

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

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

利润率向上兑现，验证业态强竞争力

2025 年 4 月 29 日

事件: 公司 25Q1 实现营收 108.2 亿元，同比+124%，实现归母净利 2.15 亿元（24Q1 归母净利为 0.06 亿元）。

点评:

- **业态竞争优势仍突出，行业竞争格局确立。**25Q1 公司零食量贩业务实现收入 106.9 亿元，按照 24 年底门店数量 14196 家计算，25Q1 单店水平为 25.1w/家，表观单店同比下降，我们预计主要系 24 年门店加密较多影响。我们认为目前零食量贩业态在零食品类的效率竞争优势仍突出，我们预计阶段性表观单店下降不影响业态长期向上发展趋势。据鸣鸣很忙集团招股说明书，24 年底很忙集团门店数量为 14394 家，公司和很忙门店数量接近，行业格局确立，万辰通过 23-24 年快速开店验证了业态的竞争力和团队的能力，往后建议更加关注内生经营质量。
- **盈利能力逐季向上，持续兑现。**零食量贩业务剔除股权支付费用净利润为 4.12 亿元，对应零食量贩业务经营净利率为 3.85%，环比 24Q4 提升 1.11pct（24Q1/Q2/Q3/Q4 分别为 2.50%/2.72%/2.73%/2.74%），利润率大幅提升，验证业态强竞争力。25Q1 毛利率为 11%，同比+1.2pct，销售费用率为 3.3%，管理费用率为 2.5%，分别同比-0.7/-0.5pct，规模效应下，盈利能力超预期兑现。25Q1 末存货为 14.53 亿元，对应 25Q1 存货周转天数为 15-16 天，存货保持较高周转，验证“低毛利高周转”商业模式底层逻辑。25Q1 销售收现为 119.7 亿元，与营收匹配，经营活动产生的现金流量净额为 7.1 亿元，表现较好。
- **归母比例有望延续提升，激励机制绑定核心团队。**25Q1 少数股权损益为 1.73 亿元，我们预计公司当前业务归母比例超过 50%。公司发布 25 年股权激励计划，我们预计公司对于激励目标设置更多考量兑现，不构成对实际业务增长的指引。
- **盈利预测与投资评级:**需求主导，折扣业态发展具备成熟条件，万辰集团在社区零售中竞争优势仍显著突出，利润率兑现降低市场对于量贩零食业务的稳态利润率的分歧，我们预计 25-26 收入/净利/归母净利分别为 548/19.2/9.8 亿、672/25.3/13.1 亿，考虑到利润率延续向上兑现，上调 25 年归母净利至 9.8 亿，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、多品类运营能力不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9,294	32,329	54,766	67,194	75,624
增长率 YoY %	1592.0%	247.9%	69.4%	22.7%	12.5%
归属母公司净利润 (百万元)	-83	294	978	1,314	1,723
增长率 YoY%	-273.7%	454.0%	233.2%	34.4%	31.1%
毛利率%	9.3%	10.8%	11.1%	11.4%	11.8%
净资产收益率ROE%	-12.8%	26.7%	47.1%	38.7%	33.7%
EPS(摊薄)(元)	-0.46	1.63	5.43	7.30	9.57
市盈率 P/E(倍)	—	90.14	27.05	20.13	15.35
市净率 P/B(倍)	41.00	24.09	12.74	7.80	5.17

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,349	5,771	9,577	13,379	17,236
货币资金	1,210	2,381	5,565	8,906	12,615
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	27	18	42	32	52
预付账款	248	1,141	1,217	1,309	1,334
存货	733	2,141	2,470	2,962	2,906
其他	131	89	283	168	329
非流动资产	1,576	1,483	1,564	1,615	1,631
长期股权投资	0	0	0	0	1
固定资产(合计)	851	794	881	917	924
无形资产	61	60	59	59	58
其他	665	630	623	638	648
资产总计	3,925	7,253	11,141	14,994	18,868
流动负债	2,640	5,128	6,952	8,146	8,708
短期借款	511	956	1,206	1,356	1,456
应付票据	0	82	0	0	0
应付账款	943	2,012	2,503	2,970	3,071
其他	1,186	2,078	3,243	3,820	4,180
非流动负债	589	664	809	939	1,059
长期借款	148	237	332	432	532
其他	441	426	476	506	526
负债合计	3,230	5,792	7,761	9,085	9,767
少数股东权益	50	363	1,303	2,516	3,984
归属母公司股东权益	645	1,098	2,077	3,393	5,117
负债和股东权益	3,925	7,253	11,141	14,994	18,868

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,294	32,329	54,766	67,194	75,624
同比(%)	1592.0	247.9	69.4%	22.7%	12.5%
归属母公司净利润	-83	294	978	1,314	1,723
同比(%)	-	454.0	233.2	34.4%	31.1%
毛利率(%)	9.3%	10.8%	11.1%	11.4%	11.8%
ROE%	-12.8%	26.7%	47.1%	38.7%	33.7%
EPS(摊薄)(元)	-0.46	1.63	5.43	7.30	9.57
P/E	—	90.14	27.05	20.13	15.35
P/B	41.00	24.09	12.74	7.80	5.17
EV/EBITDA	38.69	10.04	8.21	5.54	3.65

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,294	32,329	54,766	67,194	75,624
营业成本	8,430	28,851	48,661	59,521	66,711
营业税金及附加	21	63	110	121	129
销售费用	434	1,431	2,043	2,473	2,647
管理费用	445	981	1,435	1,720	1,872
研发费用	3	4	8	10	11
财务费用	29	39	54	65	74
减值损失合计	-6	-12	-13	-13	-13
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	-1	93	109	93	82
营业利润	-76	1,041	2,551	3,364	4,249
营业外收支	-8	-9	6	6	6
利润总额	-85	1,032	2,557	3,370	4,255
所得税	61	429	639	843	1,064
净利润	-146	603	1,918	2,528	3,191
少数股东损益	-63	310	940	1,213	1,468
归属母公司净利润	-83	294	978	1,314	1,723
EBITDA	148	1,370	2,794	3,589	4,492
EPS(当年)(元)	-0.54	1.71	5.43	7.30	9.57

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,023	848	3,094	3,317	3,729
净利润	-146	603	1,918	2,528	3,191
折旧摊销	192	281	175	145	155
财务费用	29	51	54	65	74
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	928	-118	940	571	301
其它	21	31	8	8	8
投资活动现金流	-207	-96	-251	-191	-166
资本支出	-201	-96	-246	-186	-161
长期投资	-5	0	0	0	0
其他	0	0	-5	-5	-5
筹资活动现金流	222	303	341	215	146
吸收投资	21	299	0	0	0
借款	400	534	345	250	200
支付利息或股息	-15	-54	-54	-65	-74
现金流净增加额	1,039	1,056	3,184	3,341	3,709



研究团队简介

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

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（深度研究贵州茅台、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）。

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（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

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（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

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理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。