

万辰集团：门店扩张持续推进，运营优化盈利亮眼

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.94/1.78
总市值/流通(亿元)	442.7/406.15
12个月内最高/最低价(元)	240.89/141

相关研究报告

<<万辰集团：Q2 业绩超预期，势能保持向上>>—2025-08-30

<<万辰集团：业绩超预期，零食量贩业务快速开店>>—2023-10-25

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：梁帅奇

电话：

E-MAIL: liangsq@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190526030002

事件：公司发布 2025 年年度报告及 2026 年一季度报告，2025 年公司实现营收 514.59 亿元，同比+59.17%，归母净利 13.45 亿元，同比+358.09%。2026Q1 公司实现营收 166.34 亿元，同比+53.73%，归母净利 6.30 亿元，同比+193.12%，业绩超预期。

量贩零食业务保持高增，门店扩张与运营优化双轮驱动。2025 年公司量贩零食业务实现收入 508.57 亿元，同比+59.98%。2026 年 Q1，公司量贩零食业务实现营收 164.37 亿元，延续高速增长态势。截至 25 年底，公司门店数达 18,314 家，全年净增 4,118 家。分地区来看，华东/华中/华北/西北/西南/华南/东北期末门店数量分别为 9,888/2,435/1,659/1,037/1,386/738/1,171 家，在华东、华北等优势区域持续加密，同时在东北、西北、华南等地区快速扩张，全国化布局稳步推进。门店网络稳步扩张，26Q1 开店数据表现良好，拓店优于去年同期。公司同店增长表现积极，26Q1 同店持续改善，扭转了 2025 年因门店快速加密带来的下滑趋势。公司通过明星代言、IP 联动等方式扩大品牌声量，截至 2025 年底注册会员总数已接近 1.9 亿，年交易会员数量突破 1.4 亿，有效提升了消费者粘性与复购率。公司已在全国布局 48 个常温仓及 9 个冷链仓，高效的仓储物流体系为门店网络的快速复制与供应链稳定提供了有力保障。

盈利水平持续改善，规模效应与费用管控成效显著。2025 年全年公司量贩零食业务毛利率达 12.32%，同比提升 1.46pct。加回计提的股份支付费用后，量贩零食业务 2025/2026Q1 实现净利润 25.33/9.60 亿元，净利率分别为 4.98%/5.84%。集团报表层面，2025 年整体毛利率为 12.40%，同比提升 1.64pct，26Q1 进一步提升至 12.87%，盈利能力持续改善。费用方面，2025 年全年销售/管理费用率分别为 3.00%/2.92%，其中销售费用率同比-1.43pct，营销费用投放优化，管理费用因业务扩张有所增加。随着行业竞争趋缓，加盟商补贴力度有所收紧，叠加供应链效率提升与数字化管理应用，费用率有望持续优化。2025/26Q1 公司整体销售净利率分别为 4.71%/5.82%，盈利能力持续提升。

盈利预测：零食量贩行业格局趋于清晰，市场份额持续向头部集中，公司作为行业龙头之一，规模效应与运营效率持续提升。未来看点包括：1) 门店加密与下沉市场开拓带来的增长空间；2) 公司对南京万优 49%股权的收购已完成交割，将增厚归母净利润；3) 公司拟发行 H 股并在港交所上市，有望进一步提升品牌知名度和综合竞争力。我们预计公司 2026-2028 年实现收入 685/816/919 亿元，同比+33%/+19%/+13%，实现归母净利润 24.4/30.5/36.0 亿元，同比+81%/+25%/+18%，对应 PE 18X/15X/12X，维持“买入”评级。

风险提示：单店收入恢复不及预期；开店不及预期；食品安全风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	51,459	68,497	81,558	91,892
营业收入增长率(%)	59.17%	33.11%	19.07%	12.67%
归母净利润（百万元）	1,345	2,435	3,051	3,596
净利润增长率(%)	358.09%	81.06%	25.33%	17.86%
摊薄每股收益（元）	6.92	12.54	15.71	18.52
市盈率（PE）	33.37	18.43	14.70	12.48

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,381	4,742	9,026	13,099	18,280
应收和预付款项	1,159	1,633	2,192	2,622	2,925
存货	2,141	2,358	3,875	4,397	4,882
其他流动资产	89	157	346	349	424
流动资产合计	5,771	8,891	15,439	20,467	26,510
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	794	700	700	700	700
在建工程	1	0	0	0	0
无形资产开发支出	60	81	85	85	85
长期待摊费用	37	25	22	13	6
其他非流动资产	6,362	9,242	15,802	20,829	26,871
资产总计	7,253	10,047	16,608	21,627	27,662
短期借款	956	637	686	678	637
应付和预收款项	2,094	3,075	4,559	5,157	5,822
长期借款	237	974	874	774	674
其他负债	2,505	2,811	4,539	4,807	5,295
负债合计	5,792	7,497	10,658	11,416	12,429
股本	180	189	194	194	194
资本公积	534	68	63	63	63
留存收益	384	1,226	3,315	5,933	9,019
归母公司股东权益	1,098	1,483	3,572	6,190	9,276
少数股东权益	363	1,068	2,378	4,021	5,958
股东权益合计	1,461	2,551	5,950	10,211	15,233
负债和股东权益	7,253	10,047	16,608	21,627	27,662

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	848	3,631	4,802	4,743	5,956
投资性现金流	-96	-50	-22	-12	-13
融资性现金流	303	-1,142	-495	-658	-763
现金增加额	1,056	2,440	4,285	4,073	5,180

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	32,329	51,459	68,497	81,558	91,892
营业成本	28,851	45,078	59,250	70,344	79,027
营业税金及附加	63	129	156	188	214
销售费用	1,431	1,544	2,123	2,488	2,757
管理费用	981	1,505	2,055	2,406	2,665
财务费用	39	38	59	56	51
资产减值损失	-12	-11	0	0	0
投资收益	0	2	1	1	2
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,041	3,252	4,991	6,254	7,371
其他非经营损益	-9	15	3	5	6
利润总额	1,032	3,267	4,994	6,259	7,377
所得税	429	843	1,248	1,565	1,844
净利润	603	2,424	3,745	4,694	5,533
少数股东损益	310	1,079	1,311	1,643	1,936
归母股东净利润	294	1,345	2,435	3,051	3,596

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	10.76%	12.40%	13.50%	13.75%	14.00%
销售净利率	0.91%	2.61%	3.55%	3.74%	3.91%
销售收入增长率	247.86%	59.17%	33.11%	19.07%	12.67%
EBIT 增长率	2,583.56%	202.15%	53.63%	24.97%	17.62%
净利润增长率	453.95%	358.09%	81.06%	25.33%	17.86%
ROE	26.73%	90.65%	68.16%	49.29%	38.77%
ROA	10.79%	28.02%	28.10%	24.55%	22.45%
ROIC	20.37%	52.81%	47.79%	39.40%	33.08%
EPS (X)	1.51	6.92	12.54	15.71	18.52
PE (X)	152.85	33.37	18.43	14.70	12.48
PB (X)	40.85	30.25	12.56	7.25	4.84
PS (X)	1.39	0.87	0.65	0.55	0.49
EV/EBITDA (X)	10.04	9.89	7.46	5.30	3.79

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。