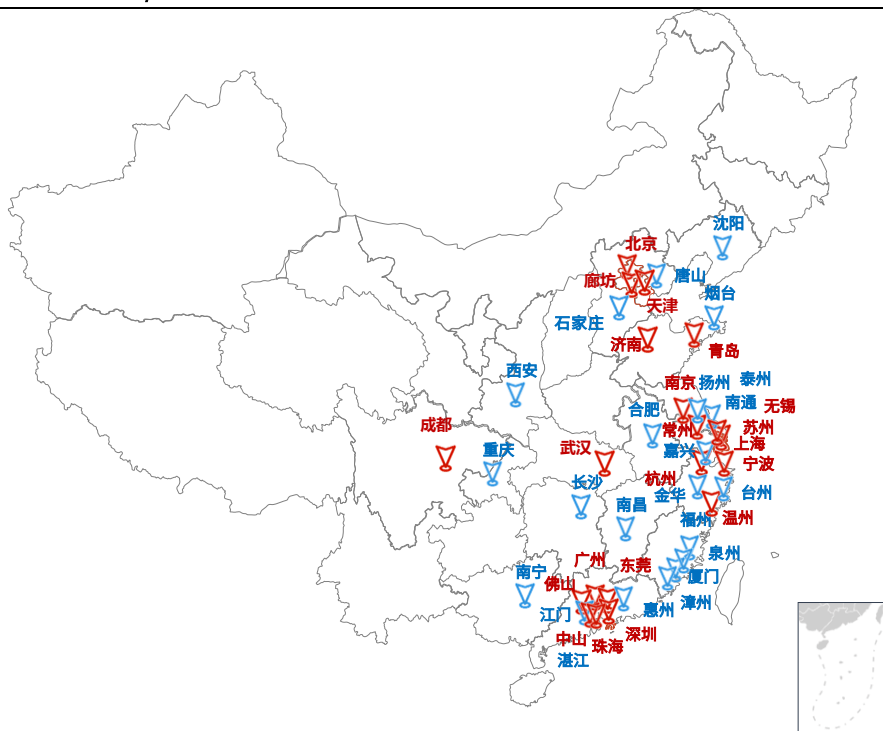
复盘来看，达美乐在中国的发展经历了三个重要节点：

1) **集中特许经营权**：1997 年达美乐就进入了中国，但由于早期特许经营权分散和频繁更换特许经营商，限制了达美乐的发展。2010 年达势股份从 Pizzavest 接手达美乐在北京、天津、上海、江苏省及浙江省的特许经营权；2017 年达势股份与达美乐续签特许经营协议，特许经营权扩大至整个中国。随着达势股份成为中国区域的独家特许经营商，特许经营权分散和频繁变动的问题得以解决。

2) **开启本土化及扩张**：早年在 Pizzavest 等特许经营商的管理下，达美乐在中国的本土化程度不足且扩张缓慢。2017 年在麦当劳任职多年的王怡女士出任 CEO，并构建了新的高管团队，团队成员大多来自大型快消企业，拥有丰富的从业经验。新团队确定了公司的“4D”商业模式，进行大刀阔斧改革，自此达美乐在中国的发展驶上了快车道。

3) **新增长市场短暂关闭外送**：由于新增长市场门店的火热表现，公司不得不暂停外送。经统计，23H2 以来达美乐新进入城市的大部分门店和其他城市的部分热门门店均只开放堂食，暂时关闭外送。

图 2：公司约 1/2 的市场不开放外卖



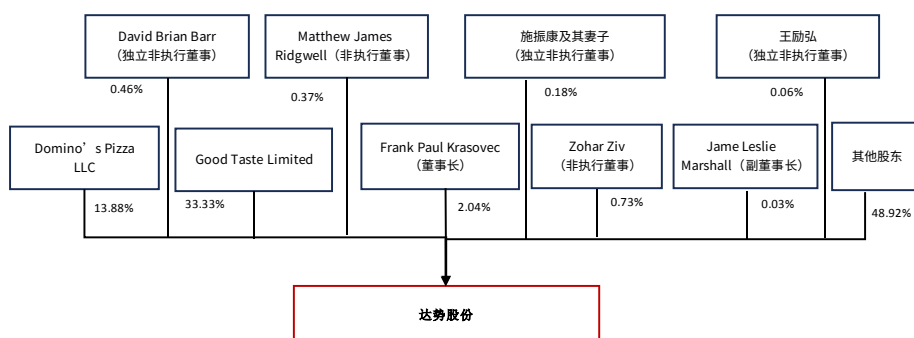
资料来源：达美乐小程序，公司公告，光大证券研究所（注：蓝色城市为只开放堂食的城市，红色城市为同时开放堂食和外送的城市，时间截至 2025.4.3）

1.2 股权结构稳定，管理团队经验丰富

公司股权结构整体上较为集中。截至 2024 年 6 月末，公司前三大股东分别为 Good Taste Limited, Domino's Pizza LLC 和董事长 Frank Paul Krasovec 对应持股份别为 33.33%，13.88%，2.04%。

2024 年 10 月 17 日第二大股东 Domino's Pizza LLC 减持 1000 万股，占总股本的 7.66%，减持后持有公司总股本的 6.21%。出售股份不会影响与达美乐签订的特许经营协议，我们认为，此次出售主要意义在于改善公司股份流动性、扩大股东基础。

图 3: 公司股权结构 (截至 2024.6.30)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

高管团队拥有丰富的行业和管理经验。目前, 公司高管均具有丰富的从业经验, 高效推动达美乐品牌在中国的本土化进程。首席执行官王怡兼具消费品顶层战略思维与实业工作经验, 运营管理经验丰富。首席财务官吴婷主要负责财务运营和资本管理, 在并购交易方面经验丰富。首席运营官钟军负责公司运营与研发业务, 其曾任 Urban Revivo 的首席运营官。首席营销官王毓璟负责监督集团的品牌营销及产品开发, 拥有近 20 年的营销经验。

表 1: 公司管理层情况

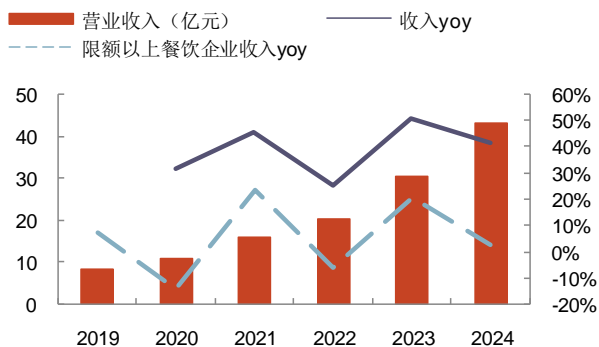
| 姓名 | 职务 | 出生年份 | 年龄 | 个人简介 |
|-----|-------|------|----|---|
| 王怡 | 首席执行官 | 1978 | 47 | 2017 年 5 月加入集团, 负责公司整体战略, 在食品和饮料行业拥有丰富的管理经验。于 2015 年 1 月至 2017 年 5 月担任麦当劳中国特许经营副总裁, 负责制定特许经营系统及监管特许经营商表现。 |
| 吴婷 | 首席财务官 | 1977 | 48 | 2021 年 2 月加入集团, 负责监督集团的财务运营和资本管理, 在领导大型资本市场交易以及为并购交易的买卖双方提供建议方面有着丰富的经验。于 2018 年 4 月至 2020 年 3 月担任 Mogu Inc. 的首席财务官。此外, 她有超过 10 年的银行业经验。 |
| 钟军 | 首席运营官 | 1973 | 52 | 2018 年 9 月加入集团, 负责监督集团的运营及研发, 在消费品行业拥有丰富的经验。于 2016 年 9 月至 2018 年 7 月担任 Urban Revivo 的首席运营官。 |
| 王毓璟 | 首席营销官 | 1980 | 45 | 2015 年 6 月加入集团, 负责监督集团的品牌营销及产品开发, 拥有近 20 年的营销经验。于 2014 年 9 月至 2015 年 3 月担任雅诗兰黛 (上海) 商贸有限公司 (中国总部) 营销品牌管理以及客户关系管理总监。 |

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 注: 截至 2025.4.3

1.3 逆势强劲增长, 利润超预期改善

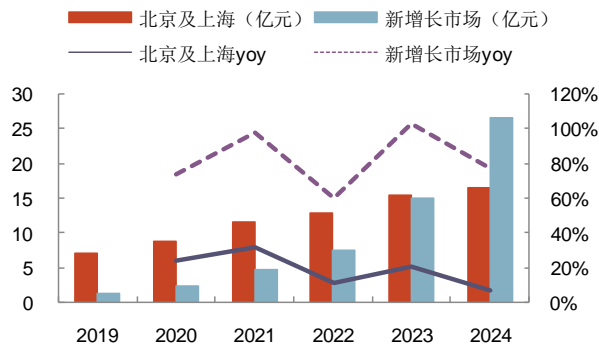
2020 年以来公司收入增速持续快于行业, 行业收入承压期间仍逆势增长。2019-2024 年公司营业总收入从 8.37 亿元提升至 43.14 亿元, 收入 CAGR 为 39%, 远高于行业平均水平。分市场来看, 达势股份的增长主要来自新增长市场 (北京及上海以外的地区), 2019-2024 年北京及上海/新增长市场的收入 CAGR 分别为 19%/82%。24 年北京、上海餐饮行业收入分别同比 -4.9%/-5.4%, 在艰难的市场环境下, 达势股份在北京及上海地区收入仍实现正增长, 展现出较好的经营韧性。

图 4: 2019-2024 年公司营业总收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国家统计局, 光大证券研究所

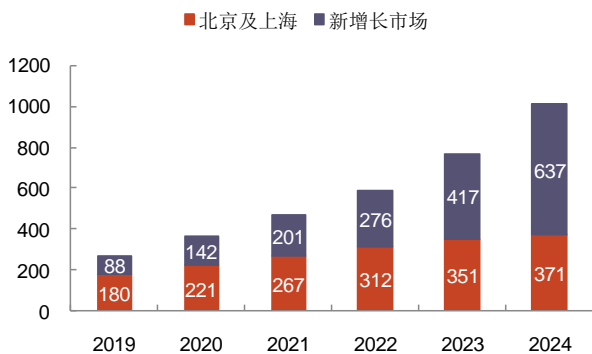
图 5: 2019-2024 年公司的分市场营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

