

食品饮料

报告日期：2026年03月23日

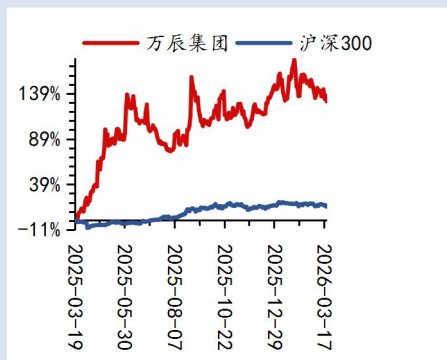
## 收入高增，量贩零食业务净利率稳步提升

### ——万辰集团（300972.SZ）2025 年业绩点评报告

#### 华龙证券研究所

投资评级：增持（维持）

#### 最近一年走势



#### 市场数据

2026年03月19日

当前价格（元）	189.63
52周价格区间（元）	80.55-240.89
总市值（百万元）	36,274.96
流通市值（百万元）	33,246.10
总股本（万股）	19,129.34
流通股（万股）	17,532.09
近一月换手（%）	18.88

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzq.com

#### 相关阅读

《量贩零食业务高质量发展，净利率提升盈利能力增强——万辰集团（300972.SZ）2025 年三季度业绩点评报告》2025.10.24

#### 事件：

2026年3月18日，公司发布2025年度报告。

报告期内，公司实现营业收入514.59亿元，同比增长59.17%；归属母公司股东的净利润13.45亿元，同比增长358.09%；扣除非经常性损益后的净利润为12.77亿元，同比增长395.03%。

#### 观点：

➤ **2025 年公司营业收入和归母净利润实现亮眼增长，量贩零食门店数量持续增长。**2025 年公司实现营业收入514.59亿元，同比增长59.17%；归属母公司股东的净利润13.45亿元，同比增长358.09%；扣除非经常性损益后的净利润为12.77亿元，同比增长395.03%。分产品看，零食产品/金针菇/真姬菇/其他菌菇产品/菌渣及其他分别实现营收508.57亿元/4.50亿元/1.23亿元/0.24亿元/0.05亿元，同比增长59.98%/11.98%/22.55%/-9.89%/-47.23%；分销售模式来看，经销/门店销售/批发供货/其他分别实现营收6.02亿元/3.24亿元/496.33亿元/9.00亿元，同比增长11.80%/-38.16%/61.03%/102.88%。截至2025年末，公司门店共计18,314家，较2024年末（14,196家）新增4,118家门店。

➤ **毛利率和净利率提升，费用率下降，盈利能力增强。**2025 年公司毛利率为12.40%，同比提升1.64pct；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为3.00%/2.92%/0.07%，同比分别下降1.42pct/0.11pct/0.05pct，2025 年公司各核心业务环节的经营效益不断提升。公司在商品采购和品类管理上持续深耕，与国内外各大头部食品饮料品牌和地方特色品牌建立了广泛和紧密的业务合作关系，毛利率表现持续向好。公司招商拓展和运营等各环节人效持续提升、仓储效率和物流费率不断优化，推动公司量贩零食业务的费比持续优化。综合推动量贩零食业务净利率表现稳步向上，全年量贩零食业务加回计提的股份支付费用后的净利润为25.33亿元，净利率为4.98%。

➤ **量贩模式以“集中采购、精简流通、提升效率”为核心，成功实践了硬折扣商业模式。**该模式通过对供应链和零售门店的创新改革，将供应链效率提升所释放的利润空间，实际转化为消费者的高性价比以及门店的盈利能力提升，专注打造丰富多样、高质价比的快乐消费购物体验。量贩零食属于硬折扣模式下的垂直品类业态。在供应链端，量贩零食通过精简环节、直连厂商与规模化

采购，实现供给价格最优。门店端，直接对接消费者，通过“标准化终端呈现+沉浸式消费场景”双轮驱动，将单纯的价格策略升级为体验策略：一方面依托统一门店呈现和招牌视觉系统的建设，降低获客成本并激活社交裂变效应；另一方面，打造开放式选品矩阵，通过大量动销数据的分析，提供丰富的商品品类，构建自由挑选的购物环境。相比线上渠道整件购买、拼单不便、运费及等待时间等，线下量贩购物体验更具灵活、即时满足的优势，从而提升消费黏性，实现品牌价值与顾客体验的双向赋能。

➤ **盈利预测及投资评级：**基于公司供应链提质增效，规模效应持续释放，2025年度业绩增速亮眼，我们上调2026年/2027年营业收入和归母净利润预测值，加入2028年预测值，我们预计公司2026-2028年营业收入分别为642.33亿元/757.21亿元/855.12亿元（2026/2027前值为596.79亿元/679.62亿元），同比增长24.82%/17.88%/12.93%；归母净利润分别为20.95亿元/25.97亿元/29.24亿元（2026/2027前值为14.71亿元/19.35亿元），同比增长55.78%/23.99%/12.60%；对应2026年3月19日收盘价，PE分别为17.3X/14.0X/12.4X，我们维持公司“增持”评级。

➤ **风险提示：**食品安全风险、市场竞争加剧的风险、行业出现价格战、原材料价格波动、多品类运营能力不及预期。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	32,329	51,459	64,233	75,721	85,512
增长率（%）	247.86	59.17	24.82	17.88	12.93
归母净利润（百万元）	294	1,345	2,095	2,597	2,924
增长率（%）	453.95	358.09	55.78	23.99	12.60
ROE（%）	41.28	95.03	61.24	43.81	33.37
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.63	7.12	10.95	13.58	15.29
市盈率（P/E）	49.3	11.3	17.3	14.0	12.4
市净率（P/B）	15.8	18.9	10.6	6.2	4.2

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	5,771	8,891	12,290	17,897	22,812	<b>营业收入</b>	32,329	51,459	64,233	75,721	85,512
现金	2,381	4,742	7,038	12,119	16,150	营业成本	28,851	45,078	55,515	65,230	73,710
应收票据及应收账款	18	13	79	30	94	税金及附加	63	129	161	190	214
其他应收款	47	70	77	96	99	销售费用	1,431	1,544	2,184	2,499	2,736
预付账款	1,141	1,620	1,826	2,237	2,352	管理费用	981	1,505	1,285	1,439	1,625
存货	2,141	2,358	3,183	3,328	4,030	研发费用	4	36	45	53	60
其他流动资产	42	87	87	87	87	财务费用	39	38	88	130	187
<b>非流动资产</b>	1,483	1,157	1,225	1,283	1,307	资产和信用减值损失	-17	-19	-24	-28	-31
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	106	141	141	141	141
固定资产	794	700	779	821	823	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	60	81	96	109	121	投资净收益	0	2	2	2	2
其他非流动资产	630	376	351	353	363	资产处置收益	-8	-1	-1	-1	-1
<b>资产总计</b>	7,253	10,047	13,515	19,180	24,119	<b>营业利润</b>	1,041	3,252	5,074	6,294	7,089
<b>流动负债</b>	5,128	6,269	6,253	7,552	7,583	营业外收入	13	38	38	38	38
短期借款	956	637	500	500	500	营业外支出	22	24	24	24	24
应付票据及应付账款	2,094	3,075	2,870	4,044	3,729	<b>利润总额</b>	1,032	3,267	5,089	6,309	7,104
其他流动负债	2,078	2,558	2,883	3,009	3,354	所得税	429	843	1,313	1,628	1,833
<b>非流动负债</b>	664	1,228	1,096	940	738	<b>净利润</b>	603	2,424	3,776	4,682	5,272
长期借款	237	974	843	687	484	少数股东损益	310	1,079	1,681	2,085	2,347
其他非流动负债	426	253	253	253	253	<b>归属母公司净利润</b>	294	1,345	2,095	2,597	2,924
<b>负债合计</b>	5,792	7,497	7,349	8,493	8,321	EBITDA	1,218	3,466	5,341	6,604	7,472
少数股东权益	363	1,068	2,749	4,834	7,181	EPS (元)	1.63	7.12	10.95	13.58	15.29
股本	180	189	189	189	189						
资本公积	534	68	68	68	68						
留存收益	384	1,226	4,551	8,674	13,316						
归属母公司股东权益	1,098	1,483	3,417	5,854	8,618						
<b>负债和股东权益</b>	7,253	10,047	13,515	19,180	24,119						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	848	3,631	3,084	5,689	4,724
净利润	603	2,424	3,776	4,682	5,272
折旧摊销	121	128	123	115	124
财务费用	39	38	88	130	187
投资损失	-0	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-337	707	-926	735	-890
其他经营现金流	422	337	25	29	32
<b>投资活动现金流</b>	-96	-50	-191	-172	-147
资本支出	117	77	192	173	148
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	20	27	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	303	-1,142	-597	-435	-545
短期借款	445	-319	-137	0	0
长期借款	89	737	-132	-156	-203
普通股增加	25	9	0	0	0
资本公积增加	170	-466	0	0	0
其他筹资现金流	-426	-1,102	-329	-279	-342
<b>现金净增加额</b>	1,056	2,440	2,296	5,081	4,032

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入同比增速(%)	247.86	59.17	24.82	17.88	12.93
营业利润同比增速(%)	1,461.99	212.38	56.04	24.06	12.63
归属于母公司净利润同比增速(%)	453.95	358.09	55.78	23.99	12.60
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.76	12.40	13.57	13.86	13.80
净利率(%)	1.87	4.71	5.88	6.18	6.16
ROE(%)	41.28	95.03	61.24	43.81	33.37
ROIC(%)	25.70	72.40	77.34	65.97	55.27
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.85	74.61	54.37	44.28	34.50
净负债比率(%)	-67.29	-109.91	-88.36	-99.88	-94.33
流动比率	1.13	1.42	1.97	2.37	3.01
速动比率	0.48	0.77	1.15	1.62	2.16
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	5.78	5.95	5.45	4.63	3.95
应收账款周转率	1,424.05	3,262.33	1,400.00	1,398.00	1,380.00
应付账款周转率	19.53	17.72	19.00	19.20	19.30
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.63	7.12	10.95	13.58	15.29
每股经营现金流(最新摊薄)	4.71	19.23	16.12	29.74	24.70
每股净资产(最新摊薄)	6.10	7.85	17.86	30.60	45.05
<b>估值比率</b>					
P/E	49.3	11.3	17.3	14.0	12.4
P/B	15.8	18.9	10.6	6.2	4.2
EV/EBITDA	28.89	9.83	6.20	4.54	3.76

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明：

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

华龙证券股份有限公司（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。

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，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。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046