

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	87.20
总股本/流通股本(亿股)	1.80 / 1.56
总市值/流通市值(亿元)	157 / 136
52 周内最高/最低价	87.20 / 18.02
资产负债率(%)	82.3%
市盈率	-161.63
第一大股东	福建含羞草农业开发有 限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

万辰集团(300972)

零食量贩赛道高歌猛进，看好业绩长期增长

● 投资要点

万辰集团在 2024 年表现出强劲的发展势头，旗下来优品省钱超市首家门店于 2025 年 1 月 10 日在合肥武里山天街盛大开业，标志着万辰在零食量贩行业进一步的创新尝试。随着量贩零食业务的持续扩展和市场份额的提升，公司有望在未来继续保持高速增长。

积极探索业务转型，入局量贩零食业态。万辰集团成立于 2011 年，最初专注于食用菌的研发和工厂化培育，主要产品包括金针菇、蟹味菇等，成为国内领先的食用菌企业之一，在福建漳州和江苏南京设有生产基地。2021 年，公司在深交所上市，开始探索食品业务方向。2022 年 8 月，万辰集团收购了零食工坊部分资产，正式进入量贩零食市场，这一举措标志着公司的战略转型，从专注于食用菌向多元化零售业务发展。同年公司成立了南京万兴，推出了自有品牌“陆小馋”，并开始整合旗下多个零食品牌，包括“好想来”、“来优品”等，以增强市场竞争力。2023 年，公司将旗下品牌“好想来”、“来优品”、“叮嘀叮”和“陆小馋”合并为统一品牌“好想来品牌零食”，以增强品牌认知度和市场竞争力。

公司加速量贩零食业务布局，净利率稳步提升。公司 2024 年前三季度实现营收 206.13 亿元，同比+320.63%，实现归母净利润 0.84 亿元，同比+248.64%，扣非归母净利润 0.76 亿元，同比+221.48%，其中 24Q3 实现营收 96.98 亿元，同比+261.32%，归母净利润 0.83 亿元，同比+263.06%，扣非归母净利润 0.79 亿元，同比+246.85%。2024 年 Q1-Q3 量贩业务分别实现单季度收入 46.95/59.79/95.54 亿元，剔除股份支付费用影响后量贩业务单季度净利率分别为 2.5%/2.72%/2.73%，业务净利率稳步提升，截至 2024 年半年度门店总数 6638 家，三季度经销商开店情绪浓厚，单三季度收入环比迅速提升，截至年末预计将达到万店规模。

零食量贩市场竞争格局初定，未来 1-2 年具备较大开店空间。我国零食量贩市场经历了 2-3 年快速开店后逐渐形成了两强格局，2024 年下半年以来行业集中度提升明显，头部品牌维持高速开店，中尾部品牌或是转变竞争策略、或是关店止损，我们于此前提零食折扣行业深度报告中测算过行业合理开店天花板为 8-10 万家，万辰集团作为龙头企业仍具备较大开店空间。由于零食量贩行业正处于快速开店阶段，公司积极拓店抢占市场份额，门店数量增加的同时着眼于门店模型的持续打磨、升级，未来在定制化产品、自有品牌等诸多方式带动店效持续提升。

公司目前处于高速发展期、诸多费用前置影响下毛利率、净利率处于合理水平，未来随着业态发展稳定、规模效应显现后利润率将进一步提升。2024 年上半年来看量贩业务毛利率达到 10%以上、经营净

利率稳定在 2-3%，在量贩业态中表现优异，由于业态特殊性，仓储物流费用需前置建设，为后续全国开店奠定基础，前置费用摊销后期费用率将有下降空间，长期来看量贩业务净利率将有较大提升空间。

此前收回部分少数股东权益，对子公司具备较强把控力度。8月15日公司拟以 2.94 亿元收购南京万好 49%的股权，本次收购完成后公司通过直接持股及间接持股合计持有南京万好 75.52%的股权，本次收回少数股权提高控股股权比例，同时可增厚归母净利润，彰显公司对子公司的协同与管控力。

