

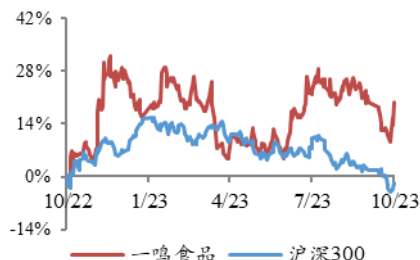
## 改善明显，长远可期

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-10-30

收盘价（元）	11.91
近 12 个月最高/最低（元）	13.13/9.68
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	61
流通股比例（%）	15.21
总市值（亿元）	48
流通市值（亿元）	7

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 23H1 实现恢复性增长，未来以加盟模式为主

公司于 2020 年上市，消费场景受损严重，2021 以及 2022 年公司多项举措并行，实现营收同比增长分别为 18.96% 及 5.02%，利润端过去 3 年受损严重。当前实现明显修复，23H1 加盟商业业务逐步拓展，实现营收同比增长 8.68%，归母净利润 0.22 亿元，同比增长 137.96%，实现恢复性增长。疫情期间公司努力探索直营模式，2021 年直营门店净增加量为 395 家，2022 年直营店开始调整到目前已基本结束，未来直营门店存量数会维持在当前这水平，23 年后以加盟门店为主，23H1 加盟门店净增加量为 100 家。23H1 渠道占比分别为加盟（39.55%）、直营（27.15%）、经销（14.15%）、线上（2.7%）、直销（16.46%），门店占比为 66.69%。

#### ● 核心市场及业务：深耕江浙沪，乳品及烘焙业务发展均衡

1) 深耕江浙沪市场：公司营收主要由华东区域贡献，23H1 华东区域占比贡献超过 97%，其中线上部分不足 3%，22 年基本与此趋势保持一致。21H1 公司披露具体区域分布贡献，其中浙江收入占比为 83.39%，江苏省收入占比为 14.88%，福建省占比较少仅有 0.36%，上海市贡献 1.38%。2) 乳品业务及烘焙业务发展均衡：乳品烘焙平分秋色，构建复合产品矩阵，22 年乳制品收入占比为 48.43%，烘焙食品占比为 38.89%。

#### ● 开店：天花板有多大？

我们通过测算，当温州市的覆盖密度系数努力突破 1.5 万人/家，浙江省其他城市努力向温州靠近，覆盖密度系数达到 1.8 万人/家时，浙江省门店数量有望不断突破到 3741 家。江苏省优势市场南京，努力向浙江区域密度靠近并达到 1.8 万人/家，江苏其他城市努力达到 3 万人/家，则江苏门店有望突破 2200 家，此时优势浙江及江苏市场门店数量有望突破 5941 家，整体开店天花板较高，突破空间较大。加盟分为预包装门店以及现烤门店 2 种模式，其中主售产品没有差别，均为乳制品、现制饮品、预制烘焙品、米制品。但从店铺面积来看，现烤门店基本是预包装门店的 2 倍，人员数量和综合毛利率也会高些，同时起投门槛也高于预包装门店。

#### ● 单店：开店模式如何选择+单店收入如何优化？

1) 开店模式如何选择：加盟分为预包装门店以及现烤门店 2 种模式，其中主售产品没有差别，均为乳制品、现制饮品、预制烘焙品、米制品。但从店铺面积来看，现烤门店基本是预包装门店的 2 倍，人员数量和综合毛利率也会高些，同时起投门槛也高于预包装门店。

2) 单店收入如何优化？a) 客流量：聚焦家门口的营养早餐、聚焦于新鲜健康的产品组合等，从门店招牌、道具、设备、销售动线、堂食区、购物区等进行全面的升级；b) 客单价：大单品优化推陈出新，产品组合业务等。

#### ● 投资建议

结合以上，我们预计 23-25 年公司收入分别为 26.31、31.21、36.67 亿元，同比分别提升 8.2%、18.6%、17.5%，归母净利润分别为 0.48、1.13、1.95 亿元，同比增长 137%、135.7%、73.4%，23-25 年 EPS 为 0.12、0.28、0.49 元/股，对应 PE 分别为 95、40、23 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

- 1) 开店不及预期或者开店政策调整;
- 2) 单店营收下滑严重或客流量显著降低;
- 3) 食品安全事件;
- 4) 宏观经济影响，整体消费需求大幅低于预期。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2433	2631	3121	3667
收入同比 (%)	5.0%	8.2%	18.6%	17.5%
归属母公司净利润	-129	48	113	195
净利润同比 (%)	-737.9%	137.0%	135.7%	73.4%
毛利率 (%)	29.5%	30.8%	31.0%	31.4%
ROE (%)	-12.0%	4.2%	9.0%	13.5%
每股收益 (元)	-0.32	0.12	0.28	0.49
P/E	—	94.74	40.19	23.18
P/B	4.75	4.01	3.63	3.13
EV/EBITDA	29.91	19.91	13.57	9.35

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 核心探讨.....	5
2 公司基本介绍 .....	5
2.1.1 深耕数十载，辐射长三角 .....	5
2.1.2 不断发展壮大，2020 年上市 .....	6
2.2.1 业绩表现受疫情影响较大，23H1 环比修复 .....	8
2.2.2 加盟门店今年加速发展，直营门店预计维持现有体量 .....	8
2.2.3 非门店渠道快速扩张，线上业务发展迅猛 .....	10
2.2.4 华东区域营收占比 97%以上，浙江省为优势市场 .....	10
2.2.5 多元化产品矩阵，致力于满足各类消费场景 .....	12
3 开店：天花板有多大？ .....	15
3.1 开店前提条件：布局华东发达地区，消费水平较高 .....	15
3.2 远期门店数量测算：开店天花板有多大？ .....	15
4 单店：开店模式如何选择+单店收入如何优化？ .....	17
4.1 门店如何选择？预包装门店 VS 现烤门店梳理 .....	17
4.2 当前单店模型如何？ .....	18
4.3 未来单店收入如何提升？ .....	20
5 成本基本稳定，供应链持续优化 .....	21
5.1 成本：成本组成中生鲜乳与其他成本接近 6：4 .....	21
5.2 供应链：工厂产能持续提升，数智化提升供应链效率 .....	21
6 盈利预测及估值分析 .....	22
6.1 盈利预测 .....	22
6.2 估值分析 .....	24
7 风险提示： .....	25
财务报表与盈利预测 .....	26

## 图表目录

图表 1 一鸣食品发展历程	6
图表 2 发行人股本形成及变化情况	7
图表 3 2023 年中报十大股东持股情况	7
图表 4 限售股解禁计划	8
图表 5 营业收入（亿元）及同比增长变动情况	8
图表 6 归母净利润（亿元）及同比增长变动情况	8
图表 7 加盟直营门店收入变动	9
图表 8 开店数量（家）变动图	9
图表 9 渠道结构	10
图表 10 营收区域分布情况（22H1）	11
图表 11 门店结构区域分布（21H1）	11
图表 12 产品营收分布情况	12
图表 13 产品收入增长情况	12
图表 14 一鸣真鲜奶吧乳品产品矩阵	13
图表 15 一鸣真鲜奶吧烘焙产品矩阵	14
图表 16 2022 年人均可支配收入排行榜 TOP10	15
图表 17 门店覆盖密度系数	16
图表 18 远期门店数量测算	16
图表 19 预包装门店 VS 现烤门店梳理	17
图表 20 预包装门店 VS 现烤门店示例图	17
图表 21 加盟流程	18
图表 22 门店前期投入	19
图表 23 单店模型预测	19
图表 24 奶吧前置仓情况分析	20
图表 25 23H1 分渠道毛利率恢复情况	21
图表 26 成本拆分情况（20H1）	21
图表 27 单店营业额测算情况	22
图表 28 渠道收入拆分及预测	23
图表 29 可比公司估值分析	24

## 1 核心探讨

关于公司的业务发展，基本有几大核心关注的问题，例如同店恢复如何、客单价提升空间、新开店天花板、未来如何保持竞争力等，我们认为这和公司的业务模式、区域位置、消费人群息息相关，也与公司的核心竞争力密不可分。

### 业务模式如何？重点卖什么？

“乳品+烘焙”，把握复合消费场景。一鸣不同于传统奶吧的单一产品模式，而是走“乳品+烘焙”的差异化发展路线，满足消费者的复合消费需求。既乘烘焙赛道之东风，又顺应低温奶领域回温趋势，打造特色短保产品，拓宽销售终端使用场景，为消费者提供健康优质的多元化产品。

### 消费人群是谁？

消费群体重视健康属性，高价优质产品接受意愿较强。85后家庭是一鸣真鲜奶吧的核心目标客户群，其次是白领人群。这两类主要消费群体在选购乳饮烘焙产品时，更倾向于新鲜短保、营养均衡、健康优质的品类。整体来看，主要消费群体乐于为一鸣的优质产品买单，且价格敏感度相对较低。

### 区域位置的消费力如何？优势市场天花板如何？

布局华东发达地区，整体消费水平高。一鸣真鲜奶吧目前主要布局浙江、江苏、上海、福建四省市，华东占比超过97%。根据全国各地区2022年人均可支配收入排行，上海领跑全国，浙江、江苏分别位列第3、第4名，福建排名第7，同样处于全国前列。