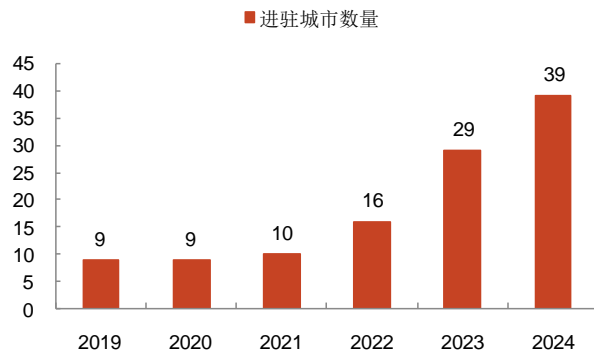
扛住市场环境压力, 逆势持续拓店。2019-2024 年, 公司门店数从 268 家上升至 1008 家, 达美乐持续扩店, 带来了较强的经营绩效, 达美乐覆盖城市已从 2019 年初的 9 个增长至 2024 年的 39 个城市。公司 2024 年净增 240 家门店, 2025-2026 年预计分别新开 300 和 350 家门店, 随着进一步进入下沉市场, 达美乐预计将持续提升品牌效应。

图 6: 2019-2024 年公司门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

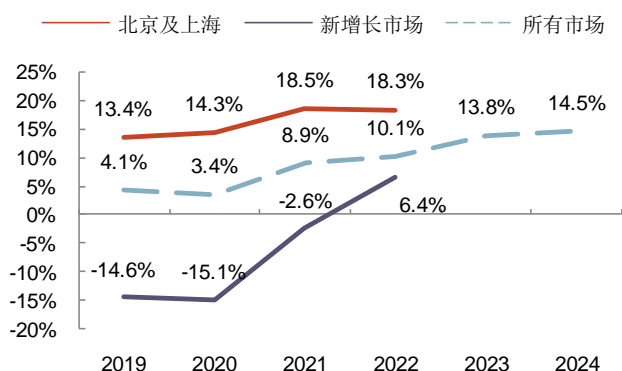
图 7: 2019-2024 年公司进驻城市数量 (个)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

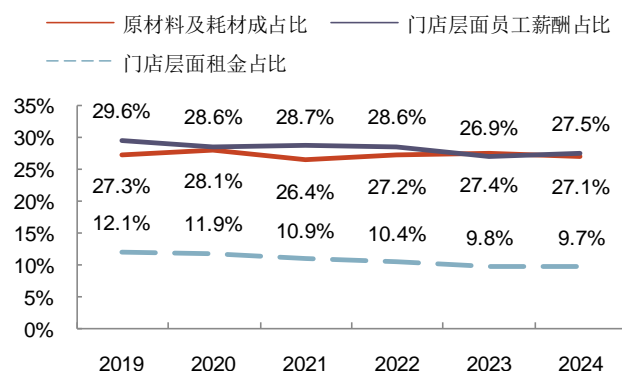
门店经营利润率逐步提升, 新增长市场门店快速扭亏。从门店层面来看, 达美乐的餐厅经营利润率逐年上升, 由 2019 年的 4.1% 上升至 2024 年的 14.5%。分拆来看, 主要系新增长市场的快速扭亏为盈, 相较于北京和上海, 新增长市场的租金成本较低, 以及随着公司品牌知名度的提升, 租赁谈判中的议价能力也在增强, 2024 年门店层面的租金占比为 9.7%, 相较于 2019 年的 12.1% 下降 2.4pct。随着门店扩张加快, 公司规模效应体现明显, 品牌知名度提升带来较大利润空间。预期未来随着门店数量的进一步扩展, 租金等成本压力减缓, 门店经营利润率有进一步提升空间。

图 8: 2019-2024 年公司的门店经营利润率情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所; 注: 公司未披露 2023 年及 2024 年的分市场数据

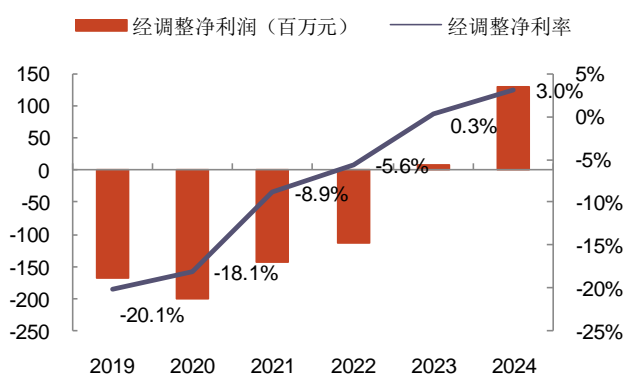
图 9: 2019-2024 年门店层面三大成本费用率情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

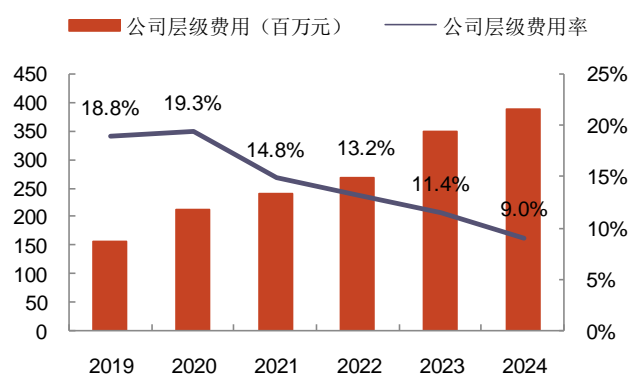
经营杠杆逐步体现, 23 年扭亏后 24 年经调整净利润持续超预期。随着门店经营利润率的逐步改善, 以及规模效应下总部运营成本占比的逐步降低, 公司经调整净利润于 2023 年首次扭亏为盈, 并于 24 年进一步提升, 经调整净利率达到 3.0%。

图 10: 2019-2024 年公司经调整净利润及其经调整净利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 11: 2019-2024 年公司层级开支及其占收入比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 (注: 公司层级开支中一半以上为员工现金薪酬开支)

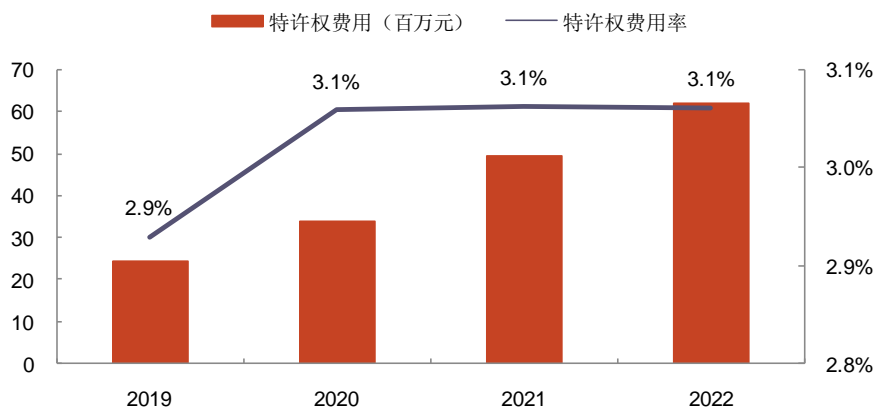
达势股份与达美乐品牌方签订特许经营协议, 以在中国区域运营达美乐连锁餐厅, 为此公司需要支付一定的特许经营相关费用 (计入门店经营及维护开支中), 总体来看特许权费用率约为 3%, 与百胜中国相当。根据该特许经营协议, 主要支付条款包括:

- 1) 一次性总特许经营费:** 已全额支付, 且在协议剩余期限及两个 10 年续期期间无需支付额外费用。
- 2) 门店特许经营费:** 每家新店开设时支付的一次性固定费用, 最高 10,000 美元。若有分特许经营商, 对其门店也收取同样费用。如果总特许经营商向分特许经营商收取超过 25,000 美元的开店费, 总特许经营商和特许权授予人各获得一半超额费用。
- 3) 特许权使用费:** 门店月销售额的 3%。若有分特许经营商, 按同比率收取。如总特许经营商向分特许经营商收取超过 7% 的特许权使用费, 总特许经营商和特许权授予人各获一半超额费用。只有分特许经营商支付超过 7% 的部分算作超额费用。

根据总特许经营软件许可协议，总特许经营商需向 DPD (Domino's Pizza LLC 的附属公司) 支付的费用包括：

- 1) **软件许可费**：为中国区每家门店安装软件的一次性固定费用，最高额度 4,000 美元。
- 2) **年度升级费**：从软件安装之日起 12 个月后，以及每个安装周年日，每家门店需支付的固定费用，最高 1,000 美元。

图 12：特许权费及其占收入比



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：2023 年之后未单独披露特许权费用）

2、西式快餐增长空间广阔，产业链协同效应显著

2.1 市场规模：中国比萨行业成长提速，外送市场规模超越堂食

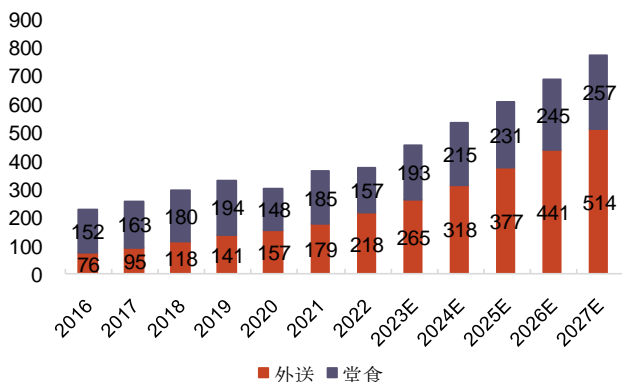
中国比萨行业快速增长，增长潜力大。近年来随着中国城市化水平提高、中国消费者可支配收入增加以及消费者（尤其是中国年轻一代消费者）对西餐接受程度不断提高，中国比萨市场呈现较快增长趋势。

根据弗若斯特沙利文报告，**1) 按总规模来看**，2016-2022 年中国比萨餐厅市场规模以 8.6% 的复合增速持续增长，2022 年中国比萨餐厅市场规模达到 375 亿元。

2) 分外送和堂食来看，外送市场快速增长，2022 年中国比萨外送市场规模已超过堂食市场规模。2016-2019 年，中国比萨外送市场规模以 22.9% 的复合增速从 76 亿元增至 141 亿元。2020 年受疫情影响，中国比萨餐厅市场整体收缩，但比萨外送市场规模仍增至 157 亿元。

