

信义山证汇通天下

证券研究报告

种植

万辰集团（300972.SZ）

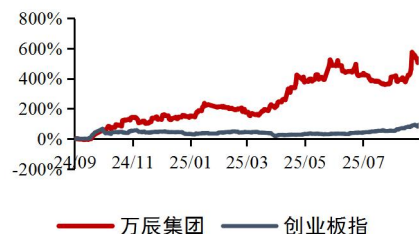
增持-A(维持)

业绩延续增长，利润率超预期

2025 年 9 月 8 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 9 月 5 日

收盘价（元）：	192.19
年内最高/最低（元）：	214.93/29.02
流通 A 股/总股本（亿）：	1.63/1.88
流通 A 股市值（亿）：	314.12
总市值（亿）：	360.58

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元)：	2.62
摊薄每股收益(元)：	2.62
每股净资产(元)：	12.87
净资产收益率(%)：	37.57

资料来源：最闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

刘清羽

执业登记编码：S0760525070001

邮箱：liuqingyu@sxzq.com

事件描述

➤ 2025 年上半年实现营收 225.83 亿元，同比增长 106.89%。归母净利润 4.72 亿元，扭亏为盈。2025 年 Q2 实现营收 117.62 亿元，同比增长 93.29%，同期归母净利润 2.57 亿元。

事件点评

➤ 量贩零食核心驱动，门店扩张贡献收入。量贩零食业务占总收入比重超 98.95%，2025H1 收入达到 223.45 亿元。截至上半年门店数达 15,365 家，较年初净增 1,169 家，较 24H1 同比增长 131.47%，下沉市场持续渗透。门店 sku 总数超 2,000 个，品类丰富，满足多元消费需求。

➤ 盈利能力持续提升，规模效应释放。公司上半年销售净利率达 3.85%，Q2 环比显著改善，销售净利率提升至 4.10%，相较于 Q1 增长 0.51 个百分点。随着门店密度增加和采购协同，深化与国内外头部食品饮料品牌合作，公司整体运营效率有所提升。2025H1 零食量贩业务毛利率为 11.49%，相比于 2024 年年末环比增加 0.63 个百分点，其得益于公司对供应链的优化与仓储物流成本的控制。2025H1 销售费用率与管理费用率相较于 2024 年年末环比降低 1.34 个百分点和 0.26 个百分点，主要系门店补贴与宣传费用的减少与人效的优化管理。

投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 3.78\4.97\6.02，对应公司 2025 年 9 月 5 日收盘价 192.19 元，2025-2027 年 PE 分别为 50.9\38.6\31.9，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 经济增速不及预期；量贩零食行业竞争加剧下门店扩张效益可能边际递减；原材料价格周期影响显著；食品安全风险影响企业形象；定增解禁或将引起市场股价波动。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,294	32,329	55,132	67,039	79,289
YoY(%)	1592.0	247.9	70.5	21.6	18.3
净利润(百万元)	-83	294	708	933	1,129
YoY(%)	-273.6	454.0	141.4	31.7	21.0
毛利率(%)	9.3	10.8	11.1	11.3	11.5
EPS(摊薄/元)	-0.44	1.56	3.78	4.97	6.02
ROE(%)	-21.0	41.3	50.5	40.6	33.3
P/E(倍)	-434.8	122.8	50.9	38.6	31.9
P/B(倍)	55.9	32.8	20.8	13.9	9.9
净利率(%)	-0.9	0.9	1.3	1.4	1.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2349	5771	7205	7384	8484
现金	1210	2381	2757	2381	2381
应收票据及应收账款	27	18	203	19	194
预付账款	248	1141	1228	1653	1755
存货	733	2141	2740	3181	3814
其他流动资产	131	89	277	150	340
非流动资产	1576	1483	1511	1475	1434
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	851	794	821	785	744
无形资产	61	60	58	57	57
其他非流动资产	665	630	632	633	633
资产总计	3925	7253	12216	13536	16360
流动负债	2640	5128	8825	8433	9154
短期借款	511	956	500	400	600
应付票据及应付账款	943	2094	3063	4861	1825
其他流动负债	1186	2078	5262	3172	6729
非流动负债	589	664	585	506	426
长期借款	148	237	158	79	0
其他非流动负债	441	426	426	426	426
负债合计	3230	5792	9410	8939	9580
少数股东权益	50	363	1072	2005	3133
股本	155	180	188	188	188
资本公积	364	534	526	526	526
留存收益	127	384	1453	2862	4565
归属母公司股东权益	645	1098	1735	2593	3646
负债和股东权益	3925	7253	12216	13536	16360

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1023	848	4749	1113	1783
净利润	-146	603	1417	1866	2257
折旧摊销	98	121	97	107	115
财务费用	29	39	49	-18	-15
投资损失	-0	-0	0	0	0
营运资金变动	780	-337	3183	-847	-579
其他经营现金流	262	422	3	4	5
投资活动现金流	-207	-96	-128	-75	-79
筹资活动现金流	222	303	-744	-237	60

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	-0.44	1.56	3.78	4.97	6.02
每股经营现金流(最新摊薄)	5.45	4.52	25.31	5.93	9.51
每股净资产(最新摊薄)	3.44	5.85	9.25	13.82	19.43

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9294	32329	55132	67039	79289
营业成本	8430	28851	48991	59431	70206
营业税金及附加	21	63	165	201	238
营业费用	434	1431	2095	2547	3013
管理费用	445	981	1378	1676	1982
研发费用	3	4	6	7	8
财务费用	29	39	49	-18	-15
资产减值损失	-12	-17	-83	-80	-90
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-76	1041	2361	3110	3762
营业外收入	2	13	0	0	0
营业外支出	10	22	0	0	0
利润总额	-85	1032	2361	3110	3762
所得税	61	429	945	1244	1505
税后利润	-146	603	1417	1866	2257
少数股东损益	-63	310	708	933	1129
归属母公司净利润	-83	294	708	933	1129
EBITDA	20	1161	2412	3109	3741

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	1592.0	247.9	70.5	21.6	18.3
营业利润(%)	-281.3	1462.0	126.9	31.7	21.0
归属于母公司净利润(%)	-273.6	454.0	141.4	31.7	21.0
获利能力					
毛利率(%)	9.3	10.8	11.1	11.3	11.5
净利率(%)	-0.9	0.9	1.3	1.4	1.4
ROE(%)	-21.0	41.3	50.5	40.6	33.3
ROIC(%)	-7.4	21.7	49.5	51.7	46.7
偿债能力					
资产负债率(%)	82.3	79.9	77.0	66.0	58.6
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.5	0.5	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	3.6	5.8	5.7	5.2	5.3
应收账款周转率	448.5	1424.0	497.4	603.9	743.4
应付账款周转率	15.9	19.0	19.0	15.0	21.0
估值比率					
P/E	-434.8	122.8	50.9	38.6	31.9
P/B	55.9	32.8	20.8	13.9	9.9
EV/EBITDA	1795.9	30.8	13.2	10.3	8.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

