

祖名股份 (003030)

公司研究/深度报告

豆制品优势品牌，夯实基础乘风破浪

——祖名股份 (003030) 新股研究报告

深度研究报告/食品饮料行业

2020 年 12 月 30 日

报告摘要：

● 豆制品优势品牌，业绩表现出众

祖名股份创立于 1994 年，持续深耕豆制品领域，已在江浙沪区域形成强大品牌优势。2019 年祖名股份实现收入 10.5 亿元，同比增长 12%，实现归母净利润 0.9 亿元，同比大幅增长 41%。公司主要产品豆腐/千张及素鸡/豆腐干/自立袋豆奶合计实现 2/3 收入。经过多年发展，公司在江浙沪区域形成强大品牌力，三地合计贡献 90% 以上收入。

● 豆制品行业规模持续扩大，龙头厂商迎来优势发展机遇

2019 年全国豆制品批发市场规模为 1222 亿元，2015-2019 年食品加工行业大豆投豆量年复合增长率为 4.3%，预计未来豆制品行业仍将稳步扩容。豆制品 50 强规模企业销售额合计 266 亿元，CR50 为 22%，目前市场格局非常分散，随着行业规模化水平持续提升，以及龙头公司品牌力日益凸显，预计市场集中度将持续提升。

● 公司生鲜豆制品优势明确，渠道拓张增加发展潜力

1. 产品力：公司是业内少有覆盖“生鲜+饮品+休闲”食品的企业。2019 年生鲜豆制品/植物蛋白饮料分别占收入 61%/19%。生鲜豆制品量价齐升推动收入较快增长；植物蛋白饮料受消费结构调整影响收入有所下滑。**2. 渠道力：**公司渠道端以经销为主，商超为辅，直销正处快速拓展阶段。2019 年经销/商超/直销渠道分别贡献收入 67.5%/23.9%/8.6%。**3. 供应链：**公司在供应链全流程均建立显著竞争优势。采购端，公司采购支出下降带来成本端红利。生产端，主要产品均为自主生产，规模化量产有效提高生产效率与产品品质。物流端，公司自主搭建冷链配送系统，有效保障食品新鲜度。

● 生产线技改、研发中心升级，助力公司长足发展

IPO 拟募集 4.74 亿元，主要用于生产线技改及研发中心建设。随着行业标准化水平提升，公司引进自动化生产设备，在扩大产能规模的同时，有效提升自动化生产水平。升级研发与检测中心，提高研发水平，丰富产品结构，满足消费者差异化需求；增强检测实力，进一步保障食品安全，护航公司长期稳健发展。

● 投资建议

预计 2020-2022 年公司实现收入 12.05/13.48/15.70 亿元，同比+15.0%/+11.9%/+16.5%；实现归母净利润 1.17/1.39/1.73 亿元，同比+30.2%/+18.6%/+24.0%。本次发行后公司总股本为 12478 万股，摊薄后 EPS 分别为 0.94/1.12/1.38 元。公司 IPO 定价 15.18 元，为 2019 年净利润及扣非归母净利润孰低的 23X，对应 2020 年为 16XPE，明显低于其他食品行业 2020 年平均 34XPE 及可比公司平均 39XPE 的估值水平。考虑到公司未来产能投放及营销渠道扩张带来的销量增长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧，新品推广不及预期，原材料价格波动风险，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,048	1,205	1,348	1,570
增长率 (%)	11.6%	15.0%	11.9%	16.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	90	117	139	173
增长率 (%)	41.0%	30.2%	18.6%	24.0%
每股收益 (元)	0.72	0.94	1.12	1.38
PE (现价)	21.0	16.1	13.6	11.0
PB	2.8	2.3	1.5	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

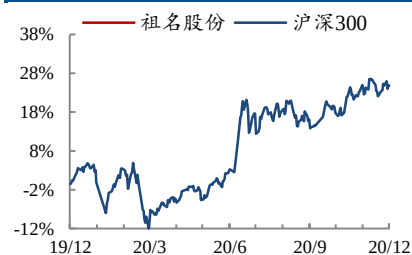
当前价格： 15.18

交易数据

近 12 个月最高/最低 (元)

总股本 (百万股)	125
流通股本 (百万股)	31
流通股比例 (%)	25.00
总市值 (亿元)	0
流通市值 (亿元)	0

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

目录

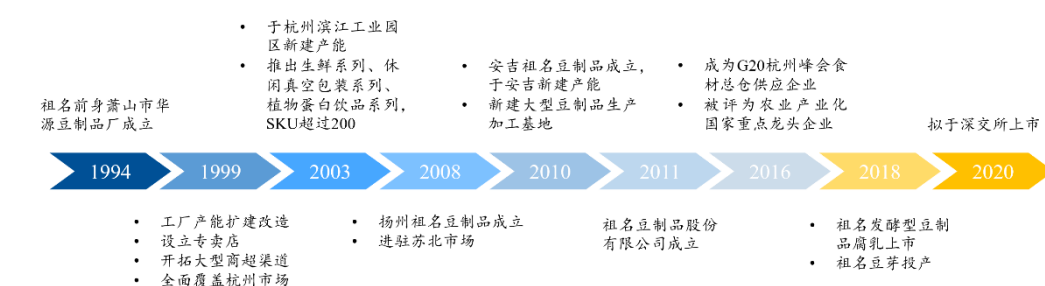
一、豆制品优势品牌，业绩表现出众.....	3
(一) 二十余年发展，持续深耕豆制品领域.....	3
(二) 收入稳定增长，业绩持续向好.....	4
(三) 股权结构稳定，管理层经验丰富.....	5
二、豆制品行业规模持续扩大，龙头厂商迎来优势发展机遇.....	7
(一) 豆制品行业稳定扩容，集中度有望持续提升.....	7
(二) 豆制品各细分领域均实现较快增长.....	8
三、公司生鲜豆制品优势明确，渠道拓张增加发展潜力.....	10
(一) 产品力：主营产品优势明确，量价齐升推动收入增长.....	10
(二) 渠道力：经销商超稳定覆盖线下市场，直销渠道快速拓展.....	13
(三) 供应链：多环节匠心运营，严格供应链管理.....	14
(四) 休闲豆制品同业对比：祖名尚属培育期，毛利水平有待提升.....	17
四、募投项目分析.....	18
(一) 年产8万吨生鲜豆制品生产线技改项目.....	18
(二) 豆制品研发与检测中心提升项目.....	19
五、盈利预测.....	21
(一) 基本假设与收入拆分.....	21
(二) 相对估值.....	24
(三) 绝对估值.....	24
(四) 投资建议.....	25
六、风险提示.....	25
插图目录.....	27
表格目录.....	28

一、豆制品优势品牌，业绩表现出众

(一) 二十余年发展，持续深耕豆制品领域

祖名股份自 1994 年前身萧山华源豆制品厂创建至今，持续深耕豆制品领域，专注于豆制品的研发、生产和销售。目前拥有生鲜豆制品、植物蛋白饮品、休闲豆制品三大系列，超过 400 种产品。经过多年布局，公司拥有 1400 余家经销商，并与大润发、永辉、世纪联华等大型商超达成深度合作，此外与海底捞等部分知名餐饮机构等进行直销合作，同时积极布局盒马鲜生、每日优鲜等新零售平台，通过多渠道营销协同开拓市场空间。公司销售范围主要集中于江浙沪地区，已在江浙沪建立起绝对优势，并广泛覆盖全国重点城市。

图1: 公司业务发展历程



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

公司产品以豆制品为基础，主要分为三大类：**1. 生鲜豆制品**，包括豆腐、千张、素鸡、豆腐干等。**2. 植物蛋白饮品**，包括自立袋豆奶及利乐包豆奶，口味包含原味、果蔬、红枣等。**3. 休闲豆制品**，主要包含休闲豆干、豆卷、休闲素肉等。4. 此外，公司还开拓了腐乳、豆芽菜、面筋、年糕等新品类，实现产品多元化布局。形成了以豆制品为基础，其他品类为补充的产品格局。

表1: 公司产品结构

系列	主要产品
生鲜豆制品	
植物蛋白饮品	
休闲豆制品	
其他类	

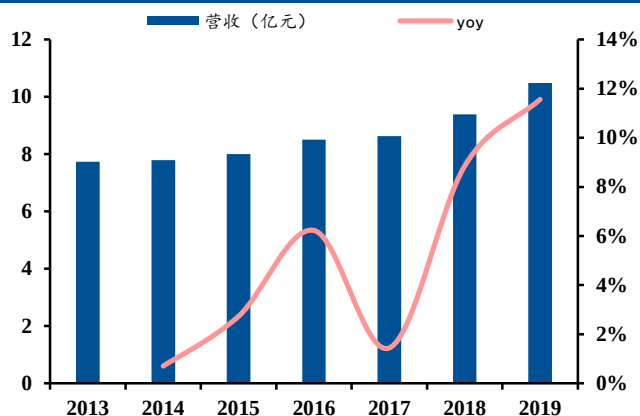
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

(二) 收入稳定增长，业绩持续向好

1、业绩指标靓丽

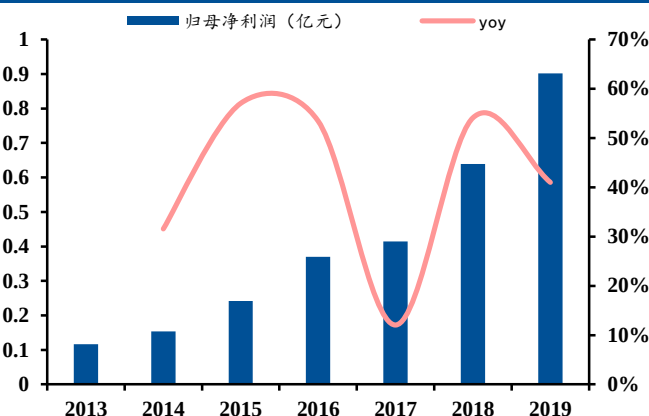
收入稳定增长，利润增幅靓丽。2013-2019 年祖名股份营业收入由 7.74 亿元增长至 10.48 亿元，年复合增长率为 5.18%，归母净利润由 0.12 亿元增长至 0.90 亿元，年复合增长率为 40.59%。收入规模持续扩大主要得益于公司持续加强渠道布局，覆盖更广泛的市场空间，且公司凭借优秀的品牌力与议价力，对主要产品进行提价。同时不断增强费用使用效率，带来利润更大幅度增长。

图2: 2013-2019 年公司收入复合增长率为 5.18%



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图3: 2013-2019 年公司归母净利润复合增长率为 40.59%



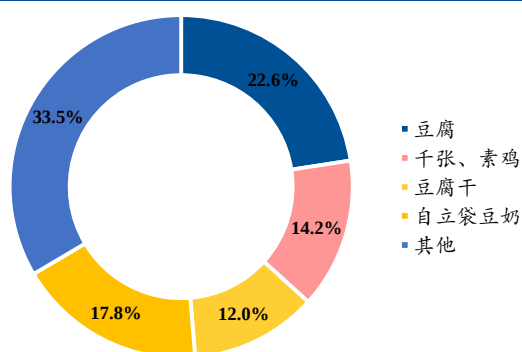
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2、专注于豆制品领域，江浙沪地区深度覆盖

公司持续专注于豆制品领域，生鲜豆制品、植物蛋白饮品构成公司主要产品。2019 年生鲜豆制品/植物蛋白饮品/休闲豆制品/其他产品分别实现收入 6.39/1.99/0.70/1.39 亿元，分别占收入的 61.05%/19.02%/6.69%/13.25%。生鲜豆制品中豆腐/千张及素鸡/豆腐干，及自立袋豆奶分别实现收入占比 22.56%/14.16%/11.98%/17.80%，四大主要产品合计贡献收入 66.49%。

