

万辰集团（300972.SZ）

优于大市

2026H1 门店快速扩张、店均收入修复，盈利能力延续提升

核心观点

万辰集团公布 2026H1 业绩：2026H1 营业总收入同比+54.3%，归母净利润同比+156.6%，扣非归母净利润同比+153.2%。2026Q2 营业总收入同比+54.8%，归母净利润同比+126.0%，扣非归母净利润同比+139.9%。

门店扩张主要驱动增长，店均收入同比改善明显。2026H1 量贩零食业务收入 345.2 亿元，同比+54.5%，营收占比 99.1%，主要系快速开店驱动。截至 2026H1 末门店 23,802 家，较 2025 年末净增 5,488 家（新增 5,814 家、减少 326 家）。按期初门店数测算闭店率 1.8%，同比下降约 0.3pp，反应门店模型稳定性有所增强。2026H1 店均收入 163.9 万元，同比+8.4%，店均收入修复较为明显，主要受益于公司持续提升门店运营能力。2026H1 食用菌业务收入 3.2 亿元，同比+32.6%，主因主要产品金针菇销售价格较上年同期提升。

毛利率延续提升，费用率同比平稳。2026H1 毛利率 12.8%，同比+1.4pp，毛利率提升主要系量贩零食业务供应链管理能力提升以及规模效益释放；销售/管理/研发费用率分别同比-0.1/-0.1/+0.1pp；归母净利率/扣非归母净利率 3.5%/3.3%，同比+1.4/+1.3pp。量贩零食业务方面，2026H1 净利率（加回股权激励费用后）为 5.6%，其中 2026Q1/Q2 分别为 5.8%/5.4%，2026Q2 净利率环比下降主要系受到政府补助环比减少超 1 亿元的影响。若剔除政府补助的影响，我们预计 2026Q2 量贩零食业务净利率（加回股权激励费用后）环比略微提升。

盈利预测与投资建议：目前行业龙头回归理性竞争，公司在快速开店的同时保持门店经营质量提升。当前加盟商开店积极性仍高，后续随着公司门店持续加密、下沉，品牌势能持续放大，公司门店有望成为社区基础设施的一部分，通过更优质的产品与服务促进消费需求释放，我们预计公司仍有门店扩张的空间。此外，议价能力提升、数字化提效、供应链管理强化及规模效益有望驱动公司盈利能力进一步提升，长期来看，货盘差异化或成为盈利水平取得突破的抓手。由于上半年公司开店速度快于我们此前的预期，我们上调盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业收入 756.5/967.2/1074.8 亿元（前预测值 687.0/822.6/915.1 亿元），实现归母净利润 26.1/35.2/40.3 亿元（前预测值 25.9/32.6/37.9 亿元）；当前股价对应 PE 分别为 15/11/10 倍（以 2026/08/28 日收盘价计），维持“优于大市”评级。

风险提示：行业恶性竞争致门店经营承压；门店出现食品安全问题或其他舆情；其他零售业态调改后大量分流公司门店客流；消费需求走弱等。

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

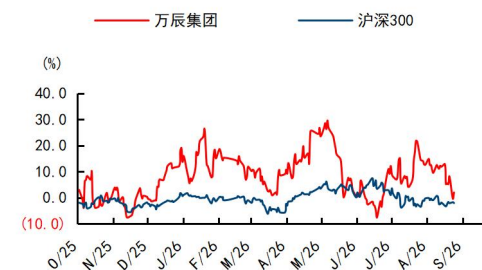
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	183.30 元
总市值/流通市值	36171/33126 百万元
52 周最高价/最低价	241.86/163.95 元
近 3 个月日均成交额	453.68 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）-2026Q1 门店较快扩张，规模效益延续释放》——2026-05-06

《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

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	75,647	96,716	107,479
(+/-%)	247.9%	59.2%	47.0%	27.9%	11.1%
归母净利润(百万元)	294	1345	2608	3515	4030
(+/-%)	-454.0%	358.1%	93.9%	34.8%	14.6%
每股收益(元)	1.63	7.12	13.21	17.81	20.42
EBIT Margin	3.1%	6.2%	6.8%	7.1%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	26.7%	90.7%	64.7%	52.6%	44.4%
市盈率 (PE)	119.2	27.3	14.7	10.9	9.5
EV/EBITDA	36.9	13.5	9.4	7.4	6.7
市净率 (PB)	31.86	24.75	9.51	5.74	4.22

