

# 万辰集团 (300972.SZ)

## 营收利润延续高增，运营精进机会显著

**事件：**公司预计 2025 年实现营收 500-528 亿元，同比+54.7%-63.3%；归母净利润 12.3-14.0 亿元，同比+319.0%-377.0%；扣非归母净利润 11.6-13.3 亿元，同比+349.7%-415.6%。其中 25Q4 实现营收 134.4-162.4 亿元，同比+14.7%-38.6%；归母净利润 3.8-5.5 亿元，同比+79.0%-160.2%；扣非归母净利润 3.5-5.2 亿元，同比+95.0%-188.6%。

**扩店驱动高增，店效持续改善。**2025 年万辰量贩零食业务实现营收 500-520 亿元，同比+57.3%-63.6%，其中 25Q4 营收 138.4-158.4 亿元，同比+19.7%-37.0%。公司 2025 年依然保持快速增长趋势，在量贩零食产业趋势之下，公司以扩店驱动营收高速增长，根据极海数据，2025 年 12 月末好想来及老婆大人门店数量接近 1.8 万家，Q4 淡季依然保持快速开店趋势。25Q3 以来同店店效进入改善区间，一方面来自于公司 25H1 主动收缩开店节奏优化门店运营，另一方面公司在多品类的打造方面更进一步，日化、潮玩、冻品等品类叠加，有望吸纳更多客流及用户需求，提升单店产出。

**净利率延续高增，运营优化显著。**2025 年万辰加回股份支付费用后净利润 22-26 亿元，同比+156.4%-203.0%；净利率为 4.4%-5.1%，同比+1.7-2.4pct。其中 25Q4 加回股份支付费用后净利润 5.1-9.1 亿元，同比+60.3%-186.4%；以预告中枢计算净利率为 4.8%，同比+2.0pct。盈利能力提升趋势清晰，我们判断万辰净利率的提升，一方面来自于开店补贴的收窄，另一方面公司供应链提效、拓展多品类、打造自有品牌均有带动。

**扩店与提效并行，产业变革趋势清晰。**展望 2026 年，我们认为当前量贩零食行业在下沉市场及北方市场仍具备充足扩店空间，万辰在北方市场先行一步，有望以品牌认知及物流优势抢占北方区域高地。对于单店店效，25Q3 已进入改善通道，未来品类结构调整及精细化管理有望持续带动店效提升。2025 年净利率已验证持续提升可行性，作为零食垂类零售，有望持续精进全产业链运营管理，释放盈利空间。公司在 2025 年收回南京万优少数股东权益，后续南京万拓、万昌、万权的少数股东权益收回有望增厚公司归母净利润表现。

**盈利预测：**我们积极看好量贩产业大趋势下，双寡头的成长机遇，未来门店扩店、单店运营优化、净利率提升、少数股东权益的收回均有望催化公司机会。我们预计 2025-2027 年公司营收有望同比+59.4%/+20.6%/+14.3%至 515.5/621.7/710.7 亿元，归母净利润同比+350.8%/+67.3%/+22.6%至 13.2/22.1/27.2 亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、多品类拓展不及预期、净利率提升不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9,294	32,329	51,545	62,172	71,070
增长率 yoy (%)	1,592.0	247.9	59.4	20.6	14.3
归母净利润 (百万元)	-83	294	1,323	2,214	2,716
增长率 yoy (%)	-273.7	454.0	350.8	67.3	22.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.44	1.55	7.01	11.72	14.38
净资产收益率 (%)	-12.8	26.7	55.3	48.6	37.6
P/E (倍)	—	130.0	28.8	17.2	14.1
P/B (倍)	59.1	34.8	15.9	8.4	5.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 01 月 30 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	休闲食品
前次评级	买入
01 月 30 日收盘价 (元)	202.03
总市值 (百万元)	38,161.73
总股本 (百万股)	188.89
其中自由流通股 (%)	88.94
30 日日均成交量 (百万股)	2.46