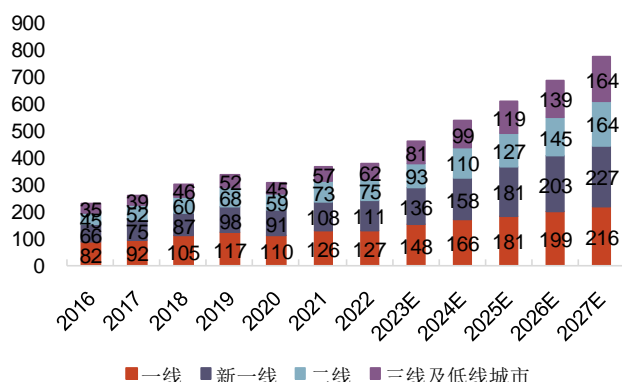
3) 按城市等级来看，中国比萨餐厅市场集中在一线&新一线城市，低线城市正在迅速赶上。2022 年中国一线与新一线城市共贡献了比萨餐厅市场 63.5% 的收入。二线、三线及以下级别的城市实现了更快的增长，其年复合增长率将超过一线和新一线城市。

图 13: 2016-2027 年中国比萨餐厅市场规模 (按外送和堂食划分, 亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文预测, 达势股份招股说明书, 光大证券研究所

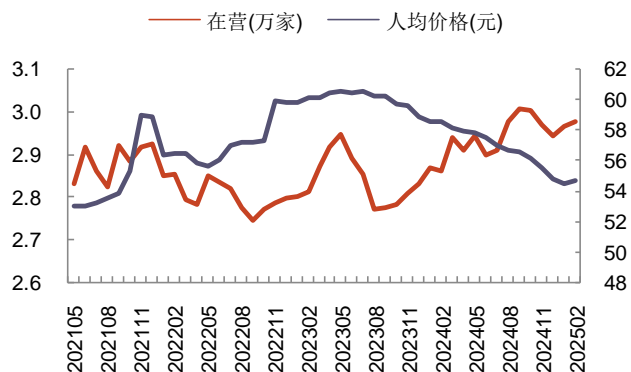
图 14: 2016-2027 年中国比萨餐厅市场规模 (按城市等级划分, 亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文预测, 达势股份招股说明书, 光大证券研究所

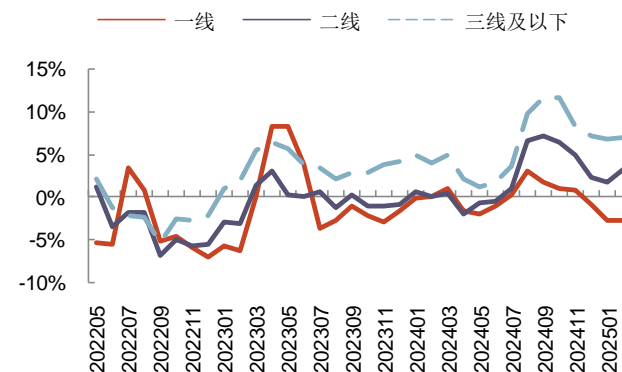
门店扩张提速, 品牌角逐下沉市场。23 年 9 月以来, 全国比萨门店数量持续增长, 截至 25 年 2 月, 全国约有 2.98 万家比萨门店, 较 23 年 8 月增加 0.20 万家。从新增门店的城市分布来看, 主要来自三线及以下市场, 23 年 9 月以来三线及以下市场门店增速持续快于一二线城市。客单价方面, 受消费力下滑以及门店下沉影响, 23 年 9 月以来全国比萨平均人均价格持续下降, 25 年 2 月止跌回升。

图 15: 2023 年 9 月以来, 全国比萨门店数呈上升趋势



资料来源: 久谦中台, 光大证券研究所 注: 数据截至 2025.2

图 16: 比萨品牌持续进行门店下沉

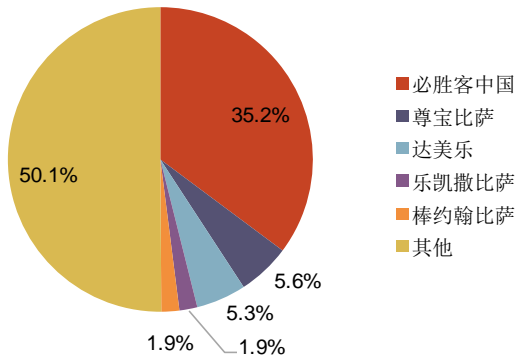


资料来源: 久谦中台, 光大证券研究所 注: 数据截至 2025.2, 图中数据为各线城市门店数量单月同比增速

2.2 竞争格局: 中国比萨市场集中度高, 达美乐位列前三

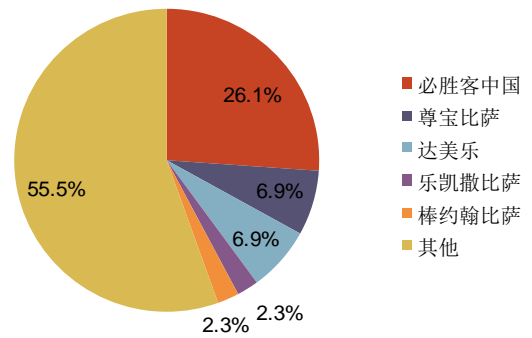
中国的比萨市场呈现出较高的集中度, 达美乐位列前三。根据弗若斯特沙利文数据, **1) 按总市场规模来看**, 2022 年市场上前五名公司的市场份额合计为 49.9%, 其中达美乐排名第三, 市场份额达 5.30%。 **2) 按外送规模来看**, 2022 年市场上前五名公司的市场份额合计为 44.5%, 其中达美乐排名第三, 市场份额达 6.9%。

图 17: 2022 年中国披萨市场企业市场份额 (按总市场规模计算)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 达势股份招股说明书, 光大证券研究所

图 18: 2022 年中国披萨市场企业市场份额 (按外送规模计算)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 达势股份招股说明书, 光大证券研究所

比萨新兴品牌有望凭借产品创新实现突破。中国比萨市场的前五大企业中, 必胜客以家庭聚餐为主打, 依托广泛的门店网络和优质环境吸引消费者。而新兴比萨品牌, 如尊宝、乐凯撒和达美乐, 通过高性价比、创新产品 (如榴莲比萨、照烧风味比萨) 和外送服务来竞争。从消费者推荐菜品看, 必胜客的热门菜品多样, 而其他品牌以比萨为主。

表 2: 中国比萨行业品牌介绍 (截至 2025 年 3 月 10 日)

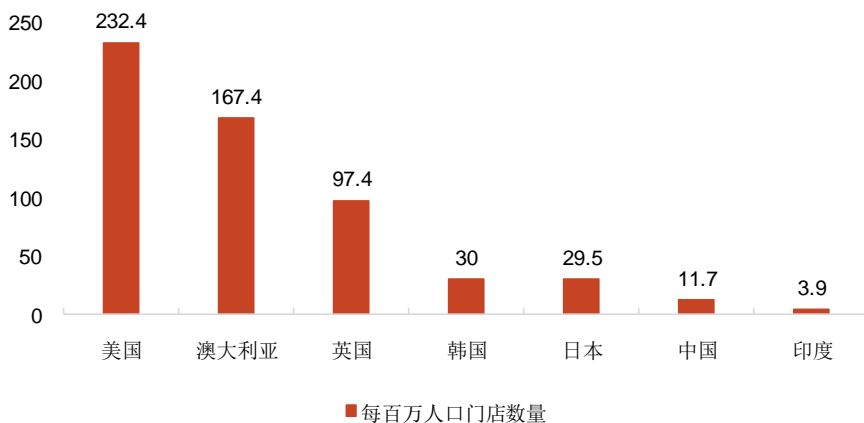
| | 必胜客 | 尊宝比萨 | 达美乐 | 乐凯撒 | 棒约翰 |
|-----------|--|--|---|--|--|
| 品牌 | | | | | |
| 中国首店时间 | 1997 | 1998 | 1997 | 2009 | 2003 |
| 客单价 (元) | 58.11 | 32.6 | 57.77 | 61.5 | 58.15 |
| 门店数 (家) | 3805 | 2949 | 1010 | 150 | 301 |
| 覆盖省份 | 34 | 30 | 15 | 3 | 18 |
| 覆盖城市 | 332 | 259 | 44 | 10 | 33 |
| 口碑评分 | 82.82 | 81.02 | 84.5 | 88.52 | 80.24 |
| 城市分布 | 一线 17.69% 新一线 29.85% 二线 22.55% 三线 16.16% 三线以下 13.74% | 一线 24.38% 新一线 22.77% 二线 15.92% 三线 17.88% 三线以下 19.04% | 一线 46.98% 新一线 36.47% 二线 14.53% 三线 2.01% 三线以下 0% | 一线 83.33% 新一线 8% 二线 7.33% 三线 1.33% 三线以下 0% | 一线 51.16% 新一线 32.56% 二线 12.29% 三线 2.33% 三线以下 1.66% |
| 选址分布 | 商场 50.09% 乡镇 6.73% 交通枢纽 0.08% 学校 0.89% | 商场 8.53% 乡镇 18.32% 交通枢纽 0.24% 学校 1.92% | 商场 29.34% 乡镇 3.49% 交通枢纽 0.18% 学校 0.54% | 商场 67.33% 乡镇 0.67% 交通枢纽 0% 学校 0.67% | 商场 51.83% 乡镇 2.99% 交通枢纽 0.33% 学校 0.66% |
| 消费者推荐菜品前三 | 经典意式肉酱面 香草凤尾虾 意面 | 苏丹王黄金果肉榴莲比萨 榴莲比萨 新奥尔良烤鸡肉比萨 | 美国风情土豆培根比萨 照烧风味牛肉土豆比萨 果肉榴莲比萨 | 金枕榴莲比萨 爆果肉榴莲比萨 牛油果霜 | 榴莲芝士条 超传统超级棒约翰 BBQ 鸡翅 |
| 门店环境 | | | | | |

