

万辰集团(300972)

报告日期: 2026年04月08日

产业链链主议价能力强&单店改善, 迎来业绩释放大年

——万辰集团更新报告

投资要点

- 万辰集团为量贩零食龙二, 作为产业链链主, 议价能力强, 净利率环比持续提升。预期26年门店持续扩张&同店改善&申请港股上市, 迎来业绩释放大年。
- 2025年Q4同店明显改善, 净利率环比持续提升。
 - 1) 2025年: 量贩零食业务营收508.57亿(同比+60%, 下同), 加回计提的股份支付费用后实现净利润25.33亿(+195%), 毛利率12.32%(+1.5pct), 净利率约5%(+2.3pct)。合计归母净利润13.45亿(+357%)。按2025年底18314家门店计算, 对应同店313万/年(-7%), 同店有所改善。2) 25Q4: 量贩零食营收146.99亿(+27%), 净利润8.41亿(+165%), 净利率约5.72%(Q3为5.33%, 环比提升)。合计归母净利润4.9亿元(+135%)。
- 存货周转天数18天运营能力强, 议价能力持续增强。
 - 1) 门店: 2025年新增门店4720家, 减少602家(闭店率3%), 2025年末18314家。截至2026年2月28日, 门店数1.95万。2) 单店月均GMV: 由2025年上半年37.1万元增至2025年下半年的39.2万元。由25年1-2月的37.2万元增加至26年1-2月的40.6万元。3) 运营: 货币资金47亿元, 存货周转天数18天(同比持平)动销依然强劲, 应付账款周转天数20天(同比+2天)议价能力增强。
- 量贩零食未来五年CAGR+28%, 会员消费推动业绩增长。
 - 1) 根据招股说明书, 过去五年量贩零食行业CAGR+82%, 报告预计未来五年市场规模将达到7259亿, 2025-2030年CAGR+28%。公司加盟店闭店率2024/2025年分别为1.5%、3%, 维持稳健水平。2) 公司注册会员由2023年末的0.38亿人增至2025年底的1.9亿人。会员消费贡献gmV的79%, 成为重要增长来源。
- 预期差
市场认为, 行业开店空间已然有限, 零售行业竞争激烈, 目前净利率水平较高, 后续较难维持。我们认为, 2026年公司开店仍有空间, 而且公司作为产业链链主议价能力强, 净利率有望维持高位。展望27-28年, 门店品类扩展空间广阔。
- 催化剂
开店速度超预期、净利率提升超预期、少数股东权益收回
- 盈利预测与估值
因公司净利率环比持续提升, 产业链链主具备议价权, 龙头优势有望延续, 我们上调预测26-28年公司收入分别为683/838/950亿元, 增速33%/23%/13%; 26-28年归母净利润分别为25/32/35亿元, 增速分别为82%/29%/10%。当前价格对应26年PE为16X, 仍有较大提升空间。维持“买入”评级。
- 风险提示
门店扩张不及预期、品类扩张不及预期、市场竞争加剧

投资评级: 买入(维持)

分析师: 张潇倩
执业证书号: S1230526010001
zhangxiaolian01@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
执业证书号: S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

分析师: 杜宛泽
执业证书号: S1230521070001
duwanze@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥199.75
总市值(百万元)	38,210.85
总股本(百万股)	191.29

股票走势图



相关报告

- 1 《净利率持续超预期, 关注港股上市及少数股东权益收回》 2025.09.07
- 2 《从草根观察看量贩零食扩品类之路》 2025.07.14
- 3 《净利率超预期, 股权激励激发信心》 2025.05.11

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	51459	68287	83792	94999
(+/-) (%)	59.17%	32.70%	22.71%	13.37%
归母净利润	1345	2450	3171	3485
(+/-) (%)	/	82.22%	29.42%	9.90%
每股收益(元)	7.12	12.81	16.58	18.22
P/E	28.06	15.59	12.05	10.96

