2023 年 04 月 27 日

证券研究报告•2022 年报&2023 年一季报点评

祖名股份（003030） 农林牧渔

买入（维持）

当前价：24.35 元

目标价：31.95 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

股权投资进入新阶段，全国化扩张加速推进

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 全年实现营收 14.9 亿元（+11.2%），实现归母净利润 3838 万元（-31.1%）；其中 2022Q4 单季度实现营收 3.7 亿元（-0.1%），实现归母净利润 112 万元（-91.3%）。2023Q1 公司实现营收 3.2 亿元（-3.6%），实现归母净利润 934 万元（+20.3%）。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。
- **生鲜基本盘稳健增长，豆奶、休闲贡献增量。**1、分品类看，2022 年生鲜豆制品、植物蛋白饮品、休闲豆制品分别实现营业收入 9.8 亿元（+9.4%）、2.3 亿元（+11.5%）、7453 万元（+14.8%）。公司产品丰富，随着公司玉米汁新品进入更多渠道、休闲豆制品调整口味和包装、生鲜豆制品餐饮端恢复，2023 年公司内生收入将实现更快增长。2、经销模式、直销模式、商超模式分别实现收入 9.4 亿元（+8.4%）、1.9 亿元（+20.7%）、3.6 亿元（+14.4%）。截至 2021 年末，公司共有经销商 1644 家，净增加 191 家。
- **成本压力+一次性费用，2022 盈利能力短期承压。**1、2022 年整体毛利率 25.4%，同比下降 1.1pp；2023Q1 毛利率 25.7%，同比提升 1.8pp。毛利率变化主要由于大豆价格波动，公司通过提高精细化管理水平、改善产品结构等方式以应对。2、费用率方面，2022 年销售费用率 15.3%，同比增加 0.6pp，主要由于亚运会相关投入、与企业战略咨询公司合作；管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.7%、0.6%、0.5%，基本持平。2022 年整体净利率 25.4%，同比下降 1.6pp；2023Q1 净利率 2.7%，同比提升 0.4pp。
- **全国化扩张持续推进，长期成长空间广阔。**1、股权投资方面，设立北京合资公司、山西合资公司，公司将委派董事长和财务负责人，与北京香香、太原金大豆的合作进入新阶段；与贵州龙缘盛、南京果果的合作持续推进。成立合资公司的模式可有效规避合作企业的历史沿革、财务规范等问题，可以更快体现收益。2、公司将持续着力拓展长三角、京津冀、珠三角、华中省会城市，持续巩固公司在豆制品行业的领先地位，中长期发展逻辑得到进一步强化。3、祖名为 2022 亚运会及亚残运会官方豆制品供应商，品牌力将进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年归母净利润分别为 8820 万元、1.2 亿元、1.5 亿元，EPS 分别为 0.71 元、0.98 元、1.20 元，对应动态 PE 分别为 34 倍、25 倍、20 倍。给予公司 2023 年 45 倍估值，对应目标价 31.95 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**大豆价格持续上涨风险；项目落地或不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1487.45	1781.58	2069.04	2338.34
增长率	11.24%	19.77%	16.14%	13.02%
归属母公司净利润（百万元）	38.38	88.20	122.86	149.96
增长率	-31.12%	129.82%	39.29%	22.06%
每股收益 EPS（元）	0.31	0.71	0.98	1.20
净资产收益率 ROE	3.65%	7.98%	10.37%	11.78%
PE	79	34	25	20
PB	2.93	2.75	2.57	2.39

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

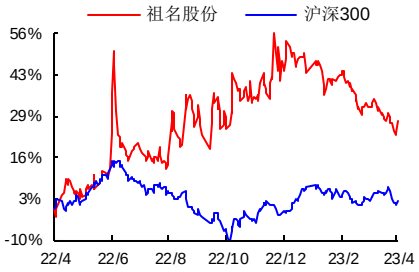
邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：夏霁

电话：021-58351959

邮箱：xiaji@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.25
流通 A 股(亿股)	0.50
52 周内股价区间(元)	18.65-29.59
总市值(亿元)	30.38
总资产(亿元)	16.96
每股净资产(元)	8.21

相关研究

1. 祖名股份(003030)：盈利能力持续承压，豆制品龙头优势不改 (2022-10-30)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司省外拓展逐步推进，生鲜豆制品仍有较大替代中小型企业的空间，预计 2023-2025 年生鲜豆制品销量增速分别为 16%、12%、10%，吨价增速分别为 2%、1%、持平。

假设 2：玉米汁、养自己豆乳有较大空间，预计 2023-2025 年植物蛋白饮品销量增速分别为 35%、20%、15%，吨价增速分别为 10%、5%、3%。

假设 3：受益于大豆价格下行、公司产品结构改善，预计 2023-2025 年公司整体毛利率为 28.2%、29.3%、29.7%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
生鲜豆制品	收入	978.0	1157.2	1309.0	1439.9
	增速	9.4%	18.3%	13.1%	10.0%
	毛利率	24.0%	27.0%	27.7%	27.7%
植物蛋白饮品	收入	233.1	346.2	436.2	516.7
	增速	11.5%	48.5%	26.0%	18.5%
	毛利率	27.8%	35.6%	38.7%	40.5%
休闲豆制品	收入	74.5	77.9	93.5	116.9
	增速	14.8%	20.0%	20.0%	25.0%
	毛利率	7.4%	8.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	1487.4	1781.6	2069.0	2338.3
	增速	11.2%	19.8%	16.1%	13.0%
	毛利率	25.4%	28.2%	29.3%	29.7%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 17.8 亿元（+19.8%）、20.7 亿元（+16.1%）、23.4 亿元（+13%），归母净利润分别为 8820 万元（+130%）、1.2 亿元（+39.3%）、1.5 亿元（+22%），EPS 分别为 0.71 元、0.98 元、1.20 元，对应动态 PE 分别为 34 倍、25 倍、20 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值（亿元）	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603288.SH	海天味业	3219	69.47	1.43	1.48	1.73	1.97	56	47	40	35
600872.SH	中炬高新	284	36.19	1.01	0.93	1.12	1.28	36	39	32	28
603345.SH	安井食品	497	169.56	2.99	4.94	6.20	7.68	54	34	27	22
平均值								**49**	**40**	**33**	**29**
003030.SZ	祖名股份	30	24.35	0.31	0.71	0.98	1.20	79	34	25	20

