

Q2 盈利大超预期

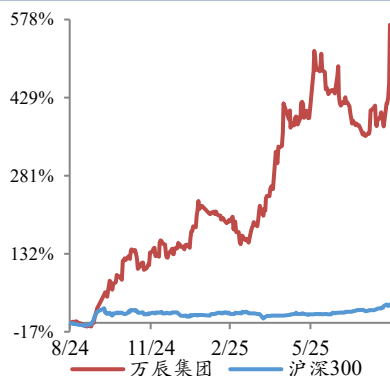
——万辰集团 2025Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-30

收盘价（元）	211.80
近 12 个月最高/最低（元）	211.80/28.88
总股本（百万股）	188
流通股本（百万股）	163
流通股比例（%）	87.12
总市值（亿元）	397
流通市值（亿元）	346

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

➤ 公司发布 2025Q2 业绩：

- **25Q2**：营收 117.62 亿（+93.3%），归母净利润 2.57 亿（+4940.3%），扣非归母净利润 2.39 亿（+4828.1%）
- **25H1**：营收 225.83 亿（+106.9%），归母净利润 4.72 亿（+50358.8%），扣非归母净利润 4.51 亿（+14722.3%）
- **25Q2 盈利再度大超市场预期。**

● 收入：开店/同店环比提升

- 25Q2 量贩业务营收同比增长 95.0%。拆分开店与同店看：
- 开店：Q2 预计净新增门店约 869 家（Q1 预计净新增 300 家），开店边际加速，25H1 末公司门店达 15365 家（较 24 年末净增 1169 家），我们预计全年净新增 3000 家；
- 同店：我们测算公司 Q2 单店月收入约 26 万元，同比/环比各 -23.4%/+4.8%，同比下降已有市场预期，环比好转源于旺季来临下公司重心为同店改善。

● 盈利：单季净利率大超预期

- 亮点①：25Q2 公司量贩业务剔除股权支付费用后净利率达 4.7%，大超市场预期 3.5%，24Q3-25Q1 单季分别为 2.7%/2.7%/3.9%，实现同比/环比各+1.9/+0.8pct。我们预计净利率超预期来自于规模效应提升、开店补贴减少、对上游议价力强化。
- 亮点②：25Q2 公司整体毛利率同比+0.6pct，销售/管理费率同比各 -2.0/-0.4pct，出现大幅优化。单 Q2 公司归母净利率达 2.2%，同比大幅提升 2.3pct，24Q3-25Q1 单季分别为 0.9%/1.8%/2.0%，处持续提升通道，由于仍存少数股权收回落地，预计 25H2 公司归母净利率仍有望提升。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

展望 H2 催化：我们预计销售、管理费率仍有进一步提效空间、重点提示公司积极推进折扣超市单店模型迭代，同时 H 股上市未来助推公司加速股权回收与海外扩张抬升远期收入天花板。

盈利预测：考虑到公司盈利能力超预期、当前开店节奏以及少数股权回收进展，我们调整前期预测，预计公司 2025-2027 年实现营业收入 538.64/642.90/777.78 亿元（前值 564.22/675.47/918.76 亿元），同比+66.6%/19.4%/21.0%；实现归母净利润 11.87/17.81/26.17 亿元（前值 10.40/16.73/24.19 亿元），同比+304.5%/50.0%/46.9%；当

前股价对应 PE 分别为 33/22/15 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

市场竞争加剧，新店型拓展不及预期，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32329	53864	64290	77778
收入同比（%）	247.9%	66.6%	19.4%	21.0%
归属母公司净利润	294	1187	1781	2617
净利润同比（%）	454.0%	304.5%	50.0%	46.9%
毛利率（%）	10.8%	11.4%	11.7%	11.8%
ROE（%）	26.7%	64.2%	59.9%	56.5%
每股收益（元）	1.71	6.33	9.49	13.95
P/E	46.91	33.47	22.31	15.18
P/B	13.18	21.50	13.36	8.58
EV/EBITDA	10.04	11.50	8.59	6.25

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 8 月 29 日

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	5771	10589	14325	18780	
现金	2381	5267	8163	11544	
应收账款	18	15	18	22	
其他应收款	47	45	45	50	
预付账款	1141	1908	2271	2743	
存货	2141	3313	3786	4381	
其他流动资产	42	42	42	42	
非流动资产	1483	1293	1105	906	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	794	716	636	553	
无形资产	60	57	55	53	
其他非流动资产	630	519	414	301	
资产总计	7253	11882	15430	19687	
流动负债	5128	7981	9380	11047	
短期借款	956	1360	1764	2167	
应付账款	2012	3313	3786	4381	
其他流动负债	2160	3309	3831	4499	
非流动负债	664	718	781	845	
长期借款	237	301	364	428	
其他非流动负债	426	417	417	417	
负债合计	5792	8699	10161	11892	
少数股东权益	363	1335	2294	3166	
股本	180	180	180	180	
资本公积	534	534	534	534	
留存收益	384	1135	2260	3915	
归属母公司股东权	1098	1849	2974	4629	
负债和股东权益	7253	11882	15430	19687	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	848	2943	3238	4049	
净利润	603	2159	2740	3490	
折旧摊销	281	236	246	256	
财务费用	51	46	61	77	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-118	471	156	188	
其他经营现金流	752	1719	2620	3340	
投资活动现金流	-96	-86	-93	-96	
资本支出	-96	-90	-93	-96	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	0	4	0	0	
筹资活动现金流	303	28	-249	-572	
短期借款	445	404	404	404	
长期借款	89	63	63	63	
普通股增加	25	0	0	0	
资本公积增加	170	0	0	0	
其他筹资现金流	-426	-439	-717	-1040	
现金净增加额	1056	2886	2896	3381	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	32329	53864	64290	77778	
营业成本	28851	47701	56787	68567	
营业税金及附加	63	106	126	153	
销售费用	1431	1885	2186	2567	
管理费用	981	1293	1511	1789	
财务费用	39	36	40	44	
资产减值损失	-12	-10	-10	-10	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	1041	2922	3707	4718	
营业外收入	13	13	13	13	
营业外支出	22	22	22	22	
利润总额	1032	2913	3698	4710	
所得税	429	755	958	1220	
净利润	603	2159	2740	3490	
少数股东损益	310	971	959	872	
归属母公司净利润	294	1187	1781	2617	
EBITDA	1370	3186	3985	5010	
EPS（元）	1.71	6.33	9.49	13.95	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	247.9%	66.6%	19.4%	21.0%	
营业利润	1462.0%	180.7%	26.9%	27.3%	
归属于母公司净利	454.0%	304.5%	50.0%	46.9%	
获利能力					
毛利率（%）	10.8%	11.4%	11.7%	11.8%	
净利率（%）	0.9%	2.2%	2.8%	3.4%	
ROE（%）	26.7%	64.2%	59.9%	56.5%	
ROIC（%）	20.4%	40.8%	35.0%	32.3%	
偿债能力					
资产负债率（%）	79.9%	73.2%	65.9%	60.4%	
净负债比率（%）	396.4%	273.3%	192.9%	152.6%	
流动比率	1.13	1.33	1.53	1.70	
速动比率	0.48	0.67	0.88	1.05	
营运能力					
总资产周转率	5.78	5.63	4.71	4.43	
应收账款周转率	1424.05	3221.96	3917.66	3941.79	
应付账款周转率	19.53	17.92	16.00	16.79	
每股指标（元）					
每股收益	1.71	6.33	9.49	13.95	
每股经营现金流（摊	4.52	15.69	17.26	21.58	
每股净资产	6.10	9.85	15.85	24.67	
估值比率					
P/E	46.91	33.47	22.31	15.18	
P/B	13.18	21.50	13.36	8.58	
EV/EBITDA	10.04	11.50	8.59	6.25	

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。