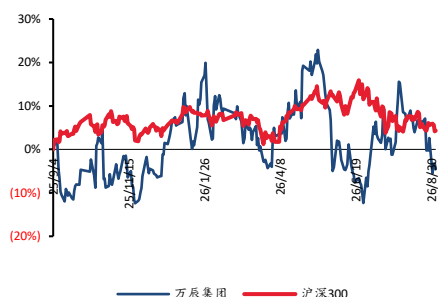


万辰集团：门店扩张再提速，规模效应持续兑现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 1.97/1.81
总市值/流通(亿元) 356.94/326.88
12 个月内最高/最低价 241.86/163.95 (元)

相关研究报告

<<万辰集团：门店扩张持续推进，运营优化盈利亮眼>>—2026-05-13
<<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 2026 年半年度报告，2026H1 实现营收 348.36 亿元，同比+54.26%，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%。2026Q2 实现营收 182.02 亿元，同比+54.76%，归母净利润 5.80 亿元，同比+125.99%。

门店扩张势能不减，全国化布局再提速。公司量贩零食业务保持高速增长，2026H1 量贩零食实现收入 345.21 亿元，占比 99.09%，同比延续高增。截至 2026H1 门店数达 23,802 家，较 2025 年底净增 5,488 家，拓店节奏明显提速。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 12,532/3,202/2,404/1,505/1,695/944/1,520 家，分别净增 2,644/767/745/468/309/206/349 家，其中西北，华北较期初分别增长+45.1%/+44.9%，增速领先，华东期末门店占比达 52.7%，仍是核心大本营，全国化布局稳步推进。门店经营质量优异，整体闭店率仅约 1.8%。单店层面，2026 年上半年平均单店营收为 163.9 万元，同比增长 8.4%，门店加密带来的单店摊薄影响逐步消化。公司通过明星代言，IP 联动等方式扩大品牌声量，会员体系持续扩容，有效提升消费者粘性与复购率，同时持续完善仓储物流布局，高效的供应链体系为门店网络的快速复制提供有力支撑。

规模效应持续兑现，盈利弹性显著释放。2026H1 公司整体毛利率达 12.85%，同比提升 1.44pct，其中 2026Q2 毛利率 12.82%，同比+1.06pct，规模效应与供应链效率提升共同驱动。加回股份支付费用后，量贩零食业务 2026Q2 净利率达 5.37%，同比提升 0.7pct。费用端，2026Q2 销售费用率 3.26%，同比+0.38pct，管理费用率 2.60%，同比-0.39pct，期间费用率整体保持稳定。在毛利率改善带动下，2026Q2 归母净利率 3.19%，同比+1.00pct，盈利能力持续提升。随着行业竞争趋缓，加盟商补贴收紧，叠加供应链效率提升与数字化管理应用，费用率有望进一步优化。

盈利预测：量贩零食赛道的竞争格局日益明朗，市场份额持续向龙头集中。万辰集团作为渠道两强之一，有望凭借规模优势与运营效率的持续优化，保持强劲的增长潜力。中长期维度来看，公司有望通过现有门店网络的加密及对下沉市场的深入挖掘，开拓新的业绩增长空间。目前公司已完成对南京万优 49%股权的收购，后续有望通过收购少数股东权益，持续增厚归属于母公司的净利润。我们预计公司 2026-2028 年实现收入 729/926/1032 亿元，同比+42%/+27%/+12%，实现归母净利润 25.9/34.7/40.4 亿元，同比+93%/+34%/+17%，对应 PE14x/10x/9x，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	72,931	92,581	103,232
营业收入增长率(%)	59.17%	41.73%	26.94%	11.50%

归母净利（百万元）	1,345	2,594	3,467	4,043
净利润增长率(%)	358.09%	92.91%	33.66%	16.61%
摊薄每股收益（元）	6.81	13.14	17.57	20.49
市盈率（PE）	27.06	14.02	10.49	9.00

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	9,734	14,998	21,351
应收和预付款项	1,159	1,633	2,334	2,977	3,286
存货	2,141	2,358	4,126	4,991	5,484
其他流动资产	89	157	360	374	452
流动资产合计	5,771	8,891	16,554	23,340	30,573
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	81	81	81
长期待摊费用	37	25	22	13	6
其他非流动资产	6,362	9,242	16,936	23,722	30,953
资产总计	7,253	10,047	17,738	24,516	31,740
短期借款	956	637	686	678	637
应付和预收款项	2,094	3,075	4,854	5,854	6,540
长期借款	237	974	874	774	674
其他负债	2,505	2,811	4,812	5,404	5,909
负债合计	5,792	7,497	11,226	12,710	13,761
股本	180	189	197	197	197
资本公积	534	68	60	60	60
留存收益	384	1,226	3,791	7,218	11,214
归母公司股东权益	1,098	1,483	4,047	7,475	11,471
少数股东权益	363	1,068	2,464	4,331	6,508
股东权益合计	1,461	2,551	6,512	11,806	17,979
负债和股东权益	7,253	10,047	17,738	24,516	31,740

现金流量表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	848	3,631	5,180	5,542	6,665
投资性现金流	-96	-50	-21	-14	-14
融资性现金流	303	-1,142	-167	-264	-299
现金增加额	1,056	2,440	4,992	5,264	6,352

利润表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	32,329	51,459	72,931	92,581	103,232
营业成本	28,851	45,078	63,085	79,851	88,779
营业税金及附加	63	129	167	213	241
销售费用	1,431	1,544	2,261	2,824	3,097
管理费用	981	1,505	2,188	2,731	2,994
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	2	2
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,041	3,252	5,318	7,106	8,287
其他非经营损益	-9	15	3	5	6
利润总额	1,032	3,267	5,321	7,112	8,293
所得税	429	843	1,330	1,778	2,073
净利润	603	2,424	3,991	5,334	6,220
少数股东损益	310	1,079	1,397	1,867	2,177
归母股东净利润	294	1,345	2,594	3,467	4,043

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%	3.56%	3.74%	3.92%
销售收入增长率	247.86%	59.17%	41.73%	26.94%	11.50%
EBIT 增长率	2,583.56%	202.15%	63.57%	33.23%	16.40%
净利润增长率	453.95%	358.09%	92.91%	33.66%	16.61%
ROE	26.73%	90.65%	64.09%	46.38%	35.24%
ROA	10.79%	28.02%	28.72%	25.25%	22.11%
ROIC	20.37%	52.81%	47.45%	39.45%	31.93%
EPS (X)	1.49	6.81	13.14	17.57	20.49
PE (X)	123.94	27.06	14.02	10.49	9.00
PB (X)	33.13	24.53	8.99	4.87	3.17
PS (X)	1.13	0.71	0.50	0.39	0.35
EV/EBITDA (X)	10.04	9.89	5.31	3.23	1.99

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任何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。