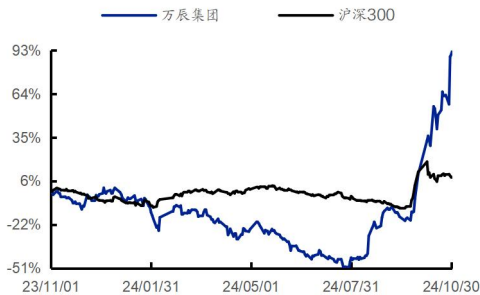


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

加速拓店，规模效应下盈利逐步释放

——万辰集团（300972）2024年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现		2024/10/31		
表现	1M	3M	12M	
万辰集团	73.6%	245.5%	91.6%	
沪深300	-3.2%	13.0%	8.9%	

市场数据		2024/10/31
当前价格(元)		71.00
52周价格区间(元)		17.69-76.00
总市值(百万)		12,743.43
流通市值(百万)		11,025.12
总股本(万股)		17,948.49
流通股本(万股)		15,528.33
日均成交额(百万)		347.11
近一月换手(%)		3.81

事件：

2024年10月29日，万辰集团发布2024年三季度报。公司2024年Q1-3实现营收206.13亿元，同比+320.63%；归母净利润0.84亿元，同比+248.64%；扣非归母净利润0.76亿元，同比+221.48%。公司2024Q3实现营收96.98亿元，同比+261.32%；归母净利润0.83亿元，同比+263.06%；扣非归母净利润0.79亿元，同比+246.85%。

投资要点：

- Q3收入环比大幅提升，零食门店持续跑马圈地。**2024Q3公司收入同比+261.32%，保持高增态势。其中2024Q3零食量贩业务实现收入95.54亿元，同比/环比分别284.4%/+59.8%，相较于Q2公司零食量贩业务收入增加超35亿元，业务发展迅速，收入的快速增长预计主要系门店快速扩张所贡献的，我们预计，截至2024Q3，公司整体门店数已经过万，环比Q2末净增约3000多家门店，拓店速度加快，且单店营收环比也有提升。
- 规模效应下费率优化，零食量贩业务净利率稳步提升。**2024Q3公司毛利率为10.32%，同比+2.65pct，预计主要系收入快速增长背景下，采购成本有所优化。费用端，2024Q3公司销售费用率为4.16%，同比-0.90pct，环比-0.70pct；管理费用率为2.77%，同比-2.10pct，环比-0.65pct，我们认为随着公司收入体量增大，规模效应显现，费用率同比和环比皆有改善。盈利水平分业务来看，2024Q3零食量贩业务的净利率为2.10%，剔除因股权激励产生的股份支付费用后，净利率为2.73%，环比持平，同比+2.51pct，前三季度公司量贩业务净利率水平达到2.7%，同比去年大幅改善。
- 少数股权回购增厚利润，归母净利率大幅提升。**公司于2024年8月15日公告，拟以自有资金人民币2.94亿元收购南京万好49%的股权，收购完成后，公司通过直接持股及南京万兴间接持股合计持有南京万好75.52%的股权。各项业务盈利水平提升叠加少数股权回购，Q3公司归母净利润大幅提升至0.83亿元（Q1为0.06亿元，Q2为-0.05亿元）。
- 盈利预测及投资评级：**公司为零食量贩渠道头部品牌，零食量贩渠道作为效率更高的业态，在较短时间内在全国跑马圈地，公司零食量贩业务收入规模不断扩大，业绩持续兑现，单店盈利水平在门店数量增长情况下稳中有升，经营状况良好。展望后续，收入端，我

们认为公司零食量贩门店仍存在拓展空间，且行业集中度有望进一步提升；利润端，供应链成本及各项费用在收入规模增长下有望持续优化，公司少数股东权益有望进一步收回，增厚利润。我们的盈利预测如下，预计公司 2024-2026 年营业收入为 306.22/487.96/598.45 亿元，同比+229%/+59%/+23%；归母净利润 2.03/5.21/7.60 亿元，同比+344%/+157%/+46%；EPS 分别为 1.13/2.90/4.24 元，对应 PE 分别为 62/24/17X，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**1) 行业竞争加剧；2) 门店拓展不及预期；3) 单店营收不及预期；4) 拓店成本上行；5) 原材料价格波动风险；6) 食品安全事件等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9294	30622	48796	59845
增长率(%)	1592	229	59	23
归母净利润（百万元）	-83	203	521	760
增长率(%)	-274	344	157	46
摊薄每股收益（元）	-0.46	1.13	2.90	4.24
ROE(%)	-13	20	34	33
P/E	—	61.86	24.06	16.50
P/B	9.00	12.16	8.08	5.42
P/S	0.62	0.41	0.26	0.21
EV/EBITDA	38.69	11.68	5.29	2.85

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：万辰集团盈利预测表

证券代码:	300972				股价:	71.00		投资评级:	增持		日期:	2024/10/31	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	-13%	20%	34%	33%	EPS	-0.54	1.13	2.90	4.24				
毛利率	9%	10%	10%	10%	BVPS	4.17	5.75	8.65	12.89				
期间费率	10%	8%	8%	8%	估值								
销售净利率	-1%	1%	1%	1%	P/E	—	61.86	24.06	16.50				
成长能力					P/B	9.00	12.16	8.08	5.42				
收入增长率	1,592%	229%	59%	23%	P/S	0.62	0.41	0.26	0.21				
利润增长率	-274%	344%	157%	46%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	3.63	4.07	3.50	3.16	营业收入	9294	30622	48796	59845				
应收账款周转率	448.45	139.90	97.57	95.95	营业成本	8430	27437	43697	53615				
存货周转率	20.23	16.89	13.66	12.35	营业税金及附加	21	67	107	132				
偿债能力					销售费用	434	1378	2147	2573				
资产负债率	82%	86%	84%	80%	管理费用	445	1081	1665	2029				
流动比	0.89	1.01	1.06	1.11	财务费用	29	4	-42	-76				
速动比	0.51	0.59	0.61	0.67	其他费用/(-收入)	3	12	44	39				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	-76	643	1177	1533				
现金及现金等价物	1210	4525	7136	9594	营业外净收支	-8	-15	-16	-10				
应收款项	27	411	589	658	利润总额	-85	629	1161	1524				
存货净额	733	2515	3884	4798	所得税费用	61	1	3	4				
其他流动资产	379	1655	2688	3114	净利润	-146	627	1159	1520				
流动资产合计	2349	9106	14298	18164	少数股东损益	-63	424	637	760				
固定资产	851	989	1140	1283	归属于母公司净利润	-83	203	521	760				
在建工程	1	14	19	42	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	724	1001	1292	1599	经营活动现金流	1023	3521	3101	2972				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	-83	203	521	760				
资产总计	3925	11110	16749	21089	少数股东损益	-63	424	637	760				
短期借款	511	716	953	1201	折旧摊销	192	172	208	240				
应付款项	943	4561	7114	8335	公允价值变动	0	0	0	0				
合同负债	170	459	795	969	营运资金变动	928	2682	1686	1164				
其他流动负债	1017	3264	4642	5820	投资活动现金流	-207	-602	-678	-731				
流动负债合计	2640	9000	13504	16324	资本支出	-201	-596	-678	-731				
长期借款及应付债券	148	148	148	148	长期投资	-5	0	0	0				
其他长期负债	441	455	431	431	其他	0	-6	0	0				
长期负债合计	589	603	580	579	筹资活动现金流	222	396	188	216				
负债合计	3230	9603	14084	16904	债务融资	403	238	237	247				
股本	155	179	179	179	权益融资	21	184	0	0				
股东权益	696	1506	2665	4185	其它	-202	-25	-49	-31				
负债和股东权益总计	3925	11110	16749	21089	现金净增加额	1039	3316	2611	2458				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。