

2025 年 02 月 28 日

万辰集团 (300972.SZ)

投资评级：买入（首次）

——转型零食量贩，开启增长新纪元

证券分析师

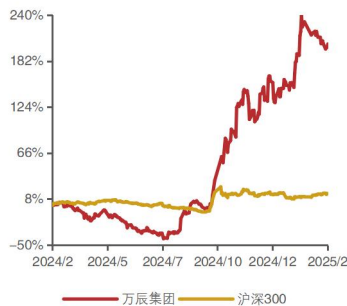
丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 02 月 27 日

收盘价（元）	94.16
一年内最高/最低（元）	108.00/17.69
总市值（百万元）	16,947.84
流通市值（百万元）	14,666.19
总股本（百万股）	179.99
资产负债率（%）	81.54
每股净资产（元/股）	5.09

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **零食量贩行业处于快速扩张期，份额向头部集中。**得益于高性价比零售本质，在当前消费降级背景下，零食量贩行业快速增长，预计至 2027 年行业规模可达 1547 亿，2019–2027 年 CAGR 达 28%，目前全国零食量贩门店合计 26000+家，竞争格局上，很忙系与万辰系遥遥领先，零食有鸣/糖巢/零食优选紧随其后，呈现“两超多强”格局，地区维度上，北方市场由于布局较晚，当前处于圈地跑马阶段，仍有较多空白市场待挖掘，具备先发优势的企业后续可获较大市场份额，预计未来市场份额持续向头部集中。
- **市场份额持续提升，供应链建设行业领先。**公司作为零食量贩头部企业，前期通过快速整合区域知名零食量贩品牌切入零食量贩赛道，目前在江苏与安徽基地市场地位稳固，凭借江苏和安徽紧邻人口大省河南和山东的地理优势，较早向两地布局，具备先发优势并持续向周边扩展，目前已在山东、山西、河南和河北四省已经形成了一定规模，未来持续加密并继续向周边北方市场辐射而获广阔份额。供应链建设上，公司仓配布局行业领先，拥有超 50 万平现代化物流仓与数字化供应链系统、31 个仓储中心，仓储辐射能力达 7000+门店，并持续发力供应链建设，未来随着门店密度提升供应链效益有望不断显现。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年实现营业收入 309.5/489.8/599.8 亿元，同比增速为分别为 233.1%/58.3%/22.5%，当前股价对应的 PS 分别为 0.5/0.3/0.3 倍。我们选取与其业务模式相近的零食连锁公司良品铺子、三只松鼠做比较，对比相关公司估值水平，2025 年行业可比公司平均 PS 为 0.8 倍，公司 PS 为 0.3 倍，低于行业平均水平，公司考虑到公司作为零食量贩行业唯一上市标的稀缺性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：拓店速度不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险**

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	549	9,294	30,953	48,985	59,985
同比增长率（%）	29.08%	1,592.03%	233.05%	58.25%	22.46%
归母净利润（百万元）	48	-83	254	526	886
同比增长率（%）	96.74%	-273.61%	406.72%	106.74%	68.52%
每股收益（元/股）	0.27	-0.46	1.41	2.92	4.92
ROE（%）	7.15%	-12.85%	22.03%	31.29%	34.53%
市盈率（P/E）	354.81	-204.37	66.63	32.23	19.12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2024–2026 年实现营业收入 309.5/489.8/599.8 亿元，同比增速为分别为 233.1%/58.3%/22.5%，归母净利润 2.5/5.3/8.9 亿元，当前股价对应 PS 分别为 0.5/0.3/0.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

零食量贩业务：公司目前北方市场处于加速圈地跑马阶段，南方市场仍有加密空间，整体看开店天花板仍高，故我们假设 2024–2026 年公司门店数量达到 10000、13500、16000 家。公司 2023 年全年对应单店年收入为 432 万，随着市场的逐步加密以及竞争加剧对店销有所稀释，故我们假设 2024–2026 年平均单店年收入为 445、425、410 万，对应 2024–2026 年零食量贩业务收入 304.2/484.5/594.5 亿元，对应增速为 247.3%/59.3%/22.7%。

食用菌业务：随着公司目前重心转移至零食量贩业务，目前已有剥离该业务的预期，故我们假设 2024–2026 年食用菌业务增速为 0%/0%/0%。

毛利率：公司零食量贩业务处于快速发展期，门店快速扩张以抢占市场，前期毛利率较低，随着公司门店规模不断扩大、规模效应显现下毛利率或有所提升，预计 2024–2026 年公司毛利率为 11.3%/11.8%/13.3%。

