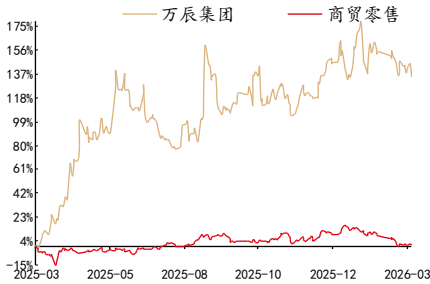




股票投资评级

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)	192.10
总股本/流通股本 (亿股)	1.91 / 1.75
总市值/流通市值 (亿元)	367 / 337
52 周内最高/最低价	228.12 / 80.55
资产负债率 (%)	74.6%
市盈率	26.30
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)

规模效应加速释放，Q4 净利率超预期

● 投资要点

公司 2025 年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 514.59/13.45/12.77 亿元，同比 59.17%/358.09%/395.03%。公司单 Q4 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 148.97/4.9/4.71 亿元，同比 27.15%/133.76%/159.36%。由于公司少数股东权益影响，净利润更能反映经营利润增长情况，2025 年净利润 24.24 亿元，同比+301.8%；25Q4 净利润 8.33 亿元，同比+222.19%。

● 投资要点

Q4 量贩业务净利率提升至 5.72%、持续大超预期，同店因春节后置原因单季度有所压力。2025 年全年量贩零食业务营收 508.6 亿元，全年加回股份支付净利润 25.33 亿元，净利率 4.98%，门店网络快速拓展，期末门店数达到 18314 家、闭店率持续处于合理水平，经营效率与品牌势能同步提升。单 Q4 量贩零食营收 146.99 亿元，加回股份支付净利润 8.41 亿元，单季度利润率 5.72%。24 年下半年行业处于快速扩张期，25 年以来，随着行业竞争趋缓及头部品牌格局基本确立，公司开店策略更趋稳健，25 年下半年开店适度提速、H2 开店近 3000 家。我们估计公司新开店主要集中于四季度、叠加春节采购效应后移至 26Q1 等因素，Q4 单店有所承压。随着公司门店店型调整、弱势区域门店爬坡期完成，单店有望逐步改善。

单 Q4 净利润率持续环比提升至 5.6%、盈利能力不断得到验证。2025 年，公司毛利率/归母净利率为 12.4%/2.61%，分别同比 1.64/1.71pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 3%/2.92%/0.07%/0.07%，分别同比 -1.42/-0.11/0.06/-0.05pct。25Q4，公司毛利率/归母净利率为 14.15%/3.29%，分别同比 2.8/1.5pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.2%/3.33%/0.14%/0.06%，分别同比 -1.37/0.27/0.13/-0.03pct。

● 盈利预测与投资评级：

我们认为万辰集团作为头部零食量贩品牌具备龙头效应及业绩弹性，经过 2024 年至 2025 年的密集开店与市场培育，万辰集团量贩零食业务已迎来关键经营拐点。从单店趋势看，老店业绩企稳、新店爬坡完成，叠加升级店型对单店 GMV 的提振作用逐步显现；从外部催化看，2026 年春节时点靠后带来的消费集中效应，有望在 1-2 月形成显著旺季脉冲。结合 2025 年业绩情况及对 2026 年一季度趋势判断，我们上调 2026-2027 年营业收入预测至 677.52/818.65 亿元（原预测为 673.65/808.73 亿元），同比+31.66%/20.83%，上调 2026-2027 年归母净利润预测至 22.31/28.74 亿元（原预测为 21.96/27.65 亿

元)，同比+65.92%/28.82%，引入 2028 年收入/净利润预测 901.85/32.87 亿元，同比+10.16%/+14.38%，对应 EPS 分别为 11.66/15.02/17.18 元，对应当前股价 PE 分别为 17/13/11 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；需求复苏不及预期的风险；成本波动的风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	51459	67752	81865	90185
增长率(%)	59.17	31.66	20.83	10.16
EBITDA（百万元）	3570.76	5035.00	6451.11	7230.56
归属母公司净利润（百万元）	1344.60	2230.93	2873.96	3287.31
增长率(%)	358.09	65.92	28.82	14.38
EPS（元/股）	7.03	11.66	15.02	17.18
市盈率（P/E）	27.76	16.73	12.99	11.35
市净率（P/B）	25.16	10.98	6.37	4.30
EV/EBITDA	9.89	5.74	3.87	2.73

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)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	51459	67752	81865	90185	营业收入	59.2%	31.7%	20.8%	10.2%
营业成本	45078	58901	70771	77786	营业利润	212.4%	51.8%	29.0%	14.0%
税金及附加	129	136	205	225	归属于母公司净利润	358.1%	65.9%	28.8%	14.4%
销售费用	1544	1911	2292	2507	获利能力				
管理费用	1505	1897	2251	2435	毛利率	12.4%	13.1%	13.6%	13.7%
研发费用	36	47	49	54	净利率	2.6%	3.3%	3.5%	3.6%
财务费用	38	0	0	0	ROE	90.7%	65.7%	49.0%	37.9%
资产减值损失	-11	0	0	0	ROIC	52.8%	44.4%	37.6%	31.0%
营业利润	3252	4935	6366	7258	偿债能力				
营业外收入	38	8	10	20	资产负债率	74.6%	69.0%	59.3%	51.8%
营业外支出	24	40	60	53	流动比率	1.42	1.51	1.77	2.03
利润总额	3267	4903	6316	7225	营运能力				
所得税	843	1471	1895	2167	应收账款周转率	3262.33	2671.92	1969.78	3965.86
净利润	2424	3432	4421	5057	存货周转率	20.04	19.77	17.86	17.14
归母净利润	1345	2231	2874	3287	总资产周转率	5.95	4.78	3.89	3.38
每股收益(元)	7.03	11.66	15.02	17.18	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	7.03	11.66	15.02	17.18
货币资金	4742	10486	14416	19678	每股净资产	7.75	17.76	30.65	45.39
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	13	38	45	0	PE	27.76	16.73	12.99	11.35
预付款项	1620	2850	3730	3889	PB	25.16	10.98	6.37	4.30
存货	2358	3600	4325	4754	现金流量表				
流动资产合计	8891	17248	22830	28658	净利润	2424	3432	4421	5057
固定资产	700	727	751	745	折旧和摊销	282	132	135	6
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	851	2527	-189	666
无形资产	81	81	81	81	其他	75	52	87	69
非流动资产合计	1157	1055	950	944	经营活动现金流净额	3631	6143	4454	5798
资产总计	10047	18303	23781	29603	资本开支	-52	-82	-117	-69
短期借款	637	637	637	637	其他	2	0	0	0
应付票据及应付账款	3075	4254	5111	5618	投资活动现金流净额	-50	-82	-117	-69
其他流动负债	2558	6518	7126	7850	股权融资	120	0	0	0
流动负债合计	6269	11409	12873	14105	债务融资	589	0	0	0
其他	1228	1228	1228	1228	其他	-1850	-317	-408	-467
非流动负债合计	1228	1228	1228	1228	筹资活动现金流净额	-1142	-317	-408	-467
负债合计	7497	12637	14101	15332	现金及现金等价物净增加额	2440	5744	3930	5262
股本	189	198	198	198					
资本公积金	68	59	59	59					
未分配利润	1172	2751	4786	7113					
少数股东权益	1068	2269	3816	5586					
其他	54	389	820	1313					
所有者权益合计	2551	5666	9680	14270					
负债和所有者权益总计	10047	18303	23781	29603					

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于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

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