

## 万辰集团 (300972.SZ)

## 快速拓店收入高增，净利率持续超预期

2026年03月19日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

陈钟山（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

chenzhongshan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524040001

日期	2026/3/18
当前股价(元)	195.09
一年最高最低(元)	240.89/80.55
总市值(亿元)	373.19
流通市值(亿元)	342.03
总股本(亿股)	1.91
流通股本(亿股)	1.75
近3个月换手率(%)	70.98

### ● 收入保持高速增长，维持“增持”评级

公司发布2025年年报，实现营收514.59亿元，同比+59.2%，实现归母净利13.45亿元，同比+358.1%；其中公司2025Q4单季度营收148.97亿元，同比+27.2%，归母净利4.9亿元、同比+133.8%，扣非净利4.71亿元，同比+159.4%。公司持续稳步拓店，推进发行港股股票，看好公司后续经营效率持续提升。2026-2027年，新增2028年盈利预测，预计公司2026-2028年实现归母净利润20.8(+6.0)、25.4(+4.3)、29.2亿元，当前股价对应PE分别为17.9、14.7、12.8倍，公司品牌力与护城河持续夯实，经营稳步向好，维持“增持”评级。

### ● 持续快速拓店，收入增长亮眼

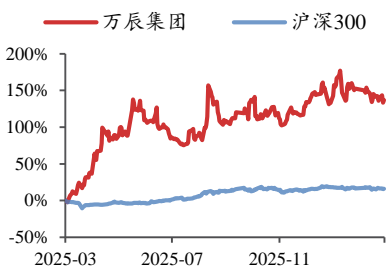
公司2025Q4收入148.97亿元，同增27.2%，主因量贩门店持续扩张，截至2025年末，公司有门店共计18314家，年内新增门店4720家、闭店602家、净增4118家。公司2025年零食量贩业务收入508.57亿元，同增60.0%；其中公司2025年末在华东、华中、华北、西北、西南、华南、东北区域门店数分别为9888、2435、1659、1037、1386、738、1171家，门店主要集中于华东、华中、华北区域。公司2025年食用菌业务收入6.02亿元，同增11.8%，保持相对稳健。

### ● 规模效应提升，利润率表现优异

公司2025Q4毛利率14.2%，同增2.8pct，主要受益公司规模效应显现，门店经营效率提升。公司2025Q4销售费用率3.2%，同降1.4pct，受益于公司零食量贩业务在周转、拓展、人效和供应链方面持续优化，费效比明显提升；管理费用率3.3%，同升0.3pct，保持相对平稳。公司2025年实现归母净利润13.5亿元，同比+358.1%；扣除股份支付影响后实现净利润25.33亿元，对应净利率4.98%；2025Q4单季度归母净利润4.9亿元，同比+133.8%，加回股份支付费用后的净利润8.4亿元，同比+165.3%，对应净利率5.71%，环比第三季度的5.3%仍有提升，经营表现亮眼。

### ● 风险提示：拓店速度不及预期风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《收入维持高增，净利率水平超预期——公司信息更新报告》-2025.10.23
- 《门店持续拓展，经营效率提升——公司信息更新报告》-2025.8.29
- 《收入延续高增，利润释放亮眼——公司信息更新报告》-2025.4.30

### 财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,329	51,459	64,041	75,148	84,465
YOY(%)	247.9	59.2	24.5	17.3	12.4
归母净利润(百万元)	294	1,345	2,079	2,544	2,916
YOY(%)	454.0	358.1	54.6	22.4	14.6
毛利率(%)	10.8	12.4	13.0	13.8	13.8
净利率(%)	0.9	2.6	3.2	3.4	3.5
ROE(%)	41.3	104.2	81.4	52.0	38.2
EPS(摊薄/元)	1.53	7.03	10.87	13.30	15.24
P/E(倍)	127.1	27.8	17.9	14.7	12.8
P/B(倍)	34.0	25.2	10.3	6.1	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	5771	8891	12445	17148	22339
现金	2381	4742	7250	11481	15813
应收票据及应收账款	18	13	26	20	32
其他应收款	47	70	76	95	97
预付账款	1141	1620	1816	2216	2316
存货	2141	2358	3204	3259	4006
其他流动资产	42	87	72	77	75
<b>非流动资产</b>	1483	1157	1609	1784	1921
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	794	700	811	903	972
无形资产	60	81	86	91	97
其他非流动资产	630	376	712	790	852
<b>资产总计</b>	7253	10047	14054	18933	24260
<b>流动负债</b>	5128	6269	6153	6915	7557
短期借款	956	637	200	50	150
应付票据及应付账款	2094	3075	3315	4109	4236
其他流动负债	2078	2558	2638	2756	3171
<b>非流动负债</b>	664	1228	1339	1215	1041
长期借款	237	974	887	757	572
其他非流动负债	426	253	452	458	469
<b>负债合计</b>	5792	7497	7492	8130	8597
少数股东权益	363	1068	2454	4150	6094
股本	180	189	197	197	197
资本公积	534	68	606	606	606
留存收益	384	1226	4692	8932	13792
<b>归属母公司股东权益</b>	1098	1483	4108	6652	9569
<b>负债和股东权益</b>	7253	10047	14054	18933	24260

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	848	3631	2919	4644	4425
净利润	603	2424	3466	4241	4860
折旧摊销	121	128	104	130	157
财务费用	39	38	-27	-133	-255
投资损失	-0	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-337	707	-661	405	-345
其他经营现金流	422	337	38	2	9
<b>投资活动现金流</b>	-96	-50	-573	-300	-287
资本支出	117	77	47	236	227
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	20	27	-526	-63	-60
<b>筹资活动现金流</b>	303	-1142	162	-114	194
短期借款	445	-319	-437	-150	100
长期借款	89	737	-87	-130	-186
普通股增加	25	9	8	0	0
资本公积增加	170	-466	538	0	0
其他筹资现金流	-426	-1102	140	166	279
<b>现金净增加额</b>	1056	2440	2509	4231	4332

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	32329	51459	64041	75148	84465
营业成本	28851	45078	55725	64743	72776
营业税金及附加	63	129	161	188	212
营业费用	1431	1544	1871	2220	2471
管理费用	981	1505	1507	2086	2341
研发费用	4	36	45	52	59
财务费用	39	38	-27	-133	-255
资产减值损失	-12	-11	0	0	0
其他收益	106	141	67	80	99
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	1	1	1
资产处置收益	-8	-1	-4	-4	-4
<b>营业利润</b>	1041	3252	4813	6058	6943
营业外收入	13	38	0	0	0
营业外支出	22	24	0	0	0
<b>利润总额</b>	1032	3267	4813	6058	6943
所得税	429	843	1348	1817	2083
<b>净利润</b>	603	2424	3466	4241	4860
少数股东损益	310	1079	1386	1696	1944
<b>归属母公司净利润</b>	294	1345	2079	2544	2916
EBITDA	1156	3355	4795	5942	6719
	1.53	7.03	10.87	13.30	15.24

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	247.9	59.2	24.5	17.3	12.4
营业利润(%)	1462.0	212.4	48.0	25.9	14.6
归属于母公司净利润(%)	454.0	358.1	54.6	22.4	14.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.8	12.4	13.0	13.8	13.8
净利率(%)	0.9	2.6	3.2	3.4	3.5
ROE(%)	41.3	104.2	81.4	52.0	38.2
ROIC(%)	24.2	70.0	68.0	56.1	45.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.9	74.6	53.3	42.9	35.4
净负债比率(%)	-67.3	-109.9	-97.2	-100.8	-97.5
流动比率	1.1	1.4	2.0	2.5	3.0
速动比率	0.5	0.8	1.2	1.7	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	5.8	5.9	5.3	4.6	3.9
应收账款周转率	1424.0	3262.3	3262.3	3262.3	3262.3
应付账款周转率	19.5	17.7	17.7	17.7	17.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.53	7.03	10.87	13.30	15.24
每股经营现金流(最新摊薄)	4.43	18.98	15.26	24.28	23.13
每股净资产(最新摊薄)	5.74	7.75	18.94	32.24	47.48
<b>估值比率</b>					
P/E	127.1	27.8	17.9	14.7	12.8
P/B	34.0	25.2	10.3	6.1	4.1
EV/EBITDA	32.6	10.9	7.3	5.4	4.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn