

信义山证汇通天下

证券研究报告

种植

万辰集团（300972.SZ）

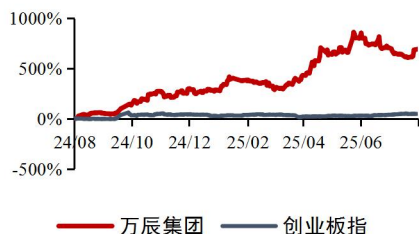
增持-A(首次)

万店筑起量贩业态，供应制胜千亿蓝海

2025 年 8 月 12 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 8 月 11 日

收盘价（元）：	161.75
总股本（亿股）：	1.88
流通股本（亿股）：	1.63
流通市值（亿元）：	264.37

基础数据：2025 年 3 月 31 日

每股净资产（元）：	10.27
每股资本公积（元）：	3.03
每股未分配利润（元）：	3.12

资料来源：最闻

分析师：

刘清羽

执业登记编码：S0760525070001

邮箱：liuqingyu@sxzq.com

投资要点：

➤ **量贩零食龙头“主辅分明”，业绩显著。**万辰集团作为国内领先的食用菌及量贩零食双主业企业，2024 年展现出显著的业绩弹性与战略转型成效。核心业务方面，公司全年营收同比增长 247.9%至 323.3 亿元，量贩零食业务实现收入 317.90 亿元，同比增长 262.94%，占总营收比重达 98.33%。公司保持开店节奏，2024 年底店面总数约 14000 家，同比增长 200%，月均拓店 815 家。公司在 2025 年一季度已启动限制性股票激励计划，有助于提升经验丰富团队的稳定性和积极性，进一步完善公司治理机制。

➤ **中国量贩零食市场高速增长、空间广阔。**根据中商产业研究院的数据，**2019-2023 年中国休闲零食行业 CAGR 达 2.54%**。其直采模式有效压缩中间环节 20%-35%的成本，在终端让利给消费者，采购价格一般低于电商平台零售价的 13%。硬折扣模式的快速渗透激活国内社区业态及下沉市场的消费潜力，倒逼传统零售转型，推动行业从渠道溢价转向效率溢价。

➤ **行业玩家高度集中，万辰系和很忙系积极瓜分市场。**量贩零食 **CR2 市占率占 80%**。策略是深耕基地区域获取稳定客流，再向外地拓展。随着消费者对性价比商品与即时零售的需求度上升，量贩赛道有望继续受益于行业结构性升级。

➤ **成熟的供应链体系与运营能力，巩固了量贩龙头的位置。**我们认为万辰集团的核心竞争力来自（1）**品牌整合加速资源聚集**，公司先后完成了对“陆小馋”、“好想来”、“来优品”、“吡嘀吡嘀”“老婆大人”等品牌的收购，具备丰富的产品矩阵；（2）**供应链协同降本**，公司当前已建立成熟的仓储物流与数字化系统，存货周转天数维持在 15-16 天之间，验证了其“低毛利高周转”商业模式；（3）**价格力与爆款机制并行**，以“厂商直采+集中议价+精简流通”硬折扣模式重构零售价值链；（4）**控制坪效，积极控费**，公司梳理 sku，在近年爬坡期注重费用投放的回报，2025Q1 销售费用率和管理费用率分别下降 0.7 和 0.5 个百分点，反映出门店扩张放量带来的成本优化成果。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2025-2027 年营业收入为 551.32、670.39、792.89 亿元，同比增长 70.53%、21.60%、18.27%；预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 7.08、9.33、11.29 亿元，分别同比增长 141.36%、31.66%、



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

21.04%，对应 25-27 年 EPS 为 3.78/4.97/6.02 元，PE 为 42.8/32.5/26.9X。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

风险提示：经济增速不及预期；量贩零食行业竞争加剧下门店扩张效益边际递减；原材料价格周期影响显著；食品安全风险影响企业形象；定增解禁或将引起市场股价波动。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,294	32,329	55,132	67,039	79,289
YoY(%)	1592.0	247.9	70.5	21.6	18.3
净利润(百万元)	-83	294	708	933	1,129
YoY(%)	-273.6	454.0	141.4	31.7	21.0
毛利率(%)	9.3	10.8	11.1	11.3	11.5
EPS(摊薄/元)	-0.44	1.56	3.78	4.97	6.02
ROE(%)	-21.0	41.3	50.5	40.6	33.3
P/E(倍)	-365.9	103.4	42.8	32.5	26.9
P/B(倍)	47.0	27.6	17.5	11.7	8.3
净利率(%)	-0.9	0.9	1.3	1.4	1.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 公司概况：切入零食量贩，全产业链赋能量贩发展	4
1.1 菌菇龙头转型，量贩帝国崛起	4
1.2 股权结构稳定，合资绑定品牌	5
2. 行业格局：两超多强竞逐，量贩赛道风起云涌	8
2.1 行业趋势：万亿市场爆发，硬折扣模式重塑零售	8
2.2 竞争格局：头部集中化，万辰系与鸣鸣很忙双雄争霸	10
3. 经营展望：收入利润齐升，门店持续扩张	11
3.1 收入端增长强劲，量贩零食持续兑现高增长	11
3.2 费效比持续优化，盈利能力明显修复	13
4. 盈利预测	15
5. 风险提示	16

图表目录

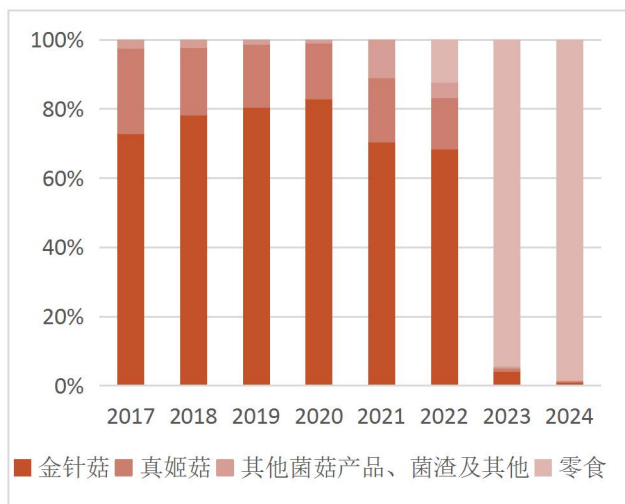
图 1：各产品品类营收占比	4
图 2：金针菇营收（亿元）	4
图 3：万辰集团发展沿革	5
图 4：万辰集团股权结构图	8
图 5：中国零食市场规模	9
图 6：中国量贩零食市场规模	9
图 7：硬折扣供应链	9
图 8：好想来近三年门店数	10
图 9：万辰营业收入与同比增速	11
图 10：万辰集团主营构成变化	12
图 11：万辰集团区域门店结构及总量趋势	12
图 12：万辰集团归母净利润	13
图 13：万辰集团扣非归母净利润	13
图 14：万辰集团净利润率	14
图 15：销售费用率	14
图 16：管理费用率	14
表 1：万辰集团管理层情况	5
表 2：股权激励计划情况	7
表 3：量贩零食特点	10
表 4：主营业务拆分及 2025-2027E 盈利预测	15
表 5：截止 2025/8/11 三只松鼠、良品铺子盈利情况一致预测	16