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

万辰集团公布 2026H1 业绩：2026H1 实现营业总收入 348.4 亿元，同比+54.3%；实现归母净利润 12.1 亿元，同比+156.6%；实现扣非归母净利润 11.4 亿元，同比+153.2%。2026Q2 实现营业总收入 182.0 亿元，同比+54.8%；实现归母净利润 5.8 亿元，同比+126.0%；实现扣非归母净利润 5.7 亿元，同比+139.9%。

门店扩张主要驱动增长，店均收入同比改善明显。2026H1 量贩零食业务收入 345.2 亿元，同比+54.5%，营收占比 99.1%，主要系快速开店驱动。截至 2026H1 末门店 23,802 家，较 2025 年末净增 5,488 家（新增 5,814 家、减少 326 家）。按期初门店数测算闭店率 1.8%，同比下降约 0.3pp，反应门店模型稳定性有所增强。2026H1 店均收入 163.9 万元，同比+8.4%，店均收入修复较为明显，主要受益于公司持续提升门店运营能力。2026H1 食用菌业务收入 3.2 亿元，同比+32.6%，主因主要产品金针菇销售价格较上年同期提升，2026Q2 食用菌业务收入 1.2 亿元，同比+12.4%，增速环比一季度有所回落。

毛利率延续提升，费用率同比平稳。2026H1 毛利率 12.8%，同比+1.4pp，毛利率提升主要系量贩零食业务供应链管理能力提升以及规模效益释放（量贩零食业务毛利率 12.7%，同比+1.3pp）；销售/管理/研发费用率分别为 3.0%/2.7%/0.1%，分别同比-0.1/-0.1/+0.1pp；归母净利率/扣非归母净利率 3.5%/3.3%，同比+1.4/+1.3pp。2026Q2 毛利率 12.8%，同比+1.1pp；销售/管理/研发费用率分别为 3.3%/2.6%/0.1%，分别同比+0.4/-0.4/+0.1pp；归母净利率/扣非归母净利率 3.2%/3.2%，同比+1.0/+1.1pp。量贩零食业务方面，2026H1 净利率（加回股权激励费用后）为 5.6%，其中 2026Q1/Q2 分别为 5.8%/5.4%，2026Q2 净利率环比下降主要系受到政府补助环比减少超 1 亿元的影响。若剔除政府补助的影响，我们预计 2026Q2 量贩零食业务净利率（加回股权激励费用后）环比略微提升。

盈利预测与投资建议：目前行业龙头回归理性竞争，公司在快速开店的同时保持门店经营质量提升。当前加盟商开店积极性仍高，后续随着公司门店持续加密、下沉，品牌势能持续放大，公司门店有望成为社区基础设施的一部分，通过更优质的产品及服务促进消费需求释放，我们预计公司仍有门店扩张的空间。此外，议价能力提升、数字化提效、供应链管理强化及规模效益有望驱动公司盈利能力进一步提升，长期来看，货盘差异化或成为盈利水平取得突破的抓手。由于上半年公司开店速度快于我们此前的预期，我们上调盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 756.5/967.2/1074.8 亿元（前预测值 687.0/822.6/915.1 亿元），同比+47.0%/+27.9%/+11.1%；实现归母净利润 26.1/35.2/40.3 亿元（前预测值 25.9/32.6/37.9 亿元），同比+93.9%/+34.8%/+14.6%；EPS 分别为 13.21/17.81/20.42 元；当前股价对应 PE 分别为 15/11/10 倍（以 2026/08/28 日收盘价计），维持“优于大市”评级。

