



万辰集团 (300972.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

门店数加速扩张，规模效应持续释放

业绩简评

8 月 28 日公司发布半年报，26H1 实现营收 348.36 亿元，同比+54.26%；实现归母净利润 12.10 亿元，同比+156.58%；扣非归母净利润 11.41 亿元，同比+153.17%。其中，26Q2 实现营收 182.02 亿元，同比+54.76%；实现归母净利润 5.80 亿元，同比+125.99%；扣非归母净利润 5.74 亿元，同比+139.92%，业绩符合预期。

经营分析

门店规模加速扩张，单店改善强劲。1) 零食量贩 26Q2 实现收入 180.84 亿元，同比+55.13%。门店总数 23802 家，较 25 年底净增加 5488 家。26H1 单店收入年化 327.86 万元/家，同比+8.44%。2) 分区域来看，公司继续深耕华东市场，加快华北、西北等区域布局，华东/华中/华北/西北/西南/华南/东北门店数分别净增长 2644/767/745/468/309/206/349 家。2) 此外，26H1 金针菇业务收入同比+32.61%，亦有小幅贡献。

规模效应持续释放，毛利率提升较为显著。26Q2 毛利率/净利率分别为 12.82%/3.19%，同比+1.06pct/+1.00pct。1) 其中 26H1 零食量贩业务毛利率为 12.74%，同比+1.25pct。还原后激励费用后净利润为 19.31 亿元，净利率为 5.59%，同比+1.31pct，环比+0.06pct，主要系供应链议价能力强化，规模效应与经营效率持续释放，净利率有望保持较高水平。2) 26Q2 销售/管理/研发费率分别为 3.26%/2.60%/0.08%，同比+0.38pct/-0.39pct/+0.07pct，其中 26H1 股权激励费用为 5866.64 万元，同比+0.35%。3) 26Q2 少数股权占比为 36.36%，环比 26Q1 基本维持稳定。

主业拓店+门店优化并行，净利率仍有挖潜空间。公司一方面继续向华北、西部等县城、乡镇及新区域拓展门店，并通过丰富自有品牌产品、加强会员运营提升单店表现；另一方面在华南试水“惠省嘉省钱超市”，将商品范围由零食延伸至粮油米面、家清日化等高頻品类，新业态有望打开营收天花板。利润端，仍看好规模效应释放、产业链议价权强化带来的毛利率改善，及数字化提效带来的费率优化。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司开店超预期且同店仍有改善，我们上调公司 26-28 年利润 2%/14%/18%，对应 26-28 年利润分别为 27.4/38.0/42.9 亿元，分别同增 104%/39%/13%，对应 PE 估值为 14/10/9x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；开店数量不及预期；市场竞争加剧风险等。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

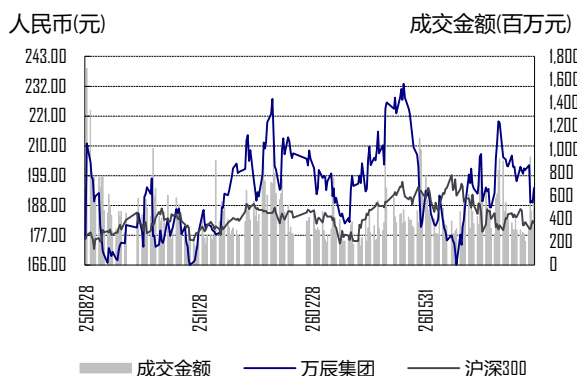
市价 (人民币)：194.38 元

相关报告：

1.《万辰集团公司点评：店效大幅改善，净利率再创新高》，2026.4.28

2.《万辰集团公司点评：经营效率提升，Q4 净利率再创新高》，2026.3.18

3.《万辰集团公司点评：旺季加速开店，净利率改善超预期》，2025.10.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,329	51,459	74,023	95,509	105,967
营业收入增长率	247.86%	59.17%	43.85%	29.03%	10.95%
归母净利润(百万元)	294	1,345	2,741	3,800	4,290
归母净利润增长率	-454%	358%	103.86%	38.61%	12.90%
摊薄每股收益(元)	1.631	7.118	13.891	19.254	21.737
每股经营性现金流净额	4.71	19.23	10.59	13.30	21.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.73%	90.65%	87.63%	60.89%	44.47%
P/E	/	28.25	13.99	10.10	8.94
P/B	13.18	25.61	12.26	6.15	3.98

