



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)	154.74
总股本/流通股本(亿股)	1.88 / 1.63
总市值/流通市值(亿元)	290 / 253
52周内最高/最低价	196.00 / 27.74
资产负债率(%)	79.9%
市盈率	90.26
第一大股东	福建舍羞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)

少数股权计划进一步推进，潜在增厚业绩构筑市场信心

● 事件

公司拟以支付现金方式，向淮南市盛裕企业管理有限公司和淮南市会想企业管理有限公司购买南京万优 49% 股权，交易价 13.79 亿元。同时，为加强核心团队成员与公司的绑定，拟由福建农开发、漳州金万辰、王泽宁、张海国向淮南盛裕实控人周鹏转让上市公司 989 万股股份（占公司总股本的 5.27%）。此前公司通过南京万品间接持有南京万优 51% 股权，此次交易完成后，公司直接和间接持有南京万优 75.01% 的股权。

● 投资要点

继 2024 年收回万好（好想来品牌）股权后，此次公布的拟收购有望进一步推进少数股权收回，集团控制权将进一步提升。南京万优供应链旗下品牌“来优品”增速与盈利质量双超预期，2024 年收入/利润 77.12/2.46 亿元，同比增长 147%/扭亏，截止 2025 年 1-5 月实现收入/利润 41.01/1.42 亿元，净利率 3.45%、环比 2024 全年 3.19% 进一步提升，已处于零售业态稳态利润率水平、并有持续向好趋势，公司与万好签订三年业绩对赌协议，2025-2027 年净利润不低于 3.2/3.3/3.5 亿元，按照 25 年业绩目标来算公司此次收购估值约为 9.37x，是继 24 年 8 月收购万好后又一次推进收回少数股东股权进程，潜在增厚业绩的同时展示出各大品牌整体经营业绩提升、以及公司收回股权的实力与信心。

● 盈利预测与投资评级

经营角度来看万辰集团主体 Q2 节奏稳步推进，看 4-5 月集团层面实现收入 80.18 亿元、实现归母净利润 1.44 亿元，对应归母净利率为 1.79%、相比去年同期有很大提升、环比 Q1 微降，细化看 4-5 月万辰主体毛利率 10.83%（Q1 为 11.02%）/销售费用率 2.92%（Q1 为 3.31%）/管理费用率 2.81%（Q1 为 2.55%）/净利率达到 3.49%（Q1 为 3.59%），整体经营情况稳健、发展趋势符合预期（考虑前期 Q4/Q1 开店节奏差异，导致收入确认后移、Q1 量贩业务净利处于较高水平），Q2 单店表现趋势预计与 Q1 趋同，回归合理单店预期，公司当前聚焦正常拓店节奏，确保完成全年开店目标。同时今年以来公司店型继续升级，门店 4.0/5.0 版本以及省钱超市店型均在拓展，我们继续看好公司的发展并持续推荐。

若本次收购计划落地，一方面以合理收购价格进一步增厚集团业绩，同时从股权结构上深度绑定多方团队核心人员。由于此次潜在股权收购尚未通过股东大会审议，出于审慎考虑我们维持此前 2025-2027 年收入预测至 525.67/635.22/724.02 亿元，同比 +62.6%/+20.84%/+13.98%，维持 2025-2027 年归母净利润至

7.44/9.85/11.85 亿元，同比+153.33%/32.43%/20.36%。若考虑并表因素，则公司 2025-2027 年归母净利润可至 8.74/11.26/13.34 亿元，同比+197.33%/28.78%/18.52%，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	2509.57	3229.97	3817.96
归属母公司净利润（百万元）	293.52	743.58	984.74	1185.22
增长率(%)	453.95	153.33	32.43	20.36
EPS（元/股）	1.56	3.96	5.25	6.32
市盈率（P/E）	98.91	39.04	29.48	24.49
市净率（P/B）	26.44	15.56	11.09	8.24
EV/EBITDA	13.69	12.24	9.39	7.79

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	46311	55772	63460	营业利润	1,462.0%	123.4%	33.1%	19.9%
税金及附加	63	105	133	181	归属于母公司净利润	454.0%	153.3%	32.4%	20.4%
销售费用	1431	2208	2604	2968	获利能力				
管理费用	981	1577	1906	2100	毛利率	10.8%	11.9%	12.2%	12.4%
研发费用	4	11	19	7	净利率	0.9%	1.4%	1.6%	1.6%
财务费用	39	38	3	-19	ROE	26.7%	39.8%	37.6%	33.6%
资产减值损失	-12	-21	-13	-14	ROIC	45.9%	44.2%	48.2%	51.8%
营业利润	1041	2326	3095	3711	偿债能力				
营业外收入	13	8	0	5	资产负债率	79.9%	82.6%	78.1%	73.9%
营业外支出	22	3	8	1	流动比率	1.13	1.15	1.23	1.31
利润总额	1032	2331	3087	3715	营运能力				
所得税	429	1049	1389	1672	应收账款周转率	1750.02	100.34	100.34	100.34
净利润	603	1282	1698	2043	存货周转率	13.47	7.93	7.93	7.93
归母净利润	294	744	985	1185	总资产周转率	4.46	3.31	3.28	3.15
每股收益(元)	1.56	3.96	5.25	6.32	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.56	3.96	5.25	6.32
货币资金	2381	5257	6915	9149	每股净资产	5.85	9.95	13.96	18.79
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	98.91	39.04	29.48	24.49
预付款项	1141	2454	2966	3380	PB	26.44	15.56	11.09	8.24
存货	2141	5837	7029	7998	现金流量表				
流动资产合计	5771	14563	18137	21927	净利润	603	1251	1682	2021
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	2135	584	475
无形资产	60	58	56	54	其他	297	104	35	25
非流动资产合计	1483	1341	1201	1079	经营活动现金流净额	684	3631	2441	2643
资产总计	7253	15904	19338	23006	资本开支	-106	0	0	0
短期借款	956	394	0	0	其他	9	-33	-17	-22
应付票据及应付账款	2094	6774	8157	9282	投资活动现金流净额	-96	-33	-17	-22
其他流动负债	2078	5450	6566	7471	股权融资	195	200	0	0
流动负债合计	5128	12618	14724	16753	债务融资	509	-708	-532	-125
其他	664	519	381	256	其他	-401	-214	-235	-261
非流动负债合计	664	519	381	256	筹资活动现金流净额	303	-722	-767	-386
负债合计	5792	13136	15104	17009	现金及现金等价物净增加额	891	2876	1658	2235
股本	180	198	198	198					
资本公积金	534	716	716	716					
未分配利润	384	952	1705	2611					
少数股东权益	363	902	1615	2473					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1461	2768	4234	5998					
负债和所有者权益总计	7253	15904	19338	23006					

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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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，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等。

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