

Q3 再现盈利超预期

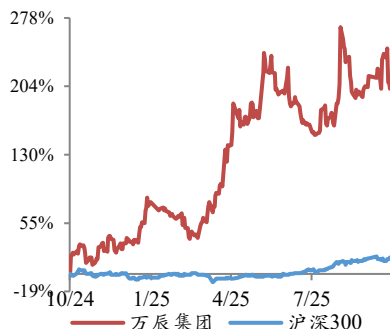
——万辰集团 2025Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-26

收盘价（元）	173.53
近 12 个月最高/最低（元）	214.93/61.70
总股本（百万股）	189
流通股本（百万股）	168
流通股比例（%）	88.94
总市值（亿元）	328
流通市值（亿元）	292

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

➤ 公司发布 2025Q3 业绩：

- **25Q3：**营收 139.80 亿元（+44.15%），归母净利润 3.83 亿元（+361.22%），扣非归母净利润 3.55 亿元（+347.34%）。
- **25Q1-3：**营收 365.62 亿元（+77.37%），归母净利润 8.55 亿元（+917.04%），扣非归母净利润 8.06 亿元（+955.27%）。
- **25Q3 营收符合市场预期中枢、归母净利润超市场预期。**

● 收入：开店/同店环比提升

- 25Q3 量贩业务营收同比增长 44.6%。拆分开店与同店看：
- 开店提速：Q3 我们预计新增 1200 家，单季开店超前两季之和（25H1 公司新增 1169 家）。此前预计 25 年末公司净新增 3000 家达 1.7 万家门店，由于开店势头良好，我们预计年末实际门店数或超出此预期；
- 同店改善：我们测算 25Q3 公司单店月营收达 28.8 万元/月（同比 -20.1%/环比+10.8%），25Q1/Q2 单店月营收各同比-22.0/-23.4%，单季同店降幅环比持续收窄。公司经营势能印证我们判断，经营重心转向店效提升，公司在质量优化前提下实现 25Q3 开店提速。

● 盈利：量贩净利率超市场预期上限

- 量贩业务：25Q3 公司量贩业务剔除股权支付费用后净利率达 5.3%（同比/环比各+2.6/+0.7pct），超市场预期上限，24Q4-25Q2 单季分别为 2.7%/3.9%/4.7%，实现连续上行，我们预计核心归因来自规模效应放大+对开店补贴减少+对上游议价转化三大因素。
- 公司整体：25Q3 公司毛利率同比+1.8pct，销售/管理费用率同比各 -1.51/-0.04pct，销售费率持续大幅优化。25Q3 公司归母净利率达 2.7%，同比提升 1.9pct，24Q4-25Q2 单季分别为 1.8%/2.0%/2.2%，展望 25Q4 通过少数股权回收，归母净利润占比净利润有望进一步上升，推动公司盈利能力持续提升。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

未来催化：我们预计万辰集团门店 26 年突破 2 万家+重点提示“折扣超市模型迭代”拉动店效和开店+H 股上市抬升远期天花板（海外战略与少数股权收回），另具三大盈利提升逻辑（短期看费率优化/中期看管理整合/长期看自有品牌）。

盈利预测：考虑到公司盈利能力提升超预期、当前开店以及同店变化趋势，我们调整前期预测，预计公司 2025-2027 年实现营业总收入 506.65/600.18/722.72 亿元（前值 538.64/642.90/777.78 亿元），同

比+56.7%/18.5%/20.4%；实现归母净利润 12.52/19.60/27.03 亿元（前值 11.87/17.81/26.17 亿元），同比+326.6%/56.5%/37.9%；当前股价对应 PE 分别为 26/17/12 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

行业景气度不及预期，开店/同店不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32329	50665	60018	72272
收入同比（%）	247.9%	56.7%	18.5%	20.4%
归属母公司净利润	294	1252	1960	2703
净利润同比（%）	454.0%	326.6%	56.5%	37.9%
毛利率（%）	10.8%	11.7%	12.1%	12.1%
ROE（%）	26.7%	53.9%	46.2%	39.3%
每股收益（元）	1.71	6.63	10.37	14.31
P/E	46.91	26.18	16.73	12.13
P/B	13.18	14.12	7.74	4.77
EV/EBITDA	10.04	8.74	5.96	4.27

