

祖名股份 (003030)

公司研究/点评报告

疫情下实现较快增长，提价对冲成本上涨

——祖名股份 (003030) 2020 年报与 2021 年一季报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 04 月 20 日

一、事件概述

4 月 19 日公司发布 2020 年报与 2021 年一季报，2020 年实现营收 12.25 亿元，同比+16.94%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比+12.01%；基本 EPS 为 1.08 元。21Q1 实现营收 3.04 亿元，同比+8.62%；实现归母净利润 0.12 亿元，同比-47.37%。拟每 10 股派现金红利 2.00 元（含税）。

二、分析与判断

疫情背景下生鲜豆制品快速增长，商超渠道高速扩张

2020 年公司实现营收 12.25 亿元，同比+16.94%；折合 20Q4 实现营收 3.34 亿元，同比+12.06%。在疫情背景下，公司作为“菜篮子”企业保供稳价，整体实现较快增长。**分产品看**，生鲜豆制品/植物蛋白饮料/休闲豆制品分别实现收入 8.24/1.68/0.72 亿元，分别同比+29.0%/-15.5%/+3.0%。生鲜豆制品作为公司主力产品，在疫情居家场景增加情况下业绩实现快速增长；植物蛋白饮料受限于消费升级、替代竞品增加及疫情下早餐门店开业受阻，销量有所下滑；休闲豆制品是公司正积极培育的产品，有望在未来借助公司完善供应链优势和广泛市场渠道实现扩张。**分渠道看**，经销/直销/商超模式分别达成收入 7.73/1.08/3.42 亿元，分别同比+9.4%/+20.2%/+37.0%。经销模式实现稳健增长，商超模式取得高速增长，验证公司在生鲜主流 C 端渠道的扩张潜力；同时公司着力开发餐饮与食堂客户，打开 B 端增量空间。**分区域看**，浙江/江苏上海/其他地区分别实现收入 8.04/2.29/1.45 亿元，分别同比+11.2%/+29.1%/+23.9%/+56.1%，公司在坚持江浙沪稳固优势的同时，也正在积极布局华东以外市场，实现全国化布局。

21Q1 公司实现收入 3.04 亿元，同比+8.62%，一季度公司业绩保持较快增长主要来自于：

(1) **需求旺盛**，受益于年初“就地过年”政策，公司生鲜豆制品终端动销良好；(2) **产品提价**，21Q1 公司对部分产品提价，覆盖部分原材料涨价成本，贡献收入价增。

成本上涨挤压利润空间，提价转移成本压力

毛利率：2020 年公司毛利率为 33.25%，同比-6.28ppt；21Q1 毛利率 28.95%，同比-8.97ppt，毛利率大幅下滑主因会计准则变更，运费调整至成本端列示，其次原材料上涨也在一定程度上挤压毛利空间，公司已通过提价转移成本压力。**净利率**：2020 年公司实现归母净利润 1.01 亿元，同比+12.01%，全年净利率 8.24%，同比-0.36ppt。21Q1 达成归母净利润 0.12 亿元，同比-47.37%，净利率为 4.06%，同比-4.32ppt，一季度利润下滑主因原材料价格上涨较多，公司在坚实的品牌力基础上，已通过提价向下游转移部分成本压力。**费用率**：2020 年期间费用率 21.97%，同比-6.37ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.24%/4.65%/0.80%/1.27%，分别同比-5.09ppt/-0.82ppt/+0.32ppt/-0.79ppt，销售费用率的下滑主因运费转移至成本项。21Q1 期间费用率为 22.95%，同比-2.74ppt，其中销售费用率为 15.70%，同比-2.53ppt。

产能投放叠加提价贡献短期增量，渠道拓展与异地扩张打开长期空间

展望 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) 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，同时扬州工厂迁建项目也将投入 3.3 亿元的新产能。**(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。**(3) 渠道扩张**：公司将在巩固江浙沪市场优势的基础上，与华中区域生鲜平台达成深度合作，同时成立餐饮事业部，对接海底捞等大型连锁餐饮公司，提供定制豆制品服务，打开广阔的 B 端市场空间。

推荐

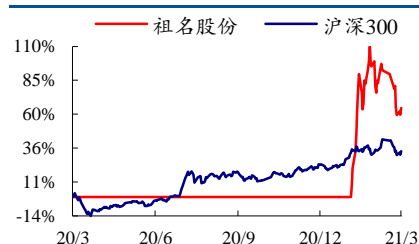
维持评级

当前价格：37.33 元

交易数据 2021-4-19

近 12 个月最高/最低(元)	45.8/21.86
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)	47
流通市值(亿元)	12

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

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 祖名股份 (003030) 调研简报：异地扩张叠加渠道拓展，稳步推进全国化布局

长期看,我们认为在行业生产工艺与环保要求愈加严格的情况下,行业中小企业出清压力将逐步提升,为规模企业持续扩张提供利好。公司将从2个维度实现泛区域化乃至全国化布局:(1) **并购**: 2008年收购的扬州工豆制品厂,经过公司管理制度改革及生产线效率提升,目前已实现近1亿元收入,未来有望继续复制“扬州经验”,实现更多区域并购扩张;(2) **异地建厂**: 公司于2010年建设安吉工厂,目前已成为公司最重要的生产基地,预计未来将在华东以外薄弱区域推广“安吉模式”以实现异地扩张。

三、投资建议

预计2021-2023年公司实现收入13.48/15.70/18.02亿元,同比+10.0%/+16.5%/+14.8%;实现归母净利润1.25/1.49/1.74亿元,同比+23.7%/+19.3%/+16.8%,EPS分别为1.00/1.19/1.39元,对应PE分别为37X/31X/27X。公司估值略高于可比公司2021年平均32倍估值(Wind一致预期,算数平均法),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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,225	1,348	1,570	1,802
增长率(%)	16.9%	10.0%	16.5%	14.8%
归属母公司股东净利润(百万元)	101	125	149	174
增长率(%)	12.0%	23.7%	19.3%	16.8%
每股收益(元)	0.81	1.00	1.19	1.39
PE(现价)	46.1	37.3	31.3	26.8
PB	4.7	4.2	3.7	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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,225	1,348	1,570	1,802
营业成本	818	903	1,031	1,174
营业税金及附加	7	7	9	10
销售费用	187	200	247	290
管理费用	57	61	77	92
研发费用	10	8	12	14
EBIT	147	169	194	222
财务费用	16	13	7	2
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	135	166	197	230
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	133	164	196	229
所得税	32	39	47	54
净利润	101	125	149	174
归属于母公司净利润	101	125	149	174
EBITDA	205	228	266	306
资产负债表 (百万元)				
货币资金	475	462	337	519
应收账款及票据	113	132	151	173
预付款项	4	9	10	10
存货	65	106	84	129
其他流动资产	11	11	11	11
流动资产合计	671	729	596	853
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	707	795	989	1098
无形资产	31	30	29	27
非流动资产合计	908	995	1146	1094
资产合计	1579	1724	1742	1947
短期借款	155	155	0	0
应付账款及票据	70	90	98	111
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	459	479	349	379
长期借款	106	106	106	106
其他长期负债	17	17	17	17
非流动负债合计	128	128	128	128
负债合计	587	607	476	507
股本	125	125	125	125
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	992	1117	1266	1440
负债和股东权益合计	1579	1724	1742	1947

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	16.9%	10.0%	16.5%	14.8%
EBIT 增长率	11.8%	14.5%	15.1%	14.5%
净利润增长率	12.0%	23.7%	19.3%	16.8%
盈利能力				
毛利率	33.3%	33.0%	34.3%	34.9%
净利润率	8.2%	9.3%	9.5%	9.7%
总资产收益率 ROA	6.4%	7.2%	8.6%	8.9%
净资产收益率 ROE	10.2%	11.2%	11.8%	12.1%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.5	1.7	2.2
速动比率	1.3	1.3	1.5	1.9
现金比率	1.0	1.0	1.0	1.4
资产负债率	0.4	0.4	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	31.9	34.7	34.0	33.9
存货周转天数	28.4	34.0	33.0	32.6
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	1.0	1.2	1.4
每股净资产	7.9	8.9	10.1	11.5
每股经营现金流	1.4	1.2	2.1	1.8
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	46.1	37.3	31.3	26.8
PB	4.7	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	21.3	19.4	16.4	13.7
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	101	125	149	174
折旧和摊销	61	60	72	84
营运资金变动	(1)	(50)	32	(44)
经营活动现金流	180	154	266	221
资本开支	269	149	224	34
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(265)	(149)	(224)	(34)
股权募资	437	0	0	0
债务募资	37	0	0	0
筹资活动现金流	499	(18)	(167)	(5)
现金净流量	415	(12)	(125)	182

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。