

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

### 万辰集团(300972)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师  
执业编号: S1500520110001  
邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 战略领先，格局渐优

2023 年 10 月 07 日

**事件：**公司控股子公司南京万兴与袁振勤签署《投资合作协议》，双方同意共同出资设立合资公司南京万权。子公司南京万权拟对外投资，与袁振勤先生、马振敏女士签订《股权转让协议》以自有及自筹资金 867.75 万元人民币购买宁波博全商贸 100%股权。

**点评：**

- **宁波博全为浙江老婆大人的品牌主体，浙江老婆大人创立于 2010 年，是量贩零食行业先行者。**老婆大人深耕浙江区域多年，为浙江地区零食连锁的头部品牌，其在零食量贩门店运营和加盟商管理上具备丰富经验。合资公司成立后，将由袁振勤先生领导的团队负责“老婆大人”品牌的日常经营，有望和万辰集团实现强强联合，优势互补。
- **量贩零食本质为垂直品类的“硬折扣”业态，渠道效率提升，对于传统零食渠道和经销体系的一次重大变革。**行业当前最为核心的竞争要义为扩大市场份额，以及进一步提升运营水平，最终实现规模效应下的供应链优势和选品优势（此为硬折扣低价最本质的来源，实现总成本领先和精细化运营）。
- **盈利预测与投资评级：**往后展望，万辰集团与老婆大人合作为华东市场重要的战略布局，老婆大人在华东的市场地位及多年的连锁门店运营经验将加速万辰在零食量贩赛道上的布局。目前来看，万辰集团在江苏、安徽、山东、浙江等华北和华东区域战略布局领先，未来可期。我们预计公司 23-25 年每股收益为 0.16、1.06、1.62 元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**区域市场竞争加剧、行业爆发价格战、多品牌运营能力、食品安全问题。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	435	549	7,483	16,416	21,566
增长率 YoY %	-3.4%	26.4%	1262.4%	119.4%	31.4%
归属母公司净利润(百万元)	23	48	25	163	248
增长率 YoY%	-75.6%	103.7%	-47.0%	542.5%	52.5%
毛利率%	10.3%	16.0%	8.6%	8.9%	9.3%
净资产收益率ROE%	3.6%	7.1%	3.7%	19.0%	22.5%
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.31	0.16	1.06	1.62
市盈率 P/E(倍)	240.04	117.84	222.30	34.60	22.69
市净率 P/B(倍)	8.62	8.42	8.12	6.57	5.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 09 月 28 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	302	279	1,183	2,092	3,286
货币资金	216	115	72	581	1,517
应收票据	1	0	12	15	21
应收账款	8	15	110	118	122
预付账款	0	43	171	224	254
存货	55	100	774	1,094	1,297
其他	21	6	42	60	75
非流动资产	561	911	1,509	1,729	1,810
长期股权投资	0	0	0	1	1
固定资产（合计）	471	432	902	1,121	1,209
无形资产	53	53	53	52	52
其他	36	425	554	555	549
资产总计	863	1,189	2,692	3,821	5,097
流动负债	181	331	1,608	2,146	2,580
短期借款	65	148	448	548	628
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	60	117	833	994	1,180
其他	56	66	326	603	772
非流动负债	30	185	385	535	635
长期借款	0	111	111	111	111
其他	30	75	275	425	525
负债合计	210	517	1,993	2,681	3,216
少数股东权益	0	4	5	283	777
归属母公司股东权益	653	668	694	856	1,104
负债和股东权益	863	1,189	2,692	3,821	5,097

重要财务指标	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	435	549	7,483	16,416	21,566
同比(%)	-3.4%	26.4%	1262.4	119.4	31.4%
归属母公司净利润	23	48	25	163	248
同比(%)	-	103.7	-47.0%	542.5	52.5%
毛利率(%)	10.3%	16.0%	8.6%	8.9%	9.3%
ROE%	3.6%	7.1%	3.7%	19.0%	22.5%
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.31	0.16	1.06	1.62
P/E	240.04	117.84	222.30	34.60	22.69
P/B	8.62	8.42	8.12	6.57	5.10
EV/EBITDA	24.70	18.55	45.52	9.77	5.48

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	435	549	7,483	16,416	21,566	
营业成本	390	462	6,842	14,948	19,564	
营业税金及附加	3	3	22	49	65	
销售费用	2	20	314	440	539	
管理费用	24	32	277	448	505	
研发费用	2	2	7	49	65	
财务费用	4	3	0	0	0	
减值损失合计	-1	0	0	0	0	
投资净收益	2	2	4	5	4	
其他	19	13	7	33	39	
营业利润	30	42	31	519	872	
营业外收支	-1	-1	0	0	0	
利润总额	29	42	31	519	872	
所得税	6	0	5	78	131	
净利润	23	42	26	441	741	
少数股东损益	0	-6	1	278	493	
归属母公司净利润	23	48	25	163	248	
EBITDA	94	110	140	626	978	
EPS (当年)(元)	0.17	0.31	0.16	1.06	1.62	

现金流量表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	99	70	165	585	943
净利润	23	42	26	441	741
折旧摊销	61	65	113	112	110
财务费用	5	4	0	0	0
投资损失	-1	-2	-2	-4	-5
营运资金变动	10	-42	30	37	96
其它	1	3	0	0	0
投资活动现金流	-59	-294	-708	-326	-187
资本支出	-41	-316	-711	-331	-191
长期投资	-20	20	0	0	0
其他	2	2	4	5	4
筹资活动现金流	143	123	500	250	180
吸收投资	245	10	0	0	0
借款	91	266	300	100	80
支付利息或股息	-5	-39	0	0	0
现金流净增加额	183	-101	-43	509	936



## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**姜青丰**，金融硕士，毕业于中央财经大学，3年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

**唐有力**，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。