

一鸣食品 (605179)

证券研究报告

2021年04月18日

疫情下营收基本稳定，渠道和产能扩张加速抢占市场份额

公司2021年4月16日发布2020年年报，公司2020年实现营业总收入19.47亿元，同比减少2.50%；归母净利润1.32亿元，同比减少23.88%；扣非后归母净利润1.18亿元，同比减少26.31%；基本EPS 0.39元/股，同比减少23.53%；分季度来看，2020年Q1/Q2/Q3/Q4公司分别实现营收2.84亿元/5.15亿元/5.67亿元/5.81亿元，占全年营业收入比重分别为14.57%/26.44%/29.14%/29.84%；Q3/Q4营业收入同比+7.27%/5.86%，归母净利润同比+5.15%/-33.32%。

收入端：2020年实现营业收入19.47亿元，同比减少2.50%。**①分产品：**以乳品和烘焙食品为主要收入来源。2020年乳品、烘焙食品以及其他食品收入分别为10.34亿元/7.07亿元/0.71亿元，同比-2.30%/-0.23%/+2.58%。**②分地区：**深耕长三角，浙江省为主要收入来源，地域属性明显。2020年主要营业区域浙江、江苏、上海、福建分别实现收入16.06亿元/1.81亿元/0.18亿元/0.07亿元，同比-0.48%/-8.26%/+9.07%/-9.09%。

成本费用端：2020年公司整体毛利率为40.04%，同比+0.76pct，较为稳定。其中乳品、烘焙、其他食品毛利率分别为40.23%/41.79%/30.01%，同比变化-0.23pct/+1.70pct/+5.00pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为25.45%/5.38%/2.14%/-0.31%，同比+3.82pct/-0.03pct/+0.08pct/+0.09pct，其中销售费用率提高主要系直营店数量拓展加快、促销力度提高所致，在营销费用提高的同时销售收入和公司业绩得到有效保障。

盈利端：2020年实现归母净利润1.32亿元，同比-23.88%；扣非后归母净利润1.18亿元，同比-26.31%，主要系疫情影响下一季度营收大幅下降、固定费用支出增加、门店数量及人员规模扩张所致。

终端销售“奶吧渠道+非门店渠道+线上渠道”三管齐下。奶吧门店以直营和加盟相结合，在门店扩张方面，公司2020年净增门店157家，其中直营门店新增149家，加盟门店新增8家，截至2020年12月31日，公司共建立1763家奶吧门店，其中直营门店519家、加盟门店1244家；非门店渠道业务以目标到人到店的方式提升单店销量并抢占市场份额；推出微信小程序以提升线上销售额。**积极落实江苏一鸣食品生产基地项目以支撑产能扩张。**与平阳工业园形成互补协同，提升整体供应链水平，以两个生产基地半径600公里内，除了江浙沪之外，可达山东、安徽、河北、福建厦门甚至可到达北京天津。长期来看，公司在终端销售渠道拓展、产能扩张等方面的工作推进将进一步推动营收和业绩的提升。由于渠道调整、产能释放、开店速度不确定性的影响，我们将公司21-22年净利润预期从2.53/3.13亿元调整为2.29亿元/2.96亿元，对应PE为35X/27X，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，奶牛疫病风险，新冠疫情风险，质量控制风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,997.11	1,947.18	2,683.23	3,439.30	3,795.78
增长率(%)	13.80	(2.50)	37.80	28.18	10.36
EBITDA(百万元)	299.36	243.29	313.97	406.18	507.10
净利润(百万元)	173.99	132.44	229.12	296.27	377.44
增长率(%)	10.51	(23.88)	73.00	29.31	27.40
EPS(元/股)	0.43	0.33	0.57	0.74	0.94
市盈率(P/E)	45.52	59.80	34.57	26.73	20.98
市净率(P/B)	11.98	6.14	5.22	4.36	3.61
市销率(P/S)	3.97	4.07	2.95	2.30	2.09
EV/EBITDA	0.00	27.26	22.23	17.54	12.31

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	19.75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)	7,919.75
流通A股市值(百万元)	1,204.75
每股净资产(元)	3.22
资产负债率(%)	46.58
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
lizhenji@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:竞拍土地建设扩产项目，满足市场开拓与产能需求》2021-01-21
- 《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

1. 公司公布 2020 年年度报告

公司 2020 年实现营业总收入 19.47 亿元，同比减少 2.50%；归母净利润 1.32 亿元，同比减少 23.88%；扣非后归母净利润 1.18 亿元，同比减少 26.31%；基本 EPS 0.39 元/股，同比减少 23.53%；分季度来看，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现营收 2.84 亿元/5.15 亿元/5.67 亿元/5.81 亿元，占全年营业收入比重分别为 14.57%/26.44%/29.14%/29.84%；Q3/Q4 营业收入同比+7.27%/5.86%，归母净利润同比+5.15%/-33.32%。

2. 2020 年年报点评

收入端：2020 年实现营业收入 19.47 亿元，同比减少 2.50%，与 2019 年相比保持基本稳定。分季度来看，受新冠疫情冲击，公司一季度营业收入和净利润水平较低，第二季度开始，公司以现有各销售渠道的恢复建设和门店拓展为抓手提高营业收入水平，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现营收 2.84 亿元/5.15 亿元/5.67 亿元/5.81 亿元，占全年营业收入比重分别为 14.57%/26.44%/29.14%/29.84%。

图 1：营业总收入基本稳定，同比下滑 2.50%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：营业总收入水平 Q1 较低，后三季度回升且稳定

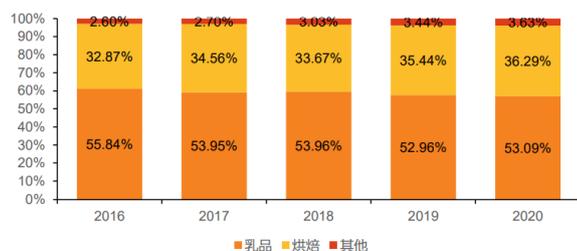


资料来源：Wind，天风证券研究所

分产品：公司门店聚焦于新鲜乳品和烘焙食品，更为着重产品类型的“精”，以乳品和烘焙食品为主要收入来源，但二者营收 2020 年均有一定下滑，其他食品营收有所提高。2020 年乳品、烘焙食品以及其他食品收入分别为 10.34 亿元/7.07 亿元/0.71 亿元，同比-2.30%/-0.23%/+2.58%。

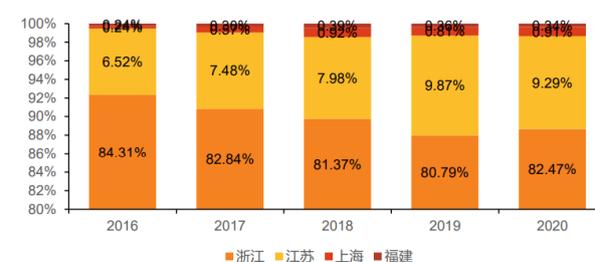
分地区：深耕长三角地区，且浙江省为主要收入来源，地域属性明显。2020 年主要营业区域浙江、江苏、上海、福建分别实现收入 16.06 亿元/1.81 亿元/0.18 亿元/0.07 亿元，同比-0.48%/-8.26%/+9.07%/-9.09%。

图 3：以乳品和烘焙食品为主要收入来源



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：浙江省为主要收入来源，地域属性明显

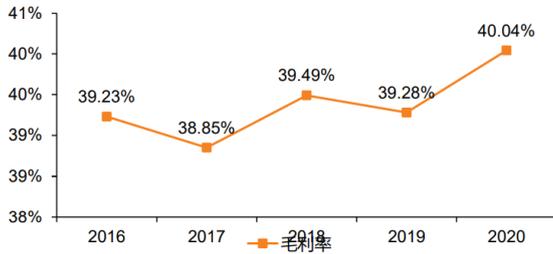


资料来源：Wind，天风证券研究所

成本费用端：2020 年公司整体毛利率为 40.04%，同比+0.76pct，较为稳定。其中乳品、烘焙、其他食品毛利率分别为 40.23%/41.79%/30.01%，同比变化-0.23pct/+1.70pct/+5.00pct。

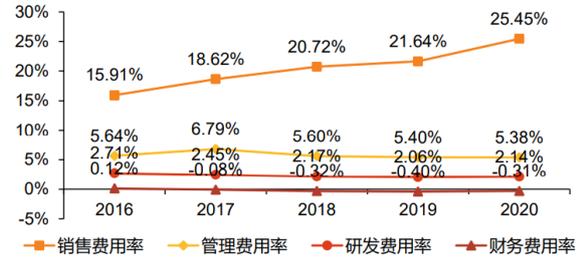
销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别为 25.45%/5.38%/2.14%/-0.31%，同比 +3.82pct/-0.03pct/+0.08pct/+0.09pct，其中销售费用率提高主要系 2020 年第三、四季度为了进一步消除前期疫情影响、加快恢复产品销售情况，公司加大了促销力度，增加了部分营销费用。

