



## 生鲜豆制品第一股，步入发展快车道

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1、豆制品行业稳健扩容且格局分散，是典型的“大行业、小公司”，祖名作为生鲜豆制品龙头和首家上市公司，先发优势明显，长期且持续受益于行业扩容和份额集中的双重红利。2、公司深耕豆制品领域，主打的生鲜豆制品竞争优势突出，过去五年量、价复合增速分别为 10%、4.4%；历经多年积淀，祖名在品牌影响力、产能规模、供应链体系上全方位领先，构建起较高的竞争壁垒。3、祖名生鲜豆制品在江浙沪的市占率仅为 8%，份额天花板较高；公司质地良好，上市亦对品牌势能起到重要催化，期待公司加速扩张抢占份额；此外，拉长维度来看，伴随渠道开拓和规模效应，盈利能力有望快速提升。
- 豆制品行业: 千亿赛道，格局分散，份额集中是长期过程。** 1、豆制品行业是典型的“大行业、小公司”，需求刚性稳健扩容；其中生鲜豆制品容量 600 亿元+，受益于消费升级和城镇化率提升，预计未来 3-5 年板块仍将保持 8%-12% 较快增速。2、受限于生产壁垒和运输半径，豆制品行业集中度低，区域割据明显，CR50 份额仅为 12%。展望未来，在餐饮连锁化、健康意识提升、监管政策趋严等多因素共同驱动下，行业洗牌有望明显提速；参照邻国日本发展历程，我国豆制品行业整体处于发展早期，份额向龙头集中是长期过程。
- 祖名优势: “小而美”的细分龙头，具备较高竞争壁垒，先发优势明显。** 1、祖名长期深耕豆制品领域，其中生鲜豆制品营收和产能都位居行业前列，上市亦有效提振品牌势能，先发优势进一步放大。2、祖名生鲜豆制品种类齐全、安全放心，符合连锁餐饮和商超渠道对于品质安全的严格要求，完善的产品矩阵亦可满足一站式购物需求。3、祖名构建起高效完善的全流程的供应链体系，前瞻性地引进金蝶云信息系统大幅提升管理效率，上市募资后规模效应更加凸显，供应链+管理+产能铸就较高壁垒，亦为公司未来发展奠定坚实基础。
- 增长驱动: 期待区域扩张提速，直营和商超有望延续高增长。** 1、祖名生鲜豆制品在江浙沪市场整体占有率仅 8%，份额有 2-3 倍提升空间，伴随着上市提升品牌势能，加速产能和渠道布局，管理层积极尝试兼并收购和合作联营等新模式，份额有望加速提升。2、祖名实力雄厚、质量过硬，成为商超和连锁餐饮企业的优先选择合作方，在公司重点发力下，商超和直营渠道未来仍有望保持 30% 以上的高速增长，发展前景可期。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.1 亿元、1.6 亿元、2.2 亿元，未来三年归母净利润将保持 30% 的复合增长。基于公司生鲜豆制品龙头，同时即将进入快速扩张期，给予 2021 年 40 倍估值，对应目标价 36.4 元，首次给予“买入”评级。

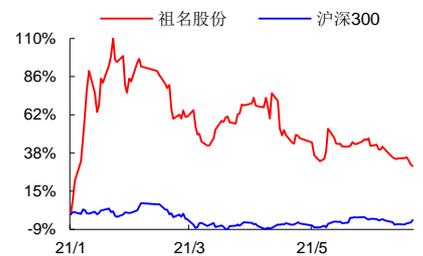
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1225.17	1405.05	1633.65	1975.50
增长率	16.94%	14.68%	16.27%	20.93%
归属母公司净利润(百万元)	100.99	113.06	157.16	220.13
增长率	12.01%	11.95%	39.00%	40.07%
每股收益 EPS(元)	0.81	0.91	1.26	1.76
净资产收益率 ROE	10.18%	10.72%	13.61%	16.98%
PE	34	30	22	15
PB	3.42	3.21	2.93	2.61

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: zhzh@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)	0.31
52 周内股价区间(元)	21.86-45.8
总市值(亿元)	35.25
总资产(亿元)	15.25
每股净资产(元)	8.05

### 相关研究

## 投资要件

### 关键假设

1) 受益于行业扩容和渠道扩张, 生鲜豆制品销量有望延续高增长; 与此同时, 祖名作为行业龙头, 具备主动及被动提价能力, 未来销售吨价持续提升趋势明确。预计 2021-2023 年生鲜豆制品销量同比增长 15%、20%、25%, 吨价分别提升 6%、2%、2%, 毛利率分别为 33.3%、34.0%、34.6%;

2) 植物蛋白饮品受早餐消费选择多样化和早餐点终端渠道整改影响, 近年来销量有所下滑, 2020 年疫情冲击下滑幅度较大。考虑到疫情等不确定因素, 估计 2021-2023 年植物蛋白饮品销量和吨价保持不变;

3) 休闲豆制品行业竞争激烈, 公司作为行业后来者, 正积极进行市场和渠道开拓, 伴随着规模效应和渠道开拓, 收入端有望稳健增长, 预计 2021-2023 年休闲豆制品收入增速分别为 5%、5%、5%, 毛利率分别为 5%、5%、5%;

### 我们区别于市场的观点

第一, 豆腐生产工艺简单, 祖名是否有足够的竞争壁垒? 诚然, 豆腐生产难度不大, 但是将生鲜豆腐高质量、大范围铺开才是核心。因而祖名真正的壁垒在于供应链、信息化和规模优势, 历经多年积累, 祖名构建起高规格、体系化的冷链物流和渠道分销团队, 金蝶信息化系统领先于行业数年, 产能和资产规模等硬实力行业领先; 公司斥巨资引进信息化管理系统, 经营效率领先于竞争对手; 这些优势是多年积累的结果, 短期内难以复制。

第二, 祖名的增长路径和未来空间? 1) 从品类来看, 生鲜豆制品竞争优势突出, 在产能扩建和区域开拓双重驱动下, 未来收入增长有望明显提速; 2) 从市场扩张来看, 一方面, 祖名在邻近的江苏、上海、安徽的市占率远低于大本营浙江市场, 上市后借资本东风, 在长三角的整体份额有望加速提升; 另一方面, 管理层扩张决心坚定, 探索江浙沪之外市场的拓展和开发。

第三, 未来净利率提升空间? 短期来看, 公司净利率受大豆价格上涨而显著承压, 但从长远角度来看, 祖名净利率提升空间广阔。1) 公司是生鲜豆制品绝对龙头, 具有行业最强的成本转移能力和抗风险能力, 原料上涨等外部冲击会加速行业洗牌, 份额将加速向龙头集中; 2) 从长期来看, 伴随着规模效应和持续消费升级, 预计毛利率将稳步提升; 与此同时, 规模效应下, 销售费用率和管理费用率下降空间明显, 研发费用率也会边际递减, 净利率持续提升趋势明确。

### 股价上涨的催化因素

1) 大豆和包材价格下跌; 2) 市场开拓超预期。

### 盈利预测与评级

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.1 亿元、1.6 亿元、2.2 亿元, 未来三年归母净利润将保持 30% 的复合增长; EPS 分别为 0.91 元、1.26 元、1.76 元。基于公司生鲜豆制品龙头, 同时即将进入快速扩张期, 给予 2021 年 40 倍估值, 对应目标价 36.4 元, 首次给予“买入”评级。

### 投资风险

1) 大豆价格继续上涨; 2) 市场开拓或不及预期; 3) 项目达产或不及预期。

## 目 录

<b>1 生鲜豆制品第一股，步入发展快车道</b>	<b>1</b>
<b>2 千亿级赛道空间广阔，集中度提升大势所趋</b>	<b>3</b>
2.1 豆制品行业稳健扩容，生鲜豆制品蓬勃发展	3
2.2 竞争激烈格局分散，份额提升是长期过程	5
<b>3 生鲜豆制品细分龙头，优势突出前景可期</b>	<b>7</b>
3.1 生鲜豆制品加速增长，第二成长曲线蓄势待发	7
3.2 供应链与产能构筑高壁垒，经营效率行业领先	10
3.3 深耕江浙沪市场，全渠道协同发力	12
<b>4 盈利能力短期承压，长期向好趋势不改</b>	<b>16</b>
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>17</b>
5.1 盈利预测	17
5.2 绝对估值	19
5.3 相对估值	19
<b>6 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2020 年产品收入结构.....	2
图 4: 公司 2020 年分地区收入结构.....	2
图 5: 公司 2016 年以来营收及增速.....	2
图 6: 公司 2016 年以来归母净利润及增速.....	2
图 7: 2015 年以来豆制品行业容量及增速.....	3
图 8: 2015 年以来豆制品行业投豆量及增速.....	3
图 9: 豆制品三大品类占比情况.....	3
图 10: 50 强规模企业生鲜类投豆量及增速.....	3
图 11: 2010 年起居民人均可支配收入及增速.....	4
图 12: 我国城镇化率情况.....	4
图 13: 2014 年以来餐饮业依然保持快速增长.....	4
图 14: 2013 年以来连锁餐饮门店总数与增速.....	4
图 15: 豆制品行业 50 强规模企业投豆量占比.....	5
图 16: 豆制品行业 50 强区域分布.....	5
图 17: 2015 年以来 50 强规模企业投豆量占比.....	6
图 18: 1990 年以来日本豆制品企业数量 (家).....	6
图 19: 公司 2016 年以来生鲜豆制品收入及增速.....	8
图 20: 公司 2016 年以来公司产品结构情况.....	8
图 21: 公司 2017 年以来生鲜豆制品销量及增速.....	8
图 22: 公司 2017 年以来生鲜豆制品单价稳步提升 (元/kg).....	8
图 23: 公司 2016 年以来植物饮料营收及毛利率情况.....	9
图 24: 公司 2016 年以来休闲豆制品营收及毛利率情况.....	9
图 25: 公司 2016 年以来新兴品类收入及增速.....	9
图 26: 公司 2020 年推出多款新品.....	9
图 27: 公司 2017 年以来各种原料成本占收入比例.....	10
图 28: 公司 2017 年以来三大品类产销率情况.....	10
图 29: 公司采用金蝶数字化信息管理系统.....	11
图 30: 祖名线上订货流程图.....	11
图 31: 公司 2017 年以来固定资产和总资产情况.....	12
图 32: 公司 2017 年以来生鲜豆制品产量及产能利用率.....	12
图 33: 公司 2017 年以来渠道收入结构 (亿元).....	13
图 34: 公司 2017 年以来各渠道收入占比情况.....	13
图 35: 公司 2017 年以来渠道收入结构.....	14
图 36: 公司 2018 年以来各渠道增速情况.....	14
图 37: 公司 2017 年以来经销商数量及平均收入.....	14
图 38: 2019、2020 年各大区域平均经销收入 (万元).....	14
图 39: 公司 2017 年以来商超渠道收入及增速.....	15

