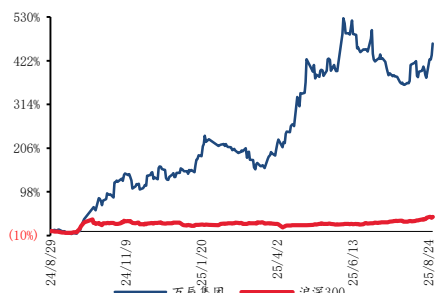


万辰集团: Q2 业绩超预期, 势能保持向上

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 1.88/1.63
总市值/流通(亿元) 331.14/288.48
12 个月内最高/最低价 199.9/29.02 (元)

相关研究报告

<<万辰集团: 业绩超预期, 零食量贩业务快速开店>>—2023-10-25

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师: 肖依琳

电话:

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件: 公司发布 2025 年中报, 2025H1 公司实现营收 225.83 亿元, 同比+106.89%, 归母净利 4.72 亿元, 同比+50358.8%。其中 2025Q2 实现营收 117.62 亿元, 同比+93.28%, 归母净利 2.57 亿元, 同比+4940.33%。

量贩零食业务保持高增, 表现单店压力不影响长期向上势能。2025Q2 公司量贩零食实现收入 116.6 亿元, 同比+95.0%, 食用菌 1.1 亿元, 同比持平。截止 25H1 底门店数 15365 家, 新增加门店 1468 家, 经营原因闭店 259 家, 非经营原因减少门店 40 家, 闭店率维持 1.9%左右。分地区来看, 华东/华中/华北/西北/西南/华南/东北 H1 期末门店数量分别为 8727/2061/1374/698/977/629/899 家, 较年初净增加 462/198/144/84/139/26/116 家。我们测算预计单店收入约 78.9 万元, 年化收入 316 万元左右, 同比-21%, 环比 Q1 增速略有降速, 主因门店密度加大以及老婆大人门店占比下降导致。

盈利水平进入向上改善阶段, Q2 净利率超预期提升。2025Q2 公司量贩零食业务剔除股权支付费用后净利润为 4.12 亿元, 单季度净利率环比提升 1.11pct 至 4.67% (Q1 为 3.85%), 超此前预期。集团报表层面, 2025H1/2025Q2 毛利率分别同比+0.9/+0.7pct 至 11.4%/11.8%, 成本管控能力持续提升。费用方面, 2025Q2 销售/管理费用分别为 2.9%/3.0%, 同比-2.0/-0.4pct, 销售费用下降较多预计主因公司开店补贴力度有所收紧, 同时管理效率持续提升, 费用率整体实现明显下降。综上, 2025H1/2025Q2 公司整体净利率同比+2.1/+2.3pct 至 2.1%/2.2%。

盈利预测: 零食量贩竞争格局逐步清晰, 份额持续向头部倾斜, 25Q2 公司量贩净利率再超预期, 盈利水平提升逻辑持续强化。8 月公司收回万优少数股权, 归母并表比例提升由 53.7%提升至 63.4%, 考虑后续港股上市计划需求, 少数股权有望进一步收回。我们预计 2025-2027 年实现收入 525/634/758 亿元, 同比 +63%/+21%/+19%, 实现归母净利润 12.6/17.1/22.2 亿元, 对应 PE26/19/15X。我们按照 2026 年业绩给 25 倍 PE, 一年目标价为 227.25 元, 给予“买入”评级。

风险提示: 单店收入恢复不及预期; 开店不及预期; 食品安全风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,329	52,541	63,446	75,762
营业收入增长率(%)	247.86%	62.52%	20.75%	19.41%
归母净利(百万元)	294	1,258	1,705	2,220
净利润增长率(%)	453.95%	328.44%	35.61%	30.20%
摊薄每股收益(元)	1.71	6.70	9.09	11.84
市盈率(PE)	46.91	26.33	19.42	14.91

资料来源: 携宁, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,210	2,381	5,830	8,142	11,688
应收和预付款项	275	1,159	1,763	2,164	2,551
存货	733	2,141	3,670	4,327	5,169
其他流动资产	131	89	317	294	375
流动资产合计	2,349	5,771	11,579	14,926	19,783
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	851	794	699	605	510
在建工程	1	1	1	1	1
无形资产开发支出	61	60	60	60	60
长期待摊费用	51	37	37	37	37
其他非流动资产	2,961	6,362	11,989	15,166	19,886
资产总计	3,925	7,253	12,786	15,869	20,495
短期借款	511	956	956	956	956
应付和预收款项	943	2,094	4,007	4,566	5,518
长期借款	148	237	237	237	237
其他负债	1,627	2,505	4,584	5,028	5,993
负债合计	3,230	5,792	9,784	10,787	12,705
股本	155	180	188	188	188
资本公积	364	534	534	534	534
留存收益	127	384	1,179	2,257	3,660
归母公司股东权益	645	1,098	1,901	2,979	4,382
少数股东权益	50	363	1,102	2,103	3,407
股东权益合计	696	1,461	3,002	5,082	7,790
负债和股东权益	3,925	7,253	12,786	15,869	20,495

现金流量表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,023	848	3,880	2,965	4,393
投资性现金流	-207	-96	-19	-26	-30
融资性现金流	222	303	-411	-627	-817
现金增加额	1,039	1,056	3,449	2,312	3,546

利润表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,294	32,329	52,541	63,446	75,762
营业成本	8,430	28,851	46,762	56,150	66,670
营业税金及附加	21	63	108	129	154
销售费用	434	1,431	1,681	1,986	2,364
管理费用	445	981	1,492	1,802	2,152
财务费用	29	39	0	0	0
资产减值损失	-6	-12	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	-76	1,041	2,601	3,524	4,586
其他非经营损益	-8	-9	-9	-9	-9
利润总额	-85	1,032	2,592	3,516	4,577
所得税	61	429	596	809	1,053
净利润	-146	603	1,996	2,707	3,525
少数股东损益	-63	310	739	1,002	1,304
归母股东净利润	-83	294	1,258	1,705	2,220

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.30%	10.76%	11.00%	11.50%	12.00%
销售净利率	-0.89%	0.91%	2.39%	2.69%	2.93%
销售收入增长率	1,592.03%	247.86%	62.52%	20.75%	19.41%
EBIT 增长率	-197.79%	2,583.56%	138.16%	35.61%	30.20%
净利润增长率	-273.72%	453.95%	328.44%	35.61%	30.20%
ROE	-12.85%	26.73%	66.16%	57.26%	50.67%
ROA	-5.70%	10.79%	19.92%	18.89%	19.38%
ROIC	-4.12%	20.37%	42.39%	39.88%	37.12%
EPS (X)	-0.54	1.71	6.70	9.09	11.84
PE (X)	—	46.91	26.33	19.42	14.91
PB (X)	9.00	13.18	17.42	11.12	7.56
PS (X)	0.62	0.45	0.63	0.52	0.44
EV/EBITDA (X)	38.69	10.04	10.15	7.06	4.81

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。