图 5：整体毛利率水平略有提高



资料来源：Wind，天风证券研究所

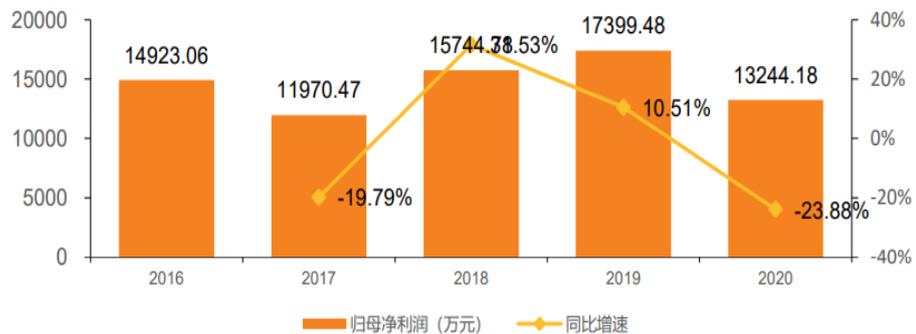
图 6：销售费用率提高相对明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

利润端：2020 年实现归母净利润 1.32 亿元，同比-23.88%；扣非后归母净利润 1.18 亿元，同比-26.31%，主要系疫情影响下一季度营收大幅下降、固定费用支出增加、门店数量及人员规模扩张所致。

图 7：公司 2020 年利润指标下滑严重



资料来源：Wind，天风证券研究所

终端销售“奶吧渠道+非门店渠道+线上渠道”三管齐下。奶吧门店以直营和加盟相结合，主抓大单品战略，且在门店扩张方面，公司 2020 年净增门店 157 家，其中直营门店新增 149 家，加盟门店新增 8 家，截至 2020 年 12 月 31 日，公司共建立 1763 家奶吧门店，其中直营门店 519 家、加盟门店 1244 家；非门店渠道业务按照区域成熟度采用不同策略，并以目标到人到店的方式提升单店销量并抢占竞品的市场份额；推出微信购物小程序“一鸣心选”、“社区团购快递到家”，线上销售渠道销售额迅速提升。**积极落实江苏一鸣食品生产基地项目以支撑产能扩张。**借助江苏一鸣食品生产基地设立，与平阳工业园形成互补协同，提升整体供应链水平，以两个生产基地半径 600 公里内，除了江浙沪之外，可达山东、安徽、河北、福建厦门甚至可到达北京天津。

3. 盈利预测

渠道和产能扩张加速抢占市场，公司具有长期投资价值。“奶吧+非门店+线上”三渠道同步扩张推动公司市场影响力和市场份额提高，产能扩张和辐射范围扩大有利于公司在长三角区域深耕的同时积极向其他省份加快布局，随着国内疫情逐步受到控制，公司未来业绩

值得期待。由于渠道调整、产能释放、开店速度不确定性的影响，我们将公司 21-22 年净利润预期从 2.53/3.13 亿元调整为 2.29 亿元/2.96 亿元，对应 PE 为 35X/27X，维持“买入”评级。

4. 风险提示

食品安全风险：乳品、烘焙食品作为家庭日常饮食类消费品，食品安全事件往往会对消费者的购买需求产生重大影响，若出现较为重大的食品安全事件，整体消费信心势必将会受到严重削弱，公司经营业绩也将会受到重大不利影响。

奶牛疫病风险：奶牛存在着一定程度的疫病和养殖风险，进而会影响正常产奶甚至经营，较大规模奶牛疫病的爆发将可能从奶源供应、成本上涨、资产减值、需求下降等方面，对公司的生产经营产生重大不利影响。

新冠疫情风险：2019 年末至 2020 年初，我国爆发新型冠状病毒疫情，对公司的日常经营、产品销售造成了不利影响。当前全球疫情发展形势依旧严峻，尚不可完全避免疫情对公司未来生产经营带来的影响。

质量控制风险：产品质量与食品安全对于乳品与烘焙食品行业及行业企业至关重要，食品生产与物流环节中，公司一旦发生管控意外，都可能会出现产品变质、食品安全问题，进而对公司的品牌声誉、公众形象及经营业绩产生重大不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	287.83	836.81	1,067.82	874.34	1,659.24
应收票据及应收账款	39.64	51.55	67.87	84.34	87.23
预付账款	11.17	16.64	11.85	27.93	18.24
存货	59.60	62.93	84.38	111.16	110.07
其他	73.92	116.67	70.77	123.67	97.12
流动资产合计	472.17	1,084.61	1,302.69	1,221.43	1,971.89
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	479.10	709.93	931.92	1,080.59	1,164.27
在建工程	296.72	447.22	388.33	293.00	205.80
无形资产	47.95	60.94	56.63	52.32	48.02
其他	94.68	111.91	77.45	74.36	74.45
非流动资产合计	918.45	1,330.01	1,454.33	1,500.27	1,492.54
资产总计	1,390.62	2,414.62	2,757.03	2,721.70	3,464.43
短期借款	56.05	178.15	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	176.70	199.92	262.98	339.04	346.06
其他	361.43	416.05	753.16	394.96	854.18
流动负债合计	594.18	794.11	1,016.14	734.01	1,200.24
长期借款	109.35	309.92	200.00	150.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.85	20.76	22.51	23.04	22.11
非流动负债合计	135.21	330.68	222.51	173.04	72.11
负债合计	729.39	1,124.79	1,238.65	907.05	1,272.35
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	340.00	401.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	25.82	461.44	461.44	461.44	461.44
留存收益	319.94	888.26	1,117.38	1,413.65	1,791.08
其他	(24.53)	(460.87)	(461.44)	(461.44)	(461.44)
股东权益合计	661.23	1,289.82	1,518.38	1,814.65	2,192.08
负债和股东权益总	1,390.62	2,414.62	2,757.03	2,721.70	3,464.43