图 40: 公司 2017 年以来商超营销费用及占比 .....	15
图 41: 公司 2017 年以来直销收入及增速 .....	15
图 42: 公司 2020H1 直销前五大客户收入占比 .....	15
图 43: 公司 2015 年以来毛利率情况 .....	16
图 44: 公司 2014 年以来大豆价格走势 (元/吨) .....	16
图 45: 公司 2015 年以来销售费率、管理费率、财务费率情况 .....	16
图 46: 公司 2015 年以来三费率和净利率情况 .....	16
图 47: 公司 2016 年以来部分营运指标情况 .....	17
图 48: 公司 2016 年以来权益净利率情况 .....	17

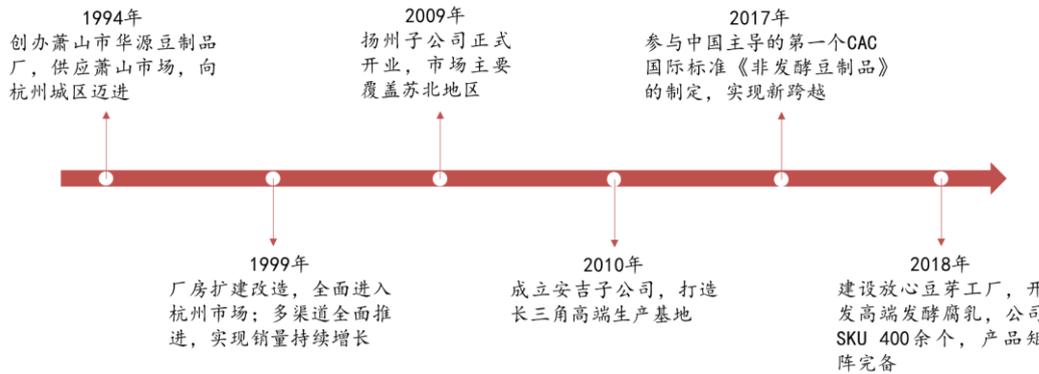
## 表 目 录

表 1: 不同档次生鲜豆制品企业情况 .....	6
表 2: 祖名股份近年来所获荣誉 .....	7
表 3: 公司主要产品矩阵 .....	7
表 4: 公司募投资金情况 .....	12
表 5: 祖名各区域市占率测算 .....	13
表 6: 分业务收入及毛利率 .....	18
表 7: 绝对估值假设条件 .....	19
表 8: FCFF 估值结果 .....	19
表 9: 可比公司估值 .....	20
附表: 财务预测与估值 .....	21

## 1 生鲜豆制品第一股，步入发展快车道

公司创立于1994年，1996年设立祖名品牌，2020年登陆深交所上市，成为名副其实的生鲜豆制品第一股。公司长期深耕豆制品领域，专注于豆制品的研发、生产和销售，主要产品包括生鲜豆制品、植物蛋白饮品、休闲豆制品等，合计拥有SKU400余个。祖名作为生鲜豆制品龙头，先发优势明显，未来将持续受益于消费升级和份额集中的双重红利。2020年祖名成功登陆资本市场，借资本东风，公司在管理、资金和供应链等方面的优势将进一步放大，区域扩张将显著提速，有望迈入发展快车道，未来前景可期。

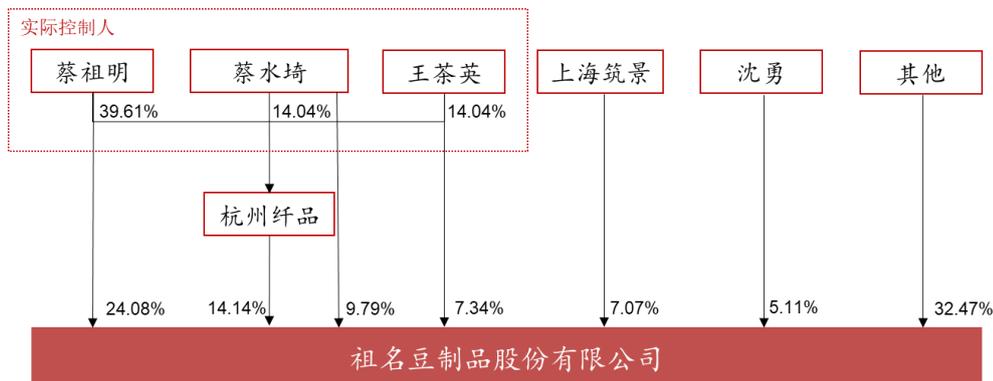
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

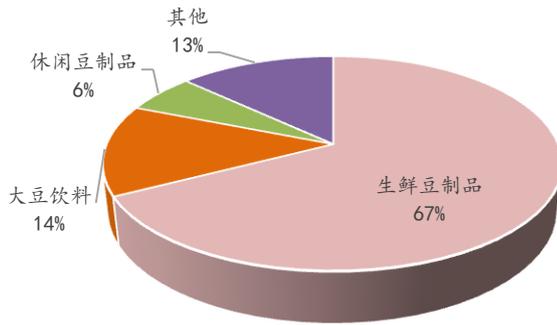
**股权结构：**公司股权结构集中稳定，蔡祖明家族合计持股比例为 50.78%，为公司实际控制人。蔡祖明、王茶英夫妇是祖名股份的创始人，长期深耕豆制品领域，战略方向清晰，管理经验丰富；其子蔡水琦自 2010 年起在公司工作历练，当前职务为董事、副总经理。此外，公司其他多位高管通过杭州纤品（管理层持股平台）实现间接持股，副董事长沈勇直接持股比例为 5.11%，管理层股权激励到位，利于公司长期发展。

图 2：公司股权结构

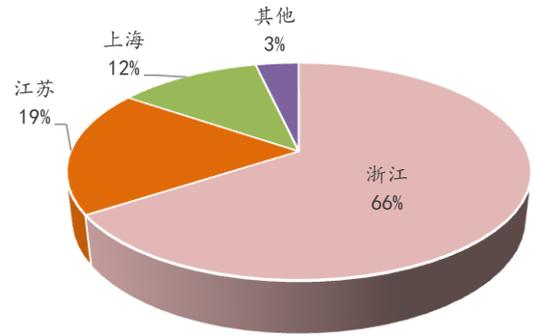


数据来源：公司公告，西南证券整理

**主营业务结构：**公司长期深耕豆制品领域，主营业务包括生鲜豆制品、大豆植物蛋白饮料、休闲豆制品和其他共四大类，2020年收入占比分别为67%、14%、6%、13%；其中生鲜豆制品为核心优势产品，是公司收入和毛利的主要贡献者，近年来保持良好的增长势头。分区域看，公司销售区域集中于江浙沪，大本营浙江市场占比为66%，江苏和上海市场收入占比分别为19%、12%。

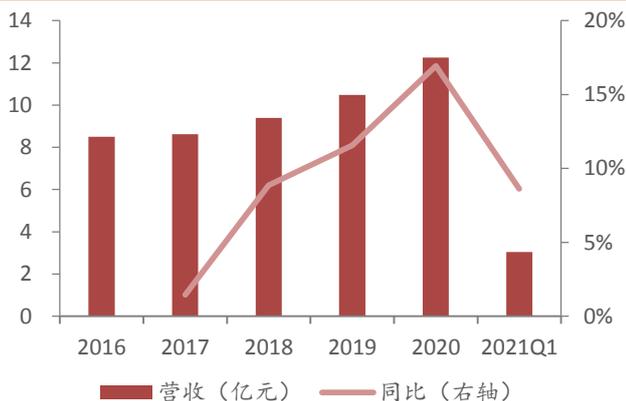
**图3：公司2020年产品收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图4：公司2020年分地区收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**业绩状况：**祖名生鲜豆制品竞争优势突出，量价齐升带动整体收入快速增长，其中2016-2020年收入复合增速为9.6%，近年来受益于餐饮连锁和商超渠道的良好开拓，收入端加速趋势明显，2020年增速达16.9%。得益于结构升级和规模效应，2016-2020年利润复合增速为28.5%，大幅高于收入增速，盈利能力快速提升。对于21Q1而言，去年疫情下居家消费带动生鲜豆制品快速增长，受较高基数影响，一季度收入端增速有所放缓；从业绩端来看，21Q1主要原材料大豆价格继续上涨，公司成本端转移具有滞后性，造成短期利润明显下滑。

**图5：公司2016年以来营收及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图6：公司2016年以来归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 千亿级赛道空间广阔，集中度提升大势所趋

### 2.1 豆制品行业稳健扩容，生鲜豆制品蓬勃发展

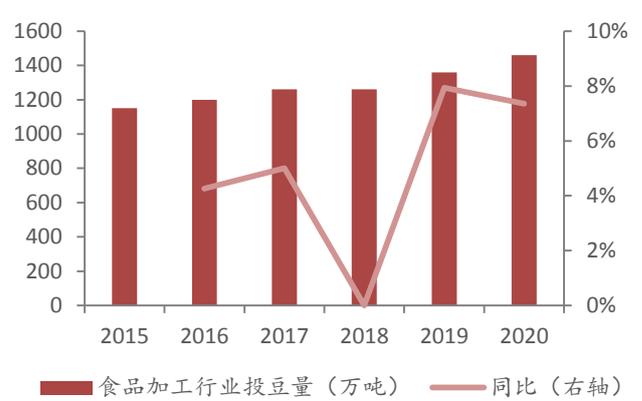
**豆制品千亿赛道，量价齐升稳步扩容。**豆制品行业需求刚性，受益于庞大的人口基数和持续的经济增长，2020年我国豆制品行业市场容量达1430亿元。豆制品行业较好地契合当前绿色健康的消费潮流，发展前景光明。从投豆量来看，过去五年豆制品行业投豆量复合增速为4.3%，未来受益于C端消费升级和B端连锁餐饮业发展等利好因素，预计行业仍将保持个位数稳健增长。

图7：2015年以来豆制品行业容量及增速



数据来源：豆制品专业委员会，西南证券整理

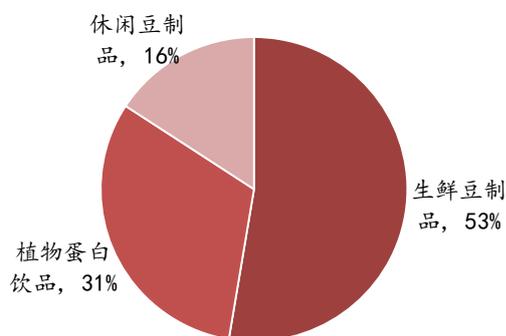
图8：2015年以来豆制品行业投豆量及增速



数据来源：豆制品专业委员会，西南证券整理

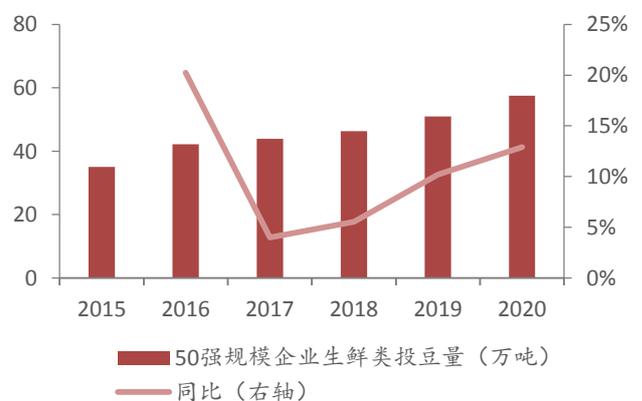
**生鲜豆制品占据半壁江山，量价齐升快速增长。**2020年豆制品行业市场容量约1431亿元，其中生鲜豆制品、植物蛋白饮品、休闲豆制品占比分别约53%、31%、16%，市场规模分别约643亿元、386亿元、193亿元。从生鲜豆制品细分赛道来看，过去5年生鲜豆制品复合增速快于行业整体，2020年前50强规模企业生鲜类投豆量增速达13%，继续保持较快增长。

