

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

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

收入验证成长，盈利持续向上

2024年7月30日

事件: 公司发布 24H1 业绩预告, 24H1 公司预计实现营收 108-112 亿元, 其中量贩零食业务收入 105-110 亿元, 菌菇业务 2-3 亿元; 单 Q2 来看, 24Q2 量贩零食业务预计实现营收 58-63 亿元(环比 24Q1+23.5%-34.2%), 24Q2 量贩零食业务净利率(剔除股权支付费用)为 2.63%-2.80%(环比 24Q1+0.13-0.3pct)。

点评:

- **量贩零食业务环比持续快速增长验证量贩零食业务模式的竞争力及公司优秀的经营能力。**市场担忧门店加密及行业竞争导致量贩零食业务进展不及预期, 实质上公司 24Q2 量贩零食业务收入环比加速增长, 单店预计环比有增长, 业务仍处于快速增长阶段。截至 24H1, 公司货币资金为 21 亿元(24Q1 为 17 亿元左右), 货币资金环比持续提升表明量贩业务稳健的现金流贡献。
- **量贩零食业务利润率环比提升, 打消市场对于行业竞争影响盈利能力的顾虑。**市场此前担忧行业竞争(开店补贴等)导致公司盈利能力提升不及预期, 24Q2 公司量贩业务的利润率环比进一步提升表明公司的经营能力及业态的规模效应。万辰目前在华东和华北等区域门店数量领先, 往后展望, 规模效应下, 公司盈利能力有望进一步提升。
- **24H1 表观归母净利润微盈利主要系股权激励费用计提及菌菇业务(主要产品金针菇销售价格同比下降幅度大)的影响。**菌菇业务为周期性行业, 我们认为将菌菇业务和量贩零食业务直接按照表观净利润估值, 会低估量贩零食业务的价值。
- **盈利预测与投资评级:** 往后展望, 我们预计 24 年公司量贩零食业务收入为 250 亿元, 量贩零食业务(剔除股权激励费用)净利润为 7 亿元, 量贩零食业务 24 年贡献归母净利润(剔除股权激励费用) 1.5-2 亿元, 此前股价回调较多, 当前市值隐含当年估值已经处于较低水位。万辰集团作为更高效率的量贩零食业态的头部品牌, 当前开店单店进展顺利, 业绩持续兑现, 我们预计公司 24-26 年每股收益为 0.72、1.63、2.23 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 区域市场竞争加剧、行业出现价格战、多品牌运营能力不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	549	9,294	25,564	35,299	41,422
增长率 YoY %	26.4%	1592.0%	175.1%	38.1%	17.3%
归属母公司净利润 (百万元)	48	-83	127	289	395
增长率 YoY %	103.6%	-273.7%	253.4%	127.5%	36.6%
毛利率%	16.0%	9.3%	10.1%	10.5%	10.8%
净资产收益率ROE%	7.1%	-12.8%	12.9%	22.6%	23.6%
EPS(摊薄)(元)	0.27	-0.47	0.72	1.63	2.23
市盈率 P/E(倍)	67.26	—	25.25	11.10	8.12
市净率 P/B(倍)	4.81	4.98	3.25	2.51	1.92

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年7月29日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	279	2,349	3,972	5,871	8,148	
货币资金	115	1,210	1,631	3,489	5,379	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	15	27	44	54	61	
预付账款	43	248	575	695	739	
存货	100	733	1,501	1,395	1,684	
其他	6	131	222	237	284	
非流动资产	922	1,576	2,273	2,429	2,551	
长期股权投资	0	0	0	0	1	
固定资产(合计)	432	851	1,191	1,321	1,436	
无形资产	53	61	60	60	59	
其他	437	665	1,022	1,048	1,055	
资产总计	1,201	3,925	6,246	8,300	10,698	
流动负债	331	2,640	3,753	4,441	5,204	
短期借款	148	511	661	811	961	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	117	943	1,355	1,541	1,846	
其他	66	1,186	1,737	2,089	2,397	
非流动负债	197	589	1,039	1,339	1,539	
长期借款	111	148	248	348	448	
其他	87	441	791	991	1,091	
负债合计	529	3,230	4,792	5,780	6,743	
少数股东权益	4	50	465	1,242	2,282	
归属母公司股东	668	645	989	1,278	1,673	
负债和股东权益	1,201	3,925	6,246	8,300	10,698	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	549	9,294	25,564	35,299	41,422	
同比(%)	26.4%	1592.0	175.1	38.1%	17.3%	
归属母公司净利润	48	-83	127	289	395	
同比(%)	103.6	-	253.4	127.5	36.6%	
毛利率(%)	16.0%	9.3%	10.1%	10.5%	10.8%	
ROE%	7.1%	-12.8%	12.9%	22.6%	23.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.27	-0.47	0.72	1.63	2.23	
P/E	67.26	—	25.25	11.10	8.12	
P/B	4.81	4.98	3.25	2.51	1.92	
EV/EBITDA	18.55	38.69	4.34	1.30	0.18	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	549	9,294	25,564	35,299	41,422	
营业成本	462	8,430	22,982	31,596	36,954	
营业税金及附加	3	21	54	64	66	
销售费用	20	434	1,023	1,228	1,408	
管理费用	32	445	882	1,080	1,123	
研发费用	2	3	8	8	9	
财务费用	3	29	6	9	12	
减值损失合计	0	-6	0	0	0	
投资净收益	2	0	13	18	21	
其他	13	-1	15	17	16	
营业利润	42	-76	637	1,350	1,888	
营业外收支	-1	-8	0	0	0	
利润总额	42	-85	637	1,350	1,888	
所得税	0	61	96	283	453	
净利润	42	-146	542	1,066	1,435	
少数股东损益	-6	-63	415	777	1,039	
归属母公司净利润	48	-83	127	289	395	
EBITDA	110	148	765	1,467	2,009	
EPS(当年)(元)	0.31	-0.54	0.72	1.63	2.23	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	70	1,023	430	1,681	1,783	
净利润	42	-146	542	1,066	1,435	
折旧摊销	65	192	134	125	130	
财务费用	4	29	6	9	12	
投资损失	-2	-2	0	-13	-18	
营运资金变动	-42	928	-240	498	227	
其它	3	21	0	0	0	
投资活动现金流	-294	-207	-819	-264	-231	
资本支出	-316	-201	-801	-261	-251	
长期投资	20	-5	0	0	0	
其他	2	0	-17	-2	21	
筹资活动现金流	123	222	804	441	338	
吸收投资	10	21	210	0	0	
借款	194	400	250	250	250	
支付利息或股息	-39	-15	-6	-9	-12	
现金流净增加额	-101	1,039	415	1,858	1,890	

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。

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（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

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（深入研究贵州茅台、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（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深入研究东鹏饮料）。

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（深入研究华润啤酒、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15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	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。