

2025 年 10 月 21 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

盈利能力如期优化，单店效率持续改善

—万辰集团（300972.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：张倩 S1050124070037

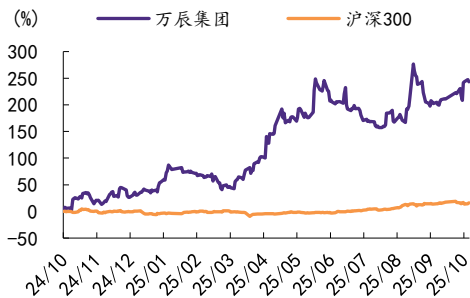
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-10-21

当前股价（元）	198.95
总市值（亿元）	376
总股本（百万股）	189
流通股本（百万股）	168
52 周价格范围（元）	57.9-211.8
日均成交额（百万元）	353.67

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《万辰集团（300972）：高景气度延续，盈利能力释放》2025-05-05
- 2、《万辰集团（300972）：拓店势能延续，规模效应释放》2025-04-20
- 3、《万辰集团（300972）：利润持续释放，布局省钱超市探索新业态》2025-01-26

2025 年 10 月 21 日，万辰集团发布 2025 年三季报。2025Q1-Q3 总营业收入 365.62 亿元（同增 77%），归母净利润 8.55 亿元（同增 917%），扣非净利润 8.06 亿元（同增 955%）。2025Q3 总营业收入 139.80 亿元（同增 44%），归母净利润 3.83 亿元（同增 361%），扣非净利润 3.55 亿元（同增 347%）。

投资要点

■ 规模效应释放，子公司持股比例提升望增厚利润

2025Q3 毛利率同增 2pct 至 12.14%，主要系门店端供应链效率提升，规模效应释放所致。销售/管理费用率分别同减 2pct/0.04pct 至 2.65%/2.73%，主要系营收增长摊平费用影响，净利率同增 3pct 至 5.15%，盈利能力持续提升，且公司通过现金持续收购子公司南京万优少数股权，有望进一步增厚归母净利润。

■ 门店拓展边际降速，新业态优化单店体量

三季度量贩零食开店稳步推进，尽管随着市场加密，公司开店速度边际放缓，但随着省钱超市模型跑通，全品类折扣超市业态有望大幅提升单店营收规模。在区域布局上，公司持续巩固华东区域等强势市场的竞争优势，规模效应释放下费投效率持续提升，盈利能力有望持续释放。9 月 23 日公司向香港联交所递交发行 H 股申请，通过“A+H”战略持续完善前端供应链建设，同时探索海外市场布局，拓宽业务边界。

■ 盈利预测

零食量贩行业延续高景气扩张，公司作为行业龙头快速开店实现市场占领，且持续探索折扣超市等新业态，随着供应链效率优化、数字化管理推进，中长期净利率改善确定性仍强。根据三季报，我们调整公司 2025-2027 年 EPS 为 5.92/8.28/10.07（前值为 4.63/6.68/8.20）元，当前股价对应 PE 分别为 34/24/20 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业增速放缓风险、门店扩张不及预期、股权激励进展低于预期风险、市场竞争加剧风险等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	32,329	51,583	61,144	68,883
增长率（%）	247.9%	59.6%	18.5%	12.7%
归母净利润（百万元）	294	1,119	1,564	1,902
增长率（%）		281.2%	39.8%	21.6%
摊薄每股收益（元）	1.63	5.92	8.28	10.07
ROE（%）	20.1%	32.0%	24.7%	19.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	32,329	51,583	61,144	68,883
现金及现金等价物	2,381	4,943	7,929	11,408	营业成本	28,851	45,500	53,743	60,404
应收款	66	424	419	377	营业税金及附加	63	103	122	138
存货	2,141	1,874	2,066	2,156	销售费用	1,431	1,547	1,773	1,929
其他流动资产	1,183	620	612	690	管理费用	981	1,651	1,895	2,067
流动资产合计	5,771	7,861	11,026	14,632	财务费用	39	-33	-82	-140
非流动资产：					研发费用	4	6	8	9
金融类资产	1	1	1	1	费用合计	2,455	3,172	3,595	3,864
固定资产	794	741	691	645	资产减值损失	-12	-10	-5	-5
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	60	57	54	51	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	1,041	2,804	3,685	4,479
其他非流动资产	630	630	630	630	加：营业外收入	13	1	1	1
非流动资产合计	1,483	1,427	1,375	1,326	减：营业外支出	22	8	6	4
资产总计	7,253	9,288	12,401	15,957	利润总额	1,032	2,797	3,680	4,476
流动负债：					所得税费用	429	559	552	671
短期借款	956	1,056	1,136	1,186	净利润	603	2,238	3,128	3,804
应付账款、票据	2,094	1,874	2,066	2,156	少数股东损益	310	1,119	1,564	1,902
其他流动负债	1,766	1,766	1,766	1,766	归母净利润	294	1,119	1,564	1,902
流动负债合计	5,128	5,120	5,387	5,486					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	237	249	258	264	成长性				
其他非流动负债	426	426	426	426	营业收入增长率	247.9%	59.6%	18.5%	12.7%
非流动负债合计	664	676	685	691	归母净利润增长率		281.2%	39.8%	21.6%
负债合计	5,792	5,796	6,072	6,177	盈利能力				
所有者权益					毛利率	10.8%	11.8%	12.1%	12.3%
股本	180	189	189	189	四项费用/营收	7.6%	6.1%	5.9%	5.6%
股东权益	1,461	3,492	6,329	9,781	净利率	1.9%	4.3%	5.1%	5.5%
负债和所有者权益	7,253	9,288	12,401	15,957	ROE	20.1%	32.0%	24.7%	19.4%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	79.9%	62.4%	49.0%	38.7%
净利润	603	2238	3128	3804	营运能力				
少数股东权益	310	1119	1564	1902	总资产周转率	4.5	5.6	4.9	4.3
折旧摊销	105	56	52	49	应收账款周转率	490.1	121.7	146.0	182.5
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	13.5	24.3	26.1	28.1
营运资金变动	-170	364	8	-77	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	848	3777	4751	5678	EPS	1.63	5.92	8.28	10.07
投资活动现金净流量	-96	53	49	46	P/E	122.0	33.6	24.0	19.8
筹资活动现金净流量	1810	-96	-201	-297	P/S	1.1	0.7	0.6	0.5
现金流量净额	2,562	3,734	4,600	5,427	P/B	32.6	18.7	11.4	7.8

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。