图9：豆制品三大品类占比情况



数据来源：豆制品专业委员会，西南证券整理

图10：50强规模企业生鲜类投豆量及增速



数据来源：豆制品专业委员会，西南证券整理

展望未来，以豆腐为代表的生鲜豆制品契合绿色健康的消费潮流，预计未来 3-5 年仍将保持 8%-12% 的较快增长，核心驱动力如下：

**1) C 端消费者多品类需求，推动行业创新和发展。**从消费场景看，煎菜、炖菜、炒菜和煲汤等不同烹饪方法所需的豆腐品类并不一致，有利于行业整体扩容；传统白豆腐还可进一步新增为黑豆腐等衍生产品，且中餐菜品的丰富性亦对生鲜豆制品消费量起到助推作用。此外，伴随着居民健康意识提升，低胆固醇、健康绿色的生鲜豆制品越发受到青睐。

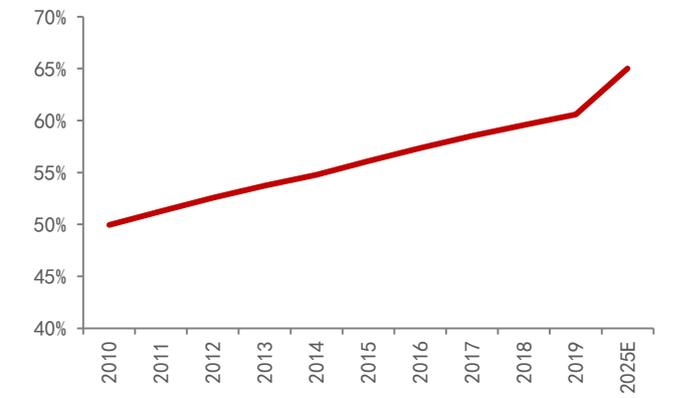
**2) 居民收入和城镇化率齐升，消费升级驱动行业扩容。**过去五年，居民人均可支配收入复合增速约 7%，2020 年人均可支配收入达 3.2 万元，居民购买力大幅提升，行业扩容基础扎实。此外，2019 年中国城镇化率仅为 60.6%，而欧美发达国家城镇化率多在 85% 以上，提升空间足够，预计十四五期间我国城镇化率有望达到 65% 以上。总的来看，居民收入增长和城市化率提升为生鲜豆制品行业快速扩容提供充足动力。

图 11：2010 年起居民人均可支配收入及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 12：我国城镇化率情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

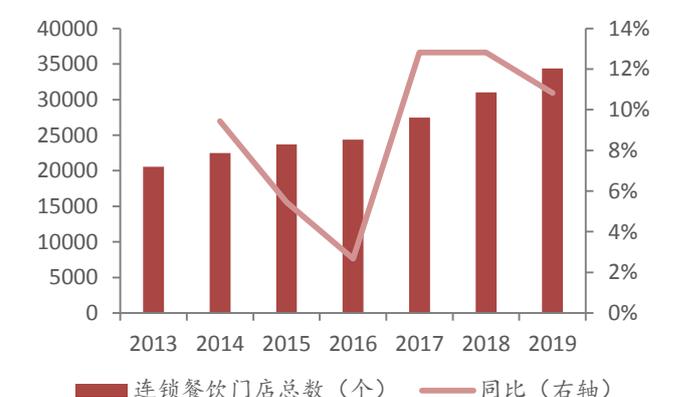
**3) B 餐饮业持续高增长，助推行业扩容。**2014-2019 年间，我国餐饮业保持较高景气度，2019 年餐饮业市场容量接近 5 万亿，CAGR 达 10.1%。随着疫情得到控制，餐饮行业恢复良好，未来有望保持高增长。与此同时，疫情等因素也使得消费者对食品安全的担忧加速升温，催动餐饮连锁化发展。对比发达国家（美国 54%、日本 49%）仍有很大空间，餐饮连锁化率提升也将助推行业扩容。

图 13：2014 年以来餐饮业依然保持快速增长



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 14：2013 年以来连锁餐饮门店总数与增速



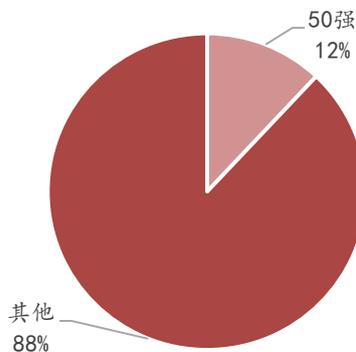
数据来源：餐饮业协会，西南证券整理

## 2.2 竞争激烈格局分散，份额提升是长期过程

受限于加工壁垒和运输半径，格局分散集中度低。豆制品行业集中度较低，主要系：1) 生鲜豆制品保质期短、运输中需要全程低温冷链，扩张半径天然受限，市场覆盖范围仅 150-300km，行业天生区域化严重。2) 豆腐生产工艺相对简单，资金和设备等进入门槛较低，且产品同质化严重。正因如此，截至 2020 年底，豆制品行业获批生产的企业超 5000 家，加之大量的小作坊广泛存在于农贸市场等，市场参与者众多，行业竞争较为激烈。

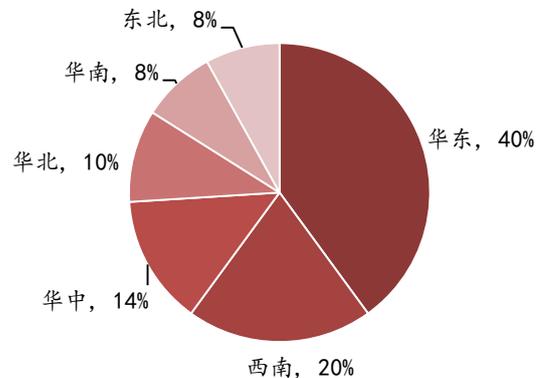
行业集中度较低，区域发展不平衡。当前行业集中度较低，豆制品行业规模企业前 50 强投豆量占比仅为 12.4%，行业集中度远低于白酒、乳制品、调味品等细分子领域，仍处于市场集中的较早阶段。从区域分布来看，豆制品行业区域发展不平衡特征明显，行业 50 强较多分布在东部区域，中西部区域数量相对较少；其中华东区域经济发展领先，市场容量大，产业集群效应明显，豆制品行业 50 强规模企业华东占比达到 40%。

图 15: 豆制品行业 50 强规模企业投豆量占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16: 豆制品行业 50 强区域分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

行业梯队已然拉开，龙头企业优势明显。从生鲜豆制品的竞争格局来看，当前市场参与者可概括划分为如下三个梯队：1) 祖名等泛区域龙头，生鲜豆制品规模 5-10 亿元，竞争优势明显，有望走向全国；2) 区域强势品牌，规模 1-5 个亿，比如杭州鸿光浪花、苏州金记、沈阳福来、北京白玉等，在深耕区域内认可度较高；3) 千万规模以下小企业，甚至大量手工作坊，发展范围局限在较小范围。

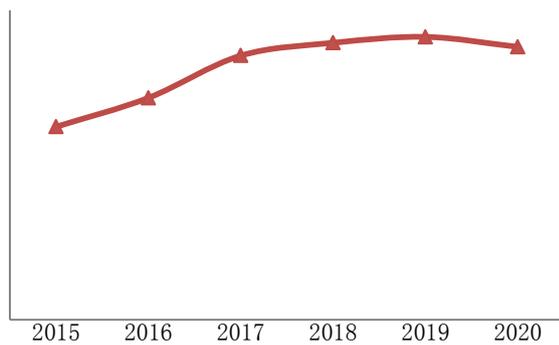
- **泛区域龙头（以祖名为例）：**自动化生产为主，自建冷链大大加长覆盖半径，目前集中长三角地区，未来加大区域复制和渠道下沉力度；产品以包装豆腐为主，有序引导产品高端化，尤其是上市之后，推出“迈”系列等高端产品，加大广告推广力度来塑造品牌形象，培育和迎合消费升级，未来有望成为生鲜豆腐第一品牌。
- **区域强势品牌：**当地拥有一定知名度和渠道优势，但很难实现区域扩张，同时该知名度也仅限于渠道或者部分商超消费者，基本仍以块状或散装豆腐为主，终端和消费者层面无品牌；不排除部分企业存在食品安全、环保或税收等问题；较少采用冷链运输或外包第三方物流。
- **小企业和手工作坊：**销售规模千万及以下，以散装豆腐为主，缺乏冷链运输，渠道覆盖半径有限。手工作坊等在全国范围内仍大量存在，尤其在二线以下城市是当地生鲜豆腐供应的主力；工业化程度低，品质不稳定，不排除部分企业违规添加防腐剂；小作坊无正规上税和环保，成本低，主要以菜市场等低价竞争为主。

**表 1: 不同档次生鲜豆制品企业情况**

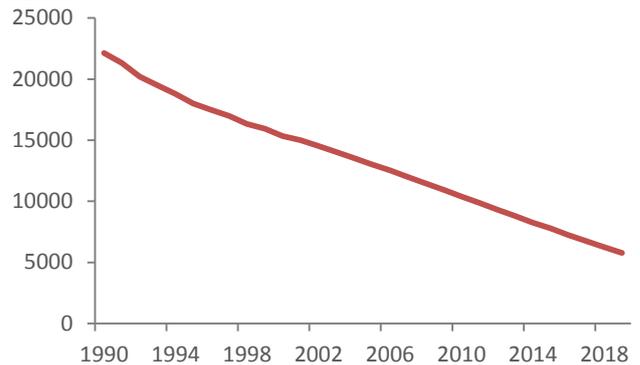
企业类别	营收体量	冷链物流	生产设备	环保处理	信息化系统	覆盖半径	产品价格
泛区域龙头 (祖名股份)	5-10 亿	自建高规格冷链物流	全自动化 先进生产线	严格符合环保要求	引进先进的信息管理系统	跨省覆盖 泛区域扩张	高于市场均价 10%-15%
区域强势品牌 (红光浪花等)	1-5 亿元	外部物流或低规格自有物流	生产线现代化	基本符合环保要求	未开始或初步尝试信息系统	邻近地级市/县市扩张	与市场价格相当
手工作坊	千万以下	无冷链物流	手工为主, 自动化水平较低	无法符合环保要求	无	仅限于生产地附近集市	低价竞争为主

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

由混乱走向集中, 龙头份额提升是长期过程。伴随着消费升级和龙头扩张, 豆制品行业正加速由混乱走向集中。从 2015 年-2020 年, 豆制品行业 50 强投豆量占全行业总投豆量比重由 8.7% 上升至 12.4%, 年均提升 1 个百分点左右, 行业集中度提升趋势明显。从长远角度来看, 借鉴邻国日本豆制品行业发展历程, 自上世纪 90 年代进入存量市场后, 日本豆制品行业加速洗牌, 豆腐企业由 1990 年 2 万多家降至 2020 年仅有 5000 多家。我国生鲜豆制品行业还处于发展较早阶段, 未来集中度提升大势所趋, 且过程较长。

**图 17: 2015 年以来 50 强规模企业投豆量占比**


数据来源: 豆制品专业委员会, 西南证券整理

**图 18: 1990 年以来日本豆制品企业数量 (家)**


数据来源: 公开资料, 西南证券整理

在行业扩容放缓, 监管政策趋严, 龙头积极扩张等多种因素共同作用下, 未来行业加速整合趋势明确, 主要驱动力包括:

**1) 消费升级催化。**随着收入水平提升, 居民消费升级和健康意识快速提升, 安全、卫生、便捷的包装豆制品越发受到消费者青睐, 包装豆腐替代散装、品牌豆腐替代中小作坊等将是长期趋势。与此同时, 餐饮连锁化企业和商超渠道严格要求原料质量, 倾向于一站式购买, 利好标准化和具备品牌力的龙头企业。

**2) 政策监管趋严。**过去受限于经济发展水平, 监管部门对于豆制品行业卫生、环保等要求并不严格, 客观上降低了行业准入门槛, 造成行业鱼龙混杂, 发展不规范。近年来伴随着国家越发重视环保和居民健康, 环保门槛和卫生监管政策明显趋严, 中小企业和手工作坊将加速退出市场。

**3) 龙头积极扩张。**历经多年大浪淘沙, 行业中形成了一批以祖名为代表的豆制品行业领军企业, 他们在规模、渠道、品牌及资金等方面积累起较强的竞争优势。当前行业朝着品牌化和规模化发展趋势明确, 行业龙头利用自身优势加速向周边区域渗透扩张, 进一步挤压中小企业市场份额。

### 3 生鲜豆制品细分龙头，优势突出前景可期

#### 3.1 生鲜豆制品加速增长，第二成长曲线蓄势待发

**江浙沪知名品牌，上市提升品牌影响力。**祖名在江浙沪地区深耕多年，凭借优异的产品和过硬的质量，公司产品获得商超、餐饮和 C 端消费者的高度认可，并积累起相当的品牌影响力，成为江浙沪地区豆制品领导品牌之一。自创立以来，公司始终严格把控质量，并不断进行产品和技术创新，先后获得“农业产业化国家重点龙头企业”等荣誉；与此同时，成为 G20 杭州峰会食材总仓供应企业，与餐饮巨头海底捞的深度合作，都是公司综合实力和卓越品质的直观体现。值得重视的是，公司作为生鲜豆制品第一股，首发 IPO 将有效提振品牌势能，上市公司的金字招牌利于省外招商引流，有望步入发展快车道。

**表 2：祖名股份近年来所获荣誉**

获奖时间	部分荣誉展示
2012 年	浙江省驰名商标
2013 年	中国豆制品行业质量安全示范单位
2015 年	全国绿色食品示范企业
2016 年	农业产业化国家重点龙头企业
2016 年	中国豆制品行业 50 强
2016 年	G20 杭州峰会食材总仓供应企业
2017 年	成为知名餐饮企业“海底捞”供应商
2017 年	CAC 国际标准《非发酵豆制品》参与起草单位

数据来源：公司官网，西南证券整理

**产品种类丰富，协同效应显著，契合一站式采购需求。**祖名长期深耕豆制品领域，依托自有完善的采购、生产、物流一体化全流程体系，实现业内少有的“生鲜+饮品+休闲”全面布局。公司产品矩阵完备，合计拥有 SKU400 余个，产品间协同效应显著，能够较好地满足大规模一站式采购需求。具体来看，生鲜豆制品是发展的核心驱动力，量价齐升趋势明确；饮品和休闲豆制品整体稳定；此外，祖名注重新品的研发和推广，放心豆芽、腐乳等新品可以充分借助生鲜豆制品的渠道分销和供应链体系，有望打造成为公司的第二成长曲线。

**表 3：公司主要产品矩阵**

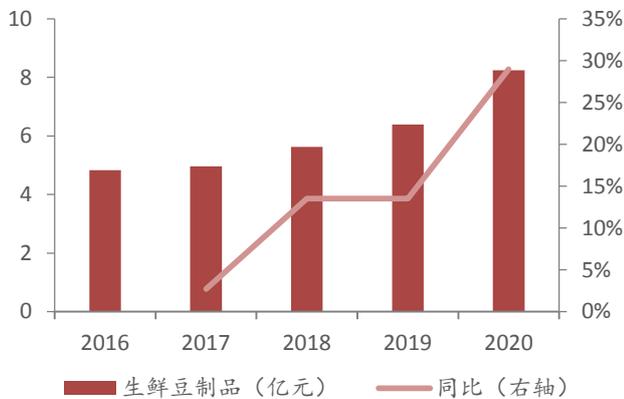
产品系列	具体类型	产品展示
生鲜豆制品	豆腐、千张、素鸡、豆腐干等	
植物蛋白饮品	自立袋豆奶、利乐包豆奶等	
休闲豆制品	休闲豆干、豆卷类，休闲素肉等	

产品系列	具体类型	产品展示
其他类	腐乳、豆芽菜、面筋、年糕、木涟冰爽等	

数据来源：公司官网，西南证券整理

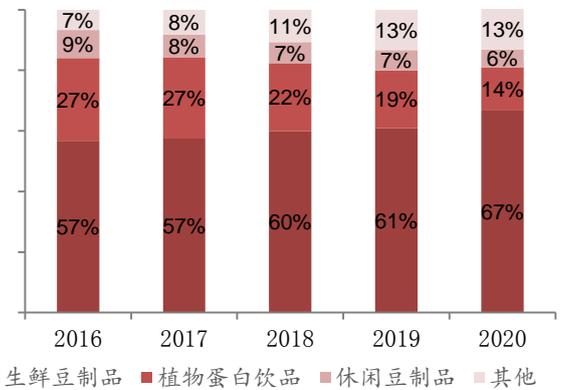
**生鲜豆制品加速增长，占比稳步提升。**生鲜豆制品是祖名的核心优势产品，也是未来发展的最大看点，2016-2020 年收入复合增速达 14%，其中 2020 年增速为 29%，加速增长趋势明确。从营收占比来看，生鲜豆制品收入占比从 2016 年的 57% 逐年提升至 2020 年的 67%；与此同时，伴随消费升级和规模效应，生鲜豆制品毛利贡献提升明显，占比提升至 73%，带动公司整体毛利率和净利率显著提升。

图 19：公司 2016 年以来生鲜豆制品收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

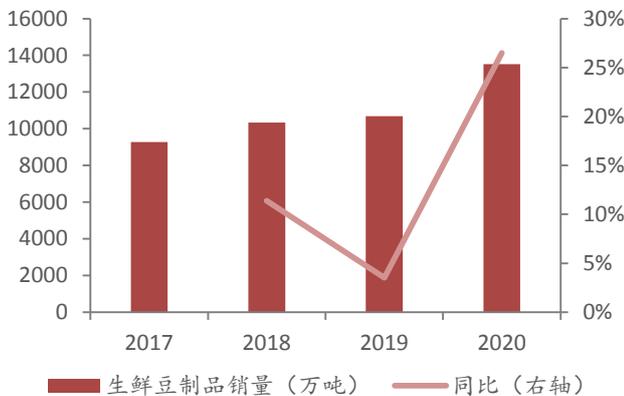
图 20：公司 2016 年以来公司产品结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

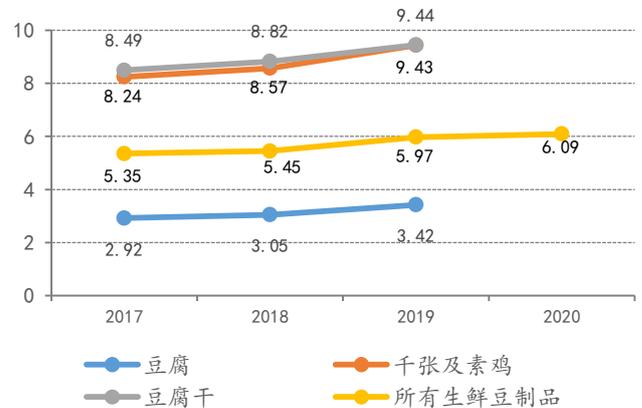
**生鲜品类量价齐升，优势突出前景可期。**生鲜豆制品增长态势良好，拆分量价来看，2017-2020 年单价、销量复合增速分别为 4.4%、13.4%，量价齐升趋势明确。从细分品类来看，豆腐是主力品种，豆腐 2017-2019 年销量、单价复合增速分别为 9.5%、8.5%，量价齐升驱动收入 CAGR 达 18.5%；千张及素鸡销量稳健增长，单价提升明显；豆腐干则主要是价增驱动，销量基本保持平稳。综合来看，生鲜品类产品升级路径清晰，具备主动及被动提价能力，能有效转移成本压力，而且高中低端的产品矩阵较好满足各类消费者的需求。

图 21：公司 2017 年以来生鲜豆制品销量及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

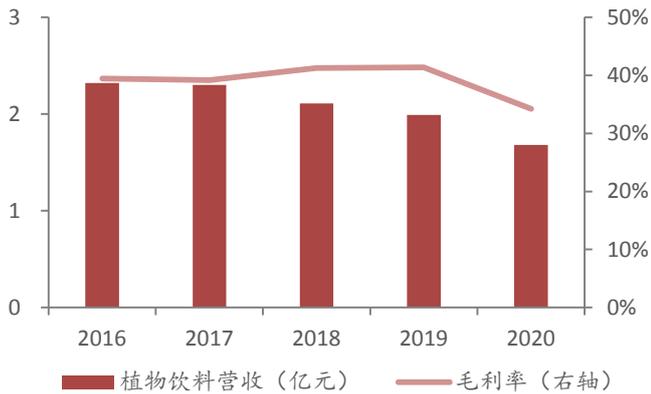
图 22：公司 2017 年以来生鲜豆制品单价稳步提升 (元/kg)



数据来源：公司公告，西南证券整理

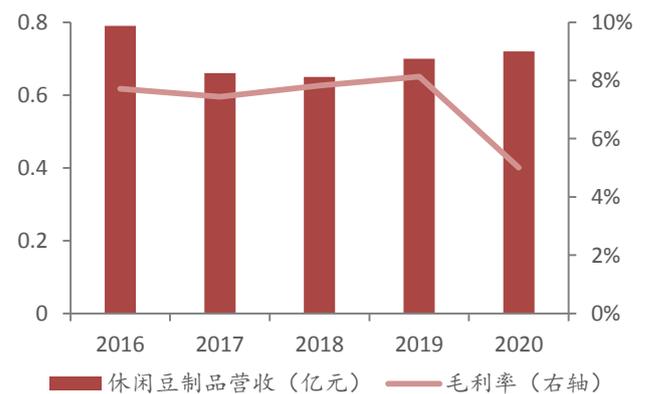
**植物饮品仍在调整，休闲食品有望受益于规模效应。**1) 植物蛋白饮品：公司饮品主要用于早餐便捷消费，由于早餐消费选择多样化，市场竞争加剧等因素影响，2016-2019 年收入复合增速-5%；2020 年新冠疫情冲击早餐消费，植物饮品延续下滑趋势。2) 休闲豆制品：2016-2020 年收入复合增速-2%，2020 年销售毛利率仅为 5%；值得重视的是，休闲豆制品仍处于起步阶段，前期投入较大，规模效应尚不明显，毛利率比其他休闲零食企业低 10 个百分点以上，随着公司市场扩张和规模效应，毛利率有望明显提升。