1. 公司概况：切入零食量贩，全产业链赋能量贩发展

1.1 菌菇龙头转型，量贩帝国崛起

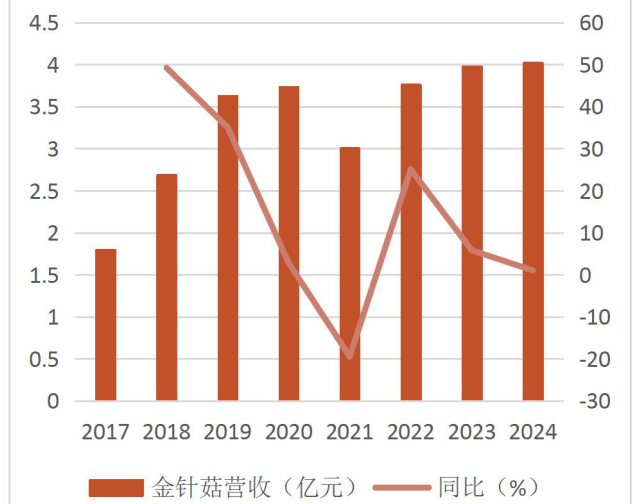
万辰集团于 2011 年成立，以金针菇等食用菌业务为主。2015 年推出真姬菇品种，包括蟹味菇、白玉菇、海鲜菇。此后 2017-2021 年金针菇产品营收占比均超过 70%。2022-2024 年量贩零食业务的扩张逐年压缩菌类业务的营收占比，2024 年量贩零食业务营收占比超 98%。即使占比降低，金针菇业务收入仍稳步增长，2022 年金针菇业务收入 3.76 亿元，毛利率 17.39%；2023 年金针菇业务收入 3.98 亿元，毛利率-1.95%；2024 年金针菇业务收入 4.02 亿元。

图 1：各产品品类营收占比



资料来源：Wind，招股说明书，山西证券研究所

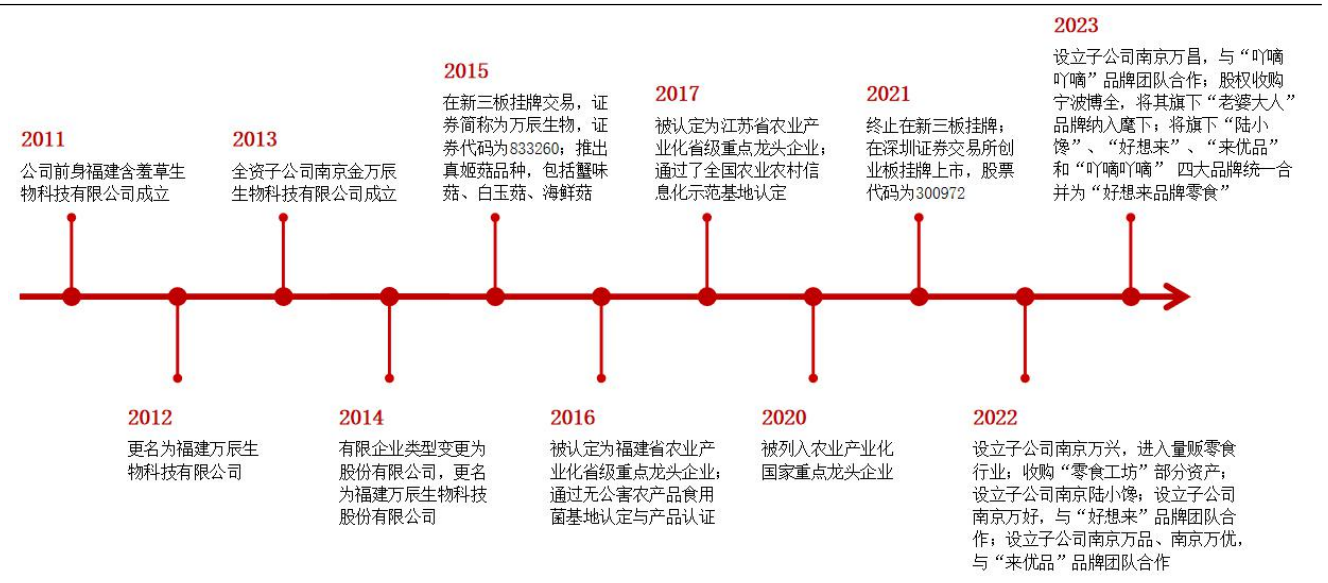
图 2：金针菇营收（亿元）



资料来源：Wind，招股说明书，山西证券研究所

万辰集团 2022 年起切入零食量贩赛道并迅速扩张。2022 年万辰集团成立子公司南京万兴。并陆续收购“零食工坊”部分资产以及“好想来”、“来优品”股权，2023 年再收购“吡嘀吡嘀”、“老婆大人”股权，并将旗下“陆小馋”、“好想来”、“来优品”和“吡嘀吡嘀”四大品牌合并为“好想来品牌零食”。2024 年底店面总数约 14000 家，同比增长 200%，月均拓店 815 家。2024 年量贩零食收入 317.9 亿元，同比增长 263%，毛利率 10.86%。

图 3：万辰集团发展沿革



资料来源：万辰集团 2022 年年度报告，万辰集团 2023 年年度报告，万辰集团 2024 年年度报告，公司官网，招股说明书，山西证券研究所

1.2 股权结构稳定，合资绑定品牌

家族联合深度参与管理，管理层在食品和连锁业态经验丰富，同时实施针对核心团队的股权激励以推动创收。截止 2024 年末，激励人员涵盖各高级管理人员和多达 180 位核心业务人员、骨干员工。截至 24 年度考核指标已全部达标，24 年营收高达 323 亿元，已超过 2026 年的 240 亿营收目标，激励效果显著。