期间费用率：公司费用主要投向零食量贩业务，前期公司门店快速扩张下，销售费用投放较大，未来随着门店扩张速度放缓，市场地位逐渐稳固，规模效应下费用率有望得以摊薄，预计 2024–2026 年期间费用率为 7.4%/7.5%/7.5%，同比–2.4pct/+0.1pct/+0.0pct。

投资逻辑要点

公司目前所在零食量贩行业处在快速发展阶段，市场空间广阔，门店数量尚未饱和，公司作为行业“两超”之一，凭借早期布局山东、河南等北方市场的先发优势，目前已具规模并持续渗透北方各地，叠加公司拥有行业领先仓配布局的优势下持续完善供应链建设，规模效应与经营效率提升下市场份额有望持续提升。

核心风险提示

拓店速度不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险。

内容目录

1. 起家食用菌、转型零食量贩	5
2. 行业快速扩张、格局两超多强	7
3. 市场份额持续提升，供应链建设领先	8
3.1. 门店扩张高效稳健，市场份额持续提升	8
3.2. 选品采购体系完善，供应链建设行业领先	10
4. 盈利预测与评级	11
4.1. 收入拆分与盈利预测	11
4.2. 估值与投资评级	12
5. 风险提示	13

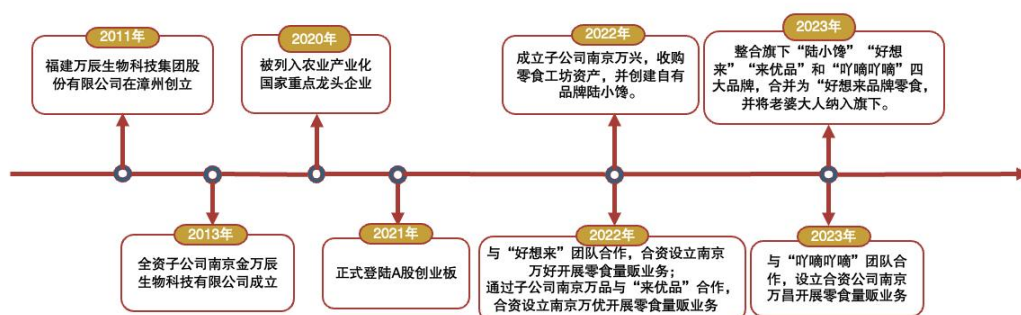
图表目录

图表 1： 公司发展历程	5
图表 2： 公司与“好想来”、“来优品”以及“叮嘀叮嘀”合资开展合作	5
图表 3： 转型后公司收入大幅提升	6
图表 4： 2023 年公司零食量贩业务占比超 90%	6
图表 5： 2024H1 零食量贩业务毛利率为 11%	6
图表 6： 零食量贩业务销售净利率持续提升	6
图表 7： 公司为家族企业，股权集中稳定	7
图表 8： 公司管理层零食行业管理经验丰富	7
图表 9： 2020 年后我国人均消费支出有所波动	8
图表 10： 2019–2027 零食量贩行业 CAGR 为 28%	8
图表 11： 很忙系与万辰系较其他品牌拉开差距	8
图表 12： 公司门店主要集中在华东地区	9
图表 13： 公司单店模型优秀	9
图表 14： 好想来每月扩张速度为 900 家	10
图表 15： 好想来门店开店成功率达 92%	10
图表 16： 公司战略合作各大餐饮头部品牌	10
图表 17： 公司仓储面积行业领先（万平）	11
图表 18： 2025 年公司仓储可辐射超 12000 家门店（家）	11
图表 19： 万辰集团收入拆分及预测（百万元）	11
图表 20： 万辰集团毛利率、费用率	12
图表 21： 可比公司估值表	13

1. 起家食用菌、转型零食量贩

公司成立于 2011 年，位于福建漳州，原名万辰生物，主要经营金针菇等食用菌业务，为农业产业化国家重点龙头企业，并于 2021 年成功上市。公司从 2022 年开始布局零食量贩领域，推出自有品牌“陆小馋”，并与“好想来”、“来优品”以及“吖嘀吖嘀”团队通过建立合资公司开展合作，2023 年公司为进一步加强其在量贩零食行业地位，将旗下四品牌整合统一为“好想来品牌零食”，同时收购了“老婆大人”，壮大其零食量贩板块。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

