

店效改善明显，Q1 业绩超预期

万辰集团 (300972.SZ)

核心观点

万辰集团是全国领先的量贩零食零售集团，为消费者提供了一站式采购高性价比的零食的购物方式，公司门店数量和盈利能力持续超预期，公司已经进入利润释放阶段，持续看好零售连锁变革的投资机会。当前量贩零食跑马圈地的初期阶段已过，头部集团已经实现门店数量领先，竞争格局持续优化，价格战趋缓，店效持续优化，26Q1 老店店效实现双位数增长，超出市场预期。展望未来，公司通过精细化运营提升效率，自有产品提升毛利率，规模效应实现更好的盈利水平。公司少数股权收购也有望增厚公司的归母净利润。

事件

公司发布 26 年一季报

公司 2026Q1 实现营收 166.3 亿元，同比 53.7%；净利润 9.7 亿元，同比 149.4%；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%。

简评

开店及店效均超预期，收入提速明显

公司量贩零食业务 26Q1 实现收入 164.4 亿元，同比 53.8%，若剔除春节错期影响，25Q4+26Q1 合计收入同比 39.9%，亦实现较快增长，主要系门店数量持续扩张与单店低基数下店效改善，26Q1 店效同比预计提升 15%左右。截至 2026 年 2 月 28 日，公司门店数量突破 19500 家，预计 26Q1 净开店超过 1500 家。2026 年 1-2 月单店月均 GMV 达 40.6 万元，同比 9.1%，新店大店带来的结构优化、叠加春节错期下旺季收入提升，推动公司单店收入增速环比 25H2 改善明显。

开店提速下盈利能力仍然较强，规模优势持续释放

公司 26Q1 毛利率为 12.9%，同比+1.9pct，主要系公司规模效应持续释放，供应链优势不断增强。26Q1 销售费用率 2.6%，同比-0.7pct，管理费用率 2.7%，同比+0.2pct，整体来看，规模效应带动毛利率提升和费用率下降。零食量贩业务 26Q1 剔除股权支付后的净利润为 9.6 亿元，对应净利率为 5.84%，环比 25Q4 提升 0.12pct。政府补贴增加较多，亦对 26Q1 利润有较明显增厚，25Q1 其他收益 667 万、26Q1 大幅增加至 1.14 亿元。26Q1 归母净利润占比净利润达 65.1%，同比/环比各提升 9.7/6.3pct，25 年少数股权回收效果明显。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525110001

高畅

gaochang@csc.com.cn
010-56135269
SAC 编号:S1440525070010

发布日期：2026 年 05 月 05 日

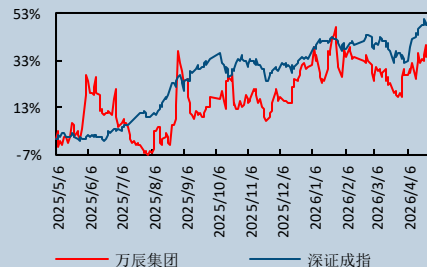
当前股价：226.81 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
23.23/18.42	12.27/12.41	54.29/29.18
12 月最高/最低价 (元)		228.12/144.65
总股本 (万股)		19,421.60
流通 A 股 (万股)		17,818.35
总市值 (亿元)		440.50
流通市值 (亿元)		404.14
近 3 月日均成交量 (万)		179.89
主要股东		
福建含羞草农业开发有限公司		16.05%

股价表现



相关研究报告

26.01.22 【中信建投休闲食品】万辰集团 (300972):万店龙头高成长，折扣业态启新章

业绩大超预期，强推线下零售连锁变革

公司是全国领先的量贩零食零售集团，为消费者提供了一站式采购高性价比的零食的购物方式，公司门店数量和盈利能力持续超预期，公司已经进入利润释放阶段，万辰和鸣鸣两强竞争格局明晰，持续看好零售连锁变革的投资机会。当前量贩零食跑马圈地的初期阶段已过，头部集团已经实现门店数量领先，竞争格局持续优化，价格战趋缓，店效持续优化，26Q1 老店店效实现双位数增长，超出市场预期。展望未来，公司通过精细化运营提升效率，自有产品提升毛利率，规模效应实现更好的盈利水平。公司少数股权收购也有望增厚公司的归母净利润。公司 26 年开店加速+同店转正+利润率持续提升的逻辑持续验证，当前估值仍在低位，估值重估在即。

盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现收入 718.46/857.13/955.60 亿元，同比增长 39.62%/19.30%/11.49%，实现归母净利润 25.22/33.61/38.52 亿元，同比增长 87.56%/33.28%/14.58%，维持“买入”评级。

风险提示：

- 1) 开店进程不及预期：随着各家量贩品牌加速开店，门店加密导致单店回本周周期拉长，加盟商开店意愿可能降低，导致公司年度开店目标存在完不成风险。
- 2) 食品质量控制：公司采购、销售过程中都需要严格控制食品安全，以及各类添加剂的使用量，如果发生食品安全事件，会对公司品牌和信誉产生不利影响。
- 3) 行业竞争加剧：行业品牌众多，产品具有同质化的特征，如果更多新兴品牌进入市场，或者原有品牌为市占率掀起价格战，都会对公司产品销售产生不利影响。
- 4) 居民消费力下降，居民对可选食品的购买欲望下降，以家庭为单位的零食的购买减少。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,329	51,459	71,846	85,713	95,560
YOY(%)	247.86	59.17	39.62	19.30	11.49
净利润(百万元)	294	1,345	2,522	3,361	3,852
YOY(%)	453.95	358.09	87.56	33.28	14.58
EPS(摊薄/元)	1.51	6.92	12.99	17.31	19.83
P/E(倍)	150.07	32.76	17.5	13.1	11.4

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

高畅

中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk