

信义山证汇通天下

证券研究报告

种植

万辰集团（300972.SZ）

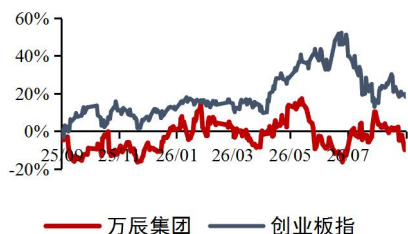
买入-A(上调)

门店扩张叠加效率提升，盈利弹性持续释放

2026 年 9 月 3 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 9 月 2 日

收盘价（元/股）：	183.25
年内最高/最低（元/股）：	241.86/163.95
流通 A 股/总股本（亿股）：	1.81/1.97
流通 A 股市值（亿元）：	331.17
总市值（亿元）：	361.61

基础数据：2026 年 6 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	6.30
摊薄每股收益(元/股)：	6.30
每股净资产(元/股)：	21.75
净资产收益率(%)：	43.78

资料来源：常闻

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

➢ 公司发布 2026 年半年报：H1 实现营业收入 348.36 亿元，同比+54.26%；归母净利润 12.10 亿元，同比+156.58%；扣非归母净利润 11.41 亿元，同比+153.17%；经营活动现金流净额 18.11 亿元，同比+39.50%，利润增速显著快于收入。

事件点评

➢ 量贩零食规模持续增长，毛利率改善验证高经营质量。H1 量贩零食实现收入 345.21 亿元，同比+54.49%，占合并收入约 99.1%，仍是公司增长核心。零食产品毛利率 12.74%，同比提升 1.25pct；公司整体毛利率 12.85%，同比提升 1.44pct。销售费用率约 2.96%、管理费用率约 2.66%，分别同比下降约 0.12pct、0.12pct，显示规模扩张并未削弱费用效率。量贩零食板块加回股份支付费用后净利润 19.31 亿元、净利率 5.59%，持续兑现采购规模、仓配效率及会员运营的协同效果。

➢ 门店全国化继续推进，门店密度增加配合供应链管理效率提升。截至 2026 年 6 月末，公司门店 23,802 家，覆盖全国 31 个省级行政区；上半年新增 5,814 家、减少 326 家，净增 5,488 家，较年初 18,314 家增长约 30.0%。注册会员接近 2.5 亿，上半年交易会员超过 1.5 亿，同时 58 个常温仓储中心支持大多数门店“T+1”配送。门店网络扩张提升采购议价和品牌触达，同步改善加盟商履约体验，数字化能力也加强单店营运效率。

➢ 现金流充裕支撑年度与中期分红，回报机制进一步强化。2025 年度现金分红已于 2026 年 5 月实施完毕，合计派发 1.63 亿元；本次公司进一步提出 2026 年中期分红方案，拟每 10 股派发现金红利 1.50 元，合计约 0.30 亿元，年度分红与中期分红相结合，2026 年以来已实施及拟实施的现金分红合计约 1.92 亿元，体现出较强的股东回报意愿和分红连续性。公司 H1 经营活动现金流净额达到 18.11 亿元，同比+39.50%，明显高于同期归母净利润 12.10 亿元，净现比约 1.50 倍，期末货币资金达到 57.56 亿元，经营现金流和账面资金均较为充裕。我们认为，公司量贩零食业务以较快周转和较强回款能力为基础，主业扩张能够持续形成现金流入，为后续门店网络建设、供应链投入及现金分红提供有力保障。

投资建议

➢ 2026H1 公司量贩零食主业正处于规模扩张与能力建设双轮驱动阶



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

段。报告期内，公司在华东、华北等优势区域持续做深，并在华中、西北、东北等区域同步扩店；截至 2026 年 6 月末，公司门店达 23,802 家，较年初增长约 30.0%。按减少门店数除以期初、期末平均门店数测算，H1 门店减少率约 1.5%。量贩零食板块 H1 加回股份支付费用后净利润 19.31 亿元、净利率 5.59%；以板块利润和期初、期末平均门店数粗略折算，每家门店平均对应板块净利润约 9.2 万元。随着供应链密度提升、品类扩容、会员精细化运营和规模效应继续释放，预计公司 2026-2028 年营收分别为 746、933、1040 亿元，yoy 分别为 45%、25%、11.5%；利润分别为 26、34、40 亿元，yoy 分别为 95%、30.4%、16%；EPS 分别为 13.29\17.33\20.11，对应公司 2026 年 9 月 2 日收盘价 183.25 元，2026-2028 年 PE 分别为 14.6\11.2\9.7，我们上调为“买入-A”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧；
- 扩店节奏不及预期；
- 单店盈利情况不及预期，净利率下降风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,329	51,459	74,616	93,270	103,996
YoY(%)	247.9	59.2	45.0	25.0	11.5
净利润(百万元)	294	1,345	2,622	3,420	3,968
YoY(%)	454.0	358.1	95.0	30.4	16.0
毛利率(%)	10.8	12.4	13.1	13.3	13.5
EPS(摊薄/元)	1.49	6.81	13.29	17.33	20.11
ROE(%)	41.3	95.0	62.4	45.4	34.5
P/E(倍)	123.2	26.9	14.6	11.2	9.7
P/B(倍)	32.9	24.4	9.7	5.2	3.4
净利率(%)	0.9	2.6	3.5	3.7	3.8

