

万辰集团(300972)

报告日期: 2025 年 05 月 11 日

净利率超预期，股权激励激发信心

——万辰集团 2025Q1 业绩点评

投资要点

- 公司 25Q1 营收 108.2 亿元，同比+124%，归母净利润 2.15 亿元（去年同期为 0.06 亿元）。其中零食量贩业务收入 106.9 亿元，剔除股权支付费用净利润为 4.12 亿元，对应净利率为 3.85%，相比 2024 年提升 1.16pct。
- 公司为硬折扣领域最纯粹标的，属于量贩零食龙二&唯一上市公司，25Q1 净利率大超预期，关注少数股东权益收回进展，业绩增长有望超预期。
- 量贩零食业务，毛净利率持续提升
- 1) 25Q1 毛利率为 11%，同比+1.2pct，销售费用率为 3.3% (-0.8pct)，管理费用率为 2.5% (-0.5pct)。因量贩零食业务发展。我们认为随着门店品类扩张（潮玩/谷子等）毛利率仍有提升空间，规模效应下净利率有望持续提升。
- 股权激励激发信心，关注少数股东权益收回进展
- 1) 公司拟针对核心人员及骨干授予 222 万股（约占总股本的 1.23%），授予目标价 69.58 元/股，考核目标 25-28 年归母净利润增速比 24 年增长 40%/45%/50%/55%。我们预计考核目标有望超额完成。2) Q1 少数股东损益 1.73 亿元，占比 44.59%。
- 公司运营效率不断提升，资金充裕
- 1) 公司 25Q1 销售收现分别为 119.71 亿元 (+122%)；存货 14.53 亿元 (+110%)，对应存货周转天数 17 天。公司在全国设立了 50 个仓储中心，实现“T+1”配送原则。公司拥有超 90 万平现代化物流仓和数字化供应链系统，确保产品以最快的速度送达终端店铺。2) 货币资金 30 亿元 (+76%)，经营性净现金流 7.14 亿元 (+159%)，ROE 为 17.74%，负债率 72.74%。
- 盈利预测及估值：量贩零食为新业态，零食品类利润较高&优化空间较大，考虑到公司 Q1 净利率大超预期，我们将 25-27 年归母净利润上调至 9.36/12.92/16.02 亿元，增速分别为 219%/38%/24%。维持“买入”评级。
- 催化剂：开店速度超预期、净利率提升超预期、少数股东权益收回
- 风险提示：门店扩张不及预期、品类扩张不及预期、市场竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32329	54008	64250	73350
(+/-) (%)	247.86%	67.06%	18.96%	14.16%
归母净利润	294	936	1292	1602
(+/-) (%)	/	218.83%	38.03%	24.05%
每股收益(元)	1.63	5.20	7.18	8.90
P/E	93.83	29.43	21.32	17.19

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥
 执业证书号：S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

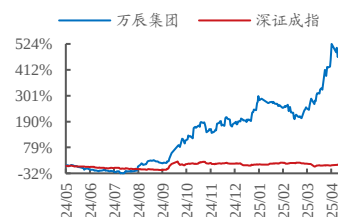
分析师：杜宛泽
 执业证书号：S1230521070001
 17621373969
 duwanze@stocke.com.cn

分析师：满静雅
 执业证书号：S1230524100004
 manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 153.01
总市值(百万元)	27,540.23
总股本(百万股)	179.99

股票走势图



相关报告

- 1 《量贩零食高歌猛进，进军全品类重构价值链》 2025.04.21
- 2 《硬折扣首选标的，赛道龙头强者恒强》 2025.02.27

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5771	9560	13305	18156
现金	2381	4049	6904	10990
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	18	27	5	51
其它应收款	47	377	454	379
预付账款	1141	1248	1366	1548
存货	2141	3840	4552	5160
其他	42	19	24	28
非流动资产	1483	1601	1685	1701
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	794	850	949	955
无形资产	60	59	59	58
在建工程	0	8	14	20
其他	630	684	663	670
资产总计	7253	11161	14990	19857
流动负债	5128	6818	7794	9198
短期借款	956	902	1022	1503
应付款项	2094	3406	3486	3979
预收账款	0	0	0	0
其他	2078	2510	3286	3716
非流动负债	664	972	1190	1381
长期借款	237	337	437	537
其他	426	635	752	844
负债合计	5792	7790	8983	10580
少数股东权益	363	1337	2681	4349
归属母公司股东权	1098	2034	3326	4928
负债和股东权益	7253	11161	14990	19857

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	848	1871	2778	3561
净利润	603	1910	2636	3270
折旧摊销	121	75	69	76
财务费用	39	27	1	(30)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	1146	1377	609	726
其它	(1061)	(1518)	(537)	(481)
投资活动现金流	(96)	(145)	(177)	(89)
资本支出	57	(123)	(169)	(82)
长期投资	0	(0)	0	(0)
其他	(153)	(22)	(8)	(6)
筹资活动现金流	303	(58)	253	613
短期借款	445	(54)	120	481
长期借款	89	100	100	100
其他	(231)	(104)	33	32
现金净增加额	1056	1669	2855	4085

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32329	54008	64250	73350
营业成本	28851	48000	56900	64500
营业税金及附加	63	108	133	148
营业费用	1431	1944	2056	2494
管理费用	981	1350	1606	1834
研发费用	4	5	6	7
财务费用	39	27	1	(30)
资产减值损失	17	27	32	37
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	98	0	0	0
营业利润	1041	2546	3515	4360
营业外收支	(9)	0	0	0
利润总额	1032	2546	3515	4360
所得税	429	637	879	1090
净利润	603	1910	2636	3270
少数股东损益	310	974	1344	1668
归属母公司净利润	294	936	1292	1602
EBITDA	1180	2647	3583	4404
EPS（最新摊薄）	1.63	5.20	7.18	8.90

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	247.86%	67.06%	18.96%	14.16%
营业利润	2096.41%	144.61%	38.03%	24.06%
归属母公司净利润	-	218.80%	38.03%	24.06%
获利能力				
毛利率	10.76%	11.12%	11.44%	12.07%
净利率	1.87%	3.54%	4.10%	4.46%
ROE	27.21%	38.73%	27.55%	20.97%
ROIC	22.43%	49.11%	47.31%	41.39%
偿债能力				
资产负债率	79.85%	69.80%	59.93%	53.28%
净负债比率	23.50%	17.39%	17.87%	20.64%
流动比率	1.13	1.40	1.71	1.97
速动比率	0.71	0.84	1.12	1.41
营运能力				
总资产周转率	5.78	5.87	4.91	4.21
应收账款周转率	1424.05	1490.26	1086.60	695.43
应付账款周转率	19.53	17.87	16.80	17.71
每股指标(元)				
每股收益	1.63	5.20	7.18	8.90
每股经营现金	4.71	10.40	15.44	19.78
每股净资产	6.10	11.30	18.48	27.38
估值比率				
P/E	93.83	29.43	21.32	17.19
P/B	25.08	13.54	8.28	5.59
EV/EBITDA	11.96	10.09	7.13	5.41

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>