

一鸣食品 (605179)

公司研究/深度报告

奶吧渠道优势显著，产能提升+埠外扩张可期

深度研究报告/食品饮料行业

2021年1月6日

报告摘要:

● 稳步发展，成就知名的区域型“乳品+烘焙”企业

一鸣食品成立于2005年，主营新鲜乳品与烘焙食品的研发/生产/销售及连锁经营业务，2019年乳品和烘焙食品合计贡献营收达89.4%。2019年公司实现收入19.97亿元，同比增长13.8%；实现归母净利润1.74亿元，同比增长10.51%。从区域上看，公司90%营收来自浙江市场，目前正积极开拓省外市场，公司外省门店数量增长迅速，2020H1省外门店数占比已达16%。

● 新鲜乳品市场发展潜力大，烘焙食品行业景气度高

我国乳制品行业规模达4196亿元，整体增速放缓，但蕴藏结构性机会，低温奶具备较高成长性。巴氏奶2019年规模约340亿元，近3年CAGR为12%；低温酸奶2018年规模约377亿元，近3年保持12%以上的增速。同时受益于居民收入水平提升、城镇化水平提升和冷链物流条件改善，我国低温奶仍有巨大发展空间。

我国烘焙食品行业规模巨大且增速较快，2019年行业规模为2317亿元，近5年CAGR达10.9%。从我国烘焙食品人均消费量来看，虽然近十年来快速增长，2019年达到24美元，但依然与发达地区存在很大差距，即使对比饮食习惯与我国类似的日本、韩国，我国烘焙食品人均消费也至少还有一倍以上的成长空间。

● 公司实现全产业链布局，渠道优势显著

生鲜乳供应上，公司通过自有牧场与外部采购结合，保证了稳定的生鲜乳供应来源；**生产上**，公司通过自有中央工厂进行乳品与烘焙食品的集中生产，随着本次募投落地，公司乳品/烘焙产能将逐步释放，有利支持公司业绩进一步增长；**渠道上**，“一鸣真鲜奶吧”渠道优势显著，既突破了经营品类的单一性，也有利于快速感知消费需求，同时自营门店的高毛利率带动公司整体毛利率提升，加盟门店数的持续增长也能令公司长期受益；**同行业公司对比看**，公司乳品毛利率高于同行，销售费用率低于行业平均，管理费用率处于行业平均水平。

● 盈利预测与投资建议

预计2020-2022年公司实现收入19.40/22.56/26.25亿元，同比-2.9%/+16.3%/+16.4%；实现归属上市公司净利润1.54/2.04/2.36亿元，同比-11.5%/+32.3%/+15.9%，对应2020-2022年EPS为0.38/0.51/0.59元，目前股价对应PE为55.7/42.1/36.3X。公司2020年估值高于可比公司平均PE 48.7X（Wind一致预期，算术平均法）的估值水平。考虑到公司募投产能释放和门店网络覆盖率提升带来的长期成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

疫情持续时间超预期，开店速度不及预期，食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,997	1,940	2,256	2,625
增长率(%)	13.8%	-2.9%	16.3%	16.4%
归属母公司股东净利润(百万元)	174	154	204	236
增长率(%)	10.5%	-11.5%	32.3%	15.9%
每股收益(元)	0.51	0.38	0.51	0.59
PE(现价)	41.9	55.7	42.1	36.3
PB	11.0	10.5	8.4	6.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

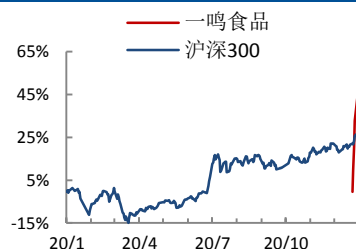
首次评级

当前价格：21.37

交易数据 2021-1-5

近12个月最高/最低	21.37/13.26
总股本(百万股)	401.00
流通股本(百万股)	61.00
流通股比例%	15%
总市值(亿元)	85.69
流通市值(亿元)	13.04

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
 电话：010-85127513
 邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003
 电话：0755-22662016
 邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

目录

1 公司介绍：知名的区域型“乳品+烘焙”企业	3
1.1 稳步发展，专注于乳品和烘焙食品	3
1.2 受限于销售半径，地域性经营色彩明显	5
2 行业分析：新鲜乳品和烘焙食品的成长空间巨大	6
2.1 新鲜乳品市场发展潜力大	6
2.2 烘焙食品行业景气度高	8
3 公司看点：全产业链布局，渠道优势显著	10
3.1 生鲜乳供应稳定，中央工厂集中生产	10
3.2 精细化的全程冷链物流体系	11
3.3“奶吧”渠道优势显著，埠外扩张加速	13
3.4 同业比较：乳品毛利率高于同行，费用控制有效	16
4 募投项目分析：扩充产能，推动营销网络建设	18
4.1 营销网络直营奶吧建设项目	18
4.2 江苏一鸣食品生产基地项目	18
4.3 年产 30000 吨烘焙制品新建项目	19
4.4 研发中心及信息化建设项目	19
5 收入拆解与盈利预测	20
5.1 收入拆解	20
5.2 相对估值	20
5.3 绝对估值	20
5.4 投资建议	21
6 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	25

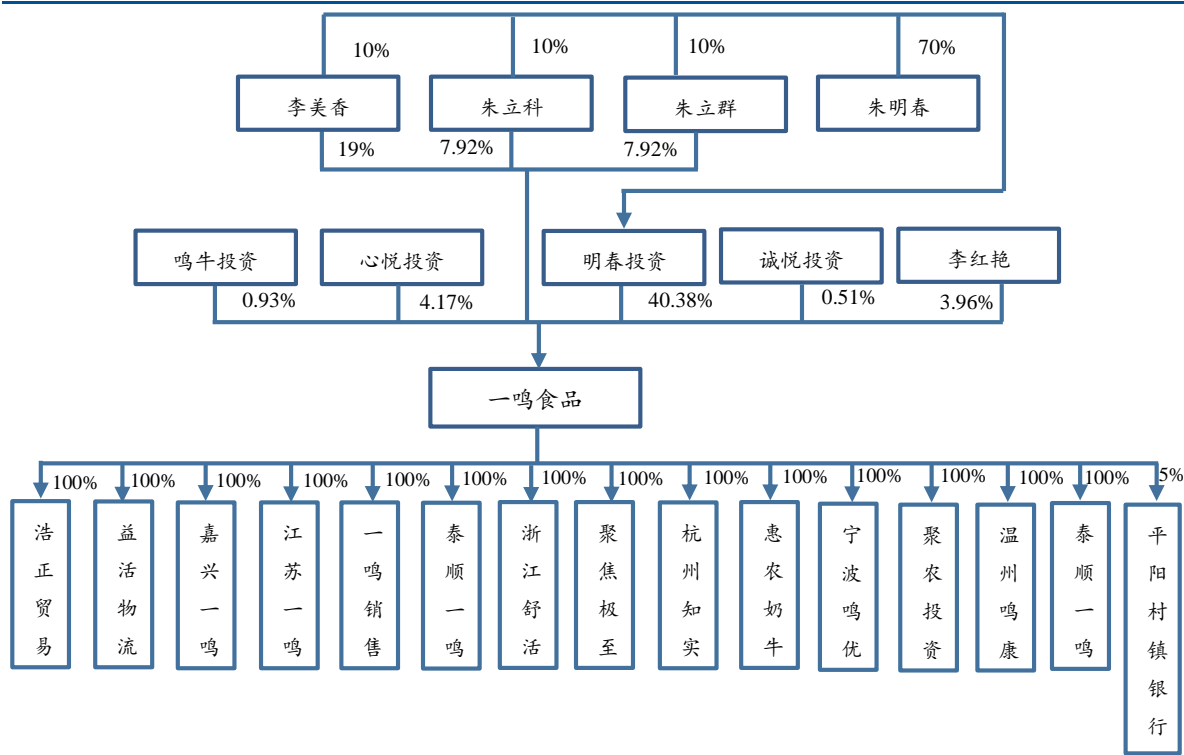
1 公司介绍：知名的区域型“乳品+烘焙”企业

1.1 稳步发展，专注于乳品和烘焙食品

稳步发展，深耕行业二十余年。一鸣食品的发展历程可追溯到1992年，2002年5月开设了全国首家“一鸣真鲜奶吧”，2005年温州一鸣、李美香、朱立科、朱立群、李红艳五名发起人共同发起设立浙江一鸣食品股份有限公司，后温州一鸣更名转型为控股公司“明春投资”，并将相关人员与业务转移至一鸣食品。2005年一鸣在泰顺县建成自有生态牧场，2008年开始在在平阳县昆阳镇投资建设一鸣现代化工业园，2009年公司合作建立核心牧场40个，2011年开始运营电子商务。截至2020年6月末，公司拥有奶吧门店1699家，2020年末公司登陆上交所上市。

公司控股股东为明春投资，实际控制人为朱明春、李美香、朱立科、朱立群、李红艳五名家族成员，五人合计控制公司93.38%的股权。本次公开发行股票数量6100万股后，实际控制人仍合计持有公司79.18%的股权，仍居于绝对控股地位。

图1：一鸣食品股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司主营新鲜乳品与烘焙食品的研发、生产、销售及连锁经营业务。公司以“一鸣真鲜奶吧”连锁门店为基础，充分利用“乳品+烘焙”饮食组合的消费特征，突破了乳品业务经营品类的单一性。同时，公司取得了“浙江名牌产品”、“浙江省商标品牌示范企业”、“浙江省连锁业杰出贡献企业”等称号，在行业和区域内积累了良好的品牌知名度。

具体产品看，乳品类主要包括低温巴氏杀菌乳、低温发酵乳、低温调制乳及特色乳饮品等产品品类，烘焙食品包括各式短保质期的面包、米制品、中式糕点等。公司产品以低

温保鲜或短保质期食品为主。其中，低温鲜奶保质期通常不超过 15 天，烘焙食品也新鲜、短保为特点，其保质期通常也不超过 4 天。

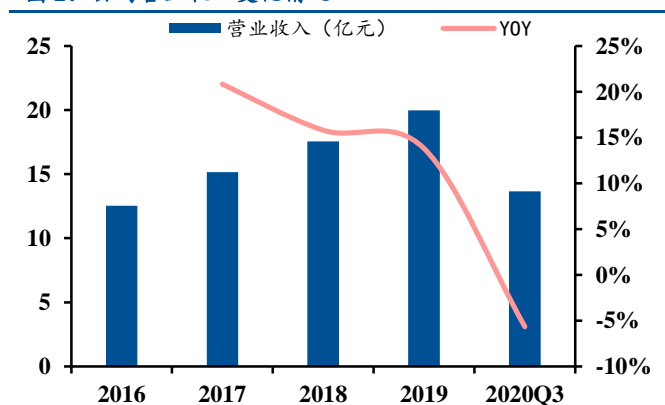
表 1: 公司主要产品系列

品类	产品类别	主要产品
乳品	低温巴氏杀菌乳	 澳瑞鲜牛奶  鲜牛奶
	低温发酵乳	 地中海风味发酵乳  典雅·希腊风味发酵乳  藏式淳酸奶
	乳饮品和其他液态乳	 悠易畅益生菌酸奶  真鲜蛋奶  纯牛奶
烘焙	面包等烘焙食品	 吐司  小餐包  三明治