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	9,294	32,329	51,459	74,023	95,509	105,967
增长率		247.9%	59.2%	43.8%	29.0%	10.9%
主营业务成本	-8,430	-28,851	-45,078	-64,535	-82,909	-91,801
%销售收入	90.7%	89.2%	87.6%	87.2%	86.8%	86.6%
毛利	864	3,478	6,382	9,488	12,600	14,166
%销售收入	9.3%	10.8%	12.4%	12.8%	13.2%	13.4%
营业税金及附加	-21	-63	-129	-185	-239	-265
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-434	-1,431	-1,544	-2,073	-2,579	-2,861
%销售收入	4.7%	4.4%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%
管理费用	-445	-981	-1,505	-1,947	-2,464	-2,702
%销售收入	4.8%	3.0%	2.9%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	-3	-4	-36	-74	-96	-106
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	-39	999	3,167	5,210	7,231	8,231
%销售收入	n.a	3.1%	6.2%	7.0%	7.6%	7.8%
财务费用	-29	-39	-38	-51	-160	-211
%销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-12	-17	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	5	5	5
%税前利润	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	-76	1,041	3,252	5,340	7,123	8,081
营业利润率	n.a	3.2%	6.3%	7.2%	7.5%	7.6%
营业外收支	-8	-9	15	10	10	10
税前利润	-85	1,032	3,267	5,350	7,133	8,091
利润率	n.a	3.2%	6.3%	7.2%	7.5%	7.6%
所得税	-61	-429	-843	-1,337	-1,783	-2,023
所得税率	n.a	41.6%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-146	603	2,424	4,012	5,350	6,068
少数股东损益	-63	310	1,079	1,271	1,550	1,779
归属于母公司的净利润	-83	294	1,345	2,741	3,800	4,290
净利率	n.a	0.9%	2.6%	3.7%	4.0%	4.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-146	603	2,424	4,012	5,350	6,068
少数股东损益	-63	310	1,079	1,271	1,550	1,779
非现金支出	204	298	301	117	158	217
非经营收益	37	65	56	34	9	8
营运资金变动	928	-118	851	-2,081	-2,902	-2,120
经营活动现金净流	1,023	848	3,631	2,082	2,615	4,173
资本开支	-201	-96	-52	-264	-552	-552
投资	-5	0	0	0	0	0
其他	0	0	2	5	5	5
投资活动现金净流	-207	-96	-50	-259	-547	-547
股权募资	21	299	120	0	0	0
债权募资	403	537	589	-1,405	20	20
其他	-202	-533	-1,850	-1,141	-708	-903
筹资活动现金净流	222	303	-1,142	-2,546	-688	-883
现金净流量	1,039	1,056	2,440	-723	1,380	2,743

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,210	2,381	4,742	3,971	5,317	8,035
应收款项	145	66	83	122	419	755
存货	733	2,141	2,358	4,420	6,814	8,300
其他流动资产	261	1,183	1,707	1,524	2,113	2,427
流动资产	2,349	5,771	8,891	10,037	14,662	19,517
%总资产	59.8%	79.6%	88.5%	88.2%	89.4%	90.3%
长期投资	1	3	2	2	2	2
固定资产	852	795	700	854	1,266	1,618
%总资产	21.7%	11.0%	7.0%	7.5%	7.7%	7.5%
无形资产	112	97	106	107	108	110
非流动资产	1,576	1,483	1,157	1,344	1,744	2,085
%总资产	40.2%	20.4%	11.5%	11.8%	10.6%	9.7%
资产总计	3,925	7,253	10,047	11,381	16,407	21,602
短期借款	666	1,124	932	167	167	167
应付款项	1,642	3,225	4,360	4,516	4,992	5,081
其他流动负债	332	779	977	659	560	486
流动负债	2,640	5,128	6,269	5,341	5,719	5,734
长期贷款	148	237	974	366	386	406
其他长期负债	441	426	253	207	173	149
负债	3,230	5,792	7,497	5,914	6,278	6,289
普通股股东权益	645	1,098	1,483	3,128	6,240	9,645
其中：股本	155	180	189	197	197	197
未分配利润	93	346	1,172	2,816	5,928	9,333
少数股东权益	50	363	1,068	2,339	3,889	5,668
负债股东权益合计	3,925	7,253	10,047	11,381	16,407	21,602

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	-0.536	1.631	7.118	13.891	19.254	21.737
每股净资产	4.172	6.101	7.852	15.851	31.620	48.876
每股经营现金净流	6.614	4.713	19.225	10.594	13.304	21.236
每股股利	0.000	0.800	0.987	5.579	3.500	4.500
回报率						
净资产收益率	-12.8%	26.7%	90.7%	87.6%	60.9%	44.5%
总资产收益率	-2.1%	4.0%	13.4%	24.1%	23.2%	19.9%
投入资本收益率	-4.3%	20.0%	52.1%	64.2%	50.3%	38.6%
增长率						
主营业务收入增长率	1592%	248%	59%	43.8%	29.0%	10.9%
EBIT 增长率	N/A	-2654%	217%	64.5%	38.6%	14.0%
净利润增长率	-274%	-454%	358%	103.9%	38.6%	12.9%
总资产增长率	230%	85%	39%	13.3%	44.2%	31.7%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.8	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	18.0	18.2	18.2	25.0	30.0	33.0
应付账款周转天数	23.0	18.7	20.6	17.0	15.0	14.0
固定资产周转天数	33.4	9.0	5.0	4.0	4.5	5.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-57%	-70%	-111%	-63%	-47%	-49%
EBIT 利息保障倍数	-1.3	25.5	83.5	101.8	45.0	39.0
资产负债率	82.27%	79.85%	74.61%	51.97%	38.26%	29.11%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	13	19	60
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.05	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究