

# 一鸣食品 (605179.SH)

## 收入稳健增长，利润短期承压

**事件：一鸣食品发布 2021 年年度报告，与业绩快报一致。**全年实现营业收入 23.16 亿元，同比+18.96%，归母净利润 0.20 亿元，同比-84.70%，扣非净利润 0.07 亿元，同比-93.90%。Q4 实现营业收入 6.31 亿元，同比+8.62%，归母净利润-0.41 亿元，同比-223.17%，扣非净利润-0.41 亿元，同比-227.49%。拟 10 股派现金红利 0.16 元（含税）。

**直营门店开店加速，疫情扰动单店略有承压。****1) 开店：**2021 年公司奶吧门店数为 2139 家，其中加盟门店 1225 家，直营门店 914 家；公司加大力度深耕华东市场，重点拓展新城市区域，年度新开门店 569 家（其中直营门店 467 家），已签约待开业店 106 家。**2) 单店：**加盟/直营单店收入为 74 万元/64 万元，同比+2.8%/-25.7%。直营店单店下滑主要源自下半年新拓展区域疫情反复，交通枢纽店和学校店客流下降，门店产品销售情况受到一定影响。**3) 分品类：**乳品/烘焙食品/其他食品分别为 11.25/8.72/1.19 亿元，同比+8.83%/+23.41%/+67.62%。**4) 分渠道：**加盟/经销/线上/直销/直营分别为 9.07/3.46/0.21/2.54/5.87 亿元，同比+1.2%/+40.3%/+43.2%/+24.2%/+30.8%。**5) 分区域：**浙江/江苏/上海/福建分别实现营业收入 18.1/2.5/0.3/0.09 亿元，同比+13.5%/+37.8%/+65.8%/+41.5%/+43.2%。

**多重因素毛利率短期承压，渠道拓张费用投放前置。****1) 毛利率：**2021 年公司主营业务毛利率 32.83%，考虑运输成本口径调整同比-1.85pct。主要因原材料价格上涨、募投项目（嘉兴一鸣与江苏一鸣）投入使用及去年社保减免低基数影响。**2) 费用率：**2021 年公司销售费用率为 22.59%，同比+2.73pct，主要源自直营门店数增加带来门店费用的增长，全年净利率为 0.87%，同比-5.93pct。

**盈利预测：**受疫情影响公司短期利润有所承压，考虑公司差异化渠道建设，“中央工厂+连锁门店”的零售模式，乳品+烘焙双轮驱动产品矩阵，长期仍具有较大成长空间。我们预计 2022/23/24 年收入 25.6/31.9/40.7 亿元，归母净利润 0.53/1.26/1.87 亿元，同比+163.9%/135.0%/48.7%，当前市值对应 PE 90.0/38.3/25.8 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格波动，疫情影响单店收入，食品安全问题

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,947	2,316	2,560	3,187	4,068
增长率 yoy (%)	-2.5	19.0	10.5	24.5	27.6
归母净利润(百万元)	132	20	53	126	187
增长率 yoy (%)	-23.9	-84.7	163.9	135.0	48.7
EPS 最新摊薄(元)	0.33	0.05	0.13	0.31	0.47
净资产收益率(%)	10.3	1.7	4.2	9.2	12.2
P/E(倍)	36.3	237.5	90.0	38.3	25.8
P/B(倍)	3.7	4.0	3.8	3.5	3.2

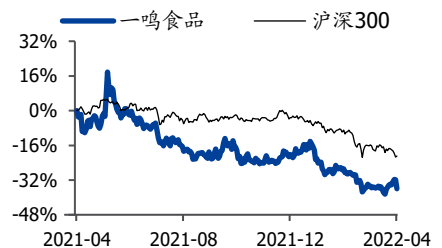
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价

### 增持（维持）

#### 股票信息

行业	饮料乳品
前次评级	增持
4月22日收盘价(元)	12.00
总市值(百万元)	4,812.00
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)	1.68

#### 股价走势



#### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《一鸣食品（605179.SH）：Q1 各渠道收入恢复增长，毛利率承压待改善》2021-04-30
- 2、《一鸣食品（605179.SH）：一体化经营奶吧连锁，为新鲜生活而鸣》2021-03-17

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1085	580	313	387	413	<b>营业收入</b>	1947	2316	2560	3187	4068
现金	837	297	48	0	0	营业成本	1168	1597	1774	2157	2731
应收票据及应收账款	52	79	65	115	115	营业税金及附加	13	15	18	21	27
其他应收款	38	25	44	42	68	营业费用	496	523	529	668	853
预付账款	17	29	21	41	39	管理费用	105	132	151	187	239
存货	63	97	81	136	138	研发费用	42	45	53	65	83
其他流动资产	79	53	53	53	53	财务费用	-6	5	7	5	13
<b>非流动资产</b>	1330	2190	2280	2621	3107	资产减值损失	-1	-1	0	-1	-1
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	45	28	29	32	33
固定资产	755	1486	1567	1876	2319	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	61	123	152	191	221	投资净收益	0	-1	0	0	0
其他非流动资产	514	581	561	554	567	资产处置收益	-2	-5	0	0	0
<b>资产总计</b>	2415	2770	2593	3007	3520	<b>营业利润</b>	170	18	57	116	156
<b>流动负债</b>	794	1264	1048	1360	1700	营业外收入	2	1	1	2	2
短期借款	178	296	296	302	671	营业外支出	24	9	11	13	14
应付票据及应付账款	200	401	267	546	483	<b>利润总额</b>	149	10	47	104	143
其他流动负债	416	567	486	512	547	所得税	17	-10	-6	-22	-44
<b>非流动负债</b>	331	293	278	279	293	<b>净利润</b>	132	20	53	126	187
长期借款	310	128	113	113	127	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	166	166	166	166	<b>归属母公司净利润</b>	132	20	53	126	187
<b>负债合计</b>	1125	1558	1327	1639	1993	EBITDA	247	158	205	298	371
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.05	0.13	0.31	0.47
股本	401	401	401	401	401						
资本公积	461	461	461	461	461						
留存收益	427	349	394	492	628						
归属母公司股东权益	1290	1213	1266	1369	1527						
<b>负债和股东权益</b>	2415	2770	2593	3007	3520						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	210	371	94	480	327
净利润	132	20	53	126	187
折旧摊销	91	130	141	173	194
财务费用	-6	5	7	5	13
投资损失	0	1	0	0	0
营运资金变动	-11	133	-107	176	-67
其他经营现金流	3	82	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-497	-596	-231	-514	-680
资本支出	509	604	90	341	486
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	12	8	-141	-173	-194
<b>筹资活动现金流</b>	816	-330	-112	-21	-15
短期借款	122	118	0	0	0
长期借款	201	-182	-15	0	14
普通股增加	61	0	0	0	0
资本公积增加	436	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4	-266	-97	-21	-29
<b>现金净增加额</b>	529	-555	-248	-54	-368

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-2.5	19.0	10.5	24.5	27.6
营业利润(%)	-22.7	-89.3	213.4	102.4	34.7
归属于母公司净利润(%)	-23.9	-84.7	163.9	135.0	48.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.0	31.1	30.7	32.3	32.9
净利率(%)	6.8	0.9	2.1	3.9	4.6
ROE(%)	10.3	1.7	4.2	9.2	12.2
ROIC(%)	7.6	2.9	3.9	7.6	9.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.6	56.2	51.2	54.5	56.6
净负债比率(%)	-24.8	33.7	43.6	44.9	66.1
流动比率	1.4	0.5	0.3	0.3	0.2
速动比率	1.2	0.3	0.2	0.1	0.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	42.7	35.4	35.4	35.4	35.4
应付账款周转率	6.2	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.05	0.13	0.31	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.93	0.24	1.20	0.82
每股净资产(最新摊薄)	3.22	3.02	3.16	3.41	3.81
<b>估值比率</b>					
P/E	36.3	237.5	90.0	38.3	25.8
P/B	3.7	4.0	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	18.2	33.1	26.2	18.2	15.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 4 月 22 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
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	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