资料来源：公司公告，民生证券研究院

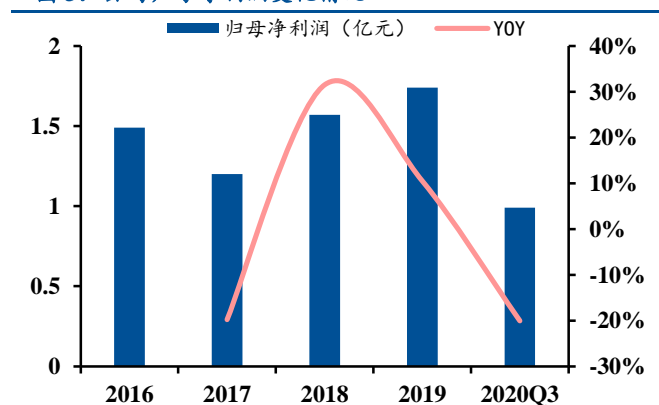
营收和归母净利润稳步增长。2016-2019 年公司实现营收 12.54/15.16/17.55/19.97 亿元，三年来均保持双位数高速增长；实现归母净利润 1.49/1.20/1.57/1.74 亿元。2020 年前三季度公司实现营收 13.66 亿元，同比减少 5.67%；实现归母净利润为 0.99 亿元，同比减少 20.05%。主要是受新冠肺炎疫情影响，公司 20Q1 经营业绩较上年同期出现了较大幅度下滑。据招股说明书披露，二季度以来公司各渠道产品销售实现了较快恢复，第二、三季度营业利润较上年同期均呈现了同比增长。

图 2: 公司营业收入变化情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3: 公司归母净利润变化情况

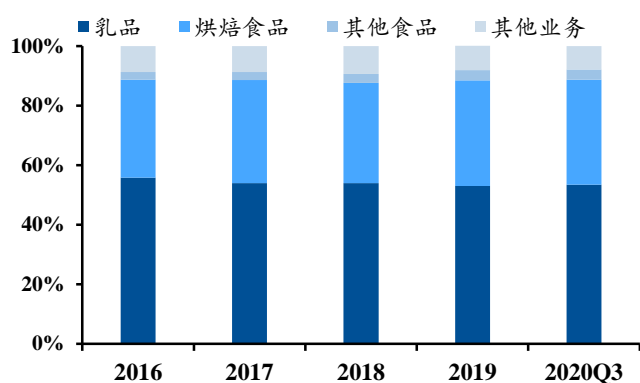


资料来源：公司公告，民生证券研究院

乳品和烘焙食品贡献绝大部分营收。2017-2020H1 公司各项业务营收占比总体保持稳定，乳品和烘焙食品合计贡献营收占比均超 87%，其中乳制品占公司总营收比重超 53%，为公司最重要的业务板块。

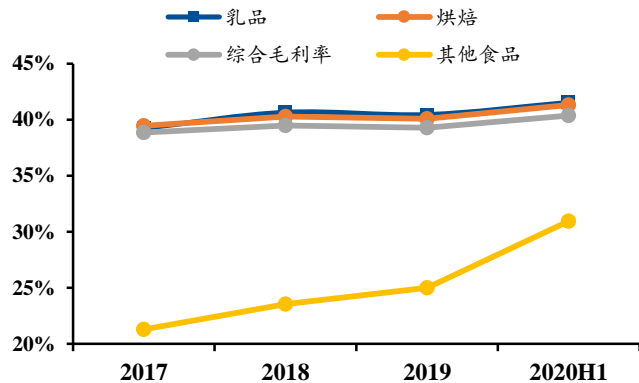
毛利率呈稳步提升态势。公司 2017-2020H1 乳品和烘焙食品毛利率稳步提升态势，带动公司综合毛利率由 38.85% 提升至 40.37%。期间公司毛利率提升的主要原因是公司加强了直营门店建设，而直营门店毛利率相对更高。

图 4：乳品和烘焙食品贡献公司绝大部分营收



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：公司毛利率呈稳步提升态势



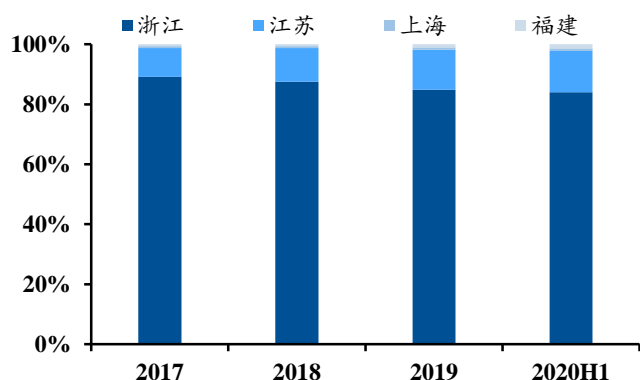
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 受限于销售半径，地域性经营色彩明显

门店分布集中于浙江市场。公司产品以低温短保乳品与烘焙食品为主，产品运输及销售半径约 700 公里。公司现有生产基地位于浙江温州，故“一鸣真鲜奶吧”分布在浙江、江苏、上海、福建四省市，又以浙江为主。2017-2020H1 公司浙江市场收入占比分别为 90.84%/89.75%/87.97%/89.26%。

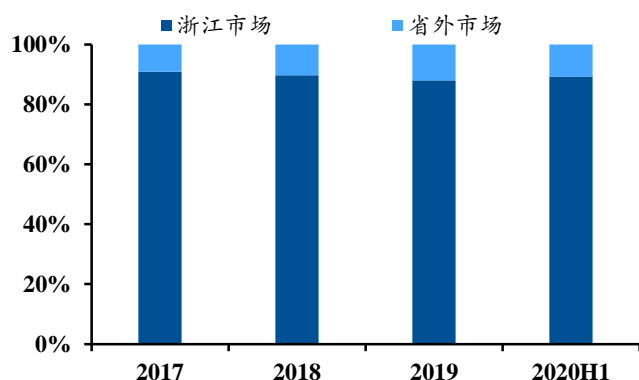
浙江省外市场门店数量占比稳步提升。2006 年以来公司积极开拓浙江省外市场，外省门店数量增长迅速。从门店数量占比看，浙江区域占比由 2016 年的 89.15% 降至 2020H1 的 84.05%，外省布局中江苏区域占比提升最快，占比由 2016 年的 9.65% 提升至 2020H1 的 13.77%。

图 6：公司门店数量占比情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：浙江区域贡献公司绝大部分营收



资料来源：公司公告，民生证券研究院

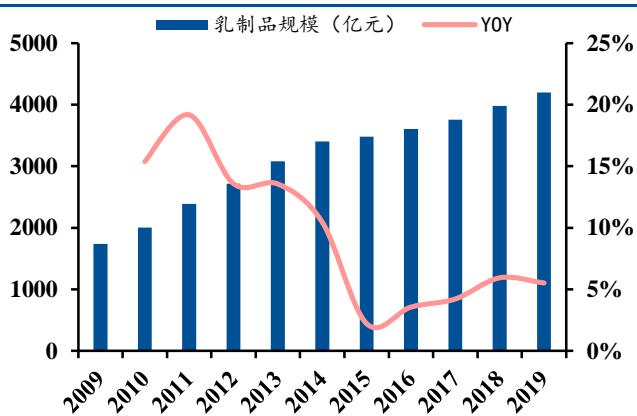
2 行业分析：新鲜乳品和烘焙食品的成长空间巨大

2.1 新鲜乳品市场发展潜力大

2.1.1 乳制品行业内，低温奶最具成长性

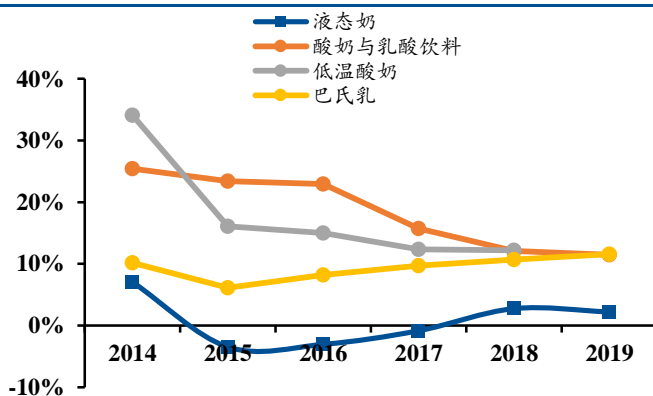
国内乳制品行业逐步趋向于成熟期，但行业蕴藏结构性机会，低温奶具备较高成长性。根据 Euromonitor 数据，2019 年国内乳制品整体规模已达 4196 亿元。庞大基数下行业总体规模成长性有所减弱，2016-2019 年间平均复合增速约 5%。尽管乳制品整体增速趋缓，但巴氏奶在 2016 年之后增速上行，近 3 年 CAGR 为 12%，2019 年规模约 340 亿元。低温酸奶在近 3 年也保持 12% 以上的增速，2018 年规模约 377 亿元。

图 8：我国乳制品行业增速趋缓



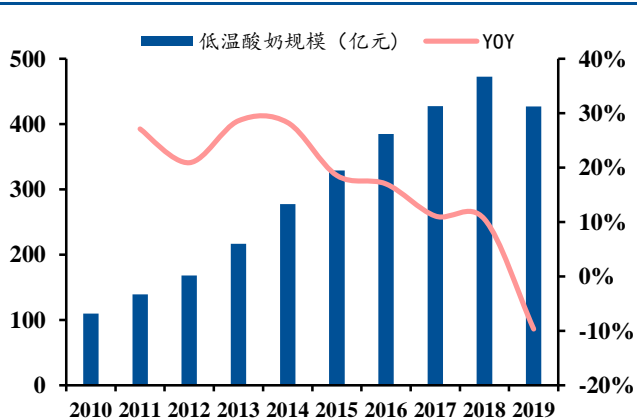
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 9：行业结构性分化，低温奶高成长



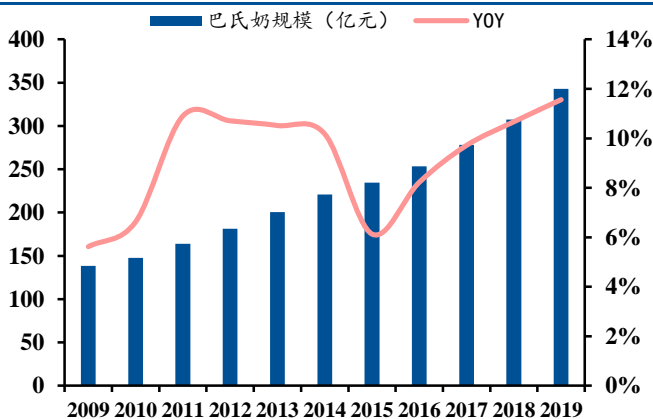
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 10：低温酸奶规模与增速



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 11：低温鲜奶规模与增速



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

2.1.2 多因素助推低温奶市场快速发展

(1) 居民收入水平提升。研究表明，当人均可支配收入在 1 万至 6 万之间，低温奶的消费占比与收入呈正相关性。其背后逻辑在于低温奶的综合成本较高，因此价格也略高，当消费者收入较低时会减少低温奶的消费，这也是 2000-2013 年间低温奶销量明显低于常温奶的原因之一。但随着国内居民收入的稳定增长，消费者将会增加对低温奶的消费量。

(2) 城镇化水平提升。低温奶占比随城市化发展而上升，逻辑在于：①城市化带来市场便利化水平提升，使得交易成本与储藏成本相对高的低温奶消费更加容易；②消费意识城市化。农村居民在进入城市后会调整消费行为，逐渐趋近于城市消费方式。

图 12: 低温奶的消费量占比与收入呈正相关性

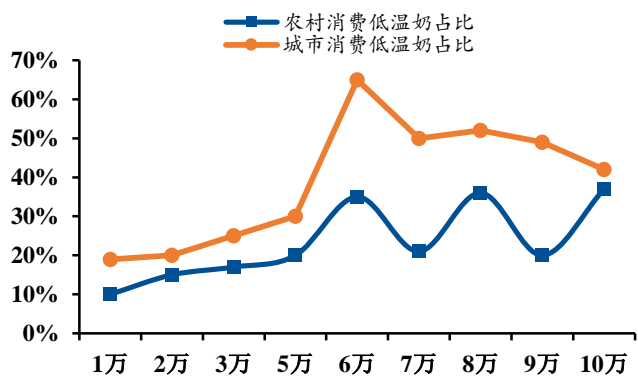
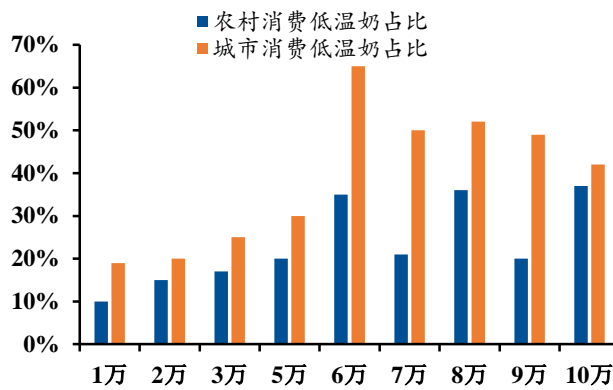


图 13: 城市低温奶消费占比明显高于农村



资料来源:《收入增长和城市化对液态奶消费结构的影响》, 民生证券研究院

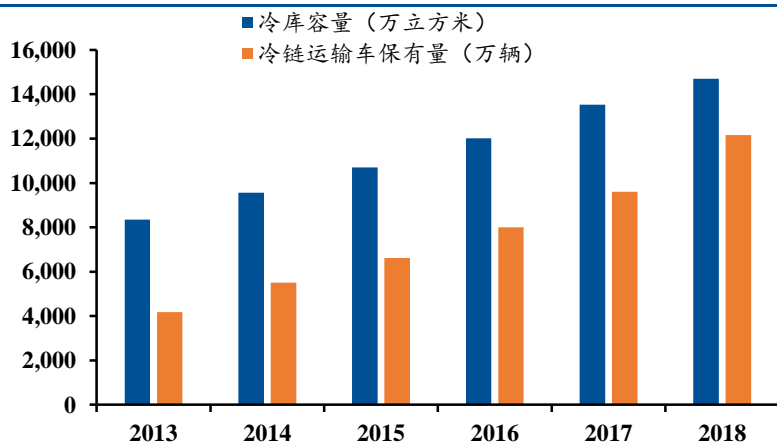
(3) 冷链物流条件改善。2013 年之后国内冷链物流建设速度提升，相较之下 2018 年冷库容量、冷链运输车保有量分别提升 0.8 倍、1.9 倍。基于政策的大力支持，我们预计未来冷链物流水平还将继续提高。

表 2: 中央一号文件对冷链物流建设的政策支持

年份	内容
2017 年	加强农产品产地预冷等冷链物流基础设施网络建设，完善鲜活农产品直供直销体系。
2018 年	加强农产品产后分级、包装、营销，建设现代化农产品冷链仓储物流体系。
2019 年	统筹农产品产地、集散地、销地批发市场建设，加强农产品物流骨干网络和冷链物流体系建设。
2020 年	启动农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程。加强农产品冷链物流统筹规划、分级布局 and 标准制定。安排中央预算内投资，支持建设一批骨干冷链物流基地。

资料来源: 国务院, 民生证券研究院整理

图 14: 我国冷链物流水平不断提升

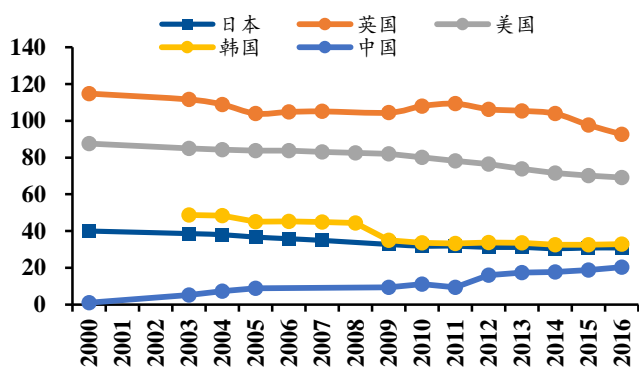


资料来源: 中国物流与采购联合会, 民生证券研究院

2.1.3 横向对比看，低温奶市场规模具备很大发展空间

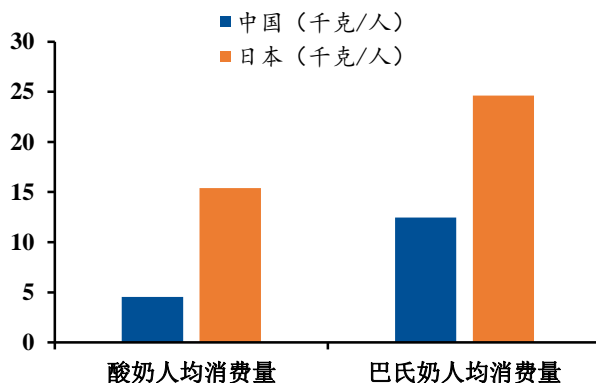
从消费量来看，国内低温奶提升空间较大。一方面，中国人均液奶消费量处于偏低水平，不仅低于英美等传统消费大国，也低于消费习惯相近的日本、韩国，仅为日韩的40%~50%。另一方面，中国的低温奶人均消费量同样处于偏低水平，我们估算2016年中国巴氏奶人均消费量为日本的1/2。实际上由于人口老龄化，最近二十年日本人均巴氏奶消费量一直在下降，若参考日本巴氏奶历史消费高峰，国内巴氏奶还有更多的销量上升空间。

图 15：我国液奶人均消费量远低于英美日韩（千克/人）



资料来源：《中国奶业年鉴》，民生证券研究院

图 16：我国酸奶、巴氏奶人均消费量低于日本（2016 年）



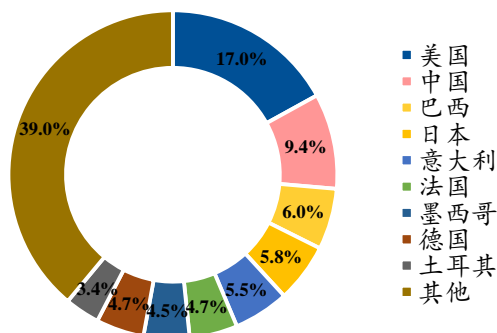
资料来源：《中国奶业年鉴》，Euromonitor，民生证券研究院

2.2 烘焙食品行业景气度高

烘焙食品市场规模巨大。烘焙食品消费场景丰富，兼具主食与休闲食品的属性，随着消费者对烘焙食品消费逐渐增多，我国成为仅次于美国的全球第二大烘焙食品消费市场，2019 年规模达 2317 亿元。

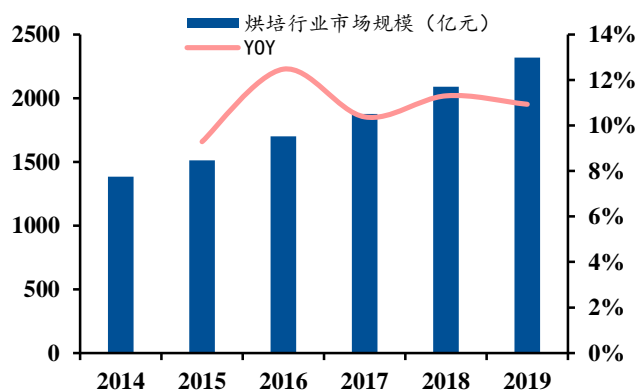
烘焙食品行业持续快速增长。近 5 年来国内烘焙食品行业增长迅速，2014-2019 年 CAGR 达 10.9%。根据 Euromonitor 预测，2024 年我国烘焙行业市场规模将达到 3389 亿元，2019-2024 年复合增速将达 8%，依然维持较高增长。

图 17：我国为世界第二大烘焙食品市场（2019 年）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 18：我国烘焙行业市场规模巨大



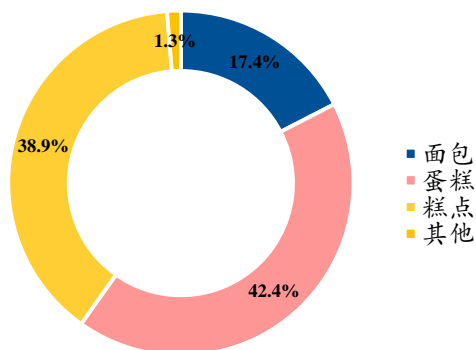
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

面包、蛋糕占据主要份额。就烘焙行业细分子行业来看，根据 Euromonitor 统计，2019

年烘焙行业中面包、蛋糕和糕点占比分别为 17.4%/42.4%/38.9%，面包和蛋糕占据近 60% 份额，2019 年规模约为 1390 亿元。

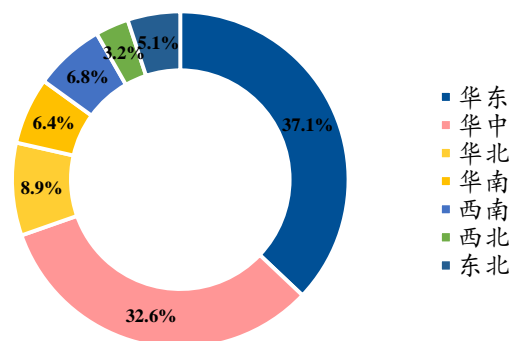
分地区占比看，华东地区占比最高。烘焙食品消费受经济发达程度的影响，经济较为发达的华东地区，消费者消费能力强、购买意愿也更强烈。根据 Euromonitor 统计，2017 年华东地区占我国烘焙行业总消费量的 37.1%，领跑全国其他地区。

图 19: 烘焙行业结构占比 (2019 年)



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

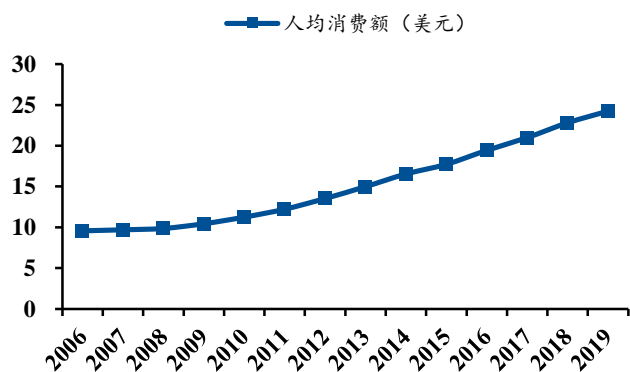
图 20: 我国烘焙行业规模分地区占比 (2017 年)



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

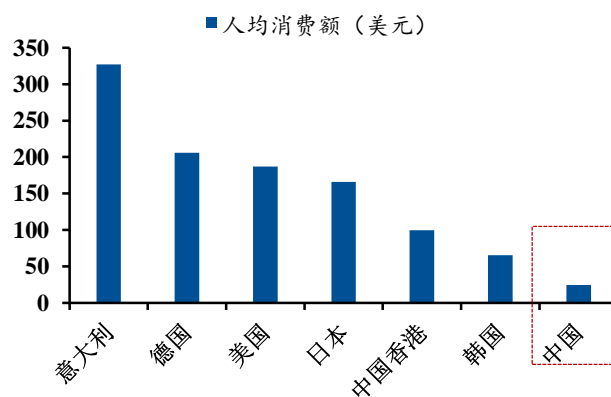
我国烘焙食品人均消费额稳步提升，但对比发达地区人均消费额仍有巨大提升空间。由于烘焙食品行业进入我国时间不长，同时受居民收入水平限制，2006 年我国人均烘焙食品消费不足 10 美元。但随后人均消费额逐年提升，在 2009-2019 年间由 10.43 美元提升至 24 美元。不过这一消费水平仍远低于意大利、德国、美国等国家。即使在与我国饮食习惯相类似的东亚地区，日本/韩国的烘焙食品人均消费额分别为 166 美元/65 美元，为我国的 7/2.7 倍。

图 21: 我国烘焙食品人均消费额稳步提升



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图 22: 我国人均消费额远低于发达地区 (2019 年)



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

3 公司看点：全产业链布局，渠道优势显著

公司实现全产业链布局。公司前端建立了自有示范牧场提供部分新鲜奶源，中端拥有自有中央工厂进行乳品和烘焙产品的研发与生产，后端建立了冷链物流体系与连锁奶吧零售网络将产品最终销售到消费者手中。公司现已经发展成为一家集奶牛养殖、乳品与烘焙食品生产加工、连锁零售门店于一体的知名企业，实现全产业链布局。

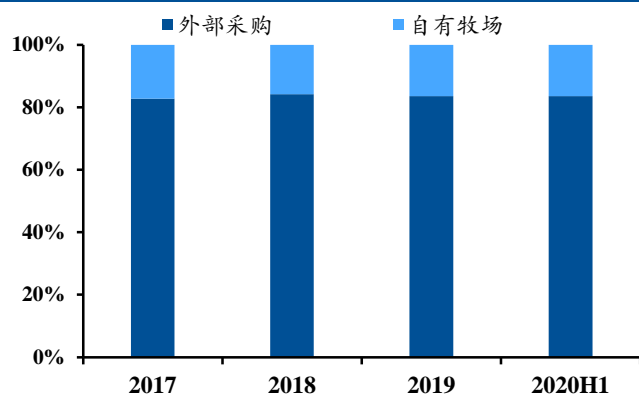
3.1 生鲜乳供应稳定，中央工厂集中生产

3.1.1 稳定的生鲜乳供应来源

自有牧场与外部采购结合，保证稳定的生鲜乳供应。总体上看，公司目前生鲜乳供应以采购为主，2017-2020H1 外部采购生鲜乳占比分别为 82.79%/84.19%/83.55%/83.59%，自有牧场供应量占比分别为 17.21%/15.81%/16.45%/16.41%，近年来保持稳定。

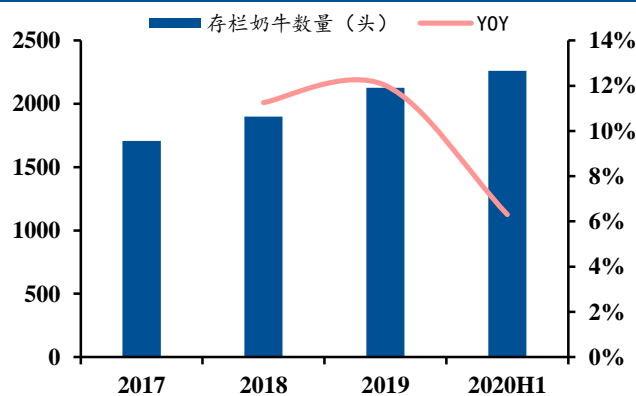
自有牧场方面，建立示范性牧场；同时立足长远，计划新建牧场。子公司泰顺一鸣 2011 年起从澳大利亚引进优质良种奶牛。从规模看，2017-2020H1 公司自有牧场奶牛数量稳步提升，2020H1 达 2260 头。由于自有牧场所产生鲜乳品质较高，在此基础上公司推出了高端产品“澳瑞”子品牌低温鲜牛奶。根据招股说明书披露，公司计划在江苏省常州市投资建设常州鸣源现代牧业建设项目进行奶牛饲养，项目预计总投资 9342.46 万元。2019 年 5 月，鸣源牧业已租用共计 294 亩集体土地，且其中 192.17 亩土地已取得设施农用地的备案和批复，计划用于规模化奶牛养殖及其附属设施建设。

图 23：生鲜乳供应以采购为主



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 24：公司自有牧场奶牛数量稳步提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

外部采购上，与合作生鲜乳供应商建立了长期深入的合作关系。为保障外部奶源的稳定品质，公司与外部合作牧场签订了长期供应合同，并提供管理服务、疫病防治等多方面的技术指导，确保采购奶源的质量安全与优良品质。同时省外采购占比提升，保证供应安全。公司生鲜乳主要采购自金华、温州地区，伴随公司业务发展，为保障公司生鲜乳供应安全和避免区域性疫病，公司加强与生鲜乳生产大省山东、安徽的生产企业开展合作。2020H1 公司从山东菏泽、德州及安徽蚌埠等采购的生鲜乳占总生鲜乳供应比例合计已超过 30%，进一步降低了公司生鲜乳采购区域集中度风险。

3.1.2 高标准的中央工厂加工制造

(1) 中央工厂集中加工制造

自有中央工厂进行乳品与烘焙食品生产。公司以标准化生产流程、现代化工艺控制为基础,保障了产品质量的可靠性、品质的高标准、产量的规模化,充分发挥了“中央工厂”的规模经济优势。同时,公司持续引进先进生产设备、改良生产工艺,促进产品创新开发、健康配方研发,打造差异化的竞争产品。

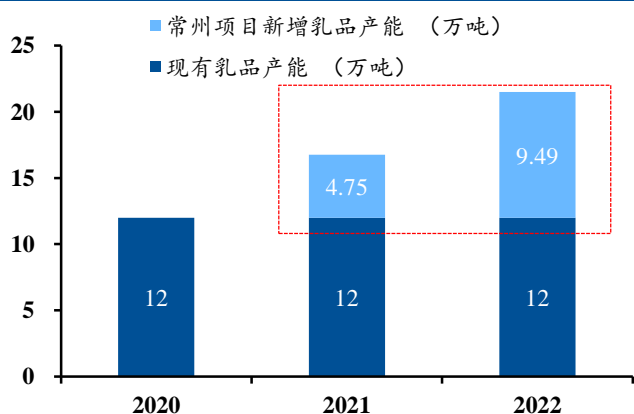
建立一体化信息系统。为保证产品的健康安全、新鲜口感,确保产品在最短时间送达消费者,公司建立了一套完善的生产与销售一体化信息系统,及时汇总各种渠道的需求信息并快速转化为生产指令。具体流程为:奶吧门店每日定时将产品需求通过终端系统发送给信息中心,生产部门根据需求统计调整每日生产的具体品种及产量,运输部门通过冷链物流体系对产品进行及时配送。

(2) 产能扩充可期

当前产能利用率处于较高水平。公司 2017-2019 年乳品产能利用率分别为 82.16%/83.36%/87.72%,烘焙食品产能利用率分别为 82.15%/85.20%/91.98%,产能利用率逐年提升,且已处于较高水平。同时考虑到公司短保质期新鲜乳品与烘焙食品存在较明显的季节性特征,产能利用率已无法进一步提升。