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	173.99	132.44	229.12	296.27	377.44
折旧摊销	80.65	91.47	41.21	50.97	57.83
财务费用	3.03	6.38	(12.88)	(14.86)	(20.65)
投资损失	0.00	(0.12)	(0.23)	(0.23)	(0.15)
营运资金变动	(15.78)	210.38	455.63	(392.01)	498.39
其它	56.07	(230.28)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	297.96	210.27	712.85	(59.87)	912.86
资本支出	388.35	475.30	198.24	99.47	50.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(838.19)	(971.89)	(398.01)	(199.24)	(100.79)
投资活动现金流	(449.83)	(496.58)	(199.77)	(99.77)	(49.85)
债权融资	166.79	498.23	203.85	155.13	56.38
股权融资	7.82	501.89	12.31	14.86	20.65
其他	(45.92)	(184.47)	(498.23)	(203.85)	(155.13)
筹资活动现金流	128.69	815.65	(282.07)	(33.85)	(78.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(23.18)	529.34	231.01	(193.49)	784.91

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,997.11	1,947.18	2,683.23	3,439.30	3,795.78
营业成本	1,212.65	1,167.54	1,601.02	2,050.13	2,270.18
营业税金及附加	13.16	12.68	17.48	22.40	24.73
营业费用	432.11	495.61	584.95	746.33	759.16
管理费用	107.89	104.73	147.58	189.16	208.77
研发费用	41.20	41.62	59.03	75.66	83.51
财务费用	(8.08)	(5.99)	(12.88)	(14.86)	(20.65)
资产减值损失	(0.70)	(0.68)	0.66	0.64	0.32
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	0.12	0.23	0.23	0.15
其他	(21.31)	(38.76)	(0.47)	(0.47)	(0.30)
营业利润	220.19	170.29	285.64	370.07	469.92
营业外收入	1.73	2.42	2.81	1.70	1.90
营业外支出	9.50	23.67	8.73	10.07	11.04
利润总额	212.41	149.04	279.71	361.69	460.78
所得税	38.42	16.60	50.59	65.42	83.34
净利润	173.99	132.44	229.12	296.27	377.44
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	173.99	132.44	229.12	296.27	377.44
每股收益(元)	0.43	0.33	0.57	0.74	0.94

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	13.80%	-2.50%	37.80%	28.18%	10.36%
营业利润	13.03%	-22.66%	67.74%	29.56%	26.98%
归属于母公司净利润	10.51%	-23.88%	73.00%	29.31%	27.40%
获利能力					
毛利率	39.28%	40.04%	40.33%	40.39%	40.19%
净利率	8.71%	6.80%	8.54%	8.61%	9.94%
ROE	26.31%	10.27%	15.09%	16.33%	17.22%
ROIC	130.42%	32.77%	26.62%	50.43%	36.04%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52.45%	46.58%	44.93%	33.33%	36.73%
净负债率	-18.31%	-26.25%	-56.90%	-39.63%	-73.12%
流动比率	0.79	1.37	1.28	1.66	1.64
速动比率	0.69	1.29	1.20	1.51	1.55
营运能力					
应收账款周转率	48.28	42.70	44.94	45.19	44.25
存货周转率	36.94	31.78	36.43	35.18	34.32
总资产周转率	1.66	1.02	1.04	1.26	1.23
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.33	0.57	0.74	0.94
每股经营现金流	0.74	0.52	1.78	-0.15	2.28
每股净资产	1.65	3.22	3.79	4.53	5.47
估值比率					
市盈率	45.52	59.80	34.57	26.73	20.98
市净率	11.98	6.14	5.22	4.36	3.61
EV/EBITDA	0.00	27.26	22.23	17.54	12.31
EV/EBIT	0.00	39.61	25.58	20.06	13.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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