表 1：万辰集团管理层情况

姓名	年龄	职务	主要经历
王丽卿	60	董事长	专科学历。曾任福建东方食品集团有限公司副总经理，漳州含羞草食品有限公司总经理，漳州东方现代农产品物流股份有限公司监事，漳州东方恒信担保有限公司监事，万辰集团经理，上海含羞草贸易有限公司监事，上海含勋商务咨询有限公司（曾用名：上海含羞草食品有限公司）监事，漳州含羞草进出口贸易有限公司执行董事，福建海丽天食品有限公司执行董事兼总经理，漳州金万辰投资有限公司执行董事兼总经理。现任南京含羞草食品有限公司监事，南京金万辰生物科技有限公司经理，福建海丽天食品有限公司监事，海之路（福建）食品有限公司监事，万辰集团董事、董事长。
王泽宁	32	董事、总经理	硕士研究生学历。现任南京市政协委员。曾任江苏含羞草执行董事兼总经理。现任南京万兴商业管理有限公司经理，南京万品商业管理有限公司经理，南京陆小馋量贩零食有限公司经

姓名	年龄	职务	主要经历
王健坤	57	原董事长 (已辞任)	理, 漳州陆小饒量贩零食有限公司经理, 万辰集团董事、总经理。 南京理工大学 MBA 毕业, 硕士研究生学历。曾任福建农开发总经理、执行董事, 福建东方食品执行董事、总经理, 江苏含羞草食品执行董事兼总经理, 上海含勋商务咨询有限公司(曾用名: 上海含羞草食品有限公司) 执行董事兼总经理, 上海含羞草贸易执行董事兼总经理, 青州市澳润福食品有限公司执行董事兼总经理, 漳州东方现代农产品物流股份有限公司董事, 漳州东方恒信担保有限公司董事, 闽商(漳州) 创业投资股份有限公司监事、江苏和正生物科技有限公司董事、南京万兴商业管理有限公司执行董事。于 2025 年 7 月不再担任万辰集团第四届董事会董事长职务, 亦不在万辰集团担任其他职务。
陈文柱	45	董事	高中学历。曾任南京含羞草采购经理, 江苏含羞草董事, 福建农开发执行董事。现任公司董事, 南京卡罗依礼品有限公司执行董事、南京华造塑业有限公司监事、福建含羞草农业开发有限公司经理。
林该春	58	董事	专科学历。曾任南京含羞草食品有限公司执行董事, 漳州东方恒信担保有限公司(曾用名: 漳州东方恒信投资担保有限公司) 董事长, 福建含羞草农业开发有限公司执行董事、总经理, 福建东方食品集团有限公司总裁助理, 上海含勋商务咨询有限公司(曾用名: 上海含羞草食品有限公司) 监事、执行董事兼总经理, 上海含羞草贸易有限公司执行董事, 南京金万辰生物科技有限公司执行董事, 漳州含羞草进出口贸易有限公司执行董事、监事, 漳州金万辰投资有限公司执行董事、经理, 江苏万宸物业管理有限公司(曾用名: 南京万宸家园物业管理有限公司) 执行董事, 江苏含羞草农业有限公司监事会主席、董事长兼总经理、监事、执行董事兼经理, 南京万泰食品供应链管理有限公司执行董事。现任南京含羞草食品有限公司执行董事, 漳州含羞草食品有限公司执行董事兼经理, 福建东方食品集团有限公司执行董事, 漳州含羞草进出口贸易有限公司执行董事, 漳州金万辰投资有限公司监事, 江苏万宸置业投资有限公司(曾用名: 江苏万宸置业投资有限公司) 执行董事, 江苏含羞草农业有限公司执行董事兼总经理, 江苏零食工坊连锁食品有限公司董事长, 南京万兴商业管理有限公司执行董事, 漳州陆小饒量贩零食有限公司执行董事, 南京陆小饒量贩零食有限公司执行董事, 万辰集团董事。
李博	42	董事、副总经理	食用菌遗传学专业硕士研究生学历。曾参与编辑《中国食用菌菌种学》、《食用菌工厂化栽培实践》, 作为主要起草人之一参与“金针菇工厂化栽培技术规范”标准制订, 主持福建省种业创新与产业化工程项目“金针菇工厂化专用品种选育及液化菌种产业化示范推广”, 参与漳州市科技局两化融合项目“漳州市食用菌行业智能测控系统建设示范”和科技部政策引导类计划项目“食用菌工厂化生产科技示范”等科研项目。曾任浙江瑞丰农业发展有限公司(现已更名为“浙江瑞丰农业开发股份有限公司”) 生产部技术总监, 江苏康盛农业发展有限公司副总经理。现任万辰集团董事、副总经理。
蔡冬娜	54	副总经理	专科学历。曾任漳州信德士集团有限公司财务经理, 福建东方食品财务经理、财务总监。现任万辰集团副总经理、财务总监、董事会秘书。

资料来源: 万辰集团 2024 年年度公告, 《万辰集团关于董事长辞任、选举董事长、调整董事会专门委员会委员及高级管理人员职务的公告》, 山西证券研究所

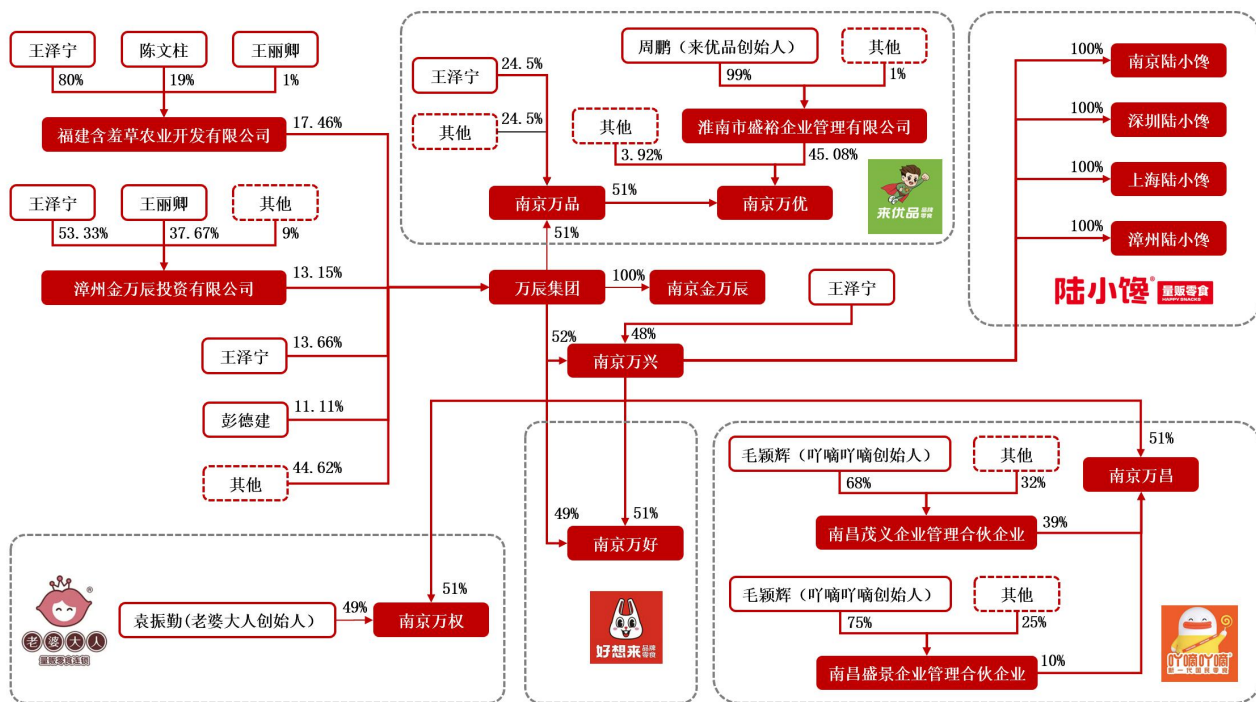


表 2：股权激励计划情况

年度	姓名	职务	获授的限制 性股票数量 （万股）	占本激励计 划授出权益 数量的比例	占本激励计 划公告日股 本总额比例	授予价 格（元/ 股）	业绩考核目标
2022 年	王健坤	原董事长（已辞 任）	120.00	20.87%	0.78%	8.78	以 2021 年营业收入 为基数， 2022/2023/2024 年营 业收入增长率不低 于 10%/25%/35%
	王丽卿	董事长	60.00	10.43%	0.39%		
	林该春	董事	40.00	6.96%	0.26%		
	王泽宁	董事、总经理	40.00	6.96%	0.26%		
	李博	董事、副总经理	10.00	1.74%	0.07%	6.27	
	蔡冬娜	副总经理、董事 会秘书、财务总 监	10.00	1.74%	0.07%		
	柯建平	副总经理	2.50	0.43%	0.02%		
	核心业务人员和骨干员工（45 人）		177.50	30.87%	1.16%		
	预留		115.00	20.00%	0.75%		
	合计		575.00	100.00%	3.75%		
2023 年第 一期	核心业务人员和骨干员工（42 人）		1209.50	100.00%	7.88%	12.07	2023/2024/2025 年营 业收入不低于 16/18/20 亿元
	合计		1209.50	100.00%	7.88%		
2023 年第 二期	蔡冬娜	副总经理、董事 会秘书、财务总 监	10.00	1.28%	0.07%	18.65	2023/2024/2025 年营 业收入不低于 35/40/45 亿元
	核心业务人员和骨干员工（180 人）		614.05	78.72%	4.00%		
	预留		156.01	20.00%	1.02%		
	合计		780.06	100.00%	5.08%		
2024 年	蔡冬娜	副总经理、董事 会秘书、财务总 监	10.00	0.88%	0.06%	15.17	2024/2025/2026 年营 业收入不低于 200/220/240 亿元
	核心业务人员和骨干员工（57 人）		1002.90	88.53%	5.82%		
	预留		120.00	10.59%	0.70%		
	合计		1132.90	100.00%	6.57%		

资料来源：万辰生物 2022 年、2023 年、2023 年第二期、2024 年限制性股票激励计划，山西证券研究所

图 4：万辰集团股权结构图



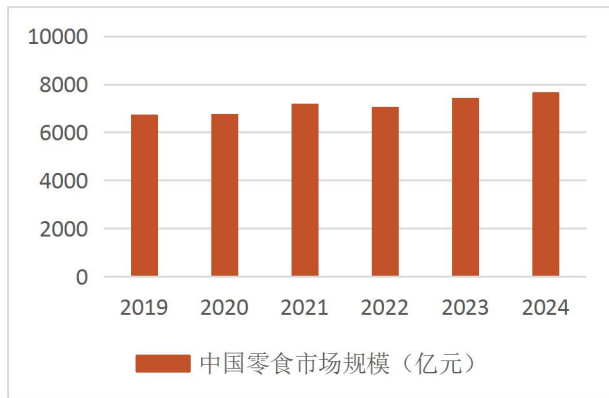
资料来源：iFinD，山西证券研究所

2. 行业格局：两超多强竞逐，量贩赛道风起云涌

2.1 行业趋势：万亿市场爆发，硬折扣模式重塑零售

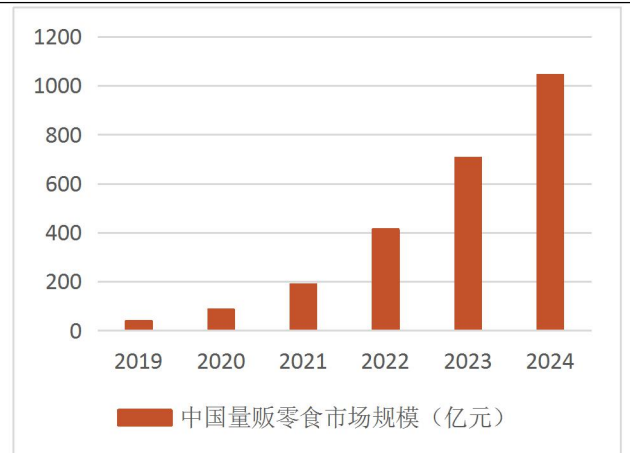
中国零食市场和量贩零食市场高速增长。根据中商产业研究院的数据，2019-2023 年中国休闲零食行业年均复合增长率达 2.54%。2024 年中国零食行业市场规模预计达到 7627 亿元，核心驱动力来自供应链的优化与渠道效率的提升。我们认为在行业内尽早布局的公司能快速抓取市场份额，形成龙头效应。

图 5：中国零食市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，山西证券研究所

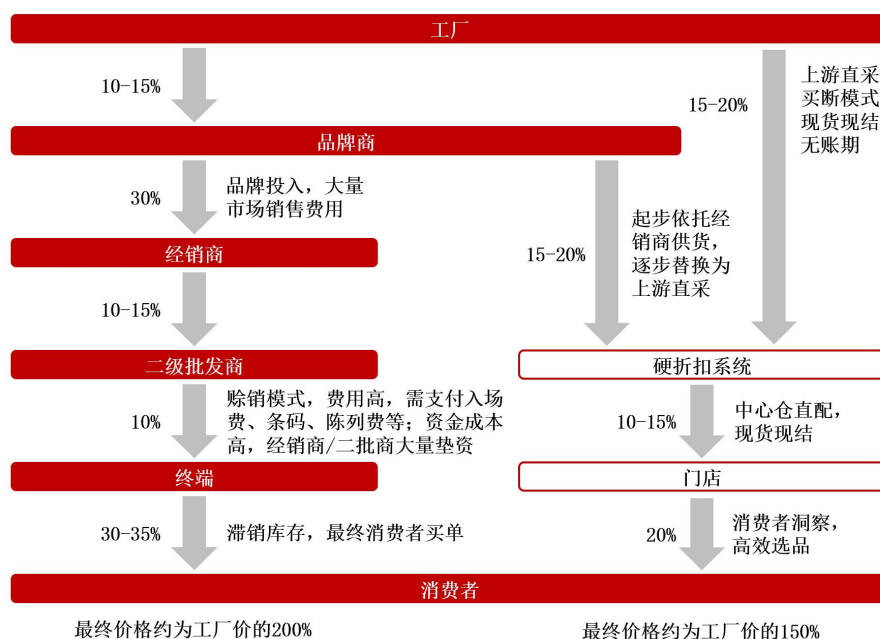
图 6：中国量贩零食市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，山西证券研究所

供应链升级，宽 SPU 窄 SKU 策略有效提升周转率。通过直采模式压缩中间环节成本 20%-35%，最终消费者购得商品的价格显著降低，同时量贩模式的智能仓储系统有效提升周转效率，其依托高频刚需品类与精准选址策略。

图 7：硬折扣供应链



资料来源：新经销，《中国零食硬折扣白皮书》，山西证券研究所

表 3：量贩零食特点

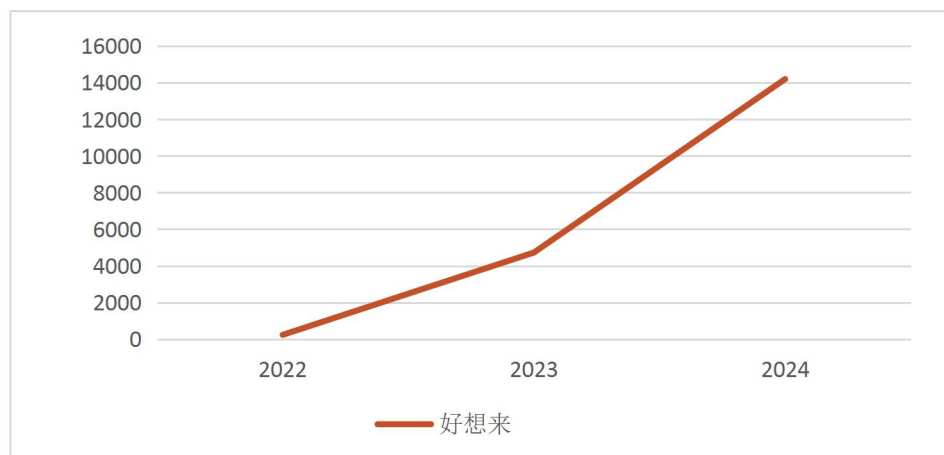
分类	内容类型	具体说明
商品价值	SKU 选择	以零食+饮品+方便食品为主，SKU 约 1500 个，包含散称和定量装两类，选品严格、动态调整
	价格策略	客单价多为 30-40 元/人次，品牌商品价格低于传统商超 20-40%，白牌更低
体验价值	便利性	门店深入社区和商业街，覆盖范围 1-1.5km
	场景设计	门店面积以 100-120 m ² 为主，环境温暖明亮，货架布局丰富、自动线设计提升购物效率
商品特点	品牌商品	知名品牌为主，引流快、复购高；二线品牌偏特色性价比。SKU 占比<50%，毛利约 5-15%
	白牌商品	中小品牌、低知名度，价格低，SKU 占比>50%，毛利空间大，多在 25-35%

资料来源：山西证券研究所

2.2 竞争格局：头部集中化，万辰系与鸣鸣很忙双雄争霸

行业呈现高度集中度。截止 2024 年，CR2 市占率超过 80%，行业在加速整合。万辰 2024 年底门店突破 1.4 万家，覆盖 29 个省。鸣鸣很忙集团通过并购整合（零食很忙+赵一鸣）覆盖 28 省，门店数量在 2024 年底达到 1.4 万家，整体零售额达 555 亿元。

图 8：好想来近三年门店数



资料来源：万辰集团 2023 年年度报告、万辰集团 2024 年年度报告，山西证券研究所

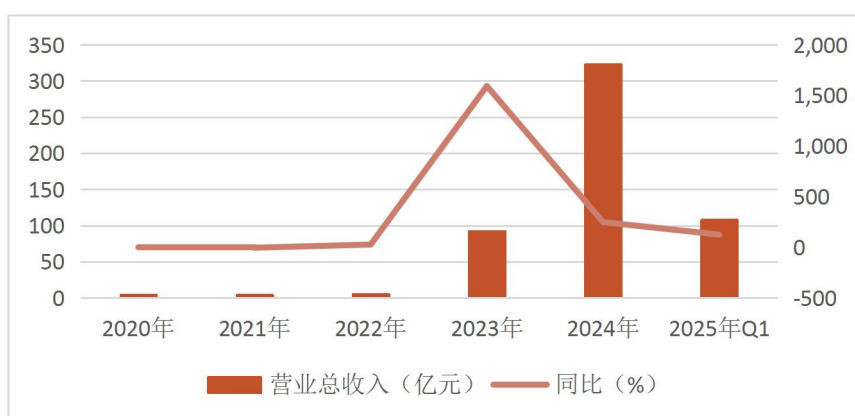
区域品牌分化加剧，策略是首先在基地市场站稳，再逐步向外扩。湖南“零食优选”、四川“零食有鸣”等区域品牌稳步开店，头部通过资本杠杆与规模效应形成壁垒挤压全国空间。万辰开店区域主要是江苏、山东、河南、河北、湖南、广东、安徽，而零食很忙主要在湖南、湖北、贵州、广东、江西、云南开店，赵一鸣主要在广东、江西、安徽、河北、浙江、广西开店，零食很忙和赵一鸣的主要开店省份基本互补，在同省开店的情况较少。

3. 经营展望：收入利润齐升，门店持续扩张

3.1 收入端增长强劲，量贩零食持续兑现高增长

公司收入延续高增长趋势，整体规模显著扩大。公司 2024 年实现营业收入 323.29 亿元，同比增长 247.86%；2025 年一季度收入达 108.21 亿元，同比增长 124.02%。收入延续高增，主要受到商品结构调整、门店规模扩张、品牌整合推进及供应链效率提升等因素的共同驱动。

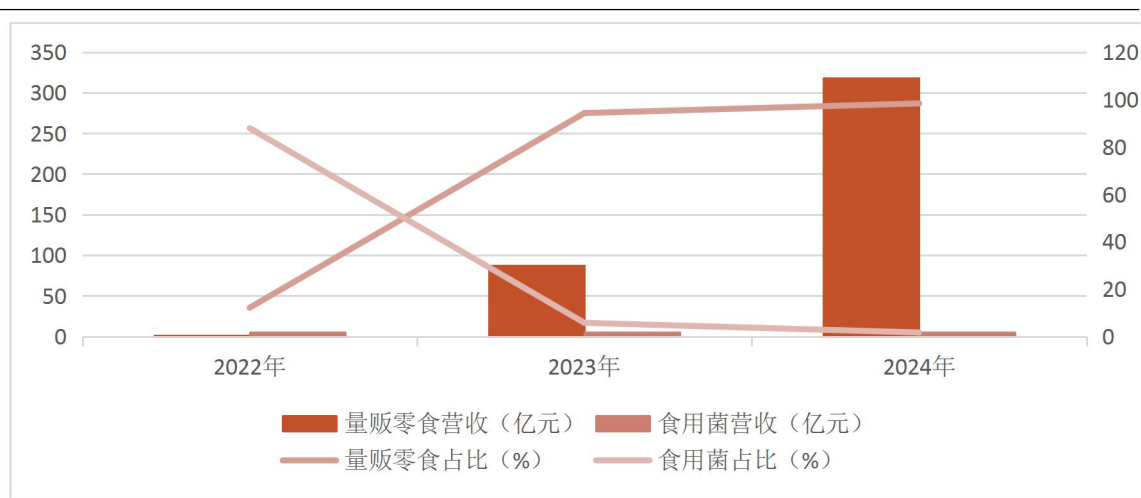
图 9：万辰营业收入与同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

量贩占比提升，营收结构重塑。自 2022 年下半年切入零食量贩赛道以来，公司收入结构迅速向该业务倾斜。2024 年量贩零食营收达 317.90 亿元，占比超 98%，而传统食用菌业务占比降至不足 2%。这一转变源于量贩零食具备高 SKU 覆盖、高周转率和价格优势，能够快速放大营收规模。公司已构建覆盖 9 大品类，超过 2000 个 SKU 的商品矩阵，单店 SKU 平均达 1500 个，并通过整合“陆小馋”“好想来”“来优品”等品牌，实现品牌、供应链和系统协同。

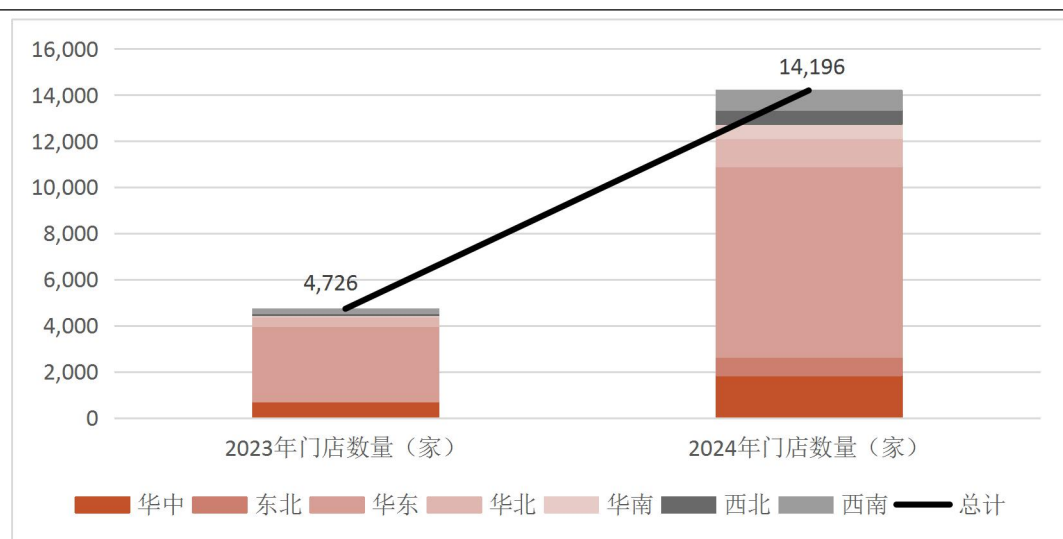
图 10：万辰集团主营构成变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

门店扩张提速，拉动收入绝对增长。2024 年，公司量贩零食门店总数达 14,196 家，全年净增 9,470 家，其中下半年单季净增门店高达 7,558 家，显著领先行业。区域方面，公司加快向全国空白市场渗透，其中华东、华中和东北区域门店净增分别达 5,020 家、1,164 家和 738 家，有效提升全国品牌渗透率。尽管门店密度快速提升带来一定程度的店效下降，2024 年平均单店年收入为 228 万元，但整体规模效应推动下，公司收入端总量仍实现跨越式增长。

图 11：万辰集团区域门店结构及总量趋势



资料来源：万辰集团 2024 年年度报告，万辰集团 2023 年年度报告，山西证券研究所

供应链与品牌协同，强化终端效率与渗透力。公司持续推动供应链韧性建设，在 2025 年 Q1 已建立 50 个区域仓配中心，仓储面积超 90 万平方米，物流系统可辐射 12,000+门店。同时，公司在总部设立选品中心，通过大数据动态监测动销情况，优化 SKU 组合与品类布局，极大提升了周转效率。此外，公司品牌整合后的“好想来”门店采用统一视觉、统一选品、统一价格策略，显著降低单店运营成本与营销投入，提高品牌集中度和用户心智，进一步增强对中腰部城市的渗透力。

硬折扣模式深化，价格力与爆款机制并行。公司采用典型的硬折扣打法，以“厂商直采+集中议价+精简流通”重构零售价值链，在保障产品品质的前提下降低加价率至传统商超的 70%-80%，强化价格竞争力。门店爆款机制快速反应，选品周期缩短至 1-2 周，迭代效率显著优于传统连锁体系。配合标准化门店模型与集中促销资源，公司量贩业务实现了高周转、低成本、强动销的闭环运作结构，为收入端的可持续增长奠定坚实基础。

