

分析师: 刘冉
登记编码: S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

量贩业务保持高增, 盈利水平大幅提升

——万辰集团(300972)2025 年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

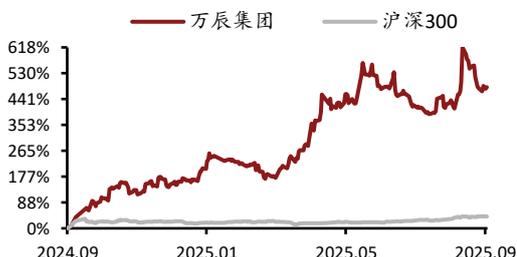
市场数据(2025-09-19)

收盘价(元)	171.55
一年内最高/最低(元)	211.80/29.64
沪深 300 指数	4,501.92
市净率(倍)	19.84
流通市值(亿元)	280.39

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	8.65
每股经营现金流(元)	6.92
毛利率(%)	11.41
净资产收益率_摊薄(%)	29.07
资产负债率(%)	68.95
总股本/流通股(万股)	18,761.51/16,344.34
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《万辰集团(300972)公司深度分析: 硬折扣时代的渠道新探索》 2025-08-15

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 09 月 22 日

投资要点:

- 公司发布 2025 年中期报告: 2025 年上半年, 公司实现营收 225.83 亿元, 同比增长 106.89%; 实现归母扣非净利润 4.51 亿元, 同比增长 14722.34%, 实现基本每股收益 2.62 元。
- 零食量贩业务保持高增, 收入同比翻番。2025 年上半年, 公司的零食量贩业务实现收入 223.45 亿元, 同比增 109.33%。若剔除员工激励股份的支付费用, 零食量贩业务上半年实现净利润 9.56 亿元。
- 公司旗下“好想来”是行业首个门店数量过万的零食量贩连锁品牌。公司于 2023 年 10 月将旗下的“陆小馋”“好想来”“来优品”和“叮嘀叮”四大品牌统一合并为“好想来”, 实现供应链和品牌的统一。门店铺设有序推进, 规模化优势进一步增强: 截至期末, 公司的量贩门店遍布江苏省、安徽省、浙江省等 29 个省(自治区、直辖市), 共计 15365 家门店, 期内净新增门店 1169 家, 除门店布局外, 期内公司推进供应链韧性升级、智慧物流体系搭建、品牌心智工程、组织架构扁平化及全域数据中台建设, 形成“前端密度+后端效率”的协同效应, 从而构筑核心的行业竞争壁垒。
- 华东布局突出, 门店数量超总数一半。截至期末, 公司在华东市场的门店数量达到 8727 家, 占门店总数的 56.8%。相比之下, 位居第二位的华中市场的门店数量占比也仅 13.41%, 与华东市场的差距较大。公司对华东市场的布局力度远超其它市场, 我们认为与考量地方消费水平有较大关系。鉴于高端零食在华东市场增长较快, 大力布局华东市场有助于提升门店 SKU 的整体结构, 继而提升厂商和量贩的整体盈利。
- 规模效应下, 盈利水平大幅提升。本期, 公司的量贩业务录得毛利率 11.49%, 同比升高 0.62 个百分点。随着门店规模扩大, 规模效应的影响下, 主营业务的毛利率得以改善。本期, 净利率达到 3.85%, 同比升高 2.53 个百分点, 销售、管理、研发和财务费率

分别同比下降 1.41、0.47、0.01 和 0.08 个百分点，各项费用率均有效下行。鉴于公司的门店仍在快速扩张，规模效益将会进一步增强，我们认为公司的盈利未来仍有较大的提升空间。

- **投资评级：**我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益分别为 5.84、9.08、10.96 元，参照 9 月 19 日收盘价 171.55 元，对应的市盈率分别为 29.35、18.90、15.65 倍，维持公司的“增持”评级。

风险提示：随着门店布局饱和，公司的业绩增长将大幅回落。如加盟门店管理不善，公司将会面临产品紊乱、品牌力削弱等一系列问题。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,294	32,329	52,373	63,895	71,562
增长比率（%）	1592.03	247.86	62.00	22.00	12.00
净利润（百万元）	-83	294	1,097	1,703	2,057
增长比率（%）	-273.72	453.95	273.58	55.33	20.75
每股收益(元)	-0.44	1.56	5.84	9.08	10.96
市盈率(倍)	—	109.65	29.35	18.90	15.65

资料来源：中原证券研究所，聚源

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,349	5,771	8,825	11,493	14,336
现金	1,210	2,381	3,670	5,405	7,559
应收票据及应收账款	27	18	35	45	50
其他应收款	118	47	73	83	91
预付账款	248	1,141	1,755	2,119	2,353
存货	733	2,141	3,212	3,732	4,151
其他流动资产	13	42	80	108	131
非流动资产	1,576	1,483	1,301	1,118	933
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	851	794	733	667	604
无形资产	61	60	58	57	55
其他非流动资产	665	630	509	395	273
资产总计	3,925	7,253	10,126	12,611	15,268
流动负债	2,640	5,128	6,975	7,982	8,861
短期借款	511	956	1,342	1,678	1,956
应付票据及应付账款	943	2,094	2,672	2,926	3,260
其他流动负债	1,186	2,078	2,960	3,378	3,645
非流动负债	589	664	669	696	741
长期借款	148	237	270	311	339
其他非流动负债	441	426	399	385	402
负债合计	3,230	5,792	7,644	8,679	9,603
少数股东权益	50	363	691	1,065	1,498
股本	155	180	180	180	180
资本公积	364	534	534	534	534
留存收益	127	384	1,077	2,154	3,454
归属母公司股东权益	645	1,098	1,791	2,868	4,168
负债和股东权益	3,925	7,253	10,126	12,611	15,268

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,023	848	1,443	2,188	2,779
净利润	-146	603	1,424	2,077	2,490
折旧摊销	192	281	292	283	279
财务费用	29	51	71	81	91
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	928	-118	-368	-282	-112
其他经营现金流	21	31	25	29	30
投资活动现金流	-207	-96	-124	-109	-100
资本支出	-201	-96	-119	-99	-90
长期投资	-5	0	-2	-2	-1
其他投资现金流	0	0	-2	-7	-9
筹资活动现金流	222	303	-30	-344	-525
短期借款	362	445	386	336	278
长期借款	38	89	33	41	28
普通股增加	1	25	0	0	0
资本公积增加	59	170	0	0	0
其他筹资现金流	-238	-426	-449	-721	-831
现金净增加额	1,039	1,056	1,290	1,735	2,154

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,294	32,329	52,373	63,895	71,562
营业成本	8,430	28,851	46,428	56,364	62,902
营业税金及附加	21	63	105	141	186
营业费用	434	1,431	2,304	2,811	3,149
管理费用	445	981	1,571	1,917	2,147
研发费用	3	4	5	6	7
财务费用	29	39	42	37	26
资产减值损失	-6	-12	-12	-14	-16
其他收益	7	106	173	217	250
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-3	-8	0	0	0
营业利润	-76	1,041	2,071	2,815	3,371
营业外收入	2	13	8	6	4
营业外支出	10	22	15	14	10
利润总额	-85	1,032	2,064	2,807	3,365
所得税	61	429	640	730	875
净利润	-146	603	1,424	2,077	2,490
少数股东损益	-63	310	328	374	433
归属母公司净利润	-83	294	1,097	1,703	2,057
EBITDA	148	1,370	2,398	3,127	3,671
EPS (元)	-0.44	1.56	5.84	9.08	10.96

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	1592.03	247.86	62.00	22.00	12.00
营业利润 (%)	-281.32	1461.99	98.94	35.93	19.75
归属母公司净利润 (%)	-273.72	453.95	273.58	55.33	20.75
获利能力					
毛利率 (%)	9.30	10.76	11.35	11.79	12.10
净利率 (%)	-0.89	0.91	2.09	2.67	2.87
ROE (%)	-12.85	26.73	61.22	59.39	49.35
ROIC (%)	-4.12	20.37	31.67	32.86	29.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	82.27	79.85	75.49	68.82	62.89
净负债比率 (%)	464.14	396.35	307.98	220.70	169.49
流动比率	0.89	1.13	1.27	1.44	1.62
速动比率	0.51	0.48	0.54	0.69	0.87
营运能力					
总资产周转率	3.63	5.78	6.03	5.62	5.13
应收账款周转率	448.45	1424.05	1976.04	1601.28	1502.90
应付账款周转率	15.90	19.53	20.23	20.89	21.10
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.44	1.56	5.84	9.08	10.96
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.45	4.52	7.69	11.66	14.81
每股净资产 (最新摊薄)	3.44	5.85	9.55	15.29	22.22
估值比率					
P/E	—	109.65	29.35	18.90	15.65
P/B	49.87	29.31	17.97	11.22	7.72
EV/EBITDA	38.69	10.04	12.77	9.35	7.47

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。