

万辰集团(300972)

报告日期: 2025年09月07日

净利率持续超预期，关注港股上市及少数股东权益收回

——万辰集团公司更新报告

投资要点

□ 25H1 公司实现收入 226 亿元（同比+107%）；实现归母净利润 4.72 亿元（同比+50359%）；其中量贩零食业务营收 223 亿元（同比+109%），毛利率 11.49%，加回计提的股份支付费用后实现净利润 9.56 亿元，对应净利率 4.3%。

□ 公司为硬折扣领域最纯粹标的，属于量贩零食龙二&唯一上市公司，25Q2 净利率提升持续超预期，关注新店型放量&港股上市&少数股权收回。

□ 净利率大超预期，运营能力持续提升

1) 25Q2 公司实现收入 118 亿元（同比+93%），归母净利润 2.57 亿元（同比+4940%）；其中量贩零食业务营收 117 亿元（同比+95%），加回计提的股份支付费用后实现净利润 5.44 亿元，对应净利率 4.7%。净利率提升持续大超预期。2) 公司 25H1 销售收现为 251.4 亿元（同比+105%）；25H1 存货 16.72 亿元（同比+97%）；货币资金 34.36 亿元（同比+63%），存货周转天数 17 天。现金流充沛营运能力持续提升

□ 门店持续扩张，全国化进程有望加速

1) 上半年新增门店 1,468 家，门店经营原因致闭店 259 家，非门店经营原因致减少门店 40 家，期末门店数量为 15,365 家，闭店率 2% 维持低位。上半年发力新店型打造，我们预计下半年开店有望提速。2) 分区域看，华东/华中/华北/西北/西南/华南/东北门店数分别为 8727/2061/1374/698/977/629/899。

□ 第二次收回少数股东权益，拟 H 股上市拓展融资渠道

1) 根据 8 月 12 日公告，公司拟以 13.79 亿元收购南京万优 49% 股权，交易完成后，公司持有万优 75% 的股权。同时拟由王泽宁等人向周鹏转让公司 989 万股股份（占总股本的 5.27%，转让价 128.3 元）。本次交易完成后，归母比例有望提升至 60% 以上。3) 根据 8 月 24 日公告，公司拟 H 股上市，拟发行的股数不超过总股本的 15%（超额配售选择权行使前），并授予整体协调人不超过前述发行的 H 股股数 15% 的超额配售选择权。

□ 盈利预测及估值：量贩零食为新业态，零食品类利润较高&优化空间较大，考虑到公司 Q2 净利率持续超预期，我们将 25-27 年归母净利润上调至 12/18/24 亿元，增速分别为 319%/49%/30%。维持“买入”评级。

□ 催化剂：开店速度超预期、净利率提升超预期、少数股东权益收回

□ 风险提示：门店扩张不及预期、品类扩张不及预期、市场竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32329	53686	62150	72325
(+/-) (%)	247.86%	66.06%	15.77%	16.37%
归母净利润	294	1230	1832	2390
(+/-) (%)	/	319.05%	48.91%	30.48%
每股收益(元)	1.63	6.56	9.76	12.74
P/E	116.73	29.04	19.50	14.94

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师：杜宛泽
执业证书号：S1230521070001
17621373969
duwanze@stocke.com.cn

分析师：满静雅
执业证书号：S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 192.19
总市值(百万元)	36,057.74
总股本(百万股)	187.62

股票走势图



相关报告

- 《从草根观察看量贩零食扩品类之路》 2025.07.14
- 《净利率超预期，股权激励激发信心》 2025.05.11
- 《量贩零食高歌猛进，进军全品类重构价值链》 2025.04.21

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5771	9681	13521	19018
现金	2381	4196	7333	11924
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	18	27	4	50
其它应收款	47	374	439	374
预付账款	1141	1242	1320	1533
存货	2141	3822	4400	5109
其他	42	19	24	28
非流动资产	1483	1601	1684	1700
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	794	850	949	955
无形资产	60	59	59	58
在建工程	0	8	14	20
其他	630	684	661	669
资产总计	7253	11281	15204	20718
流动负债	5128	6790	7588	9117
短期借款	956	902	1022	1503
应付款项	2094	3390	3370	3940
预收账款	0	0	0	0
其他	2078	2498	3196	3674
非流动负债	664	972	1190	1381
长期借款	237	337	437	537
其他	426	635	752	844
负债合计	5792	7762	8778	10498
少数股东权益	363	1183	2259	3663
归属母公司股东权益	1098	2336	4167	6557
负债和股东权益	7253	11281	15204	20718

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	848	2009	3056	4056
净利润	603	2050	2907	3794
折旧摊销	121	75	69	76
财务费用	39	26	(3)	(40)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	1146	1357	486	810
其它	(1061)	(1500)	(403)	(584)
投资活动现金流	(96)	(145)	(177)	(89)
资本支出	57	(123)	(169)	(82)
长期投资	0	(0)	0	(0)
其他	(153)	(22)	(8)	(6)
筹资活动现金流	303	(49)	258	623
短期借款	445	(54)	120	481
长期借款	89	100	100	100
其他	(231)	(95)	38	42
现金净增加额	1056	1815	3137	4591

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32329	53686	62150	72325
营业成本	28851	47780	55002	63863
营业税金及附加	63	107	129	145
营业费用	1431	1503	1554	1446
管理费用	981	1503	1554	1808
研发费用	4	5	6	7
财务费用	39	26	(3)	(40)
资产减值损失	17	27	31	36
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	98	0	0	0
营业利润	1041	2733	3877	5058
营业外收支	(9)	0	0	0
利润总额	1032	2733	3877	5058
所得税	429	683	969	1265
净利润	603	2050	2907	3794
少数股东损益	310	820	1076	1404
归属母公司净利润	294	1230	1832	2390
EBITDA	1180	2833	3940	5092
EPS (最新摊薄)	1.63	6.56	9.76	12.74

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	247.86%	66.06%	15.77%	16.37%
营业利润	2096.41%	162.59%	41.82%	30.48%
归属母公司净利润	-	319.05%	48.91%	30.48%
获利能力				
毛利率	10.76%	11.00%	11.50%	11.70%
净利率	1.87%	3.82%	4.68%	5.25%
ROE	27.21%	49.39%	36.83%	28.71%
ROIC	22.43%	48.90%	45.28%	39.71%
偿债能力				
资产负债率	79.85%	68.81%	57.73%	50.67%
净负债比率	23.50%	17.45%	18.29%	20.80%
流动比率	1.13	1.43	1.78	2.09
速动比率	0.71	0.86	1.20	1.53
营运能力				
总资产周转率	5.78	5.79	4.69	4.03
应收账款周转率	1424.05	1487.98	1073.07	699.47
应付账款周转率	19.53	17.84	16.56	17.91
每股指标(元)				
每股收益	1.63	6.56	9.76	12.74
每股经营现金	4.52	10.71	16.29	21.62
每股净资产	6.10	12.45	22.21	34.95
估值比率				
P/E	116.73	29.04	19.50	14.94
P/B	31.20	15.29	8.57	5.45
EV/EBITDA	11.96	12.21	8.35	5.96

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>