

万辰集团 (300972.SZ)

24 年如期兑现，25 年势能延续

公司发布 24 年业绩预告，24 年收入预计 300-340 亿/同比+223%~266%，全年归母净利 2.4-3.0 亿/上年同期为-0.8 亿，全年扣非归母净利为 2.1~2.7 亿/上年同期为-0.8 亿，收入及利润表现均符合预期。量贩零食持续高速增长，份额加速头部集中；公司多维度能力领先，龙头地位稳固，预计份额持续提升，利润逐步兑现；叠加未来少数股权收回继续打开市值空间。维持“强烈推荐”评级。

□Q4 表现符合预期，24 年业绩兑现。公司 2024 年收入 300-340 亿/同比+223%~266%，拆分得 Q4 收入为 93.9~133.9 亿/+114%~205%；全年归母净利润 2.4-3.0 亿/上年同期为-0.8 亿；拆分得 Q4 归母净利为 1.26~2.16 亿/上年同期为-0.26 亿；全年扣非归母净利为 2.1~2.7 亿/上年同期为-0.8 亿，拆分得 Q4 扣非归母净利为 1.34~1.94 亿/上年同期为-0.21 亿。2024 年量贩零食业务表现亮眼，持续高速开店带动收入高速增长，净利率持续兑现；食用菌业务下半年价格有所回暖，预计全年亏损额低于预期；整体看，公司 24Q4 各项表现均符合预期，业绩如期兑现。

□量贩零食：收入延续高增长，Q4 净利率表现稳健。1) 收入：24 全年量贩零食收入 300~330 亿/+242.5%~276.8%；拆分得 Q4 收入为 97.7~127.7 亿/+129%~199%，预计表现好于中值。2) 净利率：剔除股份支付后 24 年量贩零食净利为 7.9~8.8 亿，对应净利率 2.50%~2.75%；拆分得 Q4 净利为 2.5~3.4 亿，我们预计表现好于中值，公司净利率在高速开店+前置费用+品牌、数字化等投入下表现依然稳健。

□地图统计，公司 Q4 持续高速拓店，预计 2025 年成长势能延续。据我们地图口径统计，24 年末公司地图口径门店数达到 1.46w，据经验地图口径接近于签约口径，因此预计 2025 年门店数超过 1.5w 家的概率较高；同时公司 Q4 地图口径净增门店约 2261 家，高于鸣鸣很忙的 1866 家，开店速度大幅领先于腰尾部品牌亦领先于很忙系，份额持续提升，预计公司 25 年成长势能延续。

□投资建议。量贩零食行业持续高速增长，行业份额加速向头部集中；公司量贩零食龙头地位稳固，预计份额持续提升；同时强势产业链地位+前置费用持续消化+规模扩张下，预计公司净利率向上有弹性；叠加未来少数股权收回打开市值空间，新店型省钱超市的发展值得期待。预计公司 2024E/25E/26E 归母净利分别为 2.7/6.3/7.8 亿，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：拓店不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险等

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	549	9294	32589	51986	58286
同比增长	29%	1592%	251%	60%	12%
营业利润(百万元)	42	(76)	815	1822	2261
同比增长	39%	-281%	-1166%	124%	24%
归母净利润(百万元)	48	(83)	271	627	778
同比增长	97%	-274%	-426%	132%	24%
每股收益(元)	0.27	-0.46	1.50	3.48	4.32
PE	379.8	-218.8	67.0	28.9	23.3
PB	27.1	28.1	15.3	10.0	7.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

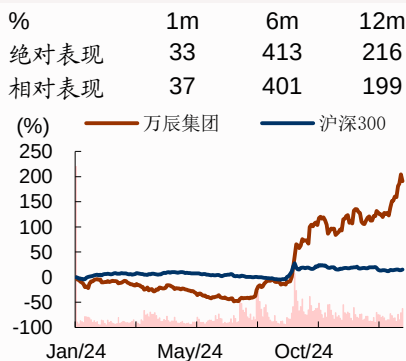
消费品/商业

当前股价：100.79 元

基础数据

总股本(百万股)	180
已上市流通股(百万股)	156
总市值(十亿元)	18.1
流通市值(十亿元)	15.7
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	6.3
资产负债率	81.5%
主要股东	福建含羞草农业开发有限公司
主要股东持股比例	22.81%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《万辰集团(300972)一拓店加速，收入高增，盈利持续兑现》
2024-10-29
- 2、《万辰集团(300972)一业绩持续兑现，少数股权收回进程超预期》
2024-08-19
- 3、《万辰集团(300972)一收入超高速增长，净利率稳步向上》
2024-07-30

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	279	2349	5509	9022	11531
现金	115	1210	1590	2829	4587
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	15	27	54	87	97
其它应收款	4	118	415	662	742
存货	100	733	2537	4003	4488
其他	45	261	913	1441	1616
非流动资产	911	1576	1645	1705	1758
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	432	851	936	1010	1074
无形资产商誉	53	61	55	49	44
其他	425	665	654	646	640
资产总计	1189	3925	7154	10728	13290
流动负债	331	2640	4950	7066	7819
短期借款	148	511	162	0	0
应付账款	117	943	3299	5206	5837
预收账款	9	170	594	937	1050
其他	57	1017	895	923	932
长期负债	185	589	589	589	589
长期借款	111	148	148	148	148
其他	75	441	441	441	441
负债合计	517	3230	5539	7655	8409
股本	154	155	180	180	180
资本公积金	305	364	606	606	606
留存收益	210	127	397	1024	1802
少数股东权益	4	50	432	1263	2294
归属于母公司所有者权益	668	645	1183	1810	2587
负债及权益合计	1189	3925	7154	10728	13290

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	70	1023	820	1577	1918
净利润	42	(146)	652	1458	1809
折旧摊销	61	98	129	138	146
财务费用	4	29	23	(4)	(21)
投资收益	(2)	(0)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(35)	1041	(6)	(37)	(10)
其它	0	1	42	41	14
投资活动现金流	(294)	(207)	(180)	(180)	(180)
资本支出	(316)	(219)	(200)	(200)	(200)
其他投资	22	12	20	20	20
筹资活动现金流	123	222	(260)	(158)	21
借款变动	113	(99)	(505)	(162)	0
普通股增加	0	1	25	0	0
资本公积增加	1	59	242	0	0
股利分配	(34)	0	0	0	0
其他	42	261	(23)	4	21
现金净增加额	(101)	1039	380	1239	1759

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	549	9294	32589	51986	58286
营业成本	462	8430	29486	46528	52166
营业税金及附加	3	21	74	117	132
营业费用	20	434	1108	1742	1941
管理费用	32	445	1092	1783	1807
研发费用	2	3	12	19	21
财务费用	3	29	23	(4)	(21)
资产减值损失	(2)	(15)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	15	7	20	20	20
投资收益	2	0	0	0	0
营业利润	42	(76)	815	1822	2261
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	1	10	0	0	0
利润总额	42	(85)	815	1822	2261
所得税	0	61	163	364	452
少数股东损益	(6)	(63)	381	831	1031
归属于母公司净利润	48	(83)	271	627	778

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	29%	1592%	251%	60%	12%
营业利润	39%	-281%	-1166%	124%	24%
归母净利润	97%	-274%	-426%	132%	24%
获利能力					
毛利率	16.0%	9.3%	9.5%	10.5%	10.5%
净利率	8.7%	-0.9%	0.8%	1.2%	1.3%
ROE	7.2%	-12.6%	29.6%	41.9%	35.4%
ROIC	5.3%	-6.6%	39.0%	56.5%	43.4%
偿债能力					
资产负债率	43.5%	82.3%	77.4%	71.4%	63.3%
净负债比率	23.7%	20.7%	4.3%	1.4%	1.1%
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	3.6	5.9	5.8	4.9
存货周转率	5.9	20.2	18.0	14.2	12.3
应收账款周转率	45.6	448.0	802.0	737.0	634.0
应付账款周转率	5.2	15.9	13.9	10.9	9.4
每股资料(元)					
EPS	0.27	-0.46	1.50	3.48	4.32
每股经营净现金	0.39	5.68	4.56	8.76	10.66
每股净资产	3.71	3.59	6.57	10.05	14.38
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	379.8	-218.8	67.0	28.9	23.3
PB	27.1	28.1	15.3	10.0	7.0
EV/EBITDA	170.5	454.8	18.3	9.0	7.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。