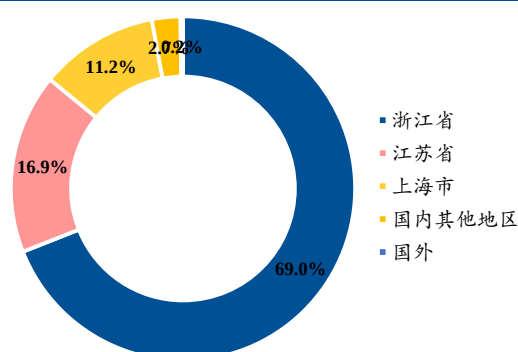
公司销售的区域特征明显，终端渠道集中于江浙沪地区。2019 年浙江/江苏/上海分别实现收入 7.22/1.77/1.17 亿元，分别占收入的 69.01%/16.92%/11.16%，合计贡献 97.09% 收入。公司在浙江本地市场已实现充分覆盖，并逐步辐射周边区域，目前已进驻苏北市场和上海市场。未来将重点开拓上海、江苏及安徽等周边区域，实现空白区域的辐射与深度覆盖，提高市场占有率。

图4: 2019 年豆腐及豆奶等产品合计贡献 66.49% 收入



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图5: 2019 年浙江、江苏、上海三地合计贡献 97.09% 收入



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

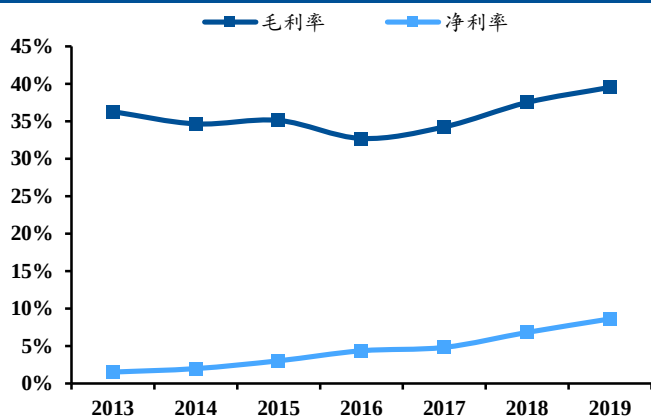
渠道方面，以经销为主，商超为辅。公司豆腐、豆奶等产品均属于短保产品，保质期为 1-3 天，对物流运输的要求极高。同时，豆腐等日常家用食品，需要达成让消费者触手可及的便利性。因此公司销售渠道主要为传统线下渠道，以经销为主，商超为辅，2019 年经销/商超渠道分别实现收入 7.07/2.50 亿元，分别占比 67.53%/23.88%。此外，公司承接部分餐饮集团及食堂直采，2019 年直销业务实现 0.90 亿元收入，占比 8.59%。在线上线下协同发展背景下，公司积极开拓新零售渠道，2019 年与盒马鲜生、每日优鲜等新零售平台达成合作。

3、盈利能力持续优化，控费能力显著增强

毛利率、净利率持续提升。2019 年公司毛利率为 39.53%，同比增加 2.21pct，较 2017 年同比增加 5.55pct。毛利率的持续提升，得益于各产品均有不同幅度提价，同时整体单位成本稍有下滑，共同拉升整体毛利率。收入占比较高的豆腐产品，2019 年销售单价同比提升 12.40%，彰显出公司在豆制品领域较强的议价力。由于公司毛利水平的持续提升，以及规模效应下控费能力日益增强，公司净利率由 2013 年 1.51% 提升至 2019 年 8.61%。

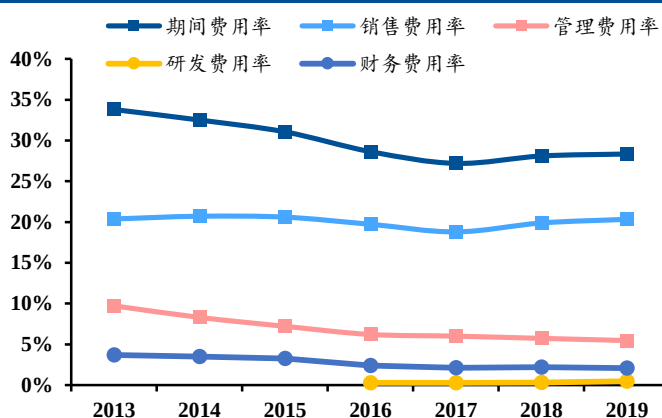
公司控费能力显著，期间费用率维持稳定水平。2019 年公司期间费用率为 28.34%，同比增加 0.24%，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别变化 +0.45pct/-0.26pct/+0.18pct/-0.12pct，至 20.33%/5.47%/0.48%/2.06%。长期来看，2013-2017 年公司期间费用率持续下行，由 33.80% 下降至 27.19%，2017-2019 年公司期间费用率基本保持稳定水平，整体来看控费效应明显。

图6：毛利率、净利率持续提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：期间费用率维持稳定水平

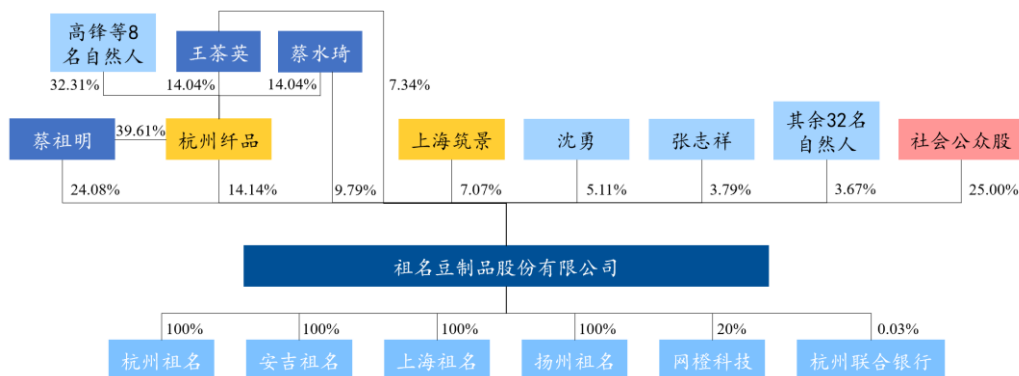


资料来源：Wind，民生证券研究院

(三) 股权结构稳定，管理层经验丰富

实际控制人蔡祖明、蔡水琦、王茶英合计持有公司 50.81% 股权。本次发行前，公司总股本为 9358 万股，拟发行 3120 万股，发行后公司总股本为 12478 万股，占发行后总股本的 25%。发行后，蔡祖明、蔡水琦、王茶英合计直接持有公司 41.24% 股权，并通过杭州纤品间接持有公司 9.57% 股权，合计持有公司 50.81% 股权，为公司实际控制人。蔡祖明与王茶英是夫妻关系，蔡水琦为蔡祖明与王茶英之子。

图8: 公司实际控制人蔡祖明、蔡水琦、王茶英合计持有公司 50.81%股权



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

管理层经验丰富，多年深耕豆制品行业。公司高管多为多年深耕豆制品领域，扎根于祖名股份，跟随公司成长的骨干员工。公司创始人蔡祖明于 1986 年开始个体经商，1994 年与妻子王茶英共同创立华源豆制品厂，即祖名股份前身，随后持续深耕豆制品领域。公司其余高管均为华源豆制品厂、华源有限时期高管，多年专注于豆制品发展，具备丰富的豆制品生产及营销经验。

表2: 管理层经验丰富

姓名	职务	履历
蔡祖明	董事长、总经理	EMBA，1986 年开始个体经商，1994 年创办萧山市华源豆制品厂，现任祖名股份董事长兼总经理、杭州纤品董事长、浙江省绿色农产品协会法定代表人、中国豆制品专业委员会副会长。
王茶英	董事、副总经理、党支部书记	1994 年与蔡祖明先生共同创办萧山市华源豆制品厂，现任祖名股份董事、副总经理、党支部书记。
李国平	董事、副总经理	EMBA，曾任杭州双弧齿轮有限公司销售部经理，华源豆制品销售经理、华源有限销售经理，现任祖名股份董事、副总经理。
赵大勇	副总经理	EMBA，曾任华源豆制品经理、华源有限经理、生产总监、生产副总经理，参与国家发明专利的研发，现任祖名股份副总经理。
高峰	副总经理、董事会秘书、财务总监	中级会计师，曾任杭州市粮油批发交易市场财务科副科长、华源有限财务总监，现任祖名股份副总经理、董事会秘书、财务总监。
蔡水琦	董事、副总经理	硕士，曾任华源有限总经理助理、杭州纤品总经理，现任祖名股份董事、副总经理。

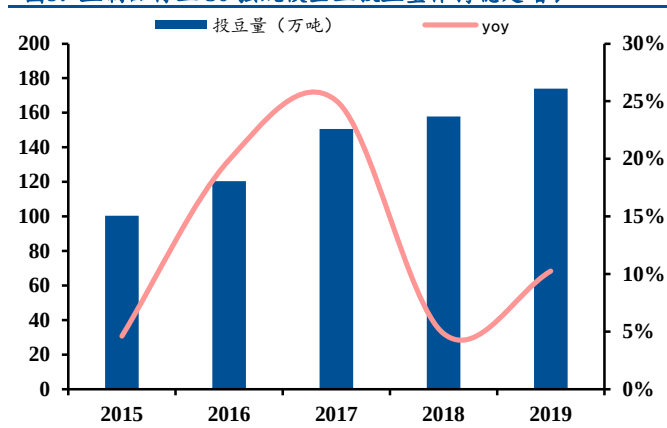
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

二、豆制品行业规模持续扩大，龙头厂商迎来优势发展机遇

(一) 豆制品行业稳定扩容，集中度有望持续提升

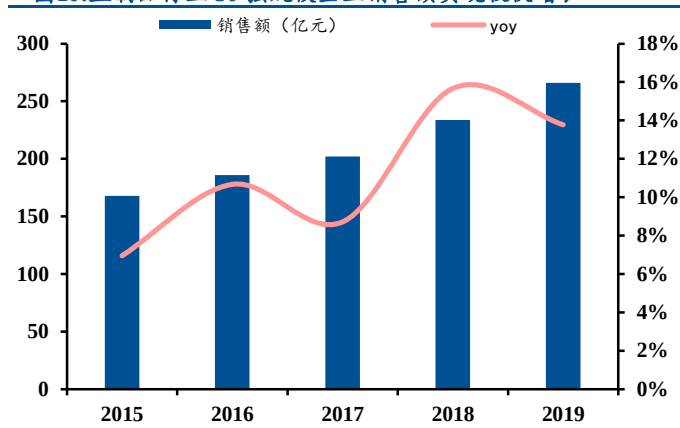
豆制品市场规模稳步扩容。由于豆制品富含人体所必需的矿物质及维生素，契合当下消费者对食品营养性与美味性的需求，推动豆制品市场规模持续扩容。2015-2019 年豆制品行业 50 强规模企业的投豆量由 100.44 万吨增长至 174.04 万吨，年复合增长率为 14.73%，销售额由 167.94 亿元增长至 265.90 亿元，年复合增长率为 12.17%。

图9: 豆制品行业 50 强规模企业投豆量保持稳定增长



资料来源：中国豆制品专业委员会，民生证券研究院

图10: 豆制品行业 50 强规模企业销售额实现较快增长



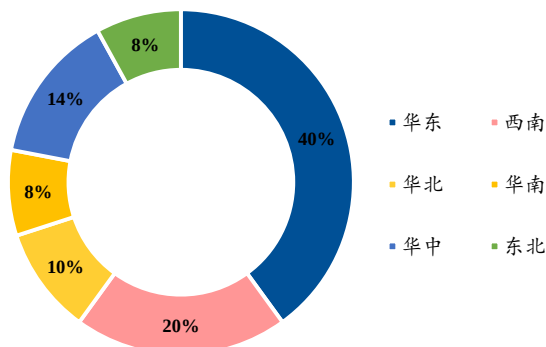
资料来源：中国豆制品专业委员会，民生证券研究院

豆制品的生产发展水平具有较强区域性特征，祖名股份所在的东南区域豆制品生产能力更强。

中国东南部人口密度更大，经济更为发达，同时东南部豆制品饮食传统更为深厚，促使豆制品消费规模及生产水平较西北地区更强。2019 年全国 50 强规模豆制品生产企业分别在华东/华中/华南市场分布 20/7/4 家，合计占 50 强企业的 62%。

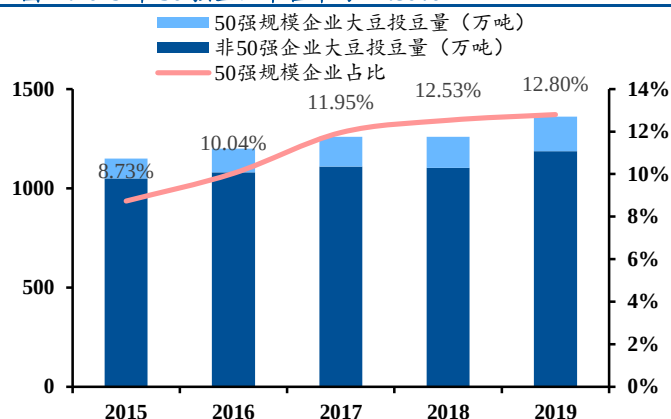
市场分散程度高，未来集中度有望提升。2015-2019 年，中国食品加工行业大豆投豆量从 1150 万吨增加至 1360 万吨，同期 50 强规模企业大豆投豆量由 100.44 万吨增长至 174.04 万吨，50 强企业市场占有率由 8.73% 提升至 12.80%。目前市场集中度依然较低，但市占率提升趋势明确。豆制品属于生鲜类产品，对保鲜程度要求极高，生产商基本以产地为中心，向四周辐射，辐射半径取决于产品保质期及物流运输能力，一般为 150-300 公里。在物理空间上降低了不同区域间豆制品厂商的竞争，一定程度上限制了市场集中度的提升。同时，由于地区发展不平衡以及地区消费习惯差异，全国存在大量小作坊、小企业等传统生产模式，据中国产业信息网数据，截至 2019 年末豆制品行业获食品生产许可证的企业超过 5000 家。但由于小作坊等小型生产商为粗放式生产方式，由人工操作生产，无法保障食品安全性，并且销售半径短，不具备市场竞争力，未来市场重心将向大型规模化企业倾斜。

图11:东南部 50 强规模豆制品生产厂家合计占比 62%



资料来源：中国豆制品专业委员会，民生证券研究院

图12:2019 年 50 强企业市占率为 12.80%



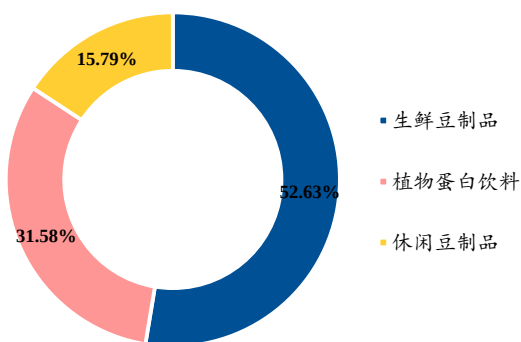
资料来源：中国豆制品专业委员会，民生证券研究院

(二) 豆制品各细分领域均实现较快增长

根据豆制品专业委员会统计，2019 年全国豆制品批发市场规模为 1222.25 亿元，其中用于生鲜豆制品/植物蛋白饮料/休闲豆制品的大豆投豆量分别占比 52.63%/31.58%/15.79%，测算出三者市场容量分别为 643.27/385.99/192.99 亿元。

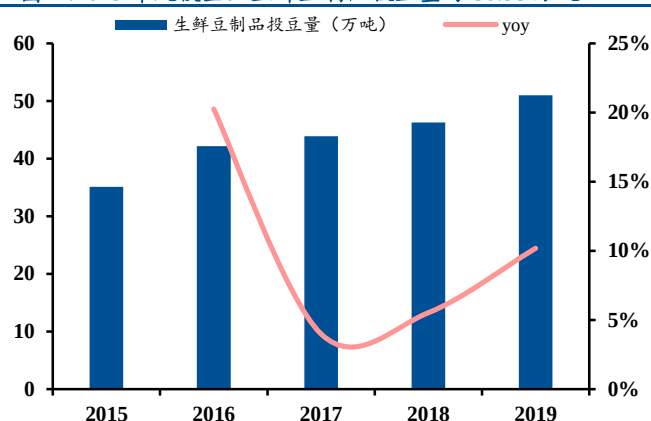
生鲜豆制品：生鲜豆制品由于满足消费者对食品营养化的需求特点，符合日常消费习惯及健康化消费趋势，从而生鲜豆制品行业取得了较快发展。根据豆制品专业委员会数据，2015-2019 年 50 强规模企业用于生鲜豆制品的投豆量由 35.07 万吨提升至 50.98 万吨，年复合增长率为 9.8%。

图13:2019 年全国豆制品市场结构



资料来源：中国豆制品专业委员会，民生证券研究院

图14:2019 年规模企业生鲜豆制品投豆量为 50.98 万吨



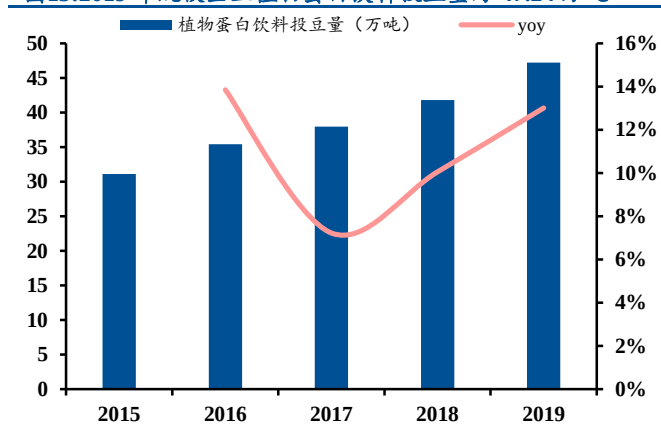
资料来源：中国豆制品专业委员会，民生证券研究院

植物蛋白饮品：植物蛋白饮品具有低胆固醇、低饱和脂肪、高蛋白质等特点，属于健康型饮料，同时豆浆等产品契合中国消费者早餐食用特点，从而实现了市场规模的快速扩大。2015-2019 年，50 强规模企业用于植物蛋白饮品的投豆量从 31.11 万吨增长至 47.24 万吨，年复合增长率为 11.01%。

休闲豆制品：以休闲豆干、休闲素肉为代表的休闲豆制品具备风味化特征，能部分替代肉制品，成为健康化休闲零食。同时保质期更长，通过真空小包装实现即食便携等特点，方便全国化运输及营销。经过 10 余年发展，休闲豆制品正进入有利发展阶段，2015-2019 年，50 强规模企业

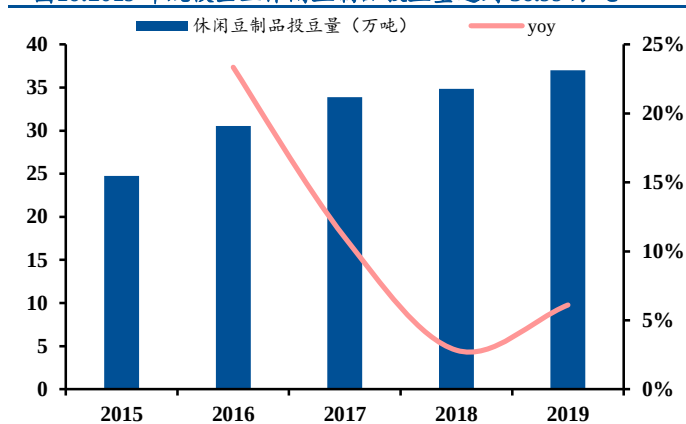
用于植物蛋白饮品的投豆量从 24.76 万吨增长至 36.99 万吨，年复合增长率为 10.56%。

图15:2019 年规模企业植物蛋白饮料投豆量为 47.24 万吨



资料来源：中国豆制品专业委员会，民生证券研究院

图16:2019 年规模企业休闲豆制品投豆量达到 36.99 万吨



资料来源：中国豆制品专业委员会，民生证券研究院

三、公司生鲜豆制品优势明确，渠道拓张增加发展潜力

公司为江浙沪豆制品领导品牌之一。2019 年公司实现收入 10.48 亿元，其中江浙沪三地实现收入 10.16 亿元，贡献 97% 以上收入占比。据全国豆制品专业委员会统计，2019 年全国豆制品市场规模约 1222.25 亿元，其中江浙沪市场规模约 199 亿元。以此数据估算，公司豆制品占全国市场 0.86% 份额，占江浙沪市场 5.26% 份额。公司多年致力于豆制品研发、生产与销售，在工艺设备、多样化生产、冷链物流配送、营销网络、信息化管理等方面积累显著的优势。

农业产业化示范级企业，参与多项标准制定。公司作为农业产业化全国重点龙头企业，曾参与《非发酵豆制品》CAC 国际标准及国家标准、《豆浆类》等多项行业标准的制定。公司获得中国驰名商标、中国豆制品质量安全示范单位等荣誉称号，并成为 G20 杭州峰会食材供应商。

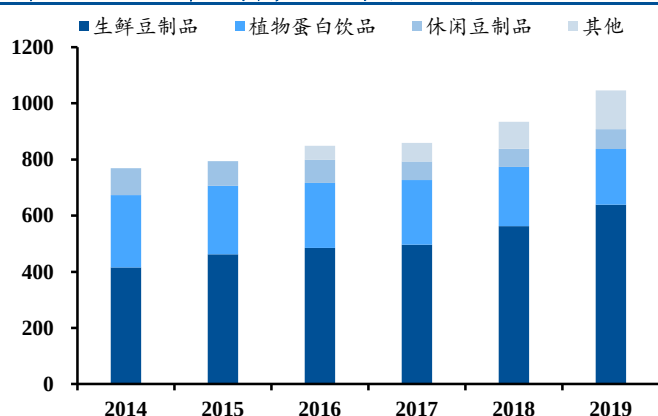
(一) 产品力：主营产品优势明确，量价齐升推动收入增长

1、收入角度，生鲜豆制品收入增长明确，植物蛋白饮料稍有下滑

多样化产品策略，协同效应明确。公司产品包含生鲜豆制品、植物蛋白饮料、休闲豆制品及其他品类，拥有超 400 个 SKU，是业内少有的“生鲜+饮品+休闲”产品共同生产的企业。三类产品间具备较强的协同效应：材料采购方面，可共同采购大豆，规模化采购有助于增强议价能力。生产方面，休闲豆制品原料可使用自产豆腐干，实现产业链协同。运输方面，多种产品能共同使用冷链运输，最大限度提高物流效率。营销方面，三类豆制品相关性强，可通过现有销售渠道完成终端市场覆盖。多样化产品结构可满足消费者对豆制品的差异化需求，覆盖更广泛的市场空间。

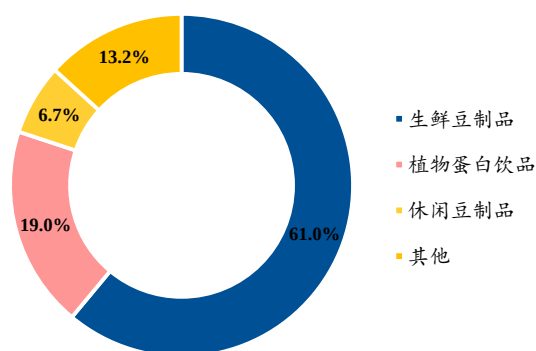
2019 年公司实现收入 10.46 亿元，其中生鲜豆制品/植物蛋白饮料/休闲豆制品/其他品类分别实现 6.39/1.99/0.70/1.39 亿元，构成收入的 61.05%/19.02%/6.69%/13.25%，2014-2019 年各品类年复合增长率分别为 9.00%/-5.09%/-6.05%/40.03%。

图17:2014-2019 年公司各产品结构（百万元）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图18:2019 年生鲜豆制品占公司总收入的 61.05%