3.2 费效比持续优化，盈利能力明显修复

收入放量带动利润端全面回升。公司 2024 年实现归母净利润 2.94 亿元，较上年同期大幅扭亏；扣非归母净利润 2.58 亿元，扣非后销售净利率为 0.80%。2025 年第一季度，公司实现归母净利润 2.15 亿元，同比增长 3344.13%；扣非归母净利润 2.11 亿元，同比增长 10562.30%。在收入高增的基础上，公司盈利能力持续改善。

图 12：万辰集团归母净利润



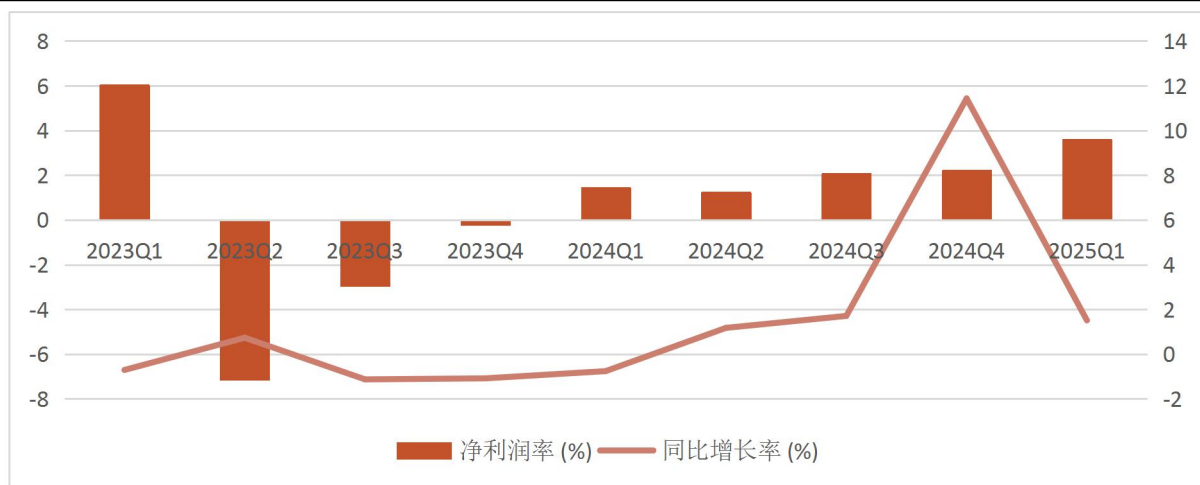
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：万辰集团扣非归母净利润



资料来源：Wind，山西证券研究所

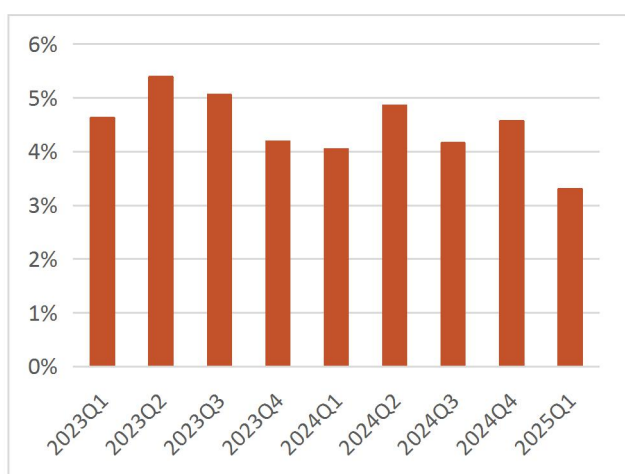
图 14：万辰集团净利润率



资料来源：Wind，山西证券研究所

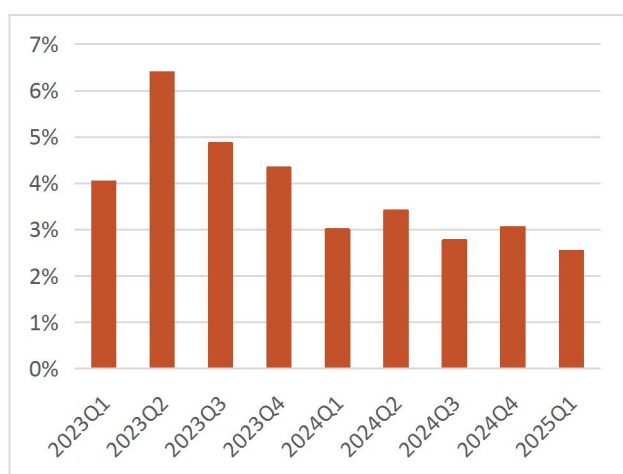
坪效优化叠加控费提效，盈利能力持续改善。利润端修复主要受益于两方面：一方面，伴随门店网络扩张，公司通过统一品牌、升级 SKU 与集中采购等手段优化了供应链结构，推动单店坪效稳定提升；另一方面，公司持续加强费用控制，销售及管理费用率稳步下降，带动整体费效比改善。随着门店成熟期占比提升，规模效应有望进一步释放，公司盈利能力具备持续提升空间。

图 15：销售费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：管理费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

4. 盈利预测

预计公司 2025-2027 年营业收入为 551.32、670.39、792.89 亿元，同比增长 70.53%、21.60%、18.27%。其中：

零食量贩业务：公司目前北方市场处于加速圈地跑马阶段，南方市场仍有加密空间，根据可观的开店空间，我们假设 2025-2027 年公司门店数量达到 17000、21000、24000 家。公司 2024 年全年对应单店年收入为 228 万元，随着开店规模增加，单店效益逐步稳定，我们假设 2025-2027 年平均单店年收入为 350、350、350 万元，对应 2025-2027 年零食量贩业务收入 545.93、665.00、787.50 亿元，对应增速为 71.73%、21.81%、18.42%。

食用菌业务：随着公司目前重心转移至零食量贩业务，目前已有该业务体量占比较小，有逐渐被剥离的预期，我们假设 2025-2027 年食用菌业务增速为 0%、0%、0%。

