

# 一鸣食品 (605179)

证券研究报告

2021年05月02日

## 营收同比增长 73.55%，深耕长三角加速布局

公司 21 年一季度实现营业收入 4.93 亿元，同比增长 73.55%；归母净利润 0.10 亿元，同比增长 203.24%；扣非后归母净利润 0.09 亿元，同比增长 170.81%；基本 EPS0.03 元/股，同比增长 200.00%

**收入端：逐渐走出疫情阴霾，深耕长三角多渠道发力，加速直营店布局，同步吸引加盟店。**分季度来看，20Q1/ 20Q2/ 20Q3/ 20Q4/ 21Q1 分别实现营收 2.84 亿元/ 5.15 亿元/ 5.67 亿元/ 5.81 亿元/ 4.93 亿元，20Q3/ 20Q4/ 21Q1 营收同比+7.27%/ +5.86%/ +73.55%。①分地区，21Q1 主要营业区域浙江/ 江苏/ 上海/ 福建/ 线上销售分别实现收入 4.01 亿元/ 0.47 亿元/ 0.05 亿元 / 0.02 亿元 / 0.06 亿元，同比增长 72.69%/84.42%/111.44%/156.31%/1431.25%。②分经营业态，加盟门店/ 直营门店/ 经销渠道/ 直销渠道/ 网络渠道分别实现收入 2.07 亿元/ 1.19 亿元/ 0.78 亿元/ 0.50 亿元/ 0.06 亿元，同比增长 36.55%/ 88.91%/ 218.86%/ 134.14%/ 1431.25%。③门店扩张方面，一季度末，公司共有 1776 家奶吧门店（直营 522 家，加盟 1254 家），净增门店 13 家（直营 3 家，加盟 10 家），已签约门店 60 家将于 Q2 开业（直营 46 家，加盟 14 家）。

**成本端：**整体毛利率为 36.92%，同比+4.86pct。加盟门店/ 直营门店/ 经销渠道/ 直销渠道/ 网络渠道毛利率分别为 30.33%/ 59.09%/ 29.49%/ 39.37%/ 42.38%，同比变化+0.38pct/+1.24pct/-2.51pct/-1.21pct/-6.12pct。浙江/ 江苏/ 福建/ 上海/ 线上毛利率分别为 37.21%/ 48.06%/ 62.51%/ 61.33%/ 42.38%，同比变化+0.51pct/+3.05pct/+3.44pct/+5.63pct/-6.12pct。

**费用端：**销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.57%/ 6.90%/ 1.85%/ -0.36%，同比-3.99pct/+1.29pct/-1.57pct/-0.22pct，管理费用率的增加主要系社保费用的恢复正常、管理人员的增加及签定长期法律服务费等增加。

**利润端：**归母净利率为 2.04%，同比+5.47pct。分季度，20Q1/ 20Q2/ 20Q3/ 20Q4/ 21Q1 分别实现归母净利润0.10 亿元/ 0.67 亿元/ 0.41 亿元/ 0.34 亿元 / 0.10 亿元；归母净利率分别为-3.43%/ 13.08%/ 7.28%/ 5.77%/ 2.04%。

**渠道和产能扩张加速抢占市场，公司具有长期投资价值。**长三角直营店、加盟店加速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，常州生产基地的设立将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。预计公司 21-22 年净利润为 2.29 亿元/ 2.96 亿元，对应 PE 为 30X/ 23X，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

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)	39.55	51.96	30.03	23.23	18.23
市净率(P/B)	10.41	5.33	4.53	3.79	3.14
市销率(P/S)	3.45	3.53	2.56	2.00	1.81
EV/EBITDA	0.00	27.26	18.92	14.99	10.26

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	17.16 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)	6,881.16
流通 A 股市值(百万元)	1,046.76
每股净资产(元)	3.24
资产负债率(%)	45.65
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-年报点评报告:疫情下营收基本稳定，渠道和产能扩张加速抢占市场份额》 2021-04-18
- 《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

## 1. 公司发布 2021 年一季报

公司 2021 年 4 月 29 日公布 2021 年一季报。公司 21 年一季度实现营业收入 4.93 亿元，同比增长 73.55%；归母净利润 0.10 亿元，同比增长 203.24%；扣非后归母净利润 0.09 亿元，同比增长 170.81%；基本 EPS0.03 元/股，同比增长 200.00%

## 2. 2021 年一季报点评

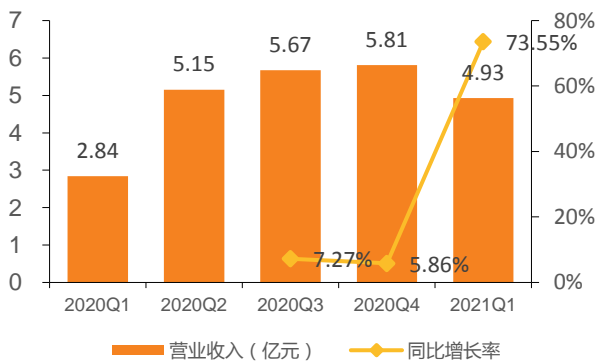
**收入端：逐渐走出疫情阴霾，深耕长三角多渠道发力，加速直营店布局，同步吸引加盟店。**分季度来看，20Q1/ 20Q2/ 20Q3/ 20Q4/ 21Q1 分别实现营收 2.84 亿元/ 5.15 亿元/ 5.67 亿元/ 5.81 亿元/ 4.93 亿元，20Q3/ 20Q4/ 21Q1 营收同比+7.27%/ +5.86%/ +73.55%。

①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。21Q1 主要营业区域浙江/ 江苏/ 上海/ 福建/ 线上销售分别实现收入 4.01 亿元/ 0.47 亿元/ 0.05 亿元/ 0.02 亿元/ 0.06 亿元，同比增长 72.69%/84.42%/111.44%/156.31%/1431.25%，占比分别为 86.99%/10.16%/1.02%/0.46%/1.37%。

②分经营业态，门店仍为营收主要来源，网络和经销直销渠道增长迅速。加盟门店/ 直营门店/ 经销渠道/ 直销渠道/ 网络渠道分别实现收入 2.07 亿元/ 1.19 亿元/ 0.78 亿元/ 0.50 亿元/ 0.06 亿元，同比增长 36.55%/ 88.91%/ 218.86%/ 134.14%/ 1431.25%，占比分别为 44.94%/ 25.76%/ 17.02%/ 10.91%/ 1.37%。

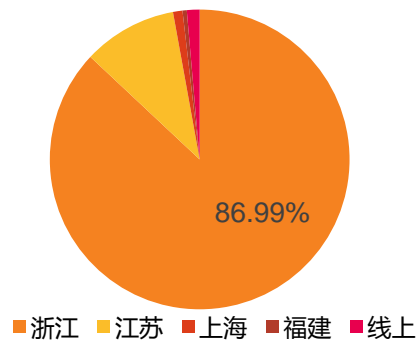
③门店扩张方面，一季度末，公司共有 1776 家奶吧门店（直营 522 家，加盟 1254 家），新开门店 38 家（直营 20 家、加盟 18 家），关闭门店 25 家（直营 17 家，加盟 8 家），净增门店 13 家（直营 3 家，加盟 10 家），已签约门店 60 家将于 Q2 开业（直营 46 家，加盟 14 家）。分省市来看，浙江共有 1460 家（直营 305 家，加盟 1155 家），江苏共有 265 家（直营 177 家，加盟 88 家），福建共有 25 家（直营 19 家，加盟 6 家），上海共有 26 家（直营 21 家，加盟 5 家），浙江/ 江苏/ 福建/ 上海门店占比分别为 82.21%/ 14.92%/ 1.41%/ 1.46%

图 1：营收逐渐走出疫情阴霾，21Q1 同比增长 73.55%



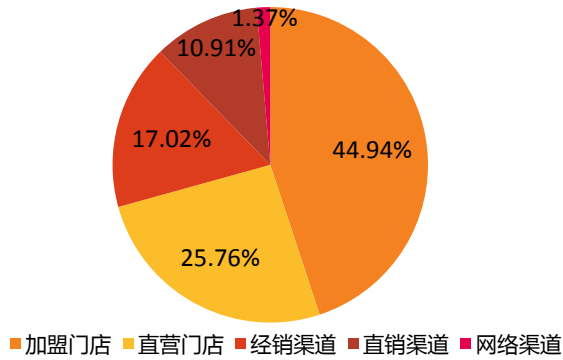
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：分地区营收情况



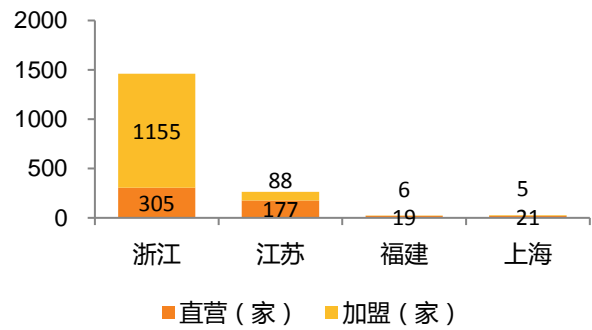
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：分渠道营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

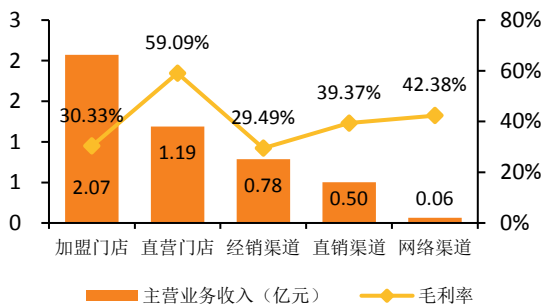
图 4：浙江门店最多且加盟占比最高，其他地区直营占比高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

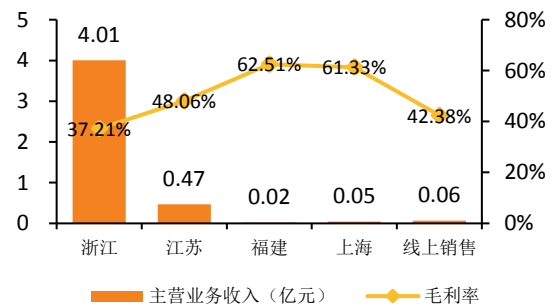
**成本端：**整体毛利率为 36.92%，同比+4.86pct。加盟门店/ 直营门店/ 经销渠道/ 直销渠道/ 网络渠道毛利率分别为 30.33%/ 59.09%/ 29.49%/ 39.37%/ 42.38%，同比变化+0.38pct/+1.24pct/ -2.51pct/ -1.21pct/ -6.12pct。浙江/ 江苏/ 福建/ 上海/ 线上毛利率分别为 37.21%/ 48.06%/ 62.51%/ 61.33%/ 42.38%，同比变化+0.51pct/+3.05pct/+3.44pct/+5.63pct/-6.12pct。

图 5：直营门店毛利率最高，其他渠道相对较低



资料来源：公司公告，天风证券研究所

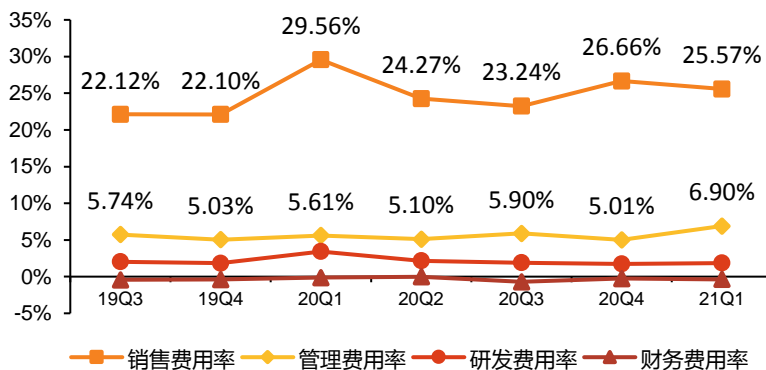
图 6：浙江毛利率最低，福建上海较高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**费用端：**销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.57%/ 6.90%/ 1.85%/ -0.36%，同比-3.99pct/+1.29pct/ -1.57pct/ -0.22pct，管理费用率的增加主要系社保费用的恢复正常、管理人员的增加及签定长期法律服务费等增加。

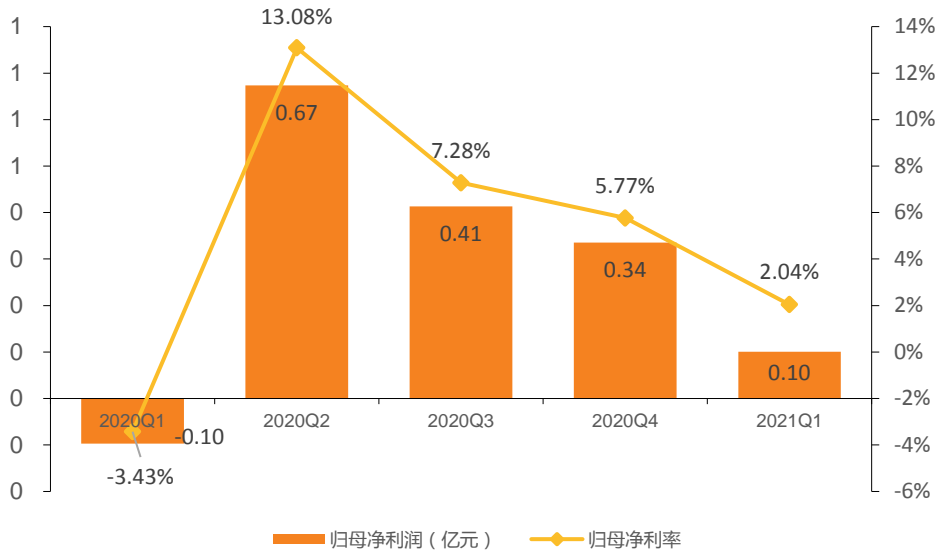
图 7：销售费用率同比降低，管理费用率同比提高



资料来源：Wind，天风证券研究所

**利润端：**归母净利率为 2.04%，同比+5.47pct。分季度，20Q1/ 20Q2/ 20Q3/ 20Q4/ 21Q1 分别实现归母净利润-0.10 亿元/ 0.67 亿元/ 0.41 亿元/ 0.34 亿元/ 0.10 亿元；归母净利率分别为-3.43%/ 13.08%/ 7.28%/ 5.77%/ 2.04%。

图 8： 21Q1 净利润同比上升，归母净利率为 2.04%



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”持续成长**，直营店推动公司树立市场影响力，加盟店加速扩张促进市场份额提高，推出微信购物小程序“一鸣心选”、“社区团购快递到家”，线上销售渠道成长迅速，公司产品加速布局长三角；**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，常州生产基地的设立将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。**从产业链、产品到销售共同驱动提升公司心智份额，多渠道并进加速占领市场，公司未来业绩值得期待。预计公司 21-22 年净利润为 2.29 亿元/ 2.96 亿元，对应 PE 为 30X/ 23X，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。

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>472.17</b>	<b>1,084.61</b>	<b>1,302.69</b>	<b>1,221.43</b>	<b>1,971.89</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>918.45</b>	<b>1,330.01</b>	<b>1,454.33</b>	<b>1,500.27</b>	<b>1,492.54</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,390.62</b>	<b>2,414.62</b>	<b>2,757.03</b>	<b>2,721.70</b>	<b>3,464.43</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>594.18</b>	<b>794.11</b>	<b>1,016.14</b>	<b>734.01</b>	<b>1,200.24</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>135.21</b>	<b>330.68</b>	<b>222.51</b>	<b>173.04</b>	<b>72.11</b>
<b>负债合计</b>	<b>729.39</b>	<b>1,124.79</b>	<b>1,238.65</b>	<b>907.05</b>	<b>1,272.35</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>661.23</b>	<b>1,289.82</b>	<b>1,518.38</b>	<b>1,814.65</b>	<b>2,192.08</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,390.62</b>	<b>2,414.62</b>	<b>2,757.03</b>	<b>2,721.70</b>	<b>3,464.43</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>297.96</b>	<b>210.27</b>	<b>712.85</b>	<b>(59.87)</b>	<b>912.86</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(449.83)</b>	<b>(496.58)</b>	<b>(199.77)</b>	<b>(99.77)</b>	<b>(49.85)</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>128.69</b>	<b>815.65</b>	<b>(282.07)</b>	<b>(33.85)</b>	<b>(78.10)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(23.18)</b>	<b>529.34</b>	<b>231.01</b>	<b>(193.49)</b>	<b>784.91</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,997.11</b>	<b>1,947.18</b>	<b>2,683.23</b>	<b>3,439.30</b>	<b>3,795.78</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>220.19</b>	<b>170.29</b>	<b>285.64</b>	<b>370.07</b>	<b>469.92</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>212.41</b>	<b>149.04</b>	<b>279.71</b>	<b>361.69</b>	<b>460.78</b>
所得税	38.42	16.60	50.59	65.42	83.34
<b>净利润</b>	<b>173.99</b>	<b>132.44</b>	<b>229.12</b>	<b>296.27</b>	<b>377.44</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>173.99</b>	<b>132.44</b>	<b>229.12</b>	<b>296.27</b>	<b>377.44</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	39.55	51.96	30.03	23.23	18.23
市净率	10.41	5.33	4.53	3.79	3.14
EV/EBITDA	0.00	27.26	18.92	14.99	10.26
EV/EBIT	0.00	39.61	21.78	17.14	11.58



### 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