风险提示

行业恶性竞争致门店经营承压；门店出现食品安全问题或其他舆情；其他零售业态调整后大量分流公司门店客流；消费需求走弱等。

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）	68,704	82,260	91,509	75,647	96,716	107,479	6,943	14,456	15,970
收入同比增速%	33.5%	19.7%	11.2%	47.0%	27.9%	11.1%	13.5%	8.1%	-0.1%
毛利率%	13.1%	13.4%	13.6%	12.9%	13.0%	13.1%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
销售费用率%	2.5%	2.4%	2.3%	3.0%	2.9%	2.8%	0.5%	0.5%	0.5%
归母净利率%	3.8%	4.0%	4.1%	3.4%	3.6%	3.7%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
归母净利润（百万元）	2,586	3,260	3,788	2,608	3,515	4,030	21	255	241

归母净利润同比增速%	92.4%	26.0%	16.2%	93.9%	34.8%	14.6%	1.6%	8.8%	-1.6%
EPS（元）	13.69	17.26	20.06	13.21	17.81	20.42	-0.48	0.56	0.37

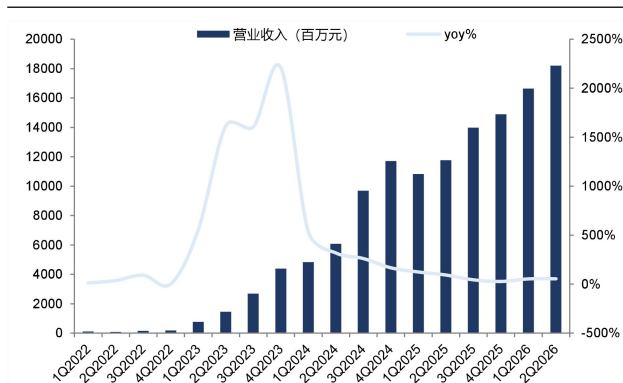
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2026 年 8 月 28 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	21.8	194.38	13.21	17.81	14.7	10.9	384	优于大市
1768.HK	鸣鸣很忙	23.0	384.74	22.84	30.64	16.8	12.6	838	优于大市
002697.SZ	红旗连锁	13.6	4.69	0.36	0.38	13.0	12.3	64	未评级

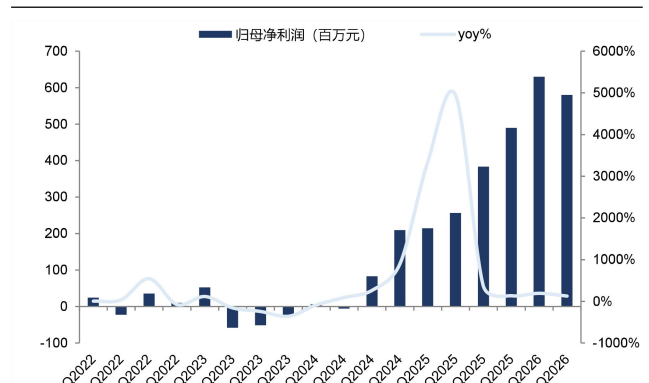
资料来源：Choice、国信证券经济研究所整理；红旗连锁 EPS 采用 Choice 一致预期

图1：单季度营业收入及增速



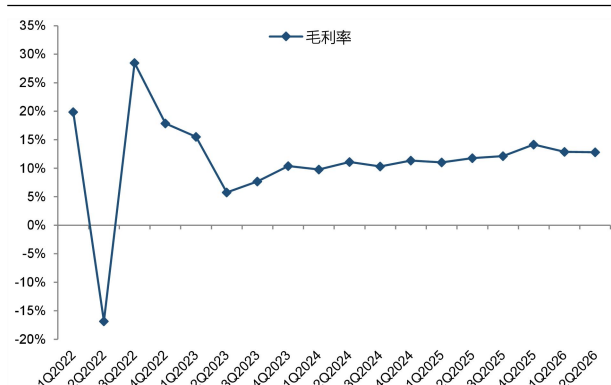
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



