



Research and  
Development Center

# 商业创新、供应链优化与降维竞争

—万辰生物(300972)公司更新报告

2024年02月18日

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

## 相关研究

- 《主动权在手, 竞争力显著》, 2024. 1. 22
- 《盈利拐点初现, 收入环比加速》, 2023. 10. 24
- 《战略领先, 格局渐优》, 2023. 10. 07
- 《厚积薄发, 开疆拓土》, 2023. 08. 27

## 证券研究报告

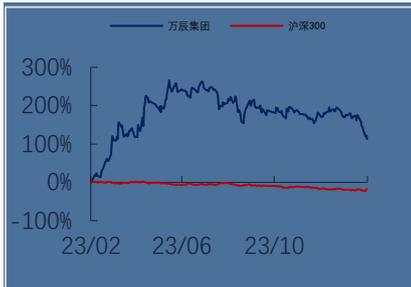
### 公司研究

#### 公司跟踪报告

万辰集团(300972)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	30.35
52周内股价波动区间(元)	46.57-14.37
最近一月涨跌幅(%)	-12.38
总股本(亿股)	1.55
流通A股比例(%)	49.14%
总市值(亿元)	47

资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

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

## 商业创新、供应链优化与降维竞争

2024年02月18日

### 本期内容提要:

◆**投资建议:**资本市场对于量贩零食行业及万辰集团自身的发展存在质疑,我们认为量贩零食行业顺应消费趋势,供应链各环节效率更高,有望持续提升渗透率,成为零食重要的零售渠道。而万辰集团为量贩零食行业第一梯队品牌,实控人家族具备丰富的零食行业经验,和各个品牌创始团队强强联合,目前在华东/华北具备腹地优势,在管理能力、盈利水平等方面逐步向市场证明自己,有望持续提升市场份额及盈利能力。

◆**资本市场担心量贩零食行业天花板及受到其他折扣业态的冲击等问题。**我们认为量贩零食作为垂直品类的折扣业态,底层驱动是产业链供需关系发生了变化,行业逐步由供给驱动转为需求主导,发展趋势不可逆。对于行业天花板,渠道的核心是规模和效率,行业天花板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。那么综合从不同的零食零售渠道上来看,量贩零食行业价格水位和线上相当,在即时满足和体验上优于线上,而线下目前没有出现更高效率的零食零售渠道。关于其他折扣业态的竞争,折扣业态的背后是供应链改造,单品类折扣业态改造难度相对较低。所以从实践上来看,我们预计国内做品类优势的零售品牌发展速度会快于做综合品类的品牌。

◆**资本市场对万辰集团的管理能力、盈利水平、少数股权等问题存在质疑,我们认为万辰集团已逐步向市场证明自己。**1)市场认为万辰集团通过品牌合并而来,团队融合难度高,担心管理风险,我们认为万辰集团通过23年的快速开店,在管理能力上已经逐步向市场证明自己,这背后是共同的愿景、一致的价值观以及良好的激励机制共同作用的结果;2)由于阶段性市场拓展和仓储配送等费用投放较多,市场对于万辰集团的盈利能力质疑声较多,我们认为万辰集团在门店数量及战略腹地均处于行业第一梯队,对标零食很忙集团,长期来看万辰集团盈利能力有望逐步提升,公司23Q4量贩零食业务的盈利能力环比大幅提升已有所验证;3)上市公司穿透后对合资公司的持股比例为26%,如何去看待少数股权的价值。我们认为,考虑到控股权溢价,以及合资公司股权存在收回预期,不能简单用26%计算归母净利润后来估算万辰集团的实际价值。

◆**盈利预测与投资评级:**量贩零食行业顺应消费趋势,万辰集团在团队实力和战略腹地两个维度都处于行业领先地位,当前处于快速跑马圈地阶段,短期竞争不影响区域长期格局,量贩零食业态规模效应显著,行业预计形成高集中度的竞争格局,万辰集团在顺应消费趋势的行业中未来可期。我们预计23-25年公司每股收益分别为-0.49、1.13、2.39元,维持“买入”评级。

◆**股价催化剂:**行业整合超预期,门店扩张加速,单店收入超预期。

◆**风险因素：**区域市场竞争加剧，多品牌运营能力风险，其他折扣业态的影响，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	9,452	24,660	36,171
增长率 YoY %	-3.4%	26.4%	1620.8%	160.9%	46.7%
净利润(百万元)	23	42	-124	580	1211
增长率 YOY %	-75.61%	77.26%	-399.44%	565.69%	108.92%
归属母公司净利润(百万元)	23	48	-76	174	370
增长率 YoY%	-75.6%	103.7%	-258.2%	330.5%	112.6%
毛利率%	10.3%	16.0%	8.4%	8.8%	9.2%
净资产收益率ROE%	3.6%	7.1%	-11.1%	20.3%	30.2%
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.31	-0.49	1.13	2.39
市盈率 P/E(倍)	200.21	98.29	—	26.96	12.68
市净率 P/B(倍)	7.19	7.03	6.87	5.48	3.83

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年02月08日收盘价

## 目 录

1.量贩零食行业带来板块性机会.....	5
1.1.量贩零食本质是供应链效率革命.....	5
1.2.行业天花板核心取决于渠道效率高低.....	6
1.3.硬折扣改造过程垂类更优.....	7
2.万辰集团竞争力显著.....	8
2.1.团队融合逐步验证.....	8
2.2.盈利水平取决于匹配需求的效率代际差.....	9
2.3.含有少数股权问题的公允价值被低估.....	10
3.风险因素.....	11

## 表 目 录

表 1: 零食量贩相比线下其他渠道性价比更高, 相比线上体验感更好.....	6
表 2: 以量贩零食业态为代表的垂直品类折扣业态快速发展.....	7
表 3: 零食量贩头部品牌净利率在 3%左右.....	9
表 4: 零食连锁业态估值表.....	10
表 5: 万辰生物盈利预测.....	11

## 图 目 录

图 1: 零食量贩店品类丰富、贴近消费者、性价比突出, 满足消费者的“多省好快”的需求.....	5
图 2: 23 年量贩零食行业快速发展.....	7
图 3: 量贩零食在垂直品类上效率高.....	7
图 4: 万辰集团 23 年门店数量快速提升.....	8
图 5: 万辰集团目前在华东和华北具备区位优势.....	8
图 6: 万辰集团量贩零食业务净利率环比持续提升.....	9
图 7: 万辰集团股权结构.....	10

# 1. 量贩零食行业带来板块性机会

## 1.1. 量贩零食本质是供应链效率革命

量贩零食本质是垂直品类折扣业态，渠道效率更高，迭代其他零售渠道份额。零售/渠道核心追求的是规模和效率的问题，品牌/厂商端追求的更多是产品和品牌的问题。在零食垂类品类里，消费者的品牌意识相对弱，且过去渠道加价率高，零食很多时候作为货盘组合里的利润品而存在，所以零食量贩更早通过减少中间环节、压缩中间毛利率提升渠道效率等实现折扣化改造，更高效地触达消费者，在“多快好省”上更好地满足了消费者组合性的需求。零食量贩并不能单纯理解为消费降级的产物，而是通过提升渠道效率，实现高品质低价格，是一场渠道效率提升的折扣化运动。折扣业态出现的最底层的逻辑是产业链供需要素发生了变化，国内消费由供给驱动逐步进入需求主导的时代，而建立在工业发展基础上的供需要素的转变是不可逆的，那么由此衍生出来的折扣业态发展也是不可逆的并且能够穿越经济周期，国外的折扣业态品牌的发展经验亦是如此。

零售追求的“快”是不同品类兼顾到货时间和触达成本之间的要求。消费者购物既支出了金钱，又支出了时间。按时间维度，看到即买的属于即时性消费，可以等待一两天至一周之内属于短计划性购买，可以等待一周以上的消费属于长计划性购买。零食客单价低，且偏冲动型消费，更偏即时性消费。量贩零食店离社区更近，相比大型连锁超市、地方小超市，能够更好地满足即时性消费。

“零售”追求的“好”最终是由消费人群的定位和供给侧能力决定的。如果将零售看作“通路”环节之一，传递由制造端、品牌端创造的价值。高效率的零售以更低的通路损耗和对应更低的毛利要求传递消费者需要的产品。量贩零食店定位大众消费，通过提高渠道效率和上游供应链效率，在不降低品质的情况下，实现了更低价格的产品供给。

图 1：零食量贩店品类丰富、贴近消费者、性价比突出，满足消费者的“多省好快”的需求



资料来源：各品牌官网，信达证券研发中心

“零售”追求的“省”是零售终极追求的使命。同样的商品，消费者更偏好选更低价格的零售终端，而零售存在的价值也是以更低的通路成本传递价值。除此之外，零售商本身不制造商品，

但要比消费者更懂商品，站在消费者的角度，持续挖掘能够满足消费者潜在需求的好产品，同时把价格控制住。量贩零食店的价格低更多是渠道效率提升和供应链效率提升的结果，而不是依靠产品的负毛利补贴。

作为垂类品类的折扣业态，零食量贩凭借更高效率将持续提升渠道的渗透率。休闲食品行业万亿市场，经过过去黄金十年的快速发展，零食在电商渠道目前的渗透率约为 15-20%。零食为冲动型消费且客单价相对低，电商和零食量贩的价格水平相近，相比之下，量贩零食在购买场景上更为贴近消费者并且体验感更好，根据欧睿数据显示，23 年量贩零食渠道市场规模约为 500-1000 亿，渗透率有望进一步提升。

表 1: 零食量贩相比线下其他渠道性价比更高，相比线上体验感更好

品牌	天猫	抖音	零食量贩(零食有 吗门店标价)	超市(永辉 超市标价)	便利店(罗森标 价)	
水 饮 品 牌	农夫山泉(550ml 矿泉水)(元/瓶)	1.4	1.1	1.2	1.8	2.0
	怡宝(555ml 纯净水)(元/瓶)	1.5	1.0	1.2	1.8	2.0
	东方树叶(500ml)(元/瓶)	4.2	4.0	4.5	4.8	5.5
	可口可乐(罐装 330ml)(元/罐)	2.1	1.8	1.9	2.8	3.0
	百事可乐(罐装 330ml)(元/罐)	1.9	2.2	1.9	3.0	3.0
	Rio(330ml)(元/罐)	5.8	5.7	6.5	7.8	8.9
	伊利牛奶(250ml 纯牛奶)(元/盒)	2.3	2.4	2.7	3.2	4.0
零 食 品 牌	德芙(丝滑牛奶巧克力)(元/500g)	53.4	51.1	59.8	59.3	-
	乐事(56g)(元/袋)	3.6	3.2	4.9	5.6	-
	卫龙(58g)(元/袋)	2.0	2.3	2.2	3.5	-
	洽洽香瓜子(元/500g)	16.4	15.3	18.8	22.9	29.7
	盐津铺子鹤鹑蛋(元/500g)	19.5	19.6	23.8	-	-
	蜡笔小新低脂魔芋爽(元/500g)	19.0	18.9	15.8	-	-
	盐津铺子手撕蟹柳(元/500g)	24.3	21.2	29.8	-	-
	盐津铺子 31 度鲜鱼豆腐(元/500g)	22.8	21.0	24.8	25.9	-
	甘源青豆(元/500g)	18.8	15.8	15.8	23.9	32.7
	喜之郎杯果肉果冻什锦(元/个)	4.2	4.3	3.4	3.5	-
	含羞草新疆葡萄干(元/500g)	16.8	18.7	12.8	-	-
	好想你灰枣夹核桃(元/500g)	22.9	19.8	28.8	-	-

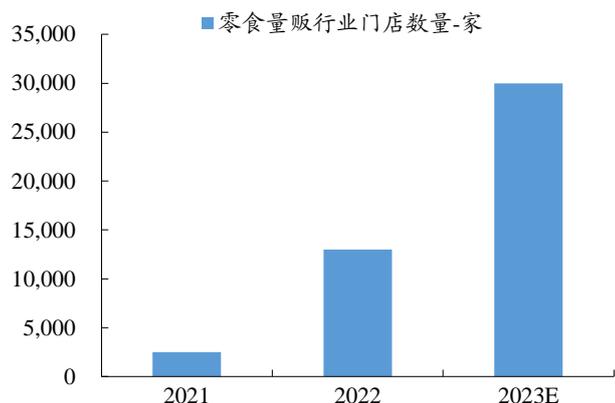
资料来源：天猫旗舰店，抖音平台，草根调研，信达证券研发中心

## 1.2. 行业天花板核心取决于渠道效率高低

量贩零食是一场折扣业态的零售革命，渠道渗透率的水平取决于满足需求的效率高低。相比品牌专营店而言，量贩零食更多是渠道通路，不涉及品牌和品类的周期所带来的对需求的扰动问题，对于零售渠道而言，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。综合从不同的零食零售渠道上来看，量贩零食行业价格水位和线上相当，在即时满足和体验上优于线上，而线下目前没有出现更高效率的零食零售渠道，量贩零食的渗透率可先看至线上的水平。对于市场所质疑的行业竞争问题，包括单店收入可能会因为行业门店加密而降低等问题，本质是行业内部竞争问题，行业内部竞争不会对行业的天花板造成影响，行业的天花板和发展速度由需求决定，零售渠道的需求核心影响因素为渠道效率是否更高，行业内部竞争

问题更多影响单一品牌的发展进程。

图 2：23 年量贩零食行业快速发展



资料来源：三联生活周刊，信达证券研发中心

图 3：量贩零食在垂直品类上效率高



资料来源：新经销，信达证券研发中心

### 1.3. 硬折扣改造过程垂类更优

垂直品类的供应链改造更容易突破，做品类优势的零售品牌发展速度预计会快于做综合品类的品牌。中国消费市场辽阔且复杂，不同的消费群体、品类组合将衍生出不同的折扣业态。根据折扣业态的品类丰富度进行划分，可以将折扣业态划分为三类：垂直品类，比如量贩零食业态；复合品类，比如社区折扣超市、金佰佰、巡物社等；综合品类，比如山姆、Costco、盒马奥莱等。量贩零食作为垂直品类的折扣业态的代表，在零食单一品类上效率较高，但是市场质疑零食作为单一品类刚需程度不够高，复合品类或者综合品类会对量贩零食在组合需求上形成冲击，导致零食量贩的需求被分流。

根据《第三种零售》作者连杰的理论，折扣业态改造路径主要围绕白牌红利、减少转运次数、预售红利（加快商品流转等）、理顺零供关系（供应商和零售企业围绕供货价的博弈，没有带来顾客价值，但产生的成本由顾客买单）等四个方向展开。折扣业态改造不仅涉及到零售层面，也涉及工厂、品牌等全产业链的角色，国内上游供应链和下游需求的分散程度高且人口密度高于欧美等国家，单一大品类的业态在折扣改造上各环节的复杂程度相对较低。比如选品，折扣业态的核心在于高周转支撑低毛利，所以对于选品的要求极高，折扣化改造过程中，采购团队对于单一品类的供应链理解更易深入，“人货场”中组货盘的难度相比综合全品类也通常更低。所以从实践上来看，国内做品类优势的零售品牌发展速度我们预计会快于做综合品类的品牌。对于量贩零食渠道运营商而言，行业当前仍处于渗透率快速提升的阶段，渠道运营商率先抓住零食折扣化改造的时间窗口，实现背后供应链优势的价值积累。复合品类和综合品类业态目前更多处于跑模型阶段，我们预计短期对于量贩零食行业的竞争分流有限。