图 23：公司 2016 年以来植物饮料营收及毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

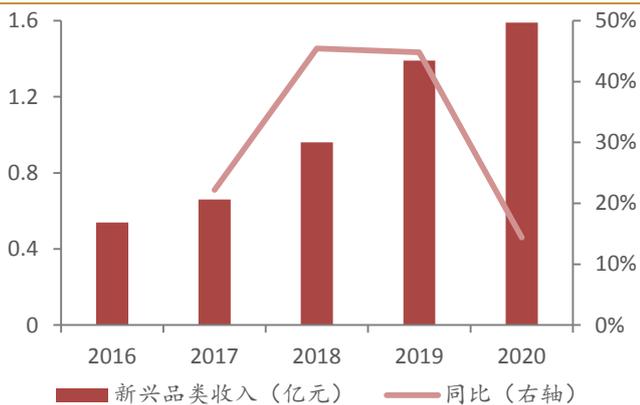
图 24：公司 2016 年以来休闲豆制品营收及毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

**加大投入开发新品，放心豆芽等蓄势待发。**公司始终注重产品迭代升级和新品研发，持续加大对新品开发力度，2020 年研发人员和研发费用均接近翻倍增长，新品扩张将显著提速。依托生鲜豆制品的分销渠道和冷链物流，新兴品类较好地解决了渠道和物流的痛点，成本亦得到有效控制。在公司的持续培育下，新兴品类获得市场高度认可，收入从 2016 年的 0.54 亿元快速提升至 2020 年的 1.59 亿元，年均复合增速达 31%，显著高于公司整体增速。伴随规模效应和市场扩张，预计新品未来仍将实现 30% 以上的高速增长。

图 25：公司 2016 年以来新兴品类收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：公司 2020 年推出多款新品

2020 年  
众多新品  
有序上市

- ◆ 定制产品：针对客户定制需求，推出 3L 袋装豆浆、核桃豆奶饮料、燕麦藜麦豆奶、臭豆腐包等。
- ◆ 丰富产品口味：推出甜辣味、等多种口味的休闲产品，开发樱花草莓味木莲冰爽、甜辣臭豆腐产品、卤味腐竹等新品。
- ◆ 推出锁鲜装：推出火锅豆制品拼盘、素鲜脖、拌五蔬、素肉丝等锁鲜装产品
- ◆ 开发高端产品：开发高端豆腐、高膳食纤维的全豆豆乳、素牛肉干等新品

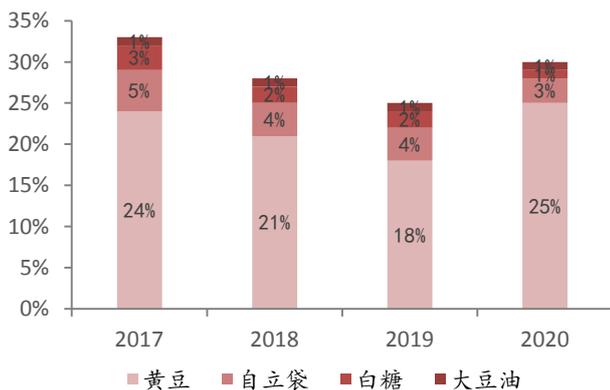
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2 供应链与产能构筑高壁垒，经营效率行业领先

**供应链一体化，保障品质提升效率。**祖名选择原料采购、加工生产、物流配送的产业链一体化的运作模式，构建起稳定高效的供应链体系。生鲜豆制品利润不高且对于质量管控严格，产业链一体化的模式适合祖名：1) 餐饮连锁等终端对于产品质量管控极为严格，产业链一体化可以有效管控上游原料和下游物流质量，确保产品新鲜安全；2) 可以有效提升经营效率，较好地实现规模经济和产品协同。一体化供应链体系前期投入大，管理层级复杂，构建起较高的竞争壁垒。

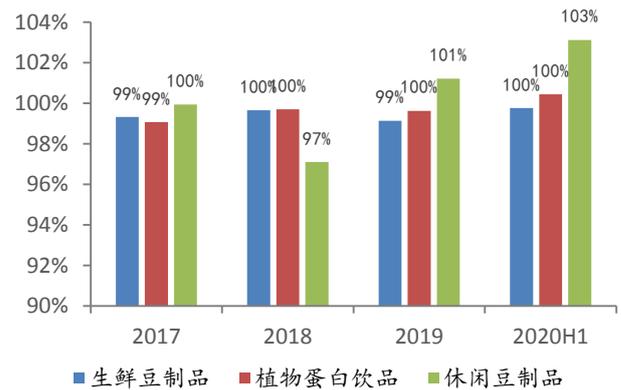
- **择优选取供应商，严格管控原料质量。**公司主要原材料包括黄豆、白糖等原辅料和包材，其中黄豆采购金额占比常年在 70% 以上，是影响公司毛利的关键因素。公司一直择优选取供应商，入库前进行全面检测，严格管控原料质量。尽管公司实现规模化采购，但由于对原材料品质要求较高，价格略高于市场均价。
- **以销定产严控库存，产销率保持高水平。**公司生鲜豆制品生产周期 1 天，保质期 3-5 天，需要当天生产、当天配送，对于库存周转和产销协同要求较高。为保证生产的及时性和有效性，对于生鲜制品，公司采用估算生产和订单生产相结合的模式，并根据实际情况进行调整和补充。以销定产模式运作效果突出，产销率接近 100%，库存管控良好。
- **自建高规格冷链物流，协同效应突出。**生鲜豆制品需要全流程严格低温储存，基于此，公司自建专业化、高规格的冷链物流配送系统，拥有 200 余辆冷藏货车，超过 400 人的冷链物流团队，每天车辆配送行程超过 6 万公里。同在杭州运营的鸿光浪花仅拥有冷链运输车 80 余辆，车队规模和覆盖范围远小于祖名。自有的高规格物流团队不仅确保产品新鲜安全，还能有效延伸产品覆盖半径，实现了对江浙沪地区的良好覆盖。

图 27：公司 2017 年以来各种原料成本占收入比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：公司 2017 年以来三大品类产销率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

**信息化系统赋能，大幅提升管理效率。**公司以销售生鲜豆制品为主，产品种类繁多且保质期短，终端网点分散，每种产品单价不高，单日订单量巨大，还有伴随的发票、客服等业务。此外，随着公司规模和业务量的扩大，订单量和数据成倍放大，经营管理难度较大，从而制约企业发展。基于此，公司于 2012 年开始引进数字化系统，2016 年斥巨资与金蝶合作引进全流程信息化管理系统，累计投入达 1500 万元。祖名运用信息化的“三单一表”，实现

从生产、配送、销售、财务等全流程覆盖，每月处理销售订单超过 10 万张，大幅提升经营效率和服务体验，顺利实现“鲜、快、零库存”的经营目标，2019 年公司被工业和信息化部评为企业上云典型案例。

- **生产环节：**一方面，针对细分产品研发 BOM 物料清单，实现料工费等生产成本及时归集，提高财务核算效率和准确度；另一方面，公司在现场安装监控联网系统，对产品进行全过程监视、检测和追溯，保证生产稳定连续。
- **配送过程：**信息化管理平台可以实时汇总同线路客户货品，有效提高配送服务发货及分装效率；此外，利用 GPS 实现配送车辆实时定位，信息化平台有效提高管理及调度配送车辆的效率。
- **销售方面：**客户通过手机 APP 直接下单，ERP 后台数据实时更新，生产人员和订货人员可实时看到订货及产品入库数据，实现良好的产销协同，客户收货后可在 APP 上确认验收货物。系统还可有效实施价格管理和促销管理，大幅提高销售效率。
- **财务系统：**引入的信息化管理平台可实时生成定制化的报表和数据统计，可以方便公司管理层进行业务分析，还可以方便销售人员每天跟踪客户动态及做出快速反应，较好实现了业务财务一体化功能。

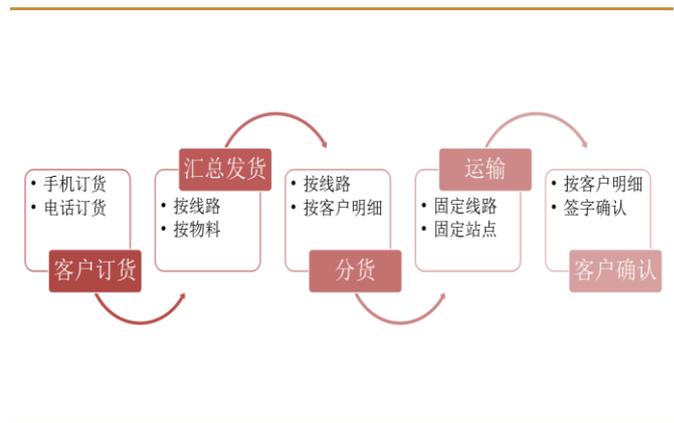
**图 29：公司采用金蝶数字化信息管理系统**



序号	物料编码	物料名称	规格型号	销售单位	当前库存	需求数量	发货位置	备注	仓库
1	101101002	银标产圈豆腐400g	每箱51盒	盒	34,517	908	21 豆腐车间区1		生鲜仓
2	101105001	银标嫩豆腐350g	每箱36盒	盒	1,604	3	21 豆腐车间区1		生鲜仓
3	101301001	银标鲜1号6000g(盒)	盒	233	2	21 豆腐车间区1		生鲜仓	
4	101401001	银标嫩产圈豆腐300g	每箱39盒	盒	583	11	21 豆腐车间区1		生鲜仓
5	101103001	银标产圈豆腐300g	每箱69盒	盒	25,087	379	21 豆腐车间区2		生鲜仓
6	404101001	银标产圈豆腐110g	每箱30袋	袋	11,280	39	21 豆腐车间区2		生鲜仓
7	101103002	银标产圈豆腐400g	每箱52盒	盒	4,282	16	21 豆腐车间区3		生鲜仓
8	101104001	银标产圈王150g	每箱45盒	盒	50,605	24	21 豆腐车间区3		生鲜仓
9	101104002	银标产圈400g	每箱45盒	盒	15,177	58	24 豆腐车间区4		生鲜仓

