

量贩零食龙头加速成长，向上势能强劲

——万辰集团 (300972.SZ) 首次覆盖报告

食品饮料

报告原因:

买入 (首次评级)

市场数据:	2025年12月23日
收盘价(元)	194.21
一年内最高/最低(元)	211.80/73.17
市净率	18.0
股息率(分红/股价)	0.37
流通A股市值(百万元)	32,626
上证指数/深证成指	3,920/13,369
注:“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据:	2025年09月30日
每股净资产(元)	10.8
资产负债率%	66.35
总股本/流通A股(百万)	189/168
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与沪深300指数对比走势:



资料来源:聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点:

- 投资评级与估值:** 公司作为量贩零食行业头部企业, 凭借超 1.5 万家门店网络构建的供应链规模效应, 成功在快速变革的行业中确立领先地位。预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 497.2/625.1/715.8 亿元, 同比增长 53.8%/25.7%/14.5%, 归母净利润分别为 10.7/17.5/24.0 亿元, 同比增长 266.0%/63.2%/36.7%, 对应 PE 分别为 32.5X/19.9X/14.6X。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 行业与公司分析:** 公司原主营食用菌业务, 2022 年切入量贩零食赛道, 通过并购整合好想来、来优品、吖嘀吖嘀、陆小馋、老婆大人五大品牌快速起量, 25Q1-3 量贩零食业务收入占比达 98.9%, 已成为核心利润来源。行业层面, 据艾媒咨询数据, 我国零食集合店市场规模从 2019 年 211 亿元增至 2023 年 809 亿元, CAGR 约 40%, 预计 2025 年有望达 1239 亿元。公司深耕华东、布局全国, 已建成 50 余个区域配送中心及超 90 万平米智能仓储体系, 供应链基础设施领先同业。
- 关键假设点:** 量贩零食业务方面, 公司将维持稳健的扩店节奏, 预计 2025/2026/2027 年末门店数分别达到 18000/21000/22500 家, 同比增长 26.8%/16.7%/7.1%。随着加密节奏放缓及多品类业态拉动, 单店收入有望企稳回升, 预计 2025/2026/2027 年单店收入分别为 273.2/295.1/315.7 万元, 同比增长 22.0%/8.0%/7.0%。规模效应持续释放带动毛利率稳步提升, 预计 2025/2026/2027 年量贩零食业务毛利率分别为 11.5%/12.0%/12.1%, 营业收入分别为 491.8/619.6/710.4 亿元, 同比增长 54.7%/26.0%/14.6%。食用菌业务方面, 受行业供给充裕、价格承压影响, 预计整体保持平稳, 2025/2026/2027 年营业收入分别为 5.4/5.4/5.4 亿元, 同比增长 0.8%/0.3%/0.2%, 毛利率分别为 4.0%/4.1%/4.2%。
- 有别于市场的认识:** 市场认为量贩零食模式进入门槛低、单店收入存在持续下滑风险、硬折扣商业模式适用品类有限等, 但我们认为: **1) 门店持续加密提升供应链规模效应, 超 1.5 万家门店网络构建自强化的竞争壁垒。** 公司 25H1 门店数达 15365 家, 已建成 50 余个区域配送中心及超 90 万平米的智能仓储体系, 实现覆盖全国 21 个省、4 个自治区、3 个直辖市的 T+1 配送。公司在行业跑马圈地阶段即同步布局后端供应链基础设施, 对后进入者形成先发优势。在当前门店规模下, 区域配送密度提升带动单位物流成本下降, 物流费率持续优化将推动量贩零食业务费效比有效提升。加盟商 100% 从总部进货, 库存风险由总部承担, 24 小时补货能力减少加盟商备货资金占用, 总部通过规模采购压低成本、让利终端, 加盟商毛利率稳定, 利益绑定机制保障门店稳定扩张。**2) 公司收入总量仍保持高速增长, 单店收入下滑趋势有望改善。** 25H1 单店收入同比下降 9.5%, 是区域门店数量快速上升的结构性结果。2024 年末门店数达 14196 家, 同比净增 9470 家, 区域门店密度提升导致单店客流分流。门店密度提升缩短消费者触达距离, 消费模式从低频大额囤货转向高频小额即买, 公司收入总量仍保持高速增长, 25Q1-3 量贩零食业务营收 361.6 亿元, 同比增长 78.8%。随着门店加密节奏放缓、多品类扩张以及四季度传统消费旺季, 单店收入下滑趋势有望改善。**3) 零食品类已验证硬折扣模式可行性, 多品类店型将打开第二增长曲线。** 零食属非刚需、低频、冲动消费品类, 在该品类跑通硬折扣模式具备复用价值, 向日化、冻品、生鲜等刚需高频品类延伸理论上更易成功。公司现有仓储物流体系、数字化供应链管理系统及深入县乡的门店网络均可复用, 多品类拓展仅需在此基础上打造上游供应链, 边际投入可控。来优品团队推出“来优品省钱超市”, 2025 年 1 月首店落地合肥, 面积约 300 平米, SKU 至 3000+, 品类覆盖酒水冻品、短保烘焙、米面粮油、日化用品, 定位“家庭社区购物目的地”; 好想来团队于 2025 年 1 月在江苏推出“好想来全食优选”, 定位“社区综合食品超市”, 引入水果生鲜、扩大

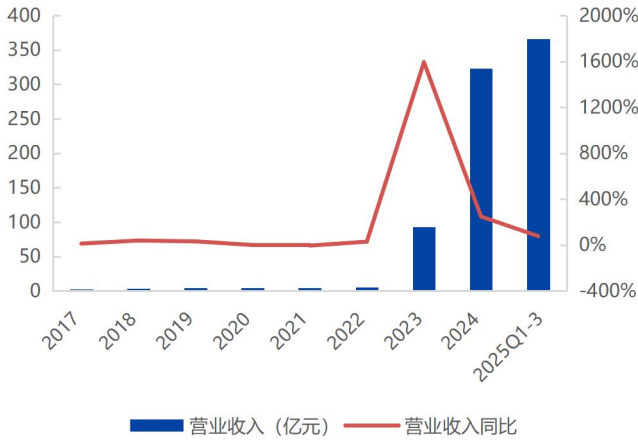
冻品占比。从店型规划看，省钱超市聚焦三大模块，以零食为基础核心保持品类优势；针对民生必需品，源头厂家直供，降低成本让利消费者；重点开发自有品牌将产品品质与价格做到极致。当前多品类店型处于打磨期，公司阶段性放缓开店速度聚焦供应链能力建设，一旦单店盈利模型验证成功即可快速复制，承载从“零食量贩龙头”向“社区硬折扣平台”的战略升级。