资料来源：常闻，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)						利润表(百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5771	8891	15070	24585	33626	营业收入	32329	51459	74616	93270	103996
现金	2381	4742	7462	11192	14559	营业成本	28851	45078	64841	80865	89956
应收票据及应收账款	18	13	24	17	26	营业税金及附加	63	129	187	233	260
预付账款	1141	1620	2307	2135	2487	营业费用	1431	1544	2238	2705	2943
存货	2141	2358	3590	3598	4225	管理费用	981	1505	2089	2518	2756
其他流动资产	89	157	1687	7643	12329	研发费用	4	36	37	47	52
非流动资产	1483	1157	1618	1899	1988	财务费用	39	38	20	50	87
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-17	-19	-22	-23	-21
固定资产	794	700	1074	1318	1374	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	60	81	86	91	96	投资净收益	0	2	0	0	0
其他非流动资产	630	376	458	490	518	营业利润	1041	3252	5328	7047	8179
资产总计	7253	10047	16688	26483	35615	营业外收入	13	38	30	40	45
流动负债	5128	6269	9355	14239	17615	营业外支出	22	24	22	25	30
短期借款	956	637	2720	6451	9818	利润总额	1032	3267	5336	7062	8194
应付票据及应付账款	2094	3075	3508	4498	4278	所得税	429	843	1361	1801	2089
其他流动负债	2078	2558	3128	3290	3520	税后利润	603	2424	3975	5261	6104
非流动负债	664	1228	965	645	325	少数股东损益	310	1079	1354	1841	2137
长期借款	237	974	650	325	0	归属母公司净利润	294	1345	2622	3420	3968
其他非流动负债	426	253	315	320	325	EBITDA	1154	3371	5422	7222	8430
负债合计	5792	7497	10320	14884	17940	主要财务比率					
少数股东权益	363	1068	2421	4263	6399	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
股本	180	189	197	197	197	成长能力					
资本公积	534	68	68	68	68	营业收入(%)	247.9	59.2	45.0	25.0	11.5
留存收益	384	1226	5157	10371	16427	营业利润(%)	1462.0	212.4	63.9	32.3	16.1
归属母公司股东权益	1098	1483	3947	7337	11275	归属于母公司净利润(%)	454.0	358.1	95.0	30.4	16.0
负债和股东权益	7253	10047	16688	26483	35615	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	10.8	12.4	13.1	13.3	13.5
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	净利率(%)	0.9	2.6	3.5	3.7	3.8
经营活动现金流	848	3631	1615	829	708	ROE(%)	41.3	95.0	62.4	45.4	34.5
净利润	603	2424	3975	5261	6104	ROIC(%)	21.6	67.1	50.2	35.9	28.4
折旧摊销	121	128	103	148	180	偿债能力					
财务费用	39	38	20	50	87	资产负债率(%)	79.9	74.6	61.8	56.2	50.4
投资损失	-0	-2	0	0	0	流动比率	1.1	1.4	1.6	1.7	1.9
营运资金变动	-337	707	-2485	-4631	-5666	速动比率	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
其他经营现金流	422	337	2	2	2	营运能力					
投资活动现金流	-96	-50	-559	-425	-267	总资产周转率	5.8	5.9	5.6	4.3	3.3
筹资活动现金流	303	-1142	-1048	-404	-441	应收账款周转率	1424.0	3262.3	4000.0	4500.0	4800.0
						应付账款周转率	19.0	17.4	19.7	20.2	20.5
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	1.49	6.81	13.29	17.33	20.11	P/E	123.2	26.9	14.6	11.2	9.7
每股经营现金流(最新摊薄)	4.30	18.40	0.00	0.00	0.00	P/B	32.9	24.4	9.7	5.2	3.4
每股净资产(最新摊薄)	5.57	7.52	20.00	37.18	57.14	EV/EBITDA	31.1	10.3	6.9	5.4	4.8

资料来源：常闻、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,本报告的任一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

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

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

