

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

万辰集团(300972)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料联席首席分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编: 100031

内功夯实，盈利向上

2026年03月19日

事件: 公司发布25年年报, 公司25年实现收入514.6亿元, 同比+59.2%; 净利润24.2亿元, 同比+301.8%; 归母净利润13.4亿, 同比+358.1%。

点评:

- **市场对于利润率延续提升有分歧, 我们认为合理的利润率下持续保持竞争优势才是生意的核心, 25年公司持续夯实内部经营和供应链, 强化内生价值。** 公司25年零食量贩业务实现营收508.6亿元(落在预告中枢左右), 25年量贩业务净利率(剔除股权激励费用)为4.98%(落在预告偏上线位置, 超出市场预期)。单25Q4量贩业务营收为147亿(同比+27%), 25Q4量贩业务净利率(剔除股权激励费用)为5.72%, 环比25Q3提升0.4pct。市场担忧利润率的持续性, 我们认为当前折扣零售竞争态势相对温和, 零食量贩业态商业模式更高维, 包装食品和水饮供应链优势显著, 产业链话语权提升&规模效应&自有品牌占比提升, 26年有望进一步延续盈利能力提升趋势同时保持业态的强竞争力。
- **25Q4单店逐步企稳, 我们预计26年公司有望开店加速。** 截至25年底, 公司门店数量为18314家, 25Q4总收入计算单店同比下降8.3%, 剔除一次性收入的经营性单店我们预计同比已经基本持平。25H2公司净开门店2949家, 环比25H1开店加速。但相比竞争对手, 公司25年开店节奏略慢, 25年公司聚焦内部供应链、信息化系统等夯实强化, 我们预计在公司内生经营能力更为扎实的情况下, 26年公司有望开店加速&单店转正。
- **商业模式造血能力强, 账上现金充裕。** 截至25年年底, 公司拥有货币现金47.4亿, 25年分红总额进一步提升, 均表明零食量贩业态强大的造血能力。25年存货周转天数为18天左右, 同比相对稳定。25Q4归母比例我们预计进一步提升至58%左右, 26年万优并表完整贡献下归母比例有望提升至65%左右。
- **市场对于公司后续的成长性/发展天花板以及零售业态的竞争性/持续性有分歧, 我们认为公司当前内生价值被低估。** 1) 25年公司内部的运营能力持续强化。2) 零售变革大红利, 产业链链主地位逐步转移至零售商, 零食量贩头部玩家走在这一轮零售变革的前列, 竞争优势显著, 区域扩张空间仍大。3) 包装食品+水饮效率优化逻辑可以复制到其他品类上, 但需要时间沉淀供应链和运营, 省钱超市/扩品类经过25年的打磨, 26年有望开店加速。零食量贩门店区域扩张+省钱超市/扩品类均存在较为明确的成长路径。其次优质零售商的竞争性和持续性海外有例可援, 长期估值水位扩容亦可期。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司26-27年收入为672.2/817.3亿元,

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

零食量贩业务（剔除股权激励费用）的利润率 5.6%/5.7%，对应整体净利润 36.5/45.9 亿，按照 65%左右的归母比例计算，归母净利润为 23.8/31.7 亿，26 年归母对应当前 PE 为 15.7X，当前估值低位，零售变革重塑渠道价值链的大浪潮下，我们认为具备“效率+选品+长期主义”竞争力的优质零售业态有望迎来快速发展和价值重估，维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素：**区域市场竞争加剧、行业出现价格战、扩品类运营能力不及预期、收购和股份转让事项推进不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	32,329	51,459	67,215	81,726	94,483
增长率 YoY %	247.9%	59.2%	30.6%	21.6%	15.6%
归属母公司净利润 (百万元)	294	1,345	2,377	3,170	3,757
增长率 YoY%	454.0%	358.1%	76.8%	33.4%	18.5%
毛利率%	10.8%	12.4%	12.7%	12.7%	12.9%
净资产收益率ROE%	26.7%	90.7%	67.0%	58.2%	48.8%
EPS(摊薄)(元)	1.53	7.03	12.43	16.57	19.64
市盈率 P/E(倍)	127.14	27.76	15.70	11.77	9.93
市净率 P/B(倍)	33.98	25.16	10.52	6.85	4.84

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 03 月 18 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	5,771	8,891	13,293	19,327	23,132	
货币资金	2,381	4,742	8,189	14,176	17,030	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	18	13	62	29	76	
预付账款	1,141	1,620	1,468	1,569	1,647	
存货	2,141	2,358	3,207	3,306	3,943	
其他	89	157	368	247	436	
非流动资产	1,483	1,157	1,238	1,289	1,306	
长期股权投资	0	0	0	0	1	
固定资产(合计)	794	700	787	823	831	
无形资产	60	81	80	80	79	
其他	630	376	371	386	396	
资产总计	7,253	10,047	14,531	20,616	24,438	
流动负债	5,128	6,269	7,264	9,892	9,651	
短期借款	956	637	887	1,037	1,137	
应付票据	82	0	0	0	0	
应付账款	2,012	3,075	2,372	4,185	3,271	
其他	2,078	2,558	4,006	4,671	5,243	
非流动负债	664	1,228	1,373	1,503	1,623	
长期借款	237	974	1,069	1,169	1,269	
其他	426	253	303	333	353	
负债合计	5,792	7,497	8,637	11,395	11,274	
少数股东权益	363	1,068	2,347	3,772	5,460	
归属母公司股东权益	1,098	1,483	3,546	5,449	7,705	
负债和股东权益	7,253	10,047	14,531	20,616	24,438	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	32,329	51,459	67,215	81,726	94,483	
同比(%)	247.9%	59.2%	30.6%	21.6%	15.6%	
归属母公司净利润	294	1,345	2,377	3,170	3,757	
同比(%)	454.0%	358.1%	76.8%	33.4%	18.5%	
毛利率(%)	10.8%	12.4%	12.7%	12.7%	12.9%	
ROE%	26.7%	90.7%	67.0%	58.2%	48.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.53	7.03	12.43	16.57	19.64	
P/E	127.14	27.76	15.70	11.77	9.93	
P/B	33.98	25.16	10.52	6.85	4.84	
EV/EBITDA	10.04	9.89	6.20	4.12	3.13	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	32,329	51,459	67,215	81,726	94,483	
营业成本	28,851	45,078	58,707	71,312	82,339	
营业税金及附加	63	129	134	147	161	
销售费用	1,431	1,544	1,822	2,149	2,447	
管理费用	981	1,505	1,754	2,084	2,362	
研发费用	4	36	10	12	14	
财务费用	39	38	71	83	91	
减值损失合计	-12	-11	-13	-13	-13	
投资净收益	0	2	0	0	0	
其他	93	132	134	114	103	
营业利润	1,041	3,252	4,838	6,039	7,158	
营业外收支	-9	15	6	6	6	
利润总额	1,032	3,267	4,844	6,045	7,164	
所得税	429	843	1,187	1,451	1,719	
净利润	603	2,424	3,657	4,594	5,445	
少数股东损益	310	1,079	1,280	1,424	1,688	
归属母公司净利润	294	1,345	2,377	3,170	3,757	
EBITDA	1,370	3,571	5,098	6,280	7,418	
EPS(当年)(元)	1.71	7.30	12.43	16.57	19.64	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	848	3,631	3,689	7,249	4,395	
净利润	603	2,424	3,657	4,594	5,445	
折旧摊销	281	282	175	145	154	
财务费用	51	54	71	83	91	
投资损失	0	-2	0	0	0	
营运资金变动	-118	851	-222	2,419	-1,304	
其它	31	22	8	8	8	
投资活动现金流	-96	-50	-251	-191	-166	
资本支出	-96	-52	-246	-186	-161	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	0	2	-5	-5	-5	
筹资活动现金流	303	-1,142	9	-1,071	-1,374	
吸收投资	299	120	161	0	0	
借款	534	417	345	250	200	
支付利息或股息	-54	-275	-547	-1,351	-1,594	
现金流净增加额	1,056	2,440	3,447	5,987	2,854	

研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态(深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等)，深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。