

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)	213.97
总股本/流通股本(亿股)	1.89 / 1.68
总市值/流通市值(亿元)	404 / 359
52周内最高/最低价	228.12 / 79.56
资产负债率(%)	79.9%
市盈率	124.81
第一大股东	福建含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.SZ)

业绩预告利润率上限超预期，单店拐点延续向上

● 事件

公司发布 2025 年业绩预告,2025 年公司整体营收 500-528 亿元,同比增长 54.66%-63.32%,其中 2025Q4 实现营收 134.38-162.38 亿元,同比增长 14.7%-38.6%。预计 2025 年归属于上市公司股东的净利润 12.3 亿元-14 亿元,同比增长 319.05%-376.97% (重组前),其中 25Q4 实现归母净利润 3.75-5.45 亿元,同比增长 79.43%-160.77%。预计 2025 年扣非净利润 11.6 亿元-13.3 亿元,同比增长 349.70%-415.61% (重组前),其中 25Q4 扣非净利润 3.54-5.24 亿元,同比增长 94.51%-187.91%。

● 投资要点

收入增长强劲，利润率持续领先，利润上限超预期。2025 年量贩零食业务预计实现营业收入 500 亿元-520 亿元,同比增长 57.28%-63.57%,在较高基数上延续强劲势头,加回计提的股份支付费用后实现净利润 22 亿元-26 亿元,净利润率为 4.4%-5.0%。2025Q4 量贩零食业务营收 138.42-158.42 亿元,同比增长 19.72%-37.02%,公司作为行业规模第二的地位得到巩固,且季度增速呈现韧性。加回计提的股份支付费用后 25Q4 实现净利润 5.1-9.1 亿元,同比增长 60%-186%。加回股份支付后 Q4 量贩净利率中值更提升至约 4.7%,利润率表现持续超预期。

单店拐点确认，26 年开店或将提速。经过 2024-2025 年的密集开店与市场培育,一年以上的老店(2024 上半年及以前开业)业绩平稳/未出现单店下滑,24H2 集中开设的新店(尤其是两湖两广新市场门店)已度过爬坡期,2025Q3 起全国单店收入环比企稳回升,带动公司整体单店模型迎来向上拐点。我们初步测算 25Q4 单店同比降幅较 Q3 收窄,随着门店网络密度阶段性趋稳,公司通过运营调整、营销优化及区域深耕,有效对冲了内部加密分流和外部竞争的影响,门店终端 GMV 开始恢复健康增长,2026 年开年以来在春节旺季推动下单店趋势有望进一步向好,低基数下看好 26 全年单店实现增长,同时 2026 年将适当提高开店节奏,重点在于优势区域的加密及高线市场的突破。

● 盈利预测与投资评级

公司新店爬坡结束、拖累单店因素褪去,根据业绩预告,我们略上调公司业绩预测,预计 2025/2026/2027 年收入分别为 525.79/673.65/808.73 亿元(原预测为 510.98/610.79/684.85 亿元),同比+62.64%/+28.12%/+20.05%,预计 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 13.66/21.96/27.65 亿元(原预测为 11.19/15.15/17.87 亿元),同比+365.39%/+60.75%/+25.9%,三年 EPS 分别为

7.23/11.62/14.64 元，对应当前股价估值分别为 29/18/14 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	52579	67365	80873
增长率(%)	247.86	62.64	28.12	20.05
EBITDA（百万元）	1369.68	4162.53	5995.67	7615.44
归属母公司净利润（百万元）	293.52	1366.02	2195.84	2764.61
增长率(%)	453.95	365.39	60.75	25.90
EPS（元/股）	1.55	7.23	11.62	14.64
市盈率（P/E）	133.60	28.71	17.86	14.18

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)	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	52579	67365	80873	营业收入	247.9%	62.6%	28.1%	20.1%
营业成本	28851	45798	58218	69546	营业利润	1,462.0%	284.3%	45.8%	28.1%
税金及附加	63	105	135	202	归属于母公司净	454.0%	365.4%	60.7%	25.9%
销售费用	1431	1430	1684	1941	获利能力				
管理费用	981	1367	1617	1860	毛利率	10.8%	12.9%	13.6%	14.0%
研发费用	4	21	20	16	净利率	0.9%	2.6%	3.3%	3.4%
财务费用	39	0	0	0	ROE	26.7%	56.1%	47.9%	37.9%
资产减值损失	-12	0	0	0	ROIC	20.4%	42.3%	38.8%	32.9%
营业利润	1041	4000	5832	7469	偿债能力				
营业外收入	13	5	7	8	资产负债率	79.9%	70.1%	63.3%	54.6%
营业外支出	22	11	14	16	流动比率	1.13	1.38	1.57	1.84
利润总额	1032	3994	5825	7462	营运能力				
所得税	429	1718	2446	3209	应收账款周	1424.05	2205.32	2021.89	1964.03
净利润	603	2277	3378	4253	存货周转率	20.07	17.63	17.61	17.81
归母净利润	294	1366	2196	2765	总资产周转	5.78	5.35	4.27	3.68
每股收益 (元)	1.55	7.23	11.62	14.64	每股指标				
资产负债表					每股收益	1.55	7.23	11.62	14.64
货币资金	2381	5329	11360	15473	每股净资产	5.81	12.90	24.28	38.61
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应	18	29	37	45	PE	133.60	28.71	17.86	14.18
预付款项	1141	2472	2817	3666	PB	35.71	16.10	8.55	5.38
存货	2141	3053	3558	4250	现金流量表				
流动资产合计	5771	11071	18001	23701	净利润	603	2277	3378	4253
固定资产	794	821	845	867	折旧和摊销	281	168	171	154
在建工程	1	1	1	1	营运资本变	-118	550	2557	-206
无形资产	60	60	60	60	其他	82	-32	-40	-49
非流动资产合	1483	1317	1176	1053	经营活动现	848	2963	6067	4151
资产总计	7253	12389	19177	24753	资本开支	-96	-52	-58	-62
短期借款	956	956	956	956	其他	0	57	67	81
应付票据及应	2094	3308	4205	5023	投资活动现	-96	6	10	19
其他流动负债	2078	3777	6336	6898	股权融资	299	0	0	0
流动负债合计	5128	8041	11497	12877	债务融资	537	12	0	0
其他	664	638	638	638	其他	-533	-32	-46	-57
非流动负债合	664	638	638	638	筹资活动现	303	-20	-46	-57
负债合计	5792	8679	12135	13515	金流净额	1056	2948	6031	4113
股本	180	189	189	189					
资本公积金	534	525	525	525					
未分配利润	346	1479	3300	5592					
少数股东权益	363	1274	2456	3945					
其他	38	243	572	987					
所有者权益合	1461	3710	7042	11238					
负债和所有者	7253	12389	19177	24753					

权益总计

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