表 2：以量贩零食业态为代表的垂直品类折扣业态快速发展

	特点	代表业态	图片形象
垂直品类	垂直品类在供应链上相比较容易突破的，更容易规模化复制，这是零食折扣店快速爆发的重要原因	量贩零食	   

**复合品类** 需要同时进行几个品类的优化，在社区折扣店、金佰供应链上的突破难度会更高一些。 佰、巡物社

**综合品类** 在品类里精选客户需求度比较高的单品，通过优化供应链，实现高品质低价格。 山姆、Costco、盒马



资料来源：各公司官网，品牌星球，信达证券研发中心

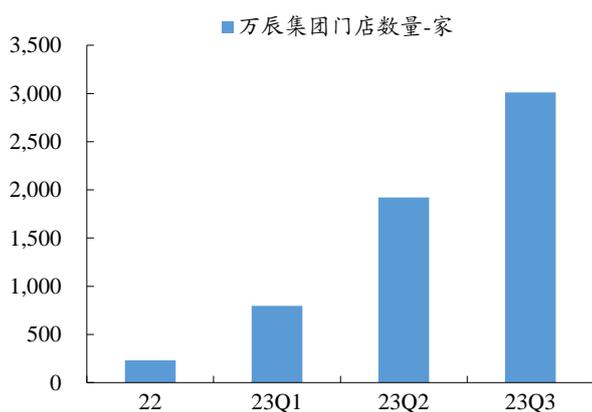
## 2. 万辰集团竞争力显著

资本市场对万辰集团的价值评估有三个担忧：第一，市场认为万辰集团通过品牌合并而来，团队融合难度高，我们认为万辰集团通过 23 年的快速开店，同时门店的盈利能力保持相对稳健，在管理能力上已经逐步向市场证明自己；第二，由于阶段性在市场拓展和仓储配送等费用投放较多，盈利能力短期质疑声较多，对标门店同一梯队的零食很忙集团，长期来看万辰集团盈利能力有望逐步提升；第三，上市公司穿透后对合资公司的持股比例为 26%，考虑到控股权溢价，以及合资公司股权存在收回预期，不能简单用 26% 计算归母净利润后来估算万辰的实际价值。

### 2.1. 团队融合逐步验证

市场质疑万辰集团的零食连锁业务由陆小馋、好想来、来优品、吡喃吡喃、老婆大人等公司合并而来，经营稳定性不高，团队来自不同的企业文化会有融合问题。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，本身对于零食行业经验丰富，其次实控人家族在介入行业初期战略眼光长远，逐步在华东/华北区域形成战略腹地，合作团队也是长时间经营下的头部品牌，在团队实力和战略腹地两个维度都处于行业领先地位。公司当前门店超过一半以上为 2023 新开门店，从结果上逐步验证团队融合的成果。优秀团队合作的背后是共同的愿景、一致的价值观以及良好的激励机制共同作用的结果，当前来看团队融合已有初步成果。

图 4：万辰集团 23 年门店数量快速提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：万辰集团目前在华东和华北具备区位优势



资料来源：公司官网、高德地图、百度地图，信达证券研发中心

## 2.2. 盈利水平取决于匹配需求的效率代际差

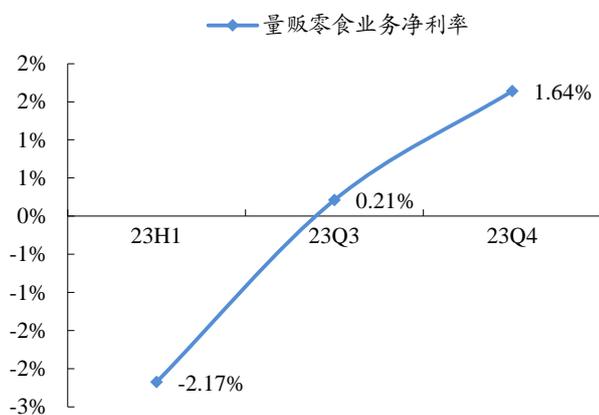
市场质疑万辰集团长期的盈利水平和弹性，我们认为，万辰集团在团队、区位布局等方面处在行业领先的水平。从零食很忙披露的数据看，零食很忙与赵一鸣在上半年整体达到了3%左右的净利率水平。而万辰集团实力同属第一梯队，23年上半年暂未盈利更多是从战略层面将费用投向了市场拓展、仓储配送、品牌宣传等方面，以此更快的实现了核心市场的区域高占。根据2023年年度业绩预告，随着公司量贩零食业务规模大幅提升，早期前置性投入的费用被摊薄，费用率显著下降，盈利能力开始释放，剔除股权激励费用，23Q4量贩零食业务的净利率为1.5-1.7%，逐步验证公司的盈利能力。我们从“零售革命”方向与头部公司的视角，更好的前端门店与更具规模的货盘组织能力，将实现更有效率的需求满足，我们预计接下来随着公司规模的持续快速增长，公司利润率有望持续提升。

