

祖名股份 (003030)

公司研究/点评报告

短期成本上涨利润承压，长期看好公司外延扩张

—祖名股份 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 08 月 23 日

一、事件概述

8月22日，公司发布2021年半年报，报告期内公司实现营业收入6.18亿元，同比+8.69%；实现归母净利润0.32亿元，同比-36.44%；基本EPS为0.25元。

二、分析与判断

➤ 必选消费属性保障公司收入稳定增长

21H1 公司实现营收 6.18 亿元，同比+8.69%，折合 21Q2 单季度实现营收 3.14 亿元，同比+8.76%。公司业绩稳定增长，一方面得益于公司主业为生鲜豆制品，属于日常必选消费，且公司为“菜篮子”企业，需求较为稳定。另一方面公司上半年对部分产品进行提价，也带来部分价增贡献。**分产品看**，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 4.18/0.98/0.32/0.67 亿元，分别同比+5.58%/+51.72%/-8.51%/-7.27%。生鲜豆制品主要由高端豆制品逐渐打开市场空间；植物蛋白饮料逆转实现高速增长主因自立袋豆奶销量恢复及今年推出瓶装豆乳增量所致。**分渠道看**，经销/直销/商超分别实现收入 4.02/0.66/1.46 亿元，分别同比+13.19%/+80.80%/-7.27%。经销模式为最主要的渠道模式，持续实现较快增长，截至 6 月末公司已拥有 1506 家经销商，较年初净增 63 家；直营模式快速增长来自于公司大力拓展直营客户以及餐饮行业逐渐回暖；商超销售下滑主要受社区团购冲击，客流下降所致。

➤ 原材料价格处于高位，压缩利润空间

净利率：21H1 公司净利率 5.10%，同比-3.62ppt，单 Q2 净利率 6.11%，同比-2.95ppt。净利率下滑一方面由于大豆等原辅料价格持续处于高位带来成本压力，另一方面去年疫情影响国家减免部分社保及道路通行费，今年费用支出恢复正常。**毛利率**：21H1 公司毛利率 28.24%，同比-11.06ppt，单 Q2 毛利率 27.55%，同比-13.08ppt。毛利率下滑主因运输费用调整至成本端，调整后毛利率为 31.72%，同比-7.57ppt；以及 H1 大豆等核心原材料持续处于高位，成本上升压缩利润空间，公司 Q1 已对部分产品提价以应对成本压力。**期间费用率**：21H1 期间费用率为 21.11%，同比-5.85ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.68%/5.24%/0.70%/0.49%，分别同比-4.6ppt/-0.11ppt/+0.08ppt/-1.15ppt。销售费用率大幅下滑主因运输费用重分类至营业成本所致。

➤ 产能释放带来短期增量，异地扩张打开长期市场空间

展望 2021 年，公司收入仍有延续高增态势，主因：**(1) 必选消费需求稳固**：公司主业生鲜豆制品属于日常家用必需品，需求稳定，不易受外部因素干扰。**(2) 外延渠道扩张打开增量空间**：公司在巩固江浙沪优势基础上，积极寻求外部市场渠道扩张，与华中区域生鲜平台达成深度合作，同时成立餐饮事业部，对接海底捞等连锁餐饮 B 端客户提供定制服务，打开广阔 B 端市场空间。**(3) 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。

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。7 月公司与南京果果签订《合作框架协议》，未来祖名有望借助南京果果的生产设备、渠道建设、品牌优势等实现南京区域市场扩张。为公司外延扩张的重要一步，未来有望继续复制经验，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。

推荐

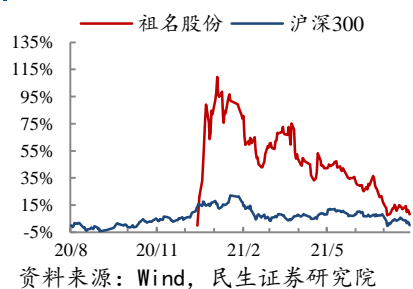
维持评级

当前价格： 23.47 元

交易数据 2021-8-20

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)	29
流通市值(亿元)	7

该股与沪深 300 走势比较



分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

- 1.祖名股份(003030)2020年报与2021年一季报点评：疫情下实现较快增长，提价对冲成本上涨
- 2.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

三、投资建议

结合公司上半年业绩表现，我们调整此前盈利预测，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 1.07/1.36/1.61 亿元，同比+6.4%/+26.3%/+18.3%，EPS 分别为 0.86/1.09/1.29 元，对应 PE 分别为 27X/22X/18X。公司目前估值略高于中信其他食品行业 2021 年平均 25X 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	107	136	161
增长率（%）	12.0%	6.4%	26.3%	18.3%
每股收益（元）	0.81	0.86	1.09	1.29
PE（现价）	29.0	27.3	21.6	18.2
PB	3.0	2.7	2.4	2.1

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	930	1,063	1,208
营业税金及附加	7	7	9	10
销售费用	187	195	236	276
管理费用	57	61	75	90
研发费用	10	8	12	14
EBIT	147	146	177	205
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	143	180	213
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	133	141	178	211
所得税	32	34	42	50
净利润	101	107	136	161
归属于母公司净利润	101	107	136	161
EBITDA	205	205	248	289
资产负债表 (百万元)				
货币资金	475	444	310	474
应收账款及票据	113	132	151	173
预付款项	4	9	10	11
存货	65	111	84	134
其他流动资产	11	11	11	11
流动资产合计	671	716	570	814
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	1711	1716	1908
短期借款	155	155	0	0
应付账款及票据	70	92	101	114
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	459	484	354	385
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	612	481	512
股本	125	125	125	125
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	992	1099	1235	1395
负债和股东权益合计	1579	1711	1716	1908

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%	-1.0%	21.3%	15.8%
净利润增长率	12.0%	6.4%	26.3%	18.3%
盈利能力				
毛利率	33.3%	31.0%	32.3%	33.0%
净利润率	8.2%	8.0%	8.6%	8.9%
总资产收益率 ROA	6.4%	6.3%	7.9%	8.4%
净资产收益率 ROE	10.2%	9.8%	11.0%	11.5%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.5	1.6	2.1
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.8
现金比率	1.0	0.9	0.9	1.2
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	0.9	1.1	1.3
每股净资产	7.9	8.8	9.9	11.2
每股经营现金流	1.4	1.1	2.1	1.6
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	29.0	27.3	21.6	18.2
PB	3.0	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	13.2	13.5	11.0	8.9
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	101	107	136	161
折旧和摊销	61	60	72	84
营运资金变动	(1)	(51)	36	(48)
经营活动现金流	180	136	257	203
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	(31)	(134)	164

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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。