



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)	211.80
总股本/流通股本(亿股)	1.88 / 1.63
总市值/流通市值(亿元)	397 / 346
52周内最高/最低价	211.80 / 29.54
资产负债率(%)	79.9%
市盈率	123.55
第一大股东	福建益盖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)

业绩延续高增，量贩净利率表现超预期

● 事件

公司 2025 年上半年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 225.83/4.72/4.51 亿元，同比 106.89%/50358.8%/扭亏。公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 117.62/2.57/2.4 亿元，同比 93.29%/4940.33%/扭亏。

● 投资要点

量贩业务开店节奏稳定，单店延续开年以来表现，值得关注的是 Q2 量贩业务净利率显著攀升。25H1 量贩零食业务实现营业收入 223.45 亿元，同比增长 109.33%，加回因激励核心员工产生的股份支付费用后盈利 9.56 亿元，量贩业务净利率 4.28%（25Q2 量贩业务收入 116.57 亿元，剔除股份支付净利润 5.44 亿元，Q2 对应净利率 4.67%）。去年 Q4 以来新开店数量较多拉低平均单店收入，我们测算下单店表现来看 Q2 延续 Q1 以来的下滑趋势。公司共新增门店 1468 家，门店经营原因致闭店 259 家，非门店经营原因致减少门店 40 家，期末门店数量为 15365 家。公司当前聚焦正常拓店节奏，预期可达成全年新开店目标。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。

费用增速显著低于营收增速，体现出公司运营效率优化，净利润率达到 4.1%。我们预计 6 月利润提升速度更为明显，此前公司就拟收购万优披露的经营数据看，4-5 月集团层面实现净利润率为 3.49%，再根据中报数据看 6 月集团营收/净利润 37.44/2.02 亿元，6 月净利润率高达 5.4%，推动 Q2 整体净利率显著提升。2025 年上半年公司毛利率/归母净利率为 11.41%/2.09%，分别同比 0.89/2.08pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.09%/2.77%/0.01%/0.1%，分别同比-1.41/-0.46/-0.01/-0.08pct。25Q2，公司毛利率/归母净利率为 11.76%/2.18%，分别同比 0.66/2.27pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.88%/2.99%/0.01%/0.09%，分别同比-1.98/-0.43/0/-0.06pct。

● 盈利预测与投资评级

此前公司拟收回南京万优股权尚未落地，出于审慎因素我们暂不考虑少数股权变动带来的潜在业绩增厚预期，但结合中报展示出来的平均单店收入变化情况及量贩业务净利率快速提升趋势，我们下调 2025-2027 年收入预测至 510.98/610.79/684.85 亿元（原预测 525.67/635.22/724.02 亿元），同比+58.06%/+19.53%/+12.13%，上调 2025-2027 年归母净利润至 11.19/15.15/17.87 亿元（原预测为

7.44/9.85/11.85 亿元), 同比+281.2%/35.43%/17.92%, 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	51098	61079	68485
增长率(%)	247.86	58.06	19.53	12.13
EBITDA(百万元)	1192.71	3441.69	4352.58	5074.42
归属母公司净利润(百万元)	293.52	1118.90	1515.30	1786.91
增长率(%)	453.95	281.20	35.43	17.92
EPS(元/股)	1.56	5.96	8.08	9.52
市盈率(P/E)	135.38	35.51	26.22	22.24
市净率(P/B)	36.19	18.46	12.00	8.50
EV/EBITDA	13.69	11.94	9.25	7.71

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	51098	61079	68485	营业收入	247.9%	58.1%	19.5%	12.1%
营业成本	28851	45020	53631	59987	营业利润	1,462.0%	213.5%	29.7%	17.4%
税金及附加	63	102	128	171	归属于母公司净利润	454.0%	281.2%	35.4%	17.9%
销售费用	1431	1431	1649	1781	获利能力				
管理费用	981	1329	1527	1644	毛利率	10.8%	11.9%	12.2%	12.4%
研发费用	4	10	18	7	净利率	0.9%	2.2%	2.5%	2.6%
财务费用	39	30	-7	-23	ROE	26.7%	52.0%	45.8%	38.2%
资产减值损失	-12	-20	-12	-14	ROIC	45.9%	63.7%	69.3%	73.7%
营业利润	1041	3264	4234	4972	偿债能力				
营业外收入	13	11	0	5	资产负债率	79.9%	79.1%	73.2%	67.5%
营业外支出	22	3	14	1	流动比率	1.13	1.21	1.32	1.44
利润总额	1032	3272	4220	4976	营运能力				
所得税	429	1407	1814	2140	应收账款周转率	1750.02	100.34	100.34	100.34
净利润	603	1865	2405	2836	存货周转率	13.47	7.93	7.93	7.93
归母净利润	294	1119	1515	1787	总资产周转率	4.46	3.27	3.08	2.88
每股收益(元)	1.56	5.96	8.08	9.52	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.56	5.96	8.08	9.52
货币资金	2381	5255	7830	10626	每股净资产	5.85	11.48	17.65	24.93
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	509	609	683	PE	135.38	35.51	26.22	22.24
预付款项	1141	2386	2852	3198	PB	36.19	18.46	12.00	8.50
存货	2141	5674	6759	7561	现金流量表				
流动资产合计	5771	14302	18622	22707	净利润	603	1787	2342	2788
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	2033	525	384
无形资产	60	58	56	54	其他	297	176	119	71
非流动资产合计	1483	1341	1201	1079	经营活动现金流净额	684	4136	3126	3365
资产总计	7253	15643	19822	23786	资本开支	-106	0	0	0
短期借款	956	0	0	0	其他	9	-66	-62	-46
应付票据及应付账款	2094	6585	7844	8774	投资活动现金流净额	-96	-66	-62	-46
其他流动负债	2078	5277	6287	7032	股权融资	195	200	0	0
流动负债合计	5128	11862	14132	15806	债务融资	509	-1101	-138	-125
其他	664	519	381	256	其他	-401	-294	-350	-398
非流动负债合计	664	519	381	256	筹资活动现金流净额	303	-1195	-488	-523
负债合计	5792	12381	14512	16061	现金及现金等价物净增加额	891	2874	2576	2795
股本	180	198	198	198					
资本公积金	534	716	716	716					
未分配利润	384	1239	2397	3763					
少数股东权益	363	1109	1999	3049					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1461	3262	5310	7725					
负债和所有者权益总计	7253	15643	19822	23786					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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