

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

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@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

主动权在手，竞争力显著

2024年1月22日

事件: 万辰集团发布23年业绩预告。

点评:

- 公司预计量贩零食业务全年收入85-90亿，对应23Q4实现量贩零食40-45亿营收，环比Q3大幅提升(Q3量贩零食收入为25.6亿)，进一步验证公司优秀的经营能力。市场担忧万辰集团的零食量贩业务由陆小馋、好想来、来优品、吡嘀吡嘀、老婆大人等公司合并而来，经营稳定性不高。我们认为万辰集团实控人家族在零食制造和连锁店经营有十多年的经验，本身是业内人士，合作团队是行业头部优秀品牌，团队激励到位，在团队实力和战略腹地两个维度上，万辰集团都处于行业领先地位。公司目前现存门店大部分为2023年开设，从结果上进一步验证团队融合的成果。
- 量贩零食本质为垂直品类的“硬折扣”业态，万辰集团具备区位优势。零售行业最为核心的问题是效率和规模，相比品牌专营店而言，量贩零食更多是零售渠道，不涉及品牌和品类的周期所带来的对需求的扰动问题，零售渠道需求的核心在于渠道的效率，所以行业发展核心的问题在于是否有更高效率的渠道相比量贩零食在供给零食这个品类上对需求有更好的满足。市场所质疑的行业竞争问题，包括单店可能会因为行业加密而降低等问题，更多是行业内部竞争问题。行业内部竞争而言，优质点位为核心的稀缺资源，万辰集团目前在江苏、安徽、山东、浙江等区域具备先发优势/区位优势。资金在线下零售业态中不具有压倒性的优势，加盟连锁的核心竞争要义在于供应链效率、需求端的理解能力和加盟商预期管理。万辰集团在华北/华东区域具备规模优势及更成熟的供应链体系，截至2023年报告期末，公司货币资金约12亿元，我们预计能够有力支持业务扩张需求，我们预计短期的竞争不改优势区域长期的格局。
- 剔除股权激励费用，23年全年公司预计零食量贩业务实现净利润为2850万元-3700万元，其中Q4实现6543-7393万元。按照收入中位数计算，对应23Q4利润率约为1.5%-1.7%，环比Q3利润率快速提升，盈利能力得到进一步验证。根据披露的数据，23H1零食很忙集团整体达到了3%的净利率水平。万辰集团同属行业第一梯队，且大多为大店模型，上半年暂未盈利更多是从战略考虑将费用投向了市场开拓、品牌营销、供应链优化等方面，加快实现核心市场的区域高占，Q4净利润率环比快速提升进一步验证盈利能力。量贩零食为效率革命，万辰集团作为行业第一梯队的品牌，规模效应有望不断体现，盈利能力有望提升。

- **盈利预测与投资评级：** 往后展望，量贩零食作为渠道效率更高的业态，行业仍处于快速提升渗透率的红利期。万辰集团作为行业第一梯队的品牌，团队实力、激励机制、区位优势均处于行业领先水平，长期可期。我们预计公司 23-25 年每股收益为-0.49、1.00、2.00 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	9,367	21,151	28,606
增长率 YoY %	-3.4%	26.4%	1605.3%	125.8%	35.2%
归属母公司净利润 (百万元)	23	48	-75	155	309
增长率 YoY%	-75.6%	103.7%	-257.5%	306.0%	99.3%
毛利率%	10.3%	16.0%	8.4%	8.8%	9.2%
净资产收益率ROE%	3.6%	7.1%	-12.7%	20.7%	29.2%
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.31	-0.49	1.00	2.00
市盈率 P/E(倍)	227.20	111.54	—	34.39	17.25
市净率 P/B(倍)	8.16	7.97	8.97	7.11	5.04

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 1 月 19 日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	302	279	1,249	2,617	4,169
货币资金	216	115	40	818	1,966
应收票据	1	0	16	20	28
应收账款	8	15	64	113	126
预付账款	0	43	215	289	338
存货	55	100	758	1,171	1,426
其他	21	6	157	207	285
非流动资产	561	911	1,481	1,684	1,752
长期股权投资	0	0	0	1	1
固定资产(合计)	471	432	1,169	1,375	1,438
无形资产	53	53	53	52	52
其他	36	425	260	257	262
资产总计	863	1,189	2,730	4,301	5,921
流动负债	181	331	1,693	2,608	3,155
短期借款	65	148	548	648	728
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	60	117	741	1,188	1,409
其他	56	66	404	772	1,018
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	2,178	3,244	3,890
少数股东权益	0	4	-42	308	972
归属母公司股东权益	653	668	594	749	1,058
负债和股东权益	863	1,189	2,730	4,301	5,921

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	435	549	9,367	21,151	28,606
同比(%)	-3.4%	26.4%	1605.3	125.8	35.2%
归属母公司净利润	23	48	-75	155	309
同比(%)	-	103.7	-	306.0	99.3%
毛利率(%)	10.3%	16.0%	8.4%	8.8%	9.2%
ROE%	3.6%	7.1%	-12.7%	20.7%	29.2%
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.31	-0.49	1.00	2.00
P/E	227.20	111.54	—	34.39	17.25
P/B	8.16	7.97	8.97	7.11	5.04
EV/EBITDA	24.70	18.55	279.48	8.02	3.79

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	435	549	9,367	21,151	28,606
营业成本	390	462	8,583	19,289	25,970
营业税金及附加	3	3	37	63	86
销售费用	2	20	431	635	744
管理费用	24	32	440	577	669
研发费用	2	2	3	5	6
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	6
其他	19	13	9	10	11
营业利润	30	42	-117	594	1,145
营业外收支	-1	-1	0	0	0
利润总额	29	42	-117	594	1,145
所得税	6	0	5	89	172
净利润	23	42	-121	505	973
少数股东损益	0	-6	-46	350	664
归属母公司净利润	23	48	-75	155	309
EBITDA	94	110	23	719	1,266
EPS(当年)(元)	0.17	0.31	-0.49	1.00	2.00

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	99	70	-66	856	1,157
净利润	23	42	-121	505	973
折旧摊销	61	65	141	128	124
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	-84	225	63
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	6
筹资活动现金流	143	123	698	247	177
吸收投资	245	10	1	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	-75	777	1,148

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