

一鸣食品 (605179.SH)

2022 年利润承压，2023 年改善可期

事件：一鸣食品发布 2022 年年报和 2023 年一季报。公司 2022 年实现营业收入 24.3 亿元，同比+5.0%，归母净利润亏损 1.3 亿元，去年同期盈利 0.2 亿元；2023Q1 实现营业收入 5.8 亿元，同比+4.0%，实现归母净利润 0.05 亿元，同比+111.5%，单季度实现扭亏为盈。

收入端：线上和直销渠道发力，整体收入增长稳健。**1) 分产品：**2022 年公司乳品/烘焙/其他食品收入分别为 11.8/9.5/1.1 亿元，同比+4.7%/+8.5%/-4.7%；**2) 分渠道：**公司加盟/经销/线上/直销/直营收入分别为 8.5/3.4/0.3/3.1/7.1 亿元，同比-6.1%/-2.9%/+44.6%/+22.2%/+20.6%。2022 年受外部环境扰动，公司门店客流下降明显，为应对市场变化，公司通过系列优惠帮扶政策，与加盟商共担风险。截至 2022 年末门店数达 1929 家，其中加盟/直营分别为 1274/655 家，同比净增 49 家/减少 259 家。非门店业务方面，公司针对江苏 To B 等早餐系统及学童奶等客群进行重点开发，部分对冲线下客流减少带来的收入端扰动。2023Q1 公司实现整体收入稳健增长，其中加盟/经销/线上/直销/直营渠道收入分别为 9.4%/-16.3%/+153.7%/+35.4%/-15.1%，加盟门店稳健增长，直营门店略有调整，线上和直销发展迅速。

利润端：受原材料及固定成本增加，盈利同比略有扰动。2022 年公司实现毛利率 29.5%，同比-1.6pcts；净利率-5.3%，为 2016 年以来首年亏损，同比-6.2pcts，对比 2019 年公司净利率为 8.7%，近些年在外部环境扰动下盈利端冲击显著；具体拆解看，2022 年销售费用率/管理费用率分别 25.6%/5.9%，同比+3pcts/+0.2pcts。2022 年在能耗价格上涨带来生及运输成本增加外，公司嘉兴和江苏募投项目投入使用也带来固定成本的增加。2023Q1 公司实现毛利率 29.3%，同比-1.5pcts，净利率 0.8%，同比+8.0pcts，拆解看主要系销售费用率同比大幅回落至 19.1%，同比-12.2pcts，随着客流修复及直营门店调整接近尾声，盈利有望迎来改善。

盈利预测：考虑公司差异化渠道建设，我们预计 2023-2025 年收入 27.7/32.5/36.9 亿元，归母净利润 0.9/1.8/2.8 亿元，同比+170.7%/+96.0%/+55.5%，当前市值对应 PE 48/25/16 倍，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、加盟商管理及品牌被仿冒风险、原材料价格波动。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,316	2,433	2,773	3,248	3,694
增长率 yoy (%)	19.0	5.0	14.0	17.1	13.7
归母净利润(百万元)	20	-129	91	179	279
增长率 yoy (%)	-84.7	-737.9	170.7	96.0	55.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.05	-0.32	0.23	0.45	0.69
净资产收益率(%)	1.7	-12.0	7.8	13.5	17.7
P/E(倍)	217.7	-34.1	48.3	24.6	15.8
P/B(倍)	3.6	4.1	3.8	3.3	2.8

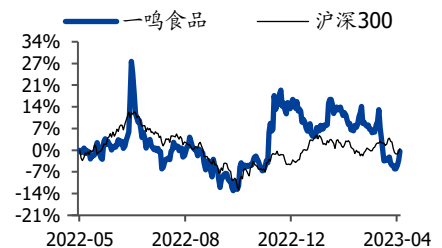
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	饮料乳品
前次评级	增持
4月28日收盘价(元)	11.00
总市值(百万元)	4,411.00
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)	3.12

