

2025 年 10 月 26 日

量贩单季度净利率再创新高，竞争优势扩大

万辰集团(300972)

评级:	增持	股票代码:	300972
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	214.93/50.07
目标价格:		总市值(亿)	327.78
最新收盘价:	173.53	自由流通市值(亿)	291.53
		自由流通股数(百万)	167.99

事件概述

公司前三季度营业收入365.62亿元，同比+77.37%；归母净利润8.55亿元，同比+917.04%。

公司单三季度营业收入139.80亿元，同比+44.15%；归母净利润3.83亿元，同比+361.22%。

分析判断:

► 收入端门店网络快速扩张，持续强化规模优势

Q3 公司量贩零食业务高速高质量发展，门店网络快速扩展，经营效率与品牌势能同步提升，量贩零食业务实现 45%的快速增长。门店端来看，我们判断 Q3 公司开店环比加速（H1 净开门店 1169 家），加速推进全国化布局。单店营收来看，Q3 预计同比仍有所下降，我们判断主要系门店加密后单店营收的正常回落，单店规模和坪效与公司与行业现阶段发展态势相匹配。

公司食用菌业务 Q3 有所回暖，收入同比增长 16%至 1.67 亿元。

► 盈利端净利率逐季提升，持续验证盈利提升能力

量贩业务 Q3 实现净利率 5.3%（环比+0.6pct，同比+2.6pct），再创单季度历史新高，盈利能力逐季提升。费用端来看，25Q3 毛利率/销售费用率/管理费用费率分别为 12.14%/2.65%/2.73%，同比+1.82pct/-1.51pct/-0.04pct，核心费用率均有所改善，进一步验证公司产业链话语权、品牌势能、经营效率和供应链效率行业领先。

► 量贩业务表现亮眼，竞争优势进一步扩大

公司 Q3 量贩业绩继续表现亮眼，加速扩店+盈利能力改善持续兑现。我们继续看好公司量贩业务不断推进战略升级与业务创新，探索更多“零食+”业务模式，将 IP、潮玩、生鲜、民生等更多板块融入门店经营，同时打造好想来自有品牌商品，提升公司竞争壁垒和品牌影响力。中长期我们看好万辰借助上市公司平台优势，享受零食市场规模增长和渠道占比提升双重红利，实现规模扩张，持续享受行业成长红利，看好公司竞争优势进一步扩大。

投资建议

参考最新业绩报告，我们调整公司 25-27 年营业收入 538.84/620.86/665.88 亿元的预测至 509.01/608.32/684.28 亿元，上调公司 25-27 年 EPS 6.04/8.38/10.23 元的预测至 7.20/10.49/13.10 元，对应 2025 年 10 月 24 日收盘价 173.53 元的估值分别为 24/17/13 倍，维持增持评级。

风险提示

开店进程不及预期、行业竞争加剧、筹划港股上市尚未完成，存在不确定性

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,294	32,329	50,901	60,832	68,428
YoY (%)	1592.0%	247.9%	57.4%	19.5%	12.5%
归母净利润（百万元）	-83	294	1,209	1,762	2,201
YoY (%)	-273.7%	454.0%	312.0%	45.7%	25.0%
毛利率 (%)	9.3%	10.8%	11.5%	11.7%	11.9%
每股收益（元）	-0.54	1.71	7.20	10.49	13.10

ROE	-12.8%	26.7%	53.0%	43.6%	35.2%
市盈率	-321.65	101.22	24.11	16.55	13.24

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32,329	50,901	60,832	68,428	净利润	603	1,728	2,517	3,144
YoY (%)	247.9%	57.4%	19.5%	12.5%	折旧和摊销	281	227	243	266
营业成本	28,851	45,048	53,715	60,285	营运资金变动	-118	2,365	-1,641	812
营业税金及附加	63	102	122	137	经营活动现金流	848	4,359	1,167	4,281
销售费用	1,431	2,189	2,312	2,395	资本开支	-96	-715	-539	-556
管理费用	981	1,476	1,703	1,848	投资	0	0	0	0
财务费用	39	22	-23	-12	投资活动现金流	-96	-717	-539	-556
研发费用	4	5	6	7	股权募资	299	11	0	0
资产减值损失	-12	0	0	0	债务募资	537	459	425	414
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	303	416	401	384
营业利润	1,041	2,223	3,193	3,988	现金净流量	1,056	4,058	1,029	4,109
营业外收支	-9	-8	-8	-8	主要财务指标				
利润总额	1,032	2,215	3,185	3,980	成长能力 (%)				
所得税	429	487	669	836	营业收入增长率	247.9%	57.4%	19.5%	12.5%
净利润	603	1,728	2,517	3,144	净利润增长率	454.0%	312.0%	45.7%	25.0%
归属于母公司净利润	294	1,209	1,762	2,201	盈利能力 (%)				
YoY (%)	454.0%	312.0%	45.7%	25.0%	毛利率	10.8%	11.5%	11.7%	11.9%
每股收益	1.71	7.20	10.49	13.10	净利率	0.9%	2.4%	2.9%	3.2%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	4.0%	8.1%	9.9%	9.3%
货币资金	2,381	6,439	7,467	11,576	净资产收益率 ROE	26.7%	53.0%	43.6%	35.2%
预付款项	1,141	1,351	1,611	1,809	偿债能力 (%)				
存货	2,141	4,380	5,521	6,698	流动比率	1.13	1.17	1.36	1.50
其他流动资产	108	750	887	993	速动比率	0.48	0.65	0.73	0.89
流动资产合计	5,771	12,919	15,487	21,076	现金比率	0.46	0.58	0.66	0.82
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	79.9%	78.7%	67.9%	62.5%
固定资产	794	998	1,136	1,201	经营效率 (%)				
无形资产	60	63	64	66	总资产周转率	5.78	4.60	3.73	3.32
非流动资产合计	1,483	1,950	2,222	2,483	每股指标 (元)				
资产合计	7,253	14,870	17,709	23,560	每股收益	1.71	7.20	10.49	13.10
短期借款	956	1,360	1,784	2,199	每股净资产	6.10	13.59	24.07	37.17
应付账款及票据	2,094	5,070	4,972	6,182	每股经营现金流	4.71	25.95	6.95	25.48
其他流动负债	2,078	4,613	4,609	5,691	每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,128	11,042	11,365	14,072	估值分析				
长期借款	237	237	237	237	PE	101.22	24.11	16.55	13.24
其他长期负债	426	426	426	426	PB	13.18	12.13	6.84	4.43
非流动负债合计	664	663	663	663					
负债合计	5,792	11,706	12,028	14,735					
股本	180	180	180	180					
少数股东权益	363	881	1,636	2,580					
股东权益合计	1,461	3,164	5,680	8,825					
负债和股东权益合计	7,253	14,870	17,709	23,560					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。