

一鸣食品 (605179)

增资子公司提高自有牧场比重，保障奶源稳定供应

以募集资金置换自筹资金，对闲置资金进行现金管理，增资全资子公司

2021 年 1 月 11 日，一鸣食品拟使用募集资金合计 50,073.78 万元置换预先已投入募投项目和已支付发行费用的自筹资金。公司拟使用总额不超过 20,000 万元的闲置自有资金进行现金管理，拟投资安全性高、流动性好的保本低风险理财产品，以提高资金使用效率。公司拟以自有非募集资金 5,000 万元增加对全资子公司平阳聚农投资管理有限公司的投资。

增资全资子公司聚农投资，提升自有牧场比重，加强奶源供应稳定性

本次对聚农投资增资后，其注册资本由目前的 5,000 万元增至 10,000 万元。聚农投资实际主要从事牧场和奶牛饲养实业投资，本次增资主要目的是扩大聚农投资对牧场和奶牛饲养实业的投资规模，进一步投资提高公司自有牧场比重，加强获得奶源供应的稳定性。2017 年至 2020H1，公司自有牧场供应生鲜乳的比重约 16%，预期自产生鲜乳比例将进一步上升。2020 年下半年，生鲜乳价格快速上涨，国内原奶市场进入上行周期。一鸣食品通过加速布局供应端，在保障奶源供应品质与安全的同时，能够消化原材料上涨带来的成本压力，凸显一体化全产业链优势。

子公司覆盖生产全流程业务，实现完整产业链布局，实现供应链高效稳健

一鸣食品目前有 24 家全资子公司，覆盖了自营牧场、食品生产、货物运输、食品经营与销售等全流程环节。公司已形成了一二三产一体化布局，以第三产业（连锁经营门店）为龙头，带动第一产业（奶牛养殖）、第二产业（乳品与烘焙食品制造）发展。公司在产品端采用“中央工厂”模式发挥专业化食品制造优势；在渠道端以“一鸣真鲜奶吧”创新渠道为主，实现乳品和烘焙食品兼营；在供应端投资牧场与奶牛饲养实业以保障原材料供应稳定，一体化冷链物流体系与信息化系统构建高效稳健的供应链。一鸣食品的一体化产业链布局实现了对各环节的精细化管理，助力公司稳步扩张。

投资建议：公司专注于乳品及烘焙产品，创新性地将“中央工厂”、“冷链物流”与“连锁门店”等业务模式相结合，通过近十八年的探索实践，奶吧模式已臻于成熟。公司产品消费增长空间大，渠道模式具备竞争力、可复制性强，产能扩张潜力足。随着公司加大直营奶吧建设，加速扩充乳品及烘焙食品产能，看好公司业绩进一步增长。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.53 亿元/2.53 亿元/3.13 亿元，PE 分别为 55X/ 33X/ 27X。估值方面，我们选取巴比、绝味食品、桃李面包、新乳业作为可比公司，以消除疫情影响后的 2021 年作为对比基础，可比公司估值区间为 37-50xPE，一鸣食品公司 2021 年价值区间为 93.61-126.5 亿元，折合每股股价约为 23.34-31.55 元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、疫情恢复不及预期、产品未适应需求变化风险、业绩下滑风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,754.97	1,997.11	1,934.16	2,783.79	3,518.24
增长率(%)	15.80	13.80	(3.15)	43.93	26.38
EBITDA(百万元)	280.08	299.36	230.80	336.78	402.22
净利润(百万元)	157.45	173.99	153.19	253.31	312.93
增长率(%)	31.53	10.51	(11.96)	65.36	23.54
EPS(元/股)	0.39	0.43	0.38	0.63	0.78
市盈率(P/E)	53.33	48.26	54.82	33.15	26.83
市净率(P/B)	17.22	12.70	9.61	7.45	5.83
市销率(P/S)	4.78	4.20	4.34	3.02	2.39
EV/EBITDA	0.00	0.00	35.27	22.53	18.17

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.94 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	61.00
A 股总市值(百万元)	8,396.94
流通 A 股市值(百万元)	1,277.34
每股净资产(元)	2.24
资产负债率(%)	58.69
一年内最高/最低(元)	25.86/13.26

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002
lizhenni@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