数据来源：百度，西南证券整理

**图 30：祖名线上订货流程图**

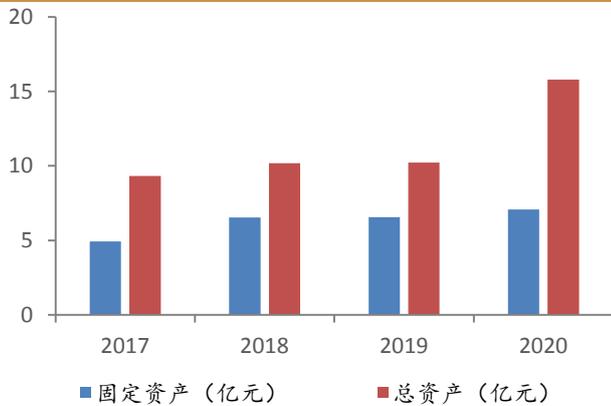


数据来源：百度，西南证券整理

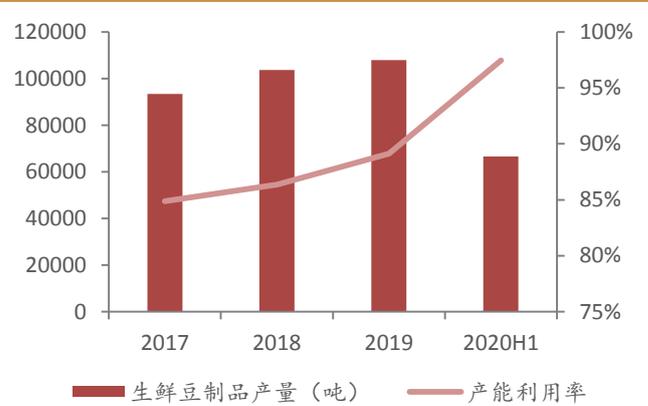
**上市募资扩建产能，奠定长期增长基础。**伴随生鲜豆制品的快速放量，公司整体实力快速提升，固定资产和总资产规模均大幅提升，三年时间累计增幅分别达 43%、69%，产能和资产规模稳居第一梯队，与中小企业拉开较大差距，规模效应明显。在生鲜豆制品增长势头良好，2020H1 产能利用率达 97% 背景下，公司上市募资 4.3 亿元用于生鲜豆制品产能扩建和豆制品研发与检测中心提升项目。上市募资扩产可以较好地解决产能饱和、资金瓶颈等痛点，并夯实研发和质量检测能力，为长远发展打下坚实基础。

- **大幅扩产抢占份额：**公司投资 3.6 亿元用于生鲜豆制品产能扩建，募投项目将大幅提升生鲜豆制品产能规模，项目全部投产后生鲜豆制品总产能达 20.1 万吨，较 2019 年提升 66%。引进的先进生产线和大幅扩张的产能将有效提升公司市场占有率，体量壮大后规模效应凸显，盈利能力有望快速提升，将进一步巩固公司行业龙头地位。
- **夯实研发与品质根基：**公司投入 6500 余万元用于豆制品研发与检测中心提升项目，购买先进检测设备，巩固长期以来的质量优势，确保产品绿色安全。与此同时，通

过该项目建设,公司将显著提升新品研发和旧品改良的能力,进一步丰富产品种类,满足消费升级和多样化需求。

**图 31: 公司 2017 年以来固定资产和总资产情况**


数据来源: 百度, 西南证券整理

**图 32: 公司 2017 年以来生鲜豆制品产量及产能利用率**


数据来源: 百度, 西南证券整理

**表 4: 公司募投资金情况**

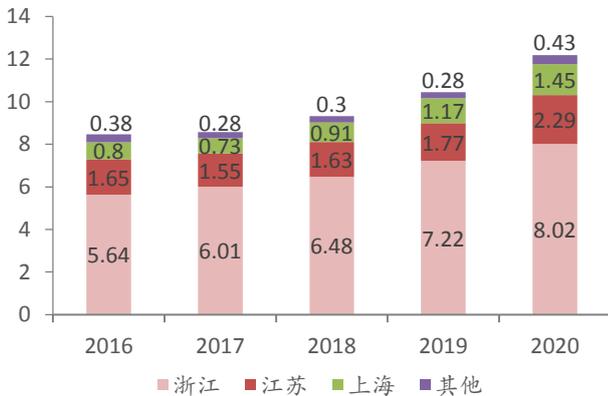
序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金投入金额 (万元)	预计投产时间
1	年产 8 万吨生鲜豆制品生产线技改项目	36163.89	33987.16	建设期 24 个月, 完工后两年达到设计产能
2	豆制品研发与检测中心提升项目	6522.78	6522.78	项目建设期 24 个月, 完工后即正常使用
合计		42686.67	40509.94	——

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.3 深耕江浙沪市场, 全渠道协同发力

#### 3.3.1 垂直深耕浙江大本营, 加快区域扩张节奏

祖名从杭州起家,在深耕浙江大本营市场的同时,将产能和渠道稳步向邻近的上海、江苏、安徽等长三角市场渗透扩张。近年来公司市场扩张成效显著,大本营浙江市场占比持续下降,江苏和上海市场占比持续提升。从最近的增速来看,2020 年公司在大本营浙江市场增速为 11%,但是在上海、江苏收入增速分别为 24%、29%,省外增速显著高于省内,泛区域化扩张进展良好。

**图 33: 公司 2017 年以来渠道收入结构 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 34: 公司 2017 年以来各渠道收入占比情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

祖名品牌知名度、产品质量和供应链体系均处于行业领先地位, 竞争优势明显。根据表 5 的数据测算, 公司在江浙沪市场份额仅为 8.3%, 潜在提升空间广阔。上市后, 管理层制定了清晰的市场扩张战略, 一方面, 推动省内垂直深耕抢占中小企业份额; 另一方面, 对江苏、上海加快渠道渗透扩张, 积极尝试收购兼并或合作联营模式, 扩张节奏明显加快。

- 浙江市场垂直深耕:** 公司生鲜豆制品在杭州市占率 50% 左右, 龙头地位稳固, 但在全省市占率仅为 17%, 提升空间较大; 上市之后, 祖名品牌和规模优势实质提升, 未来主要针对周边薄弱市场进行垂直深耕, 持续推动渠道下沉渗透, 省内市占率将稳步提升。
- 江苏和上海横向扩张:** 公司在江苏、上海市占率分别为 3.3%、7.2%, 份额占比远低于浙江, 仍然存在相当比例空白市场, 潜在提升空间广阔。看好公司在江苏和上海的发展, 主要基于: 1) 公司通过高端产品重点发力商超、直销等渠道, 入驻盒马、大型餐饮等, 实现消费习惯的引导。借上市东风, 未来 3-5 年加速开拓的新区域将持续贡献增量。2) 管理层扩张决心坚定, 在依托自有积累扩张的同时, 还将通过兼并收购来加速扩张; 此外, 祖名积极尝试合作联营的新模式, 充分发挥自身品牌和管理优势, 有望实现低成本快速扩张。

**表 5: 祖名各区城市占率测算**

区域	总人口 (万人)	人均 GDP (万元)	生鲜豆制品容量 (亿元)	祖名收入 (亿元)	祖名市占率
全国市场	141179	7.24	643.3	8.24	1.3%
浙江	6457	10.00	35.3	5.4	15.3%
江苏	8475	12.12	46.3	1.5	3.3%
上海	2487	15.56	13.6	1.0	7.2%
江浙沪整体	17419	11.66	95.2	7.9	8.3%
江浙沪之外	—	—	548.1	0.3	0.1%

数据来源: 国家统计局, 中豆委, 西南证券整理。备注: 此处假设江浙沪地区豆制品人均消费量和全国相当, 平均单价比全国整体高 20%。

### 3.3.2 经销渠道保持稳健，商超、直销渠道快速发展

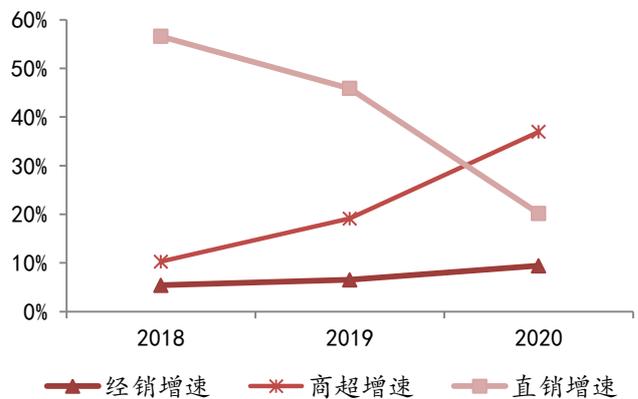
**全渠道运作，商超、直销连续高增长。**公司在重点区域建立了密集的涵盖各层次消费市场的网点，采用经销、商超和直销三位一体的全渠道运作模式，尽快能扩大消费对象的覆盖面。具体来看，传统经销渠道份额占比60%以上，近年来份额占比下降明显。受益于连锁商超开拓网点、餐饮连锁企业高增长，商超和直销渠道增速远高于传统经销渠道，商超、直销占比分别由2017年的22%、5%提升至2020年的28%、9%，未来持续提升趋势明确。伴随市场开拓及下沉，公司传统经销渠道预计仍将维持稳健增长；公司积极与生鲜电商平台及餐饮连锁企业展开合作，预计未来商超、直销餐饮渠道仍将维持30%以上高增长。

图 35：公司 2017 年以来渠道收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

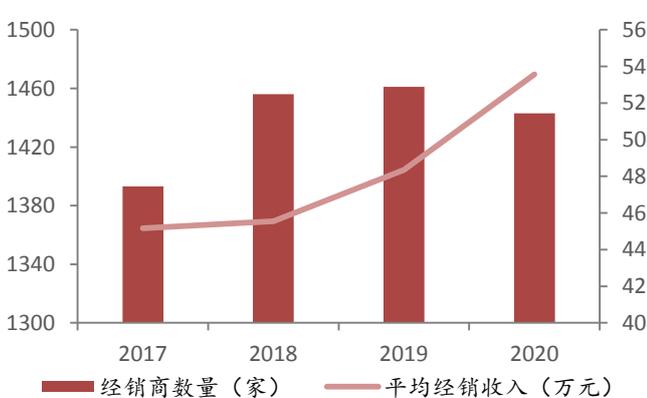
图 36：公司 2018 年以来各渠道增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

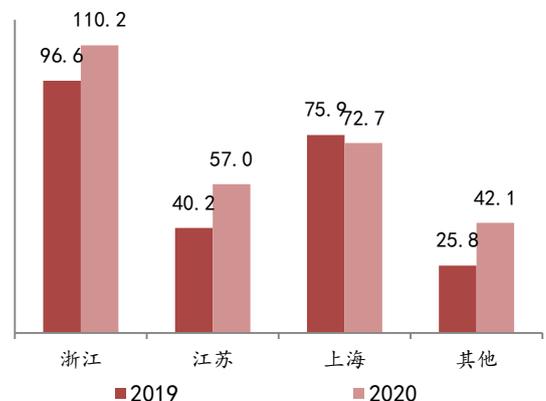
**经销模式：经销渠道稳健增长，市场提升空间较大。**经销模式是公司主要的销售模式，2020 年份额占比为 63%，同比增速 9.4%，增长较为稳健。在多年的发展过程中，公司逐步构建起完善的经销商管理体系；在经销商招募中，公司大力开发实力雄厚的优质经销商，并有序淘汰经营不善、考核不达标的经销商，推动经销商能力稳步提升。2017 年-2020 年，公司经销商数量保持稳定，经销商平均创收从 45 万元提升至 54 万元。细分区域来看，祖名在江苏和上海的品牌知名度不及浙江市场，因而经销商人均创收较低，在上市后品牌提升和渠道开拓加速的驱动下，未来江苏、上海有望向大本营市场看齐。

