太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2026 年 11 月 18 日

公司点评

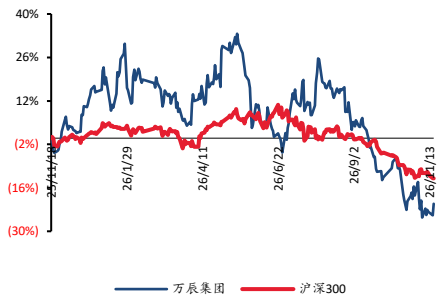
买入/维持

万辰集团(300972)

昨收盘:136.90

万辰集团：渠道下沉打开拓店空间，龙头优势持续巩固

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.99/1.82
总市值/流通(亿元)	271.77/249.03
12 个月内最高/最低价(元)	241.86/127.53

相关研究报告

<<万辰集团：门店扩张再提速，规模效应持续兑现>>--2026-09-07

<<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

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 年三季报，2026 年前三季度实现营收 556.28 亿元，同比+52.15%，归母净利润 18.38 亿元，同比+114.99%，扣非归母净利润 17.60 亿元，同比+118.35%。2026Q3 实现营收 207.92 亿元，同比+48.73%，归母净利润 6.28 亿元，同比+63.84%，扣非归母净利润 6.19 亿元，同比+74.22%。

Q3 开店环比加速，渠道网络向县域纵深。公司量贩零食主业延续高增，2026Q1-Q3 实现收入 551.8 亿元，同比+52.6%，其中 Q3 单季收入 206.6 亿元、同比+49.5%。门店端，截至 9 月 15 日公司全国签约量贩零食门店数突破 3 万家，三季度单季净新增超 4,000 家，开店步伐较上半年明显加快，前三季度累计新开门店约 1 万家。区域策略上，公司在加密东部优势市场的同时向县域腹地纵深推进，以乡村店延伸零售网络毛细血管，并落地城市旗舰店、国风文旅融合店等创新店型，渠道覆盖的广度与深度同步提升。会员运营持续深化，截至报告期末量贩零食注册会员约 2.9 亿、人均月购买频次超过 3 次。即时零售加速放量，7—8 月外卖订单数同比增长 182%、突破 1,000 万单，线上线下的协同效应逐步显现。

毛利端延续修复，费用前置单季净利率小幅回落。2026Q1-Q3 公司整体毛利率 12.90%，同比+1.21pct，其中 Q3 毛利率 12.99%，同比+0.85pct、环比+0.17pct，主要源于采购规模扩大带来的产业链议价权增强、供应链效率优化以及自有品牌占比提升。加回股份支付费用后，量贩零食业务前三季度实现净利润 29.50 亿元、净利率 5.35%。Q3 单季 10.19 亿元、同比+38.45%，对应净利率 4.93%。Q3 销售费用率提升主要系开店加速所匹配的运营人员增加、16 周年庆等品牌营销投放以及加盟政策支持等。Q3 管理费用率 2.58%、同比-0.15pct，管控保持稳健。此外 Q3 政府补助仅 112 万元（上年同期 0.59 亿元），亦对单季利润形成一次性扰动。综合影响下，前三季度归母净利率 3.30%，同比+0.97pct，Q3 为 3.02%、同比+0.28pct，盈利中枢仍处较好水平。

现金转化质量良好，降负债与分红同步落地。2026Q1-Q3 公司经营活动产生的现金流量净额达 23.56 亿元，期末货币资金余额 60.68 亿元，在手资金充裕。公司主动优化负债结构，期末短期借款由期初的 6.37 亿元降至 2.76 亿元。股东回报方面，公司推出 2026 年前三季度利润分配方案，拟每 10 股派发现金股利 3.00 元（含税），合计派现 5.96 亿元。

盈利预测：量贩零食行业格局加速出清，份额持续向头部集中。公司作为渠道双强之一，依托规模壁垒与精细化运营能力，增长动能充足。中长期看，门店加密与下沉市场渗透仍将打开新的成长空间。公司已完成对南京万优 49%股权的收购，后续少数股东权益的逐步收回有望持续增厚归母净利润。我们预计公司 2026-2028 年实现收入 726/923/1030 亿元，同比+41%/+27%/+12%，实现归母净利润 25.6/34.1/39.6 亿元，同比+90%/+33%/+16%，对应 PE 11x/8x/7x，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	72,636	92,277	102,918
营业收入增长率(%)	59.17%	41.15%	27.04%	11.53%
归母净利（百万元）	1,345	2,558	3,413	3,959
净利润增长率(%)	358.09%	90.23%	33.43%	16.01%
摊薄每股收益（元）	6.77	12.88	17.19	19.94
市盈率（PE）	20.21	10.62	7.96	6.86

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	9,613	14,716	20,848
应收和预付款项	1,159	1,633	2,324	2,967	3,276
存货	2,141	2,358	4,109	4,975	5,468
其他流动资产	89	157	359	373	451
流动资产合计	5,771	8,891	16,406	23,032	30,042
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	16,787	23,412	30,422
资产总计	7,253	10,047	17,590	24,207	31,209
短期借款	956	637	686	678	637
应付和预收款项	2,094	3,075	4,835	5,834	6,521
长期借款	237	974	874	774	674
其他负债	2,505	2,811	4,798	5,391	5,896
负债合计	5,792	7,497	11,193	12,678	13,728
股本	180	189	199	199	199
资本公积	534	68	58	58	58
留存收益	384	1,226	3,695	6,989	10,810
归母公司股东权益	1,098	1,483	3,952	7,246	11,067
少数股东权益	363	1,068	2,445	4,283	6,414
股东权益合计	1,461	2,551	6,397	11,528	17,482
负债和股东权益	7,253	10,047	17,590	24,207	31,209

现金流量表（百万）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	848	3,631	5,114	5,460	6,536
投资性现金流	-96	-50	-19	-13	-14
融资性现金流	303	-1,142	-223	-344	-391
现金增加额	1,056	2,440	4,872	5,103	6,132

利润表（百万）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	32,329	51,459	72,636	92,277	102,918
营业成本	28,851	45,078	62,830	79,589	88,510
营业税金及附加	63	129	182	231	257
销售费用	1,431	1,544	2,288	2,884	3,216
管理费用	981	1,505	2,179	2,722	2,985
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	5,244	6,996	8,115
其他非经营损益	-9	15	3	5	6
利润总额	1,032	3,267	5,247	7,001	8,121
所得税	429	843	1,312	1,750	2,030
净利润	603	2,424	3,935	5,251	6,091
少数股东损益	310	1,079	1,377	1,838	2,132
归母股东净利润	294	1,345	2,558	3,413	3,959

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%	3.52%	3.70%	3.85%
销售收入增长率	247.86%	59.17%	41.15%	27.04%	11.53%
EBIT 增长率	2,583.56%	202.15%	61.33%	33.00%	15.80%
净利润增长率	453.95%	358.09%	90.23%	33.43%	16.01%
ROE	26.73%	90.65%	64.73%	47.10%	35.77%
ROA	10.79%	28.02%	28.48%	25.12%	21.98%
ROIC	20.37%	52.81%	47.41%	39.63%	32.08%
EPS(X)	1.48	6.77	12.88	17.19	19.94
PE(X)	92.59	20.21	10.62	7.96	6.86
PB(X)	24.75	18.32	6.88	3.75	2.46
PS(X)	0.84	0.53	0.37	0.29	0.26
EV/EBITDA(X)	10.04	9.89	3.67	2.02	0.97

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

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

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

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。