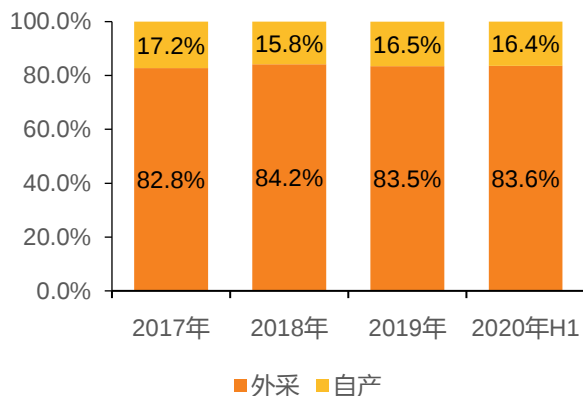
1 《一鸣食品-首次覆盖报告:奶吧模式实现“新鲜健康”快速触达，一体化全产业链深耕长三角》 2021-01-01

表 1：募集资金置换自筹资金预先投入募集资金项目情况（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	募集资金投资	自筹资金预先投入金额
营销网络直营奶吧建设项目	16,276.03	5,000.00	10,040.37
江苏一鸣食品生产基地项目	58,000.00	27,000.00	32,894.11
年产 30,000 吨烘焙制品新建项目	29,000.00	16,000.00	19,426.44
研发中心及信息化建设项目	8,202.40	1,662.22	1,695.63
合计	111,478.43	49,662.22	64,056.55

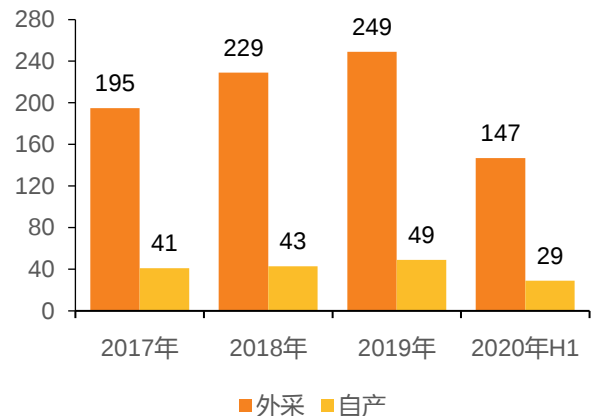
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1：生鲜乳的自产比重约 16%



资料来源：一鸣食品招股说明，天风证券研究所

图 2：生鲜乳的外采和自产金额（单位：百万元）



资料来源：一鸣食品招股说明书，天风证券研究所

表 2：自产生鲜乳供应规模稳步提升（单位：吨、元/千克）

项目	2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 年 1-6 月	
	数量	单价	数量	单价	数量	单价	数量	单价
外购	43,670.63	4.46	51,466.94	4.45	52,166.46	4.78	31,336.35	4.7
自产	7,161.02	4.74	7,555.22	5.08	8,522.51	5.04	5,051.65	5.72
合计	50,831.65	4.63	59,017.51	4.61	60,688.96	4.92	36,388.00	4.84

资料来源：一鸣食品招股说明书，天风证券研究所

图 3：一鸣食品有 24 家全资子公司覆盖产业链全流程



资料来源：一鸣食品招股说明书，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	308.16	287.83	199.06	755.10	1,027.23
应收票据及应收账款	43.09	39.64	44.15	(17.01)	(21.50)
预付账款	8.95	11.17	5.58	18.93	13.31
存货	48.54	59.60	36.55	104.97	72.99
其他	42.16	73.92	39.32	77.92	57.45
流动资产合计	450.89	472.17	324.67	939.91	1,149.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	399.92	479.10	647.86	769.18	841.04
在建工程	51.49	296.72	298.03	238.82	173.29
无形资产	46.43	47.95	45.29	42.63	39.97
其他	67.12	94.68	57.68	55.80	60.19
非流动资产合计	564.96	918.45	1,048.86	1,106.43	1,114.50
资产总计	1,015.85	1,390.62	1,373.53	2,046.34	2,263.99
短期借款	20.00	56.05	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	149.82	176.70	148.84	311.25	271.34
其他	336.61	361.43	331.09	585.58	529.81
流动负债合计	506.43	594.18	479.93	896.82	801.15
长期借款	1.00	109.35	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.93	25.85	19.47	22.08	22.47
非流动负债合计	21.93	135.21	19.47	22.08	22.47
负债合计	528.36	729.39	499.40	918.91	823.62
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	340.00	340.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	25.82	25.82	25.82	25.82	25.82
留存收益	145.94	319.94	473.13	726.43	1,039.37
其他	(24.27)	(24.53)	(25.82)	(25.82)	(25.82)
股东权益合计	487.49	661.23	874.13	1,127.43	1,440.37
负债和股东权益总	1,015.85	1,390.62	1,373.53	2,046.34	2,263.99

