

量贩收入如期兑现，继续重点推荐

万辰生物(300972)

评级:	增持	股票代码:	300972
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	47.53/10.19
目标价格:		总市值(亿)	62.83
最新收盘价:	40.93	自由流通市值(亿)	30.62
		自由流通股数(百万)	74.82

事件概述

公司上半年实现营业收入 22.17 亿元，同比+999.9%，归母净利润-0.06 亿元；Q2 实现营业收入 14.55 亿元，同比+1613.59%，归母净利润-0.58 亿元。收入大幅增长主因公司新增量贩零食业务。

分析判断:

▶ 量贩零食收入如期兑现，规模快速扩张

公司上半年零食业务实现收入 19.5 亿元，门店总数达到 1920 家，量贩业务发展布局如期兑现，实现规模和行业竞争力的进一步提升。公司自 22 年 8 月开始经营量贩零食连锁业务，结合不同区域市场情况开展多品牌战略，旗下已经拥有“陆小馋”、“好想来”、“来优品”和“吡啻吡啻”四大品牌，实现业绩规模和新市场的快速渗透，门店网络分布于安徽省、河南省、江西省、山东省、江苏省、河北省、重庆市及福建省等多个地区。

品牌端来看，陆小馋和来优品的运营主体南京万兴实现营业收入 9.1 亿元，好想来的运营主体南京万品实现营收 10.4 亿元，匹配品牌门店数据，我们认为公司旗下核心品牌均在快速成长，品牌知名度不断增强。门店端来看，考虑收入和门店数量，上半年公司旗下门店的平均单店营收达到 101.5 万元，考虑新增门店较多，预计成熟门店单店营收和运营能力更强。供应链端来看，公司采购、销售模式持续完善，有效满足了不同消费者群体的多元化休闲食品需求，配送端分别在江苏、安徽、福建、河南、山东、江西、重庆等地区建立了 12 个与门店布局相匹配的现代化仓储中心，供应链效率和管理模式持续提升。

▶ 量贩成长初期利润端承压，菌菇业务盈利能力较优

成本端来看，量贩零食行业高周转、低毛利率，因此上半年公司量贩零食业务毛利率 7.87%，但随着公司采购成本控制力提升以及不断降低商品损耗率，量贩业务毛利率有望稳步提升。利润端来看，公司量贩业务仍处于发展初期，经营效率的提升仍需一定的时间周期，上半年仍处于亏损阶段，我们认为这与公司发展阶段和所处行业相匹配。

公司菌菇业务上半年稳步推进，其中漳州生产基地新的金针菇生产车间投产，增加金针菇产量，同时食用菌行情较好，金针菇销售价格增长较多，使得公司食用菌收入和利润同比增长。

▶ 量贩业务深度布局，持续享受行业成长红利

展望下半年，公司旗下品牌仍在持续进行跑马圈地，门店数量有望进一步提升，同时得益于规模效应和供应链效率的提升，公司量贩业务盈利能力亦有望持续优化，中长期我们看好万辰借助上市公司平台优势，享受零食市场规模增长和渠道占比提升双重红利，实现规模扩张，逐步位列行业第一梯队。

投资建议

参考最新中报，我们维持公司 23-25 年收入 46.93/84.95/95.99 亿元的预测，维持 23-25 年 EPS 0.63/2.36/4.06 元的预测，对应 2023 年 8 月 18 日 40.93 元的收盘价估值分别为 65/17/10 倍，维持增持评级。

风险提示

定增推进不及预期、行业竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	435	549	4,693	8,495	9,599

YoY (%)	-3.4%	26.4%	754.4%	81.0%	13.0%
归母净利润(百万元)	23	48	96	362	623
YoY (%)	-75.6%	103.7%	101.0%	277.2%	72.0%
毛利率 (%)	10.3%	16.0%	19.0%	20.0%	21.0%
每股收益(元)	0.17	0.31	0.63	2.36	4.06
ROE	3.6%	7.1%	12.6%	32.1%	35.6%
市盈率	245.53	131.52	65.45	17.35	10.09

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	549	4,693	8,495	9,599	净利润	42	83	315	542
YoY(%)	26.4%	754.4%	81.0%	13.0%	折旧和摊销	65	37	47	49
营业成本	462	3,801	6,796	7,583	营运资金变动	-42	144	46	-379
营业税金及附加	3	28	51	58	经营活动现金流	70	264	407	211
销售费用	20	563	934	960	资本开支	-316	-249	-249	-179
管理费用	32	282	493	538	投资	20	0	0	0
财务费用	3	0	0	0	投资活动现金流	-294	-249	-249	-179
研发费用	2	19	34	38	股权募资	10	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	170	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	筹资活动现金流	123	0	0	0
营业利润	42	94	357	614	现金净流量	-101	15	158	32
营业外收支	-1	1	1	1					
利润总额	42	95	358	615	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	0	11	43	74	成长能力 (%)				
净利润	42	83	315	542	营业收入增长率	26.4%	754.4%	81.0%	13.0%
归属于母公司净利润	48	96	362	623	净利润增长率	103.7%	101.0%	277.2%	72.0%
YoY(%)	103.7%	101.0%	277.2%	72.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.31	0.63	2.36	4.06	毛利率	16.0%	19.0%	20.0%	21.0%
					净利率	8.7%	2.0%	4.3%	6.5%
					总资产收益率 ROA	4.0%	3.9%	10.9%	18.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	7.1%	12.6%	32.1%	35.6%
货币资金	115	130	288	320	偿债能力 (%)				
预付款项	43	342	612	682	流动比率	0.84	0.88	0.97	1.22
存货	100	533	788	476	速动比率	0.40	0.31	0.29	0.48
其他流动资产	21	349	316	435	现金比率	0.35	0.08	0.14	0.20
流动资产合计	279	1,355	2,004	1,914	资产负债率	43.5%	69.5%	67.8%	52.2%
长期股权投资	0	0	0	0	经营效率 (%)				
固定资产	432	445	528	578	总资产周转率	0.54	2.56	2.93	2.87
无形资产	53	53	53	53	每股指标 (元)				
非流动资产合计	911	1,123	1,326	1,457	每股收益	0.31	0.63	2.36	4.06
资产合计	1,189	2,478	3,330	3,370	每股净资产	4.35	4.98	7.34	11.39
短期借款	148	148	148	148	每股经营现金流	0.46	1.72	2.65	1.38
应付账款及票据	117	939	1,138	547	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	66	450	787	877	估值分析				
流动负债合计	331	1,537	2,074	1,573	PE	131.52	65.45	17.35	10.09
长期借款	111	111	111	111	PB	2.77	7.85	5.33	3.43
其他长期负债	75	75	75	75					
非流动负债合计	185	185	185	185					
负债合计	517	1,722	2,259	1,758					
股本	154	154	154	154					
少数股东权益	4	-8	-56	-137					
股东权益合计	672	756	1,071	1,612					
负债和股东权益合计	1,189	2,478	3,330	3,370					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。