

2025年09月01日

# 量贩净利率逐季提升，竞争力进一步增强

## 万辰集团(300972)

评级:	增持	股票代码:	300972
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	211.80/26.41
目标价格:		总市值(亿)	397.37
最新收盘价:	211.80	自由流通市值(亿)	364.19
		自由流通股数(百万)	187.62

### 事件概述

公司H1实现营业收入225.83亿元，同比+106.89%；归母净利润4.72亿元，同比增长50358.80%。  
Q2实现营业收入117.62亿元，同比+93.29%；归母净利润2.57亿元，扭亏为盈。

### 分析判断:

#### ► 门店破1.5w家，持续强化规模优势

上半年公司通过品牌整合、供应链优化和规模化运营实现量贩收入大幅增长109.33%。门店端来看，门店总数达到15365家，较24年年底净增门店1169家，闭店299家，闭店率不足2%，公司不断深化在长三角和华北等优势区域竞争优势，在东北、西北、华南快速扩店，加速推进全国化布局。单店营收来看，上半年平均单店营收151万，单店规模和坪效与公司现阶段发展态势相匹配。

公司食用菌业务受市场行情变动、供需关系变化等影响，主要产品金针菇销售价格较低迷，导致食用菌业务受相应的影响，收入同比减少1.24%至2.38亿元。

#### ► Q2利润率持续环比提升，盈利表现超预期

公司不断强化品牌和供应链壁垒，实现净利率逐季提升；量贩业务Q2实现净利率4.7%（环比+0.8pct，同比+2.0pct），盈利能力逐季提升，公司通过“差异化产品+高效供应链”不断优化盈利能力。

#### ► 筹划港股上市，国际化战略可期

公司推进“A+H”上市战略，有助于进一步完善供应链体系建设，提升公司品牌知名度和综合竞争力，有望借助上市公司平台优势布局海外市场，率先实现零食量贩出海，拓宽业务边界。

公司中报业绩超预期，特别是量贩业务利润率持续超预期，下半年在旺季推动下有望延续高增趋势。我们看好公司量贩业务不断推进战略升级与业务创新，探索更多“零食+”业务模式，将IP、潮玩、生鲜、民生等更多板块融入门店经营，同时打造好想来自有品牌商品，提升公司竞争壁垒和品牌影响力。中长期我们看好万辰借助上市公司平台优势，享受零食市场规模增长和渠道占比提升双重红利，实现规模扩张，持续享受行业成长红利。

### 投资建议

参考最新业绩报告，我们维持公司25-27年营业收入538.84/620.86/665.88亿元的预测，上调公司25-27年EPS 4.82/6.97/8.09元的预测至6.04/8.38/10.23元，对应2025年8月29日收盘价211.8元的估值分别为35/25/21倍，维持增持评级。

### 风险提示

开店进程不及预期、行业竞争加剧、筹划港股上市尚未完成，存在不确定性

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9,294	32,329	53,884	62,086	66,588
YoY (%)	1592.0%	247.9%	66.7%	15.2%	7.2%
归母净利润 (百万元)	-83	294	1,134	1,572	1,919
YoY (%)	-273.7%	454.0%	286.3%	38.6%	22.1%
毛利率 (%)	9.3%	10.8%	11.0%	11.2%	11.5%
每股收益 (元)	-0.54	1.71	6.04	8.38	10.23
ROE	-12.8%	26.7%	51.4%	41.6%	33.7%
市盈率	-392.59	123.55	35.04	25.27	20.70

资料来源: wind、华西证券研究所

**分析师: 寇星**

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

**分析师: 卢周伟**

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32,329	53,884	62,086	66,588	净利润	603	1,620	2,246	2,742
YoY (%)	247.9%	66.7%	15.2%	7.2%	折旧和摊销	281	227	243	266
营业成本	28,851	47,956	55,133	58,930	营运资金变动	-118	2,556	-1,798	728
营业税金及附加	63	108	124	133	经营活动现金流	848	4,443	740	3,794
销售费用	1,431	2,317	2,390	2,397	资本开支	-96	-716	-540	-555
管理费用	981	1,563	1,769	1,818	投资	0	0	0	0
财务费用	39	22	-24	-7	投资活动现金流	-96	-718	-540	-555
研发费用	4	5	6	7	股权募资	299	11	0	0
资产减值损失	-12	0	0	0	债务募资	537	459	425	414
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	303	416	401	384
营业利润	1,041	2,085	2,888	3,523	现金净流量	1,056	4,141	601	3,623
营业外收支	-9	-8	-8	-8	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
利润总额	1,032	2,077	2,880	3,515	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	429	457	634	773	营业收入增长率	247.9%	66.7%	15.2%	7.2%
净利润	603	1,620	2,246	2,742	净利润增长率	454.0%	286.3%	38.6%	22.1%
归属于母公司净利润	294	1,134	1,572	1,919	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	454.0%	286.3%	38.6%	22.1%	毛利率	10.8%	11.0%	11.2%	11.5%
每股收益	1.71	6.04	8.38	10.23	净利率	0.9%	2.1%	2.5%	2.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	4.0%	7.4%	8.9%	8.5%
货币资金	2,381	6,521	7,122	10,745	净资产收益率 ROE	26.7%	51.4%	41.6%	33.7%
预付款项	1,141	1,439	1,654	1,768	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	2,141	4,662	5,666	6,548	流动比率	1.13	1.15	1.32	1.45
其他流动资产	108	791	905	967	速动比率	0.48	0.62	0.69	0.85
流动资产合计	5,771	13,413	15,348	20,028	现金比率	0.46	0.56	0.61	0.78
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	79.9%	80.1%	69.8%	64.3%
固定资产	794	998	1,136	1,201	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	60	63	64	66	总资产周转率	5.78	4.76	3.77	3.32
非流动资产合计	1,483	1,950	2,222	2,483	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	7,253	15,364	17,570	22,511	每股收益	1.71	6.04	8.38	10.23
短期借款	956	1,360	1,784	2,199	每股净资产	6.10	11.76	20.14	30.37
应付账款及票据	2,094	5,397	5,103	6,043	每股经营现金流	4.71	23.68	3.94	20.22
其他流动负债	2,078	4,887	4,717	5,562	每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,128	11,644	11,604	13,804	<b>估值分析</b>				
长期借款	237	237	237	237	PE	123.55	35.04	25.27	20.70
其他长期负债	426	426	426	426	PB	13.18	14.01	8.18	5.42
非流动负债合计	664	663	663	663					
负债合计	5,792	12,308	12,267	14,467					
股本	180	180	180	180					
少数股东权益	363	849	1,523	2,346					
股东权益合计	1,461	3,056	5,302	8,044					
负债和股东权益合计	7,253	15,364	17,570	22,511					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。