

2026年02月05日

万辰集团(300972.SZ)

投资评级：买入（维持）

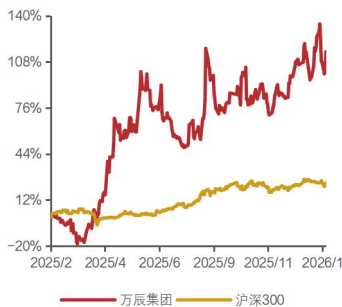
——2025 业绩预告点评：收入端高增，归母净利率提升

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com
张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年02月04日

收盘价(元)	209.30
一年内最高/最低(元)	240.89/77.50
总市值(百万元)	39,534.97
流通市值(百万元)	35,160.95
总股本(百万股)	188.89
资产负债率(%)	66.35
每股净资产(元/股)	10.81

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **万辰集团发布 2025 业绩预告，归母净利率提升。**万辰集团发布 25 年业绩预告，2025 预计实现收入 500-528 亿元，同比增长 54.66%-63.32%；实现归母净利润 12.3-14.0 亿元，同比重组后增加 222.38%-266.94%；实现扣非净利润 11.6-13.3 亿元，同比重组后增加 245.02%-295.58%。根据业绩预告，归母净利率中枢达 2.56%，相比 2025 年前三季度归母净利率 2.34%，进一步提升。
- **量贩零食零售业务持续规模化扩张：**公司量贩零食门店数量持续增长，旗下“好想来品牌零食”市场领先地位和规模效应日益稳固。根据公司官网，截至 2025 年 12 月，好想来拥有门店数超 15000 家，门店 SKU 数量超 2000 个，加盟商区域分布覆盖 22 个省、4 个直辖市、5 个自治区。2025 年，公司在全国多个省市取得较强的区域优势；在规模扩张的同时，公司聚焦核心竞争力建设，系统性强化供应链与商品力、仓储物流体系、数字化及组织精细化管理、品牌市场赋能与会员运营等关键环节，并健全优化公司长效激励机制，充分激发组织活力与团队动能。2025 年量贩零食业务预计实现营业收入 500 亿元-520 亿元，同比增长 57.28%-63.57%，加回计提的股份支付费用后实现净利润 22 亿元-26 亿元，净利率为 4.40%-5.10%。
- **食用菌业务企稳回暖：**2025 年下半年食用菌业务企稳回暖。伴随市场行情向好，公司食用菌业务主要产品销售价格、业务毛利率上升，经营业绩改善。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 25-27 年实现归母净利润 13.23/19.90/27.30 亿元，同比增速分别为 350.64%/50.42%/37.22%，当前股价对应 PE 分别为 29.89/19.87/14.48 倍。万辰作为零食量贩行业“两超”之一，目前已具规模，公司拥有行业领先仓配布局的优势下持续完善供应链建设，规模效应与经营效率提升下市场份额有望持续提升，叠加公司食用菌业务企稳回暖，公司业绩有望持续向好。维持“买入”评级。
- **风险提示：**拓店速度不及预期；行业竞争加剧；食品安全风险。

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,294	32,329	51,006	63,918	78,761
同比增长率(%)	1,592.03%	247.86%	57.77%	25.31%	23.22%
归母净利润(百万元)	-83	294	1,323	1,990	2,730
同比增长率(%)	-273.61%	453.95%	350.64%	50.42%	37.22%
每股收益(元/股)	-0.44	1.55	7.00	10.53	14.45
ROE(%)	-12.85%	26.73%	54.67%	47.77%	41.62%
市盈率(P/E)	-476.75	134.69	29.89	19.87	14.48

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,381	5,101	8,085	12,116
应收票据及账款	18	28	26	28
预付账款	1,141	2,381	2,984	3,677
其他应收款	47	75	94	116
存货	2,141	3,328	4,132	5,063
其他流动资产	42	121	152	187
流动资产总计	5,771	11,034	15,474	21,187
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,270	1,272	1,351	1,314
在建工程	1	176	100	75
无形资产	60	61	67	73
长期待摊费用	37	34	24	29
其他非流动资产	115	118	118	118
非流动资产合计	1,483	1,661	1,661	1,609
资产总计	7,253	12,695	17,135	22,796
短期借款	956	404	454	504
应付票据及账款	2,094	3,169	3,935	4,821
其他流动负债	2,078	5,266	6,542	8,017
流动负债合计	5,128	8,839	10,931	13,342
长期借款	537	469	351	220
其他非流动负债	127	127	127	127
非流动负债合计	664	596	479	347
负债合计	5,792	9,435	11,410	13,689
股本	180	189	189	189
资本公积	534	686	686	686
留存收益	384	1,545	3,290	5,686
归属母公司权益	1,098	2,419	4,165	6,560
少数股东权益	363	841	1,560	2,547
股东权益合计	1,461	3,261	5,725	9,107
负债和股东权益合计	7,253	12,695	17,135	22,796

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	603	1,747	2,655	3,663
折旧与摊销	281	195	225	227
财务费用	39	41	15	-1
投资损失	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-337	1,719	587	678
其他经营现金流	262	96	95	95
经营性现金净流量	848	3,798	3,576	4,662
投资性现金净流量	-96	-415	-265	-215
筹资性现金净流量	303	-663	-327	-416
现金流量净额	1,056	2,720	2,985	4,031

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32,329	51,006	63,918	78,761
营业成本	28,851	44,844	55,678	68,211
税金及附加	63	102	128	158
销售费用	1,431	1,632	1,918	2,284
管理费用	981	1,445	1,715	1,956
研发费用	4	5	6	8
财务费用	39	41	15	-1
资产减值损失	-12	-19	-24	-29
信用减值损失	-5	-7	-9	-11
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-8	-4	-4	-4
其他收益	106	100	100	100
营业利润	1,041	3,007	4,520	6,201
营业外收入	13	5	5	5
营业外支出	22	11	11	11
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,032	3,001	4,515	6,195
所得税	429	1,200	1,806	2,478
净利润	603	1,801	2,709	3,717
少数股东损益	310	478	719	987
归属母公司股东净利润	294	1,323	1,990	2,730
EPS(元)	1.55	7.00	10.53	14.45

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	247.86%	57.77%	25.31%	23.22%
营业利润增长率	1,461.99%	188.88%	50.32%	37.17%
归母净利润增长率	453.95%	350.64%	50.42%	37.22%
经营现金流增长率	-17.08%	347.68%	-5.83%	30.34%
盈利能力				
毛利率	10.76%	12.08%	12.89%	13.39%
净利率	1.87%	3.53%	4.24%	4.72%
ROE	26.73%	54.67%	47.77%	41.62%
ROA	4.05%	10.42%	11.61%	11.98%
估值倍数				
P/E	134.69	29.89	19.87	14.48
P/S	1.22	0.78	0.62	0.50
P/B	36.00	16.34	9.49	6.03
股息率	0.27%	0.41%	0.62%	0.85%
EV/EBITDA	12	13	8	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人员，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。