资料来源: 各公司官网, 窄门餐眼, 光大证券研究所 注: 门店数统计含港澳台地区

2.3 对标海外：比萨行业渗透率仍有较大提升空间

对标海外，我国比萨行业渗透率较低。尽管我国比萨行业近年来发展迅速，但与国际市场相比，还有广阔的增长空间。根据弗若斯特沙利文数据，从比萨餐厅的渗透率来看，2022年我国每百万人拥有的比萨餐厅数量为11.7家，美国、澳大利亚、英国的相应数字则分别为232.4家、167.4家和97.4家。由此可见，我国比萨市场的发展相对滞后，但考虑到我国和日韩饮食习惯接近，比萨餐厅（作为西餐厅的一部分）未来有可能获得持续发展，有望接近日韩比萨门店密度。

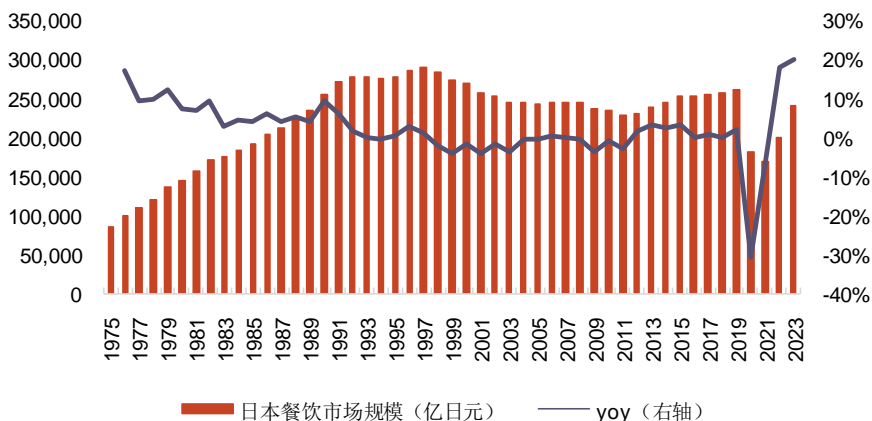
图 19：2022 年各国每百万人口比萨门店数量



资料来源：弗若斯特沙利文，达势股份招股说明书，光大证券研究所

复盘日本比萨行业发展历程，本土化创新为驱动因素。日本的比萨行业经历了从奢侈品到日常美食的转变，二战后，比萨首次进入日本，1950年代的尼古拉和安东尼奥餐厅主要服务于外国人和富裕日本人，把比萨定位为奢侈食品。1970年代，法律改革使外资餐厅得以进入市场，使比萨在城市变得更加普及。然而，直到1970和1980年代，比萨在日本农村仍被视为异国食品。1990年代，随着意大利菜在日本的流行，意式手工比萨开始受到欢迎。正宗那不勒斯比萨协会（AVPN）进入日本后，进一步推广传统那不勒斯比萨。中国与日本有着相似的饮食文化，比萨作为舶来品在日本发展势头仍较好。在经济泡沫破灭后，日本餐饮行业市场规模在1997年左右便见顶，但日本比萨行业市场规模相对平稳且有所增长，从2009年的514亿日元增长到了2023年的578亿日元，我们认为这主要归功于比萨在日本的本土化创新。

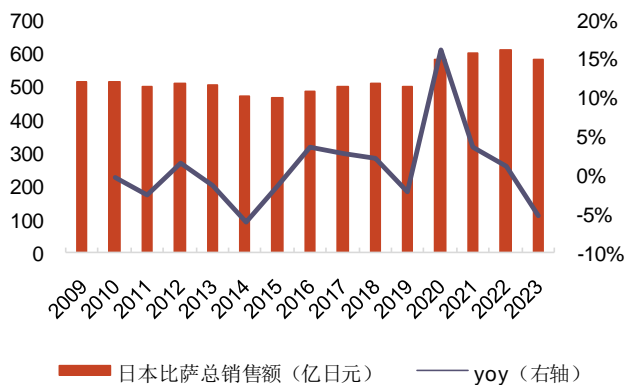
图 20：日本餐饮行业市场规模及其同比增速



资料来源：日本餐饮行业协会，光大证券研究所

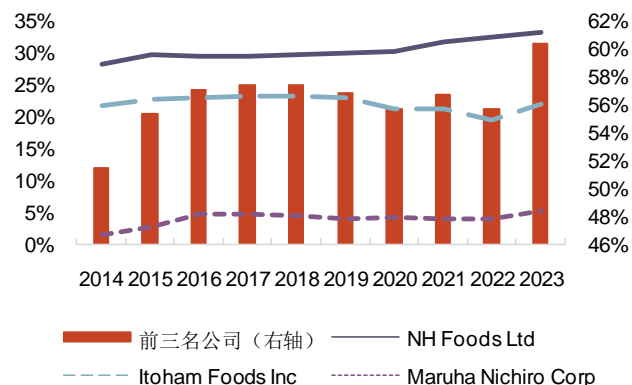
日本比萨业的特点是对当地口味和食材的适应，例如，加入玉米和芥末的达美乐比萨和加上白萝卜的玛格丽塔比萨。这种地方化不仅体现在配料上，也扩展到面团、形状和烹饪方法，创造了独特的日本比萨风格，如糯米比萨。此外，日本还发明了独特的比萨食用方式，例如户外“花园比萨风格”派对。这些创新体现了食物在不同文化环境中自然化、即兴创作和验证的过程。

图 21：日本比萨销售总额及其同比增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 22：日本比萨行业前三名公司市占率



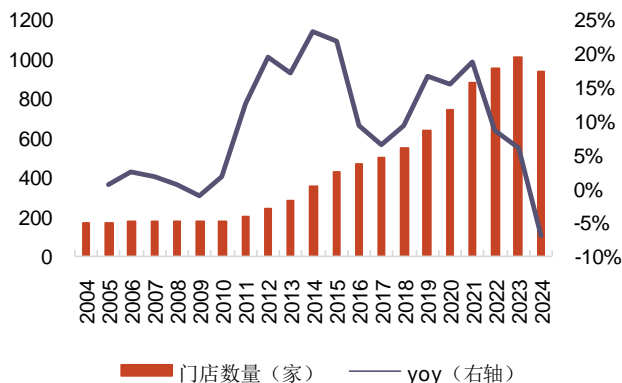
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

通过卓越的运营、品类的创新、性价比的提升以及先进的订餐系统，达美乐成功在日本市场占据重要地位，并继续朝着更广泛的扩张和增长目标迈进。

- **初入日本**：1985年9月30日，达美乐作为日本首个提供外卖服务的比萨连锁店开始运营。起初，日本甚至没有“意大利辣香肠”（pepperoni）这个词，但达美乐凭借其具有特色的三轮摩托车和独特的产品，如Quattro比萨，引领了市场。意大利辣香肠成为最受欢迎的配料之一。
- **2013年的重要收购**：2013年，达美乐比萨企业有限公司（Domino's Pizza Enterprises Ltd, ASX:DMP）2013年从贝恩资本手中购买了达美乐比萨日本75%的股份（2017年购买了剩余的股份）。此后，达美乐成为日本最大的比萨连锁店，加盟店成为其成功的重要组成部分。
- **迅速扩张**：在2013年，达美乐在日本拥有259家门店，而到了2020年，这一数字增加到了超过700家。这一快速增长得益于数字化的订餐和配送模式，尤其是疫情期间的需求激增。达美乐在日本的门店数量在短短12个月内新增超100家。2024年达美乐在日本门店数为943家。
- **未来目标**：达美乐的目标是在2030至2032年间将日本的门店数量增加到1500家。这一战略将使达美乐进入之前未进入的城市和城镇，并从根本上改变了对客户的服务方式，从菜单供应和定价到运营方式，均实现了创新。

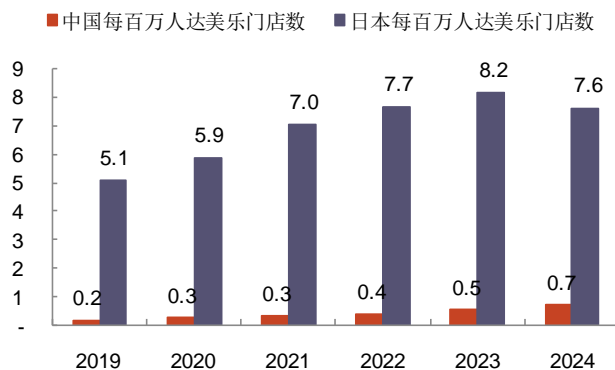
与日本的达美乐相比，中国的达美乐门店密度仍有较大的提升空间。

图 23: 2004-2024 年达美乐在日本的门店数及其同比增速



资料来源: 达美乐公司公告, 光大证券研究所

图 24: 日本及中国每百万人口达美乐比萨门店数量 (家)



资料来源: 达美乐公司公告, 达势股份公司公告, 国家统计局, 日本统计局, 光大证券研究所

3、“4D”模型助力公司重振雄风

3.1 “Delicious”：美味+超值，定制化产品丰富选择

达美乐产品性价比较高，比萨产品矩阵丰富。按价格分，产品分为三个层次——入门级、经典系列和尊享系列。从定价来看，物超所值系列/经典风味系列/甄选尊享系列 9 寸比萨定价在 28-49 元/59 元/69-88 元，周二-周三会员日 7 折价为 20-34 元/41 元/48-62 元。按口味分，达美乐比萨分为美国经典口味、全球市场创新口味、亚太创新口味、本土化创新口味，整体产品矩阵较为丰富。同时，达美乐比萨有一系列客制化服务，可以对饼底、基础配料等进行定制，为消费者提供了多元选择。

表 3: 热门比萨价格对比 (无折扣)

| 菜品 价格 (元) | 夏威夷比萨 (9 寸) | 腊肠比萨 (9 寸) | 多重芝士比萨 (9 寸) | 果肉榴莲比萨 (9 寸) | 意式肉酱比萨 (9 寸) |
|--------------|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 达美乐 | 46 | 59 | 59 | 69 | 39 |
| 必胜客 | 59 | 49 | 39 | 59 | 39 |
| 棒约翰中国 | 49 | 49 | 39 | 89 | 39 |
| 尊宝比萨 | 78 (10 寸) | 78 (10 寸) | — | 108 (10 寸) | — |

资料来源: 各品牌小程序, 光大证券研究所

配料选择丰富度高，小食产品增加消费者选择。1) 配料方面：达美乐为消费者提供了独特的定制化服务，在业内首度推出卷边比萨，提供芝士、香肠、红薯泥等多种选项，公司发明了双层饼底，属于行业内首创，消费者可以填充比萨饼边，相关定制服务仅需 19 元，物美价廉。相关定制服务受到消费者欢迎，1/2 的顾客选择加购卷边饼底。2) 小食方面：达美乐各类小食品种丰富，每次完成订单后，会以抽奖的形式随机给顾客发放小食饮料券，增强用户粘性。

