

万辰集团 (300972.SZ)

强烈推荐 (维持)

净利率大超预期, 1.5 万店之上持续开拓

消费品/商业

当前股价: 211.8 元

25Q2 公司收入增长符合预期, 净利润大超预期。量贩零食多快好省全面领先持续扩张获取份额; 公司作为行业龙头, 多维度能力领先强者恒强, 门店持续较快扩张, 规模效应+行业补贴收窄下净利率弹性明显; 未来进一步收回少数股权有望增厚利润, 折扣超市等探索下有望贡献增量。维持“强烈推荐”评级。

基础数据

总股本 (百万股)	188
已上市流通股 (百万股)	163
总市值 (十亿元)	39.7
流通市值 (十亿元)	34.6
每股净资产 (MRQ)	8.6
ROE (TTM)	47.1
资产负债率	68.9%
主要股东	福建舍羞草农业开发有限公司
主要股东持股比例	18.2%

□ 25Q2 公司收入增速符合预期, 净利润大超预期。25Q2 公司收入 117.6 亿/+93.3%, 净利润为 4.8 亿/+546%, 整体净利率达到 4.1%, 环比均明显提升并超出市场预期。Q2 归母净利润为 2.6 亿/去年同期亏损约 500 万, 计算得量贩零食利润并表比重达到 50%以上。拆分得, Q2 量贩零食收入为 116.6 亿/+95.0%, 估算食用菌收入约 1.1 亿/+0%, 预计本季度食用菌业务为亏损。

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

□ Q2 开店符合预期, 单店收入短期波动。公司 25H1 末门店数 15365 家, 25H1 新开 1468 家, 经营原因闭店 259 家, 非经营原因闭店 40 家, 闭店率处在 1.9% 的低水平; 25H1 净开 1169 家店, 预计主要为 Q2 开出。空间上看, 当前西部及北方市场饱和度低, 进一步下沉及尾部品牌闭店均会带来明显空间。单店收入上, 经测算 Q2 单店收入下降, 但量贩零食作为高效零食渠道, 其份额扩张势能不变, 预计随公司品宣+货品调优+运营改善等, 单店表现有望改善。

相关报告

- 1、《万辰集团 (300972) — 净利率大超预期, 成长势能延续》2025-05-01
- 2、《万辰集团 (300972) — 24 年如期兑现, 净利率弹性明显》2025-04-21
- 3、《万辰集团 (300972) — 24 年如期兑现, 25 年势能延续》2025-01-26

□ Q2 量贩零食净利率 (剔除股份支付) 达到 4.7%, 大幅超出市场预期。本季度量贩零食剔除股份支付的净利润约 5.4 亿, 对应净利率约 4.67%, 环比 25Q1 提升 0.8pct, 同比提升 1.9pct。随公司规模增长带来采购端等各环节规模效应及总部经营杠杆释放, 叠加 25 年开店补贴大幅收窄, 净利率同比提升逻辑明确, 持续超预期兑现。

□ 规模效应持续释放, 各项费率明显优化。Q2 公司毛利率 11.8%/同比+0.7pct/环比+0.7pct, 销售费率 2.9%/同比-2.0pct/环比-0.4pct, 管理费率 3.0%/同比-0.4pct/环比+0.4pct, 财务费率 0.1%/同比-0.1pct/环比-0.0pct, 研发费率 0.0%/同比-0.0pct/环比-0.0pct, 规模效应及前置费用消化下费用率持续改善。

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

□ 投资建议。量贩零食渠道优势领先持续获取份额。公司作为龙头强者恒强, 预计今年延续成长势能, 规模效应+行业补贴收窄等驱动下净利率弹性明显。公司 8 月发布少数股权回收草案, 将推动零食利润并表比重提升至 63%+, 叠加 Q2 净利率超预期, 调整 25/26/27E 归母净利润预测为 11.9/17.2/21.6 亿。此外, 公司近期公告拟发行 H 股并在香港上市, 有望继续增强资金储备助力少数股权回收、新业态及出海探索等。维持“强烈推荐”评级。

李星馨 S1090524070010

lixingxin@cmschina.com.cn

□ 风险提示: 开店不及预期、店效波动、竞争加剧、食品安全问题

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9294	32329	50999	60805	67948
同比增长	1592%	248%	58%	19%	12%
营业利润(百万元)	(76)	1041	2684	3526	4434
同比增长	-281%	-1462%	158%	31%	26%
归母净利润(百万元)	(83)	294	1190	1715	2157
同比增长	-274%	-454%	306%	44%	26%
每股收益(元)	-0.44	1.56	6.35	9.14	11.50
PE	-479.2	135.4	33.4	23.2	18.4
PB	61.6	36.2	17.9	10.9	7.4

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2349	5771	8612	11708	15172
现金	1210	2381	3335	5450	8179
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	27	18	14	17	19
其它应收款	118	47	75	89	100
存货	733	2141	3337	3956	4421
其他	261	1183	1851	2195	2453
非流动资产	1576	1483	1417	1359	1309
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	851	794	741	695	655
无形资产商誉	61	60	54	48	43
其他	665	630	622	616	611
资产总计	3925	7253	10029	13067	16481
流动负债	2640	5128	5961	6658	7182
短期借款	511	956	600	600	600
应付账款	943	2094	3276	3884	4340
预收账款	170	312	488	579	647
其他	1017	1766	1597	1596	1595
长期负债	589	664	664	664	664
长期借款	148	237	237	237	237
其他	441	426	426	426	426
负债合计	3230	5792	6625	7322	7846
股本	155	180	188	188	188
资本公积金	364	534	534	534	534
留存收益	127	384	1503	2920	4649
少数股东权益	50	363	1179	2103	3264
归属于母公司所有者权益	645	1098	2225	3642	5371
负债及权益合计	3925	7253	10029	13067	16481

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1023	848	1397	2240	2955
净利润	(146)	603	2007	2638	3319
折旧摊销	98	121	112	103	96
财务费用	29	51	(83)	(112)	(142)
投资收益	(0)	(0)	(106)	(106)	(106)
营运资金变动	1041	78	(530)	(288)	(215)
其它	1	(5)	(1)	4	3
投资活动现金流	(207)	(96)	61	61	61
资本支出	(219)	(117)	(45)	(45)	(45)
其他投资	12	20	106	106	106
筹资活动现金流	222	303	(504)	(186)	(287)
借款变动	(99)	177	(524)	0	0
普通股增加	1	25	8	0	0
资本公积增加	59	170	0	0	0
股利分配	0	0	(72)	(298)	(429)
其他	261	(69)	83	112	142
现金净增加额	1039	1056	954	2116	2729

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9294	32329	50999	60805	67948
营业成本	8430	28851	45134	53509	59794
营业税金及附加	21	63	100	119	133
营业费用	434	1431	1861	2189	2174
管理费用	445	981	1402	1672	1651
研发费用	3	4	6	8	8
财务费用	29	39	(83)	(112)	(142)
资产减值损失	(15)	(25)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	7	106	106	106	106
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	(76)	1041	2684	3526	4434
营业外收入	2	13	13	13	13
营业外支出	10	22	22	22	22
利润总额	(85)	1032	2675	3518	4425
所得税	61	429	669	879	1106
少数股东损益	(63)	310	816	923	1162
归属于母公司净利润	(83)	294	1190	1715	2157

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1592%	248%	58%	19%	12%
营业利润	-281%	-1462%	158%	31%	26%
归母净利润	-274%	-454%	306%	44%	26%
获利能力					
毛利率	9.3%	10.8%	11.5%	12.0%	12.0%
净利率	-0.9%	0.9%	2.3%	2.8%	3.2%
ROE	-12.6%	33.7%	71.7%	58.5%	47.9%
ROIC	-6.6%	29.1%	55.2%	47.3%	40.1%
偿债能力					
资产负债率	82.3%	79.9%	66.1%	56.0%	47.6%
净负债比率	20.7%	18.8%	8.4%	6.4%	5.1%
流动比率	0.9	1.1	1.4	1.8	2.1
速动比率	0.6	0.7	0.9	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	3.6	5.8	5.9	5.3	4.6
存货周转率	20.2	20.1	16.5	14.7	14.3
应收账款周转率	448.0	1424.0	3137.0	3952.0	3835.0
应付账款周转率	15.9	19.0	16.8	14.9	14.5
每股资料(元)					
EPS	-0.44	1.56	6.35	9.14	11.50
每股经营净现金	5.45	4.52	7.45	11.94	15.75
每股净资产	3.44	5.85	11.86	19.41	28.63
每股股利	0.00	0.38	1.59	2.29	2.87
估值比率					
PE	-479.2	135.4	33.4	23.2	18.4
PB	61.6	36.2	17.9	10.9	7.4
EV/EBITDA	756.4	24.9	10.8	8.4	6.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。