表 3: 零食量贩头部品牌净利率在 3% 左右

单位-万元	零食很忙-财务信息		赵一鸣-财务信息	
	2023年6月30日	2022年12月31日	2023年6月30日	2022年12月31日
资产总额	114,602	92,845	48,402	36,165
负债总额	44,422	35,245	29,844	31,884
所有者权益	70,180	57,600	18,558	4,280
项目	2023年1-6月	2022年度	2023年1-6月	2022年度
营业收入	378,121	430,191	278,591	121,527
净利润	12,076	6,153	7,631	3,844
净利率	3.19%	1.43%	2.74%	3.16%
ROE	18.90%	-	66.83%	-

资料来源：好想你公司公告，信达证券研发中心

图 6: 万辰集团量贩零食业务净利率环比持续提升



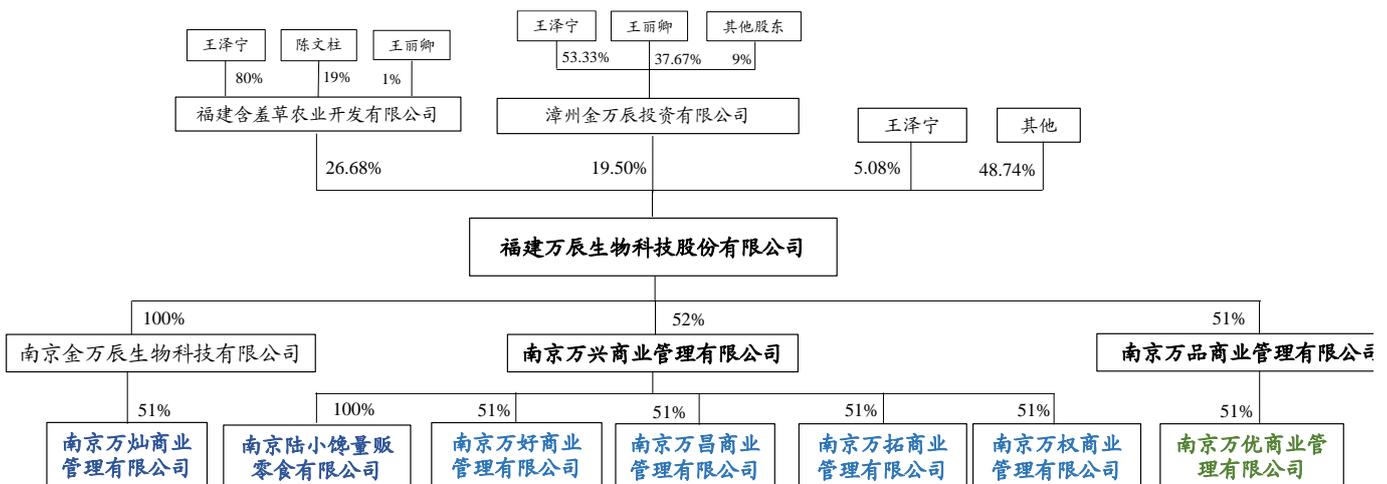
资料来源：公司公告，信达证券研发中心 备注：图中数据剔除股权激励费用，Q4净利率计算方法为：净利率预告区间中位数/量贩零食业务收入中位数

**如何看待行业竞争加剧的影响？** 市场担忧行业短期头部品牌竞争加剧，将减弱万辰集团的价值。我们认为万辰集团目前在江苏、安徽、山东等核心区域门店数量具备领先地位，门店密度对核心区域具备防御能力。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，我们预计短期的竞争不改优势区域长期的格局。