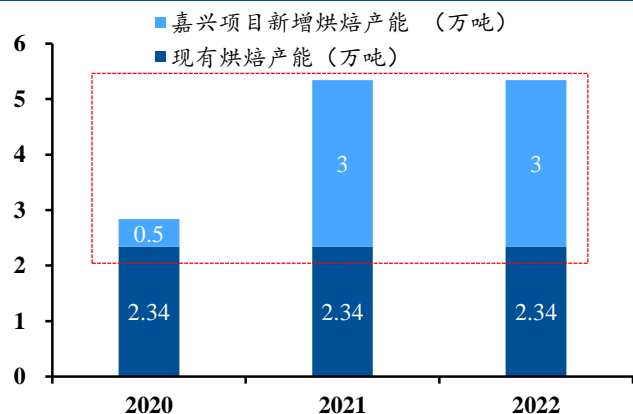
未来两年产能将逐步释放。公司上市募投项目中“江苏一鸣食品生产基地项目”和“年产 30000 吨烘焙制品项目”均意在扩充产能。公司预计将于 2022 年达到设计产能,其中乳品总体年产能为 21.49 万吨、烘焙食品总体年产能为 5.34 万吨。2021-2022 年公司乳品产能将逐步释放,预计分别新增 4.75/4.74 万吨;烘焙产能预计分别新增 0.5/2.5 万吨。

图 25: 乳品新增产能逐步释放



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图 26: 烘焙食品新增产能逐步释放



资料来源:公司公告,民生证券研究院

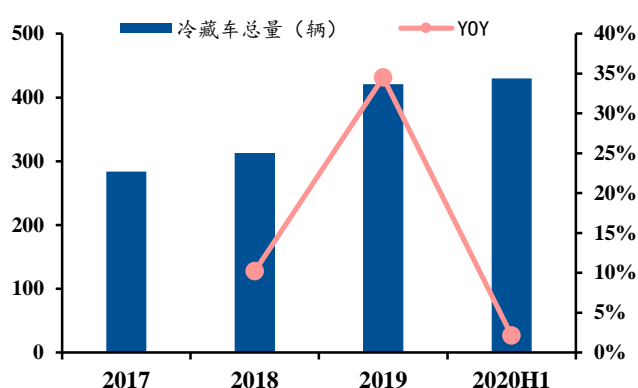
3.2 精细化的全程冷链物流体系

公司制定了严格冷链物流标准。公司产品在贮藏、运输、零售等环节均处于低温控制环境,在运输环节通过温度追踪记录仪实时监控温度变化。公司制定严格的装车、运输过

程温度过程控制标准,不符合过程要求的产品不得进入门店销售。以高效、精细的冷链物流配送体系为基础,公司实现对各门店网点的每日配送,保证了短保食品的新鲜送达与快速周转。

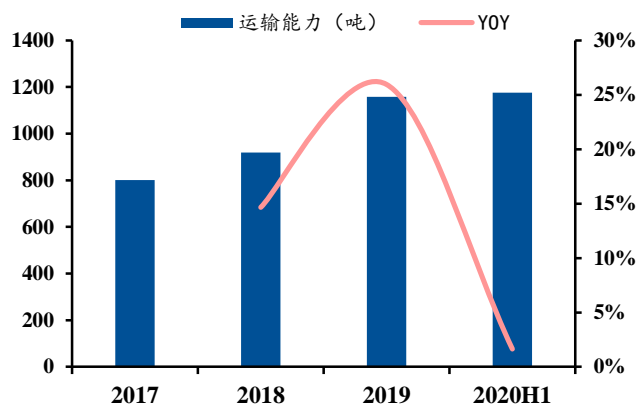
冷藏运输车辆数量及运输能力快速提升。公司建立了自有物流车辆与配送中心、外部专用合作车辆相结合的冷链物流体系,2017-2020H1 公司配套冷藏运输车辆数量快速增长,分别为 284/313/421/430 辆,期间内增长 51.4%。运输能力随车辆数量增加快速增长,2017-2020H1 公司冷藏运输能力分别为 801.5/919/1157.5/1176.5 吨,除 2020H1 年受疫情影响外均保持较高增长率。

图 27: 冷藏运输车辆数量快速增长



资料来源:公司公告,民生证券研究院

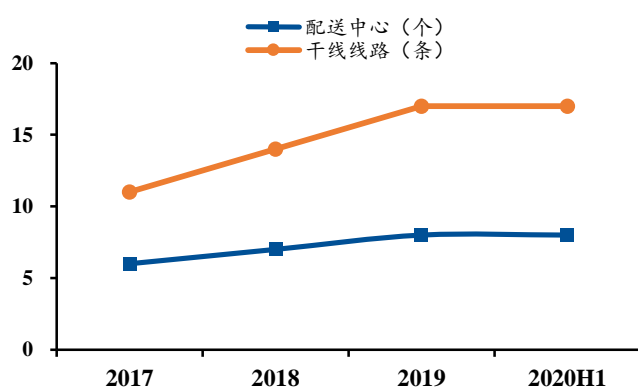
图 28: 运输能力快速提升



资料来源:公司公告,民生证券研究院

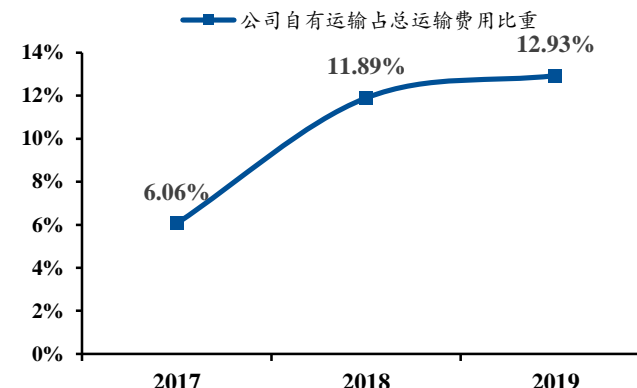
配送中心和干线线路数量稳步提升。公司配送分为干线配送与支线配送两种模式。干线配送实现从生产基地向杭州、宁波、南京、嘉兴等地配送中心的运输,并通过配送中心进行支线配送。2017-2020H1 公司配送中心由 6 个增至 8 个,干线数量由 11 条增至 17 条。

图 29: 配送中心和干线线路数量稳步提升



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图 30: 公司自有运输占比不断提高



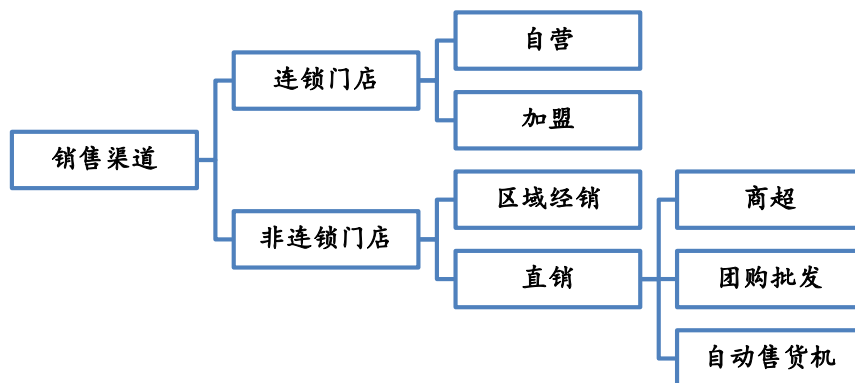
资料来源:公司公告,民生证券研究院

公司自有运输占比不断提高。为提高运输稳定性,公司自有运输占比不断提高,自有运输车辆由 2017 年的 8 辆上升到 2019 年的 11 辆,占总运输费用比重由 2017 年的 6.06% 提高至 2019 年的 12.93%。

3.3 “奶吧”渠道优势显著，埠外扩张加速

公司以“一鸣真鲜奶吧”连锁门店为主，以非门店销售渠道为辅，构建了多元的销售渠道。公司的奶吧门店采取加盟与直营相结合的经营模式；非门店销售渠道包括区域经销、直销（商超、团购批发、自动售货机）等。近3年公司门店渠道实现销售收入占主营业务收入比重平均为77.66%，非门店渠道的收入占比平均为22.33%。

图 31：一鸣食品销售网络



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3.1 “一鸣真鲜奶吧”经营模式

渠道形成差异化竞争优势。“一鸣真鲜奶吧”经营模式特点可概括为“乳品+烘焙”和“中央工厂+连锁门店”，该模式一方面突破了乳品和烘焙企业经营品类单一性，实现了短保乳品与烘焙食品的兼营销售；另一方面又保留了集中生产的优势，保证了产品品质。

表 3：经营模式比较

	中央工厂+批发经销	中央工厂+批发经销	连锁门店+现场制作	一鸣真鲜奶吧 (中央工厂+连锁门店)
产品	乳品	烘焙	烘焙	乳品+烘焙
销售渠道	商超或便利店等渠道	商超或便利店等渠道	直营或加盟门店	直营或加盟门店
生产方式	集中生产，常温产品、冷链产品分开配送	集中生产，部分商超进行现烤产品的制作	半成品配送至门店现烤制作或集中生产配送	集中生产，冷链配送
保质期	以6个月长保质期的UHT灭菌乳产品为主。近年来低温酸奶、巴氏杀菌乳有所提升	销售以6个月长保质期面包为主，部分商超通过采购面团，进行短保产品的现场制作与销售	现烤食品，当天生产销售为主	烘焙食品保质期一般在4天以内，发酵乳品保质期在15天以内、巴氏乳品保质期在7天以内
渠道特点	商超、便利店等渠道销售各种日用百货，单品类产品的款式较少	商超、便利店等渠道销售各种日用百货，单品类产品的款式较少	专业销售烘焙食品，产品款式较多	专业主要销售乳品、烘焙食品，款式数量适中
代表品牌	伊利、蒙牛、光明	桃李、达利园等	85度C、面包新语等	一鸣食品

资料来源：公司公告，民生证券研究院

连锁门店贴近消费者，快速感知消费需求。公司“一鸣真鲜奶吧”连锁门店面积通常

在 50 平方米左右，一般选址于生活社区、商业街区、轨道交通站点、学校、医院等人流密集区域，在生活、工作、出行等多渠道直接贴近消费者，突破了传统经销和商超渠道的限制，增强了对消费者需求变化的快速感知与响应能力。

图 32：“一鸣真鲜奶吧”门店外景



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 33：“一鸣真鲜奶吧”门店内部陈列情况

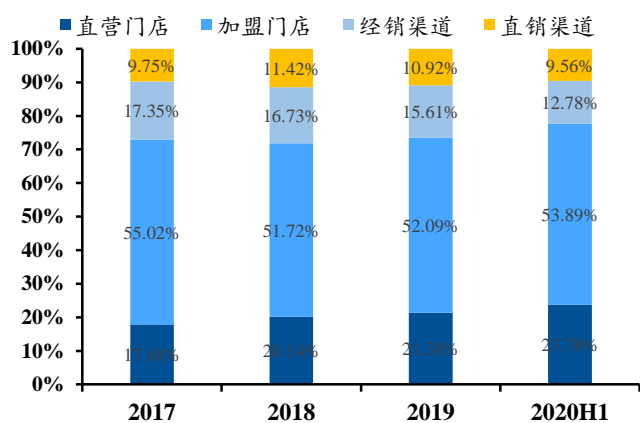


资料来源：公司公告，民生证券研究院

连锁门店渠道贡献主要营收。2017-2020H1 公司门店渠道营收占比均超 70%，贡献公司主要营收，其中又以加盟门店营收贡献最多，2020H1 公司直营门店/加盟门店/经销渠道/直销渠道占营收比重分别为 23.78%/53.89%/12.78%/9.56%，加盟门店占比超过一半。

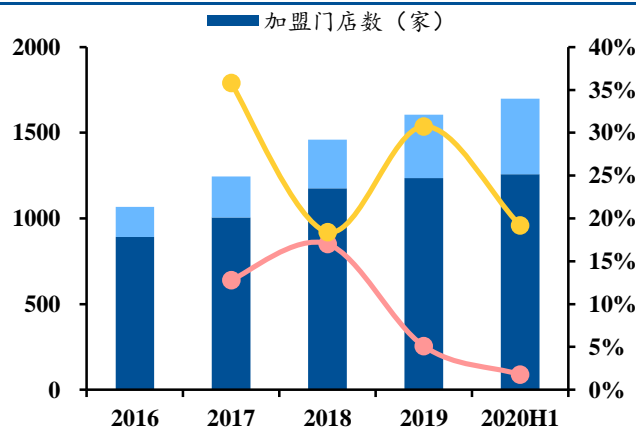
自营门店增速快于加盟门店。2016-2020H1 公司连锁门店数量快速增加，由 2016 年的 1067 家增至 2020H1 的 1699 家，增加近 60%。其中自营门店数量增速 2017-2020H1 分别为+35.80%/+18.41%/+30.74%/+19.19%，远超加盟门店。从净增加数量上看，公司加强了自营门店的建设，2019 年和 2020H1 自营门店数增加 87 和 71 家。

图 34：连锁门店渠道贡献主要营收



资料来源：公司公告，民生证券研究院

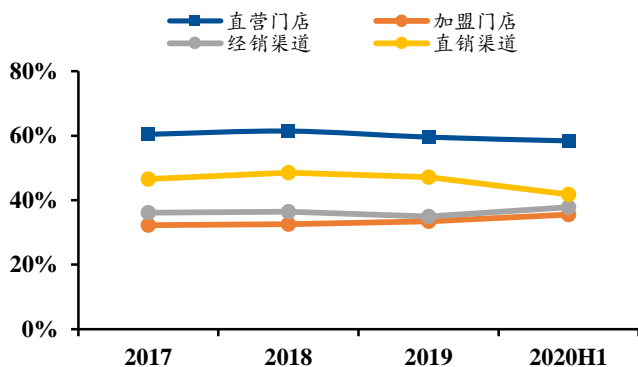
图 35：直营门店增速快于加盟门店



资料来源：公司公告，民生证券研究院

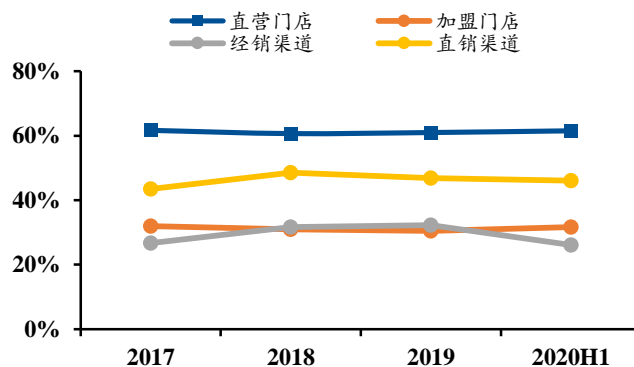
直营门店毛利率处于较高水平。由于公司直营门店直接面向消费者，具有较高的毛利率。2017-2020H1 公司直营门店渠道乳品销售毛利率分别为 60.43%/61.43%/59.55%/58.39%；烘焙食品销售毛利率分别为 61.66%/60.65%/60.98%/61.52%，均高于同期加盟门店、经销渠道和直销渠道的毛利率。

图 36: 乳品各渠道毛利率情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 37: 烘焙各渠道毛利率情况



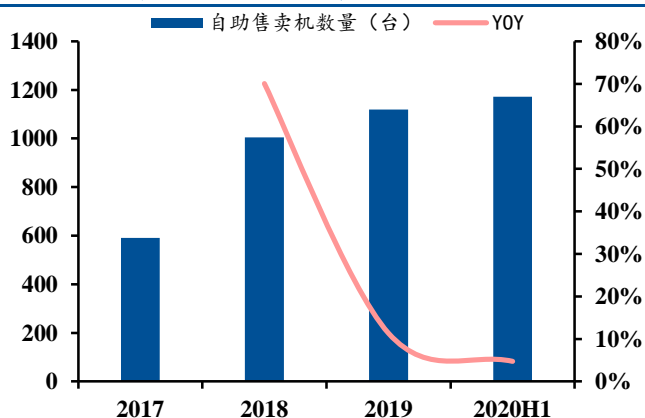
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

持续受益于加盟门店增长。公司在加盟门店首次开设及每三年续约时收取单家加盟店 5 万元(含税价)加盟费,同时基于商标授权和向加盟商提供经营指导、监督管理等服务。公司按照加盟店月营业额的 3.50%收取特许金,个别地区特许金费率为 5.00%。随着加盟门店数量及业绩增长,公司将持续受益。

3.3.2 直销渠道创新

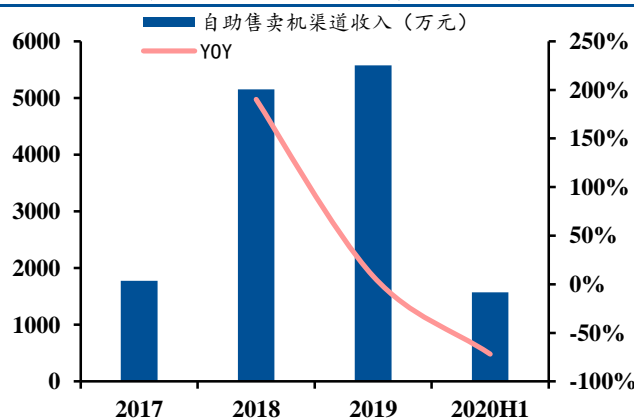
推出自动售货机渠道。随着移动支付、互联网技术的应用普及,自动售货机终端成为行业热点,公司 2016 年下半年开始尝试投放自动售货机,对已有销售渠道进行有效补充覆盖。2017-2020H1,公司自动售货机数量分别为 591/1005/1119/1172 台,自动售货机渠道各期销售收入分别为 1775.41/5152.65/5577.41 万元/1571.50 万元。

图 38: 自动售货机数量稳步提升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 39: 自动售货机渠道收入稳步提升 (2017-2019)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

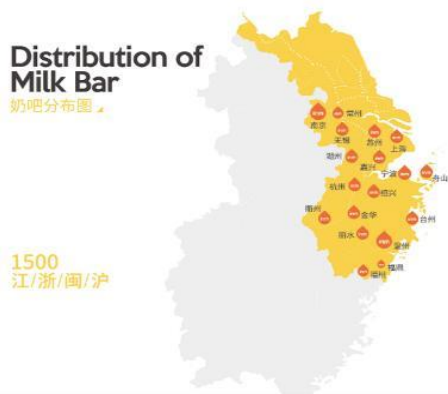
积极尝试线上销售。公司于 2017 年开始尝试通过微信小程序“鸣粉商城”进行线上销售,后因经营策略调整、聚焦线下门店发展,公司于 2019 年 3 月停止了该项销售业务。受新冠疫情影响,公司于 2020 年 3 月重启线上销售渠道,并推出新的微信购物小程序“一鸣心选”、“社区团购快递到家”。2020 年上半年,公司实现线上销售 581.48 万元。

3.3.3 埠外渠道扩张加速

目前门店集中于浙江市场,省外仍有很大扩展空间。截至 2020 年 6 月末,公司共建

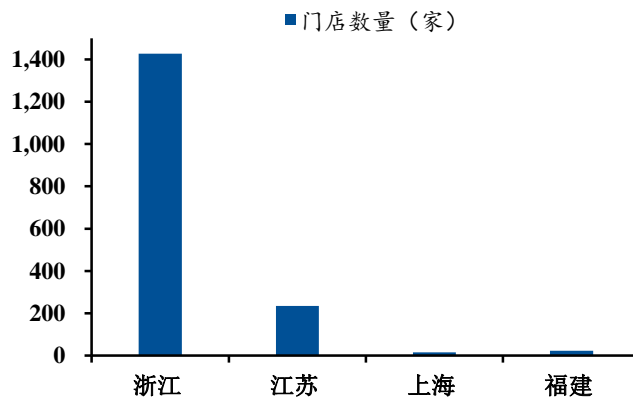
立奶吧门店 1699 家，其中浙江地区门店数量达 1428 家，基本实现了对浙江主要市县全面覆盖；江苏地区门店数量 234 家，重点城市南京地区门店数量达 154 家；福建及上海地区门店数量分别为 22 家及 15 家。公司在省外地区的门店数量仍有较大增长空间。

图 40：公司门店分布情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 41：2020H1 公司各省市门店数量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

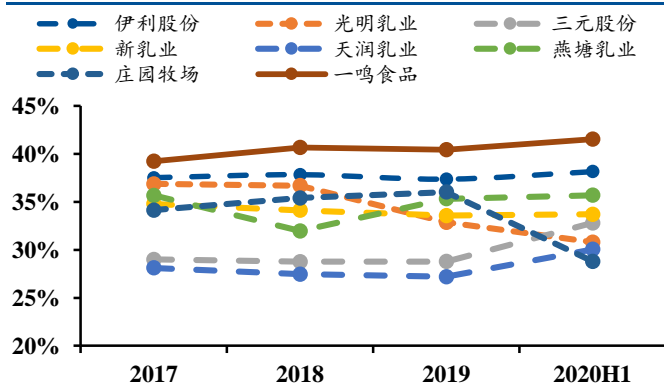
新建直营门店带动加盟门店开拓。公司计划在 3 年建设期内，在浙江、江苏、上海及福建等华东地区完成 540 家直营奶吧门店的建设投资。重点建设南京、杭州、上海、福州、苏州、无锡等主要城市的地铁交通枢纽门店，以及浙江、江苏、上海及福建地区的学校渠道、医院渠道及街铺渠道门店。通过直营门店的示范效应，进一步提高公司品牌形象，带动加盟门店开拓，进而提升对应区域内的市场占有率。