同时结合后文测算，公司在优势市场的开店密度仍可不断加深，开店天花板较高，空间较足。

### 单店收入如何提升？

公司重视研发创新，产品体系不断完善，消费场景从早餐不断突破至下午茶，后续消费潜力较足。公司努力提升客流量，建立标杆市场，明确学习路径。

综合来看，首先公司的区域位置较优，使得当前恢复力及未来消费力均处于较高水平。其次公司消费人群对价格敏感度较低，这对公司的单店优化模型助益较大。最后公司深耕江浙，品牌优势十足，对门店扩展及需求有较好的拉动作用。

## 2 公司基本介绍

### 2.1.1 深耕数十载，辐射长三角

聚焦用户需求，打造品牌核心。浙江一鸣食品股份有限公司成立于2005年，坐落于浙江省平阳县昆阳镇，是一家集奶牛养殖、乳制品、烘焙食品生产加工、销售于一体的农业产业化国家重点龙头企业。公司围绕高效敏捷的供应链体系，聚焦“家门口的营养早餐”核心定位，大力拓展“轻白领的健康接力餐”，致力成为“小孩子的社交场所”，同时为各大企事业单位、学校提供营养配餐的解决方案，为客户带来“新鲜、健康、美味”的产品与服务。

1982-1991年，养殖起家，立足温州。一鸣食品的前身是1982年朱明春先生创立的“温州瓯海明春养殖业联合体”；1989年9月，朱明春先生被新华社、人民日报誉为“全国养鸡大王”，并被国务院授予“全国劳动模范”。

1992-2001年，一鸣初创，品牌建立。1992年朱明春董事长创办了一鸣食品，

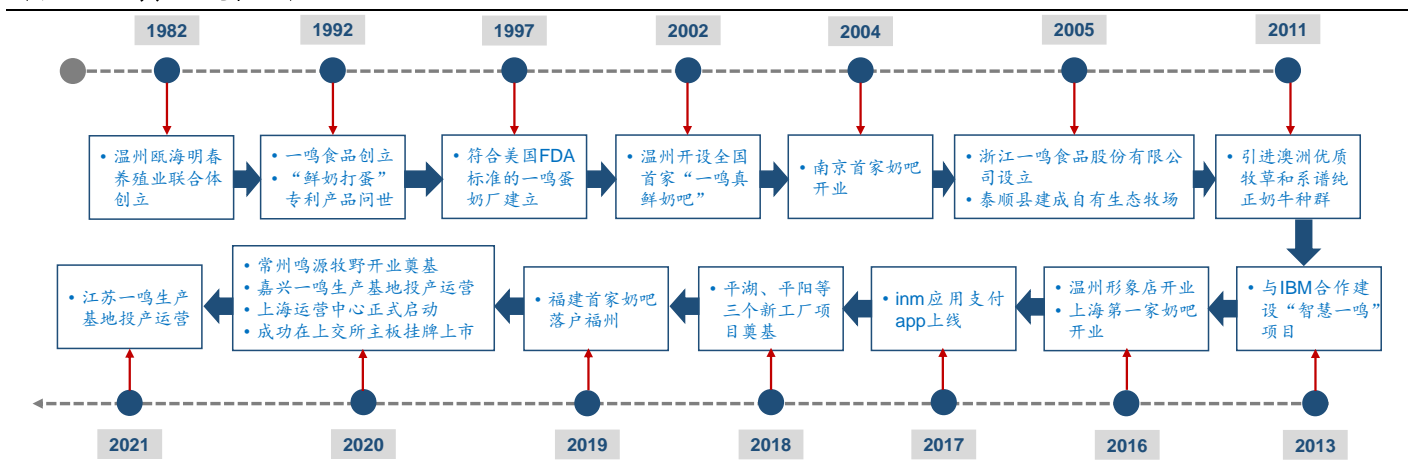
并带领现任总经理朱立科攻克了“鸡蛋遇热会凝固”的技术难关，拥有了第一个自主品牌和国家专利产品——鲜奶打蛋。1997年一鸣食品于瓯海南白象投资3400万，按照美国FDA卫生标准体系设计，建立了占地4.5亩、日常鲜奶40万瓶的一鸣蛋奶厂。

**2002-2012年，自建牧场，进军外省。**2002年5月，于浙江温州开设全国首家“一鸣真鲜奶吧”。2004年5月，南京首家奶吧开业，拉开一鸣布局江浙沪的序幕。2005年浙江一鸣食品股份有限公司设立；同年在泰顺县建成自有生态牧场。2009年公司合作建立核心牧场40个。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。

**2013-2019年，打通渠道，拓展升级。**2013年一鸣与IBM合作，投入近2600万元，实施智慧一鸣项目建设。2016年，一鸣形象店在温州万象城开业；同年，上海第一家奶吧开业，掀开在沪发展的新篇章。2017年，inm应用支付app正式上线，为客户提供更便捷的移动端支付方式。2018年平湖、平阳等三个新工厂项目的奠基，开始深耕浙江大本营、拓展长三角新市场。2019年，福建首家奶吧落户福州，开拓在闽市场。

**2020年至今，成功上市，拓宽赛道。**2020年1月，参与完成的《功能性乳酸菌靶向筛选及产业化应用关键技术》获国家科学技术进步奖二等奖；6月，常州鸣源牧野开业奠基；嘉兴一鸣生产基地投产运营；7月上海运营中心正式启动；12月，一鸣食品成功在上交所主板挂牌上市。2021年5月，江苏一鸣生产基地投产运营，进一步覆盖长三角区域。

图表1 一鸣食品发展历程



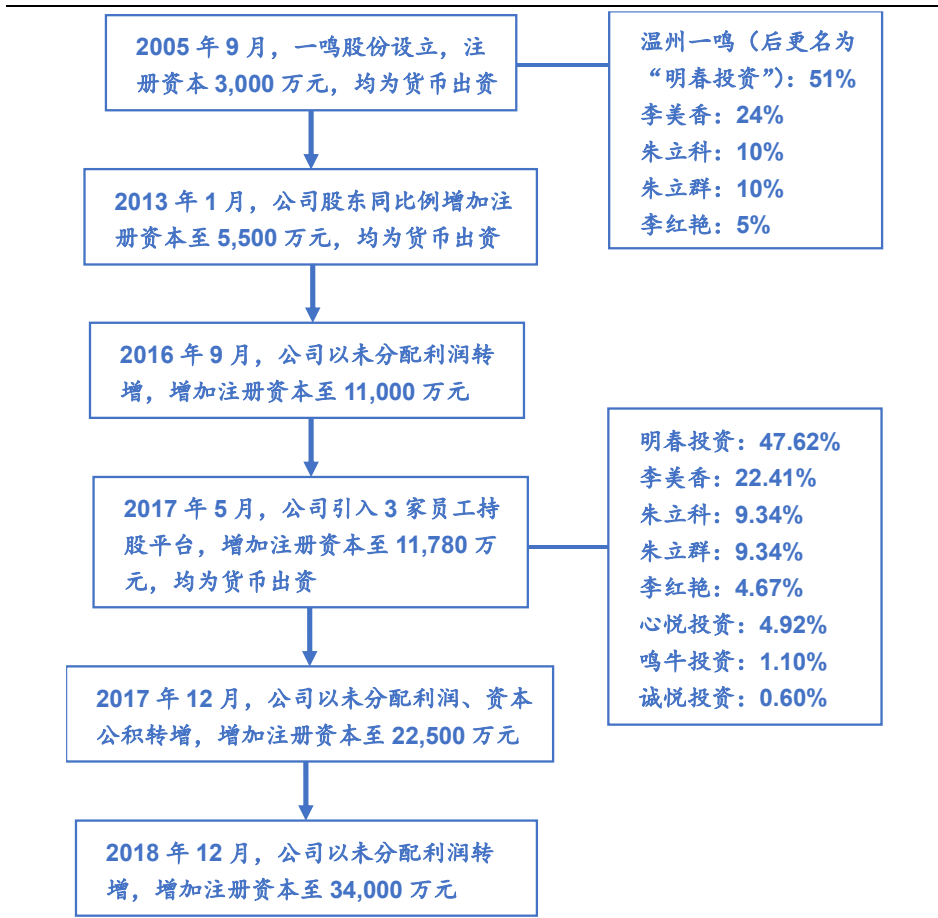
资料来源：一鸣食品官网，华安证券研究所

## 2.1.2 不断发展壮大，2020年上市

2005年9月，“浙江一鸣食品股份有限公司”设立，注册资本3,000万元，其中，温州一鸣食品有限公司（后更名为“明春投资”）持股51%；李美香持股24%；朱立科持股10%；朱立群持股10%；李红艳持股5%。亲属关系中，朱立科、朱立群为兄弟关系，李美香为朱立科、朱立群的母亲，李红艳为朱立科配偶。