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	157.45	173.99	153.19	253.31	312.93
折旧摊销	77.56	80.65	32.59	40.55	46.33
财务费用	0.63	3.03	(7.37)	(18.36)	(34.29)
投资损失	(0.00)	0.00	(44.12)	(15.23)	(0.23)
营运资金变动	57.65	(15.78)	32.07	362.03	(37.33)
其它	(27.34)	56.07	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	265.95	297.96	166.35	622.29	287.40
资本支出	101.96	388.35	206.38	97.38	49.62
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(240.94)	(838.19)	(362.26)	(182.15)	(99.38)
投资活动现金流	(138.98)	(449.83)	(155.88)	(84.77)	(49.77)
债权融资	21.00	166.79	0.46	0.61	0.82
股权融资	121.45	7.82	67.08	18.36	34.29
其他	(180.85)	(45.92)	(166.79)	(0.46)	(0.61)
筹资活动现金流	(38.41)	128.69	(99.24)	18.51	34.50
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	88.57	(23.18)	(88.77)	556.04	272.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,754.97	1,997.11	1,934.16	2,783.79	3,518.24
营业成本	1,061.89	1,212.65	1,134.22	1,659.32	2,096.75
营业税金及附加	13.74	13.16	11.16	16.06	20.29
营业费用	363.56	432.11	480.87	612.43	774.01
管理费用	98.20	107.89	112.03	153.11	193.50
研发费用	38.13	41.20	42.55	61.24	77.40
财务费用	(5.56)	(8.08)	(7.37)	(18.36)	(34.29)
资产减值损失	1.67	(0.70)	(0.76)	0.64	0.62
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	44.12	15.23	0.23
其他	(11.47)	(21.31)	(88.25)	(30.47)	(0.47)
营业利润	194.81	220.19	205.59	314.59	390.19
营业外收入	0.85	1.73	0.37	2.40	1.21
营业外支出	3.21	9.50	18.71	7.74	8.89
利润总额	192.45	212.41	187.24	309.24	382.51
所得税	35.01	38.42	34.06	55.93	69.58
净利润	157.45	173.99	153.19	253.31	312.93
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	157.45	173.99	153.19	253.31	312.93
每股收益（元）	0.39	0.43	0.38	0.63	0.78

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	15.80%	13.80%	-3.15%	43.93%	26.38%
营业利润	22.55%	13.03%	-6.63%	53.02%	24.03%
归属于母公司净利润	31.53%	10.51%	-11.96%	65.36%	23.54%
获利能力					
毛利率	39.49%	39.28%	41.36%	40.39%	40.40%
净利率	8.97%	8.71%	7.92%	9.10%	8.89%
ROE	32.30%	26.31%	17.52%	22.47%	21.73%
ROIC	139.54%	130.42%	36.40%	39.27%	91.81%
偿债能力					
资产负债率	52.01%	52.45%	36.36%	44.90%	36.38%
净负债率	-58.91%	-18.31%	-22.72%	-66.92%	-71.26%
流动比率	0.89	0.79	0.68	1.05	1.43
速动比率	0.79	0.69	0.60	0.93	1.34
营运能力					
应收账款周转率	44.19	48.28	46.16	205.12	-182.74
存货周转率	40.35	36.94	40.23	39.34	39.54
总资产周转率	1.86	1.66	1.40	1.63	1.63
每股指标（元）					
每股收益	0.39	0.43	0.38	0.63	0.78
每股经营现金流	0.66	0.74	0.41	1.55	0.72
每股净资产	1.22	1.65	2.18	2.81	3.59
估值比率					
市盈率	53.33	48.26	54.82	33.15	26.83
市净率	17.22	12.70	9.61	7.45	5.83
EV/EBITDA	0.00	0.00	35.27	22.53	18.17
EV/EBIT	0.00	0.00	41.07	25.61	20.54

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com