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 10 月 24 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5771	10686	15183	20544	营业收入	32329	50665	60018	72272
现金	2381	5692	9455	13833	营业成本	28851	44735	52755	63552
应收账款	18	14	17	20	营业税金及附加	63	99	118	142
其他应收款	47	42	42	46	销售费用	1431	1419	1590	1915
预付账款	1141	1789	2110	2542	管理费用	981	1368	1500	1807
存货	2141	3107	3517	4060	财务费用	39	36	39	39
其他流动资产	42	42	42	42	资产减值损失	-12	-10	-10	-10
非流动资产	1483	1277	1089	891	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	794	716	636	553	营业利润	1041	3081	4077	4872
无形资产	60	57	55	53	营业外收入	13	13	13	13
其他非流动资产	630	504	398	285	营业外支出	22	22	22	22
资产总计	7253	11964	16272	21435	利润总额	1032	3072	4069	4864
流动负债	5128	7553	8827	10384	所得税	429	796	1054	1260
短期借款	956	1360	1764	2167	净利润	603	2276	3015	3604
应付账款	2012	3107	3517	4060	少数股东损益	310	1024	1055	901
其他流动负债	2160	3087	3546	4156	归属母公司净利润	294	1252	1960	2703
非流动负债	664	701	765	828	EBITDA	1370	3345	4353	5159
长期借款	237	301	364	428	EPS（元）	1.71	6.63	10.37	14.31
其他非流动负债	426	400	400	400	主要财务比率				
负债合计	5792	8254	9592	11212	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	363	1388	2443	3344	成长能力				
股本	180	180	180	180	营业收入	247.9%	56.7%	18.5%	20.4%
资本公积	534	534	534	534	营业利润	1462.0%	196.0%	32.3%	19.5%
留存收益	384	1608	3523	6165	归属于母公司净利	454.0%	326.6%	56.5%	37.9%
归属母公司股东权	1098	2322	4237	6879	获利能力				
负债和股东权益	7253	11964	16272	21435	毛利率（%）	10.8%	11.7%	12.1%	12.1%
现金流量表					净利率（%）	0.9%	2.5%	3.3%	3.7%
单位:百万元					ROE（%）	26.7%	53.9%	46.2%	39.3%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC（%）	20.4%	39.4%	32.8%	27.3%
经营活动现金流	848	2994	3493	4144	偿债能力				
净利润	603	2276	3015	3604	资产负债率（%）	79.9%	69.0%	58.9%	52.3%
折旧摊销	281	236	246	256	净负债比率（%）	396.4%	222.5%	143.6%	109.7%
财务费用	51	46	61	77	流动比率	1.13	1.41	1.72	1.98
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.48	0.76	1.08	1.34
营运资金变动	-118	405	137	170	营运能力				
其他经营现金流	752	1902	2912	3471	总资产周转率	5.78	5.27	4.25	3.83
投资活动现金流	-96	-85	-92	-95	应收账款周转率	1424.05	3113.34	3904.21	3933.48
资本支出	-96	-89	-92	-95	应付账款周转率	19.53	17.48	15.93	16.77
长期投资	0	0	0	0	每股指标（元）				
其他投资现金流	0	5	0	0	每股收益	1.71	6.63	10.37	14.31
筹资活动现金流	303	401	362	329	每股经营现金流（摊	4.49	15.85	18.49	21.94
短期借款	445	404	404	404	每股净资产	6.10	12.29	22.43	36.42
长期借款	89	63	63	63	估值比率				
普通股增加	25	0	0	0	P/E	46.91	26.18	16.73	12.13
资本公积增加	170	0	0	0	P/B	13.18	14.12	7.74	4.77
其他筹资现金流	-426	-66	-106	-138	EV/EBITDA	10.04	8.74	5.96	4.27
现金净增加额	1056	3311	3763	4378					

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。