

一鸣食品 (605179.SH)

一体化经营奶吧连锁，为新鲜生活而鸣

公司简介：首创奶吧模式，创造新鲜健康生活。公司起源于温州，2002年首创奶吧模式，以新鲜“牛奶+面包”的营养早餐为起点，经过长期经营积累和优化升级，已经发展为社区化、信息化的知名连锁品牌。公司深耕浙江市场，其次布局江苏、上海及福建，截至2020上半年公司共有1699家门店。公司2019年营收规模约20亿元，2016-2019年增长CAGR为16.8%。实际控制人为朱明春家族，构建员工持股平台增强凝聚力。

奶吧行业分析：巴氏奶发展普及的新业态。奶吧是我国乳业转型时期，顺应消费发展需求出现的新渠道业态。奶吧业态当前仍处于初级发展阶段，在拓宽乳品消费渠道、满足消费者鲜奶消费诉求、增加奶农收入等诸多方面都发挥着重要作用。我国乳品消费市场下沉增长空间巨大，“新鲜”趋势下，常温奶增速放缓，低温奶保持高增长。但是当前上游奶源供给+中游冷链建设限制低温奶行业发展，奶吧模式自有奶源、自建供应链具有相对优势。

竞争优势：“三产接二连一”一体化经营。
1) 产品优势：以“鲜奶”为主打，差异化创新。公司聚焦“新鲜乳品+短保烘焙”，差异化定位，适用早餐消费场景且便于携带，并积极拓展下午茶消费场景。公司以“中央工厂+连锁门店”创立奶吧模式，公司门店坪效略高于便利店。
2) 门店网络：深耕浙江，占据消费者心智。公司门店网络深耕江浙，省内品牌知名度高，以加盟连锁为主；异地市场通过直营门店带动加盟发展。
3) 供应链优势：自有优质奶源，合作IBM打造ERP系统。公司自有奶源生产高端鲜奶，外购奶源向规模型供应商集中，提高供应稳定性。公司重视信息化建设，打造“智慧一鸣”ERP系统提升管理水平与竞争能力。

未来看点：产能布局带动渠道拓展。
1) 门店渠道拓展，异地扩张加速。公司计划深耕浙江、江苏、上海及福建四省市，未来3年新建540家直营奶吧加快市场覆盖。
2) 平衡产能布局，保障门店供应、提升运营效率。公司计划布局新基地以平衡、扩大产能，加快市场覆盖、提升运营效率。

盈利预测及估值分析：省外市场直营门店加速扩张，非门店渠道保持稳定增长。毛利率保持平稳，直营门店拓展致费用率上行，产能平衡有望推动效率提升。预计公司2020/21/22年营收为19.3/24.2/28.8亿元，分别同比-3.6%/+25.5%/+19.0%；归母净利润分别为1.20/1.96/2.56亿元，分别同比-31.3%/+63.7%/+30.8%；当前市值对应2020/21/22年估值为54.6/33.4/25.5倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险；奶源采购竞争与价格波动；门店租金及人员成本上涨；跨区域扩张风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,755	1,997	1,925	2,417	2,875
增长率 yoy (%)	15.8	13.8	-3.6	25.5	19.0
归母净利润(百万元)	157	174	120	196	256
增长率 yoy (%)	31.5	10.5	-31.3	63.7	30.8
EPS最新摊薄(元/股)	0.39	0.43	0.30	0.49	0.64
净资产收益率(%)	32.3	26.3	15.3	20.7	22.0
P/E(倍)	41.5	37.5	54.6	33.4	25.5
P/B(倍)	13.4	9.9	8.4	6.9	5.6

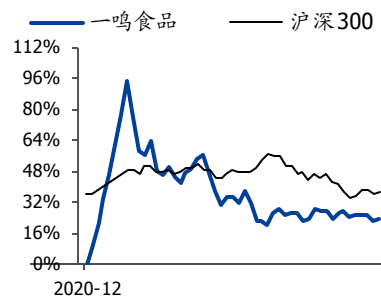
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

行业	食品加工
最新收盘价	16.29
总市值(百万元)	6,532.29
总股本(百万股)	401.00
其中自由流通股(%)	15.21
30日日均成交量(百万股)	2.83

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	451	472	669	769	884
现金	308	288	460	556	648
应收票据及应收账款	43	40	44	49	50
其他应收款	13	24	24	24	24
预付账款	9	11	6	17	9
存货	49	60	85	73	103
其他流动资产	30	50	50	50	50
非流动资产	565	918	853	1012	1114
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	436	519	603	767	882
无形资产	46	48	53	59	62
其他非流动资产	82	352	197	185	170
资产总计	1016	1391	1522	1781	1998
流动负债	506	594	567	680	700
短期借款	20	56	56	56	56
应付票据及应付账款	150	177	164	151	182
其他流动负债	337	361	347	472	462
非流动负债	22	135	113	95	74
长期借款	1	109	87	69	48
其他非流动负债	21	26	26	26	26
负债合计	528	729	680	774	775
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	340	340	401	401	401
资本公积	26	26	26	26	26
留存收益	120	294	378	515	694
归属母公司股东权益	487	661	842	1006	1223
负债和股东权益	1016	1391	1522	1781	1998

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	266	298	116	387	354
净利润	157	174	120	196	256
折旧摊销	78	81	71	93	118
财务费用	-6	-8	-5	-12	-19
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	28	36	-73	109	-4
其他经营现金流	9	15	3	3	3
投资活动现金流	-139	-450	-8	-254	-223
资本支出	148	455	-66	159	103
长期投资	5	0	0	0	0
其他投资现金流	14	5	-73	-95	-120
筹资活动现金流	-38	129	64	-37	-40
短期借款	10	36	0	0	0
长期借款	1	108	-22	-19	-20
普通股增加	115	0	61	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-164	-16	25	-18	-19
现金净增加额	89	-24	172	97	91

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1755	1997	1925	2417	2875
营业成本	1062	1213	1160	1421	1668
营业税金及附加	14	13	13	17	20
营业费用	364	432	472	587	696
管理费用	98	108	106	125	149
研发费用	38	41	44	53	63
财务费用	-6	-8	-5	-12	-19
资产减值损失	-2	-1	-2	-2	-2
其他收益	14	28	17	19	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-2	-3	-3	-3	-3
营业利润	195	220	151	244	318
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	3	10	6	6	7
利润总额	192	212	146	239	313
所得税	35	38	26	43	57
净利润	157	174	120	196	256
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	157	174	120	196	256
EBITDA	262	295	212	323	418
EPS (元/股)	0.39	0.43	0.30	0.49	0.64

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	15.8	13.8	-3.6	25.5	19.0
营业利润 (%)	22.5	13.0	-31.4	61.6	30.5
归属母公司净利润 (%)	31.5	10.5	-31.3	63.7	30.8
获利能力					
毛利率 (%)	39.5	39.3	39.7	41.2	42.0
净利率 (%)	9.0	8.7	6.2	8.1	8.9
ROE (%)	32.3	26.3	15.3	20.7	22.0
ROIC (%)	28.5	20.6	11.9	16.8	18.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.0	52.5	44.7	43.5	38.8
净负债比率 (%)	-54.7	-14.6	-34.6	-40.7	-42.6
流动比率	0.9	0.8	1.2	1.1	1.3
速动比率	0.7	0.6	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.9	1.7	1.3	1.5	1.5
应收账款周转率	44.2	48.3	46.0	52.0	58.0
应付账款周转率	7.3	7.4	6.8	9.0	10.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.39	0.43	0.30	0.49	0.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.66	0.74	0.29	0.97	0.88
每股净资产 (最新摊薄)	1.22	1.65	1.95	2.36	2.90
估值比率					
P/E	41.5	37.5	54.6	33.4	25.5
P/B	13.4	9.9	8.4	6.9	5.6
EV/EBITDA	23.9	21.8	29.5	19.1	14.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、公司简介：首创奶吧模式，创造新鲜健康生活	5
1.1 发展历程：从温州本土品牌向省外进发	5
1.2 主营业务：“牛奶+面包”的奶吧连锁	6
一、奶吧行业分析：巴氏奶发展普及的新业态	8
2.1 奶吧新业态，顺应“新鲜”需求	8
2.2 怎么看奶吧业态发展空间？	10
2.3 竞争格局：区域型分布，一鸣领先	13
三、竞争优势：“三产接二连一”一体化经营	13
3.1 产品优势：以“鲜奶”为主打，差异化创新	13
3.2 门店网络：深耕浙江，占据消费者心智	15
3.3 供应链优势：自有优质奶源，合作 IBM 打造 ERP 系统	17
3.3.1 产能布局：自产+外采，保障奶源稳定	17
3.3.2 信息化建设：“智慧一鸣”连通公司采购、生产、物流与销售	20
四、未来看点：产能布局带动渠道拓展	21
4.1 门店渠道拓展，异地扩张加速	21
4.2 平衡产能布局，保障门店供应、提升运营效率	22
五、盈利预测	23
5.1 财务分析及关键假设	23
5.2 估值分析	25
风险提示	26

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司收入规模及增速	6
图表 3: 乳制品及烘焙食品主营收入占比	6
图表 4: 公司主营业务产品	6
图表 5: 公司门店数量变化	7
图表 6: 按渠道划分主营收入占比	7
图表 7: 公司分区域门店数量变化	7
图表 8: 公司主营业务收入按省区占比	7
图表 9: 公司毛利率及费用率变化	8
图表 10: 公司归母净利润（百万元）及净利润率	8
图表 11: 公司股权结构	8
图表 12: 山东“滢氧美食鲜奶吧”	9
图表 13: 早期的一鸣真鲜奶吧	9
图表 14: 我国液态奶消费量及增速(万吨)	10
图表 15: 我国农村居民人均奶类消费量仍处于上行阶段(kg/年)	10
图表 16: 常温奶、低温奶消费量及增速	11
图表 17: 巴氏奶市场规模及增速	11
图表 18: 中国与发达国家冷藏车保有量对比(2014)	11
图表 19: 2017年冷藏车前10名省市(辆)	11
图表 20: 2017-2020年中央一号文件中有关冷链物流的相关政策	11

图表 21: 原奶供应量分省市占比(2019年).....	12
图表 22: 奶类主要消费量分省市占比(2019年).....	12
图表 23: 国内部分鲜奶吧品牌门店数量.....	13
图表 24: 公司主营业务营收按产品构成(百万元).....	13
图表 25: 一鸣在店内增推现制茶饮.....	13
图表 26: 公司核心乳产品.....	14
图表 27: 奶吧经营模式比较.....	14
图表 28: 主要连锁业态坪效比较.....	15
图表 29: 公司加盟、直营门店分布情况(截至 2020 年 6 月).....	15
图表 30: 公司浙江地区门店数量增长.....	16
图表 31: 奶吧分布图.....	16
图表 32: 江苏市场直营门店数量增长.....	16
图表 33: 公司历年关闭门店数量.....	16
图表 34: 非门店渠道增长以及占比(单位: 百万元).....	17
图表 35: 经销商数量增长 (单位: 家).....	17
图表 36: 公司直销渠道收入构成(百万元).....	17
图表 37: 自助贩卖机销售收入 (百万元) 与投放数量 (台).....	17
图表 38: 乳品、烘焙食品的产能、产量及产能利用率.....	18
图表 39: 公司 2019 年度乳品、烘焙品月度产量与产能.....	18
图表 40: 主要原材料采购金额占比(2019 年).....	19
图表 41: 生鲜乳外购与自产金额占比.....	19
图表 42: 公司自产、外购生鲜乳均价 (吨, 元/千克).....	19
图表 43: 公司合作的奶牛专业合作社数量(家).....	19
图表 44: 公司生鲜乳供应商分布(2020 年上半年).....	19
图表 45: 截至 2020 年 6 月末, 公司自有和合作冷链运输车辆情况如下:.....	20
图表 46: 将需求信息转化为生产指令.....	20
图表 47: inm APP.....	21
图表 48: 一鸣心选.....	21
图表 49: 公司营业额前五大门店(2019 年).....	21
图表 50: 公司平均单店销售情况.....	22
图表 51: 公司直营门店营业额分布区间(2019 年).....	22
图表 52: 公司各地直营门店管理公司净利润情况(万元).....	22
图表 53: 公司运输费用.....	23
图表 54: 公司募投项目产能预计情况.....	23
图表 55: 公司收入拆分及预测(单位: 百万元).....	24
图表 56: 乳制品不同渠道毛利率.....	24
图表 57: 烘焙制品不同渠道毛利率.....	24
图表 58: 公司销售费用构成.....	25
图表 59: 公司管理费用构成.....	25
图表 60: 公司主要财务指标.....	25
图表 61: 可比公司估值(截至 2021/3/12).....	26

