

万辰集团（300972.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年10月20日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	142.51
总市值	281.32亿
PE-TTM	13.51
PB-MRQ	10.43

估值结果

价值	625.17亿
DDM估值	上行空间 122%
状态	严重低估
价值	607.91亿
动态估值	上行空间 116%
状态	严重低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

万辰集团作为国内量贩零食行业的双寡头之一，依托约2.7万家门店（截止26Q3）构建的供应链规模优势、极致库存周转与高标准化加盟模型，在通缩宏观背景下深度受益于消费向高性价比零售转型的结构性红利。

公司的成长空间较高，公司处于量贩零食渠道渗透早期，叠加远期预测9万家行业门店的扩张空间和品类延伸驱动的同店增长；公司的盈利趋势较好，数字化赋能订单可见性+采购规模效应释放+品类结构优化将共同推升净利率中枢；公司的产业格局较好，CR2已达75%且向更高演进，进入壁垒+龙头议价能力构筑了坚实的飞轮壁垒；公司的护城河较好，护城河主要为网络效应（约2.7万家门店带来的供应链规模）以及渠道力（核心网点先发卡位、稳定盈利的加盟模型）共同构成可持续的竞争优势。

基于我们认为量贩零食具备稳健的单店模型，以及较大的成长空间，公司当前估值处于低估区间。

我们区别于市场的观点

针对市场关于门店加密引发同店恶化的担忧，我们认为渠道加密并非必然导致单店下滑。借鉴海外会员商超及折扣龙头经验，公司可通过“品类延伸+客单价提升+数字化运营”三大抓手有效对冲分流风险，维持单店模型稳健；同时，随着规模效应持续释放与内部精细化运营，公司毛利率与净利率中枢有望稳步抬升。

风险提示

1) 行业竞争加剧：友商重启常态化高额补贴或恶性价格战，将直接侵蚀单店效益与公司整体利润率；2) 库存积压风险：若新品类（日化、潮玩等）动销不及预期导致库存积压，将影响加盟商盈利模型；3) 门店分流风险：随着门店密度增加，若新店对老店产生严重客流虹吸，导致同店销售再度转负，将动摇加盟商开店意愿。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

万辰集团（300972.SZ）是一家以量贩零食零售为核心、辅以食用菌工厂化种植业务的食物零售企业。2022年切入量贩零食赛道后，公司于2023年将旗下品牌统一为“好想来”并收购“老婆大人”。截至2026年三季度末门店数量达到约27000家（据渠道调研）。渠道端，公司采用轻资产加盟模式，2025年末加盟店占比达99.8%。

2. 业务介绍

对于万辰集团公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

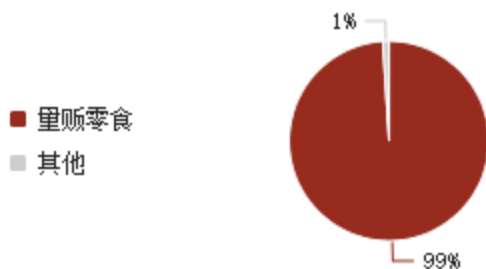
量贩零食：

量贩零食业务通过工厂直采、精简SKU组合实现低价的新零售业态，主打高性价比与高周转，多布局于社区及人流密集区，提供品类丰富、散装称重的购物体验。公司核心品牌“好想来”覆盖水饮、乳制品、肉类零食、烘焙糕点、膨化食品等十二大品类，单店SKU约1,500-2,000个，客单价约30元。“老婆大人”为副品牌，覆盖相对高端人群。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内（包含一二三四线及县级城市），主要为下沉市场的零食零售业态。

其他：

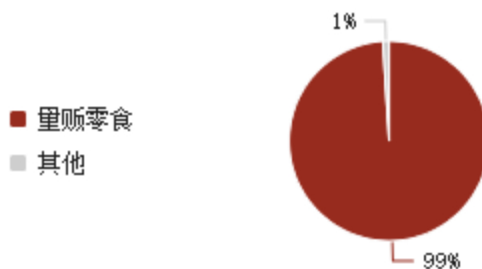
其他业务主要包括食用菌工厂化种植与销售业务。公司主营金针菇、真姬菇、鹿茸菇等鲜品食用菌的研发、工厂化培育与销售。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