### 2.3. 含有少数股权问题的公允价值可能被低估

市场质疑万辰集团对各个零食量贩品牌实现了控股，但归属于母公司的权益约为 26%，少数股东权益无法有效估值。我们认为，在具备股权收回预期下，控股权和少数股东权益的价值不等同。其一，控股权构成对企业经营的重大影响，具有控股权溢价。其二，公司公告提到未来合资公司层面的少数股东权益若合资公司经营业绩良好，将有权收回剩余的 49% 的股权。而从保护中小股东利益的角度和一二级市场存在估值差的角度，我们认为收回少数股东权益的估值倍数预计会低于二级市场的估值倍数，所以不能简单地以 26% 计算归母净利润估算这部分控股权的价值。

图 7：万辰集团股权结构



资料来源：wind，信达证券研发中心 注：1.更新至 2023Q3；2.合资公司协议双方同意，如未来合资公司经营业绩良好，甲方的母公司或其关联方有权收购乙方持有的合资公司 49% 的股权，届时由双方另行签订股权转让协议。如对于“南京万好”，甲方指南京万兴，乙方指持有万好剩余 49% 股份的股东，其他合资公司甲乙双方指代类似。3. 上图仅列示部分重要子公司、孙公司。

从零售效率角度看量贩零食行业空间，综合考虑各零售终端对消费者满足能力，其中线上相比线下存在无法实现即时消费和购物体验的问题，而线下暂未出现更高效率的渠道替代量贩零食店，那么量贩零食业态的渗透率可先看至线上的水平（线上零食的渠道渗透率约为 15-20%），对应量贩零食店有望实现 2000 亿以上的市场规模。量贩零食作为零售渠道，规模效应显著，行业集中度预计高，头部公司凭借高品牌势能、强加盟商合作、优势门店卡位和后端供应链规模优势有望进一步提升市占率。伴随量贩零食与消费者信任关系的建立与深入，自有品牌、差异化将进一步凸显，有望进一步夯实品牌竞争优势，保障盈利能力。万辰集团为量贩零食行业的头部公司，商业模式紧扣时代趋势，优秀团队强强联合，有望在整个零食零售行业获取更大的市场份额。

表 4：零食连锁业态估值表

一级市场估值	23H1-营收	23H1-净利润	最新估值（2023 年 12 月好想你和盐津铺子产业投资）
零食很忙集团	65.67	1.97	105
二级市场估值	23E-营收	23E-净利润	市值-更新至 2024.2.8
三只松鼠	68.17	2.17	71
良品铺子	94.22	3.44	61

资料来源：wind，信达证券研发中心 备注：三只松鼠和良品铺子 23 年营收和归母净利润为 wind 一致预期

**表 5: 万辰生物盈利预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入-百万元	426	549	9452	24660	36171
营业总收入-同比	-5%	29%	1621%	161%	47%
<b>零食量贩业务</b>		67	8873	23994	35405
量贩零食-同比			13228%	170%	48%
<b>期末门店数量-家</b>		232	4500	8400	11000
单店收入-万元/家			375	372	365
食用菌-百万元	426	483	579	666	766
食用菌-同比	-5%	13%	20%	15%	15%
食用菌-净利润	24	0	(58)	32	75
零食量贩-净利润	0	(13)	(66)	548	1136
<b>净利润合计</b>	24	42	(124)	580	1211
净利率	5.71%	7.57%	-1.32%	2.35%	3.35%
少数股东损益			(49)	405	841
归母净利润	23	48	(76)	174	370

资料来源: wind, 信达证券研发中心

### 3. 风险因素

**区域市场竞争加剧。**行业当前处于快速跑马圈地的阶段,万辰生物在华东和华北具备先发和区位优势,万辰生物零食量贩的布局可见公司的战略决策力,作为上市公司,具备资源禀赋等方面的优势,若强势区域市场竞争加剧,将对单店水平有所影响,对公司进一步提升渗透率会产生压力,也将对公司的营收和盈利能力产生影响。或者行业出现全面得价格战,将对公司短期的盈利能力造成较大的稀释。

