

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

万辰集团(300972)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料联席首席分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编: 100031

竞争优势凸显，盈利向上兑现

2025 年 10 月 22 日

事件: 公司 25Q3 实现收入 139.8 亿元，同比+44%，归母净利润 3.8 亿元，同比+361%。

点评:

- **公司 25Q3 开店加快，同店降幅收窄，业态向上趋势强劲。**公司零食量贩业务 25Q3 营收 138.1 亿元，环比 25Q2+18.5%。截至 25Q3，我们预计公司门店数量为 1.65-1.7w 家左右，25Q3 新开门店预计为 1200-1500 家左右，相比 25H1 开店有所加速（25H1 净开门店 1169 家）。按照 25Q3 底门店数量 1.67w 家左右计算，25Q3 单店同比-17%左右，考虑到去年 Q3 同期公司新开店较多，单店里面包含的装修设备等非经营性收入较多，实质预计 25Q3 同店下降幅度环比收窄个位数，同店修复明显。市场此前担忧同店下降影响后续开店和开店天花板，我们认为连锁业态核心在于加盟商的投资回收周期的管理，目前加盟商仍处于较好的投资回收周期中，25Q3 开店节奏加快以及同店下降收窄均侧面验证开店的空间仍广阔。
- **公司 25Q3 盈利能力环比持续大幅提升，侧面表明公司的竞争优势。**公司 25Q3 零食量贩利润率（剔除股权激励费用）为 5.33%（25Q1-Q2 分别为 3.85/4.67%），环比 25Q2 提升 0.66pct，盈利能力逐季环比兑现提升，我们预计主要为供应链议价能力、开店补贴摊销减少及规模效应的集中体现，也侧面表明业态在产业链当中的话语权以及内部优秀的经营能力。25Q3 毛利率/销售费用率/管理费用率分别为 12.1%/2.7%/2.7%，同比+1.83/-1.51/-0.04pct。25Q3 的归母比例我们预计为 50-55%之间，公司 8 月公告收回万优子公司少数股权，截至 25Q3 未完成工商登记，尚未对 25Q3 的归母比例有影响，考虑万优子公司的少数股权完成收回，26 年公司的归母比例有望进一步提升至 65-70%。
- **菌菇业务 25Q3 预计盈利，公司账上现金充沛。**菌菇业务 25Q3 实现营收 1.67 亿元，金针菇等价格 25Q3 同比提升，我们预计菌菇业务 25Q3 实现盈利 2000-3000w。截至 25Q3，公司拥有货币资金 42 亿，业务现金流好，账上现金充沛。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 25-26 年公司收入为 501/615 亿，26 年门店数量将超 2w 家，假设 25-26 年零食量贩业务的内生净利率分别为 4.9/5.2%，对应整体净利润为 23/30 亿，26 年归母比例按照 67%，25Q3 利润率超我们预期，归母利润上调至 19-20 亿，当前对应 26 年 PE 不到 20X。公司作为高效率的零售商，重塑渠道价值链，业态具备显著竞争优势，业绩兑现能力好，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：**区域市场竞争加剧、行业出现价格战、多品类运营能力不及预期、收购和股份转让事项推进不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9,294	32,329	50,142	61,485	70,413
增长率 YoY %	1592.0%	247.9%	55.1%	22.6%	14.5%
归属母公司净利润 (百万元)	-83	294	1,276	1,983	2,483
增长率 YoY%	-273.7%	454.0%	334.6%	55.5%	25.2%
毛利率%	9.3%	10.8%	11.9%	12.1%	12.2%
净资产收益率ROE%	-12.8%	26.7%	56.2%	57.3%	50.1%
EPS(摊薄)(元)	-0.44	1.55	6.75	10.50	13.15
市盈率 P/E(倍)	—	128.03	29.46	18.95	15.13
市净率 P/B(倍)	58.23	34.22	16.54	10.85	7.59

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 21 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,349	5,771	9,186	13,001	16,039
货币资金	1,210	2,381	5,742	8,728	11,898
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	27	18	37	31	47
预付账款	248	1,141	1,104	1,190	1,237
存货	733	2,141	2,043	2,890	2,548
其他	131	89	260	163	309
非流动资产	1,576	1,483	1,564	1,615	1,631
长期股权投资	0	0	0	0	1
固定资产（合计）	851	794	881	917	924
无形资产	61	60	59	59	58
其他	665	630	623	638	648
资产总计	3,925	7,253	10,750	14,616	17,671
流动负债	2,640	5,128	6,259	7,736	8,064
短期借款	511	956	1,206	1,356	1,456
应付票据	0	82	0	0	0
应付账款	943	2,012	2,087	2,885	2,714
其他	1,186	2,078	2,967	3,495	3,894
非流动负债	589	664	809	939	1,059
长期借款	148	237	332	432	532
其他	441	426	476	506	526
负债合计	3,230	5,792	7,068	8,675	9,123
少数股东权益	50	363	1,410	2,478	3,594
归属母公司股东权益	645	1,098	2,271	3,462	4,953
负债和股东权益	3,925	7,253	10,750	14,616	17,671

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,294	32,329	50,142	61,485	70,413
同比（%）	1592.0	247.9%	55.1%	22.6%	14.5%
归属母公司净利润	-83	294	1,276	1,983	2,483
同比（%）	-	454.0%	334.6%	55.5%	25.2%
毛利率（%）	9.3%	10.8%	11.9%	12.1%	12.2%
ROE%	-12.8%	26.7%	56.2%	57.3%	50.1%
EPS (摊薄)(元)	-0.44	1.55	6.75	10.50	13.15
P/E	—	128.03	29.46	18.95	15.13
P/B	58.23	34.22	16.54	10.85	7.59
EV/EBITDA	38.69	10.04	9.91	7.28	5.64

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	9,294	32,329	50,142	61,485	70,413	
营业成本	8,430	28,851	44,173	54,076	61,836	
营业税金及附加	21	63	100	111	120	
销售费用	434	1,431	1,344	1,586	1,803	
管理费用	445	981	1,373	1,648	1,873	
研发费用	3	4	8	9	11	
财务费用	29	39	54	65	74	
减值损失合计	-6	-12	-13	-13	-13	
投资净收益	0	0	0	0	0	
其他	-1	93	100	85	77	
营业利润	-76	1,041	3,176	4,063	4,761	
营业外收支	-8	-9	6	6	6	
利润总额	-85	1,032	3,182	4,069	4,767	
所得税	61	429	859	1,017	1,168	
净利润	-146	603	2,323	3,051	3,599	
少数股东损益	-63	310	1,047	1,068	1,116	
归属母公司净利润	-83	294	1,276	1,983	2,483	
EBITDA	148	1,370	3,419	4,287	5,003	
EPS (当年)(元)	-0.54	1.71	6.75	10.50	13.15	

现金流量表	单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,023	848	3,374	3,756	4,184
净利润	-146	603	2,323	3,051	3,599
折旧摊销	192	281	175	145	155
财务费用	29	51	54	65	74
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	928	-118	815	486	348
其它	21	31	8	8	8
投资活动现金流	-207	-96	-251	-191	-166
资本支出	-201	-96	-246	-186	-161
长期投资	-5	0	0	0	0
其他	0	0	-5	-5	-5
筹资活动现金流	222	303	237	-579	-847
吸收投资	21	299	152	0	0
借款	400	534	345	250	200
支付利息或股息	-15	-54	-309	-859	-1,067
现金流净增加额	1,039	1,056	3,361	2,986	3,170



研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态(深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等)，深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4 年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3 年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒(深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒)、饮料行业（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、百润股份、欢乐家）、现制饮品板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。