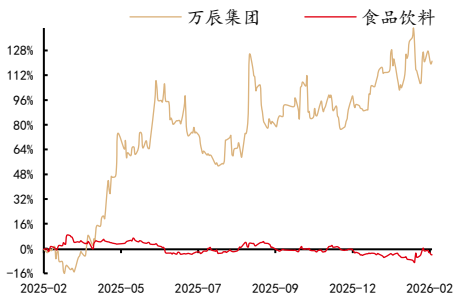


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	208.00
总股本/流通股本(亿股)	1.91 / 1.75
总市值/流通市值(亿元)	398 / 365
52周内最高/最低价	228.12 / 79.56
资产负债率(%)	79.9%
市盈率	121.33
第一大股东	福建叁壹草农业开发有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱  
SAC 登记编号:S1340522070001  
Email:caixueyu@cnpsec.com  
分析师:杨逸文  
SAC 登记编号:S1340522120002  
Email:yangyiwen@cnpsec.com

万辰集团(300972)

门店模型持续优化，Q1 业绩增长有望超预期

● 投资要点

节前我们集中性进行了量贩零售业态实地调研，本次调研覆盖石家庄、成都、郑州、长沙、汕头等地核心商圈的好想来、零食很忙、零食有鸣等竞品门店进行对比观察。调研时间集中于2026年1-2月，正值春节消费旺季，能够充分反映各品牌的实际运营状态和消费者行为特征。我们认为未来行业将呈现以鸣鸣很忙、好想来引领的全国性量贩巨头+区域性品牌+传统零售跨界融合长期并存的割据格局。

结合调研感受及业绩考量，我们认为万辰集团作为头部零食量贩品牌具备龙头效应及业绩弹性，在此重申推荐逻辑。经过2024年至2025年的密集开店与市场培育，万辰集团量贩零食业务已迎来关键经营拐点。从单店趋势看，老店业绩企稳、新店爬坡完成，叠加升级店型对单店GMV的提振作用逐步显现；从外部催化看，2026年春节时点靠后带来的消费集中效应，有望在1-2月形成显著旺季脉冲。

1) 驱动因素一：老店企稳、新店爬坡，开店节奏有序提升。24H2集中开设的新店（尤其是两湖两广新市场门店）已度过爬坡期，2025Q3起全国单店收入环比企稳回升，带动公司整体单店模型迎来向上拐点，2026年开年以来在春节旺季推动下单店趋势有望进一步向好。2026年将适当提高开店节奏，重点在于优势区域的加密及高线市场的突破。2) 驱动因素二：春节旺季催化，时点靠后/消费集中体现在1-2月。2026年春节假期落在2月中旬，较2025年春节（1月底）有所延后，带来更长的节前备货期和节后延续消费。春节动销旺季，叠加春节错期带来的天数增加，有望为Q1单店增长贡献显著增量。3) 驱动因素三：升级店型提振单店GMV，3.0/4.0/5.0/旗舰店型贡献显著增量。公司持续推进门店模型的迭代升级，不同版本的店型对单店GMV的提振作用已逐步显现。随着升级店型在新开门店中的占比提升，其对整体单店表现的拉动效应将持续释放。

2026年Q1，公司将迎来单店拐点确认、春节旺季催化、升级店型放量三大积极因素的共振。老店业绩企稳与新店爬坡完成奠定增长基础，春节时点靠后带来的消费集中效应形成显著增量，升级店型对单店GMV的持续提振则提供了结构性改善动能。我们认为公司Q1业绩有望实现超预期增长，单店预期拐点上。

● 盈利预测与投资评级：

预计2025/2026/2027年收入分别为525.79/673.65/808.73亿元，同比+62.64%/+28.12%/+20.05%，预计2025/2026/2027年归母净利润分别为13.66/21.96/27.65亿元，同比+365.39%/+60.75%/+25.9%，三年EPS分别为7.14/11.48/14.45元，对应当前股价估值分别为29/18/14倍，维持买入评级。

● **风险提示:**

食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；需求复苏不及预期的风险；成本波动的风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32329	52579	67365	80873
增长率(%)	247.86	62.64	28.12	20.05
EBITDA(百万元)	1369.68	4162.53	5995.67	7615.44
归属母公司净利润(百万元)	293.52	1366.02	2195.84	2764.61
增长率(%)	453.95	365.39	60.75	25.90
EPS(元/股)	1.53	7.14	11.48	14.45
市盈率(P/E)	135.56	29.13	18.12	14.39
市净率(P/B)	36.23	16.33	8.68	5.46
EV/EBITDA	10.04	8.68	5.02	3.41

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 量贩零售业态实地调研反馈：决胜效率，分野已现.....	5
1.1 万辰集团：好想来门店形态的多层次布局 .....	5
1.2 鸣鸣很忙：双品牌并线发展，主题门店重塑零食消费新场景.....	7
1.3 其余量贩零售品牌：品牌差异化日益体现 .....	9
2 万辰集团推荐：单店拐点确立，旺季催化下增长有望超预期.....	13
3 盈利预测与投资评级.....	14
4 风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1: 好想来旗舰店 (石家庄勒泰店) .....	6
图表 2: 赵一鸣门店自有产品情况 .....	7
图表 3: 零食很忙门店调研图片 .....	8
图表 4: 成都零食很大门店调研图片 .....	8
图表 5: 成都零食有鸣 MAX 门店调研 .....	9
图表 6: 零食有鸣便利店门店调研图片 .....	10
图表 7: 郑州折扣牛门店调研图片 .....	10
图表 8: 汕头零食有鸣便利店调研 .....	11
图表 9: 汕头零食有鸣 MAX 店调研 .....	11
图表 10: 调研量贩品牌多维度对比 .....	12

## 1 量贩零售业态实地调研反馈：决胜效率，分野已现

基于对成都、郑州、石家庄、长沙、汕头市场的集中实地调研，我们认为，行业已从野蛮生长进入效率与模式双维驱动的精耕时代。以鸣鸣很忙、好想来为代表的全国性巨头，凭借门店的极致规模与快速周转效率，构建了以薄利多销为核心、以数字化中台为引擎的坚固壁垒。与此同时，行业呈现显著分化：零食有鸣向社区硬折扣超市的激进转型，是在测试全品类供应链整合的天花板；而如折扣牛等区域品牌，则通过深耕火锅食材等场景，验证了差异化发展道路。传统商超的胖改与便利店面临的跨界冲击，则揭示了业态边界模糊下，明确的消费者价值主张（低价或体验）已成为生存前提。未来行业将呈现以鸣鸣很忙、好想来引领的全国性量贩巨头+区域性品牌+传统零售跨界融合长期并存的割据格局。

### 1.1 万辰集团：好想来门店形态的多层次布局

好想来已形成清晰的门店矩阵：

- 1) **旗舰店型(石家庄勒泰店)**：该店位于石家庄核心商圈勒泰中心负一层，面积约 300 平方米，是品牌在华北市场的标杆门店。调研发现，旗舰店在以下几个方面显著区别于普通门店：
  - a) **商品结构**：进口食品、高端礼盒、区域特产等差异化品类占比明显提升，门店走访后 SKU 总数大致目测超过 2500 个。进口巧克力、日韩零食、网红爆款等陈列面积达全店 30% 以上，形成零食博物馆的视觉冲击。
  - b) **导购服务**：店内配备少量品牌导购员，区别于普通门店。导购员不仅负责补货理货，更主动向顾客介绍新品、推荐组合装、引导试吃，显著提升了顾客体验和客单价。笔者观察发现，导购员对店内商品知识掌握熟练，能够根据顾客需求快速推荐（如这款坚果礼盒送礼更合适买两件有赠品），有效提升了连带销售。
  - c) **场景体验**：设有专门的试吃区和休息区，周末客流量大时，试吃台前常有 5-6 人排队，现场氛围活跃。店内还设置了品牌文化墙和互动打卡点，强化品牌认知。
  - d) **IP 潮玩区域成为亮点**：门店专门设置了约 40 平方米的 IP 潮玩专区，陈列盲盒、手办、毛绒公仔、文创产品等潮流品类，涵盖 LINE FRIENDS、迪士尼、三丽鸥等知名 IP 联名产品。专区采用主题化陈列设计，灯光氛围年轻化，吸引大量年轻消费者驻足挑选。石家庄旗舰店的配置体现了好想来针对不同层级市场的差异化策略，上线城市以 IP 潮玩、进口食品等高情绪价值品类拉动品牌势能，下线城市则以日化、米面粮油等家庭刚需品类满足社区日常需求，形成互补性门店模型。

**图表1：好想来旗舰店（石家庄勒泰店）**


资料来源：食业家，中邮证券研究所

2) **标准店 3.0 店型（成都、长沙、郑州门店）**：是好想来在成熟市场的主力店型，代表 3.0 版本的标准化模型。好想来在长沙市场布局相对稳健，门店以标准店型为主。调研的长沙雨花区门店面积约 110 平方米，运营特征与成都标准店基本一致，体现了品牌标准化复制能力。好想来店位于西南地区消费中心城市，零售业态丰富、竞争激烈，是检验品牌跨区域运营能力的重要城市地点，自有品牌露出更为明显，品类延伸至日化、冻品，体现稳健的品类拓展策略。好想来郑州店位于郑州郑东商业中心核心区域的住宅底商，面积约 130 平方米，周边分布成熟社区和办公人群。门店布局延续好想来 3.0 标准店型，入口为饮料冷柜和收银区，中部为散称零食区，两侧为包装食品货架，末端设置冻品和日化区。

- a) 门店布局：采用回字形动线设计，入口处为饮料冷柜和收银台，中间为散称零食区，两侧为包装食品货架，末端为冻品和日化区。货架高度适中，视线通透，无视觉死角。
- b) 商品结构：SKU 约 1800 个，以流通性强的中低价格带零食为主。自有品牌产品占比稳步提升，门店均有货架陈列好想来超值和甄选系列。
- c) 客群特征：日常客流以周边社区居民和下班白领为主，晚间为高峰期。消费者随机访问中，有顾客表示下班顺路买点零食价格比超市便宜，种类也多。

3) **升级店 4.0/5.0 店型 (合肥莲开水)**: 位于合肥滨湖新区莲开水生活广场, 是好想来最新迭代的旗舰升级版, 代表 4.0/5.0 版本的创新方向。此前我们已在周报内容中进行详细调研反馈。4.0/5.0 升级店型主要开设于江苏兴化、合肥等地区, 经济基础良好, 消费市场活跃, 重点打磨升级店型。

好想来在全国范围内保持了高度的标准化运营能力, 3.0 店型在成都、郑州等市场复制效果良好, 自有品牌策略稳步推进, 品类拓展体现稳健风格。其在长沙市场的表现证明, 即便在竞争对手的大本营, 标准化模型仍能维持稳定运营。

## 1.2 鸣鸣很忙: 双品牌并线发展, 主题门店重塑零食消费新场景

**鸣鸣很忙集团**作为行业门店数第一的龙头 (截至 2025 年 11 月门店数达 21041 家), 是量贩零食赛道的开创者与引领者。2026 年 1 月 28 日, 鸣鸣很忙正式在港交所主板挂牌上市, 成为量贩零食第一股, 开盘市值一度突破 900 亿港元, 标志着资本市场对硬折扣零售模式的高度认可。

在调研中我们发现, 鸣鸣很忙门店中**盐津铺子**、**卫龙**、**劲仔**、**甘源**、**溜溜梅**等知名品牌产品占比显著高于其他量贩渠道, 且产品迭代速度极快。以卫龙为例, 其在山姆会员店的牛肝菌魔芋产品, 在鸣鸣很忙门店已迅速上架, 且售价更为亲民, 充分体现了渠道对产品生命周期的灵活响应能力。自主品牌目前已陆续上架, 主要集中于**纸巾**、**牙膏**等日化产品线。

**图表2: 赵一鸣门店自有产品情况**



资料来源: 中邮证券研究所

鸣鸣很忙并未止步于标准店型的复制, 而是持续探索业态创新的边界。此前品牌已然开始试水**省钱超市**和**批发超市**店型, 引入**日化**、**冻品**、**文具潮玩**等高毛利品类。“零食很大”主题店位于长沙市五一商圈解放西路, 门店只售卖超大包装零食。调研显示, 门店面积约 300 平方米, 视觉冲击力极强。店内还设置了巨型单据、零食品牌 IP 雕塑等打卡装置, 一站式打通“逛、

玩、购”消费场景，门店日均客流量大，客单价远高于普通标准店，消费者以年轻游客和学生为主，

另一创新店型“**超级零食很忙**”店位于长沙城区主干道，面积达 1300 余平方米，分上下两层，门头超 170 平方米，是品牌的立体广告位。店内商品除超大包装零食外，还增加了盲盒、文创等高毛利品类。这些主题店不仅贡献了可观的增量收入，更通过社交媒体传播放大了品牌声量，吸引了大量年轻消费者打卡分享，形成线下体验+线上传播的良性循环。这种创新业态的价值不仅在于销售贡献，更在于品牌势能的提升。通过巨型包装和打卡场景，将品牌影响力从“县城零食店”升级为“潮流消费地标”。

图表3：零食很忙门店调研图片



资料来源：中邮证券研究所

图表4：成都零食很大门店调研图片



资料来源：中邮证券研究所

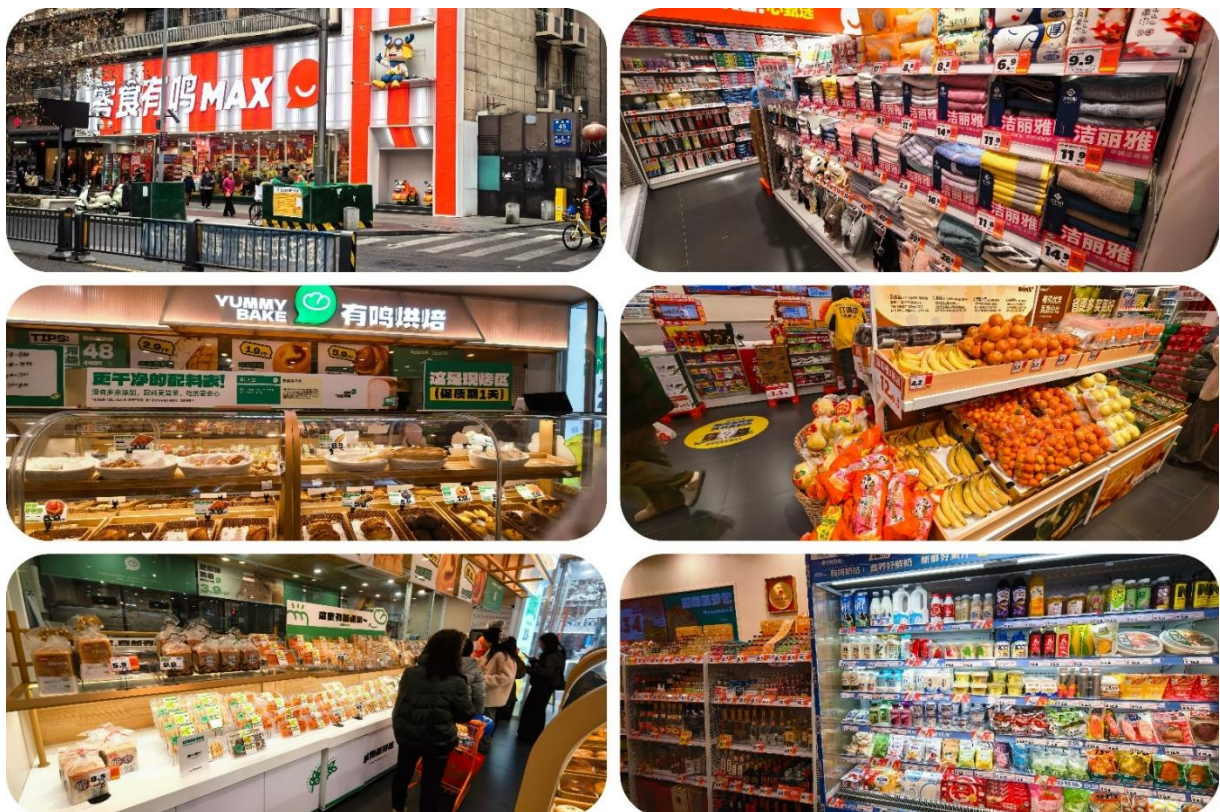
鸣鸣很忙在发源地长沙展现出强大的创新能力，通过“零食很大”“超级零食很忙”等主题店，将零食消费升级为情绪消费和社交货币，开创了行业新范式。在成都、郑州等外围市场，则通过标准店型与好想来正面竞争，凭借品牌集中度高、产品更新快的优势维持市场份额。

### 1.3 其余量贩零售品牌：品牌差异化日益体现

**零食有鸣：**2024年起，零食有鸣开启战略转型，从传统零食量贩向全品类硬折扣批发超市迈进，同年6月在成都推出第一家批发超市门店获得成功后，迅速吹响全面转型的号角，并在一年内将此类门店快速拓展至超过2000家。

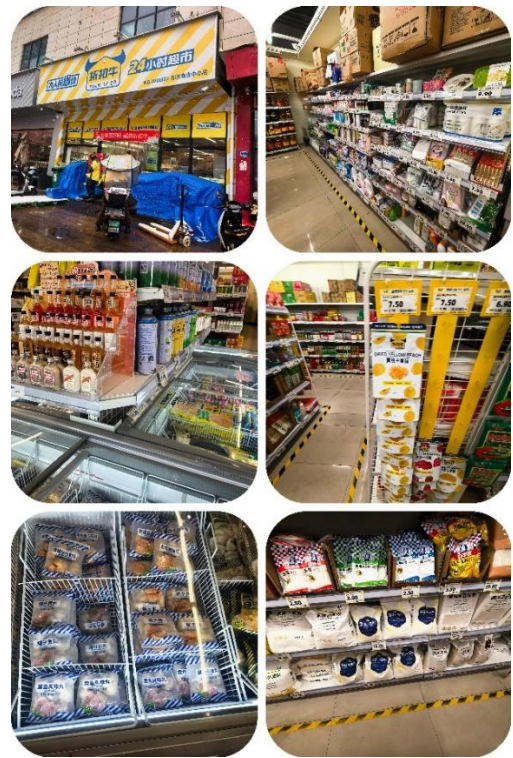
门店形态上，零食有鸣已分化出MAX/批发超市和便利店两种模式。MAX店面积约200-300平方米，显著增加生鲜蔬果、日化、现制烘焙、调酒区等品类，按照门店走访估算非零食占比约达25%-40%，形同紧凑型社区超市。便利店形态则聚焦即时消费，用零食量贩的供应链优势和价格优势，对传统便利店形成冲击，同时保留便利店的选址便利性和即得性。这一创新模式在成都等商业密集区已初步验证成功，未来有望成为零食有鸣多业态矩阵中的重要组成部分。零食有鸣在全国11大城市已自建12个大型智能仓储物流中心，拥有7家大型低温仓库与170多辆冷链配送车，保障物流运输的可视化与高效率。借助高效完整的数据供应链，公司可快速识别库存商品消耗情况并及时调拨货物，实现高效运营。这些基础设施为便利店等新业态的快速扩张提供了坚实保障。

图表5：成都零食有鸣MAX门店调研



资料来源：中邮证券研究所

**图表6：零食有鸣便利店门店调研图片**

**图表7：郑州折扣牛门店调研图片**


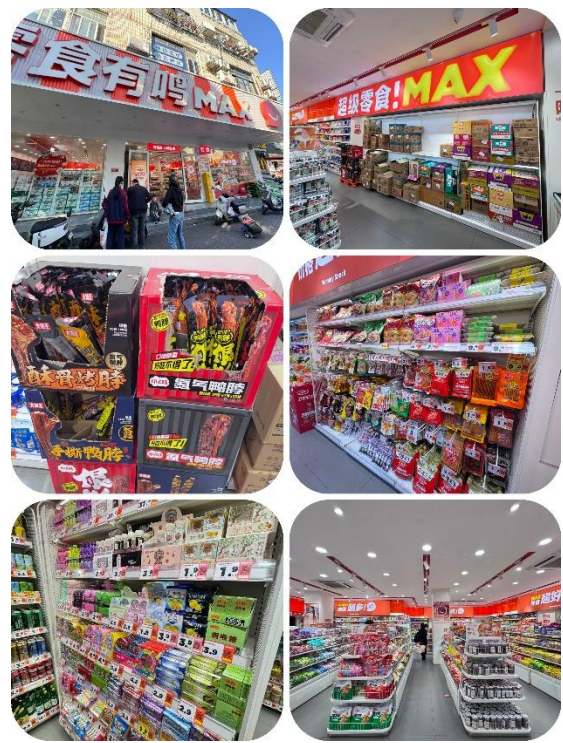
资料来源：中邮证券研究所

资料来源：中邮证券研究所

为进一步验证零食有鸣在不同区域市场的门店形态和运营特征，我们对广东省汕头市的零食有鸣门店进行了实地走访，覆盖便利店和 MAX 店两种店型。广东市场是零食有鸣战略布局的重中之重。在仓储物流方面，零食有鸣已在佛山开设分仓，与成都、重庆、贵阳、兰州、海口、郑州、石家庄等地分仓共同形成多仓布局、辐射全国的智能仓配体系。汕头零食有鸣便利店与成都同样门头采用零食有鸣统一的橙色主视觉设计，搭配简洁的标识和明亮的灯光，结合大字报形式的招牌，十分醒目，易于消费者快速识别。店内商品种类繁多，划分为多个清晰的功能分区。与传统便利店相比，该店的零食 SKU 丰富度显著更高，约 600-800 个，涵盖炒货、坚果、蜜饯、肉脯、海鲜、糖果、糕点、地方特产、饮品等多个品类。产品更新换代较快，能够持续引入新的产品系列和特色零食，保持对消费者的吸引力。除便利店外，我们还走访了汕头当地零食有鸣批发超市店型(MAX 店)。散称零食区占据约 40%面积，货架密集，品类齐全。包装食品区两侧货架陈列预包装食品、饼干、糕点等。生鲜蔬果区设置冷柜和货架，陈列预包装食品蔬菜、水果，采用每日新鲜配送模式。冷冻冷藏区多台冷柜陈列水饺、汤圆、冰淇淋、火锅食材等。日化家居区洗衣液、纸巾、洗护用品等家庭刚需品类，货架占比约 15%。现制烘焙区现场制作蛋挞、面包等，每日上午和下午各出炉一批，9.9 元/盒的蛋挞成为引流爆款。