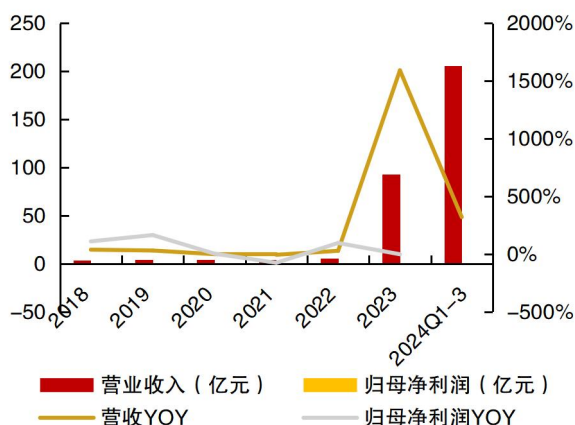
图表 2：公司与“好想来”、“来优品”以及“吖嘀吖嘀”合资开展合作

品牌	总部	股权关系
陆小馋	江苏南京	2022 年 8 月通过设立子公司南京万兴，创立“陆小馋”零食量贩品牌
好想来	江苏泰州	2022 年 11 月，与“好想来”团队合作，通过子公司南京万兴合资设立南京万好开展零食量贩业务，其中南京万兴持股 51%； 2024 年 8 月，公司回收少数股东股权后，公司通过直接与间接持股合计持有南京万好 75.52% 的股权，南京万兴持有 100% 南京好想来股权。
来优品	安徽合肥	2022 年 12 月，与“来优品”合作，通过子公司南京万品合资设立南京万优开展零食量贩业务，其中南京万品持股 51%
吖嘀吖嘀	江西南昌	2023 年 4 月与“吖嘀吖嘀”团队合作，设立合资公司南京万昌，南京万兴持股 51%

资料来源：Wind，华源证券研究所

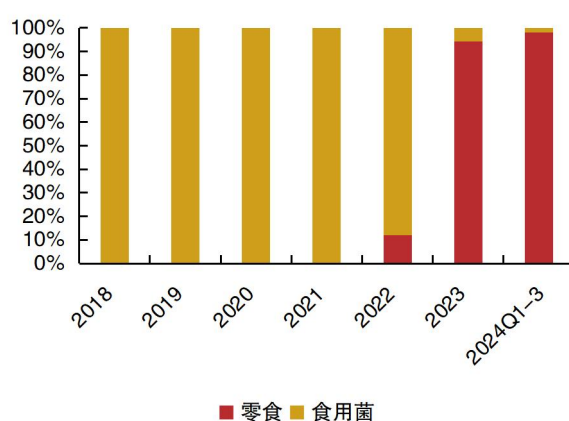
转型后营收高增，盈利能力逐渐改善。公司过往食用菌业务年收入体量 4-5 亿元，2022 年布局零食量贩后，收入大幅提升，2023 营业收入达 93 亿，同比增速 1592%，其中零食业务营收为 88 亿，占比超 90%，2024Q1-3 营收 206.13 亿元，零食收入 202.28 亿，预计零食业务继续带动 2024 全年营收迈向新台阶。盈利方面，公司前期零食量贩业务刚起步，规模与经营效率有待提升，且前期费用投入较大，致使盈利承压，随着业务稳步发展，规模效应初步显现，叠加经营效益优化，2024H1 零食量贩业务毛利率已提升至 10.87%，2024Q2 销售净利率由负转正至 2.7%。

图表 3：转型后公司收入大幅提升



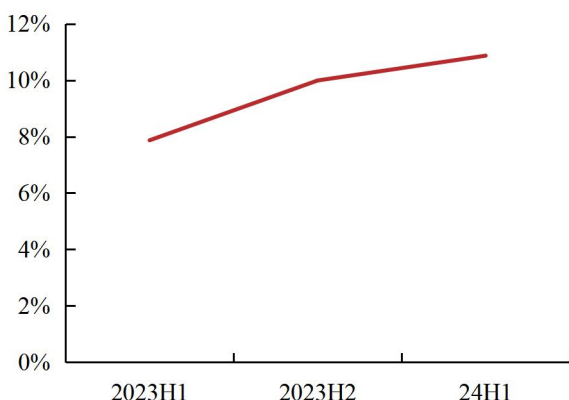
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：2023 年公司零食量贩业务占比超 90%



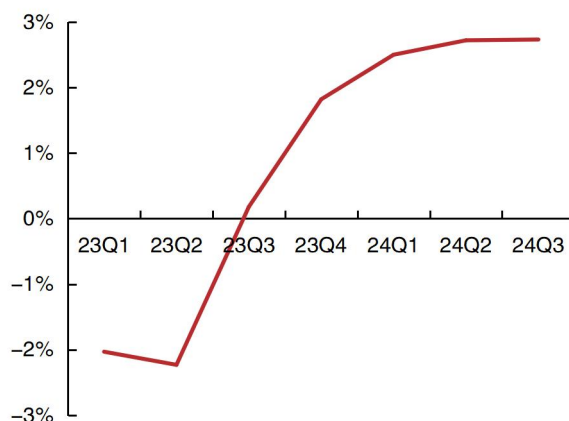
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：2024H1 零食量贩业务毛利率为 11%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

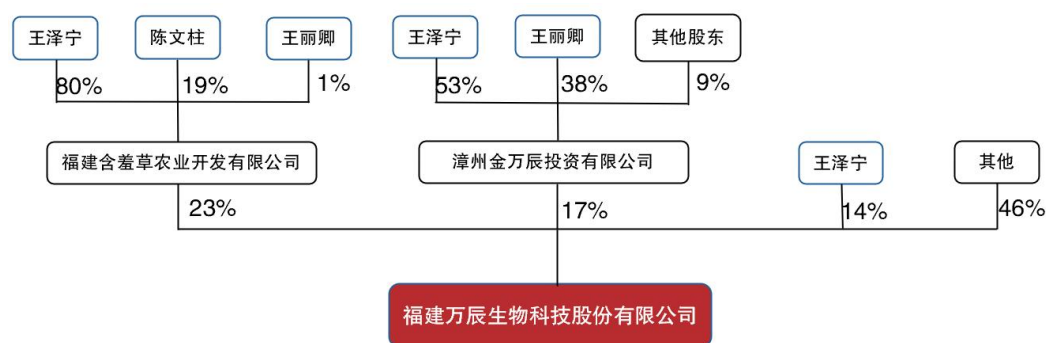
图表 6：零食量贩业务销售净利率持续提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

股权集中稳定，管理层经验丰富。公司为家族企业，根据公司公告，王泽宁、王丽卿、陈文柱共同实控福建含羞草、漳州金万辰两家公司，王健坤、林该春与王泽宁分别为父子关系、母子关系，构成一致行动关系，四人合计控制公司股份 53.98%。从管理层履历看，公司董事长王健坤与董事林该春深耕零食行业多年，旗下有含羞草食品集团、零食工坊两大零食品牌，具备丰富零食行业管理经验。

图表 7：公司为家族企业，股权集中稳定



资料来源：Wind，华源证券研究所（截止 2025 年 1 月）

图表 8：公司管理层零食行业管理经验丰富

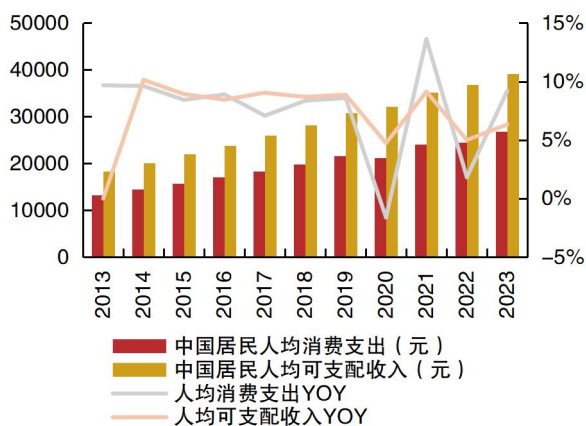
姓名	职务	履历
王健坤	董事长、董事	现任江苏省政协委员，福建农业开发执行董事，南京含羞草食品执行董事兼总经理，南京金万辰执行董事，东方国际（香港）股份有限公司董事，零食工坊董事，万辰生物董事长。
林该春	董事	现任南京含羞草食品执行董事，漳州含羞草食品执行董事兼经理，福建东方食品执行董事，江苏含羞草农业有限公司执行董事兼总经理，零食工坊董事长，南京万兴执行董事，漳州陆小饯执行董事，南京陆小饯执行董事，万辰生物董事。
王丽卿	董事、总经理	现任公司董事，总经理，南京金万辰总经理。曾任福建东方食品副总经理，漳州含羞草食品总经理，福建海丽天食品执行董事兼总经理，漳州金万辰投资有限公司执行董事兼总经理。
王泽宁	董事、副总经理	现任公司董事，副总经理，南京万兴总经理，南京万品总经理，南京陆小饯总经理，漳州陆小饯经理。曾任江苏含羞草执行董事兼总经理。
陈文柱	董事	现任公司董事，福建农业开发经理。曾任南京含羞草采购经理，江苏含羞草董事，福建农开发执行董事。
蔡冬娜	副总经理	现任万辰生物副总经理，财务总监，董事会秘书。曾任漳州信德士集团有限公司财务经理，福建东方食品财务经理，财务总监。

资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 行业快速扩张、格局两超多强

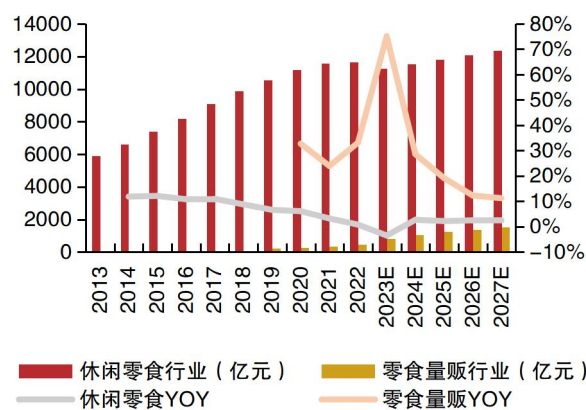
休闲零食行业增速放缓，零食量贩快速扩张。过往零食行业随人均消费增长而扩张，2022 年以来，在消费降级背景下零食消费降级趋势亦明显，零食作为可选消费，其尝鲜性与冲动即时性属性明显，消费者对零食价格更为敏感，预计零食行业整体 2022–2027 年增速有所放缓，根据艾媒咨询测算，2024 年我国零食行业规模 1.16 万亿，到 2027 年将达到 1.24 万亿，2024 年–2027 年 CAGR 为 2.3%。而作为休闲零食市场的新兴渠道，本轮零食量贩兴起主因高性价比的零售本质，目前呈高速扩张趋势，预计至 2027 年行业规模可达 1547 亿，2019–2027 年 CAGR 达 28%。

图表 9：2020 年后我国人均消费支出有所波动



资料来源：Wind，华源证券研究所

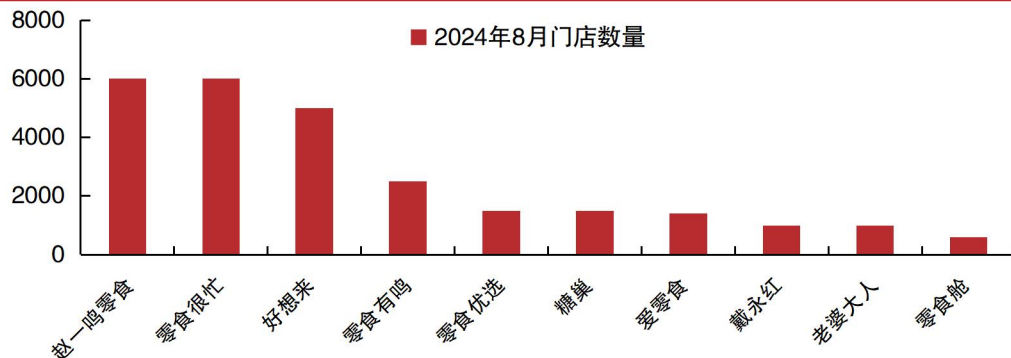
图表 10：2019-2027 零食量贩行业 CAGR 为 28%



资料来源：艾媒咨询，华源证券研究所

全国门店破两万，行业呈现“两超多强”。根据艾媒咨询数据，截至 2023 年 10 月，中国零食集合店门店数量已经突破 2.2 万家，其中门店数 5000 家以上有很忙系（零食很忙和赵一鸣）与万辰系（好想来品牌与老婆大人），合计占比超 65%，门店数在 1000-5000 家多为地区强势品牌如零食有鸣、糖巢等，呈现明显的“两超多强”格局。

图表 11：很忙系与万辰系较其他品牌拉开差距



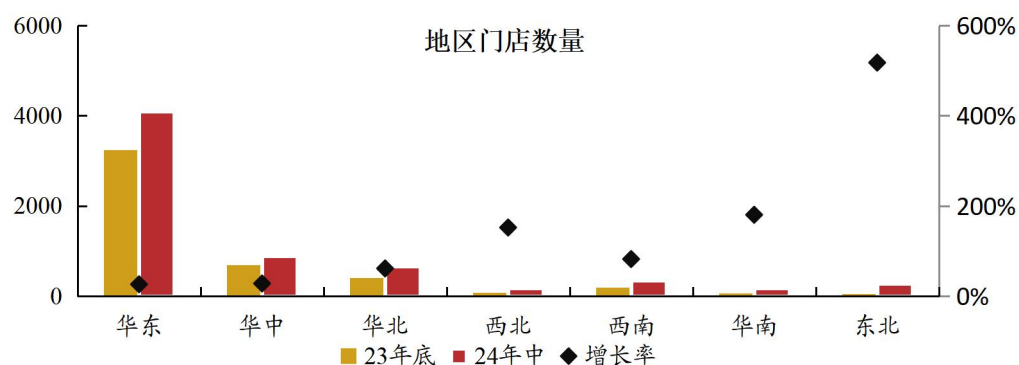
资料来源：艾媒咨询，华源证券研究所（注：门店数均为大致数量，非准确数据）

3. 市场份额持续提升，供应链建设领先

3.1. 门店扩张高效稳健，市场份额持续提升

基地市场稳固，北方市场增长明显。得益于原有品牌“好想来”与“来优品”在江苏与安徽的领先地位，公司合并旗下四品牌后，在华东基础市场地位稳固，24 年中门店数量相较于 2023 年底净增长 848 家至 4093 家。2024 上半年在东北、西北、华南地区相较于 2023 年底均实现一倍以上增长，东北地区增长 5 倍。考虑到北方市场目前处在快速发展期，且北方地区发展相较当下竞争激烈的南方市场晚，叠加北方市场未有本土品牌，我们预计其仍有较大空间，公司未来有望凭借市场优势持续加密北方市场而获广阔份额。

图表 12：公司门店主要集中在华东地区



资料来源：Wind，华源证券研究所

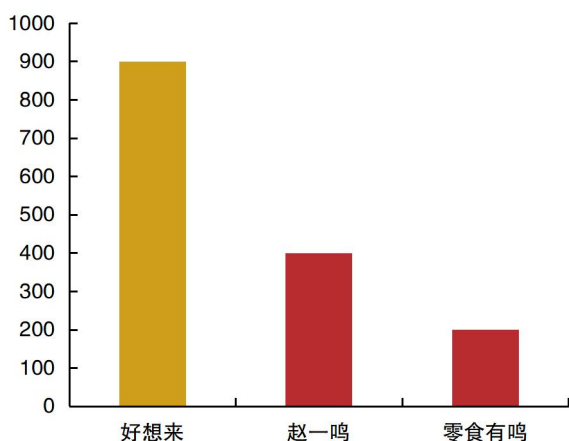
单店模型优秀，门店高质量扩张。公司门店加盟初始投入（不含门店租金）约 60 万，按照日销 1.23 万计算，门店净利率能达到 9%，投资回收期约 1.5 年，优秀的单店模型是其快速扩张的基础，根据官方披露，目前公司每月扩张速度为 900 家，增速领跑同行，根据公司官网显示，目前公司门店开店成功率高达 92%，较规模相当的头部品牌零食很忙更优，虽然低于糖巢与赵一鸣等地方性品牌，但考虑到公司门店规模是二者数倍，这一表现依旧亮眼。

图表 13：公司单店模型优秀

项目	
单店面积（平米）	120
门店销售额（元/日）	12300
客单价（元/人/天）	35
客单数（人）	351
毛利（元/月）	70024.5
毛利率	19%
租金（元/月）	15000
人工（元/月）	16000
水电等杂费（元/月）	5000
净利润（元/月）	34024.5
净利率	9%
前期投资（万）	60
投资回收期(年)	1.5
坪效（万元/平米/年）	3.7

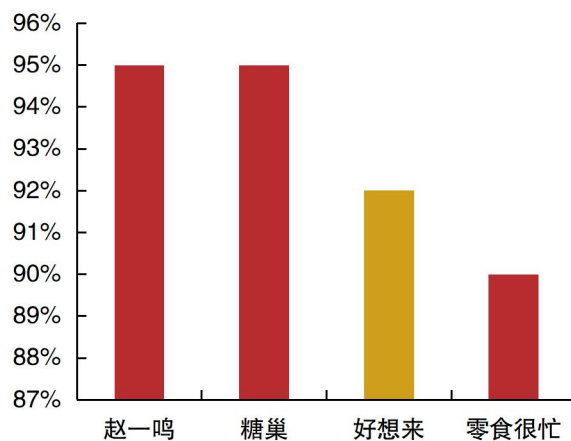
资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

图表 14：好想来每月扩张速度为 900 家



资料来源：各公司官网，华源证券研究所

图表 15：好想来门店开店成功率达 92%



资料来源：各公司官网，华源证券研究所

3.2. 选品采购体系完善，供应链建设行业领先

“买手制”选品，数字化赋能经营。公司拥有成熟的选品采购体系和稳定选品团队，选品采用“买手制”，以消费者为核心建立选品体系，并且拥有一支规模过百人的 IT 团队，通过后台实时收集全国数千家门店的数据，从中捕捉和分析消费者偏好，更好支撑产品的动态调整和上新，并且还会帮助公司与上游品牌共同选品，开发新产品，目前公司已与国内外各大零食饮料头部品牌建立密切业务合作关系。

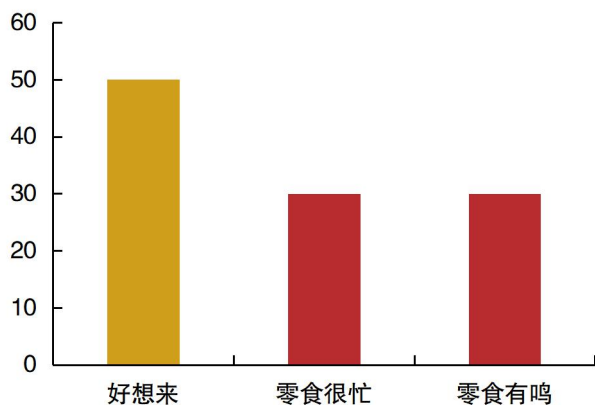
图表 16：公司战略合作各大食饮头部品牌



资料来源：公司官网，华源证券研究所

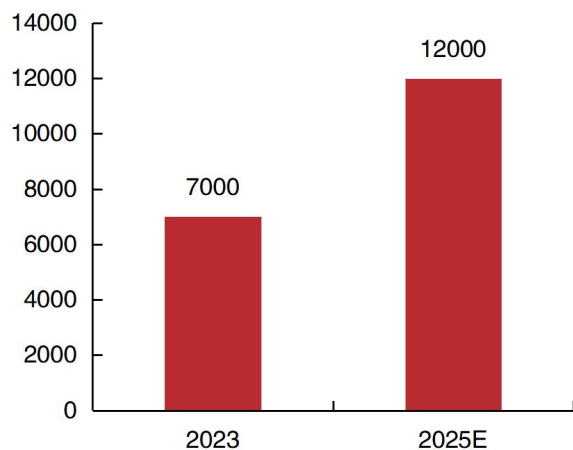
仓配布局行业领先，持续完善供应链建设。公司目前拥有超 50 万平现代化物流仓与数字化供应链系统、31 个仓储中心，仓储辐射能力达 7000+门店，其仓配布局行业领先。此外，公司还将持续发力供应链建设，计划到 2025 年仓储中心数量增至 50+家，覆盖超 12000 家门店。

图表 17：公司仓储面积行业领先（万平）



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 18：2025 年公司仓储可辐射超 12000 家门店（家）



资料来源：公司官网，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 收入拆分与盈利预测

我们预计公司 2024–2026 年实现营业收入 309.5/489.8/599.8 亿元，同比增速为分别为 233.1%/58.3%/22.5%。其中：

零食量贩业务：公司目前北方市场处于加速圈地跑马阶段，南方市场仍有加密空间，整体看开店天花板仍高，故我们假设 2024–2026 年公司门店数量达到 10000、13500、16000 家。公司 2023 年全年对应单店年收入为 432 万，随着市场的逐步加密以及竞争加剧对店销有所稀释，故我们假设 2024–2026 年平均单店年收入为 445、425、410 万，对应 2024–2026 年零食量贩业务收入 304.2/484.5/594.5 亿元，对应增速为 247.3%/59.3%/22.7%。

食用菌业务：随着公司目前重心转移至零食量贩业务，目前已有剥离该业务的预期，故我们假设 2024–2026 年食用菌业务增速为 0%/0%/0%。

图表 19：万辰集团收入拆分及预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	425.5	549.3	9,293.7	30,953.1	48,984.7	59,984.7
yoy	-5.4%	29.1%	1592.0%	233.1%	58.3%	22.5%
量贩零食		66.6	8,759.0	30,418.4	48,450.0	59,450.0

yoy		13057.8%	247.3%	59.3%	22.7%
期末门店数 (家)	232	4726	10000	13500	16000
净增加(家)		4494	5274	3500	2500
单店收入		4.32	4.45	4.25	4.10

资料来源：公司公告，华源证券研究所

毛利率：公司零食量贩业务处于快速发展期，门店快速扩张以抢占市场，前期毛利率较低，随着公司门店规模不断扩大、规模效应显现下毛利率或有所提升，预计 2024–2026 年公司毛利率为 11.3%/11.8%/13.3%。

期间费用率：公司费用主要投向零食量贩业务，前期公司门店快速扩张下，销售费用投放较大，未来随着门店扩张速度放缓，市场地位逐渐稳固，规模效应下费用率有望得以摊薄，预计 2024–2026 年期间费用率为 7.4%/7.5%/7.5%，同比–2.4pct/+0.1pct/+0.0pct。

综上所述，我们预计公司 2024–2026 年实现归母净利润 2.5/5.3/8.9 亿元，同比 +406.6%/106.7%/68.5%。

图表 20：万辰集团毛利率、费用率

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	10.8%	16.0%	9.3%	11.3%	11.8%	13.3%
同比变动	–17.1pct	5.2pct	–6.7pct	2.0pct	0.5pct	1.5pct
食用菌毛利率	10.8%	16.2%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
零食量贩毛利率		14.4%	9.5%	11.4%	11.8%	13.4%
期间费用率	7.5%	10.3%	9.8%	7.4%	7.5%	7.5%
同比变动		2.8pct	–0.5pct	–2.4pct	0.1pct	0.0pct