图表 2 发行人股本形成及变化情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2013年1月，公司股东同比例增加注册资本至5,500万元。2016年9月，公司以未分配利润转增5,500万股股本，增加注册资本至11,000万元。2017年5月，公司引入诚悦投资、心悦投资、鸣牛投资3家员工持股平台，增加注册资本至11,780万元，持股比例变化如图表2所示。2017年12月，公司以未分配利润转增注册资本7,600万元、以资本公积转增注册资本3,120万元。2018年12月，公司以未分配利润转增注册资本11,500万元，增加注册资本至34,000万元。2020年12月，公司首发A股上市，总股本40,100万股，已上市流通A股6,100万股。

2023年中报，十大股东持股情况如图表3所示；限售股解禁计划如图表4所示。

图表 3 2023 年中报十大股东持股情况

机构或基金名称	持股数（股）	持股比例
浙江明春投资有限公司	161,908,000	40.38%
李美香	76,194,000	19.00%
朱立群	31,756,000	7.92%
朱立科	31,756,000	7.92%
平阳心悦投资管理合伙企业(有限合伙)	16,728,000	4.17%
李红艳	15,878,000	3.96%
平阳鸣牛投资管理合伙企业(有限合伙)	3,740,000	0.93%

平阳诚悦投资管理合伙企业(有限合伙)	2,040,000	0.51%
陈辞行	1,706,600	0.38%
中国国际金融香港资产管理有限公司-FT	594,398	0.15%

资料来源：同花顺，华安证券研究所

图表 4 限售股解禁计划

解禁日期	本期解禁股份数量 (万股)	解禁后流通股数量 (万股)	占 A 股已流通比例	占总股本比例
2023-12-28	34,000.00	40,100.00	84.79%	84.79%
2020-12-28	6,100.00	6,100.00	100.00%	15.21%

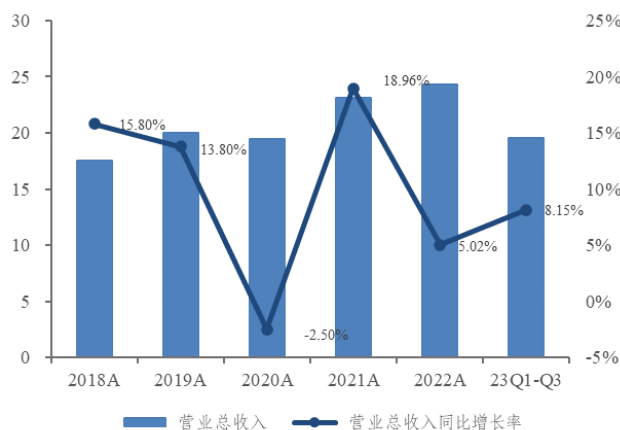
资料来源：同花顺，华安证券研究所

## 2.2.1 业绩表现受疫情影响较大，23H1 环比修复

**收入端：**公司疫情前发展较为稳定，2018 年及 2019 年收入增速分别为 15.8% 及 13.8%，2020 消费场景受限，收入端发展受阻，同比负增长，2021 以及 2022 年公司多项举措并行，实现营收同比增长分别为 18.96% 及 5.02%，2023 年上半年加盟商业务逐步拓展，实现营收同比增长 8.68%。23 前三季度公司继续稳步落实开店计划，实现营收 19.53 亿元，同比增长 8.15%。

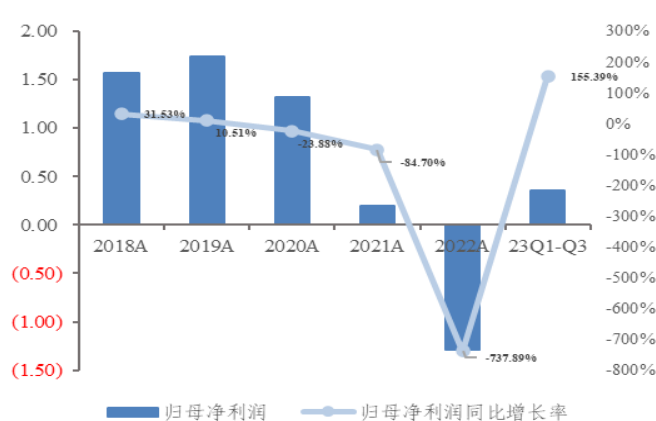
**利润端：**公司归母净利润受疫情影响较大，2019 年公司归母净利润达到 1.57 亿元，同比增长 31.53%，2022 年公司利润端受损严重，主因运输成本增加以及募投项目（嘉兴及江苏）投入使用带来固定成本增加。2023H1 公司实现归母净利润 0.22 亿元，同比增长 137.96%，实现恢复性增长。23 前三季度公司实现归母净利润 0.35 亿元，同比增长 155.39%。

图表 5 营业收入（亿元）及同比增长变动情况



资料来源：同花顺，华安证券研究所

图表 6 归母净利润（亿元）及同比增长变动情况



资料来源：同花顺，华安证券研究所

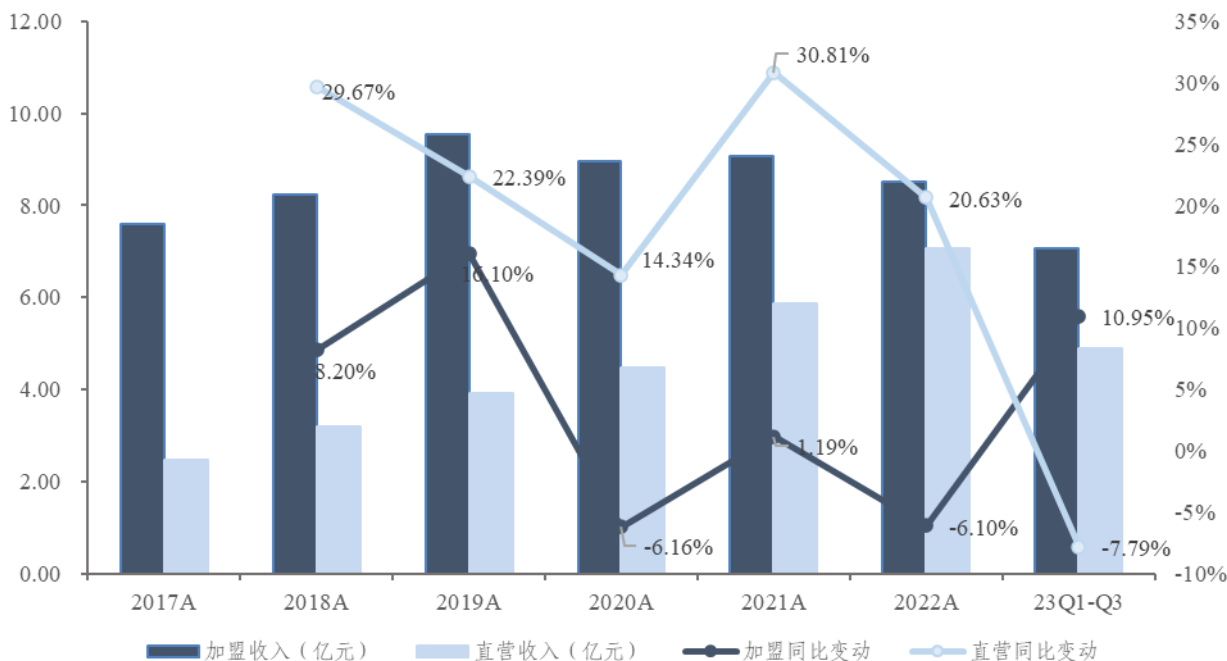
## 2.2.2 加盟门店今年加速发展，直营门店预计维持现有体量

**加盟门店疫后加速，直营门店发展求稳：**1) 加盟门店：疫情前快速发展，18 及 19 年加盟门店收入增速分别为 8.2% 及 16.1%，19 年收入达到历史最高 9.55 亿元。从 5 年的维度来看，17-22 年收入 CAGR 为 2.29%，发展较为平缓。23 年加盟



门店作为增长驱动力，收入提速，23 前三季度收入同比增速为 10.95%。2) 直营门店：直营门店可控性较高且过往毛利率较高，因此疫情中公司积极探索门店运营模式，直营开店加速，17-22 年收入增速为 23.42%，疫情结束后，23 年开始直营门店稳健发展，23H1 同比变动为-7.79%，预计未来维持现有体量。

图表 7 加盟直营门店收入变动



资料来源：同花顺，华安证券研究所

疫情期间努力探索直营模式，未来将以加盟店扩张为主。直营门店可控性较高且过往毛利率较高，因此疫情中公司积极探索门店运营模式，直营开店加速，21 年直营门店净增加量为 395 家。疫情后，公司战略进行调整，未来直营门店存量数会基本维持在当前这水平，公司会做门店优化。同时，随着加盟店的数据增加，直营门店的占比会继续下降。23 年后以加盟门店为主，23 前三季度加盟门店净增加量为 158 家。

图表 8 开店数量 (家) 变动图

	2023 前三季度		2022 年度		2021 年度	
	直营门店	加盟门店	直营门店	加盟门店	直营门店	加盟门店
当期净增加数量	-37	158	-259	49	395	-19
期末数量	618	1432	655	1274	914	1225
总门店数量	2050		1929		2139	
	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	直营门店	加盟门店	直营门店	加盟门店	直营门店	加盟门店
当期净增加数量	149	8	32	130	205	900
期末数量	519	1244	237	1,030	205	900
总门店数量	1763		1267		1105	

资料来源：同花顺，华安证券研究所

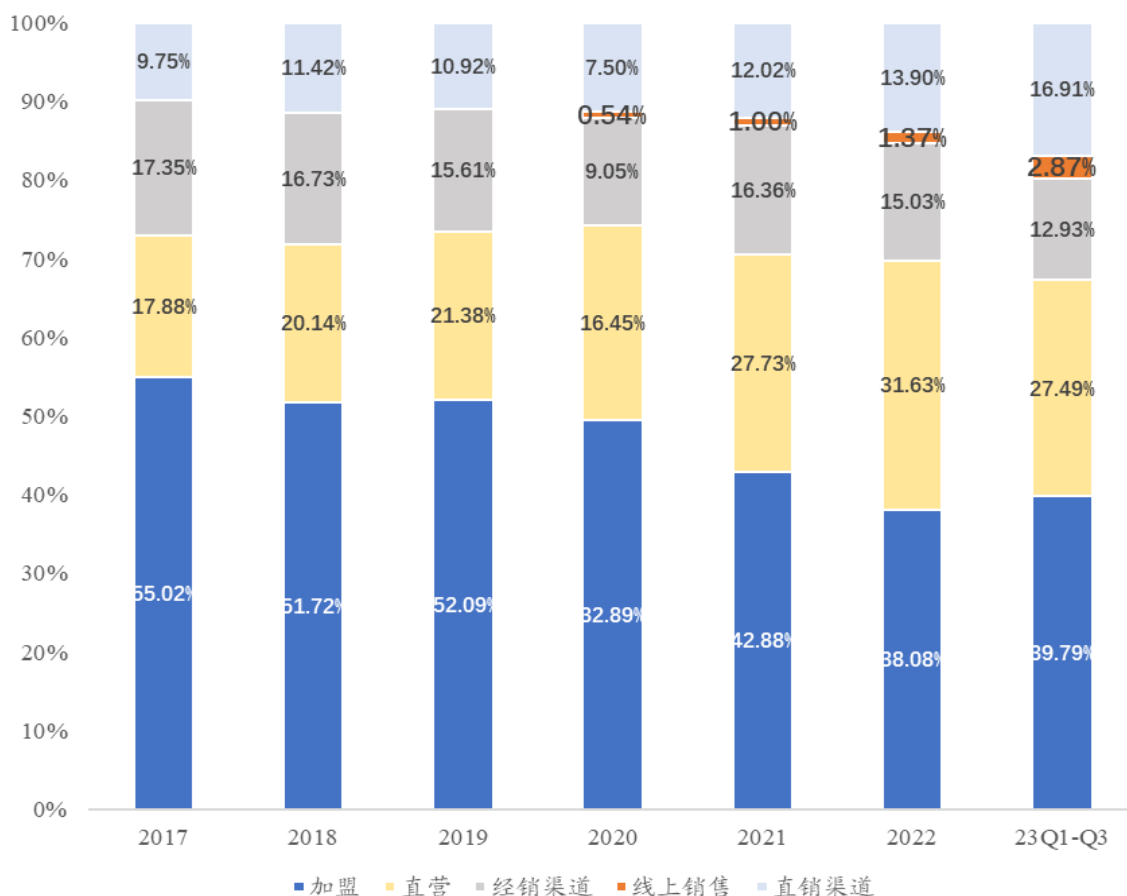
### 2.2.3 非门店渠道快速扩张，线上业务发展迅猛

**营收中门店渠道占比近7成，非门店渠道扩展加速：**公司主营业务收入主要来源于门店渠道，收入规模稳步提升，结构占比相对稳定。20年前加盟渠道占比超过50%，直营渠道占比在20%左右。疫情中公司积极扩展直营门店，直营占比逐步提升。22年末以来，非门店渠道发展迅速，公司的非门店渠道主要是面向区域早餐店、小型商超等传统零售终端的经销商渠道，面向连锁商超、单位团购与自动售货机的直销渠道，以及线上渠道。在渠道便利方面，满足了现代社会生活节奏加快对即食食品购物便利性。

**拓宽线上渠道，扭转疫情亏损局面。**疫情加速了一鸣电商事业的爆发，公司启动了“一鸣鲜友社区”团购、“一鸣心选”鸣星创业计划等四大创新项目，增加非接触式购物途径，促进产品销售。2022年一鸣电商部门实现业绩44.63%增长，通过精细化运营成功打造了两个千万级的店铺。

2023前三季度最新渠道占比分别为加盟（39.79%）、直营（27.49%）、经销（12.93%）、线上（2.87%）、直销（16.91%），门店占比为67.28%，非门店渠道收入占比为32.72%。

图表 9 渠道结构

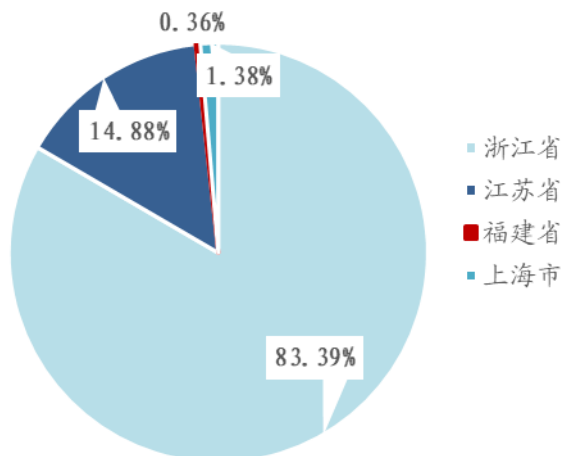


资料来源：同花顺，华安证券研究所

### 2.2.4 华东区域营收占比97%以上，浙江省为优势市场

**区域分布情况:** 公司营收主要由华东区域贡献, 23 前三季度华东区域占比贡献超过 97%, 其中线上部分不足 3%, 22 年基本与此趋势保持一致。22H1 公司披露具体区域分布贡献, 其中浙江收入占比为 83.39%, 江苏省收入占比为 14.88%, 福建省占比较少仅有 0.36%, 上海市贡献 1.38%。

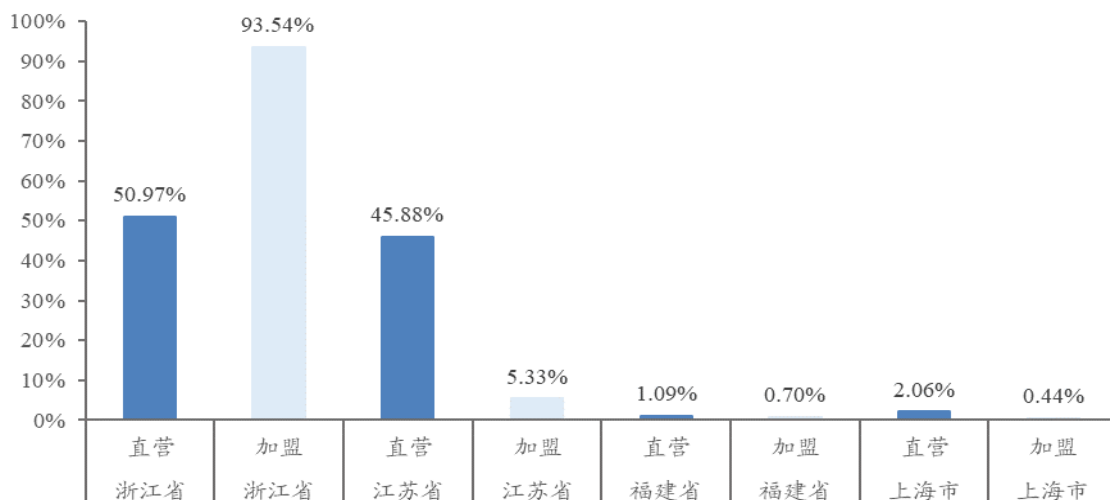
图表 10 营收区域分布情况 (22H1)



资料来源: 同花顺, 华安证券研究所

根据公司披露的 22H1 区域分布表现来看, 直营门店中浙江省和江苏省合计占比超过 95%, 加盟门店中浙江省占比超过 93%。2023 年, 公司还会持续深耕浙江, 苏南市场, 并按计划铺排完成苏北市场的淮安, 南通, 泰州、盐城以及江西上饶, 安徽蚌埠等重点城市的攻坚工作, 同时为 2024 年的门店布局提前完成铺排。

图表 11 门店结构区域分布 (21H1)

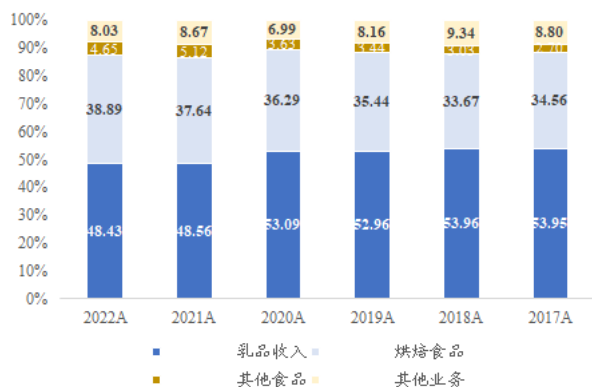


资料来源: 同花顺, 华安证券研究所

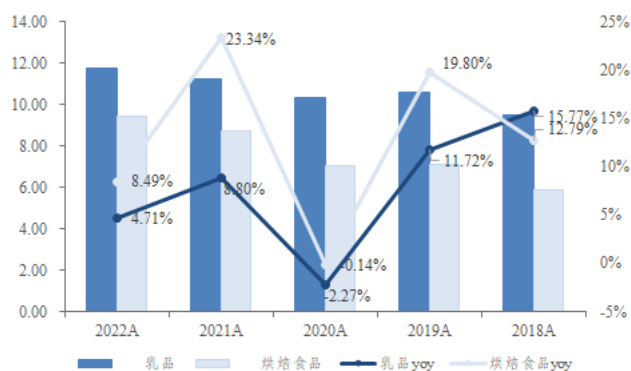
## 2.2.5 多元化产品矩阵，致力于满足各类消费场景

乳品烘焙平分秋色，构建复合产品矩阵。一鸣真鲜奶吧以“乳品+烘焙”为主要产品组合，两类产品营业收入比例相对均衡，通过推出不同价格带的特色乳品以及与其搭配的餐点，满足消费者不同时间段的餐饮需求。22 年乳制品收入占比为 48.43%，烘焙食品占比为 38.89%。

图表 12 产品营收分布情况



图表 13 产品收入增长情况


















资料来源：同花顺，华安证券研究所

资料来源：同花顺，华安证券研究所

乳品多处中端价格带，满足不同消费者需求。一鸣真鲜奶吧的乳品大致可分为 1~4 元、5~8 元、9~15 元三个价格带，大多数产品处于 5~8 元价格带，包括悠易畅、真鲜、地中海、澳瑞、奶咖、儿童酸奶、纯酸奶等系列产品；儿童杯装牛奶以及温酸奶、风味酸奶等袋装产品位于 1~4 元价格带；大果粒酸奶、澳瑞娟姗等高端产品以及真鲜蛋奶、巴氏杀菌乳等大包装乳品位于 9~15 元价格带。通过推出儿童装奶、可加热酸奶、奶咖等特色产品满足各类消费需求。









图表 14 一鸣真鲜奶吧乳品产品矩阵

价格带	产品	价格	产品展示
1~4元	杯装牛奶（儿童杯）	4元	
	可加热温酸奶	4元	
	草莓/芦荟/芒果风味酸奶	4元	
5~8元	悠易畅不添加蔗糖	5元	
	一鸣真鲜生牛乳椰奶	5.5元	
	一鸣星儿童酸奶	6元	
	一鸣地中海酸奶	6元	
	一鸣真鲜生牛乳巧克力/草莓桃桃/香蕉奶	6元	
	澳瑞3.6g蛋白鲜牛奶	6元	
	一鸣花样酷盖咖啡	6元	
	一鸣纯酸奶	7.5元	
	大果粒酸奶	8.5元	
9~15元	澳瑞4.0g蛋白娟姗鲜牛奶	9.5元	
	真鲜蛋奶	14元	
	一鸣招牌鲜牛奶巴氏杀菌乳	15元	

资料来源：一鸣真鲜奶吧公众号，华安证券研究所

**烘焙产品种类繁多，提供多元用餐体验。**一鸣真鲜奶吧的烘焙产品以各色餐点为主，并提供早餐鸡蛋与午餐主食。其中，餐点主要包括饭团、三明治、吐司、月饼、半熟芝士、瑞士卷等类型产品，并且部分产品以“0反式脂肪酸”为主要卖点，提供搭配乳品的健康糕点。午餐价格处于12~16元间；餐点价格由5~16元不等，多数处于10元以下，容易得到消费者接受。

图表 15 一鸣真鲜奶吧烘焙产品矩阵

消费场景	产品	价格	产品展示
早餐	真鲜鸡蛋	1.5元	
	红烧鸡排堡	12.5元	
午餐	黑椒牛肉/咖喱肥牛/番茄肉酱意面	12.8元	
	黑椒牛肉焗饭	15.8元	
	海苔鸡排饭团	5元	
	黑米肉松培根手卷饭团	7.5元	
	肉酱烤肉/经典卤肉/芝芝脆脆鸡/黑椒牛肉大口饭团	7元	
	港式叉烧鸡/茄汁椒香鸡大口饭团	7.5元	
	奥尔良烤鸡大口饭团	6.5元	
	青豆/小米鸡排/虾虾厚蛋芝芝米汉堡	6.5/10元	
	炫彩/军舰寿司拼盘	12.9/9.9元	
	竹节细卷黑米松松/金枪鱼沙拉酱口味方便饭团	5元	
餐点	孜然猪扒芝士堡	13.5元	
	法式/早餐鸡排/芝士肉松/鲜蔬双蛋火腿三明治	7.5/7.5/6.5/9.5元	
	菠萝形/芝士培根/芝麻麻薯/经典肉松/巧克力软麻薯面包	4/5.5/8/4.5/9.5元	
	葡萄/黑钻/牛奶岩烧乳酪/常规吐司	10/6.5/5.5/8元	
	餐包/全谷物杂粮软欧包	5/8元	
	港式奶黄流心/广式蛋黄莲蓉/芋泥蛋黄肉松月饼	9.8/12/12元	
	澳瑞瑞士/虎皮可可瑞士卷/蓝莓椰乳/巧克力蛋糕卷/芝士肉松卷	6.5/6.8元 8.5/14.8/7.5元	
	原味/树莓草莓味半熟芝士	12/12.5元	
	富力亚/葱香海苔羊皮卷/经典羊皮卷	2.5/5.5/5元	
	奶香蛋挞/牛奶蜂蜜鸡蛋糕/冰麻薯蛋糕/茄汁鸡肉卷/火腿松松蒸糕	6.5/13/5.9/5.5/4.8元	

资料来源：一鸣真鲜奶吧公众号，华安证券研究所（其中早餐、午餐、餐点仅做区分表示，不代表实际销售时间）



### 3 开店：天花板有多大？

#### 3.1 开店前提条件：布局华东发达地区，消费水平较高

布局华东发达地区，整体消费水平高。一鸣真鲜奶吧目前主要布局浙江、江苏、上海、福建四省市，根据全国各地区 2022 年人均可支配收入排行，上海领跑全国，浙江、江苏分别位列第 3、第 4 名，福建排名第 7，同样处于全国前列。

图表 16 2022 年人均可支配收入排行榜 TOP10

位次	地区	人均可支配收入（元）
1	上海	79610
2	北京	77415
3	浙江	60302
4	江苏	49862
5	天津	48976
6	广东	47065
7	福建	43118
8	山东	37560
9	辽宁	36089
10	内蒙古	35921

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

扎根浙江深入人心，发挥区域品牌效应。一鸣真鲜奶吧在浙江、江苏深耕二十余年，在温州更是家喻户晓，“乳品+烘焙”的产品组合甚至改变了温州人传统“包子+油条”的早餐习惯，被当地人称为“温州人从小吃到的面包店”。近十年以来，随着新工厂项目建设及省外生产基地投产，一鸣进一步布局上海、福建，发挥区域品牌效应，充分挖掘潜在市场需求，在华东地区实现良好增长。

#### 3.2 远期门店数量测算：开店天花板有多大？

根据窄门宽眼数据，当前门店数量为 2353 家（其中开业中 2308 家，暂停中 45 家），其中浙江省温州台州市市场门店数量较多，江苏省南京市门店数量较多。（第三方数据仅供参考，数据截止至 2023 年 9 月 26 日，实际门店数量以公司公告为准，省份门店数量体量及比例与上述 23H1 推测值基本相符，数据可信度较高）

**测算方式：**公司开店数量受当地经济水平、地形地势、人口数量等指标影响，由于江苏及浙江市场消费力水平居于国内优势市场，我们通过人口数量及开店数量计算覆盖密度系数来进行测算。

浙江省温州市市场覆盖密度最优（1.58 万人/家），江苏省南京市覆盖密度最优（3.71 万人/家）。

图表 17 门店覆盖密度系数

	常住人口数量 (万人)	门店数量 (家)	覆盖密度系数 (万人/家)		常住人口数量 (万人)	门店数量 (家)	覆盖密度系数 (万人/家)
浙江:杭州市	1220.4	366	3.33	江苏:南京市	942.34	254	3.71
浙江:宁波市	954.4	231	4.13	江苏:无锡市	747.95	45	16.62
浙江:温州市	964.5	610	1.58	江苏:常州市	534.96	49	10.92
浙江:嘉兴市	551.6	73	7.56	江苏:苏州市	1284.78	58	22.15
浙江:湖州市	340.7	28	12.17	江苏:南通市	773.3	10	77.33
浙江:绍兴市	533.7	91	5.86	江苏:淮安市	456.22	4	114.06
浙江:金华市	712.0	112	6.36	江苏:扬州市	457.7	16	28.61
浙江:衢州市	228.7	32	7.15	江苏:镇江市	321.72	22	14.62
浙江:舟山市	116.5	30	3.88	江苏:泰州市	452.18	2	226.09
浙江:台州市	666.1	206	3.23				
浙江:丽水市	251.4	55	4.57				
总计		1834		总计		460	

资料来源：同花顺，窄门宽眼 APP，华安证券研究所

（常住人口选择可比口径，均为 21 年末水平，第三方数据仅供参考，数据截止至 2023 年 9 月 26 日，实际门店数量以公司公告为准）

**假设条件结果：**当温州市的覆盖密度系数努力突破 1.5 万人/家，浙江省其他城市努力向温州靠近，覆盖密度系数达到 1.8 万人/家时（根据温州市门店发展趋势，门店数量突破 500 家时为一个重要数量关口，此时密度系数接近 1.8 万人/家），浙江省门店数量有望不断突破到 3741 家。江苏省优势市场南京，努力向浙江区域密度靠近并达到 1.8 万人/家，江苏其他城市努力达到 3 万人/家，则江苏门店有望突破 2200 家，此时优势浙江及江苏市场门店数量有望突破 5941 家，整体开店天花板较高，突破空间较大。

图表 18 远期门店数量测算

浙江省			江苏省				
常住人口数量 (万)	预计覆盖密度 系数 (万人/家)	预计门店数量 (家)	常住人口数量 (万)	预计覆盖密度 系数 (万人/家)	预计门店数量 (家)		
浙江:杭州市	1220.4	1.8	678	江苏:南京市	942.34	1.8	524
浙江:宁波市	954.4	1.8	530	江苏:无锡市	747.95	3	249
浙江:温州市	964.5	1.5	643	江苏:常州市	534.96	3	178
浙江:嘉兴市	551.6	1.8	306	江苏:苏州市	1284.78	3	428
浙江:湖州市	340.7	1.8	189	江苏:南通市	773.3	3	258
浙江:绍兴市	533.7	1.8	297	江苏:淮安市	456.22	3	152
浙江:金华市	712.0	1.8	396	江苏:扬州市	457.7	3	153
浙江:衢州市	228.7	1.8	127	江苏:镇江市	321.72	3	107
浙江:舟山市	116.5	1.8	65	江苏:泰州市	452.18	3	151
浙江:台州市	666.1	1.8	370				
浙江:丽水市	251.4	1.8	140				
总计		3741					2200

资料来源：同花顺，窄门宽眼 APP，华安证券研究所

**当前开店战略：**公司将通过“千店千面”的方式进行开店。

1、以商圈特点来确认来确定门店布局模式，来确保门店品牌竞争力，引导加盟商合理选择门店类型；

2、坚持以客户为中心，以门店模式及商圈消费客群特点，来确定门店形象、服务、产品品类选择和陈列；

3、坚守以加盟为主的前提下，以委托和自主两种加盟方式并存，以意向加盟商的实际情况来匹配规划商圈，满足客户加盟期许。

## 4 单店:开店模式如何选择+单店收入如何优化？

### 4.1 门店如何选择？预包装门店 VS 现烤门店梳理

直营门店分为预包装门店以及现烤门店 2 种模式，加盟也同样，分为预包装门店以及现烤门店 2 种模式，其中主售产品没有差别，均为乳制品、现制饮品、预制烘焙品、米制品。但从店铺面积来看，现烤门店基本是预包装门店的 2 倍，人员数量和综合毛利率也会高些，同时起投门槛也比预包装门店多 20 万元。整体来看，现烤门店投入较大。

图表 19 预包装门店 VS 现烤门店梳理

	预包装门店	现烤门店
主售产品	乳制品、现制饮品、预制烘焙品、米制品	
店铺面积 (m²)	35-50	65-100
员工人数	3-4	4-5
综合毛利率	40-45%	45-50%
起投门槛 (万元)	27.3	48.6

资料来源：一鸣食品加盟小程序，华安证券研究所

图表 20 预包装门店 VS 现烤门店示例图



资料来源：一鸣食品加盟小程序，华安证券研究所

#### ➤ 加盟费用模式：自主经营或托管经营自行选择

- 1) **自主经营**：指加盟商直接参与到门店的管理中，用相对较少的投资实现自主创业。
- 2) **托管经营**：指委托公司经营并提供专业服务。
- 3) **异同点**：不同模式下加盟费、培训费、保证金等有所差异，但设备、设计及装修费用的细则基本一致。

#### ➤ 加盟条件：

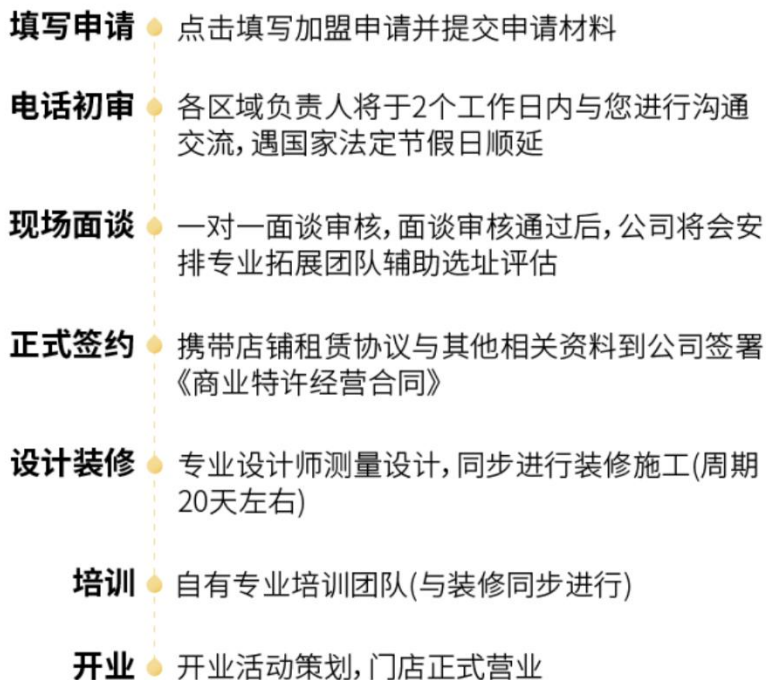
- i. 喜爱一鸣,认可奶吧投资模式,愿将一鸣品牌作为长期事业经营;
- ii. 自主加盟模式需是加盟所在地本地人或常住人口，直接参与门店经营,有勤恳的心态和充足的时间;投资来源于自有资金,诚实守信,个人征信状况良好,年收入>20 万;
- iii. 拥有适宜的经营场地,自己经营或合伙开过其他类型的门店可适当考虑,具有餐饮管理经营者优先考虑;
- iv. 年龄及文化要求:25-50 周岁,高中以上文化水平;
- v. 未经营与一鸣品牌利益冲突的项目事业，且在我们规划的指定区域;

#### ➤ 加盟流程清晰：

流程清晰，托管明确，带来优势空间。全国有将近 500 万家夫妻老婆店做

早餐生意，这些面积狭小、多数只有夫妻二人经营的早餐店在经营成本、风险规避等方面具有先天优势。但这些店铺竞争格局极为分散，供给端效率偏低且从业辛苦，而需求端对快捷性要求高，给市场带来了潜在的整改机会。在整体行业进行切换的过程中，我们认为一鸣的加盟模式及加盟条件具有开店吸引力。

图表 21 加盟流程



资料来源：一鸣食品加盟小程序，华安证券研究所

## 4.2 当前单店模型如何？

预包装和现烤门店略有差异，前期门店大小有差异，装修单价不同，影响整体装修费用，同时现烤门店的设备更复杂，设备费用更高，前期货物准备金额较多，其余基本一致。综合来看，预包装门店初始投资金额为 27 万元左右，现烤门店的初始投资在 55-60 万之间。

图表 22 门店前期投入

加盟形式 门店形式	委托加盟	
	预包装	现烤
初始投资 (万)	27	55-60
装修单价 (元/m <sup>2</sup> )	1300	1800
门店大小 (m <sup>2</sup> )	40	80
装修费用 (万元)	5.2	14.4
设备 (万)	6-10	15-25
保证金 (万)	2	2
加盟费	5万/3年	
开店人员储备	1.5万	
	注: 从签约开始招聘, 招聘后进行门店准备工作, 因此在1.5万元左右	
前期货物储备	1-2万	5万

资料来源: 一鸣食品加盟小程序, 华安证券研究所测算

从门店毛利率及净利率角度来看, 委托加盟的日均营业额基本一致 (现烤门店略高, 此处均以 4500 元进行计算), 委托加盟的年营业额在 164 万左右, 毛利率现烤门店更高一些, 门店人员现烤门店多 2 位左右, 净利率水平有所差异, 但整体在 6-10% 区间内 (门店净利率水平更好些, 在 10% 以上)。从投资回报期来看, 基本在 18-24 月 (部分门店表现较优, 投资回报期接近 12 月)。

图表 23 单店模型预测

加盟形式 门店形式	委托加盟	
	预包装	现烤
客单价 (元)	15	20
日营业额 (元)	4500	
年营业额 (万元)	164	
毛利率	40%-42%	48%
租金比例	10%	15%
水电费用率	2%	2%
物流费用率	2%	2%
人工费率	12%	15%
(人员情况)	3个正式+1小时工	4个正式+2小时工
差异+损耗率	1.0%	2.50%
净利率	6-10%	
投资回报期 (月)	18-24	

