

## 万辰集团 (300972.SZ) 规模效应释能，门店量质双升

2025年04月23日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

陈钟山（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

chenzhongshan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524040001

日期	2025/4/23
当前股价(元)	128.35
一年最高最低(元)	136.53/17.69
总市值(亿元)	231.02
流通市值(亿元)	199.88
总股本(亿股)	1.80
流通股本(亿股)	1.56
近3个月换手率(%)	103.03

### ● 收入利润增长亮眼，维持“增持”评级

公司发布年报，2024年实现营业收入323.29亿元，同比增长247.9%；实现归母净利润2.94亿元，同比扭亏。公司2024Q4实现营业收入117.16亿元，同比增长166.7%；实现归母净利润2.09亿元，同比扭亏。公司快速拓店，规模效应提升，我们上调2025-2026年，新增2027年盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为6.6(+2.1)、10.7(+2.8)、15.4亿元，同比分别增长124.5%、61.8%、44.7%，当期股价对应PE分别为35.1、21.7、15.0倍，维持“增持”评级。

### ● 门店稳步扩张，收入持续增长

公司2024Q4实现营业收入117.16亿元，同增166.7%，2024年实现营业收入323.3亿元，其中零食量贩业务收入317.9亿元，期末门店数达14196家，2023年末为4726家，全年净增9470家门店，公司门店数量持续爬坡，2025年预计随着华北、南方等区域继续拓店，门店数量规模有望进一步提升。2024年公司食用菌业务实现收入5.4亿元，同比下降0.9%，保持相对平稳。展望未来，行业店型向省钱超市模式进化，品类从零食水饮向熟食、日化、冻品等方向拓展，提升消费者粘性，打开拓店空间。另外选品方面公司增加自有品牌，有望进一步提升毛利率，同时夯实公司品牌力与护城河。

### ● 规模效应释放，利润增长亮眼

2024年公司毛利率10.8%，其中量贩零食、食用菌业务毛利率分别为10.9%、4.8%，分别同比变化+1.3、-0.9pct。2024H1、2024H2公司量贩业务剔除股份支付费用后净利润分别为2.80、5.78亿元，对应净利率为2.63%、2.74%，下半年环比提升。2024Q4毛利率同增1.0pct，主因量贩业务规模效应提升，2024Q4销售费用率为4.6%，同增0.4pct，主因营销费用所致；管理费用率为3.1%，同降1.3pct，受益规模效应。2024Q4量贩业务剔除激励费用后净利率为2.74%，2024Q4实现归母净利润2.1亿元，可见2024Q3回收少数股东权益拉动归母净利润提升。

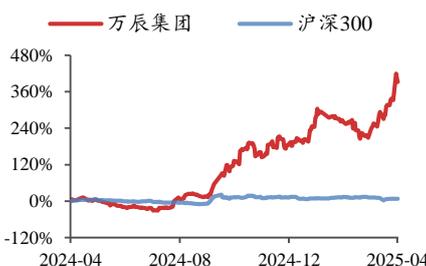
● **风险提示：**拓店速度不及预期风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,294	32,329	63,576	79,971	89,322
YOY(%)	1592.0	247.9	96.7	25.8	11.7
归母净利润(百万元)	-83	294	659	1,066	1,543
YOY(%)	-273.7	454.0	124.5	61.8	44.7
毛利率(%)	9.3	10.8	12.3	13.0	13.8
净利率(%)	-0.9	0.9	1.0	1.3	1.7
ROE(%)	-21.0	33.7	45.2	45.4	42.2
EPS(摊薄/元)	-0.46	1.63	3.66	5.92	8.57
P/E(倍)	-278.6	78.7	35.1	21.7	15.0
P/B(倍)	35.8	21.0	12.7	8.0	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《切入零食量贩赛道，迈向高增长新篇章——公司首次覆盖报告》-2025.1.6