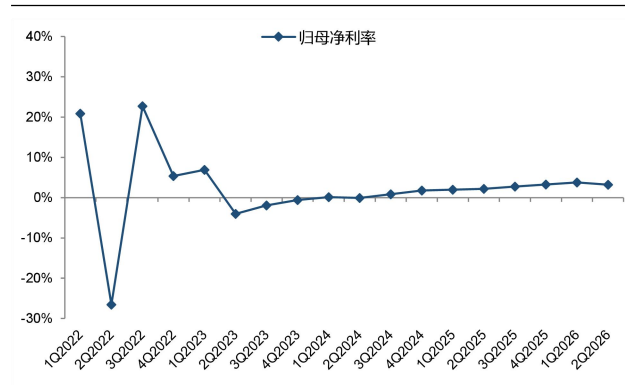
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、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、Wind、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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2381	4742	9483	14066	18091	营业收入	32329	51459	75647	96716	107479
应收款项	66	83	122	156	174	营业成本	28851	45078	65875	84137	93430
存货净额	2141	2358	3429	4380	4838	营业税金及附加	63	129	227	290	322
其他流动资产	1182	1706	2496	3192	3547	销售费用	1431	1544	2269	2805	3009
流动资产合计	5771	8891	15530	21793	26650	管理费用	981	1505	2121	2566	2830
固定资产	796	700	694	687	675	研发费用	4	36	38	58	64
无形资产及其他	60	81	83	85	88	财务费用	39	38	(15)	(100)	(160)
投资性房地产	627	375	552	705	784	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)	(11)	(11)
资产总计	7253	10047	16859	23271	28196	其他收入	89	98	183	193	216
短期借款及交易性金融负债	956	637	837	1037	1137	营业利润	1041	3252	5341	7200	8253
应付款项	3189	4360	6552	8414	9369	营业外净收支	(9)	15	0	0	0
其他流动负债	983	1273	1827	2327	2581	利润总额	1032	3267	5341	7200	8253
流动负债合计	5128	6269	9215	11778	13087	所得税费用	429	843	1335	1800	2063
长期借款及应付债券	237	974	974	974	974	少数股东损益	310	1079	1398	1885	2160
其他长期负债	426	253	370	444	463	归属于母公司净利润	294	1345	2608	3515	4030
非流动负债合计	664	1228	1344	1419	1437	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	5792	7497	10559	13197	14524	净利润	294	1345	2608	3515	4030
少数股东权益	363	1068	2267	3398	4586	资产减值准备	5	(1)	(8)	(0)	(0)
股东权益	1098	1483	4033	6677	9086	折旧摊销	105	108	75	79	84
负债和股东权益总计	7253	10047	16859	23271	28196	公允价值变动损失	12	11	11	11	11
						财务费用	39	38	(15)	(100)	(160)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(181)	780	963	757	397
每股收益	1.63	7.12	13.21	17.81	20.42	其它	614	1389	1391	1785	2000
每股红利	0.60	1.01	5.29	8.02	10.21	经营活动现金流	848	3631	5040	6147	6522
每股净资产	6.10	7.85	20.44	33.83	46.04	资本开支	(117)	(77)	(85)	(85)	(85)
ROIC	28.08%	68.27%	87%	100%	91%	其它投资现金流	20	27	1	0	0
ROE	26.73%	90.65%	65%	53%	44%	投资活动现金流	(96)	(50)	(84)	(85)	(85)
毛利率	11%	12%	13%	13%	13%	权益性融资	0	120	0	0	0
EBIT Margin	3%	6%	7%	7%	7%	长期贷款增加	89	737	0	0	0
EBITDA Margin	3%	6%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(54)	(275)	(344)	(1602)	(2430)
收入增长	248%	59%	47%	28%	11%	其它融资现金流	269	(1724)	(1071)	(1077)	(1081)
净利润增长率	-454%	358%	94%	35%	15%	融资活动现金流	303	(1142)	(1415)	(2679)	(3511)
资产负债率	85%	85%	76%	71%	68%	现金净变动	1056	2440	3541	3383	2926
股息率	0.3%	0.5%	2.8%	4.3%	5.5%	货币资金的期初余额	1154	2209	4649	8190	11573
P/E	119.2	27.3	14.7	10.9	9.5	货币资金的期末余额	2209	4649	8190	11573	14499
P/B	31.9	24.8	9.5	5.7	4.2	企业自由现金流	391	3160	4792	5898	6266
EV/EBITDA	36.9	13.5	9.4	7.4	6.7	权益自由现金流	480	3897	5003	6173	6486

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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