**多品牌运营能力风险。**零食量贩作为硬折扣零售业态,对于精细化运营要求高,万辰生物目前旗下拥有四大零食量贩品牌,如何持续引进人才及管理好不同的管理团队,的盈利预期是核心,若多品牌运营管理未达预期,将对公司的市场地位和盈利能力产生较大的不利影响。

**其他折扣业态的影响。**若复合品类和综合品类的折扣模型快跑通,而零食也是其重要的构成品类,那将对垂直品类折扣业态量贩零食产生影响。

**食品安全问题。**公司为渠道品牌,若发生食品安全问题将对品牌产生不利影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	302	279	2,549	4,258	6,621	
货币资金	216	115	1,207	2,098	4,107	
应收票据	1	0	16	25	35	
应收账款	8	15	85	148	154	
预付账款	0	43	277	517	657	
存货	55	100	766	1,234	1,322	
其他	21	6	198	237	347	
<b>非流动资产</b>	561	911	1,627	1,773	1,904	
长期股权投资	0	0	0	1	1	
固定资产(合计)	471	432	1,069	1,218	1,343	
无形资产	53	53	53	52	52	
其他	36	425	504	502	508	
<b>资产总计</b>	863	1,189	4,175	6,031	8,524	
<b>流动负债</b>	181	331	2,902	3,878	4,960	
短期借款	65	148	698	798	898	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	60	117	1,485	1,765	2,433	
其他	56	66	718	1,315	1,629	
<b>非流动负债</b>	30	185	635	935	1,135	
长期借款	0	111	211	311	411	
其他	30	75	425	625	725	
<b>负债合计</b>	210	517	3,537	4,813	6,096	
少数股东权益	0	4	-45	361	1,201	
归属母公司股东权益	653	668	683	857	1,227	
<b>负债和股东权益</b>	863	1,189	4,175	6,031	8,524	

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	9,452	24,660	36,171	
同比(%)	-3.4%	26.4%	1620.8%	160.9%	46.7%	
归属母公司净利润	23	48	-76	174	370	
同比(%)	-75.6%	103.7%	-258.2%	330.5%	112.6%	
毛利率(%)	10.3%	16.0%	8.4%	8.8%	9.2%	
ROE%	3.6%	7.1%	-11.1%	20.3%	30.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.31	-0.49	1.13	2.39	
P/E	200.21	98.29	—	26.96	12.68	
P/B	7.19	7.03	6.87	5.48	3.83	
EV/EBITDA	24.70	18.55	450.70	5.40	1.68	

利润表		单位:百万元				
会计年度	202	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	435	549	9,452	24,660	36,171	
营业成本	390	462	8,661	22,497	32,854	
<b>营业税金及附加</b>	3	3	38	74	109	
销售费用	2	20	435	740	940	
管理费用	24	32	444	673	846	
研发费用	2	2	3	6	7	
财务费用	4	3	5	8	11	
减值损失合计	-1	0	0	0	0	
投资净收益	2	2	5	7	7	
其他	19	13	9	12	14	
<b>营业利润</b>	30	42	-120	682	1,425	
营业外收支	-1	-1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	29	42	-120	682	1,425	
所得税	6	0	5	102	214	
<b>净利润</b>	23	42	-124	580	1,211	
少数股东损益	0	-6	-49	405	841	
<b>归属母公司净利润</b>	23	48	-76	174	370	
EBITDA	94	110	11	798	1,549	
EPS(当年)(元)	0.17	0.31	-0.49	1.13	2.39	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	99	70	848	753	1,964	
净利润	23	42	-124	580	1,211	
折旧摊销	61	65	130	115	120	
财务费用	5	4	5	8	11	
投资损失	-2	-2	-2	-5	-7	
营运资金变动	10	-42	30	37	96	
其它	1	3	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-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	
<b>筹资活动现金流</b>	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	
<b>现金流净增加额</b>	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。

**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。

**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。

**娄青丰**，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深度研究安琪酵母、天味食品，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

**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。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。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。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、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**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。

**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）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

## 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理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。