#### 股价走势



#### 作者

**分析师 李梓语**  
执业证书编号：S0680524120001  
邮箱：liziyu1@gszq.com

**分析师 王玲瑶**  
执业证书编号：S0680524060005  
邮箱：wanglingyao@gszq.com

#### 相关研究

1、《万辰集团 (300972.SZ)：复盘来时路，展望启新章》 2025-11-24

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2349	5771	10324	14735	19445
现金	1210	2381	5457	9492	13966
应收票据及应收账款	27	18	22	21	20
其他应收款	118	47	72	78	85
预付账款	248	1141	1586	1635	1557
存货	733	2141	3130	3445	3748
其他流动资产	13	42	57	64	69
<b>非流动资产</b>	1576	1483	1442	1426	1439
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	851	794	777	795	844
无形资产	61	60	90	99	112
其他非流动资产	665	630	575	532	483
<b>资产总计</b>	3925	7253	11766	16161	20884
<b>流动负债</b>	2640	5128	7188	8227	9048
短期借款	511	956	1156	1356	1536
应付票据及应付账款	943	2094	2996	3452	3772
其他流动负债	1186	2078	3037	3419	3740
<b>非流动负债</b>	589	664	778	878	958
长期借款	148	237	327	397	457
其他非流动负债	441	426	450	480	500
<b>负债合计</b>	3230	5792	7966	9105	10006
少数股东权益	50	363	1406	2497	3661
股本	155	180	189	189	189
资本公积	364	534	525	525	525
留存收益	127	384	1679	3846	6503
归属母公司股东权益	645	1098	2393	4560	7217
<b>负债和股东权益</b>	3925	7253	11766	16161	20884

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1023	848	3016	4079	4629
净利润	-146	603	2366	3305	3879
折旧摊销	192	281	193	212	230
财务费用	29	51	60	71	81
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	928	-118	349	435	378
其他经营现金流	21	31	48	56	61
<b>投资活动现金流</b>	-207	-96	-200	-227	-275
资本支出	-201	-96	-195	-220	-268
长期投资	-5	0	-4	-2	-2
其他投资现金流	0	0	0	-5	-5
<b>筹资活动现金流</b>	222	303	260	182	121
短期借款	362	445	200	200	180
长期借款	38	89	90	70	60
普通股增加	1	25	9	0	0
资本公积增加	59	170	-9	0	0
其他筹资现金流	-238	-426	-30	-88	-119
<b>现金净增加额</b>	1039	1056	3077	4034	4474

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	9294	32329	51545	62172	71070
营业成本	8430	28851	45315	54500	62283
营业税金及附加	21	63	103	124	142
营业费用	434	1431	1471	1576	1844
管理费用	445	981	1417	1502	1618
研发费用	3	4	10	12	14
财务费用	29	39	41	27	5
资产减值损失	-6	-12	-17	-20	-22
其他收益	7	106	103	93	71
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-3	-8	-15	-19	-21
<b>营业利润</b>	-76	1041	3251	4477	5184
营业外收入	2	13	10	12	13
营业外支出	10	22	20	23	25
<b>利润总额</b>	-85	1032	3241	4466	5172
所得税	61	429	875	1161	1293
<b>净利润</b>	-146	603	2366	3305	3879
少数股东损益	-63		1043	1091	1164
<b>归属母公司净利润</b>	-83	294	1323	2214	2716
EBITDA	148	1370	3475	4705	5407
EPS (元/股)	-0.44	1.55	7.01	11.72	14.38

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1592.0	247.9	59.4	20.6	14.3
营业利润(%)	-281.3	1462.0	212.4	37.7	15.8
归属母公司净利润(%)	-273.7	454.0	350.8	67.3	22.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.3	10.8	12.1	12.3	12.4
净利率(%)	-0.9	0.9	2.6	3.6	3.8
ROE(%)	-12.8	26.7	55.3	48.6	37.6
ROIC(%)	-4.1	20.4	41.2	35.5	28.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	82.3	79.9	67.7	56.3	47.9
净负债比率(%)	-10.1	-49.3	-90.7	-101.7	-104.7
流动比率	0.9	1.1	1.4	1.8	2.1
速动比率	0.5	0.5	0.8	1.2	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	3.6	5.8	5.4	4.5	3.8
应收账款周转率	448.5	1424.0	2572.0	2929.5	3500.4
应付账款周转率	15.9	19.5	18.5	17.5	17.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.44	1.55	7.01	11.72	14.38
每股经营现金流(最新摊薄)	5.42	4.49	15.97	21.60	24.51
每股净资产(最新摊薄)	3.42	5.81	12.67	24.14	38.21
<b>估值比率</b>					
P/E	—	130.0	28.8	17.2	14.1
P/B	59.1	34.8	15.9	8.4	5.3
EV/EBITDA	38.7	10.0	10.0	6.6	5.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 30 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com