图 25: 达美乐比萨拥有多款饼底



资料来源: 达美乐小程序, 光大证券研究所

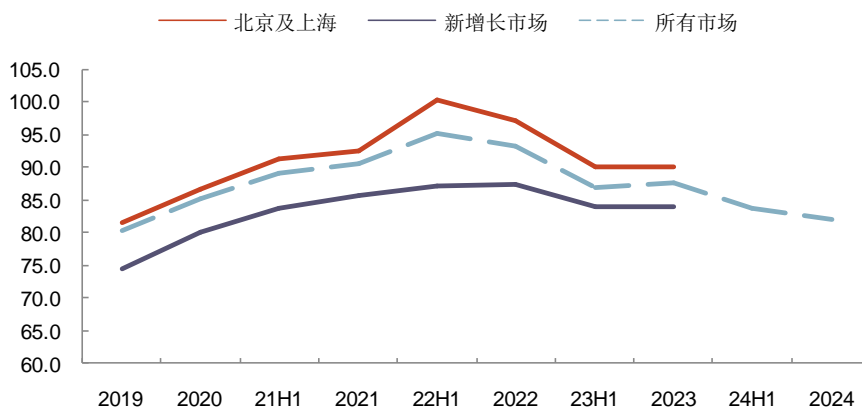
图 26: 订单完成后随机抽取小食



资料来源: 达美乐小程序, 光大证券研究所

2019 年至今客单价呈现先升后降趋势。2019-2022H1, 在配料和小食的带动下, 达美乐每笔订单平均销售金额从 80.4 元提升至 95.1 元, 其中 22H1 北京及上海每笔订单平均销售金额明显提升主要系上海在疫情期间的团购活动带动; 2019-2022H1, 北京及上海市场每笔订单平均销售金额从 81.6 元提升至 100.3 元, 新增长市场每笔平均订单销售金额则从 74.5 元提升至 87.2 元。23 年以来由于新市场未开放外送 (外送相较于堂食和外带每笔订单平均销售金额更低), 每笔订单平均销售金额有所下降。

图 27: 2019-2024 年达势股份每笔订单平均销售金额变化情况 (元)



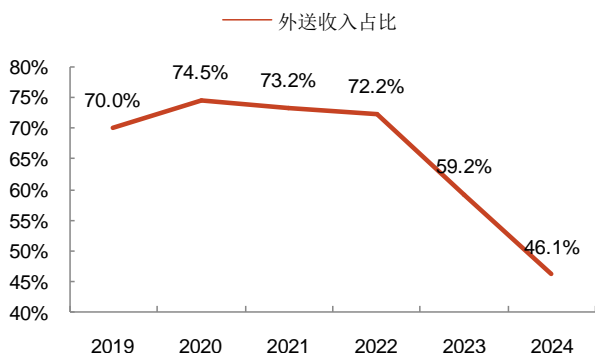
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所; 注: 24 年公司未披露细分市场数据

3.2 “Delivery”：三十分钟必达，极致配送效率成制胜关键

比萨外送市场高度集中, 疫情助力公司快速占领市场。中国的比萨外送市场较为集中, 2022 年前 5 大参与者占比萨外送市场规模的 44.5%, 其中达美乐位居市场第三, 占比 6.90%。2019-2024 年达美乐外卖业务占比分别为 70.0%/74.5%/73.2%/72.2%/59.2%/46.1%。受疫情影响, 2021-2022 年外送业务收入占比迅速提升, 之后逐步下降, 疫情助力达美乐快速占领比萨外送市场。2023 年以来新增长市场由于较火爆的用餐需求, 公司暂停配送服务, 导致外送服务收入占比降低。

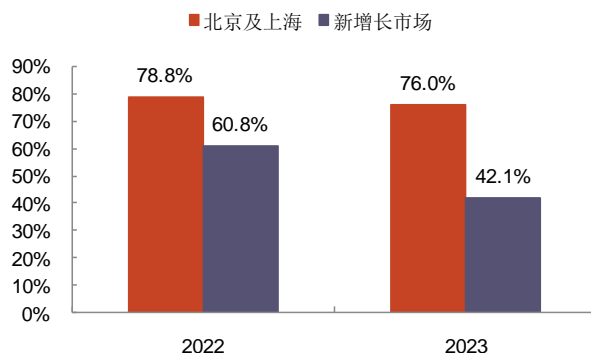
公司是中国唯一一家在所有销售渠道提供 30 分钟必达承诺的比萨公司。从过往经验看,公司约 90%的外送订单完成送达承诺,平均订单完成时间约为 23 分钟。

图 28: 达势股份外送业务比例变化



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

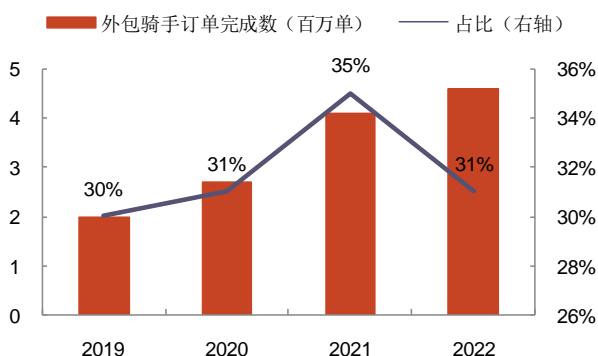
图 29: 2022-2023 年达势股份分市场外送比例



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 (注: 2024 年末分别披露)

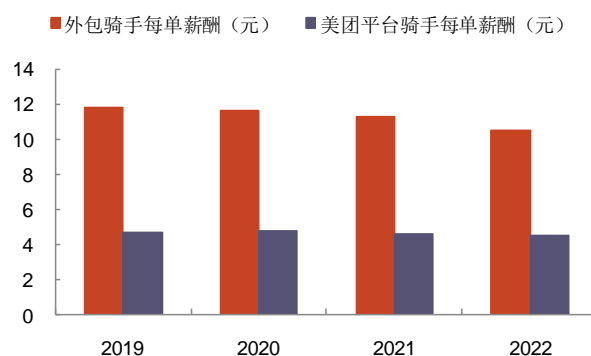
专业化骑手团队管理。达美乐主要采用自身专业化骑手团队,由门店员工兼任配送骑手,其中外包骑手订单完成数占比维持在 30%左右。人员招聘方面,达美乐的外包骑手并非美团、饿了么的骑手团队,而是顺丰同城等快递团队,重视使用统一制服传递公司价值观。同时,30 分钟必达服务重视激励,其外包骑手薪酬高于美团平台同期骑手薪酬。

图 30: 达势股份外包骑手订单数及占外送订单数比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 31: 达势股份外包骑手及美团平台骑手平均每单薪酬



资料来源: 公司公告, 美团公司公告, 光大证券研究所

3.3 “Digital”：数字化提升运营效率

门店运营数字化：云业务助力排班管理,配送过程全程可追溯。2020 年,达美乐与 U-CLOUD 联合,推出外卖云服务,通过 GPS 定位将比萨配送全流程上云,从准备、烘烤、质检、配送到送达的每个环节,消费者都可通过云服务追溯实时状态。智能派单系统和排班系统有效助力公司实现“30 分钟必达”和精简骑手团队数量。达美乐还利用数字化企业资源规划系统 (ERP) 确保中央厨房对门店订单量变化保持高度敏感。

图 32: 达势股份实时追踪配送情况



资料来源: UCLLOUD 官网, 光大证券研究所

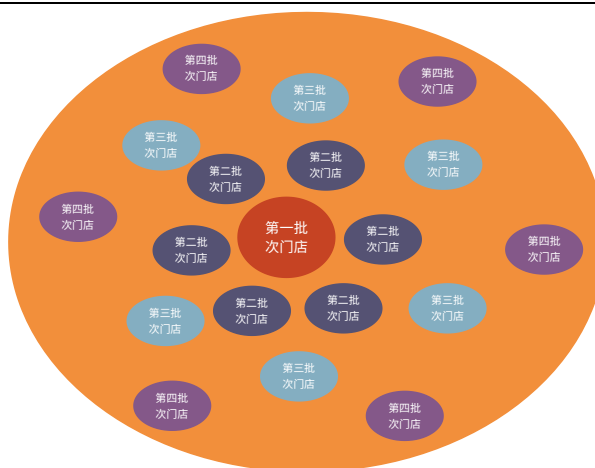
采购数字化: 公司采用采购需求滚动式预测。这些预测通过分析过往销售数据及日后需求预测进行计算。公司再使用回归分析确定于特定期间所需采购的特定食品或非食品用品的数量以补充库存储备。

仓库管理数字化: 公司的仓库管理系统使公司通过中央厨房及其他储存地点规划、组织、安置员工及控制材料的运输。公司通过声控拣货, 以提高分拣及库存的准确性以及仓库的生产力及效率。

3.4 “Development”：“洋葱圈”理论助力高效扩店，“千店计划”雄心勃勃

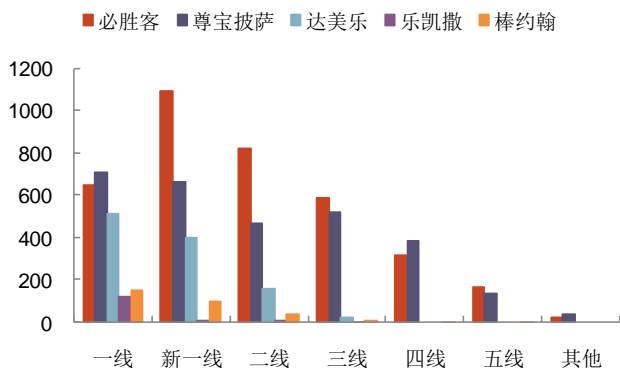
“洋葱圈”理论助力公司快速扩店, 下沉市场回收期更短。开设门店时, 达美乐采用“洋葱圈”理论, 第一批次的门店会开在 CBD 或人流量较大的商场, 第二批次的门店开在配备了一定设施的办公楼、学校、医院及高端住宅区, 第三批门店会放在距离更远的住宅区, 第四批次门店会放在更偏远的地区, 目前只在北京、上海有第四批次的门店。层次分明的门店结构助力高效扩店。门店前期需投入 150 万元左右, 下沉市场投资回收期平均为 12 个月, 投资回收效率快于全国平均。