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 估值与投资评级

公司作为零食量贩行业唯一上市标的，市场目前没有可对标的零食量贩上市公司，故我们选取与其业务模式相近的零食连锁公司良品铺子、三只松鼠做比较，公司目前正处于快速扩张阶段，初期费用与供应链建设等投入较多，导致短期利润波动大，故对其使用 PS 估值，预计公司 2024–2026 年收入分别为 309.5/489.8/599.8 亿元，当前股价对应 PS 为 0.5/0.3/0.3 倍，对比相关公司估值水平，2025 年行业可比公司平均 PS 为 0.8 倍，公司 2025 年 PS 为 0.3 倍，低于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 21：可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值（亿元）	营业收入(亿元)				PS	
		2025-02-27	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603719.SH	良品铺子	54.4	79.9	84.6	89.7	0.7	0.6	0.6
300783.SZ	三只松鼠	116.4	103.9	133.6	166.2	1.1	0.9	0.7
	平均					0.9	0.8	0.7
300972.SZ	万辰集团	169.5	309.5	489.8	599.8	0.5	0.3	0.3

资料来源：ifind，华源证券研究所（可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，万辰集团盈利预测来自华源证券研究所）

5. 风险提示

（1）拓店速度不及预期：由于公司收入增长依赖于门店数量增长，如拓店速度不及预期将拖累公司收入增速。

（2）行业竞争加剧：如行业竞争加剧，则将导致公司补贴水平提升，导致毛利率、净利率不及预期，盈利能力不及预期。

（3）食品安全风险。由于公司门店主要销售零食品类，食品卫生安全要求是终端消费者及监管部门关心的重点，若出现食品卫生安全问题，对公司销售可能产生较大负面影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,210	2,980	7,039	9,736
应收票据及账款	27	90	142	174
预付账款	248	827	1,309	1,603
其他应收款	118	301	550	629
存货	733	4,173	5,163	7,057
其他流动资产	13	42	66	81
流动资产总计	2,349	8,413	14,270	19,280
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,370	1,159	970	799
在建工程	1	61	91	91
无形资产	61	62	67	73
长期待摊费用	51	34	17	0
其他非流动资产	93	98	98	98
非流动资产合计	1,576	1,414	1,243	1,060
资产总计	3,925	9,826	15,513	20,341
短期借款	511	561	621	691
应付票据及账款	943	3,073	4,835	5,819
其他流动负债	1,186	3,928	6,345	7,643
流动负债合计	2,640	7,561	11,801	14,153
长期借款	473	417	361	305
其他非流动负债	116	50	50	50
非流动负债合计	589	467	411	355
负债合计	3,230	8,028	12,212	14,508
股本	155	180	180	180
资本公积	364	594	594	594
留存收益	127	381	907	1,793
归属母公司权益	645	1,154	1,680	2,567
少数股东权益	50	644	1,621	3,266
股东权益合计	696	1,798	3,301	5,833
负债和股东权益合计	3,925	9,826	15,513	20,341

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	-146	842	1,497	2,526
折旧与摊销	192	262	271	283
财务费用	29	35	32	30
投资损失	0	-1	-1	-1
营运资金变动	780	578	2,382	-32
其他经营现金流	168	9	9	9
经营性现金净流量	1,023	1,725	4,190	2,815
投资性现金净流量	-207	-169	-103	-103
筹资性现金净流量	222	214	-28	-16
现金流量净额	1,039	1,770	4,059	2,696

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,294	30,953	48,985	59,985
营业成本	8,430	27,463	43,216	52,006
税金及附加	21	62	98	120
销售费用	434	1,145	1,959	2,399
管理费用	445	1,114	1,665	2,039
研发费用	3	11	17	21
财务费用	29	35	32	30
资产减值损失	-6	0	0	0
信用减值损失	-6	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-3	-2	-2	-2
其他收益	7	8	8	8
营业利润	-76	1,130	2,003	3,376
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	10	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-85	1,130	2,003	3,376
所得税	61	283	501	844
净利润	-146	848	1,502	2,532
少数股东损益	-63	593	977	1,646
归属母公司股东净利润	-83	254	526	886
EPS(元)	-0.46	1.41	2.92	4.92

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	1,592.03%	233.05%	58.25%	22.46%
营业利润增长率	-281.32%	1,579.13%	77.21%	68.52%
归母净利润增长率	-273.61%	406.72%	106.74%	68.52%
经营现金流增长率	1,353.60%	68.61%	142.90%	-32.82%
盈利能力				
毛利率	9.30%	11.28%	11.78%	13.30%
净利率	-1.57%	2.74%	3.07%	4.22%
ROE	-12.85%	22.03%	31.29%	34.53%
ROA	-2.11%	2.59%	3.39%	4.36%
估值倍数				
P/E	-204.37	66.63	32.23	19.12
P/S	1.82	0.55	0.35	0.28
P/B	26.26	14.68	10.09	6.60
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	43	12	6	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。