

万辰集团（300972）

2025 年中报点评：利润率持续超预期，进入效率上升通道

买入（维持）

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	9,294	32,329	49,873	55,389	58,737
同比（%）	1,592.03	247.86	54.27	11.06	6.04
归母净利润（百万元）	(82.93)	293.52	1,208.61	1,802.90	2,171.70
同比（%）	(273.72)	453.95	311.76	49.17	20.46
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.44)	1.56	6.44	9.61	11.58
P/E（现价&最新摊薄）	(399.32)	112.82	27.40	18.37	15.25

投资要点

- **事件：**2025H1 公司实现营收 225.8 亿元，同比+106.9%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比+50358.8%；实现扣非归母净利润 4.5 亿元，同比扭亏为盈。2025Q2 实现营收 117.6 亿元，同比+93.3%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非归母净利润 2.4 亿元，同比扭亏为盈。
- **零食量贩业务营收保持翻倍增长。**2025H1 零食量贩业务实现营收 223.45 亿元，同比+109.33%；2025Q2 零食量贩业务实现营收 116.57 亿元，同比+94.97%。2025H1 期末门店数量达到 15365 家，2024 年末门店数量为 14196 家，今年上半年净开门店 1169 家。
- **规模效应释放，Q2 净利率环比提升。**2025H1 零食量贩业务加回计提的股份支付费用后实现净利润 9.56 亿元，对应还原股权激励的净利率为 4.28%，Q1、Q2 分别为 3.85%、4.67%，Q2 净利率环比继续提升。2025Q2 公司实现毛利率 11.8%，同比+0.7pct、环比+0.7pct，销售/管理费用率同比-2.0/-0.4pct；均体现出规模效应的释放。实现销售净利率 4.1%，同比+2.9pct、环比+0.5pct。归母净利润占净利润的比例在 25Q1、25Q2 分别为 55%、53%，保持稳定。
- **发布少数股东权益拟收回公告，增厚归母净利。**公司于 8 月 12 日发布公告拟以支付现金方式收购南京万优商业管理有限公司（来优品的运营主体）49.00%股权，若此部分股权收回，公司测算 2025 年 1-5 月的归母净利润占净利润的比例可从 53.7%提升到 63.4%，少数股东权益的收回可增厚归母净利润。
- **盈利预测与投资评级：**量贩业务净利率环比大幅改善，我们认为得益于竞争趋缓、规模效应提升，再次验证行业本身具备净利率上升通道；同时考虑到公司拟收回部分少数股东权益，我们上调此前盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.1/18.0/21.7 亿元（此前盈利预测分别为 9.4/12.6/16.1 亿元），同比+312%/+49%/+20%，对应 PE 为 27/18/15X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	176.50
一年最低/最高价	29.02/199.90
市净率(倍)	24.00
流通 A 股市值(百万元)	28,847.77
总市值(百万元)	33,114.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.35
资产负债率(%,LF)	72.74
总股本(百万股)	187.62
流通 A 股(百万股)	163.44

相关研究

《万辰集团(300972)：2025 一季报点评：Q1 业绩超预期，行业进入净利率上升通道》

2025-04-29

《万辰集团(300972)：2024 年报点评：门店数量高增，盈利能力提升》

2025-04-21

万辰集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,771	8,756	10,820	14,781	营业总收入	32,329	49,873	55,389	58,737
货币资金及交易性金融资产	2,381	5,364	7,131	10,927	营业成本(含金融类)	28,851	43,160	47,658	50,539
经营性应收款项	1,159	1,117	997	1,283	税金及附加	63	100	111	117
存货	2,141	1,449	2,510	1,689	销售费用	1,431	1,596	1,606	1,645
合同资产	0	0	0	0	管理费用	981	1,396	1,385	881
其他流动资产	89	826	181	881	研发费用	4	15	6	5
非流动资产	1,483	1,738	1,903	1,975	财务费用	39	32	2	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	106	25	28	29
固定资产及使用权资产	1,270	1,324	1,370	1,362	投资净收益	0	15	6	6
在建工程	1	201	321	401	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	60	60	60	60	减值损失	(17)	(11)	(11)	(11)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(8)	(15)	(17)	(18)
长期待摊费用	37	37	37	37	营业利润	1,041	3,588	4,627	5,572
其他非流动资产	115	115	115	115	营业外净收支	(9)	(4)	(4)	(4)
资产总计	7,253	10,493	12,723	16,755	利润总额	1,032	3,584	4,623	5,568
流动负债	5,128	6,381	5,837	6,529	减:所得税	429	1,434	1,849	2,227
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,124	1,124	1,124	1,124	净利润	603	2,150	2,774	3,341
经营性应付款项	2,094	2,784	1,982	2,510	减:少数股东损益	310	942	971	1,169
合同负债	312	432	477	505	归属母公司净利润	294	1,209	1,803	2,172
其他流动负债	1,598	2,042	2,255	2,389	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.56	6.44	9.61	11.58
非流动负债	664	664	664	664	EBIT	1,089	3,636	4,656	5,585
长期借款	237	237	237	237	EBITDA	1,370	3,731	4,760	5,693
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.76	13.46	13.96	13.96
租赁负债	299	299	299	299	归母净利率(%)	0.91	2.42	3.25	3.70
其他非流动负债	127	127	127	127	收入增长率(%)	247.86	54.27	11.06	6.04
负债合计	5,792	7,045	6,501	7,193	归母净利润增长率(%)	453.95	311.76	49.17	20.46
归属母公司股东权益	1,098	2,143	3,946	6,118					
少数股东权益	363	1,305	2,276	3,445					
所有者权益合计	1,461	3,448	6,222	9,563					
负债和股东权益	7,253	10,493	12,723	16,755					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	848	3,547	2,098	4,038	每股净资产(元)	6.10	11.42	21.03	32.61
投资活动现金流	(96)	(354)	(285)	(196)	最新发行在外股份(百万股)	188	188	188	188
筹资活动现金流	303	(38)	(46)	(46)	ROIC(%)	25.66	53.01	43.01	35.08
现金净增加额	1,056	3,155	1,767	3,796	ROE-摊薄(%)	26.73	56.40	45.69	35.50
折旧和摊销	281	95	104	109	资产负债率(%)	79.85	67.14	51.10	42.93
资本开支	(96)	(369)	(291)	(202)	P/E (现价&最新股本摊薄)	112.82	27.40	18.37	15.25
营运资本变动	(118)	1,241	(852)	515	P/B (现价)	28.93	15.45	8.39	5.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>