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8,891	15,041	21,686	28,796
现金	4,742	8,294	13,814	19,793
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	13	34	8	71
其它应收款	70	354	224	292
预付账款	1,620	1,548	1,750	1,979
存货	2,358	4,764	5,832	6,597
其他	87	47	59	64
非流动资产	1,157	1,522	1,347	1,295
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	700	744	678	625
无形资产	81	87	92	101
在建工程	0	8	14	20
其他	376	683	563	549
资产总计	10,047	16,563	23,034	30,091
流动负债	6,269	8,511	9,905	11,414
短期借款	637	902	1,022	1,503
应付款项	3,075	4,225	4,466	5,008
预收账款	0	0	0	0
其他	2,558	3,384	4,416	4,902
非流动负债	1,228	1,724	1,922	2,109
长期借款	974	1,074	1,174	1,274
其他	253	650	748	835
负债合计	7,497	10,235	11,827	13,523
少数股东权益	1,068	2,387	4,094	5,971
归属母公司股东权	1,483	3,941	7,112	10,597
负债和股东权益	10,047	16,563	23,034	30,091

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	51,459	68,287	83,792	94,999
营业成本	45,078	59,546	72,899	82,459
营业税金及附加	129	137	181	211
营业费用	1,544	1,605	2,095	2,850
管理费用	1,505	1,912	2,095	2,375
研发费用	36	7	8	9
财务费用	38	22	(31)	(96)
资产减值损失	19	34	42	43
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	140	0	0	0
营业利润	3,252	5,026	6,505	7,149
营业外收支	15	0	0	0
利润总额	3,267	5,026	6,505	7,149
所得税	843	1,257	1,626	1,787
净利润	2,424	3,770	4,878	5,361
少数股东损益	1,079	1,319	1,707	1,877
归属母公司净利润	1,345	2,450	3,171	3,485
EBITDA	3,413	5,116	6,530	7,109
EPS (最新摊薄)	7.12	12.81	16.58	18.22

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	59.17%	32.70%	22.71%	13.37%
营业利润	202.73%	54.57%	29.42%	9.90%
归属母公司净利润	311.58%	82.22%	29.42%	9.90%
获利能力				
毛利率	12.40%	12.80%	13.00%	13.20%
净利率	4.71%	5.52%	5.82%	5.64%
ROE	67.03%	55.19%	36.17%	25.09%
ROIC	68.61%	56.80%	47.73%	36.86%

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,631	3,406	5,252	5,309
净利润	2,424	3,770	4,878	5,361
折旧摊销	128	70	58	59
财务费用	38	22	(31)	(96)
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	824	1,830	1,153	607
其它	220	(2,285)	(805)	(620)
投资活动现金流	(50)	(127)	(4)	(19)
资本支出	95	(100)	10	(2)
长期投资	0	0	0	0
其他	(145)	(27)	(14)	(17)
筹资活动现金流	(1,142)	274	272	689
短期借款	(319)	265	120	481
长期借款	737	100	100	100
其他	(1,559)	(91)	52	108
现金净增加额	2,440	3,552	5,520	5,979

偿债能力

资产负债率	74.61%	61.79%	51.35%	44.94%
净负债比率	25.43%	21.32%	20.46%	22.32%
流动比率	1.42	1.77	2.19	2.52
速动比率	1.04	1.21	1.60	1.94

营运能力

总资产周转率	5.95	5.13	4.23	3.58
应收账款周转率	3262.33	1678.62	1101.96	693.95
应付账款周转率	17.72	16.44	17.07	17.69

每股指标(元)

每股收益	7.12	12.47	16.14	17.73
每股经营现金	18.48	17.33	26.73	27.02
每股净资产	7.85	20.05	36.19	53.92

估值比率

P/E	28.06	15.59	12.05	10.96
P/B	25.44	9.71	5.38	3.61
EV/EBITDA	10.66	6.85	4.83	3.96

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>