数据来源：Wind，西南证券整理

综合考虑行业地位和未来成长空间，此处选择食品行业中的海天味业、中炬高新、安井食品3家细分龙头作为可比研究对象；3家公司2023年平均估值为40倍。基于公司是生鲜豆制品细分龙头，同时处于全国化扩张期，给予2023年45倍估值，对应目标价31.95元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1487.45	1781.58	2069.04	2338.34
营业成本	1110.26	1279.30	1463.39	1644.48
营业税金及附加	7.32	8.91	10.35	11.69
销售费用	227.09	265.46	308.29	348.41
管理费用	69.53	92.64	107.59	121.59
财务费用	7.79	19.59	18.34	15.64
资产减值损失	-2.62	0.00	0.00	0.00
投资收益	-5.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.28	0.38	0.57	0.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	48.27	116.06	161.66	197.32
其他非经营损益	-0.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	48.13	116.06	161.66	197.32
所得税	10.24	27.85	38.80	47.36
净利润	37.88	88.20	122.86	149.96
少数股东损益	-0.50	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	38.38	88.20	122.86	149.96

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	37.88	88.20	122.86	149.96
折旧与摊销	76.37	48.23	54.13	58.93
财务费用	7.79	19.59	18.34	15.64
资产减值损失	-2.62	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	60.33	-26.51	-18.89	-16.81
其他	13.60	-0.38	-0.57	-0.79
经营活动现金流净额	193.35	129.14	175.87	206.93
资本支出	-201.08	-30.00	-20.00	-20.00
其他	-81.62	0.38	0.57	0.79
投资活动现金流净额	-282.71	-29.62	-19.43	-19.21
短期借款	-48.71	-15.18	-65.25	-83.72
长期借款	-167.87	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-18.72	-19.19	-44.10	-61.43
其他	157.44	-184.91	-18.34	-15.64
筹资活动现金流净额	-77.85	-219.28	-127.69	-160.79
现金流量净额	-167.13	-119.76	28.75	26.93

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	297.92	178.16	206.90	233.83
应收和预付款项	205.80	246.25	285.87	323.03
存货	77.84	89.69	102.59	115.29
其他流动资产	6.50	7.78	9.04	10.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1080.75	1072.21	1050.62	1027.08
无形资产和开发支出	49.85	40.41	28.13	13.00
其他非流动资产	30.90	30.64	30.37	30.11
资产总计	1749.55	1665.14	1713.54	1752.57
短期借款	191.12	175.94	110.69	26.97
应付和预收款项	157.13	181.57	207.93	233.77
长期借款	50.06	50.06	50.06	50.06
其他负债	314.41	151.72	160.25	168.64
负债合计	712.72	559.29	528.93	479.43
股本	124.78	124.78	124.78	124.78
资本公积	526.96	526.96	526.96	526.96
留存收益	384.12	453.14	531.89	620.43
归属母公司股东权益	1035.86	1104.88	1183.63	1272.17
少数股东权益	0.97	0.97	0.97	0.97
股东权益合计	1036.84	1105.85	1184.61	1273.14
负债和股东权益合计	1749.55	1665.14	1713.54	1752.57

财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
销售收入增长率	11.24%	19.77%	16.14%	13.02%
营业利润增长率	-32.65%	140.41%	39.29%	22.06%
净利润增长率	-32.01%	132.84%	39.29%	22.06%
EBITDA 增长率	-9.64%	38.84%	27.33%	16.13%
获利能力				
毛利率	25.36%	28.19%	29.27%	29.67%
三费率	20.47%	21.20%	20.99%	20.77%
净利率	2.55%	4.95%	5.94%	6.41%
ROE	3.65%	7.98%	10.37%	11.78%
ROA	2.17%	5.30%	7.17%	8.56%
ROIC	3.67%	8.02%	10.44%	12.26%
EBITDA/销售收入	8.90%	10.32%	11.32%	11.63%
营运能力				
总资产周转率	0.86	1.04	1.22	1.35
固定资产周转率	1.83	2.13	2.39	2.70
应收账款周转率	10.68	12.61	12.43	12.28
存货周转率	14.11	15.27	15.22	15.09
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.64%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	40.74%	33.59%	30.87%	27.36%
带息债务/总负债	33.84%	40.41%	30.39%	16.07%
流动比率	1.03	1.25	1.56	2.03
速动比率	0.89	1.04	1.30	1.68
股利支付率	48.77%	21.76%	35.90%	40.96%
每股指标				
每股收益	0.31	0.71	0.98	1.20
每股净资产	8.30	8.85	9.49	10.20
每股经营现金	1.55	1.03	1.41	1.66
每股股利	0.15	0.15	0.35	0.49

业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	132.44	183.88	234.13	271.89
PE	79.17	34.45	24.73	20.26
PB	2.93	2.75	2.57	2.39
PS	2.04	1.71	1.47	1.30
EV/EBITDA	23.55	16.63	12.66	10.49
股息率	0.62%	0.63%	1.45%	2.02%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn