

万辰集团（300972）

2025 年业绩公告点评：业绩超预期，估值修复空间充足

买入（维持）

2026 年 03 月 18 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

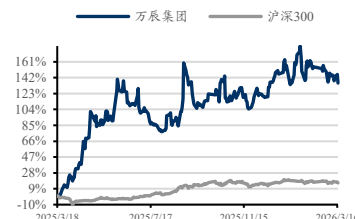
liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	32,329	51,459	64,971	75,953	87,346
同比（%）	247.86	59.17	26.26	16.90	15.00
归母净利润（百万元）	293.52	1,344.60	2,244.47	2,752.46	3,324.83
同比（%）	453.95	358.09	66.93	22.63	20.79
EPS-最新摊薄（元/股）	1.53	7.03	11.73	14.39	17.38
P/E（现价&最新摊薄）	125.19	27.33	16.37	13.35	11.05

投资要点

- **事件：**2025 年实现营收 514.6 亿元，同比+59.2%；归母净利润 13.45 亿元，同比+358.1%；扣非归母 12.8 亿元，同比+395.0%。2025Q4 实现收入 149.0 亿元，同比+27.2%；归母净利润 4.9 亿元，同比+133.8%；扣非归母 4.71 亿元，同比+159.4%
- **2025 年零食量贩业务继续扩张，经营态势向好。**2025 年零食量贩业务实现营收 508.6 亿元，同增 60%；年末门店数量达到 18314 家，全年净增 4118 家。2025H2 以来公司开店和单店营收呈现边际改善趋势，我们测算 2025Q4 报表端平均单店营收的同比下滑收窄到 10%上下。此外全年食用菌业务实现营收 1.7 亿元，同增 12%，2025H2 以来营收增速回正。
- **利润接近预告上限，盈利指标持续优化。**利润端表现优异，接近预告上限。2025 年零食量贩加回计提的股份支付费用后实现净利润 25.33 亿元（预告为 22-26 亿元），对应净利率为 5.0%，同比+2.3pct；2025Q1-4 分别为 3.9%、4.7%、5.3%、5.7%，提升趋势显著。2025 年毛利率为 12.4%，同比+1.6pct；其中零食量贩业务毛利率同比+1.5pct 至 12.3%；食用菌业务毛利率同比+14.5pct 至 19.3%；毛利率优化我们预计与规模效应、补贴收窄、产品结构调整有关。2025 年销售/管理费用率同比-1.4/-0.1pct。
- **少数股东权益收回增厚归母利润，子公司营收盈利亮眼。**随着少数股东权益收回，2025 年公司归母利润占净利润比例达到 55%（2025Q4 为 58%，25 年 12 月完成万优子公司少数股份的交割）。最终 2025 年实现归母净利率 2.6%，同比+1.7pct。2025 年万兴、万品两个子公司分别实现营收 375/115 亿元，净利率分别为 5.0%/4.9%。
- **盈利预测与投资评级：**公司净利率持续超预期，经营层面步入效率提升通道，基于此我们上调盈利预测。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 22.4/27.5/33.2 亿元（此前 2026-2027 年盈利预测分别为 19.3/24.5 亿元），同比+67%/+23%/+21%，对应 PE 为 16/13/11X，公司前期受市场波动影响有所回调，目前估值处于低位，修复空间充足，继续重点推荐，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	192.10
一年最低/最高价	80.55/240.89
市净率(倍)	24.46
流通 A 股市值(百万元)	33,679.14
总市值(百万元)	36,747.46

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.85
资产负债率(%，LF)	74.61
总股本(百万股)	191.29
流通 A 股(百万股)	175.32

相关研究

《万辰集团(300972)：2025 年三季报点评：净利率继续环比，后续仍有催化》

2025-10-21

《万辰集团(300972)：2025 年中报点评：利润率持续超预期，进入效率上升通道》

2025-08-30

万辰集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8,891	12,786	17,512	22,954	营业总收入	51,459	64,971	75,953	87,346
货币资金及交易性金融资产	4,742	7,891	12,656	16,614	营业成本(含金融类)	45,078	56,287	65,656	75,379
经营性应收款项	1,633	1,469	1,382	1,914	税金及附加	129	130	152	175
存货	2,358	2,326	3,133	3,136	销售费用	1,544	1,884	2,203	2,446
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,505	1,754	1,899	2,096
其他流动资产	157	1,100	340	1,290	研发费用	36	6	8	7
非流动资产	1,157	1,492	1,739	1,892	财务费用	38	26	(6)	(53)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	141	65	38	44
固定资产及使用权资产	983	1,118	1,245	1,318	投资净收益	2	19	8	9
在建工程	0	200	320	400	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	81	81	81	81	减值损失	(19)	(11)	(11)	(11)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	(19)	(23)	(26)
长期待摊费用	25	25	25	25	营业利润	3,252	4,937	6,053	7,311
其他非流动资产	68	68	68	68	营业外净收支	15	(4)	(4)	(4)
资产总计	10,047	14,278	19,251	24,846	利润总额	3,267	4,933	6,049	7,307
流动负债	6,269	7,328	8,067	8,546	减:所得税	843	1,480	1,815	2,192
短期借款及一年内到期的非流动负债	932	932	932	932	净利润	2,424	3,453	4,235	5,115
经营性应付款项	3,075	3,179	3,386	3,314	减:少数股东损益	1,079	1,209	1,482	1,790
合同负债	308	563	657	754	归属母公司净利润	1,345	2,244	2,752	3,325
其他流动负债	1,954	2,654	3,092	3,546	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.03	11.73	14.39	17.38
非流动负债	1,228	1,228	1,228	1,228	EBIT	3,316	4,979	6,079	7,291
长期借款	974	974	974	974	EBITDA	3,597	4,993	6,102	7,319
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.40	13.37	13.56	13.70
租赁负债	164	164	164	164	归母净利率(%)	2.61	3.45	3.62	3.81
其他非流动负债	89	89	89	89	收入增长率(%)	59.17	26.26	16.90	15.00
负债合计	7,497	8,556	9,294	9,774	归母净利润增长率(%)	358.09	66.93	22.63	20.79
归属母公司股东权益	1,483	3,446	6,199	9,523					
少数股东权益	1,068	2,276	3,758	5,549					
所有者权益合计	2,551	5,722	9,957	15,072					
负债和股东权益	10,047	14,278	19,251	24,846					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,631	3,848	5,118	4,222	每股净资产(元)	7.85	18.01	32.40	49.78
投资活动现金流	(50)	(354)	(289)	(201)	最新发行在外股份(百万股)	191	191	191	191
筹资活动现金流	(1,142)	(252)	(63)	(63)	ROIC(%)	63.55	56.15	42.94	35.00
现金净增加额	2,440	3,242	4,765	3,957	ROE-摊薄(%)	90.65	65.13	44.41	34.91
折旧和摊销	282	14	23	28	资产负债率(%)	74.61	59.92	48.28	39.34
资本开支	(52)	(373)	(297)	(210)	P/E (现价&最新股本摊薄)	27.33	16.37	13.35	11.05
营运资本变动	851	303	767	(1,016)	P/B (现价)	24.46	10.66	5.93	3.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>