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 胡慧

执业证书编号：S0680122020012

邮箱：huhui@gszq.com

相关研究

- 《一鸣食品(605179.SH): Q3 增长稳健，利润扭亏为盈》2022-10-31
- 《一鸣食品(605179.SH): 收入稳健增长，利润短期承压》2022-04-25

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	580	607	527	631	779
现金	297	312	220	238	382
应收票据及应收账款	79	99	104	133	137
其他应收款	25	35	33	47	44
预付账款	29	23	36	33	45
存货	97	127	122	169	158
其他流动资产	53	11	11	11	11
非流动资产	2190	2030	2130	2263	2381
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1486	1557	1643	1793	1900
无形资产	123	123	148	157	173
其他非流动资产	581	350	339	312	307
资产总计	2770	2637	2658	2894	3160
流动负债	1264	1290	1249	1358	1408
短期借款	296	219	219	219	219
应付票据及应付账款	401	406	490	557	621
其他流动负债	567	665	539	582	568
非流动负债	293	270	241	213	182
长期借款	128	176	147	119	88
其他非流动负债	166	94	94	94	94
负债合计	1558	1561	1490	1571	1590
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	401	401	401	401	401
资本公积	461	461	461	461	461
留存收益	349	214	291	456	701
归属母公司股东权益	1213	1077	1168	1322	1570
负债和股东权益	2770	2637	2658	2894	3160

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	371	325	311	383	515
净利润	20	-129	91	179	279
折旧摊销	130	179	159	182	192
财务费用	5	22	1	1	-1
投资损失	1	2	1	1	1
营运资金变动	133	143	59	21	45
其他经营现金流	82	107	0	0	0
投资活动现金流	-596	-236	-260	-315	-311
资本支出	604	261	100	132	118
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	8	25	-160	-182	-193
筹资活动现金流	-330	-92	-143	-51	-59
短期借款	118	-77	0	0	0
长期借款	-182	49	-29	-28	-31
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-266	-64	-114	-23	-28
现金净增加额	-555	-3	-92	17	145

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2316	2433	2773	3248	3694
营业成本	1597	1715	1903	2224	2501
营业税金及附加	15	19	19	23	26
营业费用	523	622	576	626	693
管理费用	132	143	153	175	196
研发费用	45	48	56	65	73
财务费用	5	22	1	1	-1
资产减值损失	-1	-8	-3	-4	-6
其他收益	28	20	30	31	27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-2	-1	-1	-1
资产处置收益	-5	-10	0	0	0
营业利润	18	-143	98	168	237
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	9	28	18	20	19
利润总额	10	-170	82	150	220
所得税	-10	-41	-10	-29	-59
净利润	20	-129	91	179	279
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	20	-129	91	179	279
EBITDA	158	25	251	343	419
EPS (元)	0.05	-0.32	0.23	0.45	0.69

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	19.0	5.0	14.0	17.1	13.7
营业利润(%)	-89.3	-882.7	168.6	72.2	40.8
归属于母公司净利润(%)	-84.7	-737.9	170.7	96.0	55.5
获利能力					
毛利率(%)	31.1	29.5	31.4	31.5	32.3
净利率(%)	0.9	-5.3	3.3	5.5	7.5
ROE(%)	1.7	-12.0	7.8	13.5	17.7
ROIC(%)	2.9	-6.8	6.2	10.7	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	56.2	59.2	56.1	54.3	50.3
净负债比率(%)	33.7	30.3	23.6	17.6	3.7
流动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.2
应收账款周转率	35.4	27.3	27.3	27.3	27.3
应付账款周转率	5.3	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	-0.32	0.23	0.45	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.81	0.78	0.96	1.28
每股净资产(最新摊薄)	3.02	2.68	2.91	3.30	3.92
估值比率					
P/E	217.7	-34.1	48.3	24.6	15.8
P/B	3.6	4.1	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	30.6	187.5	18.6	13.5	10.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

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中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：021-38124100
 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