利润率：公司量贩零食业务快速占领市场，未来门店增长速度会逐渐放缓，规模效应下毛利率有所提升，期间费用率有所摊薄。我们假设 2025-2027 年量贩零食和菌类毛利率分别为 11.20%、11.40%、11.50%和 5.00%、5.00%、5.00%，销售费用率有所回稳，我们预计 2025-2027 年销售费用率为 3.80%、3.80%、3.80%，管理费用率为 2.50%、2.50%、2.50%。综上，我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 7.08、9.33、11.29 亿元，同比增长 141.36%、31.66%、21.04%。

表 4：主营业务拆分及 2025-2027E 盈利预测

单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	92.94	323.29	551.32	670.39	792.89
YOY	1592.03%	247.86%	70.53%	21.60%	18.27%
量贩零食	87.59	317.90	545.93	665.00	787.50
YOY	13057.81%	262.94%	71.73%	21.81%	18.42%
毛利率	9.52%	10.86%	11.20%	11.40%	11.50%
菌类	5.35	5.39	5.39	5.39	5.39
YOY	10.78%	0.73%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	5.65%	4.63%	5.00%	5.00%	5.00%
销售费用	4.34	14.31	20.95	25.47	30.13
管理费用	4.45	9.81	13.78	16.76	19.82
研发费用	0.03	0.04	0.06	0.07	0.08
归母净利润	-0.83	2.94	7.08	9.33	11.29
YOY	-273.72%	453.95%	141.36%	31.66%	21.04%
净利率	-0.89%	0.91%	1.28%	1.39%	1.42%

资料来源：Wind，山西证券研究所

估值方面：公司作为零食量贩行业唯一上市标的和赛道龙头，市场目前没有可对标的零食量贩上市公司，故我们选取与其业务模式相近的零食连锁公司良品铺子、三只松鼠做比较。公司目前正处于快速扩张阶段，卡位新消费赛道，捕捉社区零售与折扣模式新流量，未来利润有很高的弹性空间，应当享受一定的成长溢价。基于以上假设及盈利预测，公司 8 月 11 日收盘价为 161.75 元，当日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 42.8/32.5/26.9 倍。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

表 5：截止 2025/8/11 三只松鼠、良品铺子盈利情况一致预测

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603719. SH	良品铺子	54.50	13.59	0.04	0.22	0.32	336.39	62.17	42.36
300783. SZ	三只松鼠	103.59	25.79	1.22	1.66	2.11	21.07	15.54	12.21

资料来源：Wind，山西证券研究所

5. 风险提示

- 1、经济增速不及预期：**经济增速回暖不及预期，或将影响消费修复，导致消费品增速低于预期；
- 2、量贩零食行业竞争加剧：**量贩零食行业存在行业竞争加剧环境下行业增速不及预期风险；
- 3、原材料价格上升超预期：**上游原材料及相关包材价格波动会影响生产成本，若原材料及包材价格大幅上涨，产品利润率受到直接冲击，导致公司业绩不及预期；
- 4、食品安全问题：**若产品出现品质问题将影响品牌、公司形象及业务经营。
- 5、定增解禁风险：**公司预计于 2025 年 9 月解禁 1,769.91 万股定向增发机构配售股份，或将引起市场股价波动，机构抛售致使短期流动性承压。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2349	5771	10705	12061	14925
现金	1210	2381	6257	7057	8822
应收票据及应收账款	27	18	203	19	194
预付账款	248	1141	1228	1653	1755
存货	733	2141	2740	3181	3814
其他流动资产	131	89	277	150	340
非流动资产	1576	1483	1511	1475	1434
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	851	794	821	785	744
无形资产	61	60	58	57	57
其他非流动资产	665	630	632	633	633
资产总计	3925	7253	12216	13536	16360
流动负债	2640	5128	8825	8433	9154
短期借款	511	956	500	400	600
应付票据及应付账款	943	2094	3063	4861	1825
其他流动负债	1186	2078	5262	3172	6729
非流动负债	589	664	585	506	426
长期借款	148	237	158	79	0
其他非流动负债	441	426	426	426	426
负债合计	3230	5792	9410	8939	9580
少数股东权益	50	363	1072	2005	3133
股本	155	180	188	188	188
资本公积	364	534	526	526	526
留存收益	127	384	1453	2862	4565
归属母公司股东权益	645	1098	1735	2593	3646
负债和股东权益	3925	7253	12216	13536	16360

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1023	848	4749	1113	1783
净利润	-146	603	1417	1866	2257
折旧摊销	98	121	97	107	115
财务费用	29	39	49	-18	-15
投资损失	-0	-0	0	0	0
营运资金变动	780	-337	3183	-847	-579
其他经营现金流	262	422	3	4	5
投资活动现金流	-207	-96	-128	-75	-79
筹资活动现金流	222	303	-744	-237	60
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.44	1.56	3.78	4.97	6.02
每股经营现金流(最新摊薄)	5.45	4.52	25.31	5.93	9.51
每股净资产(最新摊薄)	3.44	5.85	9.25	13.82	19.43

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9294	32329	55132	67039	79289
营业成本	8430	28851	48991	59431	70206
营业税金及附加	21	63	165	201	238
营业费用	434	1431	2095	2547	3013
管理费用	445	981	1378	1676	1982
研发费用	3	4	6	7	8
财务费用	29	39	49	-18	-15
资产减值损失	-12	-17	-83	-80	-90
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-76	1041	2361	3110	3762
营业外收入	2	13	0	0	0
营业外支出	10	22	0	0	0
利润总额	-85	1032	2361	3110	3762
所得税	61	429	945	1244	1505
税后利润	-146	603	1417	1866	2257
少数股东损益	-63	310	708	933	1129
归属母公司净利润	-83	294	708	933	1129
EBITDA	20	1161	2412	3109	3741

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	1592.0	247.9	70.5	21.6	18.3
营业利润(%)	-281.3	1462.0	126.9	31.7	21.0
归属于母公司净利润(%)	-273.6	454.0	141.4	31.7	21.0
获利能力					
毛利率(%)	9.3	10.8	11.1	11.3	11.5
净利率(%)	-0.9	0.9	1.3	1.4	1.4
ROE(%)	-21.0	41.3	50.5	40.6	33.3
ROIC(%)	-7.4	21.7	49.5	51.7	46.7
偿债能力					
资产负债率(%)	82.3	79.9	77.0	66.0	58.6
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	3.6	5.8	5.7	5.2	5.3
应收账款周转率	448.5	1424.0	497.4	603.9	743.4
应付账款周转率	15.9	19.0	19.0	15.0	21.0
估值比率					
P/E	-365.9	103.4	42.8	32.5	26.9
P/B	47.0	27.6	17.5	11.7	8.3
EV/EBITDA	1511.6	25.9	10.9	8.4	6.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

