

一鸣食品 (605179)

证券研究报告

2021年09月06日

持续推进扩店战略，拓宽渠道满足多远场景，提升供应链响应终端需求

公司 21H1 实现营收 11.01 亿元，同比上升 37.83%；归母净利润 0.60 亿元，同比上升 4.15%；扣非归母净利润 0.47 亿元，同比上升 1.07%。主要原因系本年度各渠道在新区域持续拓展，直营门店增加所致。

收入端：21H1 实现营收 11.01 亿元，同比上升 37.83%，其中 Q1/ Q2 分别实现收入 4.93 亿元/ 6.08 亿元，同比+73.59%/ +18.06%。①分地区来看，浙江省外地区占比提升。21H1 浙江省/ 江苏省/ 上海市/ 福建省的收入分别为 8.61 亿元/ 1.10 亿元/ 0.11 亿元/ 0.04 亿元，收入占比 78.22%/ 9.99%/ 1.00%/ 0.36%。②分业态来看，多渠道发展初见成效。21H1 直营门店/ 加盟门店/ 经销渠道/ 直销渠道/ 网络渠道分别实现收入 2.63 亿元/ 4.53 亿元/ 1.54 亿元/ 1.17 亿元/ 0.12 亿元，同比分别+49.89%/ +14.05%/ +63.70%/ +79.78%/ +119.18%。

门店端：21H1 浙江省、江苏省、福建省、上海市的门店数量分别为 1495 家、277 家、26 家、21 家，21H1 总计门店数为 1819 家，较 20 年底增加 56 家，其中直营门店增加 37 家，加盟门店增加 19 家。

成本费用端：成本上涨 Q2 毛利率有所下降，疫情好转期间费用明显下降。①21H1 毛利率为 33.82%，同比下降 6.55pct。分季度来看，21Q1/ Q2 毛利率分别为 36.92%/ 31.31%，同比+4.86pct/ -13.64pct。②21H1 期间费用率为 28.51%，同比下降 5.46pct。其中，销售费用率为 22.35%，同比下降 3.80pct，主要系新会计准则及渠道、门店数量增加影响；管理费用率(含研发费用)为 6.45%，同比下降 1.43pct；财务费用率为-0.29%，同比下降 0.23pct；研发费用率为 1.92%，同比-0.68pct。

利润端：Q2 盈利能力下降。分季度看，21Q1/ Q2 归母净利润 0.10 亿元/ 0.50 亿元，同比+203.24%/ -25.81%。扣非归母净利润 0.09 亿元/ 0.38 亿元，同比+170.81%/ -18.34%。21H1 公司净利率为 5.45%，较去年同期下降 1.77pct，其中 21Q1/ Q2 分别为 2.04%/ 8.22%，同比+5.47pct/ -4.86pct。

一鸣食品开创奶吧模式，专注乳品及烘焙产品，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。一鸣线下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，看好业绩进一步增长。预计 21-23 年净利润为 2.3 亿元/ 2.9 亿元/ 3.7 亿元，对应 PE 为 26X/ 20X/ 16X，建议关注。

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	228.75	294.87	374.29
增长率(%)	10.51	(23.88)	72.72	28.91	26.93
EPS(元/股)	0.43	0.33	0.57	0.74	0.93
市盈率(P/E)	34.69	45.57	26.38	20.47	16.12
市净率(P/B)	9.13	4.68	4.12	3.62	3.20
市销率(P/S)	3.02	3.10	2.25	1.75	1.59
EV/EBITDA	0.00	27.26	16.39	13.26	9.19

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	14.84 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)	5,950.84
流通 A 股市值(百万元)	905.24
每股净资产(元)	3.14
资产负债率(%)	48.38
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

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

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

股价走势



资料来源：贝格数据

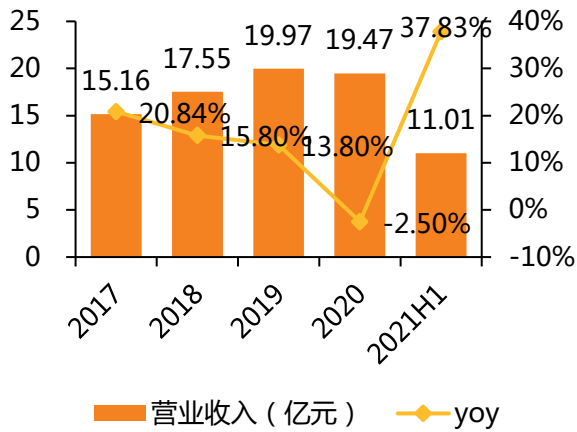
相关报告

- 《一鸣食品-季报点评:营收同比增长 73.55%，深耕长三角加速布局》 2021-05-02
- 《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

1. 公司发布 2021 中期业绩报告

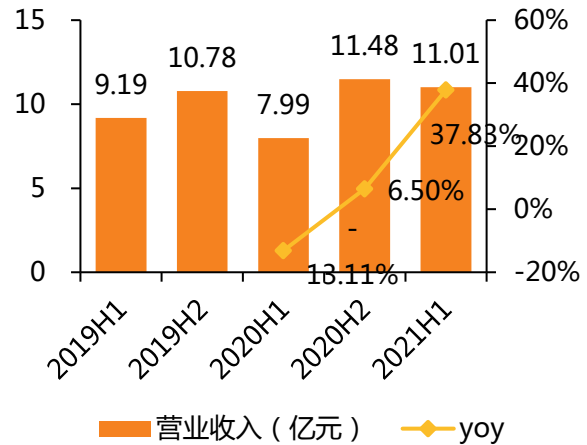
21H1 实现营收 11.01 亿元，同比上升 37.83%；归母净利润 0.60 亿元，同比上升 4.15%；扣非归母净利润 0.47 亿元，同比上升 1.07%。主要原因系本年度各渠道在新区域持续拓展，直营门店增加所致。

图 1：21H1 营收同比增长明显



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：半年度营收情况



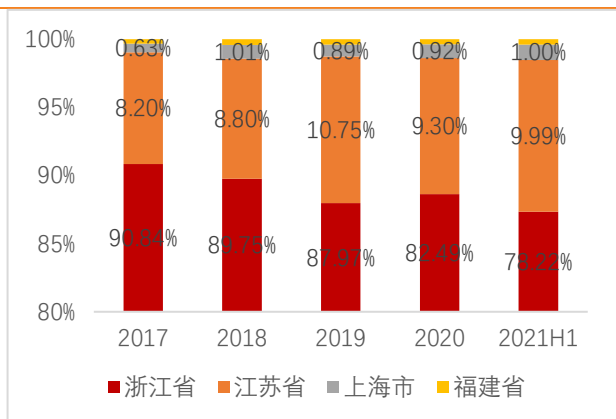
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 公司发布 2021 中期业绩报告

收入端：21H1 实现营收 11.01 亿元，同比上升 37.83%，其中 Q1/ Q2 分别实现收入 4.93 亿元/ 6.08 亿元，同比+73.59%/ +18.06%。

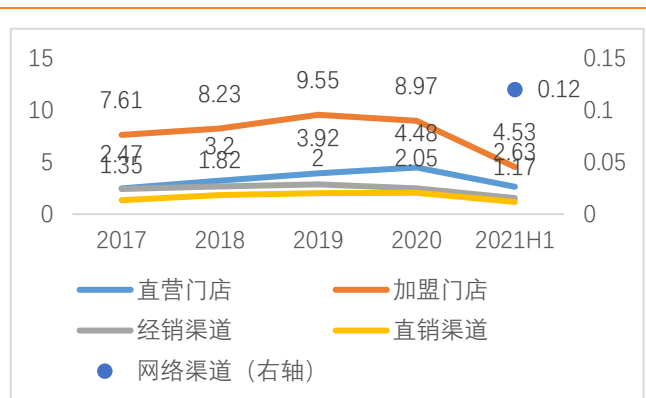
①分地区来看，浙江省外地区占比提升。21H1 浙江省/ 江苏省/ 上海市/ 福建省的收入分别为 8.61 亿元/ 1.10 亿元/ 0.11 亿元/ 0.04 亿元，同比+31.94%/ +54.83%/ +92.38%/ +102.17%，收入占比 78.22%/ 9.99%/ 1.00%/ 0.36%，相较 20 年同期-11.04pct/ +0.33pct/ +0.22pct/ +0.06pct。②分业态来看，多渠道发展初见成效。21H1 直营门店/ 加盟门店/ 经销渠道/ 直销渠道/ 网络渠道分别实现收入 2.63 亿元/ 4.53 亿元/ 1.54 亿元/ 1.17 亿元/ 0.12 亿元，同比分别+49.89%/ +14.05%/ +63.70%/ +79.78%/ +119.18%。

图 3：浙江省外收入占比逐步提高



资料来源：wind，天风证券研究所

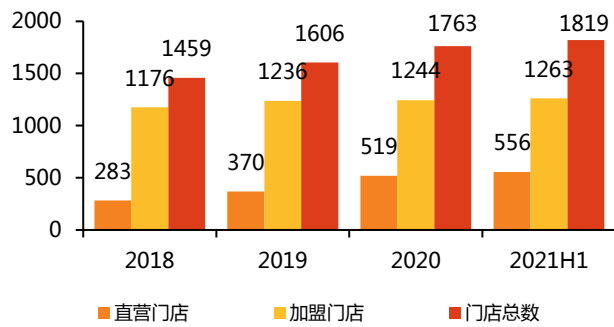
图 4：多渠道收入（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

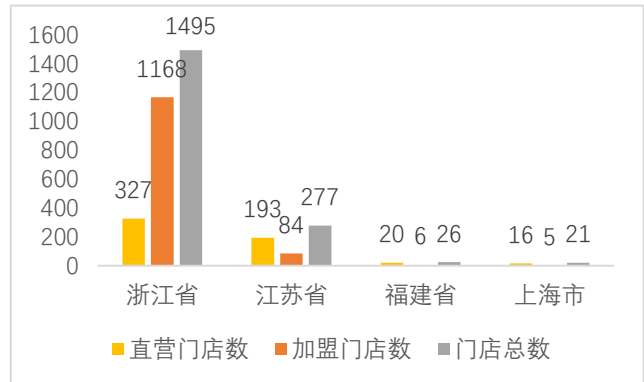
门店端：21H1 浙江省、江苏省、福建省、上海市的门店数量分别为 1495 家（327 家直营、1168 家加盟）、277 家（193 家直营、84 家加盟）、26 家（20 家直营、6 家加盟）、21 家（16 家直营、5 家加盟），21H1 总计门店数为 1819 家（直营店 556 家，加盟店 1263 家），较 20 年底增加 56 家，其中直营门店增加 37 家，加盟门店增加 19 家。

图 5：21H1 比 20 年增加 59 家门店



资料来源：wind，天风证券研究所

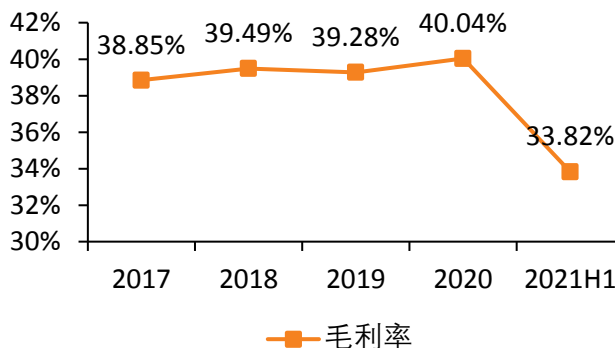
图 6：浙江省门店数最多



资料来源：wind，天风证券研究所

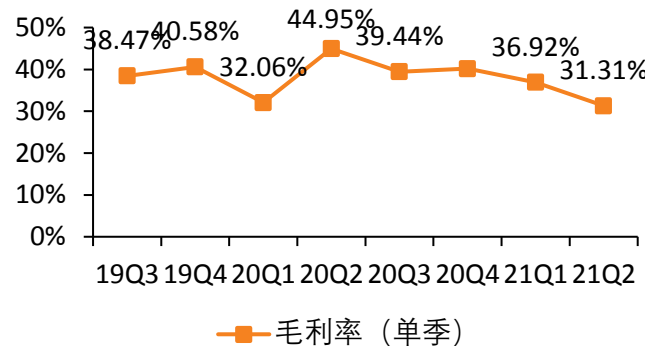
成本费用端：成本上涨 Q2 毛利率有所下降，疫情好转期间费用明显下降。①21H1 毛利率为 33.82%，同比下降 6.55pct，较 19 年同期下降 5.15pct。分季度来看，21Q1/ Q2 毛利率分别为 36.92%/ 31.31%，同比+4.86pct/ -13.64pct。②21H1 期间费用率为 28.51%，同比下降 5.46pct，较 19 年同期上涨 0.18pct。其中，销售费用率为 22.35%，同比下降 3.80pct，较 19 年同期上升 1.27pct，主要系新会计准则及渠道、门店数量增加影响；管理费用率（含研发费用）为 6.45%，同比下降 1.43pct，较 19 年同期下降 1.2pct；财务费用率为 -0.29%，同比下降 0.23pct，较 19 年同期上升 0.11pct；研发费用率为 1.92%，同比 -0.68pct，较 19 年同期下降 0.30pct。

图 7：毛利率有所下降



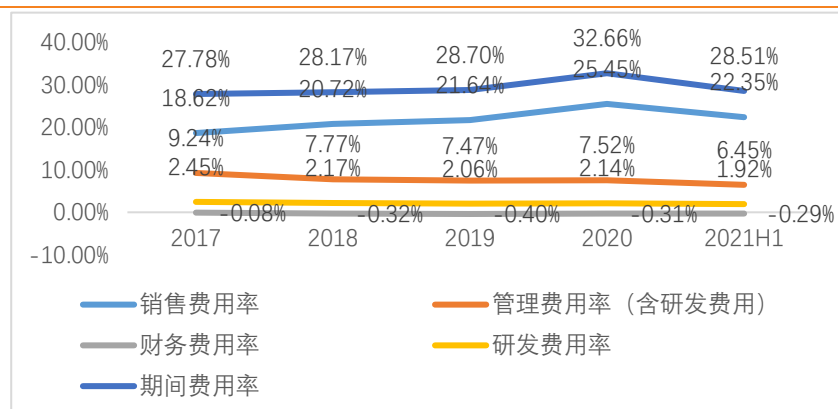
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：分季毛利率有下降趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

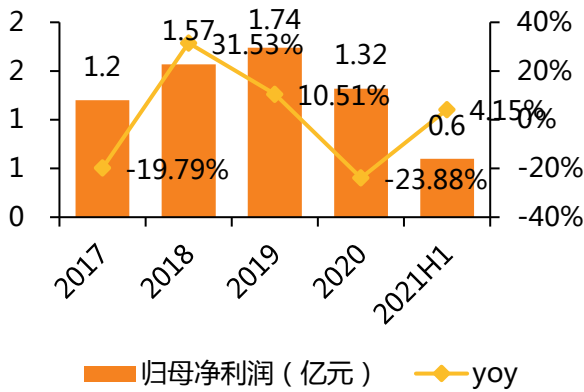
图 9：期间费用率下降明显



资料来源：wind，天风证券研究所

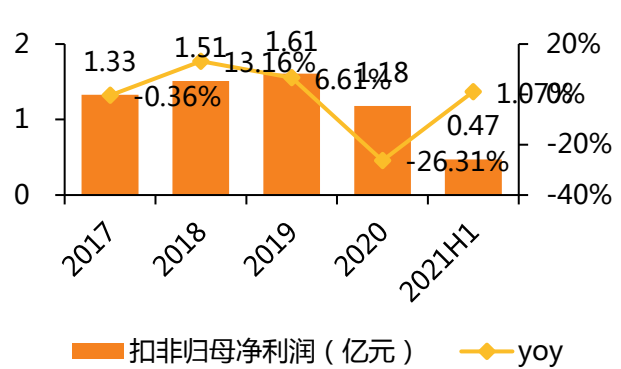
利润端：Q2 盈利能力下降。分季度看，21Q1/ Q2 归母净利润 0.10 亿元/ 0.50 亿元，同比 +203.24%/ -25.81%。扣非归母净利润 0.09 亿元/ 0.38 亿元，同比+170.81%/ -18.34%。21H1 公司净利率为 5.45%，较去年同期下降 1.77pct，较 19 年同期下降 3.74pct，其中 21Q1/ Q2 分别为 2.04%/ 8.22%，同比+5.47pct/ -4.86pct。

图 10：归母净利润同比增长



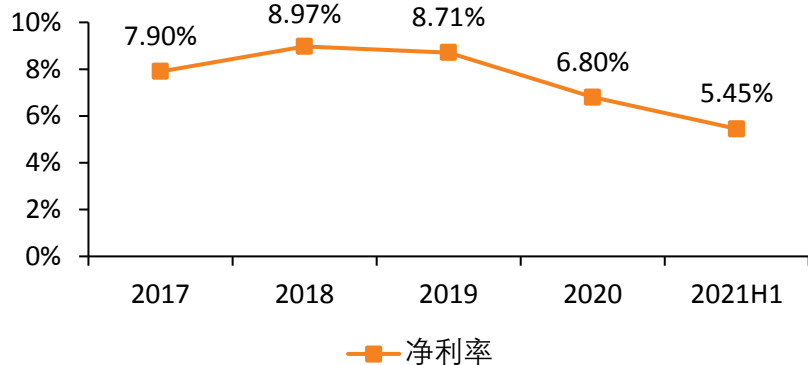
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：扣非归母净利润有所增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：净利率呈现下降趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 盈利预测

一鸣食品开创奶吧模式，专注乳品及烘焙产品，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。一鸣线下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，看好业绩进一步增长。预计 21-23 年净利润为 2.3 亿元/ 2.9 亿元/3.7 亿元，对应 PE 为 26X/ 20X/16X，建议关注。

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：2020年末至2021年初，新型冠状病毒疫情反复，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	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	287.83	836.81	1,014.35	728.20	1,355.51	营业收入	1,997.11	1,947.18	2,683.23	3,439.30	3,795.78
应收票据及应收账款	39.64	51.55	67.87	84.34	87.23	营业成本	1,212.65	1,167.54	1,601.02	2,050.13	2,270.18
预付账款	11.17	16.64	11.85	27.93	18.24	营业税金及附加	13.16	12.68	17.48	22.40	24.73
存货	59.60	62.93	84.38	111.16	110.07	营业费用	432.11	495.61	584.95	746.33	759.16
其他	73.92	116.67	70.77	123.67	97.12	管理费用	107.89	104.73	147.58	189.16	208.77
流动资产合计	472.17	1,084.61	1,249.22	1,075.29	1,668.15	研发费用	41.20	41.62	59.03	75.66	83.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(8.08)	(5.99)	(12.42)	(13.16)	(16.81)
固定资产	479.10	709.93	931.92	1,080.59	1,164.27	资产减值损失	(0.70)	(0.68)	0.66	0.64	0.32
在建工程	296.72	447.22	388.33	293.00	205.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	47.95	60.94	56.63	52.32	48.02	投资净收益	0.00	0.12	0.23	0.23	0.15
其他	94.68	111.91	77.45	74.36	74.45	其他	(21.31)	(38.76)	(0.47)	(0.47)	(0.30)
非流动资产合计	918.45	1,330.01	1,454.33	1,500.27	1,492.54	营业利润	220.19	170.29	285.19	368.36	466.08
资产总计	1,390.62	2,414.62	2,703.56	2,575.56	3,160.69	营业外收入	1.73	2.42	2.81	1.70	1.90
短期借款	56.05	178.15	0.00	0.00	0.00	营业外支出	9.50	23.67	8.73	10.07	11.04
应付票据及应付账款	176.70	199.92	262.98	339.04	346.06	利润总额	212.41	149.04	279.26	359.99	456.94
其他	361.43	416.05	753.16	394.96	854.18	所得税	38.42	16.60	50.51	65.11	82.65
流动负债合计	594.18	794.11	1,016.14	734.01	1,200.24	净利润	173.99	132.44	228.75	294.87	374.29
长期借款	109.35	309.92	200.00	150.00	50.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	173.99	132.44	228.75	294.87	374.29
其他	25.85	20.76	22.51	23.04	22.11	每股收益(元)	0.43	0.33	0.57	0.74	0.93
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	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	340.00	401.00	401.00	401.00	401.00	营业收入	13.80%	-2.50%	37.80%	28.18%	10.36%
资本公积	25.82	461.44	461.44	461.44	461.44	营业利润	13.03%	-22.66%	67.47%	29.17%	26.53%
留存收益	319.94	888.26	1,063.90	1,267.51	1,487.34	归属于母公司净利润	10.51%	-23.88%	72.72%	28.91%	26.93%
其他	(24.53)	(460.87)	(461.44)	(461.44)	(461.44)	获利能力					
股东权益合计	661.23	1,289.82	1,464.90	1,668.51	1,888.34	毛利率	39.28%	40.04%	40.33%	40.39%	40.19%
负债和股东权益总计	1,390.62	2,414.62	2,703.56	2,575.56	3,160.69	净利率	8.71%	6.80%	8.53%	8.57%	9.86%
						ROE	26.31%	10.27%	15.62%	17.67%	19.82%
						ROIC	130.42%	32.77%	26.62%	50.43%	36.04%
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	173.99	132.44	228.75	294.87	374.29	资产负债率	52.45%	46.58%	45.82%	35.22%	40.26%
折旧摊销	80.65	91.47	41.21	50.97	57.83	净负债率	-18.31%	-26.25%	-55.33%	-34.35%	-68.80%
财务费用	3.03	6.38	(12.42)	(13.16)	(16.81)	流动比率	0.79	1.37	1.23	1.46	1.39
投资损失	0.00	(0.12)	(0.23)	(0.23)	(0.15)	速动比率	0.69	1.29	1.15	1.31	1.30
营运资金变动	(15.78)	210.38	455.63	(392.01)	498.39	营运能力					
其它	56.07	(230.28)	(0.00)	0.00	0.00	应收账款周转率	48.28	42.70	44.94	45.19	44.25
经营活动现金流	297.96	210.27	712.93	(59.56)	913.55	存货周转率	36.94	31.78	36.43	35.18	34.32
资本支出	388.35	475.30	198.24	99.47	50.94	总资产周转率	1.66	1.02	1.05	1.30	1.32
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(838.19)	(971.89)	(398.01)	(199.24)	(100.79)	每股收益	0.43	0.33	0.57	0.74	0.93
投资活动现金流	(449.83)	(496.58)	(199.77)	(99.77)	(49.85)	每股经营现金流	0.74	0.52	1.78	-0.15	2.28
债权融资	166.79	498.23	203.85	155.13	56.38	每股净资产	1.65	3.22	3.65	4.16	4.71
股权融资	7.82	501.89	11.86	13.16	16.81	估值比率					
其他	(45.92)	(184.47)	(551.33)	(295.11)	(309.59)	市盈率	34.69	45.57	26.38	20.47	16.12
筹资活动现金流	128.69	815.65	(335.63)	(126.82)	(236.40)	市净率	9.13	4.68	4.12	3.62	3.20
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	0.00	27.26	16.39	13.26	9.19
现金净增加额	(23.18)	529.34	177.54	(286.15)	627.30	EV/EBIT	0.00	39.61	18.87	15.17	10.38

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