图 37：公司 2017 年以来经销商数量及平均收入



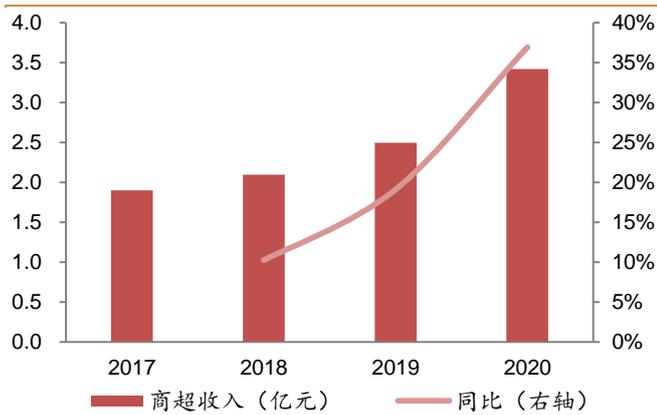
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：2019、2020 年各大区域平均经销收入 (万元)

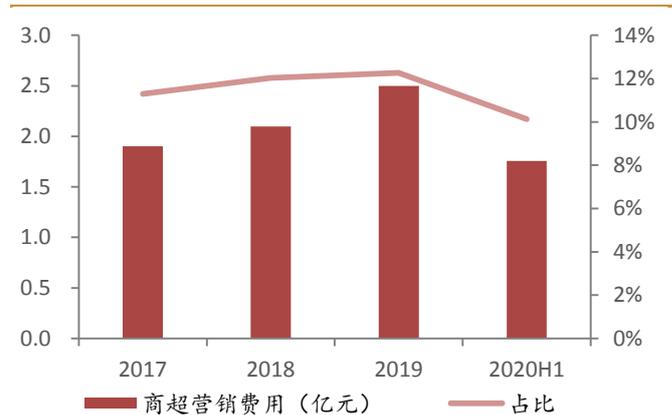


数据来源：公司公告，西南证券整理

**商超模式：大力拓宽商超渠道，商超收入快速增长。**商超渠道客户主要为大润发、永辉、联华、华润万家、物美等。近年来受益于连锁商超网点的快速开拓，公司收入实现良好增长。2017-2020 年商超渠道复合增速为 22%；2020 受益于叮咚买菜、每日优鲜等社区团购崛起贡献增量，收入端加速明显。从费用端来看，2017-2019 年商超市场营销费用率整体稳定，2020 年疫情下商超动销良好，促销费用减少带动费用率下降。

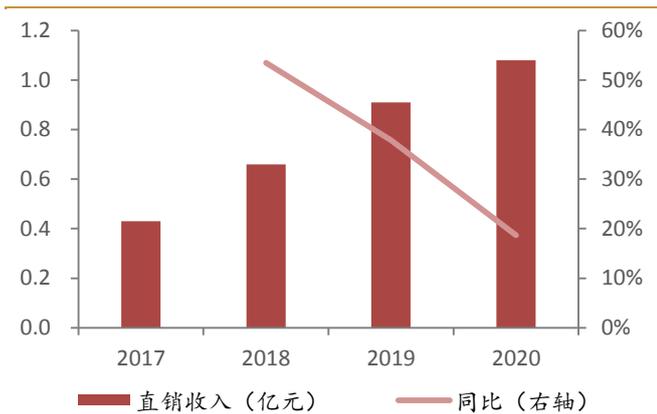
**图 39：公司 2017 年以来商超渠道收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

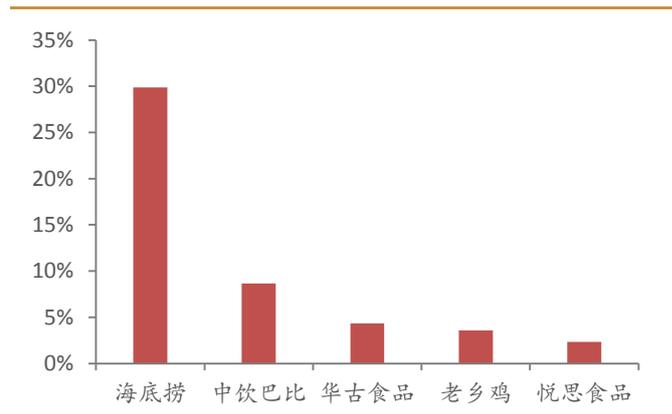
**图 40：公司 2017 年以来商超营销费用及占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**直销模式：受益于连锁餐饮高速发展，快速增长可期。**公司直销主要为食堂和餐饮连锁企业，受益于餐饮连锁企业的迅猛发展，公司 2017-2020 年直销收入年均复合增速为 36%，2020 年增速放缓主要系疫情冲击所致。在连锁餐饮快速发展的背景下，祖名作为行业龙头，依托丰富的产品种类和领先的供应链体系，未来将充分受益，主要基于：1) 连锁餐饮企业对于上游原材料的品质和新鲜要求较高，倾向于选择实力雄厚，安全稳定的龙头企业，且渠道粘性较高。2) 连锁餐饮企业采购品类多，为控制采购成本和保证质量，倾向于选择一站式采购，祖名在豆制品领域的全方位布局契合一站式采购需求，具有较强的竞争优势。

**图 41：公司 2017 年以来直销收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

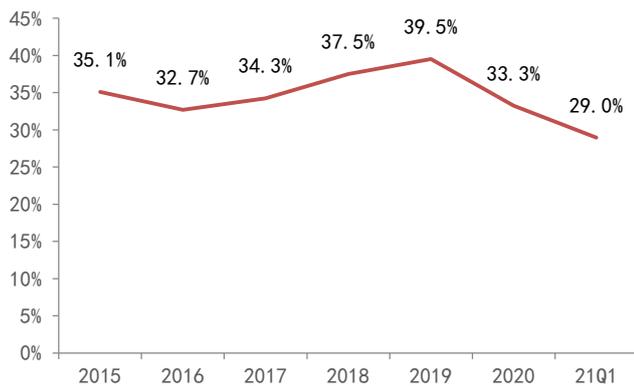
**图 42：公司 2020H1 直销前五大客户收入占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利能力短期承压，长期向好趋势不改

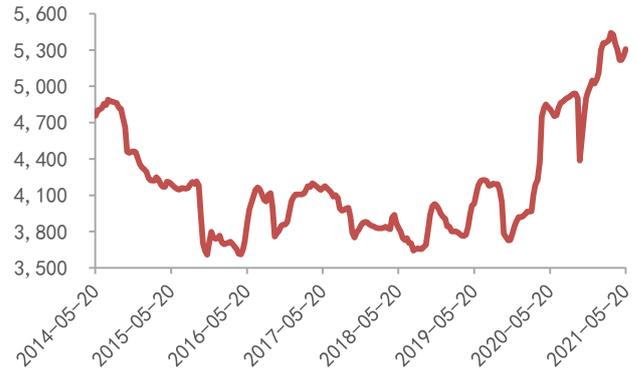
大豆价格持续上涨，成本端短期承压明显。2015-2019年，主要原材料大豆价格总体保持稳定，受益于产品提价和规模效应，公司成本端控制良好，毛利率提升 4.1 个百分点至 39.5%，盈利能力显著提升。2020 年 2 月以来，由于大豆种植面积减少和大豆主要进口国政策影响，国内大豆价格快速上涨，造成 2020 年毛利率同比下降 6.2 个百分点。2021 年一季度大豆价格继续走高，平均单价相较于正常年份上涨 50% 左右，毛利率进一步降至 29%，公司成本端短期承压明显。

图 43：公司 2015 年以来毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

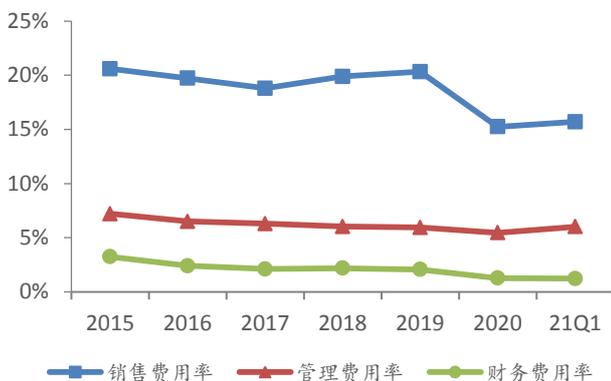
图 44：公司 2014 年以来大豆价格走势 (元/吨)



数据来源：wind，西南证券整理

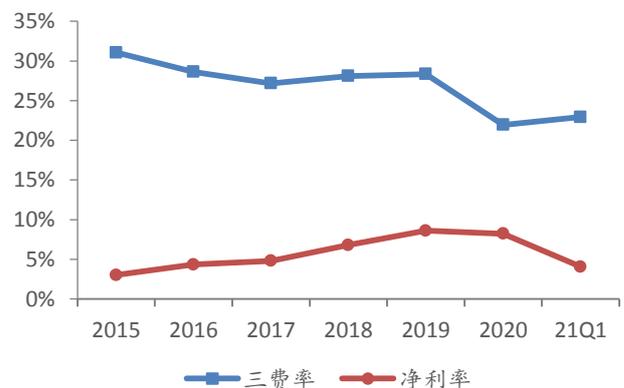
规模效应突出，费用率下降明显。2015 年以来，伴随着体量扩大带来的规模效应，公司费用率下降明显，21Q1 销售费用率、管理费用率、财务费用率相较于 2015 年分别下降 4.9 个、1.2 个、2.2 个百分点，三费率合计下降 8.3 个百分点，费用管控成效突出。对净利率而言，2015-2019 年，得益于毛利率提升和费用率下降，公司净利率大幅提升 5.6 个百分点至 8.6%，盈利能力显著增强。短期来看，21Q1 大豆价格继续上涨，成本压力骤升带动净利率快速下行，公司盈利能力短期承压明显。

图 45：公司 2015 年以来销售费率、管理费、财务费率情况



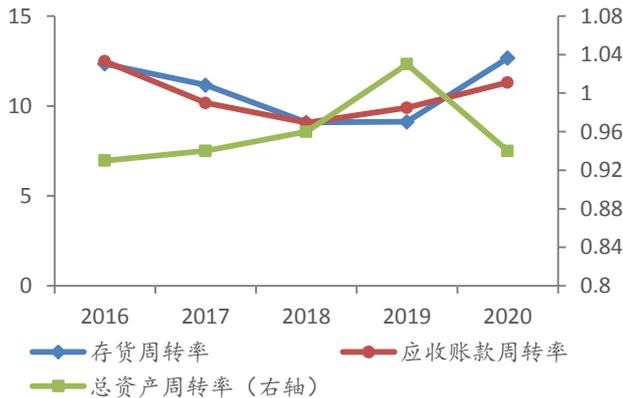
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：公司 2015 年以来三费率和净利率情况

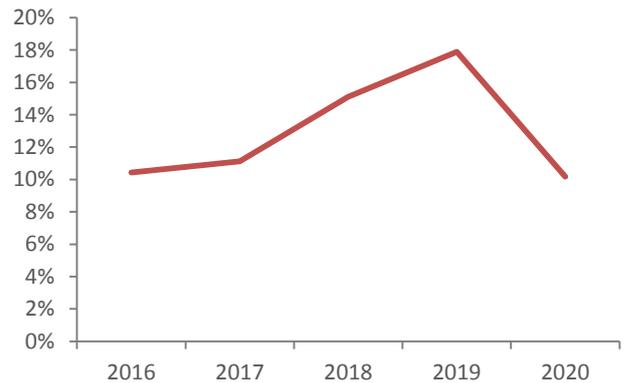


数据来源：公司公告，西南证券整理

**营运能力提升明显，ROE 短期有所下滑。**祖名采取以销定产的生产模式，伴随着数字化信息系统赋能，管理精细化水平提升，2018-2020 年公司存货周转率和应收账款周转率明显提升。2016-2019 年，受益于生鲜豆制品的良好增长，公司总资产周转率持续上升，2020 年短暂下滑主要系上市后资产大幅增加所致。对 ROE 而言，2016-2019 年，受益于资产周转率和净利率水平提升，公司权益净利率快速提升；2020 年公司上市募资带来资产周转率和权益乘数下降，原材料成本上升导致净利率有所下滑，共同造成 ROE 短期大幅下滑。

**图 47：公司 2016 年以来部分营运指标情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 48：公司 2016 年以来权益净利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设：

1) 受益于行业扩容和渠道扩张，生鲜豆制品销量有望延续高增长，其中 2021 年销量增速放缓主要系 2020 年基数较高所致；与此同时，祖名作为行业龙头，具备主动及被动提价能力，未来销售吨价持续提升趋势明确，其中 2021 年吨价提升较快主要系原材料大幅上涨催化行业快节奏提价所致。预计 2021-2023 年生鲜豆制品销量同比增长 15%、20%、25%，吨价分别提升 6%、2%、2%，毛利率分别为 33.3%、34.0%、34.6%；

2) 植物蛋白饮品受早餐消费选择多样化和早餐点终端渠道整改影响，近年来销量有所下滑，2020 年疫情冲击下滑幅度较大。考虑到疫情等不确定因素，此处较为保守地估计 2021-2023 年植物蛋白饮品销量和吨价保持不变；

3) 休闲豆制品行业竞争激烈，公司作为行业后来者，正积极进行市场和渠道开拓，伴随着规模效应和渠道开拓，收入端有望稳健增长，预计 2021-2023 年休闲豆制品收入增速分别为 5%、5%、5%，毛利率分别为 5%、5%、5%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

**表 6: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入	1047.7	1225.2	1405.0	1633.6	1975.5
	yoy	11.6%	16.9%	14.7%	16.3%	20.9%
	营业成本	633.6	817.8	958.1	1103.5	1320.2
	毛利率	39.5%	33.3%	31.8%	32.4%	33.2%
生鲜豆制品	收入	638.8	823.7	1004.1	1229.1	1567.1
	yoy	13.5%	29.0%	21.9%	22.4%	27.5%
	销量(吨)	10692	13526	15555	18666	23332
	yoy	3.5%	26.5%	15.0%	20.0%	25.0%
	单价(万元/吨)	5.97	6.09	6.46	6.58	6.72
	yoy	9.6%	1.9%	6.0%	2.0%	2.0%
	成本	361.3	529.2	669.5	811.4	1024.4
毛利率	43.4%	35.8%	33.3%	34.0%	34.6%	
植物蛋白饮品	收入	199.0	168.1	168.1	168.1	168.1
	yoy	-5.6%	-15.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	销量(吨)	5934	5023	5023	5023	5023
	yoy	-7.0%	-15.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	单价(万元/吨)	3.4	3.3	3	3	3
	yoy	1.5%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	116.68	110.53	110.5	110.5	110.5
毛利率	41.4%	34.2%	34.2%	34.2%	34.2%	
休闲豆制品	收入	70.0	72.1	73.5	77.1	81.0
	yoy	8.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	64.3	68.5	69.8	73.3	76.9
	毛利率	8.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	收入	138.6	159.3	159.3	159.3	159.3
	yoy	44.4%	15.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	90.5	108.5	108.4	108.4	108.4
	毛利率	34.7%	31.9%	32.0%	32.0%	32.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.1 亿元、1.6 亿元、2.2 亿元，未来三年归母净利润将保持 30% 的复合增长；EPS 分别为 0.91 元、1.26 元、1.76 元。基于公司生鲜豆制品龙头，同时即将进入快速扩张期，给予 2021 年 40 倍估值，对应目标价 36.4 元，首次给予“买入”评级。

## 5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 3.08%；
- 2) 考虑到公司上市时间仅半年，选取食品饮料-食品综合（申万分类）行业最近 60 个月  $\beta$  值的算术平均值 1.04 作为公司的无杠杆  $\beta$ ；
- 3) 税率保持 25%。

表 7：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	3
永续期增长率	1%
无风险利率 Rf	3.08%
市场组合报酬率 Rm	10%
有效税率 Tx	25%
过渡期增长率	8%
$\beta$ 系数	1.07
债务资本成本 Kd	7.6%
债务资本比重 Wd	8%
股权资本成本 Ke	10.48%
WACC	10.10%

数据来源：西南证券

表 8：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
核心企业价值	3141.07
净债务价值	(163.84)
股票价值	3304.92
每股价值	26.49

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 26.49 元；市场波动较大，不采用绝对估值。

## 5.3 相对估值

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、三全食品、安井食品 4 家细分龙头作为可比研究对象；4 家公司 2021 年平均估值为 49 倍。基于公司是生鲜豆制品细分龙头，同时即将进入快速扩张期，给予 2021 年 40 倍估值，对应目标价 36.4 元，首次给予“买入”评级。

**表 9：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)			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
603288.SH	海天味业	5318	126.24	1.98	1.79	2.12	2.50	64	71	60	50
600872.SH	中炬高新	357	44.78	1.12	1.25	1.51	1.84	40	36	30	24
002216.SZ	三全食品	157	17.87	0.96	0.81	0.94	1.06	19	22	19	17
000596.SH	安井食品	581	237.69	2.55	3.43	4.48	6.71	93	69	53	35
平均值								54	49	40	32
003030.SZ	祖名股份	34	27.16	0.81	0.91	1.26	1.76	34	30	22	15

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

原材料价格大幅上涨风险；市场开拓或不及预期；项目达产或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1225.17	1405.05	1633.65	1975.50	净利润	100.99	113.06	157.16	220.13
营业成本	817.78	958.13	1103.54	1320.19	折旧与摊销	58.24	54.98	59.56	63.61
营业税金及附加	6.64	7.03	8.17	9.88	财务费用	15.61	17.15	14.56	14.02
销售费用	186.76	210.76	228.71	256.81	资产减值损失	-2.26	0.00	0.00	0.00
管理费用	56.97	63.23	71.88	84.95	经营营运资本变动	25.74	-5.51	-6.85	-10.32
财务费用	15.61	17.15	14.56	14.02	其他	-13.77	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-2.26	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>184.55</b>	<b>179.68</b>	<b>224.44</b>	<b>287.44</b>
投资收益	0.12	0.00	0.00	0.00	资本支出	-215.82	-30.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-48.81	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-264.63</b>	<b>-30.00</b>	<b>-20.00</b>	<b>-20.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>134.53</b>	<b>148.77</b>	<b>206.79</b>	<b>289.65</b>	短期借款	-19.92	-155.18	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.94	0.00	0.00	0.00	长期借款	-48.17	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>132.59</b>	<b>148.77</b>	<b>206.79</b>	<b>289.65</b>	股权融资	405.10	0.00	0.00	0.00
所得税	31.60	35.70	49.63	69.52	支付股利	-18.72	-50.49	-56.53	-78.58
净利润	100.99	113.06	157.16	220.13	其他	181.13	-153.00	-14.56	-14.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>499.42</b>	<b>-358.67</b>	<b>-71.09</b>	<b>-92.60</b>
归属母公司股东净利润	100.99	113.06	157.16	220.13	<b>现金流量净额</b>	<b>419.29</b>	<b>-208.99</b>	<b>133.35</b>	<b>174.84</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	474.95	265.95	399.30	574.14	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	120.24	138.01	160.40	193.89	销售收入增长率	16.94%	14.68%	16.27%	20.93%
存货	64.86	76.38	88.31	106.10	营业利润增长率	11.08%	10.58%	39.00%	40.07%
其他流动资产	10.83	12.42	14.44	17.47	净利润增长率	12.01%	11.95%	39.00%	40.07%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	6.06%	6.00%	27.17%	30.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	842.23	824.40	794.84	764.09	毛利率	33.25%	31.81%	32.45%	33.17%
无形资产和开发支出	31.30	24.16	14.16	1.32	三费率	21.17%	20.72%	19.29%	18.01%
其他非流动资产	34.12	34.11	34.10	34.09	净利率	8.24%	8.05%	9.62%	11.14%
<b>资产总计</b>	<b>1578.53</b>	<b>1375.43</b>	<b>1505.56</b>	<b>1691.09</b>	ROE	10.18%	10.72%	13.61%	16.98%
短期借款	155.18	0.00	0.00	0.00	ROA	6.40%	8.22%	10.44%	13.02%
应付和预收款项	113.29	132.49	152.72	182.87	ROIC	12.45%	12.59%	16.89%	23.28%
长期借款	106.09	106.09	106.09	106.09	EBITDA/销售收入	17.01%	15.72%	17.20%	18.59%
其他负债	212.30	82.61	91.88	105.71	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>586.86</b>	<b>321.18</b>	<b>350.69</b>	<b>394.67</b>	总资产周转率	0.94	0.95	1.13	1.24
股本	124.78	124.78	124.78	124.78	固定资产周转率	1.80	1.99	2.34	2.93
资本公积	526.96	526.96	526.96	526.96	应收账款周转率	10.96	11.61	11.68	11.90
留存收益	339.93	402.50	503.13	644.68	存货周转率	12.34	13.15	13.04	13.27
归属母公司股东权益	991.68	1054.24	1154.87	1296.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.47%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>991.68</b>	<b>1054.24</b>	<b>1154.87</b>	<b>1296.42</b>	资产负债率	37.18%	23.35%	23.29%	23.34%
负债和股东权益合计	1578.53	1375.43	1505.56	1691.09	带息债务/总负债	44.52%	33.03%	30.25%	26.88%
					流动比率	1.46	2.55	2.97	3.34
					速动比率	1.32	2.15	2.57	2.94
					股利支付率	18.53%	44.66%	35.97%	35.70%
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	208.38	220.90	280.91	367.27	<b>每股指标</b>				
PE	33.56	29.97	21.56	15.40	每股收益	0.81	0.91	1.26	1.76
PB	3.42	3.21	2.93	2.61	每股净资产	7.95	8.45	9.26	10.39
PS	2.77	2.41	2.07	1.72	每股经营现金	1.48	1.44	1.80	2.30
EV/EBITDA	15.73	14.46	10.90	7.86	每股股利	0.15	0.40	0.45	0.63
股息率	0.55%	1.49%	1.67%	2.32%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 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

## 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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷毓	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn