

万辰集团 (300972.SZ)

优于大市

2026Q1 门店较快扩张，规模效益延续释放

核心观点

公司公布 2026Q1 业绩：2026Q1 营业总收入 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%。

2026Q1 量贩零食业务门店较快扩张、平均单店收入同比提升较为明显。

2026Q1 量贩零食业务实现收入 164.4 亿元，同比+53.8%。一季度公司保持较快开店速度，据万辰集团向港交所递交的最新版招股说明书，2026 年 2 月末公司门店总数已达 19500 家以上，意味着 2026 年前两月净开店 1150 家以上。我们预计公司一季度末门店数量约 20000 家，平均单店营收同比增长双位数，主要得益于门店运营提质工作取得成效、春节旺销以及同期基数较低。

规模效益释放，盈利能力延续同比提升。2026Q1 毛利率 12.9%，同比+1.9pp，得益于公司持续强化供应链能力以及向上游供应议价权提升；销售/管理/研发费用率分别为 2.6%/2.7%/0.1%，分别同比-0.7/+0.2/+0.1pp；归母净利率/扣非归母净利率 3.8%/3.4%，同比+1.8/+1.5pp。其中量贩零食业务加回计提的股份支付费用后净利润 9.6 亿元，同比+133.0%，对应净利率 5.8%，同比+2.0pp，同样印证公司规模效益的快速释放。

盈利预测与投资建议：目前公司处于门店继续较快扩张、规模效益快速释放阶段，公司在 2025 年上半年着力于提升门店经营质量后，2025 年下半年加盟商意愿提升、开店速度加快，预计公司将继续深耕华东核心市场、进行门店下沉加密，同时逐步加大华北、西北、西南等区域的渗透力度。由于目前行业两大龙头的竞争较为理性，公司也在不断提升门店运营、供应链管理、数字化等方面的能力，我们认为目前较快拓店仍有较强基础。量贩零食业务体量持续扩大保障了公司在产业链上的话语权，预计利润率可维持在零售业态中相对高位的水平甚至略有提升。考虑到 2026 年一季度平均单店营收同比提升幅度高于我们此前的预期，我们上调盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 687.0/822.6/915.1 亿元（前预测值 649.6/772.1/866.8 亿元），同比+33.5%/+19.7%/+11.2%；实现归母净利润 25.9/32.6/37.9 亿元（前预测值 23.6/31.9/38.0 亿元），同比+92.4%/+26.0%/+16.2%；EPS 分别为 13.69/17.26/20.06 元；当前股价对应 PE 分别为 17/13/11 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧导致门店分流严重、扩店受阻；新店型的迭代效果不及预期；宏观经济增长受到外部环境的负面影响；食品安全风险等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,329	51,459	68,704	82,260	91,509
(+/-%)	247.9%	59.2%	33.5%	19.7%	11.2%
归母净利润(百万元)	294	1345	2586	3260	3788
(+/-%)	-454.0%	358.1%	92.4%	26.0%	16.2%
每股收益(元)	1.63	7.12	13.69	17.26	20.06
EBIT Margin	3.1%	6.2%	7.2%	7.7%	8.1%
净资产收益率 (ROE)	26.7%	90.7%	65.1%	51.5%	43.6%
市盈率 (PE)	139.1	31.9	16.6	13.1	11.3
EV/EBITDA	42.2	15.4	10.4	8.4	7.4
市净率 (PB)	37.17	28.88	10.78	6.77	4.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

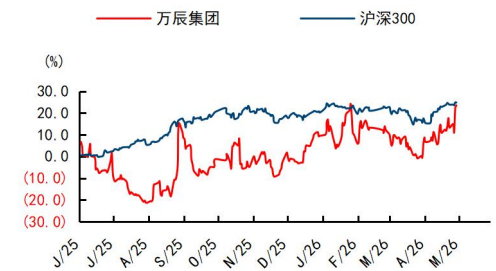
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	226.81 元
总市值/流通市值	44050/40414 百万元
52 周最高价/最低价	240.89/141.00 元
近 3 个月日均成交额	345.12 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《万辰集团 (300972.SZ) - 2025 年下半年加速开店，量贩零食业务规模效益大幅释放》——2026-03-19

万辰集团公布 2026Q1 业绩：2026Q1 营业总收入 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%。

2026Q1 量贩零食业务门店较快扩张、平均单店收入同比提升较为明显。2026Q1 量贩零食业务实现收入 164.4 亿元，同比+53.8%。一季度公司保持较快开店速度，据万辰集团向港交所递交的最新版招股说明书，2026 年 2 月末公司门店总数已达 19500 家以上，意味着 2026 年前两月净开店 1150 家以上。我们预计公司一季度末门店数量约 20000 家，平均单店营收同比增长双位数，主要得益于门店运营提质工作取得成效、春节旺销以及同期基数较低。

规模效益释放，盈利能力延续同比提升。2026Q1 毛利率 12.9%，同比+1.9pp，得益于公司持续强化供应链能力以及向上游供应商议价权提升；销售/管理/研发费用率分别为 2.6%/2.7%/0.1%，分别同比-0.7/+0.2/+0.1pp；归母净利率/扣非归母净利率 3.8%/3.4%，同比+1.8/+1.5pp。其中量贩零食业务加回计提的股份支付费用后净利润 9.6 亿元，同比+133.0%，对应净利率 5.8%，同比+2.0pp，同样印证公司规模效益的快速释放。

盈利预测与投资建议：目前公司处于门店继续较快扩张、规模效益快速释放阶段，公司在 2025 年上半年着力于提升门店经营质量后，2025 年下半年加盟商意愿提升、开店速度加快，预计公司将继续深耕华东核心市场、进行门店下沉加密，同时逐步加大华北、西北、西南等区域的渗透力度。由于目前行业两大龙头的竞争较为理性，公司也在不断提升门店运营、供应链管理、数字化等方面的能力，我们认为目前较快拓店仍有较强基础。量贩零食业务体量持续扩大保障了公司在产业链上的话语权，预计利润率可维持在零售业态中相对高位的水平甚至略有提升。考虑到 2026 年一季度平均单店营收同比提升幅度高于我们此前的预期，我们上调盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 687.0/822.6/915.1 亿元（前预测值 649.6/772.1/866.8 亿元），同比+33.5%/+19.7%/+11.2%；实现归母净利润 25.9/32.6/37.9 亿元（前预测值 23.6/31.9/38.0 亿元），同比+92.4%/+26.0%/+16.2%；EPS 分别为 13.69/17.26/20.06 元；当前股价对应 PE 分别为 17/13/11 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示

行业竞争加剧导致门店分流严重、扩店受阻；新店型的迭代效果不及预期；宏观经济增长受到外部环境的负面影响；食品安全事故导致客流减少、品牌形象受损等。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	64,962	77,213	86,679	68,704	82,260	91,509	3,742	5,047	4,830
收入同比增速%	26.2%	18.9%	12.3%	33.5%	19.7%	11.2%	7.3%	0.9%	-1.0%
毛利率%	13.1%	13.5%	13.9%	13.1%	13.4%	13.6%	0.0%	-0.2%	-0.4%
销售费用率%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
归母净利率%	3.6%	4.1%	4.4%	3.8%	4.0%	4.1%	0.1%	-0.2%	-0.2%
归母净利润（百万元）	2,356	3,193	3,802	2,586	3,260	3,788	231	67	-14
归母净利润同比增速%	75.2%	35.5%	19.1%	92.4%	26.0%	16.2%	17.1%	-9.5%	-2.9%
EPS（元）	12.47	16.91	20.13	13.69	17.26	20.06	1.22	0.35	-0.07

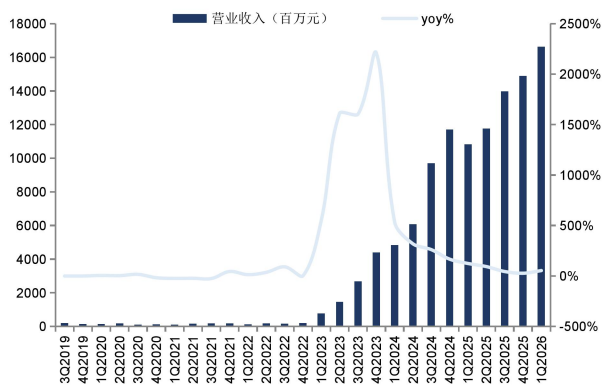
资料来源：iFIND、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2026年4月30日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
300972.SZ	万辰集团	25.0	226.81	13.69	17.26	16.6	13.1	441	优于大市
1768.HK	鸣鸣很忙	36.6	380.98	16.53	21.23	23.0	17.9	830	未评级
002697.SZ	红旗连锁	15.2	5.20	0.37	0.39	14.1	13.3	71	未评级

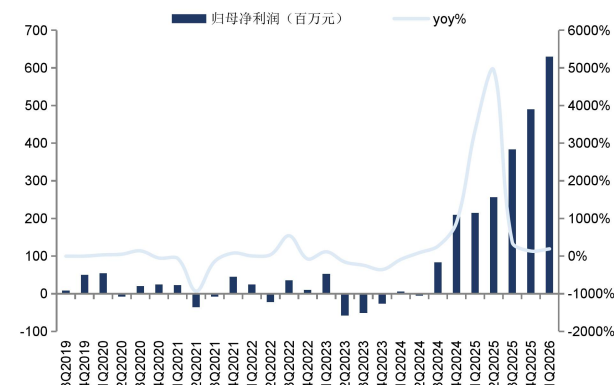
资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理; 鸣鸣很忙、红旗连锁 EPS 采用 Choice 一致预期

图1: 单季度营业收入及增速



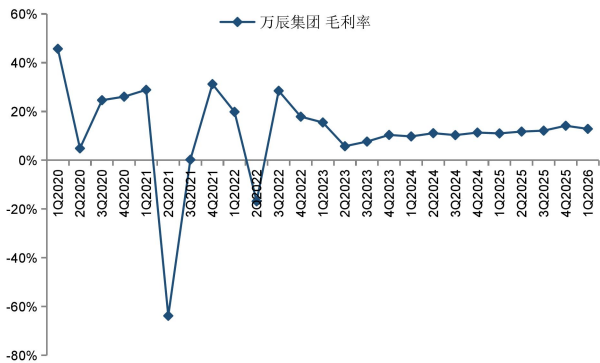
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



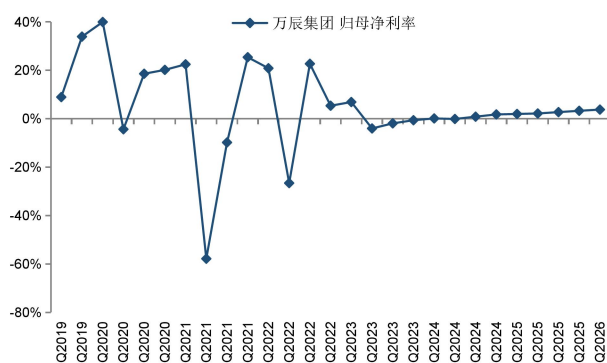
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2381	4742	9202	13189	17043	营业收入	32329	51459	68704	82260	91509
应收款项	66	83	111	133	148	营业成本	28851	45078	59713	71255	79089
存货净额	2141	2358	3108	3709	4095	营业税金及附加	63	129	206	247	275
其他流动资产	1182	1706	2267	2715	3020	销售费用	1431	1544	1718	1974	2105
流动资产合计	5771	8891	14689	19745	24306	管理费用	981	1505	2064	2388	2565
固定资产	796	700	694	685	669	研发费用	4	36	34	49	55
无形资产及其他	60	81	83	85	88	财务费用	39	38	1	(35)	(70)
投资性房地产	627	375	501	600	667	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(12)	(11)	(11)	(13)	(15)
资产总计	7253	10047	15967	21116	25730	其他收入	89	98	306	258	228
短期借款及交易性金融负债	956	637	837	1037	1137	营业利润	1041	3252	5297	6677	7759
应付款项	3189	4360	5939	7126	7931	营业外净收支	(9)	15	0	0	0
其他流动负债	983	1273	1651	1966	2178	利润总额	1032	3267	5297	6677	7759
流动负债合计	5128	6269	8426	10128	11245	所得税费用	429	843	1324	1669	1940
长期借款及应付债券	237	974	974	974	974	少数股东损益	310	1079	1387	1748	2031
其他长期负债	426	253	334	375	391	归属于母公司净利润	294	1345	2586	3260	3788
非流动负债合计	664	1228	1308	1350	1365	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	5792	7497	9735	11478	12610	净利润	294	1345	2586	3260	3788
少数股东权益	363	1068	2257	3306	4423	资产减值准备	5	(1)	(8)	(0)	(0)
股东权益	1098	1483	3975	6332	8697	折旧摊销	105	108	75	79	84
负债和股东权益总计	7253	10047	15967	21116	25730	公允价值变动损失	12	11	11	13	15
						财务费用	39	38	1	(35)	(70)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(181)	780	700	473	326
每股收益	1.63	7.12	13.69	17.26	20.06	其它	614	1389	1395	1713	1961
每股红利	0.60	1.01	5.48	7.77	10.03	经营活动现金流	848	3631	4759	5538	6174
每股净资产	6.10	7.85	21.04	33.52	46.04	资本开支	(117)	(77)	(85)	(85)	(85)
ROIC	28.08%	68.27%	88%	102%	98%	其它投资现金流	20	27	1	0	0
ROE	26.73%	90.65%	65%	51%	44%	投资活动现金流	(96)	(50)	(84)	(85)	(85)
毛利率	11%	12%	13%	13%	14%	权益性融资	0	120	0	0	0
EBIT Margin	3%	6%	7%	8%	8%	长期贷款增加	89	737	0	0	0
EBITDA Margin	3%	6%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(54)	(275)	(344)	(1589)	(2253)
收入增长	248%	59%	34%	20%	11%	其它融资现金流	269	(1724)	(1071)	(1077)	(1081)
净利润增长率	-454%	358%	92%	26%	16%	融资活动现金流	303	(1142)	(1415)	(2666)	(3335)
资产负债率	85%	85%	75%	70%	66%	现金净变动	1056	2440	3260	2787	2755
股息率	0.3%	0.4%	2.4%	3.4%	4.4%	货币资金的期初余额	1154	2209	4649	7909	10696
P/E	139.1	31.9	16.6	13.1	11.3	货币资金的期末余额	2209	4649	7909	10696	13451
P/B	37.2	28.9	10.8	6.8	4.9	企业自由现金流	391	3160	4418	5229	5893
EV/EBITDA	42.2	15.4	10.4	8.4	7.4	权益自由现金流	480	3897	4617	5456	6046

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032