

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	135.48
总股本/流通股本(亿股)	1.80 / 1.56
总市值/流通市值(亿元)	244 / 211
52周内最高/最低价	135.48 / 18.02
资产负债率(%)	79.9%
市盈率	79.03
第一大股东	福建叁叁草农业开发有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

万辰集团(300972)

四季度业绩亮眼，量贩零食拓店与业态升级并行

● 事件

公司2024年度实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 323.29/323.29/2.94/2.58 亿元，同比 247.86%/247.86%/453.95%/407.97%。公司单Q4实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 117.16/117.16/2.09/1.82 亿元，同比 166.68%/166.68%/894.27%/969.5%。四季度收入利润贴近预告上限，开店速度超预期。

● 投资要点

量贩零食业务驱动高增长，24Q4 门店数量迅速攀升，经营净利率持续逐季环比提升。分业务，24 年食用菌/量贩零食分别实现收入 5.39/317.90 亿元，同比+0.73%/+262.94%。受食用菌市场行情变动、供需关系变化等市场因素影响，公司主要产品金针菇销售价格整体较为低迷，导致食用菌业务受相应的影响，经营业绩出现了亏损。量贩零食业务持续高质量发展，门店数量快速增加、经营效率稳步提升，剔除因激励核心员工产生的股份支付费用后盈利 8.58 亿元，2024 年共新增门店 9776 家，门店经营原因致闭店 242 家，非门店经营原因致减少门店 64 家，期末门店数量为 14196 家。分季度来看，公司量贩零食业务 24Q2/Q3/Q4 剔除股份支付后的净利率分别为 2.72%/2.73%/2.74%，实现了季度间环比持续提升，规模化效应凸显。

规模效应释放推动毛利率提升，费用率优化助力利润扭亏为盈。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 10.76%/0.91%，分别同比 1.46/1.8pct，主要受益于零食业务占比提升及供应链议价能力增强；销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.43%/3.03%/0.01%/0.12%，分别同比-0.24/-1.76/-0.02/-0.19pct。24Q4，公司毛利率/归母净利率为 11.35%/1.79%，分别同比 0.96/2.39pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.57%/3.06%/0.01%/0.09%，分别同比 0.38/-1.28/-0.02/-0.17pct，规模扩张下经营投入成本摊薄效应显现。

2025 年，公司将持续以量贩零食为核心驱动力，通过门店扩张、业态升级与供应链优化持续巩固行业龙头地位，同时探索折扣业态新增长模式，进一步释放规模效应与品牌势能。“来优品省钱超市”作为新业态门店模式，2025 年将进入快速复制阶段。省钱超市以零食为核心，扩充必需品类（粮油、日化等）与自有品牌，SKU 迭代扩充、覆盖高频消费场景，长期维度有利于单店水平提升及点位覆盖面扩大。

同时公司公布 2024 年度利润分配以及 2025 中期分红预案：2024 年年度利润分配每 10 股派送现金股利 4.00 元（含税），公司 2024 年度将向全体股东合计派发现金红利 107,993,856.60 元（含税），占 2024 年度归属于上市公司股东的净利润的比例为 36.79%。2025 年中期分红拟派发现金红利总金额不超过相应期间归属于上市公司股东净利润的 50%。

● 盈利预测与投资评级

根据 2024 年年报业绩情况，我们调整 2025 年-2026 年营业收入预测至 525.67/635.22 亿元（原预测为 495.77/564.68 亿元），同比 +62.6%/+20.84%，调整 2025 年-2026 年归母净利润预测至 6.76/8.51 亿元（原预测为 5.68/7.54 亿元），同比 +130.19%/+25.96%，给予 2027 年营收利润预测分别为 724.02/10.56 亿元，分别同比 +13.98%/24.03%。对应三年 EPS 分别为 3.75/4.73/5.86 元，对应当前股价 PE 分别为 36/29/23 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	32329	52567	63522	72402
增长率(%)	247.86	62.60	20.84	13.98
EBITDA（百万元）	1192.71	2298.31	2812.93	3412.75
归属母公司净利润（百万元）	293.52	675.66	851.03	1055.55
增长率(%)	453.95	130.19	25.96	24.03
EPS（元/股）	1.63	3.75	4.73	5.86
市盈率（P/E）	83.08	36.09	28.65	23.10
市净率（P/B）	22.21	13.44	9.89	7.45
EV/EBITDA	13.69	11.36	9.18	7.41

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	32329	52567	63522	72402	营业收入	247.9%	62.6%	20.8%	14.0%
营业成本	28851	46522	56026	63714	营业利润	1,462.0%	103.0%	26.6%	23.5%
税金及附加	63	105	216	253	归属于母公司净利润	454.0%	130.2%	26.0%	24.0%
销售费用	1431	2208	2700	3041	获利能力				
管理费用	981	1577	1906	2100	毛利率	10.8%	11.5%	11.8%	12.0%
研发费用	4	11	19	7	净利率	0.9%	1.3%	1.3%	1.5%
财务费用	39	40	5	-18	ROE	26.7%	37.2%	34.5%	32.3%
资产减值损失	-12	-21	-13	-14	ROIC	45.9%	40.3%	42.0%	46.5%
营业利润	1041	2113	2676	3305	偿债能力				
营业外收入	13	8	0	5	资产负债率	79.9%	83.3%	79.4%	75.6%
营业外支出	22	3	8	1	流动比率	1.13	1.14	1.21	1.28
利润总额	1032	2118	2668	3309	营运能力				
所得税	429	953	1201	1489	应收账款周转率	1750.02	100.34	100.34	100.34
净利润	603	1165	1467	1820	存货周转率	13.47	7.93	7.93	7.93
归母净利润	294	676	851	1056	总资产周转率	4.46	3.30	3.33	3.21
每股收益(元)	1.63	3.75	4.73	5.86	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.63	3.75	4.73	5.86
货币资金	2381	5257	6647	8688	每股净资产	6.10	10.08	13.69	18.18
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	18	524	633	722	PE	83.08	36.09	28.65	23.10
预付款项	1141	2454	2966	3380	PB	22.21	13.44	9.89	7.45
存货	2141	5863	7061	8030	现金流量表				
流动资产合计	5771	14590	17901	21498	净利润	603	1134	1444	1802
固定资产	1270	1151	1031	912	折旧和摊销	121	140	140	121
在建工程	1	1	1	1	营运资本变动	-337	2160	591	474
无形资产	60	58	56	54	其他	297	105	52	20
非流动资产合计	1483	1341	1201	1079	经营活动现金流净额	684	3540	2227	2417
资产总计	7253	15931	19102	22577	资本开支	-106	0	0	0
短期借款	956	470	0	0	其他	9	-32	-23	-19
应付票据及应付账款	2094	6804	8195	9319	投资活动现金流净额	-96	-32	-23	-19
其他流动负债	2078	5471	6594	7498	股权融资	195	200	0	0
流动负债合计	5128	12746	14788	16817	债务融资	509	-632	-608	-125
其他	664	519	381	256	其他	-401	-199	-206	-231
非流动负债合计	664	519	381	256	筹资活动现金流净额	303	-631	-813	-356
负债合计	5792	13264	15169	17073	现金及现金等价物净增加额	891	2876	1390	2041
股本	180	198	198	198					
资本公积金	534	716	716	716					
未分配利润	384	900	1551	2357					
少数股东权益	363	852	1469	2233					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1461	2667	3933	5504					
负债和所有者权益总计	7253	15931	19102	22577					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048