

## 万辰集团 (300972.SZ)

## 营收亮眼高增，净利率再创新高

**事件：**万辰集团发布 2026 年一季报，26Q1 实现营收 166.3 亿元，同比+53.7%，归母净利润 6.3 亿元，同比+193.1%，扣非归母净利润 5.7 亿元，同比+168.2%。

**营收亮眼高增，扩店及单店改善同步进行。**26Q1 公司营收同比+53.7%至 166.3 亿元，相比 25H2 增长提速，其中量贩零食业务实现营收 164.4 亿元，同比+53.8%，我们预计主要来自于门店的加速扩店及单店营收的改善。根据公司 H 股招股说明书，截至 2026 年 2 月门店数量已超 1.95 万家，1-2 月净增 1186 家以上门店，淡季逆势加速扩店，1-2 月单店月均 GMV 同比+9.1%至 40.6 万元，门店运营实现显著改善，我们预计与公司进行精细化管理，带动客流增长密切相关，其次春节错期具备一定带动，叠加多品类店型扩张，均提振单店营收。

**净利率再创新高，收回少数股东权益增厚上市公司利润。**26Q1 公司毛利率 12.9%，同比+1.9pct，环比-1.3pct，伴随门店规模快速扩张，整体规模效应持续显现。销售/管理费用率 2.6%/2.7%，分别同比-0.7/+0.2pct，我们预计销售费用率的收窄主因规模效应显现，管理费用率增加或与高速扩张阶段，人员增加相关。净利率 5.8%，同比+2.2pct，其中量贩业务净利率 5.8%，同比+2.0pct，环比+0.1pct，净利率延续稳步提升趋势，再创新高。26Q1 少数股东权益 34.9%，环比 25Q4 下降 6.3pct，主因公司收回南京万优少数股东权益。

**产业链话语权提升，扩店与盈利提升并行。**当前零食行业的供需关系正在快速重构，产业链议价权更加向下游渠道方倾斜，万辰作为超 1.95 万家门店的头部系统，在选品迭代、规模效应等方面持续牵引整体零食供应链路变革。基于公司在 26Q1 逆势扩店，我们对于 2026 年门店扩张更具信心，北方市场开拓、多品类店型打造、门店精进管理等均有望释放更大成长潜力。当前万辰持续兑现净利率提升能力，作为零食垂类零售业态，有望以规模效应及经营效率优化释放盈利能力。

**投资建议：**我们认为量贩零食店作为当前渠道变革重要一环，自身运营实力持续强化，未来扩店、多品类扩张、规模效应、运营提效等均存在广阔提升空间。基于公司 26Q1 亮眼高增，我们上修此前业绩预期，预计 2026-2028 年营收分别为 724.5/886.2/1009.9 亿元，分别同比+40.8%/+22.3%/+14.0%，归母净利润分别为 27.2/35.2/43.1 亿元，分别同比+102.6%/+29.3%/+22.4%，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，扩店节奏不及预期，净利率提升速度不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	32,329	51,459	72,449	88,615	100,987
增长率 yoy (%)	247.9	59.2	40.8	22.3	14.0
归母净利润 (百万元)	294	1,345	2,725	3,524	4,315
增长率 yoy (%)	454.0	358.1	102.6	29.3	22.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.51	6.92	14.03	18.15	22.22
净资产收益率 (%)	26.7	90.7	71.3	51.5	40.9
P/E (倍)	134.9	29.4	14.5	11.2	9.2
P/B (倍)	36.0	26.7	10.4	5.8	3.8

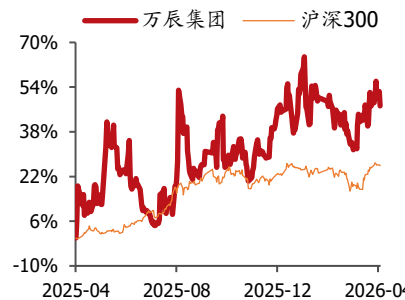
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 28 日收盘价

## 买入 (维持)

## 股票信息

行业	一般零售
前次评级	买入
04 月 28 日收盘价 (元)	203.81
总市值 (百万元)	39,583.17
总股本 (百万股)	194.22
其中自由流通股 (%)	91.75
30 日日均成交量 (百万股)	1.61

## 股价走势



## 作者

分析师 李梓语

执业证书编号: S0680524120001

邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 王玲瑶

执业证书编号: S0680524060005

邮箱: wanglingyao@gszq.com

## 相关研究

- 《万辰集团 (300972.SZ): 净利率再创新高, 扩店增品势能强劲》 2026-03-18
- 《万辰集团 (300972.SZ): 营收利润延续高增, 运营精进机会显著》 2026-01-30
- 《万辰集团 (300972.SZ): 复盘来时路, 展望启新章》 2025-11-24

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	5771	8891	14580	20666	26970
现金	2381	4742	9207	14688	20589
应收票据及应收账款	18	13	13	12	15
其他应收款	47	70	91	106	112
预付账款	1141	1620	2206	2555	2732
存货	2141	2358	2956	3183	3385
其他流动资产	42	87	107	122	137
<b>非流动资产</b>	1483	1157	1102	1038	950
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	794	700	644	602	562
无形资产	60	81	93	108	99
其他非流动资产	630	376	365	328	290
<b>资产总计</b>	7253	10047	15682	21704	27920
<b>流动负债</b>	5128	6269	7987		
短期借款	956	637	837	1017	1017
应付票据及应付账款	2094	3075	3939	4387	4479
其他流动负债	2078	2558	3211	3766	4248
<b>非流动负债</b>	664	1228	1340	1420	1420
长期借款	237	974	1044	1104	1104
其他非流动负债	426	253	296	316	316
<b>负债合计</b>	5792	7497	9327	10589	11164
少数股东权益	363	1068	2535	4271	6209
股本	180	189	198	198	198
资本公积	534	68	59	59	59
留存收益	384	1226	3564	6588	10290
归属母公司股东权益	1098	1483	3821	6845	10547
<b>负债和股东权益</b>	7253	10047	15682	21704	27920

**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	3631	4709	5895	6669
净利润	603	2424	4192	5260	6253
折旧摊销	281	282	173	183	185
财务费用	51	54	62	72	77
投资损失	0	-2	-7	-9	-10
营运资金变动	-118	851	280	370	172
其他经营现金流	31	22	10	19	-9
<b>投资活动现金流</b>	-96	-50	-81	-101	-78
资本支出	-96	-52	-78	-96	-71
长期投资	0	0	-2	-2	-2
其他投资现金流	0	2	-1	-3	-5
<b>筹资活动现金流</b>	303	-1142	-163	-313	-690
短期借款	445	-319	200	180	0
长期借款	89	737	70	60	0
普通股增加	25	9	9	0	0
资本公积增加	170	-466	-9	0	0
其他筹资现金流	-426	-1102	-433	-553	-690
<b>现金净增加额</b>	1056	2440	4465	5482	5901

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	32329	51459	72449	88615	100987
营业成本	28851	45078	63031	77410	88117
营业税金及附加	63	129	167	204	232
营业费用	1431	1544	1886	2064	2274
管理费用	981	1505	1818	2093	2288
研发费用	4	36	36	44	50
财务费用	39	38	24	-1	-41
资产减值损失	-12	-11	-20	-22	0
其他收益	106	141	181	222	252
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	7	9	10
资产处置收益	-8	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	1041	3252	5648	7004	8328
营业外支出	22	24	23	35	40
<b>利润总额</b>	1032	3267	5665	7014	8338
所得税	429	843	1473	1753	2084
<b>净利润</b>	603	2424	4192	5260	6253
少数股东损益	310	1079	1467	1736	1939
<b>归属母公司净利润</b>	294	1345	2725	3524	4315
EBITDA	1370	3571	5862	7195	8483
EPS (元/股)	1.51	6.92	14.03	18.15	22.22

**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(%)	247.9	59.2	40.8	22.3	14.0
营业利润(%)	1462.0	212.4	73.7	24.0	18.9
归属母公司净利润(%)	454.0	358.1	102.6	29.3	22.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.8	12.4	13.0	12.6	12.7
净利率(%)	0.9	2.6	3.8	4.0	4.3
ROE(%)	26.7	90.7	71.3	51.5	40.9
ROIC(%)	20.4	52.8	48.3	38.3	32.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.9	74.6	59.5	48.8	40.0
净负债比率(%)	-49.3	-104.7	-107.8	-108.6	-107.3
流动比率	1.1	1.4	1.8	2.3	2.8
速动比率	0.5	0.8	1.2	1.6	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	5.8	5.9	5.6	4.7	4.1
应收账款周转率	1424.0	3262.3	5463.2	6983.3	7398.9
应付账款周转率	19.5	17.7	18.2	19.0	20.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.51	6.92	14.03	18.15	22.22
每股经营现金流(最新摊薄)	4.37	18.70	24.25	30.35	34.34
每股净资产(最新摊薄)	5.65	7.64	19.67	35.24	54.31
<b>估值比率</b>					
P/E	134.9	29.4	14.5	11.2	9.2
P/B	36.0	26.7	10.4	5.8	3.8
EV/EBITDA	10.0	9.9	5.6	3.8	2.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 28 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com