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

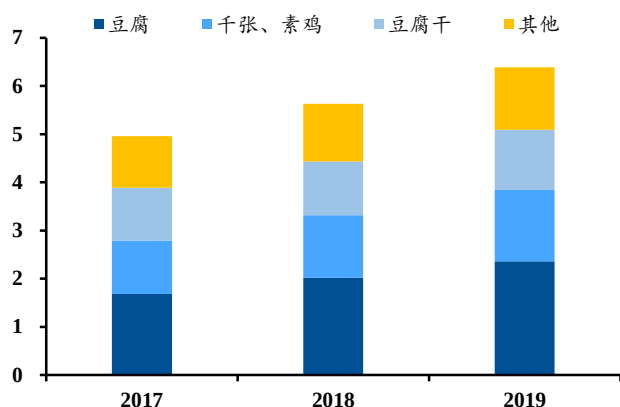
生鲜豆制品：2017-2019 年生鲜豆制品分别实现 4.96/5.63/6.39 亿元收入，年复合增长率为 13.48%，基本保持 60% 左右收入占比。生鲜豆制品主要由豆腐、千张及素鸡、豆腐干及其他生鲜豆制品类构成，2019 年各品类分别实现收入 2.36/1.48/1.25/1.29 亿元，分别占总收入的 22.56%/14.16%/11.98%/12.35%。

(1)豆腐:豆腐作为公司主力产品之一, 2017-2019 年豆腐产品收入年复合增长率为 18.54%。由于人工、能源等成本不断上升, 公司持续上调豆腐销售单价, 由 2017 年 2.92 元/kg 上调至 2019 年 3.42 元/kg。同时由于公司加强市场开拓, 覆盖更广泛的市场范围, 销售量由 5765 万吨增加至 6957 万吨, 年平均增长率 10%, 量价齐升推动豆腐收入快速增长。

(2)千张及素鸡:千张及素鸡基本保持 14% 左右营收占比, 2017-2019 年千张及素鸡收入年复合增长率为 15.37%, 实现较快增长。2017-2019 年销售单价由 8.24 元/kg 上调至 9.43 元/kg, 销量由 1378 万吨增长至 1584 万吨, 量价齐升带动收入增长。

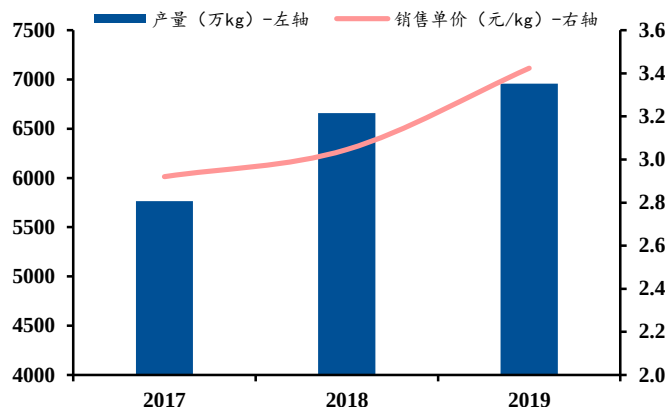
(3)豆腐干:豆腐干业务基本保持平稳发展, 2017-2019 年豆腐干收入年复合增长率为 6.89%, 期间销售单价年复合增长率为 5.43%, 主要由单价提升拉动收入增长。

图19:2017-2019 年生鲜豆制品收入较快提升 (亿元)



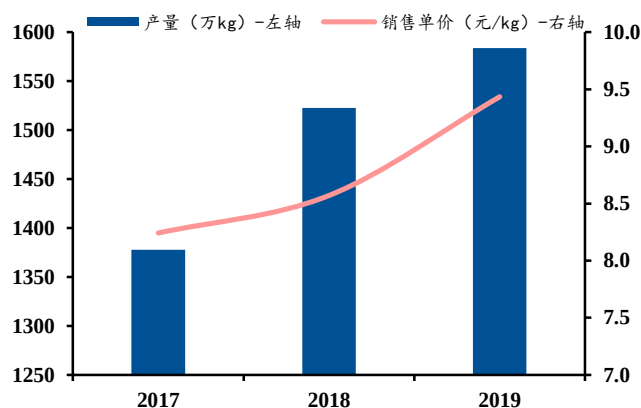
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图20:豆腐-量价齐升推动收入快速增长



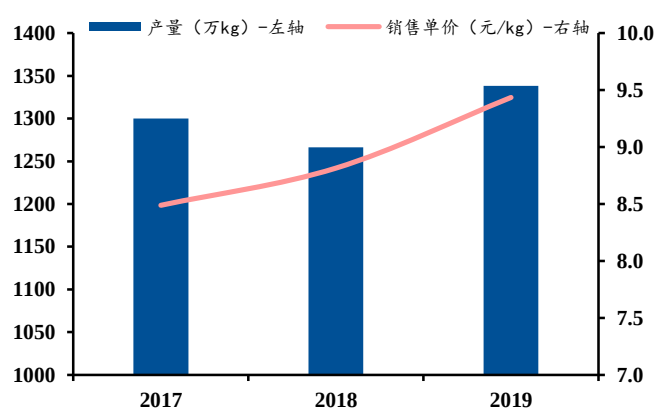
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图21:千张及素鸡-量价齐升带动收入较快增长



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图22:豆腐干-价格提升带动收入平稳增长



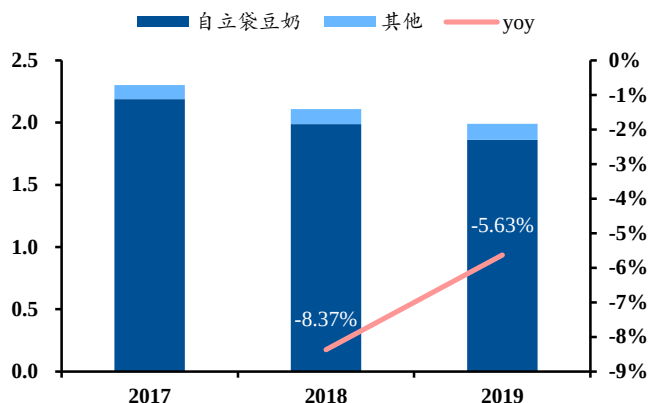
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

植物蛋白饮料: 2017-2019 年植物蛋白饮料分别实现收入 2.30/2.11/1.99 亿元, 年复合增长率为 -7.10%, 收入占比由 27% 下降至 19%。植物蛋白饮料主要由自立袋豆奶及盒装豆奶等其他产品组成, 2019 年自立袋豆奶/其他植物蛋白饮料分别实现收入 1.86/0.13 亿元, 分别占总收入的 17.80%/1.22%。

受消费结构调整, 自立袋豆奶收入有所下滑。2017-2019 年自立袋豆奶价格基本保持不变,

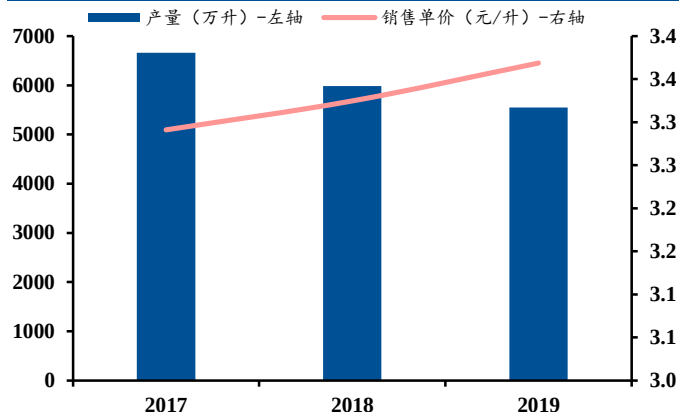
销量年均下滑 8.74%，拉低收入表现。由于城市规划调整导致早餐销售点减少，同时早餐品类愈加丰富，为消费者提供了更多可选性，导致豆奶销量有所下滑。在此背景下，公司持续拓展大客户业务，直销模式下豆奶销量实现大幅增长，由 2017 年 121.23 万升增长至 2019 年 504.31 万升，年复合增长率达到 104%，带动直销收入年均增长 105%。

图23:2017-2019 年植物蛋白饮料收入呈下降趋势 (亿元)



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图24:销量下滑拖累植物蛋白饮料收入下降



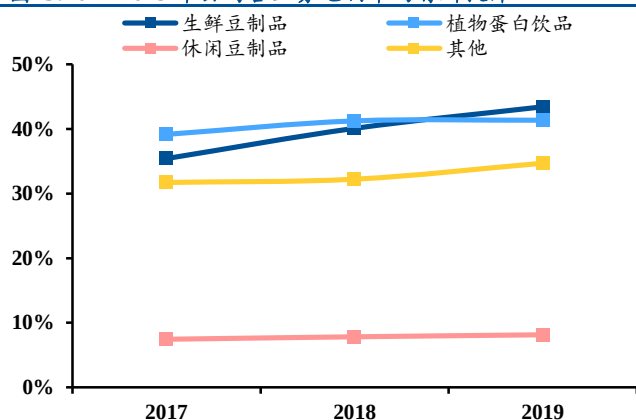
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

休闲豆制品：2017-2019 年休闲豆制品销售收入由 0.66 亿元增加至 0.70 亿元，年平均增长率为 2.59%，保持平稳增长。公司拓展休闲豆制品时间较晚，目前规模较小，但休闲豆制品具有保质期长，运输范围大等特点，适合全国化营销推广，未来市场空间广阔，具备充分发展潜力。

2、毛利率角度，整体毛利率快速增长，主力产品毛利水平均有提升

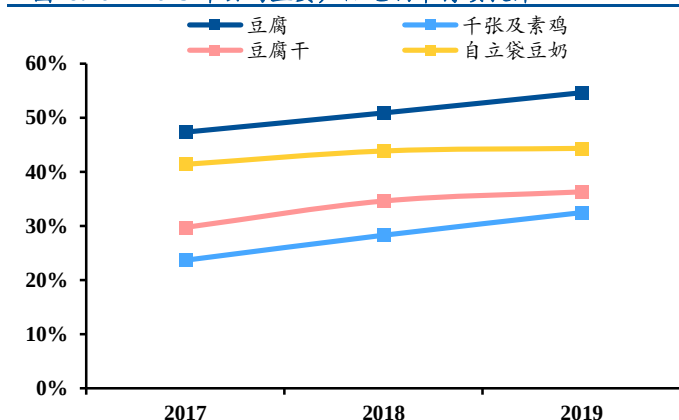
整体毛利率增长趋势明确。2017-2019 年公司毛利率分别为 33.98%/37.32%/39.53%。2019 年生鲜豆制品/植物蛋白饮料/休闲豆制品/其他产品分别实现毛利率 43.33%/41.36%/8.13%/34.70%，分别同比增长 3.34pct/0.10pct/0.31pct/2.47pct。公司主要四大产品豆腐/千张及素鸡/豆腐干/自立袋豆奶分别实现毛利率 54.62%/32.46%/36.29%，分别同比增长 3.74pct/4.19pct/1.69pct/0.48pct。

图25:2017-2019 年公司各业务毛利率均有所提升



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图26:2017-2019 年公司主要产品毛利率持续提升



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

生鲜豆制品毛利率快速增长，植物蛋白饮料毛利水平小幅增加。2017-2019 年生鲜豆制品毛利率分别为 33.98%/37.32%/39.53%，增长趋势明显。由于公司于 2018 年 10 月对生鲜豆制品进行

提价，价格增长所带来的毛利变化在 2019 年得以体现。同时黄豆成本于 2018 年有所下降，价格及成本的共同作用使得生鲜豆制品毛利率于近年来呈现明确的增长趋势。2017-2019 年植物蛋白饮料毛利率分别为 39.17%/41.26%/41.36%，呈现小幅增长。植物蛋白饮料毛利主要来自于自立袋豆奶，2019 年自立袋豆奶收入占植物蛋白饮料 93.59%，由于其他植物蛋白饮料目前仍处于亏损状态，自立袋豆奶贡献 100.31%毛利来源。2017-2019 年自立袋豆奶单位售价小幅提高 2.34%，成本方面 2018 年有所下降，2019 年基本保持不变，推动自立袋豆奶毛利率小幅提升。

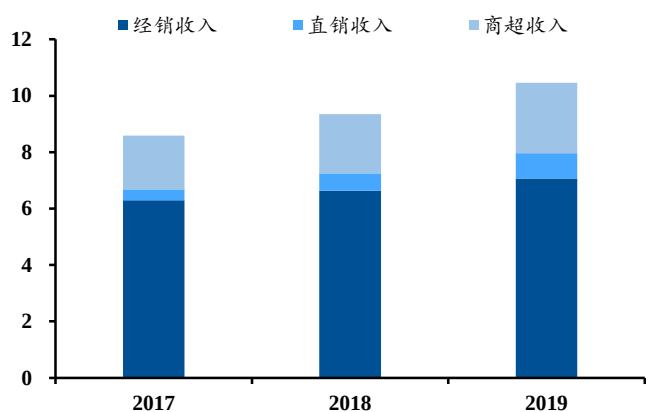
(二) 渠道力：经销商超稳定覆盖线下市场，直销渠道快速拓展

公司销售渠道以经销为主，商超为辅。2019 年公司经销/商超/直销分别实现收入 7.07/2.50/0.90 亿元，分别同比增长 6.53%/19.13%/45.86%，构成收入的 67.53%/23.88%/8.59%。

经销：经销模式作为公司主要的收入来源，2017-2019 年分别实现收入 6.29/6.63/7.07 亿元，年复合增长率为 5.96%，并保持 65%以上收入占比。经销模式收入保持稳定增长，主因公司在现有市场规模基础上，进一步开拓新的市场空间，带来销量的增长。同时受成本推动，公司对主要产品提价，也在一定程度上提升收入。

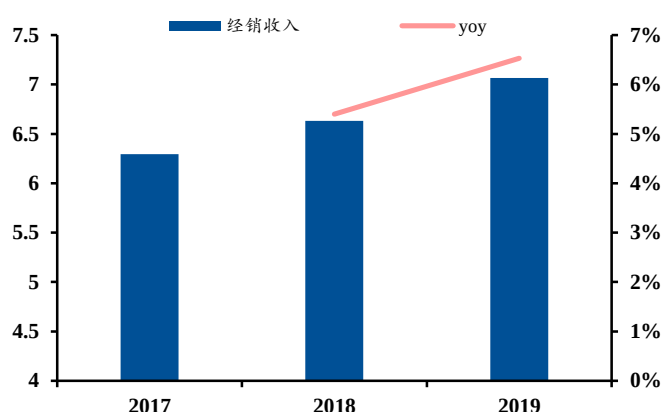
经销模式作为公司最重要的销售渠道，经销商负责广泛的农贸市场、早餐门店、小型超市、便利店等终端市场。对于生鲜豆制品及植物蛋白饮料，由于产品具有短保特征，公司根据终端市场情况以销定产，需要经销商每天提交当日订单。对于长保质期的休闲豆制品，终端销售灵活度较大，经销商以实际销售情况向公司发出订单。公司对经销商实行严格的考核指标，每年评估续签年度经销合同，严格把控经销商的管理和退出机制，在产品保质期方面的管理尤为严格。2017-2019 年公司经销商数量分别为 1393/1456/1461 家，基本呈现增长趋势。

图27:2017-2019 年各渠道均实现一定程度增长（亿元）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

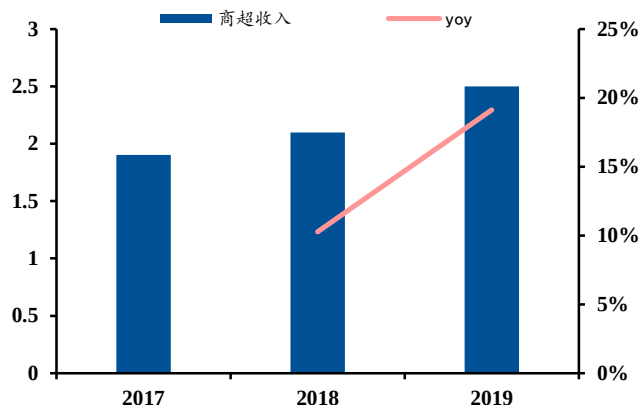
图28:2017-2019 年经销模式 CAGR 为 5.96%（亿元）



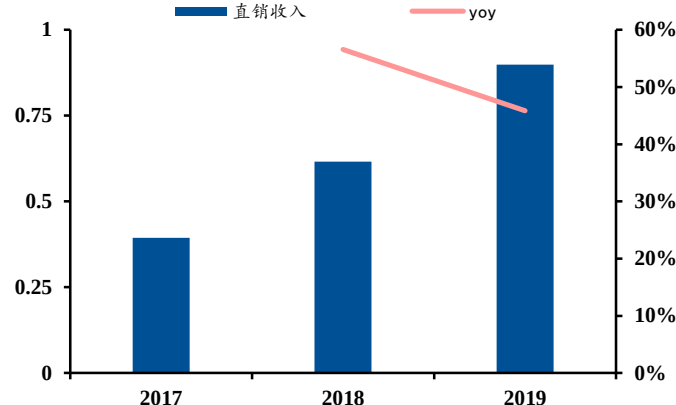
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

商超：商超渠道由公司与商超总部直接洽谈合作事宜，签订合作协议，完成供货配送。2017-2019 年商超模式分别实现收入 1.90/2.10/2.50 亿元，年复合增长率为 14.61%，保持 22%以上收入占比。商超渠道实现较快发展，主因公司进驻永辉、大润发等大型商超的数量持续增加，终端覆盖率持续提升，带来销量增长。在终端商超门店扩张的基础上，公司同时加大了对促销人员的培育力度，增加促销人员数量，加快产品普及与新品推广速度。

直销：直销渠道由公司与大型餐饮机构、食堂等直接达成合作，根据客户订单直接生产、配送。2017-2019 年公司直销渠道实现收入 0.39/0.61/0.90 亿元，复合增长率为 51.12%，收入占比由 4.58% 提升至 8.59%。直销渠道取得快速增长，主因公司陆续与大客户达成深度合作，2018 年公司与海底捞采购平台建立合作关系，随着海底捞快速发展，公司产品进入海底捞的商家数量及种类不断增长。2019 年与中饮巴比达成合作，提供早餐豆奶饮品，进一步带来直销收入增长。

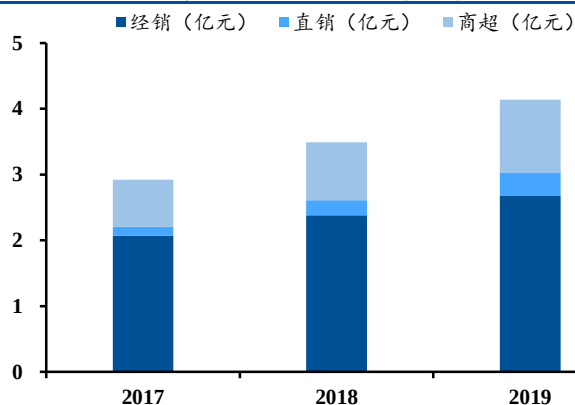
图29:2017-2019 年商超渠道 CAGR 为 14.61% (亿元)


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

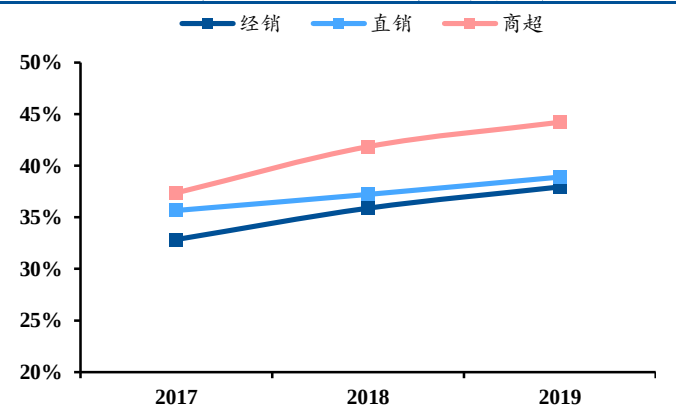
图30:2017-2019 年直销模式 CAGR 为 51.12% (亿元)


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司各渠道毛利率均持续提升。2019 年公司总毛利润为 4.14 亿元，其中经销/商超/直营渠道毛利分别为 2.68/1.10/0.35 亿元，分别构成总毛利的 64.83%/26.72%/8.45%，2017-2019 年各渠道毛利均有不同程度的增长。2019 年经销/商超/直营渠道的毛利率分别为 32.85%/37.37%/35.67%，分别同比增加 2.06pct/2.36pct/1.68pct。商超渠道毛利率较高是由于商超需要一定促销投入及广告宣传费用，需保持更高的毛利率。直营渠道毛利率高于经销渠道，是由于公司直接对接终端客户，没有中间销售环节，不需要预留经销商利润空间。公司各渠道毛利率持续提升，得益于公司主营产品生鲜豆制品毛利率均有所提升，拉动整体毛利水平提高。

图31:2017-2019 年公司各渠道毛利均有不同程度增长


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图32:2017-2019 年公司各渠道毛利水平有所提升


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

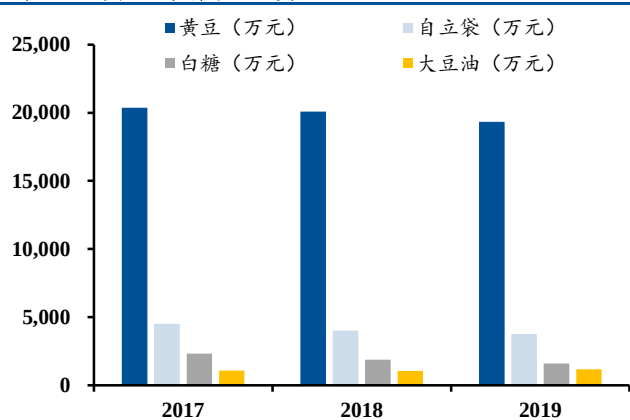
(三) 供应链：多环节匠心运营，严格供应链管理

作为行业知名公司，公司在采购、研发、生产、物流、质控等方面均有一定的竞争优势。

1、采购：采购支出下降，带来成本端红利

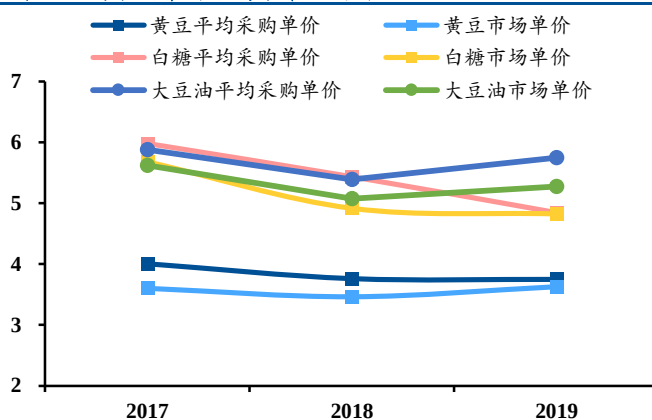
公司各项采购成本均呈现下降趋势。公司最主要采购原料为主原料黄豆、白糖及大豆油等辅料、自立袋等包装材料。原料及辅料主要向经销商采购，包装材料直接向包材生产商定做。2019年公司黄豆/白糖/大豆油/自立袋分别花费 1.93/0.38/0.16/0.12 亿元。值得注意的是，2017-2019 年公司各项采购成本均呈现下降趋势，主要得益于各项采购单价均有所下降，一方面是由于原材料市场价有所下降，另一方面来源于公司对上游供货商较强的议价力。由于公司对原材料品质要求较高，公司采购单价稍高于市场均价，但整体差异不大。自立袋需加印产品信息，属定制包装，2017-2019 年公司自立袋价格基本保持 0.16-0.17 元/个，对比同业，基本处于平均水平。

图33:公司各项原料采购成本



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图34:公司采购单价略高于市场均价（万元/吨）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2、研发：多环节严谨研发，持续新品布局

完善研发流程，重视新品开发。公司研发中心负责新产品及新技术研发，建立了以市场为导向的研发机制，对市场需求快速响应，并通过试产试销等新品研发方案完成产品磨合。公司研发流程从终端市场调研、食品展会、项目建议开始，在充分了解行业发展方向与终端市场需求基础上确定开发项目。经过方案策划与实施，进行样本试制。随后新品进入试验期和定型期，确定最终产品配方和生产工艺。进入量产后会仍会根据终端市场反馈不断优化改进产品。多部门联合参与新品研发，确保新品满足市场预期，同时符合公司发展方向。