● 盈利预测与投资评级

我们预计 2024 年-2026 年公司实现营业收入 302.54/495.77/564.68 亿元，同比+225.53%/+63.87%/+13.9%，预计 2024 年-2026 年公司实现归母净利润 2.03/5.68/7.54 亿元，同比+345.07%/179.58%/+32.68%，对应三年 EPS 分别为 1.13/3.16/4.19 元，对应当前股价 PE 分别为 80/29/22 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；需求复苏不及预期的风险；成本波动的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9294	30254	49577	56468
增长率(%)	1592.03	225.53	63.87	13.90
EBITDA（百万元）	42.87	1411.70	2679.58	3463.48
归属母公司净利润（百万元）	-82.93	203.23	568.18	753.85
增长率(%)	-273.72	345.07	179.58	32.68
EPS（元/股）	-0.46	1.13	3.16	4.19
市盈率（P/E）	-196.45	80.16	28.67	21.61
市净率（P/B）	25.24	17.13	13.07	9.94
EV/EBITDA	153.06	12.11	6.34	4.80

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	9294	30254	49577	56468	营业收入	1,592.0%	225.5%	63.9%	13.9%
营业成本	8430	26623	43211	49105	营业利润	-281.3%	1,705.0%	106.5%	32.3%
税金及附加	21	155	254	289	归属于母公司净利润	-273.7%	345.1%	179.6%	32.7%
销售费用	434	1301	2082	2146	获利能力				
管理费用	445	908	1487	1581	毛利率	9.3%	12.0%	12.8%	13.0%
研发费用	3	6	5	6	净利率	-0.9%	0.7%	1.1%	1.3%
财务费用	29	24	-2	-18	ROE	-12.8%	21.4%	45.6%	46.0%
资产减值损失	-6	-12	-10	-11	ROIC	-9.3%	49.2%	108.3%	128.1%
营业利润	-76	1227	2533	3351	偿债能力				
营业外收入	2	8	0	1	资产负债率	82.3%	85.7%	81.9%	75.0%
营业外支出	10	3	8	1	流动比率	0.89	1.06	1.16	1.28
利润总额	-85	1232	2525	3350	营运能力				
所得税	61	554	631	838	应收账款周转率	345.10	62.14	62.14	62.14
净利润	-146	677	1894	2513	存货周转率	11.50	6.73	6.73	6.73
归母净利润	-83	203	568	754	总资产周转率	2.37	2.93	2.90	2.69
每股收益(元)	-0.46	1.13	3.16	4.19	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.46	1.13	3.16	4.19
货币资金	1210	3100	6342	9064	每股净资产	3.59	5.28	6.92	9.10
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	27	518	848	966	PE	-196.45	80.16	28.67	21.61
预付款项	248	1066	1747	1990	PB	25.24	17.13	13.07	9.94
存货	733	3958	6423	7299	现金流量表				
流动资产合计	2349	8915	15810	19831	净利润	-146	667	1890	2503
固定资产	1370	1241	1113	984	折旧和摊销	98	156	156	131
在建工程	1	1	1	1	营运资本变动	780	1582	1579	545
无形资产	61	59	57	55	其他	197	43	4	-4
非流动资产合计	1576	1419	1263	1132	经营活动现金流净额	929	2449	3629	3175
资产总计	3925	10334	17073	20963	资本开支	-158	0	0	0
短期借款	511	0	0	0	其他	-48	-9	-2	-4
应付票据及应付账款	943	4609	7480	8501	投资活动现金流净额	-207	-9	-2	-4
其他流动负债	1186	3779	6138	6962	股权融资	60	200	0	0
流动负债合计	2640	8387	13618	15463	债务融资	694	-629	-114	-105
其他	589	471	357	252	其他	-532	-121	-271	-344
非流动负债合计	589	471	357	252	筹资活动现金流净额	222	-550	-384	-449
负债合计	3230	8858	13976	15715	现金及现金等价物净增加额	945	1890	3243	2722
股本	155	172	172	172					
资本公积金	364	546	546	546					
未分配利润	127	232	528	920					
少数股东权益	50	525	1850	3609					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	696	1476	3097	5248					
负债和所有者权益总计	3925	10334	17073	20963					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048