- **股价的催化剂：1) 华东地区深耕叠加空白区域渗透，门店网络仍具备持续扩张空间。**华东地区 25H1 门店数量达 8727 家、占比 56.8%，单店营收及净利率均高于新拓区域，成熟区域贡献核心利润。截至 2024 年末，华北、东北门店占比分别为 8.7%、5.7%，两区域营收同比分别高增 430.8%、3269.1%，门店规模同比分别增长 201.5%、1640.0%，验证区域复制可行性，基地外市场的门店扩张节奏有望上修。**2) 规模效应驱动费用率下降，少数股东权益收回增厚归母净利润，盈利能力有望持续上升。**销售费用率从 2023 年 4.7% 降至 25Q1-3 的 2.9%，同期管理费用率从 4.8% 降至 2.8%，规模效应使得费用率下降。25Q1-3 量贩业务净利率（加回股份支付费用）达 4.4%，同比提升 2.7pct，叠加股份支付费用自 2025 年起逐年递减，报表利润进一步释放。2024、2025 年公司先后收回南京万好、南京万优少数股东权益，预计少数股东权益占比将逐步下降，归母净利润增厚路径清晰。**3) 行业双强格局初步形成，供应链壁垒使得竞争地位稳固。**公司与鸣鸣很忙门店数量均超 1.5 万家，双强格局下仍处于共同做大市场阶段。公司深耕华东，鸣鸣很忙深耕华中，供应链半径决定竞争边界，短期正面竞争有限。公司 90 万平米仓储体系及 T+1 配送能力是经过时间积累沉淀的结果，先发优势已形成竞争壁垒。
- **风险提示：**1) 门店扩张不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 少数股东权益收回节奏不及预期；4) 宏观经济大幅波动；5) 食品安全风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	9,294	32,329	49,720	62,507	71,581
同比增长率 (%)	1592.0%	247.9%	53.8%	25.7%	14.5%
归母净利润 (百万元)	-83	294	1,074	1,752	2,396
同比增长 (%)	-273.6%	-454.0%	265.9%	63.2%	36.7%
每股收益 (元/股)	-0.44	1.55	5.97	9.74	13.31
毛利率 (%)	9.3%	10.8%	11.7%	11.9%	12.0%
ROE (%)	-12.8%	26.7%	49.4%	44.7%	37.9%
市盈率	-362.3	119.1	32.5	19.9	14.6

图表 1：公司营业收入及同比



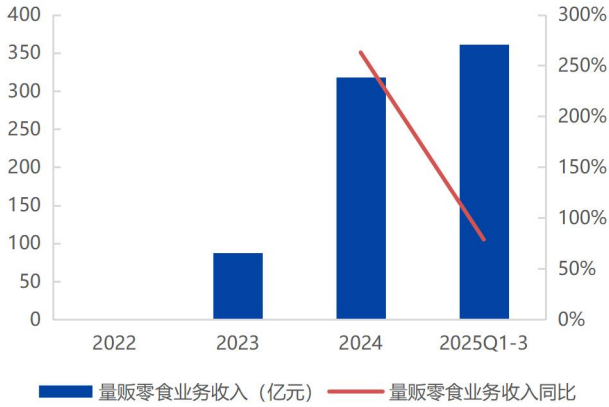
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，爱建证券研究所

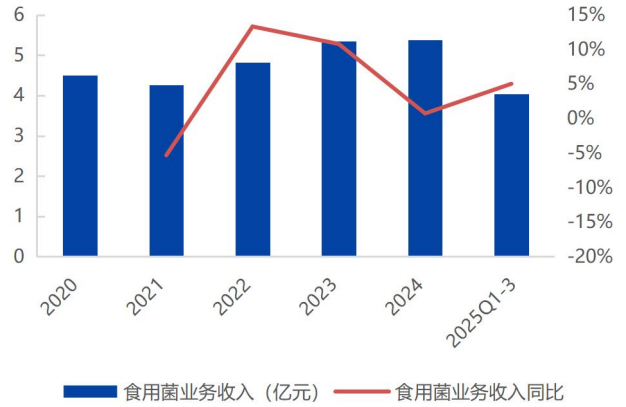
图表 3：量贩零食业务收入及同比



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

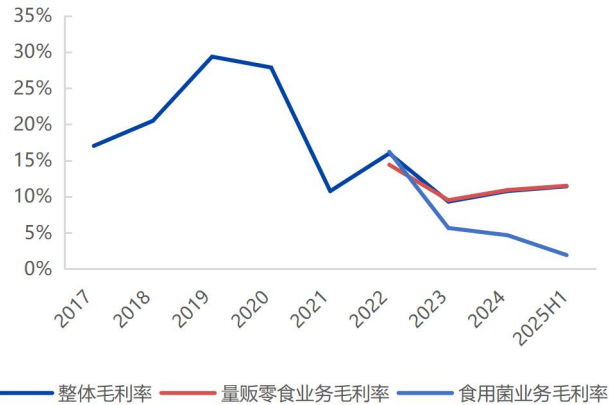
注：2023 年量贩零食业务收入同比为 13057.6%

图表 4：食用菌业务收入及同比



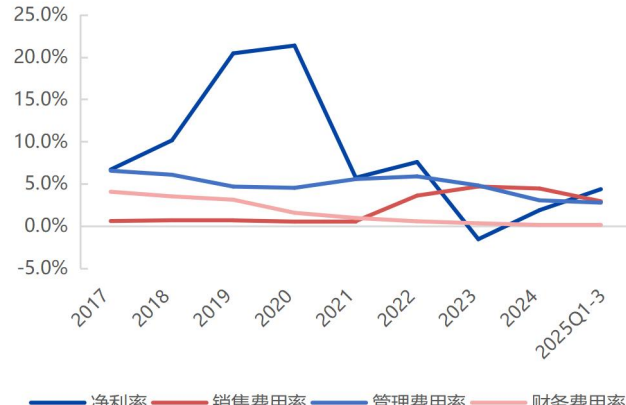
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 5：公司整体/量贩零食业务/食用菌业务毛利率



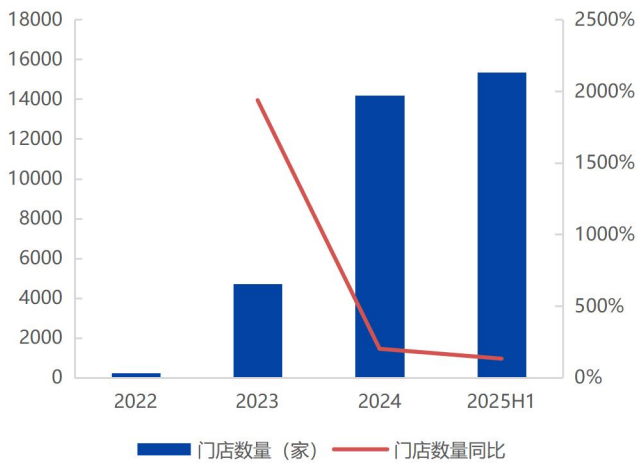
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 6：公司净利率及销售/管理/财务费用率



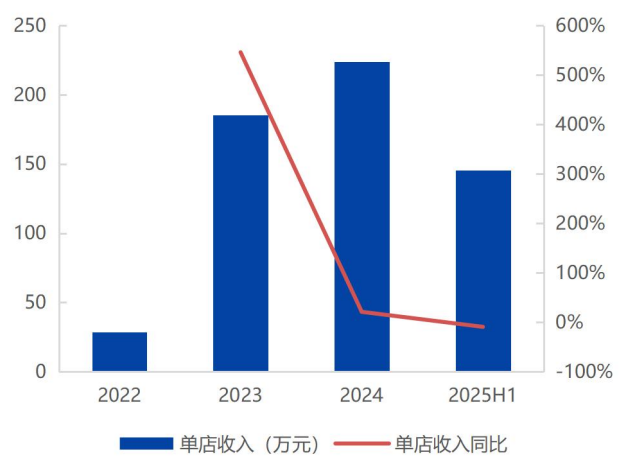
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 7: 量贩零食门店数量及同比



资料来源: 公司公告, 爱建证券研究所

图表 8: 量贩零食门店单店收入及同比



资料来源: 公司公告, 爱建证券研究所

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,210	2,381	3,327	6,429	9,361	净利润	-146	603	1,790	2,696	3,423
应收款项	27	18	41	31	54	折旧摊销	88	105	79	72	65
存货	733	2,141	2,361	3,374	3,220	营运资本变动	2,922	4,293	2,011	3,600	76
流动资产	2,349	5,771	7,710	12,450	15,700	经营活动现金流	1,023	848	1,933	3,112	2,915
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本开支	219	117	0	0	0
固定资产	851	794	719	651	589	投资变动	-5	0	-7	-2	-3
在建工程	1	1	1	0	0	投资活动现金流	-207	-96	-9	-17	-19
无形资产	61	60	56	52	48	银行借款	659	1,193	237	237	237
非流动资产	1,576	1,483	1,394	1,314	1,244	筹资活动现金流	222	303	-929	82	143
资产合计	3,925	7,253	9,105	13,764	16,944	现金净增加额	1,039	1,056	946	3,102	2,932
短期借款	511	956	0	0	0	期初现金	115	1,210	2,381	3,327	6,429
应付款项	943	2,094	2,087	2,918	2,679	期末现金	1,210	2,381	3,327	6,429	9,361
流动负债	943	2,094	2,087	2,918	2,679						
长期借款	148	237	237	237	237						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	589	664	664	664	664						
负债合计	3,230	5,792	5,854	7,816	7,574						
股本	155	180	180	180	180						
资本公积	364	534	534	534	534						
留存收益	127	384	1,458	3,210	5,606						
归母股东权益	645	1,098	2,172	3,925	6,321						
少数股东权益	50	363	1,079	2,023	3,050						
负债和权益总计	3,925	7,253	9,105	13,764	16,944						

利润表						财务比率					
单位:百万元											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,294	32,329	49,720	62,507	71,581	成长能力指标					
营业成本	8,430	28,851	43,895	55,049	62,963	营业收入增速	1,592.0%	247.9%	53.8%	25.7%	14.5%
税金及附加	21	63	149	150	143	营业利润增速	-281.3%	-1,462.0%	129.8%	50.2%	26.7%
销售费用	434	1,431	1,889	2,188	2,362	归母净利润增速	-273.6%	-454.0%	265.9%	63.2%	36.7%
管理费用	445	981	1,392	1,563	1,646	盈利能力指标					
研发费用	3	4	25	25	21	毛利率	9.3%	10.8%	11.7%	11.9%	12.0%
财务费用	29	39	23	-7	-35	净利率	-1.6%	1.9%	3.6%	4.3%	4.8%
资产减值损失	-6	-12	0	0	0	ROE	-21.0%	41.3%	55.1%	45.3%	36.5%
公允价值变动	0	0	0	0	0	ROIC	-8.0%	19.3%	45.2%	40.5%	34.0%
投资净收益	0	0	0	0	0	偿债能力					
营业利润	-76	1,041	2,392	3,593	4,553	资产负债率	82.3%	79.9%	64.3%	56.8%	44.7%
营业外收支	-8	-9	-6	-8	-7	净负债比率	4.64	3.96	1.80	1.31	0.81
利润总额	-85	1,032	2,387	3,585	4,546	流动比率	0.89	1.13	1.49	1.74	2.27
所得税	61	429	597	889	1,123	速动比率	0.51	0.48	0.65	0.90	1.36
净利润	-146	603	1,790	2,696	3,423	营运能力					
少数股东损益	-63	310	716	944	1,027	总资产周转率	2.37	4.46	5.46	4.54	4.22
归母净利润	-83	294	1,074	1,752	2,396	应收账款周转率	345.10	1,750.02	1,213.0	1,993.4	1,332.57
EBITDA	32	1,188	2,554	3,772	4,786		8	8			
						存货周转率	12.67	15.10	21.06	18.53	22.23
						每股指标					
						每股收益	-0.54	1.63	5.97	9.74	13.31
						每股经营性现金流	6.61	4.71	10.74	17.29	16.20
						每股净资产	4.50	8.12	18.06	33.04	52.06
						估值比率					
						市盈率	-362.29	119.09	32.55	19.95	14.59
						市销率	3.23	1.08	0.70	0.56	0.49
						市净率	43.18	23.92	10.75	5.88	3.73
						EV/EBIT	-572.83	35.42	15.15	9.82	7.03
						EV/EBITDA	988.70	32.28	14.68	9.64	6.93

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户

息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测后续可随时更改。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，爱建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。

版权声明

任何机构或个人不得以任何形式翻版

用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。