未来公司研发将兼顾新技术与新产品。技术方面，公司目前已实现自动化规模量产。公司拟引进国内外先进生产设备，同时加强生产技术创新与工艺改进，提高生产线自动化程度，降低损耗，进一步提高生产效率，巩固产品质量。产品方面，公司坚持天然谷物、低脂高蛋白、江南特色风味等原则，持续丰富产品种类，完善产品矩阵。公司新品将向更长质保期的生鲜豆制品、更丰富口味的豆奶饮品和休闲豆制品方向发展。

3、生产：主要产品自主生产，产能扩张需求突出

核心产品自主生产，少量新品委外生产。公司豆腐、豆奶等主要产品均为自主生产，采用以销定产模式，根据终端需求及时组织生产，从库存到生产全流程严格把控，保证产品新鲜度。对生鲜豆制品及自立袋豆奶等对保质期要求极高的生鲜产品，公司采取估算生产与订单生产相结合模式进行生产。一般根据前日销量预估产量安排生产，再根据经销商、商超及直销客户订单调整

生产方案。对于休闲豆制品及盒装豆奶饮品等保质期相对较长的产品，公司根据经销商订单数量进行生产。公司新品“XO 酱素鲜煲”、“香辣牛油味素鲜煲”两大系列自煮火锅与豆制品生产线区别较大，难以形成协同效应，因此公司委托外协厂商进行生产。

公司率先实现规模化生产，提高生产效率与产品品质。豆制品生产流程繁多，工艺复杂，且生产环境高温高湿。公司引进了杀菌、脱皮、制浆、罐装等多环节全自动化设备，减少人员接触同时，有效提高生产效率。公司各项生产工艺均达到行业领先水平，保证产品品质。

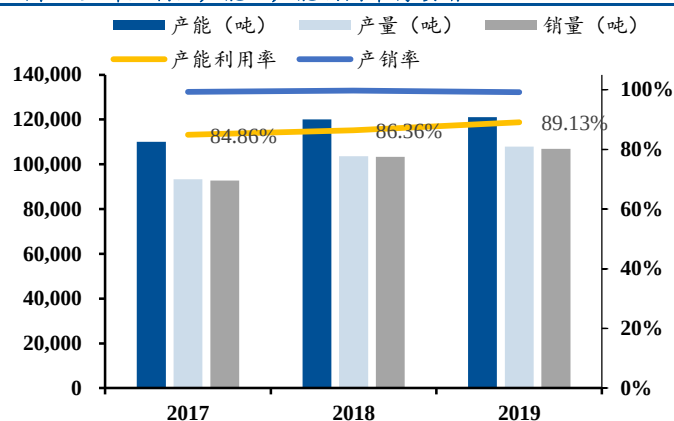
近三年公司生鲜、休闲豆制品产能利用率持续攀升。生鲜豆制品产能持续扩张，产能利用率由 2017 年的 85% 逐渐提升至 2019 年的 89%。植物蛋白饮料销量有所下降，其产能维持 7.5 万千升水平，产能利用率由 2017 年的 95% 逐渐下降至 2019 年的 79%。休闲豆制品产能维持 0.46 万吨，但随着销量增加，产能利用率逐渐由 2017 年的 81% 提升至 2019 年的 84%。由于公司采取以销定产、订单生产模式，公司各项产品产销率均保持 99% 以上水平。2019 年生鲜豆制品/植物蛋白饮品/休闲豆制品产销率分别为 99.14%/99.63%/101.22%。

图35:豆制品产业链



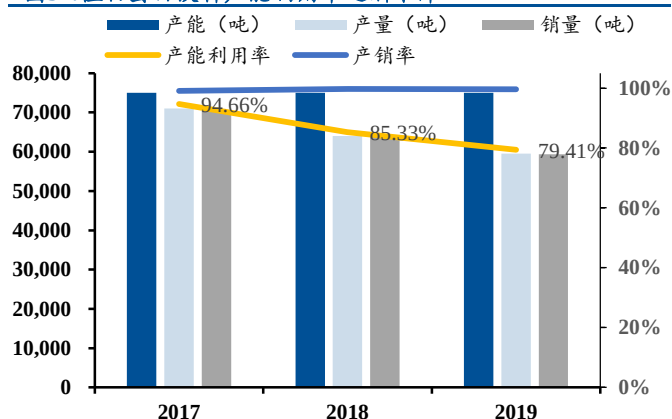
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图36:生鲜豆制品产能及产能利用率持续增加



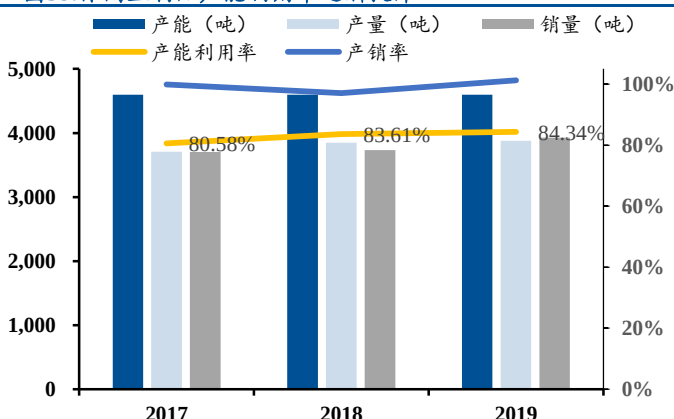
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图37:植物蛋白饮料产能利用率逐渐下降



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图38:休闲豆制品产能利用率逐渐提升



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

4、物流：自主冷链配送系统，保障食品新鲜度

完备冷链配送系统，有效保障食品新鲜度。生鲜类产品需要保持严格的保鲜程度，对物流环

冷链运输提出了更高的要求。公司目前拥有 200 余量冷藏货车, 400 余人专业配送团队, 配送范围可覆盖超过 95% 生鲜豆制品及植物蛋白饮品客户, 实现冷库-成品发货车间-物流运输车辆-周转箱-商场冷藏货架全环节冷链运输, 有效保障食品安全。公司搭建的冷链配送系统目前已覆盖江苏、浙江、上海大部分区域、安徽小部分地区, 冷链配送范围决定了公司的销售范围。同时公司完备的配送系统建立起物流端强有力的竞争优势, 对其他地方性小品牌构筑较高进入壁垒, 增加小品牌获客难度。

5、质控：全流程严格质控管理，护航食品安全

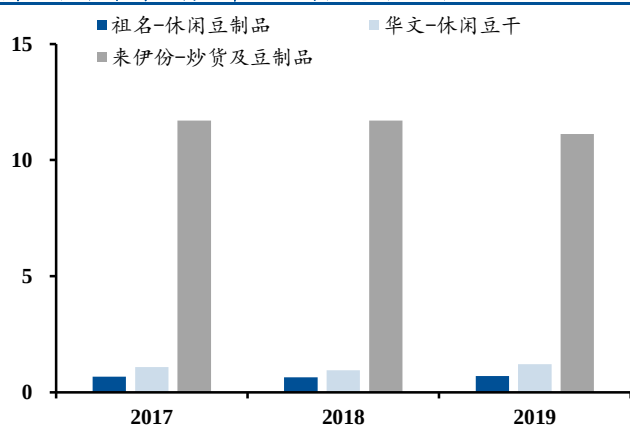
公司对采购-生产-物流全流程严密进行质控管理。原辅料阶段, 公司对供货商进行全面的评价和选择, 对原材料进行严格的品质检测, 并按照“先进先出”的原则投入生产, 防止过保。生产环节, 设置关键控制点, 并进行例行检测, 及时发现并处理质量问题, 同时对生产过程中的半成品和成品均进行抽样检验, 尽可能保证出厂产品品质。运输环节, 通过公司独立运营的配送系统进行冷链运输, 从出厂到商场上架严格控制低温配送, 保证食品安全性与新鲜度。

(四) 休闲豆制品同业对比：祖名尚属培育期，毛利水平有待提升

产品尚属培育期, 未来增长空间巨大。目前祖名休闲豆干业务尚属培育期, 2019 年实现收入 0.70 亿元, 占总收入比重不足 7%。对比同业, 2019 年华文休闲豆干实现 1.21 亿元, 占公司总收入 13.49%, 来伊份炒货及豆制品收入 11.12 亿元, 贡献 27.79% 收入。不同公司业务类型不同, 华文主要业务由风味鱼干及风味豆干构成, 来伊份业务较为综合, 涉及炒货、豆制品、肉制品、蜜饯、糕点等, 炒货及豆制品业务占比相对较高。目前祖名休闲豆制品体量相对较小, 结合公司在豆制品领域丰富的生产与运营经验, 公司休闲豆制品业务仍有较好的发展前景。

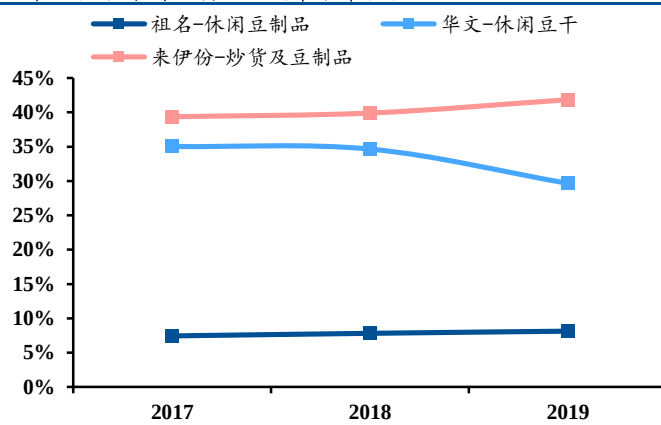
毛利水平较低, 市场扩张有望带动毛利上行。毛利率方面, 2019 年祖名休闲豆制品/华文休闲豆干/来伊份炒货及豆制品毛利率分别为 8.13%/29.66%/41.84%。祖名休闲豆干毛利率偏低, 由于休闲豆干市场竞争激烈, 公司休闲豆干业务目前处于前期拓展阶段, 产品出厂价较低, 同时业务体量较小, 尚未形成规模效应。未来伴随市场规模逐步扩张, 规模效应有望逐步提升, 有望逐步提升毛利水平。

图39:祖名休闲豆制品市场空间较大(亿元)



资料来源：各公司招股说明书、年报，民生证券研究院

图40:祖名休闲豆制品毛利率水平较低



资料来源：各招股说明书、年报，民生证券研究院

四、募投项目分析

本次公司拟公开募集不超过 3120 万股普通股股票，占发行后总股本比例不超过 25%。募集资金 4.74 亿元，扣除发行费用后，将投资于生鲜豆制品生产线技改、豆制品研发与检测中心提升项目。

表3: 募集资金用途

项目名称	总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
年产 8 万吨生鲜豆制品生产线技改项目	36163.89	36163.89
豆制品研发与检测中心提升项目	6522.78	6522.78
合计	42686.67	42686.67

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

(一) 年产 8 万吨生鲜豆制品生产线技改项目

随着消费者对食品安全重视程度日益增加，豆制品企业均加大对技术升级、工艺改造方面投入，推动行业向规模化、标准化、自动化方向发展。伴随居民生活水平不断提升，家庭膳食结构改善，对低脂高蛋白等健康食品需求日益提高，预计豆制品行业将进入持续增长阶段。公司作为江浙地区豆制品领导者，2019 年生鲜豆制品产能利用率达 89%，产能已接近饱和。

公司拟对安吉祖名现有 8200 平米空余建筑和生鲜豆制品生产线厂房进行改造，引进先进生产线和高度自动化配套设施，扩大生鲜豆制品产能规模，提高生产效率。同时与专业公司合作构建企业物联网管理方案，自动录入生产各环节信息，数字化储位盘点和库存管理，实现自动化生产流程监控和管理。并纳入物流环节管理，优化配送路线，提高物流效率。在公司现有生产能力基础上，通过自动化设备、智能化监控投入，提高生鲜豆制品生产规模、管理水平及配送效率，将促进公司竞争实力的提升和市占率的提高。该项目具体投资构成情况如下：

表4: 年产 8 万吨生鲜豆制品生产线技改项目投资概算

序号	投资项目	投资金额 (万元)	占项目总资金比例
一	建设投资	32363.89	89.49%
1	土建工程	-	-
2	设备购置费	26200.00	72.45%
3	安装工程	2079.00	5.75%
4	工程建设及其他费用	2665.18	7.37%
5	预备费	1419.71	3.93%
二	铺底流动资金	3800.00	10.51%
	项目总投资	36163.89	100.00%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

项目建设期为 24 个月，具体进度如下：

表5: 年产 8 万吨生鲜豆制品生产线技改项目建设进度

序号	阶段/时间	T+1 年				T+2 年			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
1	方案设计								
2	厂房改造								

3	设备采购				
4	设备安装				
5	工程验收和试生产				
6	投产运营				

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

本项目建设期为 24 个月，包含建设期在内，第四年达到设计产能，工程建设完成后，第一年将达到 50% 产能，第二年达到 80% 产能，第三年完全达产。项目设计产能为板豆腐 1.1 万吨，豆腐干 0.86 万吨，豆腐皮/腐竹类 0.15 万吨，盒装豆腐 3.8 万吨，千张 1.2 万吨，素鸡 0.5 万吨，素食类 0.03 万吨，油制品 0.36 万吨。预计项目达产后，年营业收入 4.65 亿元，达产年净利润 0.64 亿元，项目税后投资回收期 7.04 年，税后 IRR 为 15.80%。

(二) 豆制品研发与检测中心提升项目

随着消费结构升级，消费者对豆制品的种类和口味提出了更高的要求，公司需要在原有基础上持续研发新品，并改进豆制品加工工艺，提升产品品质。通过多元化产品矩阵不断满足市场差异化需求，构建更强大的品牌实力和市场竞争力。公司近年持续开拓直销渠道，不断推进与餐饮商户的合作，与餐饮品牌方合作开发新式豆制品，同样需要公司具备较强研发实力。

公司计划于安吉祖名厂房内对现有 1200 平米空余建筑面积和现有生鲜豆制品生产线进行改造，将新增 6 套检测设备，52 台/套项目研发设备，51 套研发软件。通过增加研发设备、改造研发场地，搭建和完善产品研发和质检平台，提高公司研发和检测实力。提高产品质量检测能力，进一步加强产品品质，保障食品安全。公司拟在满足自身检测需求基础上，对外提供检测服务，带动周边区域产品品质提升。项目具体投资构成情况如下：

表6: 豆制品研发与检测中心提升项目投资概算

序号	投资项目	投资金额 (万元)	占项目总资金比例
一	建设投资	4822.78	73.94%
1	土建工程	-	-
2	设备购置费	4099.96	62.86%
3	安装工程	410	6.29%
4	工程建设及其他费用	83.16	1.27%
5	预备费	229.66	3.52%
二	铺底流动资金	1700.00	26.06%
	项目总投资	6522.78	100.00%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

项目建设期为 24 个月，具体进度如下：

表7: 豆制品研发与检测中心提升项目建设进度

序号	阶段/时间	T+1 年				T+2 年			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
1	研发中心设计与装修								
2	硬件软件采购与安装								
3	人员调动、招募及培训								
4	试运行和验收								

5 研发课题开展

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司目前拟定的研发方向涉及生鲜豆制品、植物蛋白饮料、休闲豆制品、大豆蛋白素食、豆渣、调味品新品研发。生鲜豆制品方面拟研发冷冻系列、高附加值豆制品等，促进产品迭代升级。植物蛋白饮料将研发利乐砖及瓶装豆奶，在短保豆奶需求放缓的背景下，增加产品保质期，将可以覆盖更广泛的市场范围。休闲豆制品将通过增添茶多酚、卵磷脂等营养成分，增加豆干功能性，符合年轻一代养生诉求。调味品方面将重点开发味道鲜美的花式腐乳，同时进行工艺提升，提高产品质量管控程度。项目建设完成后，将进一步提升公司研发实力与检测能力，促进公司产品种类的丰富和品质的提升，增强品牌竞争力。

五、盈利预测

(一) 基本假设与收入拆分

1、收入拆分与假设

收入方面，我们预计 2020-2022 年收入增速分别为 15.0%/11.9%/16.5%，收入分别达到 12.05/13.48/15.70 亿元。

(1) 生鲜豆制品：受疫情催化，消费者对豆腐等生鲜豆制品需求大幅上涨。结合公司渠道持续下沉，预计 2020 年豆腐/千张及素鸡/豆腐干等主营产品销量将分别同比增长 18%/13%/14%，2021 年销量在 2020 年高基数水平上增幅有所放缓。销售单价方面，随着单位人工成本、单位制造费用上升以及新品支撑，预计销售单价将会平稳增长。

(2) 植物蛋白饮料：公司主力豆制品饮品自立袋豆奶受市场需求变化及早餐点等终端渠道整改影响，近年销量处于下滑态势。预计 2020 年受疫情影响，豆奶 B 端客户线下客流量缩减，销量将进一步下滑，2021 年销量将在 2020 年低基数下小幅上升。同时我们看好公司在利乐盒装豆奶领域发展，长保产品将扩大公司销售范围。预计公司豆奶产品销售单价将保持平稳增长。

(3) 休闲豆制品：休闲豆制品行业竞争激烈，公司作为行业后进者市场空间尚未充分开拓，销售定价较低。2019 年公司休闲豆制品毛利率远低于行业平均水平，我们认为公司仍有充分改善空间。同时随着公司电商营销网络推进，营销渠道拓宽，预计休闲豆制品业务将持续改善。

表8: 公司各品类销售数量及销售单价预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售数量 (万 kg)	豆腐	5,765.30	6,660.16	6,957.23	8201.18	8570.24	9255.85
	yoy		15.52%	4.46%	17.88%	4.50%	8.00%
	千张及素鸡	1,377.86	1,522.50	1,583.70	1787.68	1857.04	1968.47
	yoy		10.50%	4.02%	12.88%	3.88%	6.00%
	豆腐干	1,300.24	1,266.50	1,338.39	1524.16	1583.30	1702.04
	yoy		-2.59%	5.68%	13.88%	3.88%	7.50%
	自立袋豆奶	6,659.32	5,984.08	5,545.73	4713.87	4925.99	5024.51
	yoy		-10.14%	-7.33%	-15.00%	4.50%	2.00%
	休闲豆制品	3,704.49	3,734.96	3,926.76	4319.44	4837.77	5557.63
	yoy		0.82%	5.14%	10.00%	12.00%	14.88%
销售单价 (元/kg)	豆腐	2.92	3.05	3.42	3.56	3.65	3.82
	yoy		4.31%	12.41%	4.00%	2.50%	4.66%
	千张及素鸡	8.24	8.57	9.43	9.72	10.01	10.46
	yoy		3.99%	10.09%	3.00%	3.00%	4.50%
	豆腐干	8.49	8.82	9.44	9.77	10.01	10.42
	yoy		3.85%	7.04%	3.55%	2.50%	4.00%
	自立袋豆奶	3.29	3.32	3.37	3.37	3.44	3.50
	yoy		1.02%	1.32%	0.00%	2.00%	2.00%
	休闲豆制品	1.79	1.74	1.78	1.85	1.93	2.04
	yoy		-3.31%	2.69%	4.00%	4.00%	6.00%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表9: 公司收入拆分预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	生鲜豆制品	496.03	562.98	638.76	755.57	803.77
	yoy		13.50%	13.46%	18.29%	6.38%
	豆腐	168.01	202.28	236.07	292.06	312.83
	yoy		20.40%	16.70%	23.72%	7.11%
	千张、素鸡	111.31	129.81	148.14	173.72	185.87
	yoy		16.63%	14.12%	17.26%	7.00%
	豆腐干	109.69	111.33	125.31	148.92	158.56
	yoy		1.50%	12.56%	18.84%	6.48%
	其他	107.03	119.55	129.24	140.87	146.51
	yoy		11.70%	8.10%	9.00%	4.00%
	植物蛋白饮品	230.11	210.85	198.98	172.99	184.76
	yoy		-8.37%	-5.63%	-13.06%	6.80%
	自立袋豆奶	218.91	198.67	186.21	158.80	169.26
	yoy		-9.24%	-6.27%	-14.72%	6.59%
	其他	11.21	12.18	12.76	14.20	15.50
	yoy		8.66%	4.82%	11.24%	9.18%
	休闲豆制品	66.49	64.81	69.97	80.05	93.24
	yoy		-2.51%	7.96%	14.40%	16.48%
	其他	66.22	95.97	138.59	194.03	261.94
	yoy		44.93%	44.41%	40.00%	35.00%
	合计	858.85	934.62	1,046.30	1,202.64	1,343.71
	yoy		8.82%	11.95%	14.94%	11.73%
						16.62%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2、成本及盈利假设

成本方面：单位材料：公司主要原材料为大豆，公司与供货商已达成稳定合作关系，预计单位材料费用将与前期基本持平。**单位人工：**过去三年公司薪酬水平稳步提升，同时公司信息化、自动化水平提高，将在一定程度上节省人工成本，预计未来单位人工成本将平稳提升。**制造费用：**随着规模效应逐渐凸显及信息化生产线改造，预计 2021 年后单位制造费用增速将趋缓。分产品看，2020 年生鲜豆制品产量增速提高，成本变化幅度较大；2021 年产量增速放缓，成本增速相应减少。植物蛋白饮料由于产量下滑，成本相应降低。休闲豆制品终端销量增加，成本相应增加。

毛利率：由于生鲜豆制品终端需求增加，以及公司议价力充足，预计生鲜豆制品毛利率将稳步提升，休闲豆制品由于公司目前定价偏低，毛利水平处于行业低位，预计未来毛利提升空间充足。预计 2020-2022 年整体毛利率将分别为 40.35%/41.08%/42.17%。

表10: 公司成本及毛利率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成本 (百万元)	生鲜豆制品	320.30	337.22	361.26	419.16	439.20
	yoy		5.28%	7.13%	16.03%	4.78%
	豆腐	88.48	99.36	107.12	129.86	136.07
	yoy		12.29%	7.81%	21.23%	4.79%
	千张及素鸡	84.98	93.12	100.06	117.41	124.11
						135.22

	yoy		9.57%	7.46%	17.33%	5.71%	8.96%
豆腐干		77.09	72.80	79.84	94.68	99.49	109.82
	yoy		-5.55%	9.66%	18.60%	5.08%	10.38%
其他		69.74	71.94	74.24	77.21	79.53	82.18
	yoy		3.14%	3.20%	4.00%	3.00%	3.33%
植物蛋白饮料		139.97	123.86	116.68	103.89	108.47	112.24
	yoy		-11.51%	-5.79%	-10.97%	4.41%	3.48%
自立袋豆奶		128.32	111.55	103.67	89.55	92.96	95.48
	yoy		-13.07%	-7.07%	-13.62%	3.81%	2.71%
其他		11.65	12.31	13.02	14.34	15.51	16.76
	yoy		5.68%	5.77%	10.16%	8.12%	8.07%
休闲豆制品		61.54	59.75	64.28	72.12	81.59	94.66
	yoy		-2.91%	7.59%	12.20%	13.12%	16.03%
其他		45.21	65.04	90.50	122.17	162.49	222.61
	yoy		43.86%	39.14%	35.00%	33.00%	37.00%
其他业务成本		0.23	0.96	0.83	0.67	0.82	0.77
主营业务成本		567.02	585.86	632.72	717.34	791.74	906.17
	yoy		3.32%	8.00%	13.37%	10.37%	14.45%
生鲜豆制品		35.43%	40.10%	43.44%	44.52%	45.36%	46.64%
豆腐		47.33%	50.88%	54.62%	55.54%	56.50%	57.74%
千张及素鸡		23.65%	28.27%	32.46%	32.42%	33.23%	34.32%
豆腐干		29.72%	34.60%	36.29%	36.42%	37.25%	38.05%
植物蛋白饮品		39.17%	41.26%	41.36%	39.95%	41.29%	41.97%
自立袋豆奶		41.38%	43.85%	44.33%	43.61%	45.08%	45.78%
休闲豆制品		7.44%	7.82%	8.13%	9.90%	12.50%	16.63%
其他		31.72%	32.23%	34.70%	37.03%	37.97%	39.30%
综合毛利率		33.98%	37.32%	39.53%	40.35%	41.08%	42.17%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3、费用投入

(1) **销售费用率**：由于公司产品属于必需品，预计 2020 年受疫情影响，终端销售费用投入相应减少，2021 年随着新品推广，预计销售费用将相应提升。

(2) **管理费用率**：公司今年上市，当年管理费用率相应提升，后续年份公司经营管理进入常态化，管理费用率将保持稳态。

(3) **研发费用率**：由于公司推新进程加快，对食品研发环节高度重视，以及研发中心投入建设，预计公司研发投入相应增加。

表11:公司期间费用率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	18.79%	19.88%	20.33%	19.70%	20.82%	21.43%
管理费用率	6.01%	5.73%	5.47%	5.50%	5.20%	5.40%
研发费用率	0.29%	0.30%	0.48%	0.55%	0.50%	0.80%
财务费用率	2.11%	2.18%	2.06%	1.83%	1.02%	-0.02%
期间费用率	27.19%	28.10%	28.34%	27.58%	27.54%	27.62%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

综上, 预计 2020-2022 年公司实现收入 12.05/13.48/15.70 亿元, 同比+15.0%/+11.9%/+16.5%; 实现归母净利润为 1.17/1.39/1.73 亿元, 同比+30.2%/18.6%/24.0%。

(二) 相对估值

公司 IPO 定价为 15.18 元, 对应 2019 年净利润及扣非归母净利润孰低的 23X, 对应 2020 年 PE 约为 16X, 明显低于其他食品行业 2020 年平均 34XPE 以及可比公司平均 39XPE 的估值水平。

表12:可比休闲食品公司估值

公司	2020 年预测 PE (算术平均)	公司	2020 年预测 PE (算术平均)
涪陵榨菜	43X	华文食品	46X
克明面业	19X	安琪酵母	31X
双塔食品	54X	来伊份	78X
嘉必优	32X	盐津铺子	59X
有友食品	24X	洽洽食品	35X
西麦食品	26X	雪榕生物	18X
核心可比公司平均估值	39X	CS 其他食品	34X

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值, 得出公司合理估值水平大概为 23.5 元。其中公司 WACC 约为 7.65%, 核心假设见下表。

表13:加权资本成本计算过程中的关键假设

指标	数值	备注
无风险利率	3.25%	2020/12/16 的十年期国债利率
风险溢价	6.00%	万德全 A 指数基日以来年化收益率与无风险利率之差
股票 β	0.87	以食品行业 β 替代, 最近 100 周食品行业相对于沪深 300 指数的调整 β
股权成本	8.44%	CAPM 公司计算值
名义债务成本	6.00%	预计公司上市将优化负债结构, 长期负债利率下行至 6%
债务比率	20.28%	债务比率=债务总额/(股本价值+债务总额)
有效税率	24.32%	过去一年实际税率
WACC	7.65%	根据 WACC 公式计算得出

资料来源: Wind, 民生证券研究院

2020-2022 年为显性阶段, 收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标, 详细测算见前文收入拆分与预测。2023-2024 年为半显性阶段, 预计公司收入保持年均 4% 的增速, 主要由于公司主营业务为豆制品, 属于必选消费, 且公司过往收入持续保持 10% 左右较快增速。2025 年后公司进入永续阶段, 假设公司收入永续增长率为 1.5%。

表14:公司二阶段模型的主要假设

项目 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	863	939	1048	1205	1348	1570	1633	1698	1724
增长率		8.9%	11.6%	15.0%	11.9%	16.5%	4.0%	4.0%	1.5%
营业成本	567	587	634	718	793	907	937	968	982

毛利率	34.3%	37.5%	39.5%	40.4%	41.2%	42.2%	42.6%	43.0%	43.0%
营业税金及附加/营业收入	1.1%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用/营业收入	18.8%	19.9%	20.3%	19.7%	20.3%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
管理费用/营业收入	6.0%	5.7%	5.5%	5.5%	5.0%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
所得税率	29.3%	24.4%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表15:祖名股份 WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)

WACC	永续增长率						
	0.50%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
9.15%	15.61	16.40	17.30	18.32	19.49	20.85	22.46
8.65%	17.06	17.99	19.05	20.27	21.69	23.37	25.36
8.15%	18.71	19.82	21.09	22.57	24.31	26.40	28.92
7.65%	20.64	21.94	23.49	25.31	27.47	30.11	33.38
7.15%	22.84	24.45	26.34	28.60	31.35	34.76	39.11
6.65%	25.45	27.42	29.78	32.65	36.21	40.74	46.71
6.15%	28.55	31.02	34.01	37.72	42.44	48.67	57.25

资料来源：Wind，民生证券研究院

(四) 投资建议

预计 2020-2022 年公司实现收入 12.05/13.48/15.70 亿元，同比+15.0%/+11.9%/+16.5%；实现归母净利润为 1.17/1.39/1.73 亿元，同比+30.2%/+18.6%/+24.0%。本次发行后公司总股本为 12478 万股，我们按最新股本为基准计算，全面摊薄后 2020-2022 年 EPS 分别为 0.94/1.12/1.38 元。

公司 IPO 定价为 15.18 元，对应 2019 年净利润及扣非归母净利润孰低的 23X，对应 2020 年 PE 约为 16X，估值水平明显低于其他食品行业 2020 年平均 34XPE 以及可比公司平均 39XPE 的估值水平。

结合公司在豆制品领域坚实的产品力与品牌力，并考虑到公司未来产能投放及营销渠道扩张带来的销量增长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

市场竞争加剧，新品推广不及预期，原材料价格波动风险，食品安全问题等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,048	1,205	1,348	1,570
营业成本	634	718	793	907
营业税金及附加	7	8	9	11
销售费用	213	237	281	336
管理费用	57	66	70	85
研发费用	5	7	7	13
EBIT	132	168	189	219
财务费用	22	22	14	(0)
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	121	157	186	230
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	119	155	184	228
所得税	29	38	45	55
净利润	90	117	139	173
归属于母公司净利润	90	117	139	173
EBITDA	185	210	239	278
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	120	105	337	470
应收账款及票据	104	129	143	165
预付款项	12	9	10	12
存货	64	89	83	113
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	307	351	583	782
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	656	745	939	1048
无形资产	33	33	33	32
非流动资产合计	716	822	995	968
资产合计	1023	1173	1578	1750
短期借款	175	175	0	0
应付账款及票据	64	83	91	102
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	345	377	219	245
长期借款	154	154	104	0
其他长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	174	174	124	98
负债合计	519	551	343	343
股本	94	94	125	125
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	504	622	1235	1407
负债和股东权益合计	1023	1173	1578	1750

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	11.6%	15.0%	11.9%	16.5%
EBIT 增长率	30.4%	27.7%	12.1%	15.9%
净利润增长率	41.0%	30.2%	18.6%	24.0%
盈利能力				
毛利率	39.5%	40.4%	41.2%	42.2%
净利润率	8.6%	9.7%	10.3%	11.0%
总资产收益率 ROA	8.8%	10.0%	8.8%	10.3%
净资产收益率 ROE	17.9%	18.9%	11.3%	12.3%
偿债能力				
流动比率	0.9	0.9	2.7	3.2
速动比率	0.7	0.7	2.3	2.7
现金比率	0.4	0.3	1.6	1.9
资产负债率	0.5	0.5	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	36.4	37.3	37.4	37.2
存货周转天数	39.5	38.3	38.9	38.8
总资产周转率	1.0	1.1	1.0	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.9	1.1	1.4
每股净资产	5.4	6.6	9.9	11.3
每股经营现金流	2.0	1.7	1.8	1.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	21.0	16.1	13.6	11.0
PB	2.8	2.3	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.2	9.9	6.9	5.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	90	117	139	173
折旧和摊销	55	42	51	60
营运资金变动	22	(26)	18	(41)
经营活动现金流	188	158	224	196
资本开支	75	149	225	34
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(77)	(149)	(225)	(34)
股权募资	0	0	474	0
债务募资	(70)	0	(50)	(26)
筹资活动现金流	(73)	(23)	234	(29)
现金净流量	38	(14)	232	133

插图目录

图 1: 公司业务发展历程.....	3
图 2: 2013-2019 年公司收入复合增长率为 5.18%.....	4
图 3: 2013-2019 年公司归母净利润复合增长率为 40.59%.....	4
图 4: 2019 年豆腐及豆奶等产品合计贡献 66.49% 收入.....	4
图 5: 2019 年浙江、江苏、上海三地合计贡献 97.09% 收入.....	4
图 6: 毛利率、净利率持续提升.....	5
图 7: 期间费用率维持稳定水平.....	5
图 8: 公司实际控制人蔡祖明、蔡水琦、王茶英合计持有公司 50.81% 股权.....	6
图 9: 豆制品行业 50 强规模企业投豆量保持稳定增长.....	7
图 10: 豆制品行业 50 强规模企业销售额实现较快增长.....	7
图 11: 东南部 50 强规模豆制品生产厂家合计占比 62%.....	8
图 12: 2019 年 50 强企业市占率为 12.80%.....	8
图 13: 2019 年全国豆制品市场结构.....	8
图 14: 2019 年规模企业生鲜豆制品投豆量为 50.98 万吨.....	8
图 15: 2019 年规模企业植物蛋白饮料投豆量为 47.24 万吨.....	9
图 16: 2019 年规模企业休闲豆制品投豆量达到 36.99 万吨.....	9
图 17: 2014-2019 年公司各产品结构 (亿元).....	10
图 18: 2019 年生鲜豆制品占公司总收入的 61.05%.....	10
图 19: 2017-2019 年生鲜豆制品收入较快提升 (亿元).....	11
图 20: 豆腐-量价齐升推动收入快速增长.....	11
图 21: 千张及素鸡-量价齐升带动收入较快增长.....	11
图 22: 豆腐干-价格提升带动收入平稳增长.....	11
图 23: 2017-2019 年植物蛋白饮料收入呈下降趋势 (亿元).....	12
图 24: 销量下滑拖累植物蛋白饮料收入下降.....	12
图 25: 2017-2019 年公司各业务毛利率均有所提升.....	12
图 26: 2017-2019 年公司主要产品毛利率持续提升.....	12
图 27: 2017-2019 年各渠道均实现一定程度增长 (亿元).....	13
图 28: 2017-2019 年经销模式 CAGR 为 5.96% (亿元).....	13
图 29: 2017-2019 年商超渠道 CAGR 为 14.61% (亿元).....	14
图 30: 2017-2019 年直销模式 CAGR 为 51.12% (亿元).....	14
图 31: 2017-2019 年公司各渠道毛利均有不同程度增长.....	14
图 32: 2017-2019 年公司各渠道毛利水平均有所提升.....	14
图 33: 公司各项原料采购成本.....	15
图 34: 公司采购单价略高于市场均价.....	15
图 35: 豆制品产业链.....	16
图 36: 生鲜豆制品产能及产能利用率持续增加.....	16
图 37: 植物蛋白饮料产能利用率逐渐下降.....	16
图 38: 休闲豆制品产能利用率逐渐提升.....	16
图 39: 祖名休闲豆制品市场空间较大 (亿元).....	17
图 40: 祖名休闲豆制品毛利率水平较低.....	17

表格目录

表 1: 公司产品结构.....	3
表 2: 管理层经验丰富.....	6
表 3: 募集资金用途.....	18
表 4: 年产 8 万吨生鲜豆制品生产线技改项目投资概算.....	18
表 5: 年产 8 万吨生鲜豆制品生产线技改项目建设进度.....	18
表 6: 豆制品研发与检测中心提升项目投资概算.....	19
表 7: 豆制品研发与检测中心提升项目建设进度.....	19
表 8: 公司各品类销售数量及销售单价预测.....	21
表 9: 公司收入拆分预测.....	22
表 10: 公司成本及毛利率预测.....	22
表 11: 公司期间费用率预测.....	23
表 12: 可比休闲食品公司估值.....	24
表 13: 加权资本成本计算过程中的关键假设.....	24
表 14: 公司二阶段模型的主要假设.....	24
表 15: 祖名股份 WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股）.....	25
公司财务报表数据预测汇总.....	26

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。