一、公司简介：首创奶吧模式，创造新鲜健康生活

1.1 发展历程：从温州本土品牌向省外进发

起源于温州的知名连锁品牌，主营新鲜乳品与烘焙食品。一鸣食品创立于浙江温州，主要从事新鲜乳品与烘焙食品的研发、生产、销售及连锁经营业务，于2002年5月首創开设“一鸣真鲜奶吧”连锁经营门店。公司以新鲜“牛奶+面包”的营养早餐为起点，经过长期经营积累和优化升级，已经发展为社区化、信息化的乳品和烘焙食品专业零售终端。截至2020年6月，公司通过直营与加盟方式共建立1699家门店。公司发展历程主要分为三个阶段：

➤ 第一阶段：养殖出身，研发核心产品“鲜奶打蛋”

顺应时代趋势，90年代涉足鲜奶行业。1982年创始人朱明春创办瓯海明春养殖业联合体并扎根于养鸡业，并以此为基础于1992年10月成立了温州一鸣食品有限公司，成功研发出第一个自主品牌和国家专利产品“鲜奶打蛋”。在1994年时正式开始涉足牛奶生产和销售，并于1997年于瓯海南白象投资3400万建立了一鸣蛋奶厂。

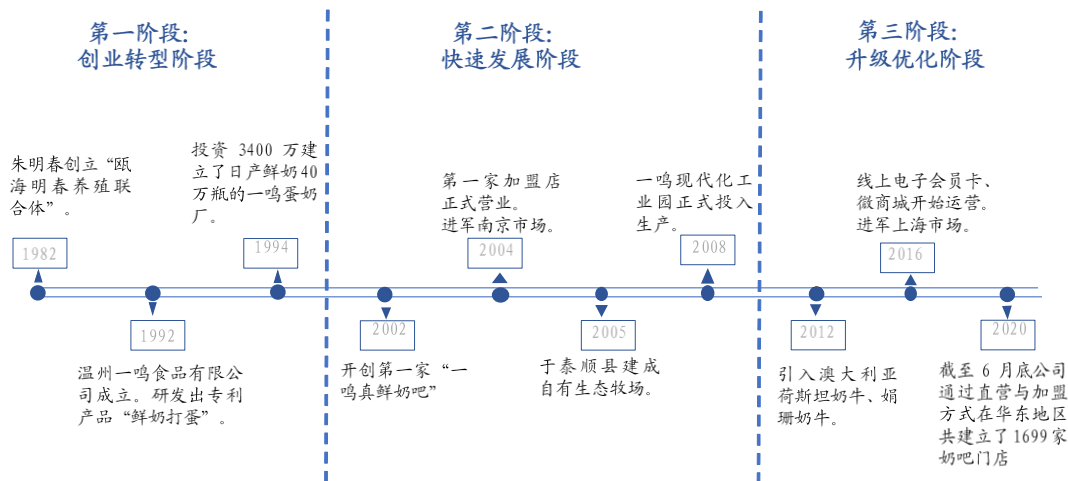
➤ 第二阶段：首创奶吧模式，加盟模式扩张

2002年公司开创乳业消费新模式“一鸣真鲜奶吧”，通过连锁加盟方式扩大规模。2002年5月，为了打通农副产品的流通渠道，公司在温州市区横渡成功开设出全国第一家“一鸣真鲜奶吧”。2004年第一家加盟店瓯北“楠江奶吧”营业，第一家外埠店南京奶吧营业。2005年为保障鲜奶品质，公司成立温州一鸣物流有限公司和泰顺一鸣生态农业有限公司；2008年投资3亿多元的一鸣现代化工业园在平阳县正式投入生产。以此为依托，公司不断研发和推出新鲜、健康、营养并满足消费升级需求的新产品。

➤ 第三阶段：鲜奶品质和供应链优化升级

引入澳洲优质奶源升级产品，与IBM合作加强信息化建设。2011年公司从澳大利亚引进优质荷斯坦、娟珊奶牛种群，正式向市场推出一鸣澳牛。2013年公司与IBM合作投入近2600万元，实施“智慧一鸣”项目，建立全过程的质量管控追溯体系。渠道端公司于2016年开始运营一鸣线上电子会员卡、微商城；同年上海第一家奶吧开业，进军上海市场。

图表 1: 公司发展历程

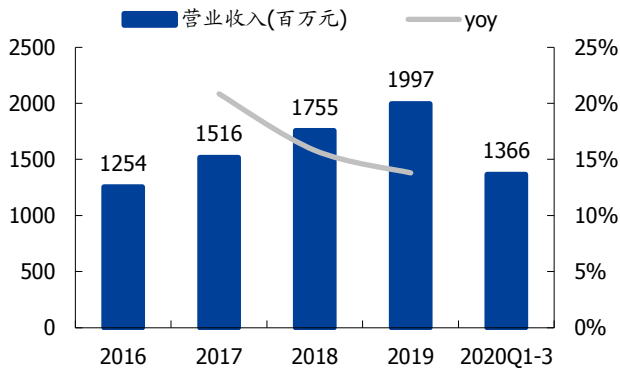


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.2 主营业务：“牛奶+面包”的奶吧连锁

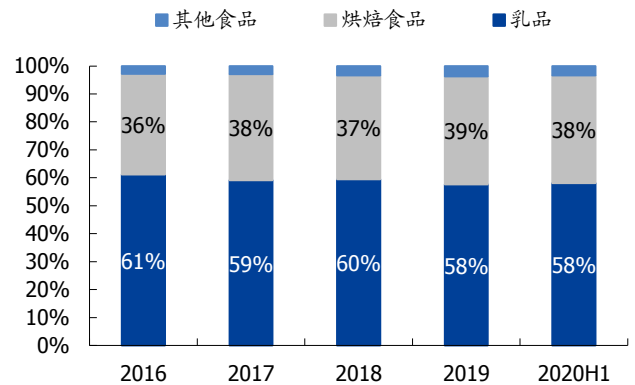
公司 2019 年收入规模近 20 亿，乳品和烘焙食品占比超 9 成。公司 2019 年营收规模约 20 亿元，2016-2019 年增长 CAGR 为 16.8%。公司收入主要来源于乳品和烘焙食品，其中乳品主要包括低温巴氏杀菌乳、风味发酵乳、低温调制乳及蛋奶、热奶等特色乳饮品，烘焙食品包括各式短保质期的面包、米制品、中式糕点等。2019 年乳品收入 10.6 亿元，占主营收入比重 57.7%；烘焙食品收入为 7.1 亿元，占比主营收入 38.6%。

图表 2: 公司收入规模及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 乳制品及烘焙食品主营收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司主营业务产品

类别	产品及图示				
乳品	低温巴氏杀菌乳	低温发酵乳	乳饮品	其他液态乳	
烘焙食品	面包等烘焙食品	米制品	中式糕点 (传统节日食品)		
		米汉堡、饭团等 			
其他食品	爆米花、果酱等				

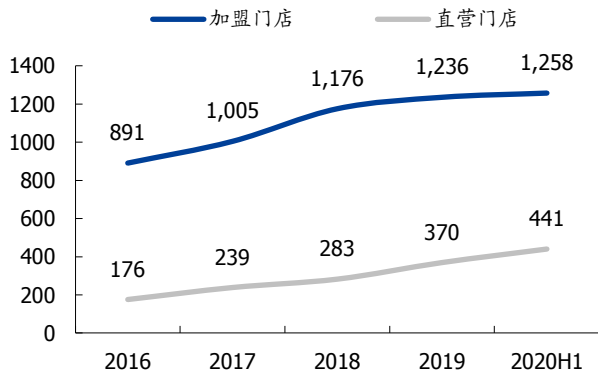
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

渠道以加盟门店为主，浙江为基地市场。公司以“一鸣真鲜奶吧”连锁门店为主要销售渠道，2019 年门店渠道营收 13.5 亿元，占整体收入的 77.7%，其中加盟门店占比 52.1%，直营门店占比 21.4%。截至 2020 上半年，公司共有 1699 家门店，其中加盟门店 1258 家、直营门店 441 家。公司 2016-19 年公司门店渠道营收占比呈上升趋势，为开拓新市场，采取以直营带动加盟，直营占比有所提升。此外，公司非门店渠道的区域经销主要通过区域经销商面向早餐店、学校等终端进行产品销售；直销主要包括商超、团购客户、

自动售货机等，2019年非门店渠道营收4.86亿元。

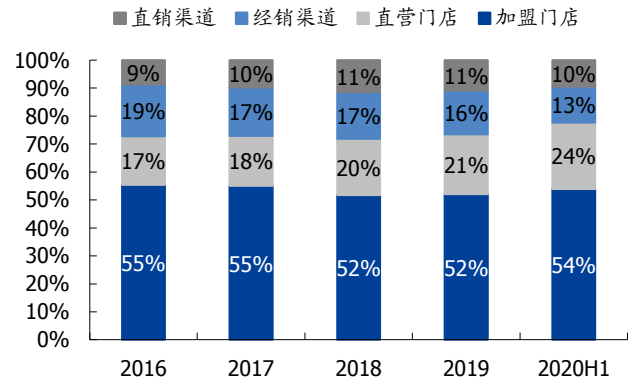
区域布局上，公司深耕浙江，逐步向周围省份拓展。公司门店布局以浙江大本营为主，截至2020上半年浙江地区共有1428家，其次江苏市场有234家门店，浙江地区收入占比约90%，江苏市场约10%。此外公司在上海、福建市场分别布局15、22家门店。

图表 5: 公司门店数量变化



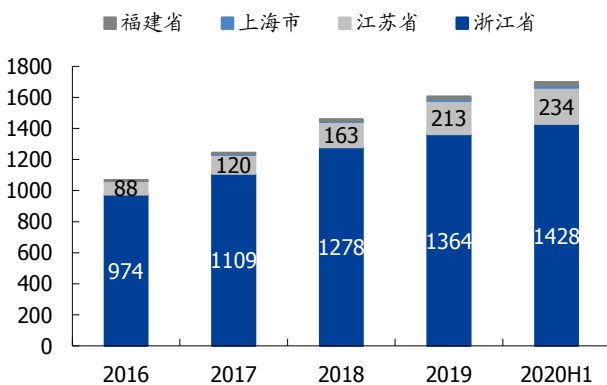
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 按渠道划分主营收入占比



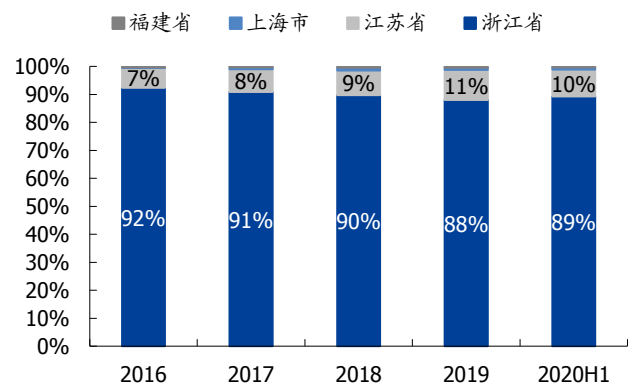
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司分区域门店数量变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

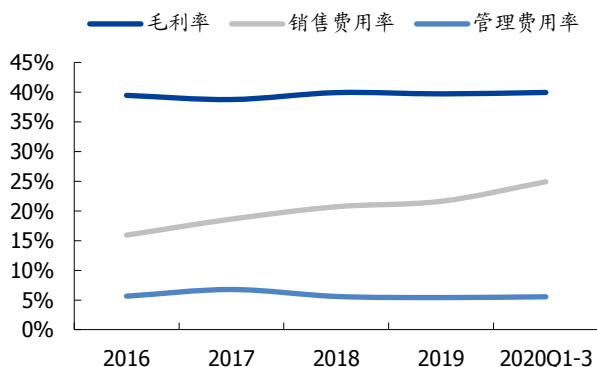
图表 8: 公司主营业务收入按省区占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

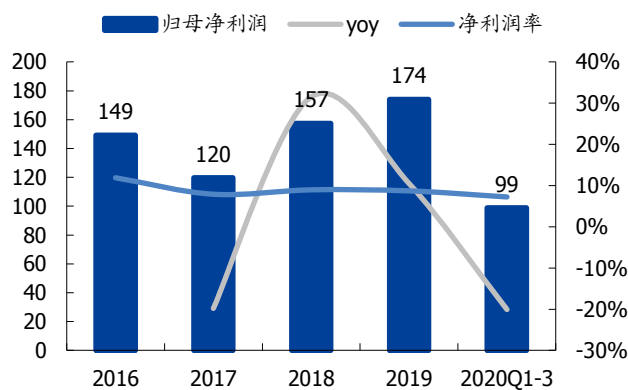
公司毛利率较为稳定，拓展市场销售费用率提升。公司整体毛利率约为40%，保持相对平稳。公司毛利构成中乳品约占60%，烘焙食品约占40%，二者成本端的直接材料费用占比超80%（以生鲜乳、奶粉、米面、肉制品等为主），毛利率变化与原材料价格变化相关。2017年开始公司加强了直营门店建设，以覆盖高铁、地铁等交通枢纽渠道，销售费用率不断上升。截至2019年公司归母净利润1.7亿元，净利润率8.7%。由于公司仍处于门店扩张阶段，2016-19年归母净利润增长CAGR为5.3%。

图表 9: 公司毛利率及费用率变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司归母净利润(百万元)及净利润率

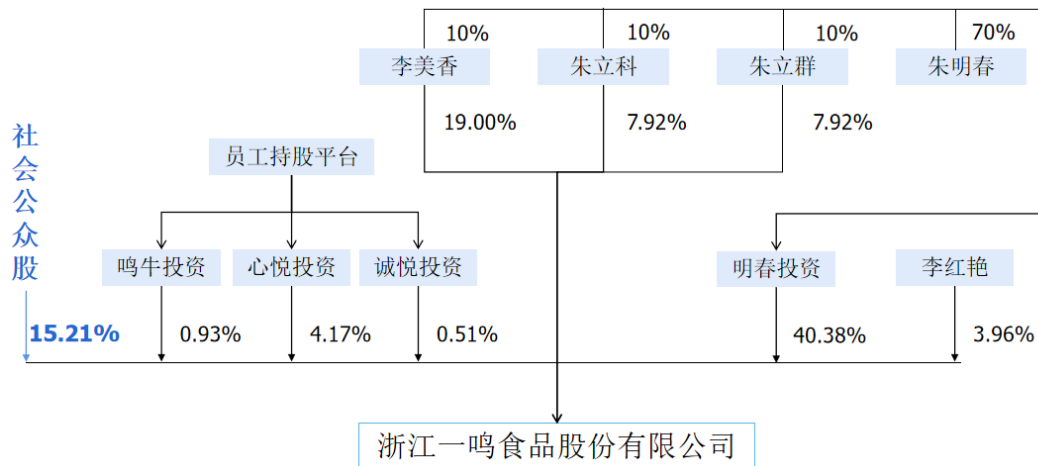


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 股权结构: 家族控股, 员工持股激励到位

家族集中控股, 构建员工持股平台, 增强公司凝聚力。公司控股股东为明春投资, 公司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, 合计持有公司约 82% 股份, 五名家族成员为一致行动人。2017 年, 公司设立心悦投资、鸣牛投资和诚悦投资为公司员工持股平台, 覆盖公司及子公司中层副职及以上管理层以及在公司连续工作十年以上的员工等, 有利于增强员工积极性。

图表 11: 公司股权结构



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

一、奶吧行业分析: 巴氏奶发展普及的新业态

2.1 奶吧新业态, 顺应“新鲜”需求

奶吧是我国乳业转型时期, 顺应消费发展需求出现的新渠道业态。奶吧通过对生鲜乳进行即时制作加工, 向消费者提供新鲜、营养及安全乳制品, 是连接奶源与消费者的新型消费渠道。相比于传统乳制品企业以商超、流通等经销渠道为主, 且产品以保质期较长

的包装常温奶为主；奶吧主打“新鲜、营养、便利”，主要通过自有门店销售，产品以短保巴氏杀菌奶为主。为丰富早餐场景消费需求，许多奶吧在销售新鲜乳品的同时加入烘焙、休闲食品等进行搭配售卖。

当前奶吧行业主要包括“前店后坊+个体门店”、“中央工厂+连锁门店”两种经营模式。

- “前店后坊+个体门店”模式：家庭牧场、自有奶源，规模较小。该模式起源于山东地区，主要由拥有家庭牧场个体户设立，服务于所在社区稳定消费群体，广泛分布于三、四线城市的城镇街区。奶吧经营者通常利用自有牧场生产的鲜牛奶，经过短距离运送至门店现场加工，生产出鲜牛奶、酸奶、风味奶、冰淇淋等产品，在自有门店进行销售。由于“前店后坊”模式多为中小家庭牧场奶源，投资成本和进入门槛低，具有规模小、地域性明显的特点。
- “中央工厂+连锁门店”模式：自有+外采奶源，中央工厂加工、品牌连锁形式销售。该模式以一鸣真鲜奶吧为代表，生鲜乳来源于自有牧场和外部采购，外部供应商以奶牛专业合作社为主。生鲜乳在公司中央工厂进行集中生产并冷链配送至门店，经营管理相对规范，存在明显的区域供应链优势。由于该模式采用直营+加盟连锁门店销售，销售规模相对较大、生产经营更为规范、品牌溢价能力也更强。

图表 12: 山东“溢氧美食鲜奶吧”



资料来源：乳业资讯网，国盛证券研究所

图表 13: 早期的一鸣真鲜奶吧



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

奶吧业态当前仍处于初级发展阶段。山东奶牛养殖场分布较多，2009年山东潍坊第一家由奶农兴办的鲜奶吧诞生，随后在几年的发展中不断壮大。山东奶协调查数据显示，2019年全国各类奶吧数量约在1万家左右，山东当地约有2000多家，日处理鲜奶数量约占全省鲜奶总量的5%。当前大多数奶吧还处于发展的初级阶段，优势在于自有牧场、奶源稳定，经营灵活、试错成本低、模式可复制；劣势在于规模小、资金实力弱、技术能力弱。奶吧在拓宽乳品消费渠道、满足消费者鲜奶消费诉求、增加奶农收入、活跃乳品市场等诸多方面都发挥着重要的促进作用。

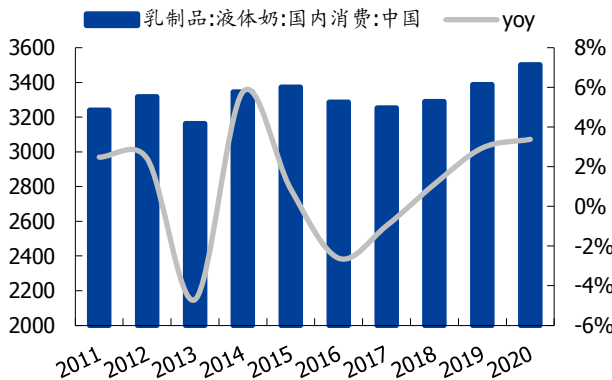
政策监管加强，保障规划化长远发展。由于奶吧经营在奶源、加工、运输、保存过程中不够卫生和规范，极易出现奶产品微生物超标等问题。2011年山东省出台文件将鲜奶吧管理纳入规范化管理轨道，2014年奶业协会成立，为鲜奶吧提供运营管理和建议，2017年国家食药总局出台文件高度重视奶吧产品质量安全。2018年发布的《国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》中明确提出“支持有条件的养殖场（户）建设加工厂”，而鲜奶吧投资小门槛低，接近消费群体，适合中小牧场发展乳品加工。

2.2 怎么看奶吧业态发展空间？

“奶吧”业态顺应我国乳业发展现状。当前我国乳业下游需求端受益市场下沉持续稳定增长，结构端低温鲜奶增速高于常温奶；上游奶源供给趋紧，区域分布不平衡、规模化趋势明显；以及中游冷链、冷柜设施发展处于初级阶段，且集中分布在高线城市。“鲜奶吧”作为乳业转型时期新兴业态，受益于下游“鲜奶”消费升级趋势，上游自有奶源或向奶牛专业合作社采购，通过区域内专营连锁门店销售解决了冷链、冷柜设施不足的问题。

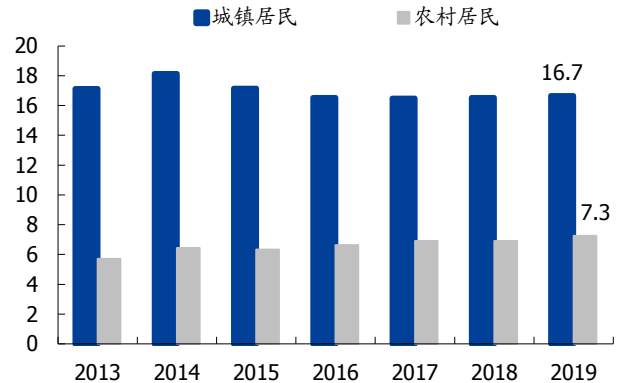
乳品消费市场下沉增长空间巨大。我国乳制品消费量增速放缓，但我国人均乳品消费量仍旧低于发达国家平均水平。2020年我国液体奶消费量为3501万吨，2010-20年增长CAGR为1.0%。2016年中国人均乳品消费量仅为欧盟的1/3、日本、韩国的2/3，参考日韩在饮食文化与我国接近，我国液态奶消费市场仍存在巨大空间，主要来源于市场下沉。2019年我国城镇常住人口8.5亿人，乡村常住人口5.5亿人，乡村常住人口占比39.3%；而2019年农村居民人均奶类消费量为7.3kg/年，仅为城镇居民的44%，且近几年处于上行通道。未来在城镇化、消费升级驱动下，我国乳品消费市场仍有较大增量空间。

图表 14: 我国液态奶消费量及增速(万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 我国农村居民人均奶类消费量仍处于上行阶段(kg/年)