3.4 同业比较：乳品毛利率高于同行，费用控制有效

公司乳品毛利率高于同行。2017-2020H1 公司乳品业务毛利率稳步提升，高于同行业上市公司乳品业务毛利率。这主要是公司存在一定比例的直营门店和直销自助售货机终端，这类渠道直面终端消费者，采取零售价对外销售，销售毛利率相对较高。

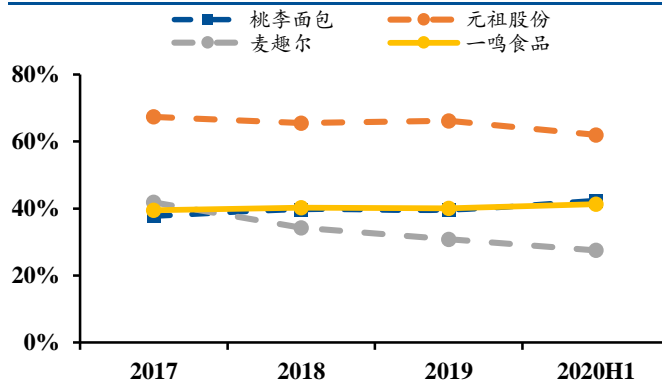
烘焙食品毛利率与桃李面包接近。2017-2020H1 公司烘焙产品毛利率与桃李面包相近，但低于元祖股份。因为元祖以直营门店渠道销售为主，产品毛利率处于较高水平，且直营门店占比高于一鸣食品。而单就一鸣食品直营门店毛利率来看与元祖基本相当。

图 42：公司乳品毛利率高于同行



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 43：烘焙食品毛利率与桃李面包接近

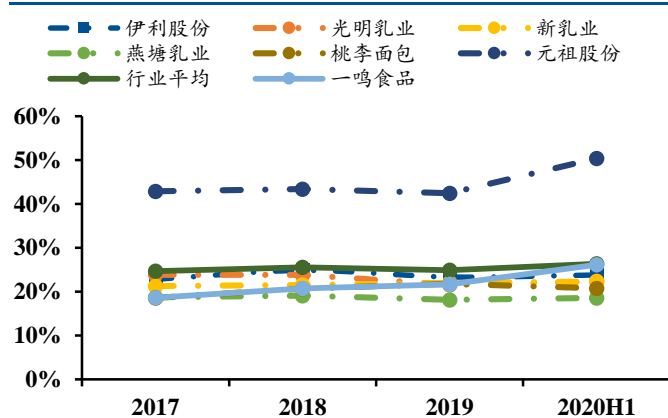


资料来源：公司公告，民生证券研究院

销售费用率低于行业平均。公司销售费用率低于同行业公司平均值，逐步提升主要系直营门店数量及收入占比上升所致。其中，伊利股份、光明乳业、燕塘乳业、新乳业等可比公司主要通过商超渠道进行产品销售且品牌营销费用投入较高，所以销售费用率略高于本公司；元祖股份销售费用率较高，主要是其以直营门店渠道为主，直营门店的销售人员薪酬、门店租赁费等相对较高。

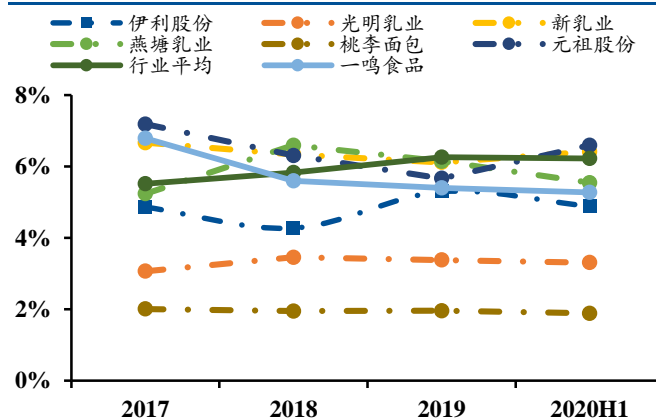
管理费用率处于行业平均水平。公司管理费用率与同行业公司平均值较为接近，主要是因为公司经营规模处于行业中等水平，因此管理费用率高于经营规模较大的伊利股份、光明乳业和桃李面包。公司 2017 年度管理费用率相对较高，是因为当年度实施员工股权激励所致。

图 44: 销售费用率低于行业平均



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 45: 管理费用率处于行业平均水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 募投项目分析：扩充产能，推动营销网络建设

公司本次发行所募集资金扣除发行费用后将投入以下项目：

表 4：募投项目基本情况

序号	项目名称	预计投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
1	营销网络直营奶吧建设项目	16,276.03	5,000.00
2	江苏一鸣食品生产基地项目	58,000.00	27,000.00
3	年产 30,000 吨烘焙制品新建项目	29,000.00	16,000.00
4	研发中心及信息化建设项目	8,202.40	1,662.22
	合计	111478.4	49662.22

资料来源：公司公告，民生证券研究院

产能布局带动渠道拓展、渠道销售促进产能利用。公司计划利用本次募集资金，通过生产基地建设、营销体系建设、研发中心与信息化建设等方式进一步扩大产能、丰富产品种类、扩充市场范围、增强研发实力与信息化基础保障，深度覆盖江浙沪闽等华东省市。

4.1 营销网络直营奶吧建设项目

直营奶吧建设项目深挖优势区域市场潜力，带动加盟店扩张。公司计划在浙江、江苏、上海及福建等地区完成 540 家直营奶吧门店的建设投资，重点建设南京、杭州、上海、福州、苏州、无锡等主要城市的地铁交通枢纽门店以及浙江、江苏、上海及福建地区的学校、医院及街铺渠道门店。项目建设周期为 36 个月，项目预计总投资金额为 16276.03 万元。该项目一方面有助于公司继续深挖优势区域市场潜力，另一方面在地铁、学校、医院等人流密集场所开设直营门店有助于提高品牌形象，辐射带动加盟门店开拓。

表 5：营销网络直营奶吧建设项目资金用途

项目名称	总投资 (万元)	比例
项目建设投资	12305.73	75.61%
建筑工程费	3592.45	22.07%
设备购置费	8127.29	49.93%
基本预备费	585.99	3.60%
铺底流动资金	3970.30	24.39%
合计	16276.03	100.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 江苏一鸣食品生产基地项目

新增产能以配合市场扩展，同时实现产能的均衡布局。项目预计总投资金额为 58000 万元，公司全资子公司江苏一鸣为本项目的实施主体，拟在江苏常州新建食品生产基地，包括一期 9.49 万吨含乳饮品和植物蛋白饮品项目与二期 2.41 万吨烘焙食品项目两阶段建设内容。一期乳品项目的建设期限为 2 年，项目建成后将实现年产 9.49 万吨的饮品产能，主要用于生产乳品和植物蛋白饮品，推进江苏、上海等华东地区市场的拓展与浙江市场的深化，提升公司产品市场占有率。同时也有助于公司实现产能的均衡布局，结合公司营销网络项目的实施，共同推进公司业绩增长。

表 6: 江苏一鸣食品生产基地一期乳品项目资金用途

项目名称	总投资 (万元)	比例
建设投资	38397.25	97.83%
建筑工程费	13,282.61	33.84%
土建工程费	10,580.03	26.96%
配套设施建设费	2,159.58	5.50%
工程建设其他费用	543.00	1.38%
设备购置及安装费	23,056.00	58.74%
基本预备费	2,058.64	5.24%
铺底流动资金	852.49	2.17%
合计	39,249.74	100.00%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4.3 年产 30000 吨烘焙制品新建项目

进一步扩大烘焙食品产能。项目预计总投资金额为 29000 万元, 由全资子公司嘉兴一鸣为实施主体, 在嘉兴平湖新建烘焙生产基地, 建成后将实现年产烘焙制品 3 万吨, 项目建设期限为 18 个月。公司目前温州、杭州两地烘焙产能扩张均存在明显制约, 难以满足市场拓展需求。公司计划通过本项目替代杭州烘焙工厂并进一步扩大产能。

表 7: 年产 30,000 吨烘焙制品新建项目资金用途

项目名称	总投资 (万元)	比例
建设投资	27,305.15	94.16%
建筑工程费	10,929.63	37.69%
设备购置及安装费	15,075.28	51.98%
基本预备费	1,300.25	4.48%
铺底流动资金	1,694.85	5.84%
合计	29,000.00	100.00%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4.4 研发中心及信息化建设项目

公司拟在平阳工业园区内增加投资建设研发中心项目和信息化建设项目, 以提升公司研发能力和数据处理能力。项目预计总投资金额为 8202.40 万元, 建设期限为 24 个月。

表 8: 研发中心及信息化建设项目资金用途

项目名称	总投资 (万元)	比例
建设投资	6,388.00	77.88%
研发中心—设备购置费	1,999.00	24.37%
信息系统建设—硬件设备购置费	1,539.00	18.76%
信息系统建设—软件购置费	2,850.00	34.75%
实施费用	1,495.00	18.23%
研发中心—人员工资	915.00	11.16%
信息系统建设—人员工资	580.00	7.07%
基本预备费	319.40	3.89%
合计	8,202.40	100.00%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

5 收入拆解与盈利预测

5.1 收入拆解

考虑到 2020 年公司受疫情影响，预计营业收入将较 2019 年小幅下滑 2.9%。但随着疫情影响消退及公司 2021-2022 年募投产能逐步释放，预计 21-22 年公司主业将保持较快增长态势。

表 9：一鸣食品营收拆分与未来收入及增速测算（亿元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
收入情况				
整体收入	19.97	19.40	22.56	26.25
乳品	10.58	10.30	12.53	15.14
烘焙食品	7.08	6.91	7.58	8.41
其他食品	0.69	0.67	0.75	0.90
其他业务	1.63	1.52	1.70	1.80
收入增速				
整体收入	13.80%	-2.87%	16.32%	16.35%
乳品	11.69%	-2.60%	21.60%	20.87%
烘焙食品	19.77%	-2.43%	9.84%	10.58%
其他食品	29.26%	-2.59%	11.94%	20.00%
其他业务	-0.59%	-6.71%	11.84%	5.88%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.2 相对估值

考虑到公司主营业务包括乳品和烘焙食品，我们选取伊利股份、新乳业、光明乳业、三元股份、燕塘乳业、天润乳业等 6 家乳制品企业和桃李面包、元祖股份两家烘焙食品企业作为可比公司。

以 Wind 一致盈利预期来看，如按算数平均法，上述 8 家公司目前股价对应 2020 年业绩平均 PE 约为 48.7X。一鸣食品 2020 年预期 PE 约为 55.7X，高于可比公司平均水平。

表 10：可比公司估值水平

证券简称	2020PE	证券简称	2020PE
伊利股份	42.91	新乳业	58.03
光明乳业	41.85	三元股份	117.37
燕塘乳业	35.70	桃李面包	47.25
天润乳业	30.19	元祖股份	16.07

资料来源：Wind，民生证券研究院

5.3 绝对估值

我们采用 FCFE 方法进行绝对估值，得出公司合理估值水平在 21.30 元附近。其中公司 WACC 约为 7.13%，核心假设见下表。

表 11: 加权资本成本计算过程中的关键假设

指标	数值	备注
无风险利率	2.95%	2020/12/31 的五年期国债到期收益率
风险溢价	6%	万得全 A 指数基日以来年化收益率与无风险利率之差
股票 beta	0.73	以乳制品行业 beta 替代
股权成本	7.33%	CAPM 公式计算值
债务比率	5.88%	债务比率=债务总额/(股本价值+债务总额)
有效税率	18.14%	过去 3 年实际税率算数平均数
WACC	7.13%	根据公式计算得出

资料来源: Wind, 民生证券研究院

2020-2022 年为显性阶段, 收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标, 详细测算见前文收入拆分与预测。2023-2029 年为半显性阶段, 预计公司收入保持年均 10%-15% 的增速, 主要因为当前公司主要产能及门店集中于浙江市场, 随着公司浙江省外产能提升和渠道建设加速扩张, 预计将保持双位数增长。2030 年后公司进入永续阶段, 假设公司收入永续增长率为 3.5%。

表 12: 一鸣食品二阶段模型的主要计算结果

项目(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入	1,515.58	1,754.97	1,997.11	1,939.70	2,256.24	2,625.20	3,002.00	3,390.80	3,883.00	4,404.40	4,842.00	5,419.0	5,974.2
增长率	20.84%	15.80%	13.80%	-2.87%	16.32%	16.35%	14.35%	12.95%	14.52%	13.43%	9.94%	11.92%	10.25%
营业成本	926.83	1,061.89	1,212.65	1,178.46	1,357.43	1,578.60	1,804.90	2,036.88	2,329.87	2,641.15	2,902.38	3,246.2	3,577.6
营业成本/营业收入	61.2%	60.5%	60.7%	60.8%	60.2%	60.1%	60.1%	60.1%	60.0%	60.0%	59.9%	59.9%	59.9%
营业税金及附加/营业收入	0.84%	0.78%	0.66%	0.72%	0.69%	0.71%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
销售费用/营业收入	18.62%	20.72%	21.64%	22.00%	21.41%	21.29%	21.35%	21.32%	21.33%	21.33%	21.33%	21.33%	21.33%
管理费用/营业收入	6.79%	5.60%	5.40%	5.50%	5.45%	5.47%	5.46%	5.47%	5.47%	5.47%	5.47%	5.47%	5.47%
实际所得税率	22.47%	18.19%	18.09%	18.14%	18.11%	18.13%	18.12%	18.12%	18.12%	18.12%	18.12%	18.12%	18.12%

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

表 13: 一鸣食品 WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)

WACC	永续增长率						
	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
8.63%	11.81	12.51	13.34	14.32	15.51	17.00	18.89
8.13%	13.01	13.87	14.89	16.14	17.69	19.66	22.26
7.63%	14.42	15.49	16.79	18.40	20.46	23.18	26.93
7.13%	16.12	17.47	19.16	21.30	24.14	28.05	33.80
6.63%	18.19	19.95	22.18	25.14	29.22	35.21	44.89
6.13%	20.77	23.11	26.19	30.44	36.70	46.80	65.85
5.63%	24.07	27.29	31.73	38.26	48.79	68.67	120.23

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

5.4 投资建议

预计 2020-2022 年公司实现收入 19.40/22.56/26.25 亿元, 同比-2.9%/+16.3%/+16.4%;

实现归属上市公司净利润 1.54/2.04/2.36 亿元，同比-11.5%/+32.3%/+15.9%。对应 20-22 年 EPS 为 0.38/0.51/0.59 元，目前股价对应 PE 为 55.7/42.1/36.3 倍。

预计 IPO 募投项目建成投产后，公司将进一步扩大生产规模，进一步提升门店网络覆盖率、提升盈利能力，长期成长性有望持续良好。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

疫情持续时间超预期，开店速度不及预期，食品安全问题等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,997	1,940	2,256	2,625
营业成本	1,213	1,178	1,357	1,579
营业税金及附加	13	14	16	19
销售费用	432	427	483	559
管理费用	108	107	123	144
研发费用	41	41	47	55
EBIT	190	173	230	270
财务费用	(8)	(2)	(4)	(4)
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	220	193	255	294
营业外收支	(8)	0	0	0
利润总额	212	188	249	288
所得税	38	34	45	52
净利润	174	154	204	236
归属于母公司净利润	174	154	204	236
EBITDA	271	251	315	364

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	288	361	389	634
应收账款及票据	40	43	47	57
预付款项	11	10	12	14
存货	60	41	77	59
其他流动资产	50	50	50	50
流动资产合计	472	506	610	817
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	519	564	627	682
无形资产	48	51	54	54
非流动资产合计	918	1037	1214	1346
资产合计	1391	1543	1825	2163
短期借款	56	56	56	56
应付账款及票据	177	169	196	227
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	594	588	666	768
长期借款	109	109	109	109
其他长期负债	26	26	26	26
非流动负债合计	135	135	135	135
负债合计	729	723	801	903
股本	340	401	401	401
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	661	820	1024	1260
负债和股东权益合计	1391	1543	1825	2163

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	13.8%	-2.9%	16.3%	16.4%
EBIT 增长率	5.9%	-9.1%	33.2%	17.4%
净利润增长率	10.5%	-11.5%	32.3%	15.9%
盈利能力				
毛利率	39.3%	39.2%	39.8%	39.9%
净利润率	8.7%	7.9%	9.0%	9.0%
总资产收益率 ROA	12.5%	10.0%	11.2%	10.9%
净资产收益率 ROE	26.3%	18.8%	19.9%	18.7%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.9	0.9	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.8	1.0
现金比率	0.5	0.6	0.6	0.8
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	7.0	7.2	7.1	7.2
存货周转天数	16.1	15.4	15.7	15.6
总资产周转率	1.7	1.3	1.3	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.4	0.5	0.6
每股净资产	1.9	2.0	2.6	3.1
每股经营现金流	0.9	0.7	0.7	1.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	41.9	55.7	42.1	36.3
PB	11.0	10.5	8.4	6.8
EV/EBITDA	27.1	28.7	23.1	19.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	174	154	204	236
折旧和摊销	81	78	85	93
营运资金变动	36	33	2	141
经营活动现金流	296	270	297	476
资本开支	447	197	269	231
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(450)	(197)	(269)	(231)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	146	0	0	0
筹资活动现金流	129	0	0	0
现金净流量	(25)	73	28	245

插图目录

图 1: 一鸣食品股权结构.....	3
图 2: 公司营业收入变化情况.....	4
图 3: 公司归母净利润变化情况.....	4
图 4: 乳品和烘焙食品贡献公司绝大部分营收.....	5
图 5: 公司毛利率呈稳步提升态势.....	5
图 6: 公司门店数量占比情况.....	5
图 7: 浙江区域贡献公司绝大部分营收.....	5
图 8: 我国乳制品行业增速趋缓.....	6
图 9: 行业结构性分化, 低温奶高成长.....	6
图 10: 低温酸奶规模与增速.....	6
图 11: 低温鲜奶规模与增速.....	6
图 12: 低温奶的消费量占比与收入呈正相关性.....	7
图 13: 城市低温奶消费占比明显高于农村.....	7
图 14: 我国冷链物流水平不断提升.....	7
图 15: 我国液奶人均消费量远低于英美日韩 (千克/人).....	8
图 16: 我国酸奶、巴氏奶人均消费量低于日本 (2016 年).....	8
图 17: 我国为世界第二大烘焙食品市场 (2019 年).....	8
图 18: 我国烘焙行业市场规模巨大.....	8
图 19: 烘焙行业结构占比 (2019 年).....	9
图 20: 我国烘焙行业规模分地区占比 (2017 年).....	9
图 21: 我国烘焙食品人均消费额稳步提升.....	9
图 22: 我国人均消费额远低于发达地区 (2019 年).....	9
图 23: 生鲜乳供应以采购为主.....	10
图 24: 公司自有牧场奶牛数量稳步提升.....	10
图 25: 乳品新增产能逐步释放.....	11
图 26: 烘焙食品新增产能逐步释放.....	11
图 27: 冷藏运输车辆数量快速增长.....	12
图 28: 运输能力快速提升.....	12
图 29: 配送中心和干线线路数量稳步提升.....	12
图 30: 公司自有运输占比不断提高.....	12
图 31: 一鸣食品销售网络.....	13
图 32: “一鸣真鲜奶吧”门店外景.....	14
图 33: “一鸣真鲜奶吧”门店内部陈列情况.....	14
图 34: 连锁门店渠道贡献主要营收.....	14
图 35: 直营门店增速快于加盟门店.....	14
图 36: 乳品各渠道毛利率情况.....	15
图 37: 烘焙各渠道毛利率情况.....	15
图 38: 自助售卖机数量稳步提升.....	15
图 39: 自助售卖机渠道收入稳步提升 (2017-2019).....	15
图 40: 公司门店分布情况.....	16
图 41: 2020H1 公司各省市门店数量.....	16
图 42: 公司乳品毛利率高于同行.....	16
图 43: 烘焙食品毛利率与桃李面包接近.....	16
图 44: 销售费用率低于行业平均.....	17
图 45: 管理费用率处于行业平均水平.....	17

表格目录

表 1: 公司主要产品系列.....	4
表 2: 中央一号文件对冷链物流建设的政策支持.....	7
表 3: 经营模式比较.....	13
表 4: 募投项目基本情况.....	18
表 5: 营销网络直营奶吧建设项目资金用途.....	18
表 6: 江苏一鸣食品生产基地一期乳品项目资金用途.....	19
表 7: 年产 30,000 吨烘焙制品新建项目资金用途.....	19
表 8: 研发中心及信息化建设项目资金用途.....	19
表 9: 一鸣食品营收拆分与未来收入及增速测算 (亿元)	20
表 10: 可比公司估值水平.....	20
表 11: 加权资本成本计算过程中的关键假设.....	21
表 12: 一鸣食品二阶段模型的主要计算结果.....	21
表 13: 一鸣食品 WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)	21

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。