万辰集团采用轻资产加盟模式，具备“四低”特征：低资产强度、低营销强度、低客户集中度及低供应商集中度。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司采用加盟为主的轻资产连锁模式，2025年公司的加盟店数占比达99.8%，门店租金、人工、库存均不进入公司表内，由加盟商承担，公司仅承担供应链、品牌、IT、人员等后台投入。从报表端看，公司2025年总资产100.47亿元，固定资产仅6.997亿元（占总资产6.96%），使用权资产2.83亿元；总资产周转率2025年高达5.12次（2023年2.37次），体现极强的轻资产高周转运营特征。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

2026H1销售费用率2.96%（远低于一般消费行业），处于行业极低水平（2025年全年3.0%）。这一方面源于加盟模式天然规避门店租金与人员成本，另一方面源于公司“以门店密度替代营销”的打法：约2.7万门店本身即是最强的曝光渠道。2025年公司官宣檀健次为首位品牌代言人并开展“顶流明星+多IP跨界”组合营销，是品牌升级的重要举措，但整体营销投入仍偏克制。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司主营业务收入来源于分散的加盟门店与终端消费者，不存在单一客户依赖问题。公司前五大客户合计销售集中度极低（占<5%），客户结构高度分散，单一客户违约或流失对公司经营无显著影响，客户集中度风险极低。

3.4 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

2025年公司前五大供应商采购集中度仅为12%，供应链分散且安全。公司凭借门店数量优势带来的年度大额采购量，直接对接品牌方与生产厂商、跳过中间经销环节，对上游具备强议价权。与伊利、乐事、卫龙等头部品牌保持深度合作，议价能力与品类丰富度形成正向循环。

4. 历史经营绩效

公司盈利能力突出，主要得益于规模效应驱动的高周转与高ROE。凭借前期并购与行业扩容，公司历史成长性强劲；同时，公司不仅具备突出的业务控制力，股东回报水平亦表现优异。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



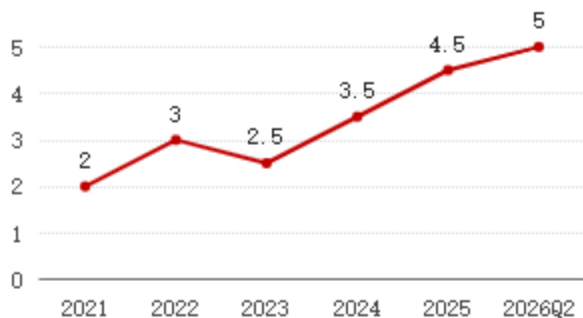
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力逐年提升，2026上半年达到4星。公司归母净利率水平比较低，2025/2026H1的净利率分别为2.6%/3.5%，但ROE水平极高，主要依靠公司的高周转：2022年公司ROE仅6.8%（菌菇主业末期）；2023年因公司转型量贩零食前期投入大、商誉调整与少数股东权益摊薄，ROE转负；2024年快速回升至26.7%（量贩零食业务规模效应释放）；2025年因净利润大幅增长+轻资产运营放大，ROE飙升至90.7%，调整ROIC约60%。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



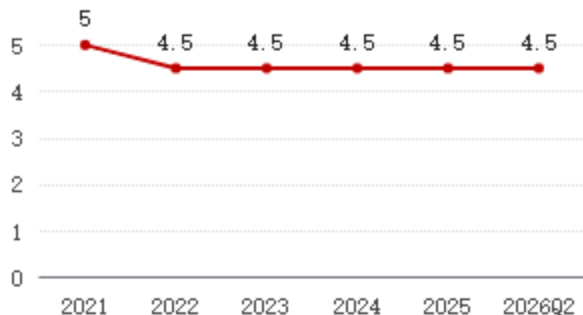
数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力极强。公司2023-2025年收入CAGR达135%，归母净利润2025年同比+358%（剔除少数股东稀释前）。2026H1再验证趋势：归母净利12.10亿（+156.58%），半年已超2025年全年的90%水平。增长来源主要为：1）2023年9月并入“好想来”等四大品牌后，门店数从2023年4,726家跃升至2025年末18,314家、2026H1末进一步达23,802家；2）单店模型逐渐打磨成熟；3）量贩零食赛道渗透率快速提升（2019-2024年CAGR 78%）。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力极强，2025年末应付账款占总资产30.6%，公司有着极好的现金流，经营性现金流/净利润多数年份>1，盈利质量较高。资产负债率较高（74.6%）但主要为应付供应商款项，有息负债率仅约16%，整体财务结构稳健。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司2024年开始稳定分红，2024年现金分红7200万元、2025年大幅提升至1.63亿元，分红率从24.5%回落至12.1%（因利润高基数效应）。未来随着公司利润持续提升、负债结构改善，股东回报能力有望进一步增强。