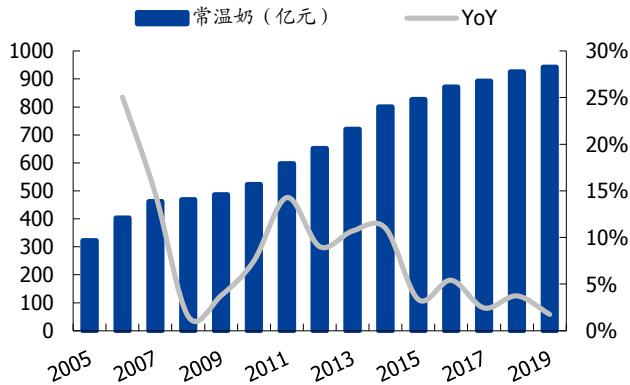
资料来源: wind, 国盛证券研究所

乳品消费结构变化：“新鲜”趋势下，常温奶增速放缓，低温奶保持高增长。整体来看，当前乳制品行业整体增速放缓，进入结构调整期，高端化产品、低温产品需求旺盛，消费向高端化升级。

常温奶增速放缓，行业集中度高。2019年常温奶消费规模941.6亿元，同比增长1.7%，2014-2019年增长CAGR为3.2%，增长趋势放缓。由于常温奶方便运输、储存，在2000-13年能够快速满足我国消费者对乳制品需求的增长，行业龙头伊利、蒙牛在常温奶趋势下迅速占领市场，形成双寡头竞争格局。根据尼尔森数据，2018年伊利、蒙牛在线下常温液态奶市场份额分别为37.2%、28.0%，CR2市占率达到65.2%，进一步提升。

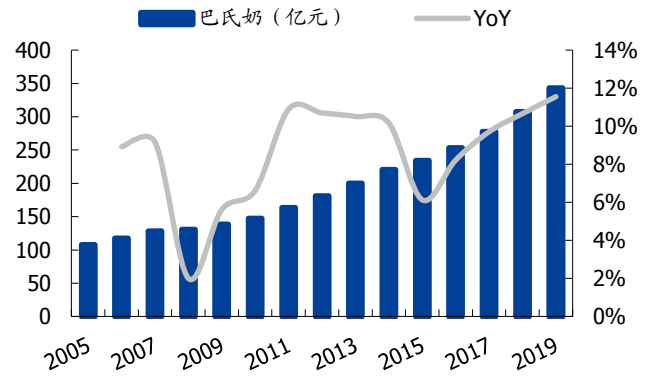
低温奶增长提速，升级替代常温奶。2019年低温奶市场规模为833亿元，同比增长14.7%，2015-2019年CAGR为15.6%，高于常温奶增速。其中巴氏奶市场规模为343亿元，同比增长11.6%，2015-19年增长CAGR为10.0%；低温酸奶也在2008年之后快速增长，2019年市场规模达到540亿元，2015-19年增长CAGR为21.2%。目前巴氏奶前三大乳企为光明、三元、新希望，均是在各自优势区域盘踞，合计份额约为27%，市场集中度相对较低、区域性明显。

图表 16: 常温奶、低温奶消费量及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

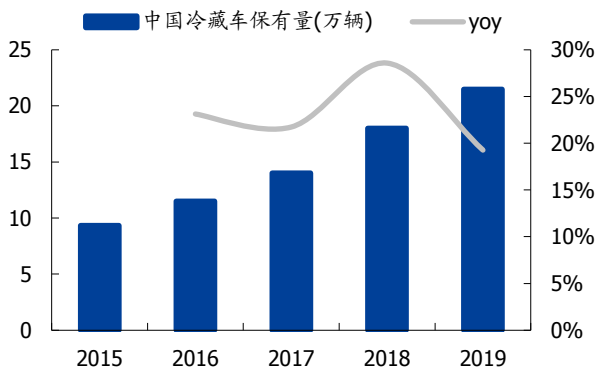
图表 17: 巴氏奶市场规模及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

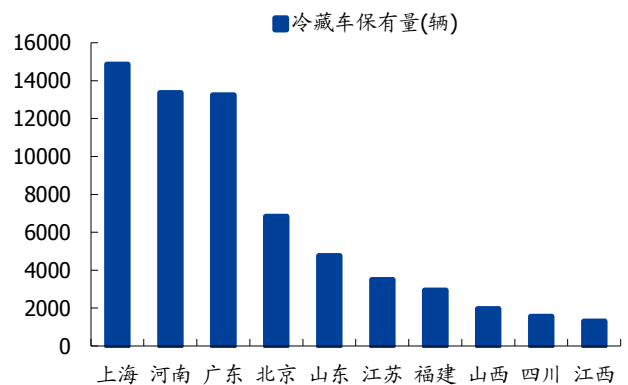
中游: 冷链建设仍处于初级发展阶段, 一二线城市占优。据中物联冷链委统计, 2015-2019 年我国冷藏车保有量保持 20% 以上的增速, 2019 年冷藏车保有量约 21.47 万辆, 较 2018 年增加 3.47 万辆。我国冷链物流企业多分布于华东、华南及华北地区, 以经济发达城市为主, 三四线城市的冷链铺设不足。由于冷柜及冷链设施尚不完善, 低温乳制品在三四线城市渗透率较低。

图表 18: 中国与发达国家冷藏车保有量对比(2014)



资料来源: 中冷联盟, 国盛证券研究所

图表 19: 2017 年冷藏车前 10 名省市(辆)



资料来源: 中冷联盟, 国盛证券研究所

图表 20: 2017-2020 年中央一号文件中有关冷链物流的相关政策

时间	有关内容
2017	完善全国农产品流通骨干网络, 加快构建公益性农产品市场体系, 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	重点解决农产品销售中的突出问题, 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, 打造农产品销售公共服务平台, 支持供销、邮政及各类企业把服务网点延伸到乡村, 健全农产品产销稳定衔接机制。
2019	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	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。

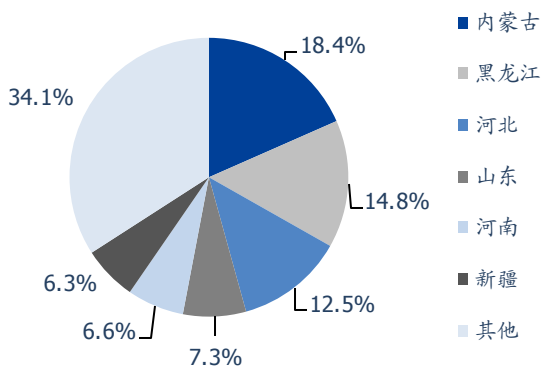
资料来源: 网络整理, 国盛证券研究所

上游：国内奶源供应“北多南少”，与主要消费市场不匹配。在奶源供应与乳品生产方面，我国淮河以北地区的奶牛资源较南方丰富。根据《2020年中国奶业统计资料》，2019年我国原料奶生产前五大省份分别为内蒙古、黑龙江、河北、山东和河南，基本位于淮河以北地区。然而乳制品的主要消费市场却集中于经济发达的东南部地区，因此当前我国奶源供应与主要消费市场出现了匹配错位现象：内蒙古、黑龙江和河北供应了中国原奶总量的46%，而消费量仅占11%；而北京、天津、上海、浙江、江苏及广东这六大经济发达省市原奶供应仅占全国的6%，奶类消费量却达到了25%。

奶牛养殖存栏量低位，规模化程度提升。自2013年以后原奶价格进入下行周期，我国奶牛存栏量持续下行，2018-20年奶牛存栏量维持在610-620万头。此外供给侧改革背景下环保成本高企推动小散奶牛养殖户退出加快，奶牛养殖场户数量持续减少，2019年全国存栏100头以上规模养殖比重达到64.0%，同比提高2.6 pct。消费升级趋势下，常温白奶高端化、低温奶发展都对本土生鲜乳需求增加，但由于受到奶源布局以及供应紧张影响，生鲜乳价格呈现上行趋势。

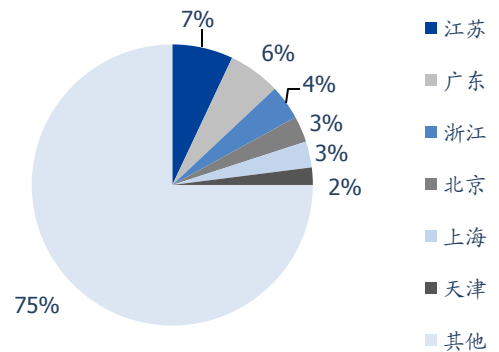
区域型乳企在低温奶具有相对优势。蒙牛、伊利的牧场多集中于中国北部，东部和南部地区牧场较少，距离低温奶的中心消费市场较远。区域型乳企具有一定规模的奶牛养殖场，且靠近消费市场，具有一定区位优势。但同时区域乳企低温发展也面临较大竞争压力，中长期我们预计主销区华东、华南地区应加快产能布局或横向整合，形成跨区域企业。

图表 21: 原奶供应量分省市占比(2019年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 奶类主要消费量分省市占比(2019年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

上游奶源+中游冷链建设限制低温奶行业发展，奶吧模式具有相对优势。由于低温奶保质期短消费频次高、无法囤货，且必须全程冷链配送，因此对奶源覆盖半径以及冷链运输品质有极高的要求。目前只有一二线城市或经济发达的沿海地区的冷链基础较为完善，再加上离城市距离较近的牧场加持，形成规模效应。对于大多数中小企业而言，进入低温奶行业的壁垒较高。

1) 奶吧业态为奶农等中小养殖场提供利润更高的销售渠道。大型乳企如蒙牛、伊利往往拥有自己的大型牧场以及固定奶源供应商，而对于中小型牧场为获取更高的利润，倾向于自建奶吧或与奶吧签订稳定的供应协议。

2) 奶吧有区域冷链物流优势。巴氏奶保质期较短，需要全程冷链因而具有一定销售半径。奶吧在销售市场建有自有牧场或有稳定合作的中小养殖场，并配备自建冷链物流体系，能够覆盖核心消费市场门店。

2.3 竞争格局：区域型分布，一鸣领先

奶吧业态竞争格局分散，一鸣处于第一梯队。当前奶吧行业呈现区域性分布，一鸣以浙江为大本营；光明收购“牛奶棚”布局上海，售卖光明低温鲜奶和面包糕点。新希望 2014 年在成都设立“鲜生活”门店，定位以售卖低温牛奶为主、新鲜糕点等优质食物为辅的社区服务站，并于 2019 年收购福建澳牛乳业。

图表 23: 国内部分鲜奶吧品牌门店数量

品牌名称	门店数量	门店分布
一鸣真鲜奶吧	1699	浙江 1428 家，江苏 234 家，上海 15 家，福建 22 家
爱尚鲜奶吧	200+	山东、河北、东北
光明牛奶棚	111	上海
新希望鲜生活	100+	成都
澳牛鲜奶吧	78	福建(被新乳业收购)
美丽健奶吧	7	江苏杭州、嘉兴

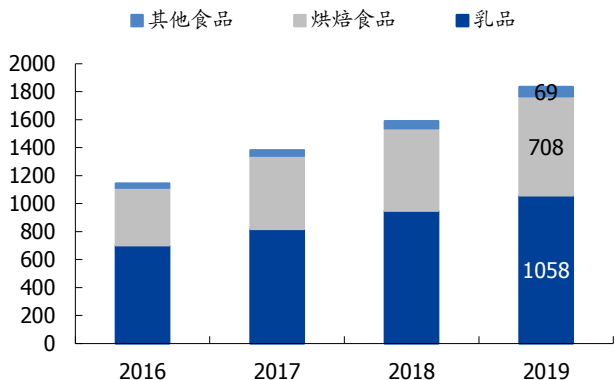
资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理

三、竞争优势：“三产接二连一”一体化经营

3.1 产品优势：以“鲜奶”为主打，差异化创新

聚焦“新鲜乳品+短保烘焙”，差异化定位。公司产品主要分为乳品、烘焙食品两大类，并以“新鲜、健康、营养”为定位，乳制品、烘焙食品保质期通常在 15 天、4 天之内。公司乳制品以“短保热早餐属性”进行差异化定位，适用早餐消费场景且便于携带。乳制品贡献公司主要收入来源，2019 年全年公司乳制品销售 10.6 亿元，占主营业务收入约 58%；烘焙食品收入 7.1 亿元，占主营业务收入约 39%。公司在部分门店销售现制茶饮，拓展下午茶消费场景，2020 年上线“厚烧鲜乳茶系列”。

图表 24: 公司主营业务营收按产品构成(百万元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 25: 一鸣在店内增推现制茶饮



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司具有较强研发能力，新品储备充足。公司“真鲜蛋奶”产品攻克了鸡蛋遇热凝固的技术难题，并通过优化热处理条件使产品具有浓郁的蛋香口味，成为明星单品。公司的“温酸奶”系列产品，有效满足了部分抗拒酸奶低温口感消费者的饮用需求，改变了冬季酸奶淡季的消费习惯。公司通过对动物营养研究与优质奶源建设、新鲜液态乳产品精

深加工、液态奶制品安全保障技术等共性关键技术的持续研发投入,获得多项发明专利。2020年1月,朱立科先生与合作方共同完成的《功能性乳酸菌靶向筛选及产业化应用关键技术》获得了国务院颁发的“国家科学技术进步奖二等奖”。

图表 26: 公司核心乳产品

序号	产品名称	保质期	特点
1	澳瑞鲜牛奶	7天, 冷藏 2-6℃	巴氏杀菌乳, 使用公司澳洲进口奶牛所生产的生鲜乳, 蛋白质含量达到 3.2g/100g。
2	“地中海”风味发酵乳	15天, 冷藏 2-6℃	低温酸奶, 采用地中海酸奶制作工艺, 先蒸煮后发酵, 产品浓稠、口味独特, 包括原味、海盐焦糖、青柠等口味。
3	“见轻”风味发酵乳	15天, 冷藏 2-6℃	低糖益生菌酸奶, 采用公司自主研发益生菌, 含植物乳杆菌、植物甾醇脂。
4	温酸奶	10天, 冷藏 2-6℃	特色酸奶, 采用特殊菌种发酵制成, 可适度加热饮用, 满足了冬季等寒冷天气下酸奶的消费需求。
5	真鲜枣奶	7天, 冷藏 2-6℃	低温调制乳, 含有红枣成分。
6	热奶	3天, 常温保存	乳饮品, 采用 210ml 小瓶包装。从产品下线到终端销售一般不超过 12 小时, 确保送达终端消费时仍保持温热。
7	“悠易畅”乳酸菌饮料	15天, 冷藏 2-6℃	褐乳饮品, 经 72 小时发酵, 口感与定位类似于“养乐多”等活性乳酸菌饮料。
8	真鲜蛋奶	7天, 冷藏 2-6℃	乳饮品, 通过创新加工工艺充分融合牛奶和鸡蛋双重营养, 解决了鸡蛋蛋白的遇热凝结问题, 具有独特鸡蛋口味。

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

中央工厂+连锁门店, 创新型奶吧模式臻于成熟。2002 年公司创新性地将“中央工厂”与“连锁门店”相结合, 形成“一鸣真鲜奶吧”销售模式。奶吧门店的选址和运营同连锁便利店较为类似, 但区别于便利店在产品类型的“广”, 奶吧门店聚焦新鲜乳品和短保烘焙, 更为着重产品类型的“精”。与传统烘焙行业“连锁门店+现场制作”模式相比, 公司通过中央工厂集中生产, 减少门店人员配置并且保障门店快速周转以及食品安全, 更利于门店模型快速复制。连锁加盟业态中, 诸如绝味食品、正新鸡排也是通过该种模式实现全国化布局, 门店数量超万家。

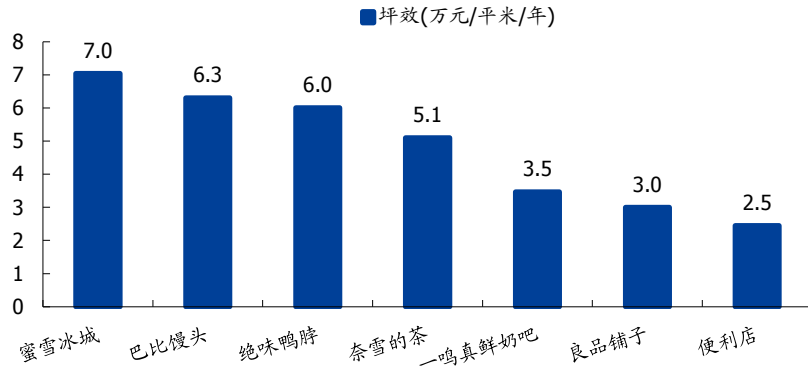
图表 27: 奶吧经营模式比较

项目	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)
	乳品	烘焙	烘焙	乳品+烘焙
销售渠道	通过商超或便利店等渠道进行销售		通过直营或加盟门店进行制作与销售	通过直营、加盟门店销售产品
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	以半成品配送至门店进行现烤制作, 或集中生产配送	集中生产, 冷链配送
保质期限	主要以 6 个月长保质期的 UHT 灭菌乳产品为主。近年来, 低温酸奶、巴氏杀菌乳等冷链食品的销售有所提升	销售以 6 个月长保质期的面包为主, 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
渠道特定	商超、便利店等渠道销售品类众多的各种日用百货, 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	一鸣股份

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

产品+渠道差异化，公司门店坪效高于便利店。公司门店主要开设在居民社区、商业街区、学校周边、地铁站与高铁站等人口集聚或流通密集场所，门店面积在 40-50 平之间，根据公司直营门店年销售数据，我们测算公司坪效为 3.5 万元/坪/年，高于便利店、良品铺子的坪效，处于连锁业态中游位置。

图表 28: 主要连锁业态坪效比较



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

3.2 门店网络: 深耕浙江, 占据消费者心智

公司门店网络深耕江浙, 加盟连锁为主。截止 2020 年 6 月, 公司在浙江、江苏、福建及上海等华东地区共有奶吧门店 1699 家, 其中加盟门店 1258 家、直营门店 441 家。从区域分布来看, 浙江地区门店数量达 1428 家, 基本实现了对浙江省内主要市县的全面覆盖。省外市场公司在江苏地区门店数量为 234 家, 重点城市南京地区的门店数量达到 154 家; 福建北部及上海地区的门店数量分别为 15 家及 22 家。

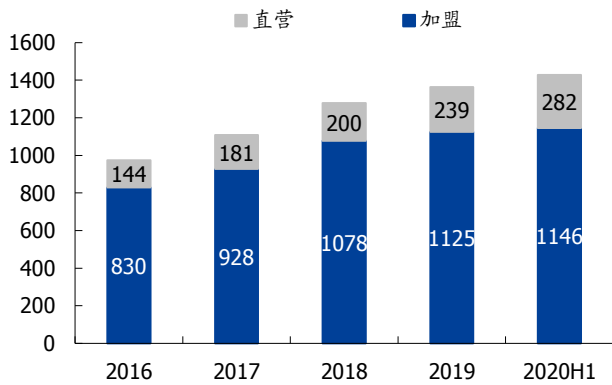
浙江省内品牌知名度高。公司起源于温州, 自设立以来积极开拓各类新型销售渠道, 先后推出“送奶到家”、“学童奶计划”等销售方式和渠道, 2002 年公司首家一鸣真鲜奶吧在温州开业, 对本地市场进行深耕。根据美团数据, 温州市一鸣真鲜奶吧门店数量约有 500 家, 且多数门店收录 5 年以上。公司主打性价比, 已经成为温州人民早餐首选。此后公司逐年向周边地区辐射, 深耕多年占据消费者心智, 公司品牌在浙江地区具有较高品牌知名度。

图表 29: 公司加盟、直营门店分布情况(截至 2020 年 6 月)

门店类型	浙江	江苏	上海	福建	小计
加盟门店	1146	101	5	6	1258
直营门店	282	133	10	16	441
小计	1428	234	15	22	1699

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 30: 公司浙江地区门店数量增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

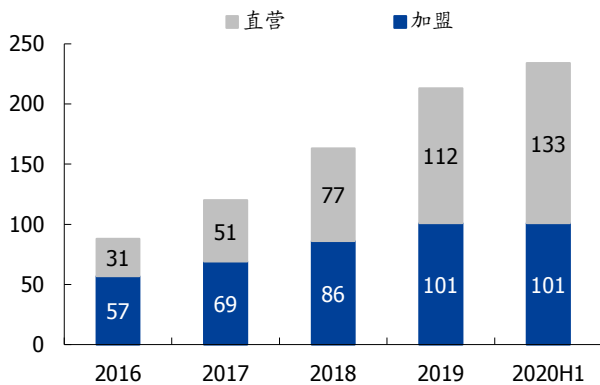
图表 31: 奶吧分布图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

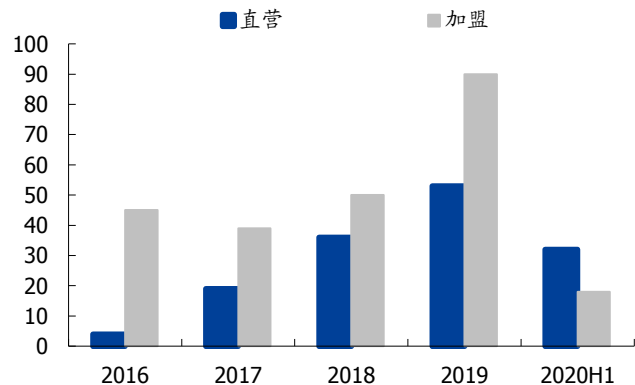
异地市场通过直营门店带动加盟发展。公司在省外市场采取直营带动加盟的发展模式, 直营门店通常开在客流量大的区域, 一方面承担品牌宣传作用, 另一方面进行本土员工培养, 为加盟店做好准备。自 2019 年起随着公司盈利规模的提升, 直营门店的建设逐步加强。直营门店的快速、重点布局, 有利于公司较快实现市场开拓, 促进产品品牌与门店终端的示范推广, 并将逐步带动加盟门店对新市场区域的覆盖渗透。2016-19 年江苏市场直营门店快速增长, 截至 2020 年上半年直营门店达到 133 家。但同时新市场开拓、下沉过程中, 区域客户积累、品牌认知尚需一段时间培育, 店址选择需要一定数量的适应性尝试, 因而 2019 年公司关店数量有所增加。

图表 32: 江苏市场直营门店数量增长



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 33: 公司历年关闭门店数量



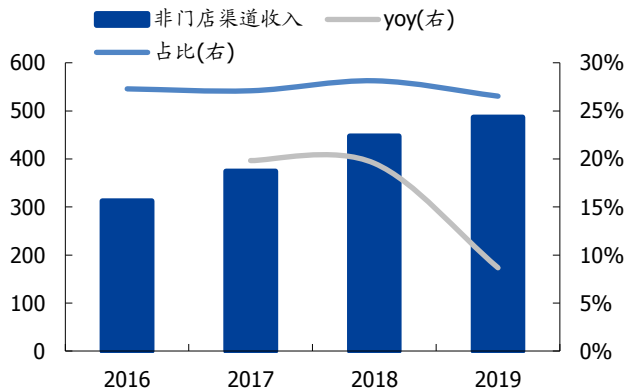
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

非门店销售渠道增长稳定, 推动品牌进一步下沉。非门店渠道的主要业务形态包括通过经销商向早餐店和学校等类型客户供应产品, 以及通过直销方式向商超、团购、零售客户等类型客户供应产品等。公司已形成较为稳定的经销商渠道, 截止 2020 上半年, 公司已拥有经销商 152 家, 2016-19 年开业年数 5 年以上经销商客户占经销商收入比重均在 65% 以上。2019 年公司非门店渠道营收 4.9 亿元, 占比达到 26.5%。

直销渠道中连锁商超营收较稳, 零售终端逐渐发力。公司与连锁商超类合作时间较早, 营收相对集中于合作时间 5 年以上的客户。2016 年公司开始与两家早餐连锁公司巴比食品和华古食品展开合作, 进一步拓展在早餐行业的覆盖面。公司团购批发客户呈现数量相对较多, 单个客户收入较小的特点。此外, 公司于 2016 年下半年开始尝试投放自动

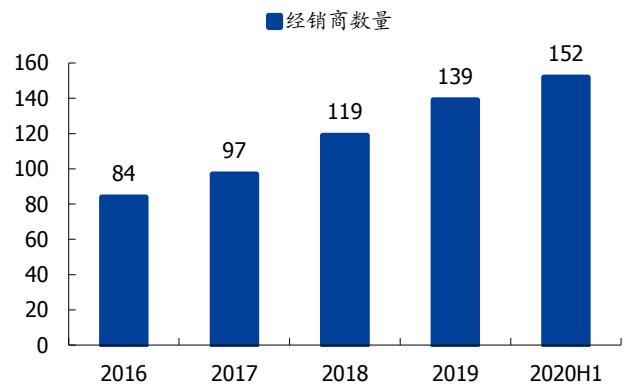
售货机，截至2020年上半年，公司已在温州与杭州两地合计投放自动售货机超过1000台，对奶吧门店、传统渠道在空间、时间两方面实现了有效补充覆盖。

图表 34: 非门店渠道增长以及占比(单位: 百万元)



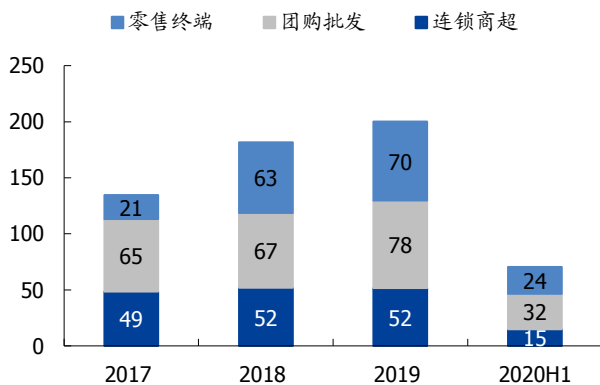
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 35: 经销商数量增长 (单位: 家)



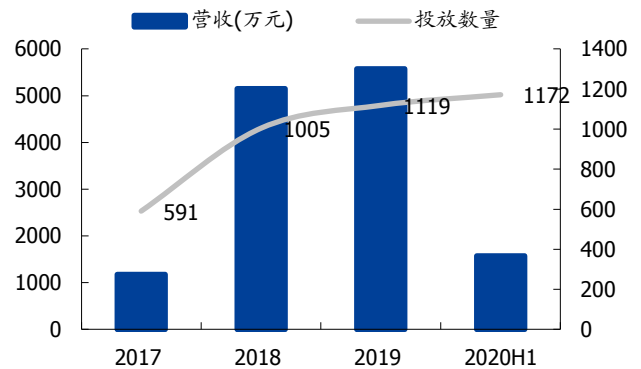
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 36: 公司直销渠道收入构成(百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 37: 自助贩卖机销售收入 (百万元) 与投放数量 (台)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

3.3 供应链优势: 自有优质奶源, 合作 IBM 打造 ERP 系统

3.3.1 产能布局: 自产+外采, 保障奶源稳定

平阳基地产能利用率较高。公司现有生产基地位于浙江省温州市平阳县, 产品运输及销售半径约在 700 公里、8 小时车程左右, 实现了对浙江全省、江苏北部、福建南部及上海地区的初步覆盖。2017-19 年公司产能利用率总体在 85% 左右, 2019 年乳品、烘焙食品的产能利用率分别为 87.7%、92.0%。以 2019 年度各月产量情况为例, 5 月份酸奶产品受气温回升影响, 会出现明显的销量增长; 6 月下旬起受暑假所影响, 学校型门店的销售通常会受到影响; 进入 9 月份, 产品销售情况随着学校开学亦有所提高。对短保质期产品属性及月度销售季节性而言, 公司产能利用率已达到相对较高水平。

公司计划布局新基地以平衡、扩大产能, 加快门店布局、提升效率。为进一步加强浙江北部、江苏南部及上海地区的市场拓展, 公司在未来 3-5 年计划在嘉兴平湖、江苏常州两地新建生产基地, 实现公司产能布局的南北均衡。新基地将效缓解公司产品配送距

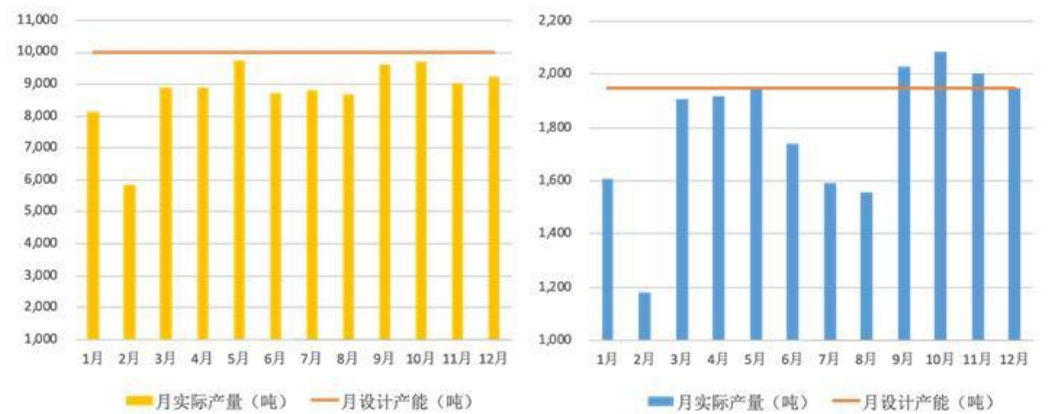
离半径对市场拓展的制约，提高浙江省外市场的门店分布与收入占比，降低浙江市场的业务集中度，实现对长三角经济区域的全面深度覆盖。

图表 38: 乳品、烘焙食品的产能、产量及产能利用率

项目	2016	2017	2018	2019	2020H1	
乳品	产量 (吨)	80,660	90,378	100,029	105,263	38,038
	产能 (吨)	100,000	110,000	120,000	120,000	60,000
	产能利用率	80.7%	82.2%	83.4%	87.7%	63.4%
烘焙食品	产量 (吨)	14,473	17,843	19,937	21,523	7,980
	产能 (吨)	19,200	21,720	23,400	23,400	11,700
	产能利用率	75.4%	82.2%	85.2%	92.0%	68.2%

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 39: 公司 2019 年度乳品、烘焙品月度产量与产能



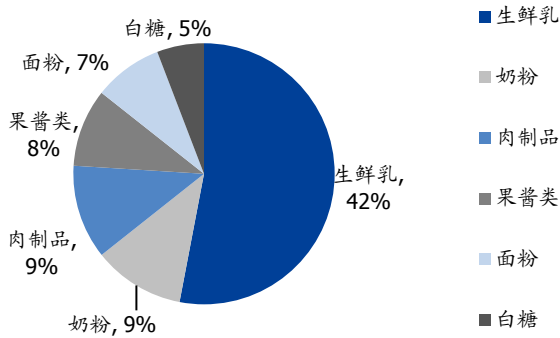
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

生鲜乳外购占比高，自有奶源生产高端鲜奶。公司采购的原材料主要包括生鲜乳、肉制品、奶粉、果酱类、面粉和白糖等，其中生鲜乳占比较高，由奶源事业部统一管理。公司生鲜乳来源于自有牧场与外部采购，外部供应商以奶牛专业合作社为主，外购生鲜乳占比相对稳定在 80% 以上。

公司自建奶源、深耕一产，保障高端鲜奶品质。2005 年在泰顺县建成自有生态牧场，2011 年从澳大利亚引进优质牧草和系谱纯正的荷斯坦、娟姗奶牛种群，建立了包括牧草种植、乳牛饲养等全方位的牧业管理体系。公司自有牧场采用规模化、标准化牛舍养殖方式进行饲养；并率先实行“公司+农户”的方法，建立核心牧场、标准奶站等，目前公司除了泰顺牧场外，还拥有天然奶源基地 62 个，重点核心牧场 40 个，促进了奶源质量的提高。公司 2014 年，总投资 2.6 亿元的一鸣工业园二期工厂建成投产，引进世界一流的乳制品及烘焙产品生产设备，生产车间内实现微机全自动化控制，生产链达到超微纳米均质工艺，生产环境达到 10 万级净化技术，配送链使用无氟冷链技术，每一个环节都保证了奶源和食品的绝对安全。

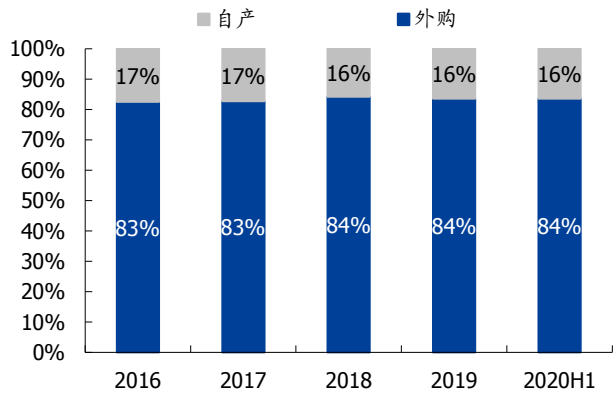
公司自有奶源所产生鲜乳具有较高的理化指标，是“澳瑞”巴氏杀菌鲜牛奶、“典雅”希腊风味酸奶等多款高端产品生鲜乳原料的唯一供应商。由于自有奶源品质更高，采购单价也较外部采购鲜奶高。此外，公司还在生产基地打造“云岚牧场”，是省内唯一一座澳洲风情休闲度假牧场，集牧业休闲、养生度假、科普教育、创意农业以及牧场体验于一体。

图表 40: 主要原材料采购金额占比(2019年)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 41: 生鲜乳外购与自产金额占比



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

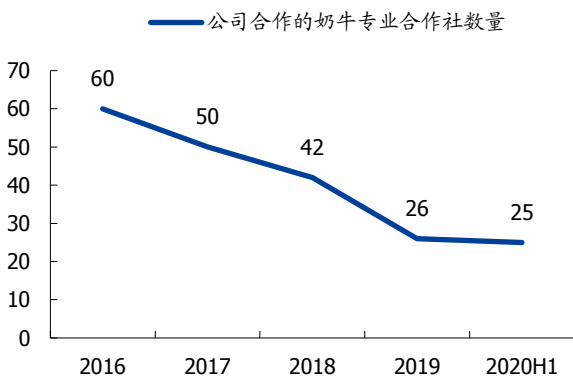
图表 42: 公司自产、外购生鲜乳均价(吨, 元/千克)

项目	2017		2018		2019		2020H1	
	数量	单价	数量	单价	数量	单价	数量	单价
外购	43,671	4.5	51,467	4.5	52,166	4.8	31,336	4.7
自产	7,161	4.7	7,555	5.1	8,523	5.0	5,052	5.7
合计	50,832	4.6	59,018	4.6	60,689	4.9	36,388	4.8

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

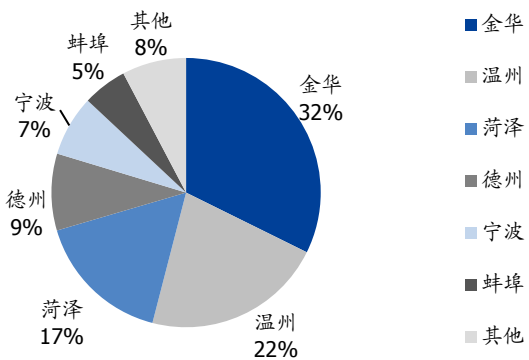
生鲜乳采购向规模型供应商集中, 提高供应稳定性。公司的生鲜乳供应商主要为各地合作奶牛饲养户所组成的专业合作社以及专业的生鲜乳生产企业。2016-2020H1 公司合作的奶牛专业合作社自 60 家下降至 25 家, 合作数量逐年减少, 逐步向规模型供应商集中, 供应稳定性提高。从区域分布来看, 公司生鲜乳主要采购自浙江金华、温州地区。随着公司业务发展, 为保障公司生鲜乳的供应安全, 避免区域性疫病对业务造成不利影响, 公司开始与生鲜乳生产大省, 如山东、安徽开展合作。2020 年上半年, 公司从山东菏泽、德州以及安徽蚌埠等采购的生鲜乳占比合计已超过 35%。

图表 43: 公司合作的奶牛专业合作社数量(家)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 44: 公司生鲜乳供应商分布(2020年上半年)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

全程冷链保障，产品新鲜直达。公司主打新鲜健康食品，乳品保质期通常在 15 天以内、烘焙食品保质期通常在 4 天以内。公司利用大数据和物联网技术，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。产品配送分为干线配送与支线配送两种。其中，干线配送实现产品从生产基地向杭州、宁波、南京等地的 7 大配送中心运输，每日进行一次；支线配送通过各配送中心向所覆盖的市县门店进行，在每日早 5 点半之前完成。除自营物流配送外，公司还与具有冷链运输能力的第三方物流签订年度专属合作协议，保证了短保食品的新鲜送达与快速周转。

图表 45: 截至 2020 年 6 月末，公司自有和合作冷链运输车辆情况如下:

车辆属性	自有数量	合作数量	运输能力合计(吨)
冷链干线车	10	28	512.5
冷链支线车	1	391	664
合计	11	419	1176.5

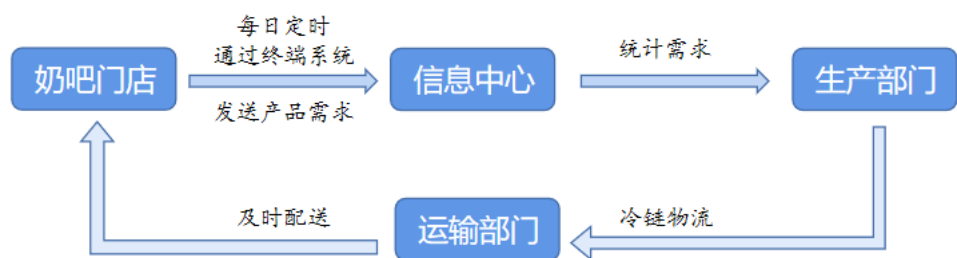
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

3.3.2 信息化建设：“智慧一鸣”连通公司采购、生产、物流与销售

重视信息化建设，提升管理水平与竞争能力。公司 2013 年投入 2600 多万元与 IBM 合作，打造“智慧一鸣”ERP 系统，助力公司经营发展。“智慧一鸣”系统打通了采购、生产、物流、销售之间的信息流，逐步形成奶牛养殖、食品加工、冷链物流、连锁经营、客户互动的从源头到终端的依托于信息化的产业链模式，为建设敏捷的供应链体系提供系统支持。具体而言，1) 实现了交易双向追溯体系，清晰呈现原材料与产品之间每个环节的实际质量情况。2) 实现了管理透明化，将成本核算细化到每个产品、每个班组。3) 准确分析每个终端网点的盈利能力，为销售的改进提供数据支持。4) 汇总各种渠道的需求信息并快速转化为生产指令。

2018 年，公司先后获得了工业和信息化部授予的“制造业与互联网融合发展试点示范项目”称号、浙江省经信委授予的“省级工业互联网平台”称号。

图表 46: 将需求信息转化为生产指令



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

发力线上销售，拓展销售渠道。2017 年公司推出 inm 应用支付 app，尝试通过微信小程序“鸣粉商城”进行线上销售。2020 年上半年，受新冠疫情影响，为促进产品销售、增加非接触式购物途径，公司推出新的微信购物小程序“一鸣心选”、“社区团购快递到家”。2020 上半年公司累计实现线上销售 581.48 万元。

图表 47: inmAPP



资料来源: inmAPP, 国盛证券研究所

图表 48: 一鸣心选



资料来源: 公司小程序, 国盛证券研究所

四、未来看点：产能布局带动渠道拓展

4.1 门店渠道拓展，异地扩张加速

公司门店具有商圈化、社区化消费特征，优势门店位置是成功开店前提保障。渠道类型上，直营门店以公司经营实力与渠道资源为基础，通常位于地铁交通枢纽、医院、学校等人流量高的位置；加盟门店以各加盟商渠道资源为基础，以分散的街铺店为主。公司前五大直营门店、加盟门店地理位置多位于交通枢纽、商圈综合体、学校、医院等人流量密集地区。随着公司逐步向华东区域一二线城市拓展，上海、杭州及南京等地较大营业额门店进入前五大，验证与支持公司奶吧门店模式在一、二线城市的适应性及拓展可行性。

图表 49: 公司营业额前五大门店(2019年)

前五大直营门店	营业额(万元)	面积(平方米)
上海松江九亭地铁站奶吧	473.1	188
宁波动车站二店奶吧	464.8	105
南京爱尚街区奶吧	400.6	56
杭州市民中心地铁站奶吧	395.3	37.8
温州春晖奶吧	386.4	76.9
前五大加盟门店	营业额(万元)	面积(平方米)
温州动车南奶吧	890.6	35
南京新街口一号线奶吧	659.0	20
温州龙湾机场一店奶吧	641.1	60
南京新街口金融国际中心地铁奶吧	615.7	24
上海虹桥站到达层3口奶吧	523.5	17.6

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

深耕浙江、江苏、上海及福建四省市，异地新建直营奶吧加快市场覆盖。公司募投项目计划未来3年在浙江、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，并重点建设南京、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。异地市场新建直营门店一方面有助于公司继续深挖南京、杭州、温州等优势区域的市场潜力，进一步提升市场占有率；另一方面，在地铁、学校、医院等人流密集场所开设直营门店，有助于提高公司品牌形象，辐射与带动公司区域市场加盟门店的开拓，有助于加强公司在市场广度与深度的覆盖。

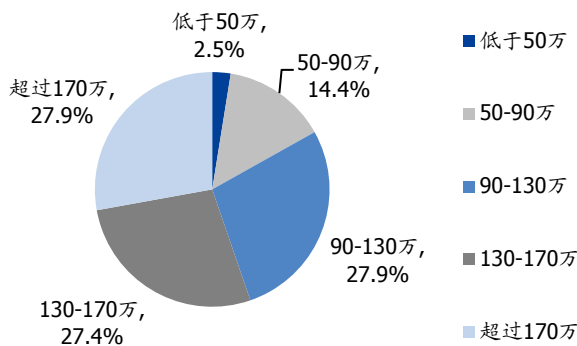
直营门店网络扩大短期增加费用，中长期建立市场基础为扩展加盟店蓄力。公司近年来新开直营门店数量增加，但经营时间相对较短，直营门店整体经营成熟度低于加盟门店，因而直营门店平均营业额略低于加盟门店。2017年以来直营门店平均单店营收约为150万/年，低于加盟门店平均单店营收。公司直营门店根据所处位置划归各地门店管理公司统一管理，根据2018-19年数据看，除浙江舒活、宁波舒活以外，其余市场直营门店均呈现培育性亏损。

图表 50: 公司平均单店销售情况

年份	直营门店			加盟门店		
	家数	总营业额(万元)	平均营业额(万/年)	家数	总营业额(万元)	平均营业额(万/年)
2020年1-6月	342	17720	51.8	1188	70687	59.5
2019年度	237	35365	149.2	1030	160640	156.0
2018年度	205	30340	148.0	900	142738	158.6
2017年度	158	24800	157.0	808	133240	164.9

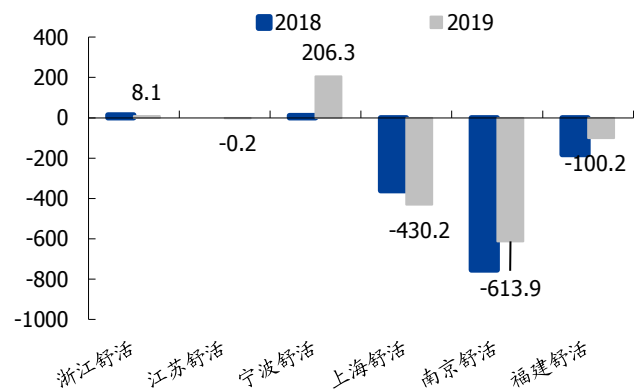
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 营业额为门店终端零售额)

图表 51: 公司直营门店营业额分布区间(2019年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 52: 公司各地直营门店管理公司净利润情况(万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

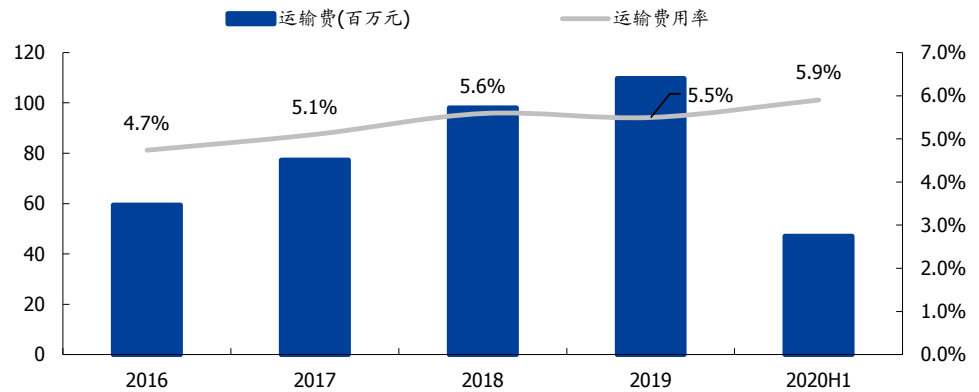
4.2 平衡产能布局, 保障门店供应、提升运营效率

新建产能, 加强薄弱市场门店覆盖广度和密度。公司现阶段销售市场主要位于浙江、江苏及上海长三角地区, 北部市场区域常州综合生产基地、嘉兴烘焙基地的建成, 将实现公司产能布局的南北均衡, 促进公司从分布广度与覆盖密度两方面, 加快在浙江北部、江苏南部及上海地区的门店建设。同时, 常州及嘉兴基地建成后, 公司温州生产基地的产能占用将得以释放, 从而有助于公司向南辐射福建北部地区, 带动该区域的门店建设。

