

一鸣食品 (605179)

证券研究报告

2021年01月21日

竞拍土地建设扩产项目，满足市场开拓与产能需求

竞拍取得国有建设用地使用权，拟建设一鸣生态健康谷项目

2021年1月20日，一鸣食品发布《关于公司竞拍取得土地使用权的公告》。一鸣食品近日以5,765万元人民币竞得温州市平阳县昆阳镇沙岗村A-01-01地块的国有建设用地使用权，地块面积111,946平方米，为工业用地，出让年限50年。该土地使用权拟用于公司生态健康谷项目建设，符合公司发展战略规划。

一鸣生态健康谷项目位于公司总部所在地，满足公司长期持续发展需求

2020年3月，一鸣食品与平阳县人民政府签署《投资协议书》，计划于总部所在地温州市平阳县新建年产12万吨乳制品、2万吨烘焙产品生产基地即一鸣生态健康谷项目。该项目内容包括生产与办公设施、联合创新中心、电子商务园及相关配套设施等在内的计划总投资约20.02亿元，其中计划使用银行贷款约12亿元。该项目可进一步扩大产能，有效改善公司现有产能制约问题，为未来公司长远发展奠定良好基础。

产能利用率接近饱和，生态健康谷项目实施达产后整体产能将显著提升

2017年至2020H1，一鸣食品产能利用率逐年提高，总体在85%左右；2019年，公司乳品与烘焙的产能利用率分别为91.98%、87.72%。相对于短保质期产品属性及月度销售季节性而言，该产能利用率已达到相对较高水平。公司产能利用率接近饱和，公司目前烘焙食品现有月设计产能为1,950吨，而公司2018年度最大月产量达到了1,854.06吨，产能利用率达到了95.22%。若不及时进行固定资产投资，公司烘焙食品将出现较大的供应缺口。公司发行募投项目与一鸣生态健康谷项目实施达产后，乳品年设计产能将由12万吨增至33.49万吨，烘焙年设计产能将由2.34万吨增至7.34万吨，公司整体产能将显著提升，保障公司市场拓展规划顺利实施。

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49X/30X/24X，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)	47.98	43.42	49.32	29.82	24.14
市净率(P/B)	15.50	11.43	8.64	6.70	5.25
市销率(P/S)	4.30	3.78	3.91	2.71	2.15
EV/EBITDA	0.00	0.00	31.62	20.03	16.08

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	18.84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)	7,554.84
流通A股市值(百万元)	1,149.24
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

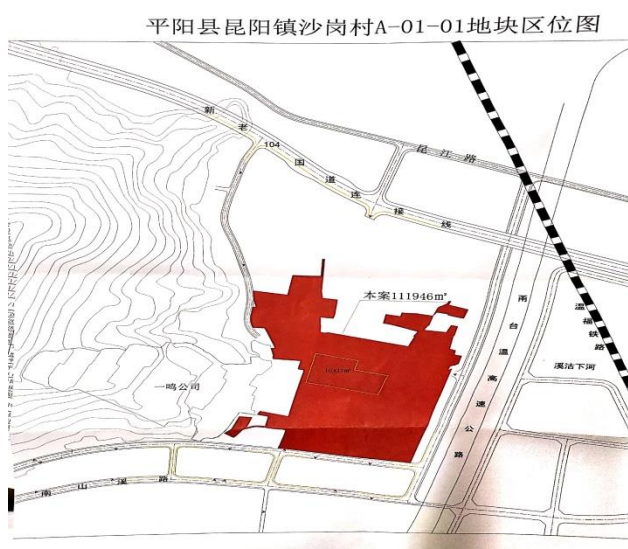
- 《一鸣食品-公司点评:增资子公司提高自有牧场比重，保障奶源稳定供应》 2021-01-12
- 《一鸣食品-首次覆盖报告:奶吧模式实现“新鲜健康”快速触达，一体化全产业链深耕长三角》 2021-01-01

表 1: 竞拍土地使用权基本情况

项目	内容
土地位置	温州市平阳县昆阳镇沙岗村
宗地编号	昆阳镇沙岗村 A-01-01 地块
出让面积	111,946 平方米
土地用途	工业用地
出让年限	50 年
容积率	$1.5 \leq \text{容积率} \leq 2.4$
出让价款	人民币 5,765 万元

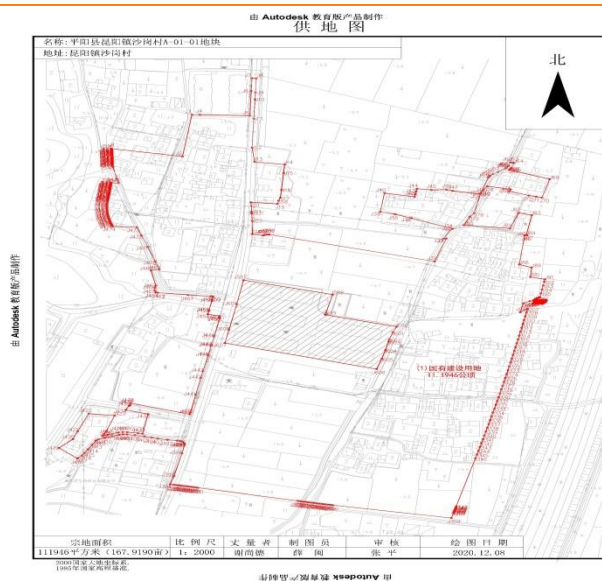
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 1: 竞拍地块区位图



资料来源: 浙江省土地使用权网上交易系统, 天风证券研究所

图 2: 竞拍地块宗地界址图



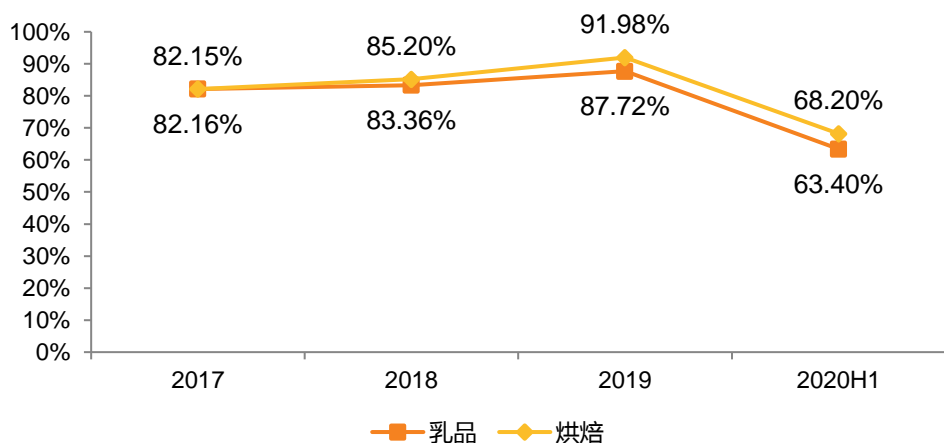
资料来源: 浙江省土地使用权网上交易系统, 天风证券研究所

图 3: 竞拍地块现场照片



资料来源: 浙江省土地使用权网上交易系统, 天风证券研究所

图 4：产能利用率接近饱和



资料来源：一鸣食品招股说明书，天风证券研究所

表 2：募投项目与一鸣生态健康谷项目实施达产后的总体产能将显著提升（单位：万吨）

项目	设计产能	2020 年度	2021 年度	2022 年度
现有乳品项目	12.00	12.00	12.00	12.00
常州项目新增乳品产能	9.49	0.00	4.75	9.49
一鸣生态健康谷项目新增乳品产能	12.00	-	-	-
乳品产能合计	33.49	-	-	-
现有烘焙产能	2.34	2.34	2.34	2.34
嘉兴项目新增烘焙产能	3.00	0.50	3.00	3.00
一鸣生态健康谷项目新增烘焙产能	2.00	-	-	-
烘焙产能合计	7.34	-	-	-

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	47.98	43.42	49.32	29.82	24.14
市净率	15.50	11.43	8.64	6.70	5.25
EV/EBITDA	0.00	0.00	31.62	20.03	16.08
EV/EBIT	0.00	0.00	36.82	22.77	18.17

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