

2025 年 06 月 01 日

量贩净利率持续提升，发布股权激励计划

万辰集团(300972)

评级：	增持	股票代码：	300972
上次评级：	增持	52 周最高价/最低价：	171.0/17.69
目标价格：		总市值(亿)	289.78
最新收盘价：	161	自由流通市值(亿)	250.72
		自由流通股数(百万)	155.73

事件概述

24FY 公司实现营收 323.29 亿元，同比+247.86%；实现归母净利润 2.94 亿元，同比+453.95%；实现扣非归母净利润 2.58 亿元，同比+407.97%；其中 24Q4 公司实现营收 117.16 亿元，同比+166.68%；实现归母净利润 2.09 亿元，同比+894.27%；实现扣非归母净利润 1.82 亿元，同比+969.50%。

25Q1 公司实现营收 108.21 亿元，同比+124.02%；实现归母净利润 2.15 亿元，同比+3344.13%；实现扣非归母净利润 2.11 亿元，同比+10562.30%。此外，公司发布 2025 年限制性股票激励计划。

分析判断：

▶ 量贩业务高速增长，门店数量持续扩张

24FY 公司持续专注于量贩业务高速高质量发展，门店数量快速增加，经营效率持续提升，品牌势能逐步累积，量贩业务全年实现营业收入 317.9 亿元，同比+262.94%，其中 24Q4 实现营业收入 115.6 亿元，同比+171.92%，环比 24Q3 亦维持快速增长势头（+21.02%）。25Q1 公司量贩业务实现营收 106.9 亿元，同比+127.65%，环比 24Q4 有所下滑，我们预计主因 25 年春节较早开店节奏变化所致。

门店端来看，公司在报告期内积极推进门店网络扩张计划，在长三角和华北等优势区域不断做深和加密，同时在东北、西北、华南快速扩店，推动全国化布局。截止 24FY 期末，公司门店数量 14196 家，报告期内共新增门店 9776 家，经营原因/非经营原因分别闭店 242/64 家，关店率为 2.2%，在快速扩张背景下维持低关店率。**区域端来看**，公司 24FY 期末在华东/华中/华北/西北/西南/华南/东北地区分别开设门店 8265/1863/1230/614/838/603/783 家，报告期内分别净增 5020/1164/822/541/648/537/738 家。**供应链端来看**，截止 24FY 期末，公司在全国范围设立 50 个仓储中心，拥有超 90 万平的现代化物流仓和数字化供应链系统，确保快速满足各门店的供货需求。

食用菌业务来看，公司 24FY 实现营收 5.39 亿元，同比+0.73%，25Q1 实现营收 1.3 亿元，同比-2.3%，基本维持稳定。

▶ 规模效应显现，盈利能力持续提升

利润端来看，剔除计提的股份支付费用后，公司 24FY 量贩业务实现净利润 8.58 亿元，对应利润率为 2.70%，同比+2.32pct；其中 24Q4 量贩业务实现净利润 3.17 亿元，对应利润率为 2.74%；25Q1 量贩业务实现净利润 4.12 亿元，对应利润率为 3.85%。公司量贩业务净利润率水平环比持续提升，盈利能力增强，我们认为主要得益于公司量贩业务规模效应日益显现所致。

食用菌业务来看，收入端虽较为稳健，但受价格低迷、供需关系变化等因素影响，经营业绩亏损。

▶ 发布股票激励计划，看好公司成长性

公司发布 2025 年限制性股票激励计划，拟向 70 名核心业务人员及员工授予限制性股票激励，数量共计约 221 万股，占公司股本总额 1.23%，其中首次授约 177 万股，占公司股本总额 0.99%，预留部分约 44 万股，占股本总额 0.24%，授予价格为 69.58 元/股。

从考核目标上来看，公司层面来看，首次授予及预留授予部分（25Q3 公告披露前（含）授予）共有四个归属期，考核目标为 25 年/26 年/27 年/28 年经审计后的归属上市公司股东净利润分别较 24 年增长

40%/45%/50%/55%；预留授予部分（25Q3 公告披露后授予）共有三个归属期，考核目标为 26 年/27 年/28 年经审计后的归属上市公司股东净利润分别较 24 年增长 45%/50%/55%。个人层面依据激励对象个人考核结果评价：（1）考核等级 A 级（结果 $S > 90$ ），归属比例 100%；（2）考核等级 B 级（结果 S 介于 60~90（含）），归属比例 $S\%$ ；（3）考核等级 C 级（结果 $S < 60$ ），归属比例为 0%。从激励费用摊销来看，该计划 25-29 年费用摊销分别为 3904.71/4872.38/2634.97/1318.02/356.29 万元。

从公司过往激励计划目标与实际业绩表现，同时结合公司经营节奏来看，我们认为公司未来业绩兑现有望较好超过激励计划目标，看好公司持续成长性。从经营角度分析，公司积极开拓全品类折扣零售业态，品类由零食向日化品类、IP 潮玩等全品类扩张。我们认为公司供应链能力过硬，未来随全品类折扣业态模型跑通，有利于提升单店营收水平及覆盖范围，提供新的成长动力。

投资建议

参考公司最新财报，我们将 25-26 年公司营收为 464.11/497.58 亿元的预测上调至 538.84/620.86 亿元，新增 27 年营收为 665.88 亿元的预测；将 25-26 年公司 EPS 为 3.07/3.81 元的预测上调至 4.82/6.50 元，新增 27 年 EPS 为 7.37 元的预测。对应 5 月 30 日收盘价 161 元/股，PE 分别为 33/25/22 倍，维持“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧，门店扩张不及预期，全品类业务转型不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,294	32,329	53,884	62,086	66,588
YoY (%)	1592.0%	247.9%	66.7%	15.2%	7.2%
归母净利润(百万元)	-83	294	868	1,170	1,327
YoY (%)	-273.7%	454.0%	195.7%	34.8%	13.4%
毛利率 (%)	9.3%	10.8%	10.8%	10.9%	10.9%
每股收益 (元)	-0.54	1.71	4.82	6.50	7.37
ROE	-12.8%	26.7%	46.4%	38.5%	30.4%
市盈率	-298.42	93.92	33.39	24.77	21.83

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：吴越

邮箱：wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32,329	53,884	62,086	66,588	净利润	603	1,536	2,089	2,427
YoY (%)	247.9%	66.7%	15.2%	7.2%	折旧和摊销	281	227	243	266
营业成本	28,851	48,064	55,331	59,330	营运资金变动	-118	2,562	-1,801	735
营业税金及附加	63	108	124	133	经营活动现金流	848	4,365	581	3,486
销售费用	1,431	2,317	2,390	2,397	资本开支	-96	-716	-540	-555
管理费用	981	1,563	1,769	1,818	投资	0	0	0	0
财务费用	39	22	-22	-2	投资活动现金流	-96	-718	-540	-555
研发费用	4	5	6	7	股权募资	299	11	0	0
资产减值损失	-12	0	0	0	债务募资	537	459	425	414
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	303	344	401	384
营业利润	1,041	1,977	2,687	3,119	现金净流量	1,056	3,991	442	3,315
营业外收支	-9	-8	-8	-8	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	1,032	1,969	2,679	3,111	成长能力				
所得税	429	433	589	684	营业收入增长率	247.9%	66.7%	15.2%	7.2%
净利润	603	1,536	2,089	2,427	净利润增长率	454.0%	195.7%	34.8%	13.4%
归属于母公司净利润	294	868	1,170	1,327	盈利能力				
YoY (%)	454.0%	195.7%	34.8%	13.4%	毛利率	10.8%	10.8%	10.9%	10.9%
每股收益	1.71	4.82	6.50	7.37	净利率	0.9%	1.6%	1.9%	2.0%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	4.0%	5.7%	6.8%	6.0%
货币资金	2,381	6,371	6,813	10,128	净资产收益率 ROE	26.7%	46.4%	38.5%	30.4%
预付款项	1,141	1,442	1,660	1,780	偿债能力				
存货	2,141	4,673	5,687	6,592	流动比率	1.13	1.14	1.29	1.40
其他流动资产	108	791	905	967	速动比率	0.48	0.61	0.66	0.80
流动资产合计	5,771	13,277	15,065	19,467	现金比率	0.46	0.55	0.59	0.73
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	79.9%	81.0%	71.1%	66.2%
固定资产	794	998	1,136	1,201	经营效率				
无形资产	60	63	64	66	总资产周转率	5.78	4.79	3.82	3.39
非流动资产合计	1,483	1,950	2,222	2,483	每股指标（元）				
资产合计	7,253	15,228	17,287	21,951	每股收益	1.71	4.82	6.50	7.37
短期借款	956	1,360	1,784	2,199	每股净资产	6.10	10.38	16.88	24.26
应付账款及票据	2,094	5,409	5,121	6,084	每股经营现金流	4.71	24.25	3.23	19.37
其他流动负债	2,078	4,895	4,728	5,588	每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,128	11,664	11,634	13,871	估值分析				
长期借款	237	237	237	237	PE	93.92	33.39	24.77	21.83
其他长期负债	426	426	426	426	PB	13.18	15.51	9.54	6.64
非流动负债合计	664	663	663	663					
负债合计	5,792	12,327	12,297	14,534					
股本	180	180	180	180					
少数股东权益	363	1,031	1,951	3,050					
股东权益合计	1,461	2,900	4,989	7,416					
负债和股东权益合计	7,253	15,228	17,287	21,951					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。