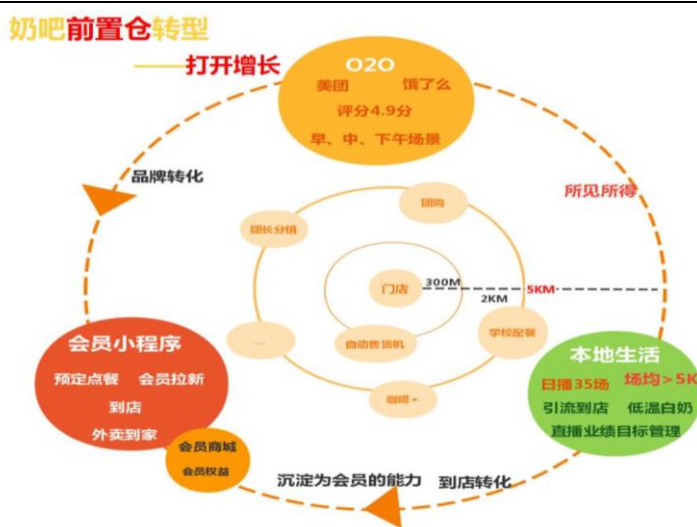
资料来源: 一鸣食品加盟小程序, 华安证券研究所测算



### 4.3 未来单店收入如何提升？

在单店业绩提升上，公司将奶吧做为前置仓，通过会员小程序、O2O、本地生活，持续强化门店基础运营管理，提升了奶吧引流和会员复购。同时以提炼标杆来推动在营业门店业绩的提升，上半年奶吧事业部标杆提炼案例合计 1465 例，标杆提炼奶吧总部合计 71 例，各城市区双周 exciting 推选案例合计 1278 例，城市区案例 1083 例，推选案例 195 例。同时围绕着“85 后家庭的营养早餐”+“小孩子社交场所”的场景，积极迭代一鸣真鲜奶吧的门店形象，通过杭州国信嘉园奶吧和宁波华泰奶吧的试点，找到“千店千面”的拓展方法，有了新的业绩增长点。

图表 24 奶吧前置仓情况分析



资料来源：同花顺，华安证券研究所

具体来看，分为客单价和客流量 2 个维度：

➢ 客单价：

当前早餐需求如何？

多元化，匹配多种消费需求。例如 Tims 等咖啡企业抓住机遇，以“咖啡+贝果”取代“豆浆+油条”，推进线下门店开业计划，填补商务楼宇、产业园区等重点区域的早餐“盲点”。便利蜂推出“优惠营养早餐套餐”，提供近十大类百个单品的早餐品种，并应用大数据、物联网等前沿科技，采用线上线下融合的方式，推出线上点单、到店即取的消费模式，迎合快节奏早餐需求。

公司如何发展？

持续聚焦大单品打造，用精准营销的方式，促进新用户的购买和老用户的复购，实现大单品业绩的增长。

积极布局新的品类，来满足新客户的老需求，如用冷鲜米汉堡来满足轻食中餐的客户需求，用瑞士卷来挖掘下午茶场景的客户需求。

积极探索外卖平台和抖音本地生活的新增长点，通过精细化运营的方式，助力门店业绩增长。尤其是在外卖平台，通过一城一策的方式，用不同的产品组合和营销策略，实现单店的业绩增长。



### ➤ 客流量:

客流量：从消费者的需求、销售场景的需求出发，聚焦家门口的营养早餐、聚焦于新鲜健康的产品组合等，从门店招牌、道具、设备、销售动线、堂食区、购物区等进行全面的升级，升级后门店客流提升均达到 10% 以上，业绩提升 2000 元以上。

## 5 成本基本稳定，供应链持续优化

### 5.1 成本：成本组成中生鲜乳与其他成本接近 6: 4

23 年消费场景逐步打开，公司业务逐步恢复，毛利率不断恢复，除直销渠道外，毛利率均呈现同比增长态势。

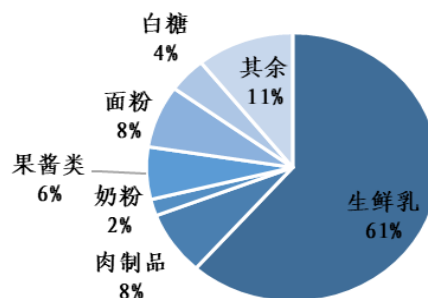
从成本角度来看，生鲜乳上半年贡献较多成本红利，但由于面粉、果酱等其余成本比重也接近 40%，正负贡献实现对冲，预计成本方面贡献较为有限，毛利率提升更多由规模优势及同店复苏带来。

图表 25 23H1 分渠道毛利率恢复情况

分业态	毛利率 (%)	毛利率同比增减 (%)
直营门店	54.9	增加 2.18 个百分点
加盟门店	20.85	增加 0.42 个百分点
经销渠道	26.93	增加 4.28 个百分点
直销渠道	15.07	减少 5.54 个百分点
网络渠道	39.21	增加 0.29 个百分点
合计	30.55	减少 0.65 个百分点

资料来源：同花顺，华安证券研究所

图表 26 成本拆分情况（20H1）



资料来源：同花顺，华安证券研究所

**自建规模化生态牧场，提高合作商供应标准。**自 2005 年在泰顺县建成自有生态牧场，并于 2011 年引进澳大利亚优质牧草及奶牛种群以来，一鸣的自有奶源供应体系逐步建立。随着 2020 年常州鸣源牧野开业奠基，一鸣自有牧场资源进一步丰富，为三大加工基地提供稳定优质奶源。一鸣的外部合作牧场以奶牛专业合作社为主。奶源事业部按照公司外部合作牧场准入制度要求对外部合作牧场进行外部环境、生产设施设备、奶牛养殖数量、牛群结构和生产管理水平等方面进行评估，并对其生产的生鲜乳及水样取样送检。符合条件后，确定合作关系，保证外供奶源品质。

### 5.2 供应链：工厂产能持续提升，数智化提升供应链效率

**生产基地建成投产，数智化提升生产效率。**公司已建成平阳、平湖和常州三大生产基地，基地配备国际先进的生产工艺流水线和生产设备：乳品车间工艺整线实现全自动中控控制，产品实现全密闭生产；烘焙车间，实现流程化生

产，引进了国际国内先进的自动化设备系统。常州工厂引进国际最先进的智能数据中心、智能乳饮料生产系统、智能烘焙生产系统、智能仓储和智能能源管控系统等，实现全自动中控控制，乳饮料生产自动化程度、设备集成水平、生产效率水平、物料利用率水平行业领先。

**供需信息智能整合，冷链配送及时保鲜。**一鸣对乳品、烘焙食品等核心产品实行自主生产模式，并建立了一套完善的“智慧一鸣”生产与销售一体化信息系统，及时汇总各种渠道的需求信息并快速转化为生产指令，保证生产量、配送量与需求的匹配度。自动化多温存储系统及冷链物流体系的建立成为一鸣产品保鲜的重要途径，围绕着产品新鲜提升，供应链体系通过“新鲜配模式”创新，将订单拆分、WMS 指令实现分批次分拣，实现产品当天生产当天到店的“当日鲜”。

**工厂区位协同互补，整体扩大供应范围。**2020-2021 年以来，浙江平湖和江苏常州工厂陆续投产，与平阳工业园形成互补协同。除江浙沪之外，可达山东、安徽、河北、福建，甚至可到达北京、天津。工厂产能仍在持续释放，为未来进一步扩大门店覆盖范围打下了坚实的基础。

## 6 盈利预测及估值分析

### 6.1 盈利预测

► 从开店角度来看：

**在战略规划上，未来门店增长主要由加盟门店驱动，因此未来 3 年加盟门店增长较多，直营门店基本维持现有体量。**

直营门店：23-25 年门店数量为 630、635、640 家，变动-25、+5、+5 家。

加盟门店：23H1 净开店 100 家，由于每年 Q1 是开店淡季，预计 H2 开店加速，23 年实现净增 350 家，预计 24-25 年新增门店数量持续加速，分别净增 400 及 500 家。

► 从单店增长情况来看：

当前单店收入预估水平如下，由于样本差异，我们选择样本的 70-80%收入区间对单店收入进行测算。

未来单店收入端主要由客单价及客流量提升，由于尚在开店加速期，我们保守预估未来单店收入增幅为每年 2%。

图表 27 单店营业额测算情况

加盟形式 门店形式	委托加盟		直营门店	
	预包装	现烤	预包装	现烤
客单价（元）	15	20	15	20
日营业额（元）	4500		4800	
年营业额（万元）	164		175	

资料来源：华安证券研究所测算

► 其他渠道:

预计经销商渠道实现平稳低速增长, 直销渠道延续过往趋势, 实现双位数增长, 线上渠道尚在高速成长阶段, 每年持续保持高速增长。

► 毛利率:

从成本角度来看, 生鲜乳价格贡献较多成本红利, 但由于其余成本比重也接近 40%, 生鲜乳对于提升毛利率有限, 毛利率提升更多由复苏趋势及规模优势带来。23H1 毛利率修复明显, 预估全年毛利率稳中有进, 同时 24-25 年毛利率逐步修复。

► 销售费用率:

23H1 直营门店优化后使得人力成本、租金及其他各项固定成本下降, 同时公司推动精准营销管理, 营销费用支出效率有较好的提升。结合收入增长带来的规模优势, 销售费用率使用效率改善较为明显。

结合以上, 我们预计 23-25 年公司收入分别为 26.31、31.21、36.67 亿元, 同比分别提升 8.2%、18.6%、17.5%, 归母净利润分别为 0.48、1.13、1.95 亿元, 同比增长 137%、135.7%、73.4%, 23-25 年 EPS 为 0.12、0.28、0.49 元/股, 对应 PE 分别为 95、40、23 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 28 渠道收入拆分及预测

	2021	2022	2023	2024	2025
直营门店收入 (元)	586,532,203	707,517,835	765,273,600	790,690,740	812,884,288
yoy	30.81%	20.63%	8.16%	3.32%	2.81%
占比					
门店数量	914	655	630	635	640
当期新增门店	395	-259	-25	5	5
毛利率	54.76%	52.94%	54.80%	55.50%	56.50%
加盟门店收入 (元)	907,216,422	851,884,821	1,065,417,891	1,383,699,488	1,764,216,847
yoy	1.19%	-6.10%	25.07%	29.87%	27.50%
占比					
门店数量	1235	1250	1600	2000	2500
当期新增门店	98	15	350	400	500
毛利率	23.13%	18.57%	20.60%	22.50%	24.70%
经销渠道收入 (元)	346,196,221	336,201,297	282,409,089	288,057,271	293,818,417
yoy	40.30%	-2.89%	-16%	2%	2%
占比					
毛利率	24.57%	25.21%	26.50%	26.80%	27.50%
直销渠道收入 (元)	254,380,993	310,889,464	441,463,040	551,828,799	662,194,559
yoy	24.37%	22.21%	42%	25%	20%
占比					
毛利率	27.74%	21.32%	15.00%	17.20%	17.60%
线上渠道收入 (元)	21,177,216	30,628,545	76,571,361	107,199,906	133,999,882
yoy	43.17%	44.63%	150%	40%	25%
占比					
毛利率	37.32%	41.05%	39%	42%	44%

资料来源: 华安证券研究所测算

## 6.2 估值分析

公司业务涉及乳制品及烘焙食品，因此估值分析对标了乳制品及烘焙食品 2 个板块，同时由于公司业务的门店开拓模式，我们也对标了卤制品及连锁业态板块。整体来看，由于疫情影响较大，连锁加盟公司在过去 3 年收入和利润均受到影响，公司估值水平与连锁业态中位值接近。

展望未来 3 年，公司有望不断提升规模效应，持续完善供应链，实现费用使用效率的最大化，多效举措并行不断提升净利率水平，23-25 年 EPS 为 0.12、0.28、0.49 元/股，对应 PE 分别为 95、40、23 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 29 可比公司估值分析

排名	证券代码	证券简称	市值(亿元)	PE	营收CAGR	盈利CAGR
1	600887.SH	伊利股份	1,655.88	17.24	10.93%	10.80%
2	600597.SH	光明乳业	136.61	32.74	7.74%	-10.22%
3	002946.SZ	新乳业	115.76	28.30	20.81%	14.04%
4	600882.SH	妙可蓝多	84.78	265.28	40.42%	91.67%
5	600429.SH	三元股份	72.19	45.56	-0.61%	-35.23%
6	605388.SH	均瑶健康	53.02	67.21	-7.50%	-36.82%
7	002329.SZ	皇氏集团	46.58	36.16	8.66%	-37.23%
8	002570.SZ	贝因美	44.07	--	-1.59%	--
9	600419.SH	天润乳业	37.91	17.68	14.00%	12.09%
10	001318.SZ	阳光乳业	36.24	30.82	1.61%	2.07%
11	002732.SZ	燕塘乳业	32.37	23.13	8.43%	-7.11%
12	300898.SZ	熊猫乳品	28.76	36.96	13.88%	-7.10%
13	002910.SZ	庄园牧场	20.53	64.74	8.87%	5.90%
14	300106.SZ	西部牧业	17.60	439.79	26.84%	--
乳制品中位值			45.27	36.16	8.66%	-2.52%
1	603866.SH	桃李面包	134.22	23.38	5.81%	-2.16%
2	300973.SZ	立高食品	91.41	50.34	22.49%	-7.46%
3	605339.SH	南侨食品	77.00	60.04	6.77%	-18.66%
4	603886.SH	元祖股份	42.72	16.93	5.19%	2.44%
5	300915.SZ	海融科技	29.43	32.75	14.16%	6.74%
6	002719.SZ	麦趣尔	17.33	--	13.83%	--
烘焙食品中位值			45.27	32.75	6.80%	-2.16%
1	603517.SH	绝味食品	200.80	53.40	8.59%	-33.79%
2	603057.SH	紫燕食品	86.52	30.29	13.95%	-3.56%
3	002695.SZ	煌上煌	59.31	177.22	-2.64%	-48.10%
4	1458.HK	周黑鸭	55.24	50.84	-9.73%	-60.41%
5	603697.SH	有友食品	34.77	20.10	0.54%	-4.98%
卤味及连锁业态中位值			59.31	50.84	0.54%	-33.79%

资料来源：同花顺，华安证券研究所

数据截止至 2023.10.26，估值倍数为  $ttm$ （最近 12 个月），营收及盈利 CAGR（年复合增速）依据过去三个财年进行计算。

## 7 风险提示：

- 1) 开店不及预期或者开店政策调整；
- 2) 单店营收下滑严重或客流量显著降低；
- 3) 食品安全事件；
- 4) 宏观经济影响，整体消费需求大幅低于预期。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	691	701	1236	1640	<b>营业收入</b>	2433	2631	3121	3667
现金	312	432	847	1257	营业成本	1715	1821	2154	2516
应收账款	98	94	135	140	营业税金及附加	19	18	21	24
其他应收款	35	27	46	39	销售费用	622	508	568	629
预付账款	23	24	28	33	管理费用	143	171	188	209
存货	127	112	168	159	财务费用	22	-1	2	-5
其他流动资产	95	12	12	12	资产减值损失	-8	-8	-9	-11
<b>非流动资产</b>	2030	1871	1712	1553	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-2	-2	-2	-3
固定资产	1460	1301	1143	985	<b>营业利润</b>	-143	58	132	228
无形资产	123	123	123	123	营业外收入	1	1	2	2
其他非流动资产	447	446	445	444	营业外支出	28	3	3	2
<b>资产总计</b>	2637	2572	2948	3193	<b>利润总额</b>	-170	56	132	228
<b>流动负债</b>	1290	1197	1411	1416	所得税	-41	8	19	33
短期借款	219	161	101	39	<b>净利润</b>	-129	48	113	195
应付账款	296	250	396	358	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	775	786	914	1019	<b>归属母公司净利润</b>	-129	48	113	195
<b>非流动负债</b>	270	245	289	328	EBITDA	180	231	308	401
长期借款	176	151	195	234	EPS (元)	-0.32	0.12	0.28	0.49
其他非流动负债	94	94	94	94	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	1561	1442	1701	1744	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	401	401	401	401	营业收入	5.0%	8.2%	18.6%	17.5%
资本公积	461	461	461	461	营业利润	-882.7%	140.5%	128.6%	72.9%
留存收益	214	267	385	586	归属于母公司净利	-737.9%	137.0%	135.7%	73.4%
归属母公司股东权	1077	1129	1247	1448	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2637	2572	2948	3193	毛利率 (%)	29.5%	30.8%	31.0%	31.4%
<b>现金流量表</b>					净利率 (%)	-5.3%	1.8%	3.6%	5.3%
单位:百万元					ROE (%)	-12.0%	4.2%	9.0%	13.5%
<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROIC (%)	-5.0%	3.8%	7.3%	10.8%
<b>经营活动现金流</b>	325	219	444	443	<b>偿债能力</b>				
净利润	-129	48	113	195	资产负债率 (%)	59.2%	56.1%	57.7%	54.6%
折旧摊销	289	159	159	159	净负债比率 (%)	145.0%	127.7%	136.4%	120.4%
财务费用	28	8	6	4	流动比率	0.47	0.59	0.88	1.16
投资损失	0	2	2	3	速动比率	0.35	0.46	0.73	1.01
营运资金变动	143	-12	151	67	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	-278	75	-25	144	总资产周转率	0.90	1.01	1.13	1.19
<b>投资活动现金流</b>	-236	-9	-7	-7	应收账款周转率	27.41	27.31	27.27	26.67
资本支出	-236	-7	-4	-5	应付账款周转率	5.45	6.67	6.67	6.67
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	0	-2	-2	-3	每股收益	-0.32	0.12	0.28	0.49
<b>筹资活动现金流</b>	-92	-91	-22	-27	每股经营现金流薄)	0.81	0.55	1.11	1.11
短期借款	-77	-58	-60	-62	每股净资产	2.68	2.82	3.11	3.61
长期借款	49	-25	44	39	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	—	94.74	40.19	23.18
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	4.75	4.01	3.63	3.13
其他筹资现金流	-64	-8	-6	-4	EV/EBITDA	29.91	19.91	13.57	9.35
<b>现金净增加额</b>	-3	120	415	410					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



## 分析师与研究助理简介

**分析师：**刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6 年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

**分析师：**陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。