图 33: 达势股份“洋葱圈”理论示意图



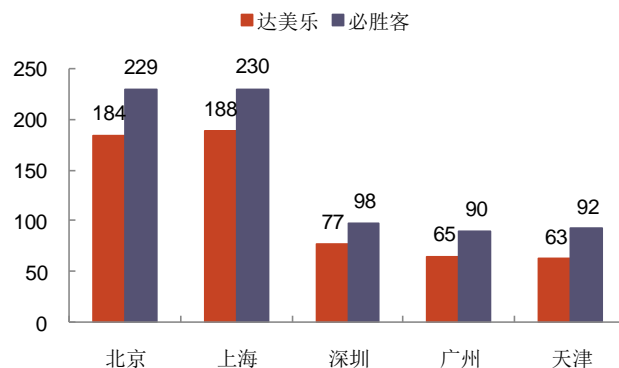
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 35: 中国比萨五大品牌的开店数量 (按城市等级划分, 家)



资料来源: 窄门餐眼, 光大证券研究所
注: 未包含港澳台地区门店, 时间截至 2025.3.10

图 36: 必胜客和达美乐的门店分布数量对比 (家)

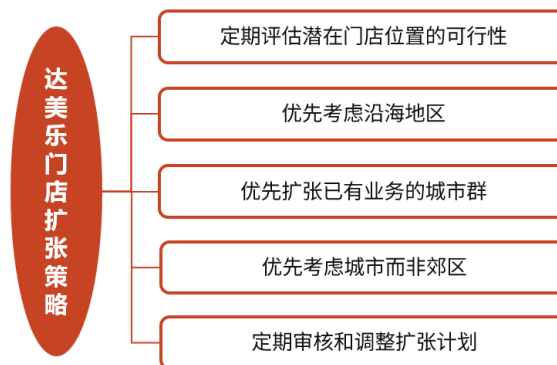


资料来源: 窄门餐眼, 光大证券研究所
注: 时间截至 2025.3.10

新增长市场提供更强增长动力。就地理位置而言, 公司将通过不断扩大地理覆盖范围, 深化对现有市场的渗透, 并扩大业务至新市场。公司已于 2024 年开设 240 家新店, 2025-2026 年预计分别新开 300 和 350 家门店。大部分门店将布局在更富有增长潜力的一线、新一线和二线城市。

沿海地区和已有业务的城市作为扩张重点。公司定期评估潜在位置的可行性, 考虑诸多因素如地区经济情况、人口规模、竞争格局等, 通常偏向选择中国沿海地区和已有业务的城市作为扩张重点, 特别关注城市地区而非郊区。此外, 公司进行可行性研究以提前了解新店的市場潜力和财务前景, 并定期审核和调整扩张计划, 以确保餐厅的成功开设。

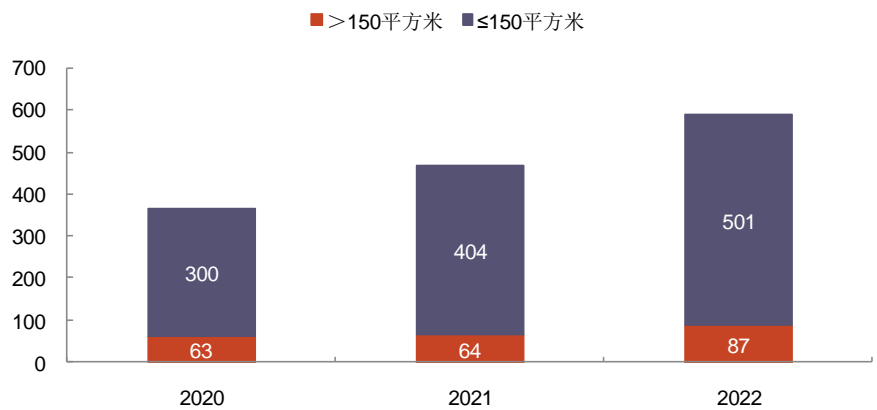
图 37: 达势股份门店扩张策略



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

门店特点: 侧重小型门店, 外送为主, 选址灵活。达美乐虽然所有门店均可堂食, 但主要以外送为核心, 采用小型门店来优化布局, 降低租金成本。达美乐门店面积大多为 150 平方米以下, 2022 年平均座位数为 28 个, 门店的面积和布局会根据所在地区的商业情况而有所不同。门店设有外送取货区域和取餐箱, 提高了订单提取的便利性, 减少了店内拥挤情况。特别是在高线城市, 外卖需求日益增长, 潜在的门店数量有较大的增长空间。这种小型门店和外卖优化的模式有助于提高效率 and 满足消费者对便捷外卖选项的需求。

图 38: 按面积划分的门店数量 (家)



资料来源: 达势股份招股说明书, 光大证券研究所

达美乐在非一线城市表现出较好的增长力。达美乐在宁波、济南、青岛等城市, 首店开业无一例外地掀起排队盛况, 展示了达美乐强大的品牌形象和扩张能力。在青岛、温州等城市, 一些门店由于生意异常火爆, 堂食和自提订单已经完全占满整个门店的运营能力, 所以餐厅不得不自主停止外送服务, 主要以堂食和自提为主。

图 39: 新增长市场首店开店情况



资料来源: 微信公众号, 小红书, 公司公告, 光大证券研究所

达美乐中国首店的高成功率, 我们认为除了“首店效应”外, 主要归功于有效的市场推广、品牌力的提升。

➤ 有效的市场推广:

- ✧ 从推广方式来看: 1) 线下: 达美乐采取传统方式, 例如在地铁内投放广告、在商场入口处张贴海报及在住宅区的电梯内投放广告等。2) 线上: 在饿了么、美团等平台设置滚动广告横幅, 以及与银行合作提供代金券等优惠活动。
- ✧ 具体策略看: 包括通过海报营造达美乐国际化品牌形象, 提高品牌知名度; 提供较大的优惠, 抓住消费者不愿错过“薅羊毛”机会的心理。

- 品牌力的提升：
 - ◇ 强大品牌力：达美乐比萨是全球人气比萨品牌，2023 年达美乐在全球 90 多个国家和地区拥有超过 2 万家门店。在国内一线城市，达美乐以扎实经营积累口碑多年，通过口碑效应，让达美乐在二线以下市场快速赢得消费者喜爱。
 - ◇ 口碑营销增强影响力：达美乐在中国社交媒体上的影响力主要源于自然发展的口碑宣传，而非代言人或大规模广告投放。例如，小红书上达美乐粉丝自称“达门”，自发宣传达美乐相关内容。

4.2 伴随非一线城市扩张，达美乐门店利润率改善空间大

门店采用高度标准化的模型，可复制性强。公司不仅在门店设计上实行标准化，还通过灵活的团队配置和精心设计的门店布局，优化了门店模型。这种做法旨在实现产品的高性价比，同时确保了门店模型的稳健盈利能力。

- ◆ **标准化门店规模及布局：**公司采取以外送服务为主，辅以中央厨房的供应链支撑的经营策略，致力于维持门店的小规模。门店平均面积约 130 平方米，其中厨房占据约一半的空间，提供 20-30 个座位。为了优化外卖和自取服务，门店特别设立了专用区域，方便骑手和顾客快速领取订单，简化了取货流程。此外，门店采用达美乐的蓝红标志色，创造年轻、温馨环境，统一风格提升品牌知名度。
- ◆ **标准化员工团队：**公司通过灵活配置门店员工来提升运营效率。每个门店大约有 5 名全职和 20-30 名兼职员工，涵盖管理人员、店内服务员和骑手。团队结构灵活，员工可根据需求变换角色。
- ◆ **回本周期较短：**达美乐单店平均投资成本 150 万（包括新店设计、翻新及装修，厨房设备及空调采购及安装，计算机及相关 IT 软件采购），门店现金投资回本周期约为 2.5-3 年，新城市回收期 12 个月，北京、上海新店回收期 33 个月左右。

图 40：达美乐比萨门店的标准店面及用餐区



资料来源：公司微信公众号，光大证券研究所

图 41：达美乐门店标准化厨房



资料来源：公司微信公众号，光大证券研究所

表 4: 达势股份与必胜客单店经营模型对比

| | 达美乐 | 必胜客 |
|-------------|---------|---------|
| 面积 | 125 平方米 | 300 平方米 |
| Capex | 150 万元 | 140 万元 |
| 回收周期 | 2.5-3 年 | 2-3 年 |
| 客单价 ASP | 57.62 元 | 58.11 元 |
| 2023 年单店年收入 | 424 万元 | 350 万元 |
| 员工人数 (人) | 25-35 | / |

资料来源: 达势股份公司公告, 百胜中国公司公告, 窄门餐眼, 微信公众号, 光大证券研究所 注: 客单价时间为 2025.4.3

比较单店模型, 达势股份的成本优化持续进行, 其盈利能力已经超越了必胜客。然而, 与肯德基成熟的西式餐饮店模型相比, 达势股份仍有进步和提升的空间。

- ◆ **成本结构:** 从门店层面来看, 达美乐和必胜客员工费用占比相近, 且从配送成本分析来看, 外送并没有占用过多的人力成本。
- ◆ **餐厅利润率:** 随着成本结构优化, 达美乐 24 年门店经营利润率升至 14.5%, 超过必胜客的 12.0%, 但仍低于肯德基。达美乐需依靠高覆盖率和订单提升盈利, 因人工成本较高, 需通过高订单量分摊成本。随着非一线城市发展和品牌势能释放, 订单量提升后, 达势股份门店利润率有进一步增长空间。
- ◆ **回本周期:** 达美乐门店现金投资回本周期约为 2.5-3 年, 接近必胜客, 而肯德基约 2 年。达美乐进驻部分新城回收期仅 12 个月, 优于肯德基。

