

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

万辰集团(300972)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料联席首席分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编: 100031

单店向上，盈利延续兑现

2026年01月30日

事件: 公司发布25年业绩预告,25年公司预计实现营业收入500-528亿元,归母净利润12.3-14.0亿元,同比+222.4%-266.9%。

点评:

- **25Q4公司量贩零食业务收入中枢增速为28%，我们预计主要系25Q4单店表现好于预期。**公司预计25年实现量贩零食业务收入500-520亿,同比+57.3-63.6%,加回计提的股份支付费用后实现净利润22-26亿元,净利润率为4.40%-5.10%。对应25Q4收入为138.4-158.4亿元,同比+19.7%-37.0%。假设25年底公司门店数量为1.8万家左右,按照中枢510亿收入计算,剔除装修费等一次性门店收入影响,25Q4单店我们预计已实现同比转正,单店趋势向上,我们预计主要系公司25年在供应链与商品力、仓储物流体系、数字化及精细化管理等强化运营与管理,进一步强化内生竞争力。
- **量贩零食头部品牌在产业链当中话语权强,利润率有望延续提升趋势。**公司单Q4量贩零食业务经营净利润为5.1-9.1亿元,对应净利率3.4%-6.1%,考虑到公司在供应链上面的议价权以及规模效应,我们预计25Q4利润率有望环比25Q3延续提升趋势(25Q3利润率为5.33%),25年盈利能力逐季提升到5%+,充分表明业态的竞争力。
- **食用菌业务25Q4我们预计实现盈利,25年收回万优少数股权有望增厚26年归母比例。**25H2食用菌行业有所回暖,我们预计25Q4公司食用菌业务实现正盈利。25Q4的归母比例我们预计在50-60%之间,万优股权收回有望提升公司26年归母比例到65%左右。
- **盈利预测与投资评级:**公司25年单店经营成效显著,单店逐季改善,我们预计在单店表现趋势向好的情况下,26年公司有望维持较好的开店速度。我们预计公司25-27年门店数量分别为1.8/2.2/2.5w家,26-27年我们预计实现分别收入655/777亿元,整体净利润34.8/43.7亿元,归母净利润22.6/30.2亿元,当前对应26年PE为17X。当前处于零售大变革的初期阶段,公司作为高效率的零售商,业态重塑渠道价值链,在供应链成本具备显著竞争优势,选品能力持续呈现,持续打造具备差异化竞争能力的自有品牌,扩张品类向上看星辰大海,产业趋势下,业绩兑现能力好,维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:**区域市场竞争加剧、行业出现价格战、多品类运营能力不及预期、收购和股份转让事项推进不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9,294	32,329	51,560	65,498	77,684
增长率 YoY %	1592.0%	247.9%	59.5%	27.0%	18.6%
归属母公司净利润 (百万元)	-83	294	1,299	2,259	3,015
增长率 YoY%	-273.7%	454.0%	342.7%	73.8%	33.5%
毛利率%	9.3%	10.8%	11.9%	12.4%	12.6%
净资产收益率ROE%	-12.8%	26.7%	56.5%	61.8%	55.2%
EPS(摊薄)(元)	-0.44	1.55	6.88	11.96	15.96
市盈率 P/E(倍)	—	130.80	29.55	17.00	12.74
市净率 P/B(倍)	59.49	34.96	16.70	10.50	7.02

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2026年01月29日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产		2,349	5,771	9,458	13,777	17,713
货币资金		1,210	2,381	5,853	9,233	13,067
应收票据		0	0	0	0	0
应收账款		27	18	39	34	52
预付账款		248	1,141	1,136	1,262	1,358
存货		733	2,141	2,163	3,072	2,903
其他		131	89	267	176	332
非流动资产		1,576	1,483	1,564	1,615	1,631
长期股权投资		0	0	0	0	1
固定资产(合计)		851	794	881	917	924
无形资产		61	60	59	59	58
其他		665	630	623	638	648
资产总计		3,925	7,253	11,022	15,392	19,344
流动负债		2,640	5,128	6,455	8,123	8,791
短期借款		511	956	1,206	1,356	1,456
应付票据		0	82	0	0	0
应付账款		943	2,012	2,204	3,071	3,079
其他		1,186	2,078	3,045	3,696	4,256
非流动负债		589	664	809	939	1,059
长期借款		148	237	332	432	532
其他		441	426	476	506	526
负债合计		3,230	5,792	7,264	9,062	9,850
少数股东权益		50	363	1,458	2,674	4,029
归属母公司股东权益		645	1,098	2,299	3,655	5,465
负债和股东权益		3,925	7,253	11,022	15,392	19,344

利润表		单位:百万元				
会计年度		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入		9,294	32,329	51,560	65,498	77,684
营业成本		8,430	28,851	45,437	57,370	67,912
营业税金及附加		21	63	103	118	132
销售费用		434	1,431	1,361	1,651	1,864
管理费用		445	981	1,412	1,736	1,981
研发费用		3	4	8	10	12
财务费用		29	39	54	65	74
减值损失合计		-6	-12	-13	-13	-13
投资净收益		0	0	0	0	0
其他		-1	93	103	91	85
营业利润		-76	1,041	3,274	4,627	5,781
营业外收支		-8	-9	6	6	6
利润总额		-85	1,032	3,280	4,633	5,787
所得税		61	429	886	1,158	1,418
净利润		-146	603	2,395	3,475	4,369
少数股东损益		-63	310	1,095	1,216	1,354
归属母公司净利润		-83	294	1,299	2,259	3,015
EBITDA		148	1,370	3,517	4,851	6,023
EPS(当年)(元)		-0.54	1.71	6.88	11.96	15.96

现金流量表		单位:百万元				
会计年度		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流		1,023	848	3,481	4,260	5,060
净利润		-146	603	2,395	3,475	4,369
折旧摊销		192	281	175	145	155
财务费用		29	51	54	65	74
投资损失		0	0	0	0	0
营运资金变动		928	-118	850	567	454
其它		21	31	8	8	8
投资活动现金流		-207	-96	-251	-191	-166
资本支出		-201	-96	-246	-186	-161
长期投资		-5	0	0	0	0
其他		0	0	-5	-5	-5
筹资活动现金流		222	303	242	-689	-1,060
吸收投资		21	299	161	0	0
借款		400	534	345	250	200
支付利息或股息		-15	-54	-314	-969	-1,280
现金流净增加额		1,039	1,056	3,472	3,381	3,834

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入		9,294	32,329	51,560	65,498	77,684
同比(%)		1592.0	247.9%	59.5%	27.0%	18.6%
归属母公司净利润		-83	294	1,299	2,259	3,015
同比(%)		-	454.0%	342.7%	73.8%	33.5%
毛利率(%)		9.3%	10.8%	11.9%	12.4%	12.6%
ROE%		-12.8%	26.7%	56.5%	61.8%	55.2%
EPS(摊薄)(元)		-0.44	1.55	6.88	11.96	15.96
P/E		—	130.80	29.55	17.00	12.74
P/B		59.49	34.96	16.70	10.50	7.02
EV/EBITDA		38.69	10.04	9.84	6.49	4.63

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态(深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等)，深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳业巨头萨普托从事研发和运营。3年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上； 增持： 股价相对强于基准5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。