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2349	5771	11742	13575	17301
现金	1210	2381	6358	7997	10719
应收票据及应收账款	27	18	71	41	84
其他应收款	118	47	279	132	327
预付账款	248	1141	1591	1846	1993
存货	733	2141	3412	3524	4144
其他流动资产	13	42	32	35	34
<b>非流动资产</b>	1576	1483	1662	1819	1956
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	851	794	906	998	1070
无形资产	61	60	59	58	58
其他非流动资产	665	630	697	762	828
<b>资产总计</b>	3925	7253	13404	15393	19257
<b>流动负债</b>	2640	5128	9868	9748	10559
短期借款	511	956	3100	3571	2510
应付票据及应付账款	943	2094	3773	3554	4547
其他流动负债	1186	2078	2996	2622	3502
<b>非流动负债</b>	589	664	685	662	629
长期借款	148	237	211	177	134
其他非流动负债	441	426	474	485	494
<b>负债合计</b>	3230	5792	10553	10410	11188
少数股东权益	50	363	1022	2088	3631
股本	155	180	180	180	180
资本公积	364	534	606	606	606
留存收益	127	384	1702	3834	6920
<b>归属母公司股东权益</b>	645	1098	1829	2895	4438
<b>负债和股东权益</b>	3925	7253	13404	15393	19257

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1023	848	2264	1546	4099
净利润	-146	603	1318	2132	3085
折旧摊销	98	121	99	121	144
财务费用	29	39	73	85	11
投资损失	-0	-0	-1	-1	-0
营运资金变动	780	-337	708	-802	851
其他经营现金流	262	422	66	10	8
<b>投资活动现金流</b>	-207	-96	-340	-274	-277
资本支出	219	117	173	206	209
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	12	20	-167	-68	-68
<b>筹资活动现金流</b>	222	303	-846	-255	60
短期借款	362	445	2144	472	-1061
长期借款	38	89	-26	-34	-43
普通股增加	1	25	0	0	0
资本公积增加	59	170	72	0	0
其他筹资现金流	-238	-426	-3035	-692	1164
<b>现金净增加额</b>	1039	1056	1078	1018	3883

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	9294	32329	63576	79971	89322
营业成本	8430	28851	55734	69608	76960
营业税金及附加	21	63	125	157	175
营业费用	434	1431	2739	3398	3942
管理费用	445	981	3040	3693	3846
研发费用	3	4	8	10	11
财务费用	29	39	73	85	11
资产减值损失	-6	-12	0	0	0
其他收益	7	106	37	41	48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	1	0
资产处置收益	-3	-8	-3	-4	-5
<b>营业利润</b>	-76	1041	1883	3046	4408
营业外收入	2	13	0	0	0
营业外支出	10	22	0	0	0
<b>利润总额</b>	-85	1032	1883	3046	4408
所得税	61	429	565	914	1322
<b>净利润</b>	-146	603	1318	2132	3085
少数股东损益	-63	310	659	1066	1543
<b>归属母公司净利润</b>	-83	294	659	1066	1543
EBITDA	18	1156	1982	3161	4460
EPS(元)	-0.46	1.63	3.66	5.92	8.57

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1592.0	247.9	96.7	25.8	11.7
营业利润(%)	-281.3	1462.0	80.9	61.8	44.7
归属于母公司净利润(%)	-273.7	454.0	124.5	61.8	44.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.3	10.8	12.3	13.0	13.8
净利率(%)	-0.9	0.9	1.0	1.3	1.7
ROE(%)	-21.0	33.7	45.2	45.4	42.2
ROIC(%)	-9.2	24.2	25.3	31.6	42.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	82.3	79.9	78.7	67.6	58.1
净负债比率(%)	-51.0	-67.3	-104.1	-83.6	-99.0
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.8	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	3.6	5.8	6.2	5.6	5.2
应收账款周转率	448.5	1424.0	1424.0	1424.0	1424.0
应付账款周转率	15.9	19.5	19.5	19.5	19.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.46	1.63	3.66	5.92	8.57
每股经营现金流(最新摊薄)	5.68	4.71	12.58	8.59	22.78
每股净资产(最新摊薄)	3.59	6.10	10.10	16.02	24.59
<b>估值比率</b>					
P/E	-278.6	78.7	35.1	21.7	15.0
P/B	35.8	21.0	12.7	8.0	5.2
EV/EBITDA	1272.1	19.5	10.7	6.7	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn