

万辰集团 (300972.SZ)

优于大市

2025年下半年加速开店，量贩零食业务规模效益大幅释放

核心观点

公司公布 2025 年度业绩：2025 年实现营业总收入 514.6 亿元，同比+59.2%；实现归母净利润 13.4 亿元，同比+358.1%；实现扣非归母净利润 12.8 亿元，同比+395.0%。

2025 年下半年加速开店、单店营收降幅收窄。2025 年净新增门店 4118 家，其中下半年净新增 2949 家；闭店率 3.7%，较 2024 年 3.2% 小幅提升但仍处于良性水平。全年平均单店创收 313 万元，同比-6.9%，下半年平均单店收入降幅实现显著收窄，与同店营收降幅收窄的趋势一致。

量贩零食业务盈利能力大幅提升。2025 年量贩零食业务净利润（加回股份支付费用后）25.3 亿元，落在业绩快报区间上限。2025 年量贩零食业务毛利率/净利率分别为 12.3%/5.0%，同比+1.5/+2.3pp，主要得益于持续强化供应链能力以及向上游供应商议价权提升。

规模效应正显著地释放利润。2025 年销售费用率/管理费用率同比-1.4/-0.1pp，其中业务拓展费同减，职工薪酬、业务宣传费同增但增幅低于营收，展现规模效应红利。2025 年公司净利率 4.7%，同比+2.8pp，归母净利率 2.6%，同比+1.7pp。

周转率维持高位，业务扩张良性且带来议价能力提升。2025 年总资产周转率提升至 5.95 次，存货周转率保持在 20.04 次，表明公司保持了较高的营运效率，业务扩张处于良性状态。2025 年应付账款周转率 17.72 次（2024 年 19.53 次），验证公司对上游供应商的议价能力进一步增强。

盈利预测与投资建议：从报表及门店质量看，目前公司量贩零食业务拓展阻力不大，继续看好公司门店扩张，以及量贩零食业务体量持续扩大带来的强大规模效益。考虑到下半年门店质量显著提升、公司扩店速度加快，以及公司对上游供应商的议价能力提升速度超过我们及市场此前的预期，2025 年第四季度量贩零食业务净利率（加回股份支付费用后）同比+3.0pp 至 5.7%，预计后续规模效益还将持续释放，故我们上调 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 649.6/772.1/866.8 亿元（2026-2027 年前预测值 594.1/685.4 亿元），归母净利润 23.6/31.9/38.0 亿元（2026-2027 年前预测值 19.2/23.9 亿元），当前股价对应 PE 分别为 15/11/10 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧导致门店分流严重、扩店受阻；新店型的迭代效果不及预期；宏观经济增长受到外部环境的负面影响；食品安全风险等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,329	51,459	64,962	77,213	86,679
(+/-%)	247.9%	59.2%	26.2%	18.9%	12.3%
归母净利润(百万元)	294	1345	2356	3193	3802
(+/-%)	-454.0%	358.1%	75.2%	35.5%	19.1%
每股收益(元)	1.63	7.12	12.47	16.91	20.13
EBIT Margin	3.1%	6.2%	7.3%	8.3%	8.8%
净资产收益率 (ROE)	26.7%	90.7%	63.9%	52.6%	44.2%
市盈率 (PE)	117.8	27.0	15.4	11.4	9.5
EV/EBITDA	36.6	13.4	9.4	7.2	6.2
市净率 (PB)	31.49	24.46	9.85	5.98	4.21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟 证券分析师：杨苑
021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	195.09 元
总市值/流通市值	37319/34203 百万元
52 周最高价/最低价	240.89/80.28 元
近 3 个月日均成交额	453.81 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

公司公布 2025 年度业绩：2025 年实现营业总收入 514.6 亿元，同比+59.2%；实现归母净利润 13.4 亿元，同比+358.1%；实现扣非归母净利润 12.8 亿元，同比+395.0%。

2025 年下半年加速开店、单店营收降幅收窄。2025 年末门店数量 18314 家，全年净新增 4118（2H25 净新开 2949 家）。2025 年闭店率 3.7%，较 2024 年 3.2%小幅提升但仍处于良性水平。全年平均单店创收 313 万元，同比-6.9%，下半年平均单店收入降幅实现显著收窄（上半年平均单店收入同比-19.5%），与同店营收降幅收窄的趋势一致。

量贩零食业务盈利能力大幅提升。2025 年量贩零食业务净利润（加回股份支付费用后）25.3 亿元，落在业绩快报区间上限。2025 年量贩零食业务毛利率/净利率分别为 12.3%/5.0%，同比+1.5/+2.3pp，主要得益于持续强化供应链能力以及向上游供应商议价权提升。

规模效应正显著地释放利润。2025 年销售费用率/管理费用率同比-1.4/-0.1pp，销售费用中业务拓展费同减（开店补贴力度较 2024 年减弱），职工薪酬、业务宣传费同增但增幅低于营收，展现规模效应红利。2025 年公司净利率 4.7%，同比+2.8pp，归母净利率 2.6%，同比+1.7pp。2025 年末公司已完成收购南京万优 49% 股权的重大资产购买项目，公司对南京万优的持股比例由 26.01% 上升至 75.01%，对归母净利润亦有提振作用。

食用菌业务回暖、盈利改善。2025 年食用菌业务收入同比+11.8%，其中销量-3.4%，吨价同比+15.7%，毛利率 19.0%，同比+14.4pp，主因 2025 年食用菌行业企稳回暖，公司产品销售价格大幅提升。

周转率维持高位，业务扩张良性且带来议价能力提升。2025 年总资产周转率小幅提升（5.95 次），存货周转率保持平稳（20.04 次），表明公司在门店持续扩张、营收大幅增长的同时，保持了较高的营运效率，业务扩张仍处于良性状态。2025 年应付账款周转率 17.72 次（2024 年 19.53 次），验证公司对上游供应商的议价能力进一步增强。

盈利预测与投资建议：从报表及门店质量看，目前公司量贩零食业务拓展阻力不大，继续看好公司门店扩张，以及量贩零食业务体量持续扩大带来的强大规模效益。考虑到下半年门店质量显著提升、公司扩店速度加快，以及公司对上游供应商的议价能力提升速度超过我们及市场此前的预期，2025 年第四季度量贩零食业务净利率（加回股份支付费用后）同比提升 3.0pp 至 5.7%，预计后续规模效益还将持续释放，故我们上调 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 649.6/772.1/866.8 亿元（2026-2027 年前预测值 594.1/685.4 亿元），同比 +26.2%/+18.9%/+12.3%；实现归母净利润 23.6/31.9/38.0 亿元（2026-2027 年前预测值 19.2/23.9 亿元），同比 +75.2%/+35.5%/+19.1%；EPS 分别为 12.47/16.91/20.13 元；当前股价对应 PE 分别为 15/11/10 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示

行业竞争加剧导致门店分流严重、扩店受阻；新店型的迭代效果不及预期；宏观经济增长受到外部环境的负面影响；食品安全事故导致客流减少、品牌形象受损等。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	59,406	68,539	-	64,962	77,213	86,679	5,556	8,673	-
收入同比增速%	18.3%	15.4%	-	26.2%	18.9%	12.3%	8.0%	3.5%	-
毛利率%	12.2%	12.4%	-	13.1%	13.5%	13.9%	0.9%	1.2%	-
销售费用率%	2.9%	2.7%	-	2.7%	2.5%	2.5%	-0.2%	-0.2%	-
归母净利率%	3.2%	3.5%	-	3.6%	4.1%	4.4%	0.4%	0.7%	-
归母净利润 (百万元)	1,920	2,387	-	2,356	3,193	3,802	436	806	-
归母净利润同比增速%	59.4%	24.3%	-	75.2%	35.5%	19.1%	15.9%	11.2%	-
EPS (元)	10.16	12.64	-	12.47	16.91	20.13	2.31	4.27	-

资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2026年3月18日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
300972.SZ	万辰集团	27.8	195.09	12.47	16.91	15.6	11.5	373	优于大市
1768.HK	鸣鸣很忙	43.7	360.64	15.37	19.22	23.5	18.8	786	未评级
2517.HK	锅圈	25.8	3.98	0.21	0.27	19.0	14.8	0	未评级
601933.SH	永辉超市	-17.2	3.98	0.07	0.15	56.9	26.5	361	未评级
002697.SZ	红旗连锁	14.9	5.63	0.40	0.42	14.1	13.4	77	未评级

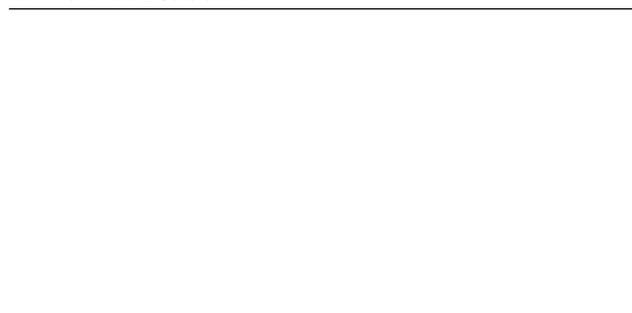
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理; 华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

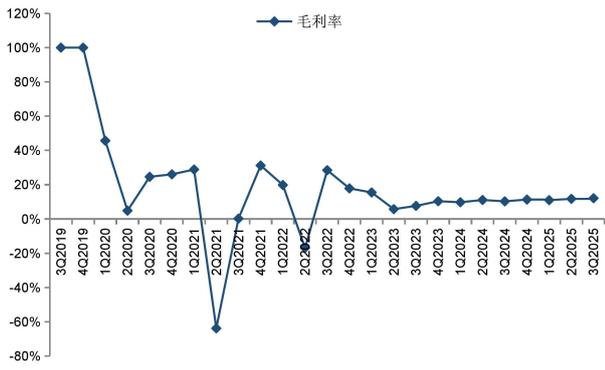
图1: 单季度营业收入及增速


资料来源: 公司公告、iFinD、国信证券经济研究所整理

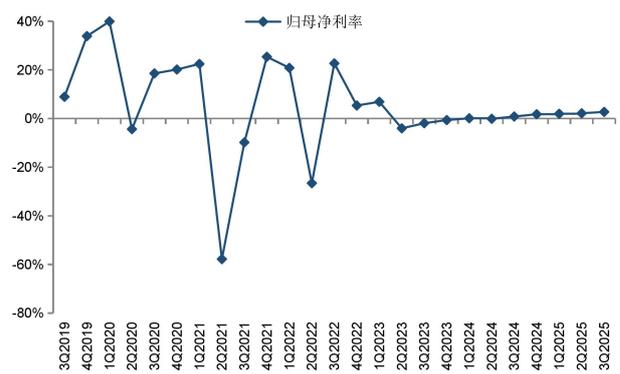
图2: 单季度归母净利润及增速


资料来源: 公司公告、iFinD、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化

图4: 单季度归母净利率变化

资料来源：公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2381	4742	8503	12245	16276	营业收入	32329	51459	64962	77213	86679
应收款项	66	83	105	125	140	营业成本	28851	45078	56479	66752	74594
存货净额	2141	2358	2940	3475	3863	营业税金及附加	63	129	195	232	260
其他流动资产	1182	1706	2144	2548	2860	销售费用	1431	1544	1754	1930	2167
流动资产合计	5771	8891	13692	18393	23140	管理费用	981	1505	1757	1856	1996
固定资产	796	700	694	686	672	研发费用	4	36	32	46	52
无形资产及其他	60	81	83	85	88	财务费用	39	38	(20)	(68)	(119)
投资性房地产	627	375	474	563	632	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(12)	(11)	(11)	(12)	(13)
资产总计	7253	10047	14944	19728	24532	其他收入	89	98	98	121	116
短期借款及交易性金融负债	956	637	637	637	637	营业利润	1041	3252	4885	6621	7883
应付款项	3189	4360	5617	6676	7480	营业外净收支	(9)	15	0	0	0
其他流动负债	983	1273	1560	1834	2048	利润总额	1032	3267	4885	6621	7883
流动负债合计	5128	6269	7814	9146	10165	所得税费用	429	843	1260	1708	2034
长期借款及应付债券	237	974	974	974	974	少数股东损益	310	1079	1269	1719	2047
其他长期负债	426	253	316	350	367	归属于母公司净利润	294	1345	2356	3193	3802
非流动负债合计	664	1228	1290	1324	1342	现金流量表 (百万元)					
负债合计	5792	7497	9104	10471	11506	净利润	294	1345	2356	3193	3802
少数股东权益	363	1068	2156	3188	4416	资产减值准备	5	(1)	(8)	(0)	(0)
股东权益	1098	1483	3684	6070	8609	折旧摊销	105	108	75	79	84
负债和股东权益总计	7253	10047	14944	19728	24532	公允价值变动损失	12	11	11	12	13
关键财务与估值指标						财务费用	39	38	(20)	(68)	(119)
每股收益	1.63	7.12	12.47	16.91	20.13	营运资本变动	(181)	780	566	408	320
每股红利	0.60	1.01	4.99	6.76	9.06	其它	614	1389	1257	1651	1928
每股净资产	6.10	7.85	19.50	32.13	45.58	经营活动现金流	848	3631	4256	5343	6148
ROIC	28.08%	68.27%	85%	107%	105%	资本开支	(117)	(77)	(85)	(85)	(85)
ROE	26.73%	90.65%	64%	53%	44%	其它投资现金流	20	27	0	0	0
毛利率	11%	12%	13%	14%	14%	投资活动现金流	(96)	(50)	(85)	(85)	(85)
EBIT Margin	3%	6%	7%	8%	9%	权益性融资	0	120	0	0	0
EBITDA Margin	3%	6%	7%	8%	9%	长期贷款增加	89	737	0	0	0
收入增长	248%	59%	26%	19%	12%	支付股利、利息	(54)	(275)	(344)	(1450)	(1965)
净利润增长率	-454%	358%	75%	36%	19%	其它融资现金流	269	(1724)	(1067)	(1067)	(1067)
资产负债率	85%	85%	75%	69%	65%	融资活动现金流	303	(1142)	(1411)	(2516)	(3032)
股息率	0.3%	0.5%	2.6%	3.5%	4.7%	现金净变动	1056	2440	2761	2742	3031
P/E	117.8	27.0	15.4	11.4	9.5	货币资金的期初余额	1154	2209	4649	7410	10152
P/B	31.5	24.5	9.8	6.0	4.2	货币资金的期末余额	2209	4649	7410	10152	13183
EV/EBITDA	36.6	13.4	9.4	7.2	6.2	企业自由现金流	391	3160	4079	5150	5968
						权益自由现金流	480	3897	4093	5201	6056

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032