

万辰集团（300972）

2025 年三季报点评：净利率继续环比，后续仍有催化

买入（维持）

2025 年 10 月 21 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	9,294	32,329	48,991	58,485	65,419
同比（%）	1,592.03	247.86	51.54	19.38	11.86
归母净利润（百万元）	(82.93)	293.52	1,287.16	1,927.27	2,444.88
同比（%）	(273.72)	453.95	338.52	49.73	26.86
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.44)	1.55	6.81	10.20	12.94
P/E（现价&最新摊薄）	(453.17)	128.03	29.20	19.50	15.37

投资要点

- **事件：**2025Q1-3 实现营收 365.6 亿元，同比+77.4%；实现归母净利润 8.5 亿元，同比+917.0%；实现扣非归母净利润 8.1 亿元，同比+955.3%。2025Q3 实现营收 139.8 亿元，同比+44.2%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比+361.2%；实现扣非归母净利润 3.6 亿元，同比+347.3%。
- **零食量贩业务高增，净利率继续环比提升。**2025Q3 零食量贩 20Q3 实现营收 138.1 亿元，同比+44.6%，Q3 旺季开店相比 Q2 提速；食用菌业务实现营收 1.7 亿元，同比+15.9%。2025Q3 零食量贩业务实现净利润 6.95 亿元，对应净利率为 5.0%；加回计提的股份支付费用后净利润 7.36 亿元，加回股权激励费用的净利率在 2025Q1-3 分别为 3.9%/4.7%/5.3%，实现连续环比增长。
- **业绩持续超预期，进入利润率提升上行通道。**合并报表层面，2025Q3 实现净利率 5.2%，同比+3.1pct，环比+1.1pct；2025Q3 归母净利率为 2.7%，同比+1.9pct，环比+0.6pct。2025Q3 归母净利占比为 53.2%，与 25Q2 一致，8 月公司发布收回来优品少数股东权益的公告，新增并表利润主要在 Q4 体现，预计 Q4 归母净利占比可达到 65%左右。利润率持续提升预计系规模效应提升和运营效率提升。25Q3 公司毛利率为 12.1%，同比+1.8pct，环比+0.4pct；25Q3 销售/管理费用率同比-1.5pct/持平，环比也有下降。
- **后市催化可期，估值具备安全边际。**往后展望，后市仍有较多催化：1) 经营层面得益于竞争趋缓、规模效应提升，有望持续打开净利率天花板；2) 省钱超市新店型在稳步试点、推进；3) 公司已经 2 次收回少数股东权益，后续有望进一步收购提升归母净利占比。目前公司对应 2026 年估值 20X 左右，安全边际充足。
- **盈利预测与投资评级：**公司净利率持续超预期，经营层面步入效率提升通道，基于此我们上调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.9/19.3/24.5 亿元（此前盈利预测分别为 12.1/18.0/21.7 亿元），同比+339%/+50%/+27%，对应 PE 为 29/20/15X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	198.95
一年最低/最高价	55.53/214.93
市净率(倍)	18.41
流通A股市值(百万元)	33,422.22
总市值(百万元)	37,579.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.81
资产负债率(% ,LF)	66.35
总股本(百万股)	188.89
流通A股(百万股)	167.99

相关研究

《万辰集团(300972)：2025 年中报点评：利润率持续超预期，进入效率上升通道》

2025-08-30

《万辰集团(300972)：2025 一季报点评：Q1 业绩超预期，行业进入净利率上升通道》

2025-04-29

万辰集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,771	8,536	11,427	15,785	营业总收入	32,329	48,991	58,485	65,419
货币资金及交易性金融资产	2,381	5,248	7,312	11,569	营业成本(含金融类)	28,851	42,341	50,261	56,223
经营性应收款项	1,159	1,096	1,071	1,412	税金及附加	63	98	117	131
存货	2,141	1,381	2,795	1,878	销售费用	1,431	1,421	1,696	1,832
合同资产	0	0	0	0	管理费用	981	1,372	1,462	981
其他流动资产	89	811	248	926	研发费用	4	5	6	5
非流动资产	1,483	1,738	1,903	1,975	财务费用	39	32	3	(17)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	106	49	29	33
固定资产及使用权资产	1,270	1,324	1,370	1,362	投资净收益	0	15	6	7
在建工程	1	201	321	401	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	60	60	60	60	减值损失	(17)	(11)	(11)	(11)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(8)	(15)	(18)	(20)
长期待摊费用	37	37	37	37	营业利润	1,041	3,761	4,946	6,273
其他非流动资产	115	115	115	115	营业外净收支	(9)	(4)	(4)	(4)
资产总计	7,253	10,273	13,330	17,760	利润总额	1,032	3,757	4,942	6,269
流动负债	5,128	6,245	6,337	7,005	减:所得税	429	1,503	1,977	2,508
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,124	1,124	1,124	1,124	净利润	603	2,254	2,965	3,761
经营性应付款项	2,094	2,693	2,333	2,664	减:少数股东损益	310	967	1,038	1,316
合同负债	312	423	503	562	归属母公司净利润	294	1,287	1,927	2,445
其他流动负债	1,598	2,005	2,377	2,655	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.55	6.81	10.20	12.94
非流动负债	664	664	664	664	EBIT	1,089	3,809	4,977	6,285
长期借款	237	237	237	237	EBITDA	1,370	3,904	5,081	6,393
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.76	13.58	14.06	14.06
租赁负债	299	299	299	299	归母净利率(%)	0.91	2.63	3.30	3.74
其他非流动负债	127	127	127	127	收入增长率(%)	247.86	51.54	19.38	11.86
负债合计	5,792	6,909	7,001	7,669	归母净利润增长率(%)	453.95	338.52	49.73	26.86
归属母公司股东权益	1,098	2,034	3,961	6,406					
少数股东权益	363	1,330	2,368	3,685					
所有者权益合计	1,461	3,364	6,329	10,091					
负债和股东权益	7,253	10,273	13,330	17,760					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	848	3,619	2,396	4,500	每股净资产(元)	6.10	10.77	20.97	33.91
投资活动现金流	(96)	(354)	(286)	(197)	最新发行在外股份(百万股)	189	189	189	189
筹资活动现金流	303	(226)	(46)	(46)	ROIC(%)	25.66	56.11	45.89	38.20
现金净增加额	1,056	3,039	2,064	4,257	ROE-摊薄(%)	26.73	63.28	48.65	38.16
折旧和摊销	281	95	104	109	资产负债率(%)	79.85	67.25	52.52	43.18
资本开支	(96)	(369)	(292)	(204)	P/E (现价&最新股本摊薄)	128.03	29.20	19.50	15.37
营运资本变动	(118)	1,208	(746)	556	P/B (现价)	32.61	18.48	9.49	5.87

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>