

祖名股份 (003030)

公司研究/调研简报

异地扩张叠加渠道拓展，稳步推进全国化布局

——祖名股份 (003030) 调研简报

调研简报/食品饮料

2021 年 03 月 05 日

一、事件概述

近期我们调研了祖名股份，就行业发展现状、公司经营情况与管理层进行了沟通。

二、分析与判断

➤ “低价消费”与“重资产属性”制约豆制品行业集中度提升

豆制品行业规模已达千亿，但行业竞争格局高度分散。我们认为“低价消费”与“重资产属性”是制约豆制品行业集中度提升的主要原因：(1) “**低价消费**”：长期以来因国内消费者消费习惯及对豆制品质量的认知模糊，行业长期处于低价消费状态，这给中小企业甚至小作坊提供了温和的生存空间。(2) “**重资产属性**”：与市场认知不同，豆制品行业中的规模化企业重资产特征显著，原因在于规模化企业使用的豆制品设备较为昂贵且环保监管严格，导致企业建厂资金需求较高。但行业需求分散、产品短保、融资难度大等客观因素限制了企业的规模扩张。我们认为随着公司成功上市，解决资金端桎梏后有望加速实现品牌及产能的异地扩张。

➤ 异地扩张与渠道拓展并举，全国化蓝图逐渐展开

随着行业对环保与生产工艺的要求愈加严格，小企业面临的出清压力逐渐提升，客观上为规模化品牌企业提供了扩张空间。我们认为公司将从 2 个维度实现泛区域化乃至全国化扩张。**扩张模式方面**并购与异地建厂并举：(1) **并购**。2008 年在扬州收购某豆制品工厂，目前已形成近 1 亿元收入规模，未来或可再次复制“扬州经验”实现异地快速扩张。(2) **异地建厂**。公司在 2010 年建设安吉工厂，目前已成为公司旗下最重要的生产基地。预计公司未来将重点在华东以外的薄弱区域推广“安吉模式”以实施异地扩张。**渠道拓展**：(1) 公司未来仍将坚持以农贸市场为核心的渠道战略，通过收购网点来巩固竞争优势（网点具有排他性，专营祖名产品）。(2) 快速布局生鲜渠道。目前公司已与华中地区生鲜平台建立了良好的合作关系，部分特色产品、高性价比产品将会进入生鲜渠道；(2) 成立餐饮事业部。公司已与海底捞、老乡鸡等连锁餐饮企业实现合作，未来将进一步通过定制化的豆制品来打开 B 端广阔的市场空间。

➤ 产能投放叠加提价动作，预计 2021 年公司收入有望维持双位数增长

公司为浙江省重点防疫民生物资保供企业，2020 年公司销售受益于家庭需求显著提振，预计收入端相较于 2014-2019 年有显著提速。2021 年，我们预计公司收入仍有望延续双位数增长，主要得益于：(1) **新产能释放**：公司 IPO 募投项目包括 8 万吨生鲜豆制品产能，截至 2020 年末已通过自筹资金完成约 60% 的建设，预计 2021 年起部分产能将顺利投产，带来收入增量。(2) **产品提价**：2020 年国内大豆价格上涨明显，公司在今年 1 月通过直接提价来对冲成本压力，为全年收入端提供部分增量。此外，我们判断 2021 年大豆价格仍大概率延续上扬态势，不排除公司在 21H2 仍有提价的可能性。

三、投资建议

考虑到 2020 年公司面临较大成本压力，我们调整此前盈利预测。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 1.00/1.25/1.49 亿元，同比+10.9%/+25.3%/+18.6%，折合 EPS 为 0.80/1.00/1.19 元，对应 PE 为 44/35/30 倍。公司估值高于可比公司 2020 年平均 30 倍估值（Wind 一致预期，算术平均法），考虑到公司未来产能投放及渠道扩张带来业绩增长，维持“推荐”评级。

四、风险提示

成本快速上涨、产能释放不及预期、食品安全风险等。

推荐

维持评级

当前价格： 35.15 元

交易数据

2021-3-4

近 12 个月最高/最低(元)	46.84/21.86
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)	44
流通市值 (亿元)	11

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

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号： S0100120070033

电话： 021-60876735

邮箱： liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 祖名股份 (003030) 新股研究报告：豆制品优势品牌，夯实基础乘风破浪

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	100	125	149
增长率 (%)	41.0	10.9	25.3	18.6
每股收益 (元)	0.72	0.80	1.00	1.19
PE (现价)	48.6	43.8	35.0	29.5
PB	6.5	6.9	3.6	3.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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	753	830	960
营业税金及附加	7	8	9	11
销售费用	213	225	260	309
管理费用	57	66	70	85
研发费用	5	7	7	13
EBIT	132	145	172	193
财务费用	22	22	15	6
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	121	134	167	198
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	119	132	166	196
所得税	29	32	40	48
净利润	90	100	125	149
归属于母公司净利润	90	100	125	149
EBITDA	185	187	222	252
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	120	118	362	489
应收账款及票据	104	129	143	165
预付款项	12	9	11	13
存货	64	96	83	124
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	307	371	608	812
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	1193	1603	1780
短期借款	175	175	0	0
应付账款及票据	64	87	95	108
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	345	383	225	254
长期借款	154	154	154	154
其他长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	174	174	174	174
负债合计	519	557	400	428
股本	94	125	125	125
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	504	636	1203	1352
负债和股东权益合计	1023	1193	1603	1780

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	10.3	18.1	12.3
净利润增长率	41.0	10.9	25.3	18.6
盈利能力				
毛利率	39.5	37.5	38.4	38.9
净利率	8.6	8.3	9.3	9.5
总资产收益率 ROA	8.8	8.4	7.8	8.3
净资产收益率 ROE	17.9	15.7	10.4	11.0
偿债能力				
流动比率	0.9	1.0	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	0.8	1.0	1.2
每股净资产	5.4	5.1	9.6	10.8
每股经营现金流	2.0	1.1	1.7	1.4
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	48.6	43.8	35.0	29.5
PB	6.5	6.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	24.3	23.9	18.4	15.4
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	100	125	149
折旧和摊销	55	42	51	60
营运资金变动	22	(28)	24	(48)
经营活动现金流	188	139	218	171
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	31	442	0
债务募资	(70)	0	0	0
筹资活动现金流	(73)	8	251	(9)
现金净流量	38	(2)	244	127

分析师与研究助理简介

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。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

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。