**图表8：汕头零食有鸣便利店调研**


资料来源：中邮证券研究所

**图表9：汕头零食有鸣 MAX 店调研**


资料来源：中邮证券研究所

**区域品牌折扣牛：**创立于2019年，定位社区硬折扣超市，截至2025年11月全国门店数将突破500家，是中原地区最具代表性的本土折扣零售品牌之一。调研门店位于郑东商业中心核心区域的住宅底商，周边分布着成熟社区和办公人群。门店面积约120-150平方米，门头采用醒目的橙黄色设计，辨识度高。店内布局采用超市式动线，入口为收银区和饮料冷柜，中部为散称零食和包装食品区，后部为粮油调味、日化用品和冻品区，末端设有少量生鲜品类。折扣牛为了贴合本地饮食喜好，店内显著位置设立了火锅食材专区，陈列自有品牌的火锅底料、丸滑、肥牛卷等。陈列自有品牌的火锅底料、丸滑、肥牛卷、蘸料等，SKU约30-40个。除火锅场景外，店内还设有家庭刚需区（粮油、纸巾、洗护）和儿童零食区，目标客群主要为周边社区家庭用户。

与鸣鸣很忙、好想来等以零食为核心的门店不同，折扣牛的商品结构更接近社区超市，零食占比约一半左右，日化、粮油、冻品等家庭刚需品类占比显著提升。

**图表10：调研量贩品牌多维度对比**

	好想来 (万辰集团)	零食很忙/赵一鸣 (鸣鸣很忙集团)	零食有鸣	折扣牛
<b>品牌</b>	万辰集团旗下核心品牌，通过整合陆小馋老婆大人来优品等形成多品牌矩阵	零食很忙与赵一鸣零食于2023年合并成立鸣鸣很忙集团，2026年港交所上市	独立品牌，总部位于成都，2024年起全面转型全品类硬折扣批发超市	独立品牌，总部位于郑州，深耕河南市场的区域性硬折扣连锁
<b>核心定位</b>	稳健进化的行业龙头：以标准化运营和精细化管控为核心，追求可持续增长与盈利效率	规模驱动的效率王者：通过极致供应链效率与规模效应，定义薄利多销的行业标准	全品类转型先行者：从零食量贩向社区硬折扣超市转型，打造一站式家庭购物入口	区域场景深耕者：围绕社区家庭高频刚需，通过场景化商品和深度会员运营建立差异化护城河
<b>区域分布/市场侧重</b>	全国性布局，华北、华东、华南等均有覆盖，通过旗舰店强化在华北地区战略优势	全国性龙头，门店超2.1万家，下沉市场（县城及乡镇）占比高	发源于四川，批发超市门店已超2000家，便利店模型在成都验证成功	深耕河南，门店超300家，郑州为核心市场，计划向东北等地输出区域模型
<b>门店模型</b>	旗舰店(200-300m <sup>2</sup> ，品牌形象) 3.0标准店(100-150m <sup>2</sup> ，主力模型) 4.0/5.0升级店(200m <sup>2</sup> ，品类拓展)	双品牌协同，店型丰富： 标准店(120-150m <sup>2</sup> ) 省钱超市新店型(增加日化、冻品) (增加日化、冻品) 创新主题店：零食很大、超级零食很忙(体验式消费)	MAX/批发超市(200-300m <sup>2</sup> ，全品类) 便利店(60-80m <sup>2</sup> ，零食专业型便利店)	24小时社区超市 社区折扣超市
<b>商品结构特征</b>	零食为主，逐步增加日化、冻品等品类，SKU约1500-2000	零食占比较高，包含厂商合作定制产品；头部品牌产品迭代快，如卫龙、盐津铺子等合作深入	非零食占比约25%-40%，涵盖生鲜蔬果、日化、现制烘焙、调酒区等，目标社区一站式购物	零食占比约40%-50%，显著增加家庭刚需品类(粮油、日化、冻品)，围绕火锅等场景打造特色专区
<b>自有品牌策略</b>	超值系列：极致性价比(0.6元饮用水) 甄选系列：品质创新(果汁茶幸运签设计)	自有产品标签“鸣鸣很忙优选”目前以日化为主	尚处起步阶段，自有品牌占比较低，重点仍在全品类供应链整合	场景化自有品牌开发：围绕火锅食材(底料、丸滑)、家庭刚需(纸巾、燕麦片)等开发
<b>即时零售布局</b>	接入门店近万家，近30天外卖实收额突破1亿元，淘宝闪购	与京东物流合作支持冷藏冷冻品类配送，计划将该品类扩张至全国门店	尚未规模化布局即时零售	未规模化布局即时零售，但通过社群团购实现线上下单、门店自提

线上订单新用户占  
比超 90%

资料来源：人民网，中国食品安全网，中国经济时报，中邮证券研究所

## 2 万辰集团推荐：单店拐点确立，旺季催化下增长有望超预期

经过 2024 年至 2025 年的密集开店与市场培育，万辰集团量贩零食业务已迎来关键经营拐点。从单店趋势看，老店业绩企稳、新店爬坡完成，叠加升级店型对单店 GMV 的提振作用逐步显现；从外部催化看，2026 年春节时点靠后带来的消费集中效应，有望在 1-2 月形成显著旺季脉冲。综合来看我们认为公司 Q1 单店表现有望实现环比持续改善，带动整体业绩超预期增长。

### 驱动因素一：老店企稳、新店爬坡，开店节奏有序提升

经过 2024-2025 年的密集开店与市场培育，一年以上的老店（2024 上半年及以前开业）业绩表现平稳，24H2 集中开设的新店（尤其是两湖两广新市场门店）已度过爬坡期，2025Q3 起全国单店收入环比企稳回升，带动公司整体单店模型迎来向上拐点，2026 年开年以来在春节旺季推动下单店趋势有望进一步向好。2026 年将适当提高开店节奏，重点在于优势区域的加密及高线市场的突破。随着门店网络的进一步加密，区域品牌认知度和消费者触达效率将持续提升，有望形成规模效应与单店效益的正向循环。

### 驱动因素二：春节旺季催化，时点靠后/消费集中体现在 1-2 月

2026 年春节假期落在 2 月中旬，较 2025 年春节（1 月底）有所延后，带来更长的节前备货期和节后延续消费。春节期间零食消费较平日增加，是全年最重要的动销旺季，叠加春节错峰带来的天数增加，有望为 Q1 单店增长贡献显著增量。公司旗下好想来品牌从 1 月上旬开始启动年货节，带动门店销量与客流双增。菜鸟供应链数据显示，与万辰集团合作的华西零食仓内，年货节期间每日发货超 11 万箱，为川渝鄂等周边地区超 700 家门店提供补货服务。菜鸟全球供应链食品行业订单量同比增长超 35%，其中万辰（好想来）品牌领涨。由此我们判断 2026 年 1-2 月将形成完整的春节消费旺季窗口，对 Q1 单店收入的拉动效应有望显著强于往年。

### 驱动因素三：升级店型提振单店 GMV，3.0/4.0/5.0/旗舰店型贡献显著增量

公司持续推进门店模型的迭代升级，不同版本的店型对单店 GMV 的提振作用已逐步显现。

- 1) **3.0 店型**：3.0 店型（在 2.0 基础上，增加烤肠、蛋挞、毛绒 IP、洗化等高频刚需品类）为当前新开店的主力模型，这些品类不仅提升了门店的烟火气和体验感，更有效拉动了客单价，其店均 GMV 普遍高于传统 2.0 店型。
- 2) **4.0/5.0 店型**：4.0 店型在 3.0 基础上进一步增加卤味、烘焙等短保品类，5.0 店型则在 4.0 基础上增加水果品类。尽管目前 4.0/5.0 店型占比较低，但其对单店 GMV 的提振效应已得到验证，为后续门店网络的持续迭代提供了方向。
- 3) **旗舰店**：旗舰店作为公司直营的标杆门店，在商品丰富度、门店形象、品牌宣传等方面均高于普通门店。旗舰店不仅在单店层面贡献可观收入，更承担着品牌形象塑造和市场教育的战略职能。

从行业趋势看，零食量贩已步入 3.0 时代，拓展品类、探索新店型成为头部企业的共同选择。万辰集团的省钱超市店型将品类从零食扩展至烘焙、速冻食品乃至日化用品，持续拓宽客

群边界和消费场景。品类拓展的核心挑战在于平衡新老品类的坪效，而公司通过试点店型的持续迭代和数据验证，正逐步摸索出适配不同市场层级的店型组合。升级店型对单店收入的提振作用已形成明确梯度，随着升级店型在新开门店中的占比提升，其对整体单店表现的拉动效应将持续释放。

2026年Q1，公司将迎来单店拐点确认、春节旺季催化、升级店型放量三大积极因素的共振。老店业绩企稳与新店爬坡完成奠定增长基础，春节时点靠后带来的消费集中效应形成显著增量，升级店型对单店GMV的持续提振则提供了结构性改善动能。综合判断，公司Q1业绩有望实现超预期增长，单店预期拐点向上。

### 3 盈利预测与投资评级

我们维持2025/2026/2027年收入预测至525.79/673.65/808.73亿元，同比+62.64%/+28.12%/+20.05%，维持2025/2026/2027年归母净利润预测至13.66/21.96/27.65亿元，同比+365.39%/+60.75%/+25.9%，三年EPS分别为7.14/11.48/14.45元，对应当前股价估值分别为29/18/14倍，维持买入评级。

### 4 风险提示

**需求复苏不及预期的风险：**国内经济形势整体向好，但需求仍处于弱复苏阶段，导致部分地区消费需求波动并影响相关行业及公司营收增长。

**行业竞争加剧的风险：**若行业竞争加剧，出现价格战等现象，公司盈利能力将受到影响。

**食品安全的风险：**食品安全事件将影响消费者信心，对相关行业和公司造成影响。

**成本波动的风险：**餐饮行业中原材料、能源等成本波动将增加公司盈利不确定性。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	32329	52579	67365	80873	营业收入	247.9%	62.6%	28.1%	20.1%
营业成本	28851	45798	58218	69546	营业利润	1,462.0%	284.3%	45.8%	28.1%
税金及附加	63	105	135	202	归属于母公司净利润	454.0%	365.4%	60.7%	25.9%
销售费用	1431	1430	1684	1941	<b>获利能力</b>				
管理费用	981	1367	1617	1860	毛利率	10.8%	12.9%	13.6%	14.0%
研发费用	4	21	20	6	净利率	0.9%	2.6%	3.3%	3.4%
财务费用	39	0	0	0	ROE	26.7%	56.1%	47.9%	37.9%
资产减值损失	-12	0	0	0	ROIC	20.4%	42.3%	38.8%	32.9%
<b>营业利润</b>	<b>1041</b>	<b>4000</b>	<b>5832</b>	<b>7469</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	13	5	7	8	资产负债率	79.9%	70.1%	63.3%	54.6%
营业外支出	22	11	14	16	流动比率	1.13	1.38	1.57	1.84
<b>利润总额</b>	<b>1032</b>	<b>3994</b>	<b>5825</b>	<b>7462</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	429	1718	2446	3209	应收账款周转率	1424.05	2205.32	2021.89	1964.03
<b>净利润</b>	<b>603</b>	<b>2277</b>	<b>3378</b>	<b>4253</b>	存货周转率	20.07	17.63	17.61	17.81
归母净利润	294	1366	2196	2765	总资产周转率	5.78	5.35	4.27	3.68
<b>每股收益(元)</b>	<b>1.53</b>	<b>7.14</b>	<b>11.48</b>	<b>14.45</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.53	7.14	11.48	14.45
货币资金	2381	5329	11360	15473	每股净资产	5.74	12.73	23.97	38.13
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	18	29	37	45	PE	135.56	29.13	18.12	14.39
预付款项	1141	2472	2817	3666	PB	36.23	16.33	8.68	5.46
存货	2141	3053	3558	4250	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>5771</b>	<b>11071</b>	<b>18001</b>	<b>23701</b>	净利润	603	2277	3378	4253
固定资产	794	821	845	867	折旧和摊销	281	168	171	154
在建工程	1	1	1	1	营运资本变动	-118	550	2557	-206
无形资产	60	60	60	60	其他	82	-32	-40	-49
<b>非流动资产合计</b>	<b>1483</b>	<b>1317</b>	<b>1176</b>	<b>1053</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>848</b>	<b>2963</b>	<b>6067</b>	<b>4151</b>
<b>资产总计</b>	<b>7253</b>	<b>12389</b>	<b>19177</b>	<b>24753</b>	资本开支	-96	-52	-58	-62
短期借款	956	956	956	956	其他	0	57	67	81
应付票据及应付账款	2094	3308	4205	5023	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-96</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>19</b>
其他流动负债	2078	3777	6336	6898	股权融资	299	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>5128</b>	<b>8041</b>	<b>11497</b>	<b>12877</b>	债务融资	537	12	0	0
其他	664	638	638	638	其他	-533	-32	-46	-57
<b>非流动负债合计</b>	<b>664</b>	<b>638</b>	<b>638</b>	<b>638</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>303</b>	<b>-20</b>	<b>-46</b>	<b>-57</b>
<b>负债合计</b>	<b>5792</b>	<b>8679</b>	<b>12135</b>	<b>13515</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>1056</b>	<b>2948</b>	<b>6031</b>	<b>4113</b>
股本	180	189	189	189					
资本公积金	534	525	525	525					
未分配利润	346	1479	3300	5592					
少数股东权益	363	1274	2456	3945					
其他	38	243	572	987					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1461</b>	<b>3710</b>	<b>7042</b>	<b>11238</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>7253</b>	<b>12389</b>	<b>19177</b>	<b>24753</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称中邮证券）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048