

万辰集团 (300972.SZ)

净利率大超预期，成长势能延续

公司 25Q1 收入符合预期，净利润大超预期。量贩零食持续成长，份额加速头部集中；公司多维度能力领先，预计份额持续提升，净利率弹性明显；叠加未来少数股权收回及折扣超市潜力继续打开市值空间。维持“强烈推荐”评级。

□ 收入增长符合预期，盈利表现大超预期。公司 25Q1 收入 108.2 亿/+124.0%，净利润 3.9 亿/+461.7%，归母净利润 2.1 亿/+3344%，扣非归母净利润 2.1 亿/+10562%。其中量贩零食收入 106.9 亿/+128%，食用菌收入约 1.3 亿/-2%。

□ Q1 开店符合预期，单店收入短期波动。Q1 为行业开店淡季，据我们跟踪公司 Q1 新开门店不多，预计 Q1 末门店数约 1.42w 家；Q2、Q3 有望迎来开店旺季，预计 Q2 起公司开店明显提速。空间上看，西部及北方市场饱和度低，同时进一步下沉及尾部品牌闭店均会带来明显空间。单店收入方面，经计算 Q1 公司单店收入同比降低，预计主要因今年春节提前下部分收入计入 Q4 报表、24H2 开店过快带来短期分流压力、西/北低店效区域门店占比增加等因素导致；但量贩零食作为高效零食渠道，其份额扩张势能不变，预计随公司产品宣力度增强，品类扩张及新店爬坡等，单店店效表现将持续改善。

□ Q1 量贩零食净利率大超预期，净利率弹性明显。25Q1 量贩零食剔除股份支付的净利润为 4.1 亿/同比+251%，对应净利率达到 3.85%，环比 24Q4 提升 1.1pct，同比提升 1.35pct。随公司规模增长带来各环节规模效应及经营杠杆释放，叠加 25 年开店补贴大幅收窄，净利率同比提升趋势明确。

□ 规模效应持续释放，各项费率明显优化，新一期股权激励激发团队活力。25Q1 公司毛利率为 11.0%/同比+1.2pct/环比-0.3pct，销售费率 3.3%/同比-0.7pct/环比-1.3pct，财务费率 0.1%/同比-0.1pct/环比-0.0pct，管理费率为 2.5%/同比-0.5pct/环比-0.5pct，研发费率 0.0%/同比-0.0pct/环比-0.0pct。公司发布股权激励草案，拟授予核心业务骨干约 70 人共 221.8 万股，占比公司当前股本约 1.2%，价格为 69.6 元/股；分四期归属，每年归属比例 25%，激励目标为 25/26/27/28 年净利润比 24 年分别增长 40%/45%/50%/55%；参考过往，公司实际表现均大超所设的激励目标。

□ 投资建议。量贩零食“多快好省”全面领先，预计今年持续高速拓店获取份额。公司作为龙头强者恒强，预计今年延续高成长势能，同时店效逐步重回健康状态。此外随公司规模效应释放，净利率弹性明显；叠加少数股权收回及折扣超市发展潜力下的增量空间，维持强烈推荐评级。

□ 风险提示：开店不及预期、店效波动、竞争加剧、食品安全问题

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9294	32329	55616	64417	69738
同比增长	1592%	248%	72%	16%	8%
营业利润(百万元)	-76	1041	2448	3309	4087
同比增长	-281%	-1462%	135%	35%	24%
归母净利润(百万元)	-83	294	921	1201	1468
同比增长	-274%	-454%	214%	30%	22%
每股收益(元)	-0.46	1.63	5.12	6.67	8.16
PE	-319.1	90.1	28.7	22.0	18.0
PB	41.0	24.1	13.6	9.1	6.5

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

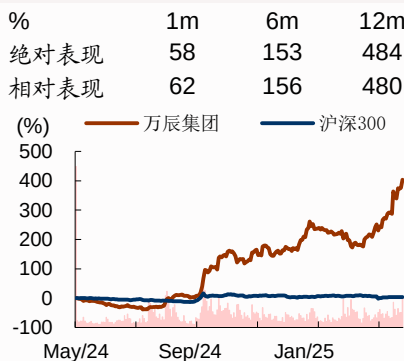
消费品/商业

当前股价：164.75 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)	26.5
流通市值 (十亿元)	22.9
每股净资产 (MRQ)	7.4
ROE (TTM)	37.9
资产负债率	72.7%
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	22.75%

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) —24 年如期兑现，净利率弹性明显》2025-04-21
- 2、《万辰集团 (300972) —24 年如期兑现，25 年势能延续》2025-01-26
- 3、《万辰集团 (300972) —拓店加速，收入高增，盈利持续兑现》2024-10-29

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2349	5771	8459	11145	14349
现金	1210	2381	2664	4443	7093
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	27	18	15	18	19
其它应收款	118	47	82	95	102
存货	733	2141	3666	4239	4589
其他	261	1183	2033	2351	2545
非流动资产	1576	1483	1417	1359	1309
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	851	794	741	695	655
无形资产商誉	61	60	54	48	43
其他	665	630	622	616	611
资产总计	3925	7253	9876	12505	15658
流动负债	2640	5128	5993	6377	6771
短期借款	511	956	262	0	0
应付账款	943	2094	3598	4161	4505
预收账款	170	312	536	620	672
其他	1017	1766	1596	1595	1595
长期负债	589	664	664	664	664
长期借款	148	237	237	237	237
其他	441	426	426	426	426
负债合计	3230	5792	6657	7041	7435
股本	155	180	180	180	180
资本公积金	364	534	534	534	534
留存收益	127	384	1233	2203	3371
少数股东权益	50	363	1272	2547	4137
归属于母公司所有者权益	645	1098	1947	2917	4085
负债及权益合计	3925	7253	9876	12505	15658

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1023	848	1078	2107	2758
净利润	(146)	603	1829	2475	3059
折旧摊销	98	121	112	103	96
财务费用	29	51	(78)	(104)	(131)
投资收益	(0)	(0)	(106)	(106)	(106)
营运资金变动	1041	78	(681)	(266)	(162)
其它	1	(5)	1	4	2
投资活动现金流	(207)	(96)	61	61	61
资本支出	(219)	(117)	(45)	(45)	(45)
其他投资	12	20	106	106	106
筹资活动现金流	222	303	(856)	(389)	(169)
借款变动	(99)	177	(862)	(262)	0
普通股增加	1	25	0	0	0
资本公积增加	59	170	0	0	0
股利分配	0	0	(72)	(230)	(300)
其他	261	(69)	78	104	131
现金净增加额	1039	1056	283	1780	2650

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9294	32329	55616	64417	69738
营业成本	8430	28851	49576	57331	62067
营业税金及附加	21	63	109	126	137
营业费用	434	1431	1991	2048	2141
管理费用	445	981	1668	1804	1534
研发费用	3	4	7	8	9
财务费用	29	39	(78)	(104)	(131)
资产减值损失	(15)	(25)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	7	106	106	106	106
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	(76)	1041	2448	3309	4087
营业外收入	2	13	13	13	13
营业外支出	10	22	22	22	22
利润总额	(85)	1032	2439	3300	4079
所得税	61	429	610	825	1020
少数股东损益	(63)	310	909	1275	1591
归属于母公司净利润	(83)	294	921	1201	1468

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1592%	248%	72%	16%	8%
营业利润	-281%	-1462%	135%	35%	24%
归母净利润	-274%	-454%	214%	30%	22%
获利能力					
毛利率	9.3%	10.8%	10.9%	11.0%	11.0%
净利率	-0.9%	0.9%	1.7%	1.9%	2.1%
ROE	-12.6%	33.7%	60.5%	49.4%	41.9%
ROIC	-6.6%	29.1%	54.4%	51.0%	41.9%
偿债能力					
资产负债率	82.3%	79.9%	67.4%	56.3%	47.5%
净负债比率	20.7%	18.8%	5.1%	1.9%	1.5%
流动比率	0.9	1.1	1.4	1.7	2.1
速动比率	0.6	0.7	0.8	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	3.6	5.8	6.5	5.8	5.0
存货周转率	20.2	20.1	17.1	14.5	14.1
应收账款周转率	448.0	1424.0	3293.0	3899.0	3777.0
应付账款周转率	15.9	19.0	17.4	14.8	14.3
每股资料(元)					
EPS	-0.46	1.63	5.12	6.67	8.16
每股经营净现金	5.68	4.71	5.99	11.71	15.32
每股净资产	3.59	6.10	10.82	16.21	22.70
每股股利	0.00	0.40	1.28	1.67	2.04
估值比率					
PE	-319.1	90.1	28.7	22.0	18.0
PB	41.0	24.1	13.6	9.1	6.5
EV/EBITDA	638.9	21.0	10.0	7.5	6.1

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。