新建常州、嘉兴两地生产基地以平衡产能布局、降低物流成本。公司乳品生产基地位于

温州平阳，通过自建物流体系将产品配送至各市场，实现了对浙江全省、江苏南部、福建北部至上海地区的初步覆盖。未来随着公司门店销售区域逐步向江苏、上海等地区的扩展，需要公司对整体产能分布进行调整。2016年之后随着公司加快异地扩店，运输距离增加导致运输费用率上升明显，自4.7%提升至2019年5.5%。网点密集度越高，公司配送成本越低，预计常州、嘉兴工厂投产以及门店网络加密，公司运输费用率呈现下行趋势。

图表 53: 公司运输费用



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

根据公司募投项目规划, 江苏一鸣食品生产基地(常州综合基地)一期项目为 9.49 万吨乳饮品和植物蛋白饮品, 建设周期为 2 年; 嘉兴项目为 3 万吨烘焙制品, 建设周期为 1.5 年。建成后预计将于 2022 年达到设计产能, 其中乳品、烘焙食品的总体年产能将分别达到 21.49 万吨和 5.34 万吨。有利于推进江苏、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

图表 54: 公司募投项目产能预计情况

单位: 万吨	设计产能	2020E	2021E	2022E
现有乳品产能	12.0	12.0	12.0	12.0
常州项目新增乳品产能	9.5	0	4.75	9.49
乳品产能合计	21.5	12.0	16.8	21.5
现有烘焙产能	2.3	2.3	2.3	2.3
嘉兴项目新增烘焙产能	3.0	0.5	3.0	3.0
烘焙产能合计	5.3	2.8	5.3	5.3

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

五、盈利预测

5.1 财务分析及关键假设

异地市场直营门店加速扩张, 非门店渠道保持稳定增长。门店扩张是公司收入增长主逻辑, 根据公司募投项目计划, 未来 3 年预计新开 540 家直营门店, 因而我们预计公司 2021/22 年每年新增 200 家直营门店, 新增 80-100 家加盟门店。非门店渠道大部分来源于温州地区, 通过经销商或直销渠道进入早餐店及商超, 我们预计非门店渠道 2021/22

年保持20%左右复合增长。由于2020年受到疫情影响,公司单店收入出现暂时性下降,我们预计2021/22年逐步恢复正常,但考虑新市场拓展直营门店需要一定时间培育期,单店收入恢复速度较加盟门店缓慢。因而我们预计公司2020/21/22年营收为19.3/24.2/28.8亿元,分别同比-3.6%/+25.5%/+19.0%。

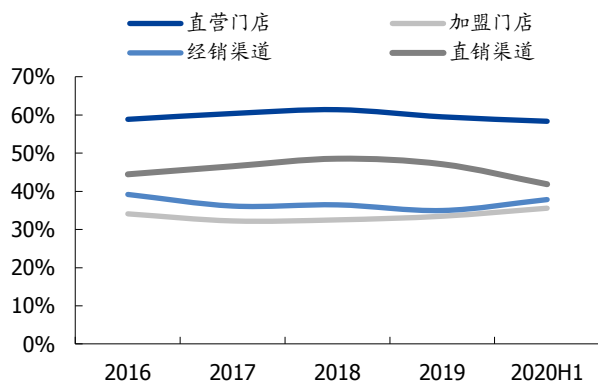
图表 55: 公司收入拆分及预测(单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
加盟门店数量	1176	1236	1266	1366	1486
加盟门店收入	822.9	955.4	861.1	1003.5	1124.4
yoy	8.2%	16.1%	-9.9%	16.5%	12.0%
直营门店数量	283	370	440	640	820
直营门店收入	320.4	392.2	391.7	626.8	827.1
yoy	29.7%	22.4%	-0.1%	60.0%	32.0%
门店渠道收入	1143.3	1347.5	1252.9	1630.3	1951.5
yoy	13.5%	17.9%	-7.0%	30.1%	19.7%
非门店渠道收入	447.8	486.6	505.2	606.3	727.6
yoy	19.5%	8.7%	3.8%	20.0%	20.0%
其他业务收入	163.9	162.9	167.1	180.3	196.2
营业总收入	1755.0	1997.1	1925.2	2416.9	2875.2
yoy	15.8%	13.8%	-3.6%	25.5%	19.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

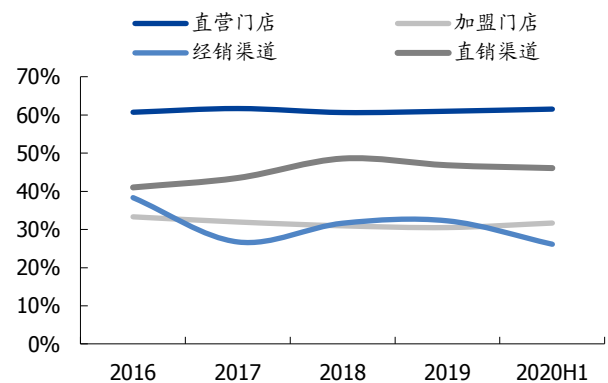
公司毛利率变动主要与渠道结构相关。公司历年毛利率水平稳定在40%左右,波动程度小。如按照产品进行划分可以发现,乳品、烘焙产品的毛利率水平也基本保持在40%左右,因而我们认为公司的毛利率水平主要由渠道结构影响。拆分渠道看,公司直营门店毛利率约为60%左右,加盟门店毛利率在30-33%之间,非门店渠道毛利率水平与公司销售政策相关因而波动稍大。公司具备成本调节以及提价能力,2019年下半年上游原奶供应紧张价格上涨,公司增加奶粉食用比例,并于2020年初小幅提价。考虑未来3年公司加快直营门店建设,直营销销售占比增长推动毛利率提升,我们预计公司2020/21/22年毛利率分别为39.7%/41.2%/42.0%。

图表 56: 乳制品不同渠道毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

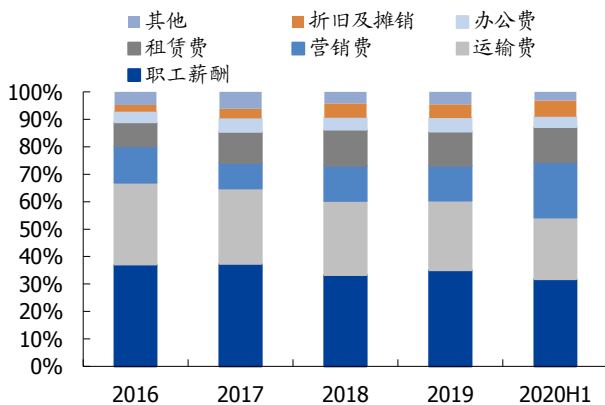
图表 57: 烘焙制品不同渠道毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

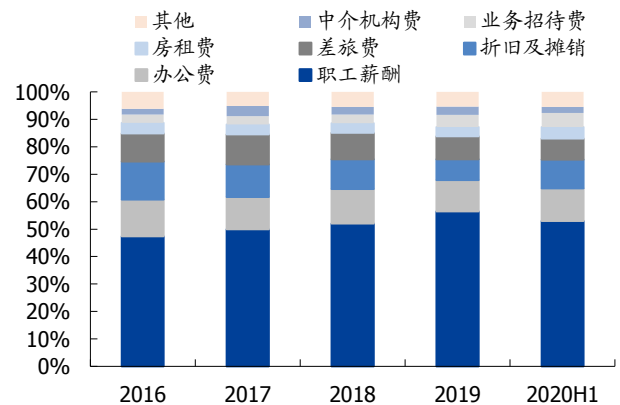
异地市场拓展费用率上行，产能平衡有望推动效率提升。公司销售费用率不断上行，自2016年15.9%上行至2020上半年26.1%，主要源于公司在异地市场扩张过程中新开直营门店，故而销售人员薪酬、异地运输费用、营销费及租赁费均快速增长。我们预计公司未来3年继续推动直营门店扩张过程中，销售费用率仍将保持较高水平，2020/21/22年销售费用率分别为24.5%/24.3%/24.2%。2022年后随着公司新产能逐步投产，江苏地区门店运输半径缩短、网点布局加密，预计公司运输成本下降，规模效应下销售费用率逐步回落。管理费用率保持平稳，我们预计2020/21/22年管理费用率分别为5.5%/5.2%/5.2%。

图表 58: 公司销售费用构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 59: 公司管理费用构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

综上，我们预计公司2020/21/22年归母净利润分别为1.20/1.96/2.56亿元，分别同比-31.3%/+63.7%/+30.8%。

图表 60: 公司主要财务指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,755	1,997	1,925	2,417	2,875
增长率 YoY(%)	15.8	13.8	-3.6	25.5	19.0
归母净利润(百万元)	157	174	120	196	256
增长率 YoY(%)	31.5	10.5	-31.3	63.7	30.8
EPS(元)	0.39	0.43	0.30	0.49	0.64
净资产收益率(%)	32.3	26.3	15.3	20.7	22.0
P/E(倍)	42.4	38.4	54.6	33.4	25.5

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.2 估值分析

公司是以连锁门店为主要销售渠道的业态模式，主要增长逻辑为门店扩张并且仍处于成长阶段，适用于PEG估值方法。从行业赛道及连锁商业模式角度看，A股上市公司中可类比元祖股份、绝味食品、煌上煌、巴比食品等连锁业态公司。

公司2019-22年归母净利润CAGR为15.1%，与巴比食品较为接近，略低于其他公司。考虑公司未来3年将在江苏、上海、福建地区加快直营门店开拓，新建常州、嘉兴产能，

业绩增速受到一定压制，2022年后公司规模优势将逐渐显现，网点加密、运营效率提升贡献业绩增长加速。公司当前市值对应2021/22年估值为34.1/25.2倍，处于行业中游水平，我们认为公司当前估值水平较为合理，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 61: 可比公司估值(截至 2021/3/12)

	市值 (亿元)	归母净利润增速				PE		
		2020E	2021E	2022E	2019-22E CAGR	2020E	2021E	2022E
新乳业	151.0	9.2%	0.4%	19.7%	37.2%	26.4%	51.8	37.7
元祖股份	40.4	18.7%	-2.4%	8.2%	11.7%	11.2%	15.1	13.5
桃李面包	311.4	25.1%	6.4%	29.5%	13.1%	17.8%	35.2	31.1
绝味食品	430.3	27.7%	25.1%	-1.9%	36.6%	17.2%	54.7	40.1
煌上煌	93.8	22.7%	27.5%	19.8%	26.3%	23.0%	35.5	28.1
巴比食品	77.6	27.4%	7.9%	-9.5%	42.9%	18.5%	55.4	38.8
一鸣食品	65.3	31.5%	10.5%	-31.3%	63.7%	35.6%	54.4	33.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

食品安全风险。新鲜乳品、烘焙食品具有频繁购买、快速消费特点，且公司产品以短保为主，如果在生产、运输或销售环节出现食品安全问题，将会对公司业绩造成不利影响。

奶源采购竞争与价格波动。生鲜乳是公司主要原材料，合作第三方采购占比较高，如果上游奶源竞争性采购加剧、合作加剧或者价格大幅波动，对公司盈利能力产生不利影响。

门店租金及人员成本上涨。公司通过“一鸣真鲜奶吧”连锁门店销售为主，如果未来门店租金、人员薪酬出现大幅度波动，将压缩门店渠道盈利空间。如果受到整体经济环境、行业竞争、产品开发、门店运营等因素共同影响，单店销售业绩或出现下滑。

跨区域扩张风险。公司主要营收来源于浙江，在推进业务区域扩张过程中，对公司市场开拓能力、项目质量管理、人力资源等方面要求更高，区域开拓过程中可能会对当地消费习惯、消费能力出现误判，存在区域扩张风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com