表 5: 达势股份、必胜客、肯德基单店模型财务对比

| | 达势股份 | | | 必胜客 | | | 肯德基 | | |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| 原材料及消耗品成本占比 | 27.2% | 27.4% | 27.1% | 31.6% | 31.3% | 32.7% | 31.0% | 31.0% | 31.6% |
| 人工成本占比 | 28.6% | 26.9% | 27.5% | 29.5% | 29.3% | 28.3% | 25.2% | 25.3% | 25.6% |
| 租金及其他开支占比 | 34.0% | 31.9% | 30.9% | 29.8% | 27.6% | 27.0% | 28.0% | 26.0% | 25.9% |
| 其中: 租金 | 10.4% | 9.8% | 9.7% | 9.5% | 8.9% | 8.8% | 9.5% | 8.9% | 8.8% |
| 其中: 折旧和摊销 | 5.7% | 5.1% | 4.8% | 5.6% | 4.2% | 4.2% | 6.5% | 3.9% | 4.0% |
| 其中: 广告及推广费用 | 5.5% | 5.2% | 5.0% | 3.8% | 3.6% | 3.2% | 3.8% | 3.6% | 3.2% |
| 其中: 其他运营成本 | 12.4% | 11.8% | 11.4% | 11.0% | 10.9% | 10.7% | 8.3% | 9.6% | 9.8% |
| 餐厅经营利润率 | 10.1% | 13.8% | 14.5% | 9.2% | 11.8% | 12.0% | 15.7% | 17.7% | 16.9% |
| 投资回收期 | 2.5-3 年 | | | 2-3 年 | | | 2 年 | | |

资料来源: 达势股份公司公告, 百胜中国公司公告, 光大证券研究所
注: 汇率按 1USD=7.1520CNY 计算

表 6: 达美乐配送成本分析

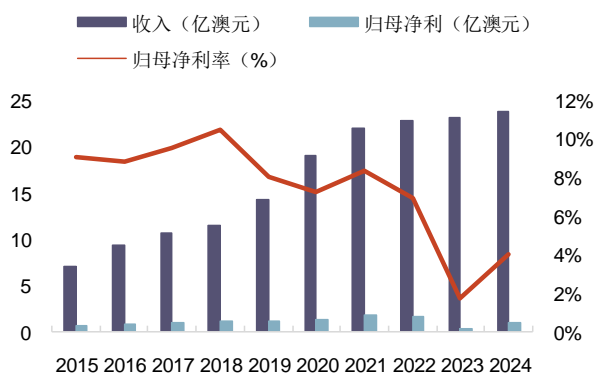
| | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------|-------|-------|-------|
| 外包骑手薪酬 (百万元) | 31.4 | 46.3 | 48.6 |
| 外包骑手完成订单数 (百万笔) | 2.7 | 4.1 | 4.6 |
| 外包骑手每单薪酬 (元/单) | 11.6 | 11.3 | 10.6 |
| 兼职门店员工 (人) | 6895 | 9271 | 10616 |
| 兼职门店员工薪酬 (百万元) | 133.4 | 197.7 | 236.0 |
| 兼职员工人均薪酬 (万元) | 1.9 | 2.1 | 2.2 |

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

我们可以通过成熟地区的达美乐特许商的经营业绩来展望达势股份的未来,我们首先选择于澳大利亚上市的达美乐特许商(代号 ASX:DMP)作为参考,其门店遍布澳欧亚三大洲,是达美乐最大的特许商之一,2023 年旗下拥有 3782 家门店:

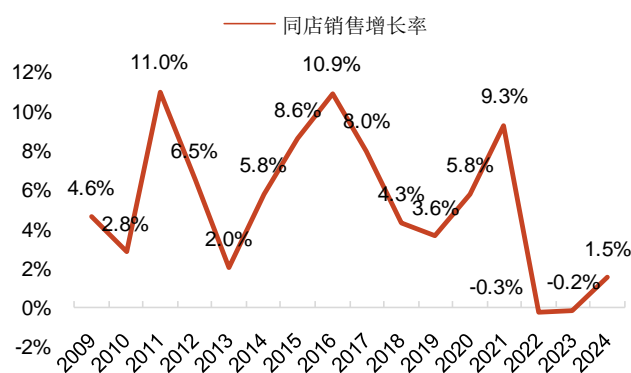
- ◆ **归母净利率:** 除 2023 年受俄乌战争影响导致食材成本上升外,其他年份, DMP 保持了良好的归母净利率水平, 2015-2024 年平均归母净利率达到 7.5%。
- ◆ **同店销售增长率:** DMP 展现了成熟门店的收入增长趋势。餐饮业通常因同质化竞争激烈和顾客忠诚度较低而难以在菜品单价上超越通胀。随着新餐饮品牌的不断涌现,老店也面临着客流被分流挑战。因此,在这一行业中,保持持续的同店销售增长极具挑战性。而除 2022-2023 年外, DMP 的同店销售均实现正增长,这既得益于达美乐的品牌影响力,也反映了 DMP 的出色经营能力。

图 42: 2015-2024 财年澳欧亚达美乐经营情况



资料来源: 澳欧亚达美乐公司公告, Bloomberg, 光大证券研究所
注: 澳欧亚达美乐公司财年为截至同一年 6 月最后一个周日或者 7 月第一个周日之前的 12 个月

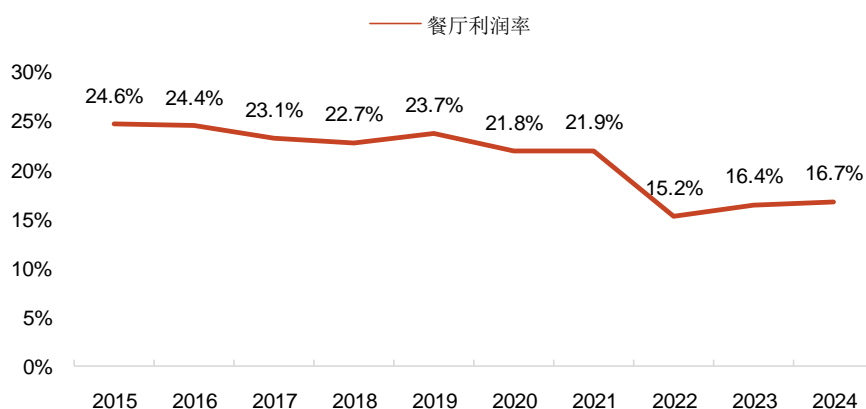
图 43: 2009-2024 财年澳欧亚达美乐同店销售增长率情况



资料来源: 澳欧亚达美乐公司公告, Bloomberg, 光大证券研究

再来看在美国本土经营的达美乐比萨 (DPZ.N), 其自营餐厅在 2020 年受到 COVID-19 疫情影响之前, 其门店利润率均稳定在 20% 以上。

图 44: 2015-2024 年美国达美乐自营餐厅利润率



资料来源: 达美乐公司公告, 光大证券研究所

近年来达势股份的门店利润率基本处于整体上升的趋势，原材料及耗材占比显著低于同行业公司平均水平且较为稳定，人工和租金及其他开支占比均呈现下降趋势。预计 2025-26 年公司门店经营利润率可进一步提升，新市场的门店经营利润率提升幅度有望高于整体市场。主要提升空间来自员工成本、租金成本、折旧摊销成本占比的下降：

1) **新店租金可控。**随着公司议价权的逐步提升，租金及其他开支占比有望进一步降低。

2) **随着销售额的上升，员工成本更加可控。**随着公司对员工薪酬的持续管理，并有效利用智能排班系统和派单系统，骑手配送效率将得到提升，以及规模效应下全职员工成本（固定成本）占比下降，门店层面人工成本占比有下降空间。

3) **折旧摊销成本占比下降。**随着门店数量的增加和营收的增长，规模效应下折旧摊销成本占比仍有望降低。

5、盈利预测和估值

5.1 关键假设及盈利预测

收入方面：公司 2023/2024 年实现收入 30.51/43.14 亿元，截至 24 年底共有 1008 家门店，较 23 年底净增加 240 家。公司在新增长市场处于快速扩店期，广大新一线城市和二线城市具有较为充足的潜在消费者，随着品牌势能的提升，预计门店数量将持续加速扩大。预计 2025-2027 年年净增加门店数分别为 300/350/450 家。

考虑到高基数和消费环境影响，预计 25-27 年同店销售额增速逐步放缓，预计分别为 1.5%/1.0%/0.5%。

我们预计 2025-2027 年达势股份的营业收入分别为 54.22/66.78/80.53 亿元，营业收入同比增速分别为 25.7%/23.2%/20.6%。

表 7：达势股份收入预测（百万元，家）

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总收入 | 3,051 | 4,314 | 5,422 | 6,678 | 8,053 |
| 增速 | 51.0% | 41.4% | 25.7% | 23.2% | 20.6% |
| 总门店数 | 768 | 1,008 | 1,308 | 1,658 | 2,108 |
| 净增加数 | 180 | 240 | 300 | 350 | 450 |
| 同店销售额 | 2,115 | 2,689 | 3,766 | 4,764 | 5,839 |
| 下一年同店可比口径 | 2,624 | 3,710 | 4,717 | 5,810 | 7,006 |
| 同店销售增速 | 9.0% | 2.5% | 1.5% | 1.0% | 0.5% |
| 同店餐厅数量 | 528 | 678 | 888 | 1,158 | 1,483 |
| 增加 | 115 | 150 | 210 | 270 | 325 |
| 单店销售额 | 4.0 | 4.0 | 4.2 | 4.1 | 3.9 |
| 新店销售额 | 936 | 1,625 | 1,656 | 1,913 | 2,215 |
| 新店销售额增速 | 95% | 74% | 2% | 16% | 16% |
| 新开店数量 | 240 | 330 | 420 | 500 | 625 |
| 增加 | 65 | 90 | 90 | 80 | 125 |
| 每间新店销售额 | 3.9 | 4.9 | 3.9 | 3.8 | 3.5 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：同店为至年末开业时间不少于 18 个月的达美乐比萨门店；符合同店定义的门店，其产生的销售额可用于计算同店销售增长，且有关销售额将与该门店于上一期间可比较日期产生的销售额进行比较。

成本及支出方面：

1) 原材料成本收入占比：2024 年公司原材料成本收入占比为 27.1%。公司推出大量种类的定制化产品，整体产品矩阵丰富程度仍在提升，对于原材料采购成本具有上升压力，但考虑到中央厨房建成后，随着采购量的增大，公司有望享受更高的食材折扣，综合来看，预计 2025-2027 年原材料收入占比基本稳定，预计保持在 27.1%。

2) 员工成本收入占比：2024 年公司员工成本收入占比为 35.0%，随着单店及整体收入规模的提升，门店全职员工和总部员工成本有望逐步摊薄，预计 2025-2027 年员工成本收入占比分别为 34.9%/34.8%/34.7%。

3) 租金相关成本收入占比：2024 年租金相关成本收入占比为 9.9%。随着门店数量增多，租金议价能力增强，我们预计 2025-2027 年租金相关开支收入占比逐渐降低，分别为 9.8%/9.7%/9.6%。

4) 其他资产的折旧摊销收入占比：主要为每家新店前期 150 万资本开支的折旧摊销。2024 年其他资产的折旧摊销收入占比为 6.1%。随着收入的增长，预计规模效应下 2025-2027 年其他资产的折旧摊销收入占比逐年递减，分别为 6.0%/5.9%/5.7%。

5) 广告及推广开支收入占比：2024 年广告及推广开支收入占比为 5.0%。未来随着门店数量增加，公司或投入部分费用用于全国性推广，相关费用将增加，预计 2025-2027 年广告及推广开支收入占比维持在 5.3%。

6) 水电开支收入占比：2024 年水电开支收入占比为 3.8%，预计 2025-2027 年该收入占比基本保持稳定，维持在 3.8%。

7) 门店经营及维修开支收入占比：2024 年门店经营及维修开支收入占比为 6.3%，预计 2025-2027 年该收入占比基本保持稳定，维持在 6.3%。

8) 其他开支收入占比：其他开支包括电信及信息技术相关开支、差旅相关开支、专业服务开支等，2024 年该收入占比为 3.2%，预计 2025-2027 年该收入占比基本保持稳定，维持在 3.2%。

表 8：主要成本及支出占收入的比重

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 材料成本占比 | 27.4% | 27.1% | 27.1% | 27.1% | 27.1% |
| 员工成本占比 | 38.6% | 35.0% | 34.9% | 34.8% | 34.7% |
| 租金相关开支占比 | 10.1% | 9.9% | 9.8% | 9.7% | 9.6% |
| 其他资产的折旧摊销占比 | 6.9% | 6.1% | 6.0% | 5.9% | 5.7% |
| 广告及推广开支 | 5.2% | 5.0% | 5.3% | 5.3% | 5.3% |
| 水电开支 | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% |
| 门店经营及维修开支 | 6.2% | 6.3% | 6.3% | 6.3% | 6.3% |
| 其他开支 | 4.3% | 3.2% | 3.2% | 3.2% | 3.2% |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

综合来看，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.26/1.99/2.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.96/1.52/2.19 元，当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 102X/64X/45X。

5.2 相对估值

我们认为，海底捞、九毛九、百胜中国、麦当劳作为餐饮可比上市公司，在业务构成、门店拓展方面具有一定可比性，因此选择这四家上市公司作为可比公司。2025-2027 年可比公司平均 PE 分别为 21x/19x/17x，达势股份正处于利润快速增长阶段，PE 估值比行业平均水平更高。参考可比公司 PEG 估值，2025-2027 年平均估值分别为 2.4x/2.2x/2.0x，达势股份 2025-2027 年 PEG 低于行业平均水平。达势股份正处于快速扩张和盈利修复阶段，在较弱的餐饮市场环境下仍逆势增长，未来 PEG 估值有望向行业均值靠拢。

表 9：餐饮行业主要上市公司 PE 估值表

| | 股价 (港元/ 美元) | EPS (元/美元) | | | | PE (倍) | | | | PEG (倍) | | | CAGR |
|--------------|----------------|------------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------|
| | | 4月3日 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | |
| 海底捞 6862.HK | 17.7 | 0.87 | 0.93 | 1.01 | 1.11 | 19 | 18 | 16 | 15 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 9% |
| 九毛九 9922.HK | 3.0 | 0.04 | 0.13 | 0.17 | 0.20 | 68 | 20 | 16 | 14 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 21% |
| 百胜中国 9987.HK | 416.0 | 2.34 | 2.56 | 2.78 | 3.00 | 23 | 21 | 19 | 18 | 2.5 | 2.3 | 2.1 | 8% |
| 麦当劳 MCD.N | 318.3 | 11.45 | 12.32 | 13.23 | 13.92 | 28 | 26 | 24 | 23 | 4.1 | 3.8 | 3.6 | 6% |
| 平均 | | | | | | 34 | 21 | 19 | 17 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | |
| 达势股份 1405.HK | 106.3 | 0.42 | 0.96 | 1.52 | 2.19 | 232 | 102 | 64 | 45 | 2.0 | 1.3 | 0.9 | 51% |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：可比公司 EPS 取自 wind 一致预期，达势股份盈利数据为光大证券研究所预测，海底捞、九毛九、达势股份 EPS 单位为元，百胜中国、麦当劳 EPS 单位为美元，海底捞、九毛九、百胜中国、达势股份股价单位为港元，麦当劳股价单位为美元，HKD/CNY=0.9227，USD/CNY=7.2897

5.3 绝对估值

我们采用绝对估值法对公司进行估值。根据以下假设，我们利用 FCFF 估值法，测算公司每股价值为 117.95 港元。

基于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：**考虑餐饮有较稳定的需求，假设长期增长率为 1.0%。
- 2、β 值选取：**采用申万三级行业分类-餐饮（港股）板块的历史平均 β（1.75）作为公司的近似 β。
- 3、无风险收益率：**采用十年期美国国债收益率（3.74%）作为无风险收益率；
- 4、税率：**我们预测公司未来税收政策相对稳定，假设公司未来税率为 25.00%。

表 10：绝对估值核心假设表

| 关键性假设 | 数值 |
|-------------|--------|
| 第二阶段年数 | 8 |
| 长期增长率 | 1.00% |
| 无风险利率 Rf | 3.74% |
| Rm-Rf | 5.00% |
| β(levered) | 1.75 |
| Ke(levered) | 12.49% |
| 税率 | 25.00% |
| Kd | 3.50% |
| Ve | 14,706 |
| Vd | 200 |
| 目标资本结构 | 1.34% |
| WACC | 12.36% |

资料来源：光大证券研究所预测

表 11: 现金流折现及估值表

| | 现金流折现值(百万元) | 价值百分比 |
|------------------|---------------|---------|
| 第一阶段 | 2,784 | 20.50% |
| 第二阶段 | 6,011 | 44.26% |
| 第三阶段 (终值) | 4,788 | 35.25% |
| 企业价值 AEV | 13,582 | 100.00% |
| 加: 非经营性净资产价值 | 859 | 6.32% |
| 减: 少数股东权益 (市值) | - | 0.00% |
| 减: 债务价值 | 200 | -1.47% |
| 总股本价值 | 14,241 | 104.85% |
| 股本 (百万股) | 131 | |
| 每股价值 (元) | 108.83 | |
| 每股价值 (港元) | 117.95 | |
| PE (2025 年-隐含) | 113 | |
| PE (2025 年-动态) | 102 | |

资料来源: 光大证券研究所预测 (注: HKD/CNY=0.9227)

表 12: 敏感性分析表 (港元)

| WACC/长期增长率 | 0.0% | 0.5% | 1.0% | 1.5% | 2.0% |
|------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| 11.4% | 125.67 | 127.91 | 130.37 | 133.07 | 136.07 |
| 11.9% | 119.77 | 121.72 | 123.85 | 126.19 | 128.77 |
| 12.4% | 114.38 | 116.09 | 117.95 | 119.98 | 122.21 |
| 12.9% | 109.44 | 110.94 | 112.57 | 114.34 | 116.28 |
| 13.4% | 104.91 | 106.23 | 107.66 | 109.21 | 110.90 |

资料来源: 光大证券研究所预测

5.4 估值结论与投资评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.26/1.99/2.86 亿元, 折合 EPS 为 0.96/1.52/2.19 元, 对应 PE 分别为 102X/64X/45X。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, 总部费用持续摊薄, 公司盈利能力爬升, 首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

1) 行业竞争加剧

行业需求疲软下，餐饮企业价格竞争容易加剧，可能导致公司客单价下滑，影响其收入表现。

2) 食品安全风险

餐饮行业生产供应链较长，公司无法完全避免因不可预知原因导致的食物质量问题，食品安全事件将给公司形象带来负面影响。

3) 门店扩张不及预期

餐饮公司的收入增长主要靠新增门店的增长，如果扩张策略未达到预期效果，收入将不及预期。公司需要审慎评估市场需求和竞争环境，制定适当的扩张计划，并确保拥有足够的资源和能力来支持新门店的运营。

4) 特许经营协议不能续期风险

2017年6月公司与Domino's International (Domino's Pizza, Inc.的附属公司)续签总特许经营协议，初步期限为10年，符合若干条件后开业选择续期额外两个10年。如果公司未能满足若干增长目标，Domino's International可能会终止总特许经营协议，将对公司经营产生影响。

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 | -1,892 | -2,323 | -2,794 |
| 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 | -340 | -419 | -506 |
| 广告及推广开支 | -159 | -218 | -287 | -354 | -427 |
| 其他开支 | -131 | -138 | -142 | -147 | -151 |
| 经营利润 | -43 | 168 | 242 | 346 | 471 |
| 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 | -80 | -89 |
| 税前利润 | 2 | 100 | 166 | 266 | 382 |
| 所得税费用 | -29 | -44 | -40 | -66 | -95 |
| 本年利润 | -27 | 55 | 126 | 199 | 286 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | -27 | 55 | 126 | 199 | 286 |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 587 | 1,069 | 808 | 748 | 914 |
| 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 | 1,131 | 1,192 | 1,395 |
| 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 | 36 | 60 | 86 |
| 合约负债 | 45 | 63 | 76 | 79 | 79 |
| 流动负债 | 1,017 | 1,517 | 1,582 | 1,876 | 2,136 |
| 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 | 1,487 | 1,686 | 1,972 |
| 母公司应占所有者权益 | 2,099 | 2,243 | 2,369 | 2,569 | 2,855 |
| 权益总额 | 2,099 | 2,243 | 2,369 | 2,569 | 2,855 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 税前利润 | 2 | 100 | 166 | 266 | 382 |
| 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 | 80 | 89 |
| 支付所得税 | -29 | -44 | -66 | -68 | -100 |
| 其他 | -45 | 39 | 29 | 24 | 26 |
| 经营活动现金流 | 536 | 818 | 885 | 1273 | 1589 |
| 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 | 25 | 21 | 22 |
| 投资活动现金流 | -732 | 42 | -536 | -596 | -657 |
| 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 |
| 融资活动现金流 | 217 | -382 | -600 | -728 | -757 |

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的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 Everbright Securities(UK) Company Limited 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

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP