

食品饮料

报告日期：2025 年 10 月 22 日

量贩零食业务高质量发展，净利率提升盈利能力增强

——万辰集团（300972.SZ）2025 年三季报业绩点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2025 年 10 月 21 日

当前价格（元）	198.95
52 周价格区间（元）	54.18-214.93
总市值（百万元）	37,579.95
流通市值（百万元）	33,422.22
总股本（万股）	18,889.14
流通股（万股）	16,799.31
近一月换手（%）	23.61

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzq.com

相关阅读

事件：

万辰集团发布 2025 年三季报业绩。2025Q1-Q3 公司实现营收 365.62 亿元，同比+77.37%；归母净利润 8.55 亿元，同比+917.04%；扣非后归母净利润 8.06 亿元，同比+955.27%。

2025Q3 公司实现营收 139.80 亿元，同比+44.15%；实现归母净利润 3.83 亿元，同比+361.22%；扣非后归母净利润 3.55 亿元，同比+347.34%。

观点：

- 公司持续专注于量贩零食连锁业务的高质量发展，门店数量快速增加，经营效率稳步提升。2025Q1-Q3 公司实现营收 365.62 亿元，同比+77.37%；归母净利润 8.55 亿元，同比+917.04%；扣非后归母净利润 8.06 亿元，同比+955.27%。2025 年上半年，公司量贩零食业务实现营业收入 223.45 亿元，同比增长 109.33%；同时，公司积极推进门店扩张计划，在长三角和华北等优势区域深耕，在东北、西北、华南快速扩店，进一步推动全国化布局，规模效应和品牌势能累积释放。以可计入运营周期的门店统计来看，2025H1 公司共新增门店 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，截至上半年末门店数量为 15,365 家。
- 公司毛利率和净利率提升，盈利能力增强。2025 前三季度，公司毛利率 11.69%，同比提升 1.26pct，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 2.92%/2.76%/0.08%，同比分别下降 1.42pct/0.26pct/0.06pct，实现净利率 4.35%，同比提升 2.68pct，公司经营效益和利润水平稳步提升。
- 公司旗下“好想来品牌零食”是行业首个门店数量过万的品牌，已成为全国知名连锁品牌。“好想来”品牌零食门店通过丰富的品类、高性价比、便捷的购物体验等满足消费者的多样化的零食消费需求，在门店加密过程中持续提升消费者认知度；此外随着品牌和规模效应的累积释放，吸引越来越多优质加盟商的加盟。公司各核心业务环节的经营效益也持续提升，公司在商品采购和品类管理上持续深耕，与国内国际各大头部食品饮料品牌和地方特色品牌建立了紧密的业务合作关系，并基于消费者洞察和数字化能力不断打磨提升选品能力；公司仓储利用率和周转效率、拓展和运营人效持续提升、物流费率不断优化，推动公司量贩零食

业务的费效比有效提升。综合推动量贩零食业务净利率表现稳步向上, 2025 上半年公司量贩零食业务加回计提的股份支付费用后的净利润为 9.56 亿元。

- **盈利预测及投资评级：**我们预计 2025 年/2026 年/2027 年公司营业收入分别为 498.18 亿元/596.79 亿元/679.62 亿元，同比增长 54.10%/19.79%/13.88%；归母净利润分别为 10.49 亿元/14.71 亿元/19.35 亿元，同比增长 257.45%/40.17%/31.58%；对应 2025 年 10 月 21 日收盘价，PE 分别为 35.8X/25.6X/19.4X，首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**食品安全风险、市场竞争加剧的风险、行业出现价格战、原材料价格波动、多品类运营能力不及预期。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,294	32,329	49,818	59,679	67,962
增长率（%）	1,592.03	247.86	54.10	19.79	13.88
归母净利润（百万元）	-83	294	1,049	1,471	1,935
增长率（%）	-273.72	453.95	257.45	40.17	31.58
ROE（%）	-20.99	41.28	60.82	46.53	38.24
每股收益/EPS（摊薄/元）	-0.54	1.63	5.55	7.79	10.24
市盈率（P/E）	--	49.3	35.8	25.6	19.4
市净率（P/B）	8.2	15.8	18.1	10.8	7.0

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,349	5,771	8,006	11,139	15,682	营业收入	9,294	32,329	49,818	59,679	67,962
现金	1,210	2,381	4,525	6,483	11,179	营业成本	8,430	28,851	43,355	51,159	57,299
应收票据及应收账款	27	18	53	33	65	税金及附加	21	63	98	117	133
其他应收款	118	47	208	98	251	销售费用	434	1,431	1,694	2,029	2,311
预付账款	248	1,141	1,000	1,565	1,356	管理费用	445	981	996	1,194	1,359
存货	733	2,141	2,178	2,919	2,790	研发费用	3	4	6	7	8
其他流动资产	13	42	42	42	42	财务费用	29	39	42	57	99
非流动资产	1,576	1,483	1,771	1,835	1,857	资产和信用减值损失	-12	-17	-26	-31	-35
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	7	106	106	106	106
固定资产	851	794	1,114	1,210	1,244	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	61	60	55	51	46	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	665	630	602	574	567	资产处置收益	-3	-8	-8	-8	-8
资产总计	3,925	7,253	9,777	12,974	17,539	营业利润	-76	1,041	3,699	5,181	6,815
流动负债	2,640	5,128	5,558	5,853	6,575	营业外收入	2	13	13	13	13
短期借款	511	956	500	500	500	营业外支出	10	22	22	22	22
应付票据及应付账款	943	2,094	2,593	2,882	3,219	利润总额	-85	1,032	3,691	5,173	6,806
其他流动负债	1,186	2,078	2,464	2,472	2,855	所得税	61	429	1,534	2,150	2,829
非流动负债	589	664	674	625	563	净利润	-146	603	2,156	3,023	3,977
长期借款	148	237	247	198	137	少数股东损益	-63	310	1,107	1,552	2,042
其他非流动负债	441	426	426	426	426	归属母公司净利润	-83	294	1,049	1,471	1,935
负债合计	3,230	5,792	6,232	6,478	7,138	EBITDA	44	1,218	3,901	5,444	7,129
少数股东权益	50	363	1,470	3,022	5,064	EPS（元/股）	-0.54	1.63	5.55	7.79	10.24
股本	155	180	180	180	180	主要财务比率					
资本公积	364	534	534	534	534	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	127	384	2,012	4,293	7,294	成长能力					
归属母公司股东权益	645	1,098	2,075	3,474	5,337	营业收入同比增速（%）	1,592.03	247.86	54.10	19.79	13.88
负债和股东权益	3,925	7,253	9,777	12,974	17,539	营业利润同比增速（%）	-281.32	1,461.99	255.35	40.08	31.52
						归属于母公司净利润同比增速（%）	-273.72	453.95	257.45	40.17	31.58
						获利能力					
						毛利率（%）	9.30	10.76	12.97	14.27	15.69
						净利率（%）	-1.57	1.87	4.33	5.06	5.85
						ROE（%）	-20.99	41.28	60.82	46.53	38.24
						ROIC（%）	-6.25	25.70	75.37	72.15	66.92
						偿债能力					
						资产负债率（%）	82.27	79.85	63.73	49.93	40.70
						净负债比率（%）	-50.99	-67.29	-103.67	-87.47	-100.36
						流动比率	0.89	1.13	1.44	1.90	2.39
						速动比率	0.51	0.48	0.86	1.13	1.75
						营运能力					
						总资产周转率	3.63	5.78	5.85	5.25	4.45
						应收账款周转率	448.45	1,424.05	1,400.00	1,398.00	1,390.00
						应付账款周转率	15.90	19.53	19.00	19.20	19.30
						每股指标（元）					
						每股收益（最新摊薄）	-0.54	1.63	5.55	7.79	10.24
						每股经营现金流（最新摊薄）	6.61	4.71	17.11	12.57	27.14
						每股净资产（最新摊薄）	4.17	6.10	10.99	18.39	28.25
						估值比率					
						P/E	121.6	0.0	35.8	25.6	19.4
						P/B	8.2	15.8	18.1	10.8	7.0
						EV/EBITDA	810.10	28.88	8.61	6.09	4.27

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告的风险等级评定为 R4，仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户（C4 及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046