5. 四维评级

公司的成长空间为3.5星，主要因目前行业仍处于未饱和期，门店仍有较大拓展空间；公司的盈利趋势为3星，后续有望依靠规模效应与品类优化共振，将稳步推升净利率中枢；公司的产业格局为3.5星，量贩零食行业CR2达75%且持续集中，寡头格局稳定；公司的护城河星级为3.5星，龙头的规模优势，先发卡位及稳定盈利的加盟渠道力，共同构筑可持续竞争优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长空间较大，主要系量贩零食业务仍处于渠道渗透+门店扩张+品类拓展的多重红利期；食用菌业务成长空间有限，但占比已极小（2025年收入占比仅1.2%），不构成对整体空间的拖累。

量贩零食(3.5星)：

量贩零食业务的成长驱动来自两个层面：1）门店扩张：行业门店规模从2024年的约4万家增至2025年的5.5万家，对标成熟市场（如湖南）密度推算，远期行业总空间约9.1万家。当前行业双寡头格局稳固，CR2约75%（鸣鸣很忙40%+万辰35%），远期预计提升至85%+。在此格局下，公司远期门店目标约38000家，较2026Q3末仍有约40%的扩张空间。2）品类延伸与同店增长：熟食及冷链品类兼具高毛利与高适配性，是优质的拓品方向。未来通过引入这些品类及自有品牌等，有望驱动客单价提升15%至35元，实现毛利率与客单价的双升，进而有效支撑同店销售的稳健增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势稳健向上，主要驱动来自数字化赋能订单可见性→品类结构优化→费用率规模化下行的正向循环，未来有望进一步提升。

量贩零食(3星):

公司盈利能力的提升路径清晰，有望依靠以下方法来提升未来的盈利能力：1) 数字化赋能订单可见性：依托门店网络与数智化系统，龙头企业可平抑上游产量波动，亦可在原材料价格低位时协助厂商锁价采购；2) 提升自有品牌及高毛利品类占比：参考海外硬折扣龙头经验，自有品牌毛利率显著高于流通品牌。未来国内零食量贩自有品牌占比的提升，将直接拉高渠道整体毛利率中枢；3) 费用端，通过优化门店运营、仓储物流管理来摊薄费用：通过智慧物流及仓储自动化升级，提升单仓吞吐量与周转效率；引入低温冷链及热食业务后，可通过三方合作或依托现有常温仓增设模块，快速复用冷链供应链能力。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局非常好，量贩零食行业进入壁垒较高、规模经济显著、龙头议价能力强、替代风险低，处于“寡头红利期”。

量贩零食(3.5星):

量贩零食行业已确立稳固的“双寡头”格局，当前CR2约75%，远期有望持续获取更多份额。头部企业凭借网点先发、标准化运营及数字化能力构筑起深厚壁垒，后进者难以抗衡。其中，万辰集团依托门店的规模优势，直连上游厂商，不仅掌握了极强的议价权，还保持了供应链的分散与安全，降本空间广阔。依托下沉市场的高频即时消费场景与极致性价比，该业态不仅替代风险低，更一跃成为当下零售市场中最炙手可热的风口。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较宽，源于网络效应+渠道力+品牌力三重壁垒，且具有较强的可持续性。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
量贩零食	(5星) 护城河宽度：经壹评级调整的R0IC在2025年达到60%（远超消费品行业均值），在量贩零食行业中万辰市占率约达到35%（CR2 75%），业务控制力显著领先。	(3星) 公司的护城河主要来源于其规模优势、渠道力：1) 规模优势：依托约2.7万家门店的庞大体量与集中采购优势，直连厂商跳过中间环节，具备强议价权。全国仓网密集布局，配合WMS、TMS等数字化系统实现订单智能分配与库存动态更新，周转效率显著优于行业。2) 渠道力：早期通过并购实现核心网点先发卡位；单店投资回收期稳定在2年（综合性价比优于其他业态），闭店率从2025年的3.14%显著改善至2026H1的1.40%；数字化运营全面嵌入选址、采购、仓储及门店管理等全链路。护城河可持续性：核心网点先发优势、规模经济与供应链效率形成正向循环，稳健的加盟商盈利模型支撑渠道扩张。后续护城河持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对万辰集团采用了动态估值和DDM估值方法，经过测算公司当前估值处于低估区间。

6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

量贩零食：预计2026-2028年量贩零食业务收入分别达到771/1,034/1,158亿元，对应增速约+52%/+34%/+12%。增长驱动来自：1）门店从2026H1末23,802家（半年净增5,488家，扩张节奏未减）扩张至远期（2040年）38,613家；2）单店销售：2026年上半年单店平均收入已呈现高单位数增长，目前趋势良好，预计后续单店GMV达到520-540万元；3）品类延伸（生鲜/日化/熟食）带动客单价提升至35元。

其他业务：维持低速增长，2026-2028年收入分别预计为6.7/7.6/8.6亿元，同比增长11.8%/12.3%/13.1%。

盈利假设：

毛利率：预计采购规模效应和物流优化将继续推动毛利率提升，2026-2030年毛利率维持在13-14%区间，叠加品类延伸逐步提升。

费用率：预计短期内销售费用率维持平稳；从中长期来看，随着规模效应持续释放，三大费用率有望逐步回落并趋于优化。

利润端：我们预测公司的归母净利润在2026-2028年分别为22.3/30/34.6亿元，对应着归母净利率约3%。

表2：公司整体业绩预测

万辰集团	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	92.9	323.3	514.6	778.2	1041.6	1167.1	1248.7	1305.8
归母净利润(亿)	-0.8	2.9	13.5	22.3	30.0	34.6	37.1	38.8
归母净利润增速(%)	-275.1	451.1	358.3	65.6	34.7	15.4	7.1	4.7
经营性净利润(亿)	-1.5	5.9	24.1	40.1	54.1	62.4	66.8	70.0
经营性净利润增速(%)	-480.5	499.1	306.9	66.5	34.7	15.4	7.1	4.7
经营性归母净利润(亿)	-0.8	2.9	13.4	22.3	30.0	34.6	37.1	38.8
经营性归母净利润增速(%)	-288.0	442.0	363.8	66.5	34.7	15.4	7.1	4.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

量贩零食	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	87.6	317.9	508.6	771.4	1034.1	1158.5	1239.0	1294.9
收入增速(%)	13057.6	262.9	60.0	51.7	34.0	12.0	6.9	4.5
经营性净利润(亿)	-1.1	6.0	23.5	39.7	53.6	61.8	66.2	69.3
经营性净利率(%)	-1.2	1.9	4.6	5.1	5.2	5.3	5.3	5.3
经营性净利润增速(%)	-2988.5	666.2	290.9	68.7	35.0	15.4	7.1	4.6
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	5.3	5.4	6.0	6.7	7.6	8.6	9.7	10.9
收入增速(%)	10.8	0.7	11.8	11.8	12.3	13.1	13.1	13.1
经营性净利润(亿)	-0.4	-0.1	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
经营性净利率(%)	-7.9	-1.7	9.6	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7
经营性净利润增速(%)	-219.3	77.7	715.2	-20.4	10.1	13.2	13.2	13.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
量贩零食	1.4%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	68.2
其他	0.0%	--	一般	一般	7.8%		0.7
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
量贩零食(亿)	142.2	726.4	868.5	12.2	273.0	-	607.8
其他(亿)	1.6	-	-	0.1	-	-	0.1
公司整体测算(亿)	143.7	726.4	868.5	12.4	273.0	-	607.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
量贩零食(亿)	442.4	434.8	877.1	12.2	273.0	-	616.4
其他(亿)	4.6	4.0	8.7	0.1	-	-	8.8
公司整体测算(亿)	447.0	438.8	885.8	12.4	273.0	-	625.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性较高，其量贩零食业务模式历经多年市场验证，加盟商盈利模型稳健且具备极高的可复制性。此外，该业务属于高频小额消费，抗周期性强，受单一事件影响有限，整体业绩波动性较小且高度可控。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。