

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

盈利拐点初现，收入环比加速

2023年10月24日

事件：万辰集团发布Q3业绩。公司23Q1-Q3实现营收49.00亿元，同比+1264.75%，归母净利润-5655.6万元，同比-250.67%；扣非归母净利润-6287.5万元，同比-342.17%。其中单23Q3实现营收26.84亿元，同比+1603.5%，归母净利润-5098.2万元，同比-242.56%，扣非归母净利润-5410.94亿元，同比-262.82%。

点评：

- 公司Q3实现收入26.8亿元，环比增长85%，零食量贩Q3收入预计25亿元左右(Q2为13.5亿)。Q3量贩零食净利润亏损4311万元，扣除股权支付费用4854万元，Q3实现盈利544万元。Q3收入环比大幅增长，扣除股权支付费用实现盈利，打消市场此前亏损疑虑，Q3已在一定程度上体现公司量贩零食业务的盈利能力。我们认为规模优势终将带来前端门店拓展和供应链端的降本增利。
- 截至Q3万辰集团门店总数为3751家(不含老婆大人，万辰集团品牌发布会数据)，报表端Q3底门店总数我们预计超过3000家(Q2底为1920家)。10月份万辰集团在营门店总量预计超4300家(食业头条数据)，单月开店数量我们预计超400家。单店营收水平我们预计整体环比差别不大，快速开店的同时单店保持相对稳定，表明万辰集团全局门店经营质量的稳定性，打消市场对单店营收随门店数量增加而降低的疑虑。Q4伴随门店规模进一步增加，以及对上游采购成本优势体现，Q4有望进一步展现盈利弹性。
- **盈利预测与投资评级：**老婆大人的整合成功表明万辰管理团队的战略前瞻性和行业对公司的认可，行业红利阶段规模为先，最重要的是抢占基地市场，与优势团队合作。当前万辰快速跑马圈地足以体现其战略前瞻性，当前行业竞争格局正在加速形成，头部集中趋势明显。零食量贩是一个高频、低价、长保的生意，具备万店连锁的基因，且供应链的规模效应明显，当前零食量贩业务利润拐点或已来临。我们看好万辰集团从渠道效率提升向供应链效率提升的硬折扣发展方向，竞争优势也将越加明显。我们预计23-25年公司每股收益分别为-0.62、1.19、1.91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、品牌融合进展不顺利、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	9,212	19,866	27,116
增长率 YoY %	-3.4%	26.4%	1577.2%	115.7%	36.5%
归属母公司净利润 (百万元)	23	48	-95	183	293
增长率 YoY%	-75.6%	103.7%	-299.5%	292.3%	60.1%
毛利率%	10.3%	16.0%	8.4%	8.9%	9.2%
净资产收益率ROE%	3.6%	7.1%	-14.4%	21.6%	25.7%
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.31	-0.62	1.19	1.91
市盈率 P/E(倍)	222.63	109.29	—	28.49	17.80
市净率 P/B(倍)	8.00	7.81	7.87	6.17	4.58

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年10月23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	1,638	2,623	4,295
货币资金		216	115	320	875	2,005
应收票据		1	0	15	18	27
应收账款		8	15	62	103	123
预付款项		0	43	211	272	320
存货		55	100	978	1,285	1,723
其他		21	6	52	69	96
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	3,147	4,351	6,105
流动负债		181	331	1,999	2,533	3,271
短期借款		65	148	548	648	728
应付票据		0	0	0	0	0
应付账款		60	117	1,054	1,158	1,577
其他		56	66	397	726	966
非流动负债		30	185	485	635	735
长期借款		0	111	111	111	111
其他		30	75	375	525	625
负债合计		210	517	2,485	3,168	4,006
少数股东权益		0	4	-1	337	959
归属母公司股东权益		653	668	663	846	1,140
负债和股东权益		863	1,189	3,147	4,351	6,105

利润表		单位:百万元				
会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入		435	549	9,212	19,866	27,116
营业成本		390	462	8,434	18,102	24,614
营业税金及附加		3	3	28	60	81
销售费用		2	20	424	532	678
管理费用		24	32	424	542	635
研发费用		2	2	9	60	81
财务费用		4	3	3	3	3
减值损失合计		-1	0	0	0	0
投资净收益		2	2	5	6	5
其他		19	13	9	40	49
营业利润		30	42	-96	613	1,077
营业外收支		-1	-1	0	0	0
利润总额		29	42	-96	613	1,077
所得税		6	0	4	92	162
净利润		23	48	-95	183	293
EBITDA		94	110	15	722	1,185
EPS(当年)(元)		0.17	0.31	-0.62	1.19	1.91

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入		435	549	9,212	19,866	27,116
同比(%)		-3.4%	26.4%	1577.2	115.7	36.5%
归属母公司净利润		23	48	-95	183	293
同比(%)		-	103.7	-	292.3	60.1%
毛利率(%)		10.3%	16.0%	8.4%	8.9%	9.2%
ROE%		3.6%	7.1%	-14.4%	21.6%	25.7%
EPS(摊薄)(元)		0.15	0.31	-0.62	1.19	1.91
P/E		222.63	109.29	—	28.49	17.80
P/B		8.00	7.81	7.87	6.17	4.58
EV/EBITDA		24.70	18.55	394.64	7.77	3.93

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	125	634	1,139
净利润		23	42	-100	521	916
折旧摊销		61	65	113	112	110
财务费用		5	4	3	3	3
投资损失		-1	-2	-2	-5	-6
营运资金变动		10	-42	114	4	115
其它		1	3	0	0	0
投资活动现金流		-59	-294	-707	-325	-186
资本支出		-41	-316	-711	-331	-191
长期投资		-20	20	0	0	0
其他		2	2	5	6	5
筹资活动现金流		143	123	787	247	177
吸收投资		245	10	90	0	0
借款		91	266	400	100	80
支付利息或股息		-5	-39	-3	-3	-3
现金流净增加额		183	-101	205	555	1,130

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。

娄青丰，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年留美在乳业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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。